



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com  
研究助理:崔超  
SAC 登记编号:S1340121120032  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《降准是开端，期待政策组合拳》 -  
2023.03.19

3月美联储议息会议点评

美联储加息缓解“破产”担忧，我们还是“以我为主”

● 核心观点

在超预期的劳动力数据、通胀压力，以及硅谷银行引发的银行业流动性风险未平的背景下，美联储完成了本次加息。我们认为这可能是2022年开启的加息周期中最后一次加息，经济衰退将逐步取代加息成为海外市场交易的主线，原因来源于两个“不确定”以及银行流动性风险演变。

第一，美国银行系统对经济影响“不确定”，金融稳定风险短期主导美联储货币政策。3月美联储如期加息25bp，联邦基金目标利率升至4.75%-5%。由于金融稳定风险此前在市场中的表面变化不大，而硅谷银行倒闭直接点燃了市场对此风险的担忧，会议高度关注美国银行系统的健康状况，在会议公告中直接取代乌克兰冲突，占用了整个段落来讨论。虽然基于稳定市场预期目的，公告首先强调了美国银行系统是稳固并且有韧性的，但是同时强调，最近的发展可能会导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、招聘和通胀产生影响。这些影响的程度还不确定。虽然硅谷银行事件已平息，但市场对第一共和银行等其他区域性银行的担忧接续发酵。尤其是在美国财政部长耶伦明确表示“没有考虑或讨论过任何扩大存款保险限额相关的内容”以后，市场对于区域性银行风险的担忧显著放大。因此，金融稳定风险的不确定性，短期将持续成为美联储关注的头号问题。

而对于劳动力市场和通胀压力，则可以在美联储坚持的“数据依赖”决策框架下观察。会议公告提到，工资水平有所上升并保持了稳健，通胀压力持续高企，对比2月会议“工资水平稳健，通胀压力有所放缓”的表述，压力的确更大。但是按照惯例，这属于对近期数据的客观陈述，而非前向预期。基于“数据依赖”决策框架，劳动力市场、通胀压力正是鲍威尔在会后表示“今年不会降息，如有必要还会加息”的主要支撑。但是，在此框架下，一旦未来数据发生扭转，鲍威尔的态度也将随之转鸽。本次会议加息幅度预期由此前的50bp回到25bp即是一个验证。

第二，失业率“不确定”，中期美国通胀压力有望显著缓解。无论是强劲的劳动力市场，还是高企的非房租核心服务价格CPI，关键在于美国劳动力市场持续存在劳动力供给缺口。报告《美国通胀“长期拐点”将至》拆分出美国劳动力供给缺口在疫情待业、移民崩溃、提前退休原因中的分布情况，值得关注的是，其中占到劳动力缺口1/4左右的移民问题可能即将出现重大改变。今年1月拜登通知国会，他将在5月11日结束应对COVID-19的两项并行的全国紧急状态。结束国家紧急状态和公共卫生紧急状态将对联邦政府针对新冠病毒的响应措施做出结构调整，将该病毒视为地方病级别的公共卫生威胁，可

通过各机构的正常权威来管理。这意味着在终止疫苗、治疗等医疗相关的联邦政府直接管理以外，对于劳动力市场更为关键的是，第 42 条 (Title 42) 边境政策的结束。而该政策允许边境官员为了保护公众健康而驱逐外国非法移民并忽略庇护申请。虽然拜登在 2 月就对这种即将到来的转变打补丁，发布了一项临时规则的计划，将对非法越境或未能在前往美国途中过境的其他国家申请保护的寻求庇护者进行处罚。但是，这项提案隐含的政治风险可能影响其最终执行效果，因为该提案已被民主党中的移民倡导者所谴责，可能会让拜登与政治光谱两边的诉讼人作斗争。因此，进入 5 月以后，美联储可能将面临一个更加复杂的决策环境，移民重新大量涌入的可能将部分填补当前美国劳动力市场的缺口，推动失业率、通胀产生剧烈变动，这正是鲍威尔在会后新闻发布会提到“**失业率高度不确定，非常难以预测**”的深层原因。

**第三，银行流动性风险演变可能导致降息更早更快。**在这种极度不确定的劳动力市场以外，美国银行业流动性风险的演变可能推动美联储货币政策路径更早更快调整。回顾历史能够发现，在美联储成立以后，美国发生了两次大的银行业危机，分别是 19 世纪 30 年代和 19 世纪 80 年代，前者伴随了大萧条，而后者则是长达十年的储贷协会危机，对经济形成了重创，不断收紧的货币条件不可否认充当了当时危机的重要发酵环境。而自 2022 年以来，美联储已连续加息 475bp，硅谷银行很可能是美国金融系统在紧缩环境中脆弱性上升的第一个信号。在耶伦的言论打击市场信心以后，第一共和银行股价加速下跌 15.5%，而西太平洋合众银行因公告存款较去年末下降 20%，股价跌幅达到 17%，均反映出硅谷银行并非个例，美国区域性银行可能潜藏着更多风险个体。而一旦发生更大范围的银行业危机，其对实体经济的信贷支持力度将快速收缩，必然对总需求形成显著冲击。一个例子是，当前美国页岩油产量增长趋缓，一方面有面对国内经济增长前景黯淡页岩油生产商不愿增产的因素，但同时油井产能增长乏力也是重要原因，假如美国区域性银行的信贷条件收紧，将进一步限制对页岩油生产商的贷款，可能会冲击原油价格，对实体经济造成更大范围的冲击。

在美国以外，除日本央行以外的主要央行也已持续收紧货币政策一年有余，欧央行的加息幅度维持在 50bp 的强力加息水平，美国银行系统的风险在海外可能同样存在。在近期发酵的瑞信困局中，高利率环境下的存款流出同样是导致瑞信经营恶化的重要原因。同时瑞信票面价值约 173 亿美元的额外一级资本债券 (AT1) 被注销，可能导致欧洲银行业融资利率进一步上升，加剧银行经营压力。在瑞银宣布将收购瑞信后，德国商业银行和德意志银行股价一度下跌超 7%，荷兰国际集团则在当天大部分交易时间里领跌欧洲斯托克 50 指数成分股均显示了欧洲银行存在着同样的风险。需要密切关注海外银行股因做空导致股价下跌，进而演化为挤兑风潮的风险。实际上，本次美联储加息，一定程度上也希望通过展现对本国银行体系的信心，有助于缓解这种风险预期。

综上，3月美联储加息 25bp，与此前欧央行加息 50bp 类似，均体现出对本地区银行体系稳健性的信心，同时亦对目前仍在高位的通胀压力做出响应，具有增强市场信心的效应。但是硅谷银行已经揭露出当前美国金融系统在持续加息下的脆弱性，需要密切关注海外银行股因做空导致股价下跌，进而演化为挤兑风潮的风险。同时进入二季度后美国可能重新出现移民涌入，推动美国劳动力市场供不应求现状的扭转，届时美联储在失业率、抗通胀、金融稳定三者的权衡中，通胀的权重可能大幅下降，那么海外金融市场面临的流动性紧缩带来的估值压力可能大大缓解。

● **风险提示：**

美元流动性、海外通胀、美国经济衰退、国际地缘政治风险等超预期。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048