

经济偏弱 避险需求或增加

——利率市场周报第6期——

内容摘要:

- 一季度 GDP 同比增长 7.7%，低于此前 8% 的市场预期。工业增加值、用电量双双回落，说明实体经济仍较为低迷；固定资产投资同比增长 20.9%，与去年同期持平，相比 2 月份累计同比增速有所放缓；一季度居民收入增长不足 7%，同时中央反对铺张浪费和严控三公消费，导致消费增长乏力。
- 经济数据偏弱加剧了对经济复苏不确定性的担忧。随着 4 月份施工旺季的到来，以及“十二五”后期一批重大项目开工，会使得未来经济温和回升。我们仍然维持之前对全年经济弱复苏格局的判断，但需进一步的跟踪观察。
- 4 月 15 日，纽约商品交易所黄金期货合约价格暴跌 9.27%，创下 20 世纪 80 年代以来的最大单日跌幅。长期来看，美联储的量化宽松政策和美国经济持续复苏，将继续刺激资产价格上扬，减弱投资者对于黄金这种避险工具的需求。原油期货、铜、铝等大宗商品价格下跌，进一步降低了通胀预期。
- 3 月新增社会融资规模达到 2.54 万亿，创历史新高。一季度社会融资总量达到 6.16 万亿，较去年同期增加 60%。3 月末 M2 余额为 103.61 万亿元，同比增长 15.7%，高于 2013 年全年 M2 增速目标值。
- 4 月份以来，市场整体资金面仍呈现相对宽松的局面。节后进行的较大幅度正回购开始集中到期，在市场资金面压力不大的情况下，央行保持市场稳定，进行了覆盖到期资金的正回购操作。预计在 CPI 压力不大，资金面未出现明显紧缩的情况下，央行仍会通过更加灵活的公开市场操作应对流动性变化。

分析师

申明亮 CFA
执业证号: S1250511070001
联系电话: 023-63786349
邮箱地址: shml@swsc.com.cn

研究助理

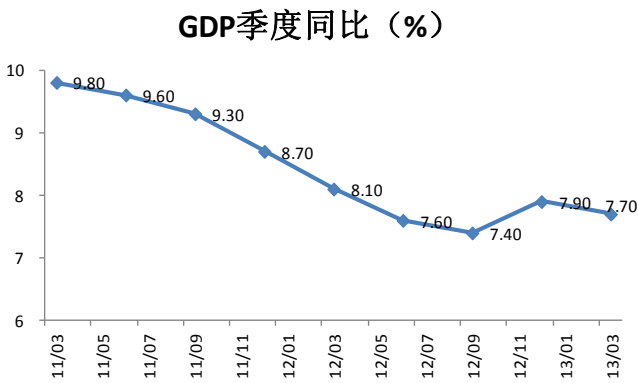
匡荣彪
联系电话: 023-63786033
邮箱地址: krb@swsc.com.cn

李佳颖
联系电话: 023-63786561
邮箱地址: lijy@swsc.com.cn

一、基本面：经济数据疲弱

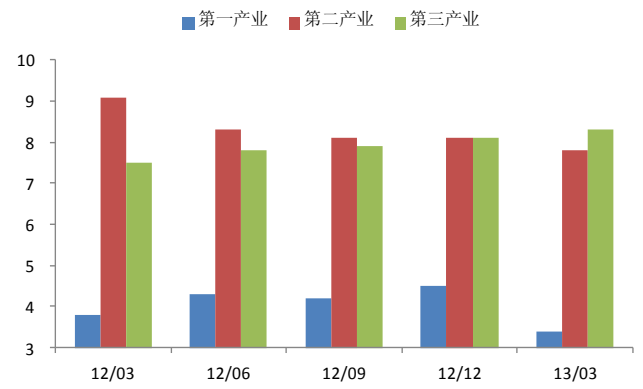
4月15日，国家统计局公布一季度国内生产总值（GDP）为118,855亿元，同比增长7.7%，比去年四季度的7.9%下降0.2个百分点，也低于此前8%的市场预期。分产业看，第二产业对GDP增长贡献最大，其增速下滑至7.8%是导致经济下滑的主要因素，而第三产业增速回升至8.3%，累计增速连续4个季度上升，或许预示着经济转型正在悄然发生。

图1: GDP季度同比



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图2: GDP累计同比(分产业)

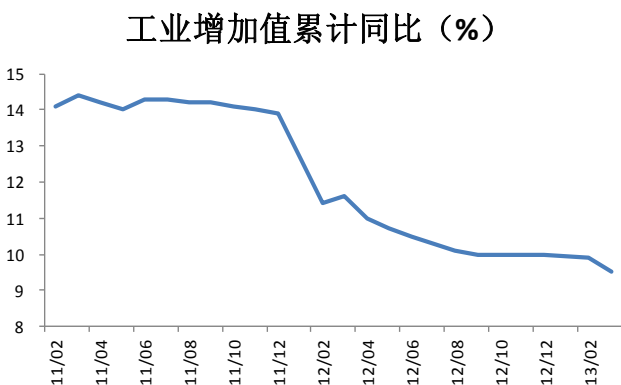


数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

(一) 工业增加值、用电量双双回落

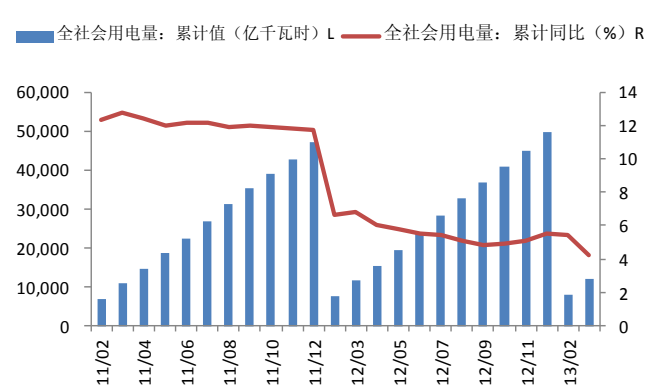
数据显示，一季度工业增加值、用电量两项重要经济指标双双回落，规模以上工业增加值同比增长9.50%，增速比上年同期回落2.1个百分点；全社会用电量同比增长4.25%，增速比上年同期回落2.55个百分点，3月用电量仅增长1.94%，用电量增速低说明实体经济仍旧较低迷，同时也印证了经济增速回落的事实。

图3: 工业增加值累计同比



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图4: 全社会用电量累计值及累计同比

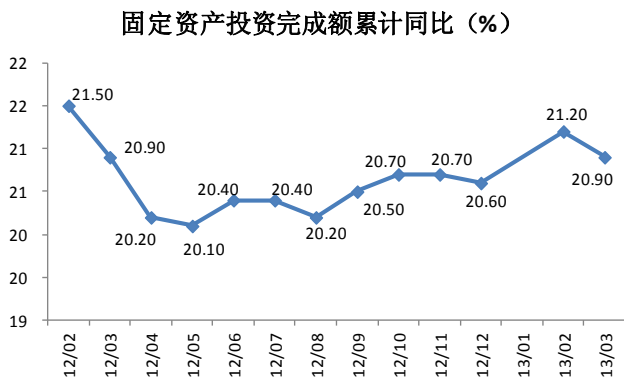


数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

(二) 固定资产投资增速放缓

一季度固定资产投资同比增长 20.9%，与去年同期持平，相比 2 月份累计同比增速有所放缓。受行业去产能影响，第二产业投资增速虽环比小幅回升，但仍处于低位，比去年同期下降 8.4 个百分点。第一产业投资增速同比、环比均呈现回落态势。第三产业投资增速基本持平，仍然维持在去年 4 月以来的高位。

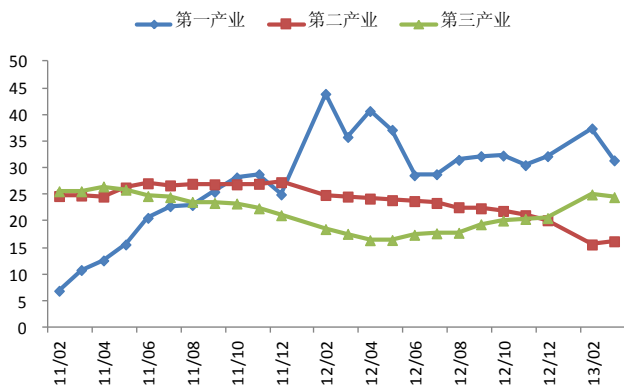
图 5: 固定资产投资完成额累计同比



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

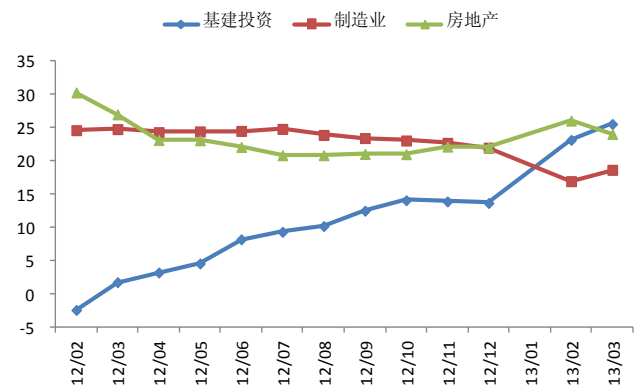
分行业看，基建投资增速维持在 25% 左右的高位，制造业投资增速环比小幅回升至 18.7%，受 2012 年下半年销售回暖的影响，房地产业投资增速虽略有回落，但仍处于去年 4 月以来的较高水平。

图 6: 三大产业固定资产投资增速 (%)



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 7: 分行业固定资产投资增速 (%)



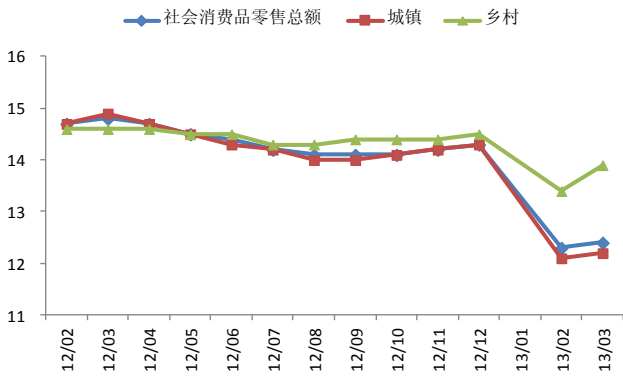
数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

(三) 消费增长乏力

一季度，社会消费品零售总额同比增长 12.4%，增速比上年同期回落 2.4 个百分点，较去年年底回落 1.9 个百分点。其中，城镇消费增速较去年年底回落 2.1 个百分点，乡村消费增速较去年年底回落 1.6 个百分点。相比去年年底，商品零售增速回落 1.5 个百分点，餐饮收入增速大幅下滑 5.1 个百分点。一季度居民收入增长不足 7%，导致整体消费购买力有所下降。此外，中央反对铺张浪费和严控三公消费也使得餐饮收入增速明显下滑，影响了消费的

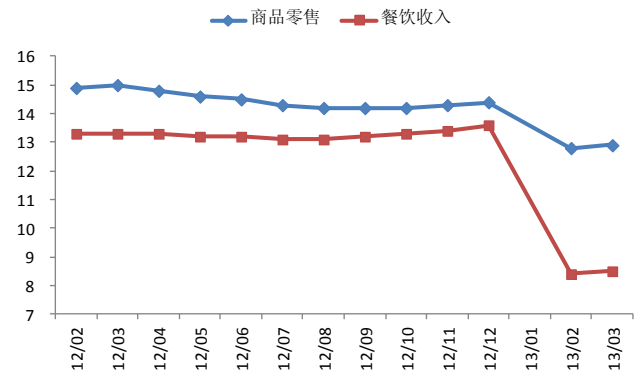
增长。

图 8: 社会消费品零售总额同比增速 (%)



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 9: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

经济数据偏弱加剧了对经济复苏不确定性的担忧。随着 4 月份施工旺季的到来, 以及“十二五”后期一批重大项目开工, 会使得未来经济温和回升。我们仍然维持之前对全年经济弱复苏格局的判断, 但还需进一步的跟踪观察。

二、黄金避险需求降低, 大宗商品价格下跌

4 月 15 日, 纽约商品交易所黄金期货合约价格暴跌 9.27%, 创下 20 世纪 80 年代以来的最大单日跌幅。这次暴跌一方面是由于高盛银行下调黄金 2013 年均价预期, 加之消息称塞浦路斯央行计划出售黄金储备以弥补赤字, 重挫了投资者信心, 造成恐慌性抛盘。从长期来看, 美联储的量化宽松政策和美国经济持续复苏, 将继续刺激资产价格上扬, 减弱投资者对于黄金这种避险工具的需求。

图 10: 纽交所 6 月黄金期货价格



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 11: 纽交所 5 月轻质原油期货价格



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

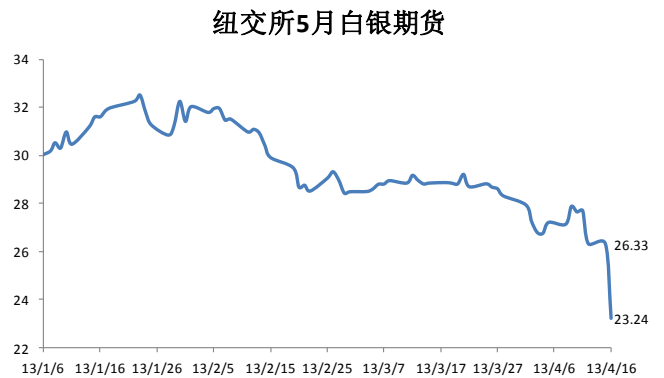
周一纽约原油期货价格收盘大幅下跌 2.8%, 收于年内最低价位; 铜价到达 18 个月以来低点, 铝价创下 3 年新低, 白银期货单日下跌 11%。大宗商品价格的下跌进一步降低了通胀预期。

图 12: 纽交所 6 月铜期货价格



数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

图 13: 纽交所 5 月白银期货价格

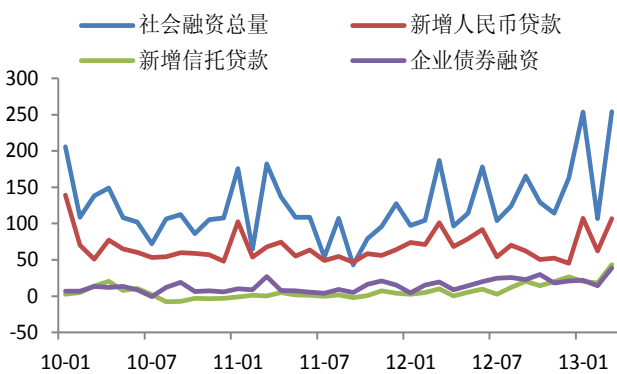


数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

三、社会融资总量飙升，流动性仍宽裕

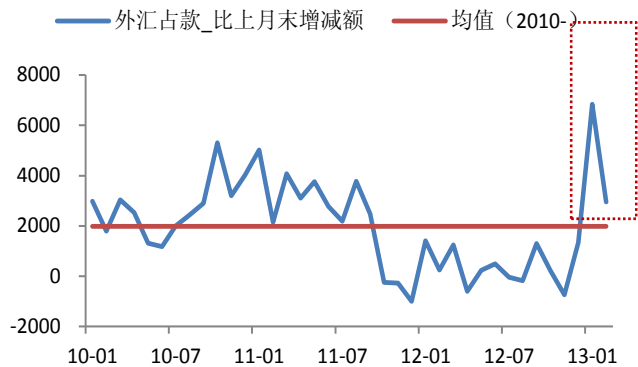
3月新增社会融资规模达到 2.54 万亿, 创历史新高。一季度社会融资总量达到 6.16 万亿, 较去年同期增加 60%。3 月企业债净融资和信托贷款分别为 3892 亿元、4360 亿元, 均创下自中国央行公布统计数据以来的历史新高。且 3 月份企业债券净融资环比增长 173%、同比增长 145%; 信托贷款环比增长 140%、同比增长 328%。债券融资及信托贷款的超常规增长, 部分源于银监会八号文对理财产品投向非标债权的限制将增加标准债券需求以及新型城镇化背景下基础建设投资的迅猛增加。

图 14: 社会融资总量 (千亿元)

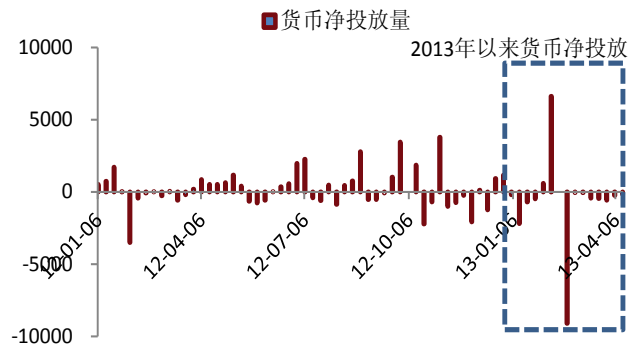


数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

3 月末 M2 余额为 103.61 万亿元, 同比增长 15.7%, 高于 2013 年全年 M2 增速目标值。M2 的超速增长除了与新增贷款规模有关, 外汇占款的突增也是原因之一。虽然一季度的外汇占款数据还未公布, 但是从 1 月、2 月的数据可以预测一季度外汇占款可能仍会处于一个较高水平。

图 15: 外汇占款变化 (亿元)


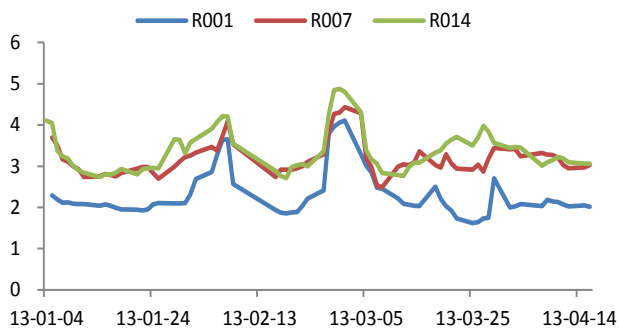
数据来源: WIND, 西南証券研究发展中心

图 16: 货币净投放量 (亿元)


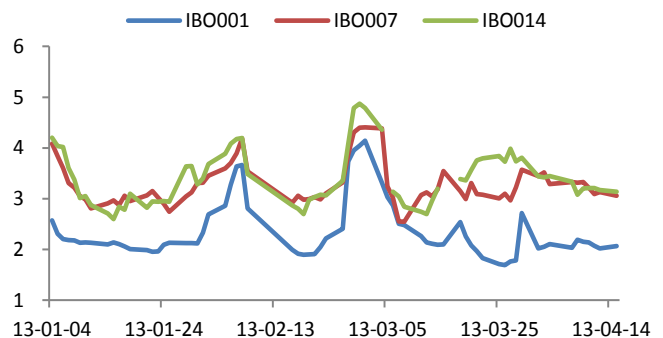
数据来源: WIND, 西南証券研究发展中心

4 月份以来, 市场整体资金面相对宽松, 除银行间质押式回购利率和银行间拆借利率隔夜利率略微上升外, 单周和双周期限的回购及拆借利率均呈现下降趋势。央行连续数周采用正回购方式回笼资金, 但是并未对资金面造成压力, 显示流动性充裕。

央行分别于 4 月 11 日和 16 日开展 460 亿、580 亿正回购, 发行利率水平为 2.75%, 保持不变。节后进行的较大幅度正回购开始集中到期, 在市场资金面压力不大的情况下, 央行保持市场稳定, 进行了覆盖到期资金的正回购操作。预计在 CPI 压力不大, 资金面未出现明显紧缩的情况下, 央行仍会通过更加灵活的公开市场操作应对流动性变化。

图 17: 银行间质押式回购利率 (%)


数据来源: WIND, 西南証券研究发展中心

图 18: 银行间拆借利率 (%)


数据来源: WIND, 西南証券研究发展中心

四、一周市场回顾

4 月 16 日, 从银行间质押式回购利率来看, R001 收于 2.02%, 较前一周下行了 13bps, R007 收于 3.03%, 下行了 24bps, R014 收于 3.06%, 下行 8bps, R1M 收于 3.24%, 下行了 4bps, R3M 收于 3.91%, 上行 35bps。

银行间同业拆借利率, 隔夜拆借利率收于 2.03%, 较前一周下行了 12bps, 1 周拆借利率收于 3.18%, 下行了 15bps; 2 周拆借利率收于 3.14%, 下行 7bps; 1 月拆借利率收于 3.14%, 下行了 8bps; 3 个月拆借利率收于 4.56%, 上行了 19bps。

上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 的报价，隔夜利率收于 2.02%，下行 12bps；1 周利率收于 3.04%，下行 24bps；2 周利率收于 3.05%，下行 3bps；1 个月利率有一定下降；而更长端的 6M、9M 和 1Y 保持不变。

表 1: 货币市场利率变化

利率品种	期限	2013-04-16	2013-04-09	BPS
银行质押式回购利率	R001	2.02	2.15	-13.29
	R007	3.03	3.27	-24.40
	R014	3.06	3.14	-8.41
	R021	3.24	3.29	-4.31
	R1M	3.29	3.28	0.58
	R2M	3.29	3.29	-0.64
	R3M	3.91	3.56	35.42
	银行间拆借利率	IB001	2.03	2.15
IB007		3.18	3.33	-14.81
IB014		3.14	3.21	-6.80
IB021		3.20	3.37	-16.24
IB1M		3.14	3.22	-8.33
IB2M		3.51	3.43	8.33
IB3M		4.56	4.37	19.29
SHIBOR	O/N	2.02	2.14	-12.30
	1W	3.04	3.29	-24.40
	2W	3.05	3.08	-3.23
	1M	3.26	3.28	-1.67
	3M	3.88	3.88	-0.09
	6M	4.10	4.10	0.00
	9M	4.26	4.26	0.00
	1Y	4.40	4.40	0.00

数据来源: WIND 西南証券研究发展中心

西南証券投资评级说明

西南証券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南証券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述証券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的証券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南証券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南証券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南証券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业