

硅谷银行引爆危机，“软着陆”渐行渐远

发布日期：2023年3月26日 分析师：王贤伟

期货投资咨询号：Z0015983

美国经济开年略有增长，市场一度乐观认为今年可以实现软着陆。但3月10日发生的硅谷银行破产事件击碎了这一美好愿望，该事件充分暴露了美国当前金融系统脆弱性，并引起了市场广泛担忧。本文将从货币供给、总量供需、服务业与制造业及就业市场等多个方面分析，认为美国难以实现经济“软着陆”。

疫情初期，美国释放的天量流动性导致美国通胀高企，同时政府赤字一路走高。即使在开启紧缩周期一年之后，仍面临居民需求驱动偏高、服务业回升明显以及劳动力市场紧张等因素，导致美国目前面临高赤字、高通胀的压力。目前美联储大概率将高利率维持更长的时间，从而抑制企业及居民部门的投资与消费，使得美国经济活动减弱，进而失业率反弹，引发经济衰退。

一、美国经济软着陆与硬着陆

“软着陆”指美联储在阻止美国陷入衰退的同时，一方面努力控制通胀的快速回落，另一方面保证失业率不会大幅上升。通过软着陆，美联储能够成功地引导经济度过紧缩周期，同时避免经济衰退。而经济“硬着陆”则指的是采用强力的财政货币政策一次性在较短的时间内通过牺牲较多的国民收入将通胀率降到正常水平。是否陷入衰退是评判美国经济软着陆和硬着陆之间的关键区别。

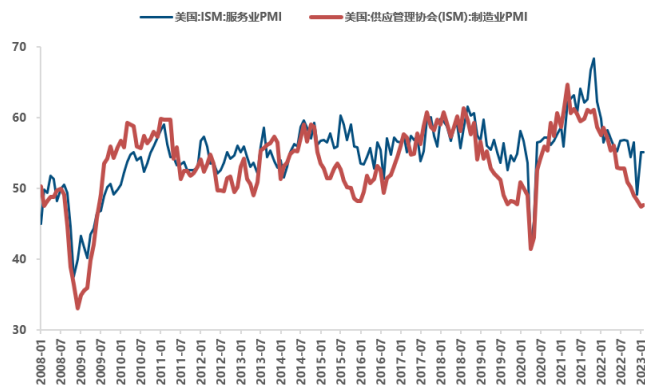
一个国家是否陷入经济衰退，有严谨的判定标准。国际社会上，对“衰退”的定义是：连续两个季度的GDP负增长，即陷入技术性衰退。不过，技术性衰退并非等同于实质性衰退，因为宏观经济有着复杂的评判标准。在美国，由美国经济研究所（National Bureau of Economic Research, NBER）进行判断。NBER对于衰退的定义：“多数经济领域内的经济活动连续几个月出现下滑”，值得注意的是，没有固定的规则或阈值来触发衰退的确定，主要包括收入、就业、零售、生产等数据。

二、当前美国经济仍具韧性

目前美国的经济仍表现出一定韧性，2022年美国GDP增速在去年2季度转负之后，于3季度重新转正，并持续至年终。其中，服务业、消费者信心指数等数据表现出持续向好态势。2月服务业PMI结果升至50.6，高于市场预期的47.3，创下2022年6月份以来新高，并逆转之前连续7个月萎缩的趋势。其中，就业分项指数终值升至51.5，创2022年9月份以来终值新高。同时，2月份美国消费者信心指数为67，超过预期的66.4，连续第3个月回升，且绝对值已经回到2022年1月份的高位水平。

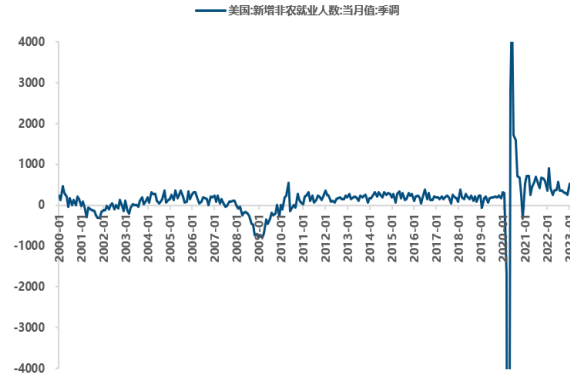
通胀方面，2月CPI同比上涨6%，前值6.4%（创八个月以来新低）；1月核心CPI同比上涨5.5%，前值5.6%（六个月以来新低）；1月PCE同比升5.4%，前值5.3%；核心PCE同比为4.7%，前值4.6%。通胀下行趋势确立，但相较2022年底的乐观预期，近期多个指标显示物价回落的速度可能会较为缓慢；另外，美国2月非农新增就业人数31.1万人，超过预期，2月平均时薪同比增长4.6%，前值4.4%，就业市场依然坚韧。

图表 1：服务业 PMI 回升明显



数据来源：美联储，中信建投期货

图表 2：就业市场仍显旺盛



数据来源：美联储，中信建投期货

图表 3：CPI 持续回落



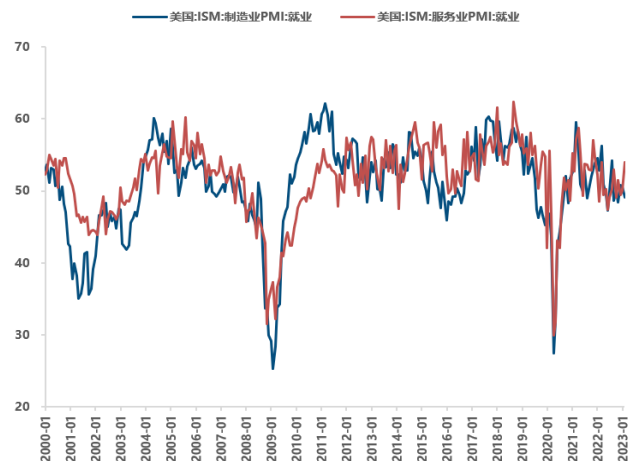
数据来源：美联储，中信建投期货

图表 4：PCE 持续回落



数据来源：美联储，中信建投期货

图表 5：服务业就业情况向好



图表 6：消费者信心指数有所回升



数据来源：美联储，中信建投期货

数据来源：美联储，中信建投期货

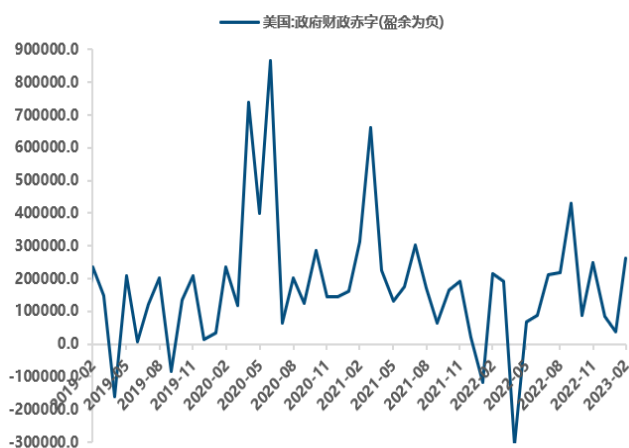
三、“软着陆”难以实现的现实因素

“软着陆”需要通胀快速放缓和失业率维持在较低的水平。难以实现原因具体可分为以下几个方面：

货币、财政疫情后趋于紧缩：后疫情时代的财政救济和家庭支出减少。新冠疫情之后美国政府出台的大规模刺激政策。2020 年 4 月至 2021 年 4 月，美国政府进行了 3 轮共计约 5 万亿美元的财政刺激，每轮都对应着美国居民消费显著提速。货币放水的速度是史无前例，资产负债表总资产规模从 4 万亿美元升高至 9 万亿美元。与此相对应的是，政府赤字不断提高。虽然耶伦在战略层面试图通过设定全球最低税来逆转企业避税带来的税基损失，战术层面则有通过增强税收征缴力度来打击各类逃避税活动。但相较于目前政府庞大的财政赤字仍然杯水车薪。

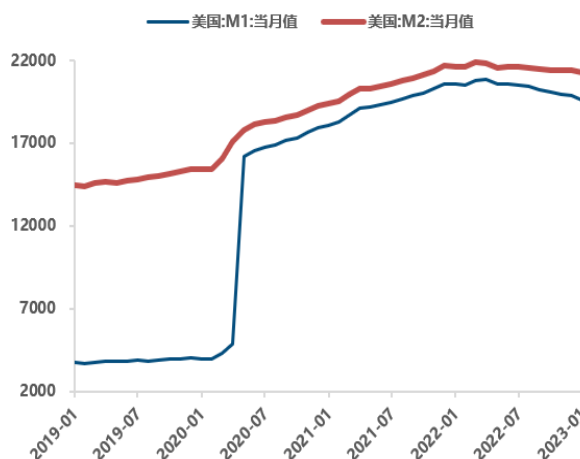
2022 年开始货币供应量表现出持续下滑的情况，在去年 3 月开启快速加息及后续启动缩表后，货币供给逐渐减少。在高通胀和资本市场价格波动的影响下，居民超额储蓄减少，储蓄率不断下降，带动 M2 增速下行，截止去年底 M2 增速历史性转负。目前美联储为促使经济持续降温、放缓社会总需求，不再使用“印钞机”功能。

图表 7：政府财政赤字依然高企



数据来源：美联储，中信建投期货

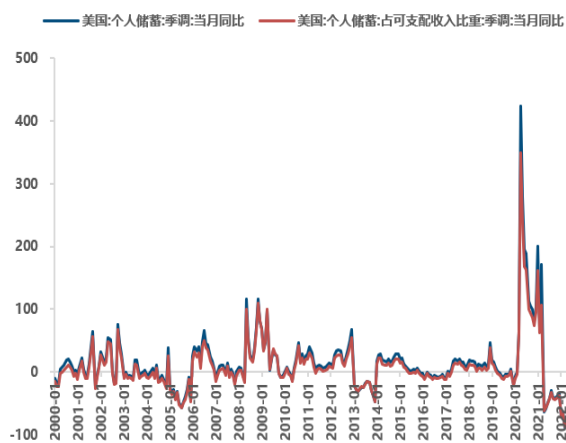
图表 8：M1,M2 增速持续放缓



数据来源：美联储，中信建投期货

居民需求端对通胀放缓产生压力：疫情初期美国政府大规模财政刺激政策使居民形成了总量约 2.4 万亿美元的超额储蓄。2021 年 8 月至 2023 年初，超储已下降 1.2 万亿美元，占比 50%。疫情过后，虽然个人储蓄同比增速为负，鉴于之前的超额储蓄，个人收入仍维持在较高水平。个人支出以及细分的耐用品、非耐用品支出同比有所回落，但是消费支出体量仍然偏大，且增速较疫情前仍然偏高。

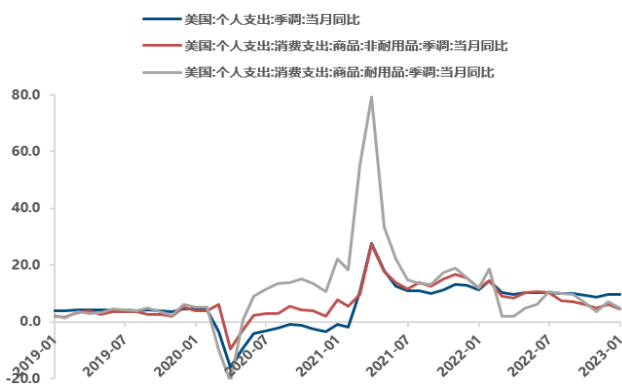
疫情突发引致的供给下降是美国高通货膨胀的起因，同时叠加超大规模的纾困政策保障了居民部门的需求，导致需求超过供给。需求侧对通胀的影响日益显著，参考 Shapiro (2022) 对个人消费支出价格指数 (PCE) 中的 100 多种商品和服务进行分类和测度，可以发现供需两端均推动通胀水平上升。具体而言，可以发现 2021 年 1 月之后一段时间，需求端刺激与供求端刺激分庭抗礼，2022 年 8 月之前仍旧主要以供求端拉动。8 月之后，需求端拉动能力整体持续走高，对核心 PCE 同比的指数超过供求端，至 2023 年 1 月，需求端对通胀贡献到达 48.3%。虽然需求在整体 PCE 同比驱动占比中并未超过供给，但相较供给驱动的明显下滑趋势，需求端驱动目前仍然偏强，对通胀放缓产生压力，不利于美国“软着陆”目标的实现。

图表 9：个人储蓄出现回落
图表 10：个人收入维持高位


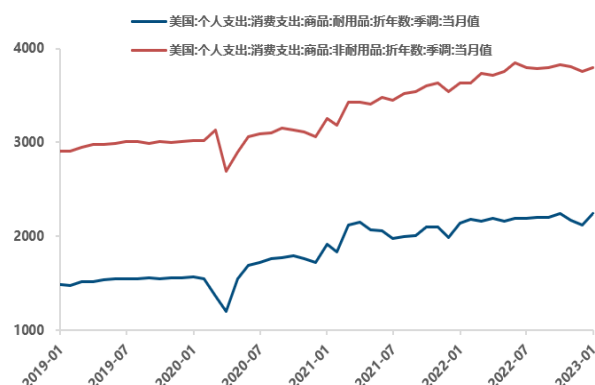
数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货



数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

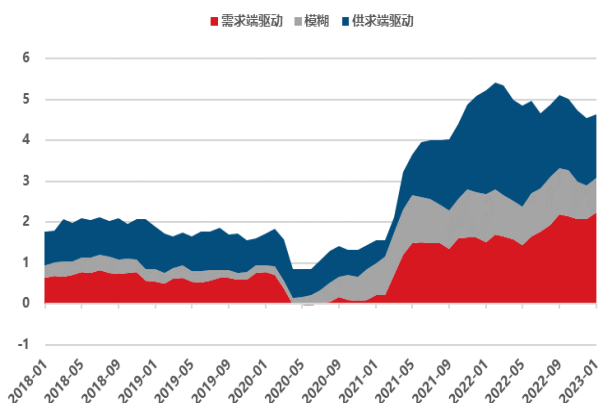
图表 11：个人支出增速有所放缓
图表 12：个人消费支出额仍处高位


数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

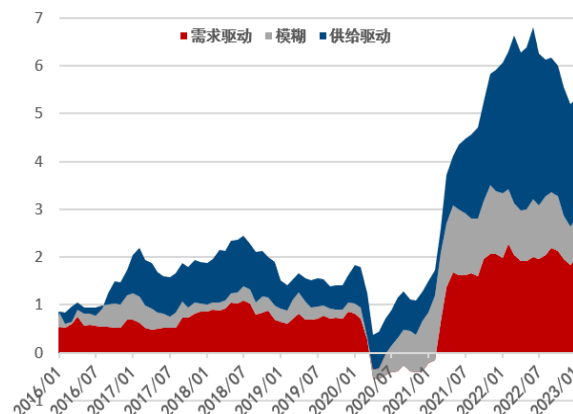


数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

图表 13：需求驱动对核心 PCE 贡献仍在增加
图表 14：需求驱动对整体 PCE 贡献变动不大



数据来源：美联储，中信建投期货



数据来源：美联储，中信建投期货

服务业回暖，制造业下滑有限：两大工业生产指数、产能利用率、制造业 PMI 自有库存等细分指标均虽然表现出下行趋势，相比前两次经济衰退，下行幅度仍然较浅。且 2 月制造业新订单指数和生产指数均较上月有所增长。2 月美国服务业 PMI 指数终值为 55.1，高于市场预期的 54.5，分项中商业活动、就业、库存、订单库存等均高于荣枯线。

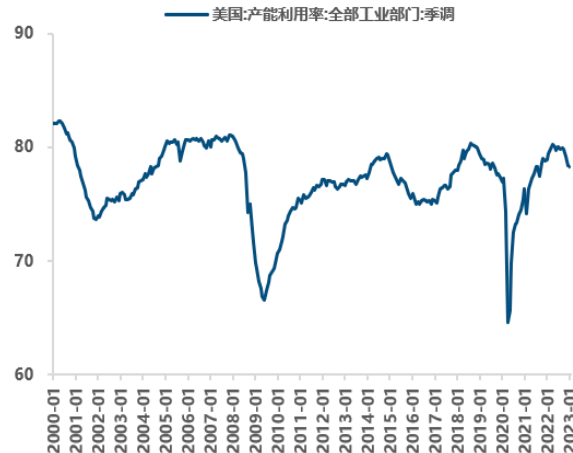
目前供应商交付时间持续改善，一定程度对当前通胀有所缓解。不过美联储报告指出因材料不足而降低产能的制造商比例在 2021 年底达到峰值，2022 年略有放缓，考虑到当前美国贸易保护主义仍然盛行，预计在整个供应链体系仍有部分环节存在供需错配的问题。

图表 13：工业生产指数仍处高位

图表 14：产能利用率仍处高位



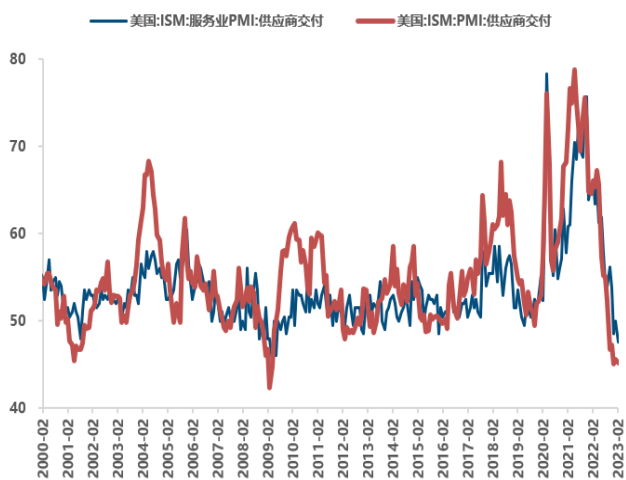
数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货



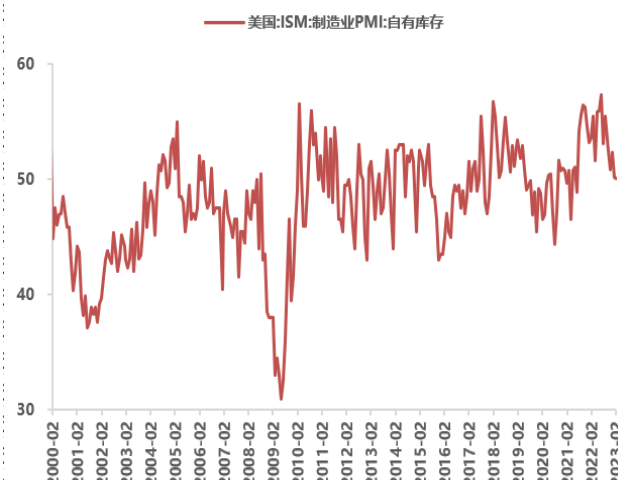
数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

图表 15：供应商交付持续改善

图表 16：制造业 PMI 自有库存小幅下滑



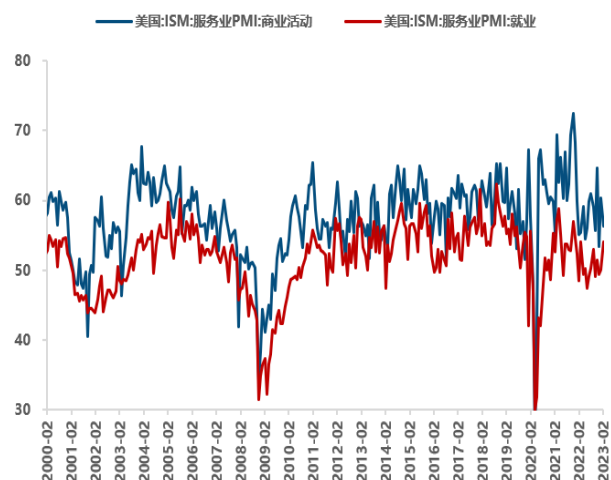
数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货



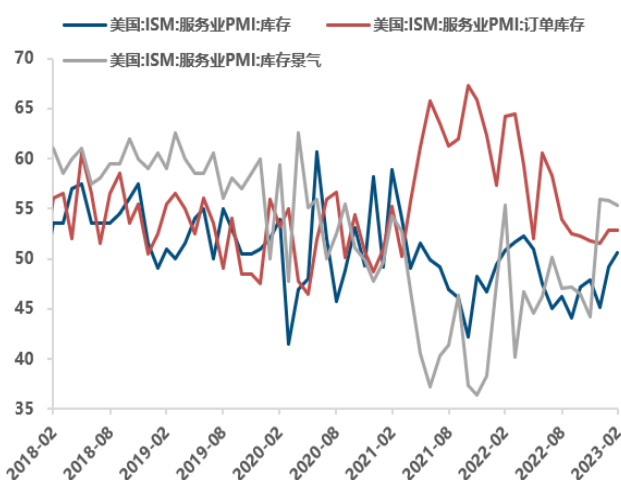
数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

图表 17：服务业 PMI 商业活动、就业小幅改善

图表 18：服务业 PMI 库存小幅回升



数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货



数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

劳动力市场紧张、失业率危机潜伏：目前美国劳动力市场的供需关系依旧偏紧，可用职位的数量仍远高于可用工人的数量，尽管近几个月来空缺职位呈下降趋势，数量仍大幅高于疫情前，劳动力参与率始终无法回到疫情前水平。劳动力市场紧张给工资和劳动力市场更替带来了持续的上行压力，薪酬居高不下。根据 2023 年 2 月数据，平均时薪 4.6 美元高于前值 4.4。从而对通胀产生相应支撑，使工资—螺旋风险上升。专家指出“美联储的货币政策无法创造更多劳动力，只能通过降低需求、也就是制造更多失业，打断这一螺旋。”

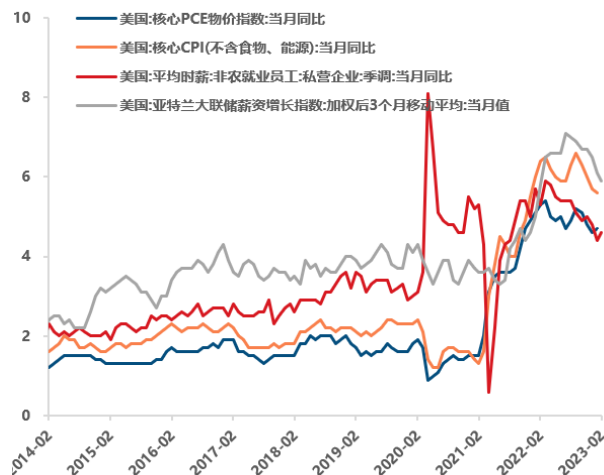
根据历史数据可以发现加息周期时间越长，停止加息后失业率回升幅度越大，衰退期持续时间也可能越长。根据历史情形，失业率长期低于 5% 之后，实体经济从加杠杆变为去杠杆，便会迎来经济衰退，导致失业率再次回升。预计今年加息停止后，在高利率持续较长的背景下，失业率或再次回升，同时经济大概率会出现衰退。

图表 21：劳动力参与率小幅回升



数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

图表 22：时薪与通胀表现出较高相关性



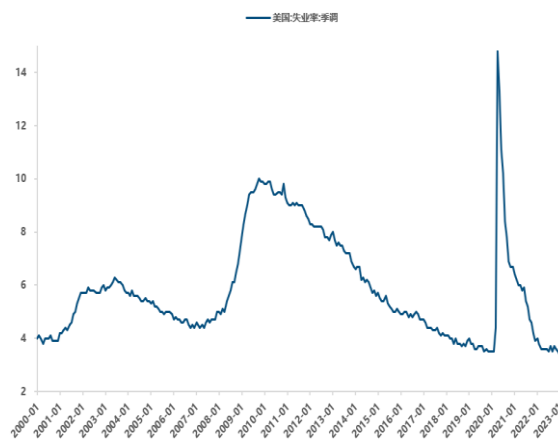
数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

图表 23：当周初次申请失业金人数略有回升



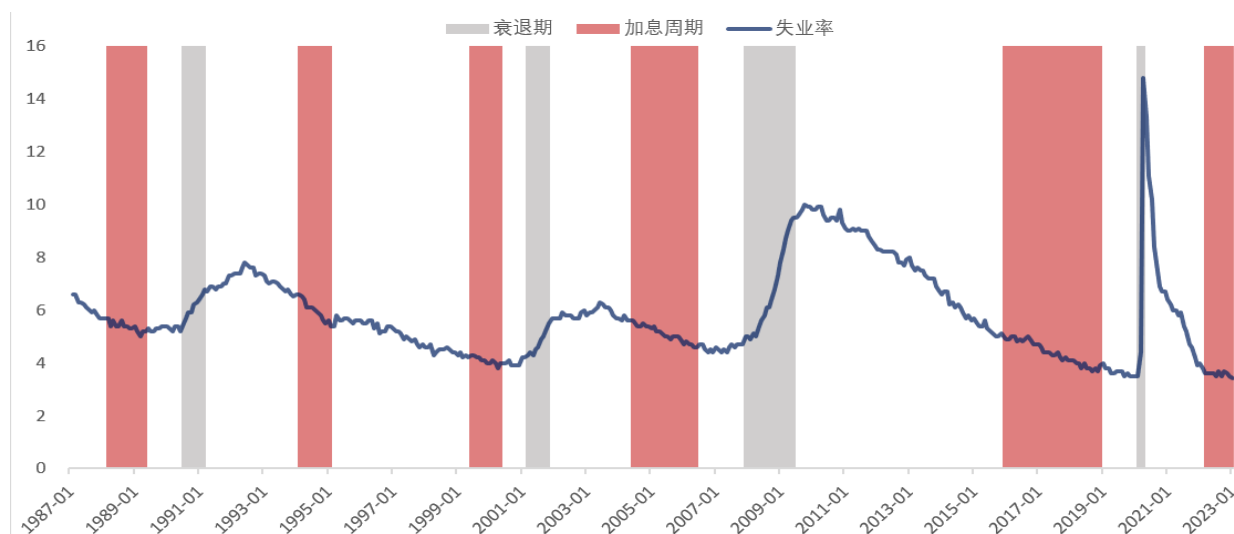
数据来源：美联储，中信建投期货

图表 24：当前失业率仍处低位



数据来源：美联储，中信建投期货

图表 25：失业率在衰退期中上行



数据来源：同花顺 iFinD，中信建投期货

四、美国硅谷银行破产，引爆市场避险情绪

当地时间 3 月 10 日，根据美国联邦存款保险公司（FDIC）发布的声明：美国加州金融保护和创新部（DFPI）当日宣布关闭美国硅谷银行（SVB），并任命 FDIC 为破产管理人。随后，州监管机构周日突然关闭纽约签名银行突显了稳定金融体系的紧迫性。

值得注意的是，此次破产硅谷银行持有的 MBS 只是久期比较长，与负债端不匹配，但资产本身并未违约，这是和 08 年银行危机所不同的。与此同时，美国当前正处在防控通胀的关键期。客观而言，硅谷银并非行业龙头，再加上此次美国多部门及时发布联合声明，进一步演化可能性较低。然而回归现实，储户的恐慌心理甚至蔓延到了硅谷的其他银行。两个交易日内，旧金山 First Republic Bank 股价大跌了 30%。尽管该行声明自己拥有足够的现金头寸，但投资者们还是不敢轻信，储户们还是要落袋为安。美国硅谷银行破产事件逐渐发酵，推升市场避险情绪上升。好在美国财政部、美联储和联邦存款保险公司及时出手，有效避免危机进一步蔓延。

虽然硅谷银行倒闭的直接原因是储户挤兑，深层原因是疫情后美国过度放水导致的银行资产错配以及随后快速加息造成的资产贬值。目前加息节奏尚未完全停止，美国股市与债市为代表的资产价格调整可能仍未结束，后续金融机构仍将面临由此引发的资本金损失与流动性压力的风险。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话: 023-86769605

上海分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号, 世纪大道1589号8楼08-11单元

电话: 021-58301589

济南分公司

地址: 济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话: 0531-85180636

湖南分公司

地址: 长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话: 0731-82681681

大连分公司

地址: 大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话: 0411-84806336

河南分公司

地址: 郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房, 未来公寓1306、1506、1806房

电话: 0371-65612397

河北分公司

地址: 廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话: 0316-2326908

深圳分公司

地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话: 0755-33378759

杭州分公司

地址: 浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话: 0571-87380613

宁波分公司

地址: 浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话: 0574-89071681

西安分公司

地址: 陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话: 029-85725585

重庆渝北分公司

地址: 重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话: 023-67380500

上海浦东分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话: 021-68597013

四川分公司

地址: 成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话: 028-62818710

重庆分公司

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话: 023-61361140

海南分公司

地址: 海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话: 0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话: 010-85282866

江西分公司

地址: 江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A室、4802室

电话: 0791-82082701

广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话: 020-28325286

漳州营业部

地址: 福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话: 0596-6161601

安徽分公司

地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话: 0551-2889767

上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话: 021-64040178

湖北分公司

地址: 武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话: 027-59909521

南京分公司

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州分公司

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com