

美联储期待银行信用收紧缓解通胀

——美联储3月FOMC点评

2023年3月23日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美联储加息 25bp，联邦基金利率升至 4.75%~5%。

主要观点：

- 1、加息幅度符合预期，预计后续还有 1 次至 5%~5.25%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨或是长期处于平台期不再下降，市场不应将降息的时间点过于乐观。
- 3、通胀仍是第一决定因素，SVB 事件至多影响加息速度。
- 3、小银行商业地产占比迅速抬升，存在一定风险，但风险远小于 08 年。
- 5、若无降息预期，美十债下限为 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限为 3.9~4.1%。若出现降息预期，下限位于 2.7~2.85%。美股维持长期中性。
- 6、欧洲政策利率与通胀距离较大，加息必要性远高于美国，欧洲央行鹰派态度合理，美元继续维持弱势。

25bp 和 5.1%不变的终端利率是在通胀和银行问题两者中的妥协。 美联储和鲍威尔巧妙地同时表达了对通胀和银行问题的关心，鲍威尔认为当前通胀仍旧很高，但近期银行事件可能造成金融条件紧缩，效果可能相当于降息。在记者问答环节中，他提及目前无法判断因银行事件造成的信用条件收紧的程度和持续性，如果未来通胀仍旧超预期，不排除继续加息；同时明确不再强调未来的利率增涨对压制通胀是合适的，而是强调政策的**坚定性**是合适的。他认为 SVB 银行倒闭不反映整个银行体系的弱点，而是一个特例；也不认为中小银行在商业地产上的占比过高是潜在风险点。总体而言，美联储的政策仍旧是通过放缓的需求和放缓的劳动力市场来达到通胀压力下降的目的。如果银行收紧信贷能够达到需求放缓，则愿意等待看到效果，但最终的目的仍旧是降低通胀。

鲍威尔表示基于目前对经济和通胀缓慢下行的预期，年内不会有降息。我们在过去的点评中反复强调通胀真正的挑战在于是否有第二轮上涨，市场不应将降息的时间点过于乐观。 我们从 2020 年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。毫无疑问，俄乌冲突激化了通胀的表现，但从内因上，最主要的原因是地产周期的恢复，导致通胀中枢上移 50bp 至 2.3%附近，外因除了俄乌冲突，更有疫情期间的失业补助导致的财富效应、以及房租价格控制导致的前期租金价格失真。本轮通胀已脱离原油增长趋势，为 90 年代以来首次。一般而言，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，因此有效回落需要更长时间。在薪资增速同比没有降至 4%以下前（现值 4.6%），服务类价格较难有效回落。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨或是长期处于平台期不再下降。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束。期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中均提及过这一教训，鲍威尔在本次讲话中再次提到了这一点。此外，若**银行问题只限于一定范围，也不会阻止美联储降低通胀的决心。如果在没有确认通胀显著回落的前提下就因为银行问题降息，则可能出现类似 70 年代通胀长期处于高位的局面，届时长期利率将更高，届时因加息而引起的银行问题只会更加严重。** 因此，市场不应将降息的时间点过于乐观。

小银行商业地产占比迅速抬升，存在一定风险，但风险远小于 08 年。 疫情以后，区域性银行的商业地产贷款占比迅速上升，引发市场担忧。目前，美国资产规模排名 25 名以后的商业银行在商业地产上的总比重仅回到了 18 年的水平，与 08 年尚有明显距离。另一方面，虽然银行持有近一半的商业地产贷款，但商业地产的总规模远小于房贷规模，并且商业银行整体的杠杆率远低于 08 年。中小银行对债券（主要是国债和 MBS）的资产占比也升至高点，在正常的久期管理下，这部分资产的质量和流动性均是对银行抵抗风险能力的提升。随着利率的抬升，以及商业地产的不景气，商业地产违约存在风险，但总风险远

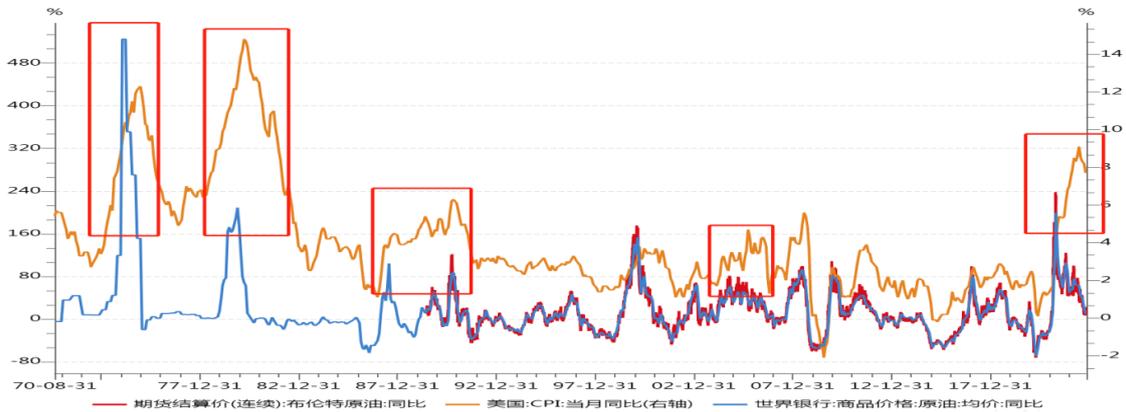
小于 08 年，基本属于一般经济危机中的表现。

市场方面，若无降息预期，美十债下限为 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限为 3.9~4.1%。受 SVB 事件影响，美联储目前的终端利率维持在 5.1% 附近，我们维持美十债上下限的观点。若出现降息预期，下限为 2.7~2.85%。美股方面，一季度反弹基本验证，长期趋势仍保持中性。

美元继续弱势。从历史数据来看，正常周期中，政策利率不低于通胀才能起到遏制通胀的作用。即使考虑到目前宏观杠杆率远高于以往，两者也至少要接近。从这一角度来看，欧洲收紧货币政策的紧迫性显著高于美国，并且欧洲通胀在没有有效降低的前提下出现了反复迹象，因此欧洲央行目前的鹰派态度远甚于美联储是合理的。欧美货币政策距离将继续收窄，美元继续处于走弱趋势之中。

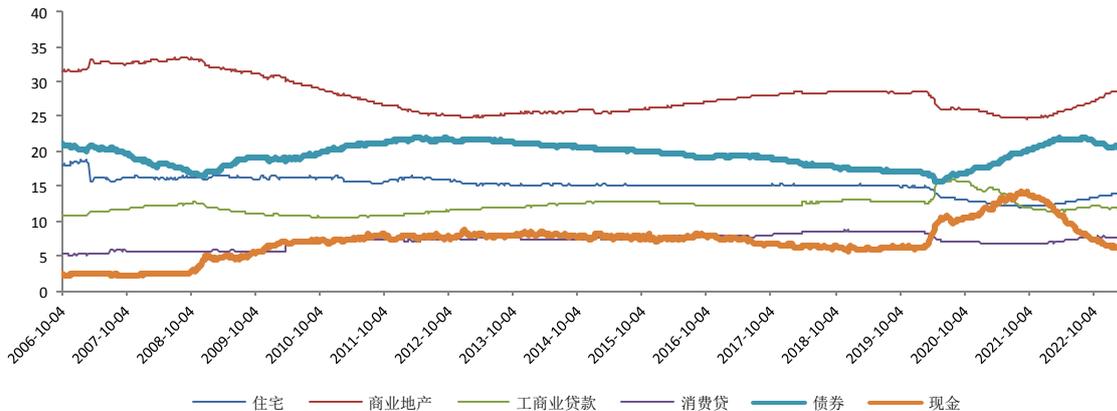
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



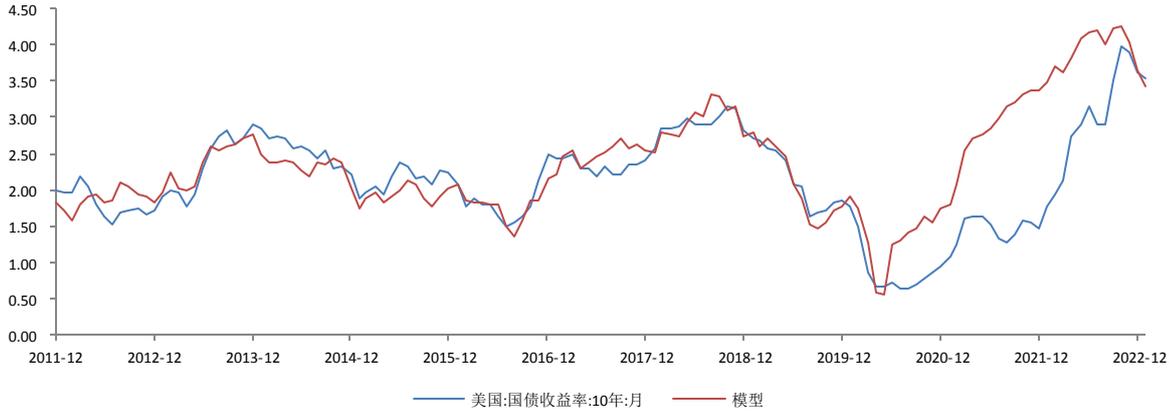
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：美国小银行资产占比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3: 美十债模型



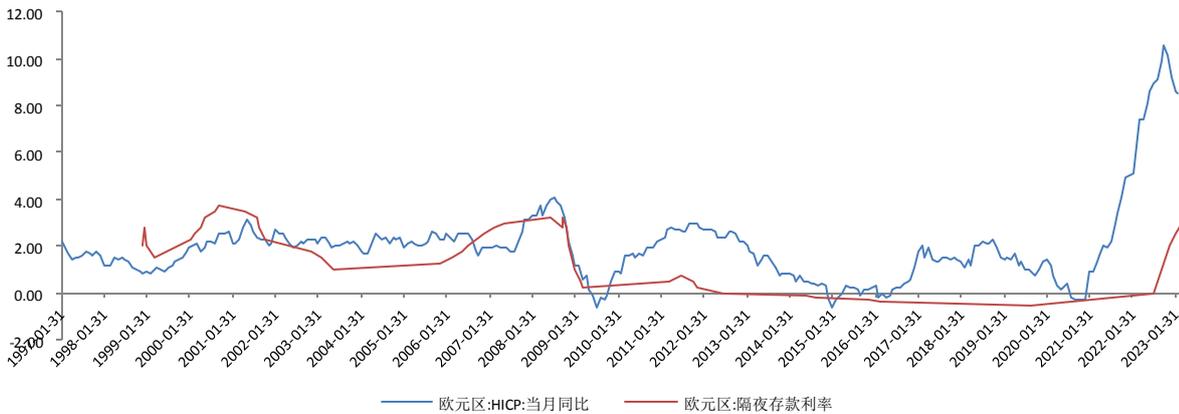
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 美国通胀与政策利率



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5: 欧元区通胀与政策利率相距甚远



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有空间，SVB对加息影响有限	2023-03-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温	2023-02-15
宏观普通报告	宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点	2023-02-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储如期加息25bp，美十债中枢下移	2023-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美国四季度GDP略超预期，美联储或加息25bp	2023-01-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示2023年不会降息	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美国经济数据不及预期	2022-12-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526