

宏观点评 20230315

控通胀+YCC：美联储货币政策的新框架

2023年03月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《新总理答记者问释放了哪些施政信号？》

2023-03-13

《2月非农预示加息结局》

2023-03-10

■ **为什么略超预期的通胀却让市场松了一口气？**尽管2月美国核心CPI环比超预期上涨，但美股和美债收益率都出现明显的上涨。我们认为硅谷银行事件之后，**美联储的货币政策可能进入了一个新阶段——控通胀+控制债券收益率上涨**（类似于日本央行的收益率控制YCC政策）：既要控制住粘性十足通胀、不反弹，还要控制美债收益率上涨的空间、避免导致商业银行的账面损失进一步扩大。因此，**我们认为3月美联储最好的加息路径可能是和市场妥协、加息25bp。**

■ **我们不认为硅谷银行带来的冲击能够迫使美联储转向。**尽管市场上对于硅谷银行倒闭以及后续发酵的担忧不绝于耳，但是我们认为这次事件的影响无法与2008年雷曼兄弟以及2020年3月疫情冲击冲击相提并论，而且美联储和美国存款保险公司（FDIC）采取措施足够迅速和果决。资产价格的大幅波动并非政策转向的必要条件，美国货币市场流动性条件的稳定是美联储保持政策定力的重要筹码。

■ **但是数额庞大的账面损失可能回迫使美联储进入YCC的状态。**根据FDIC的数据，因为利率大幅上涨，截至2022年第四季度，美国商业银行证券投资的账面损失至少有6200亿美元。硅谷银行的倒闭让美联储无法在对此坐视不管——迅速推出了针对银行流动性的支持工具，我们觉得这可能是不够的，美联储很可能模仿日本央行，进入类似YCC的状态——控制利率、尤其是长端利率的上涨幅度。叠加通胀充满粘性的现状，我们认为3月美联储的最优选择是按照市场预期的25bp加息进行操作。

■ **通胀始终是2023年美联储绕不过去的话题。**目前通胀较联储2%的目标仍有很大差距，通胀依旧粘性十足：

■ **核心服务环比仍是核心通胀主要推手。**2月核心商品通胀同比持续降温，同比增速降至1.0%（前值为1.3%），多数商品的供应条件持续改善。核心商品贡献由0.1%转为0，但需警惕二手车价格重返市场所带来的核心商品通胀上行压力。核心服务方面，2月环比升0.6%（前值0.5%），同比增速升至7.3%（前值升7.2%）。核心服务助推通胀作用持续显现（图2）。

■ **一、整体薪资“放缓的脚步”太小，“最大雇主”面临薪资加速给通胀带来压力。**2月平均时薪环比增长0.24%，相较于1月0.27%略低。尽管平均时薪环比创自2022年2月以来最小增幅，但2023年2月，美国私人行业平均时薪同比增速4.43%（1月为4.81%），同比增速仍然高涨。就业密集型的服务部门薪资增速有进一步上涨压力。服务业增速居首位的休闲和酒店业在2月薪资同比增速仍接近7%，环比增速升至0.29%（前值-0.05%）。从薪资增速来看，需要进一步继续大幅放缓（图3-5）。

■ **二、住房租金超强韧性难解“通胀”难题。**截止至3月9日，美国30年抵押贷款利率持续高企不断带动居民购房意愿下降，房屋价格指数大幅回落。房屋及出租的空置率都处于历史地位。但由于房屋通胀分项显现有滞后效应，美国住房租金CPI分项依旧高企且没有缓解迹象，凸显韧性。2月美国CPI住房租金分项同比增幅升至8.2%（前值8.0%），环比增速降至0.7%，住房对通胀的贡献持续显现（图6-9）。

■ **三、二手车价格反弹加强通胀上行预期。**此前核心商品下行的作用力受二手汽车和卡车价格的放缓驱动。2月份二手车价格的在1月份“意外惊喜”后继续环比上涨4.3%，是自2021年6月以来最大环比涨幅，给通胀带来上行风险（图10、11）。

■ **联储及时救市更加坚定通胀逻辑。**美国方面尽管出现流动性问题，但如果并非全局性危机则美联储加息的终端峰值仍将取决于通胀的演变。随着联储开发新工具BTFP的措施，硅谷银行破产的外溢影响有限，给予联储更加“稳定”的金融环境可以“安心”地重新通胀逻辑。

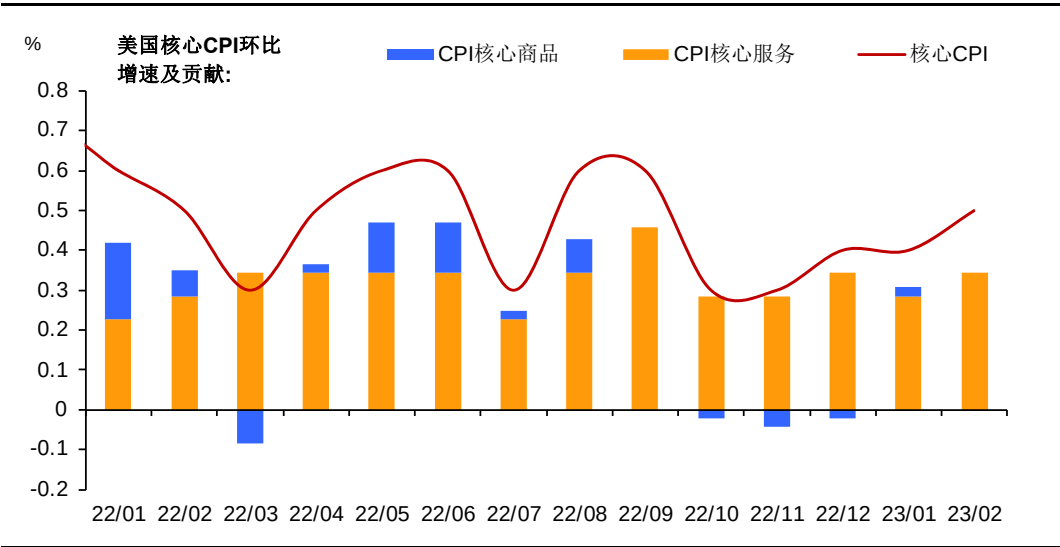
- **市场押注联储3月不再加息，但我们认为3月加息幅度仍旧维持25bp。**
尽管市场押注硅谷银行倒闭将迫使联储不再加息，但本次事件冲击的影响深度远不及2008年雷曼兄弟。同时在资产价格并未大幅波动的支撑下，联储仍将“坚持到底”，3月加息25bp。
- **风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。**

图1：美国 CPI 各分项数据

	相对权重(%)	同比 (%)			环比，季调 (%)		
		2023-01	2023-02	2023-01	2023-02	2023-01	2022-12
CPI	100.0	6.0	6.4	6.5	0.4	0.5	-0.1
食品	13.5	9.5	10.1	10.4	0.4	0.5	0.3
家庭食品	8.7	10.2	11.3	11.8	0.3	0.4	0.2
非家用食品	4.8	8.4	8.2	8.3	0.6	0.6	0.4
能源	6.9	5.2	8.7	7.3	-0.6	2.0	-4.5
能源类商品	3.5	-1.4	2.8	0.4	0.5	1.9	-9.4
汽油（所有种类）	3.2	-2.0	1.5	-1.5	1.0	2.4	-9.4
燃油	0.2	9.2	27.7	41.5	-7.9	-1.2	-16.6
能源服务	3.4	13.3	15.6	15.6	-1.7	2.1	1.5
电力	2.5	12.9	11.9	14.3	0.5	0.5	1.0
公共事业（管道）燃气服务	0.9	14.3	26.7	19.3	-8.0	6.7	3.0
核心CPI	79.5	5.5	5.6	5.7	0.5	0.4	0.3
商品，不含食品和能源类商品	21.4	1.0	1.4	2.1	0.0	0.1	-0.3
新汽车和卡车	4.3	5.8	5.8	5.9	0.2	0.2	-0.1
二手汽车和卡车	2.7	-13.6	-11.6	-8.8	-2.8	-1.9	-2.5
服装	2.5	3.3	3.1	2.9	0.8	0.8	0.5
医疗护理商品	1.5	3.2	3.4	3.2	0.1	1.1	0.1
服务，不含能源服务	58.2	7.3	7.2	7.0	0.6	0.5	0.5
住所	34.4	8.1	7.9	7.5	0.8	0.7	0.8
运输服务	5.8	14.6	14.6	14.6	1.1	0.9	0.2
医疗护理服务	6.7	2.1	3.0	4.1	-0.7	-0.7	0.1

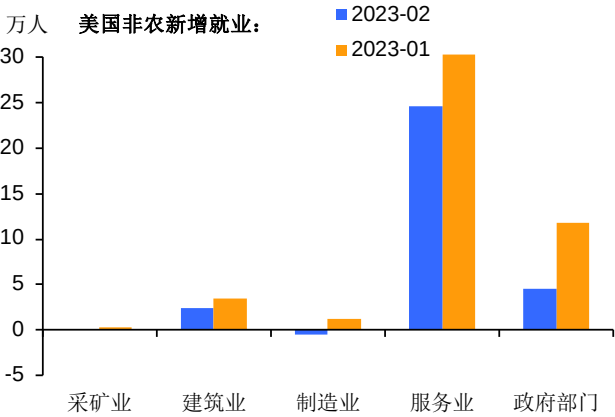
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：美国核心商品及核心服务贡献



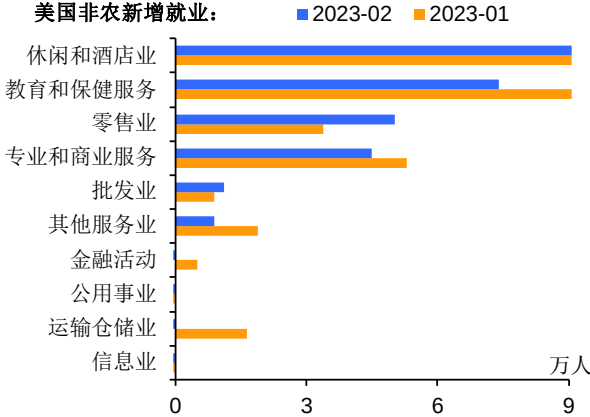
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 服务业为新增就业的“主力军”



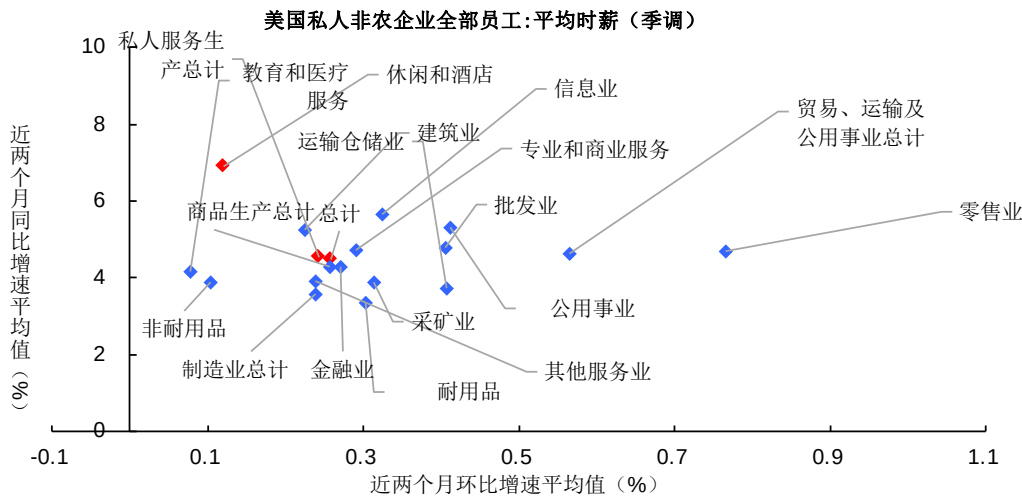
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 服务业子行业新增非农就业情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国私人非农行业平均时薪增速



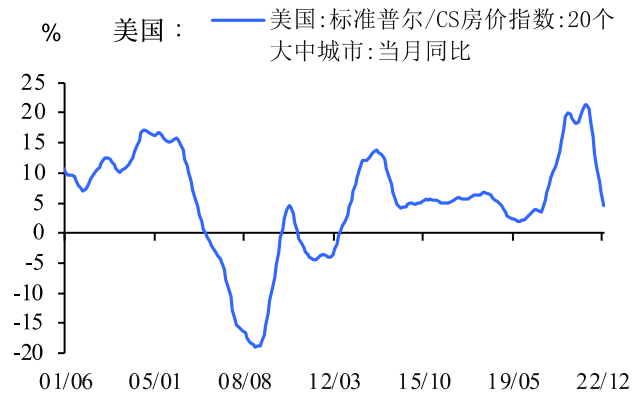
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美国 30 年抵押贷款利率



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 住房租金 CPI 持续给通胀“加火”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国房价指数大幅回落

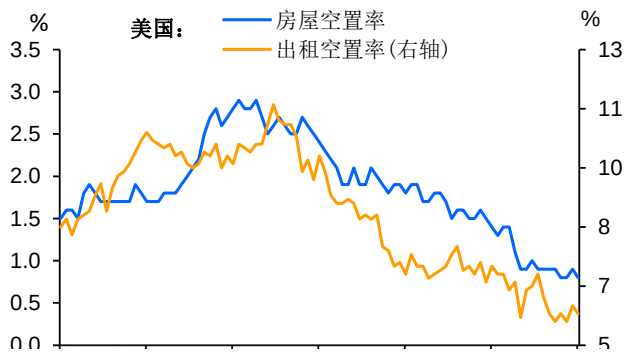


图9: 美国住房租金 CPI



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_53305

