

混沌天成研究院

宏观组

✍️: 黄婷莉

☎️: 13761269206

✉️: huangtl@chaosqh.com

从业资格号: F3021445

投资咨询号: Z0013504

联系人: 赵旭初

☎️: 15652071001

✉️: zhouxc@chaosqh.com

从业资格号: F3066629

海外疫情见顶复工情况会是关键，国内政治局会议定调更大宏观政策力度

观点概述:

上周(4月11日-4月18日)，大类资产当中比特币涨幅居前表现强势，恐慌指数则继续大幅度下降，原油表现最为弱势。而年初以来，各类资产当中，以VIX和避险资产如黄金、国债涨幅居前。

本周美初请失业金人数约为560万人，较前一周上修后的660万人略有下降，过去四周，美国申请失业救济金的人数已超过2000万，按照1.65亿劳动人口数量估算，当前美国实际失业率水平接近20%，远超08年的峰值10%。

欧美疫情目前基本见顶，从美国零售、航空、钢铁、铁路发运等高频数据来看，当前的经济下滑程度远超08年，后续复工情况会是关注重点。

国内经济处在3-4月复工加快后的环比改善期，但经济活动全面恢复仍面临一定的瓶颈，需求端恢复仍然疲弱，“环比改善期”后仍面临第二阶段的“承压期”的考验。前期积压的出口订单的集中交付是3月工业生产超预期的支撑因素，但复工不等于全面复产，工业产能利用率下降较快。需求端恢复明显慢于供给端，可选消费和必选消费分化依然显著，居民可支配收入负增长拖累“报复性”消费弹性。

内需不足+外需冲击下，政治局会议定调更大的宏观政策力度。财政政策明确提高赤字率、发行“抗疫”特别国债以及专项债扩基建的方向，货币政策首次明确提出运用“降准、降息、再贷款”等手段，补充流动性缺口、降低银行负债成本并配合特别国债发行。坚持“房住不炒”基调，外需冲击加大下，刺激消费、扩大内需仍然是政策重心，逆全球化加剧下稳定产业链供应链必要性和紧迫性增强。

风险提示:

欧美疫情再度加速，国内经济下行压力超预期

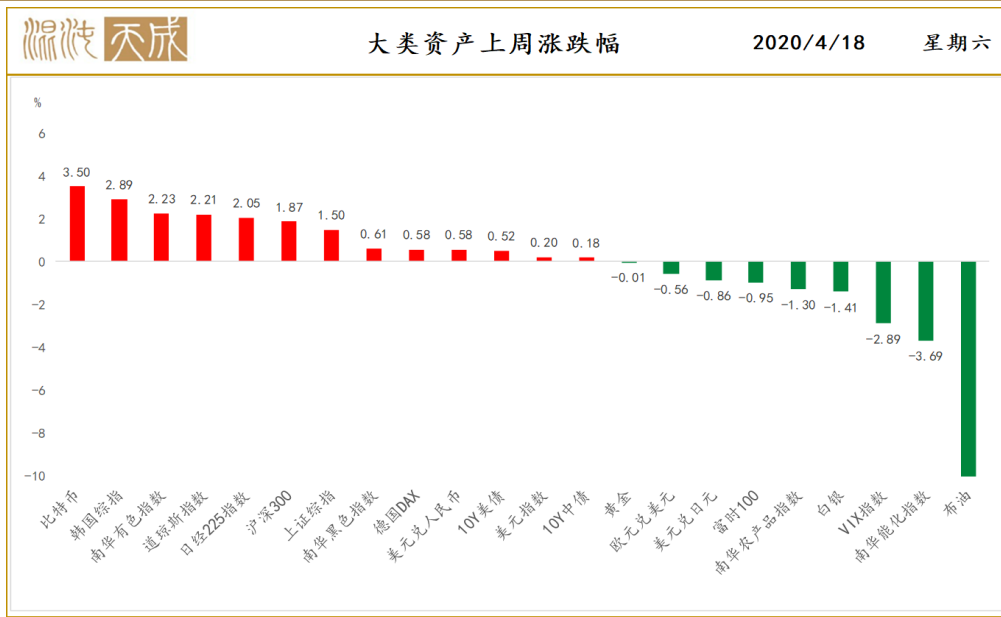
混沌天成期货研究院



一、大类资产走势回顾

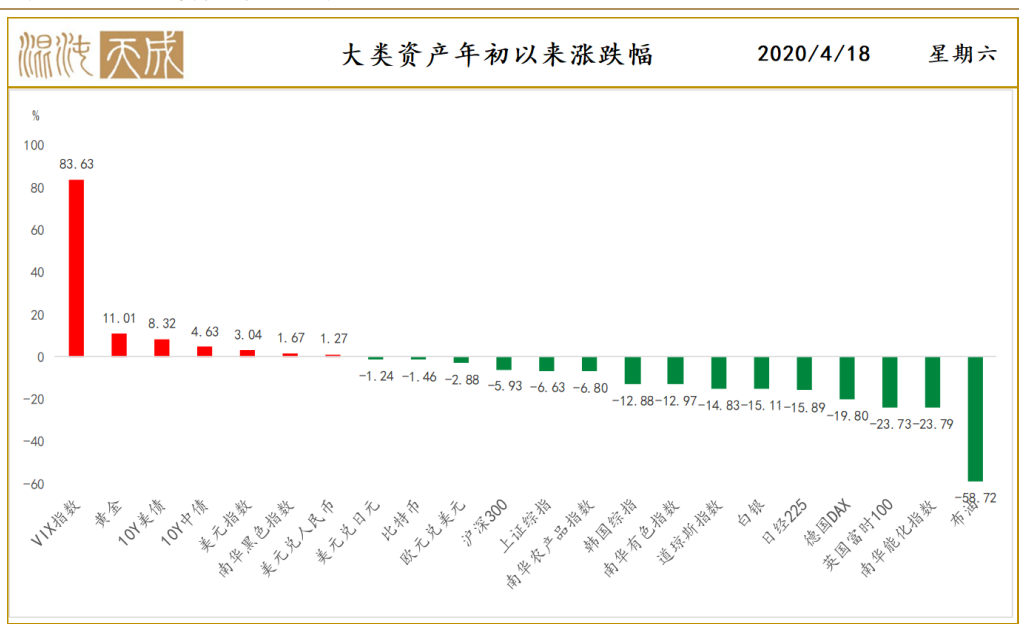
上周（4月11日-4月18日），大类资产当中比特币涨幅居前表现强势，恐慌指数则继续大幅度下降，原油表现最为弱势。而年初以来，各类资产当中，以VIX和避险资产如黄金、国债涨幅居前。

图表 1：大类资产上周涨跌幅



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 2：大类资产年初以来涨跌幅

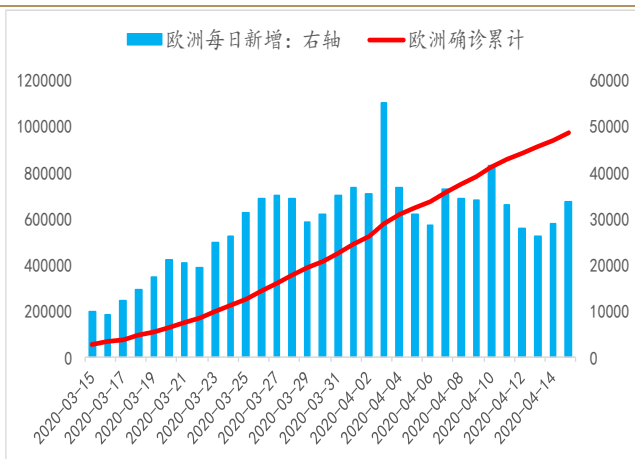


数据来源：Wind，混沌天成研究院

二、海外疫情跟踪，欧美疫情已见拐点，关注新兴市场

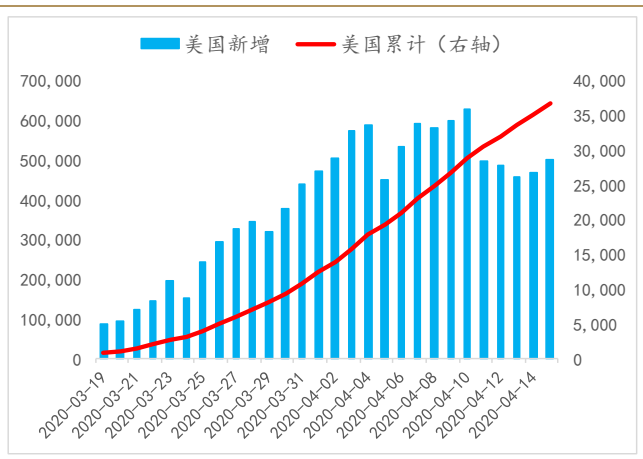
截至4月18日海外累计确诊已超过200万，欧美地区仍是新增确诊的重灾区，尽管部分欧洲国家新增有抬头的迹象，但是从检测确诊率来看，欧美的检测确诊率并未体现抬头迹象，疫情重灾区意大利仍在持续下降，我们继续维持欧美疫情已见拐点的迹象，因此关注经济活动的复苏情况尤为关键，消费和投资需求的恢复直接关系于未来通胀预期的提升。疫情方面，新兴市场尤其是人口大国的病发情况会是后续的关注重点。

图表 3： 欧洲确诊累计开始走平



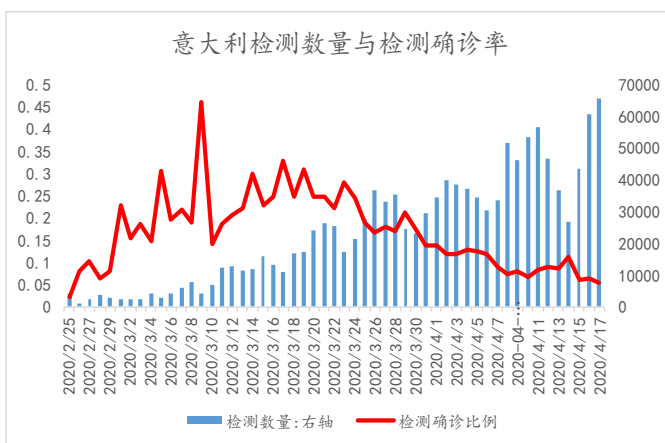
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 4： 美国新增还有待观察



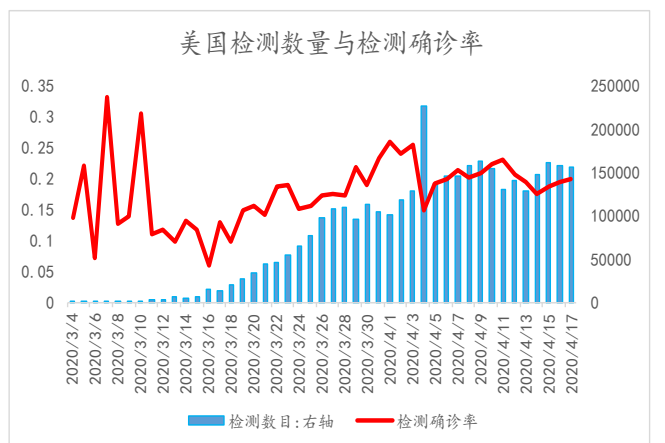
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 5： 意大利检测确诊率持续下降



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 6： 美国检测确诊率整体走平

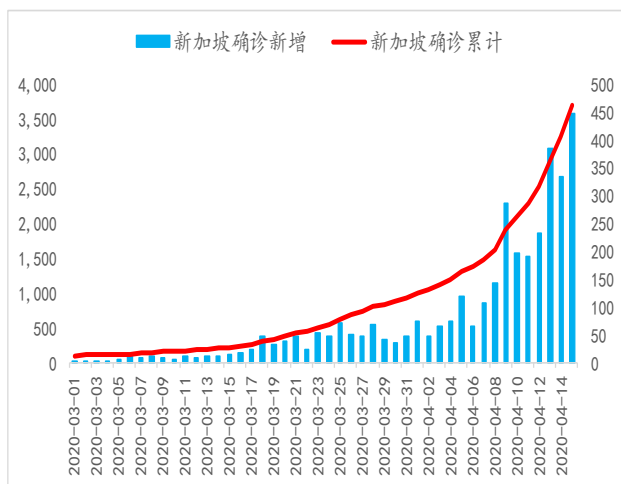


数据来源：WIND，混沌天成研究院

新加坡4月7日才开始正式封城，当前的新增确诊快速上升来看，此前的轻度防控措施基本失

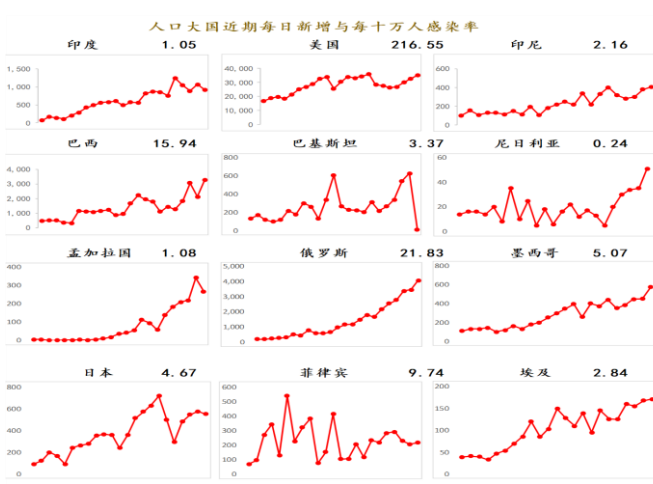
效。对于中小规模的经济体，承担不起大规模的禁绝经济活动的代价，然而从新加坡的经验来看，不强力防控，对疫情的控制相对有限。印度、印尼、巴西等会是接下来的疫情关注重点，人口大国如果出现密集的大规模感染，又缺乏足够完善的医疗条件，究竟会有什么样的冲击值得注意。

图表 7：新加坡新增与累计确诊



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 8：人口大国新冠感染率

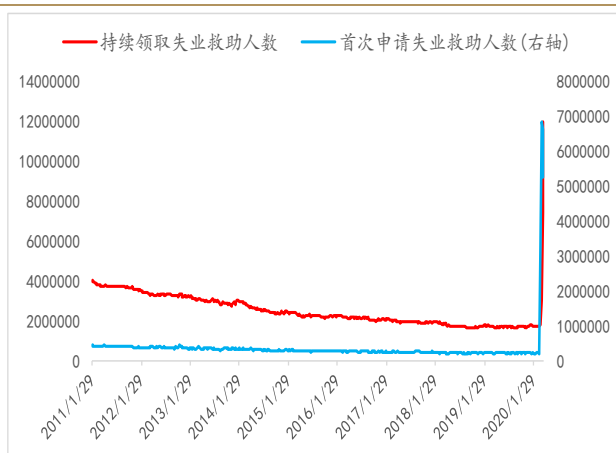


数据来源：WIND，混沌天成研究院

三、海外经济数据与政策跟踪

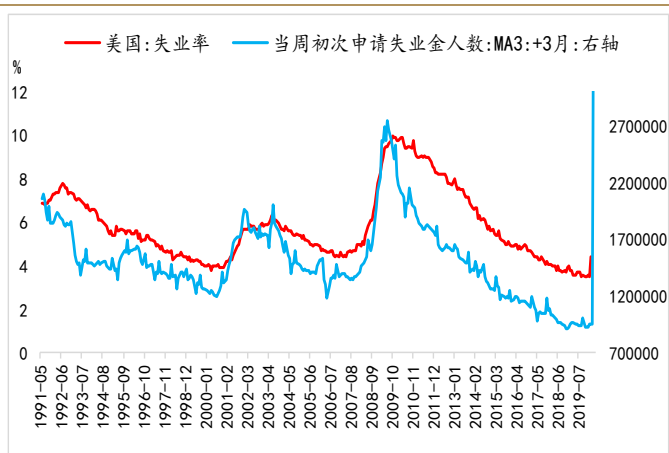
本周美初请失业金人数约为 560 万人，较前一周上修后的 660 万人略有下降，过去四周，美国申请失业救济金的人数已超过 2000 万，按照 1.65 亿劳动人口数量估算，当前美国实际失业率水平接近 20%，远超 08 年的峰值是 10% 水平。

图表 9：失业金申领情况统计



数据来源：WIND，混沌天成研究院

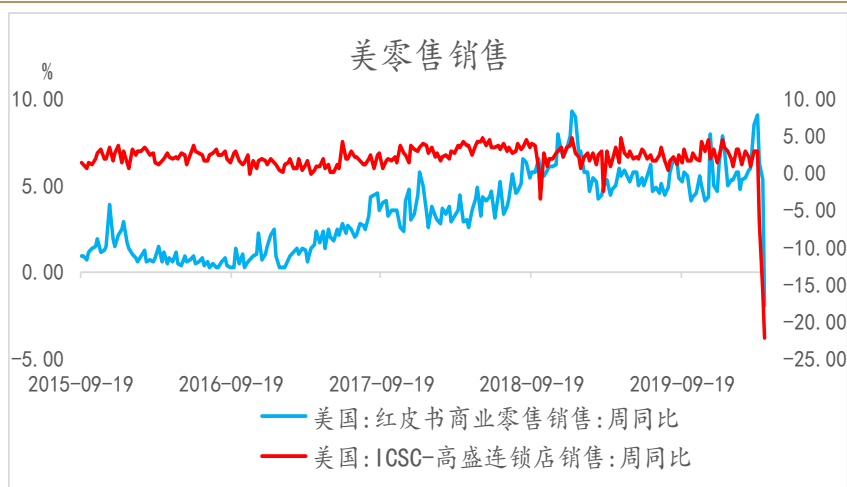
图表 10：失业金申请人数领先失业率



数据来源：WIND，混沌天成研究院

疫情引发市场预防性抢购各类必需品，因此零售销售数据在 3 月中旬一度上扬，但是随着疫情的恶化，销售数据也开始出现变化，最新一期高盛连锁店销售指数周同比下滑-22%，远高于 08 年金融危机时候的水平。

图表 11：美国零售数据变化



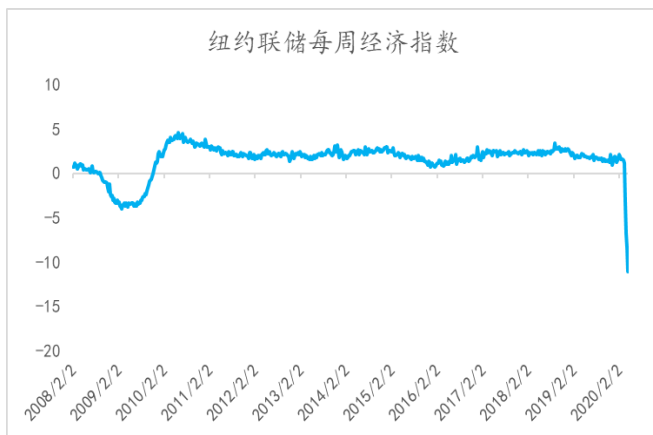
数据来源：Wind，混沌天成研究院

为了捕捉即时变化，纽约联储周一推出了全新的每周经济指数 (WEI)，该指数绘制了 2008 年

至 2020 年 3 月 21 日期间的每周数据，目前已经跌破大衰退时期的谷底。

美国经济周期研究所每周发布美国 ECRI 领先指标增长年率，由货币供应数据、股票价格、该组织编制的工业市场价格指数、抵押贷款申请、信用利差、债券收益率和初请失业金人数等基准指标编制而成，历史上该指标对美国经济拐点与衰退预测有良好的表现，截至 2020 年 4 月 3 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-42.16%，超过 08 年金融危机的最低点。

图表 12：纽约联储每周经济指数



数据来源：WIND，混沌天成研究院

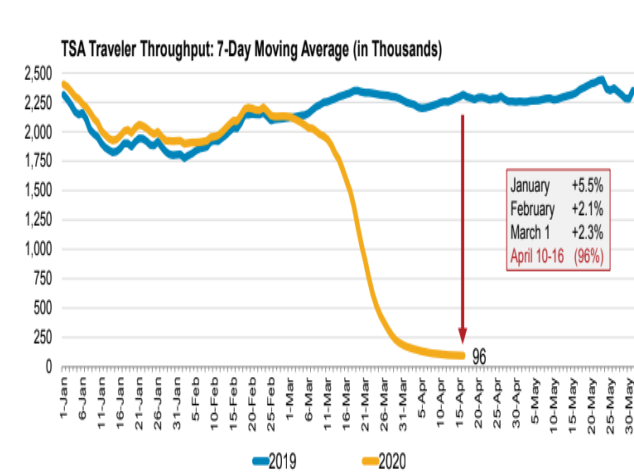
图表 13：ECRI 领先指标增长年率



数据来源：WIND，混沌天成研究院

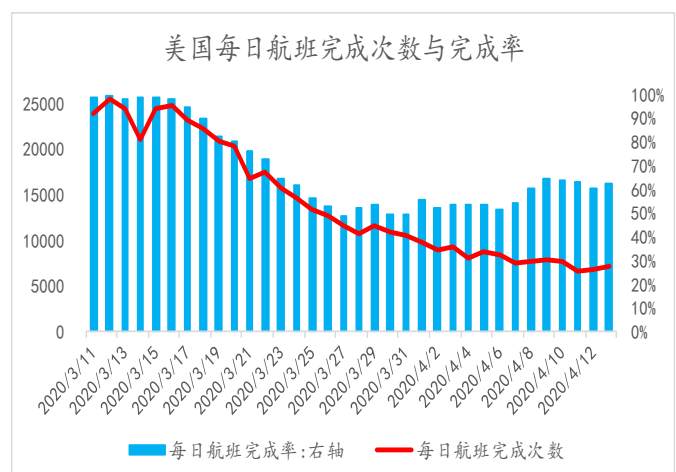
从航空发运和钢铁产业开工情况以及铁路发运等周度的高频数据，均可以看出目前疫情对于美国经济的冲击仍然处在持续恶化的状态，复工仍需要时日。

图表 14：美航空旅客发运数据



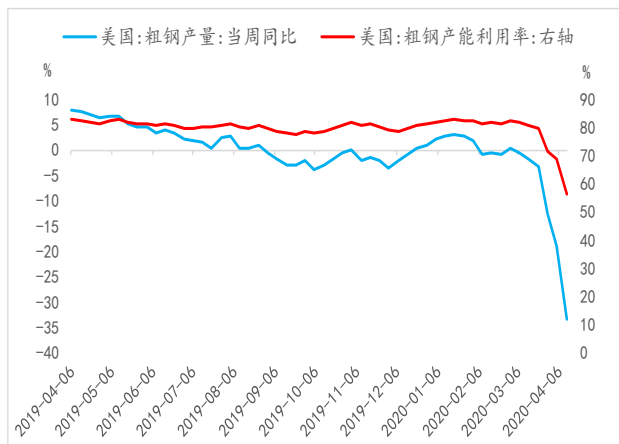
数据来源：混沌天成研究院

图表 15：美航空航班发运情况



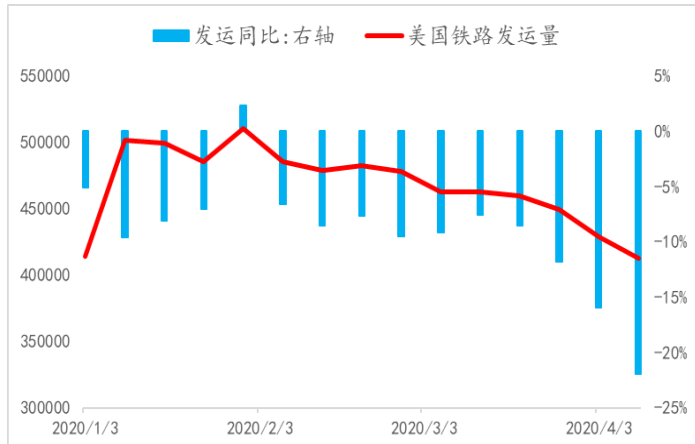
数据来源：混沌天成研究院

图表 16: 美国钢铁产业开工情况



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

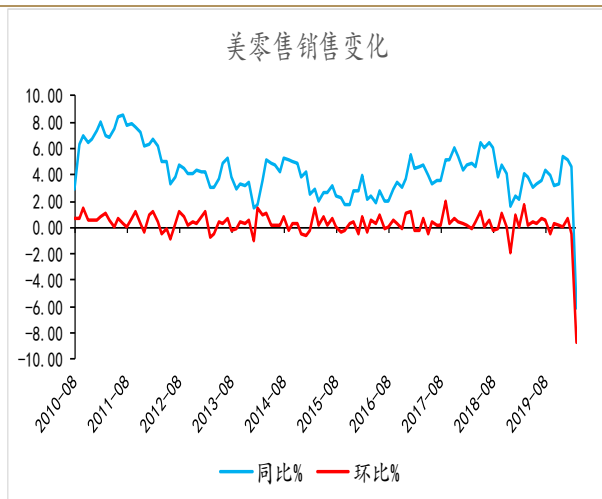
图表 17: 美国铁路发运情况



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

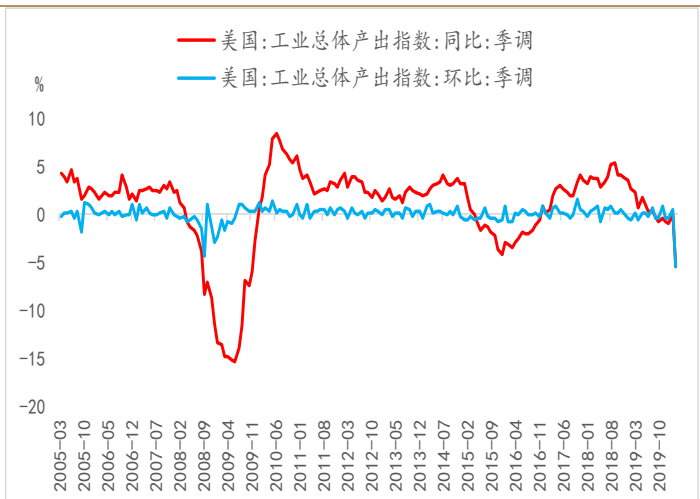
本周美国公布了3月零售销售及工业产出数据等低频数据,与高频数据反应的趋势一致,3月零售总额环比下降-8.7%,工业产出环比下降-5.4%,均为二战以来最大的环比单月降幅。

图表 18: 美零售销售同比变化



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

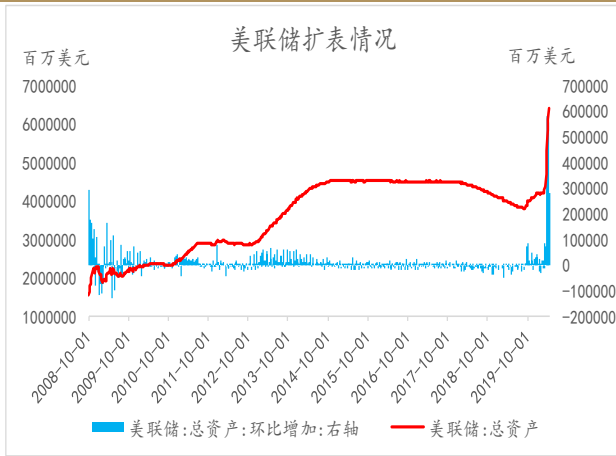
图表 19: 美工业生产指数



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

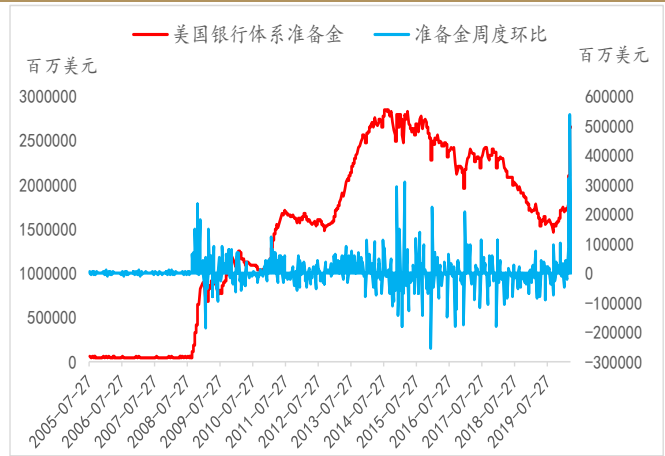
美联储的积极举措推动其资产负债表迅速扩张,目前扩表速度已是2008年以来最快,资产负债表规模也突破6万亿美元,银行体系的流动性也受益于美联储扩表举措,准备金水平迅速增加。

图表 20: 美联储扩表速度 08 年以来最快



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 21: 美联储扩表推动银行体系准备金水平上升

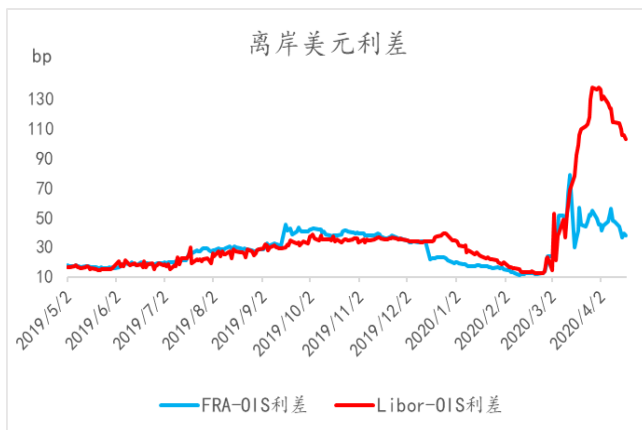


数据来源: WIND, 混沌天成研究院

四、美元流动性状况跟踪

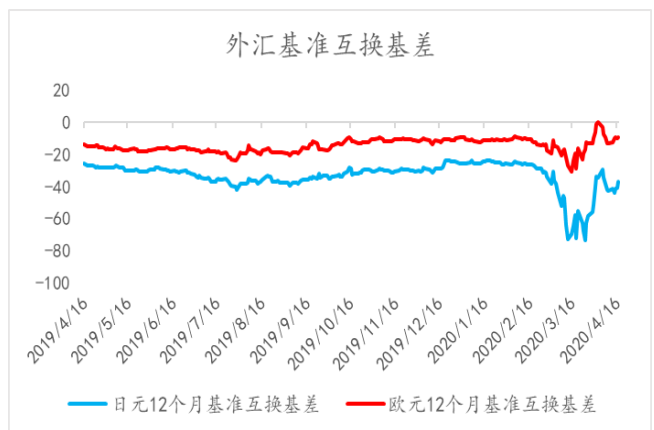
受美联储持续投放流动性影响，回购市场，离岸市场，债券市场流动性紧张的情况近期均有所缓解，美联储在本次危机过程中的决心远高于08年，我们认为目前来看美元流动性紧张的局面已经基本缓解，从外汇基准互换的角度来看，离岸美元紧张程度已经恢复到疫情之前的正常水平。

图表 22：离岸美元利差



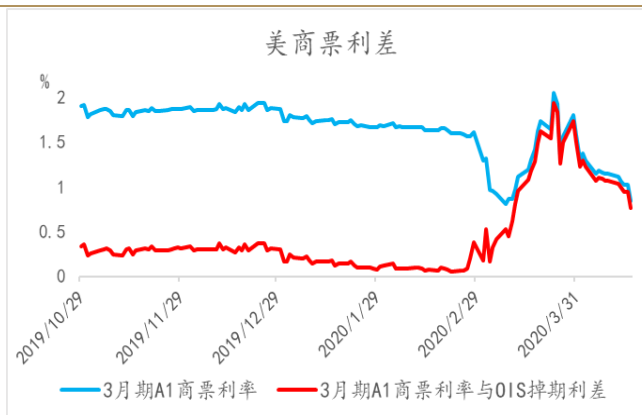
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 23：外汇基准互换基差



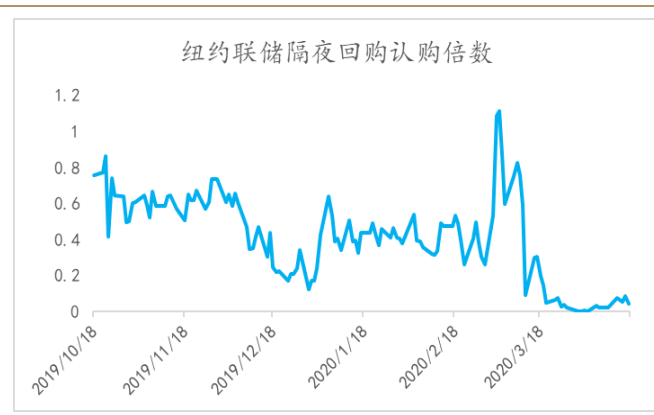
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 24：美国 3 月商票利差



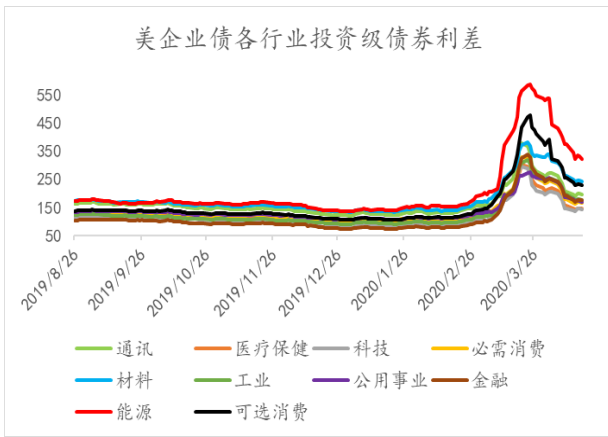
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 25：纽约联储隔夜回购认购倍数



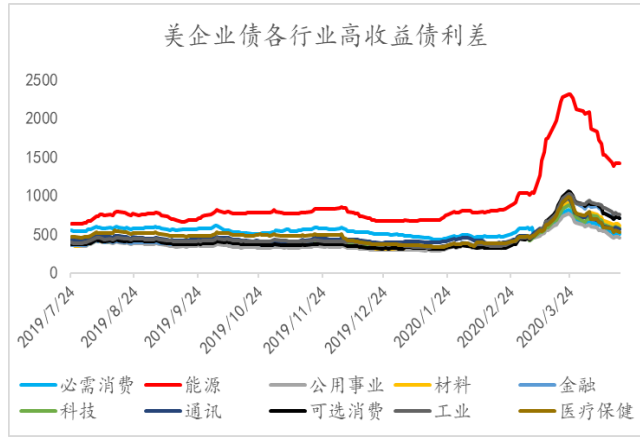
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 26: 美投资级企业债各行业利差



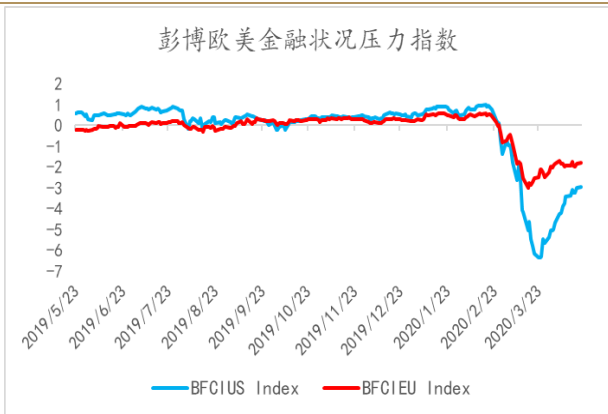
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 27: 美高收益企业债各行业利差



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 28: 欧洲金融状况压力指数



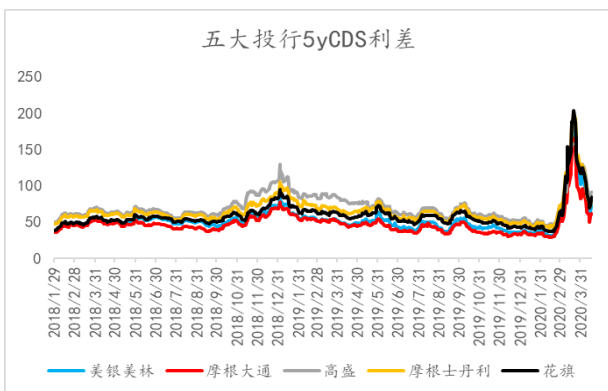
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 29: 彭博亚洲美元债利差指数



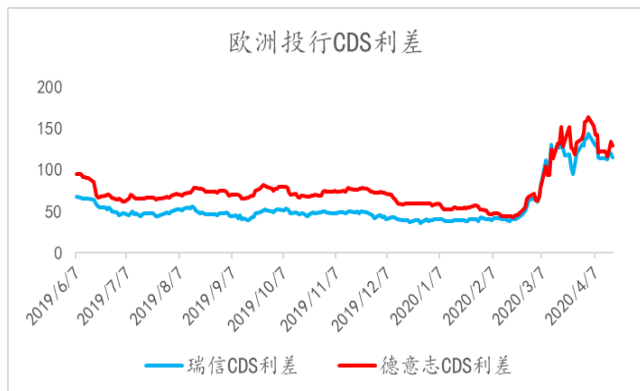
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 30: 美五大投行 CDS



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 31: 欧洲投行 CDS



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

五、国内经济数据与政策追踪

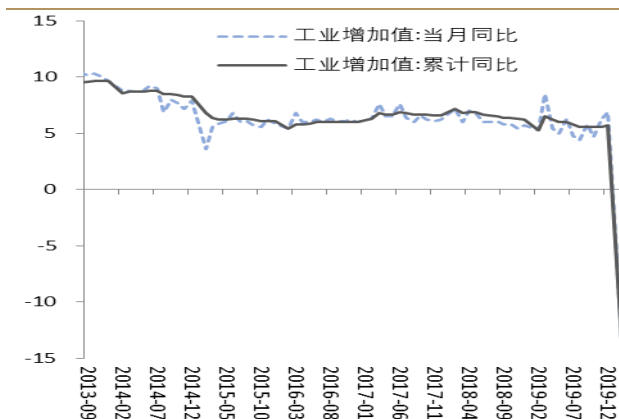
（一）复工加快下经济环比改善，但内需不足+外需冲击下经济仍然承压

国内经济处在3-4月复工加快后的环比改善期，但经济活动全面恢复仍面临一定的瓶颈，需求端恢复仍然疲弱，“环比改善期”后仍面临第二阶段的“承压期”的考验。

1. 3-4月复工进度加快，工业生产恢复较快。3月工业增加值同比-1.1%，较1-2月-13.5%明显改善。而由于1-2月订单积压的集中生产和交付，导致3月单月出口交货值快速回升至3.1%，创去年5月以来的高点，前期积压的出口订单的集中交付是3月工业生产超预期的支撑因素。

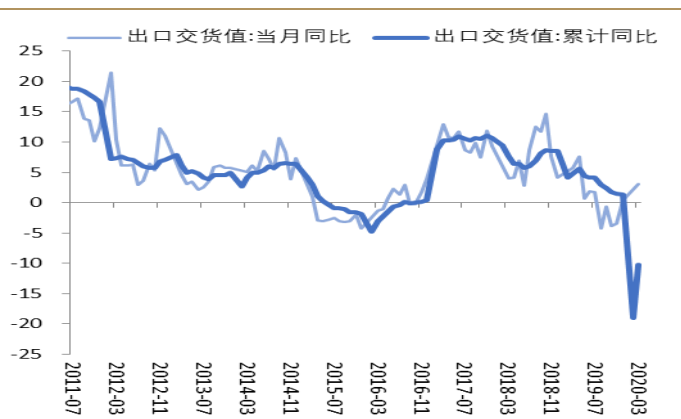
但大部分行业恢复仍然较慢，仅有医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业恢复较为明显。

图表 32：工业增加值 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

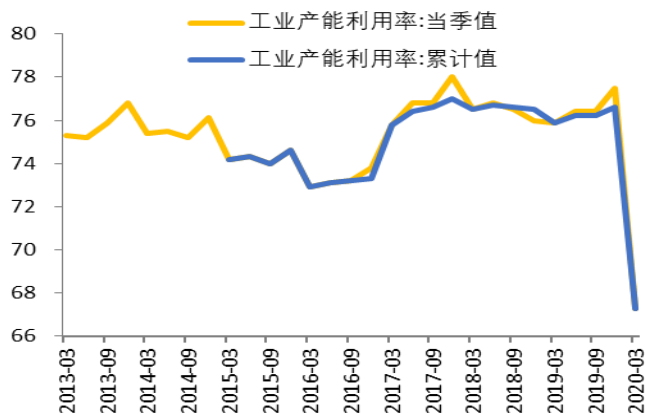
图表 33：出口交货值 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

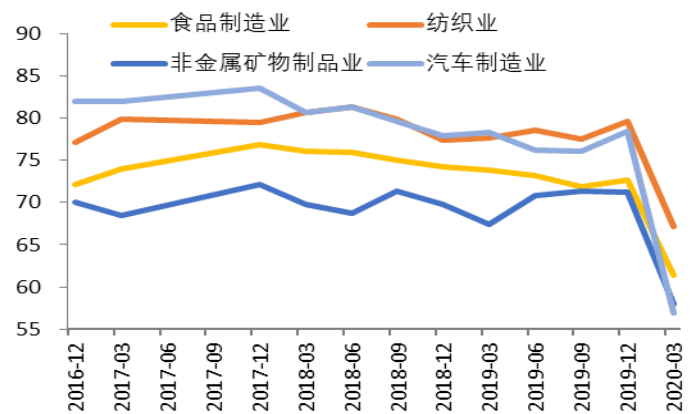
复工不等于全面复产，一季度工业产能利用率下降较快，全国工业产能利用率仅为67.3%，比上年同期下降8.6个百分点，汽车、非金属矿物制品、食品、纺织等行业降幅比较大

图表 34: 工业产能利用率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 35: 分行业工业产能利用率 (%)

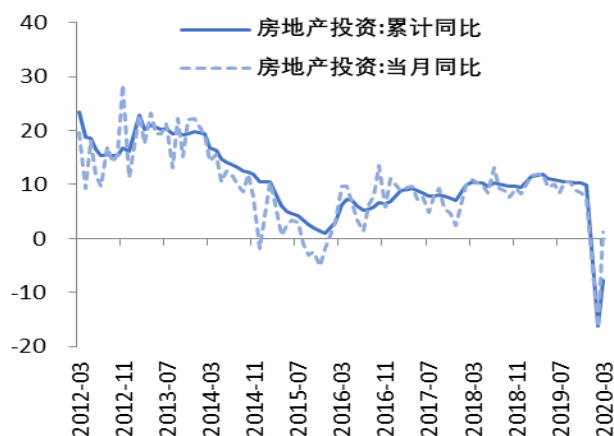


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

2. 固定资产投资呈现“地产超预期恢复+基建如期回升+制造业投资维持低位”的结构。基建投资作为逆周期调节的主要抓手之一，基建项目复工进度较好和专项债发行以及配套资金补充下，二季度基建投资有望实现增速转正，扩内需依然是对冲外部需求冲击和就业压力的主要渠道。

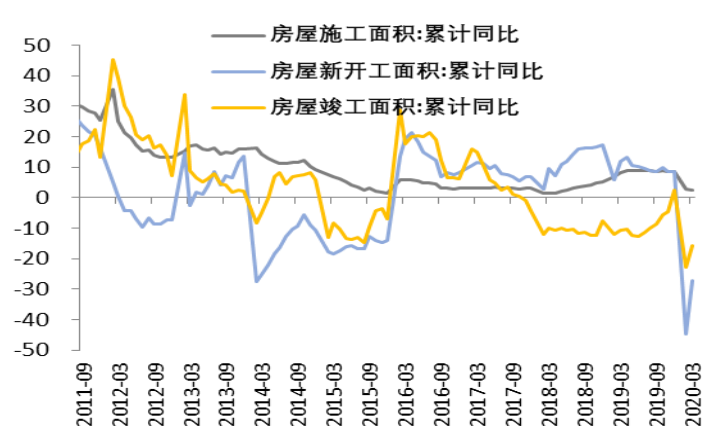
地产投资恢复较快，单月同比转正，信用条件宽松提振地产投资和销售。新开工与竣工面积累计同比降幅显著收窄，复工赶工进度加快提振建安投资，但下游需求恢复仍然较慢，销售回款回升较慢约束企业拿地和开工节奏，并进一步向施工传导，3月施工面积增速反而小幅走弱，存量施工项目收缩下地产支撑因素减弱。

图表 36: 房地产投资 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

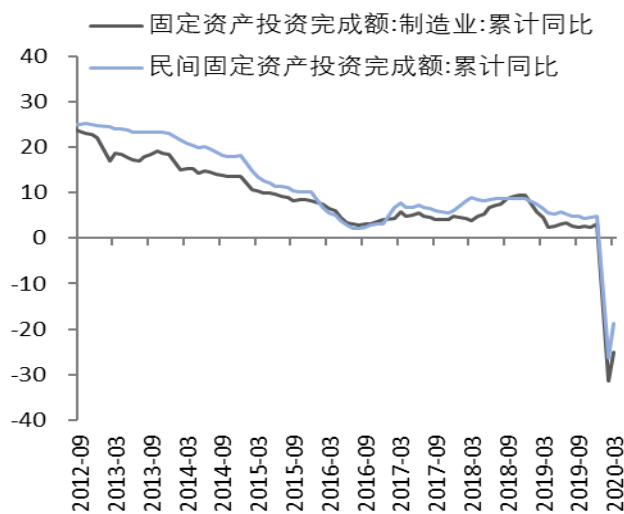
图表 37: 房地产投资 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

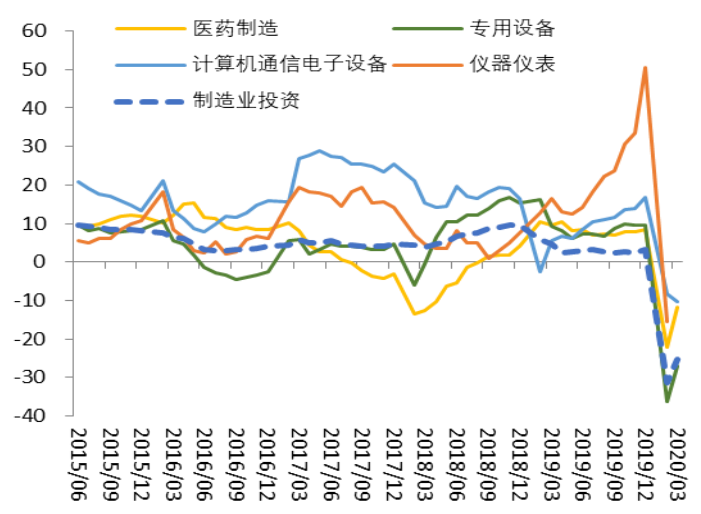
3月制造业投资同比跌幅收窄，但相比基建和地产，制造业投资恢复速度明显偏弱，改善幅度较小。由于制造业投资是顺周期性需求，受出口、地产、基建等需求影响较大，二季度制造业投资仍将面临“内需不足+外需冲击加大”的压力，出口产业链的冲击对制造业投资的影响仍将贯穿未来两到三个季度。

图表 38：制造业投资 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

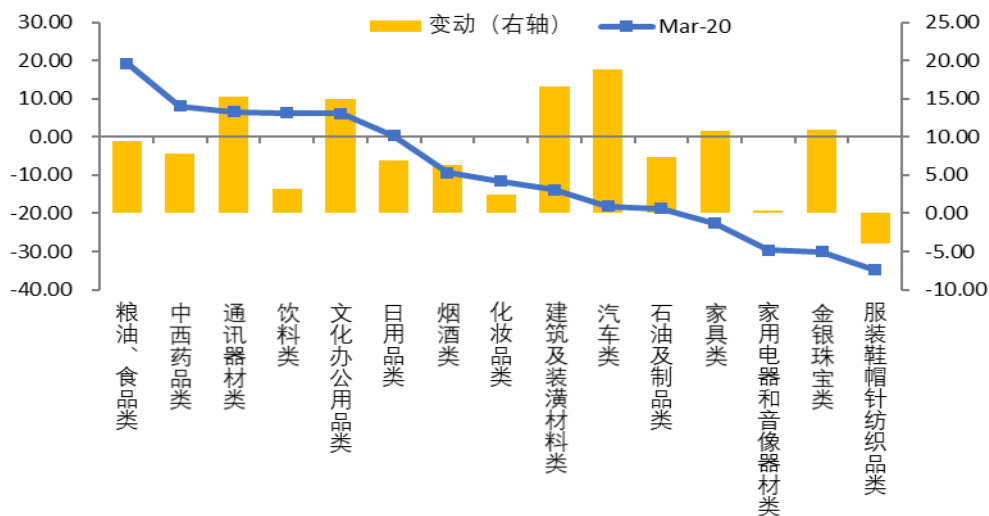
图表 39：高新制造业投资 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

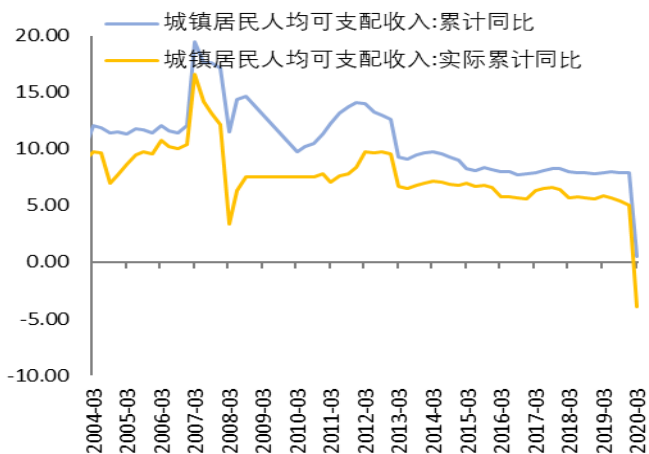
3. 需求端恢复明显慢于供给端，可选消费和必选消费分化依然显著，居民可支配收入负增长拖累“报复性”消费弹性。消费增速较高的行业依然集中在必选消费品门类中，粮油食品类及药品类消费保持较高增速；而可选消费品继续延续负增长，恢复程度仍然较低，汽车、家具、家电消费依然偏弱，服装鞋帽消费增速继续恶化，或受线下零售恢复较慢的影响。

图表 40：社会零售销售分项当月同比增速及变动 (%)



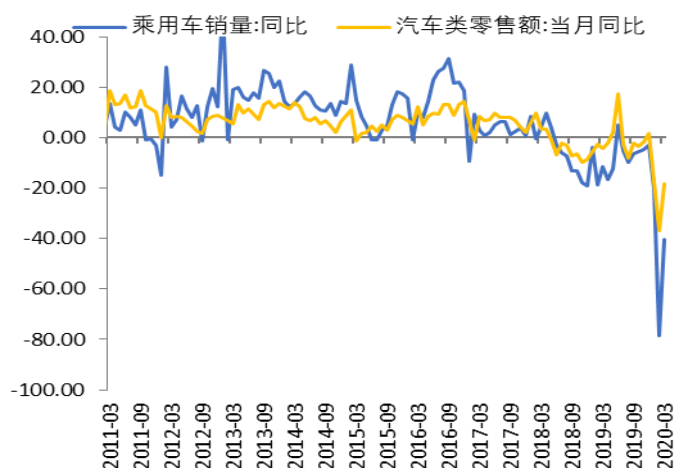
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 41：城镇居民人均可支配收入 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

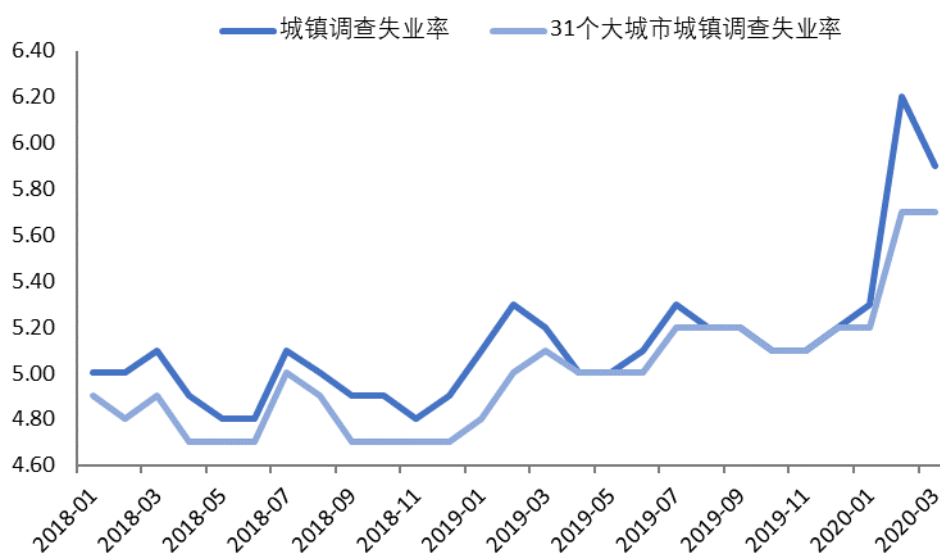
图表 42：汽车销售增速 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

4. 一季度 GDP 打破市场“增长锚”预期，翻番目标难以达成下“稳就业”、“扩大消费”或是全面小康更重要的抓手，经济发展目标面临重修正，但稳就业的隐性下限下逆周期政策仍需发力。受国内疫情缓和以及复工节奏加快的提振，3月城镇失业率小幅下滑，但中小企业生存困境下，就业压力仍然显著，逆周期调节政策明确将稳就业摆在更加重要的位置。

图表 43：城镇调查失业率（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

（二）内需不足+外需冲击下，政治局会议定调更大的宏观政策力度

经济发展面临的挑战前所未有，政策在原有的“六稳”基调上首提“六保”，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。

财政政策明确提高赤字率、发行“抗疫”特别国债以及专项债扩基建的方向，值得注意的是特别国债首次明确“抗疫”特点，其发行使用逐步明朗，或围绕疫情冲击领域给予相应支持。明确加大传统基建和新型基建的投资，在新基建规模仍然有限的背景下，基建稳增长仍然离不开传统基建的支持。

货币政策首次明确提出运用“降准、降息、再贷款”等手段，补充流动性缺口、降低银行负债成本并配合特别国债发行。宽货币向宽信用传导、中小企业纾困依然是政策支持方向，未来 LPR

利率仍将进一步调降，带动实体融资利率的下行，另一方面，降低存款基准利率举措出台可能性增强，进一步缓解银行负债端成本并提高银行支持实体的能力。

坚持“房住不炒”基调，年内政治局多次未提到房地产相关话题，此次提及或受到在当前“宽货币+宽财政”政策部署下市场出现房价暴涨的预期影响，起到引导市场预期、引导资金支持实体的作用。未来地产政策仍将继续在“因城施策”的框架下实行。

外需冲击加大下，刺激消费、扩大内需仍然是政策重心，逆全球化加剧下稳定产业链供给链必要性和紧迫性增强。

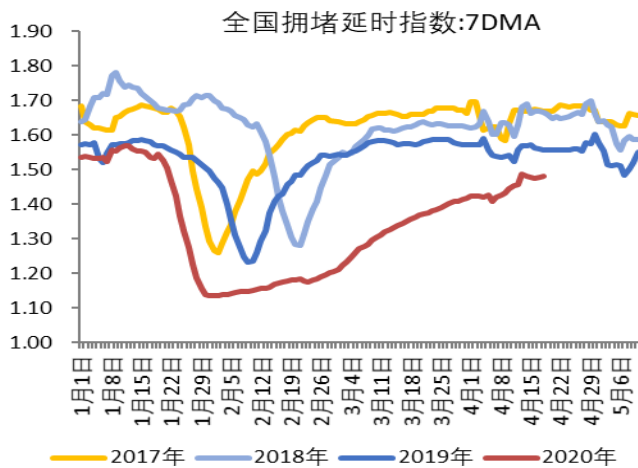
六、国内复工高频跟踪

近期全国主要城市活动整体延续加快节奏，上海拥堵延时指数接近去年水平，尤其前期疫情管控较严、城市活动恢复较慢的北京的拥堵延时指数加快回升。公共交通恢复稍慢于道路交通，主要城市地铁客运量恢复接近去年同期 60% 水平。

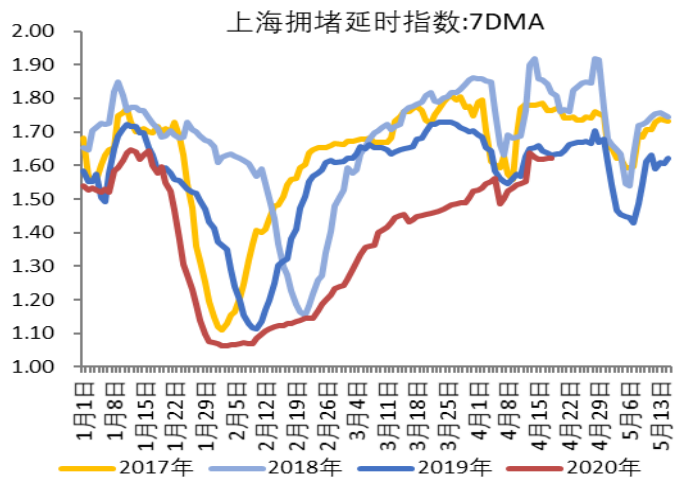
但需要注意的是，作为前期城市活动恢复速度较快的广州，近期却和其他主要城市出现了比较明显的背离，城市拥堵延时指数不升反降，或反映广州部分地区受境外输入影响，防疫压力增大。

近期工业生产恢复速度较前期有所放缓，日均耗煤量近 7 日均值维持去年同期的 80% 左右水平。下游需求边际改善，但恢复仍然偏慢，4 月初房地产市场降温后 30 城商品房成交维持去年的 70% 左右，一线城市成交偏慢。

图表 44：全国拥堵延时指数（7 日均值）



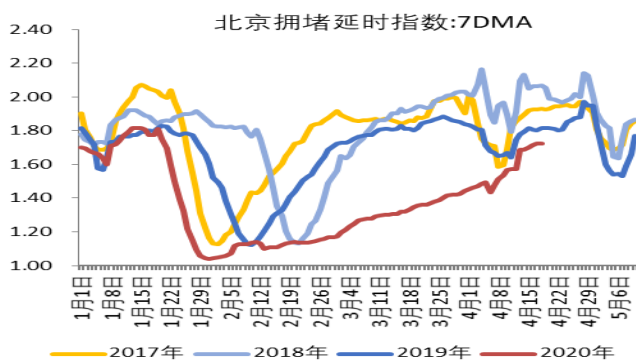
图表 45：上海拥堵延时指数（7 日均值）



数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

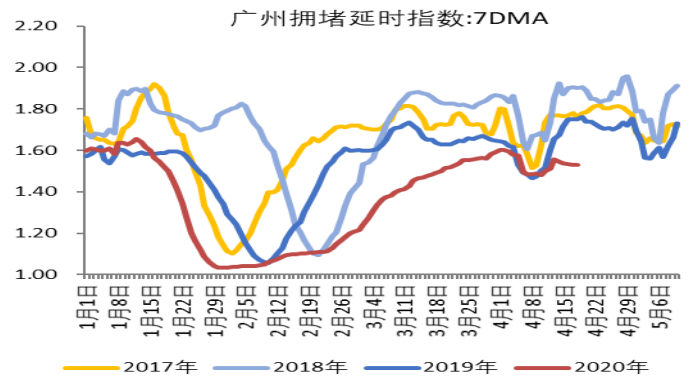
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 46: 北京拥堵延时指数 (7 日均值)



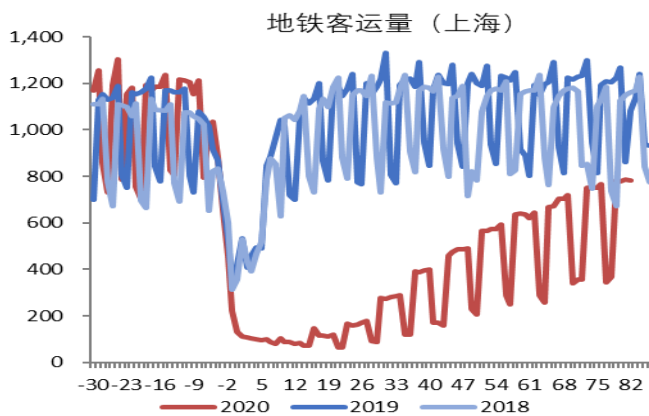
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 47: 广州拥堵延时指数 (7 日均值)



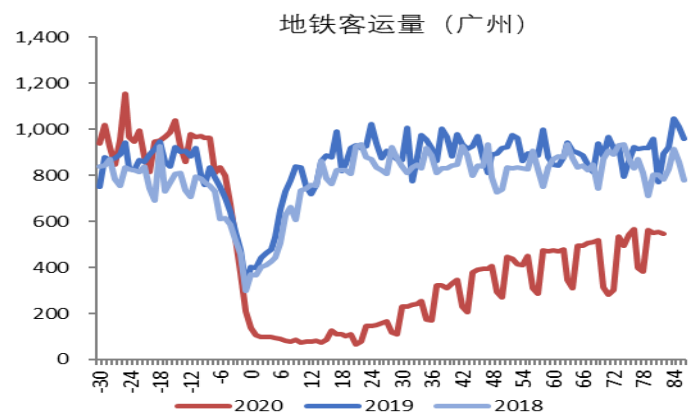
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 48: 上海地铁客运量 (万人)



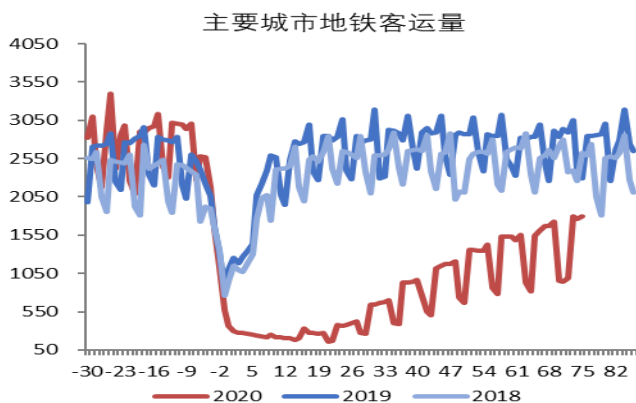
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 49: 广州地铁客运量 (万人)



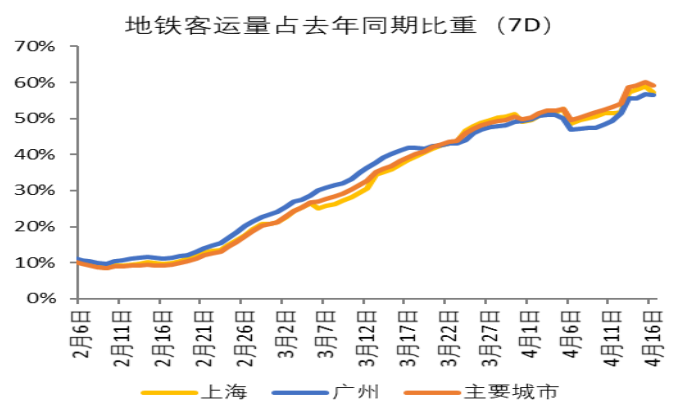
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 50: 主要城市地铁客运量 (万人)



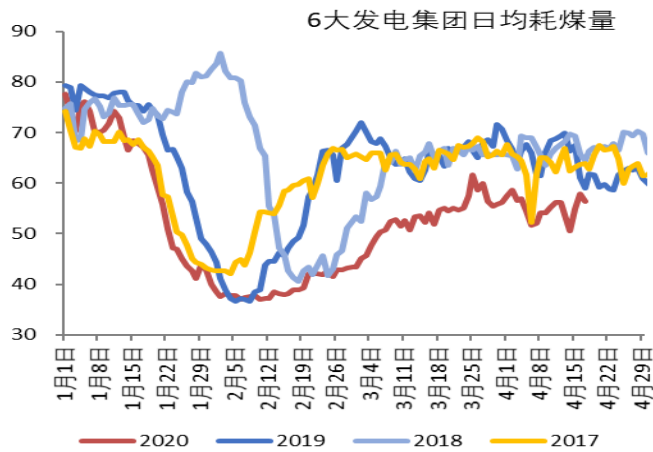
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 51: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



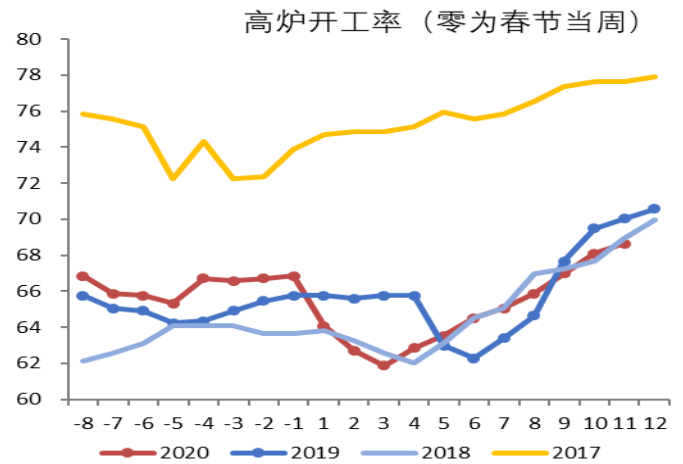
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 52: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)



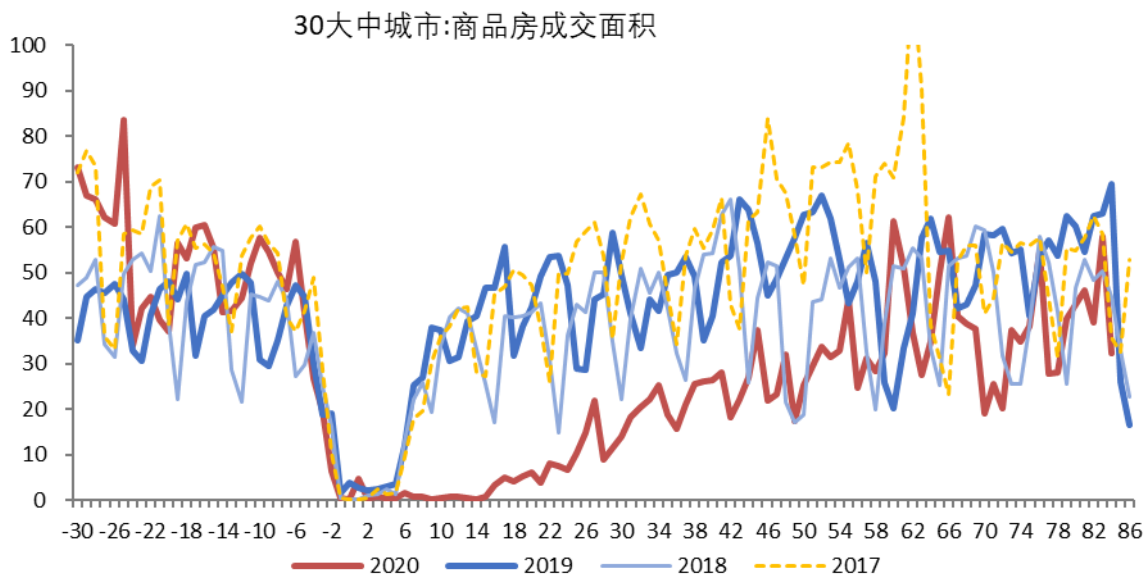
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 53: 高炉开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

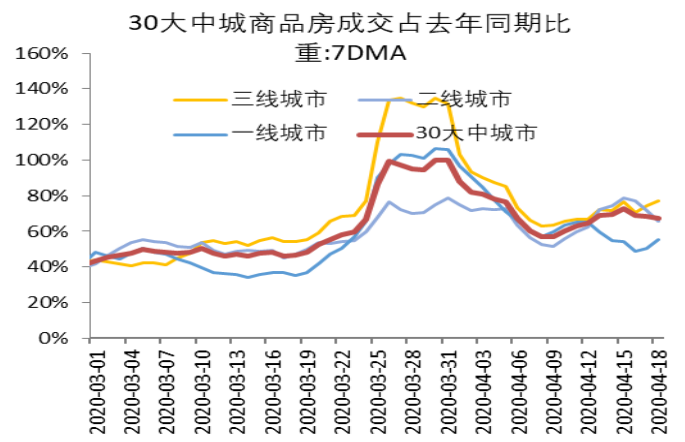
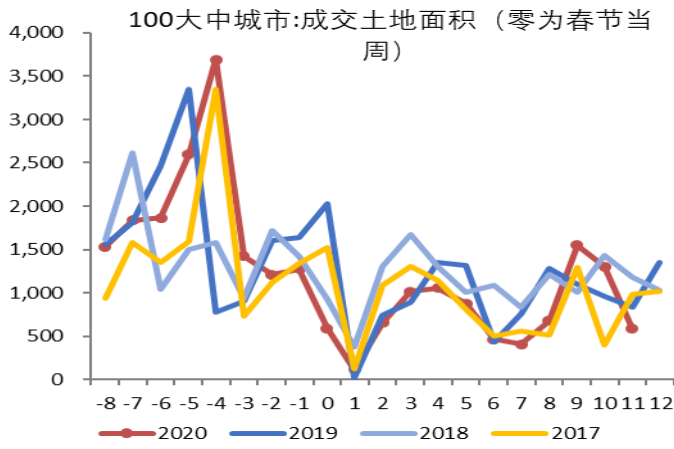
图表 54: 30 大中城市商品房成交面积 (万方)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 55: 百城市成交土地面积 (万平方米)

图表 56: 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

数据来源: Wind , 混沌天成研究院

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：0755-23998230

上海分公司

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702室

联系电话：021-61838622-801

北京分公司

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

云南分公司

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：0871-64100979

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

四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

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

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

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170

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
