

## 策略点评报告

### 金融是金融，经济是经济

#### 投资要点：

- 事件：近期，美国和欧洲的大型银行暴雷事件频发，引发金融市场动荡。3月10日，美国硅谷银行宣布倒闭；3月12日，美国Signature银行因存在系统性风险被当地监管机构关闭。在美国银行危机爆发不久，欧洲银行业也出现震荡。当地时间3月14日，瑞士第二大银行瑞士信贷在当天发布的年度报告中称，在2021年和2022财年的报告程序中发现“重大缺陷”，3月15日瑞士信贷股价暴跌。3月24日，由于宣布提前赎回其15亿美元的固定重置利率二级资本票据，德意志银行股价暴跌。3月28日，Signature银行股价基本归零。
- 此次风波始作俑者硅谷银行暴雷的原因在于：其持有大量中长期国债和抵押贷款支持证券，这些债券是长期且固定低利率的资产，在美联储持续且快速的加息下，这些债券价格大幅下降，造成资产负债表的浮亏，在遭遇流动性危机时会变成真实的损益。SVB的2022年财报显示，国债和机构债券占其总资产的51%，而在美国银行业资产结构中这类债券仅占不到20%。
- 我们认为，综合来看：一方面美联储、财政部和FDIC已出台了相关支持政策来解决流动性危机，另一方面，美国银行业整体的风险敞口不大，硅谷银行的风险在银行系统不具备普遍性。个别的银行危机是金融层面的危机，对实体经济的影响有限。当前美国经济仍比较强健，因此控制通胀仍是美联储的主线任务。
- 此外，当地时间3月19日，美联储与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行发布联合声明，宣布通过常设美元流动性互换额度安排加强流动性供应，为全球市场提供更多流动性支持。3月美联储FOMC声明中点阵图显示加息的终端利率会到5.00%-5.25%。我们认为，美联储不会牺牲加息政策来维护市场稳定，预期5月议息会议仍会加息25BP，之后会维持该利率水平，并且在2023年内不会降息，控制通胀仍是美联储主线任务。
- 投资策略：综合来看，我们认为当前的欧美银行危机仍然主要处于金融层面，且由于欧美央行的及时出手，风险并没有大范围扩散。与此同时，欧美的实体经济依然比较强韧，通胀的韧性依然比较强。随着央行的救助措施落地，市场风波将逐渐平息，对于中国市场的冲击风险有限。从布局上说，投资者还是要专注中国内需板块。因为中国经济复苏的态势没有变化。后续随着复苏的经济数据不断出炉，企业盈利将有所体现，市场上涨空间也将进一步打开。我们看好跟内需恢复相关的银行、保险、食品饮料、基建、旅游、医美、传媒、电子、军工等行业方向。
- 风险提示：一是美国货币政策超预期；二是大国博弈下的地缘政治导致的风险超预期；三是美国制造业回归超预期平顺。

#### 团队成员

分析师 朱斌  
执业证书编号：S0210522050001  
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 《不妨乐观一些》  
2023.3.12
- 《经济强复苏，布局大内需》  
2023.3.1
- 《美国通胀仍具韧性，美元指数或将走强》  
2023.2.15

## 正文目录

1	银行危机引发的金融风险可控	1
1.1	美国硅谷银行和 Signature 银行事件经过	1
1.2	瑞士信贷银行事件	3
2	控制通胀仍是欧洲央行和美联储的主线任务	3
2.1	欧洲央行 3 月 16 日仍宣布加息 50BP	3
2.2	控制通胀仍是美联储主线任务	4
3	投资策略	5
4	风险提示	5

## 图表目录

图表 1: 市场情绪趋于稳定	1
图表 2: 金、银上涨, 原油下跌	1
图表 3: SVB 资产中持有大量抵押贷款支持证券	2
图表 4: SVB 金融资产分类	2
图表 5: 美国银行业资产结构	2
图表 6: 瑞士信贷股价暴跌	3
图表 7: 2 月 CPI 各分项变动	4
图表 8: 美债 10 年期国债收益率回升	4
图表 9: 疫情以来美国 PPI 陡然增加	5
图表 10: 制造业就业市场依然强韧	5
图表 11: 加息终点利率会到 5.00%-5.25%	5

**事件：**近期，美国 and 欧洲的大型银行暴雷事件频发，当地时间3月10日美国硅谷银行宣布倒闭；3月12日，位于纽约市的 Signature 银行因存在系统性风险被当地监管机构关闭。在美国银行危机爆发不久，欧洲银行业也出现震荡。当地时间3月14日，瑞士第二大银行瑞士信贷在当天发布的年度报告中称，在2021年和2022财年的报告程序中发现“重大缺陷”，3月15日瑞士信贷股价暴跌。3月24日，由于宣布提前赎回其15亿美元的固定重置利率二级资本票据，德意志银行股价暴跌。3月28日，Signature 银行股价基本归零。

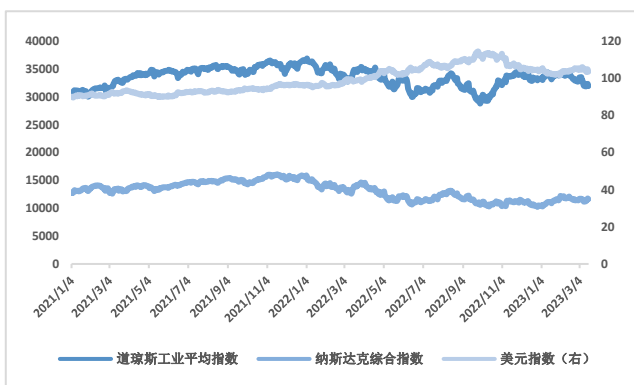
## 1 银行危机引发的金融风险可控

### 1.1 美国硅谷银行和 Signature 银行事件经过

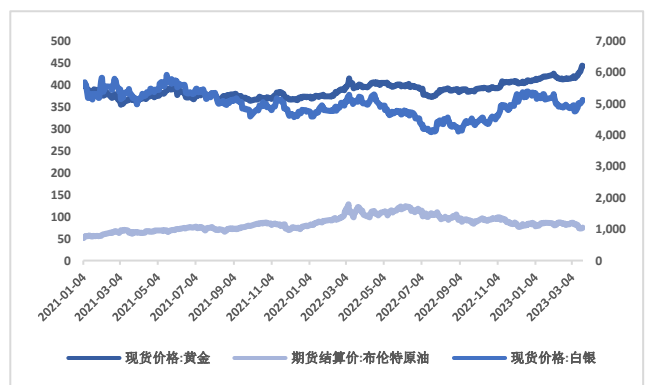
当地时间3月10日，美国联邦存款保险公司（FDIC）发布声明，美国加州金融保护和创新部（DFPI）当日宣布关闭美国硅谷银行 Silicon Valley Bank（SVB），并任命 FDIC 为破产管理人。作为美国排名前二十的银行之一，SVB 的倒闭是2008年金融危机以来最大的一次银行倒闭事件。仅在两天之后，即3月12日，美国财政部、美联储（FED）和联邦存款保险公司（FDIC）发布联合声明，宣布总部位于纽约市的 Signature 银行因存在系统性风险已被当地监管机构关闭，并由纽约金融服务部门接管。这份联合声明中同时表示，将设立“银行定期融资计划”（BTFP）以确保所有存款人的资金安全。这项新的计划使得 SVB 和 Signature Bank 的储户可以在当地时间3月13日支取所有的资金，并准备应对任何可能出现的流动性压力。银行爆雷事件让市场避险情绪增加。事件发酵后，国际黄金和白银价格大涨，投资者担忧金融市场的风波将影响到实体经济，布伦特（Brent）原油价格下跌。

美国硅谷银行暴雷的原因在于其持有大量中长期国债和抵押贷款支持证券，这些债券是长期且固定低利率的资产，在美联储持续且快速的加息下，这些债券价格大幅下降，造成资产负债表的浮亏，在遭遇流动性危机时会变成真实的损益。SVB 的2022年财报显示，国债和机构债券占其总资产的51%，而在美国银行业资产结构中这类债券仅占不到20%。综合来看，一方面美联储、财政部和 FDIC 已出台了相关支持政策来解决流动性危机，另一方面，美国银行业整体的风险敞口不大，硅谷银行的风险在银行系统不具备普遍性。

图表 1：市场情绪趋于稳定



图表 2：金、银上涨，原油下跌



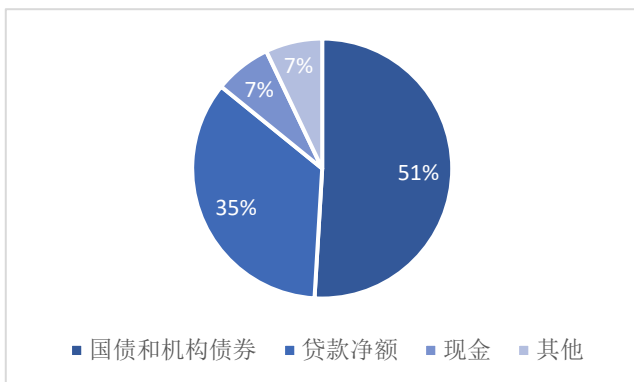
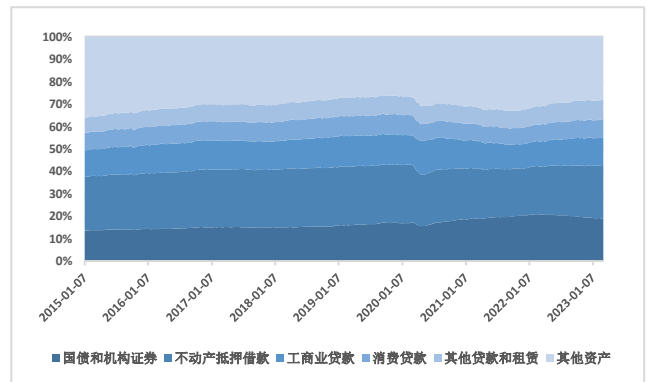
数据来源: Choice, 华福证券研究所

数据来源: Choice, 华福证券研究所

**图表 3: SVB 资产中持有大量抵押贷款支持证券**

可供出售金融资产证券, 按公允价值:	2022	2021
美国国债	16,135	15850
美国机构债券	101	196
外国政府债券	1088	61
住宅按揭证券		
机构发放的按揭证券	6,603	8,589
机构发布的中央结算系统固定费率	678	982
机构发布的CMBS	1,464	1,543
可供出售金融证券共计	26,069	27221
HTM逐券, 按净账面价值计算:		
美国机构债券	486	609
住宅按揭证券:		
机构发放的按揭证券	57,705	64,439
机构发布的中央结算系统固定费率	10,461	10,226
机构发布的CMO可受费率	79	100
机构发布的CMBS	14,471	14,959
市政债券和票据	7,416	7,156
公司债券	703	706
HTM证券共计	91,321	98,195
非市场证券和其他等价证券:		
非有价证券(公允价值会计)		
合并风险投资和私募股权基金全金投资	147	130
未合并风险投资和私募股权基金投资	110	208
公允价值难以确定的其他投资	183	164
上市公司的其他股本证券《公允价值会计》	32	117
非有价证券(权益法会计):		
风险投资和私募股权基金投资	605	671
债务基金	5	5
其他投资	276	294
符合条件的保障性住房项目投资净额	1306	954
非市场证券和其他权益证券共计	2664	2,543
投资证券总额	120054	127,959

数据来源: SVB 2021 和 2022 年报, 华福证券研究所

**图表 4: SVB 金融资产分类**

**图表 5: 美国银行业资产结构**


数据来源：SVB 2022 年报，华福证券研究所

数据来源：Wind，华福证券研究所

## 1.2 瑞士信贷银行事件

在美国银行危机爆发不久，欧洲银行业也出现震荡。当地时间 3 月 14 日，瑞士第二大银行瑞士信贷在当天发布的年度报告中称，在 2021 年和 2022 财年的报告程序中发现“重大缺陷”。3 月 15 日瑞士信贷股价暴跌，当日晚上，瑞士央行（SNB）和该国主要金融监管机构瑞士金融市场监管局（FINMA）发表联合声明指出美国某些银行的问题不会对瑞士金融市场构成直接蔓延风险。瑞士信贷满足对系统重要性银行的资本和流动性要求。如有必要，瑞士央行将向瑞信提供流动性支持。3 月 19 日，瑞士联邦委员会在伯尔尼召开新闻发布会，确认瑞士第一大银行瑞银集团将 30 亿瑞郎的收购价收购陷入危机的瑞士信贷银行。瑞士央行将为合并提供大量流动性援助。我们认为此次银行危机并没有发展成为系统性问题，欧洲银行业仍具韧性。

图表 6：瑞士信贷股价暴跌



数据来源：Choice，华福证券研究所

## 2 控制通胀仍是欧洲央行和美联储的主线任务

### 2.1 欧洲央行 3 月 16 日仍宣布加息 50BP

欧盟统计局数据显示，欧元区 2 月 CPI 同比增长 8.5%，市场预期为 8.2%，CPI 环比增长 0.8%，市场预期为 0.5%。在顽固的通胀面前，3 月 16 日欧洲央行宣布将存款机制利率、边际借贷利率、主要再融资利率这三大关键利率分别上调 50 基点。

在当前银行业动荡背景下，欧洲央行若选择暂停加息，不仅会提高通胀预期，还易引发市场恐慌，从而增加衰退的几率。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲银行业流动资金状况强劲，平均的流动性比率显然高于最低要求，甚至高于疫情前水平。但欧洲

央行的利率决议删除了有关未来加息幅度的前瞻性指引，并指出了可能存在的金融风险。因此，未来欧洲央行的主线任务仍是积极抗击通胀，同时会积极提供一系列政策工具来提供流动性以抵御金融风险。

## 2.2 控制通胀仍是美联储主线任务

个别的银行危机是金融层面的危机，对实体经济的影响有限。当前美国经济仍比较强健，因此控制通胀仍是美联储的主线任务。非农就业数据良好，美国劳工统计局（BLS）公布的2月新增非农就业人数为31.1万人，超出市场预期的20.5万人，前值由新增51.7万人下修至50.4万人。2月劳动参与率上升0.1个百分点至62.5%，显示出得到一定改善，美国劳动力市场保持着强韧性。

通胀仍具韧性，美联储继续面临加息的压力。北京时间3月14日晚，美国劳工部公布了2月CPI同比增长6.0%，预期6.0%，前值为6.4%，季调后CPI环比上升0.4%，预期0.4%，前值为0.5%。同时，能说明整体通胀走向的核心CPI同比增长5.5%，预期5.5%，前值为5.6%，从通胀数据分项来看，娱乐环比上涨0.9%（前值0.5%），服饰环比上涨0.8%（前值0.8%），住房环比上涨0.5%（前值0.8%）为主要通胀拉动项。总体来看，2月美国CPI与市场预期持平，通胀数据公布后，美债10年期国债收益率回升至3.64%，反映了市场对美联储控制通胀的信心产生了动摇。

美国此轮通胀的背后是经济内在的结构性矛盾，美国强行推动的“制造业回流”的举动增加了生产成本，使其制造业受供给扰动频繁，导致其商品通胀难以消退。在疫情冲击和美联储宽松的货币政策导致美元贬值的背景下，2020年以来美国生产成本指数（PPI）陡然增加，2022年3月同比增加11.7%，为2010年以来最大增幅。制造业平均时薪也不断增加，显示出制造业就业市场十分强韧，商品通胀仍难以消退。

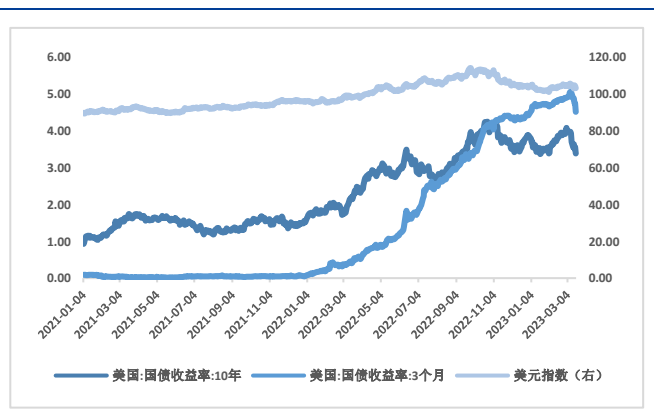
此外，当地时间3月19日，美联储与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行发布联合声明，宣布通过常设美元流动性互换额度安排加强流动性供应，为全球市场提供更多流动性支持。3月美联储FOMC声明中点阵图显示加息的终端利率会到5.00%-5.25%。因此，我们认为美联储不需要完全牺牲加息政策来维护市场稳定，5月议息会议仍会加息25BP，之后会维持该利率水平，并且在2023年内不会降息，控制通胀仍是美联储主线任务。

图表 7：2月CPI各分项变动

分项	环比增速（季调）					同比增速（非季调）				
	2022.10	2022.11	2022.12	2023.01	2023.02	2022.10	2022.11	2022.12	2023.01	2023.02
食品和饮料	0.70%	0.60%	0.50%	0.50%	0.30%	10.60%	10.30%	10.10%	9.90%	9.20%
住房	0.60%	0.50%	0.70%	0.80%	0.50%	7.90%	7.80%	8.10%	8.20%	8.20%
服饰	-0.20%	0.10%	0.20%	0.80%	0.80%	4.10%	3.60%	2.90%	3.10%	3.30%
交通工具	0.70%	-0.70%	-1.60%	0.40%	0.20%	11.20%	7.80%	3.90%	3.80%	2.60%
医疗	-0.30%	-0.40%	0.30%	-0.40%	-0.50%	5.00%	4.20%	4.00%	3.10%	2.30%
娱乐	0.80%	0.50%	0.20%	0.50%	0.90%	4.10%	4.70%	5.10%	4.80%	5.00%
教育与通信	0.00%	0.70%	0.10%	0.40%	0.10%	0.00%	0.70%	0.70%	1.00%	1.00%
其他商品和服务	0.50%	0.70%	-0.10%	0.60%	0.90%	6.50%	7.00%	6.40%	6.20%	6.10%

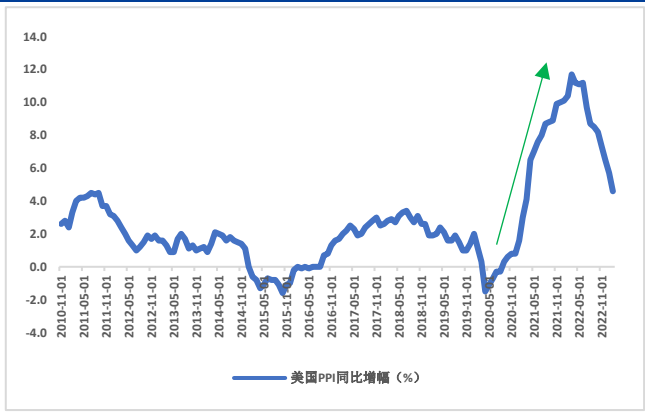
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 8：美债 10 年期国债收益率回升



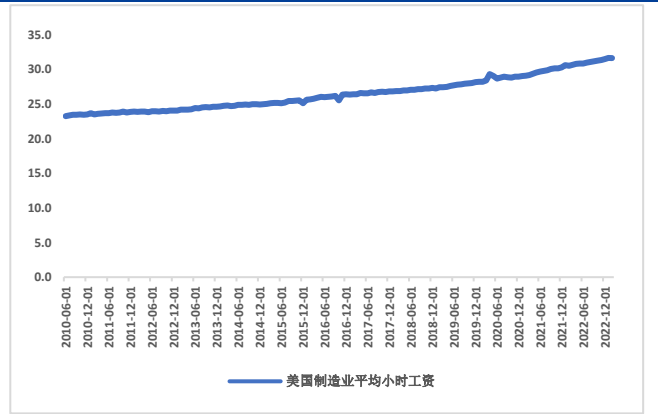
数据来源：Choice，华福证券研究所

图表 9：疫情以来美国 PPI 陡然增加



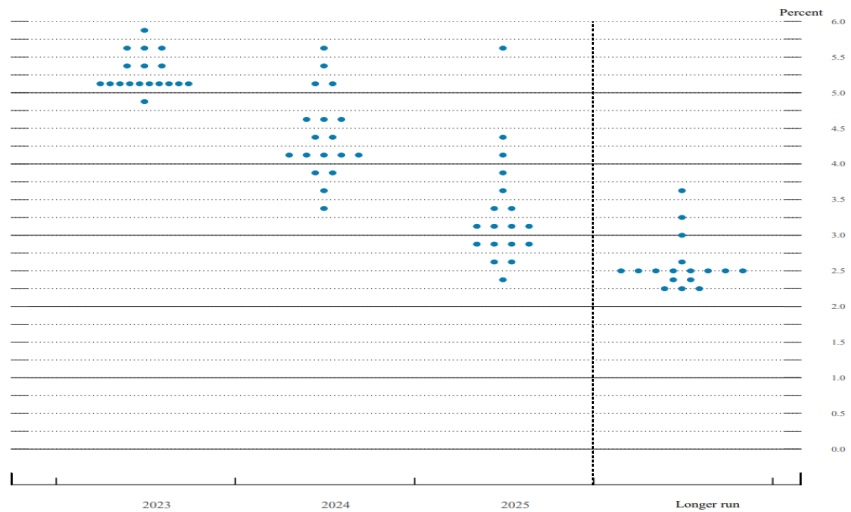
数据来源：Choice，华福证券研究所

图表 10：制造业就业市场依然强韧



数据来源：Choice，华福证券研究所

图表 11：加息终点利率会到 5.00%-5.25%



数据来源：美联储 FOMC，华福证券研究所

### 3 投资策略

综合来看，我们认为当前的欧美银行危机仍然主要处于金融层面，且由于欧美央行的及时出手，风险并没有大范围扩散。与此同时，欧美的实体经济依然比较强韧，通胀的韧性依然比较强。随着央行的救助措施落地，市场风波将逐渐平息，对于中国市场的冲击风险有限。从布局上说，投资者还是要专注中国内需板块。因为中国经济复苏的态势没有变化。当前市场处于震荡阶段。后续随着复苏的经济数据不断出炉，企业盈利将有所体现，市场上涨空间也将进一步打开。我们看好跟内需恢复相关的银行、保险、食品饮料、基建、旅游、医美、传媒、电子、军工等行业方向。

### 4 风险提示

一是美国货币政策超预期；二是大国博弈下的地缘政治导致的风险超预期；三是美国制造业回归超预期平顺。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn