

求真 细节 科技 无界

经济基本面保持疲弱，货币政策力度加码

混沌天成研究院

投资咨询部

✉：黄婷莉

☎：13761269206

✉：huangtl@chaosqh.com

从业资格号：F3021445

投资咨询号：Z0013504

观点概述：

3月PMI回归荣枯线上方，但作为环比指标，反应企业活动的恢复性改善，当前工业生产恢复约8成，实体经济尚未完全恢复正常。新订单恢复程度受到出口偏弱的拖累，预计二季度外需走弱将对经济形成持续冲击；价格指数收缩下显示需求趋弱下工业品价格回落压力较大，PPI通缩程度加深，需求仍然低迷下企业主动扩产意愿偏弱。而具有“同比”意义的BCI指数显示企业经营状况仍较去年同期大幅收缩，就业及通缩风险仍在上升。

中央政治局会议召开后，政策对冲力度加大，央行操作频发，下调7天逆回购利率20bp并进一步对中小银行实施定向降准，同时自08年以来首次下调超额存款准备金利率。作为理论上的货币市场利率走廊的下限，下调IOER有助于进一步降低货币市场率中枢，并向无风险利率和实体融资成本下行传导，同时倒逼商业银行加大实体信贷投放力度，提高资金使用效率。

逆周期调节力度加大，在配合财政发力、引导贷款市场利率下行的定调下，后续同步调降MLF、LPR、全面降准等多种货币宽松工具仍有望陆续出台。

策略建议：

当前国内经济仍处于内需缓慢修复、而外需冲击逐步加大的阶段，经济基本面仍然疲弱，逆周期调节力度加大，货币政策宽松进一步加码，决定了债牛根基并未动摇。周五央行下调存款超额准备金利率有助于打开货币市场利率的下限，打开债市短端下行的空间，并向长端利率下行传导。而“货币宽松+财政发力”的预期下收益率曲线的陡峭或将成为常态，短期做陡收益率曲线策略仍可持有。

风险提示：

经济下行压力超预期，地方债供给放量

一、3月PMI：看似好转，实则疲弱

中国3月官方制造业PMI为52，预期42.5，前值35.7；中国3月官方非制造业PMI为52.3，前值29.6。

3月PMI快速回升至52，回到50以上的扩张区间，但由于PMI是一个环比指标，统计的口径是和上月比是否好转，高于50说明3月企业生产活动好于2月停工停产下的低基数水平，更多的反应的是企业活动的恢复性改善。当前工业生产恢复约8成，实体经济尚未完全恢复正常。

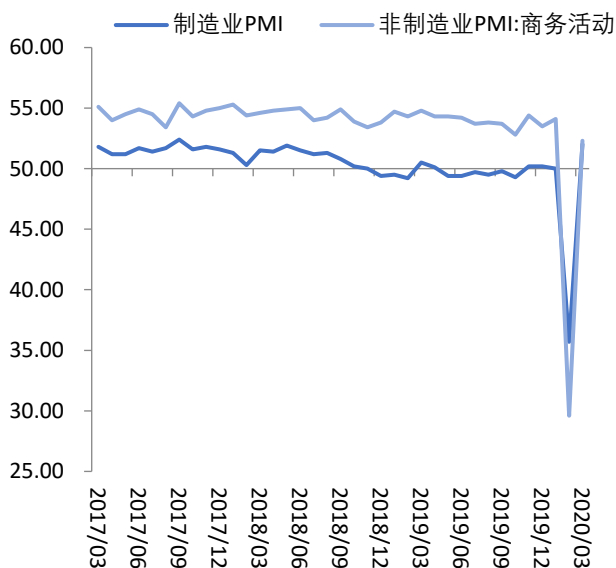
从分项来看：

(1) 生产指数恢复较快，新订单恢复程度受到出口偏弱的拖累，新出口订单仍位于50以下收缩区间，进口也继续收缩，预计二季度外需走弱将对经济形成持续冲击；

(2) 价格指数回落至50以下，显示需求趋弱下工业品价格回落压力较大，PPI通缩程度加深；

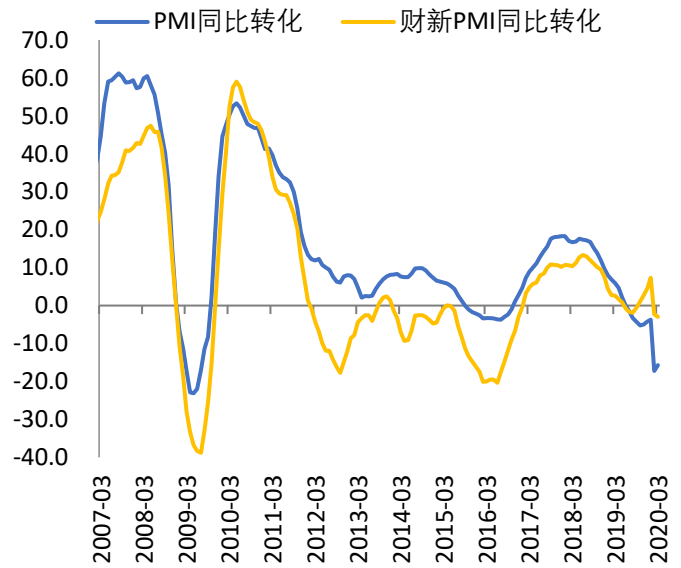
(3) 原材料库存和产成品库存分别回升15.1和3.0个百分点，仍处在收缩区间，显示需求仍然低迷下企业主动扩产意愿偏弱。

图表 1：官方 PMI (%)



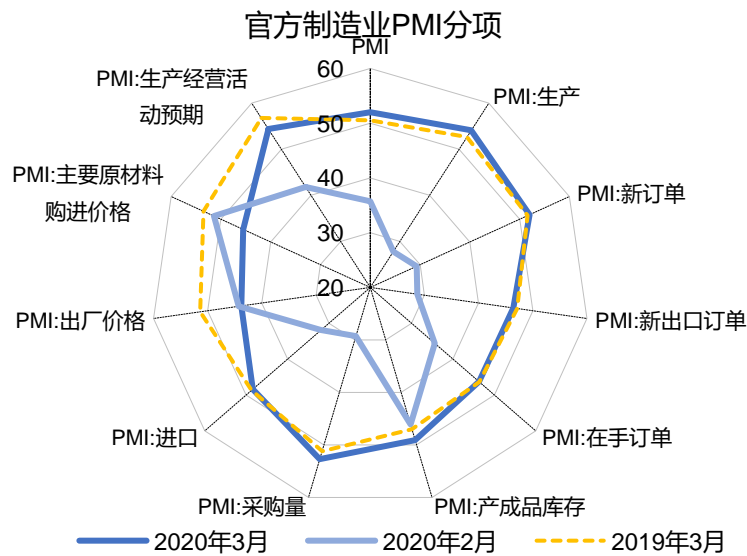
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 2：经同比转化后的 PMI 指数 (%)



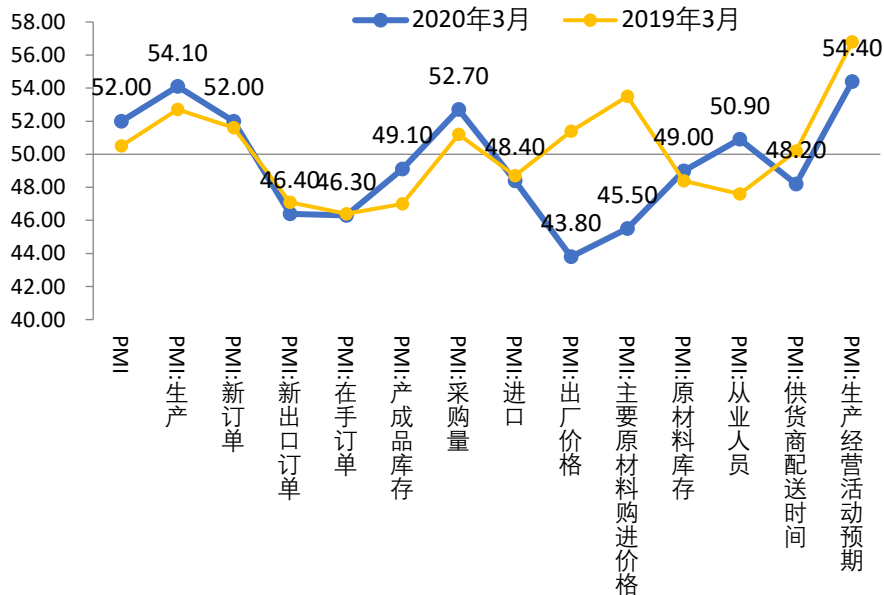
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 3: 官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源: Wind , 混沌天成研究院

图表 4: 官方制造业 PMI 分项 (%)



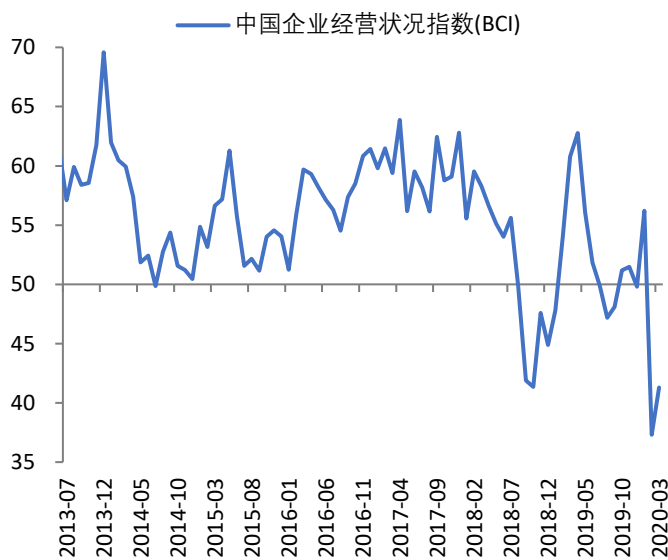
数据来源: Wind , 混沌天成研究院

而从“同比”指标 BCI 指数来看, 3月 BCI 指数较2月小幅好转, 录得 41.29, 但仍大幅低

于 50 的荣枯线水平。由于其统计口径是调查企业经营状况在未来 6 个月与去年同期相比是否好转，显示企业经营状况仍较去年同期大幅收缩。

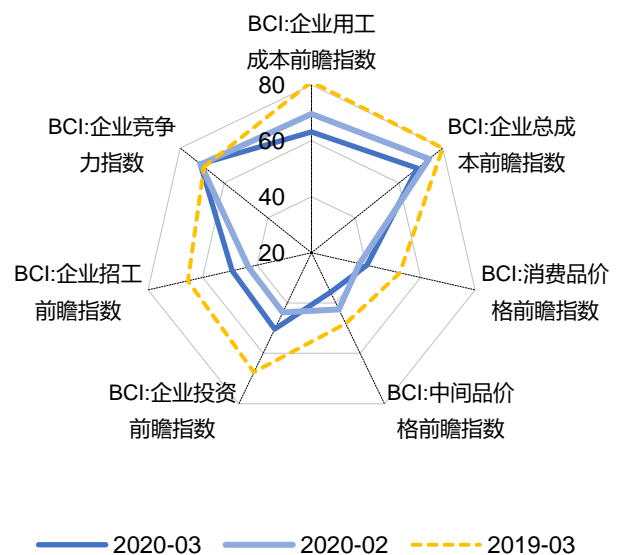
各分项来看均较 2019 年 3 月明显收缩，且用工成本、中间品价格前瞻指数均低于 2 月水平，延续下行，就业及通缩风险仍在上升。

图表 5: BCI 指数 (%)



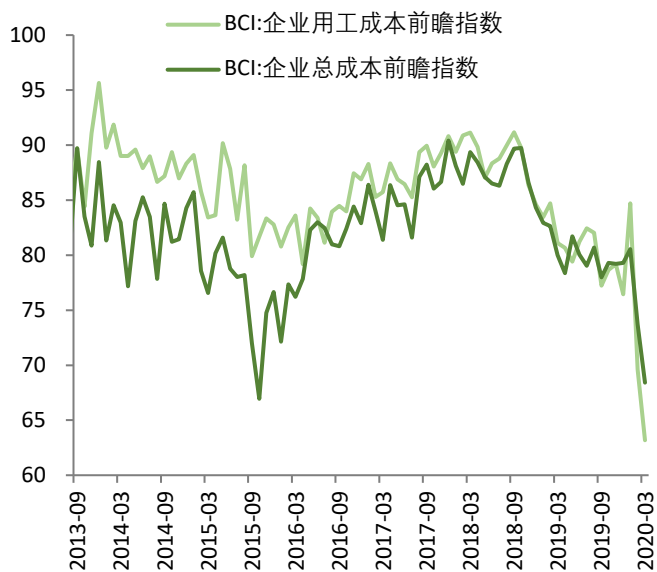
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 6: BCI 指数分项 (%)



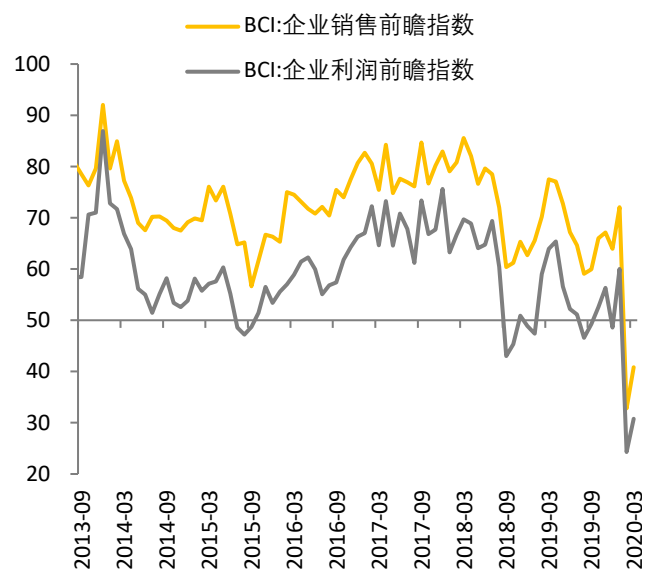
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 7: BCI 企业用工成本及总成本前瞻指数 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 8: BCI 企业销售及利润前瞻指数 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

二、定向降准+超额存款准备金利率下调，货币政策力度加码

3月27日中央政治局会议召开后，政策对冲力度加大。3月27日政治局会议要求货币政策要“更加灵活适度”，“引导贷款市场利率下行”，本周央行操作频发，下调7天逆回购利率20bp并进一步对中小银行实施定向降准，同时自08年以来首次下调超额存款准备金利率，更加灵活适度的货币政策力度明显加码。

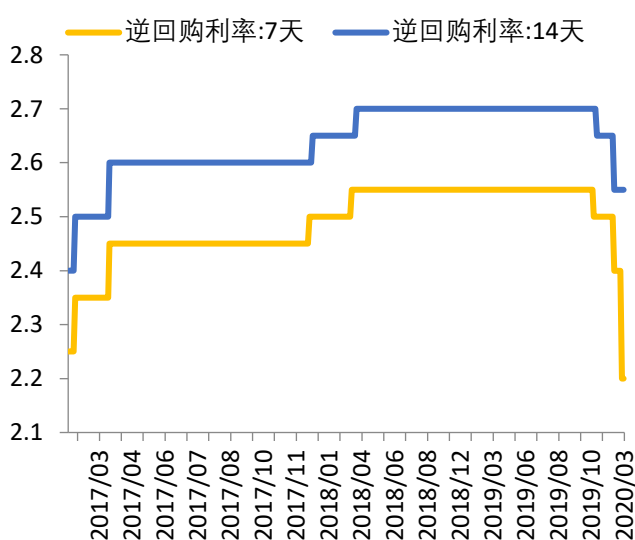
4月3日，央行决定对中小银行定向降准1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，释放长期资金约4000亿元，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

在3月16日针对股份行的普惠金融定向降准后，此次定将降准针对中小银行，由于中小银行是服务小微企业的主体，相对于大型银行受疫情影响较大，进一步对中小银行实施定向降准有利于降低其资金成本并增加其资金来源，从而增强对小微企业的信用扩张支持。

此次中小行定向降准符合预期（3月31日国常会惯例预告“要进一步实施对中小银行定向降准”），但央行同时下调超额准备金利率（IOER）超出市场预期。IOER理论上是货币市场利率走廊的下限，近期隔夜货币市场利率下行不断接近下限，IOER成为约束，下调IOER有助于进一步降低货币市场率中枢，并向无风险利率和实体融资成本下行传导，同时倒逼商业银行加大实体信贷投放力度，提高资金使用效率。

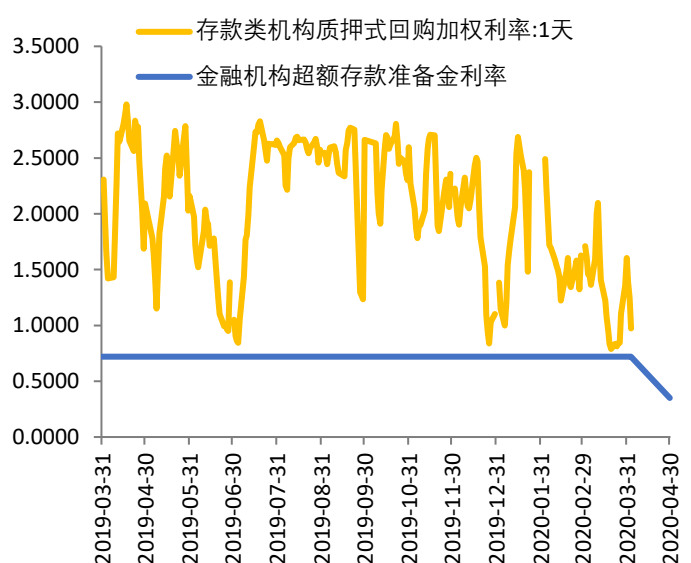
逆周期调节力度加大，在配合财政发力、引导贷款市场利率下行的定调下，后续同步调降MLF、LPR、全面降准等多种货币宽松工具仍有望陆续出台。

图表 9：逆回购利率（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 10：金融机构超额存款准备金率 VS DR001（%）



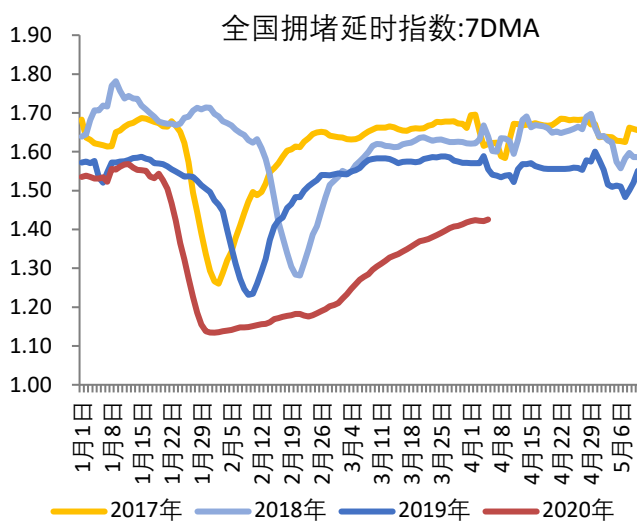
数据来源：Wind，混沌天成研究院

三、复工高频跟踪

国内疫情转入防输入阶段，复工节奏加快，但受到海外疫情加速扩散、输入压力增大的影响，国内复工进度受到拖累并拉长经济均值回复的时间。

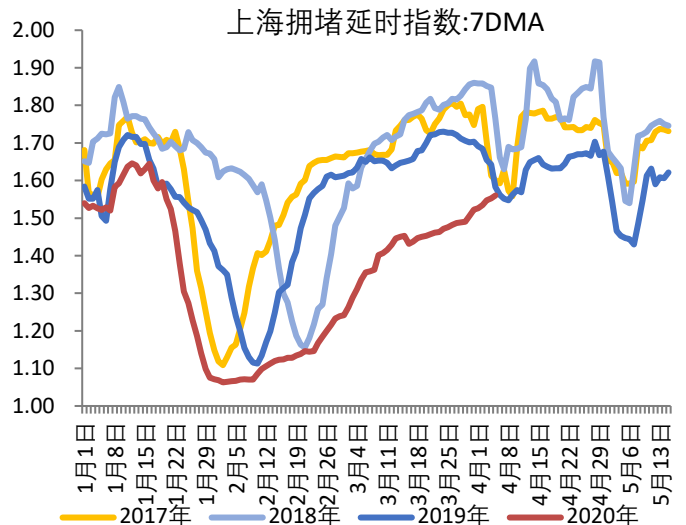
1. **上海广州近7日拥堵延时指数与去年同期相当：**全国拥堵延时指数延续小幅回升趋势，主要城市中上海和广州拥堵延时指数较高，均与去年同期水平相当；而北京城市活动仍然偏弱，受疫情管控较严影响。
2. **地铁客运量约为去年5成：**上海和广州地铁客运量均延续回升趋势，最近一周客运量分别为去年节后同期的50.6%和50.8%。

图表 11：全国拥堵延时指数（7日均值）



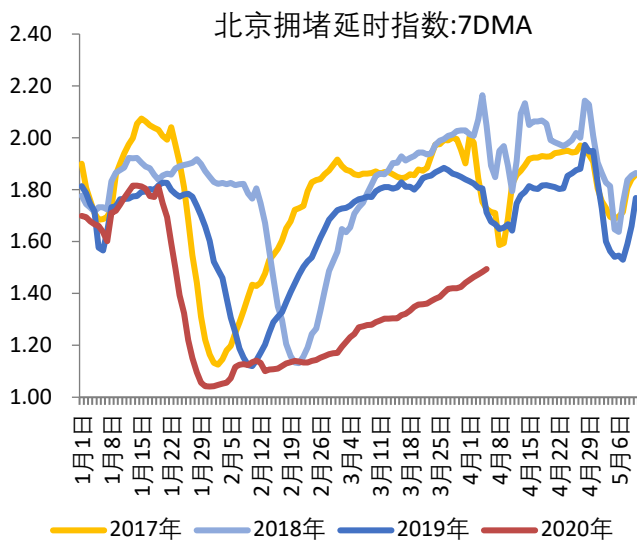
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 12：上海拥堵延时指数（7日均值）



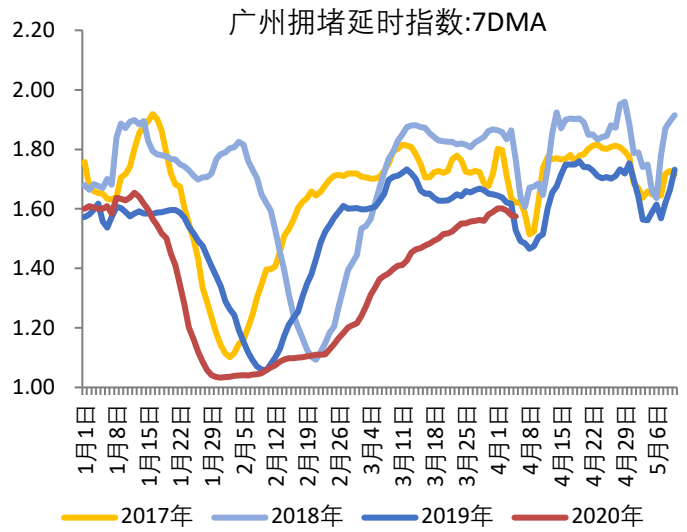
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 13: 北京拥堵延时指数 (7 日均值)



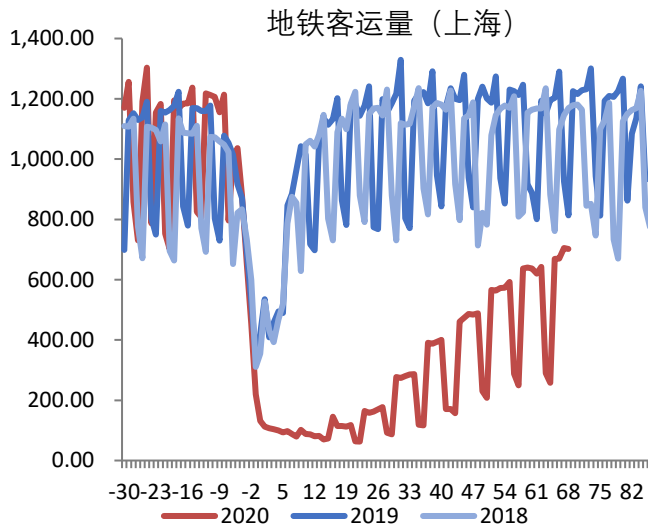
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 14: 广州拥堵延时指数 (7 日均值)



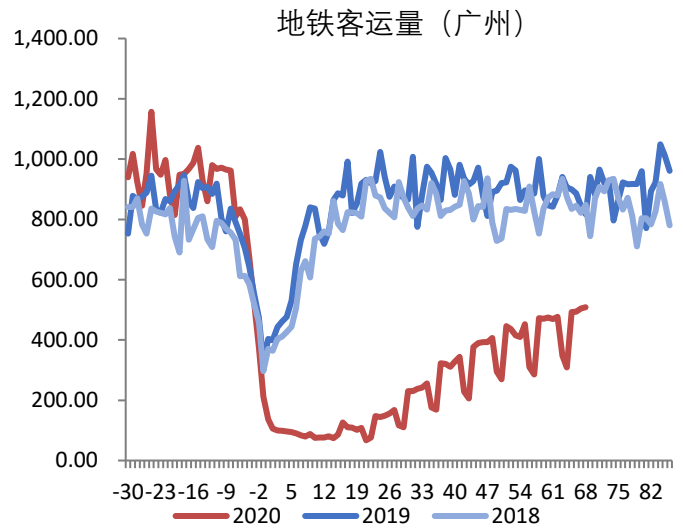
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 15: 上海地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

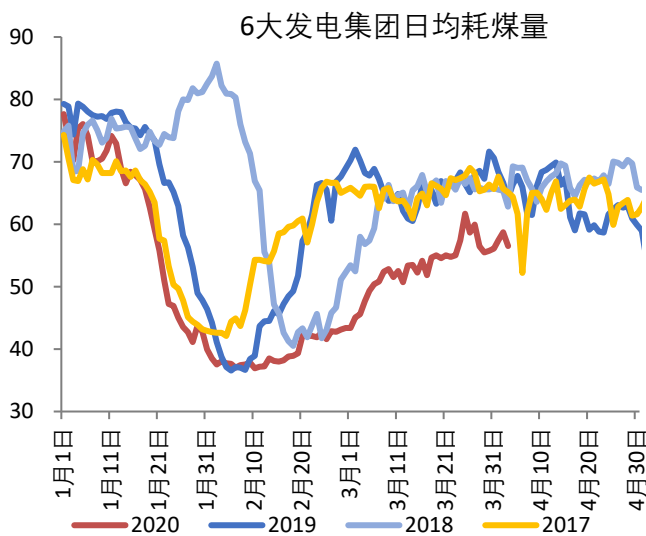
图表 16: 广州地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

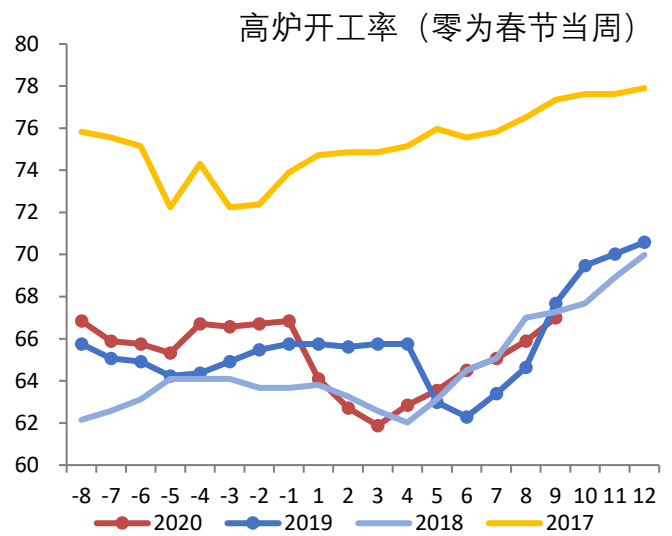
3. 工业生产活动恢复超 8 成, 6 大发电集团日均耗煤量回升趋势略有停滞, 近七日均值占去年节后同期比重小幅回落至 83.1%; 节后第九周高炉开工率继续回升, 达到节前开工率状态, 并接近去年同期水平。

图表 17: 6大发电集团日均耗煤量 (万吨)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

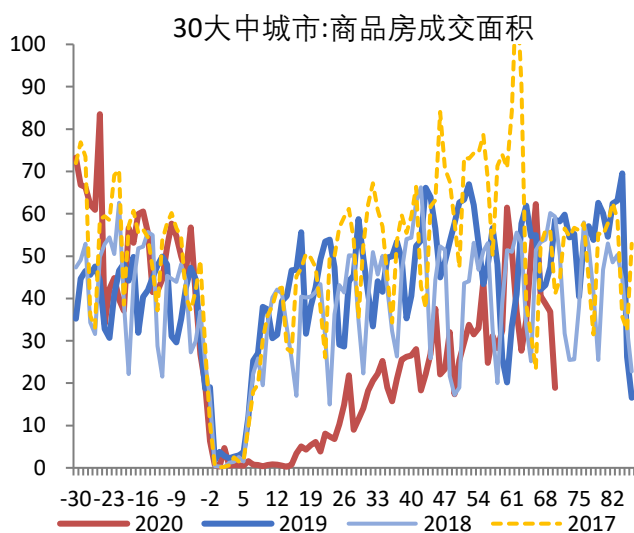
图表 18: 高炉开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

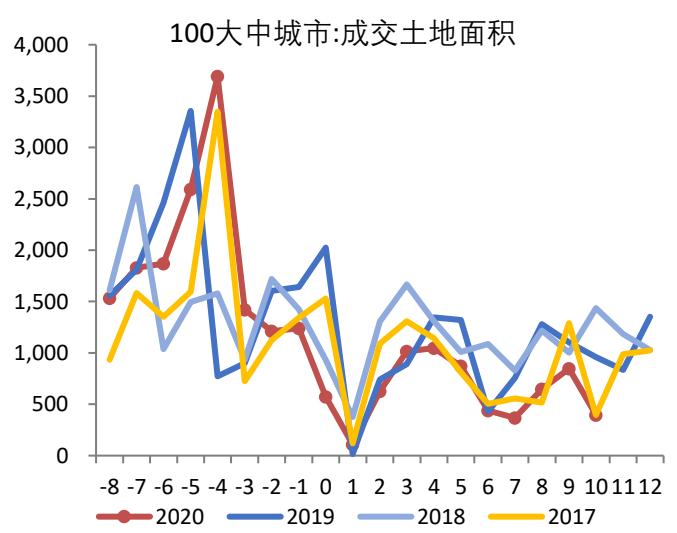
4. 商品房成交有所降温, 周度土地成交再度回落: 本周商品房成交有所回落, 最近7日商品房成交面积占去年同期比重回落至 77.8%, 三线城市成交有所降温, 周度土地成交再度回落。

图表 19: 30大中城市商品房成交面积 (万方)



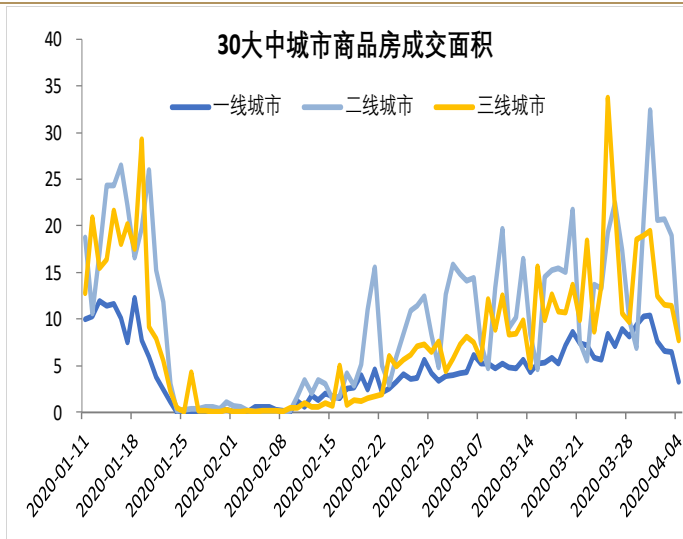
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 20: 百城市成交土地面积 (万平方米)



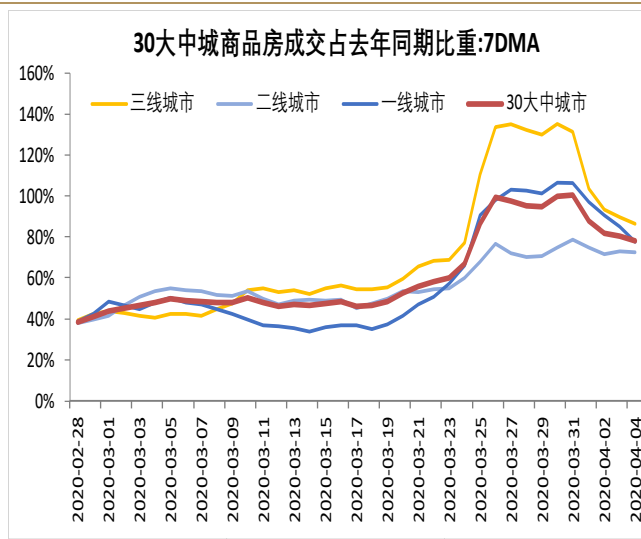
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为春节当周)

图表 21: 30 大中城市商品房成交面积 (万方)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 22: 30 大中城市商品房成交占去年比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

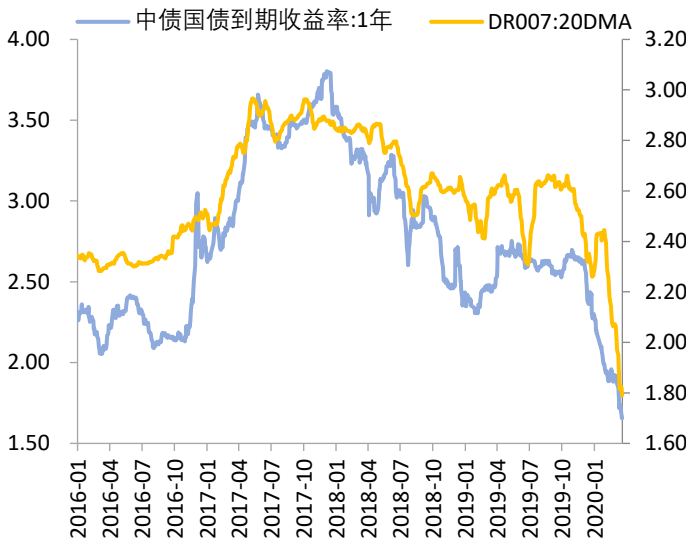
四、债市观点

1. 资金面先上后下，流动性整体宽松

本周资金利率先上后下，资金面整体宽松，受跨季因素影响，周初资金面有所收敛，央行小幅投放 700 亿元对冲跨季资金波动，跨季影响消退后资金面再度转松。

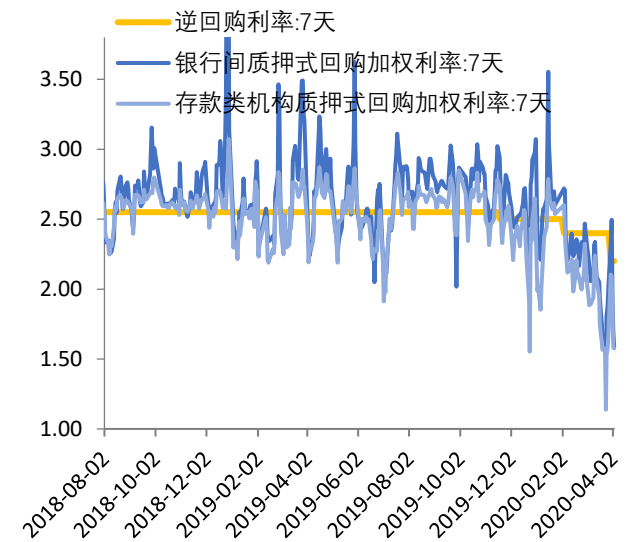
Shibor3M 和 3 个月存单发行利率下行，反映市场对未来货币政策进一步宽松的乐观预期。

图表 23: 1 年期国债收益率 VS 资金利率 (%)



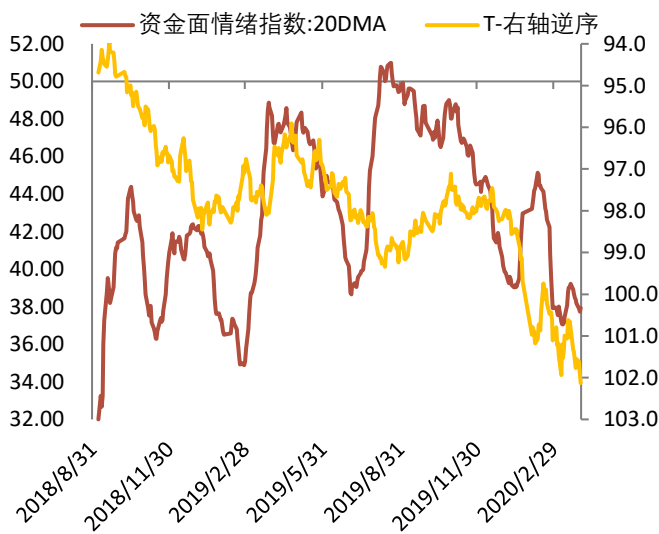
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 24: 利率走廊 (%)



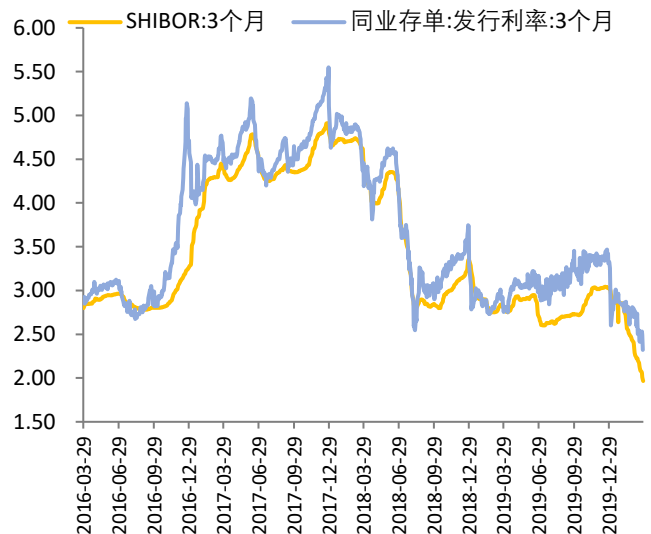
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 25: 资金面情绪指数



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 26: 3 个月 Shibor 利率 & 同存发行利率 (%)



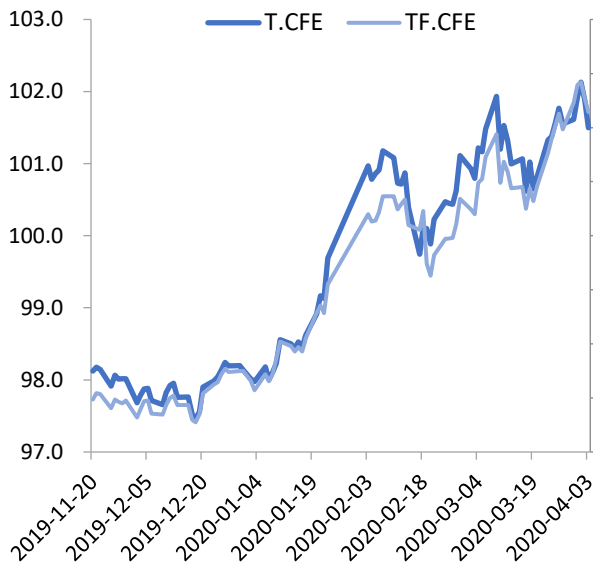
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

2. 经济基本面疲弱，叠加货币政策宽松进一步发力，长端利率下行

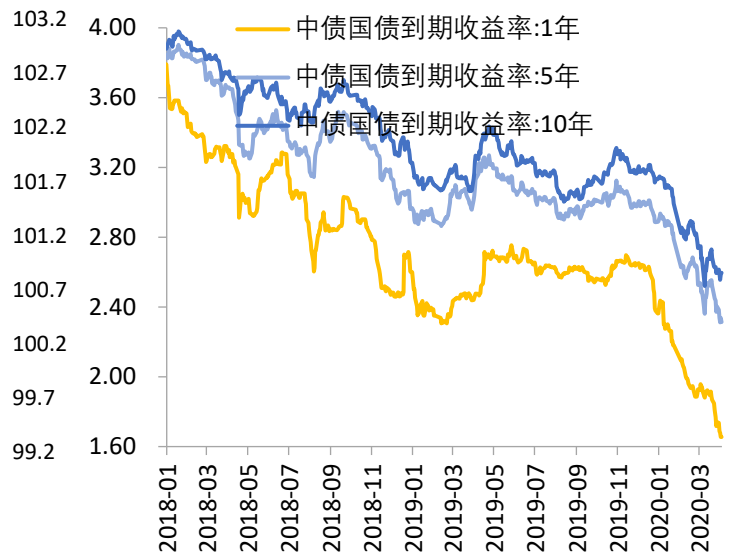
周初债市一度受到财政发力预期的压制，周一市场对超预期下调 OMO 利率的反馈也相对有限，而后周内持续受到 PMI 数据显示经济基本面仍然疲弱、以及央行进一步对中小银行实施定向

降准并下调超额存款准备金率的货币政策宽松加码的提振，长债收益率继续下行，并且在“货币宽松+财政发力”的预期下保持收益率曲线形态的陡峭。

图表 27: 国债期货主力合约 (右轴 TF) (元)



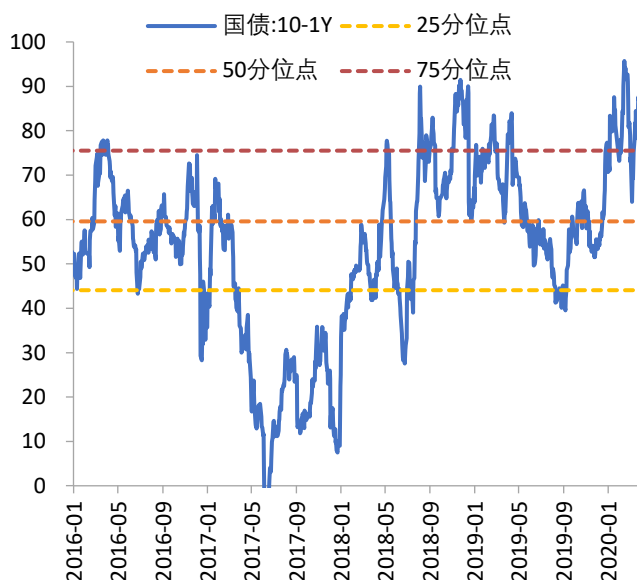
图表 28: 国债收益率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 29: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bps)



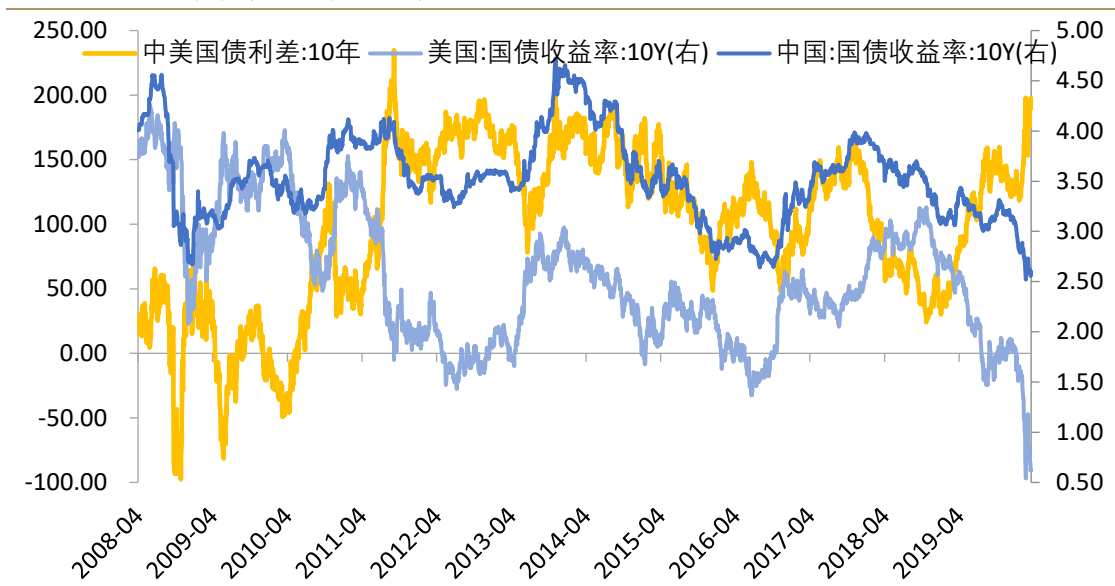
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 30: 美债长短端期限利差 (bps)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 31：10 年期中美国债收益率 (%)

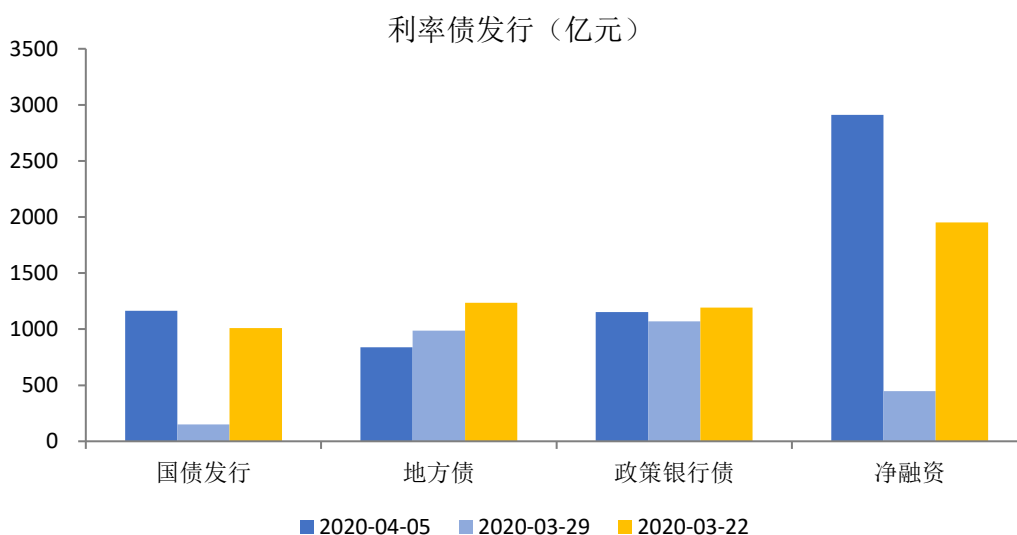


数据来源：Wind, 混沌天成研究院

3. 周度利率债净融资额大幅增加，一级市场需求旺盛

本周到期规模回落下利率债净融资额大幅增加，主要受到国债发行规模大幅上升的影响，一级市场需求旺盛。

图表 32：利率债发行 (亿元)



数据来源：Wind, 混沌天成研究院

4. 债市观点

当前国内经济仍处于内需缓慢修复、而外需冲击逐步加大的阶段，经济基本面仍然疲弱，逆周期调节力度加大，货币政策宽松进一步加码，决定了债牛根基并未动摇。周五央行下调存款超额准备金利率有助于打开货币市场利率的下限，打开债市短端下行的空间，并向长端利率下行传导。而“货币宽松+财政发力”的预期下收益率曲线的陡峭或将成为常态，短期做陡收益率曲线策略仍可持有。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：4001 100 166

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

上海营业部

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

北京营业部

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

昆明营业部

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100819

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区东方路899号1203室

联系电话：021-50800369

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼703室

联系电话：021-61833506

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200

