

国内社融高增支持经济恢复，硅谷银行危机抑制风险偏好

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我国2月新增社融远高于预期，这可能意味着未来几个月我国经济恢复动力较强。上周美国硅谷银行危机发酵打击海外市场风险偏好，并对国内风险资产价格构成一定抑制。我们认为硅谷银行危机演变为金融危机的可能性不大，但短期风险偏好将在一定程度上受到抑制。由于服务业的较好表现，美国2月非农就业再超预期，但劳动参与率的修复使得美国劳动力供需紧张程度并未增加，2月非农数据对美联储政策的影响可能不大。

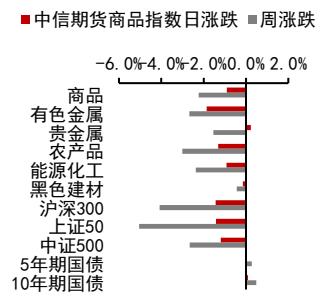
摘要：

我国2月新增社融远高于预期，这可能意味着未来几个月我国经济恢复动力较强。2月份我国社会融资规模新增31600亿元，同比多增19430亿元；1-2月份新增社融同比增长23.7%，增速处于较高水平。从分项数据来看，2月份企事业单位中长期贷款新增11100亿元，同比多增6048亿元，表现强劲。一方面今年以来国内经济快速修复，实体经济融资需求有所恢复；另一方面政策仍然鼓励对实体经济中长期贷款的投放。考虑到社融数据领先经济表现几个月，预计未来几个月国内经济恢复动力仍然较强。

上周美国硅谷银行危机发酵打击海外市场风险偏好，并对国内风险资产价格构成一定抑制。我们认为硅谷银行危机演变为金融危机的可能性不大，但短期风险偏好将在一定程度上受到抑制。3月11日，美国硅谷银行因流动性不足与资不抵债被联邦存款保险公司接管。硅谷银行危机不单是流动性危机，也是债务危机。美联储大幅加息使得硅谷银行持有的中长期债券价格出现显著下跌，进而导致其资不抵债。从逻辑上讲，在美联储快速大幅加息的背景下，金融机构持有的中长期债券都面临资产减值的情况。如果金融机构持有的中长期债券规模不大，资产减值损失在承受范围之内，那么就不会出现债务危机。2008年金融危机之后，美国加强了对大型金融机构的监管；在强监管之下，美国大型金融机构出现类似硅谷银行资不抵债危机的可能性不大。此外，当前美国居民部分与非金融部门的债务状况明显优于2008年金融危机前夕。因此，本次硅谷银行危机不太可能演变为金融危机。不过，中小金融机构受到的监管较弱，不排除部分中小金融机构存在与硅谷银行一样的资不抵债问题。这种担忧可能使得存款人提取存放在中小金融机构的资金，导致中小金融机构出现流动性危机，进而使得部分中小金融机构的资产负债状况恶化，甚至因为资不抵债而破产。因此，短期风险偏好仍将在一定程度上受到抑制。

由于服务业的较好表现，美国2月非农就业再超预期，但劳动参与率的修复使得美国劳动力供需紧张程度并未增加，2月非农数据对美联储政策的影响不大。美国2月新增非农就业31.1万，显著好于市场预期的20.5万人，略高于去年四季度月均29万的水平。2月份美国ISM非制造业PMI为55.1%，前值55.2%，连续2个月处于较高水平，反映服务业表现较好，进而使得非农就业好于市场预期。2月份美国失业率为3.6%，较1月提高0.2个百分点，这可能主要因为劳动参与率有所提高。这降低了市场对中长期通胀的担忧。综合来看，2月非农数据对美联储政策的影响可能不大。

风险提示：国内经济修复不及预期，硅谷银行危机影响扩大



宏观研究团队

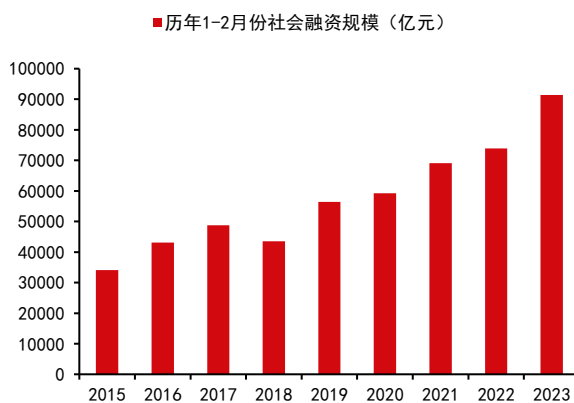
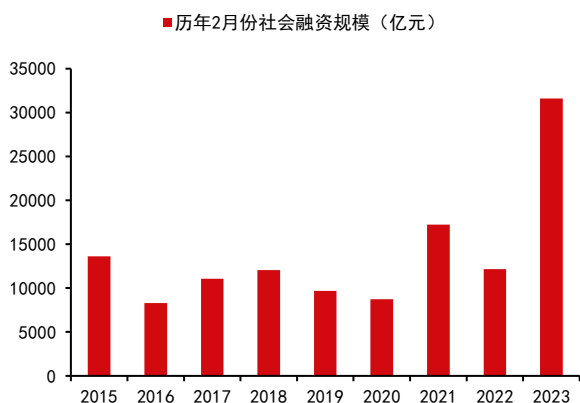
研究员：
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、国内社融高增支持经济恢复，硅谷银行危机抑制风险偏好

我国2月新增社融远高于预期，这可能意味着未来几个月我国经济恢复动力较强。2月份我国社会融资规模新增31600亿元，同比多增19430亿元；1-2月份新增社融同比增长23.7%，增速处于较高水平。从分项数据来看，2月份企事业单位中长期贷款新增11100亿元，同比多增6048亿元，表现强劲。一方面今年以来国内经济快速修复，实体经济融资需求有所恢复；另一方面政策仍然鼓励对实体经济中长期贷款的投放。2月份住户贷款新增2081亿元，同比多增5450亿元，表现积极，部分因为居民消费及购房信心有所恢复；2月下旬以来大中城市商品房销售超过去年同期水平。总体来看，1-2月份较高的社融增速反映我国经济恢复较快，融资需求明显改善；再考虑到社融数据领先经济表现几个月，预计未来几个月国内经济恢复动力仍然较强。

图表1：历年社会融资规模当月值

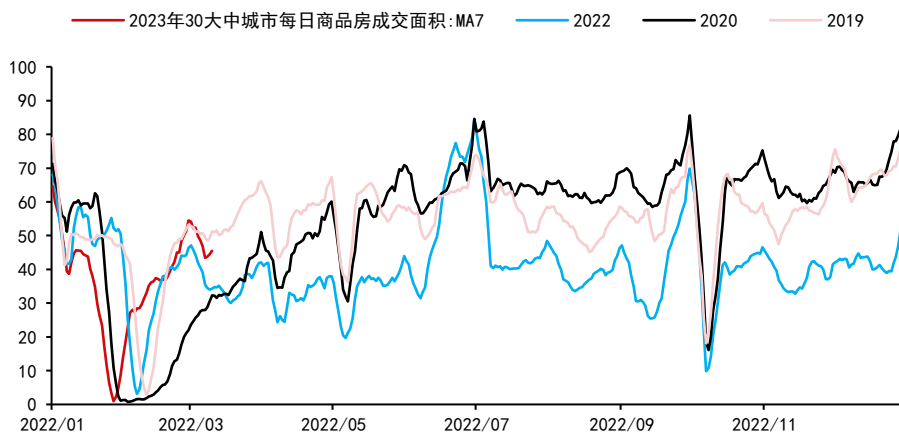
图表2：历年社会融资规模累计值



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

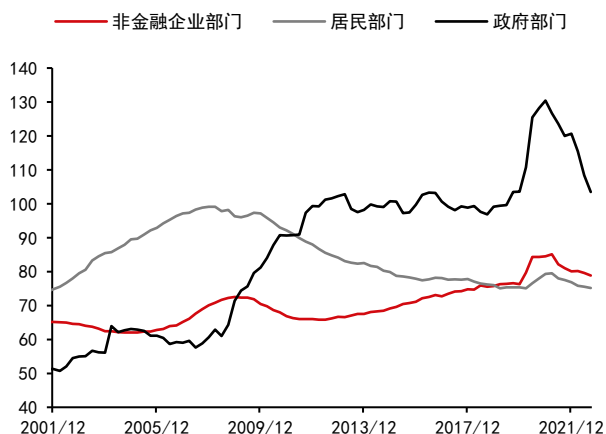
图表3：我国30大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源：Wind 中信期货研究所

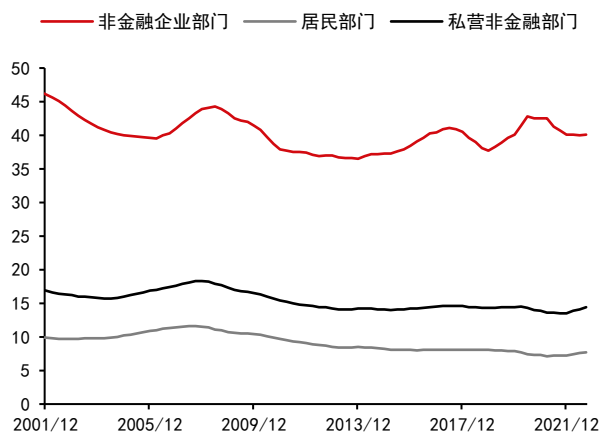
上周美国硅谷银行危机发酵打击海外市场风险偏好，并对国内风险资产价格构成一定抑制。我们认为硅谷银行危机演变为金融危机的可能性不大，但短期风险偏好将在一定程度上受到抑制。3月11日，美国硅谷银行因流动性不足与资不抵债被联邦存款保险公司接管。硅谷银行危机不单是流动性危机，也是债务危机。美联储大幅加息使得硅谷银行持有的中长期债券价格出现显著下跌，进而导致其资不抵债。从逻辑上讲，在美联储快速大幅加息的背景下，金融机构持有的中长期债券都面临资产减值的情况。如果金融机构持有的中长期债券规模不大，资产减值损失在承受范围之内，那么就不会出现债务危机。2008年金融危机之后，美国加强了对大型金融机构的监管；在强监管之下，美国大型金融机构出现类似硅谷银行资不抵债危机的可能性不大。此外，当前美国居民部分与非金融部门的债务状况明显优于2008年金融危机前夕。因此，本次硅谷银行危机不太可能演变为金融危机。不过，中小金融机构受到的监管较弱，不排除部分中小金融机构存在与硅谷银行一样的资不抵债问题。这种担忧可能使得存款人提取存放在中小金融机构的资金，导致中小金融机构出现流动性危机，进而使得部分中小金融机构的资产负债状况恶化，甚至因为资不抵债而破产。因此，短期风险偏好仍将在一定程度上受到抑制。

图表4：美国各部门杠杆率(%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：美国各部门偿债率(%)

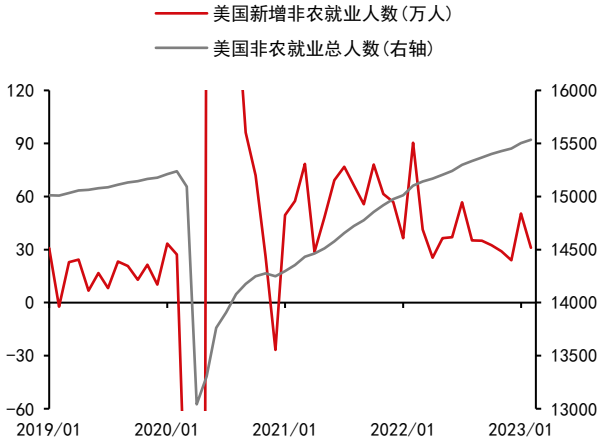


资料来源：Wind 中信期货研究所

由于服务业的较好表现，美国2月非农就业再超预期，但劳动参与率的修复使得美国劳动力供需紧张程度并未增加，2月非农数据对美联储政策的影响可能不大。美国2月新增非农就业31.1万，显著好于市场预期的20.5万人，略高于去年四季度月均29万的水平。分项来看，2月美国商品生产新增就业为2.0万人，低于此前几个月月均4-5万的水平；而服务生产新增就业24.5万，高于去年四季度21.8万的月均水平。2月份美国ISM非制造业PMI为55.1%，前值55.2%，连续2个月处于较高水平，反映服务业表现较好。美国非农就业72%来自服务生产部门；2月份服务业的较快增长使得非农就业好于市场预期。2月份美国失业率为3.6%，较1月提高0.2个百分点，这可能主要因为劳动参与率有所提高；2月份非农就业平均时薪环比上涨0.24%，低于预期。这降低了市场对中长期通胀

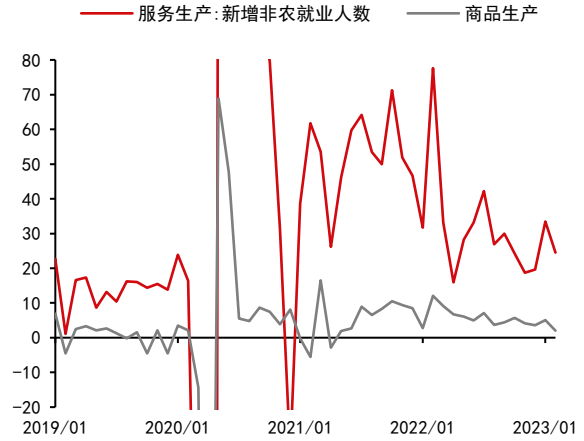
压力的担忧。综合来看，2月非农数据对美联储政策的影响可能不大。

图表6：美国新增非农就业人数与总人数（万人）



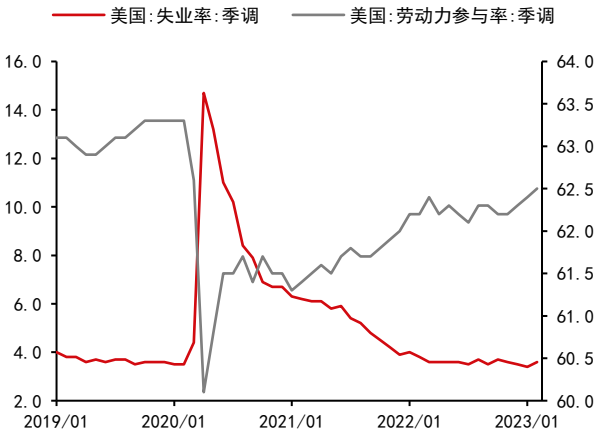
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：美国服务生产与商品生产新增非农就业人数(万人)



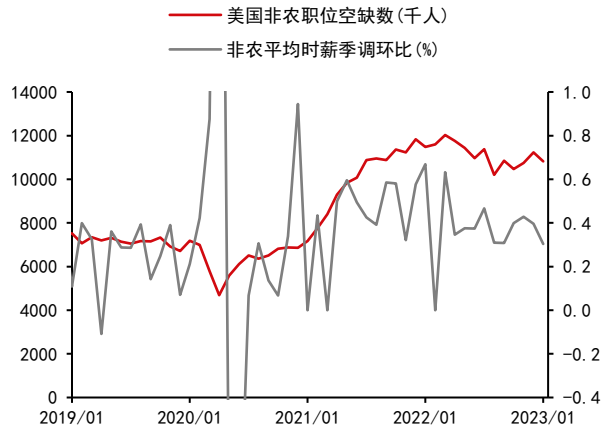
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：美国失业率与劳动力参与率（%）



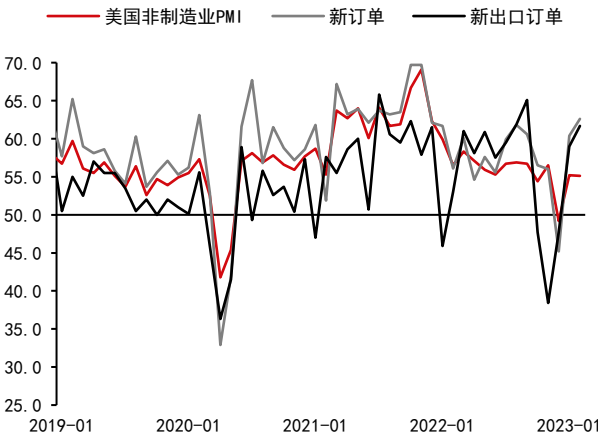
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：美国非农职位空缺数与平均时薪环比增速



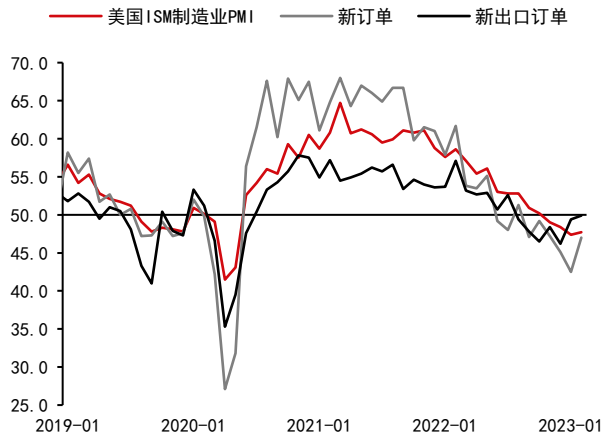
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：美国非制造业 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：美国制造业 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

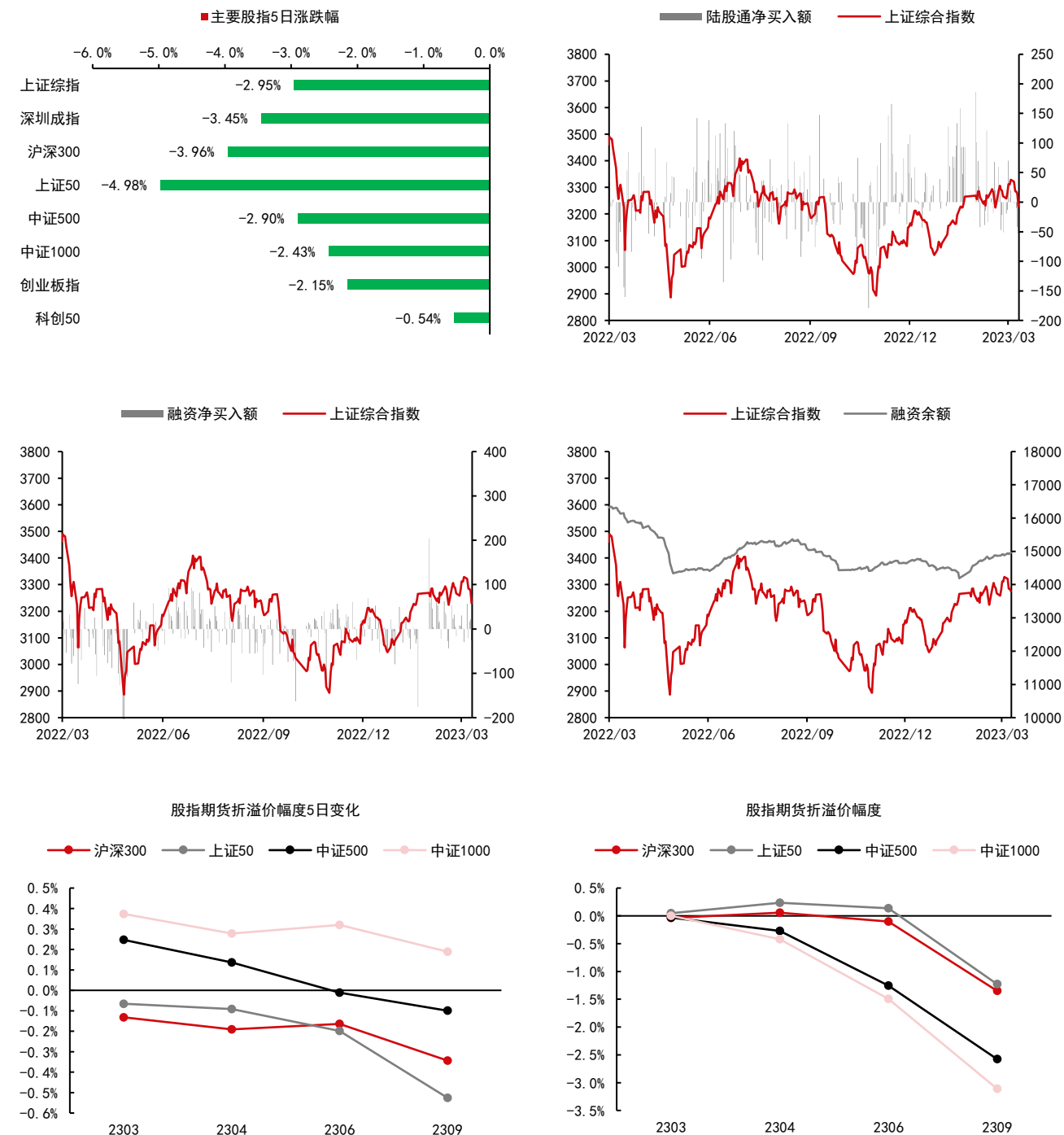
图表12：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2023-03-14	21:30	美国	2月CPI:季调:环比(%)	0.5	0.4	
2023-03-14	21:30	美国	2月CPI:同比(%)	6.4	6	
2023-03-14	21:30	美国	2月核心CPI:季调:环比	0.4	0.4	
2023-03-14	21:30	美国	2月核心CPI:同比(%)	5.6	5.5	
2023-03-15	09:20	中国	3月中期借贷便利(MLF):利率:1年	2.75		
2023-03-15	10:00	中国	1-2月工业增加值:累计同比(%)	1.3	2.9	
2023-03-15	10:00	中国	1-2月固定资产投资:累计同比(%)	5.1	3.4	
2023-03-15	10:00	中国	1-2月社会消费品零售总额:累计同比(%)	-1.8	3.1154	
2023-03-15	18:00	欧盟	1月欧元区:工业生产指数:环比(%)	-1.1	-0.8	
2023-03-15	18:00	欧盟	1月欧元区:工业生产指数:同比(%)	-1.7		
2023-03-15	21:30	美国	2月零售销售总额:季调:环比(%)	2.96	-0.3	
2023-03-15	21:30	美国	2月零售销售总额:季调:同比(%)	6.38		
2023-03-16	09:30	中国	2月大中城市住宅销售价格报告			
2023-03-16	21:15	欧盟	3月欧洲央行公布利率决议			
2023-03-16	21:30	美国	2月新屋开工:私人住宅:折年数:季调(千套)	1309	1310	
2023-03-16	21:30	美国	3月11日当周初次申请失业金人数:季调(万人)	21.1	20.5	
2023-03-16	21:30	美国	3月04日持续领取失业金人数:季调(万人)	171.8	165.9	
2023-03-17	18:00	欧盟	2月欧元区:CPI:环比(%)	-0.2	-0.2	
2023-03-17	18:00	欧盟	2月欧元区:CPI:同比(%)	8.6	8.6	
2023-03-17	18:00	欧盟	2月欧元区:核心CPI:环比(%)	-0.8	-0.8	
2023-03-17	18:00	欧盟	2月欧元区:核心CPI:同比(%)	5.3		
2023-03-17	22:15	美国	2月工业产能利用率(%)	78.28	78.5	
2023-03-17	23:00	美国	3月密歇根大学消费者预期指数	64.7		

资料来源: Wind 中信期货研究所

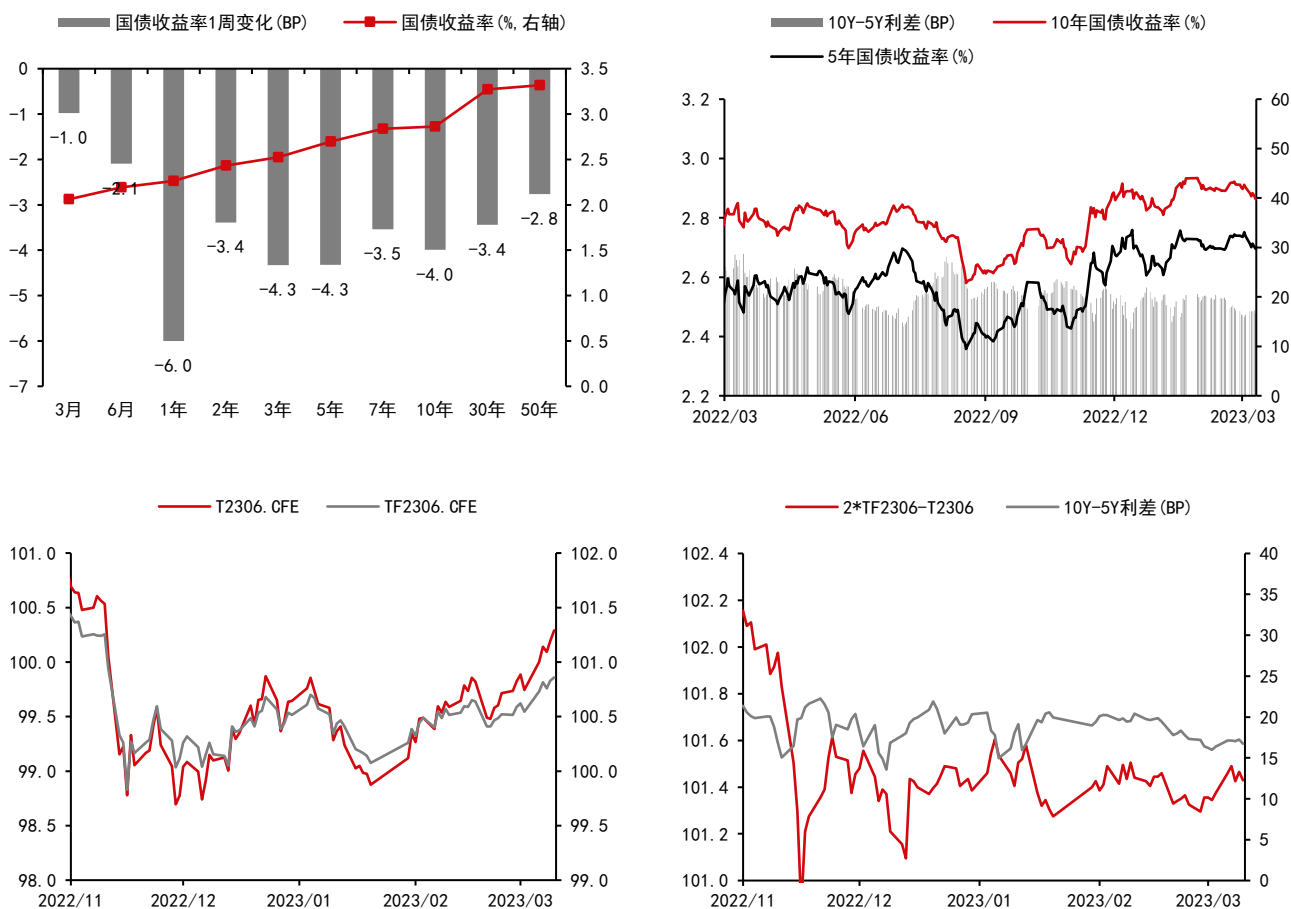
三、国内金融市场跟踪

图表13：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表14：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

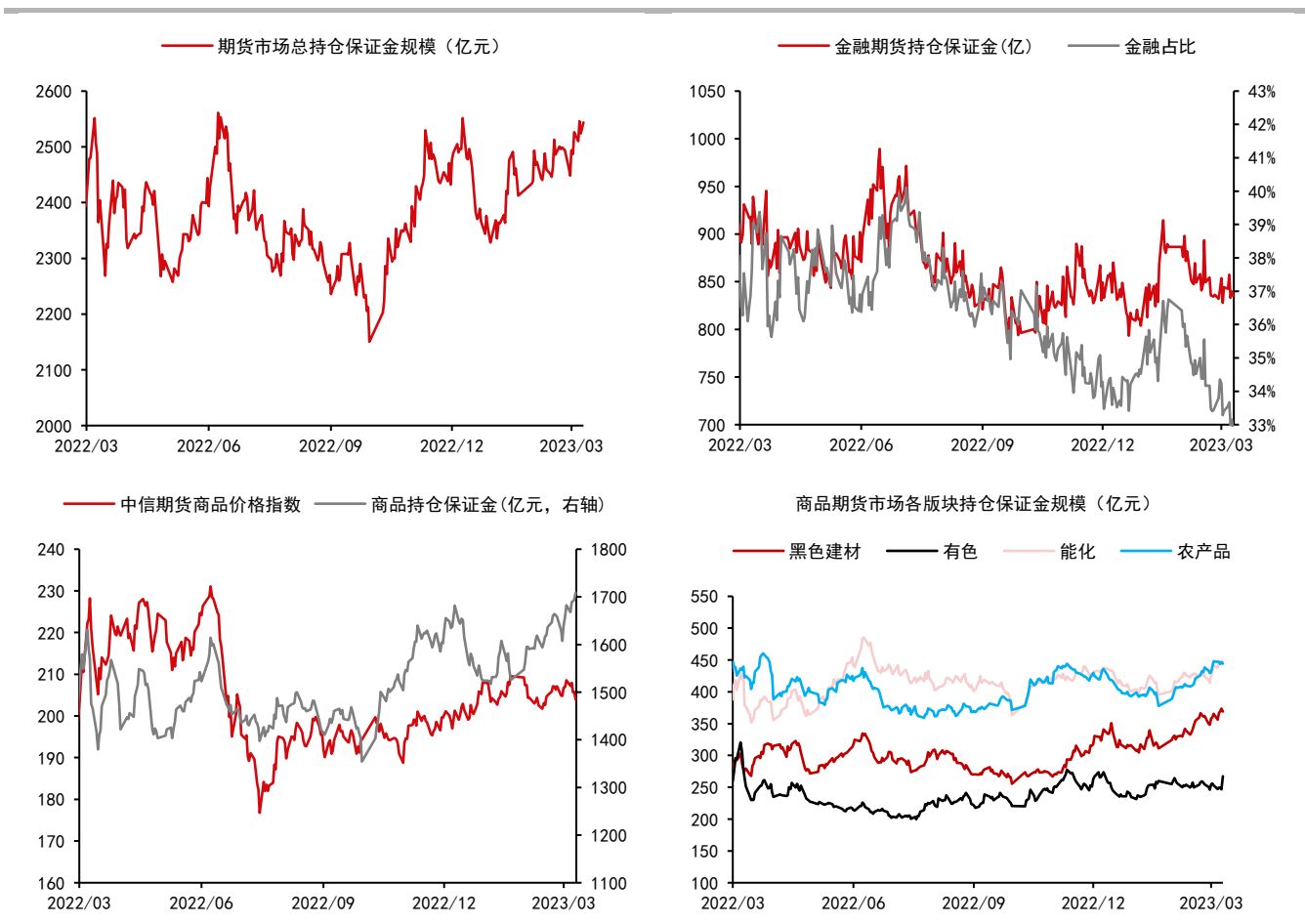
五、国内期货市场跟踪

图表15：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日沉淀资金变化(亿)	板块	5日沉淀资金变化(亿)	板块	沉淀资金(亿)
合计	10.93	合计	17.37	合计	2544.02
金融	-4.37	金融	-8.92	金融	835.19
商品	15.30	商品	26.29	商品	1708.83
有色金属	20.87	3 有色金属	14.65	4 能源化工	447.70
能源化工	1.45	1 贵金属	6.05	5 农产品	444.24
贵金属	0.38	4 能源化工	5.86	2 黑色建材	368.83
农产品	-2.58	2 黑色建材	3.51	3 有色金属	267.51
黑色建材	-4.81	5 农产品	-3.77	1 贵金属	180.55

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：国内商品期货品种表现（按价格涨跌幅排序）

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
郑糖	4.01%	4.40%	0.62	5.73%
玻璃	2.75%	4.79%	0.75	3.65%
淀粉	1.40%	2.87%	0.50	4.33%
豆粕	0.95%	2.04%	0.36	-1.64%
螺纹	0.77%	3.87%	0.83	5.63%
苹果	0.71%	3.43%	0.71	5.18%
热卷	0.49%	3.17%	0.41	6.04%
菜粕	0.41%	1.96%	0.69	-4.08%
玉米	0.33%	1.13%	0.26	1.35%
沪金	0.31%	1.48%	0.54	1.58%
连豆	0.29%	3.15%	0.54	0.58%
粳米	0.19%	0.83%	0.21	-1.27%
鸡蛋	-0.66%	1.57%	0.49	0.54%
TA	-0.76%	2.67%	0.80	4.53%
沪铅	-0.90%	1.07%	0.47	-1.58%
沥青	-0.98%	2.36%	0.64	2.47%
铁矿	-1.00%	5.30%	0.53	4.42%
沪铜	-1.49%	1.72%	0.35	0.47%
锰硅	-1.72%	2.00%	0.59	0.78%
豆二	-1.83%	2.43%	0.89	-5.17%
PP	-2.09%	2.74%	0.74	-1.51%
PVC	-2.11%	4.04%	0.93	0.83%
塑料	-2.21%	2.31%	0.61	0.46%
焦煤	-2.48%	4.07%	0.67	5.74%
甲醇	-2.55%	3.68%	0.78	-2.71%
焦炭	-2.57%	4.93%	0.83	5.54%
沪锌	-2.57%	3.40%	1.06	-1.71%
郑棉	-2.58%	3.34%	0.57	0.67%
沪铝	-2.65%	2.99%	0.54	2.04%
LPG	-2.67%	4.32%	0.98	1.53%
尿素	-2.71%	4.19%	0.61	1.46%
苯乙烯	-2.93%	3.39%	1.09	0.70%
燃油	-3.04%	5.58%	2.04	5.40%
棉纱	-3.10%	4.10%	1.34	-1.25%
沪银	-3.11%	4.77%	0.82	-2.97%
原油	-3.52%	7.53%	2.48	0.63%
不锈钢	-3.66%	4.81%	0.98	-5.20%
红枣	-3.72%	5.16%	0.45	-3.90%
纸浆	-3.74%	5.34%	0.83	-8.35%
纯碱	-3.77%	4.44%	1.03	-3.12%
低硫燃油	-3.87%	8.99%	1.20	-6.82%
沪镍	-4.01%	6.46%	1.18	-7.44%
硅铁	-4.30%	4.18%	0.67	-2.28%
沪胶	-4.63%	4.91%	0.79	-3.99%
生猪	-4.77%	5.78%	0.33	2.81%
豆油	-5.05%	5.49%	0.74	0.53%
20号胶	-5.06%	5.33%	0.49	-0.18%
乙二醇	-5.26%	5.18%	0.68	0.46%
棕榈	-5.93%	6.80%	0.89	0.66%
沪锡	-6.29%	8.82%	1.77	-4.04%
菜油	-7.91%	8.74%	1.08	-5.29%

资料来源：Wind 中信期货研究所

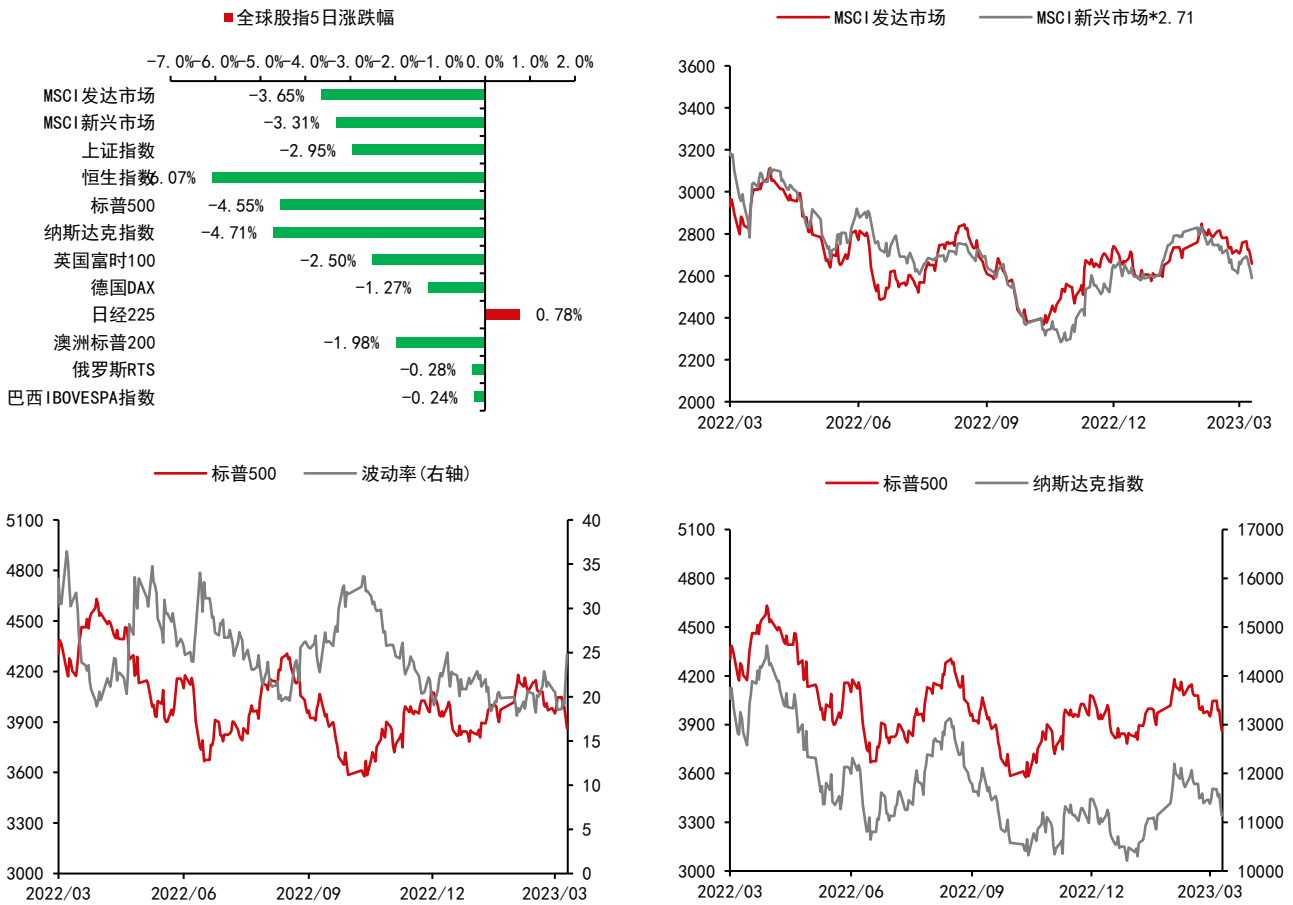
图表18：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
郑糖	7.18	郑糖	14.87	沪铜	142.24
螺纹	5.71	螺纹	12.97	铁矿	138.90
原油	3.75	热卷	8.08	螺纹	106.68
沪银	3.66	豆油	7.46	沪银	93.13
PP	3.43	铁矿	7.23	沪金	87.43
沪胶	3.35	TA	6.01	豆粕	67.69
乙二醇	3.17	棕榈	5.77	棕榈	58.69
菜油	3.03	沪胶	5.30	TA	54.46
TA	2.51	原油	5.28	郑棉	53.99
沪金	2.39	菜油	5.10	豆油	53.91
沪锡	1.79	沪锡	4.81	郑糖	51.46
热卷	1.59	沥青	3.85	沪铝	45.26
沪铅	1.38	PP	2.99	原油	44.22
硅铁	1.27	玉米	2.41	甲醇	43.79
甲醇	1.12	燃油	2.17	热卷	43.02
不锈钢	1.03	豆粕	1.88	沪胶	39.95
锰硅	1.00	纸浆	1.71	纯碱	37.36
纸浆	0.75	甲醇	1.69	生猪	34.63
沪铝	0.66	沪铝	1.67	PP	31.71
沪镍	0.57	乙二醇	1.51	PVC	31.69
生猪	0.37	尿素	1.42	玉米	31.36
苯乙烯	0.33	苹果	1.19	玻璃	28.57
沪锌	0.28	20号胶	1.14	塑料	28.28
玉米	0.25	郑棉	1.02	沥青	27.59
低硫燃油	0.07	硅铁	0.96	乙二醇	27.57
粳米	0.02	焦炭	0.89	菜油	27.12
尿素	-0.03	低硫燃油	0.69	沪镍	25.99
红枣	-0.04	焦煤	0.63	沪锡	25.76
棉纱	-0.04	塑料	0.45	苹果	19.26
鸡蛋	-0.22	锰硅	0.44	沪锌	19.15
豆二	-0.23	纯碱	0.32	燃油	16.12
淀粉	-0.38	菜粕	0.30	菜粕	14.79
苹果	-0.53	红枣	0.12	苯乙烯	14.53
沥青	-0.55	沪铅	0.12	LPG	13.29
20号胶	-0.67	鸡蛋	0.04	纸浆	13.24
连豆	-0.83	粳米	0.02	硅铁	12.34
豆粕	-0.86	沪金	-0.03	焦炭	11.39
LPG	-0.96	豆二	-0.06	连豆	11.37
菜粕	-1.25	棉纱	-0.08	锰硅	10.05
焦煤	-1.26	沪铜	-0.61	焦煤	9.65
郑棉	-1.58	不锈钢	-0.62	沪铅	9.09
玻璃	-1.71	淀粉	-0.64	20号胶	9.05
焦炭	-1.81	玻璃	-0.67	尿素	8.56
PVC	-1.94	连豆	-0.77	不锈钢	8.24
铁矿	-2.29	沪银	-1.10	淀粉	6.88
燃油	-2.38	沪锌	-1.12	鸡蛋	6.81
塑料	-2.73	苯乙烯	-1.31	低硫燃油	6.29
纯碱	-3.36	沪镍	-3.65	豆二	2.87
豆油	-4.04	LPG	-3.94	红枣	2.42
棕榈	-4.64	生猪	-4.22	粳米	0.77
沪铜	-6.80	PVC	-7.49	棉纱	0.22

资料来源：Wind 中信期货研究所

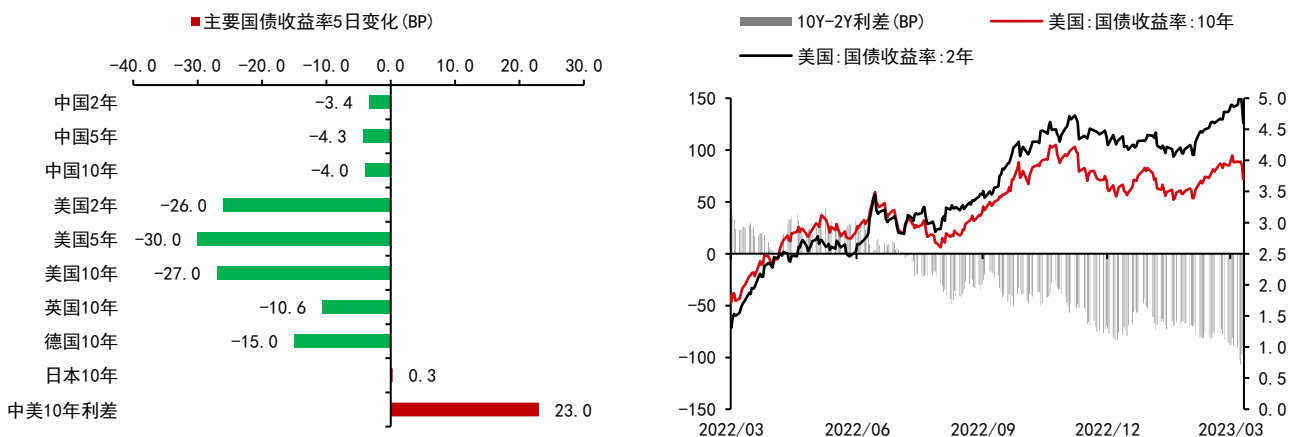
四、海外金融市场跟踪

图表19：全球股票市场



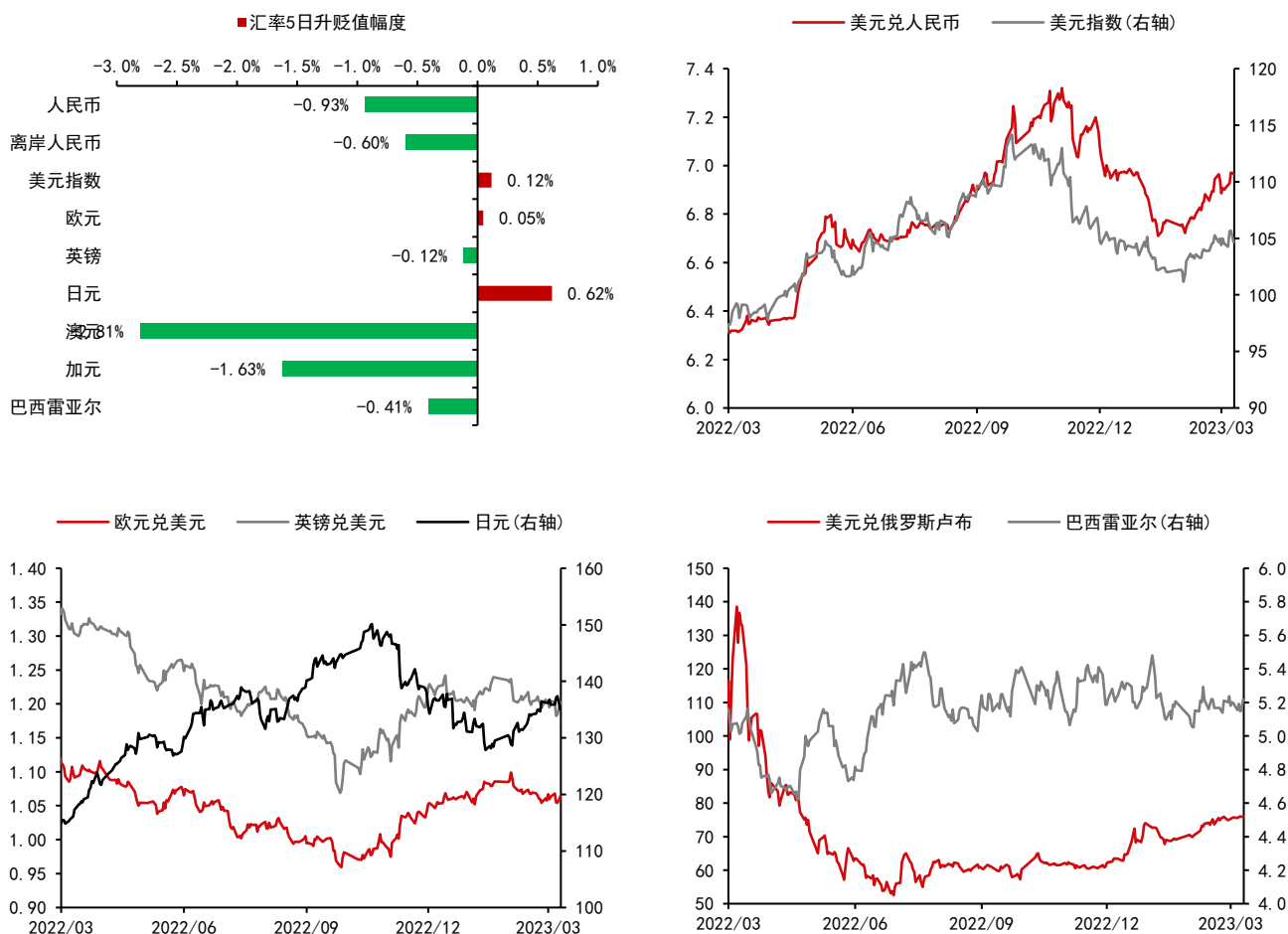
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表20：全球债券市场



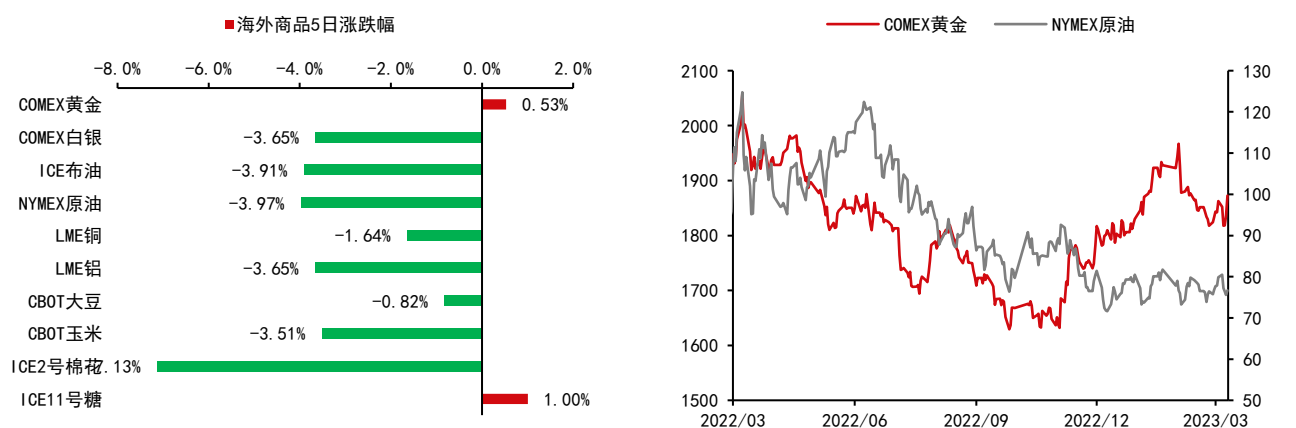
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表21：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表22：海外商品



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

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、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>