

硅谷银行事件扰动资本市场

观点

1、尽管硅谷银行事件短期会对市场情绪带来干扰，但由于事件本身扩散的风险有限，预计随着事件得到妥善处置，市场情绪将很快恢复。后续仍将回归中国经济复苏+海外通胀下行是的主要交易逻辑。2月社融数据超预期回升，表明政策发力+疫后修复的内生动力较强，经济复苏趋势得到确认，预计内需将逐步回升。海外方面，美国非农数据显示，尽管美国劳动力市场短期仍强劲，但边际上有所放缓，尤其是薪资增速对服务业通胀韧性的支撑或将边际转弱，基准情形下认为3月FOMC将只加息25BP。

核心逻辑

(1) 本周国内商品指数震荡走弱，受美联储主席在国会作证时发表鹰派言论的影响，市场风险偏好回落，工业品、农产品同步走弱。

(2) **美国多事之秋扰动市场神经。**1) 3月10日硅谷银行宣布破产倒闭，FDIC宣布接入接管，美国市场反应剧烈。**市场担忧风险可能蔓延至其他大型银行或金融机构从而造成更大的风险，但目前来看该风险比较小。**由于市场短期的应激反应，对各类资产有一定的负面影响，后续事件顺利得到处理后，市场情绪将得到平复。2) 2月美国新增非农就业人数超预期表明劳动力需求仍然强劲。但失业率与劳动参与率同步上行，表明劳动力供给开始修复，薪资增速进一步回落则预示着薪资增速对服务业通胀韧性的支撑或将边际转弱。不过，非农数据公布后并未造成过大的波动，硅谷银行事件成为主导日内市场走势的决定性力量。**硅谷银行事件提示美联储在利率 higher for longer 环境下金融体系可能存在一定的脆弱性，美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。基准情形下，我们预计3月FOMC将再次加息25bp，同时也需要关注硅谷银行事件会否制约联储的紧缩步伐。**

(3) **复苏进行时，社融透暖意。**2月份M2同比增速继续上行至12.9%，社融增速触底反弹至9.9%，高于今年1月和去年12月的增速水平。2月社融总量好于市场预期，结构也出现了好转的迹象，但隐忧仍存，主要是居民部门的贷款恢复偏慢，居民仍倾向于增加存款。历史经验来看，金融数据整体和同期的PMI、通胀数据具有较高的配合度，显示经济复苏中存在波动，但复苏趋势不改。尽管两会对政策的定调偏稳，但经济自身修复的动能较强，国内经济二季度大概率延续疫后修复进程。

宏观·周度报告

2023年3月12日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 复苏进行时，社融透暖意

中国 2 月社会融资规模增量 31600 亿人民币，前值 59840 亿人民币。中国 2 月新增人民币贷款 18100 亿元，前值 49000 亿元。中国 2 月货币供应量 M2 同比 12.9%，前值 12.6%。中国 2 月 M1 货币供应同比 5.8%，前值 6.7%。中国 2 月 M0 货币供应同比 10.6%，前值 7.9%。

1) **社融同比保持高增，企业信贷和政府债券是主要的贡献。** 2 月新增社融 3.16 万亿，同比多增 1.95 万亿，创历史同期新高。从分项来看，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.82 万亿，同比多增 9241 亿，是 2 月社融的主要贡献项之一；政府债券净融资额继续升至 8138 亿，同比显著多增 5416 亿，也对社融回升形成支撑；企业债券净融资 3644 亿，同比多增 34 亿；境内股票融资 571 亿，同比少 14 亿。此外，在非标中。委托贷款同比由多增转为多减 3 亿，信托融资同比由少减转为多增 817 亿，未贴现承兑汇票同比由少增转为少减 4158 亿。

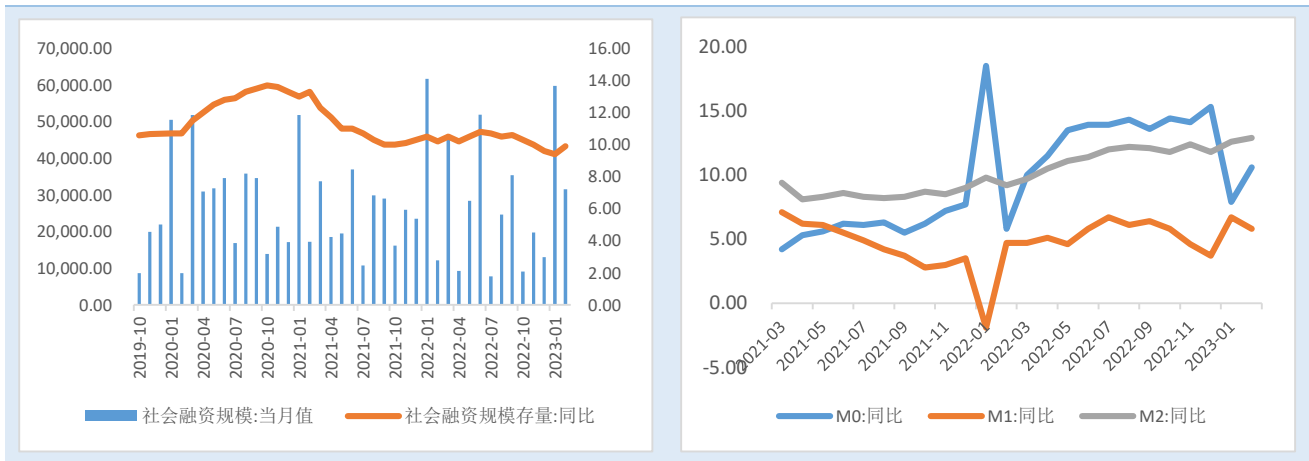
2) **内生需求增加，企业贷款仍在高位。** 2 月新增人民币贷款 1.81 万亿，同比多增额回落至 5928 亿。其中，居民部门贷款增加 2081 亿，同比由少增转为多增 5450 亿，居民短期贷款贡献相对较多，而居民中长贷也有一定程度的改善；企业部门贷款增加 1.61 万亿，同比多增额有所回落，短期贷款同比多增 1674 亿，中长期贷款同比多增 6048 亿，仍是企业贷款的主要拉动项。

3) **社融与 M2 增速双双上行。** 受去年同期基数较低因素的影响，2 月份 M2 同比增速继续上行至 12.9%，财政存款同比少增 1444 亿，居民部门存款同比多增 1.1 万亿，企业部门存款同比多增约 1.15 万亿。2 月份 M1 增速录得 5.8%，较上月下行 0.9 个百分点。2 月社融增速触底反弹至 9.9%，高于今年 1 月和去年 12 月的增速水平。

总的来看，2 月社融总量好于市场的预期，结构也出现了好转的迹象，但隐忧仍存，主要是居民部门的贷款恢复偏慢，居民仍倾向于增加存款。历史经验来看，金融数据整体和同期的 PMI、通胀数据具有较高的配合度，显示经济复苏中存在波动，但复苏趋势不改。尽管两会对政策的定调偏稳，但经济自身修复的动能较强，国内经济二季度大概率延续役后修复进程。

图表 1：社融增速延续回升

图表 2：M2 增速继续上行



数据来源: Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 国家发改委提交《关于 2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划草案的报告》

3 月 5 日, 国家发展和改革委员会提请十四届全国人大一次会议审查《关于 2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划草案的报告》。计划草案报告对国民经济和社会发展计划, 做出去年总结和今年工作的部署。

计划草案提出十点主要任务: 一、巩固拓展抗疫成果, 提升城乡医疗卫生水平, 推进健康中国建设; 二、扩大国内需求, 释放消费潜力, 扩大有效投资, 推进重大基础设施建设; 三、加快建设现代化产业体系, 提升产业链供应链韧性和安全水平, 加快发展高水平科技、数字经济, 加快产业结构、产业链供应链升级; 四、深化重点领域和关键环节改革, 构建高水平社会主义市场经济体制; 五、全面推进乡村振兴; 六、促进区域协调发展, 推进以人为核心的新型城镇化; 七、推进高水平对外开放, 推进贸易强国建设, 做好利用外资和境外投资工作, 推动共建“一带一路”高质量发展; 八、推进生态优先、节约集约、绿色低碳发展; 九、夯实国家和社会稳定基础; 十、完善民生政策, 稳就业、增收入、稳价格, 加快建设完善高质量教育体系、社会保障体系、公共服务体系。

此外, 3 月 6 日国家发展改革委副主任李春临表示, 消费是经济增长的持久动力, 今年将进一步强化能源等大宗商品、重要民生商品的保供稳价。随着疫情影响降低, 我国经济有望以消费为中心稳定提振。

(2) 财政部提交《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》

3 月 5 日, 财政部提请十四届全国人大一次会议审查《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》。2023 年财政收支政策主要从扩大内需、建设现代化产业体系、增强企业活力、乡村振兴、绿色低碳、民生保障以及发展和安全方向加力, 与 2022 年的提法相比, 今年财政对稳投资促消费将有所加力, 今年中央预算内投资安排 6800 亿元, 较去年增加 400 亿元。

从 2023 年的预算安排来看，收入方面，全国一般公共预算收入 217300 亿元，增长 6.7%，中央和地方本级一般公共预算收入分别为 100165 亿元和 117135 亿元分别增长 5.6%和 7.6%，地方财政或有较快恢复性增长，中央对地方转移支付 100625 亿元，增长 3.6%，剔除专项转移支付后增长 7.9%，转移支付仍保持较大规模。支出方面，全国一般公共预算支出 275130 亿元，增长 5.6%，教育、社会保障和就业、外交国防、文旅传媒及灾害防治、债条付息、卫生健康的支出占比较去年有所提升。其中，中央本级支出 37890 亿元，增长 6.5%，重点保障教育、科技等领域，地方支出 236740 亿元，增长 5.2%。一般公共预算赤字 38800 亿元，比 2022 年增加 5100 亿元，增量赤字全部由中央财政贡献，地方赤字保持平稳，体现出中央财政发力的特点。

政府性基金预算收支方面，收入安排为 78169.9 亿元，增长 0.4%，增速由去年实际下降 20.6%转为小幅增长，意味着财政预计今年地方土地收入或逐步企稳。政府性基金预算支出为 117962.99 亿元，增长 6.7%。另外，由于国有企业净利润下降，全国国有资本经营预算收入 5358.4 亿元，下降 5.8%，而预算支出为 3468.81 亿元，增长 2.2%。

1.3 海外多事之秋扰动市场神经

(1) 鲍威尔发表鹰派言论

北京时间 3 月 7 日晚，美联储主席鲍威尔在国会作证时强调联储面对依旧持续紧张的核心服务通胀，可能会选择加快加息步伐，鹰派程度远超此前市场预期，风险资产应声下跌。市场调高终端利率预期至 5.65%，已经开始计价 3 月 22 日 FOMC 会议加息 50BP 的可能性，停止加息时点也从此前的预期今年 6 月份逐步切换至预期今年 10 月份。

实际上，自从 2 月份超预期非农数据以来，市场开始认识到本轮美国经济的韧性反倒成为后续通胀顺畅回落的阻碍，对前期联储能顺利进行货币政策转向、进而避免经济出现衰退的乐观情绪开始出现反复。联储再度放鹰使得今年美债利率持续高位的可能性大大增加，金融条件持续收紧下将增加美国企业资本开支压力，加大美国经济衰退的可能性。

(2) 硅谷银行事件冲击资本市场

事件：3 月 9 日，硅谷银行（SVB）宣布出售 210 亿美元资产并遭受 18 亿美元损失，并计划通过出售普通股和优先股以筹资 22.5 亿美元，引发市场恐慌。3 月 10 日硅谷银行宣布破产倒闭，FDIC 宣布接入接管，美国市场反应剧烈。本次风险事件的本质主要是因为因利率上升而导致的银行流动性危机：SVB 为满足客户提取资金的需求，选择折价出售资产，但这一行为也引发市场对该银行偿付能力的质疑，最终加剧挤兑，引发市场波动。面对金融风险，美国加州金融保护和创新部（DFPI）和美国联邦存款保险公司（FDIC）已宣布关闭并接管 SVB。

硅谷银行（SiliconValleyBank, SVB）在全美银行中排名第 20，因起源于硅谷而得名，主要同风险程度较高的初创公司开展业务往来。疫情后美联储采取了极度宽松的货币政策，市场流动性充足，各类初创企业融资渠道畅通，企业选择将资金存入硅谷银行，硅谷银行的存款有了较快增长。由于利率水平较低，该银行选择将相关的资产配置到久期比较高的美债和 MBS 上，以获得相对收益。但 2022 年后美联储快速加息，利率环境发生改变。初创公司融资变难、变贵，为了公司的正常运营，他们选择从该银行取出存款。存款的持续流出使得该行的流动性水平下降，但该银行资产端多数是长久期的资产，且在美联储快速加息下，短期的拆借利率比较高。在此背景下，其流动性风险逐渐暴露。

硅谷银行为了收回流动性，出售了约 210 亿美元的资产，并产生了税后 18 亿美元的亏损，并宣布进行新一轮筹资。其本意为改善自身流动性及资产负债状况，但市场担心该银行的借短买长策略在当前高利率的环境下可能无法持续，其亏损可能继续增多。此外很多科技公司的存款并不受存款保险制度保护，最终引发市场恐慌。在同可能的投资者谈判失败后，为防止风险蔓延引发更大恐慌，加州金融保护与创新部（DFPI）关闭了硅谷银行，美国联邦存款保险公司（FDIC）介入成为接受方，并处理后续存款保险事宜。

事件的发展及影响：市场担忧风险可能蔓延至其他大型银行或金融机构从而造成更大的风险，但目前来看，该风险比较小，主要原因一是，硅谷银行的客户比较集中在风险较高的初创企业，与其他金融机构的业务往来比较有限，风险传导的风险较小；二是，美国金融部门的杠杆率相对较低，资本充足率较高，发生大规模的债务危机可能性较低；三是，美联储 ONRRP（隔夜逆回购工具）资金量仍然较多，FRA-OIS 利差已处于较低位置，显示目前美国整体流动性较为充裕；四是，美国相关金融监管部门及时介入，有助于对相关风险进行有效的处置和隔离，阻止恐慌情绪进一步蔓延。

当然，由于市场短期的应激反应，情绪或受到一定的冲击，对各类资产有一定的负面影响，后续事件顺利得到处理后，市场情绪将得到平复。在风险事件没有进一步发酵扩大的情况下，预计美联储介入的可能性较小，更多的可能是对相关事件保持一定程度的关注。不过，硅谷银行事件仍然提示美联储在利率 higher for longer 环境下金融体系可能存在一定的脆弱性，美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。

（3）美国非农数据好坏参半

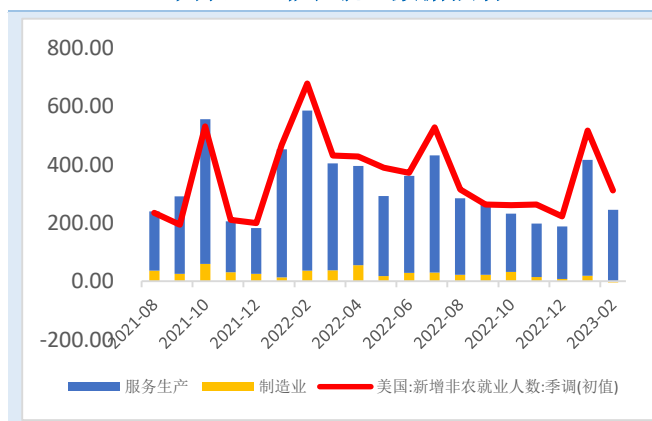
2 月美国就业表现再超市场预期，新增非农就业 31.1 万，市场预期 22.5 万；失业率 3.6%，市场预期 3.4%；劳动参与率 62.5%，市场预期 62.4%；平均时薪环比增速 0.2%，市场预期 0.3%，同比增速 4.6%，低于市场预期。

1) **新增非农数据超预期反映了就业市场仍然具有韧性。**从行业来看，服务业中的休闲酒店业、医疗保健品业和零售业新增就业分别为 10.5 万、6.3 万和 6.0 万，占 2 月非农新增就业的 73%；商品相关的行业中，建筑业新增就业为 2.4 万，而制造业新增就业下降 0.4 万。

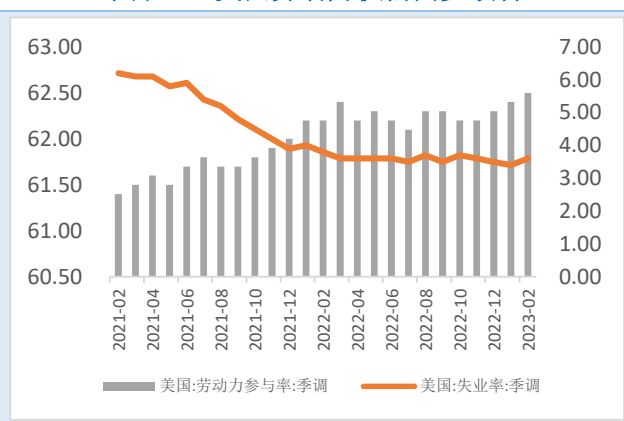
2) 劳动参与率回升与薪资增速放缓反映了美国就业供需均有回升。2月劳动参与率回升0.1个百分点至62.5%，为疫情以来的最高水平；失业率回升0.2个百分点至3.6%，仍然位于较低水平。2月平均时薪环比增速从1月的0.3%放缓至0.2%，低于市场预期的0.3%。劳动参与率与平均时薪反映美国“劳工荒”边际缓解，与近期首次申领失业金人数的超预期回升以及1月岗位空缺高位回落的趋势一致。不过，非农职位空缺人数与待业人口之比仍然高企，2023年1月录得190.1%，接近历史高点，大幅高于2005-2019年平均水平58.1%，这意味着在美国劳动市场仍然紧张的情况下，工资增速能否维持放缓趋势存在不确定性。

总体上来看，2月美国新增非农就业人数仍超预期，表明劳动力需求仍然强劲。但失业率与劳动参与率同步上行，表明劳动力供给开始修复，美国劳动力市场“紧平衡”或在供需匹配过程中逐步缓解。薪资增速进一步回落则表明劳动力市场预期已实质性转冷，薪资增速对服务业通胀韧性的支撑或将边际转弱。不过，非农数据公布后并未造成过大的波动，硅谷银行事件成为主导日内市场走势的决定性力量。硅谷银行事件提示美联储在利率 higher for longer 环境下金融体系可能存在一定的脆弱性，美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。基准情形下，我们预计3月FOMC会加息25bp，同时也需要关注硅谷银行事件是否制约联储的紧缩步伐。

图表 3：非农就业数据强劲



图表 4：美国劳动力供需同步改善



数据来源：Wind

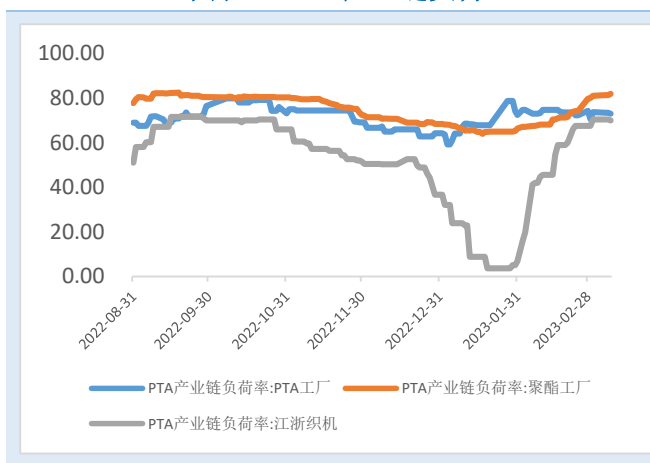
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产逐步恢复

化工：需求有所改善，开工率逐步恢复。需求方面，聚酯产业链多数产品价格上涨，涤纶 POY 价格、PTA、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳步回升，其中，PTA 开工率持稳于 73%，聚酯工厂负荷率升至 81%，江浙织机稳步复产，负荷率小幅升至 70%。

钢铁：生产稳步回升，需求逐步改善。全国高炉开工率本周上升 0.93 个百分点至 82.0%。目前钢厂盈利有所改善，开工率稳步回升。本周钢联数据显示，钢材产量继续回升，表需大幅改善，总库存继续去化。下游加快复工复产，实际需求出现了季节性回升，下游实际成交逐步回暖。

图表 5：PTA 产业链负荷



图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

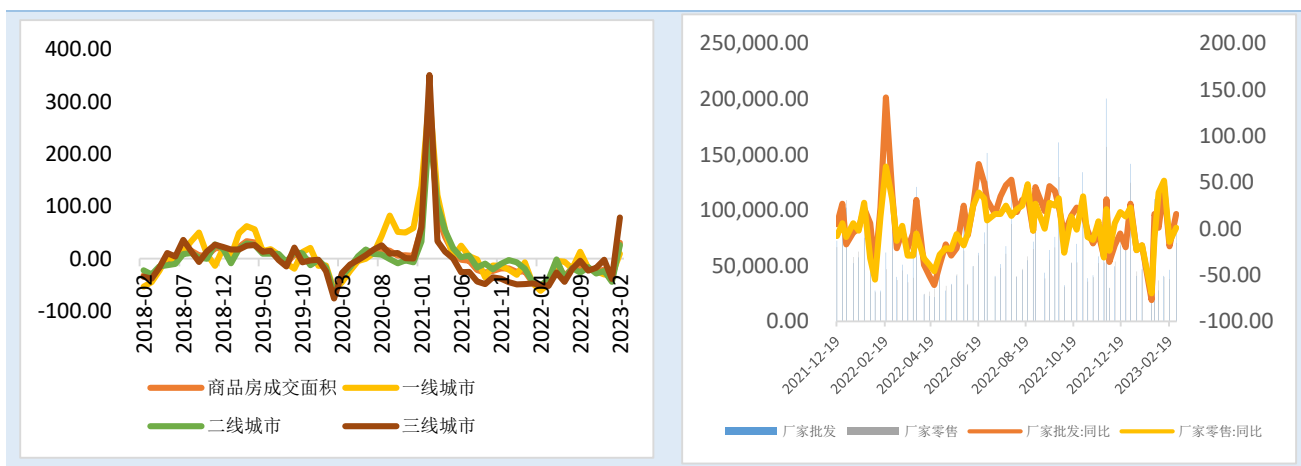
2.2 地产销售周环比下降，乘用车销售表现回暖

房地产销售周环比下降。截至 3 月 8 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周下降 22.15%，按均值计，3 月环比上升 7.36%，同比上升 17.23%，一、二、三线城市 3 月同比增速分别为 15.05%、13.10%和 29.40%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-55.77%，一、二、三线城市环比增速分别为-85.01%、-59.53%和-52.34%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 3.79%，其次是三线城市为 0.20%，最后是一线城市，为 0.0%。

乘用车销售表现回暖。根据乘联会数据，2 月第四周日均零售 7.05 万辆，同比去年上升 1.00%，环比上月同期增长 4.21%。2 月市场零售 129.70 万辆，同比去年增长 19.50%，较上月同期下降 10.24%。疫情后消费者购新能源车刚需小幅下降，叠加油价不太高，春节后燃油车市场下降的速度放缓，有望形成较好的开门红增长。

图表 7：30 大中城市地产销售：月：同比

图表 8：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

三、 物价跟踪

(1) **本周食品价格走势继续走低。**本周蔬菜均价环比跌 3.14%，猪肉价格止跌回升，本周猪肉均价环比上涨 0.19%。

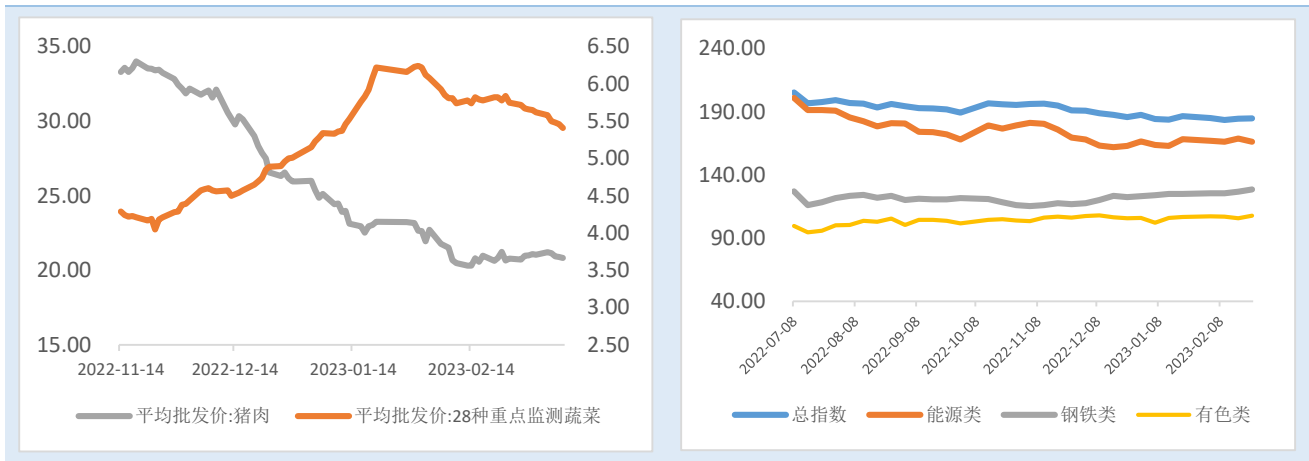
国家统计局发布的最新数据显示，中国 2 月 CPI 同比 1%，预期 1.9%，前值 2.1%。2 月 CPI 环比-0.5%，预期 0.2%，前值 0.8%。中国 2 月 PPI 同比-1.4%，预期-1.3%，前值-0.8%。2 月 PPI 环比持平，前值为-0.4%。

(2) **2 月 CPI 明显回落，后续或温和回升。**2 月 CPI 同比、环比增速均较 1 月明显回落，食品和非食品价格同步回落，除了春节因素导致食品和服务价格出现季节性回落之外，内需不足也是重要的原因，实际上，1-2 月进口增速降幅较大也同样映射出当前内需依旧不足，尤其是工业领域的需求仍有待恢复。往后看，在春节等季节性因素消除后，由于猪肉等食品供需矛盾并不突出，食品价格波动或减小，此外，猪价高基数的影响或拉低 CPI 同比的读数。政府工作报告明确今年的 GDP 目标增速为 5%，强调了实施扩大内需的战略，预计后续内需有望逐步改善，服务业、工业消费品等非食品价格或有一定的上涨风险。综合来看，年内通胀或温和回升，压力可控。

(3) **PPI 同比增速年内有望转正，全年前低后高。**尽管随着国内经济复苏预期的改善，部分工业品率先反弹，但内需改善幅度有限，尤其是工业领域的需求有待恢复，现阶段企业仍在主动去库，工业品价格反弹高度受限。往后看，随着扩大内需战略的不断推进，内需将逐步得到改善，企业或由去库转为补库，进而推动工业品价格回升，不过，海外主要经济体随着加息的不断推进，经济下行风险仍然较大，这压制了商品整体反弹的力度。总的来看，在需求“内强外弱”的大背景下，工业品价格上下空间均有限，后续 PPI 同比增速将在基数的影响下逐步回升并转正，但力度不会太大，节奏上前低后高。

图表 9：食品价格多数回落

图表 10：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎