

# 【中粮视点】宏观：SVB风险跟进：短期风险可控 历史轮回难躲

原创 范永嘉 中粮期货研究中心 2023-03-15 08:45 发表于北京

收录于合集  
#利率 1 #宏观 41



## 摘要

SVB风险本质由于高利率伴随的债务压力，引发了信任危机。有了2008年的前车之鉴，各国迅速应对，美联储加息路径彻底反转，预计SVB破产本身大概率不构成金融危机的直接驱动。但是只要全球央行不在短期大幅降息放水，零利率积累的天量债务，迟早因为高利率问题而出现其他风险。短期只要SVB风险确认有底，境外资产弱势振荡态势不变。未来资产仍存向上的降息预期炒作，参考过去软着陆的故事，小心预期上下反转带来更剧烈的价格波动。

### 一 预期变化引发SVB风险

硅谷银行的风险，本质源自于挪用短期存款购买长期债券吃息差的杠杆过高，美联储暴力加息所带来的利差急速反转，以及存量债券价格暴跌，导致过去吃息差的盈利模式难以为继，最终某一时点储户恐慌性集中挤兑导致其瞬间破产。

**风险的直接触发，在于预期的剧烈变化。**由于去年四季度与一季度美国经济持续好于预期，扭转了去年下半年美联储3月加息停止的预期。而非农就业、零售销售、PMI、通胀等数据之间的套娃，令市场不断上调美联储最终的加息路径。3月7日鲍威尔的鹰派发言，成为最后一根稻草，引发市场100bps的恐慌性交易。硅谷银行此时被迫在套利上止损，亏损落地引发储户挤兑，最终引发风险。

图 1：3 月美联储议息加息隐含概率



数据来源：中粮期货研究院、Bloomberg

注：100 为加息 25bps，200 为加息 50bps，以分位表示概率

风险出现之后，由于银行业牵一发而动全身的天然属性，各国政府迅速针对风险进行处理，相应美联储的加息路径预期也由激进加息大幅下降至不再加息，而远期也出现更为明确的降息预期。有了2008年的前车之鉴，各国政府应对积极迅速，SVB事件可能并不会直接触发海外金融危机。

图 2：6 月美联储议息加息隐含概率

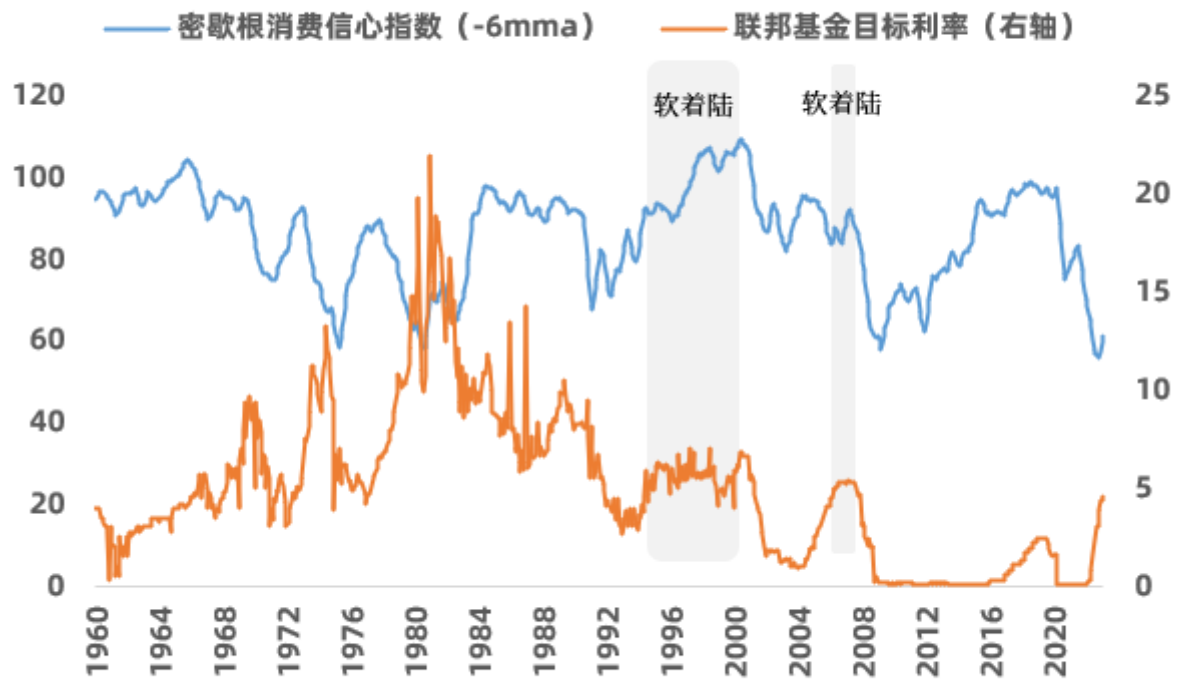


数据来源：中粮期货研究院、Bloomberg

二 历史可鉴 高利率高杠杆环境迟早引发金融风险

流动性相当于经济体的血液，支撑经济社会的正常运行。一旦失血过多，经济社会会同步休克无法运转。加息缩表本质在于抑制过于庞大的身体而抽血塑形，但市场预期与节奏不可能完美贴合实际基本面，以及预知所有在货币宽松、经济繁荣过程中隐藏的潜在风险。所以每轮政策收紧，最终都会导致风险出现。所谓的软着陆，在于收紧中期新兴需求能够承接住加息对需求压制的缺口，在高利率维持更长时期的景气表现。

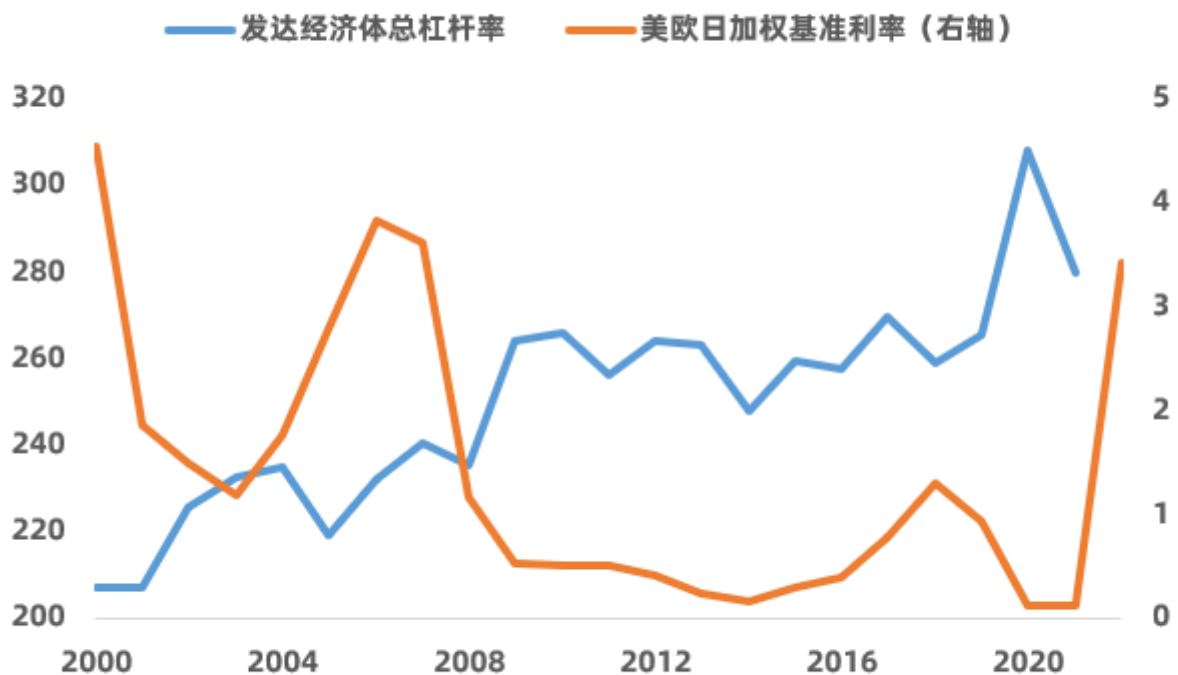
图3：美联储货币政策与经济周期



数据来源：中粮期货研究院、wind

所以只要未来在科技端、地域端、地缘端没能出现更强的额外需求，全球高利率与高杠杆的组合环境，高融资成本必然带来公司之间、行业之间、乃至国家之间的剧烈洗牌和风险出清，这是历史难以逃避的基本经济规律。即使这次风险平滑过渡，只要高利率高杠杆的问题不解决，迟久生变的问题不会缺席。在十多年极低利率环境下积累的债务，背后隐含的风险很难因为小幅降息而化解。

图4：发达经济体广义杠杆率与加权利率



数据来源：中粮期货研究院、wind

### 三 未来潜在的风险点

回顾近半年美国风险偏好的反弹行情，“加息降速”、“软着陆”，都是上行时伴随的概念。一旦“本轮美国衰退完毕，马上迎来下一轮经济复苏的逻辑被证伪”，拉高的价格转向下跌并给出破位的跌幅，里外里会造成更大的杀伤。**市场的剧震，往往由赚钱预期变为亏钱预期，或者亏钱预期变为破产预期引发。而破产预期已成一致时，只要政策不做消极的休克回应，风险往往接近底部而非进一步放大。**

**如果把流动性比作蛋糕，过去西方经济体通过货币收紧已经动刀切去大半，今年海外宏观的核心逻辑就在于分析剩余蛋糕的变化。**诸如需求韧性、通胀、就业，都是给予这个变量一个合理的解释。如果欧美风云突变转为制作新的蛋糕，则皆大欢喜；但如果默认依靠剩余蛋糕挺过本轮衰退，突然又被切走一大部分，就可能触发下一轮风险。所以推荐从变量的维度思考未来风险，主要存在以下三方面考虑：

#### 1、美联储表面上为谁站台

如前文所述，强行避免迟早到来的流动性风险，化解存量债务风险最好的办法就是回归过去的极度宽松，即回归零利率大放水。过于直白地为资本服务，这将极大引发美国的政治风险。**类似此次拯救硅谷银行带来的争议，平衡资本与民众之间利益下，内部风险仍然构成未来金融系统性风险的主要威胁。**

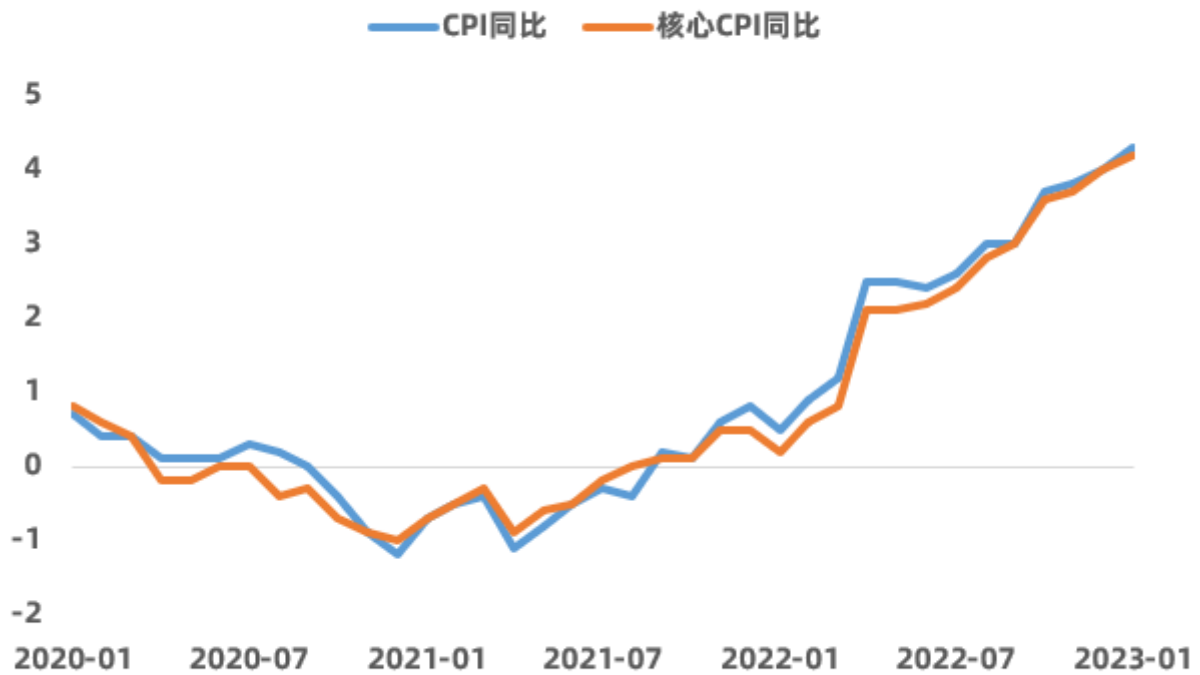
#### 2、欧洲是否消化俄乌冲击

欧洲安然渡过冬季能源危机，当前构成全球最强经济表现，这也同时给予了欧央行大幅加息的底气。欧洲的地缘问题远复杂于美国，且更长期享受了极低利率带来的高杠杆红利。当前红利的基础仍在低利率驱动的惯性，当利率大幅抬升之后，弱国的债务风险，将会挑战整体的稳定性。欧洲逻辑类似美国，加息后的脆弱性还要甚于美国。俄乌问题如果不在短期解决，欧洲对于美国市场构成显性的外部风险。

#### 3、日本央行站在天平中央 构成隐性致命威胁

日本曾在去年12月尝试抬升购债利率路径，引发了市场剧烈波动。当前行长换届，日央行暂时性选择维持宽松流动性支撑本国经济。但日益高企的输入性通胀，已经带动核心通胀同步上行，不依靠货币收紧很难扭转当前高通胀局面。

图 5：日本通胀水平



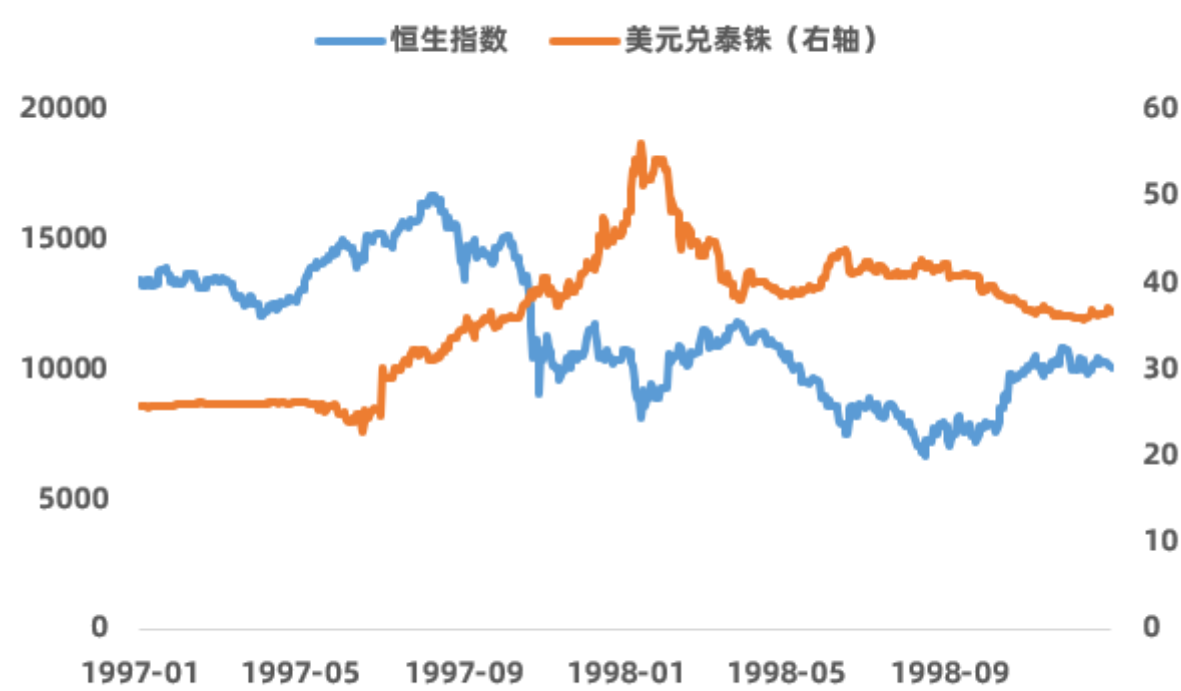
数据来源：中粮期货研究院、wind

今年日央行好似站在天平中央，如果配合欧美坚持宽松，则将大幅牺牲本国货币汇率及民众生活水平；如果新一任央行行长上任后开启收紧周期，则日资回流将显著恶化欧美市场已然短缺的流动性现状。**类似12月的行情表现，日本转向收紧的预期可能并不会快速向西方市场传递，但这将在中期维度构成隐性的致命毒药。**

#### 四 韧性逻辑崩坏 境外资产延续弱势

在SVB事件没有爆发之前，软着陆的声音逐渐占据主流，这也进一步推升美元类资产包括美元本身的估值。风险事件出来之后，市场开始关注高利率成本下的经济增长持续性，**今年基数与绝对价格带动通胀下行，反衬出更高的实际增长压力，这将构成无解的利空。**

图 6：东南亚金融危机



数据来源：中粮期货研究院、wind

图 7：互联网泡沫



数据来源：中粮期货研究院、wind

图 8：次贷危机



数据来源：中粮期货研究院、wind

回顾上面三轮金融危机，后续来看主要原因均早于大盘开始反应，波动加剧是因为连锁效应被激发。泰铢早在1997年6月就被做空，而10月暴跌才外溢到香港市场。微软在2000年4月彻底输掉了反垄断官司而被迫分拆，而担忧于反垄断的全面扩散，互联网泡沫破裂在2000年11月形成踩踏。次贷危机在2008年5月爆发，而大盘的跳水在9月雷曼破产引发的全面信用危机。

图 9：自美联储宣布 Taper 以来急速转弱的代表性资产



数据来源：中粮期货研究院、wind



所以一旦钱荒的担忧形成蔓延趋势，总会形成爆点，而爆点可能诞生于此前已经跑输大盘的资产当中。瑞士信贷来自于对欧洲局势更差的地缘担忧；日元来自于日本的高通胀低外需两头夹击；比特币、特斯拉则是新兴投资的全面溃败。这是当前较为明显的潜在威胁。或许存在其他方面的威胁，但只要最终风险外溢，最终带来的效果是同样的。

**SVB事件在多国政府的雷霆手腕上大概率不构成最终风险，但只要没有迎来全球性的货币超级宽松，债务端及成长类风险仍会最终触发。**随着软着陆的证伪，逻辑发生扭转，即使未来美联储提前转向宽松，资产也绝不满足于加500bps减25bps的微小折扣。**未来如果说能够确定的，就是谨防降息预期炒作时的资产反弹。喝酒御寒，更为伤身。**

### 作者简介

**范永嘉**

中粮期货研究院 宏观资深研究员

交易咨询证号：Z0014840

### 风险揭示

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。



中粮期货研究中心

传递最新资讯，共享财富人生。

2265篇原创内容

公众号

喜欢此内容的人还喜欢

【稀土】镨钕高位强势开局，金属难有低价报出  
百川盈孚



【春季策略报告】油脂油料：山色空蒙雨亦奇



【中粮视点】油脂油料：台阶

中粮期货研究中心

