



2023年3月19日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



国内经济开局平稳复苏，全球避险情绪仍在发酵

内容提要

上周宏观主要矛盾在于海外银行风险事件下避险情绪的快速升温，且风险一度向美国签名银行、第一共和银行等中小银行、以及欧洲瑞士信贷蔓延，全球风险资产明显承压，美债、黄金大幅上涨，美股、美元回调。我们认为个案风险不存在大面积复制和传递的基础，且政府应对都较为积极，不至于引发系统性风险。预计随着银行风险事件的逐步缓和，未来主线逻辑仍在于美联储货币政策的交易，不过美联储持续加息背景下，中小银行流动性的脆弱性仍是风险来源，短期仍需警惕风险事件的蔓延，市场风险偏好将继续受到制约，资产价格仍处于高波动阶段。考虑到未来金融稳定或将成为美联储加息进程中的权衡因素之一，3月加息25bp或成为大概率情形。

而国内方面，1-2月经济数据显示经济开局平稳复苏，靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能，不过两会经济增长目标低于预期下市场对未来政策空间预期减弱。叠加全球避险情绪的升温，国内股市跟随回调，债市小幅上涨，大宗商品价格多数下跌，尤其以海外定价为主的原油和有色价格走势偏弱，原油价格跌破70美元的支撑位，领跌国内以原油为成本的化工系的商品，国内黑色系商品价格相对偏强但高位回调。

央行周五晚间宣布降准0.25个百分点，一方面是在年初以来实体信贷需求的回暖、银行加大放贷力度、中长期资金需求回升的背景下，为银行补充低成本长期的资金，稳定银行负债端；另一方面在二十大开局之年、叠加内外部不确定性下，稳增长关键阶段仍需货币政策的保驾护航。而海外银行风险事件频发，美联储持续加息的背景加剧海外金融体系的风险，短期风险仍未平息下国内降准也体现了央行的提前应对，稳固国内经济复苏基础。我们认为年后政治局会议的政策定调以及两会经济增长目标低于预期，都体现了政策对高质量和可持续性增长的诉求，弱化经济增速的目标。大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和，政策或进入对经济修复成色的观察期。短期风险在于2季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。

从高频数据看，1) 居民出行活动继续维持高位；2) 上周地产销售小幅回暖，关注积压需求释放后销售改善的持续性；3) 各行业开工率升势减缓，生产端整体向好；4) 避险情绪主导下工业品价格纷纷下跌，海外定价的原油价格跌幅尤甚；5) 农产品价格指数小幅回落，猪价偏弱震荡。

资产价格方面，近期宏观主要矛盾仍在于海外，银行风险事件的蔓延带来市场风险偏好的下降、以及美联储货币政策调整的不确定性，风险资产价格短期压力有所加大。随着后续扰动逐步减弱后，国内资产价格的主线或仍将回到经济复苏的节奏中。降准对银行中长期流动性形成一定补充，短期资金面支持下对短端利率存在一定利好，但跨季资金面波动仍是扰动。而中期来看，降准作为补缺工具意义不大，并不代表货币政策稳健取向的转变，且经济复苏下增长中枢逐步抬升，降准对债市影响有限，短期震荡格局仍难打破。而对于股市来说，前期震荡调整反映了两会经济增速目标低于预期下市场对经济修复斜率和政策预期有所下修、以及近期海外风险事件的扰动。往后看，降准时点超预期落地下或对市场预期有所修正，有望一定程度上抬升市场的风险偏好，经济修复趋势下股市中期向上方向不改。

风险提示

政策力度不及预期，硅谷银行事件发酵超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、经济开局平稳复苏，关注顺周期动能修复

1-2月经济数据再度验证经济疫后修复的进程，除生产端仍受到一定疫情尾端的扰动外，消费和投资整体增速均高于预期。整体看，靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能，同时经济的顺周期力量也在疫后显现一定的修复特征。消费同比增速重回正值区间，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复，餐饮消费回升较快。基建和制造业仍是支撑投资端的主要动能，也符合年初基建项目开复工较快的高频数据特征；房地产投资则延续降幅快速收窄，但仍弱于去年年初表现，年初房建项目开工依然受制于资金到位不足的扰动。尽管2月二手房市场明显回暖，但在前期积压需求消化后需求端能否持续修复仍存在较强不确定性。

总的来看，当前经济处在疫后修复的前半程，体现为环比增速的快速爬坡过程，但内生动能尚在修复阶段，同比增速与潜在增速仍有距离。往后看，通常经济将经历1-2个季度的疫后脉冲式修复阶段，更多地体现为场景恢复和积压需求的释放。而后内生动能的修复将成为经济复苏的主要动力，经济环比增速逐步减弱，同比增速继续向潜在增速回归。因此后续就业和消费仍是内生动能的关键，作为吸纳中低收入群体就业的主力，地产的修复仍是后续经济复苏动能的重要观测指标。

年后政治局会议的政策定调以及两会经济增长目标低于预期，都体现了政策对高质量和可持续性增长的诉求，弱化经济增速的目标，而强调就业的政策抓手，把恢复和扩大消费摆在优先位置。因此，大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和，政策或进入对经济修复成色的观察期。短期风险在于2季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。

图 1: 宏观经济热力图 (%)

指标	同比	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
工业增加值	当月同比%	2.4	#N/A	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9
固定资产投资		5.5	#N/A	3.2	0.7	4.3	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8
基建(不含电力)		9.0	#N/A	14.3	10.6	9.4	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0
基建		12.2	#N/A	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3
房地产		-5.7	#N/A	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1
制造业		8.1	#N/A	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4
社消零售		3.5	#N/A	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1
出口金额		-6.8	#N/A	-9.9	-9.0	-0.3	5.6	7.4	18.1	17.1	16.4	3.5
进口金额		-10.2	#N/A	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	0.0	1.6	0.0	3.5	0.1
CPI		当月同比%	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1
PPI	当月同比%	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0
M1	%	5.8	6.7	3.7	4.6	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1
M2	%	12.9	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5
社融	存量同比%	9.9	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2
失业率	城镇调查	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1

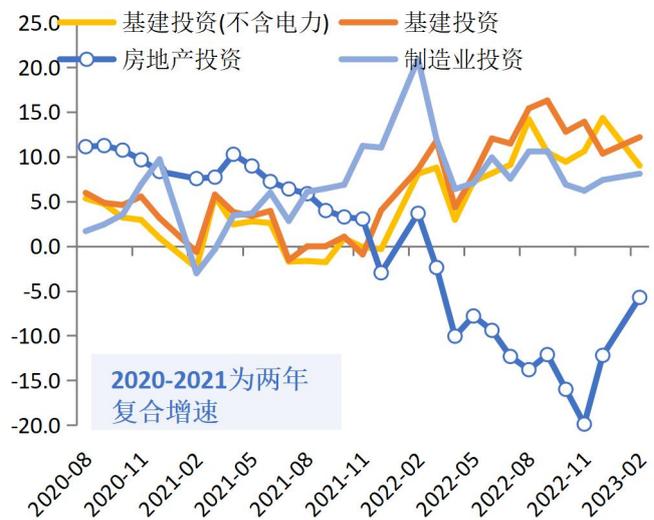
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 顺周期需呈现疫后修复特征 (%)



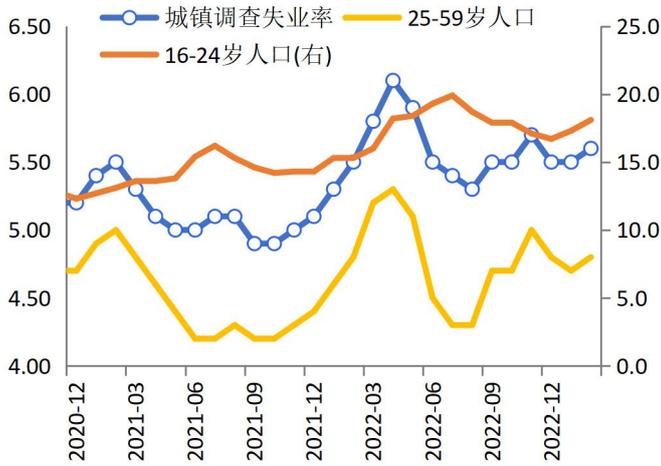
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 地产投资降幅收窄, 基建和制造偏强 (%)



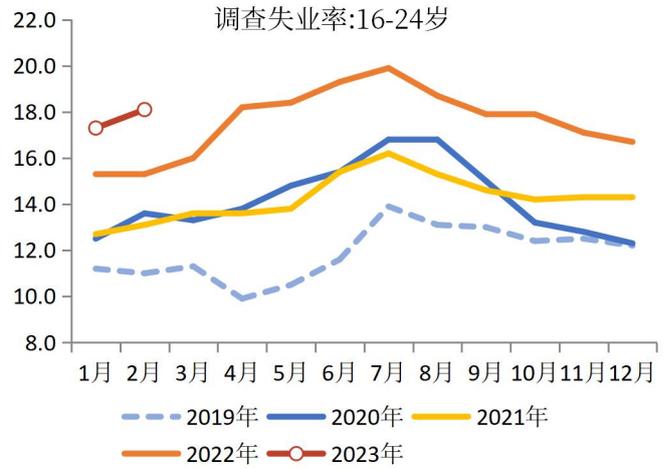
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4：经济修复早期阶段就业仍然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率仍高于往年同期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

● 央行意外时点降准怎么看？

3月17日，人民银行发布公告，决定于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。

此次央行降准0.25个百分点，印证我们之前所说的经济处在潜在增速修复的过程中，货币政策的整体思路还是稳健偏松的，在流动性缺口出现的时候，降准作为中长期流动性补缺工具还是有一定必要性的，而且大概率幅度上是0.25个百分点的小步走，降准作为补缺工具意义不大。整体看降准本身并不意外，但时点上选择在MLF到期续作后，确实略超市场预期。

我们认为此次降准出台或出于以下几点考虑：一方面年初以来实体信贷需求的回暖叠加银行加大放贷力度，超储率下降下银行对中长期资金需求回升，降准可以为银行补充低成本长期的资金，稳定银行负债端并支持后续信贷投放。另一方面，在二十大开局之年，经济仍处在修复过程中，通胀下半年仍有远忧，内外部不确定性仍然较多，稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航。同时近期海外银行风险事件频发，美联储持续加息

的背景加剧海外金融体系的风险，短期风险仍未平息下国内降准也体现了央行的提前应对，稳固国内经济复苏基础。

在中旬 MLF 到期续作后，此时选择降准更多体现的是在 3 月信贷投放大月以及季末考核下，稳定跨季流动性的意图。降准可能对周一 LPR 报价利率下调存在一定意义，可能受到银行资金成本有所降低的传导。不过 LPR 利率下调的关键还是在于报价行平均报价利率是否累积到一个步长（5bp）的距离。

对于资产价格来说，降准对银行中长期流动性形成一定补充，短期资金面支持下对短端利率存在一定利好，但跨季资金面波动仍是扰动。而中期来看，降准作为补缺工具意义不大，并不代表货币政策稳健取向的转变，且经济复苏下增长中枢逐步抬升，降准对债市影响有限，短期震荡格局仍难打破。而对于股市来说，前期震荡调整反映了两会经济增速目标低于预期下市场对经济修复斜率和政策预期有所下修、以及近期海外风险事件的扰动。往后看，降准时点超预期落地或对市场预期有所修正，有望一定程度上抬升市场的风险偏好。

二、海外经济跟踪

上周美国硅谷银行引发的风险事件是海外宏观逻辑的主导，且风险一度向美国签名银行、第一共和银行等中小银行、以及欧洲瑞士信贷蔓延，市场避险情绪快速升温，风险资产明显承压，美债、黄金大幅上涨，而美股、美元回调。

我们认为个案风险不存在大面积复制和传递的基础，不至于引发系统性风险。硅谷银行风险事件有其发生的特殊性，其负债端集中于科技公司和初创公司的活期存款，而资产端则大规模投向了长久期固收资产，资产和负债的久期极限错配、以及负债端的

稳定，是触发风险的主因。

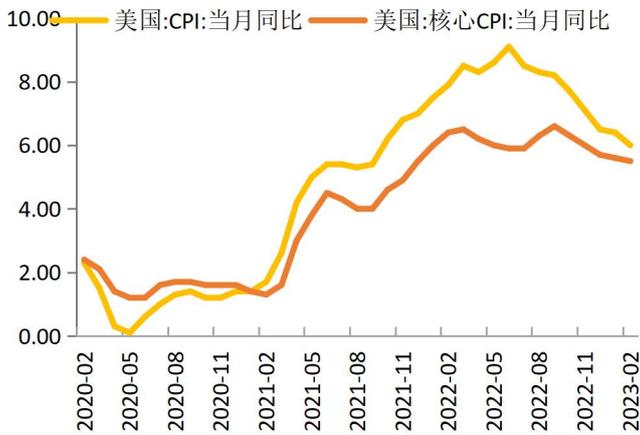
同时此次风险事件政府应对较为快速积极，1) 美国财政部、美联储、美国联邦存款保险公司联合“救市”，宣布从3月13日开始，硅谷银行储户可以提取账户里的所有资金，处置硅谷银行所导致的任何损失均不需要纳税人承担。同时美联储宣布新的紧急银行定期融资计划，美国财政部将从“外汇稳定基金”中拨款250亿美元支持该计划。2) 华尔街大型银行将向第一共和银行存入300亿美元，美国财政部、美联储、美国联邦存款保险公司、美国货币监理署发表联合声明，美联储随时准备向符合条件的机构提供流动性。3) 瑞士央行、瑞士金融市场监管局就市场不稳定发表声明。瑞士央行表示，如有需要，将向瑞士信贷集团提供流动性支持。瑞士信贷也宣布将向瑞士央行借款至多500亿瑞士法郎以增强流动性。

预计随着银行风险事件的逐步缓和，未来主线逻辑仍在于美联储货币政策的交易，不过美联储持续加息背景下，中小银行流动性的脆弱性仍是风险来源，短期仍需警惕风险事件的蔓延，市场风险偏好将继续受到制约，资产价格仍处于高波动阶段。考虑到未来金融稳定或将成为美联储加息进程中的权衡因素之一，3月加息25bp或成为大概率情形。

从数据来看，美国2月份CPI较1月份上涨6%，符合市场预期，核心CPI环比增长0.5%，略高于经济学家的预期，而核心同比增长5.5%也符合预期。美国2月CPI数据增速较1月继续回落，一定程度上缓解了美联储当下面临的压力。不过除住房外的核心服务增长了0.43%。这是自9月以来的最高水平，显示核心服务通胀仍是最具韧性的部分，控通胀道路仍未结束。

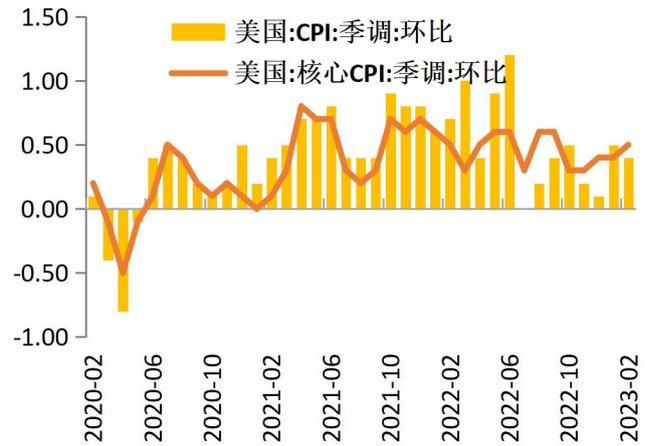
美国2月份PPI环比下降0.1%，预估为0.3%，前值为0.7%；同比增长4.6%，预估为5.4%，前值为6.0%。美国2月零售销售环比下降0.4%，预估为下降0.4%，前值为增长3.0%。

图 6: 美国 CPI 数据 (%)



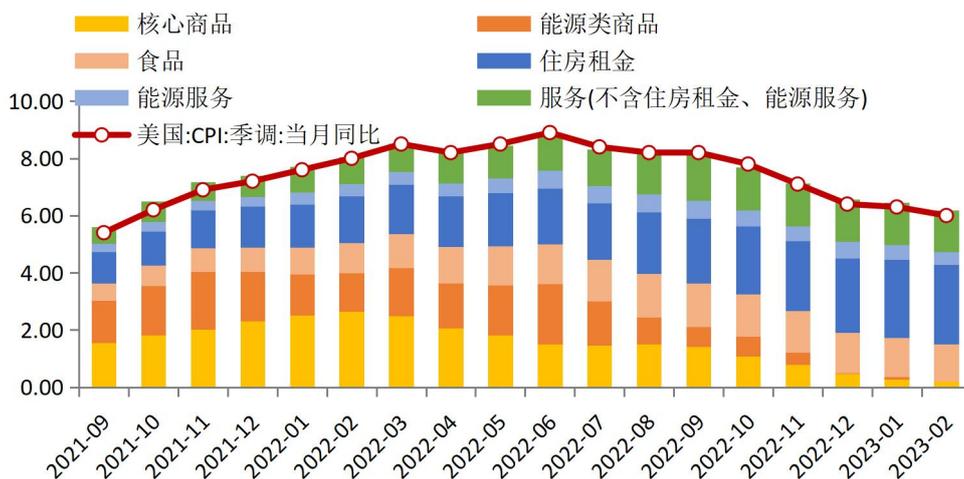
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: CPI 环比再度加快 (%)



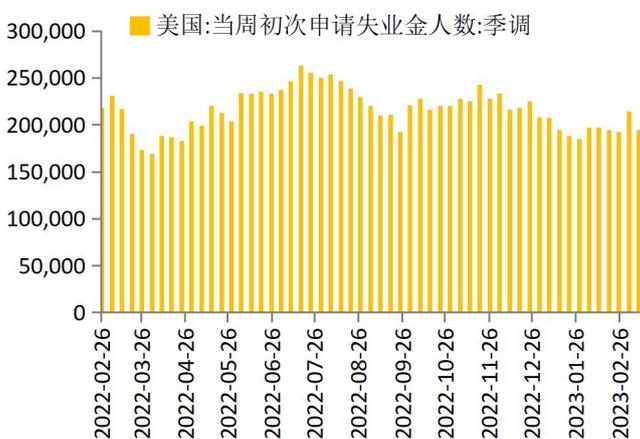
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: CPI 分项同比拉动 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 美国当周初请失业金人数 (人)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 美国新增非农就业人数 (千人)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 美欧差值 VS 美元指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



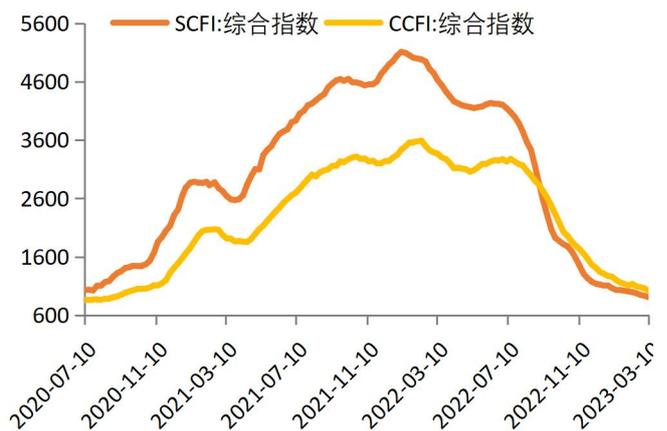
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 运价指数



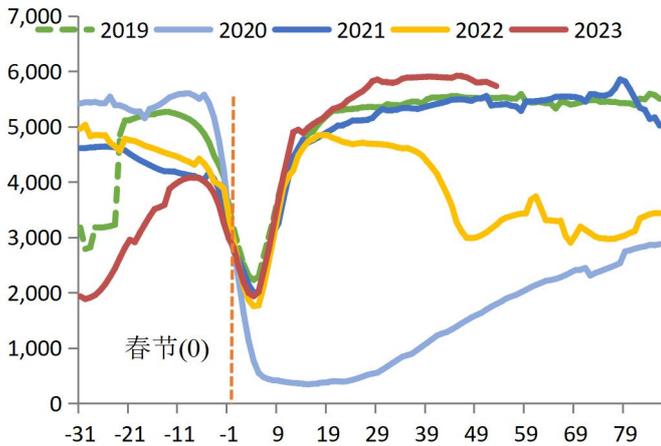
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济高频观察

1. 居民出行活动继续维持高位

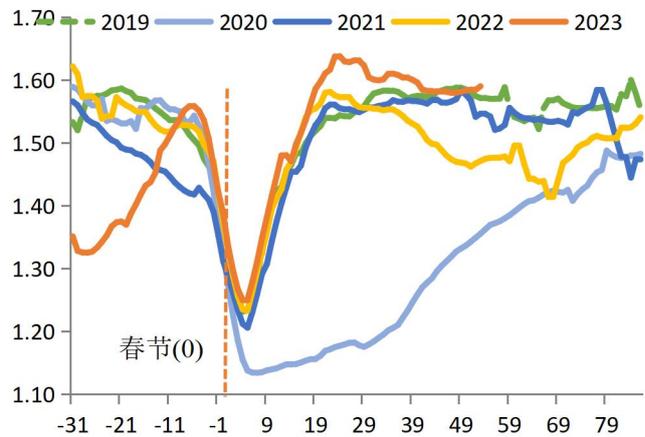
居民生活半径与出行活动维持高位, 主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数维持高于疫情前水平。近期国内执行航班也有所回升, 显示跨区域活动仍然保持较高水平。

图 15: 10 个主要城市地铁客流量 (万人次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 全国拥堵延时指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 国内执行航班(不含港澳台) (架次)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 国内执行航班(不含港澳台) (架次, %)



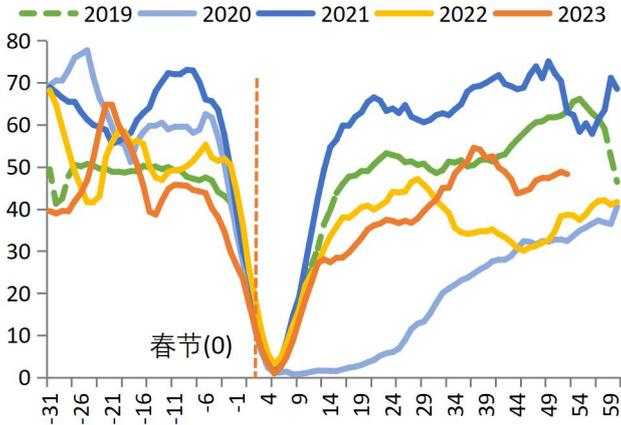
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 需求: 上周地产销售小幅回暖, 关注积压需求释放后销售改善的持续性

上周 30 城商品房成交小幅回暖, 截至 3 月 15 日, 30 大中城市商品房月内日均销售面积为 46.16 万平方米 (上周均值 43.34, 2 月为 40.37 万平方米), 同比增速录得 24.9% (上周 17.2%, 2 月为 32%)。二手房住宅成交面积企稳回暖, 处在农历同期偏高位置。

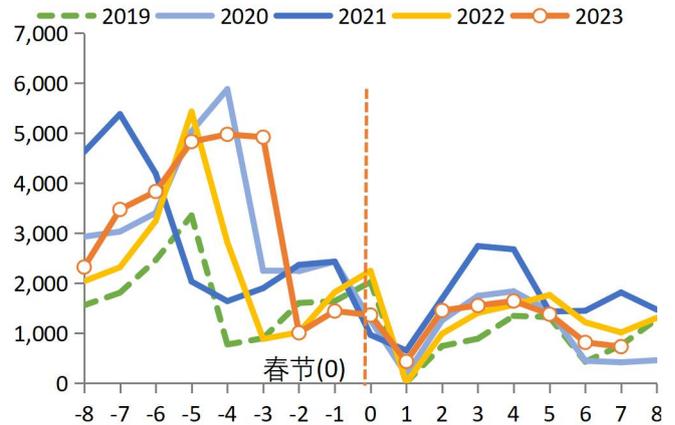
往后看, 在前期积压需求的释放后, 未来需求能否持续恢复仍是关注重点, 这也是地产产业链能否实现良性循环的关键。从政策角度看, 两会报告未提及“房住不炒”并增加“支持改善性住房需求”, 地产基调整体偏宽松, 但继续强调“防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债表状况”、“防止无序扩张”, 防风险下“因城施策”或仍是方向, 一二线城市刺激性政策或难出台。

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



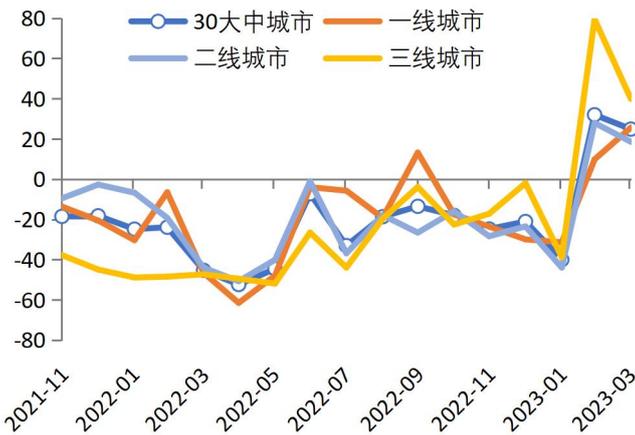
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 百城土地成交面积 (万平方米)



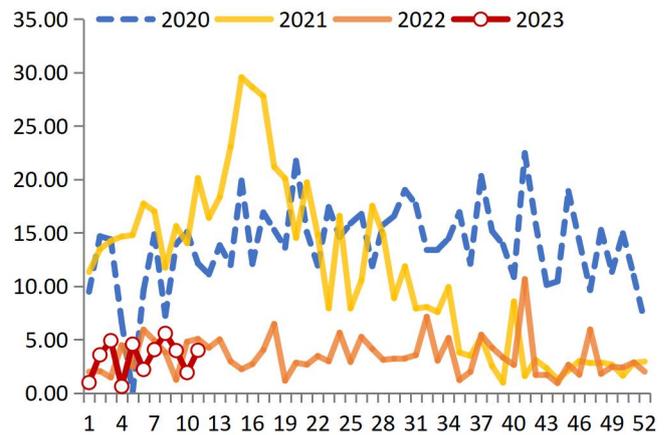
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 30 城商品房成交面积同比 (%)



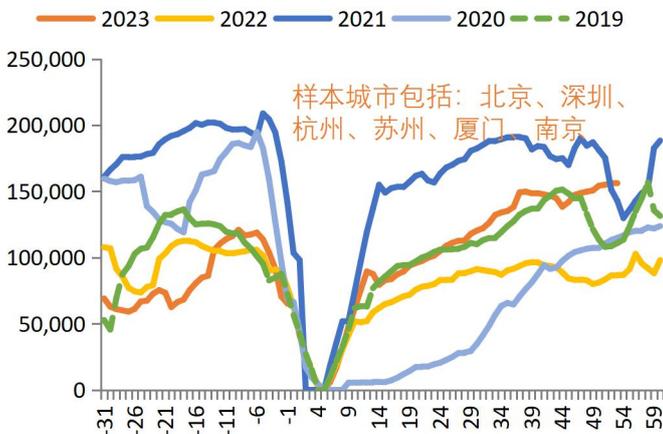
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 百城土地成交溢价率 (%)



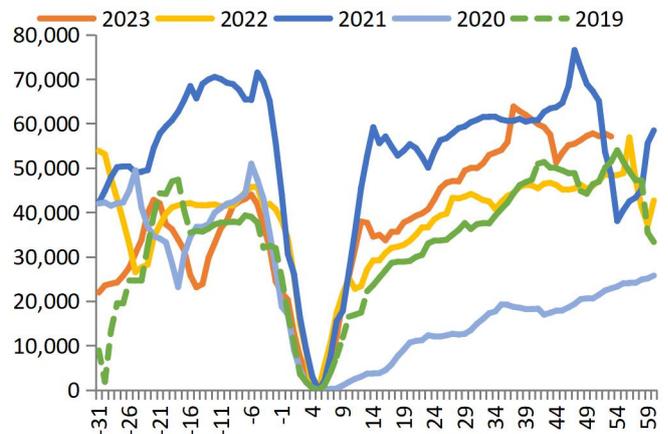
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 重点城市二手房住宅成交面积 (平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 北京二手房住宅成交面积 (平方米)

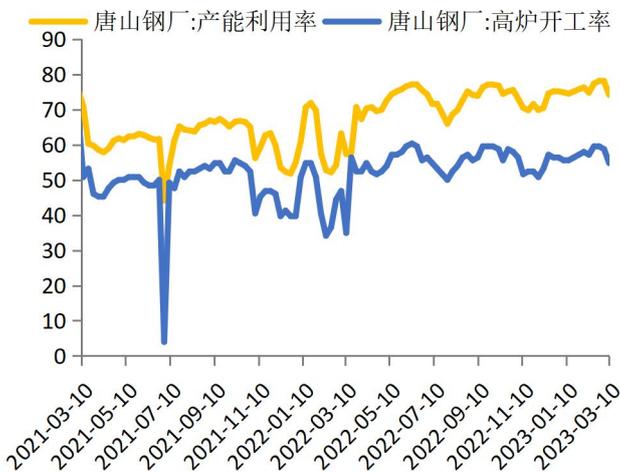


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 生产：各行业开工率升势减缓，生产端整体向好

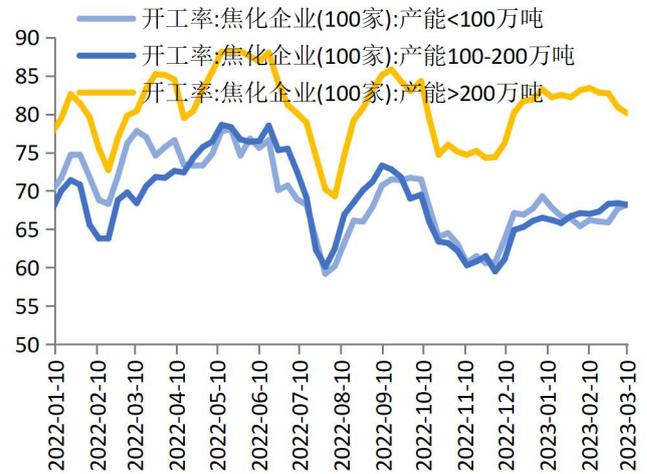
随着气温回升居民取暖用电需求逐渐下降，上周电厂日耗小幅下降；钢材需求向好下钢厂开工积极性较高，不过部分地区受污染天气影响，高炉开工率高位小幅回落；汽车全钢胎轮胎开工率基本持平；而随着江浙地区涤纶长丝开工率逐渐向往年高点恢复下，升势逐渐放缓；水泥发运率加速回升，但石油沥青装置开工率转而回落。

图 25：唐山钢厂高炉开工率 (%)



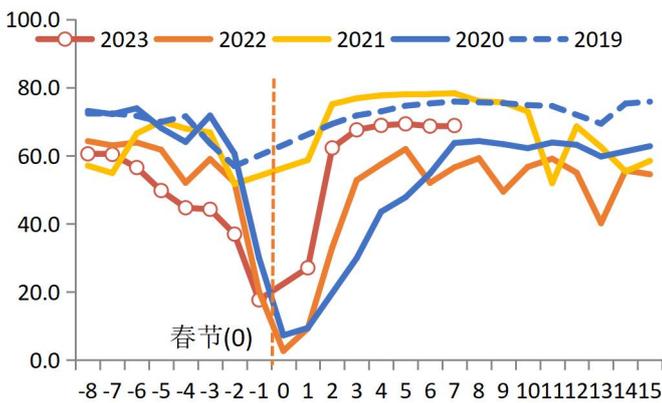
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：焦化企业开工率 (%)



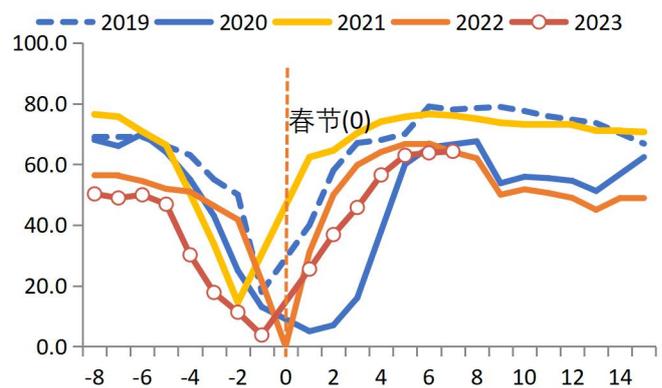
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：汽车全钢胎开工率 (%)



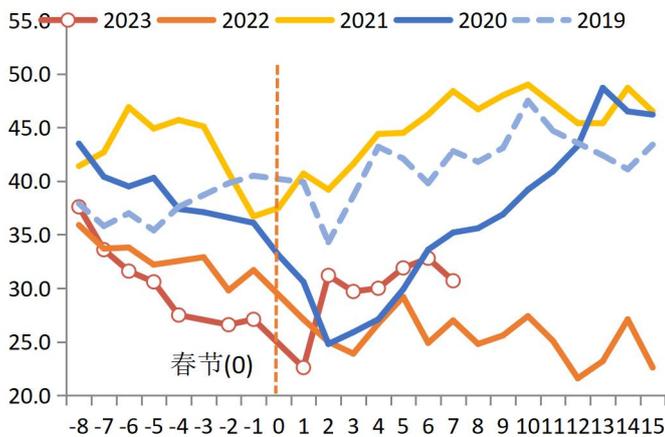
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：江浙下游织机开工率 (%)



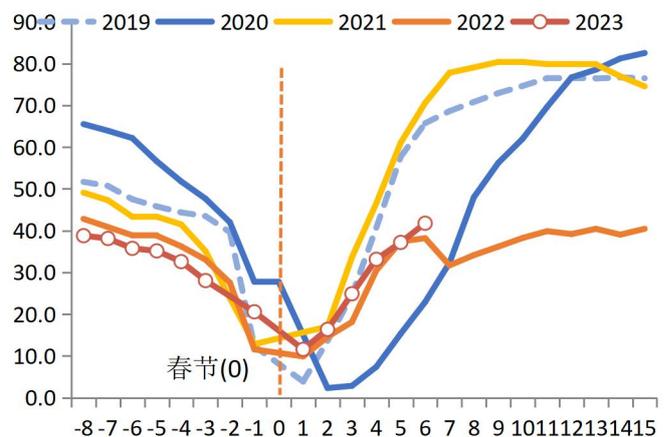
资料来源：Wind，优财研究院

图 29: 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 全国水泥发运率 (%)

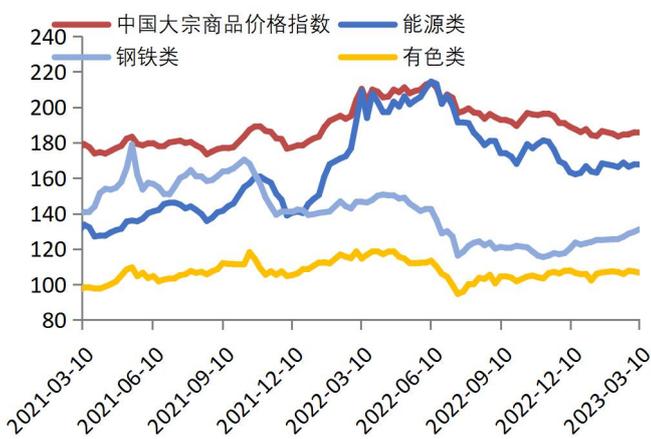


资料来源: Wind, 优财研究院

4. 工业品价格: 避险情绪主导下工业品价格纷纷下跌, 海外定价的原油价格跌幅尤甚

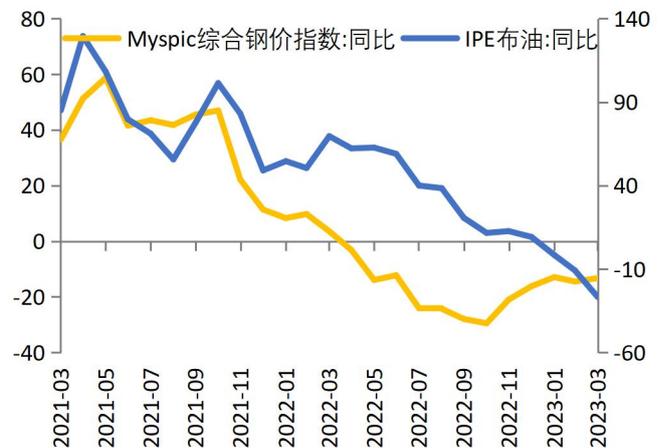
硅谷银行事件引发全球避险情绪快速升温, 贵金属价格快速走强, 但工业品价格纷纷走弱, 尤其以海外定价为主的原油和有色价格走势偏弱, 原油价格跌破 70 美元的支撑位, 领跌国内以原油为成本的油化工系的商品。国内黑色系商品价格相对偏强, 供需仍偏紧平衡, 但一方面受避险情绪的扰动, 另一方面在市场对后续地产需求上行持续性存疑、以及政策加码预期减弱下, 黑色系商品价格高位回调, 尤其是在澳美进口消息扰动下双焦处于黑色系领跌位置。

图 31: 大宗商品价格指数



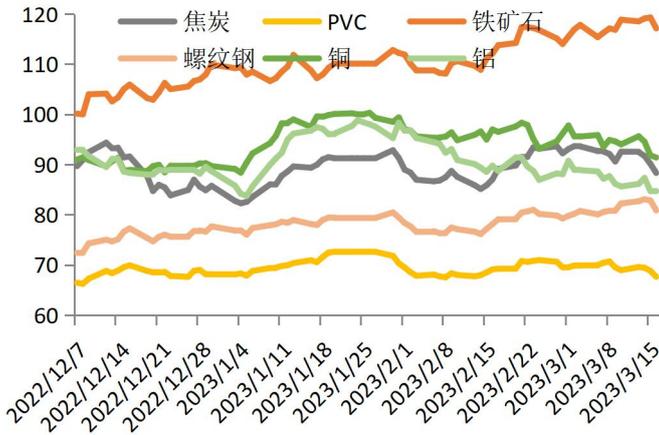
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 钢价指数&布油同比 (%)



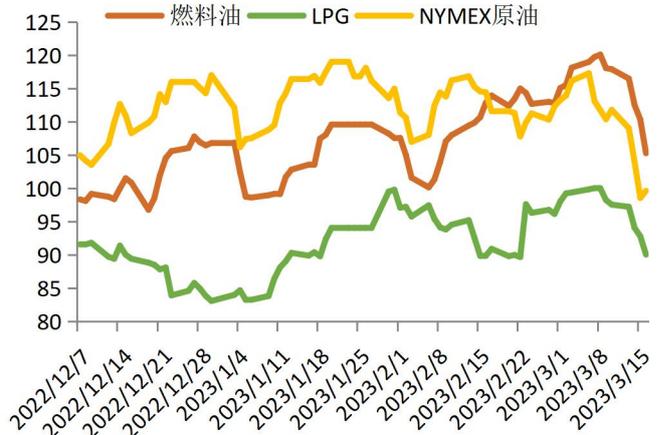
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 工业品价格 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 工业品价格 (指数定基)

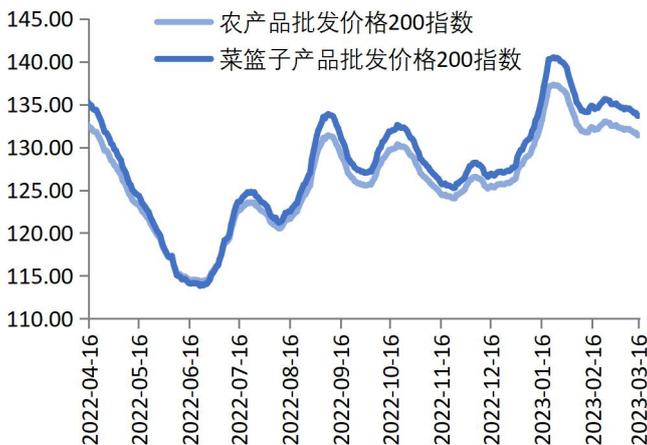


资料来源: Wind, 优财研究院

5. 通胀: 农产品价格指数小幅回落, 猪价偏弱震荡

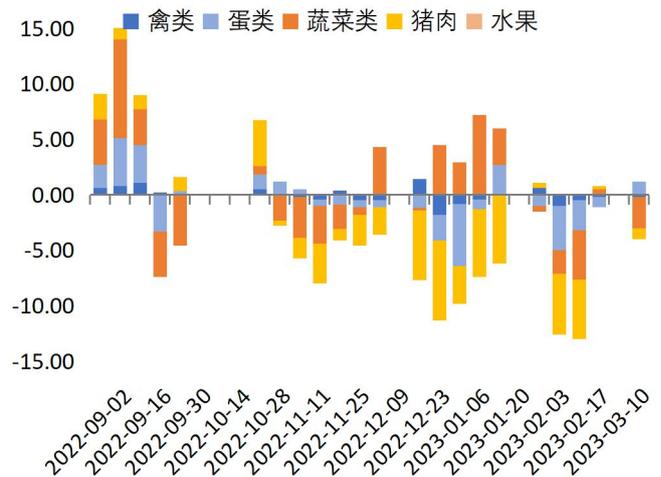
上周农产品价格指数小幅回落, 主要受到蔬菜和猪肉价格下跌的影响。受终端需求不强和屠宰企业压价的影响, 近期猪价偏弱震荡。

图 35: 农产品批发价格 200 指数



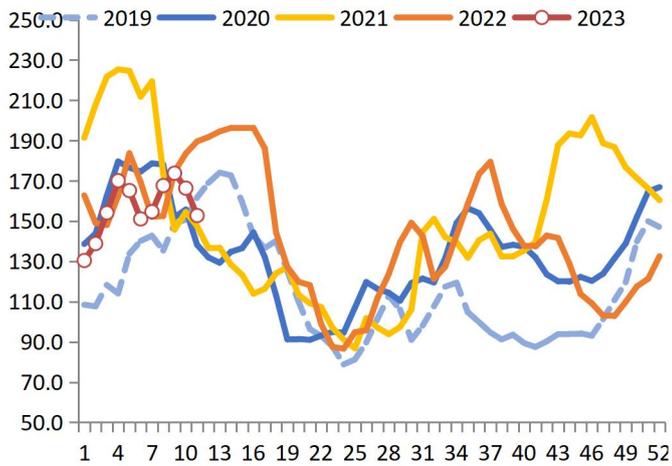
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 食用农产品价格指数:周环比 (%)



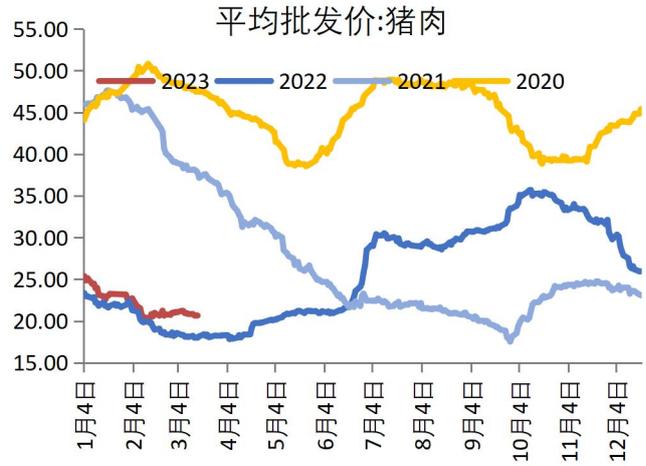
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 猪肉平均批发价 (元/千克)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 风险提示

政策力度不及预期，硅谷银行事件发酵超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>