

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

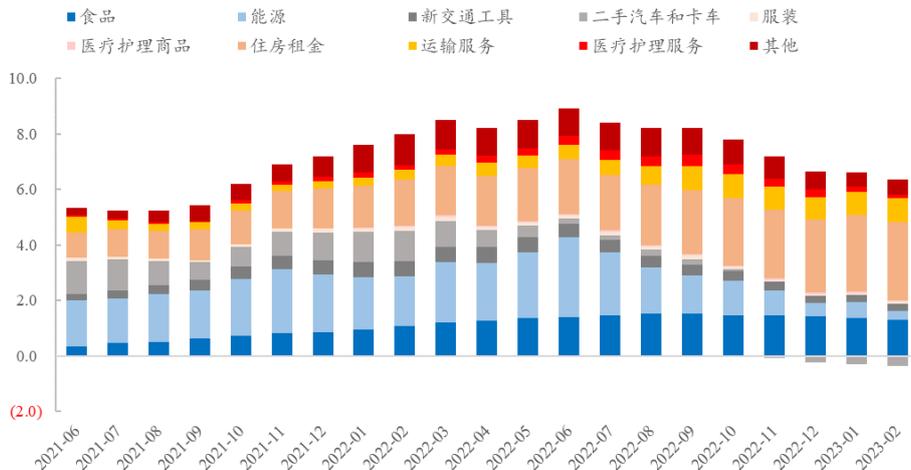
电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

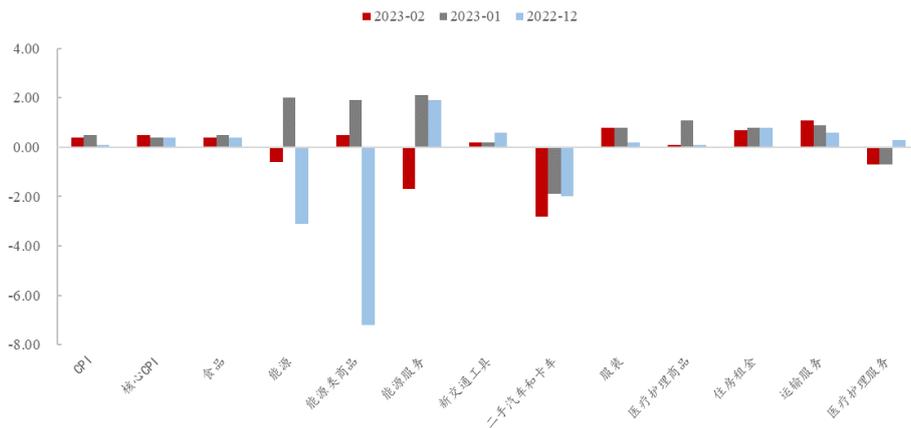
- 1.宏观高频观察系列（一）：复苏的弹性和梯次 -2023/03/14
- 2.全球大类资产跟踪周报：全球避险情绪上升 -2023/03/12
- 3.流动性跟踪周报：资金紧预期缓解-2023/03/11
- 4.海外专题研究：SVB 事件背后的中小银行困局-2023/03/11
- 5.2023 年 2 月物价数据点评：非典型通缩？ -2023/03/09

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：%）



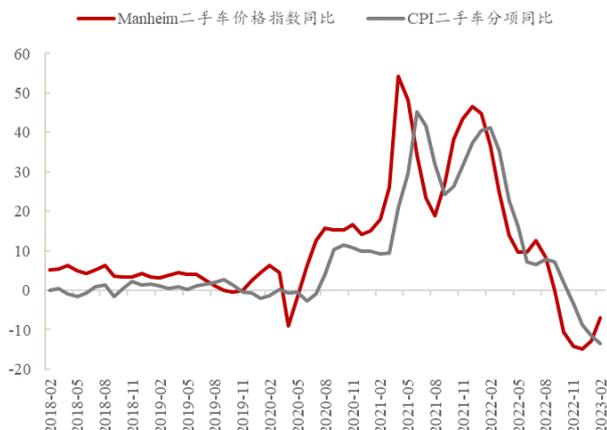
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国除房租外核心服务通胀环比上行（单位：%）



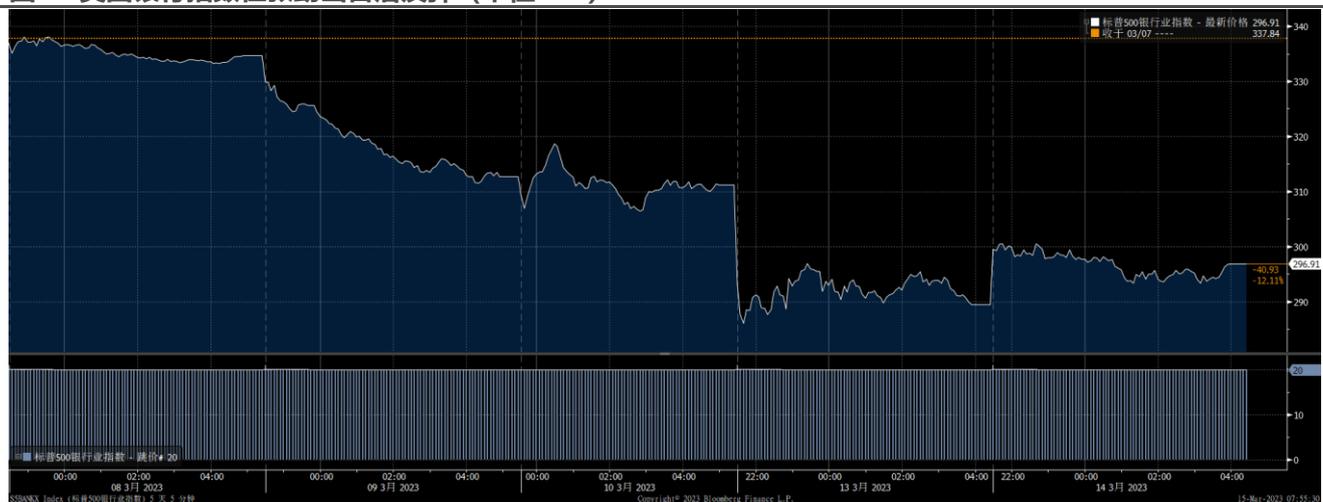
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026