投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

硅谷银行事件冲击市场，国内社融数据超预期

——大宗商品宏观&中观周度观察20230312

大宗商品策略研究团队

研究员

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com

中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

海外总览：硅谷银行冲击市场预期，非农数据使加息降温

- **硅谷银行事件具个体特征，金融稳定风险或制约美联储收紧：**3月10日，硅谷银行亏损出售可销售证券，并计划出售普通与优先股实现募资，引发市场恐慌。由于硅谷银行初创公司存款比例高乎寻常，初创公司在加息环境下融资困难，导致短期现金需井喷，银行挤兑风险自我实现。周五，加州金融保护创新部关闭硅谷银行，指定联邦存款保险公司接收。**尽管该事件具有个体特征，硅谷银行倒闭后续蔓延所造成的金融不稳定性，或仍是美联储不可忽视的风险，并影响其加息收紧节奏。**

- **鲍威尔众参两院证词前鹰后鸽短期强化美联储收紧主线：**周二美联储主席鲍威尔于参议院作证货币政策，他表示美联储将视经济数据必要性做好加快收紧准备，**最终利率可能高于此前预期。**他还表示，核心服务几乎没有通缩迹象，完成2%通胀目标需要劳动力市场出现宽松疲软。周三鲍威尔于众议院发言边际转鸽，**或显示美联储认为市场作证前预期较适当**，他表示美联储尚未对3月加息做出任何决策，后续政策将以数据为指引，但目通胀反复与就业强劲共振，鲍威尔重申终端利率可能超出此前的预期。周末劳动力市场数据使市场加息预期降温。

- **2月新增非农超预期，失业率、劳动力参与率反弹，劳动力市场边际宽松。**2月美国非农就业人数增加31.1万人，高于预期22.5万人，制造业、运输、信息业裁员，建筑业与服务业就业韧性，美国劳动力市场的依然强势。失业率反弹0.2%至3.6%，仍低于自然水平，劳动力参与率上升0.1%至62.5%。失业率与劳动力参与率均上升，**2月劳动力再回归。**生产与非管理人员薪资环比边际加速，服务生产薪资增速高企，显示服务供需仍较紧张。但随着劳动力回归，生产端人力资本紧张或开始缓解，劳工议价能力下降，薪资增速回归常态。**市场或着重关注失业率反弹与薪资增速潜在降温机会**，结合周四首申人数超预期，3月加息预期降温。

- **美国1月职缺下降不及预期，解雇裁员上升。**1月职位空缺人数降至1082万，不及预期1060万，美国劳动力市场仍强劲紧俏，强化市场对于3月加息50bp的预期。其中建筑业、密接服务业职缺大幅下降。1月JOLTS季调数据显示，雇佣与离职分化发展，劳动力流动边际停滞，而裁员环比大幅上升或为劳动力市场部分行业供需平衡正常化：疫情复苏融资条件宽松、运费高涨，使信息、运输、专商服务就业人数大幅突破疫情前趋势。随着利率抬升，科技公司四季度财报不及预期、运输需求企稳，需求端回归常态，供应端对应调整。目前休闲酒店业尚有约5%缺口。

海外总览：紧缩压力显现，非农降温加息预期

- **欧元区消费者前瞻改善，信心回暖或提振内生需求：**1月欧洲消费者调查报告显示，欧洲消费者未来12月前瞻改善：**通胀12个月、3年预期下降**，消费者预计名义净收入12月内增长，12个月经济增长预期边际改善。2月欧元区消费者信心回暖或暗示需求继续回暖，预计欧元区一季度内生需求对GDP拉动边际改善。**市场计入4%欧央行终端利率：**前期法国、西班牙通胀超预期，市场认为欧央行终端利率为4%（当前2.5%），本周欧央行Holzmann发言鹰派未使市场预期再生升温，市场仍计价剩余150bp。欧元区四季度GDP同比小幅下修0.1%至1.9%，四季度经济增长环比持平，细分当中内生需求拉动与逆周期需求相抵，市场加息预期小幅降温。

- **黑田东彦告别，日本央行按兵不动，后续日央行大概率直接退出YCC及负利率：**3月10日，黑田东彦最后一次议息会议中，日本央行宣布维持-0.1%利率水平，维持YCC及10年期国债利率购买区间。此前值田和男公开释放“鸽派”信号，表示当下的货币政策是适宜的。随着日本通胀不断施压货币政策正常化，后续来看，日本央行或1）再次调整YCC波动区间；2）更改YCC锚定目标；3）直接退出YCC与负利率。一方面继续宽松必要性下降，另一方面，扩大区间与更改YCC锚定目标都将刺激市场投机与波动，日央行或被迫亏损购买更多日本国债。另外，2022年植田和男曾表示YCC机制不适合微调，违背其曾经发言将有损日央行公信力。结合美国与澳大利亚直接退出YCC政策，日本央行大概率实施最后一个选项：直接退出YCC及负利率。

大宗商品国内宏观驱动：国内复工进度提速

■ **社融：社融超预期，结构持续改善。**1月新增人民币贷款4.9万亿元、预期4.1万亿元，同比多增9227亿元；新增社融5.98万亿元、预期5.68万亿元，同比少增1959亿元。本次社融表现弱势主要是由于（1）疫情过后企业融资需求显著修复；（2）各家银行争取信贷开门红。

■ **财政：收入持续向好，支出跌幅扩大。**公共财政收入增速上升主要是因为四大税种多维持较高增速；土地和地产相关税收由负转正，指向地产弱修复；非税收入再度高增。财政支出端的恶化主要是因为下半年政策性开发性金融工具助力基建扩张，基建类支出暂无维持高增的必要性。

■ **地产：投资有所修复，到位资金出现改善。**近期针对地产融资以及资金来源连续出台多项宽松，包括“第二支箭”、楼市金融十六条以及优化预售资金监管等。其中楼市金融十六条对房企融资显著提升信心。从该政策的细则来看，“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”等条例均纷纷指向对从前房地产的投资主力——民企提供实质的资金支持，进一步提高对保交楼以及信用违约问题缓解的预期，当前来看整体推进节奏仍然较慢。

■ **2月PMI超预期，经济复苏强劲。**本周公布2月PMI数据，制造业PMI为52.6，比上月上升2.5个百分点，为2012年4月来新高，经济强劲复苏，程度高于预期。但疫情及春节因素导致1月PMI偏低，贡献了一定低基数效应。从结构上来看，制造业供需双端走强，节后复工复产，供给端恢复态势更为明显。产成品库存上行，库存周期位于被动补库存阶段。出口存在降幅收窄可能性，但下行趋势仍然难以扭转。建筑业PMI为60.2%，与春节后项目复工直接相关，反映基建强势发力，地产出现回暖迹象。然而，由于经济与政策的跷跷板效应，重要会议的超预期政策概率或有所降低。总结来说，2月PMI超预期证明了我国经济的韧性，为下一阶段经济修复奠定了良好的基础，短期内给黑色、有色板块带来情绪的支撑。

大宗商品国内中观需求跟踪：当前经济活动情况有所好转

中信期货 CITIC Futures

- **建筑业景气度跟踪：地产竣工端小幅改善，基建端实物工作量季节性回升**
  - **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**随着当前项目开复工率持续回升，带动相关螺纹以及建材的需求量出现季节性回升，与去年同期相比已正增长。
  - **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃开始出现累库，近期表观消费量小幅回落，PVC近期需求持续反弹，库存累库动力不足。
  - **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：近期实物工作量有所回落。**
  - **挖机与重卡：**12月挖机销量出现显著下滑，背后的主要原因是标准升级前国三设备销售最后窗口期提前预支终端部分需求，此外进口增速在保持高增一年后也出现一定回落。
- **制造业景气度跟踪：1月以来汽车销量增速进一步下跌，空调排产显著修复，内贸集装箱吞吐量同比显著回升**
  - **发电量：**近期耗煤量随着春节假期结束，工业生产逐渐恢复，叠加近期寒冷天气持续，带动电厂耗煤量显著反弹。
  - **汽车：**新能源销量的增长达到了一个瓶颈阶段，在2023年新能源政策退市后，销量增长会是一个严峻的问题。新能源车型前期涨价过多，订单较少，再叠加特斯拉等头部企业降价，造成了消费者的观望情绪，环比下降较大。
  - **家电：**根据空调排产数据，2月空调产量同比显著拉升，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
  - **出口：**11月下旬八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比显著回升，但考虑到韩国2月出口数据涨幅超过10%，反映当前外需压力得到阶段性放缓。
- **总结：**
  - **进入2023年以来，从建筑相关景气度来看，本周施工端和竣工端需求出现明显分化。制造业方面，汽车产销1月份的数据进一步下滑，2月的家电排产数据显示需求显著修复，出口方面结合邻国出口涨幅超过10%，当前外需压力得到阶段性放缓。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况有所好转。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览	紧缩压力显现，非农降温加息预期
美国宏观&中观	美联储前鹰后鸽，非农再超预期
欧洲经济	消费者前瞻改善，市场加息预期抬升
日本经济	黑田东彦告别，日央行按兵不动

一、海外总览：紧缩压力显现，非农降温加息预期

- **紧缩压力显现，非农降温加息预期：美国方面，**本周美联储主席鲍威尔赴国会就货币政策作证，其发言前鹰后边际转鸽，他表示美联储将就经济数据必要性准备更快幅度的加息步伐，终端利率将高于此前预期。次日，他表示对于3月加息幅度尚未做出决议，或显示其对于过度鹰派的担忧。尽管硅谷银行事件具有个体特征，但其连带影响或仍是美联储不可忽视的风险。2月新增非农超预期，失业率、劳动力参与率反弹，劳动力市场边际宽松；尽管JOLTS报告显示1月裁员上升，但裁员增长行业就业人数已远超疫情前水平。市场或着重关注失业率反弹与薪资增速潜在降温机会，结合周四首申人数超预期，加息预期降温。**欧洲方面，**1月消费者调查报告显示，欧洲消费者通胀、收入、经济增长前瞻出现改善，前期由于法国、西班牙通胀超出预期市场计价ECB4%终端利率。**日本方面，**日本央行按兵不动，由于再调整YCC框架或引发投机波动，日央行后续大概率直接退出YCC与负利率政策。

全球制造业PMI

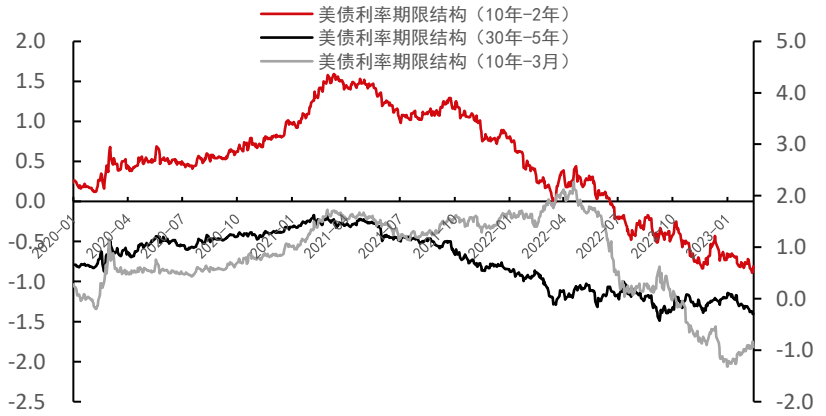
制造业PMI	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
全球	未公布	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7
美国	未公布	47.4	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6
欧元区	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2
德国	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4
法国	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2
意大利	52	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3
爱尔兰	51.3	50.1	48.7	48.7	51.4	51.5	51.1	51.8	53.1	56.4	59.1	59.4	57.8
希腊	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8	54.6	57.8
西班牙	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3	54.2	56.9
澳大利亚	未公布	未公布	未公布	44.7	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2
英国	49.2	47	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58
日本	47.7	48.9	48.9	49	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7
中国	52.6	50.1	47	48	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2
印度	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9
巴西	未公布	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6
俄罗斯	未公布	52.6	53	53.2	50.7	52	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6
南非	未公布	49.2	50.4	59.5	55	49.5	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7
越南	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

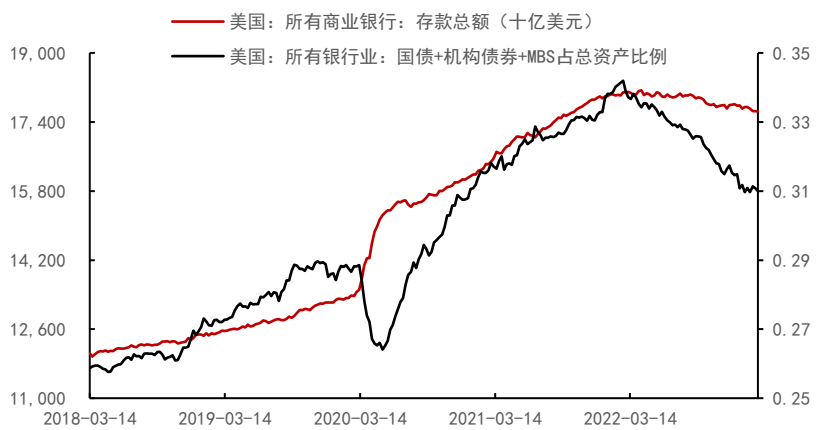
美国硅谷事件影响：避险需要形成支撑，重新重视长短利差关系

- **硅谷银行事件原因：**（1）SVB客户集中在科技和生物行业的初创公司，当联储加息缩表将导致其融资补偿，选择取出存款融资，这导致SVB存款下降；（2）疫情期间由于找不到合适放贷渠道，SVB放了1080亿美金在资产组合，主要为5年期以上的国债和住房抵押支持债券(MBS)，美联储持续升息缩表导致持有债券收益大幅下跌；（3）银行实际贷款利率仍低，很多储户选择提取存款转存在货币基金获得高利率收益，导致存款进一步流出。
- **影响：**不能作为广泛性代表，该银行长短错配在市场中处于极端状态（债券占总资产70%，平均值40%），因此不能作为代表，美国银行在加息开始后整体债券占资产比例开始下降。
- **对商品价格影响：不会导致美联储迅速转向，但从总需求看，显示预示未来将回落，风险偏好下降，同样利空商品。**

长短利差作为银行成本-收益表征，仍具有意义



美国商业银行存款下降，国债和MBS持有比例大降

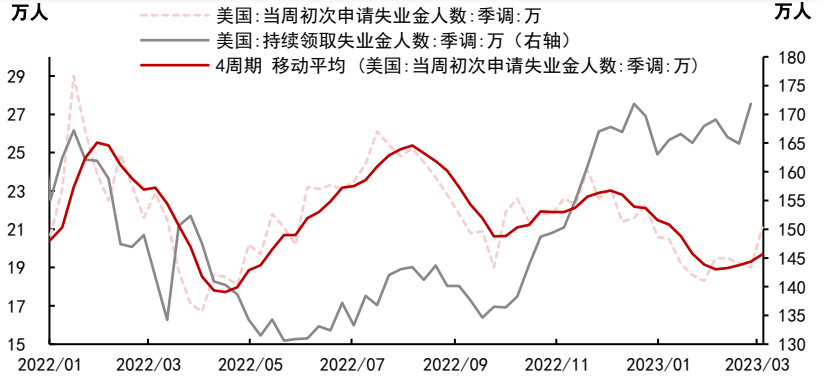


本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

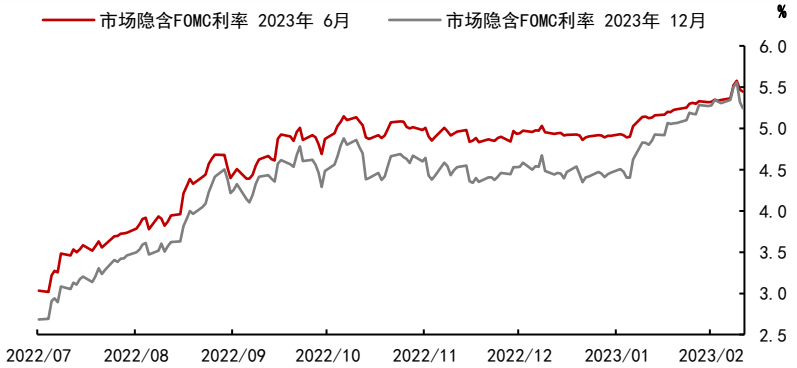
二、美联储加息观测：“终端利率或高于前期预期”

- **鲍威尔众参两院证词显示美联储收紧主线强化**：周二美联储主席鲍威尔于参议院作证货币政策，他表示美联储将视经济数据必要性做好加快收紧准备，**最终利率可能高于此前预期。**他还表示，核心服务几乎没有通缩迹象，完成2%通胀目标需要劳动力市场出现宽松疲软。周三鲍威尔于众议院发言边际转鸽，**或显示美联储认为作证前的市场预期较适当**，他表示美联储尚未对3月加息做出任何决策，后续政策将以数据为指引，但目通胀反复与就业强劲共振，鲍威尔重申终端利率可能超出此前的预期。周末劳动力市场数据使市场加息预期降温。

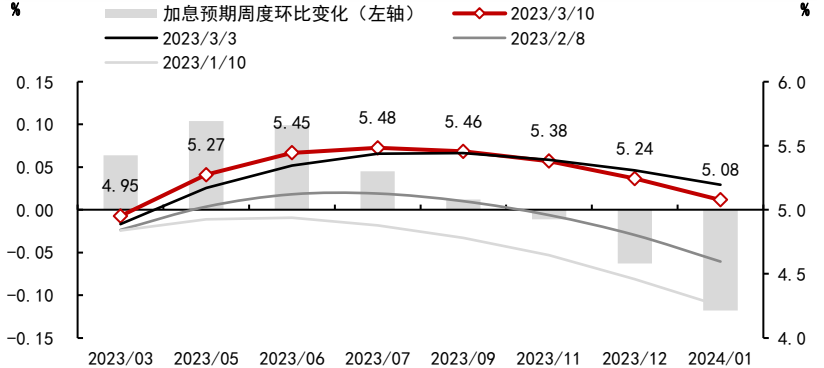
3月4日当周初申失业金人数超出预期水平



鲍威尔鹰派表态提振市场加息预期



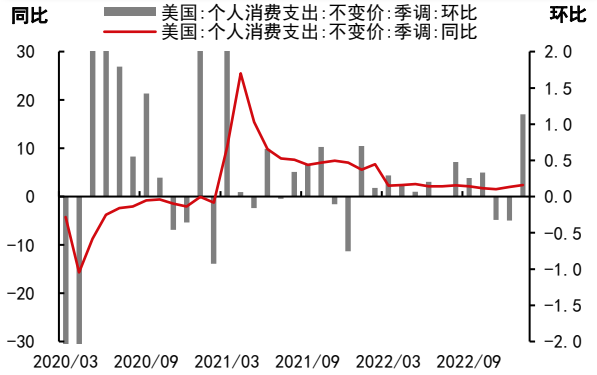
就业市场担忧压低远端加息预期



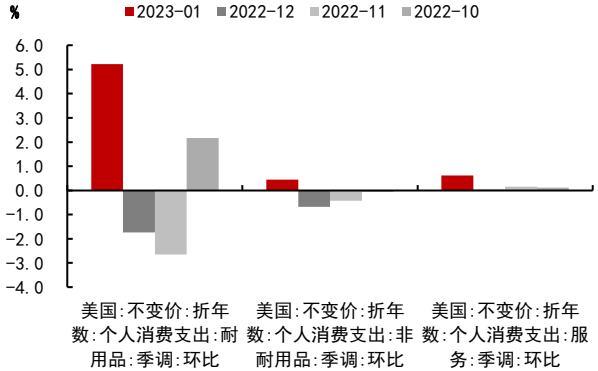
二、美国消费：个人消费支出反弹，PCE增速超出预期

- **1月PCE指数增速超预期，商品服务提供支撑。**美国1月PCE环比回升0.6%，核心PCE环比回升0.5%，均高于市场一致预期，同比增速两者分别由5.3升至5.4%、4.6%回升至4.7%。商品通胀方面，机动车虽整体环比回落，但是机动车零件环比上升0.8%；汽油价格1月环比大幅上升2%。服务通胀方面，能源价格推升运输物价走高，住房仍保持快速增长。
- 1月个人消费支出走强主要驱动来自于耐用品反弹，结合个人消费者信心、美联储1月褐皮书中“机动车销售整体平均持平，但机动车库存累积刺激机动车消费”，近期商品消费回暖或受益于商品价格回落。

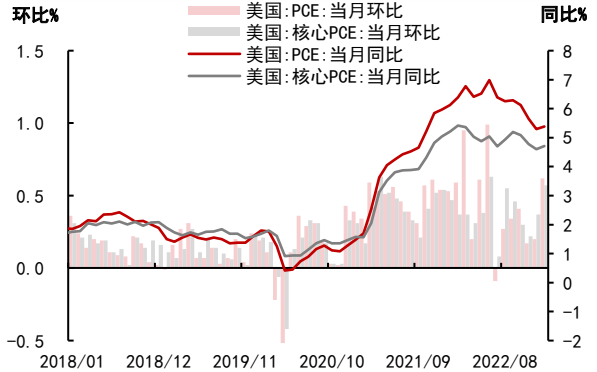
美国1月个人消费支出环比大幅上升



个人消费支出细分



1月PCE增速超出市场预期



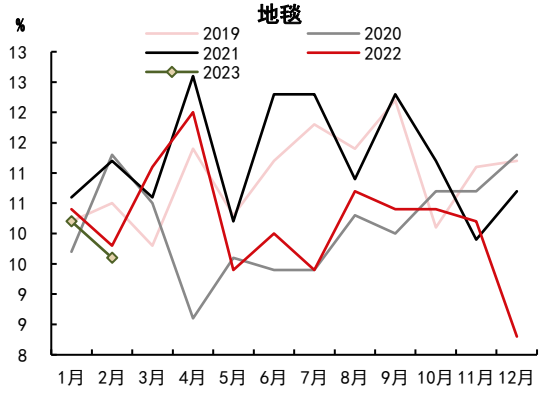
PCE指数细分

项目	2023/1/1	2022/12/1	2022/11/1
耐用品	0.3	-0.2	-0.6
机动车以及零件	-0.4	-0.5	-0.3
家具和耐用品家用设备	0.6	0.1	-0.6
娱乐商品和车辆	0.6	-0.8	-1.3
其他耐用品	0.5	1.1	0.6
非耐用品	0.8	-0.8	-0.1
场外消费食品饮料	0.4	0.4	0.5
服装	0.7	0.2	0
汽油	2	-7.3	-1.9
其他非耐用品	0.8	0.2	0.1
服务	0.6	0.6	0.4
住房	0.8	0.9	0.5
医疗	0.3	0.1	0.1
运输	1.1	2.5	-1.8
休闲	0.7	0.5	1.2
食宿	0.7	0.5	0.3

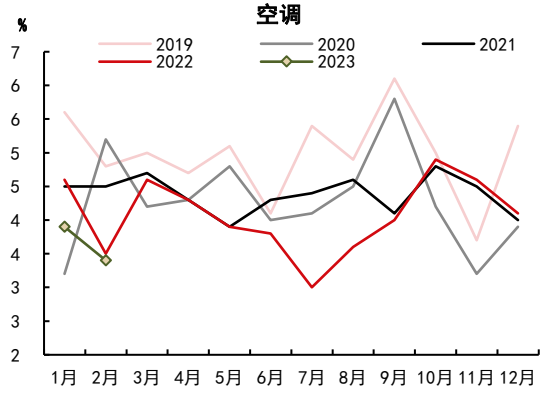
二、美国消费：2月整体购买计划较弱，警惕2月零售数据下滑

中信期货 CITIC Futures

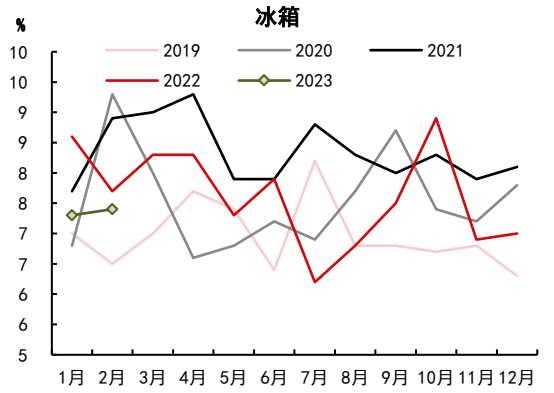
地毯购买计划占比



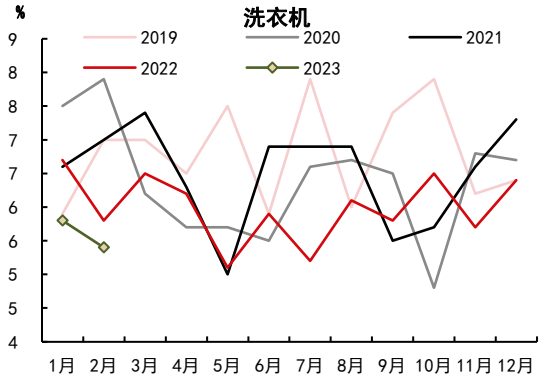
空调购买计划占比



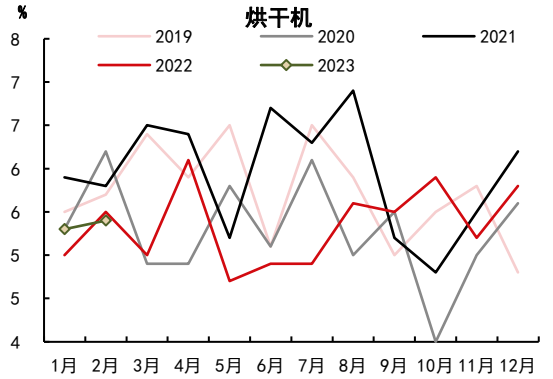
冰箱购买计划占比



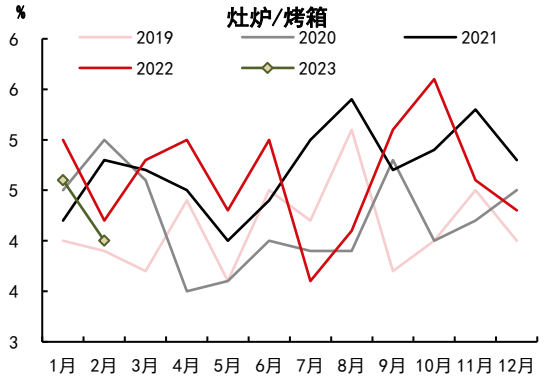
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比



灶炉/烤箱购买计划占比

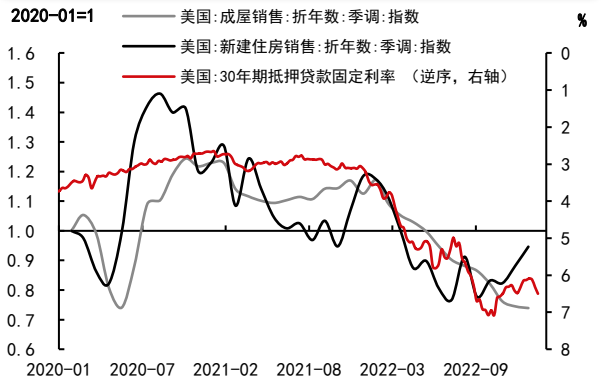


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

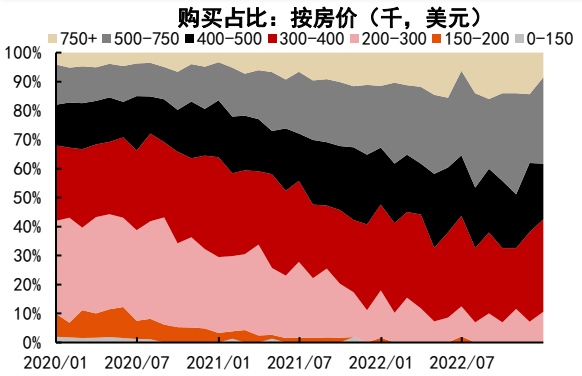
二、美国地产：关注市场再定价联储后地产需求情况

- **新屋销售大幅回升，关注市场再定价联储后地产需求情况：新屋销售方面，**1月新屋销售环比回升7.2%，地产需求与房贷利率下降同行，显示需求潜力。但**新屋开工方面**，1月单、多户住宅新屋开工环比下降，单户住宅新屋开工反弹中断，多户住宅创新高或已无力。**营建许可方面，**单户住宅营建许可下行减速，或将筑底；多户住宅营建许可环比持平，整体营建许可连续3月持平。**房价方面，**全美购房结构占比开始下沉：近期30万-40万美元房屋购买占比扩张，50万-75万美元房屋占比收缩。由于房屋通胀滞后性，预计美联储仍需保持高利率更长时间以抑制住房市场再度升温。关注市场再定价联储后地产需求情况。

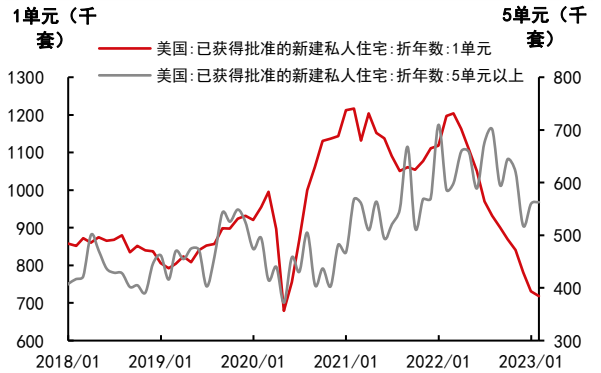
新屋销售见底回升



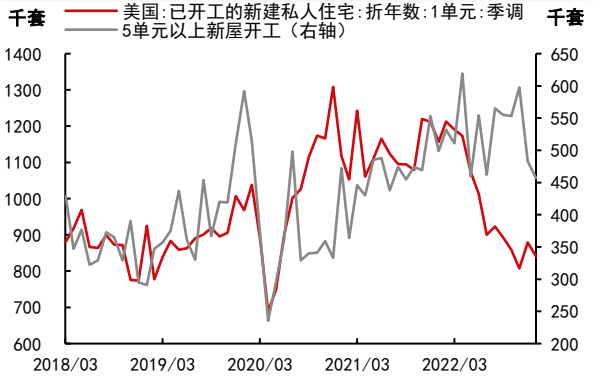
全美房价结构下沉



单、多户住宅营建许可均下行



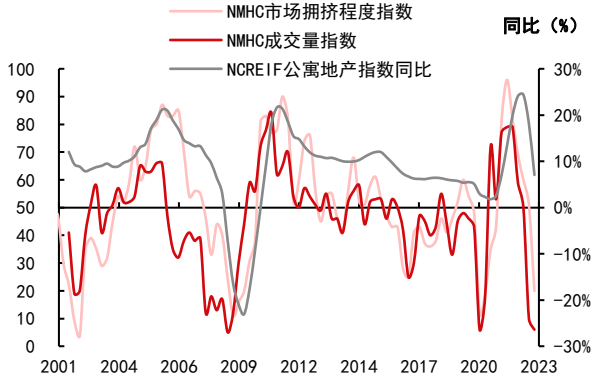
单、多户住宅开工背离收敛



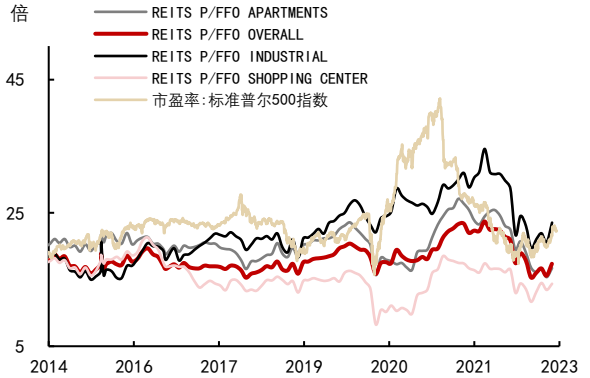
二、美国商业地产：1月中观商业地产企稳，REITS估值回暖

- **美国中观商业地产持稳：**NMHC成交量指数再度下跌但边际放缓，拥挤程度四季度进一步放松，美国多户住宅市场仍在宽松，或带动公寓地产价格下行进而再刺激消费。从中观层面来看，1月迈阿密每单元价格继续走强，洛杉矶每单元价格同比下行，达拉斯每单元价格企稳。
- **市场情绪带动美国REITS估值持稳：**近期宏观数据改变市场交易逻辑，消费支出、非农数据提振市场经济前景预期，美股市盈率筑底持稳，美国REITS估值或受情绪带动结束2022年下行。各板块REITS P/FFO：工业>整体>公寓>商场。

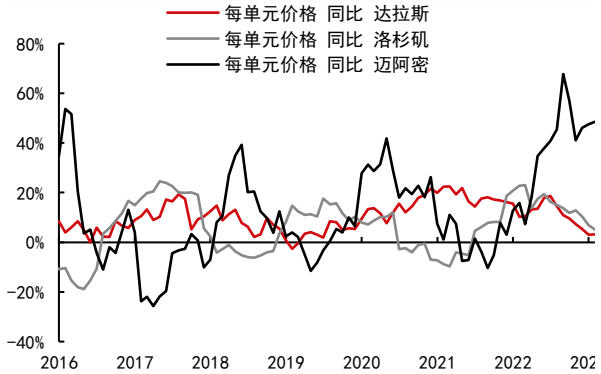
四季度多户住宅成交量收缩边际收敛



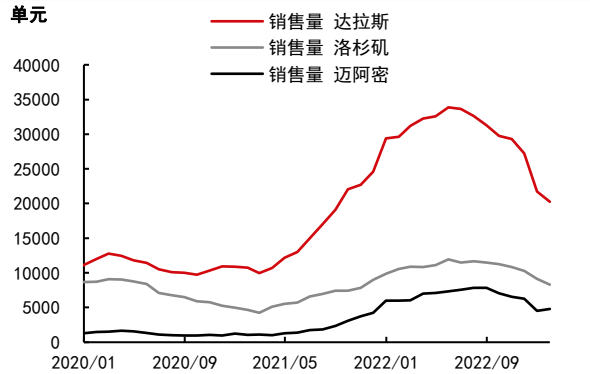
市场情绪带动美国REITS估值持稳



迈阿密每单元价格同比继续走强



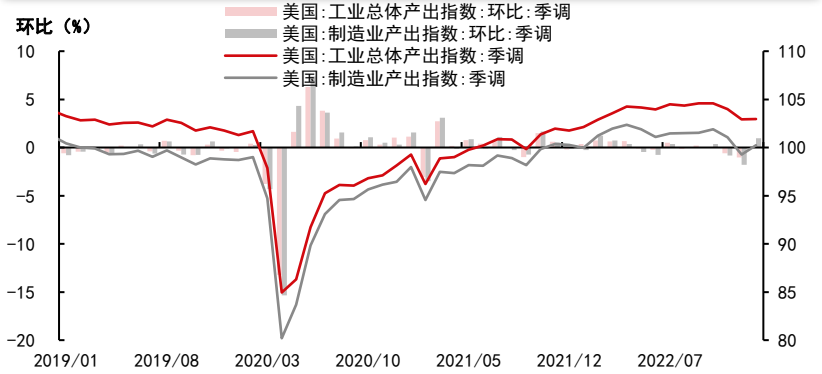
达拉斯、迈阿密公寓销售持稳



二、美国制造业：1月美国制造业生产环比上升

- **1月美国制造业生产环比上升。**美国12月工业总体产出指数环比上升0.03%，全部工业利用率由78.37%降至78.28%；制造业产出指数环比上升0.96%，利用率由77.08%降至77.74%。采矿业生产环比上升1.97%，公用事业环比下降9.9%。从工业生产细分来看，地产相关商品例如，木制品、家具相关产品工业生产进一步下行，非金属矿物产能利用率反弹，或显示单、多户住宅分化发展。机械、汽车链、电子产产品生产指数反弹，对应1月向好需求端数据，但单月数据难以逆转经济下行预期。
- **美国工业生产上行空间仍然有限。**尽管1月美国制造业生产反弹，PMI显示美国制造业新订单持续处于收缩区间，叠加美国消费者持续改善存在不确定性，美国工业生产上行空间仍然有限。

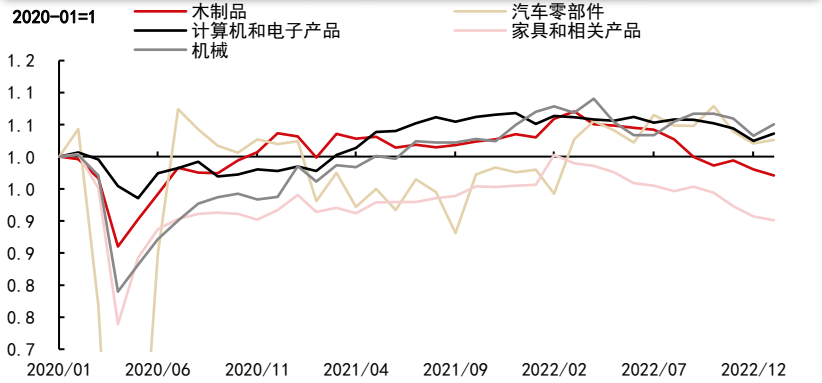
1月美国制造业生产环比上升



1月美国制造业生产回暖

生产指数环比				产能利用率			
	2023-01	2022-12	2022-11		2023-01	2022-12	2022-11
工业总体	0.0	-1.0	-0.6	工业总体	78.3	78.4	79.3
制造业	1.0	-1.8	-0.8	制造业	77.7	77.1	78.5
采矿业	2.0	-1.2	-1.4	采矿业	89.0	87.4	88.5
公用事业	-9.9	5.1	2.7	公用事业	68.6	76.4	72.8
建筑	0.8	-1.3	-0.4	非金属矿物	82.5	80.5	81.3
材料	0.1	-1.2	-0.6	耐用品	76.2	75.7	76.8
企业设备	1.2	-2.0	-1.3	机械	83.0	81.7	83.8
消费品	-0.7	-0.2	-0.6	非耐用品	79.6	78.9	80.7

机械、汽车链、电子产产品生产指数反弹

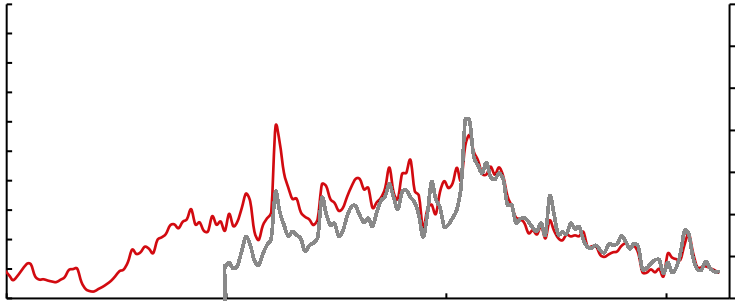


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

二、美国货运：整体货运需求冲高回落

中信期货 CITIC Futures

各类市场货运需求指数



干货运输市场

平板运输市场

恒温运输市场

中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝