

求真 细节 科技 无界

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

经济进入复工后的承压期，政治局会议定调更大的宏观政策力度

观点概述：

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。

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。信用条件宽松提振地产投资和销售，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；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。

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。

策略建议：

一季度经济数据挖深坑，复工复产加快后 3 月经济环比改善，但后续仍面临总需求不足的矛盾。中央政治局会议定调“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，逆周期力度增强，财政力度加码约束长端下行空间。但同时会议强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，首次明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行”，货币政策仍在放松区间，经济增长仍面临总需求不足的矛盾，内生增长动力不足，期限利差高位仍然形成长端收益率的安全垫。未来“宽货币+宽财政”政策延续下收益率曲线料将继续保持陡峭。

风险提示：

经济下行压力超预期，地方债供给放量

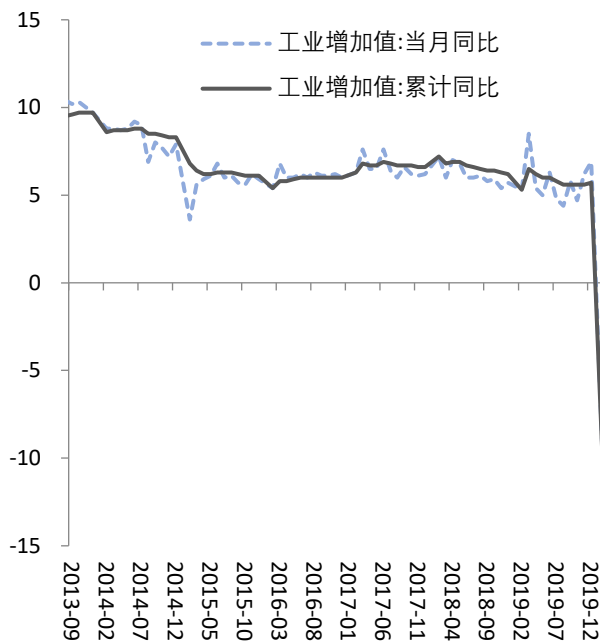
一、复工加快下经济环比改善，但内需不足+外需冲击下经济仍然承压

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。

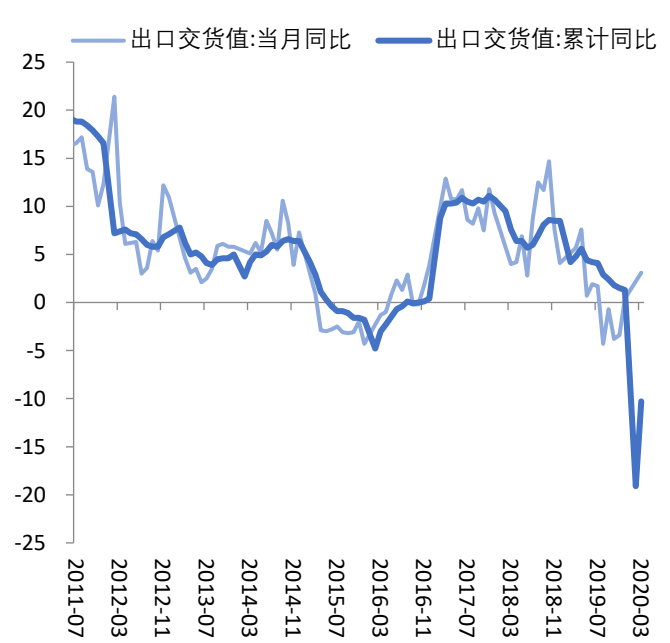
但大部分行业恢复仍然较慢，仅有医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业恢复较为明显。

图表 1：工业增加值 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

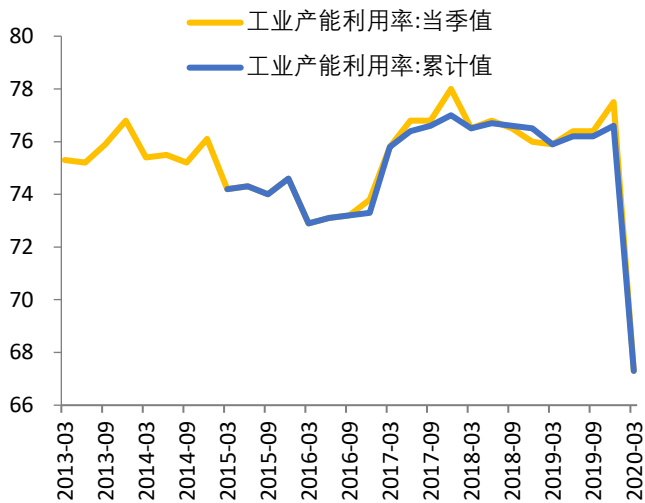
图表 2：出口交货值 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

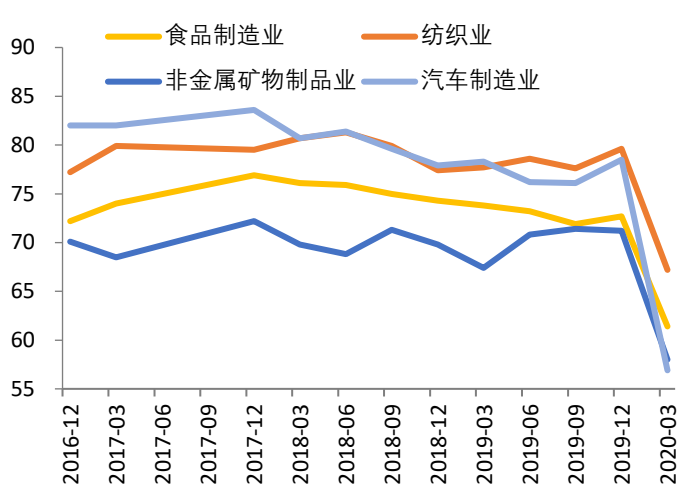
复工不等于全面复产，一季度工业产能利用率下降较快，全国工业产能利用率仅为 67.3%，比上年同期下降 8.6 个百分点，汽车、非金属矿物制品、食品、纺织等行业降幅比较大。

图表 3：工业产能利用率 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 4：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。

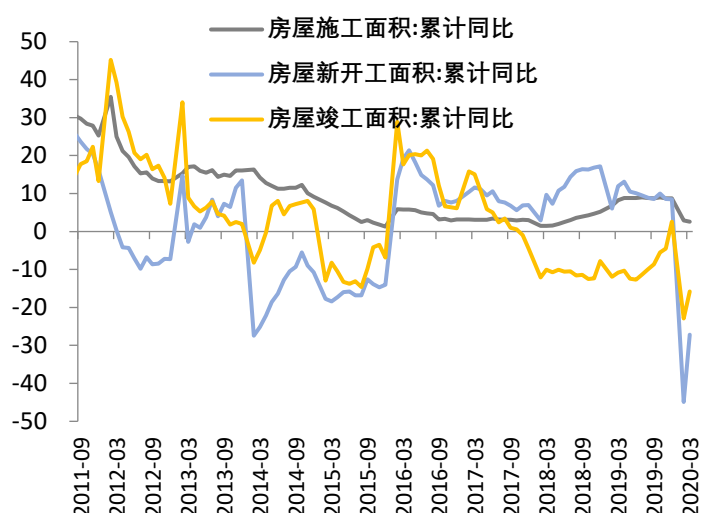
地产投资恢复较快，单月同比转正，信用条件宽松提振地产投资和销售。新开工与竣工面积累计同比降幅显著收窄，复工赶工进度加快提振建安投资，但下游需求恢复仍然较慢，销售回款回升较慢约束企业拿地和开工节奏，并进一步向施工传导，3月施工面积增速反而小幅走弱，存量施工项目收缩下地产支撑因素减弱。

图表 5：房地产投资 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

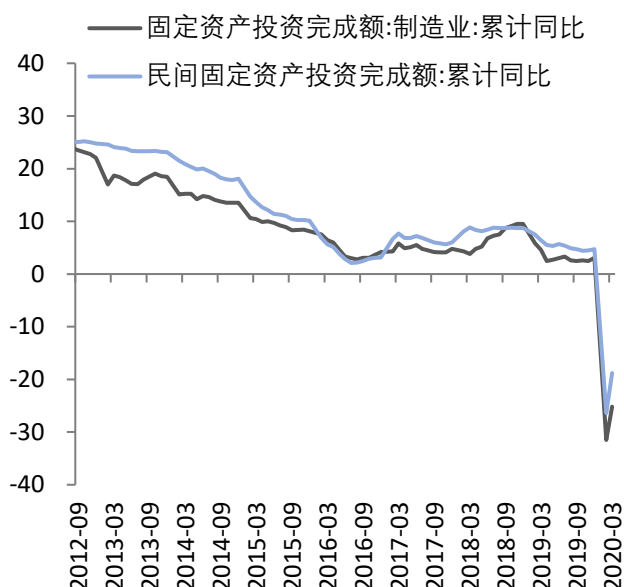
图表 6：房地产投资 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

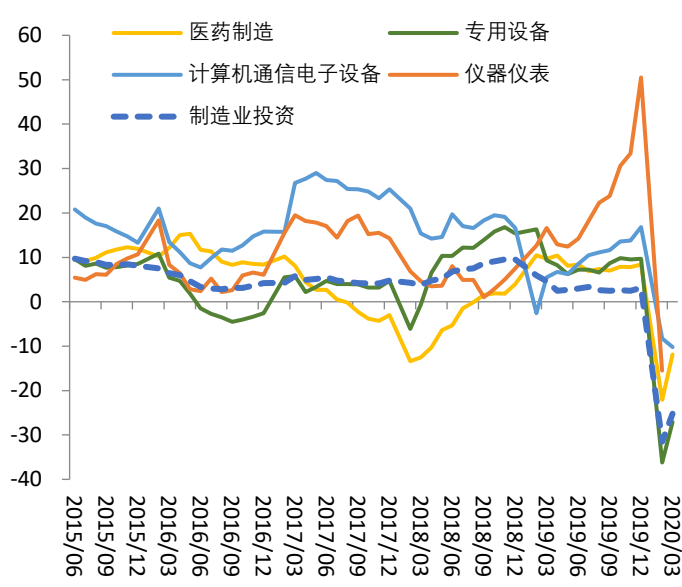
3月制造业投资同比跌幅收窄，但相比基建和地产，制造业投资恢复速度明显偏弱，改善幅度较小。由于制造业投资是顺周期性需求，受出口、地产、基建等需求影响较大，二季度制造业投资仍将面临“内需不足+外需冲击加大”的压力，出口产业链的冲击对制造业投资的影响仍将贯穿未来两到三个季度。

图表 7：制造业投资 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

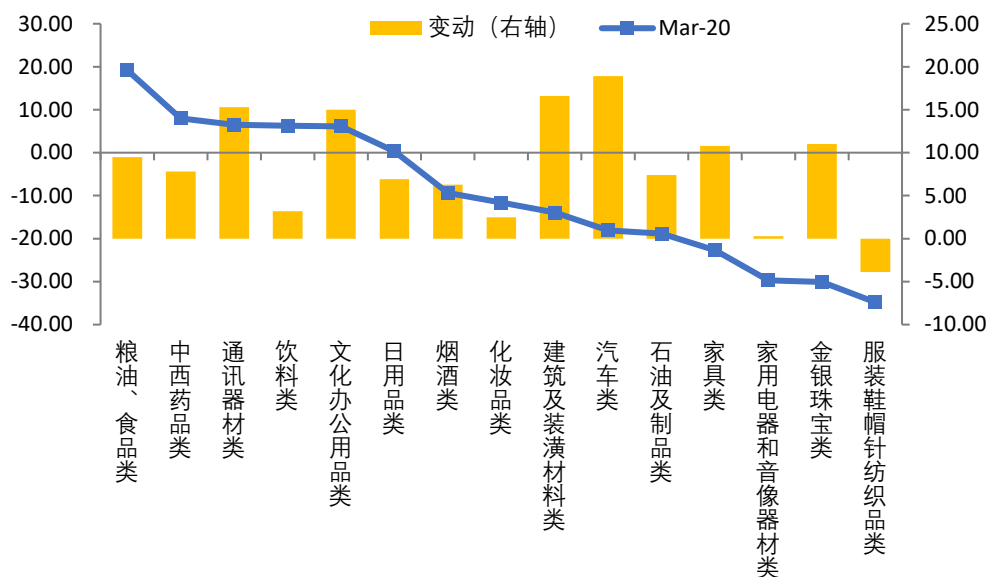
图表 8：高新制造业投资 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

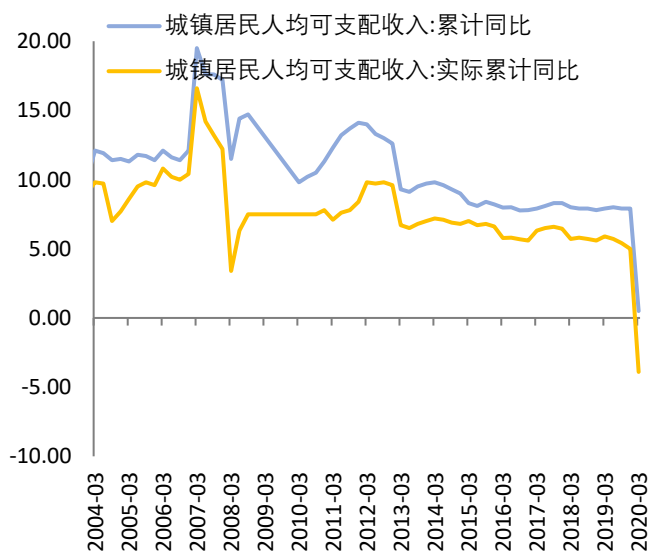
3. 需求端恢复明显慢于供给端，可选消费和必选消费分化依然显著，居民可支配收入负增长拖累“报复性”消费弹性。消费增速较高的行业依然集中在必选消费品门类中，粮油食品类及药品类消费保持较高增速；而可选消费品继续延续负增长，恢复程度仍然较低，汽车、家具、家电消费依然偏弱，服装鞋帽消费增速继续恶化，或受线下零售恢复较慢的影响。

图表 9：社会零售销售分项当月同比增速及变动 (%)



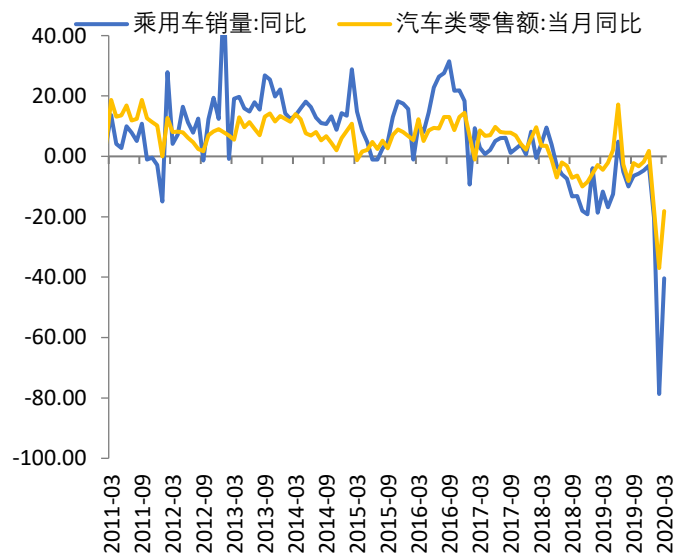
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 10：城镇居民人均可支配收入 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

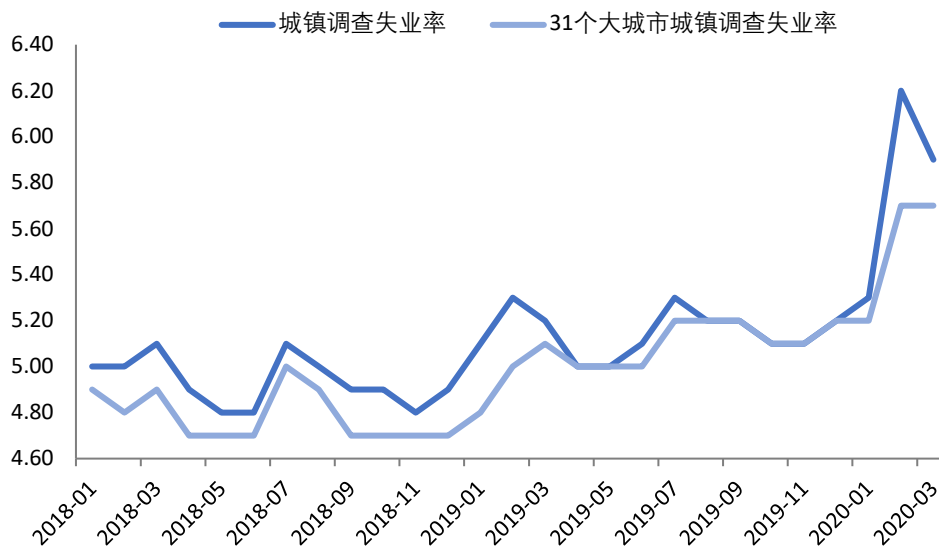
图表 11：汽车销售增速 (%)



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 12: 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的，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应链必要性和紧迫性增强。

三、复工高频跟踪

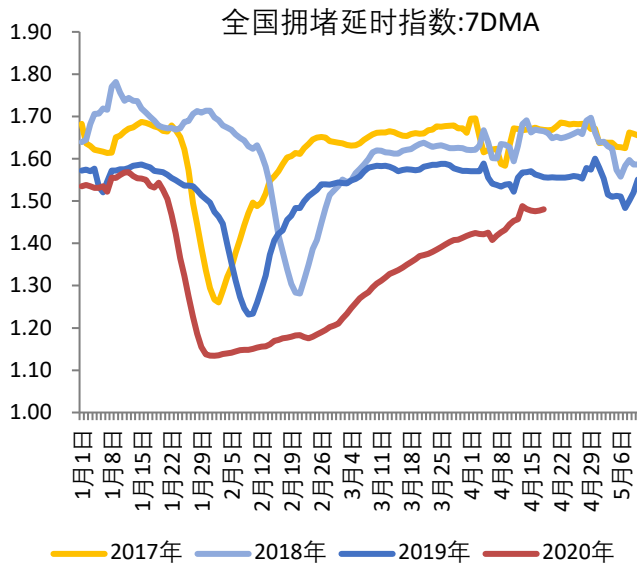
近期全国主要城市活动整体延续加快节奏，上海拥堵延时指数接近去年水平，尤其前期疫情管控较严、城市活动恢复较慢的北京的拥堵延时指数加快回升。公共交通恢复稍慢于道路交通，主要城市地铁客运量恢复接近去年同期60%水平。

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。

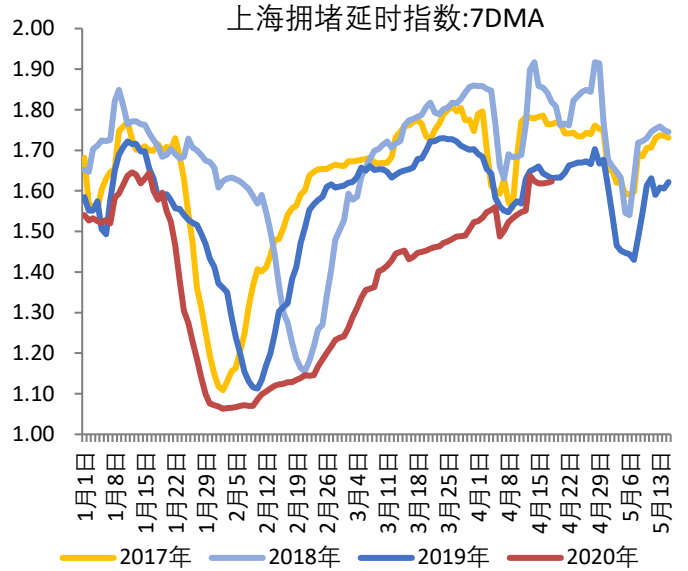
下游需求边际改善，但恢复仍然偏慢，4月初房地产市场降温后30城商品房成交维持去年的70%左右，一线城市成交偏慢。

图表 13: 全国拥堵延时指数 (7 日均值)



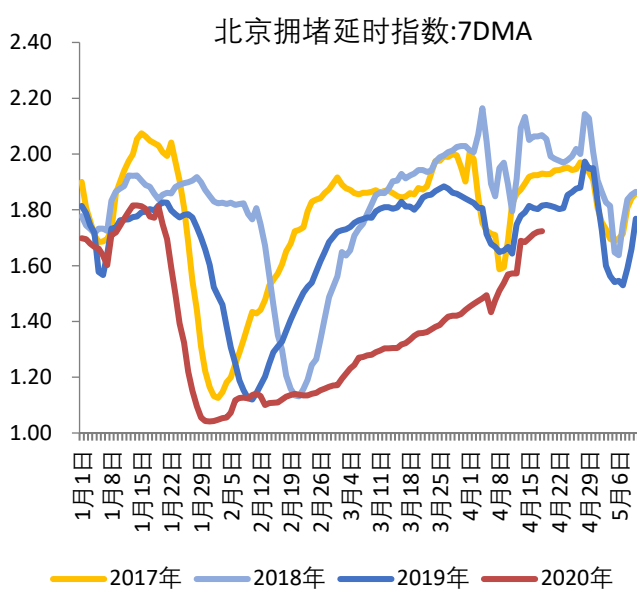
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 14: 上海拥堵延时指数 (7 日均值)



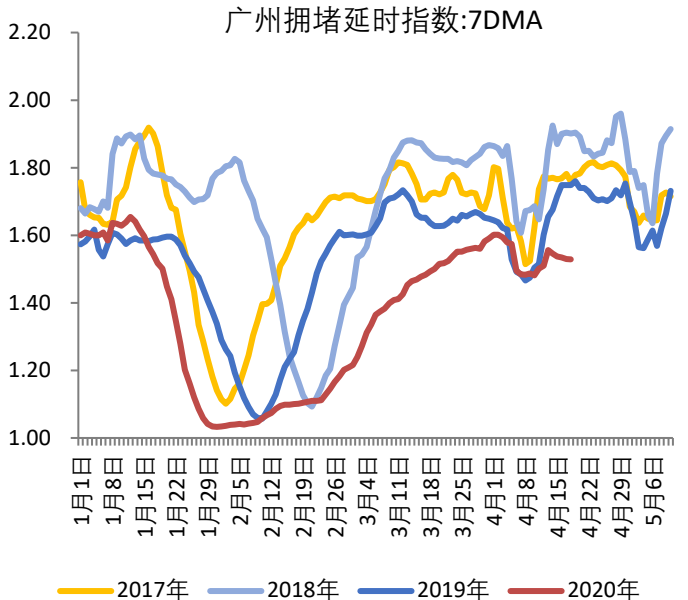
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 15: 北京拥堵延时指数 (7 日均值)



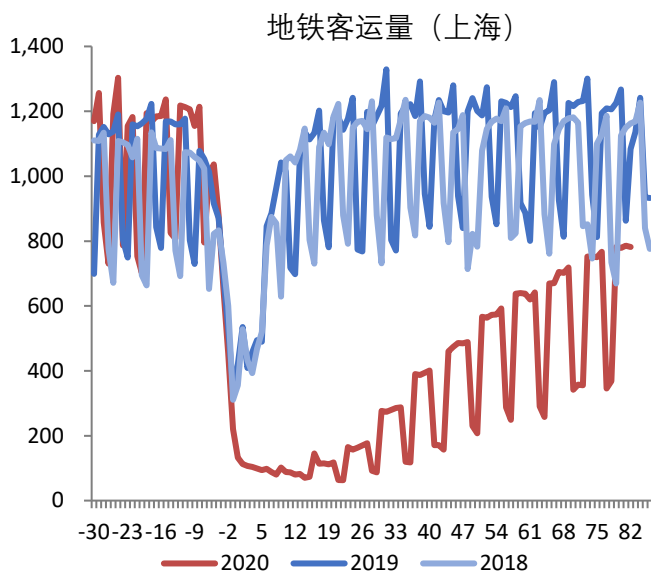
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 16: 广州拥堵延时指数 (7 日均值)



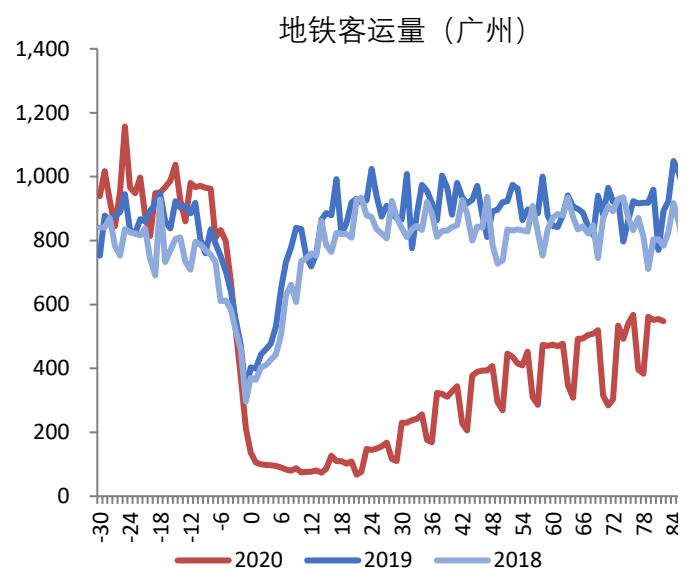
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 17: 上海地铁客运量 (万人)



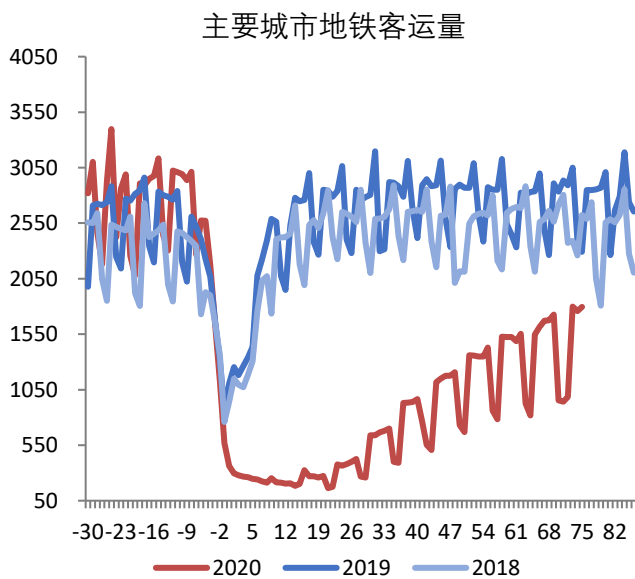
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 18: 广州地铁客运量 (万人)



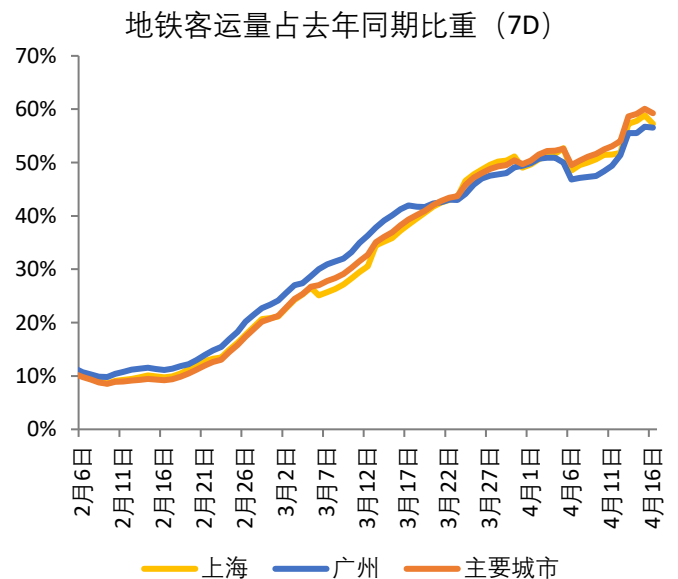
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 19: 主要城市地铁客运量 (万人)



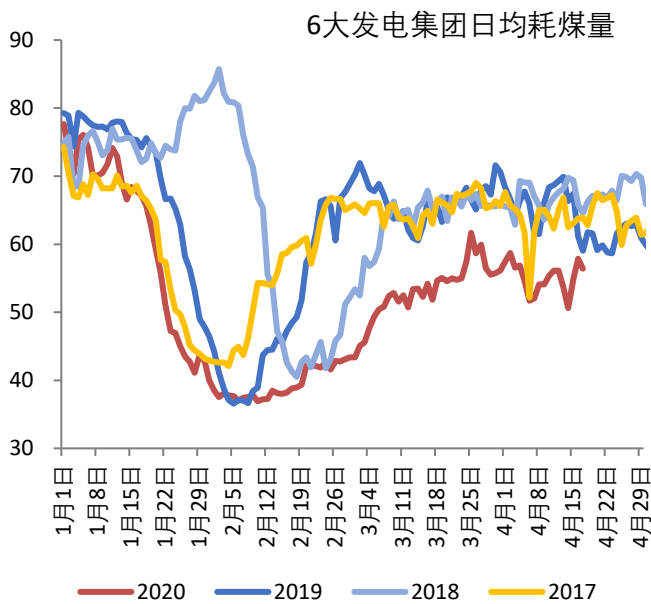
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 20: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



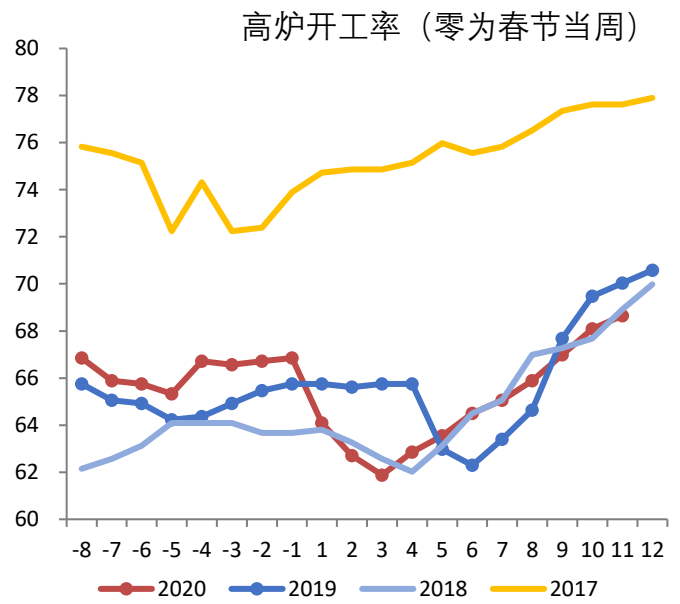
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 21: 6大发电集团日均耗煤量 (万吨)



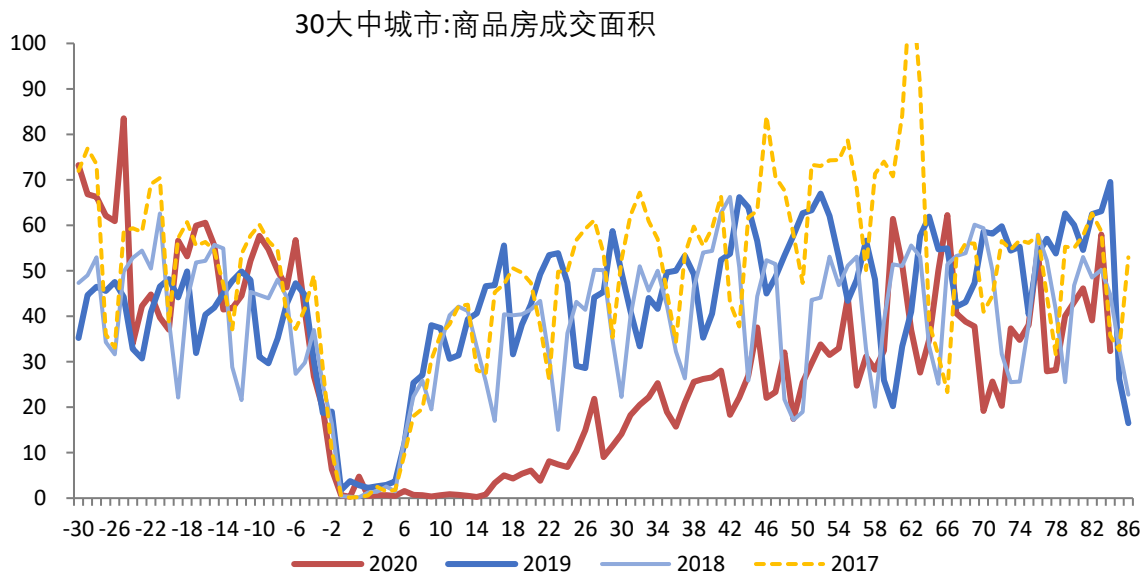
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 22: 高炉开工率 (%)



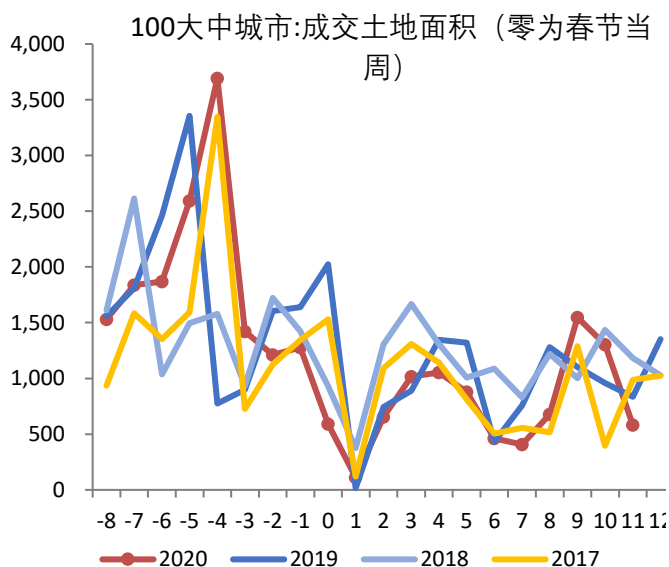
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 23: 30大中城市商品房成交面积 (万方)



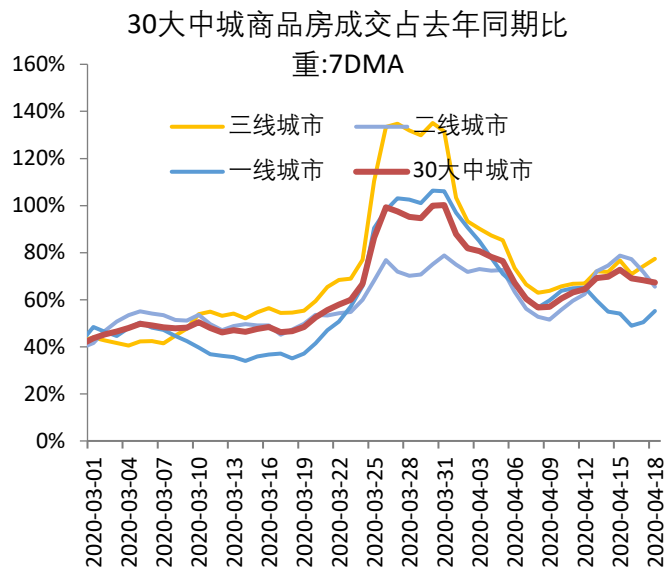
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 24: 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

图表 25: 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

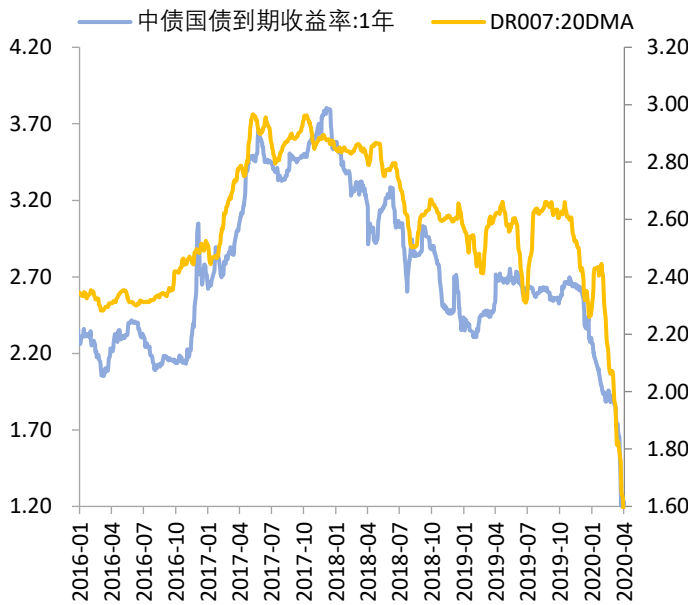
四、债市观点

1. 资金面边际转松，流动性维持极度宽松

受央行定向降准第一批资金正式落地，以及央行同步下调 MLF 利率 20bp 影响，本周资金面边际转松，周内隔夜利率降至历史低位，DR007 在 1.23%-1.77% 区间运行，资金面整体维持极度宽松态势。

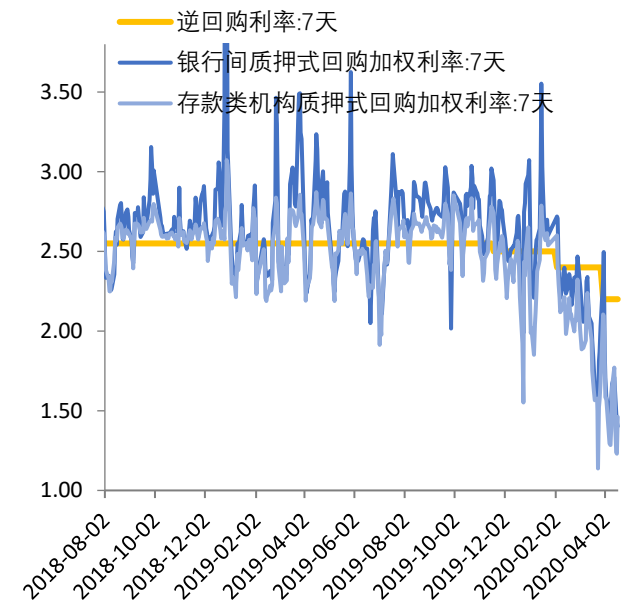
Shibor3M 利率继续下行，存单发行利率略有分化，反映市场对未来货币政策保持宽松预期。

图表 26: 1 年期国债收益率 VS 资金利率 (%)



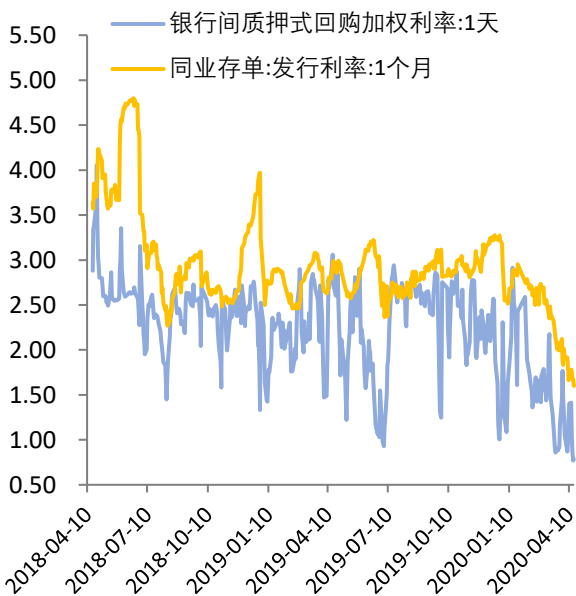
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 27: 利率走廊 (%)



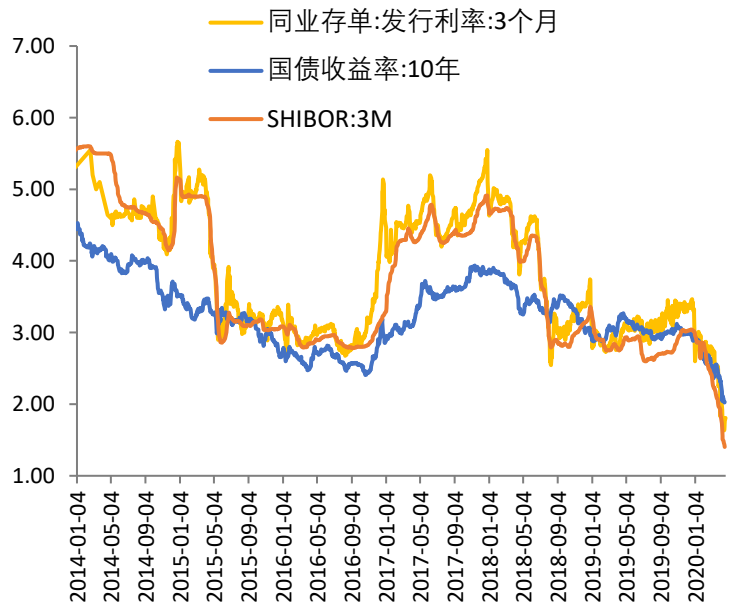
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 28: 隔夜回购利率 VS. 同业存单利率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 29: 3 个月 Shibor 利率 & 同存发行利率 (%)



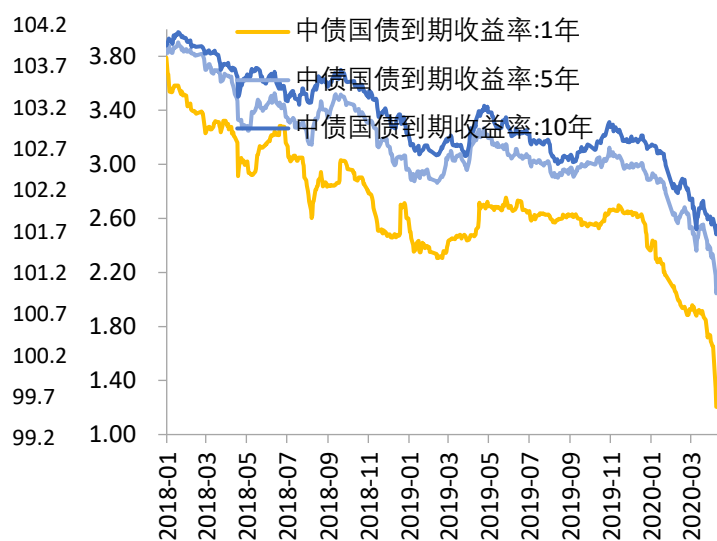
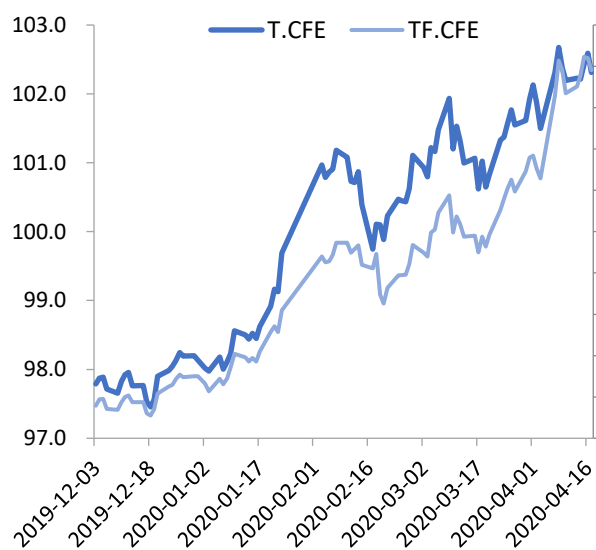
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

2. 宽货币+宽财政，长端收益率震荡

本周资金面转松与财政发力预期同时升温，收益率曲线陡峭程度加深。一季度经济数据挖深坑，复工复产加快后3月经济环比改善，但后续仍面临总需求不足的矛盾。中央政治局会议定调“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，逆周期力度增强，财政力度加码约束长端下行空间。但政治局会议强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，首次明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行”，未来“宽货币+宽财政”政策延续下收益率曲线料将继续保持陡峭。

图表 30: 国债期货主力合约 (右轴 TF) (元)

图表 31: 国债收益率 (%)

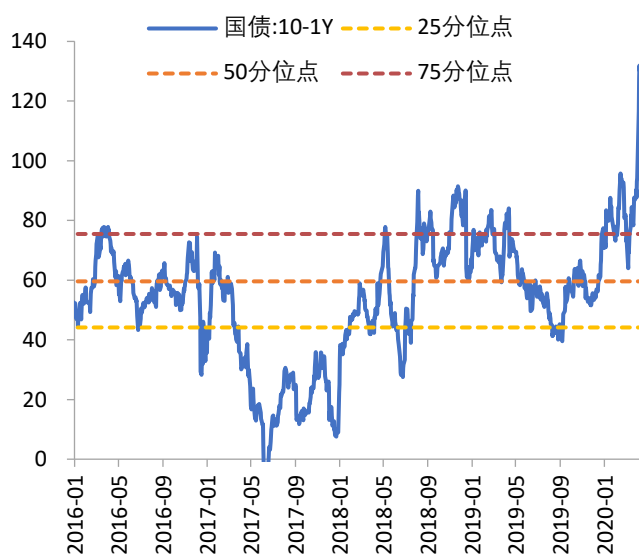


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 32: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bps)

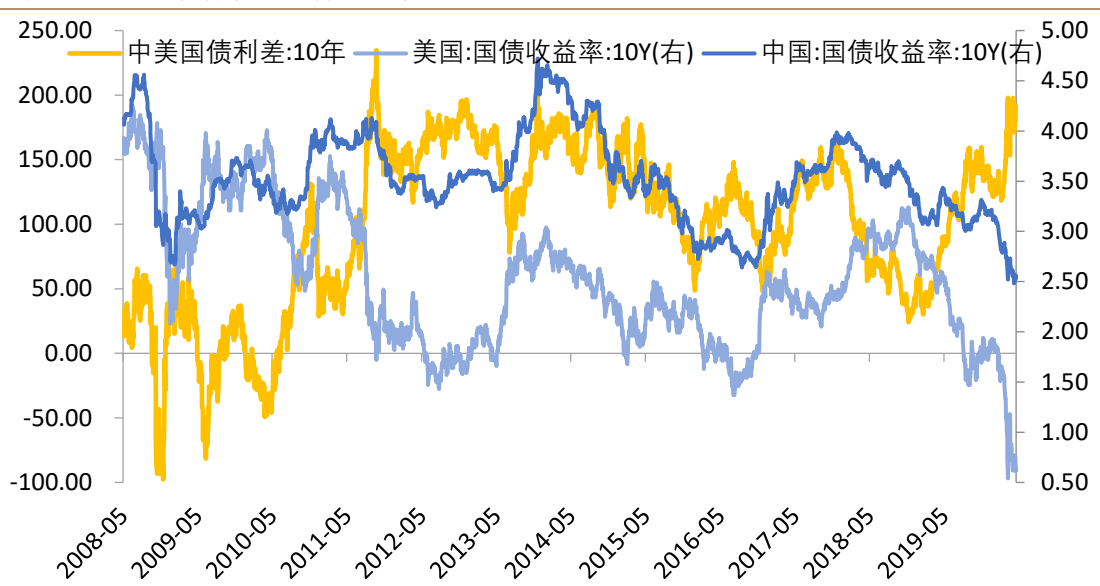
图表 33: 美债长短端期限利差 (bps)



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 34：10 年期中美国债收益率 (%)



数据来源：Wind, 混沌天成研究院

3. 债市观点

一季度经济数据挖深坑，复工复产加快后3月经济环比改善，但后续仍面临总需求不足的矛盾。中央政治局会议定调“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，逆周期力度增强，财政力度加码约束长端下行空间。

但同时政治局会议强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，首次明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行”，货币政策仍在放松区间，经济增长仍面临总需求不足的矛盾，内生增长动力不足，期限利差高位仍然形成长端收益率的安全垫。未来“宽货币+宽财政”政策延续下收益率曲线料将继续保持陡峭。

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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS TERNARY RESEARCH

