

紧缩的“终章”系列之五

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？

硅谷银行破产，是下一个“雷曼时刻”吗？通过“六问”形式，从特殊性到普遍性，从微观到宏观，逐层推演，分析美国金融体系的系统性风险。本文分析，供参考。

热点思考：硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？

疫情爆发后，美联储快速扩表，硅谷银行采取较为激进的资产端策略，约 70% 新增资产均投向以美债为主的 AFS 和以 MBS 为主的 HTM。货币政策的反转使该类资产出现大幅的浮亏，其中，AFS 亏约 25 亿，HTM 亏约 150 亿。随着融资环境的收紧，硅谷银行客户企业纷纷提取存款。准备金不足的硅谷银行被迫出售美债兑现浮亏，引发市场恐慌。

系统性风险相对可控，美联储加快紧缩的风险下降，但转向可能性较低。硅谷银行体量不大、同业业务少，溢出效应有限。当下，美国银行业爆发系统性风险的概率较低，或有风险存在的中小银行规模占比低、高存款保险覆盖下传染性有限。硅谷银行破产风波倒逼美联储“政策转向”的可能性不高。通胀粘性下，前期过度下修的加息预期或有反复。

下一步，美联储需要在通货膨胀、经济增长和金融风险三者之间取得平衡，或加剧短端利率定价的波动，进一步抬升期限利差倒挂幅度。提示关注流动性紧缩的累积效应下，部分金融市场弱质环节风险或将加速暴露，以及 MBS 资产重估风险、非银金融机构资产错配风险、中小银行流动性风险、高收益债违约风险等。

海外基本面&重要事件：美国非农回落，整体金融条件稳定，但金融压力边际上升

美国 2 月非农回落，但略超预期，失业率升至 3.6%，衰退情绪抬升。2 月新增非农就业人数 31.1 万，预期 20.5 万，前值 51.7 万。非农数据公布后，芝商所（CME）隐含的美联储加息路径下移，3 月加息 50BP 概率回落至 70% 以下。“去通胀”与“不衰退”难以共存，失业率还将显著上行。

美国当前整体金融条件较为稳定，但金融压力边际上升。芝加哥联储金融条件指数 3 月 3 日当周录得 -0.4，前值 -0.4，处于宽松区间，OFR 金融压力指数上升，2 月 27 日录得 -1.1，较 2 月初 -1.4 提高，但仍处于压力较低区间。

海外高频活动数据显示美国周度 GDP 回落、欧洲回升，美国红皮书零售增速回落，美欧外出就餐继续改善，贷款利率反弹，原油库存累库势头减弱，BDI 指数延续上涨，全球 2 月制造业 PMI 升至 50。

全球大类资产跟踪：硅谷银行事件冲击下，避险资产上涨，风险资产调整

全球主要股票指数普遍下跌，港股领跌。恒生指数、纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数和上证指数分别下跌 6.1%、4.7%、4.5%、4.4% 和 3.0%；仅日经 225 小幅上涨，涨幅为 0.8%。

发达国家 10 年期国债收益率普遍下行。10Y 美债收益率下行 27.0bp 至 3.70%，德债下行 15.0bp 至 2.55%，意大利、法国和英国 10Y 国债分别下行 31.1bp、19.1bp 和 10.6bp；仅日债收益率上行 0.3bp。

美元指数小幅走强，挪威克朗、英镑和加元兑美元贬值，日元、欧元兑美元升值，人民币汇率贬值。欧元、日元兑美元分别升值 0.62%、0.05%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.04%、0.60% 至 6.9060、6.9389。

大宗商品涨跌分化，原油、有色悉数下跌，黑色系普遍上涨。受美联储强势放鹰与避险情绪影响，WTI 原油、布油分别下跌 3.7%、3.6%。受钢厂盈利情况好转，铁矿石和螺纹钢分别连续 8 周、5 周上涨，监管层透露“打铁”信号。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？	7
一问：硅谷银行经历了什么？资产端激进配置积蓄风险、负债端存款流失暴露问题	7
二问：类似问题普遍存在吗？银行业浮亏普遍存在、但负债端同时存在问题的银行不多	9
三问：会引发系统性风险吗？硅谷银行溢出效应有限、流动性环境未明显收紧	12
四问：会倒逼货币政策调整吗？系统性风险相对可控，政策就此转向言之尚早	14
五问：市场发生超调了吗？美股或仍有下行风险，A股短期情绪冲击已过	17
六问：或仍被低估的风险点？MBS 资产重估、非银机构期限错配、中小银行流动性风险等	19
二、海外基本面&重要事件	22
（一）流动性：美国金融条件宽松，金融压力边际上升	22
（二）通胀：原油、天然气价格微跌，美国核心通胀预测值反弹	23
（三）景气与领先：2月全球制造业 PMI 录得 50	24
（四）生产与就业：美国 2 月非农就业回落，但略超预期，就业保持韧性	26
（五）消费：美国商品消费回落、外出就餐改善	31
（六）地产：美国 30 年抵押贷款利率升至 6.7%	32
（七）库存：商业原油库存累库势头减弱	33
（八）供应链：BDI 指数延续大幅反弹	33
三、大类资产高频跟踪（2023/03/04-2023/03/10）	34
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	34
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍下行	36
（三）外汇市场追踪：美元指数小幅走强，人民币贬值	36
（四）大宗商品市场追踪：原油、有色金属价格悉数下跌，黑色系价格普遍上涨	37
风险提示	39

图表目录

图表 1：2019Q4-2022Q1，硅谷银行与美联储同步扩表	7
图表 2：2020-21 年硅谷银行资产端 AFS、HTM 占比大涨	7
图表 3：2022 年硅谷银行资产端久期明显拉长	7
图表 4：硅谷银行负债端以活期存款为主	7
图表 5：2022 年美国国债占硅谷银行 AFS 的一半以上	8
图表 6：2022 年居民 MBS 占到硅谷银行 HTM 的 75%	8
图表 7：自 2022 年起美债和 MBS 指数大幅下跌	8
图表 8：近两年硅谷银行资产账面浮亏问题严重化	8

图表 9: 风投规模锐减, 银行客户现金流恶化.....	9
图表 10: 2022 年起, 硅谷银行的存款不断减少.....	9
图表 11: 硅谷银行从 2021 年中旬开始减持现金.....	9
图表 12: 持续加息环境下, FHLB 融资利率高企.....	9
图表 13: 2020 年以来, 存量 MBS 久期趋于上行.....	10
图表 14: 美国银行业积累了大量的未实现损益.....	10
图表 15: 总资产规模前 100 的美国商业银行持有至到期投资账面浮亏情况.....	10
图表 16: 小型银行资产端错配更为严重.....	11
图表 17: 大型银行存款流失更为明显.....	11
图表 18: 美国四大商业银行持有 AFS、HTM 相对有限.....	11
图表 19: 四大商业银行中 3 个面临较大体量的存款流失.....	11
图表 20: 部分中小型银行持有 AFS、HTM 占比较高.....	12
图表 21: 资产端激进的中小银行存款流失多不严重.....	12
图表 22: 硅谷银行规模与结构均与雷曼兄弟相去甚远.....	12
图表 23: 相较雷曼时刻, 当下 MBS、美债流动性较好.....	12
图表 24: 美国四大银行信用违约互换利差并未显著上行.....	13
图表 25: 美国金融条件仍相对宽松.....	13
图表 26: 美国隔夜逆回购规模仍高居 2 万亿美元以上.....	13
图表 27: FRA-OIS 利差仍处于历史低位.....	13
图表 28: 2008 年以来, 美国银行一级资本充足率抬升.....	14
图表 29: 美联储创新型货币政策工具的使用.....	14
图表 30: 避险资产明显反弹.....	14
图表 31: 美债利率大幅回落.....	14
图表 32: FedWatch 显示的美联储加息预期变化.....	15
图表 33: 2024 年 1 月美联储降息预期明显升温.....	15
图表 34: 美国商业银行资产集中在大型商业银行.....	15
图表 35: 中小银行的存款保险覆盖率较高.....	15
图表 36: 20 世纪 80 年代末储贷危机间银行倒闭情况.....	16
图表 37: 美联储并未在“储贷危机”间停止加息.....	16
图表 38: PCE 服务项及其拉动结构.....	16
图表 39: 美国 PCE 通胀的结构: 扩散指数.....	16
图表 40: 美联储加息终点利率与 10Y 国债利率分歧较大.....	17
图表 41: 当下 10Y-2Y 美债期限利差已近历史低位.....	17
图表 42: 9 日硅谷银行跌逾 60%, 拖动纳指下行.....	17
图表 43: 标普 500 多数行业均现明显下跌.....	17

图表 44:	硅谷银行情绪冲击, 北上资金快速流出	18
图表 45:	硅谷银行事件爆发后两日内全球市场涨跌情况	18
图表 46:	当下, 美股各行业盈利回调幅度	18
图表 47:	“杀盈利”通常在衰退起点前后 2 个月内开始	18
图表 48:	当下, 中美经济基本面分化	19
图表 49:	上证指数估值较低、股债性价比较高	19
图表 50:	中国市场兼具高增长、低估值优势	19
图表 51:	经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强	19
图表 52:	MBS 是美国固收市场的重要组成部分	20
图表 53:	美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩	20
图表 54:	英国养老金资产配置以债券为主	20
图表 55:	美国养老金规模里, DB 型占比达 30%以上	20
图表 56:	居民提取存款需求上升	21
图表 57:	小型银行现金占比快速下降	21
图表 58:	部分中小型银行已经出现存款快速下降的情况	21
图表 59:	99%分位 SOFR 利率值得关注	21
图表 60:	美国企业债信用利差快速飙升	22
图表 61:	美国企业 IPO 规模快速缩减	22
图表 62:	美国企业债发行规模快速缩减	22
图表 63:	高收益债发行利率远高于存量债务票息率	22
图表 64:	芝加哥联储金融条件宽松	22
图表 65:	OFR 金融压力指数 2 月份上升	22
图表 66:	全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%	23
图表 67:	3 月 10 日当周原油价格微跌, 降幅放缓	23
图表 68:	3 月 6 日美国汽油价格回落至 3.3 美元/加仑	23
图表 69:	3 月 10 日当周天然气价格降至 2.4	24
图表 70:	本周盈亏平衡通胀下降, 实际利率下降	24
图表 71:	克利夫兰联储预测 2 月美国 CPI 回落至 5.4%	24
图表 72:	克利夫兰预测 2 月核心 CPI 反弹至 5.7%	24
图表 73:	全球主要国家 CPI 热力图, 韩国 2 月 CPI 同比 4.8%, 墨西哥、巴西通胀增速回落	24
图表 74:	欧元区 3 月投资信心回落	25
图表 75:	欧元区 3 月个人与机构预期均回落	25
图表 76:	美国经济好于预期, 欧洲和日本边际走弱	25
图表 77:	2 月以来中国经济好于其他新兴市场	25
图表 78:	全球主要国家制造业 PMI, 2 月全球 PMI 升至 50, 印度制造业 PMI 读数最高	25

图表 79: 美国 2 月新增非农就业人数较上月回落, 但略超预期, 就业保持韧性.....	26
图表 80: 美国 2 月非农就业人数.....	26
图表 81: 2 月分行业非农就业人数.....	26
图表 82: 美国 2 月分行业平均时薪同比、环比增速.....	27
图表 83: 美国 2 月平均时薪增速小幅反弹.....	27
图表 84: 美国 2 月平均时薪环比涨幅.....	27
图表 85: 美国 2 月失业率、劳动参与率、就业率.....	28
图表 86: 美国 2 月失业率小幅反弹至 3.6%.....	28
图表 87: 2 月就业率小幅抬升至 60%.....	28
图表 88: 非农公布后, 美元指数下跌.....	29
图表 89: 非农公布后, 美债振荡下跌.....	29
图表 90: 非农公布后, 纳斯达克下跌.....	29
图表 91: 非农公布后, 黄金上涨.....	29
图表 92: “去通胀”与“不衰退”难以共存.....	30
图表 93: 美国 3 月 4 日当周初请失业人数升至 21 万.....	30
图表 94: 持有失业保险人群的失业率 1.2%.....	30
图表 95: 美国 2 月 ADP 就业环比增 24.2 万人.....	31
图表 96: 休闲酒店、金融、制造业就业较好.....	31
图表 97: 上周纽约联储 WEI 指数 0.8%, 前值 1.1%.....	31
图表 98: 欧元区周度 GDP 跟踪 3.3%, 前值 2.7%.....	31
图表 99: 上周美国粗钢产量 166 万短吨, 持平前值.....	31
图表 100: 上周美国粗钢产能利用率 74.4%, 前值 74.9%.....	31
图表 101: 美国红皮书零售增速 3%, 前值 5.3%.....	32
图表 102: 上周美国红皮书零售走弱幅度较大.....	32
图表 103: 全球 Open Table 用餐人数回升.....	32
图表 104: 柏林外出就餐修复较好, 纽约较差.....	32
图表 105: 上周美国 MBA 市场指数小幅反弹.....	32
图表 106: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.1%.....	32
图表 107: 本周美 30 年贷款利率升至 6.7%, 十债 3.7%.....	33
图表 108: 美国抵押贷款综合指数上周反弹至 202.....	33
图表 109: 上周美国原油库存减少 170 万桶.....	33
图表 110: 上周美国战略原油储备不变.....	33
图表 111: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1327.....	34
图表 112: 本周 CCFI 海运价格延续回落.....	34
图表 113: 纽约地铁日载客量升至 370 万人.....	34

图表 114:	美国 TSA 安检人数回落.....	34
图表 115:	当周, 发达国家股指普遍下跌.....	35
图表 116:	当周, 新兴市场股指多数下跌.....	35
图表 117:	当周, 美股行业全线下跌.....	35
图表 118:	当周, 欧元区行业全线下跌.....	35
图表 119:	当周, 恒生指数全线下跌.....	35
图表 120:	当周, 恒生行业悉数下跌.....	35
图表 121:	当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍下行.....	36
图表 122:	当周, 美英德 10Y 收益率均下行.....	36
图表 123:	当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现.....	36
图表 124:	当周, 巴西和土耳其 10Y 国债收益率涨跌分化.....	36
图表 125:	当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元升值.....	37
图表 126:	当周, 欧元、英镑兑美元分别升值、贬值.....	37
图表 127:	当周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	37
图表 128:	雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值.....	37
图表 129:	当周, 美元和英镑兑人民币升值.....	37
图表 130:	当周, 人民币兑美元贬值.....	37
图表 131:	当周, 商品价格走势整体涨跌分化.....	38
图表 132:	WTI 原油、布伦特原油价格大幅下跌.....	38
图表 133:	当周, 动力煤、焦煤价格均持平.....	38
图表 134:	当周, 铜铝价格均下跌.....	39
图表 135:	当周, 通胀预期开始降温.....	39
图表 136:	当周, 黄金价格上涨, 白银价格下跌.....	39
图表 137:	当周, 10Y 美债实际收益率下行.....	39

硅谷银行破产，是下一个“雷曼时刻”吗？通过“六问”形式，从特殊性到普遍性，从微观到宏观，逐层推演，分析美国金融体系的系统性风险。本文分析，供参考。

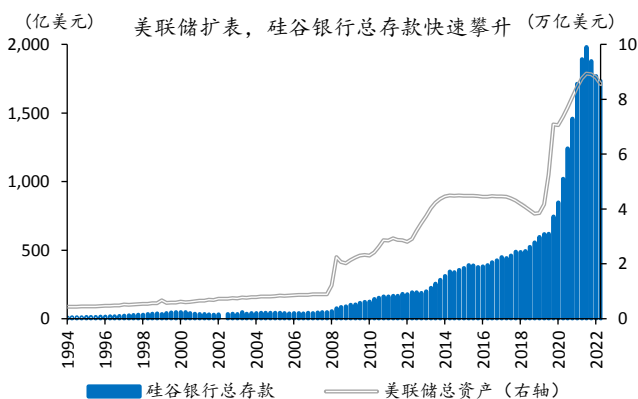
一、硅谷银行破产，“危机”再现的前兆？

一问：硅谷银行经历了什么？资产端激进配置积蓄风险、负债端存款流失暴露问题

疫情“大放水”期间，硅谷银行采取了激进的投资策略；2022年美联储加息，进一步放大了资产负债端期限错配的问题。“大放水”期间，受益于宽松的流动性，硅谷银行资产负债表快速扩张，截至2022年Q1，其吸收存款规模一度增长了221%至1981亿美元，总资产也增长了210%至2204亿美元。

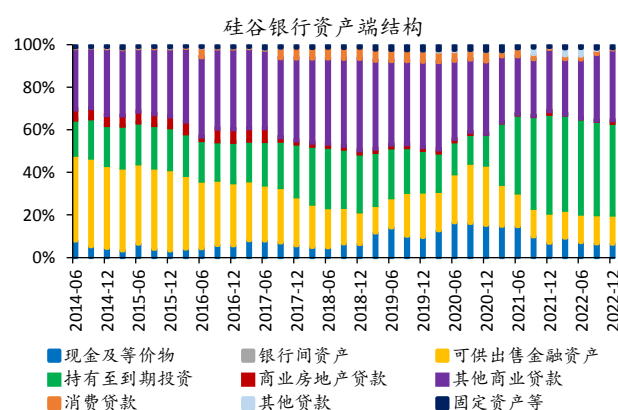
负债端，硅谷银行66%的存款均为活期存款，而资产端，其将新增规模的70%用于购买可供出售金融资产(AFS)和持有至到期投资(HTM)，仅24%用于发放贷款，导致了期限错配问题。2022年3月以来，在美联储加息的同时，硅谷银行资产的久期也在拉长，AFS、HTM平均久期分别从2.4升至3.6、4.1升至6.2，加剧了期限错配风险。

图表1：2019Q4-2022Q1，硅谷银行与美联储同步扩表



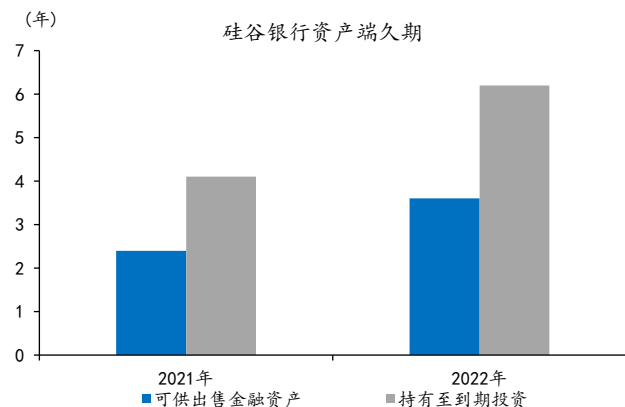
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：2020-21年硅谷银行资产端AFS、HTM占比大涨



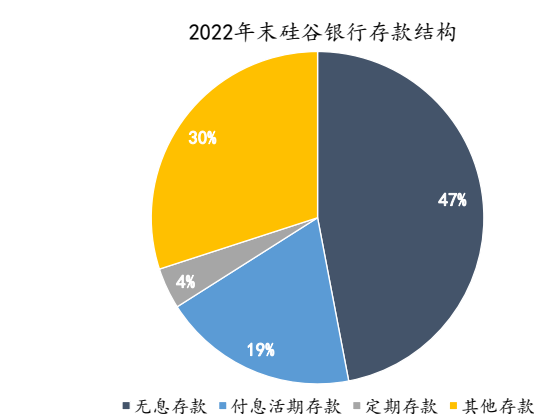
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：2022年硅谷银行资产端久期明显拉长



来源：SIVB 年报，国金证券研究所

图表4：硅谷银行负债端以活期存款为主

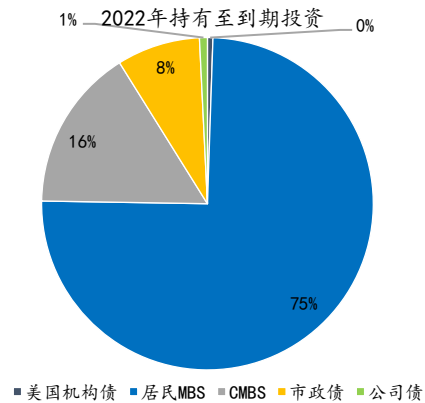
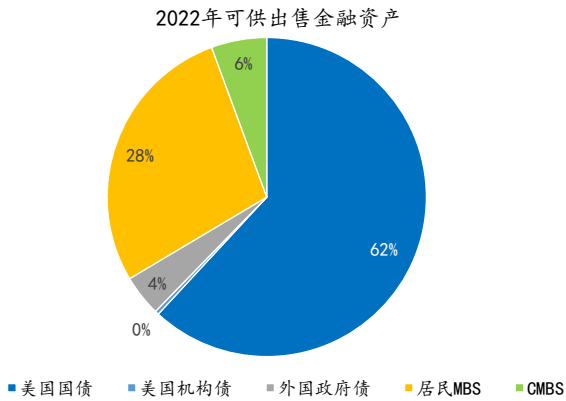


来源：SIVB 年报，国金证券研究所

美联储激进的加息，无风险利率上行不利于长久期资产，硅谷银行账面出现大量浮亏，风险开始逐步积累。去年3月以来，美联储连续8次加息、累计加息450bp，10Y美债利率也随之快速攀升，截至2022年末，10Y美债利率高达3.88%，较2021年末上行235bp。无风险利率的大幅抬升，导致美债、MBS价格的快速下跌，而美债、MBS分别占到了硅谷银行AFS和HTM的62%和75%。截至2022年末，硅谷银行AFS与HTM分别浮亏25亿美元和152亿美元，合计浮亏177亿美元，超过其所有者权益的163亿美元，风险开始逐步积累。

图表5: 2022年美国国债占硅谷银行 AFS 的一半以上

图表6: 2022年居民MBS占到硅谷银行 HTM 的75%

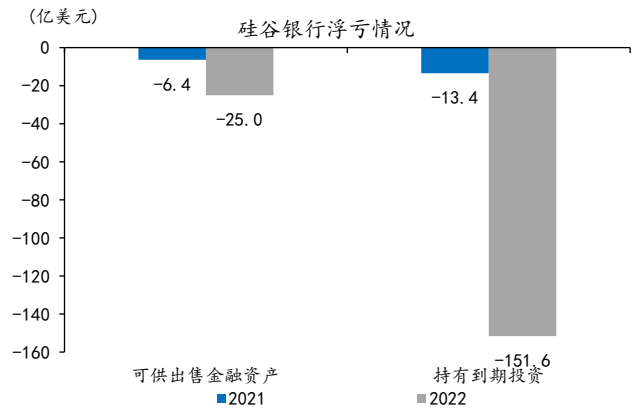
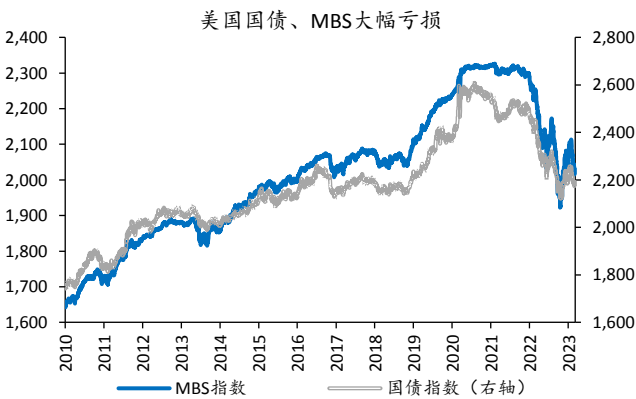


来源: SIVB 年报, 国金证券研究所

来源: SIVB 年报, 国金证券研究所

图表7: 自 2022 年起美债和 MBS 指数大幅下跌

图表8: 近两年硅谷银行资产账面浮亏问题严重化

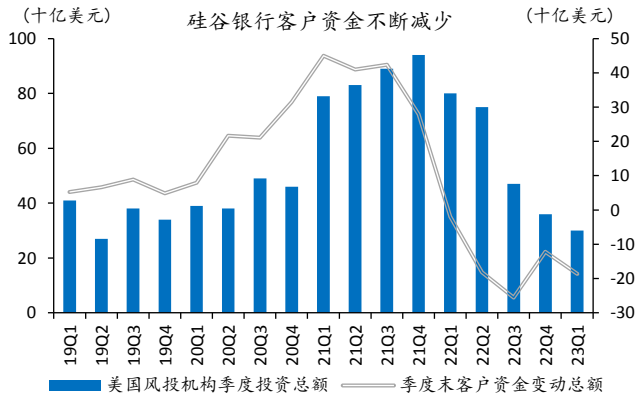


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: SIVB 年报, 国金证券研究所

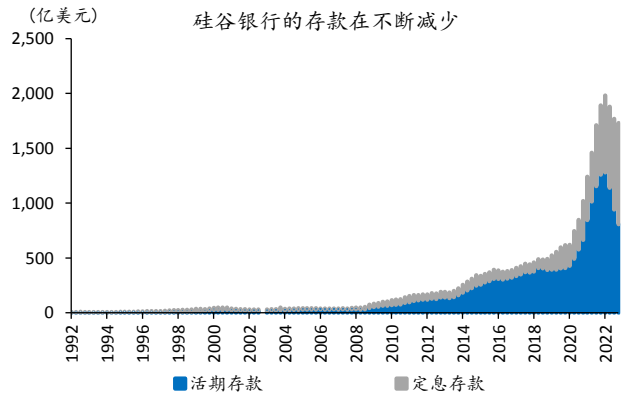
客户存款快速流失叠加流动性资产的不足, 硅谷银行被迫抛售美债兑现浮亏; 但对仍“趴在账上”的 152 亿美元 HTM 浮亏担忧, 引发了储户恐慌, 挤兑之下硅谷银行破产。硅谷银行储户多为科技型企业; 2022 年 Q1 以来, 客户资金不断流出, 硅谷银行总存款大幅减少 250 亿美元, 而其现金资产在大幅减少 102 亿美元后仅剩 138 亿美元。眼前无非两条“自救”路径: 1. 资产端出售 AFS 兑现浮亏; 2. 负债端忍受 FHLB 的高利率或 SRF 的“污名化”。3 月 8 日, 硅谷银行宣布抛售 210 亿美债与 MBS 资产、认亏 18 亿、并计划进行 22.5 亿权益融资。硅谷银行认亏进一步加剧市场担忧, 引发导致其破产的“致命”挤兑。

图表9: 风投规模锐减, 银行客户现金流恶化



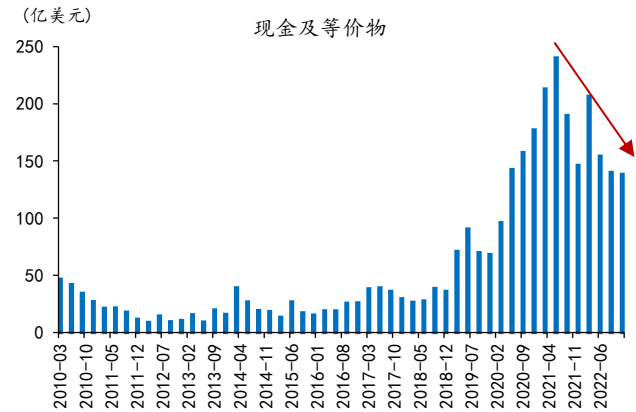
来源: SIVB 公告, 国金证券研究所

图表10: 2022年起, 硅谷银行的存款不断减少



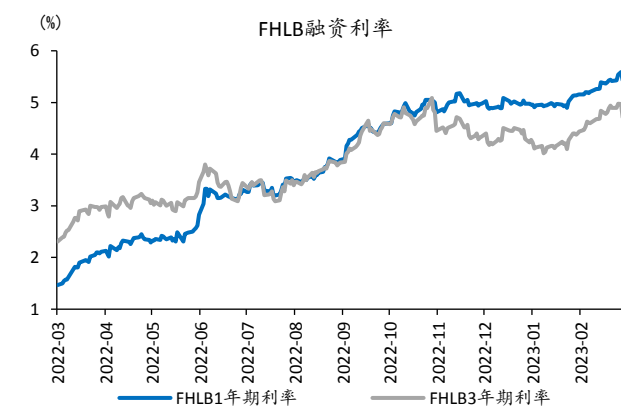
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 硅谷银行从 2021 年中旬开始减持现金



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 持续加息环境下, FHLB 融资利率高企

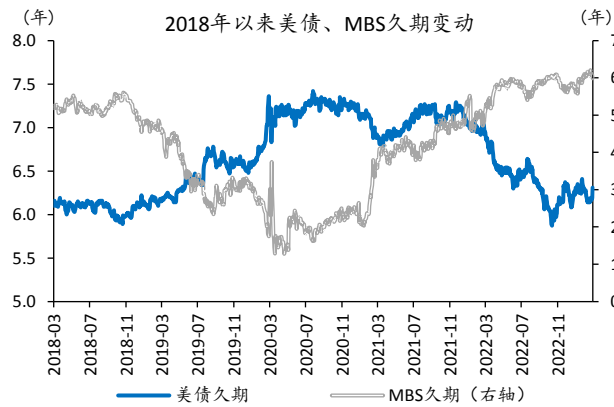


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

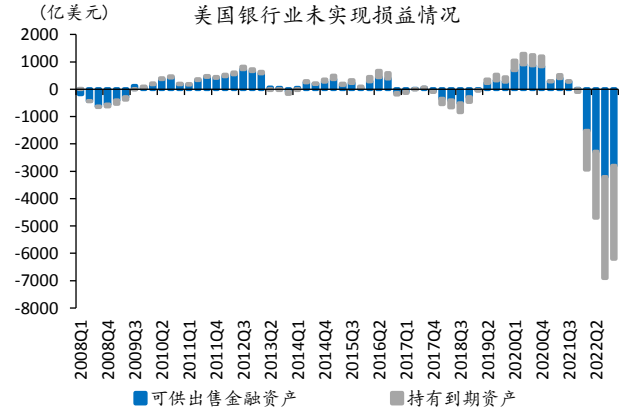
二问: 类似问题普遍存在吗? 银行业浮亏普遍存在、但负债端同时存在问题的银行不多

2022年3月以来, 随着 MBS 久期的拉长与无风险利率的抬升, 银行业浮亏问题普遍存在。截至 2023年3月12日, 美国国债与 MBS 分别较 2022年3月1日的 7.09 年和 4.74 年, 分别下降 0.78 年、上升 1.25 年, 录得 6.31 年和 5.99 年。随着 MBS 久期的快速拉长, 美国银行业未实现损益的规模也在明显增加。截至 2022Q4, 根据 FDIC 统计, 美国银行业 AFS 有 2795 亿美元未实现损失, HTM 有 3409 亿美元未实现损失。总资产规模前 100 的银行中, 施瓦布银行、硅谷银行、夏威夷银行等 HTM 未实现损失占总资产规模比重高到 50%。

图表13: 2020年以来, 存量MBS久期趋于上行



图表14: 美国银行业积累了大量的未实现损益



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: FDIC, 国金证券研究所

图表15: 总资产规模前100的美国商业银行持有至到期投资账面浮亏情况

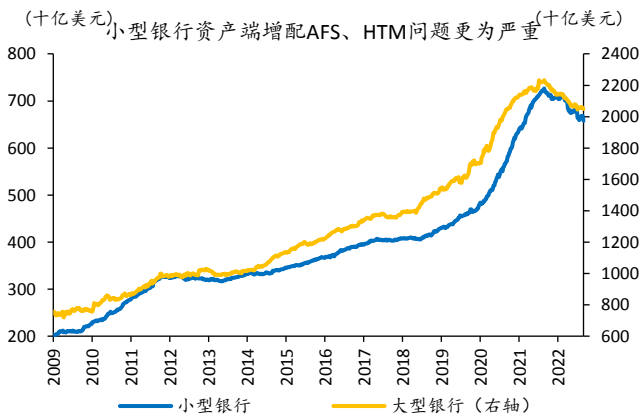
名次	机构名称	证券总额 (亿美元)	权益资本 (亿美元)	HTM损失 (亿美元)	HTM损失占比 (%)
12	Charles Schwab Corporation	3146	82	-141	-171.5
17	Silicon Valley Bank	1173	155	-152	-98.1
30	United Services Automobile Association	592	36	-30	-83.7
86	Bank of Hawaii	83	13	-8	-62.4
2	Bank of America Corporation	8250	2277	-1086	-47.7
16	First Republic Bank	317	174	-48	-27.4
14	State Street Bank and Trust Company	1050	266	-68	-25.5
4	Wells Fargo & Company	4047	1639	-416	-25.4
11	Morgan Stanley	1233	359	-91	-25.2
62	Prosperity Bank	145	67	-16	-24.4
84	First Hawaiian Bank	75	23	-5	-22.5
61	UMB Bank	129	27	-6	-21.6
78	Simmons Bank	76	34	-7	-20.3
26	The Northern Trust Company	517	109	-22	-19.8
13	Bank of New York Mellon Corporation	1426	319	-62	-19.4
5	U.S. Bancorp	1610	592	-109	-18.3
82	City National Bank of Florida	67	20	-4	-18.2
7	Truist Bank	1300	599	-99	-16.6
85	United Community Bank	62	27	-4	-15.9
80	Glacier Bank	90	29	-4	-15.3
3	Citibank	4853	1643	-250	-15.2
32	First-Citizens Bank & Trust Company	193	99	-15	-15.0
95	Columbia State Bank	66	22	-3	-14.1
59	Associated Bank	67	40	-6	-13.9
21	The Huntington National Bank	405	170	-23	-13.5
48	Wintrust Financial Corporation	70	52	-7	-13.3
68	First Interstate Corporation	104	31	-4	-12.7
76	FirstBank	100	11	-1	-12.6
71	Stifel Financial Corp.	76	20	-3	-12.5
1	JPMorgan Chase & Co.	6311	3037	-367	-12.1

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

然而, 当下负债端存款流失主要发生在大型银行, 而资产端期限错配问题主要存在于中小银行, 资产端激进、负债端存在问题的银行并不多见。从资产端来看, 2020年以来, 截至2023年3月1日, 小型商业银行 (除资产规模前25名以外的商业银行)、大型商业银行

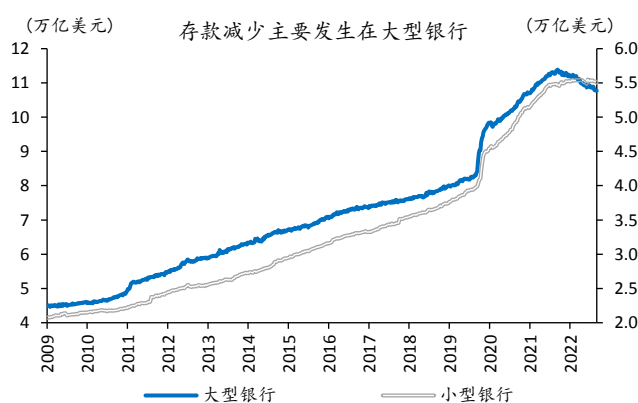
持有的美债和 MBS 规模分别增长了 44%、30%，小型银行的资产端错配问题更为严重。资产端的错配与浮亏并不必然导致风险的暴露，在负债端未出现问题时，商业银行多持有资产到期，浮亏不会兑现。而当下，存款减少主要发生在大型商业银行，截至 2023 年 3 月 1 日，大型商业银行存款减少了 5.4%，而小型商业银行存款仅减少了 0.8%。

图表16: 小型银行资产端错配更为严重



来源: Fred, 国金证券研究所

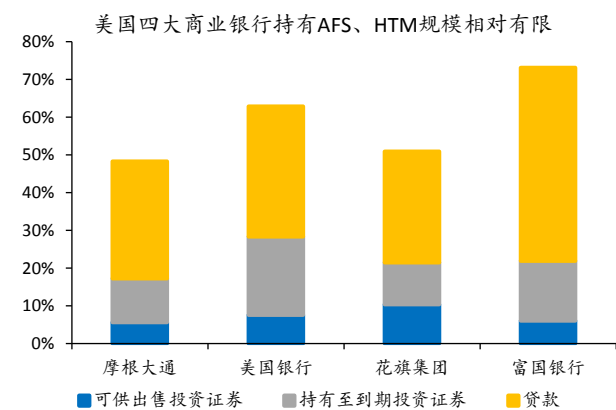
图表17: 大型银行存款流失更为明显



来源: Fred, 国金证券研究所

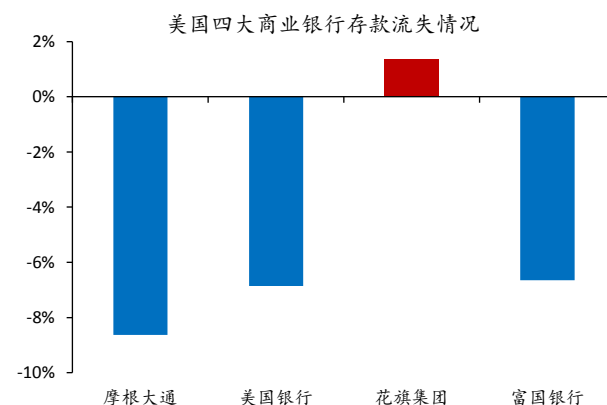
具体到银行个体层面来看，与硅谷银行相似、资产端期限错配、负债端存款大幅流失的银行并不多见。四大商业银行中，摩根大通、美国银行、花旗银行、富国银行持有的 AFS 与 HTM 占总资产比重分别为 17%、28%、21%、22%，浮亏问题相对有限；而罗素 3000 成分股中，硅谷银行、第一金融银行、Amalgamated 银行、Westamerica 银行等 7 家银行持有 AFS、HTM 占比超 40%，或面临更为严峻的资产端浮亏问题。结合负债端来看，仅硅谷银行存款较 2021 年末下降幅度超过 10%、达 12.26%，Amalgamated 银行、Marin 银行存款下降幅度分别为 9.5%、8.4%，若持续出现存款外流，风险或值得关注。

图表18: 美国四大商业银行持有 AFS、HTM 相对有限



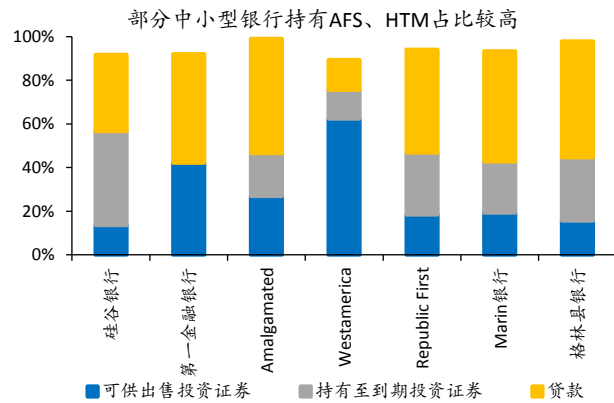
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 四大商业银行中 3 个面临较大体量的存款流失

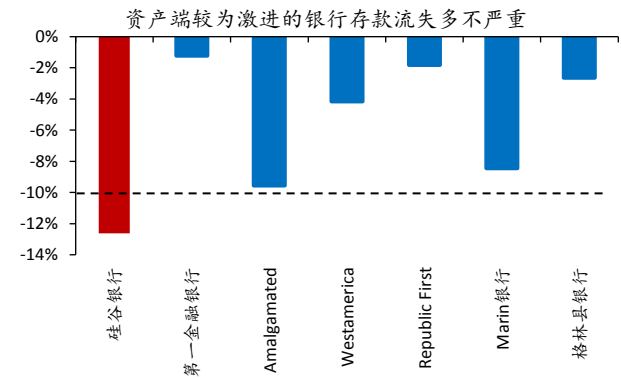


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 部分中小型银行持有 AFS、HTM 占比较高



图表21: 资产端激进的中小银行存款流失多不严重



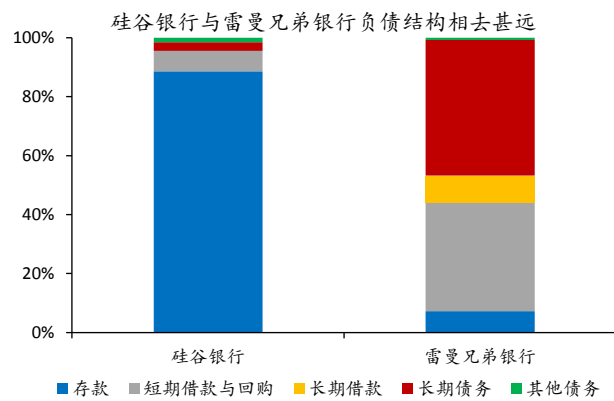
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

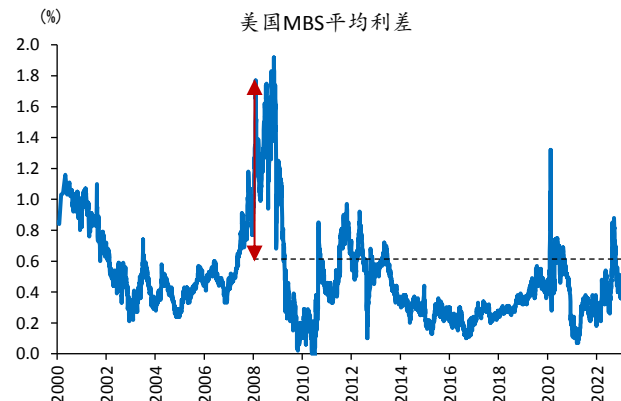
三问: 会引发系统性风险吗? 硅谷银行溢出效应有限、流动性环境未明显收紧

硅谷银行规模小、同业少, 直接溢出效应远低于雷曼兄弟银行; 同时其抛售的底层资产无根本性问题, 抛售底层资产-底层资产暴跌-其他银行风险暴露的链条不会成立。1) 硅谷银行虽为美国资产规模第 16 大银行, 但其体量远低于雷曼兄弟银行, 当下 1955 亿美元的总负债规模远小于雷曼兄弟银行 2008 年 Q1 的 7612 亿美元; 同时, 硅谷银行负债端以存款为主, 同业存单、债券等债务规模仅 193 亿美元, 远低于雷曼兄弟银行的 1296 亿美元。2) 当下硅谷银行底层资产美债、MBS 相对健康, 无底层资产抛售恐慌下的风险蔓延之虞。

图表22: 硅谷银行规模与结构均与雷曼兄弟相去甚远



图表23: 相较雷曼时刻, 当下 MBS、美债流动性较好



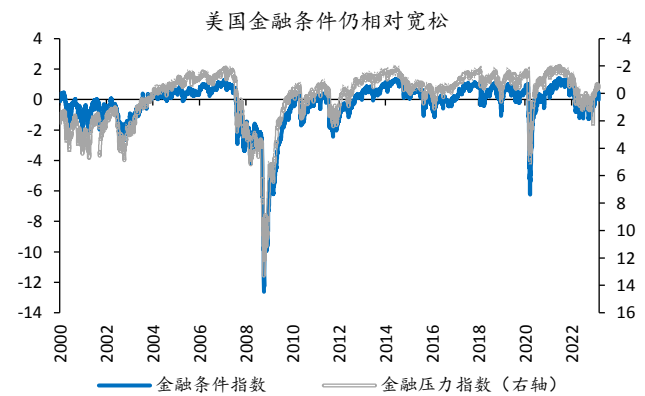
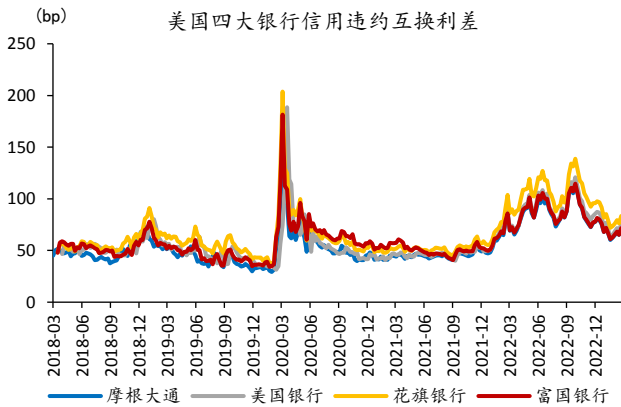
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从 CDS 利差、金融条件、货币市场流动性、货币市场利率等角度来看, 当下美国金融市场环境仍较为稳定, 暂无“流动性冲击”向“流动性风险”演化之忧。1) 市场对美国四大商业银行的担忧不高, 四大商业银行信用违约互换利差仅小幅上行; 2) 截至 3 月 10 日, 彭博金融市场条件指数与金融研究办公室金融压力指数分别为 -0.16、0.21, 分处历史 32.5%、35.9% 的分位数, 仍处于相对宽松的区间; 3) 截至 3 月 10 日, 美国隔夜逆回购规模高达 2.2 万亿美元, FRA-OIS 利差 8.2bp (历史分位数 3.7%), 货币市场流动性充裕。

图表24: 美国四大银行信用违约互换利差并未显著上行

图表25: 美国金融条件仍相对宽松

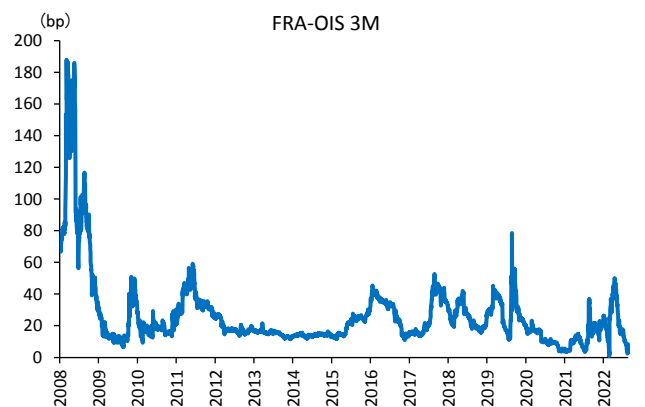
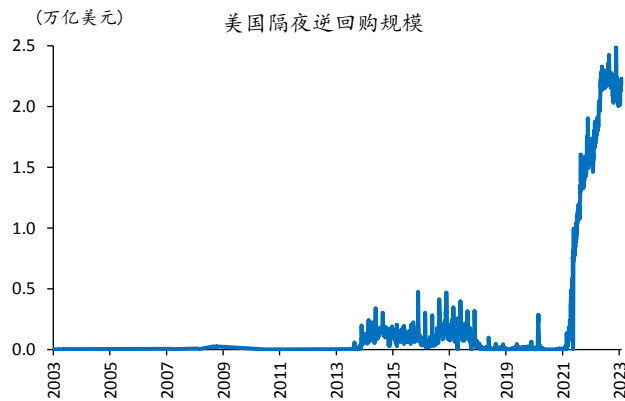


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美国隔夜逆回购规模仍高居2万亿美元以上

图表27: FRA-OIS 利差仍处于历史低位

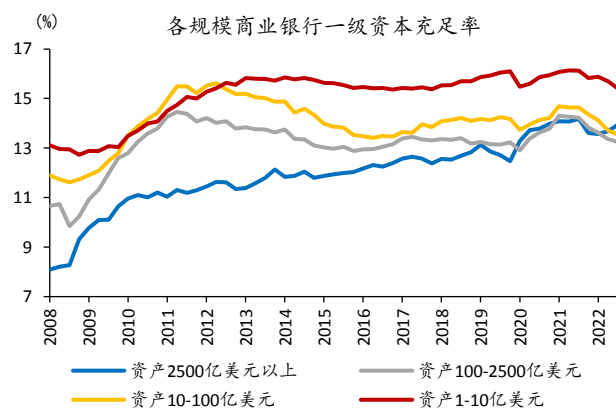


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

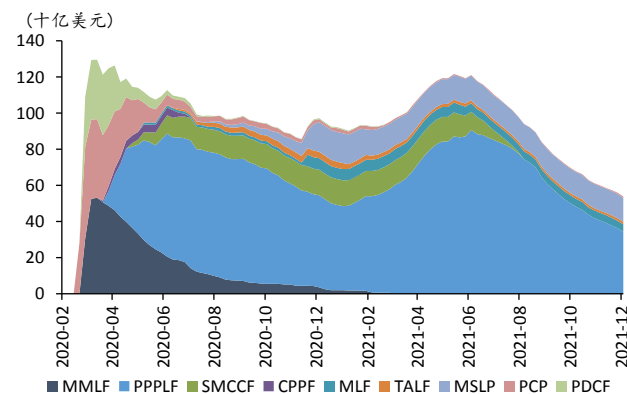
次贷危机后美国商业银行一级资本充足率明显提升, 加之美联储更为丰富的应对工具箱, 金融系统性风险爆发的概率进一步降低。2008 年以来, 随着对金融机构监管的趋严、《巴塞尔协议三》的推进, 美国商业银行一级资本充足率明显抬升。资产 2500 亿美元以上、100-2500 亿美元、10-100 亿美元、1-10 亿美元的各层级银行一级资本充足率分别较 2008 年 6 月抬升 5.86 个百分点、2.58 个百分点、1.64 个百分点、2.29 个百分点。与此同时, 有了应对前期危机的经验, 美联储创设了大量结构性货币政策工具, 可以将流动性直接滴灌到系统性风险积累较高的市场。丰富的工具应对下, 系统性风险集中爆发概率有所下降。

图表28: 2008年以来, 美国银行一级资本充足率抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 美联储创新型货币政策工具的使用

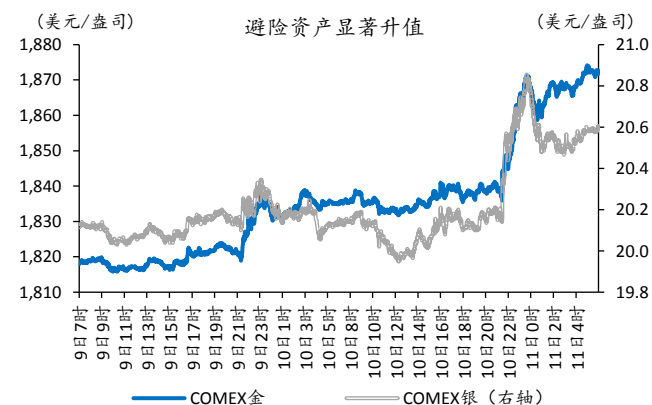


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

四问: 会倒逼货币政策调整吗? 系统性风险相对可控, 政策就此转向言之尚早

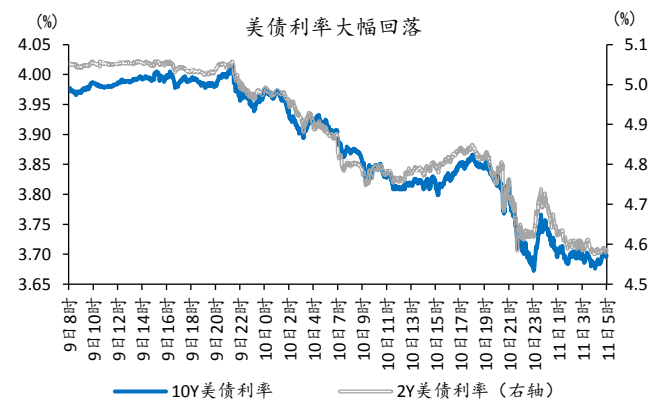
硅谷银行事件爆发后, 市场避险情绪明显升温; 叠加失业率回升的影响, 市场已在定价货币政策的转向。3月9日硅谷银行事件爆发后, 市场避险情绪快速升温; COMEX金、COMEX银在两个交易日内分别上涨3.0%和2.4%, 10年期和2年期美债利率分别较3月9日回落28bp、47bp。“危机”担忧情绪下, 市场开始定价美联储货币政策转向的可能。截至3月10日, 联邦利率期货市场对3月议息会议的加息预期较3月8日下行11bp, 而2024年1月会议的加息预期更是下行了71bp, 市场对加息峰值、降息时点的预期出现明显修正。

图表30: 避险资产明显反弹



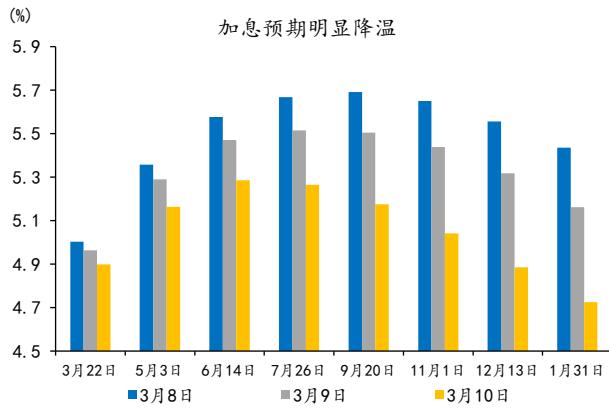
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美债利率大幅回落

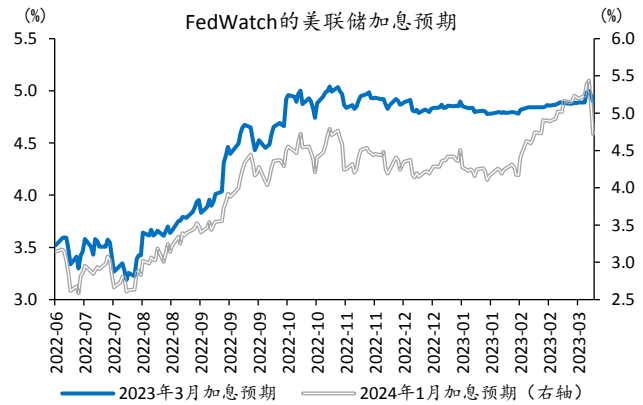


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: FedWatch 显示的美联储加息预期变化



图表33: 2024年1月美联储降息预期明显升温

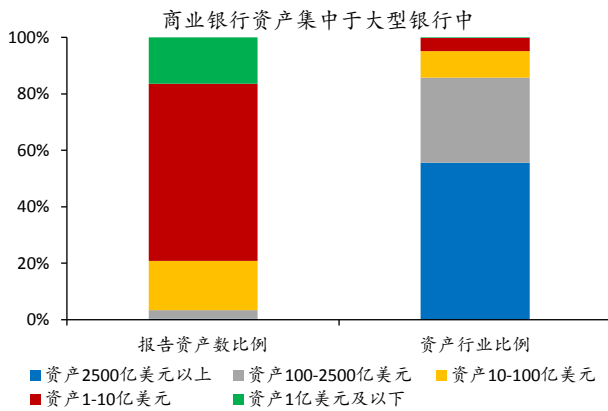


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

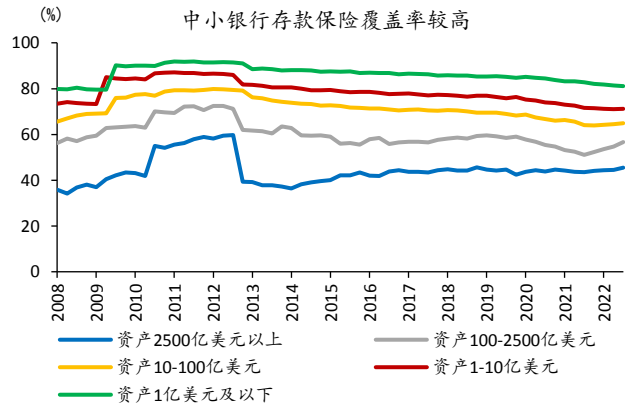
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

当下,美国银行业爆发系统性风险的概率较低,或有风险存在的中小银行规模占比低、高存款保险覆盖下传染性有限;硅谷银行破产风波倒逼美联储“政策转向”的可能性不高。考虑到1) 硅谷银行事件溢出效应有限;2) FDIC的及时介入已隔离部分风险;3) 大型商业银行相对稳定。银行体系的风险暴露或更多存在于小银行中,然而小银行资产规模占比仅14.2%,同时,其较高的存款保险覆盖率也可以一定程度上缓解风险传染。结合1980s“储贷危机”期间美联储大幅加息的经验来看,本轮美联储货币政策就此转向的概率不大。

图表34: 美国商业银行资产集中在大型商业银行



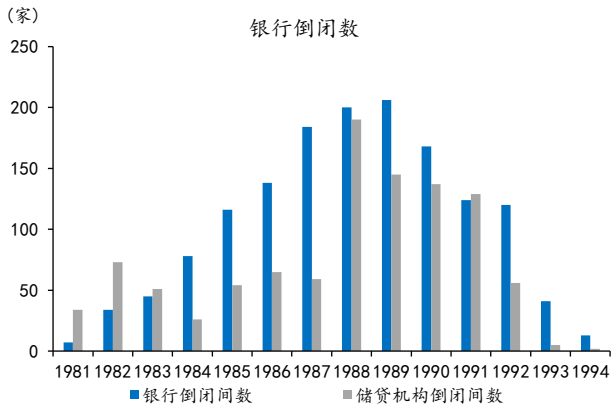
图表35: 中小银行的存款保险覆盖率较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

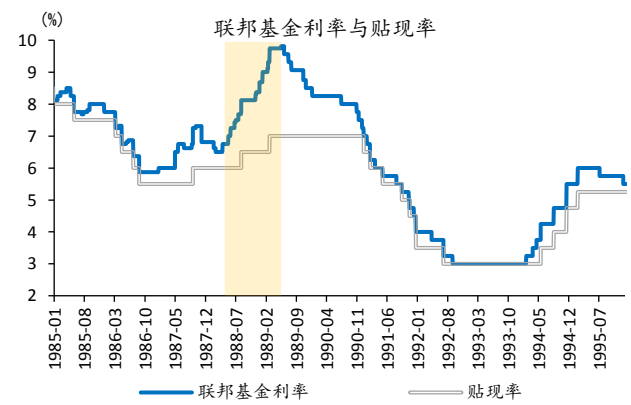
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 20世纪80年代末储贷危机间银行倒闭情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

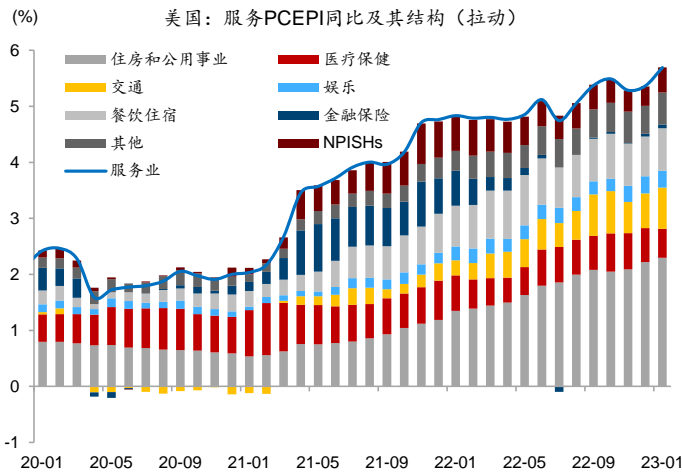
图表37: 美联储并未在“储贷危机”间停止加息



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

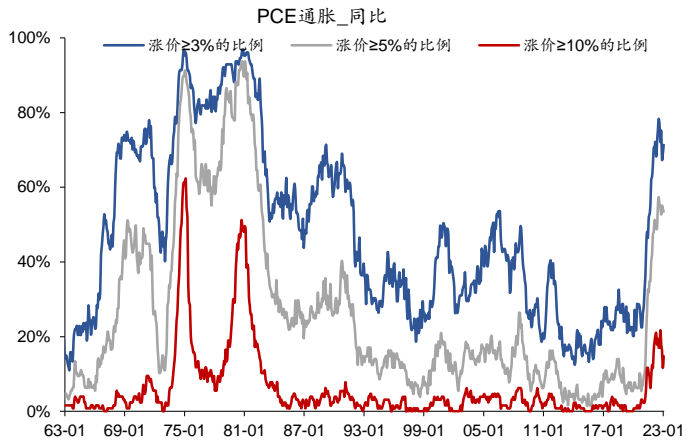
SVB 破产事件或进一步加剧市场对联邦基金利率定价的波动性。硅谷银行破产后，市场开始讨论，美联储是否会暂停，或停止加息？2022 年全年，美联储只需要关注通胀目标，2023 年，美联储更需要在最大就业、稳定物价和金融风险三者之间取得平衡，难度更大。截至 3 月 12 日，10Y-2Y 美债期限利差已至 -0.90%，位于历史高分位区间。1 月 PCE 通胀超预期反弹，服务业通胀占比高，仍未见拐点，扩散指数显示通胀下降速度或将放缓。如果通胀继续保持粘性，期限结构倒挂程度或进一步加深。

图表38: PCE 服务项及其拉动结构



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

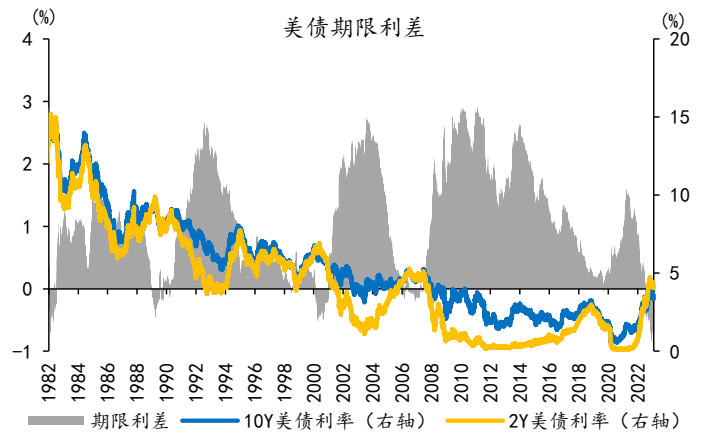
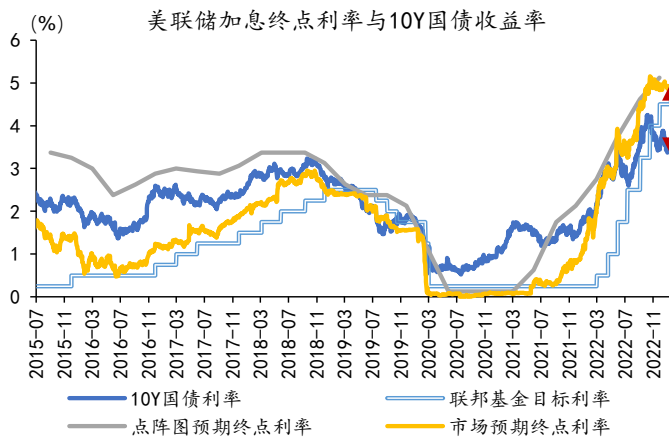
图表39: 美国 PCE 通胀的结构: 扩散指数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 美联储加息终点利率与10Y国债利率分歧较大

图表41: 当下10Y-2Y美债期限利差已近历史低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

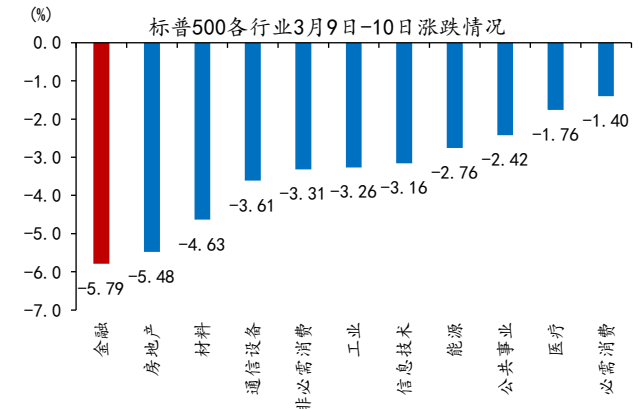
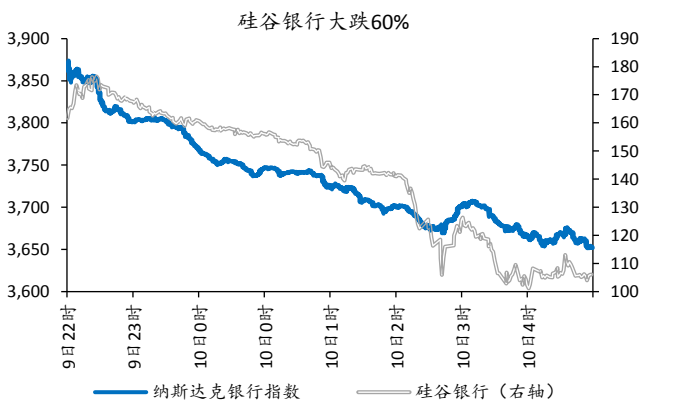
来源: Wind, 国金证券研究所

五问: 市场发生超调了吗? 美股或仍有下行风险, A股短期情绪冲击已过

3月9日, 硅谷银行风险爆发后, 美股大幅调整; 避险情绪影响下, 全球风险资产普遍调整, A股、港股次日大跌。3月9日, 硅谷银行大跌60%, 情绪冲击下, 美股连续两个交易日大幅调整, 道琼斯工业、标普500、纳斯达克分别下跌2.71%、3.27%、3.78%。受美股风险偏好下沉影响, 全球风险资产普遍调整; 周五, 北上资金快速流出52.96亿元, 上证指数、恒生指数分别调整1.40%和3.04%。

图表42: 9日硅谷银行跌逾60%, 拖动纳指下行

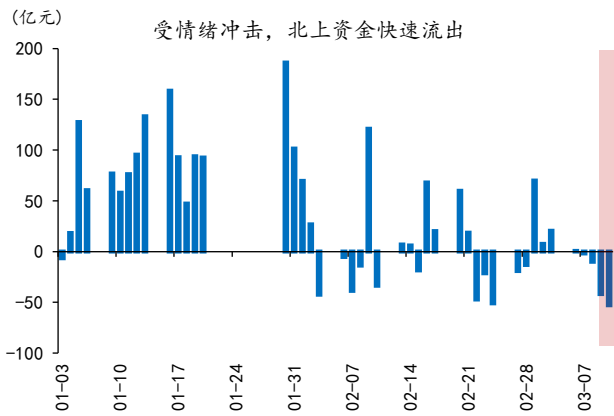
图表43: 标普500多数行业均现明显下跌



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

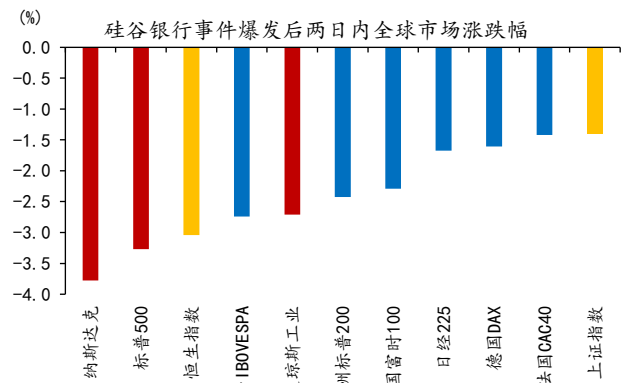
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表44: 硅谷银行情绪冲击, 北上资金快速流出



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

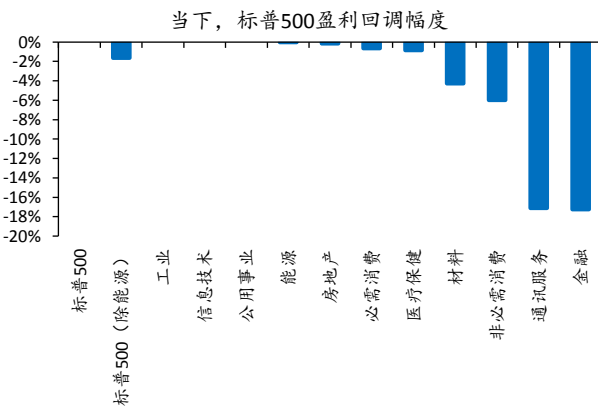
图表45: 硅谷银行事件爆发后两日内全球市场涨跌情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

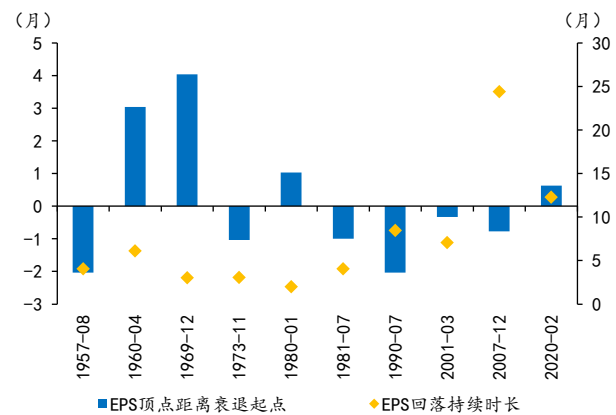
硅谷银行事件中暴露的银行业账面“浮亏”问题、科技企业现金流“枯竭”问题, 本质上都是美股盈利风险的逐步显现; 美股“杀盈利”阶段或提前到来。截至3月12日, 标普500指数EPS回调0.42%、剔除能源业后也仅回调3.41%。向后看, 劳动力供求紧张推升人力成本、前期商品价格高位补库推升生产成本、发行利率飙升推高融资成本, “杀盈利”的压力或将显现。历史上, 美国经济衰退期“杀盈利”往往在事件冲击后加速, 例如2001年EMC裁员潮、2008年贝尔斯登事件。此次事件暴露的风险, 或成“杀盈利”导火索。

图表46: 当下, 美股各行业盈利回调幅度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

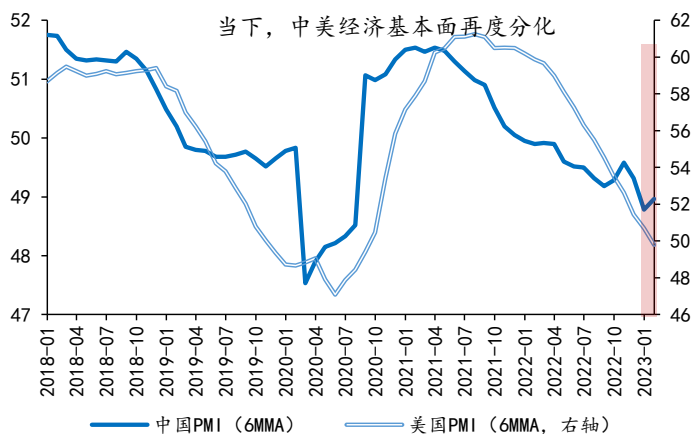
图表47: “杀盈利”通常在衰退起点前后2个月内开始



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

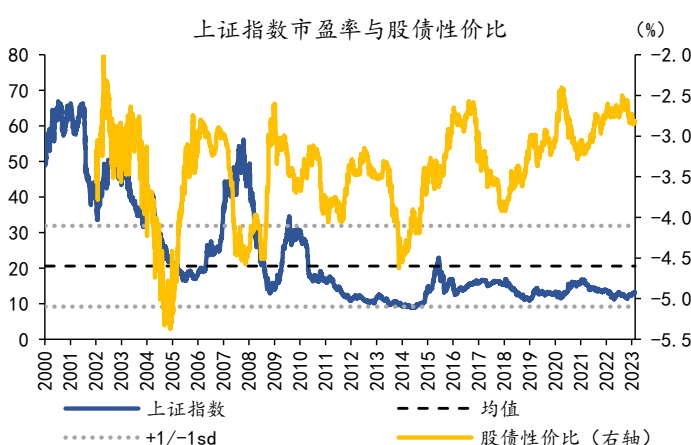
硅谷破产事件短期情绪冲击已过, 经济周期“东升西降”或支撑A股走出“独立行情”。1) 从基本面来看, “非经济因素”干扰显著减弱, 政治新起点下, 稳增长政策的“累积效应”或将显现, 驱动中国经济的复苏, 中美经济周期的再度分化, 或支撑A股摆脱美股下跌的影响; 2) 从情绪冲击来看, 当下A股市盈率处于28.6%的历史分位数, 结合历史经验来看, 低估值下的情绪冲击或相对有限; 3) 从资金面来看, 今年中国经济或维持5%左右的增速, 权益资产估值也相对合理, 对海外资金吸引力明显增强; 同时, 平台监管政策的“松绑”、中期选举后中美关系的阶段性缓和、人民币汇率的企稳也有利于外资的流入。

图表48: 当下, 中美经济基本面分化



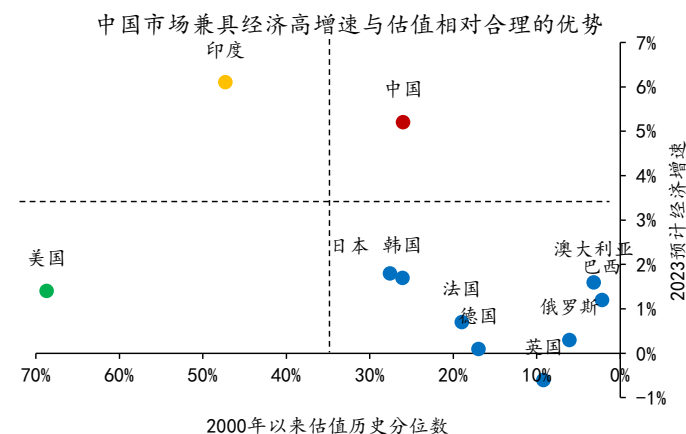
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 上证指数估值较低、股债性价比较高



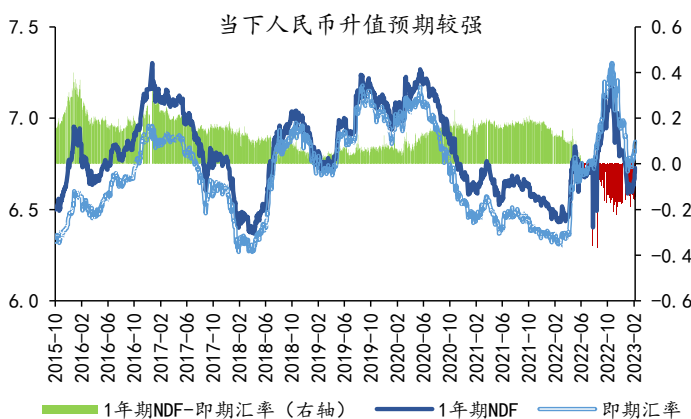
来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 中国市场兼具高增长、低估值优势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表51: 经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强

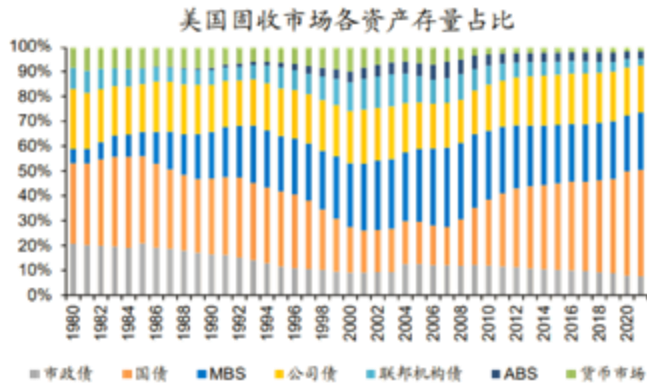


来源: Wind, 国金证券研究所

六问: 或仍被低估的风险点? MBS 资产重估、非银机构期限错配、中小银行流动性风险等

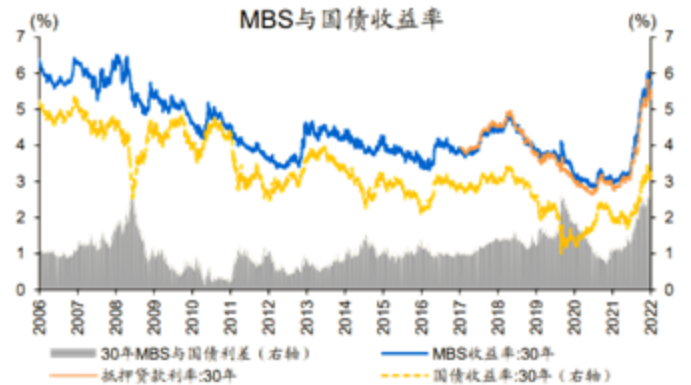
硅谷银行并非特例, 在联储快速加息的背景下, 需防范美国 MBS 市场的重估风险。MBS 市场价值一方面受底层房屋资产的价格影响, 另一方面, 则受利率上行的冲击。本轮周期里, 虽然居民部门信用状况较好, 底层资产质量好于金融危机期间, 但加息冲击更大。以硅谷银行的资产为例, 联储每加息 25bps, 其净利息收入会下降 1500 万美元。美国 MBS 的规模和流动性仅次于国债, 2021 年 MBS 资产存量占美国固收市场的 23%、日均成交量占美国固收市场日均成交总量的 29.2%; 同时 MBS 收益率与住房抵押贷款利率、国债收益率直接挂钩, 金融属性更强。

图表52: MBS 是美国固收市场的重要组成部分



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

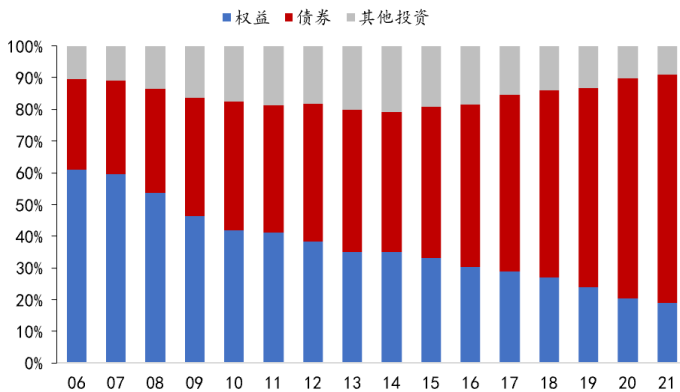
图表53: 美国 MBS 收益率与国债、抵押贷款利率挂钩



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

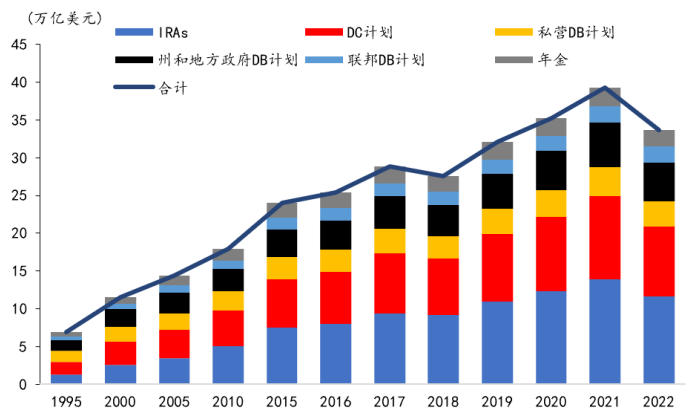
不应忽视非银金融机构可能存在的久期错配风险;久期错配的问题不仅仅出现在银行机构中,养老金、货币市场基金、债券基金的问题同样显著。大部分 DB 型养老金基金采用 LDI 负债驱动投资策略,资产配置结构上以债券为主,尤其长久期资产对利率极为敏感,往往会配置利率互换工具 IRS 进行利率风险对冲,当利率大幅上涨便可能触发补充保证金要求。国债利率上涨就曾在 2022 年引发英国养老金危机,造成英国养老金的大规模流动性挤兑,美国是养老金大国,DB 型占比达 30% 以上,美版养老金危机不容轻视。

图表54: 英国养老金资产配置以债券为主



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

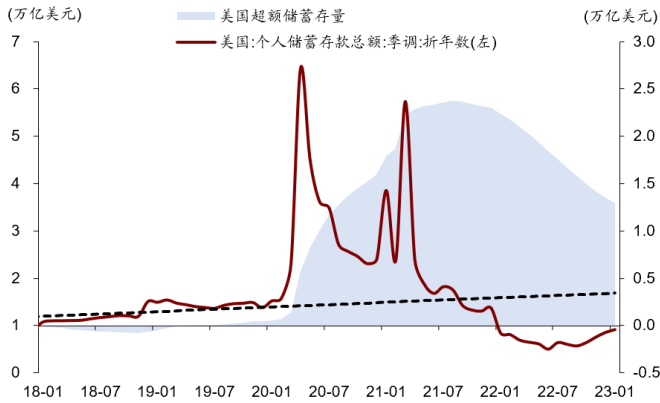
图表55: 美国养老金规模里, DB 型占比达 30% 以上



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

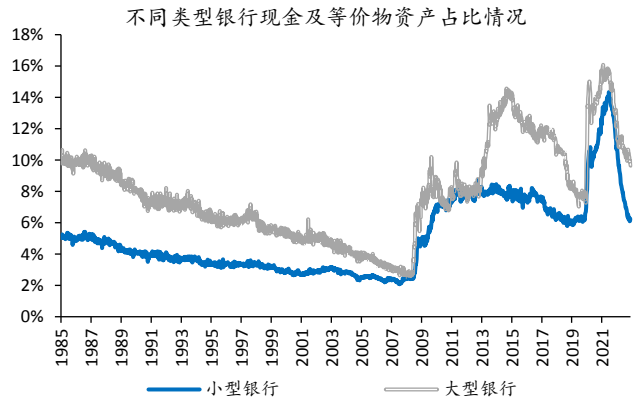
在居民存款向货币市场基金转移的过程中,部分中小型银行现金占比不足、存款快速下滑的风险或将暴露,需要密切关注。当下,货币市场的隔夜逆回购利率高达 4.55%,对居民存款吸引力显著增强。部分中小型银行已经开始出现存款快速下降的情况;罗素 3000 成分股的 236 家银行中,已有 25 家中小型银行存款较去年同比下滑超过 10%,其中 4 家已超过 20%。资产端,小型银行现金及等价物的资产占比仅为 6.1%,存款下滑一旦失速,较低的现金及超额准备金,或使这类银行被迫出售 AFS 与 HTM 兑现浮亏;负债端,SOFR 的 99% 分位利率则是监控中小银行融资压力的有效指标。

图表56: 居民提取存款需求上升



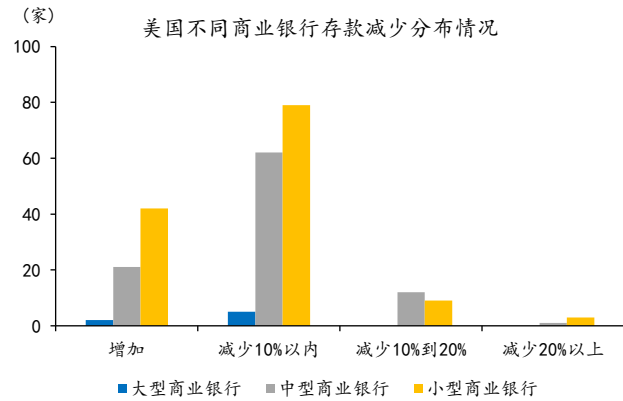
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表57: 小型银行现金占比快速下降



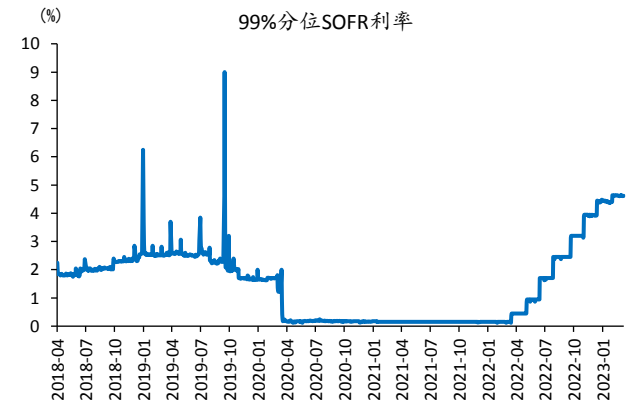
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表58: 部分中小型银行已经出现存款快速下降的情况



来源: Fed, 国金证券研究所

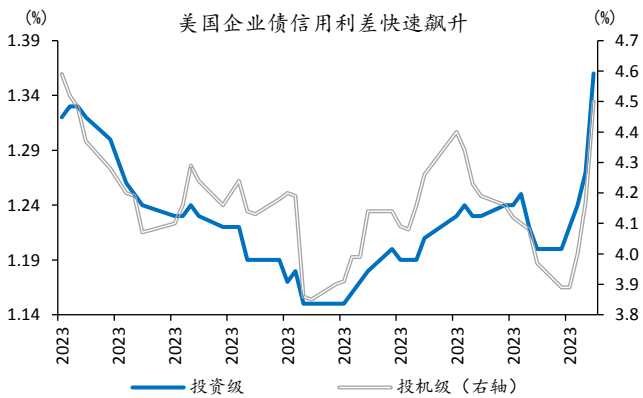
图表59: 99%分位 SOFR 利率值得关注



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

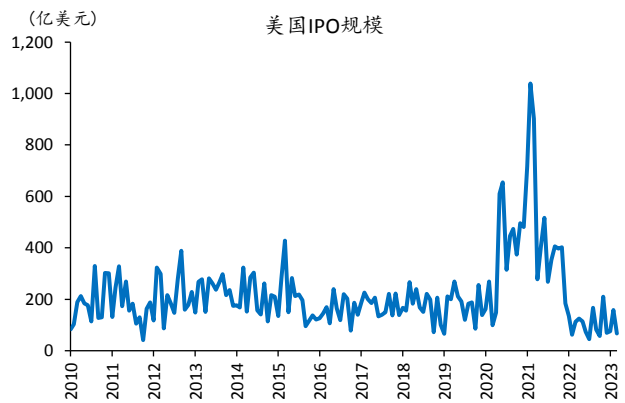
硅谷银行事件中暴露的中小企业经营风险值得关注;事件爆发后,高收益债信用利差快速走高,高收益债违约潮,或已“暗流涌动”。硅谷银行事件中,中小企业融资成本快速上升、股权融资大幅萎缩,经营性现金流面临枯竭;部分中小企业只能不断消耗银行存款维持日常运营,才导致了硅谷银行所面临的“客户存款持续流失”。疫情期间,资金成本持续下行鼓励低效率部门加杠杆行为,大量“僵尸”企业大举发债;而当下,流动性紧缩使这类企业债务“滚续”成忧。而二级市场共同基金的抛售、美债流动性恶化的溢出或进一步推高企业发债成本,成为压垮美国高收益债“最后一根稻草”。

图表60: 美国企业债信用利差快速飙升



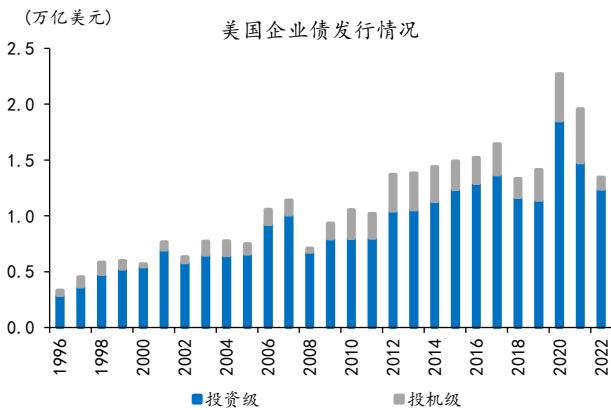
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表61: 美国企业 IPO 规模快速缩减



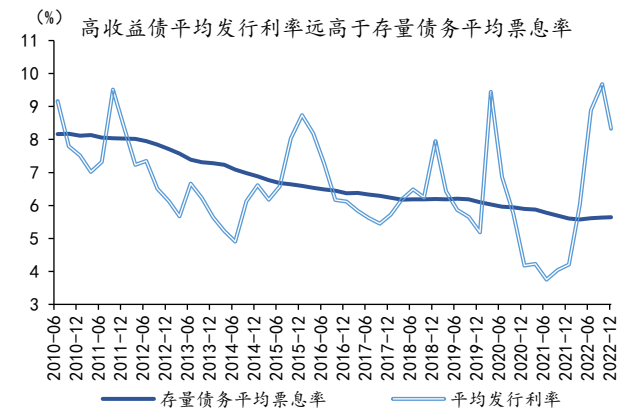
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表62: 美国企业债发行规模快速缩减



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表63: 高收益债发行利率远高于存量债务票息率



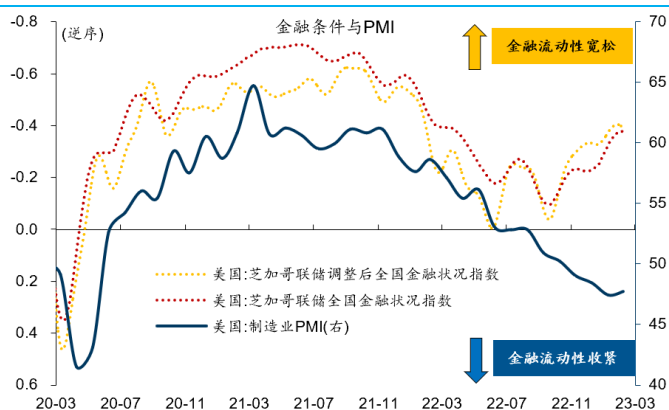
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 流动性: 美国金融条件宽松, 金融压力边际上升

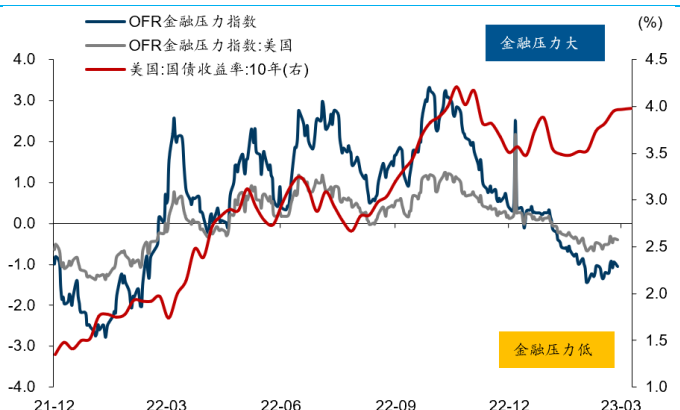
美国金融流动性较为宽松, 金融压力边际上升。芝加哥联储金融条件指数 3 月 3 日当周录得-0.4, 前值-0.4, OFR 金融压力指数 2 月 27 日录得-1.1, 较 2 月初-1.4 提升。2 月全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%。

图表64: 芝加哥联储金融条件宽松



来源: wind, 国金证券研究所

图表65: OFR 金融压力指数 2 月份上升



图表66: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%

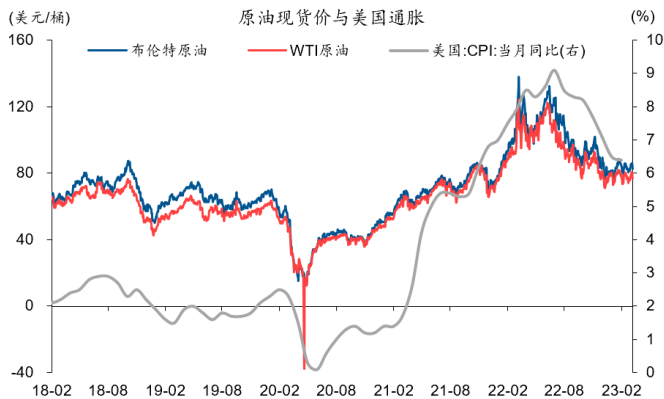
	最新利率	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
发达国家																			
美国	% 4.75	0.25	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.25								
欧元区	% 3.00	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50											
英国	% 4.00	0.50	0.50	0.75	0.50	0.50	0.50	0.25	0.25				0.25	0.25		0.15			
日本	% -0.10																		
加拿大	% 4.50	0.25	0.50	0.50	0.75	1.00	0.50	0.50	0.50	0.25									
澳大利亚	% 3.35	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25									
新西兰	% 4.75	0.50	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50			0.25			0.25	0.25		
新兴市场																			
中国	% 2.00						-0.10								-0.10				
印度	% 6.50	0.25	0.35	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40									
韩国	% 3.50	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.25	0.50	0.25	0.25				0.25	0.25	0.25	0.25		
俄罗斯	% 7.50						-0.50	-1.50	-1.50	-6.00	-3.00			11.50	1.00	0.75	0.25		
印尼	% 5.75	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.25												
马来西亚	% 2.75				0.25	0.25			0.25	0.25									
新加坡	% 3.45	-0.42	1.34	-1.38	1.06	-1.54	2.08	0.17	0.48	0.94	0.04	0.07	0.28	-0.08	0.10	0.19	-0.11	0.16	-0.16
中国台湾	% 1.75			0.13			0.13			0.13			0.25						
巴西	% 13.75						0.50	0.50	0.50	1.00			1.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.00	
墨西哥	% 11.00	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50			0.50	0.50	0.50	0.25	0.25		
菲律宾	% 6.50	0.50	0.50	0.75	0.50	0.50	0.50	0.75	0.25	0.25									

来源: CEIC、国金证券研究所

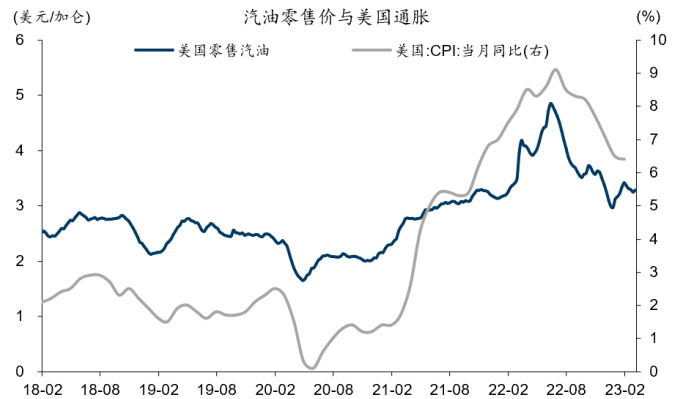
(二) 通胀: 原油、天然气价格微跌, 美国核心通胀预测值反弹

能源价格小幅下降, 美国核心通胀预测值反弹。本周布油价格录得 82 美元/桶, 上周 85 美元/桶; WTI 原油 77 美元/桶, 前值 80 美元/桶。美国零售汽油价格 3 月 6 日当周 3.3 美元/加仑。天然气价格降至 2.4 美元。克利夫兰联储预测 2 月美国 CPI 同比回落至 5.4%, 核心 CPI 同比反弹至 5.7%。韩国 2 月 CPI 同比 4.8%, 较 1 月份 5.2% 有所放缓, 低于预期 5.1%。巴西, 墨西哥通胀均回落, 2 月通胀分别为 7.6%, 5.6%。

图表67: 3月10日当周原油价格微跌, 降幅放缓



图表68: 3月6日美国汽油价格回落至 3.3 美元/加仑



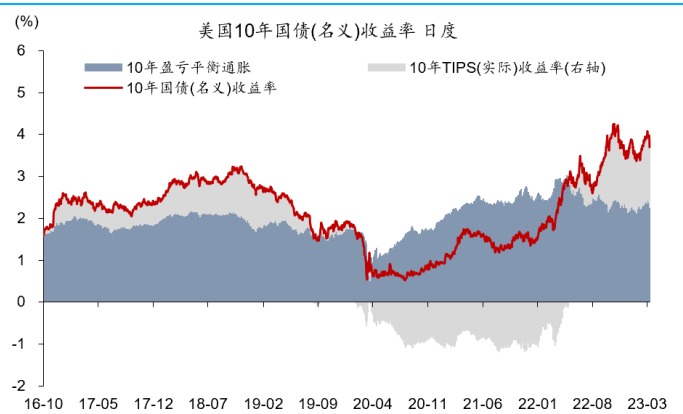
来源: wind、国金证券研究所

图表69: 3月10日当周天然气价格降至2.4



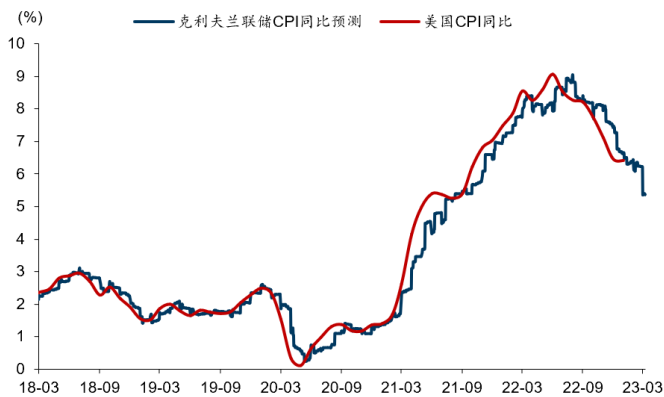
来源: Wind、国金证券研究所

图表70: 本周盈亏平衡通胀下降, 实际利率下降



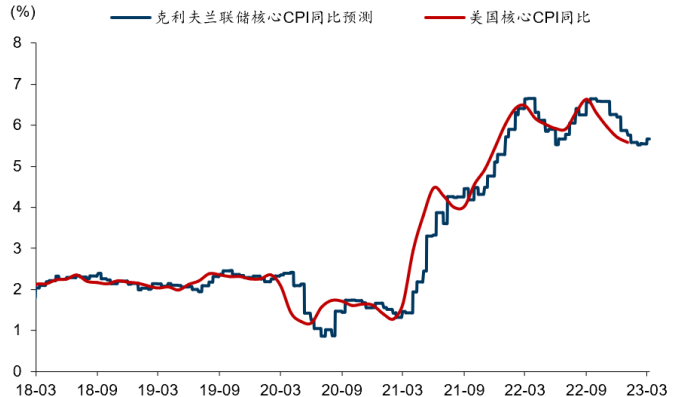
来源: Wind、国金证券研究所

图表71: 克利夫兰联储预测2月美国CPI回落至5.4%



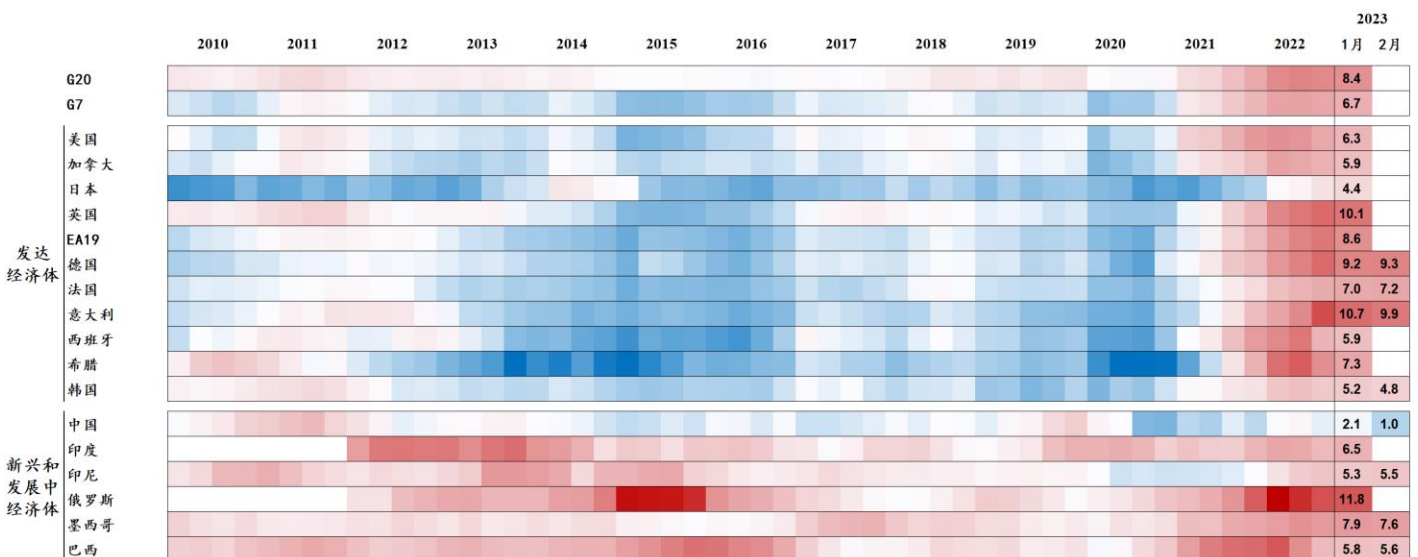
来源: Wind、国金证券研究所

图表72: 克利夫兰预测2月核心CPI反弹至5.7%



来源: Wind、国金证券研究所

图表73: 全球主要国家CPI热力图, 韩国2月CPI同比4.8%, 墨西哥、巴西通胀增速回落



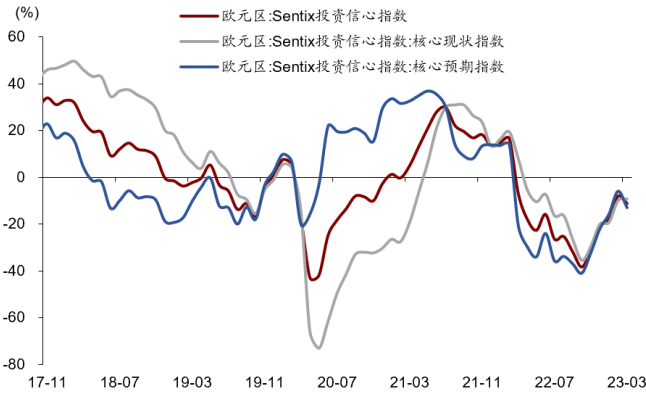
来源: CEIC、国金证券研究所

(三) 景气与领先: 2月全球制造业PMI录得50

2月全球制造业PMI录得50, 较前值回升0.9, 去年8月以来首次升至荣枯线。发达国家中, 英国、希腊、西班牙改善幅度较大; 新兴市场中, 印度制造业PMI读数最高。欧元区3月Sentix投资信心回落, 个人与机构预期均回落。截至3月10日当周, 美国经济好

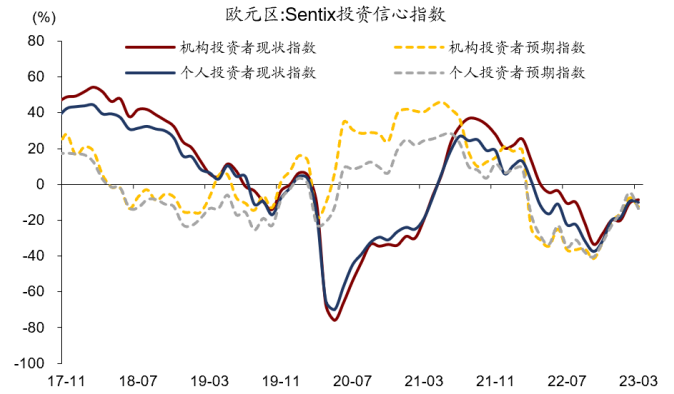
于预期，欧洲和日本边际转弱，2月以来中国经济明显好于其他新兴市场。

图表74：欧元区3月投资信心回落



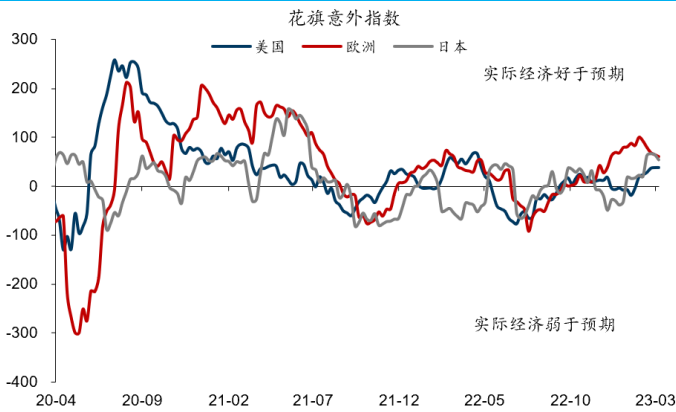
来源：WIND、国金证券研究所

图表75：欧元区3月个人与机构预期均回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表76：美国经济好于预期，欧洲和日本边际走弱



来源：WIND、国金证券研究所

图表77：2月以来中国经济好于其他新兴市场



来源：Wind、国金证券研究所

图表78：全球主要国家制造业PMI，2月全球PMI升至50，印度制造业PMI读数最高

	月度变化	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
全球	↑ 0.9	50.0	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3
发达国家												
美国	↑ 0.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1	55.4
欧元区	↓ -0.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5
英国	↑ 2.3	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8
日本	↓ -1.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5
德国	↓ -1.0	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8	54.6
法国	↓ -3.1	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7
意大利	↑ 1.6	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9	54.5
希腊	↑ 2.5	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8
西班牙	↑ 2.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3
荷兰	↓ -0.9	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9	57.8	59.9
新兴市场												
中国	↑ 2.5	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4
印度	↓ -0.1	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7
韩国	↓ 0.0	48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8	51.3	51.8	52.1
越南	↑ 3.8	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54.0	54.7	51.7
巴西	↑ 1.7	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54.0	54.1	54.2	51.8

来源：Wind、国金证券研究所

(四) 生产与就业：美国 2 月非农就业回落，但略超预期，就业保持韧性

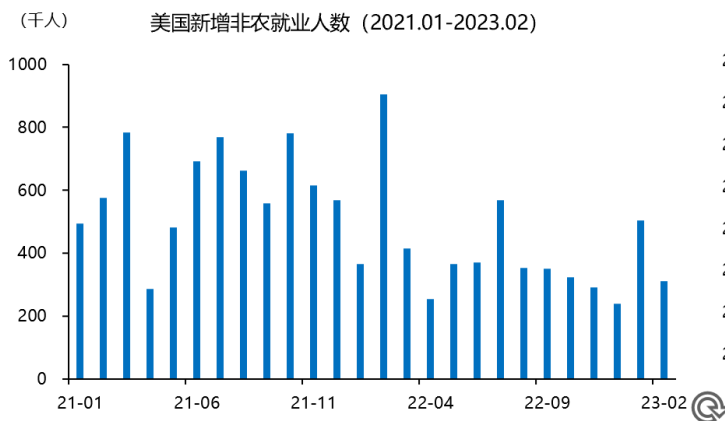
美国 2 月新增非农就业人数 31.1 万，预期 20.5 万，前值 51.7 万，略低于前 6 个月平均增幅 (34.3 万)。其中，私人部门新增 26.5 万，预期 21 万，前值 44.3 万；制造业减少 0.4 万，预期 1.2 万，前值 1.9 万；服务业新增 29.1 万，前值 47.1 万。新增就业主要分布在休闲和酒店、零售业、政府和医疗保健领域，信息、运输和仓储行业的就业人数下降。

图表 79：美国 2 月新增非农就业人数较上月回落，但略超预期，就业保持韧性

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-02	预期	环比变化 (1个月)	环比变化 (3个月)	环比变化 (6个月)
非农	311.0	205.0	-193.0	21.0	-41.0
私人部门	265.0	210.0	-121.0	37.0	-41.0
商品生产	20.0		-31.0	-21.0	-17.0
自然资源 and 采矿业	0.0		-3.0	-8.0	2.0
建筑业	24.0		-11.0	5.0	16.0
制造业	-4.0	12.0	-17.0	-18.0	-35.0
耐用消费品	0.0		1.0	-14.0	-31.0
非耐用消费品	-4.0		-18.0	-4.0	-4.0
服务业	291.0		-162.0	42.0	-24.0
批发贸易	11.1		2.2	11.5	-2.1
零售贸易	50.1		16.2	95.7	13.4
交通运输和仓储	-21.5		-37.8	15.6	-30.0
公用事业	-1.1		1.0	-0.2	-2.4
信息	-25.0		-5.0	-38.0	-33.0
金融活动	-1.0		-6.0	-12.0	-10.0
专业及商业服务	45.0		-8.0	45.0	-3.0
教育及健康服务	74.0		-33.0	-21.0	-18.0
休闲和酒店业	105.0		-9.0	-18.0	57.0
其他服务	9.0		-10.0	-20.0	5.0
政府	46.0		-72.0	-16.0	0.0

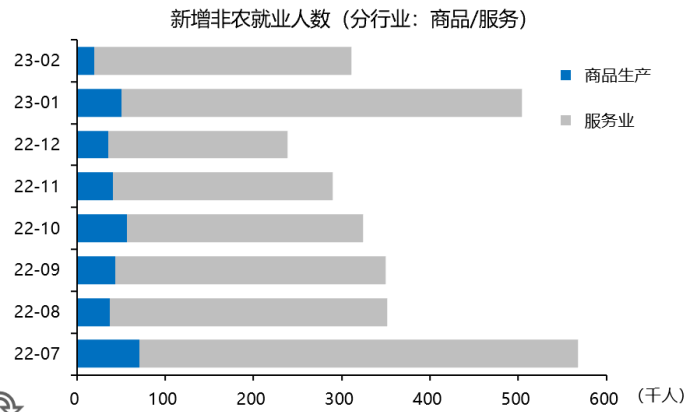
来源：Wind、国金证券研究所

图表 80：美国 2 月非农就业人数



来源：Wind、国金证券研究所

图表 81：2 月分行业非农就业人数



来源：Wind、国金证券研究所

平均时薪增速小幅反弹，但略低于预期。美国 2 月非农平均时薪同比 4.6%，预期 4.7%，前值 4.4%，5 年分位 58.3%，10 年分位 79.5%。环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。分行业而言，商品生产平均时薪同比 4.4%，前值 4.2%；服务业同比 4.7%，前值 4.5%。

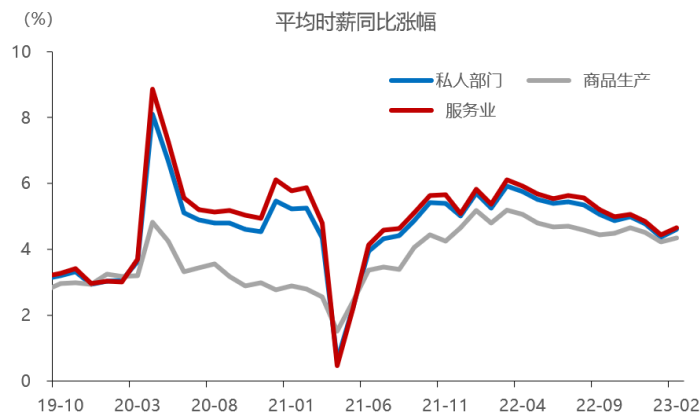
失业率小幅反弹至 3.6%，劳动参与率连续第 4 个月回升。美国 2 月失业率 3.6%，高于预期和前值的 3.4%。劳动参与率升至 62.5%，为 2020 年 3 月以来的最高水平，较 2019 年 12 月仍低 0.8 个百分点，5 年分位 56.6%，10 年分位 28.6%。就业率 60.0%，男性、女性就业率相比上月均有所回升。

图表82: 美国2月分行业平均时薪同比、环比增速

行业	平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	23-02	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-02	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.6	0.25	-0.38	-0.74	0.2	0.3	0.0	-0.2	-0.1
商品生产	4.4	0.13	-0.30	-0.23	0.1		-0.3	-0.3	-0.1
自然资源 and 采矿业	3.7	-0.36	0.72	0.43	0.3		0.0	-0.3	0.7
建筑业	5.3	0.02	-0.65	-0.26	0.3		0.1	-0.3	-0.1
制造业	3.7	0.31	-0.16	-0.24	0.0		-0.5	-0.4	-0.2
耐用消费品	3.7	0.74	-0.12	-0.33	0.1		-0.5	-0.2	-0.2
非耐用消费品	3.5	-0.70	-0.41	-0.23	-0.3		-0.8	-0.9	-0.2
服务业	4.7	0.22	-0.41	-0.92	0.2		0.0	-0.2	-0.1
批发贸易	4.3	-0.89	0.21	0.31	-0.4		-1.5	-0.7	-0.6
零售贸易	5.0	0.68	0.06	0.02	1.1		0.8	0.1	1.0
交通运输和仓储	3.8	0.09	-0.23	-1.44	0.6		0.3	0.7	0.0
公用事业	5.6	0.58	-0.37	0.69	0.2		-0.4	0.3	0.4
信息	5.5	-0.34	-0.73	-1.35	0.6		0.5	1.0	-1.3
金融活动	4.7	0.77	1.05	0.60	0.4		0.3	0.3	0.1
专业及商业服务	4.8	0.08	-0.44	-0.79	0.2		-0.3	-0.4	-0.1
教育及健康服务	4.3	0.21	1.04	-2.11	-0.2		-0.5	-0.7	-0.3
休闲和酒店业	6.9	-0.08	0.42	-1.22	0.3		0.3	-0.5	-0.3
其他服务	4.1	0.40	-0.01	0.17	0.0		-0.4	-0.8	-0.1

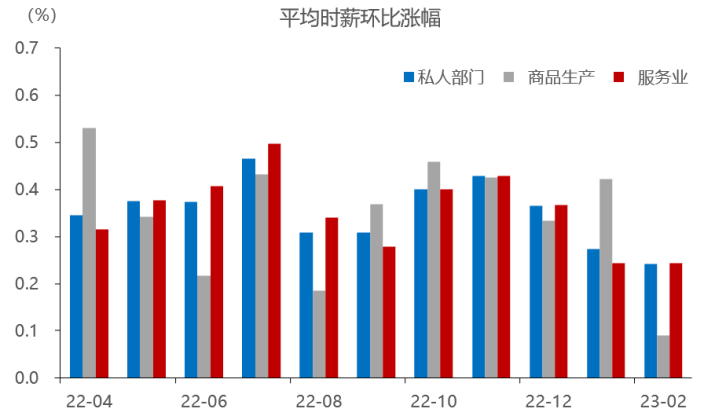
来源: Wind、国金证券研究所

图表83: 美国2月平均时薪增速小幅反弹



来源: Wind、国金证券研究所

图表84: 美国2月平均时薪环比涨幅



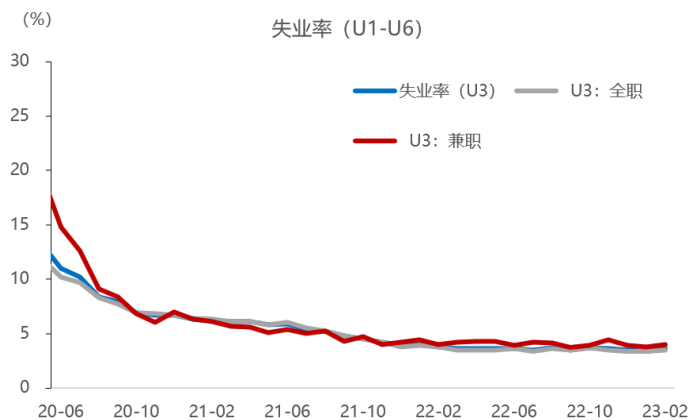
来源: Wind、国金证券研究所

图表85: 美国2月失业率、劳动参与率、就业率

失业/就业															
指标	23-02	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	5年分位数	10年分位数	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06
失业率(U3)	3.6	3.4	↑0.20	0.00	↓0.10	11.6	5.7	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6
U3: 全职	3.5		↓0.10	0.00	↓0.10	6.6	3.2	3.4	3.4	3.5	3.7	3.5	3.6	3.4	3.6
U3: 兼职	4.0		↓0.20	↓0.40	↓0.10	15.0	7.3	3.8	3.9	4.4	3.9	3.7	4.1	4.2	3.9
U1	1.1		↓0.10	↓0.10	↓0.10	0.0	0.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.3
U2	1.7		↓0.20	0.00	↓0.10	18.3	9.0	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
U4	3.8		↓0.20	↓0.10	↓0.10	11.6	5.7	3.6	3.7	3.9	3.9	3.8	3.9	3.7	3.8
U5	4.4		↓0.20	↓0.10	↓0.10	11.6	5.7	4.2	4.2	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	4.5
U6	6.8		↓0.20	↓0.10	↓0.20	10.0	4.9	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7
劳动参与率	62.5	62.4	↑0.10	↓0.30	↓0.20	56.6	28.6	62.4	62.3	62.2	62.2	62.3	62.3	62.1	62.2
男性	68.0		↓0.10	↓0.10	↓0.10	45.0	22.1	67.9	68.1	68.1	68.1	68.1	67.9	67.6	67.8
女性	57.2		↓0.20	↓0.70	↓0.10	71.6	73.7	57.0	56.8	56.5	56.7	56.8	57.1	56.9	56.8
就业率	60.0		↓0.30	0.00	↓0.10	43.3	62.2	59.7	60.0	60.0	60.2	60.1	60.1	60.2	60.1
男性	65.1		↓0.40	↓0.40	↓0.50	36.6	36.0	64.7	65.3	65.5	65.8	65.7	65.6	66.0	65.9
女性(美国)	55.2		↓0.40	↓0.50	↓0.40	80.0	90.1	54.8	54.9	54.7	54.8	54.8	54.8	54.7	54.7

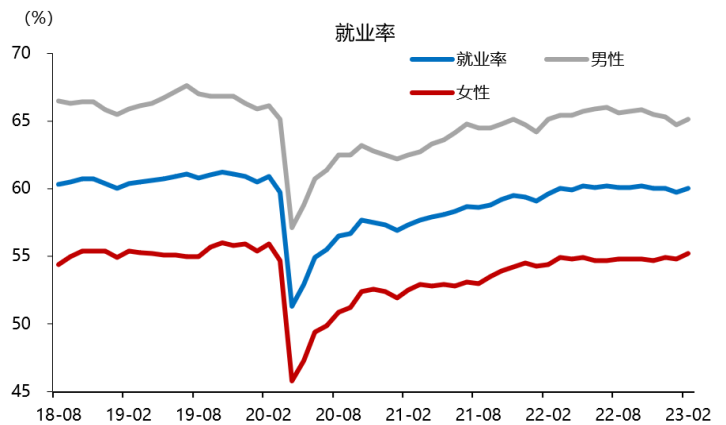
来源: Wind、国金证券研究所

图表86: 美国2月失业率小幅反弹至3.6%



来源: Wind、国金证券研究所

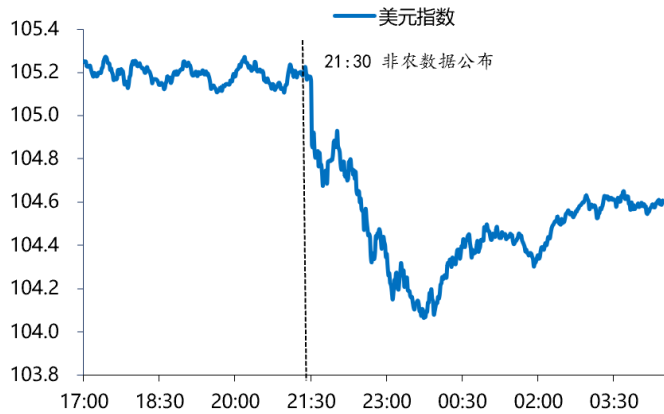
图表87: 2月就业率小幅抬升至60%



来源: Wind、国金证券研究所

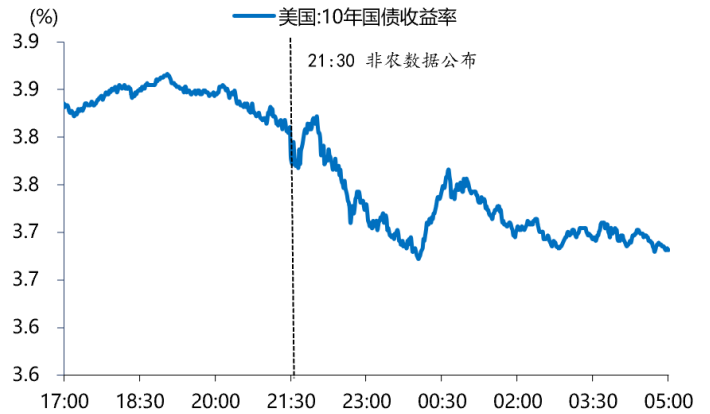
非农数据公布后, 芝商所(CME)隐含的美联储加息路径下移, 3月加息50BP概率回落至70%以下, 美股、美元指数和10年期美债收益率同步下行。当日, 受硅谷银行(SVB)事件的影响, 市场避险情绪明显抬升。衰退担忧叠加流动性风险推动黄金价格持续上行。

图表88: 非农公布后, 美元指数下跌



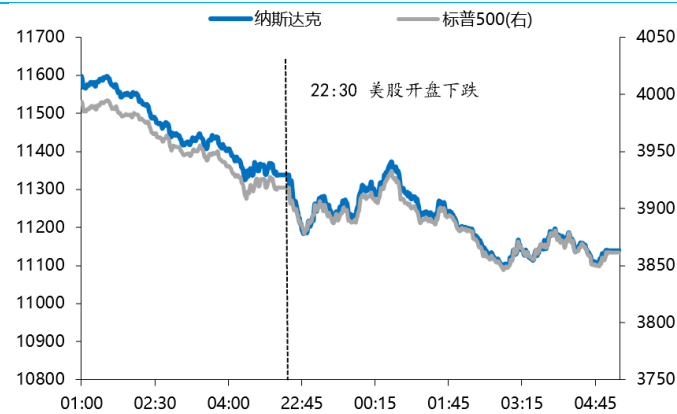
来源: Wind、国金证券研究所

图表89: 非农公布后, 美债振荡下跌



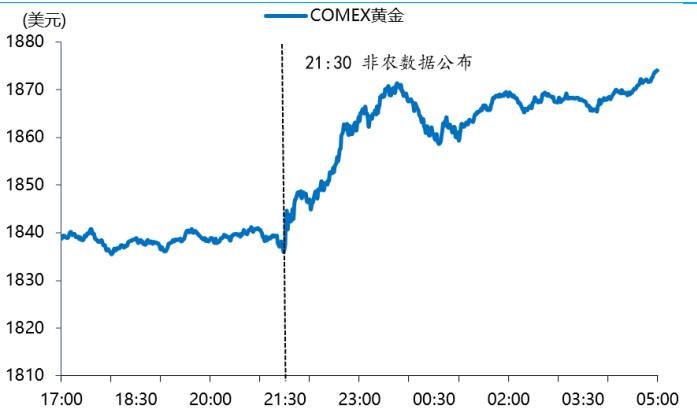
来源: Wind、国金证券研究所

图表90: 非农公布后, 纳斯达克下跌



来源: Wind、国金证券研究所

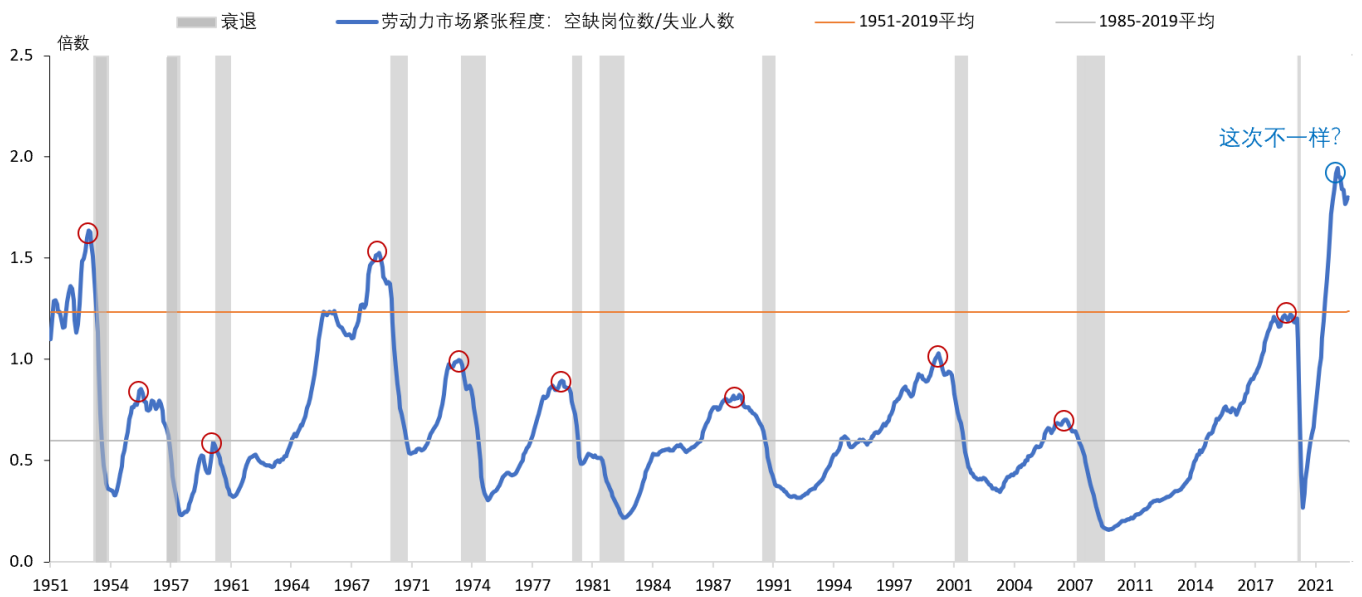
图表91: 非农公布后, 黄金上涨



来源: Wind、国金证券研究所

一个似是而非的观点是：紧张的劳动力市场有助于美国经济“不衰退”。这既犯了逻辑错误，也不符合经验事实。一方面，就业韧性只能反映过去一段时间美国经济运行平稳，但不能预示未来经济状况；另一方面，美国1960年以来的9次衰退都出现在劳动力市场紧张状态之后；如果失业率保持在4.6%以下，美联储较难在2025年实现2%通胀目标。

图表92：“去通胀”与“不衰退”难以共存

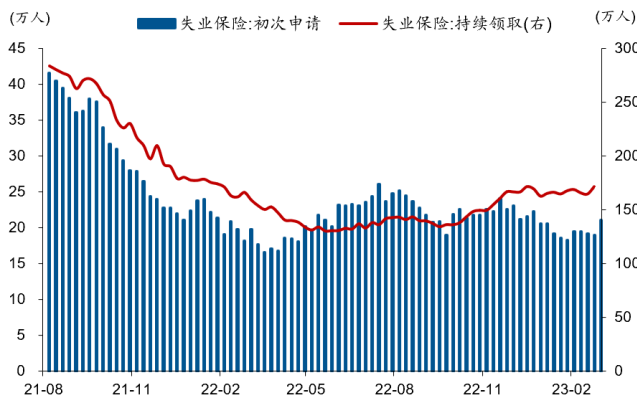


来源：Wind、国金证券研究所

美国当周初请失业人数环比微降。3月4日当周，美国初请失业金人数21万人，前值19万人，环比增2万人，预期值19.5万人，初请人数处于历史低位附近。2月25日当周持续领取人数172万人，前值165万人，增加7万人。持有失业保险人群的失业率1.2%。美国2月ADP就业环比增24.2万人，休闲酒店、金融、制造业就业较好。

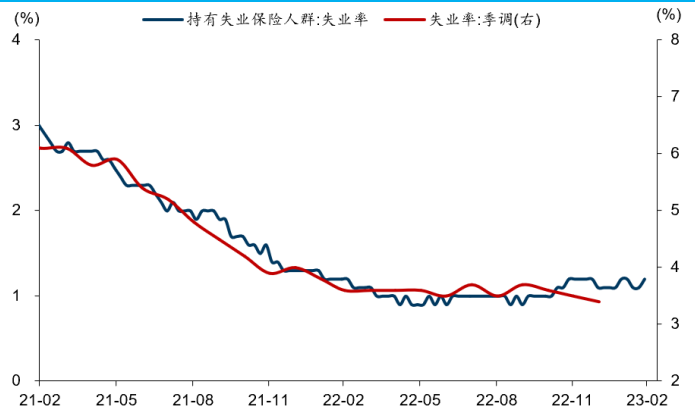
美国生产活动回落。3月4日当周，美国纽约联储WEI指数0.8%，前值1.1%。上周美国粗钢产能利用率录得74.4%，前值74.9%，粗钢产量166万短吨，前值166万短吨。欧元区周度GDP跟踪3.3%，前值2.7%。

图表93：美国3月4日当周初请失业人数升至21万



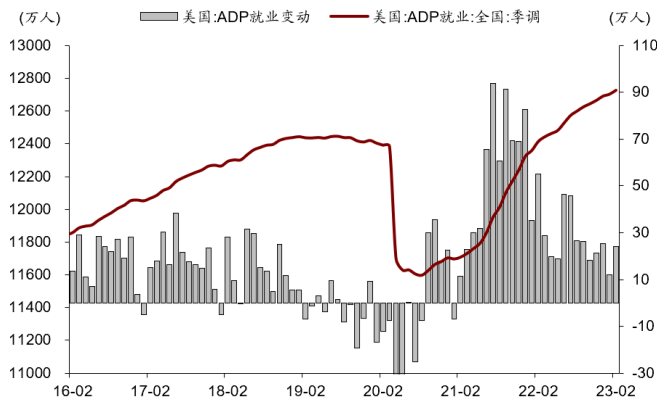
来源：Wind、国金证券研究所

图表94：持有失业保险人群的失业率1.2%



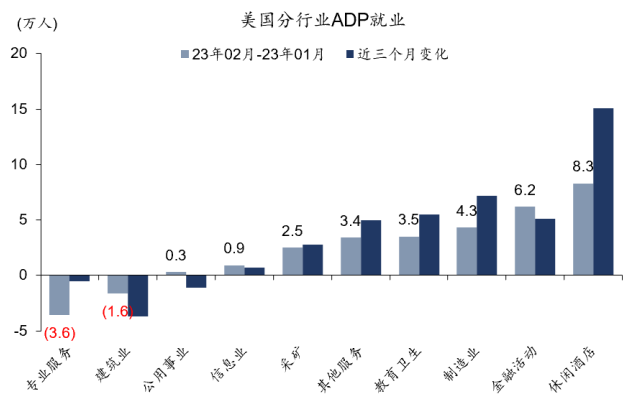
来源：Wind、国金证券研究所

图表95: 美国2月ADP就业环比增24.2万人



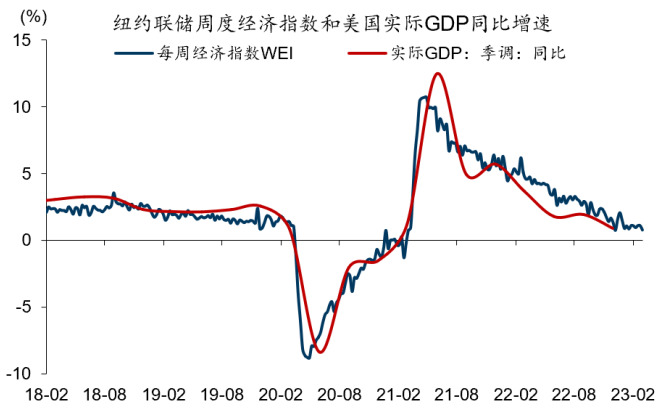
来源: Wind、国金证券研究所

图表96: 休闲酒店、金融、制造业就业较好



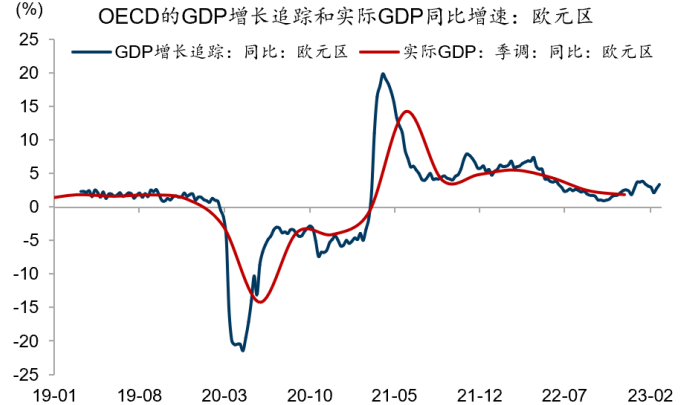
来源: Wind、国金证券研究所

图表97: 上周纽约联储WEI指数0.8%, 前值1.1%



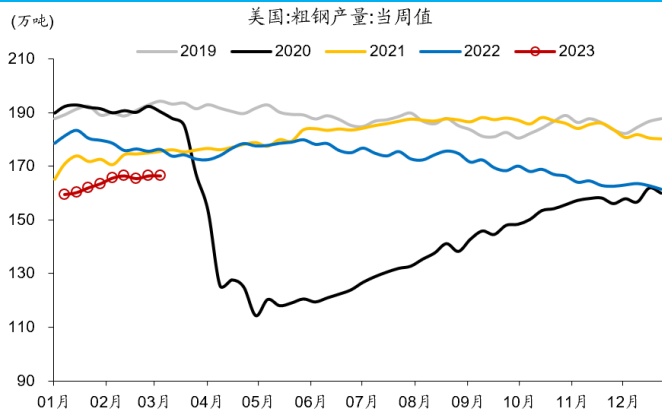
来源: CEIC、国金证券研究所

图表98: 欧元区周度GDP跟踪3.3%, 前值2.7%



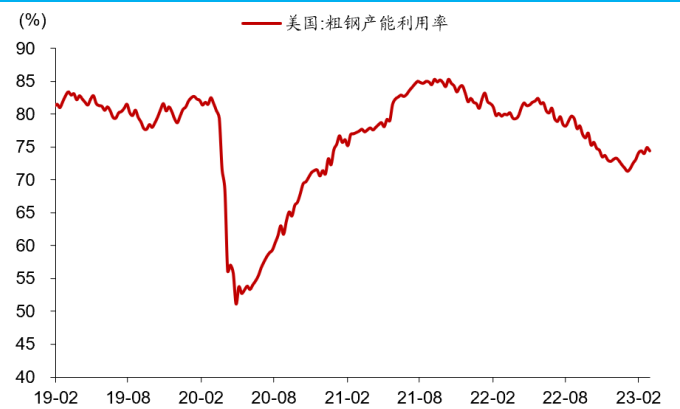
来源: CEIC、国金证券研究所

图表99: 上周美国粗钢产量166万短吨, 持平前值



来源: Wind、国金证券研究所

图表100: 上周美国粗钢产能利用率74.4%, 前值74.9%

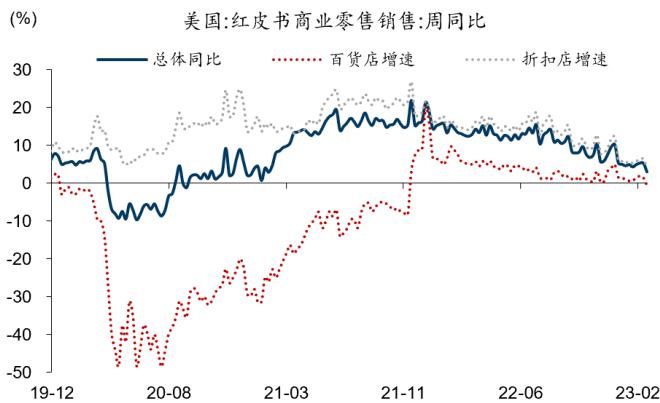


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费: 美国商品消费回落、外出就餐改善

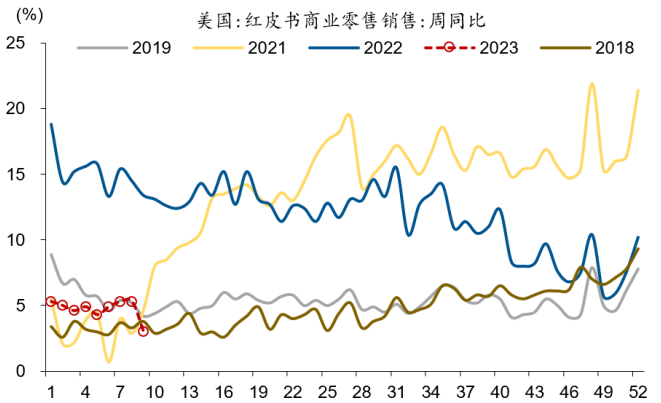
美国红皮书零售回落。3月4日当周, 美国红皮书零售销售指数增3%, 前值5.3%, 其中折扣店增速4.1%; 百货商店增速-0.6%。全球 Open Table 用餐人数回升, 美国3月7日增速录得4.1%, 英国25%。主要城市里, 柏林外出就餐修复较好。

图表101: 美国红皮书零售增速3%, 前值5.3%



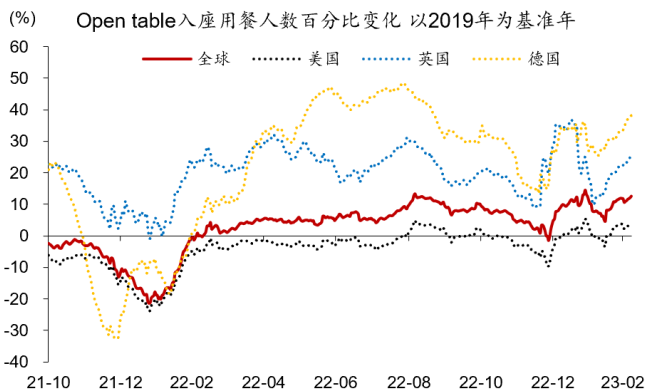
来源: CEIC、国金证券研究所

图表102: 上周美国红皮书零售走弱幅度较大



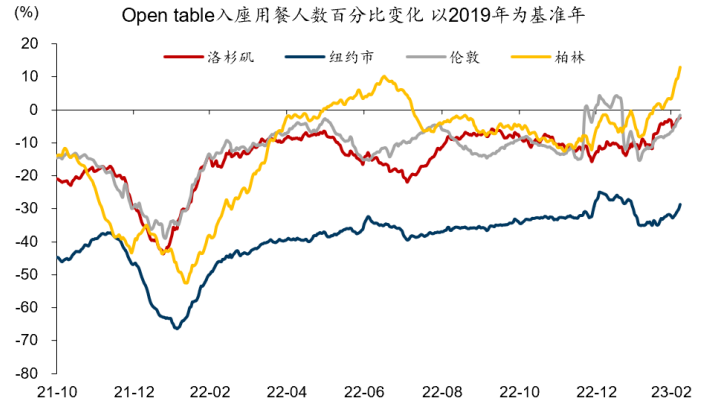
来源: CEIC、国金证券研究所

图表103: 全球 Open Table 用餐人数回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表104: 柏林外出就餐修复较好, 纽约较差

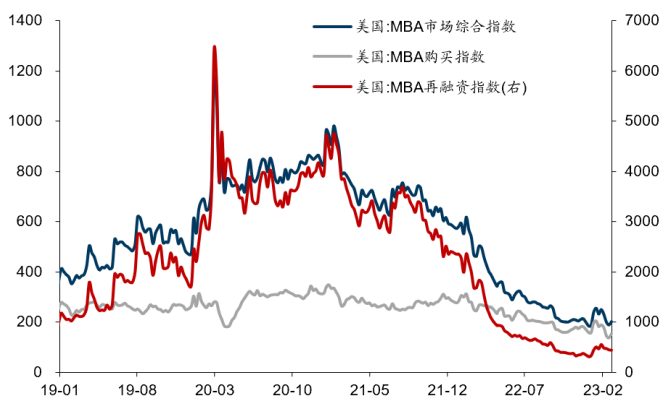


来源: CEIC、国金证券研究所

(六) 地产: 美国 30 年抵押贷款利率升至 6.7%

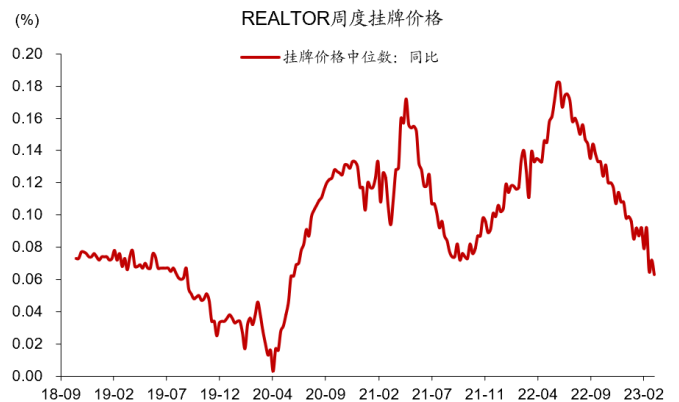
3月4日当周, REALTOR 房屋挂牌价格中位数同比 0.1%, 持平前值。30 年抵押贷款利率本周升至 6.7%, 较前值 6.65%提高 0.05%, 15 年抵押贷款利率本周升至 6%, 前值 5.9%, 二者均继续反弹。上周, MBA 市场综合指数反弹至 202, 前值 189。

图表105: 上周美国 MBA 市场指数小幅反弹



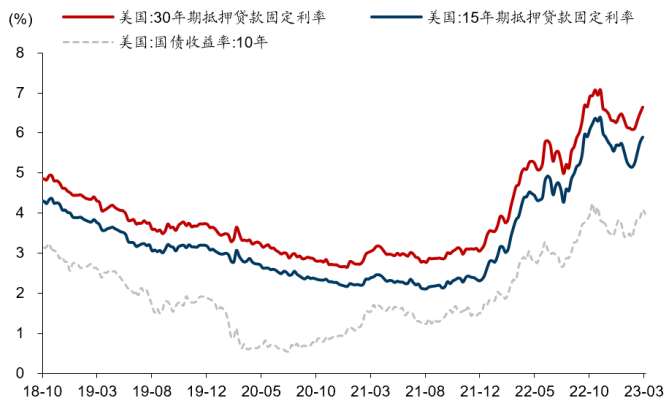
来源: CEIC、国金证券研究所

图表106: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.1%



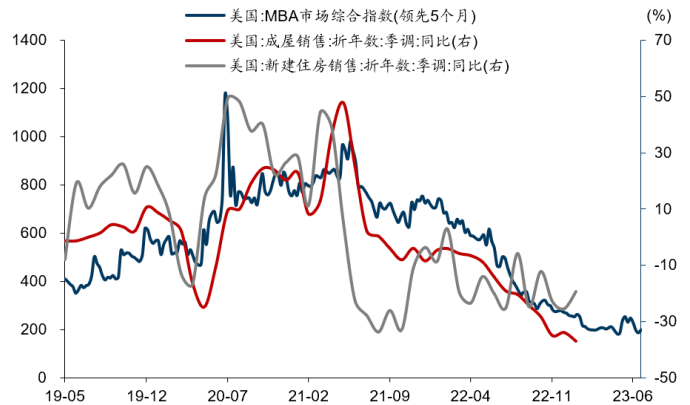
来源: CEIC、国金证券研究所

图表107: 本周美 30 年贷款利率升至 6.7%，十债 3.7%



来源: Wind、国金证券研究所

图表108: 美国抵押贷款综合指数上周反弹至 202

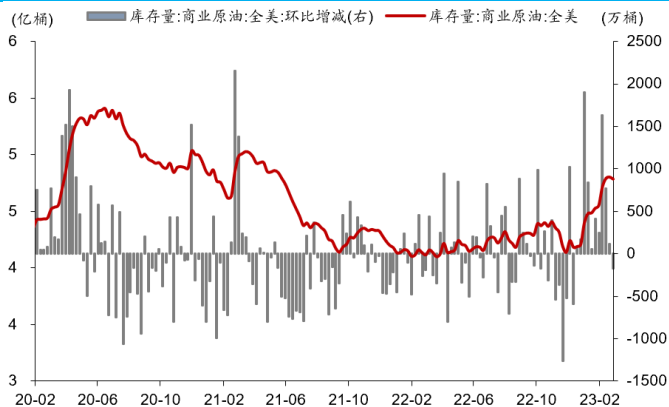


来源: Wind、国金证券研究所

（七）库存：商业原油库存累库势头减弱

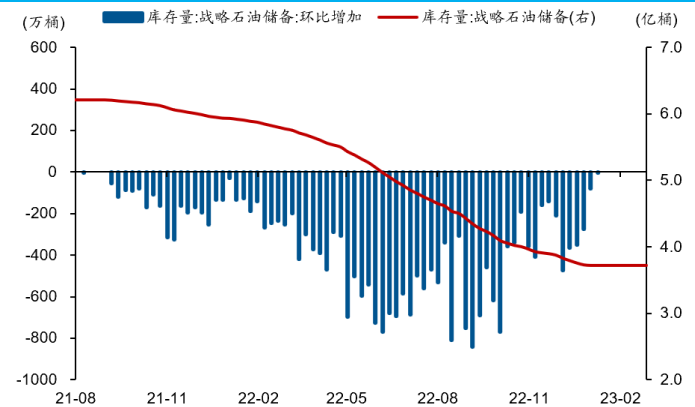
商业原油累库减弱。3 月 3 日当周，美国 EIA 原油库存减少 169 万桶，预期增 40 万桶，前值增 117 万桶。原油库存量降至 4.79 亿桶，前值 4.8 亿桶。当周美国战略石油储备（SPR）库存量维持在 3.7 亿桶不变。

图表109: 上周美国原油库存减少 170 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表110: 上周美国战略原油储备不变



来源: Wind、国金证券研究所

（八）供应链：BDI 指数延续大幅反弹

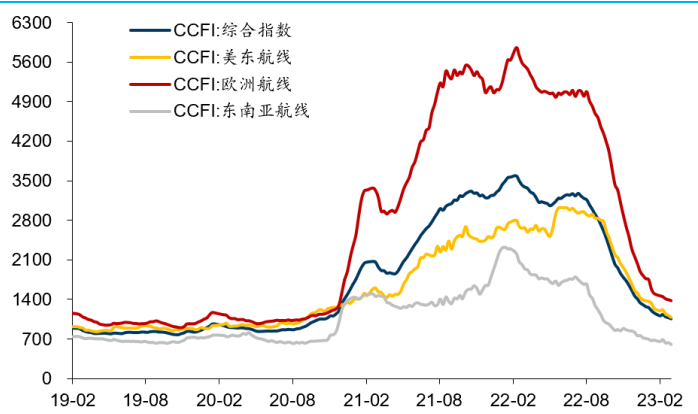
本周，波罗的海干散货指数 BDI 大幅回升至 1327 点，主要受欧美复苏预期增强、乌克兰寻求延长黑海粮食协议、船舶供应端缩减等影响。本周 CCFI 整体延续回落态势，CCFI 综合指数回落至 1020，美东航线 1048，欧洲航线回落至 1301。纽约地铁载客量修复较快，日载客量升至 370 万人，明显强于 2022、2021 年，美国 TSA 安检人数回落。

图表111: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1327



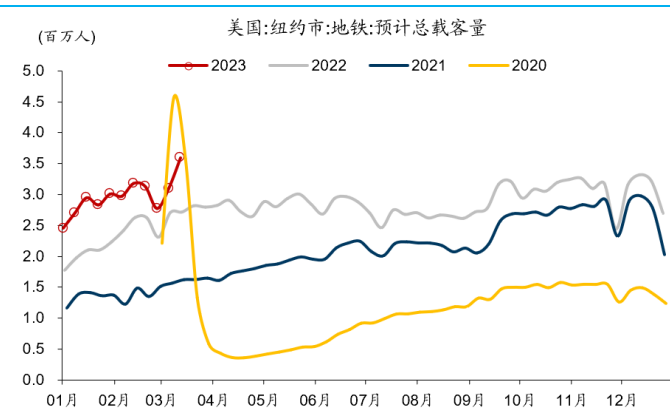
来源: Wind、国金证券研究所

图表112: 本周 CCFI 海运价格延续回落



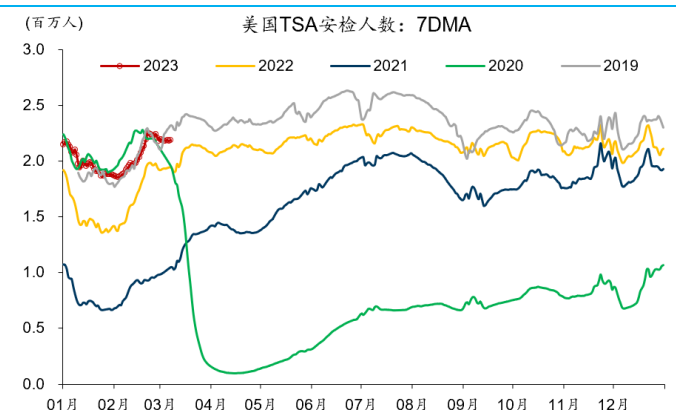
来源: Wind、国金证券研究所

图表113: 纽约地铁日载客量升至 370 万人



来源: Wind、国金证券研究所

图表114: 美国 TSA 安检人数回落



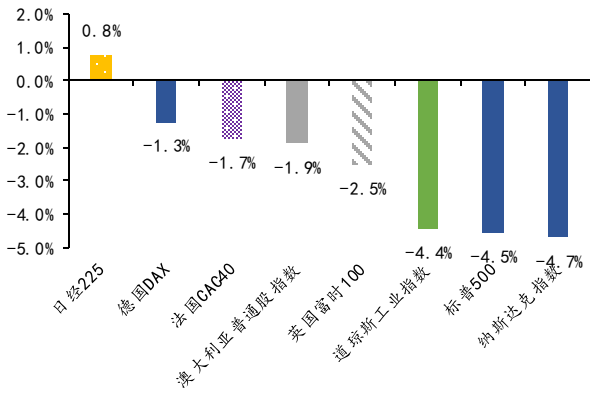
来源: Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪 (2023/03/04-2023/03/10)

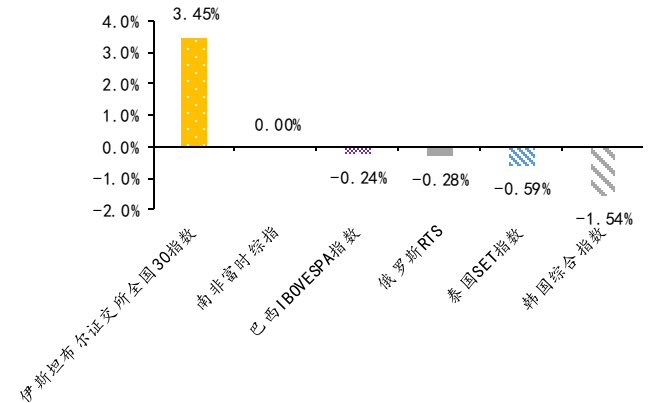
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普遍下跌

发达国家股指普遍下跌, 新兴市场股指多数下跌。纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数、英国富时 100、澳大利亚普通股股指、法国 CAC40、德国 DAX 和 日经 225 分别下跌 4.7%、4.5%、4.4%、2.5%、1.9%、1.7%和 1.3%; 仅日经 225 上涨 0.8%。韩国综合指数、泰国 SET 指数、俄罗斯 RTS 指数和巴西 IBOVESPA 指数分别下跌 1.54%、0.59%、0.28%和 0.24%; 仅伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 3.45%, 南非富时综指走势持平。

图表115: 当周, 发达国家股指普遍下跌



图表116: 当周, 新兴市场股指多数下跌

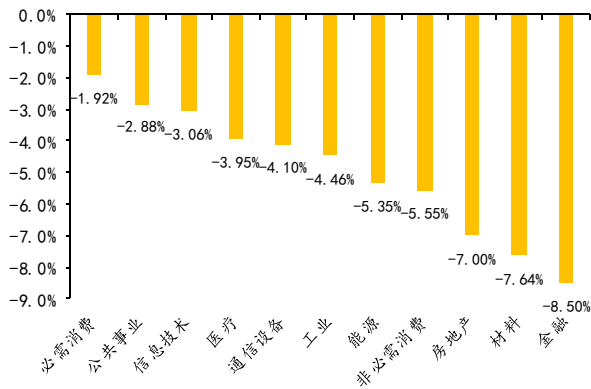


来源: Wind, 国金证券研究所

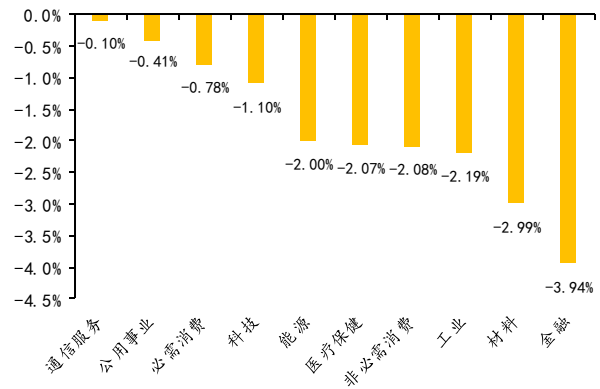
来源: Wind, 国金证券研究所

美国、欧元区各行业全线下跌。从标普500的行业涨跌幅来看, 本周美股行业悉数下跌。其中金融、材料、房地产、非必需消费和能源领跌, 分别下跌8.50%、7.64%、7.00%、5.55%和5.35%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业全线下跌。其中金融、材料、工业、非必需消费和医疗保健领跌, 分别下跌3.94%、2.99%、2.19%、2.08%和2.07%。

图表117: 当周, 美股行业全线下跌



图表118: 当周, 欧元区行业全线下跌

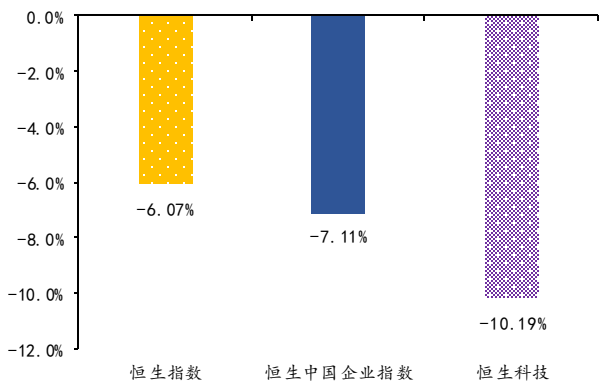


来源: Wind, 国金证券研究所

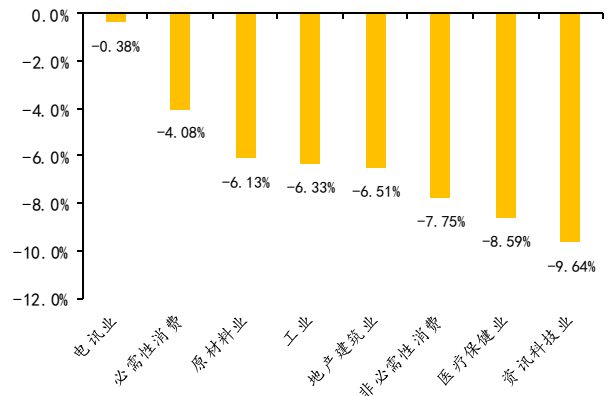
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌10.19%、7.11%和6.07%。行业方面, 恒生行业悉数下跌, 其中资讯科技业、医疗保健业、非必需性消费、地产建筑业和工业领跌, 分别下跌9.64%、8.59%、7.75%、6.51%和6.33%。

图表119: 当周, 恒生指数全线下跌



图表120: 当周, 恒生行业悉数下跌



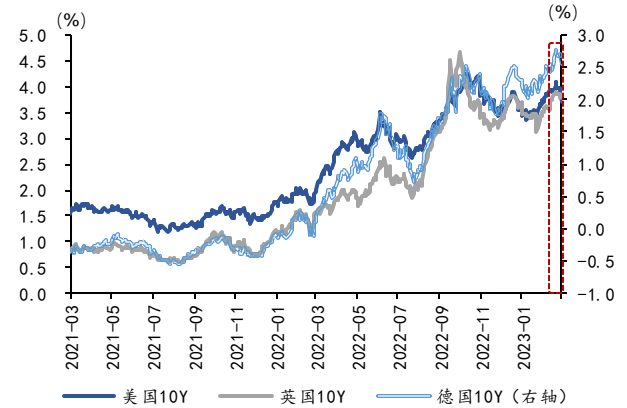
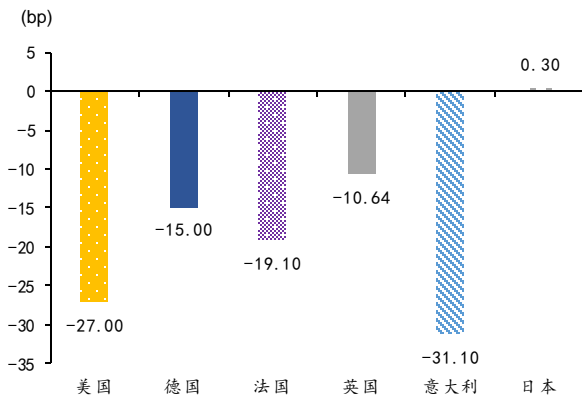
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍下行

发达国家 10 年期国债收益率普遍下行。美国 10Y 国债收益率下行 27.0bp 至 3.70%，德国 10Y 国债收益率下行 15.0bp 至 2.55%；意大利、法国和英国分别下行 31.1bp、19.1bp 和 10.6bp；仅日本 10Y 国债收益率上行 0.3bp 至 0.53%。

图表121：当周，主要发达国家 10Y 国债收益率普遍下行 图表122：当周，美英德 10Y 收益率均下行

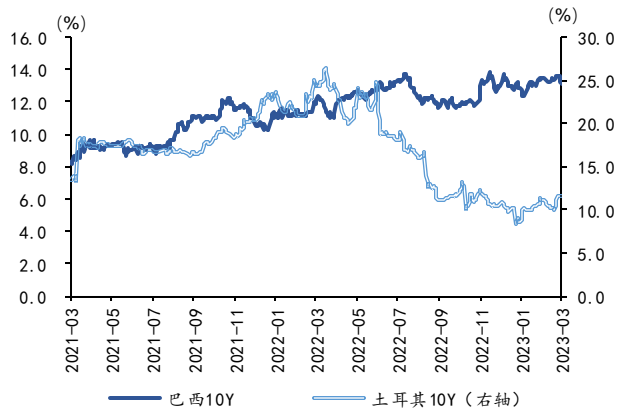
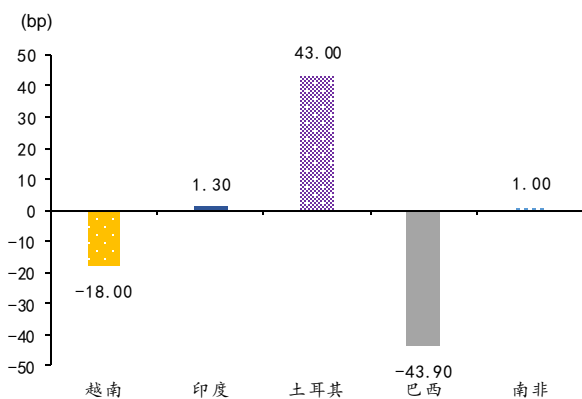


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌互现。土耳其、印度和南非 10Y 国债收益率分别上行 43.0bp 至 11.65%，印度 10Y 国债收益率上行 1.3bp 至 7.43%，南非 10Y 国债收益率上行 1.0bp；巴西、越南 10Y 国债收益率分别下行 43.9bp、18.0bp 至 13.14%、4.42%。

图表123：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现 图表124：当周，巴西和土耳其 10Y 国债收益率涨跌分化



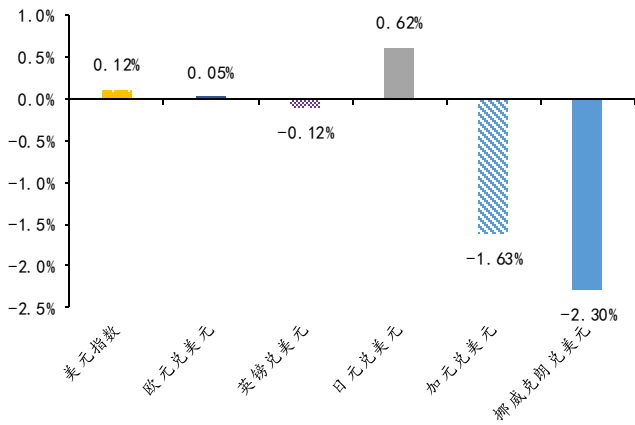
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

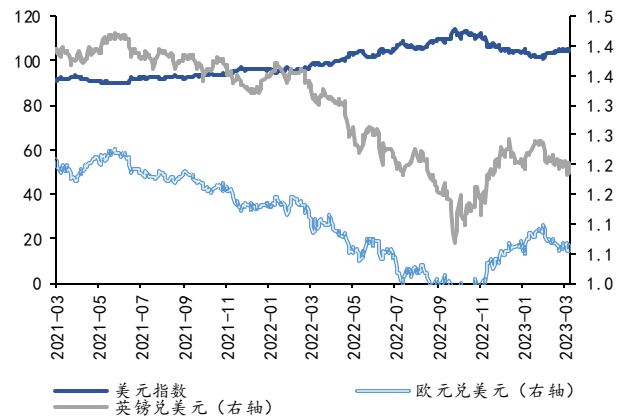
(三) 外汇市场追踪：美元指数小幅走强，人民币贬值

美元指数小幅走强，本周上涨 0.12%。挪威克朗、英镑和加元兑美元分别贬值 2.30%、1.63% 和 0.12%；日元、欧元兑美元分别升值 0.62%、0.05%。主要新兴市场兑美元汇率悉数下跌，韩元、印尼卢比、菲律宾比索、土耳其里拉和雷亚尔兑美元分别贬值 1.88%、1.45%、0.83%、0.69% 和 0.41%。

图表125: 当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元升值



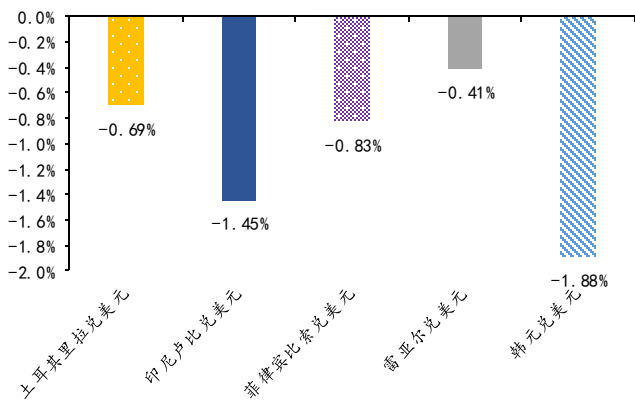
图表126: 当周, 欧元、英镑兑美元分别升值、贬值



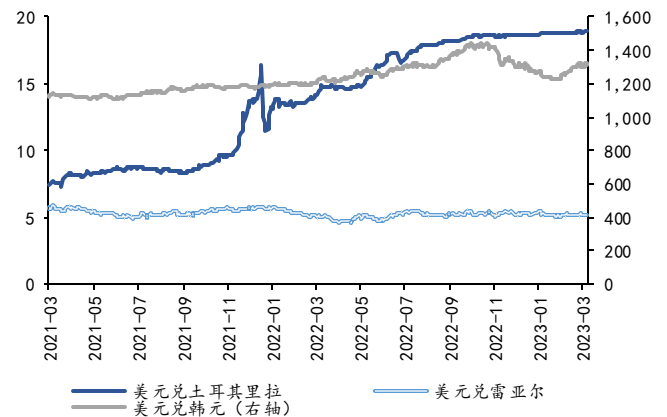
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表127: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值



图表128: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值

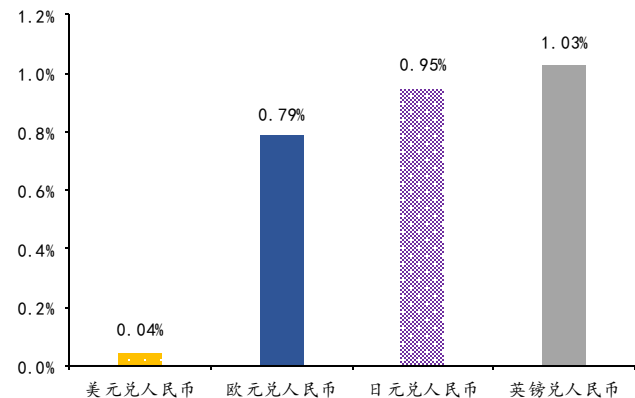


来源: Wind, 国金证券研究所

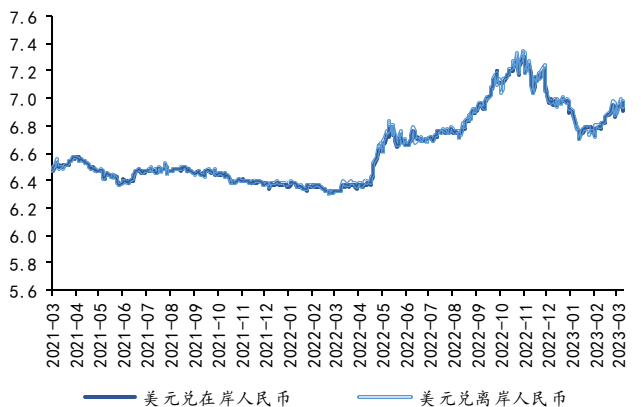
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币汇率贬值。英镑、日元、欧元和美元兑人民币分别升值 1.03%、0.95%、0.79%和 0.04%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 30bp 至 6.9060, 美元兑离岸人民币汇率上行 417bp 至 6.9389。

图表129: 当周, 美元和英镑兑人民币升值



图表130: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油、有色金属价格悉数下跌, 黑色系价格普遍上涨
原油、有色金属价格悉数下跌, 黑色系价格普遍上涨, 贵金属、农产品价格涨跌互现。其

中，跌幅最大的是LME镍、COMEX银和LME锌，分别下跌7.01%、5.61%和4.68%；涨幅最大的是螺纹钢、沥青、COMEX黄金和铁矿石；其中，由于钢厂盈利情况好转和炒作推升涨价预期，铁矿石和螺纹钢价格分别连续8周和5周上涨，监管层透露“打铁”信号。

图表131：当周，商品价格走势整体涨跌分化

类别	品种	2023-03-10	2023-03-03	2023-02-24	2023-02-17	2023-02-10
原油	WTI原油	-3.77%	4.40%	-0.03%	-4.24%	8.63%
	布伦特原油	-3.55%	3.21%	0.19%	-3.92%	8.07%
贵金属	COMEX黄金	0.78%	1.76%	-1.10%	-0.89%	-0.38%
	COMEX银	-5.61%	1.51%	-3.75%	-1.23%	-1.68%
有色	LME铜	-2.32%	1.72%	-0.94%	-0.25%	-1.52%
	LME铝	-4.41%	2.04%	-0.72%	-3.77%	-4.94%
	LME镍	-7.01%	-2.09%	-2.52%	-7.99%	-4.59%
	LME锌	-4.68%	2.58%	-0.37%	-3.04%	-6.96%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	0.00%	-14.26%	25.07%	-9.81%	0.00%
	沥青	0.98%	1.41%	-0.44%	-0.52%	0.31%
	铁矿石	0.31%	2.63%	1.25%	2.68%	0.79%
	螺纹钢	3.76%	3.15%	1.92%	5.19%	0.28%
农产品	生猪	-2.75%	-6.24%	-0.98%	6.26%	2.24%
	棉花	-2.79%	3.12%	0.56%	-1.80%	-3.96%
	豆粕	-0.38%	-6.40%	0.26%	-0.85%	-0.77%
	豆油	-1.50%	1.29%	0.30%	4.03%	0.77%

来源：Wind，国金证券研究所

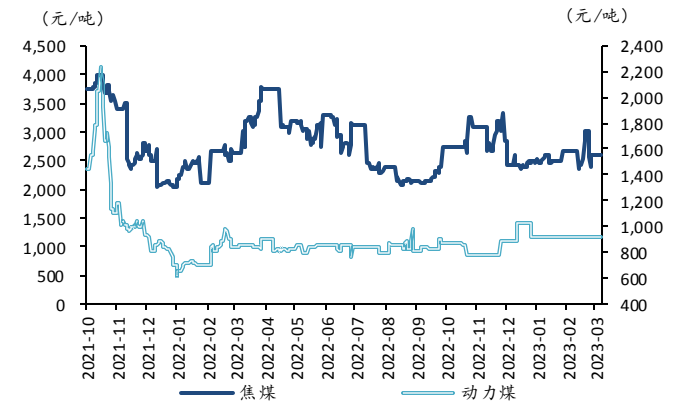
原油价格大跌，黑色系普遍上涨。受美联储强势放鹰和紧缩预期升温的影响，WTI原油价格大跌3.77%至76.68美元/桶，布伦特原油价格大跌3.55%至82.78美元/桶。动力煤、焦煤价格分别持平在921元/吨、2579元/吨。螺纹钢、沥青和铁矿石价格分别上涨3.76%、0.98%和0.31%至4555元/吨、958元/吨和3927元/吨。

图表132：WTI原油、布伦特原油价格大幅下跌



来源：Wind，国金证券研究所

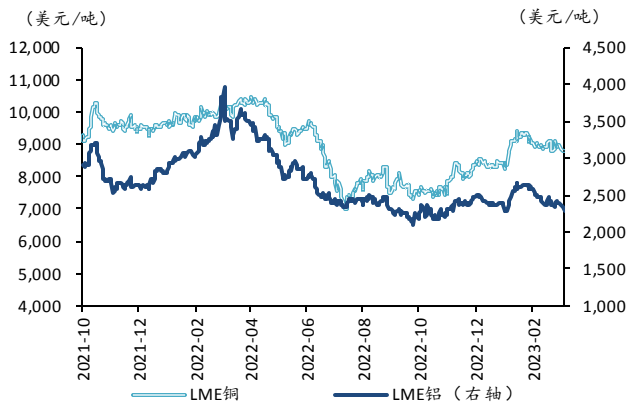
图表133：当周，动力煤、焦煤价格均持平



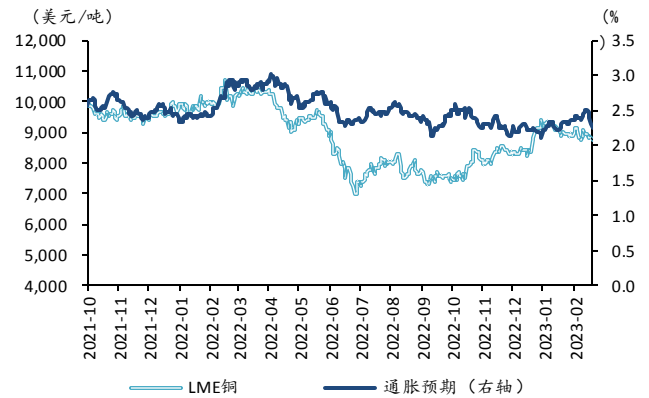
来源：Wind，国金证券研究所

铜铝价格均下跌，贵金属价格涨跌分化。LME铝、LME铜分别下跌4.41%、2.32%至2297美元/吨、8770美元/吨；通胀预期从前值的2.52%下降至2.26%。COMEX黄金上涨0.78%至1868.00美元/盎司，COMEX银下跌5.61%至20.03美元/盎司；10Y美债实际收益率从前值的1.45%下行至1.44%。

图表134: 当周, 铜铝价格均下跌



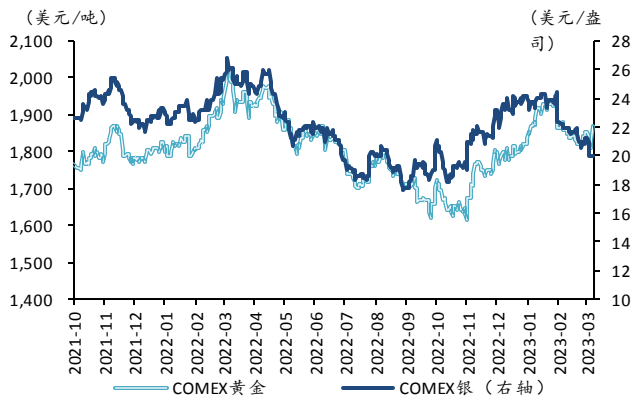
图表135: 当周, 通胀预期开始降温



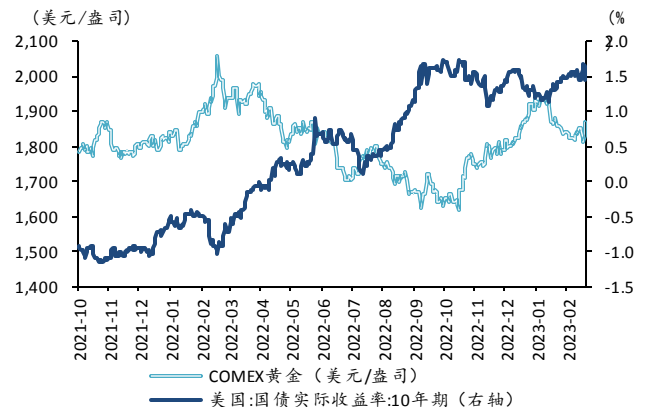
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表136: 当周, 黄金价格上涨, 白银价格下跌



图表137: 当周, 10Y美债实际收益率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402