

研报精选

2023年3月12日 第112期

宏观专栏

经济复苏活力继续扩散——2月金融数据点评

2月我国社融与信贷继续高增长，各项金融数据均高于市场预期。中长期贷款延续强劲增长趋势，短端融资的数量与结构皆有修复，反映经济复苏活力正进一步扩散，但地产融资总体上仍然偏弱。报告认为，2月金融数据超预期，或意味着未来一个季度我国的经济增长将有较好表现。

下一个美元长周期：轮回和变局

报告认为，当前美国内外部账户失衡和美元估值偏高，使得美元贬值压力较大，且未来难有更乐观的因素支撑美元指数，因此本轮美元指数下行大周期或近在眼前，新兴经济体有望从其中获益。

专题聚焦

硅谷银行事件，影响不可低估

报告认为，硅谷银行事件是一次利率上升导致的银行流动性危机。展望未来，由于高通胀将制约美联储货币宽松的空间，故如果发生大的金融风险，美联储可能选择临时购买金融资产，而非大幅下调政策利率。

金融监管机构改革方案初探

报告认为，本次金融监管机构改革将“一行两会”调整为“一行一局一会”，总体延续了从“分业监管”向“综合监管”的发展趋势，有利于提高管理效率，减少监管套利，降低金融风险，以及保护金融消费者和投资者权益。

宏观专栏

经济复苏活力继续扩散——2月金融数据点评

2月新增社融与贷款数据均明显高于市场预期，信贷增速、M2增速、社融增速均回升。结构上来看，中长期贷款延续高增长，新的亮点是短端融资的数量与结构双双修复，反映经济的复苏在进一步扩散，但是地产融资仍然偏弱。向前看，基于历史上金融数据和经济数据的领先关系，以及我们对这轮复苏特点的理解，我们对未来1个季度的经济复苏斜率充满期待；至于货币政策是否因此而边际收紧，我们认为要观察以下几个方面：1)经济是否已经稳固回升；2)地产价格是否有大幅上涨倾向；3)地方隐性债务是否有明显增长。这三个问题的答案尚需观察。

2月社融信贷继续高增长，各项金融数据均超出市场预期。2月新增人民币贷款1.8万亿元，同比多增5800亿元，大幅超出市场预期，信贷余额同比增速达到12.0%，创下2021年9月以来新高。从在信贷的带动下，2月M2同比增速达到12.8%，较1月的12.6%继续上升，创下2016年下半年以来的新高。除了信贷以外，政府债发行同比多增、表外票据同比少减也支持社融增长，2月新增社融达到3.16万亿元，相比去年同期高1.9万亿元，社融余额同比增速从上个月的9.4%恢复至9.9%。

中长期贷款延续强增长，新亮点是短端融资数量与结构的双双修复。企业中长期贷款继续延续了强劲增长，2月新增企业中长期贷款达到1.1万亿元，较去年同期多增6048亿元，这一点市场基本上存在一定的预期，但是短端融资修复的强劲可能是超出市场预期的。从信贷数据来看，无论是居民还是企业的短期贷款均有修复（居民的短期贷款可能也以经营贷为主），2月企业与居民的短期融资（短期贷款、表内外票据融资）合计新增5944亿元，相比去年同期多增5920亿元。综合1-2月来看，企业与居民短期融资达到2.0万亿元，相比去年同期多增2570亿元。结构上来看，去年1-2月的短期融资中有4840亿元是票据贴现，占到了短期融资的28%，实际上反映的是信贷需求不足，银行通过票据冲量；然而今年，1-2月的票据贴现净减少5116亿元，所有新增的短期融资基本都

来自于短期贷款和表外开票，这反映的是信贷资金需求较强。

融资的恢复与M1同比增速的回升相呼应，资金利率中枢在2月也有所抬高，显示经济的复苏正在扩散。冒着过度简化的风险，我们可以把企业中长期贷款理解为投资需求，把短期贷款理解为经营需求，2月的数据与1月的数据相比，体现的是投资需求继续保持强劲，企业的经营需求出现了进一步的恢复。这也反映在M1与利率的双双抬升上，1-2月综合来看，M1同比增速达到5.8%，相比去年12月上升了2.1个百分点；在数量上升的同时，2月的资金价格也有所上涨。数量与价格双升，说明货币的需求相对供给提高得更快，背后反映的是经济活力的进一步修复。M1增速也领先PMI，这说明近期PMI数据或仍然比较好。

地产融资由于季节性效应有所恢复，但1-2月平均来看尚不算强。2月新增居民中长期贷款863亿元，相比去年同期多增1322亿元，这个可能是因为低基数以及春节错位的影响，如果综合1-2月来看，居民中长期贷款相比去年同期仍然少增3871亿元，可以说地产融资的恢复总体上偏弱。

从历史上来看，金融数据领先经济增长。从政策面来看，今年的货币政策强调的是“可持续支持”，后续的主要观察点是债务问题和资产价格问题。近期草根调研显示，地方政府的确在积极努力地提振经济增长，但另一方面货币政策是否收紧，我们可以观察以下几个方面：1)经济是否已经回升到合理区间、并可以稳固保持；2)资产价格是否有大幅上涨的倾向；3)地方政府隐性债务是否又出现了明显增长。这三个问题的答案尚需观察。

以上观点来自：2023年3月11日中金公司研究部已发布的《经济复苏活力继续扩散——2月金融数据点评》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

下一个美元长周期：轮回和变局

2022年三季度，美元指数一度超过114点，创下自2011年开启上行长周期以来的新高点。之后，在对美国通胀、增长以及加息路径的重新定价中，美元起起落落。对于美元今年的短周期波动，我们已在去年底的报告中¹进行了较为充分的讨论。从更长时间的维度来看，较去年三季度的高点，美元指数是有望再攀高峰？还是目前已站在长周期走弱的开端？回顾1970s以来的历史经验，我们认为，当前内外部账户显著失衡以及美元估值过高蕴含的贬值压力较大，且向前展望，难有相对更乐观的支撑因素，本轮美元指数下行大周期或在眼前，提示关注事件性催化剂。

我们在本文讨论美元指数的长周期波动。关于美元指数短、中和长周期没有较为明确的定义，为了便于界定本文的讨论范畴，我们进行了大致划分，美元长周期指的是持续时间至少超过5年的波动周期。自1971年布雷顿森林体系实质性解体以来，美元指数先经历了1971-1980年的下行大周期，之后经历了两轮完整的上下行长周期，分别是1980/7-1991/2和1995/5-2008/4，2011年5月至今美元指数经历了为期超过11年的上行长周期，本轮下行长周期或已箭在弦上。

回顾美元指数的历史来看，美元指数长周期多是“失衡”与“再平衡”的轮回。具体而言，相对增长差（或者生产率差）、货币政策（相较于其他经济体）、财政政策（内部平衡）、以及国际收支状况（外部平衡）是在中期内影响汇率水平的关键因素。若决定汇率中期水平的基本面因素连续性对汇率产生同一方向的影响，则美元指数可能形成持续时间较长的周期性偏离（较其长期均衡水平），例如，中期影响因素接连不断地促成中周期的上行阶段进而形成美元长周期的上行阶段。回顾历史上的长周期来看，支撑美元开启上行长周期的因素大体包括：持续改善的内外部账户、相对更紧的货币政策、或相对增长优势，支撑每个大周期持续性上行的主导因素不完全一致，但在美元上行期间，其外部账户和内部账户“失衡”大多日渐积累直至不可持续。当市场开始质疑美元指

¹ 请参考《[新宏观范式下的熊市、修复，与灰犀牛](#)》

数持续上涨的可持续性，往往需要一些事件作为催化剂触发美元开启下行大周期。当美元的长期贬值压力释放，基本面在此过程中“重新平衡”，新一轮上行大周期则开始蓄力。总之，回顾历史来看，美元下行大周期的必要条件是其已经积累了充分的贬值压力，催化事件作为导火索也基本上不可或缺，比如，1973年“布雷顿森林体系”的终结、1985年的五国集团外汇干预和“广场协议”、2002年的欧元正式流通和此前中国加入世贸组织。

新的宏观范式下，美元信用裂缝隐现，本轮美元大周期或将不同。站在美元指数第三轮上行长周期的顶峰，我们认为，“双赤字”和美元估值偏高蕴含的贬值压力较大，且向前展望难有相对更乐观的支撑因素，本轮美元指数下行大周期或在眼前，体现出美元信用受质疑的事件（即使只是对市场情绪的影响）或将成为下行大周期的催化剂。过去40年，美元国际货币体系两大基础是全球化和金融化。逆全球化趋势下，区域经济的重要性上升，我们认为储备美元以进行全球交易的必要性将有所下降。例如，“一带一路”合作、金砖国家扩容、中阿峰会开始探讨油气使用人民币结算的可能性等。去金融化趋势下，金融资产自由变现为实物资产的能力下降（例如，供应链瓶颈、地缘政治冲突、金融制裁等），储备美元资产的安全性存疑。与历史相似的是，体现出美元信用受质疑的事件或将成为本轮美元下行大周期的催化剂，但不同的是，本轮下行周期可能不限于美元自身的长周期波动，而是整个货币体系的变局，国际货币体系舞台上的美元独角戏恐将唱罢。

最后，我们认为美元下行大周期将利好新兴经济体。理论上，美元走弱对新兴经济体的影响主要有两重渠道。金融渠道来看，美元走弱期间全球流动性宽松，金融条件宽松，利好新兴市场融资。贸易渠道来看，美元走弱使得新兴经济体的货币相对于美元升值，不利于出口。实证研究表明²，金融渠道相对主导，新兴市场实际GDP增长与美元指数显著负相关。除美元下行周期的利好，还有宏观范式加速转变的加持。过去三十多年，实体供给相对过剩、金融资产享有更高确定性溢价，而未来，我们认为，由于较长期存在的多重供给约束，

² https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2012b.htm#:~:text=Our%20analysis%20suggests%20that%20the,affects%20EMEs%20through%20financial%20channels

以及全球大财政趋势性重启下的需求提振等因素，天然稀有的实物资产和高效的生产性资产相较过去将享有更高确定性溢价，新兴市场或在去金融化加速的新范式下迎来中长期机会。



以上观点来自：2023年3月12日中金公司研究部已发布的《下一个美元长周期：轮回和变局》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

王雪 联系人 SAC 执证编号：S0080122080630

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

硅谷银行事件，影响不可低估

本周海外市场的一个热点问题是硅谷银行(以下称SVB)事件。简单来讲，这是一次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SVB³。以下，我们从四个方面回答市场关心的问题：1) SVB为什么会出问题？2) SVB的问题有多严重？是否具有普遍性？3) 是否会引发美国金融系统性风险？4) 对美国经济与市场影响有多大？

1、SVB为什么会出问题？

SVB是一家主要为科创类企业提供融资等金融服务的上市银行，2022年末总资产规模达2118亿美元，按照合并资产排名来看，为全美第16大银行⁴。SVB客户主要来自于科学技术、生命科学、医疗保健、高端消费、私募股权及风险投资(PE/VC)等科技初创领域⁵。新冠疫情发生后，由于美联储大幅宽松，市场流动性充裕，投资热情高涨，科创企业获得了大量资金，并将其存放在SVB。根据SVB年报的数据，该行负债端所积累的存款从2019年底的618亿美元大幅上升至2021年底的1892亿美元，2022年底略降至1731亿美元⁶。由于一时难以找到合适的贷款投向，SVB将大量存款用于购买久期较长的美国国债与抵押贷款支持证券(MBS)，也就是“短债长投”，而这也带来了期限错配。

随着美联储不断加息，美国经济和资本市场热度下降，依赖流动性支持的

³ <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23016.html>以及<https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/silicon-valley.html>

⁴ 硅谷银行年报<https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000719739/f36fc4d7-9459-41d7-9e3d-2c468971b386.pdf>以及<https://www.federalreserve.gov/releases/lbr/current/>

⁵ 硅谷银行年报<https://ir.svb.com/financials/sec-filings/default.aspx>以及<https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000719739/f36fc4d7-9459-41d7-9e3d-2c468971b386.pdf>

⁶ 硅谷银行年报<https://ir.svb.com/financials/sec-filings/default.aspx>以及<https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000719739/f36fc4d7-9459-41d7-9e3d-2c468971b386.pdf>以及<https://www.wsj.com/articles/bond-losses-push-silicon-valley-bank-parent-to-raise-capital-125e89d4>

科创企业现金加速消耗，对SVB的提现需求激增。一般情况下，SVB可以出售美债和MBS等流动性资产来应对提现需求，但由于美债收益率持续攀升，这些资产的市场价格大幅下跌，这意味着如果SVB提前出售这些资产将蒙受投资损失。为了满足客户的需求，SVB选择“壮士断腕”折价出售资产，此前因抛售210亿美元的债券资产带来18亿美元损失⁷，而这反而加大了市场对SVB资不抵债的担忧，加剧了挤兑和市场恐慌情绪。

2、SVB的问题有多严重？是否具有普遍性？

SVB的商业模式具有一定特殊性，它的客户群体主要是科创型企业，对流动性与科技周期过于敏感。但SVB也并非个体事件，近期另一家银行Silvergate也出现了类似情况。Silvergate是一家为加密货币公司服务的银行，主要客户是Coinbase和FTX等加密货币交易所。随着美联储加息，加密货币价格下跌，FTX陷入破产危机。大批投资者从加密货币市场撤资，导致对Silvergate的提现需求大幅增加，这一举动也加速了其它加密货币投资者的逃离。对此，Silvergate被迫抛售其持有的美债和MBS资产，并因此承受较大的减值损失，最终宣布结束业务并进行清算⁸。

由此可见，疫情后美国流动性宽松、银行负债大幅扩张、金融资产价格大幅上涨蕴藏着风险和隐患，随着美联储加息深化，一些风险开始暴露。根据FDIC的数据，从2019年底到2021年底，被联邦政府担保的银行（federally insured banks）的国内存款增加了38%，而贷款总额仅增加了7%，金融机构只能将大量闲置现金存款用于投资当时低息环境下的低收益证券⁹。根据美联储的数据，美国商业银行持有的美国政府债券同期增长了53%，达到4.58万亿美元。此外，根据FDIC在2月的报告，截至2022年第四季度，美国银行在可供出售和持有至到期的证券上记录的未实现损失共计6204亿美元，美联储开始加息前这一数字仅为80亿美元¹⁰。也就是说，“短债长投”这一问题并非硅谷银行独有，其他银

⁷ <https://ir.svb.com/news-and-research/news/news-details/2023/SVB-Financial-Group-Announces-Proposed-Offerings-of-Common-Stock-and-Mandatory-Convertible-Preferred-Stock/default.aspx>

⁸ <https://www.wsj.com/articles/crypto-bank-silvergate-to-shut-down-repay-deposits-4bc2a469>

⁹ <https://www.wsj.com/articles/crypto-bank-silvergate-to-shut-down-repay-deposits-4bc2a469>

¹⁰ <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23013.html> 以及 <https://www.wsj.com/articles/crypto-bank>

行也存在同样的问题，由于美联储加息仍未结束，不排除还有其他银行发生类似的风险暴露。

3、是否会引发美国金融系统性风险？

我们认为这取决于两个因素，一是风险本身的演变，二是公共政策如何应对。从风险本身来看，SVB与Silvergate事件具有一定特殊性，主要集中在风险偏好较高的科技创新和加密货币领域，其他大的系统性重要银行暂时没有出现类似风险。2008年全球金融危机后，美国金融监管加强，银行杠杆率和资本充足率明显改进，有助于降低金融部门发生系统性风险的概率。

但金融风险具有很强的同质性和传染性。疫情期间美国银行普遍存款大幅上升，但贷款需求不足，加剧银行资产负债表的久期错配，这使得在低息环境下持有的证券会在高息环境下大幅折价，从而带来大量未实现亏损（unrealized loss）。这种风险并非SVB独有，其他银行特别是中小银行也会有类似问题。我们认为应该密切关注久期错配较严重、负债成本较高、未实现亏损数额较高的中小银行。虽然这些银行储户对于美联储“收水”并非如同SVB的客户那般敏感，但“一叶知秋”，一旦恐慌与挤兑情绪蔓延，也不排除这些银行亏损落地兑现，储蓄现金加速消耗的可能性。

一些非银金融机构风险也值得关注。过去10多年，由于传统银行体系受到严格监管，诸如对冲基金、货币基金、保险和养老金等非银金融机构在金融市场中的重要性显著上升，“做市”能力不断增强。但这些机构游离于金融监管之外，且在长期低利率环境中待的太久（too low for too long），也积累了久期错配、杠杆过高等问题，随着利率快速上升，这些风险很容易暴露，若不注意也可能蔓延至整个欧美金融体系。去年英国央行加息，叠加财政政策过于激进，一度引发英国国债利率大幅攀升，养老金折价抛售资产，带来“股债汇”三杀。由此可见，非银机构的风险不容忽视。

从政策应对看，2008年金融危机的一个重要教训是央行在发生金融风险时

必须迅速反应，果断干预以防止金融风险扩散。如果接下来美国出现大的金融风险，我们预计美联储会在第一时间进场“灭火”，这将降低独立性事件蔓延为金融危机的概率。此次SVB流动性危机仅三天后，美国联邦存款保险公司（FDIC）就已出面接管，协调破产重组¹¹，没有放任恐慌情绪蔓延，且财长耶伦等政府官员也表示在密切关注，称对银行业监管机构采取适当的应对行动充满信心¹²。截止目前美联储尚未表态，但我们相信如果金融风险蔓延，作为最终贷款人的美联储不大可能坐视不管，特别是在吸取了2008年救助金融机构犹豫不决、最终酿成金融系统性风险的教训之后。

美联储应对金融风险“工具箱”充足。简单来说，美联储“救市”手段有两种，一是援助金融机构，二是稳定市场。救助金融机构方面，2008年次贷危机期间，美联储曾与财政部联手成功救助贝尔斯登与美国国际集团（AIG）。美国《联邦储备法》第13条第3款规定，在面对“异常和紧急情况”下，美联储可向任何个人、合伙企业或机构发放贷款¹³。2008年3月14日，美国第五大投行贝尔斯登公司陷入流动性危机。为了缓解贝尔斯登的流动性危机，美联储授权纽约联邦储备银行通过摩根大通银行向贝尔斯登公司提供130亿美元，期限为28天的担保融资，同月，纽约联邦储备银行向梅登巷公司（Maiden Lane LLC）提供290亿美元的贷款，摩根大通银行提供10亿美元贷款，共300亿美元贷款，用来购买贝尔斯登的房贷类资产，以救助贝尔斯登。2008年9月，美国国际集团（AIG）因CDS和融券业务损失面临流动性困境，美联储和财政部先后提供多轮紧急资金援助。在财政部支持下，美联储先于2008年9月16日授权纽约联储向AIG集团提供了850亿美元的循环紧急信贷额度，以AIG集团及主要子公司的全部资产作为担保。随后又于2008年11月12日向AIG提供844亿美元救助贷款及资产购买，财政部认购400亿美元优先股，共提供1244亿美元救助资金。

稳定市场方面，美联储也有很多经验。早在2008年，美联储就与财政部联手成立SPV（Special Purpose Vehicle），购买安全性差的资产，为市场注入流动

¹¹ <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23016.html>以及<https://www.fdic.gov/resources/resolutions/bank-failures/failed-bank-list/silicon-valley.html>

¹² <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1334>

¹³ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>

性。在雷曼兄弟破产之后，商业票据市场流动性迅速枯竭，投资者恐慌抛售，企业融资困难重重。美联储随即设立商业票据融资工具（Commercial Paper Funding Facility，即CPFF LLC），这也是联储第一次通过特殊目的实体（SPV）购买高风险的金融资产，其本质是美联储绕过银行直接为资本市场和企业提供短期的流动性支持。2020年3月新冠疫情爆发初期，美国金融市场恐慌情绪蔓延，美股熔断，高风险资产遭到抛售。美联储再次通过多种SPV向市场注入流动性，比如以商票融资工具（CPFF）稳定票据市场，以市政债券流动性工具（MLF）支持政府债券，以主街机构贷款（Main Street Lending Program, MSLP）向企业提供融资等。这些手段有效稳定了市场情绪，避免了再次发生金融危机。从这个角度看，对于美联储救市的能力，我们无需过度担心。

但美联储的救助也会受到高通胀约束。2008年次贷危机和2020年新冠疫情期间，美国通胀问题并不突出，特别是2020年疫情冲击初期，政策当局因担心通缩，不仅将政策利率降至零，还推出一系列刺激措施，使金融市场能在短期内得以稳定。相比之下，当前美国通胀高企，美联储青睐的PCE通胀于1月再次反弹，“倒逼”美联储继续加息。我们认为，高通胀将制约美联储货币宽松的空间，如果发生大的金融风险，美联储可能选择临时购买金融资产，而非大幅下调政策利率。一个参考是去年9月底英国央行稳定金融市场的做法，即在加息的同时启动紧急购债计划。

4、对美国经济与市场影响有多大？

SVB代表了一种与科技行业深度绑定的融资业务模式。初创企业的特点是抵押品少、资金需求大、融资能力差，非常难在银行拿到贷款，像SVB这样在美国专营科创企业进行贷款、并专门提供特别产品服务的银行并不是美国商业银行的主流，因此在科创企业的融资市场上，SVB这类银行有比较大的话语权。根据我们了解，美国当地的科创企业为了能够在SVB获得贷款，往往都是先在SVB开立存款账户，在获得贷款或者其他外部融资之后，也会把钱存在SVB，从而巩固与SVB的关系、以期待获得未来的融资便利。因此，科创行业与SVB实际上是深度绑定的。对于风险投资基金也是一样，为了在项目投资中获得更

大的流动性便利，也为了使自己的被投项目能够获得银行贷款、实现更好的发展，VC也会把自己的资金存放在SVB。实际上，在3月7日，福布斯还将2023年美国最佳银行颁给了SVB，表现了对其业务模式的认可。

我们认为，**SVB事件对科技行业的冲击或不能低估**。虽然SVB的总规模远远算不上系统性重要银行，但是因为其存款的行业集中度过高，对科技行业的影响可能更为集中。更关键的是，科技行业，尤其是初创企业自我现金流造血能力较差，但是现金流支出强度（包括人员工资、研发费用）较高、又没有其他的抵押产品，因此现有的现金存款对这些初创企业至关重要。如果这些现金存款最后在破产重组的过程中不得不减值（存款保险制度并未对企业大额存款提供全额保障），**一些科技企业可能会面临现金流的高度紧张，不排除出现破产的风险**。而且出现问题的银行可能不会停止于SVB一家金融机构，比如第一共和（First Republic）、Brex（提供担保的金融科技企业、是美国当地细分领域的明星企业）以及其他一些模仿SVB开展业务的加州地方银行，都面临类似的风险。他们的客户很多也是科创企业，不排除对这些企业也会产生影响。事实上，过去几个月美国科技互联网行业的景气度已开始下降，部分公司已在裁员，SVB事件或加快这一进程，最终也会对美国实体经济带来负面影响。

SVB事件抑制市场风险偏好，对美国科技股尤为不利，不排除引发美股进一步调整。尽管SVB事件本质上是与银行相关的金融风险，但由于其与科技创新行业的关系密切，对科技企业的影响反而可能更大。SVB事件发生后，美国三大股指悉数下跌，其中代表科技的纳斯达克指数反而下跌更多，比银行金融占比高的道琼斯指数表现更差，说明市场更担心的不是金融机构本身，而是科技创新行业的前景。2008年以来，美国流动性持续宽松，利率水平长期处于低位，对股票估值带来较大提升，特别是科技创新企业的估值在过去10多年中大幅提高。我们认为，**如果美国通胀难以快速回落，美债收益率在高位停留更久（high for longer），再加上金融风险暴露抑制风险偏好，美股估值将难以得到支撑**。

有观点认为，当前美国科技公司盈利较好，与2000年科网泡沫时大不相同，

因此不会出现大的风险。但事实上，许多科技公司靓丽的财报与过去10多年的流动性泛滥关系密切，如果没有如此之多的“便宜钱”，这些企业如何能够不断兼并、收购其他竞争对手，提高集中度？如果没有流动性支持，如何能够不断回购股票，支撑其股价持续上行？从这个角度看，我们不能低估当前美国科技行业的风险，对于美国经济与资本市场，我们也维持谨慎态度，不仅要关注流动性驱动、高估值资产的下跌风险，还要防范其对其它市场可能带来的外溢效应。



以上观点来自：2023年3月11中金公司研究部已发布的《硅谷银行事件，影响不可低估》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

金融监管机构改革方案初探

3月7日，十四届全国人大一次会议第二次全体会议公布金融监管机构改革方案。本次金融监管机构改革是2017年成立“金稳委”、2018年合并银保监会以来幅度最大的金融监管机构调整，将“一行两会”调整为“一行一局一会”的新格局，总体而言延续了从2017年以来从“分业监管”向“综合监管”的发展趋势，有利于提高管理效率、减少监管套利、降低金融风险、保护金融消费者和投资者权益。具体而言，新方案主要有以下变化：

1、组建国家金融监督管理总局。新部门在原银保监会基础上组建，划入央行对金控公司的监管和消费者保护职责，以及证监会的投资者保护职责。我们认为该举措有利于统筹除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管，加强金融消费者权益保护。新成立国家金融监督管理总局由此前国务院直属事业单位（原银保监会）改为国务院直属机构。

2、央行分支机构改革。撤销原9家大区分行、25家省会中心支行、2家营业管理部，设立31个省级分行和5家计划单列市分行；不再保留县级支行，相关权限上收到地市级中心支行。我们认为央行分支机构改革有利于提高管理效率，同时考虑区域经济特征，制定区域货币政策促进当地经济发展。

3、企业债发行审核划入证监会。证监会划入发改委的企业债发行审核职责，由证监会统一负责公司债、企业债发行审核工作。此前，企业类债券发行审批由三部门分别负责，银行间交易商协会负责监管短融、中票等，证监会负责公司债，发改委负责企业债，我们认为此次调整后债券发行监管有望进一步统一。此外，证监会由国务院直属事业单位调整为国务院直属机构。

4、金融监管部门下属机构改革。剥离中央金融管理部门管理的市场经营类机构，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构（例如中央汇金等）。2018年《关于完善国有金融资本管理的指导意见》提到“国有金融资本管理还存在职责分散、权责不明、授权不清、布局不优”的情况，2019年出台的《国有

金融资本出资人职责暂行规定》加强国有金融资本管理，我们认为此次改革举措有利于财政部进一步履行出资人义务，提高相关国有金融机构经营效益。

5、地方金融监管机构改革。建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制。地方政府设立的金融监管机构专司监管职责，不再加挂金融工作局、金融办公室等牌子。2018年以来地方金融办公室、金融工作局陆续升级为地方金融监管局，整合地方金融监管职责，负责对小贷公司、融资担保、区域股权市场、典当行、融资租赁、商业保理、地方AMC实施监管，强化对辖区内投资公司、开展信用互助的农民专业合作社、社会众筹机构、地方各类交易场所等的监管（“7+4”）。我们认为此次机构改革有利于地方政府金融监管局更加聚焦监管职能，提高监管效率。



以上观点来自：2023年3月8日中金公司研究部已发布的《金融监管机构改革方案初探》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.3.6 中国宏观热点速评：统筹发力，兼顾当前与长远 | 简评政府工作报告
- 2023.3.6 中国图说中国宏观周报：供需双双回暖，消费领衔复苏 ——1-2月经济数据前瞻
- 2023.3.6 联合解读：总量行业联合解读政府工作报告
- 2023.3.8 中国宏观热点速评：三因素推动出口降幅缩窄 ——2023年1-2月进出口数据点评
- 2023.3.10 中国宏观热点速评：春节错位压低通胀，近期可能仍较温和 ——2023年2月物价数据点评
- 2023.3.11 中国宏观热点速评：经济复苏活力继续扩散 ——2月金融数据点评
- 2023.3.11 海外宏观周报：硅谷银行事件，影响不可低估
- 2023.3.12 海外宏观专题报告：下一个美元长周期：轮回和变局

策略及大宗商品

- 2023.3.7 主题策略：互联互通新阶段：纳入外国公司的意义
- 2023.3.8 大类资产配置月报（2023-3）：中外增长联动的风险与机会
- 2023.3.8 碳中和双周报：“碳”策中国（34）：印尼碳定价机制的现实与展望 2月23日~3月8日
- 2023.3.11 主题策略：全面注册制系列六：交易制度解析
- 2023.3.11 全球资金流向监测：北向流出创去年11月以来新高
- 2023.3.12 主题策略：哪些领域可能超预期？ ——港股2022年业绩预览
- 2023.3.12 海外中资股策略周报：市场短期反应过度

固定收益

- 2023.3.6 简评：精测转2上市定价分析
- 2023.3.6 资产证券化分析周报：市场主体扩容 ——简评《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》
- 2023.3.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.3.6 招投标备忘录：国开债23年第1、2、3期增发 ——利率债招标分析
- 2023.3.7 中国城投债券月报：发行净增进一步好转，市场信心边际提振 ——2月城投债券月报
- 2023.3.7 简评：行业利差收窄，煤钢地产及高等级城投表现较好 ——2023年2月行业利差跟踪
- 2023.3.7 简评：出口好于预期，但回落方向不改，债券利率稳中有降 ——1-2月贸易数据分析

- 2023.3.7 招投标备忘录：贴现国债23年第14、15期新发、付息国债23年第3期续发，贴现农发债23年第8期新发、付息农发债第1、2期增发——利率债招标分析
- 2023.3.8 简评：测绘转债上市定价分析
- 2023.3.8 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.3.8 招投标备忘录：国开债23年第5、13期增发，21年第20期增发——利率债招标分析
- 2023.3.9 简评：今年3月理财规模是否会出现季节性下降？
- 2023.3.9 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.3.9 简评：CPI低于预期，债市无忧——2月通胀数据分析
- 2023.3.10 招投标备忘录：贴现国债23年第16期新发，付息国债22年第24期续发——利率债招标分析
- 2023.3.10 中国房地产债券月报：2月房地产债券月报：——销售反弹明显，分化加剧
- 2023.3.10 中国可转债策略周报：浅谈策略适用性与SmartBeta
- 2023.3.10 深度研究：小阳春行情，留好安全底线——二季度信用债策略展望
- 2023.3.10 简评：存款多增，资金供给大于融资需求，债券利率易下难上——2月金融数据点评
- 2023.3.11 专题研究：经济修复边际放缓，债市情绪有所恢复——中金固收高频数据跟踪
- 2023.3.11 信用债收益率跟踪周报：隐含评级AA和AA（2）活跃个券成交特征
- 2023.3.11 中国利率策略周报：债券路演感受：预期转向下的行情或启动

行业

- 2023.3.6 日常消费：周思考：白酒商务场景回归，渠道信心边际修复；消费场景复苏利好大众品板块
- 2023.3.6 化工：2月重卡销量显著复苏，关注三大投资方向
- 2023.3.6 机械：中金通用自动化周报：3月步入政策密集期，关注国营改革、补短板、数字化主线
- 2023.3.6 银行：政府工作报告的金融信号
- 2023.3.6 半导体：周报（03/03）：特斯拉推进降本计划，理性看待SiC长期前景
- 2023.3.6 电力电气设备：新能源车月度观察：中欧淡季销量回落，特斯拉降价策略下美国销量维持强势
- 2023.3.6 电力电气设备：电新周报：复苏稳步推进下看好工控配置价值，储能波动性资源配储占比提升
- 2023.3.6 机械：刀具月度观察：需求渐入右侧，关注内需催化
- 2023.3.6 汽车及零部件：周报：特斯拉投资者日发布会召开，2月新能源需求有所复苏
- 2023.3.6 主题研究：风光公用环保3月月报：光伏各环节报价走势分化，看好风光电Q2进入拐点

- 2023.3.6 农业：种植行业观察：种质资源保护利用持续加强
- 2023.3.6 建材：政策基调延续稳健，关注建材配置机会
- 2023.3.6 机械：两会继续强调产业链攻坚和国企改革
- 2023.3.6 可选消费：化妆品行业专题之六：胶原蛋白，引领美丽健康新时代
- 2023.3.6 农业：宠物行业观察：冻干宠食，供需端助推成长
- 2023.3.6 轻工日化：智慧家居系列报告一：智慧生活，悦享未来
- 2023.3.7 银行：区域行观察：走进河南郑州
- 2023.3.7 不动产与空间服务：周评#331：二手房复苏延续，新房或有分化
- 2023.3.7 保险：寿险供给侧调整渐进尾声，财险承保向好韧性较强
- 2023.3.7 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年3月组合
- 2023.3.7 建筑与工程：周观点：政府工作报告强调基建加速落地；关注中特估值后续政策进展
- 2023.3.7 有色金属：永磁电机去稀土中期难实现，静待需求复苏
- 2023.3.7 家电及相关：中金看海外 主题 | 第二成长曲线，美国厨电1990S成长借鉴
- 2023.3.7 旅游酒店及餐饮：行业高景气下，酒店龙头业绩弹性几何？
- 2023.3.7 纺织服装珠宝：人流回暖趋势明确，看好龙头品牌业绩弹性
- 2023.3.8 银行：金融监管机构改革方案初探
- 2023.3.8 银行：信贷社融数据有望延续“开门红”
- 2023.3.8 有色金属：美联储鹰派预期已较充分，国内需求蓄势待发
- 2023.3.8 家电及相关：春节后家电需求复苏，空调先行
- 2023.3.8 汽车及零部件：出口及海外月度观察：1月新能源乘用车出口占比超30%；海外乘用车销量同比正增长
- 2023.3.8 交通运输物流：机场：免税量升价涨值得期待
- 2023.3.8 科技：MWC 2023：消费电子看点有哪些？
- 2023.3.8 REITs：中资背景海外REITs复盘
- 2023.3.9 科技：MWC 2023：5G-A、算力网络、卫星通信成通信关键词
- 2023.3.9 农业：宠物线上月报：2月销售额同比转正，行业投融资热度改善
- 2023.3.9 汽车及零部件：2月产销回暖；合资车企大促销，效果显著
- 2023.3.9 软件及服务：MRO产业互联网正逢其时，数字化浪潮助力广阔市场
- 2023.3.9 造纸：海外纸浆产业链跟踪：阔叶浆已步入下行通道，针叶浆短期偏紧态势犹存
- 2023.3.9 农业：畜牧行业观察：白鸡价格强势，母猪产能阶段性去化
- 2023.3.9 汽车及零部件：中金看海外 公司 | 麦格纳：谋变求新，加速电动智能转型
- 2023.3.11 传媒互联网：线上平台月报：2月淡季线上时长持续回落
- 2023.3.11 银行：硅谷银行事件与潜在的流动性风险敞口
- 2023.3.11 软件及服务：大模型高速迭代，多模态时代到来
- 2023.3.11 银行：社融信贷再超预期—2月金融数据解读
- 2023.3.11 东南亚研究：Lazada在东南亚零售市场降温之际扩张

- 2023.3.11 东南亚研究：旅游业复苏，按需服务进一步正常化
- 2023.3.12 电力电气设备：充电桩系列报告1：如何看待海外成长性和市场空间？
- 2023.3.12 主题研究：中金电动车研究：当前车市现状及解读
- 2023.3.12 科技：科技硬件周报（3/10）：AI产业发展进入快车道
- 2023.3.12 传媒互联网：周报：传媒板块数字经济和国企改革主题活跃



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn