

2015-04-15

3 月经济金融数据点评

——实体经济仍疲弱，后续期待政策加码

事件：

3 月贷款新增 1.18 万亿，扣除非银同业拆借的原口径贷款新增为 1 万亿；社融新增 1.18 万亿，社融余额同比由 13.7% 下降至 12.7%；广义货币 M2 同比由 12.5% 下降至 11.6%；一季度国内生产总值 140667 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.0%，该增速为 2009 年一季度以来最低。

结论：

- 主要经济金融数据下滑，反应实体经济疲弱现状
- 外部因素加剧经济数据疲弱表现
- 更大力度稳增长政策可期，货币政策仍有进一步放松空间
- 未来 A 股上行仍有空间，看好低估值、高分红、盈利增长稳定的 A 股蓝筹股的表现

解读：

一、经济数据下滑，反映实体经济依然疲弱

3 月广义货币 M2 由 12.5% 下降至 11.6%，其中有贷款和非标减少导致货币派生下降的因素作用。同时 3 月社会融资余额同比由 13.7% 大幅下降至 12.7%，其中新增贷款不到 1 万亿。从数量上看，本月贷款和非标均低于市场预期，反映出实体经济依然疲弱。与前两月贷款投放明显超季节性不同的是，3 月贷款投放略低于季节性，本月未出现通常季末银行投放短期贷款压缩票据贴现，从而使得票据贴现为负的情况；同时中长期贷款的转弱显示企业的中长期信贷需求持续增长的动力下降，居民中长贷的同比少增也受到地产销售下滑的影响。

正如市场此前预料，GDP 增速同比增长 7%，成为 2009 年一季度以来最低值，反映了实体经济的疲弱。

二、外部因素加剧经济数据弱势

除经济疲弱的主因外，监管规定的限制了社会融资的增长。非标监管仍然对表外非标融资产生了显著的抑制效果，贷款仍然是最主要的融资渠道。本月贷款下滑主要源于股份行贷款投放同比下滑 20%，主要原因是其前两月信贷投放过于积极（同比增长 40%），造成本月贷款额度紧张；此外，银行日益高企的存贷比对银行贷款投放有一定制约，上市银行去年年末的存贷比接近监管红线（特别是股份行）。

广义货币方面（M2）下滑的原因除社会融资下降以外，外汇占款的严重流失也是重要的原因。一方面是贬值预期扩大，虽然人民币升值，但是远期相对即期仍然是贬值的，使得套取未来人民币升值的操作无利可图，同时中美短端利差缩窄，整体套息套汇空间缩窄。另一方面是央行可能对外汇市场进行了干预，根据人民币 3 月的走势，央行可能对外汇进行了干预，由于稳定人民币汇率需抛售外汇，将直接对外汇占款造成拖累。

三、更大力度稳增长政策可期，未来 A 股市场上行仍有望继续

从已经公布的数据均指示 1 季度的经济在逐月恶化，并未有所企稳，1 季度 GDP 同比仅增长 7%，更大力度稳增长政策的可以期待。考虑当前 M2 增速已回落至 12% 的目标以下，加大了货币政策进一步放松的空间，再次降息降准的可能性增大。

市场此前已对 GDP 增长 7% 有了较充分的预期，但叠加中证 500 指数等可做空的股指期货工具明日上市的冲击，今日 A 股出现回调，除上证 50 指数上涨之外，代表性指数均下跌，估值较高的中小板、创业板指数跌幅较大。虽然市场短期会有波动调整，未来我们依然认为无风险收益率趋势性下行所导致的资产再配置还有向权益市场倾斜的空间，A 股市场的上行还会继续。中小板、创业板的估值水平短期的确已经有些过高，其风险收益比相对蓝筹股已经不具有优势，相对看好低估值高分红盈利增长稳定的蓝筹股的表现。

图 1: 社会融资与表外融资增速

图 2: 贷款和债券占社融新增比重明显上升

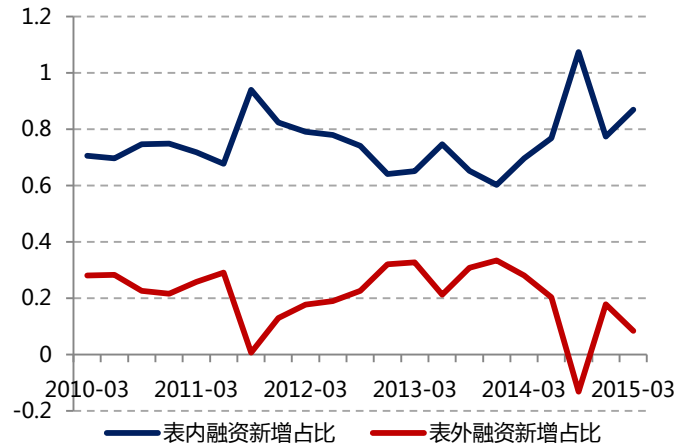
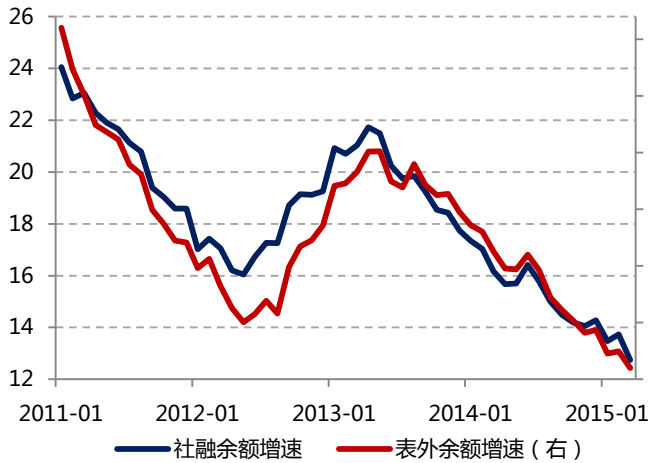


图 3: 贷款季节性 (今年按 10.5 万亿估算)

图 4: 新增票据融资总量季节性

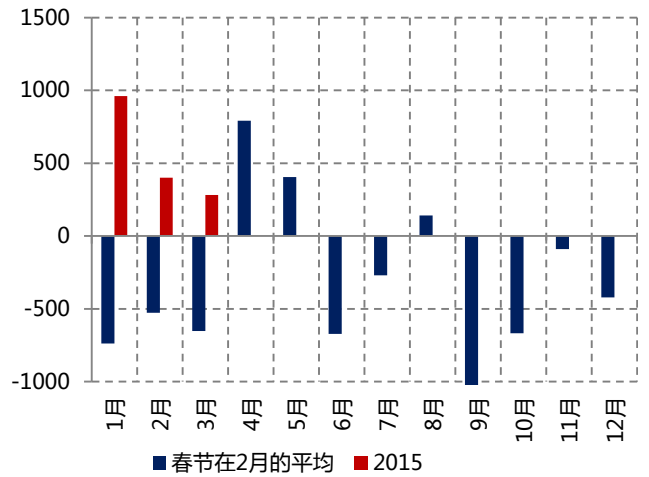
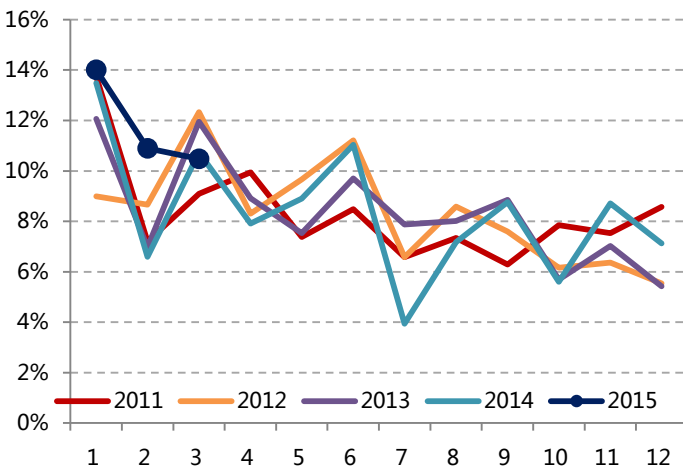


图 5: 1-2 月股份行+城商行贷款新增过快消耗额度

图 6: 存贷比对银行贷款的投放也有一定的制约

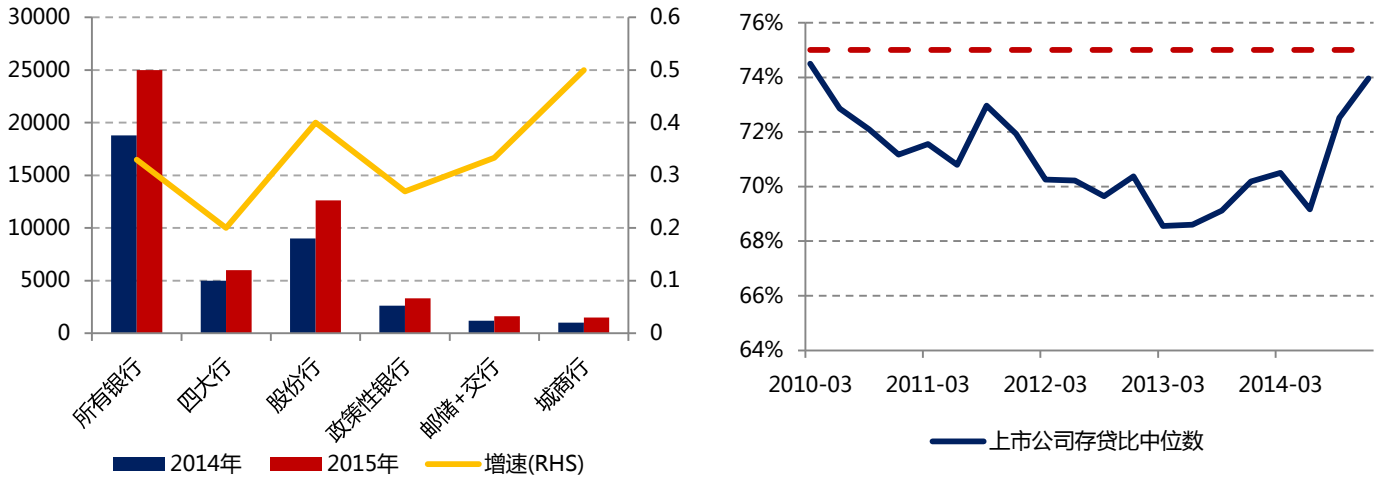
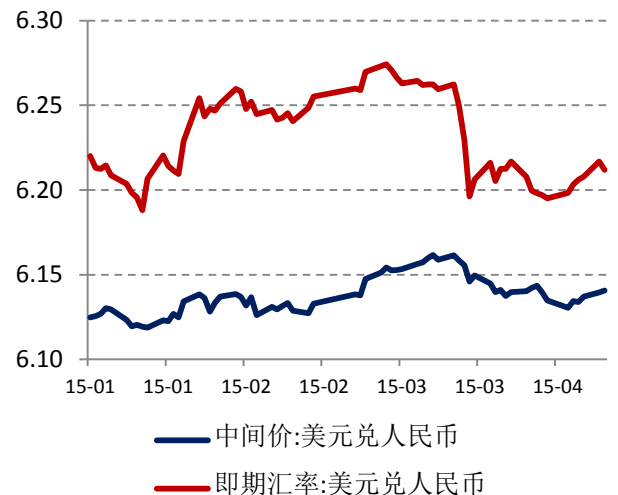
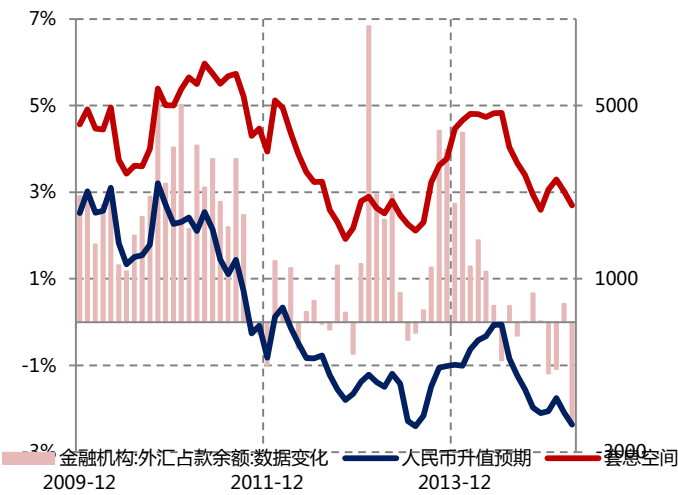


图 7: 外汇占款和人民币升值预期

图 8: 人民币汇率



重要提示：

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn