

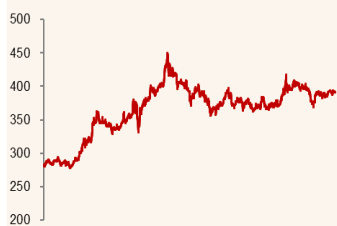
## 专题报告

## 银行危机未结束，抗通胀依旧是主旋律

2023年3月23日

## 美联储观察系列之美联储3月议息会议笔记

## 黄金期货价格走势



资料来源：文化财经，招商期货研究所

## 相关报告

《从流动性角度看黄金投资新视角》2022.10

《通胀回落令加息近尾声，但年内降息基本无望》2023.02

徐世伟

021-61659372;

[xushiwei@cmschina.com.cn](mailto:xushiwei@cmschina.com.cn)

F0307617

Z0001836

## 摘要:

本专题主要跟踪美联储官员关于货币政策的讲话内容，希望通过相关内容，揭示美联储货币政策重点以及可能存在的变化

**议息声明加息 25bp，剔除了持续加息的表述：**美联储加息 25bp 基本符合此前市场的预期，将联邦基金利率提高至 4.75-5%。同时美联储公开申明中剔除了关于“持续上调利率”（ongoing increases in the target range）的表述，取而代之的是“一些额外的政策支持”（some additional policy firming in order to attain a stance of monetary policy）。从语气上看对于加息的态度已经相当缓和，同时再次强调了美联储关注于通胀、就业和金融与全球发展数据。

**鲍威尔关于声明的讲话措辞谨慎，强调不再持续加息：**提到 3 月 SEP 相比去年 12 月变化不大。会关注近期银行业的问题，未来的货币政策将是一些额外的政策支持，而非持续加息。

**记者问答环节，鲍威尔多次谈到了不确定性，因为信贷紧缩导致的加息不确定性：**首先明确过去几个月的经济数据表现强劲，使得美联储内部一致认同**未来一年都要加息**。但是由于近期银行业危机导致的**信贷收紧**可能影响当前的货币政策，使得政策的走向存在**高度不确定**，所以选择相对软化的表述；谈到此次危机时，表示美联储担心危机在银行间传播并引发更大范围的金融动荡，因此需要对储户存款提供更高的担保以稳定信心；也因此引用联邦储备发 13（3）条款授权，更快速的应对硅谷银行的流动性问题，同时也感谢瑞士监管机构对于瑞信的迅速行动。最后还谈到商业和地产贷款是安全的，不会出现 08 年的情况，但是对于**降息**相当谨慎，认为**不是基本的选择**，目前的目标依旧是**彻底战胜通胀**

**招商视点：**鲍威尔此次议息会议虽然在公开声明中将取消了持续加息的表述，换上的更中性的“一些额外的政策支持”，但是实际讲话中依旧强调了对抗通胀的责任，并再次谈到了历史教训。只不过当前银行业的危机持续的时间、深度和广度还无法确认，使得美联储在公开讲话中左右为难，既不能强硬表态，又不能改变其给予市场的明确指引。如果是这样，可能市场交易点还在于银行危机的演绎，而不是何时降息。而这个危机，更多是信心与资金流动性问题，而在财政部长耶伦表态不会全额保障所有存款的背景下，危机依旧没有结束，对于贵金属依旧存在利多机会。

## 美联储公开声明的内容

依旧强调了就业市场增长，失业率很低，但是通胀高企。首次谈到近期的银行业危机，称美国银行体系健全且富有弹性，但是近期的事态发展可能使得家庭和企业信贷收紧，对经济活动和通胀造成压力，但是影响程度存在高度不确定性。重申了美联储将通胀降至 2% 的目标，因此此次加息 25bp，至 4.75-5% 区间。并表示美联储预期一些额外的政策紧缩可能是适当的，其目的依旧是为了消除通胀。同时美联储也将继续坚持国债和 MBS。

**评论：**美联储在公开申明中剔除了关于“持续上调利率”（ongoing increases in the target range）的表述，取而代之的是“一些额外的政策支持”（some additional policy firming in order to attain a stance of monetary policy）。从语气上看对于加息的态度已经相当缓和，同时再次强调了美联储关注于通胀、就业和金融与全球发展数据。

## 鲍威尔关于美联储公开声明的讲话

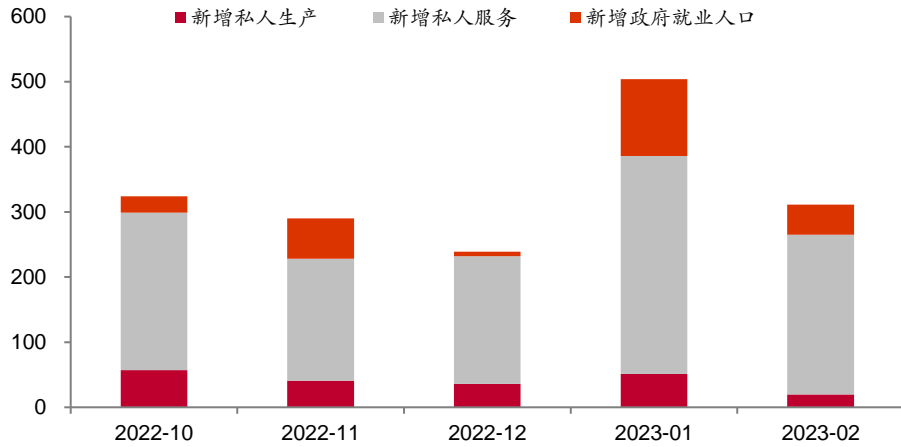
鲍威尔关于公开申明的讲话中谈到几乎所有参与者都认为 GDP 增长面临下滑风险，但是当前劳动力市场依旧非常紧张，最近几个月就业增长加快，过去 3 个月平均每月新增 35.1 万个就业岗位。2 月失业率维持在 3.6% 的低水平。近一个月来劳动参与率上升，工资增长很快，但是出现了一些放缓的迹象，职位空缺率依旧很高，劳动力需求依旧远大于供应。美联储认为随着事件的推移，劳动力的供需状况将达到平衡，从而缓解工资和物价的上升压力。

去年开始通胀已经有所缓和，但是近期数据表明通胀压力依旧居高不下，未来通胀回落至 2% 目标值的道路依旧很长。不过长期通胀预期相对稳定，从各类关于家庭、企业的调查与预测值能够证明。

虽然近期出现银行系统风险，但是现在说货币政策如何变化还为时过早。现在不再说“预计正在的加息”是合适的，而是说“一些额外的政策”是合适的。美联储会评估紧缩的信贷情况对于经济活动、劳动力市场和实际通胀与通胀预期的影响。

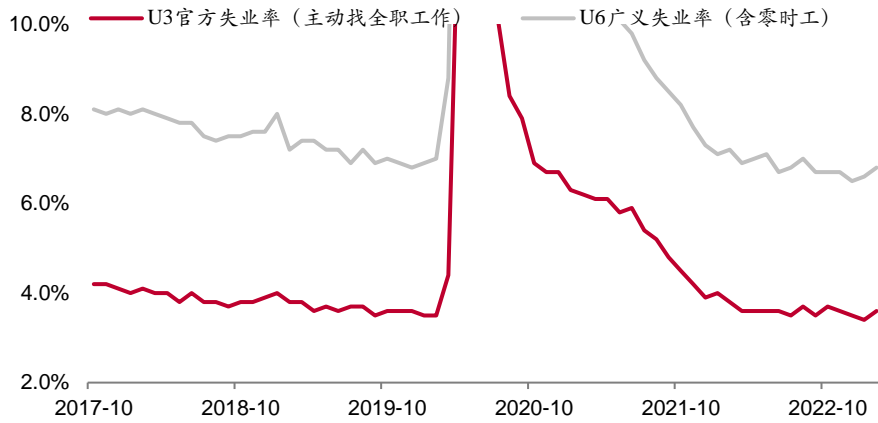
在 SEP（Summary of Economic Projections）中，美联储官员对于 23 年底利率的预估中位数是 5.1，24 年是 4.3，对于核心通胀（Core PCE）预估 23 年是 3.6，24 年是 2.6，和去年 12 月预估相比变化不大。

图 1: 新增非农就业人数 (千人)



资料来源: Wind, 招商期货

图 2: 美国官方失业率



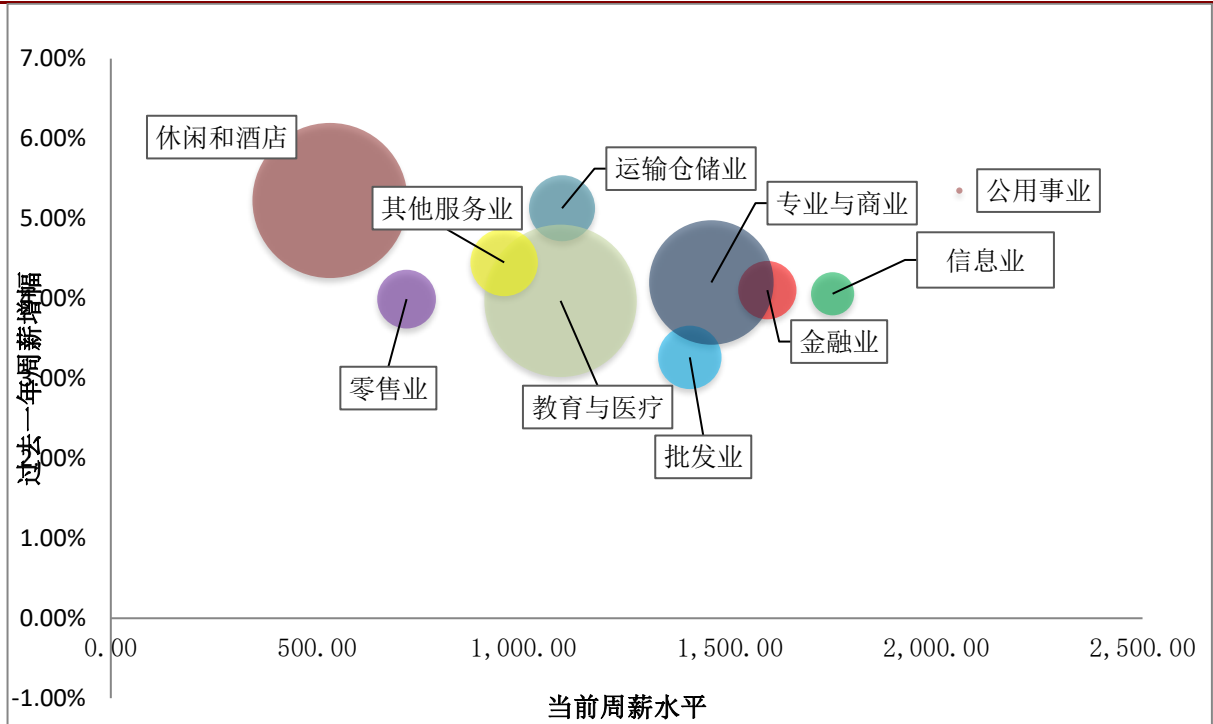
资料来源: Wind, 招商期货

图 3: 初请失业 (周)



资料来源: Wind, 招商期货

图 4：过去一年各行业新增就业岗位（面积）



资料来源：Wind，招商期货

图 5：美联储 3 月议息会议 Summary of Economic Projection

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>		
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0–0.8	1.0–1.5	1.7–2.1	1.7–2.0	-0.2–1.3	0.3–2.0	1.5–2.2
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4–1.0	1.3–2.0	1.6–2.0	1.7–2.0	-0.5–1.0	0.5–2.4	1.4–2.3
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0–4.7	4.3–4.9	4.3–4.8	3.8–4.3	3.9–4.8	4.0–5.2	3.8–4.9
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4–4.7	4.3–4.8	4.0–4.7	3.8–4.3	4.0–5.3	4.0–5.0	3.8–4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0–3.8	2.2–2.8	2.0–2.2	2.0	2.8–4.1	2.0–3.5	2.0–3.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9–3.5	2.3–2.7	2.0–2.2	2.0	2.6–4.1	2.2–3.5	2.0–3.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.6	2.6	2.1		3.5–3.9	2.3–2.8	2.0–2.2		3.5–4.1	2.1–3.1	2.0–3.0
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2–3.7	2.3–2.7	2.0–2.2		3.0–3.8	2.2–3.0	2.0–3.0
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1–5.6	3.9–5.1	2.9–3.9	2.4–2.6	4.9–5.9	3.4–5.6	2.4–5.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1–5.4	3.9–4.9	2.6–3.9	2.3–2.5	4.9–5.6	3.1–5.6	2.4–5.6

资料来源：Wind，招商期货

## 新闻发布会内容

**问题 1:** 关于银行业存款面临挤兑的问题，美联储是否有信心控制，相关问题是否已经停止？本次议息会议的决定是否也考虑了之前在公开声明中提到的压力和不确定？

回答：美联储的观点是银行系统是健全的，它有弹性，有很强的资本流动性。而且美联储和财政部以及联邦存款保险公司采取了强有力的措施，保证了存款的安全。过去一周银行系统存款流出已经稳定下来。将会有有一个彻底的内部审查来确定需要哪些方面加强监管。

在会议之前的几天确实考虑了这些事情，首先得到了强烈共识和支持。此前劳动力和通胀都远高于预期，使得我们**认为在未来 1 年内都要加息**，这明显高于我们 12 月的预计。在 12 月的会议上我们致力于维持物价稳定，市场也看到和相信了我们会这么做（不要和美联储作对）。过去两周的事件可能会使得信贷收缩，而影响劳动力的需求和通胀，这种金融环境和加息收紧方向相同，其实相当于加息。但是我们现在无论如何都不能马上精确的确定，所以我们认为**一些额外加息是合适的**。后期会根据信贷情况坐下评估。

招商点评：此前市场认为的降息预期完全错了，美联储决策依旧是基于数据的，即 2 月议息会议后的两次非农数据以及两次通胀数据，这些数据都显示了加息的必要性。而当前银行业的稳定很难评估，所以美联储可能依旧还是要根据数据去确定未来的政策，但是加息的持续性就此结束，后期不会有持续性加息。

**问题 2:** 关于持续加息（ongoing）和政策支持（policy firm）的区别？是不是说未来不加息而是政策上的支持？本次加息会否引发进一步的银行危机？

回答：policy firm 依旧是指政策利率支持，重点是“可能”或者“一些”加息，而不是持续加息。这么做主要是为了应对一些不确定性，可能对经济产生温和影响，在这种情况下，通胀将会保持强劲，因此未来的应对方式也不同。还有一种可能是信贷紧缩可能会实现与货币政策相同的作用，因此未来货币政策需要做的更少。究竟是以上哪种，我们并不知道。

不担心进一步恶化，但是美联储加息的目的是要应对通胀，银行危机有其他金融稳定工具支持。包括贴现窗口和工具。

招商点评：美联储担心由于银行业危机产生的信贷收紧会产生加息的作用，甚至更多，也就是经济的走弱以及劳动力市场的平衡，最终导致通胀回落。因此考虑视情况来决定是否加息，而不是持续加息。但是考虑到最终情

况的不确定，所以选择了偏谨慎的措辞。

**问题 3:** 依旧是关于银行业危机对于美联储议息会议的影响，委员们的 SEP 中多大程度上将信贷收紧这一情况纳入对于未来经济的预测，还是要等具体数据体现，才会改变？当前加息会否对银行业造成重大伤害？

回到：可以到时候关注会议纪要，会有详细说明。因为事情发生的比较短，在这当中要做完整的评估很困难，但是一些委员在 SEP 中确实也考虑了相关影响。

银行业的问题主要是他们没有处理好，美联储此前已经发出了很明确的加息信号。

招商点评：中小银行没有很好的**对冲利率风险**，大量持有固定利率产品而非浮动利率产品才是导致当前银行业风险的主要原因，因为美联储很早就发出了**明确的加息信号**，而银行并没有去对冲相关风险，而是等到危机的爆发。

**问题 4:** 美联储与联邦存款保险机构（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）和财政部考虑担保超过 25 万美元以上的存款，这一决定是为了鼓励存款者信心，还是担心银行倒闭会引发金融市场动荡？（跟进问题）美联储在其中的角色？

回答：主要是后者，担心危机会蔓延到其他银行和更广泛的金融市场（说明问题严重）。美联储副主席 Barr 会具体跟进相关事宜，并在下周国会作证。

**问题 5:** 二月会议上您提到了 9-10 次反通胀（disinflation），这种情况在今天的美国还在发生吗？在未来信贷收紧的过程中会不会出现通胀的进一步回落？

回答：鲍威尔开了个玩笑，继续谈到通胀分三部分大宗商品、住房和核心个人服务消费。商品通胀在下降，住房是个时间问题，我们看到租房合同签订的价格下降。但是核心 PCE 中占比达到 44% 的服务部分价格依旧在继续，2 月的通胀数据中也没看到它的改变。

有大量的学术报告记录了**信贷紧缩下对于经济活动和就业、通胀的影响**，问题是具体影响有多大，会持续多久，这个只有经验法则，无法具体量化。所以我们在加息过程中保持谨慎，会关注实际意外的发生。

招商点评：美联储依旧认为通胀会最终回落，但是始终没有看到非住房服务类的下降，而对于当前的信贷紧缩，也不确定到底有多大的影响，只能依旧依赖于数据（失业率、就业数据、通胀数据）。

**问题 6:** 关于硅谷银行的监管问题，会不会其他银行也存在这些弱点？

回答：同问题 4，硅谷银行属于管理失败，在快速发展中没有应对流动性风险和利率风险。其挤兑发生的速度远比有记录以来的要快得多。现阶段不易发表评论，需要等美联储副主席 Barr 下周国会作证时披露。

硅谷银行是个例，不是银行系统普遍存在的问题。虽然对久期、利率等风险都有监管，但是还是发生了问题，这依旧需要我们持续监管。

**问题 7：**市场的理解与美联储不同，市场在消化 5 月再加息一次，随后开始降息，而美联储表态却与此不同，是什么造成了差异？未来离美联储最终利率目标还有多远？

回答：根据今天发布的 SEP 看，美联储委员认为**经济增长将放缓，劳动力市场供求逐渐平衡，通胀也将逐渐回落**。如果以上情况发生，美联储不会考虑降息。但是正如我所说，如果未来经济存在不确定性，政策会反映真实的经济状况。

信贷收紧与加息会导致同样的结果，（再次强调了美联储加息应对通胀的目的），但是信贷收紧的影响到底有多大和持续多久目前还很难判断。

招商点评：美联储对于目前的银行危机的影响范围和程度难以判断，但是认为信贷紧缩会引起通胀的回落。

**问题 8：**关于其他商业银行房地产贷款和商业贷款会不会在后期出现问题？因为中小银行也高比例的持有相关的资产，会不会出现硅谷银行这样的事件？是否愿意接受独立的第三方调查？

回答：美联储已经意识到人们关注**商业地产**，我认为这不能和硅谷银行的问题作比较，**银行系统很强大、很健全**，不认为会发生类似事件。美联储欢迎外部和独立的调查。

招商点评：08 年那样的次贷危机不会出现。

**问题 9：**美联储在对抗通胀时，需不需要财政方面的支持？政府财政支出正在延长通胀，破坏你们的货币政策。

回答：我们不会给政府关于财政的建议，我们根据财政政策调整我们的模型，来达到 2% 的通胀目的。

疫情大流行时期确实由于相关财政政策的出台，我们看到了消费的大幅抬升，但是现在实际支出下降了，当前的**财政政策并不是当前通胀的推动因素**。

**问题 10：**为什么在救助硅谷银行时的新融资工具是根据联邦储备法 13 (3) 条款授权的，而不是通过存在已久的贴现窗口来完成的？在 FDIC 对未受保护存款提供担保中，美联储扮演了什么角色，为什么没上周美联储资产负债表中多了 1430 亿美元来支持贷款？

回答：确实在 13（3）条款下运行的，它比贴现窗口更为灵活。它是在特殊的场合使用，这个选择是正确的。

我们和 FDIC 一起合作，我们提供过贷款给桥梁银行（bridge bank），并受到 FDIC100%的担保。对于我们来说没有风险。

招商点评：硅谷银行事件较为紧急，美联储抛弃了贴现窗口，直接进行救助。显示了美联储对于斩断银行恐慌情绪的迅速性。

**问题 11：**在经济展望 SEP 中只剩一次加息，公开声明中也改变了措辞，这表明可能进入了加息周期尾声，但是是否在通胀居高不下的情况下还会有额外的加息发生或者背这些信贷紧缩束住手脚？

回答：绝对不会，肯定会去加息，而不会因为银行危机而束手束脚，（再次提到信贷紧缩问题以及还需要关注影响有多大）。

**问题 12：**资产负债表的问题，目前的救助和缩减负债表目标不一致，以及怎么看待银行系统中储备（准备金）分布不均匀的问题。

回答：我们的目的不同，最近的 QE 和我们之前购买长期债券扩大资产负债表的目的和效果都不一样，我们当时是为了压低长期利率刺激经济，而我们现在是想银行提供短期临时贷款，满足因紧张局势造成的暂时流动性紧张，我们确信相关工作发挥了作用，增强了市场对于银行系统的信心。

储备（准备金）分布是有效的，不认为会遇到储备短缺。我们运行资产负债表的动作是可预测的和被动的。

**问题 13：**在 2 月的议息会议上美联储讨论了非金融系统机构挤兑的可能性（实际应该是记者记错了），以及巨额未计提损失对于银行投资组合的影响，为什么美联储没有行动来阻止这一危机？

回答：我不认为我们当时讨论过这个话题，当然在一些报道以及一些利率风险的演讲中确实谈到这个问题，我也看到。这并不奇怪，有些机构持有的长期债券并未有效对冲，当利率上升时，这些头寸遭受损失。虽然监管机构与银行有过很多接触，而且相关监管也不断升级，但是问题还是发生了，所以我们会努力去了解情况，并试图改变监管政策使其运行的更好。我们现在所看到的和过去发生的有很大的变化，需要让监管跟上时代的潮流。

招商点评：未来美国可能会进一步提高对银行业的监管措施。

**问题 14：**您在今天的讲话中两次提到银行系统储户的资金是安全的，你是指存款保险会覆盖全部存款吗？这不是应该由国会决定？举个例子，如果有一家资产 10 亿美元的银行倒闭，会承诺救助所有储户吗？

回答：我只是说我们有足够的工具来保护我们的储户，我认为储户可以假设他们的存款是安全的。



招商点评：美国在讨论将存款保险提高至所有存款，以提高储户信心，防止自己大规模流出。但是后续财政部长耶伦讲话否定了这个可能，引发了后期市场的大跌。美联储这么说更多还是给市场信心，防止挤兑发生和恐慌情绪的传染。

**问题 15：**对于瑞信的合并是不是暂时松了口气？

回答：肯定的，都亏了瑞士政府，我们整个周末都在跟踪此事件，虽然中间传出了反复，最终终于顺利达成交易。

招商点评：瑞信的影响程度远大于硅谷银行，因为它是系统重要性银行，一旦破产会像雷曼兄弟那样产生巨大的金融市场动荡。

**问题 16：**关于在 SEP 中对于失业率提高到 4.5% 的问题，美联储如何应对？从历史上看很难控制失业，会不会一旦失业率升高就一发不可收拾？

回答：SEP 只是一个对于未来的估计，随着需求的放缓以及劳动力市场的疲软将会发生什么很难给出一个确定的估计。虽然把通胀降到 2% 需要一定成本，但是不加息失败的成本更高。历史证明，央行必须要将通胀回落，如果不能把通胀降到合理水平，不能把通胀预期锚定，那么在很长一段时间将会面临高通胀和通胀高波动性。这样的话，资本很难投资，经济将出现危机回到上世纪 70 年底的情况。

经济衰退是个非线性的过程，很难对此建模，因为我们的模型都是线性的，你想要高一点的失业率，结果来了更高的，这个反应往往是非线性的，所以我们不知道会发生什么，也不知道一旦这样会带来什么结果。

从长远看，我们目前劳动力市场强劲。美国历史上五次最长的经济扩张中的四次，或者说四次最长中的三次都是从高通胀时期开始的。原因是在通胀初期央行都没有阻止其扩张，使其能够在低通胀情况下持续很长时间的扩张，我们多次看到通胀后期的低失业率，工资收入增加给人们带来的益处，这也是我们要努力到达的目标

招商点评：美联储完全吸收过去的经验教训，优先对抗通胀，誓言最终战胜通胀。但是当前的银行业危机又令其对于收紧存在一定担忧，可谓左右为难。

**问题 17：**经历了过去两周的事件，美国经济还会不会软着陆？

回答：现在做判断还为时过早，我觉得问题应该是这样的事情会持续多久，持续的时间越久，影响就越大。但是我相信有办法找到一条路径，我们也肯定会尝试找到。

招商点评：美联储对于软着陆的话题又变得相对谨慎，在银行危机后硬着陆可能性大增，美联储希望能找到办法让经济平稳度过当前危机。

**问题 18:** 还是银行业风险的问题，有多少金融机构到当前为止需要特别关注，存在问题？另外如何确保这些银行遵守相关标准，然后如何救助他们。

回答：我猜应该是 6 家，副主席 Barr 会领导审查他们。但是我不能在今天来回答这个问题，不会分项对他们的评论。

招商点评：鲍威尔显然没有想到有人会这么问，回答说有 6 家，但是马上意识到说漏嘴了，然后就拒绝进一步谈论这个问题。除了暴雷的硅谷银行、第一共和国银行以及签名银行，还有至少 3 家银行存在问题。

**最后一个问题：**如果信贷收紧使得借贷成本过高，扼杀经济增长，那么什么时候需要降息？银行倒闭是否会使得资产负债表重新扩表？

回答：我们没有讨论改变扩大资产负债表。关于降息，如果说信贷紧缩需要降息，实际上当前的金融状况已经收紧了，而且收紧的幅度超过了传统的指数，因为传统指数只关注利率和股票，他不一定能关注到贷款情况，如果看银行借贷情况，其实已经出现了一定的收紧。问题是有多大影响、持续时间多久，多大范围？如果问题真的严重，并对我们的经济产生巨大影响，我们会在政策决策中考虑。

我提到了降息，但是降息不是我们的基本情景（Rate cuts are not in our base case）

招商点评：鲍威尔任务依旧是对抗通胀，考虑加息应对，最多维持高利率不变，在当前场景下降息显示不是基本选择。

## 研究员简介

徐世伟：招商期货贵金属研究主管，金融风险管理师（FRM），上期所（贵金属期权）优秀讲师，有 10 年以上期货及衍生品研究经历，获第十五届最佳期权分析师称号，连续三届获中金所研究征文大赛奖项，曾长期借调交易所参与期权产品设计。目前专注于于贵金属与衍生品研究，持续跟踪贵金属宏观与基本面情况。期货从业资格（证书编号：F0307617）及投资咨询资格（证书编号：Z0001836）。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《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，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

