

## 一季度经济增速较低

### 摘要

进入 2015 年一季度以来，一月份在房地产业及重工业下滑的带动下，经济增速较低；2 月份是传统的节日月。但节日的消费情况也不尽理想。进入 3 月以来，经济增速更是低于预期。各种数据显示一季度经济增速可能低于 7.1%，甚至有可能跌破 7.0% 的可能行。在长期目标和短期下滑的矛盾中，政府不得不再次祭出货币宽松和刺激地产的武器。

受经济疲弱影响，中国央行自去年 11 月 21 日时隔两年首度降息后再次降息。央行降息是降息周期的延续，央行此举有利于降低金融机构贷款实际利率和企业贷款融资成本，也有利于刺激消费，降低经济失速风险。这在一定程度上可以缓解债务风险和通缩压力，但能否改变经济下行压力还有待观察。虽然央行事后强调利率调整的重点仍是保持实际利率水平适应经济增长、物价、就业等基本面变动趋势，并不代表稳健的货币政策取向发生变化，但当前市场对于货币政策将趋向宽松的预期已经形成，而央行在当前时点采取的措施也在一定程度上印证了市场的这一预期，加上此次降息力度比较温和，市场普遍预期后续可能还有进一步宽松的的必要。

另外，美联储 3 月利率决议降低了市场对美元加息的预期，这将使得美元面临一定程度的回调，人民币借势兑美元出现了一定反弹。另一方面，美元加息预期导致资本流动性的负面影响变得更加可控，对于中国的影响大幅弱化。但当前国内资金流出的态势还未出现根本好转，适当放宽货币政策，通过降准快速为市场提供流动性的需求依然存在。一旦央行再次降准，人民币汇率将再度面临一定程度的打压，但影响不会像之前连续央行降息那么大。未来短期内，我们预计人民币在目前点位附近出现震荡偏多行情的可能性较大。



**智慧创造奇迹**  
一流的咨询，卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

张一伟

zyw89@nawaa.com

010-63032869

王晟

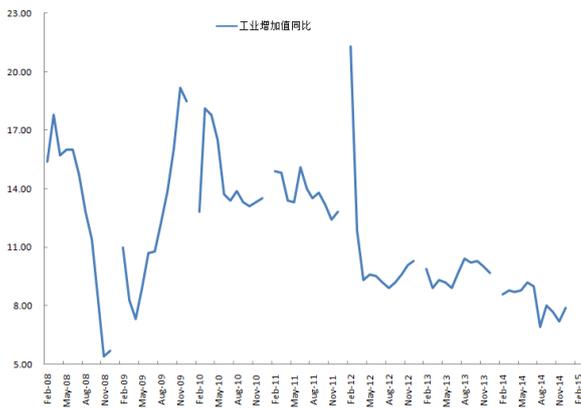
ws@nawaa.com

010-63151317-855

### 一季度经济增速较低

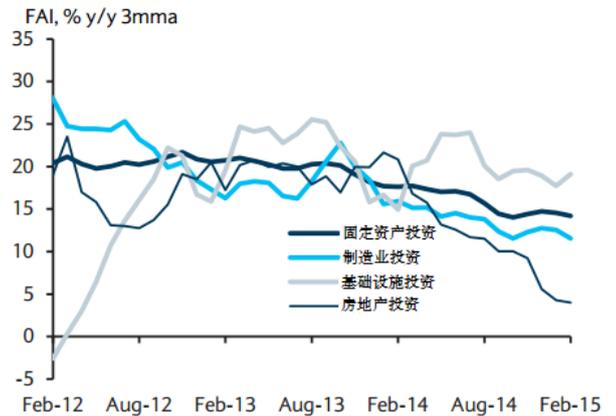
进入2015年一季度以来，一月份在房地产业及重工业下滑的带动下，经济增速较低；2月份是传统的节日月。但节日的消费情况也不尽理想。进入3月以来，经济增速更是低于预期。各种数据显示一季度经济增速可能低于7.1%，甚至有可能跌破7.0%的可能行。在长期目标和短期下滑的矛盾中，政府不得不再次祭出货币宽松和刺激地产的武器。

图1. 中国工业增速底部徘徊



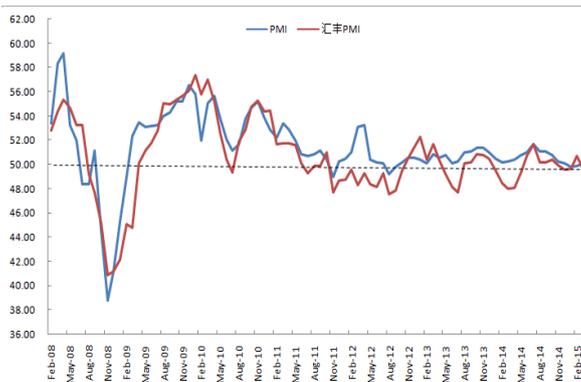
数据来源: Wind, 南华研究

图2. 固定投资不振



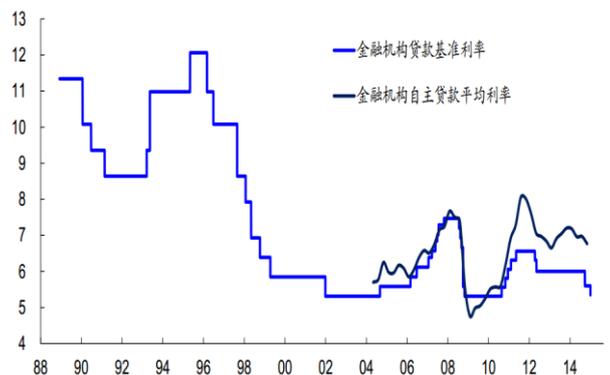
数据来源: Bloomberg, 南华研究

图3. PMI



数据来源: Wind, 南华研究

图4. 实际利率仍过高



数据来源: Wind, 南华研究

从前三个月的工业增加值和固定投资增速上来看，一季度经济增速沿着去年第三季度的下滑速率继续前进，有滑破7.0%的可能性。其中重工业和房地产业的快速下滑速度一直没有止住，是导致经济下滑的主要原因之一。而此时中央一直希望的实际利率却又有所抬头，这对去年以来企业盈利有所好转将会形成新的压力，进而传导至全社会，同时会中央政府在压制地方政府债务和企业债务方面的努力面临裹足不前的压力，进而影响长期目标的推进和实现。因此中央政府此时不得不再祭出宽松货币政

策和刺激房地产业的措施来稳住短期内的经济下滑，为以后的改革推进保驾护航。

在不断政策的刺激下，我们预计经济在二季度下半期开始有所好转，同时金融市场加速泡沫的作用下，企业的整体业绩在下半年会有一些的提升。

图 5. 发电量显示经济乏力



数据来源: Bloomberg, 南华研究

图 6. 货币政策被迫宽松



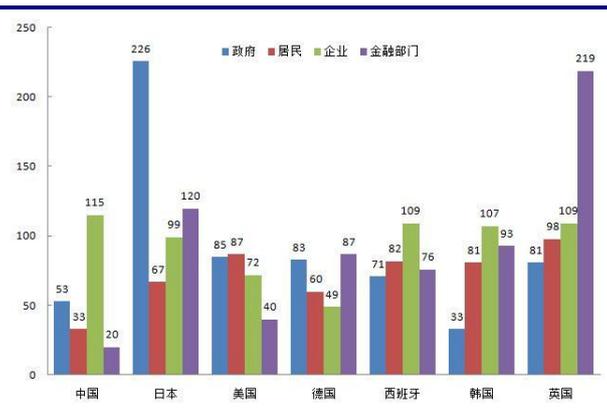
数据来源: Wind, 南华研究

图 7. 地方政府债务



数据来源: Wind, 南华研究

图 8. 企业债务过高



数据来源: Bloomberg, 南华研究

### 央行再度降息 市场宽松预期已形成

受经济结构调整步伐加快以及国际大宗商品价格大幅下降的影响，第一季度消费物价涨幅有所回落，工业品价格降幅扩大，对实际利率水平形成推升作用。当前物价涨幅处于历史低位，为适当使用利率工具提供了空间。2月CPI的回升幅度将非常有限，目前预计在1.0%左右。PPI方面，经历了前期大宗商品价格的急速下跌，2月以来随着石油价格的企稳，石油、化工和部分有色金属价格同比开始企稳回升，但钢铁、煤炭价格仍然较较差、CRB综合指数降幅仍在快速扩大，2月PPI同比进一步下跌4.8%。

图 9. 一年期存、贷款基准利率



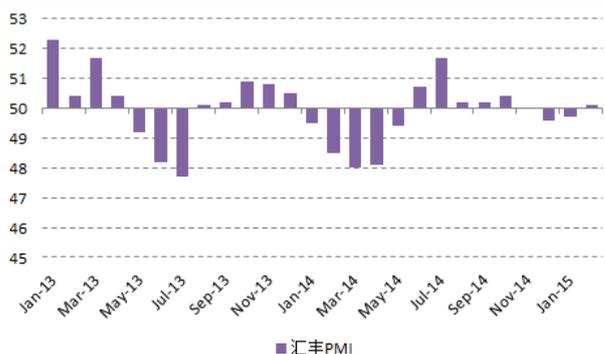
数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图 10. CPI 及 PPI 同比增速



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图 11. 汇丰 PMI



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图 12. 大中城市商品房销量



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

另外, 由于 2015 年最新公布的一系列数据表明经济增长乏力, 市场近期对于降准降息的呼声非常高。春节期间, 中国经济数据表现疲软。虽然春节期间国内生产相关的高频数据参考性不强, 但从价格、进出口等一系列可观测的指标来看, 2 月上半月经济情况仍不甚理想。即使考虑到春节错位因素的影响, 也意味着需求维持在较差的状态。2 月汇丰 PMI、地产销量、电力耗煤增速均表现不佳。这再次表明降息的时机已经成熟。2015 年春节期间实体经济的表现较为低迷: 2 月汇丰 PMI 虽小幅回升但前两月均值在历年同期中仍处在中等偏低水平, 地产销量和电力耗煤增速持续走低, 就连黄金周零售销售和旅游收入增速也是再创新低。今年春节消费增速逐年下降趋势延续, 显现出终端消费需求依然位于低位。2015 年春节黄金周消费增速为 11%, 增速与上年同期相比下降 2.3 个百分点, 延续自 2011 年以来增速下行趋势。

受此影响, 中国人民银行自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。这是自去年 11 月 21 日中国央行时隔两年首度降息后的第二次降息。央行宣布, 将金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%; 一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%, 同时结合推进利率市场化改革, 将金融机构存款

利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

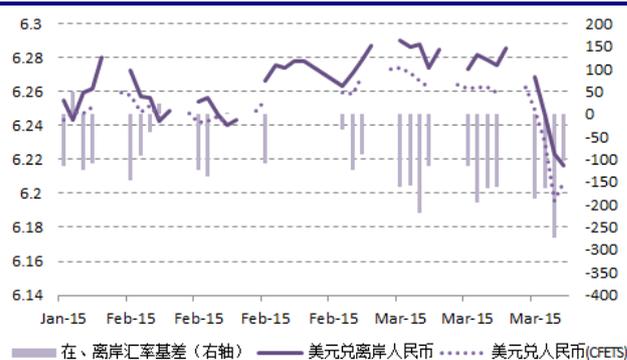
中国人民银行对此次降息解释称，此次调整是根据当前经济基本面的运行态势进行的适度微调，重点是继续引导社会融资成本下行，稳健的货币政策取向并未改变。同时寓改革于调控之中，扩大存款利率浮动区间，更充分地发挥市场在资源配置中的决定性作用。

我们认为，此次降息是降息周期的延续，央行此举有利于降低金融机构贷款实际利率和企业贷款融资成本，也有利于刺激消费，降低经济失速风险。这在一定程度上可以缓解债务风险和通缩压力，但能否改变经济下行压力还有待观察。虽然央行事后强调利率调整的重点仍是保持实际利率水平适应经济增长、物价、就业等基本面变动趋势，并不代表稳健的货币政策取向发生变化，但当前市场对于货币政策将趋向宽松的预期已经形成，而央行在当前时点采取的措施也在一定程度上印证了市场的这一预期，加上此次降息力度比较温和，市场普遍预期后续可能还有进一步宽松的有必要。

### 美国加息预期淡化 市场仍需“输血”

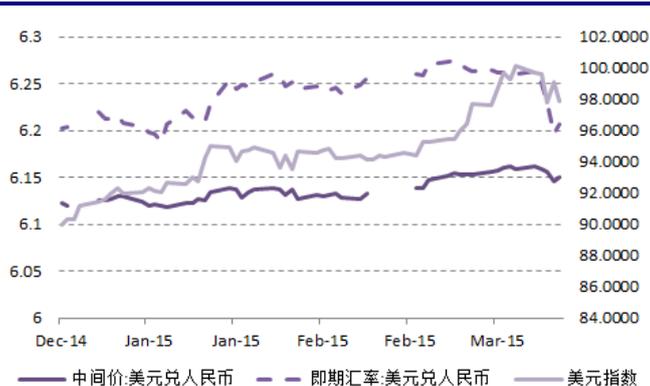
3月议息会议中，联储删除了对升息保持“耐心”的表述，并表示不会在4月加息，具体时点需要看就业市场以及通胀的变化来决定。与此同时联储委员下调了年度的经济与通胀预测，对于联邦基金利率的预测，则较上期更加明显的下调了 25-50bp 左右。

图 13. 人民币在、离岸即期汇率及基差



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图 14. 人民币中间价、即期汇率及美元指数



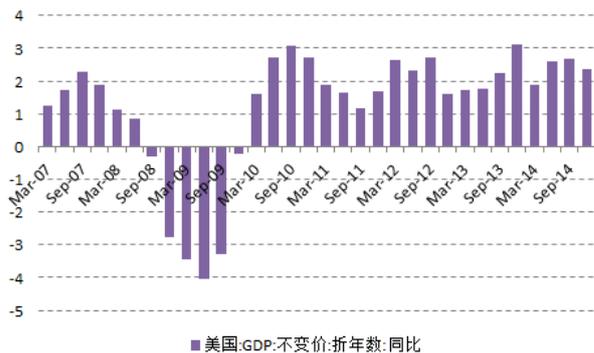
数据来源：Wind 资讯，南华研究

在利率决议之前，市场对 6 月加息的预期一直处于分化状态，但利率决议公布之后，整个市场对美联储的加息预期大幅降温，一些国际大型投行认为通胀疲软和美元升值会为经济带来下行风险，甚至预期美联储在 2015 年不会加息。当然这只是较为悲观的预期，不过据彭博社联邦基金期货合同数据显示，美联储将在 9 月提升基准利率几率从 55% 降至 39%。期货交易者对 6 月加息几率失去信心，可能性已暴跌至 11%，同时市场预期美联储在 12 月之前加息的几率都低于 50%。目前，市场主流观点认为隔夜美联储利率中值大幅下修暗示美联储不会在 6 月加息，不过仍可能在 9 月加息。

一方面，尽管投资者对于美联储 9 月加息仍抱有乐观期望，但是实际上并没有太

大把握，而美联储加息预期的急剧转变将使得此前一直以此走强的美元恐怕将面临大幅回调的空间，特别是如果随后美国方面就业数据和通胀数据如果表现不佳，美元的回调幅度将会加大。

图 15. 美国经济增速



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图 16. 美国 CPI 及核心 CPI 同比增速



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

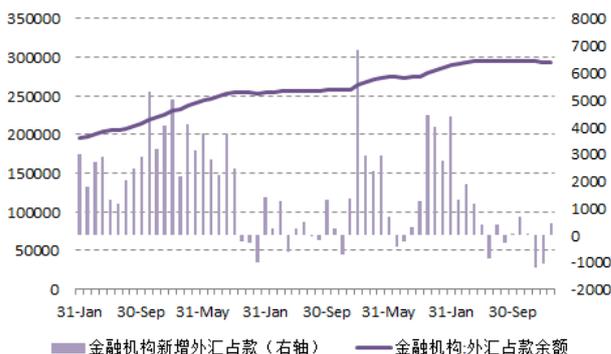
另一方面，近期美国多项经济领先指标出现下行，天气与强势美元对美国的影响显现。美联储维持经济与通胀前景，但均下调了预测。联储维持复苏前景，但判断短期放缓、下调了 15 年 GDP 预测，曲线形态与 16 年持平。对短期的描述措辞由稳健 (solid) 变为温和 (moderate somewhat)，对劳动力市场改善没有变化，较上次会议额外指出了出口增速放缓。通胀方面，维持通胀前景，从前期的下降转为底部维持，同时下调了通胀水平的预期。判断通胀短期维持低位，归因为受能源下跌等因素传导，委员会为预计中期会在就业强势和薪金上涨的带动下，通胀将逐渐上升至目标 2%。同时委员会下调 15 年通胀预期 0.4-0.8，下调了核心 PCE 0.2-0.4。

对于国内而言，升息导致资本流动性的负面影响更加可控，对于中国的影响大幅弱化。联储表示强势美元总体有利于其他经济体，15 年其净出口将成为 GDP 的拖累，但从目前来看，美联储升息幅度可能仅存 1 次，至多 2 次。而从国内的流动性来看，中国当前月资本外流量级在千亿左右，由于联储象征性升息的幅度不会大、且持续性不强，因此资本流出的可控性增强；同时从短期看，议息会议靴子落地后，美元由于前期隐含过多出现大幅回调，上升节奏明显放缓，中国汇率稳定的预期增强，这一点从本周人民币强烈的走强趋势就可以看出。

虽然美联储加息预期对我国资本流动性的负面影响或将更加可控，但当前国内资金流出的态势还未出现根本好转。央行和外汇局本周分别发布 2 月金融机构外汇占款数据和银行结售汇数据。金融机构外汇占款结束连续两月千亿规模的下降，当月小幅新增 422 亿元。不过，金融机构外汇占款数据却与银行结售汇数据相背离，当月银行结售汇逆差 1054 亿元。

造成 2 月结售汇和外汇占款数据之间差异有两个原因：一是境外金融机构（如离岸人民币清算行）直接进入银行间外汇市场开展的人民币对外汇交易；二是外汇储备的外币收益出售交易。这两个部分会增加金融机构的外汇占款，但不计入银行结售汇数据。

图 17. 金融机构外汇占款



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图 18. 银行结售汇差额



数据来源：Wind 资讯，南华研究

虽然资金流出的态势短期难改，但美元指数在美联储利率决议后面临回调，人民币兑美元的贬值压力有很大程度的缓解，且全球主要经济体仍处在极低利率状态，欧元区更是已至负利率，全球央行仍是以货币宽松政策为主旋律，中国与主要发达国家利差有明显空间，资本大幅流出的可能性偏弱。

不过，在美联储未来加息预期的推动下，美元的强势仍将持续，机构继续增持外汇资产、减少外币负债的动力依然存在。数据显示，2月境内银行代客涉外收付款顺差1125亿元（其中人民币净收入853亿）带来的外汇收入主要进入外汇账户，当月外币存款余额187亿美元，外币贷款减少74亿美元。国内外币负债杠杆率水平进一步降低。境内外汇贷款与外汇存款之比继续下滑至84%。

相较之下，虽然2月金融机构外汇占款止跌回升，但回升幅度较小仍难掩基础货币缺口。加之前期降息后资金利率不降反升，有关降准的呼声日渐高涨。上周公布的2月金融数据显示，当月新增人民币贷款远超市场此前预期的7000亿~8000亿元，高达1.02万亿元，新增人民币贷款的高增长对资金面构成紧约束。

此外，除了信贷高增长，地方政府债务到期亦是导致节后资金面偏紧的重要原因，为应对即将进入债务到期高峰的二季度，央行也有必要再次祭出降准应对市场对资金的巨大需求。实际上，央行近日已经在出手降低市场利率。17日，央行进行200亿7天逆回购，且回购利率再次调低，由原来的3.75%下降至3.65%。不仅如此，央行还到期续作了3500亿中期借贷便利(MLF)，并将MLF的操作量增加至5000亿元左右。这些都表明央行在努力降低货币市场利率。

目前，我国经济仍处在减速下滑时期，私人部门投资意愿减少，地方政府由于财政收入减少，存量债务压力较大，也无法很好的起到刺激经济稳增长的作用。因此，适当放宽货币政策，为银行“输血”就显得十分迫切。我们认为当前降准的窗口已经临近。

总体来看，美联储3月利率决议降低了市场对美元加息的预期，这将使得美元面临一定程度的回调，人民币借势兑美元出现了一定反弹。另一方面，美元加息预期导致资本流动性的负面影响变得更加可控，对于中国的影响大幅弱化。但当前国内资金流出的态势还未出现根本好转，适当放宽货币政策，通过降准快速为市场提供流动性

的需求依然存在。一旦央行再次降准，人民币汇率将再度面临一定程度的打压，但影响不会像之前连续央行降息那么大。未来短期内，我们预计人民币在目前点位附近出现震荡偏多行情的可能性较大。

# 南华期货分支机构

## 南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道193号定安名都3层  
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

## 萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层  
电话: 0571-83869588

## 台州营业部

台州市椒江区耀达路99号4楼  
电话: 0576-88539900

## 温州营业部

温州市府路新益大厦1幢1401室  
电话: 0577-89971820

## 宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87273868

## 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

## 嘉兴营业部

嘉兴市中山路751号粮食大厦五楼  
电话: 0573-82158136

## 绍兴营业部

绍兴市中兴南路95号中兴商务楼1幢(南楼)5-6层  
电话: 0575-85095800

## 成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段35号17层1706号房  
电话: 028-86532693

## 兰州营业部

兰州市庆阳路488号万盛商务大厦26楼(胜利宾馆斜对面)  
电话: 0931-8805310

## 大连营业部

大连市沙河口区中山路554D-6号和平现代城B座3层4号  
电话: 0411-84378378

## 北京营业部

北京市宣武门外大街28号2幢  
电话: 010-63556906

## 太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号景峰国际商务大厦25层  
电话: 0351-2118016

## 余姚营业部

余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601  
电话: 0574-62509001

## 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号保利大厦二层、八层  
电话: 0451-82345618

## 郑州营业部

郑州市未来路73号锦江国际花园9号楼14层  
电话: 0371-65613227

## 青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦B座2501室  
电话: 0532-85803555

## 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号15层C室  
电话: 024-22566878

## 天津营业部

天津市河西区友谊路41号大安大厦A座8层  
电话: 022-88371080

## 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层  
电话: 021-50431979

## 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、3楼、7楼  
电话: 021-52585211

## 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室  
电话: 0755-82577529

## 广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房  
电话: 020-38806542

## 芜湖营业部

安徽芜湖市中山北路77号侨鸿国际商城904、906、908室  
电话: 0553-3880212

## 重庆营业部

重庆市南岸区亚太路1号1幢1层1-2  
电话: 023-62611588

## 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层  
电话：0513-89011160

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
电话：0592-2120370

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663886

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301  
电话：0573-80703000

**南华期货（香港）有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼  
电话：00852-28052658

**浙江南华资本管理有限公司**

电话：0571-87994666

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 南华期货研究所五大研发中心

### 杭州基础产品研究中心

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
电话: 0571-87839262 传真: 0571-88393740

### 上海金融研究中心

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 东北研究中心

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 深圳产品创新研究中心

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 北京宏观经济研究中心

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
电话: 010-63032869 传真: 010-63150526



公司总部地址: 杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编: 310002

全国统一客服热线: 400 8888 910

网址: [www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)