

联储关注物价稳定，市场聚焦金融风险

——美联储3月议息会议传递的信号

核心观点

3月美联储在继续加息25BP的同时并未给出加息结束或年内降息的鸽派信号，整体来看依然将物价稳定作为首要目标，但利率终点的指引相较银行风波前的市场预期有明显下修。我们认为当前金融稳定的风险因素仍然较多，央行越关注通胀问题，市场越需关注金融风险。本月联储继续加息可能会使得未来的金融稳定承压，如果未来风险持续传导发酵，联储可能急转弯通过总量宽松应对风险，年内降息概率仍然较大。当前流动性风险演绎依然具有高度不确定性，3月点阵图的参考价值较弱。

□ 美联储在加息同时并未给出明确的鸽派信号，仍将物价稳定作为当前首要目标。利率区间方面，美联储加息25BP将基准利率区间上调至4.75%-5%区间，符合市场预期，但超出我们预期。缩表方面，美联储将按950亿美元/月的原定计划继续执行。对于未来的政策路径：

一是未来的加息节奏，本次议息会议声明指向本轮加息尚未结束（使用“some additional policy firming”的措辞），未来可能需要继续加息并使得政策利率更加坚实的进入限制性区间。但利率终点的指引相较银行风波前的市场预期有明显下修。

二是对于金融风险，议息声明指向美联储认为当前银行系统依然稳健，近期的流动性风险可能使得银行收紧信贷条件并削减企业和居民部门的需求。关于金融风险对加息的扰动，鲍威尔在会后问答中指出美联储确实曾因此考虑暂停加息。

三是关于年内降息，鲍威尔会后问答中指出当前的基准路径是年内不降息（Rate cuts are not in our base case），但未来的政策路径依然将相机抉择。

整体来看，本次议息会议美联储仍然将物价稳定作为当前政策的第一考量，在继续加息的同时并未给出加息结束或年内降息的鸽派信号，整体鹰派程度高于会前市场预期，截至报告时标普500指数大幅下挫；美元指数和美债利率维持震荡。

□ 经济预测指向存在就业质量下行，劳动力市场韧性使得通胀粘性强于此前预期。本月发布的经济数据预测中，美联储将2023年的GDP预期下修至0.4%，此前预测值为0.5%。2023年失业率预测小幅下修至4.5%，此前预期为4.6%。整体预测结果继续指向当前美国存在就业质量下行的特征。

通胀方面，美联储上修2023年PCE增速预期至3.3%，此前预测值为3.1%；核心PCE增速预期上修至3.6%，此前预测值为3.5%。这一结果指向通胀粘性强于此前预期，主要仍然源于劳动力市场的韧性，高企不下的岗位空缺数使得失业者可以迅速再就业，预计2023年下半年就业市场和工资增速才会出现明显降温。

□ 流动性恐慌放大市场结构性问题，“见招拆招”式的解决方案较难根除核心问题。当前全球金融市场面临的问题是：流动性恐慌情绪发酵继而放大了较多市场中隐藏的结构性问题，从而使得过去一周以来风险接二连三暴露，诸如美国中小银行风险、瑞士信贷衍生风险以及后续潜在的欧洲金融风险等。

当前美联储“见招拆招”式的解决思路难以从根本上扭转市场预期。换言之，如果持续采用“定向政策解决结构问题”的做法，可能陷入解决方案永远滞后风险暴露、持续被动应对的格局。如美联储自上周起重回扩表，通过各项结构性工具向具有流动性压力的金融机构投放流动性超过3000亿美元，但至今为止美国银行压力并未见到明显缓解：

一是通过贴现窗口以及新成立的银行期限融资工具BTFP向金融机构输送1602亿美元应对流动性压力；二是向硅谷、签字银行处理过程中成立的过桥银行输送1428亿流动性，用以应对提现压力（FDIC旗下存款保险基金总资产约为1255亿美元，难以足额覆盖本次涉险银行的全部存款规模。本轮风险事件中硅谷银行总资产

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

2090 亿美元，对应存款总额约 1754 亿美元；签字银行总资产 1104 亿美元，对应存款总额 826 亿美元）。

综上，贴现窗口等结构性政策主要由遭遇流动性冲击的银行按需申请，仍属于事后应对型政策，从目前来看效用并不理想，我们认为总量政策从根源上改善流动性预期方可发挥较好效果。

□ 美欧央行越关注通胀市场越需警惕金融稳定，3 月点阵图提供的指引效果有限

当前美欧央行处于物价稳定和金融稳定的两难之中，我们认为，短期内美、欧央行越关注物价稳定，市场越应该关注逆风紧缩下所衍生的金融稳定风险。我们曾于前期报告《从硅谷银行救助看联储政策展望》中指出：“美联储救助越果断，流动性风险修复越快，政策犹豫不决往往容易拉长危机应对的战线。

如上文所述，我们认为现状的解决方案仍需依赖总量层面的宽松并根本性扭转市场预期，本月联储继续加息可能会使得未来的金融稳定进一步承压，如果未来风险事件持续传导发酵，联储可能急转弯通过总量宽松（如暂停加息缩表，甚至迅速转向降息）应对风险。

在此背景下，考虑到当前流动性风险的演绎依然具有高度不确定性，美联储点阵图的指引作用也大幅降低。虽然本月联储点阵图指向年末政策利率位于 5.0%-5.25% 区间（即当前政策利率已靠近但尚未触及本轮加息峰值），但我们认为这一路径提供的参考价值较为有限。

□ 诸多潜在不确定因素中，应重点关注欧洲金融风险对美国的反向传导

在上文提及的诸多风险中，我们认为未来应重点关注欧洲金融风险对美国的反向传导，尤其是 3 月欧央行的持续性紧缩可能加大欧洲金融风险的不确定性。从欧洲来看，未来仍有三大风险需要重点关注：

一是瑞士信贷风险随后可能引发的恐慌情绪，一方面源于各类风险敞口的交易对手方（例如衍生品领域 430 亿美元的风险敞口可能波及其他银行机构）；另一方面源于市场在瑞信之后寻找下一个风险薄弱环节（如德意志银行股价自 3 月 9 日银行风险发酵以来股价下跌 14%，跌幅大于欧洲银行 STOXX 指数的整体跌幅 9%；对应德意志银行的信用违约互换 CDS 报价近日来也大幅跳升）

二是欧央行大幅加息背景下，部分银行在资产端存在减值风险（波兰、匈牙利、捷克、罗马尼亚等国银行是典型代表，流动资产构成以国债和地方政府债务为主占比分别达到 90%，84%、81% 和 79%），负债端存在稳定性风险（欧盟成员国中，瑞典、芬兰银行负债端债券融资占比分别为 26%、22%，远高于欧盟平均水平 11%）。

三是欧债本身基本面较为薄弱，可能与流动性挤兑压力产生负循环，除了欧洲银行外对部分欧债持有较多的海外金融机构（尤其是美国）也有负面传导效应。截至 2021 年末，从欧元区 19 国看，美国共计持有欧债 8555 亿美元，占美国持有所有海外债券头寸的 20%，其中政府主权债 1770 亿美元；从欧洲五大债务压力国看，美国共计持有相关欧债 2327 亿美元，其中政府主权债 615 亿美元。

□ 金融稳定风险下，持续看好黄金年内配置价值

美债方面，短期流动性风险悬而未决，金融稳定和物价稳定的两难依然会使得政策预期混乱，10 年期美债利率可能保持震荡态势。

美元方面，近期美元指数明显回落，未来需重点观测欧洲债务及银行机构是否会在本轮挤兑压力下受到连带影响，一旦风险产生外溢可能驱动美元指数反弹。

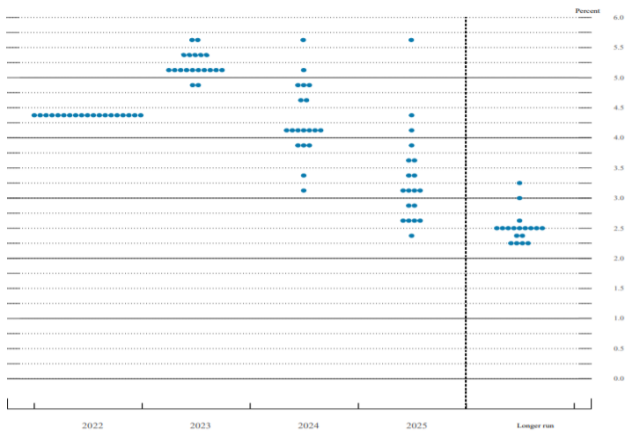
黄金方面，考虑到美国流动性风险未定、欧洲债务以及银行机构同样有潜在风险，避险情绪下我们持续看好年内黄金表现。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力不及预期；美国通胀超预期恶化

1.重要图表

图1：2022年12月美联储点阵图



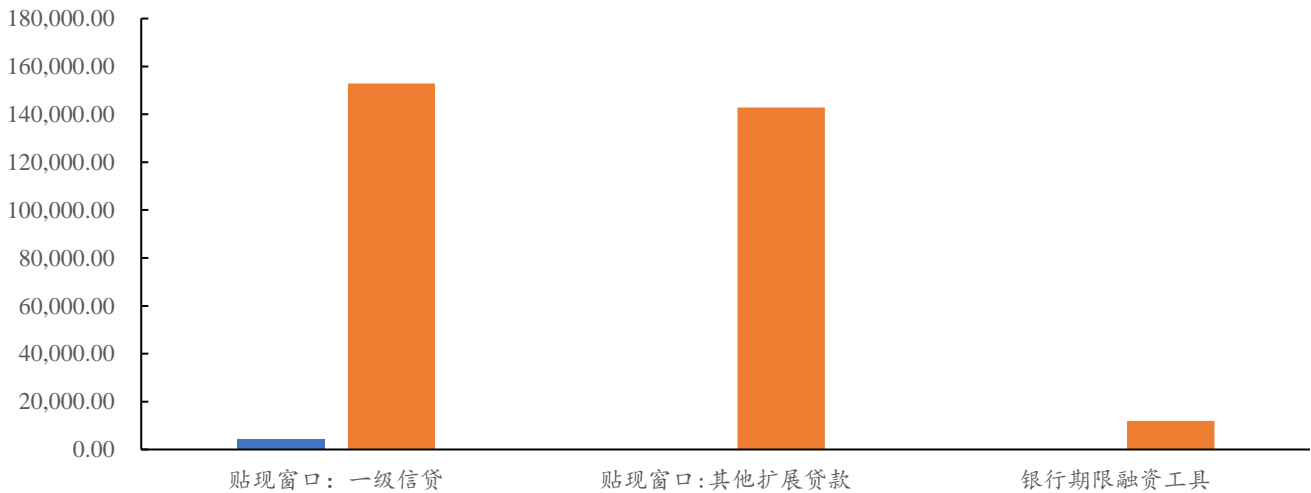
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图2：2023年3月美联储点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图3：美联储部分结构性融资工具的投放规模（百万美元）



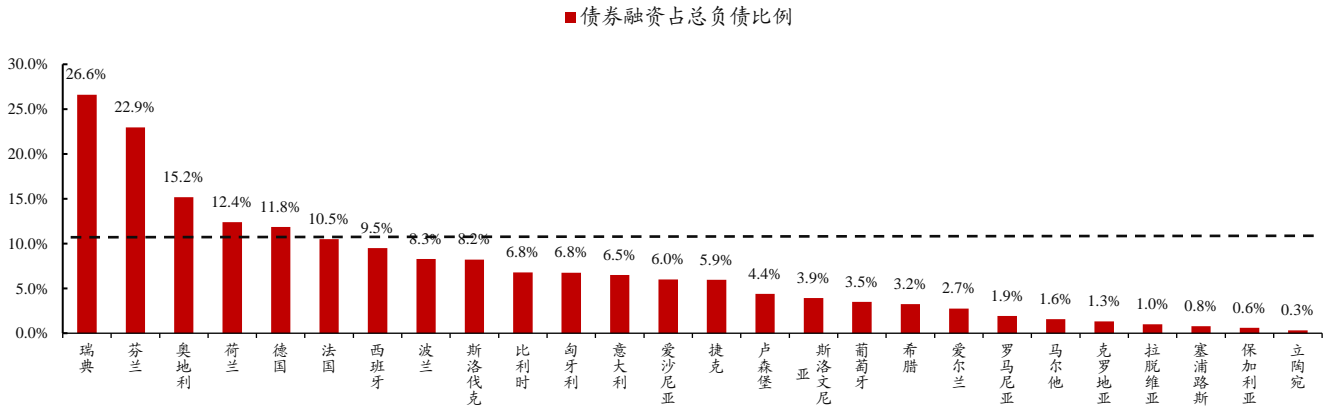
资料来源：欧盟统计局，浙商证券研究所

表1：美联储下修2023年经济增长预期，上修通胀预期（%）

		2023	2024	长期
实际 GDP 增长	23年3月预测	0.4	1.2	1.8
	22年12月预测	0.5	1.6	1.8
失业率	23年3月预测	4.5	4.6	4.0
	22年12月预测	4.6	4.6	4.0
PCE	23年3月预测	3.3	2.5	2.1
	22年12月预测	3.1	2.5	2.1
核心 PCE	23年3月预测	3.6	2.6	2.1
	22年12月预测	3.5	2.5	2.1

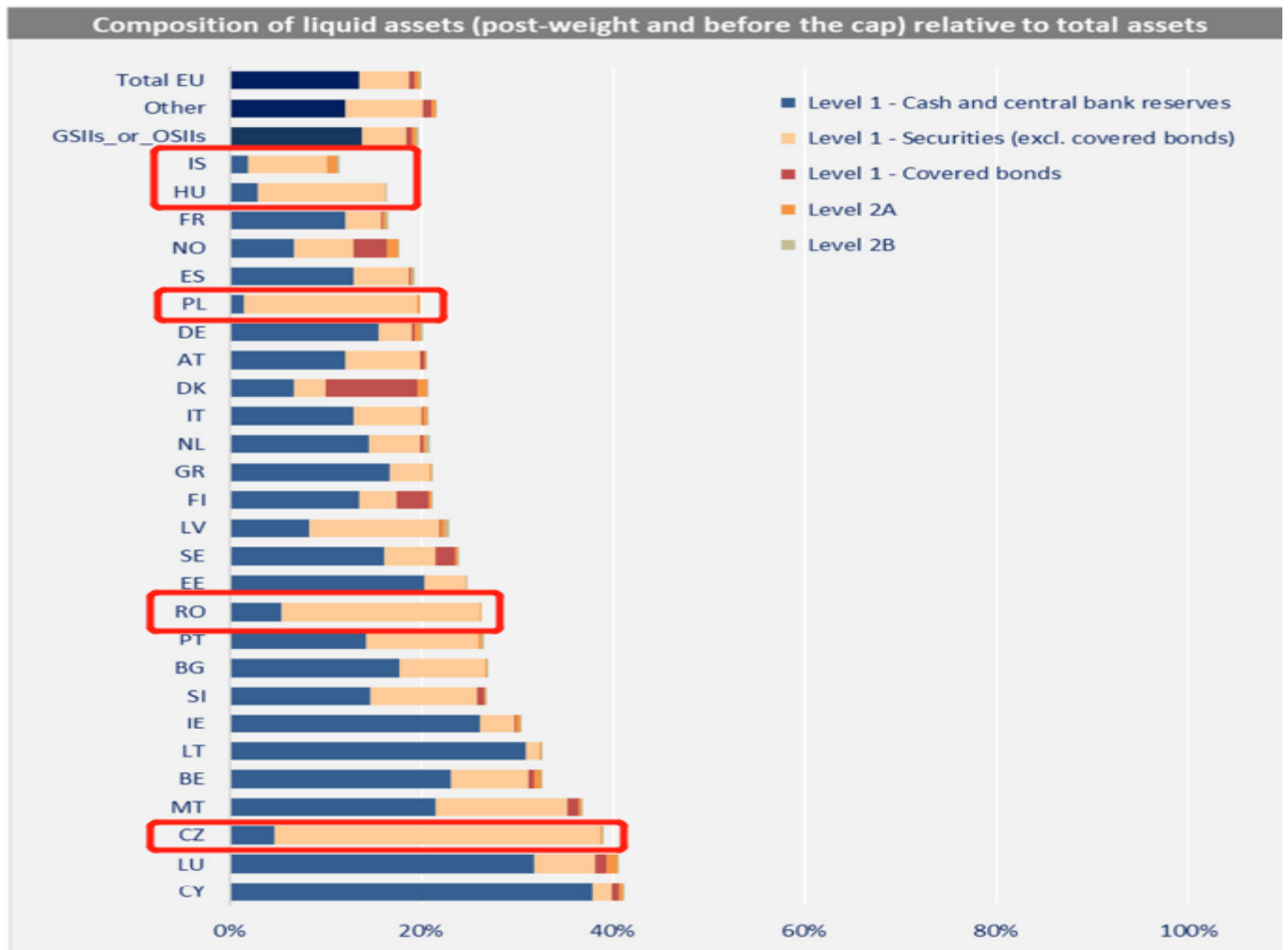
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图4： 欧盟成员国商业银行负债端债券融资占比较为参差不齐（%）



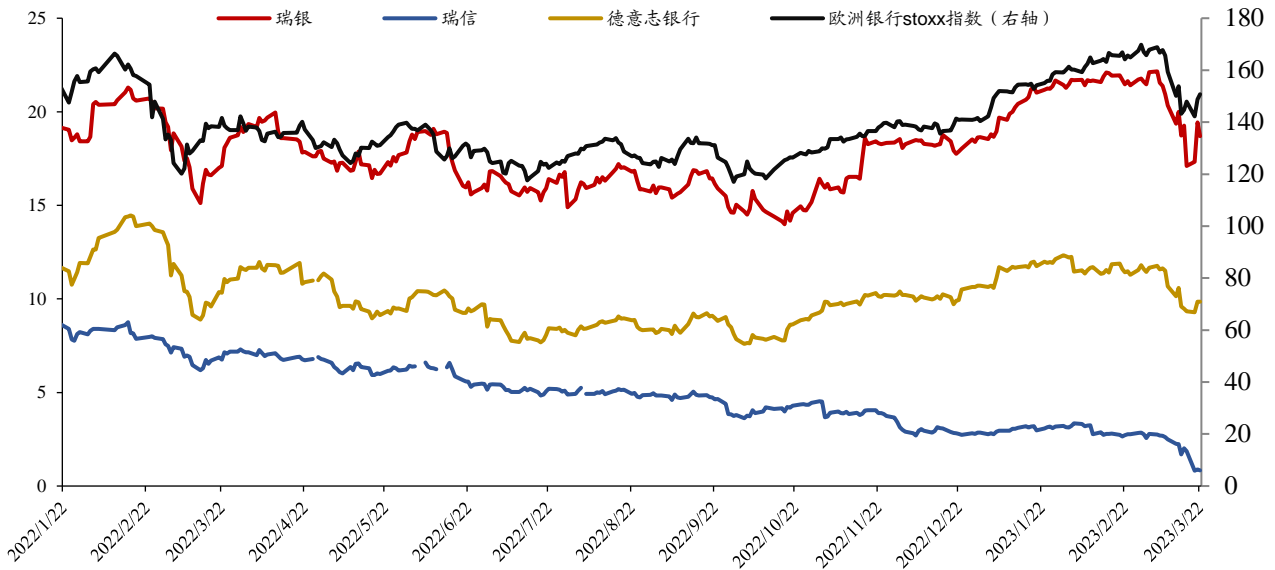
资料来源： 欧盟统计局， 浙商证券研究所

图5： 部分银行的流动资产由国债和区域政府债务构成（%）



资料来源： 欧盟统计局， 浙商证券研究所

图6: 德意志银行的股价跌幅深于欧洲银行指数跌幅 (%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图7: 德银信用违约的互换报价大幅跳升 (BP)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

表2: 美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况 (亿美元)

发行国家	总持有量	债券发行主体				
		银行	其他金融机构	其他	政府	非金融机构
奥地利	149.99	9.78	55.09	55.09	46.68	38.43
比利斯	119.95	4.64	1.8	1.8	69.41	44.09
塞浦路斯	7.67	0.28	0.01	0.01	6.76	0.62
爱沙尼亚	0.48	0	0	0	0	0.48
芬兰	150.85	37.37	53.77	53.77	36.3	23.41
法国	2169.03	608.35	512.26	512.26	541.94	506.48
德国	1037.91	446.18	34.95	34.95	357.55	199.24

希腊	24.41	0.16	0.03	0.03	23.74	0.48
爱尔兰	1193.23	7.79	574.04	574.04	28.85	582.55
意大利	547.31	150.6	15.78	15.78	301.44	79.49
拉脱维亚	0.98	0	0	0	0.98	0
立陶宛	5.34	0	0	0	5.23	0.11
卢森堡	714.92	74.6	178.73	178.73	12.9	448.7
马耳他	4.1	0	1.57	1.57	0	2.53
荷兰	1855.88	251.78	343.31	343.31	66.53	1194.25
葡萄牙	26.65	0.79	1.35	1.35	21.72	2.8
斯洛伐克	0	0	0	0	0	0
斯洛文尼亚	11.62	0.23	0.84	0.84	10.42	0.13
西班牙	535.05	154.49	14.6	14.6	239.12	126.83
全球债券持有量	42647.26	8638.58	10088.22	10088.22	9065.93	13189.31
欧洲债券持有量	8555.37	1747.04	1788.13	1788.13	1769.57	3250.62
欧债持有量占比	20.1%	20.2%	17.7%	17.7%	19.5%	24.6%
欧5国债持有量	2326.65	313.83	605.8	605.8	614.87	792.15
欧5国债持有量占比	5.5%	3.6%	6.0%	6.0%	6.8%	6.0%

资料来源：IMF，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>