

硅谷银行事件后，美联储如何权衡金融稳定和物价稳定两大目标成为市场焦点。

➤ **2 月 CPI 数据显示，美国通胀压力仍然比较巨大。**

2 月份美国 CPI 同比增速符合预期，但核心 CPI 环比增速超预期上行。

2 月美国 CPI 同比增速（未季调）录得+6.0%，核心 CPI 同比增速（未季调）录得+5.5%，两者均符合市场预期。

从环比看，2 月美国核心 CPI 环比录得+0.5%，高于市场预期的+0.4%。美联储最希望看到的是核心通胀环比增速的连续下行，而 0.5%的环比增速意味着美国通胀同比读数或将进入“平台期”，下行难度显著加大。

能源和汽车价格显著拖累了 2 月 CPI，服务通胀韧性有增无减。

从分项看，美国汽油和天然气价格在 2 月份回落，带动美国 CPI 能源分项环比增速下行(-0.6%)。其中，和汽油相关的能源商品环比录得+0.5%(前值+1.9%)，和天然气相关的能源服务环比录得-1.7%(前值+2.1%)。

核心通胀中，核心商品的主要波动项：新车和二手车分项环比增速维持在低位(+0.2%和-2.8%)，拖累了核心商品通胀。权重巨大的住房租金分项环比增速录得+0.7%，未见回落迹象，仍是核心服务通胀的最强支撑。同时，美联储最关注的通胀指标：除房租外核心服务，环比增速录得+0.43%，较前值+0.27%反弹。这意味着与工资增速挂钩的服务通胀韧性在 2 月有增无减。

商品分项的“暂时性”去通胀大概率在 3 月结束，美联储抗通胀任务远未完成。

高频指标显示，拖累美国通胀最显著的两个分项：能源和二手车都很可能在 3 月迎来反弹。首先，美国汽油零售价格 3 月再度反弹，已经连续两周上行。另外，Manheim 二手车价格指数同比通常领先美国 CPI 二手车分项 2 个月，这一指标在去年 12 月触底后连续 2 个月反弹，这意味 2 月或是美国二手车通胀的底部。

未来一段时间，美国通胀或将呈现“商品通胀反弹，服务通胀高位，同比读数进入平台期”的状态，美联储若要回到 2%的通胀目标，恐怕仍需要更多紧缩。

➤ **美国硅谷银行事件追踪：政府信用介入后，危机未进一步扩散。**

美国财政部和美联储“联手”兜底存款机构负债端。

北京时间 3 月 13 日，美国财政部和美联储发表联合声明，表示将保全硅谷银行和签字银行(Signature Bank)的所有存款。由于硅谷银行客户大多是初创企业及风投公司，存款规模较大，远超美国存款保险 25 万美元的限额。因此，美国政府对所有存款的“全额保障”能有效阻止储户的恐慌性挤兑行为。

同时，美联储还创设了新的流动性支持工具“银行期限融资计划”(BTFP)。BTFP 是面向美国存款机构的抵押贷款，期限为 1 年，利率为 1 年期 OIS 利率+10BP。其最大的特点是，存款机构可以将持有的合格抵押品（主要包括美债和机构担保证券），以 100%面值进行抵押借款。这意味着，存款机构在筹措流动性时，相较于出售亏损的债券（获得远低于面值的价值），可以从美联储借入更多的金额。

救助措施未根本扭转中小银行困境，但阻止了硅谷银行危机短期进一步扩散。

在救助措施出台后，市场恐慌有所平息，标普 500 银行业指数在 3 月 14 日迎来反弹。同时，我们也没有看到在硅谷银行和签字银行外，继续有其他银行宣布停止经营。总的来说，SVB 危机短期内的扩散被遏制了。不过，救助措施并没有扭转美国中小银行负债端面临的“存款流失+流动性偏紧+缩表”三重困局。同时，BTFP 的借款利率仍会压缩商业银行的净息差。可以说，中小银行的困境未得到根本解决，未来可以关注银行资产端的重组以及银行监管政策的重新收紧。

➤ **加息周期的终结言之尚早，美债利率的拐点也可能尚未到来。**

美联储面临“物价稳定”显性政策目标和“金融稳定”隐性政策目标的取舍。历史上，不乏因金融稳定问题而终结加息周期的例子，最近一次正是 2019 年。SVB 事件后，投资者开始博弈美联储紧缩周期的提前结束，预期下半年将降息 2-3 次。

我们认为，当前认为美联储加息周期将迎来终结言之尚早，原因有三：第一，2019 年美联储转向的原因是美国隔夜回购利率（以 SOFR 为例）长时间突破联邦基金利率目标区间上沿，而当前美国隔夜回购利率仍十分平稳。第二，硅谷银行事件的根本原因并非资产端的亏损，而是不稳定负债端和中小银行监管的缺失。而美国政府已经着手兜底银行负债端，因此加息不存在掣肘。第三，美国通胀压力仍然偏大，2 月 CPI 数据显示通胀韧性较强，若停止加息美联储将“信用扫地”。

近期美债利率的大幅下行主要是三个原因，即银行危机带来的避险需求、加息预期降温以及空头回补。一旦硅谷银行事件的扩散被遏制，以及美联储坚守“抗通胀”的政策路线，我们预计美债利率将迎来反弹，不能轻言“拐点已至”。

➤ **风险提示：**美联储加息节奏超预期；美国地缘政治风险；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

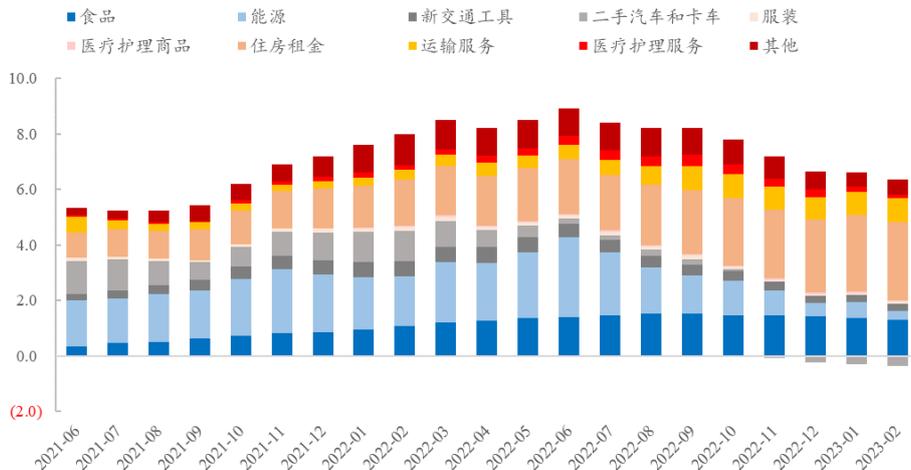
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

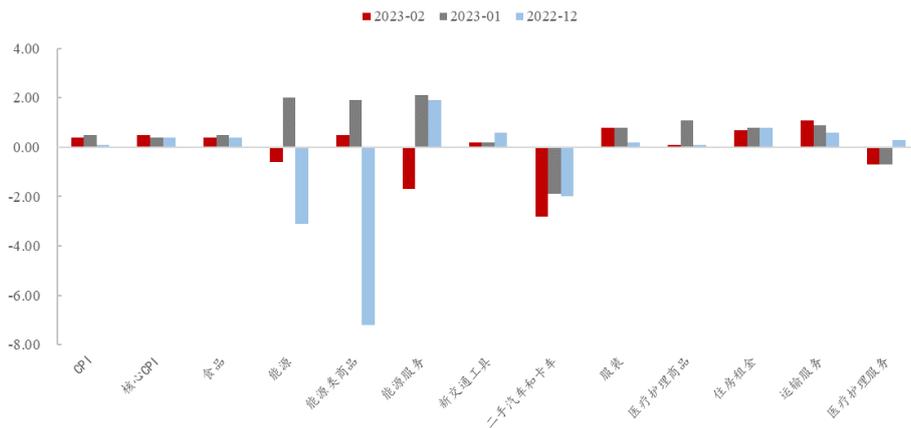
- 1.宏观高频观察系列（一）：复苏的弹性和梯次 -2023/03/14
- 2.全球大类资产跟踪周报：全球避险情绪上升 -2023/03/12
- 3.流动性跟踪周报：资金紧预期缓解-2023/03/11
- 4.海外专题研究：SVB 事件背后的中小银行困局-2023/03/11
- 5.2023 年 2 月物价数据点评：非典型通缩？ -2023/03/09

图1：美国 CPI 各分项同比拉动（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美国 CPI 各分项的环比增速（单位：%）



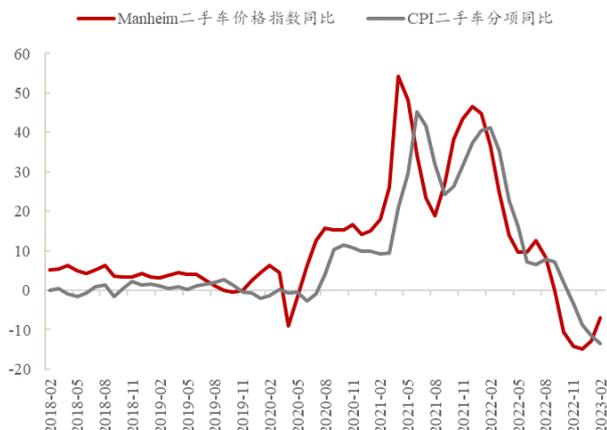
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国除房租外核心服务通胀环比上行（单位：%）



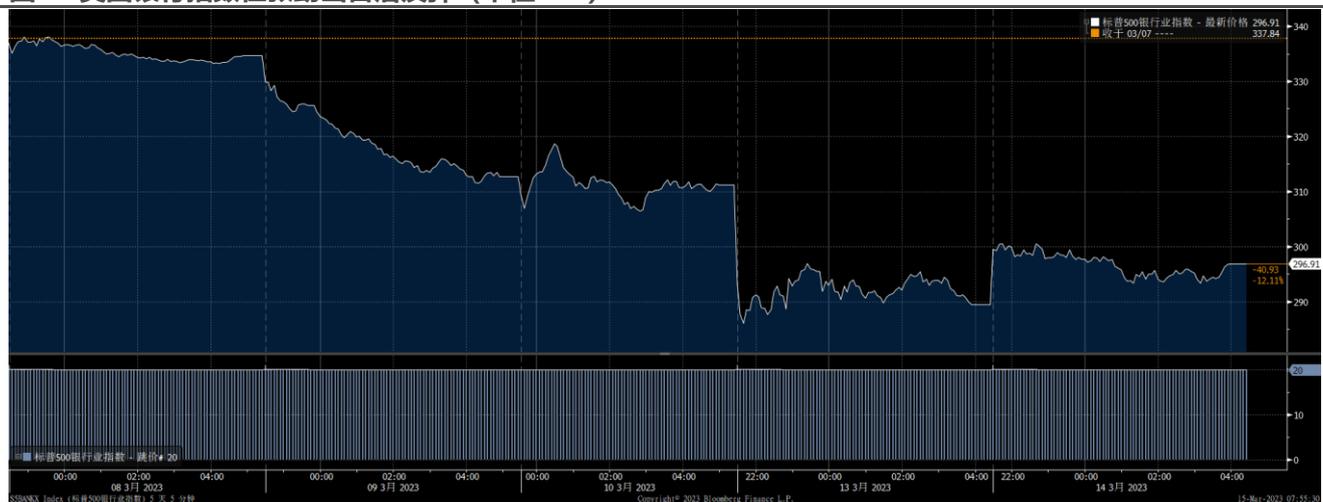
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图4：二手车通胀或将反弹（单位：%）



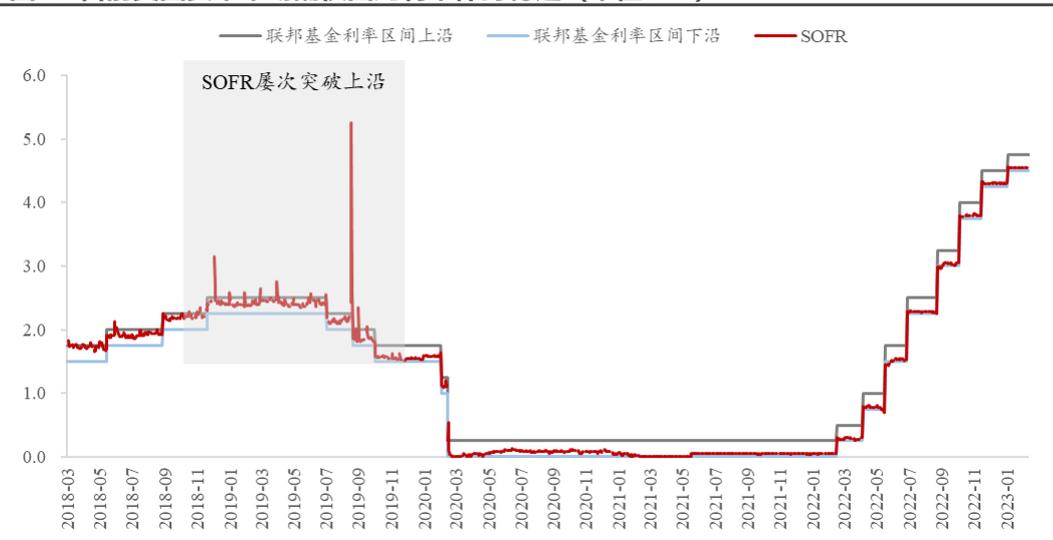
资料来源：Wind，Manheim，民生证券研究院

图5：美国银行指数在救助出台后反弹（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图6：目前美国货币市场隔夜回购利率保持稳定（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53293



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>