



2023年3月12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



全球避险情绪升温

内容提要

国内疫后经济修复验证，但两会经济增长目标偏稳健低于市场预期，市场对未来政策空间预期减弱，并担忧内需修复斜率。从国内宏观数据来看，2月进口和通胀低于预期，但金融数据高于预期，总量持续高增、结构也正在改善，内生融资需求仍处在向好修复阶段。海外方面，上半周主要受到美联储主席鲍威尔表态偏鹰的扰动，而随着下半周失业率上行叠加硅谷银行风险事件，市场预期再度发生变化。从大类资产表现来看，上周股市震荡调整、债市小幅回升，原油和有色下跌压力加大，而国内定价的黑色系商品整体偏强，黄金价格先跌后涨。

从国内宏观来看，尽管进口和通胀低于预期，但2月信贷规模继1月开门红后再度超预期，结构也出现改善迹象，除了春节错位的影响外，还受银行信贷投放积极以及实体融资需求改善的提振。除了强政策驱动下制造业和基建贷款维持较高景气度，2月居民部门融资有所回暖，打破地产销售走弱下连续14个月同比少增的局面。往后看，当前经济复苏初期仍体现为以政策驱动为主的信贷增长，而空转套利、银行息差压力加大等问题仍然存在，后续信贷持续性的关键仍在于地产端的修复进度。随着未来地产、制造业等内生融资需求的回升，信贷社融或有望进入趋势性回升过程，预计二季度信贷节奏整体可能会适度平滑。

从高频数据看，1) 居民出行活动整体向好；2) 3月初新房销售略有放缓，关注积压需求释放后销售改善的持续性；3) 生产端维持修复态势，建筑业复工仍在持续中；4) 供需紧平衡下黑色系商品持续偏强，海外定价商品仍受制于加息终点抬升和远端衰退预期；5) 农产品价格指数维持震荡，需求端恢复偏慢下短期猪价以弱稳为主。

海外方面，硅谷银行风险事件有其明显特殊性，其存款来源集中于科技公司和初创公司，其负债端的脆弱性与资产端的长久期难以匹配，个案风险不存在大面积复制和传递的基础。但在美联储持续加息的背景下，中小银行流动性的脆弱性仍是风险来源，此次事件将影响市场风险偏好的下降，并带来美联储货币政策调整的不确定性，风险资产价格短期或承压。

资产价格方面，硅谷银行风险事件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，风险资产价格短期或承压。A股短期或调整为主，主要受到两会目标偏保守带来政策加码预期的下修、海外紧缩预期和风险事件的扰动，中期经济复苏主调决定方向向上。债市整体趋势不利，但短期受益于经济过热担忧情绪略有缓解、以及债市供求矛盾的突出，但利率继续下行空间有限。商品方面，短期海外扰动下仍需提防波动风险，国内定价的黑色系商品或继续强于海外定价商品，但在地产需求端上行持续性仍存在疑问、政策加码预期减弱下，进一步上行空间或受到约束。

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、内生融资需求仍处在向好修复阶段

● 宏观政策稳字当头，经济增长提质增效

从 2023 年两会政府工作报告来看，今年 GDP 目标设在 5% 左右，基本符合此前市场 5-5.5% 的预判。“5% 左右”的目标在市场预期和重要参考值的下沿位置，暗含经济仍在向潜在增速回归的过程，经济增速目标设定颇为稳健。不过考虑到两会增长目标可能在去年中央经济工作会议时基本确定，彼时疫情冲击较大，疫后修复快于预期，因此今年实际增速超预期的概率较高。

就业目标相对积极，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入。全年城镇调查失业率控制在 5.5% 左右，城镇新增就业 1200 万人是近十年来最高目标。稳就业也是居民收入和消费支出的基础，是疫后修复第二阶段的主要内生动能，决定经济修复的可持续性。

CPI 目标 3%，短期压力不大，非广泛式上涨下短期通胀并非政策重心，货币政策执行报告对短期通胀的担忧下降。而随着内需的逐步恢复，下半年 CPI 存在逐月上升趋势，存在单月接近 3% 的可能性。

财政政策加力提效，取向积极，但实际可用财力比去年有一定下降。赤字率 3.0% 以及专项债 3.8 万亿基本符合预期，均较去年有所提高（2.8%，3.65 万亿）。赤字率抬升至 3% 表明了政策积极稳增长信号意义，不过保持在合理水平也预留未来政策空间。专项债额度小幅抬升但受去年临时增加 5000 亿限额影响，今年实际发行规模低于去年。整体看今年财政取向积极，但利润上缴、结转结余、专项债限额空间等退坡下，实际可用财力比去年有一定下降。

货币政策总基调延续“精准有力”，结构性货币政策工具或将继续承接一部分“准财政”职能。保持货币社融与名义增速匹配，“市场利率围绕政策利率波动”仍是今年主要原则。预计今年经济向潜在增速回归的过程中，货币政策逐步中性回归，但稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，货币也不具备收紧基础。

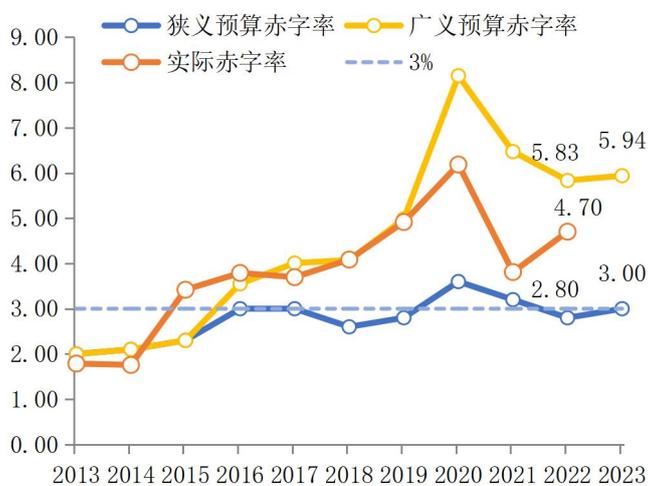
地产基调整体偏宽松，但仍强调防风险，“因城施策”仍是大方向。报告未提及“房住不炒”并增加“支持改善性住房需求”，但继续强调“防范化解优质头部房企风险，改善资产负债表状况”、“防止无序扩张”，促进房地产业平稳发展。

总的来看，本次政府工作报告延续中央经济工作会议“两个毫不动摇”的提法，要求“真招实策”提振市场信心。5% 左右的增速目标颇为稳健，暗含经济仍在向潜在增速回归的过程，或意味着大规模刺激性政策紧迫性的降低，政策进入观察期。同时也反映

今年政策重心更关注就业和居民收入，强调经济修复的可持续性，预计今年实际增速超预期的概率也较高。

不过也无需担忧已有政策急于退出，经济复苏早期阶段，微观主体活力不足和预期转弱的问题仍难完全消除，政策力度仍需保持积极。预计在1-2个季度环比快速回升的经济疫后修复阶段后，经济内生动能驱动的修复斜率将逐步放缓，届时三季度或仍将是政策出台的窗口期，不改中期经济向上修复趋势。

图 1：赤字率 (%)



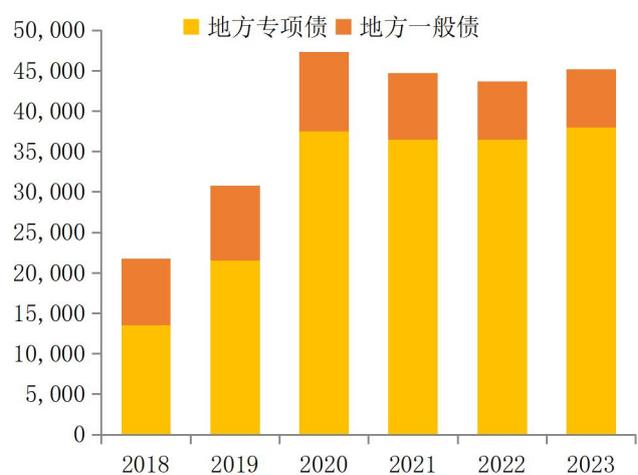
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：经济增速目标 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：地方债限额 (亿)



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：就业目标 (万人)



资料来源：Wind，优财研究院

● 春节错位是 CPI 增速较快回落主因，通胀仍非当前重点

中国 2 月 CPI 同比上涨 1%，预期涨 1.8%，前值涨 2.1%；环比下降 0.5%。中国 2 月 PPI 同比下降 1.4%，预期降 1.3%，前值降 0.8%；环比持平。

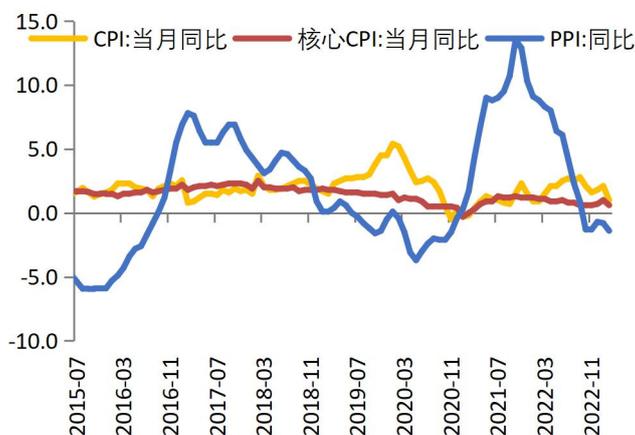
受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响，2 月 CPI 环比有所下降，同比涨幅回落。同时由于春节错位的因素，去年同期基数较高，2 月 CPI 同比涨幅回落较多。通过对比以往春节在 2 月份的年份，次月 CPI 环比均值为-0.51%，环比降幅分别在 0.2-1.1%之间，今年 2 月环比-0.5%基本符合春节次月的季节性规律。

除此之外，2 月通胀同样呈现非广泛式的上涨，服务价格和核心通胀偏弱的结构反映经济仍处在疫后修复的早期阶段，经济复苏尚不全面下通胀并非是当前重点。维持上半年 CPI 同比以温和震荡上行的判断，具有收入效应和顺周期特点的价格回升仍然偏慢，仍待下半年随着就业和收入改善后逐步启动，下半年 CPI 同比向 3%渐进回升。

随着年后工业企业生产恢复加快，市场需求有所改善，PPI 环比转为持平，而同比降幅扩大主因受到去年同期基数较高的影响。维持上半年高基数下 PPI 同比仍将逐月回落、继续处于通缩区间的判断，预计 4-5 月 PPI 将进入底部区域。而随着内需修复+外需走弱节奏慢于预期，下半年 PPI 同比大概率逐步底部回升。

关注国内经济修复对需求端的支撑、以及政策期待减弱的平衡，黑色建材短期或以震荡为主，中期重点关注地产销售的恢复以及地产产业链能否实现良性循环。海外经济韧性强于预期，但通胀韧性下加息预期回摆仍加剧远端衰退压力，原油或仍面临需求与高利率双重压力。

图 5: CPI VS PPI (%)



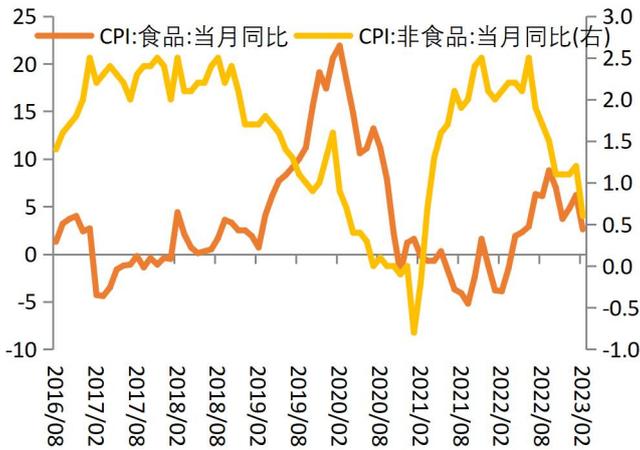
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: PPI-CPI 剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 7：食品和非食品价格 2 月同比回落 (%)



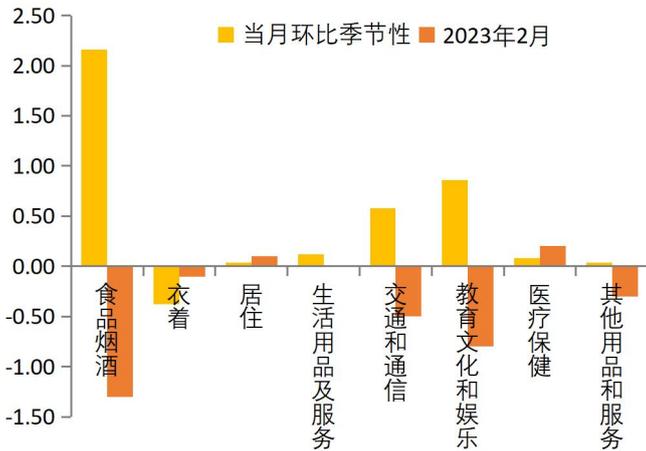
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：猪肉价格和生猪存栏 (%)



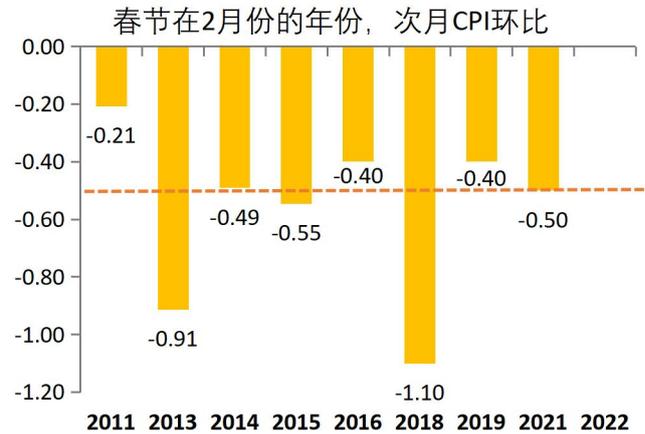
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：CPI 分项环比季节性 (%)



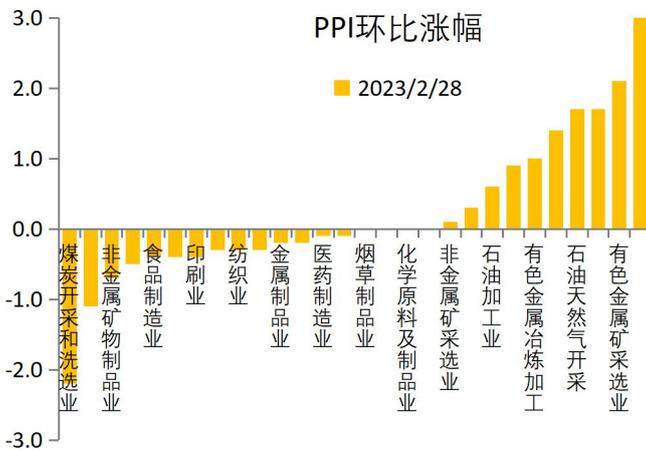
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：春节次月 CPI 环比 (%)



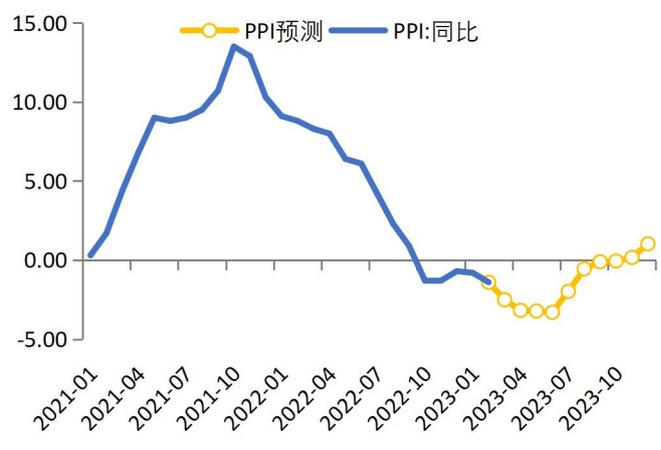
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：黑色有色行业价格上涨较快 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：PPI 预计到年中持续通缩区间 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

● 2月信贷总量淡季不淡，结构持续改善

央行公布 2023 年 2 月金融数据：

(1) 新增人民币贷款 18100 亿元，市场预期 14387 亿元，前值 49000 亿元。

(2) 社会融资规模 31600 亿元，市场预期 20766 亿元，前值 59840 亿元。

(3) M2 同比 12.9%，市场预期 12.3%，前值 12.6%；M1 同比 5.8%，前值 6.7%；M0 同比 10.6%。

继 1 月信贷开门红后，2 月信贷规模再度超预期，且结构也出现改善迹象，信贷淡季不淡。2 月份人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 5928 亿元，除了春节错位的影响外，还受到银行信贷投放积极以及实体融资需求改善的提振。在“靠前发力”的信贷投放要求下，银行存在较强的冲规模诉求，低价放贷抢份额下部分优质企业贷款利率已经降至 2% 以下。同时高等级信用债利率偏高下部分信用债融资也转向贷款。

企业中长贷继续维持同比大幅多增的格局，强政策驱动下制造业和基建贷款维持较高景气度。2 月非金融企业贷款新增 16100 亿元，同比多增 3700 亿元。其中中长期贷款新增 11100 亿元，同比多增 6048 亿元。一方面，2 月制造业 PMI 环比回升较快，重点制造业行业或是主要投放方向。另一方面，基建仍是信贷发力的主要方向，前期政策性开发性金融工具的配套融资仍在持续释放，城投平台准入标准的放宽也支撑短期融资的增多。

居民部门融资有所回暖，打破地产销售走弱下连续 14 个月同比少增的局面。2 月居民贷款新增 2081 亿元，同比多增 5450 亿元，其中短期贷款、中长期贷款分别新增 1218 和 863 亿元，同比分别多增 4129 和多增 1322 亿元。节后地产销售回暖带动中长期按揭贷款回升，企业拿地积极性也在提高，同时居民出行活动恢复下居民短贷也迎来修复。

2 月社会融资规模 31600 亿元，同比多增 19430 亿元，存量同比增速 9.9%，较上月上升 0.5 个百分点。除实体信贷多增的支持外，当月非标贡献较大，中小银行融资支持增加下未贴现票据同比明显少减。同时 2 月企业债和政策债融资明显改善，财政靠前发力下后续地方债发行仍有支撑，今年提前下达的提前批额度高达 2.19 万亿元，上半年基建高增仍可期待。

往后看，当前经济复苏初期仍体现为以政策驱动为主的信贷增长，而空转套利、银

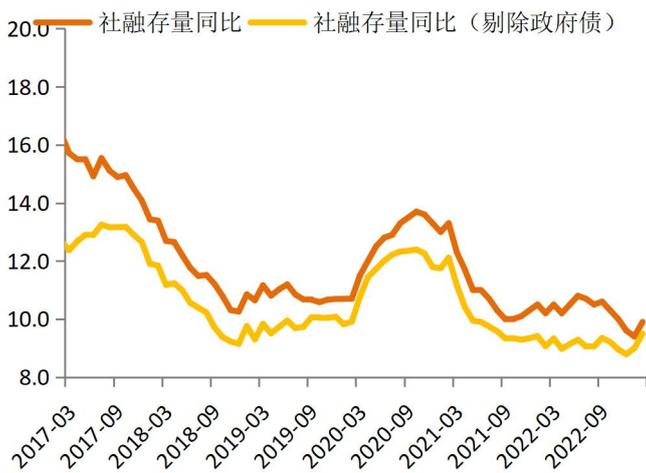
行息差压力加大等问题仍然存在，后续信贷持续性的关键仍在于地产端的修复进度。随着未来地产、制造业等内生融资需求的回升，信贷社融或有望进入趋势性回升过程，预计二季度信贷节奏整体可能会适度平滑。

图 13：社融信贷分项（亿元，%）

| | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 | 22-08 | 22-07 | 22-06 | 22-05 |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 当月新增社融 | 31600 | 59840 | 13058 | 19837 | 9134 | 35411 | 24712 | 7785 | 51926 | 28415 |
| 新增人民币贷款 | 18100 | 49000 | 14000 | 12100 | 6152 | 24700 | 12500 | 6790 | 28100 | 18900 |
| 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 |
| (当月同比变化) | | | | | | | | | | |
| 社会融资规模 | 19430 | 0 | -10624 | -6146 | -7042 | 6385 | -5181 | -2967 | 14909 | 8893 |
| 新增人民币贷款 | 9116 | 7326 | 4051 | -1573 | -3321 | 7931 | 631 | -4303 | 7358 | 3936 |
| 居民贷款 | 5450 | -5858 | -1963 | -4710 | -4827 | -1383 | -1175 | -2842 | -203 | -3344 |
| 居民短贷 | 4129 | -665 | -270 | -992 | -938 | -181 | 426 | -354 | 782 | 34 |
| 居民中长贷 | 1322 | -5193 | -1693 | -3718 | -3889 | -1211 | -1601 | -2488 | -989 | -3379 |
| 企业短贷 | 1674 | 5000 | 638 | -651 | -1555 | 4741 | 1028 | -969 | 3815 | 3286 |
| 企业中长贷 | 6048 | 14000 | 8717 | 3950 | 2433 | 6540 | 2138 | -1478 | 6130 | -977 |
| 票据融资 | -4041 | -5915 | -2941 | -56 | 745 | -2180 | -1222 | 1365 | -1951 | 5591 |
| 委托贷款 | -3 | 156 | 315 | -123 | 643 | 1530 | 1578 | 240 | 94 | 276 |
| 信托贷款 | 817 | 618 | 3789 | 1825 | 1000 | 1907 | 890 | 1173 | 218 | 676 |
| 未贴现票据 | 4158 | -1770 | 865 | 574 | -1270 | 118 | 3359 | -428 | 1287 | -142 |
| 企业债券融资 | 34 | -4343 | -7054 | -3402 | 152 | -792 | -3137 | -2131 | -1581 | 1443 |
| 政府债券 | 5416 | -1886 | -8865 | -1638 | -3376 | -2533 | -6693 | 2178 | 8708 | 3881 |

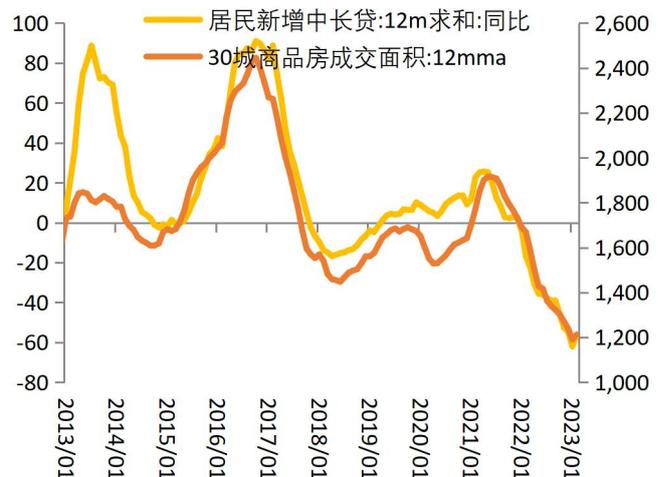
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：社融存量增速回升 (%)



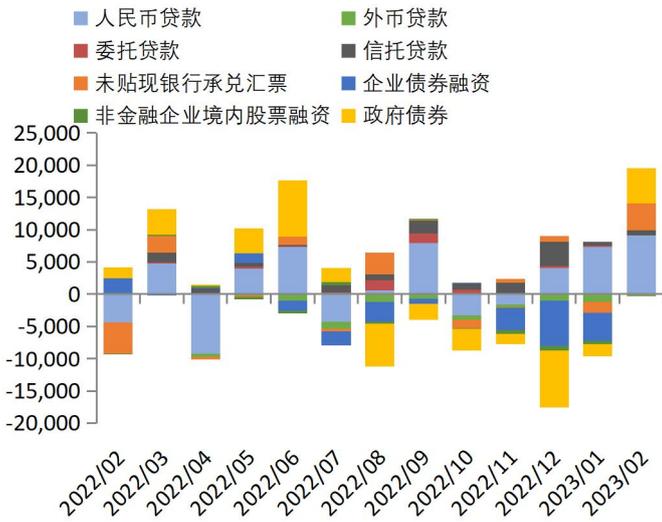
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：居民贷款底部有所修复 (%)，万平方米



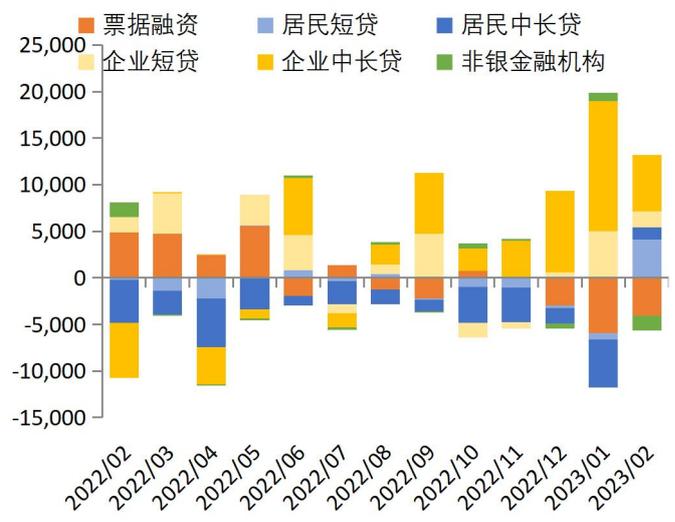
资料来源：Wind，优财研究院

图 16: 社融分项当月同比增量 (亿元)



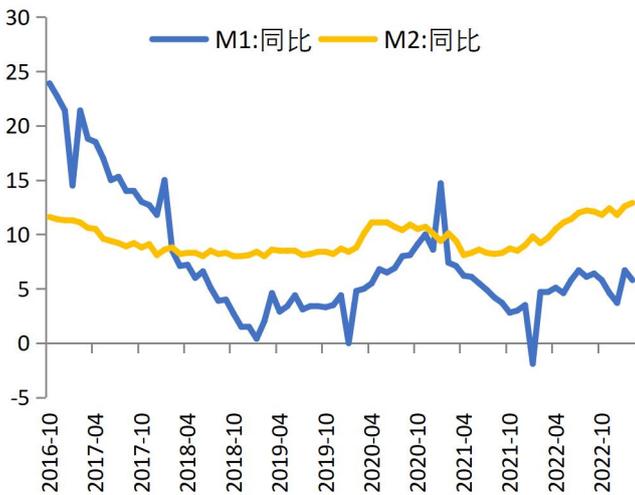
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 贷款分项当月同比增量 (亿元)



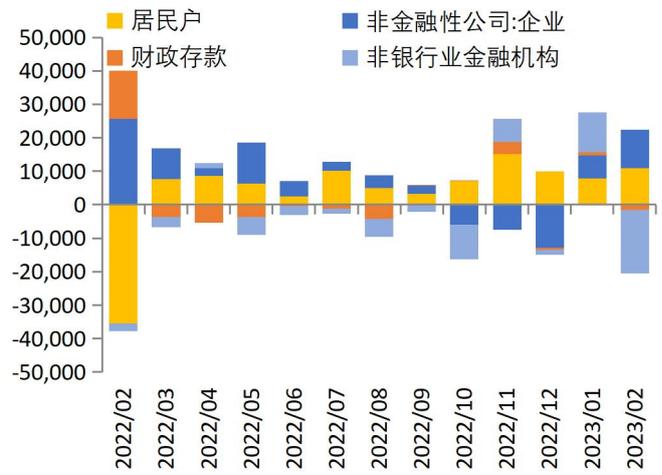
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: M1、M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 新增存款当月同比增量 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53222



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn