

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

欧美经济恶化呈放缓迹象，国内财政发力成二季度政策主角

观点概述:

上周(4月18日-4月25日)，大类资产当中VIX和比特币涨幅居前，原油表现弱势，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。

欧美疫情基本见顶，尽管新增确诊数据有所反复，但是欧美国家的检测确诊率和新增死亡已经逐渐走平和放缓。不过经济活动的复苏上需要时间。

本周美国国会批准了4800亿美元的刺激计划，这是美国为了应对疫情推出的第三轮财政刺激方案，三轮累计规模达到3万亿美元，远超2008年金融危机的水平。当前疫情对经济的冲击远超08年，目前仍尚无明显好转，但是从我们监控的各类高频指标来看，如美国的失业申请人数的增幅以及欧洲诸国的电力消耗数据，下滑趋势开始显现出边际放缓的迹象。

3月财政收入降幅扩大体现前期国内疫情的滞后影响，海外疫情扩散下外需压力仍在扩大，财政收入下降约束支出端。二季度财政成为政策主角，3月政府性基金支出的回升体现前期专项债发行节奏较快的滞后影响，国常会确定再提前下达一批地方专项债额度，预计年内专项债发行额度将进一步抬升至3.5-4万亿。广义财政发力带动基建投资的回升具有较强的确定性，预计全年专项债拉动新增基建投资规模约2.8-3.0万亿，年内基建投资增速有望达到10%至12%。

全国城市活动加快，供给端恢复快于需求端：全国城市活动延续加快，拥堵延时指数回升小幅回升。供给端恢复快于需求端，工业生产维持年后高位水平，较去年同期恢复程度约9成；需求端恢复仍然较慢，30大中城市商品房成交面积同比持续为负，一线城市恢复慢于二三线。

风险提示:

欧美疫情再度加速，财政发力不及预期

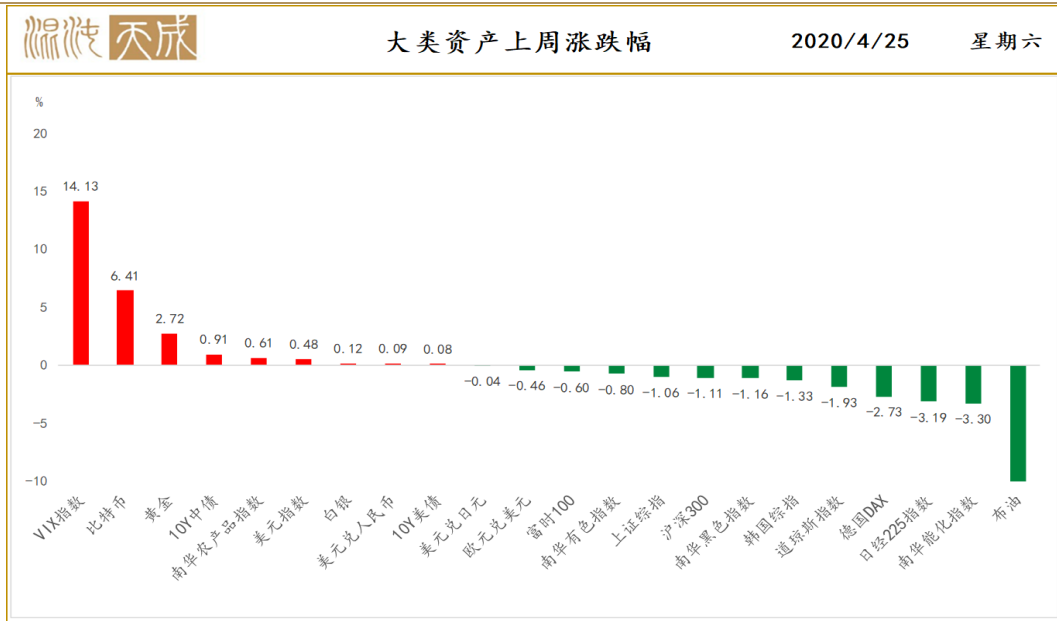
混沌天成期货研究院



一、大类资产走势回顾

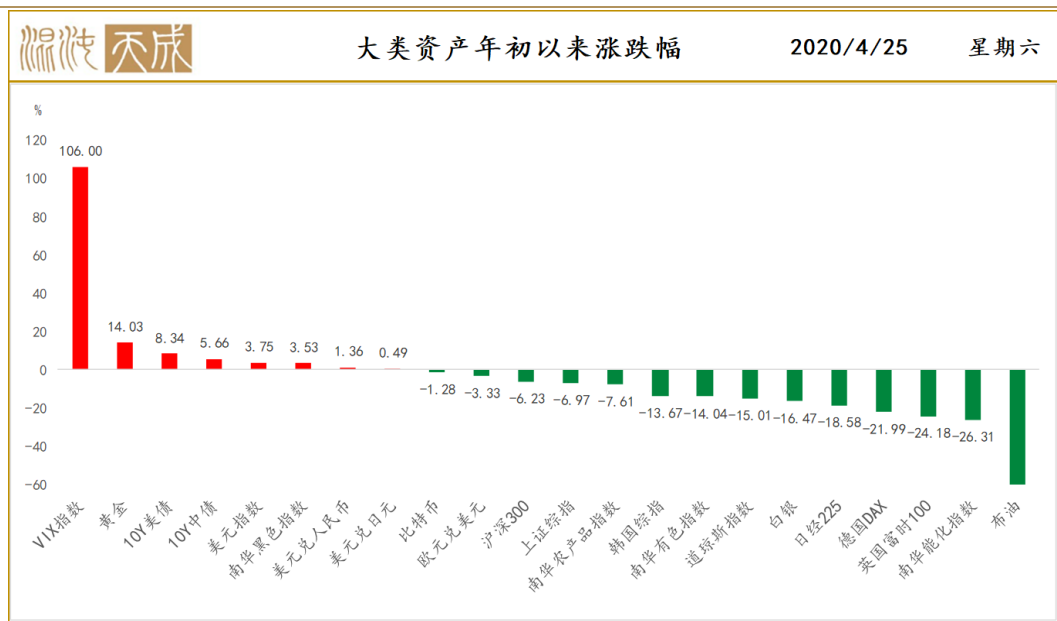
上周（4月18日-4月25日），大类资产当中VIX和比特币涨幅居前，原油表现弱势，原油表现最为弱势。而年初以来，各类资产当中，以VIX和避险资产如黄金、国债涨幅居前。

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

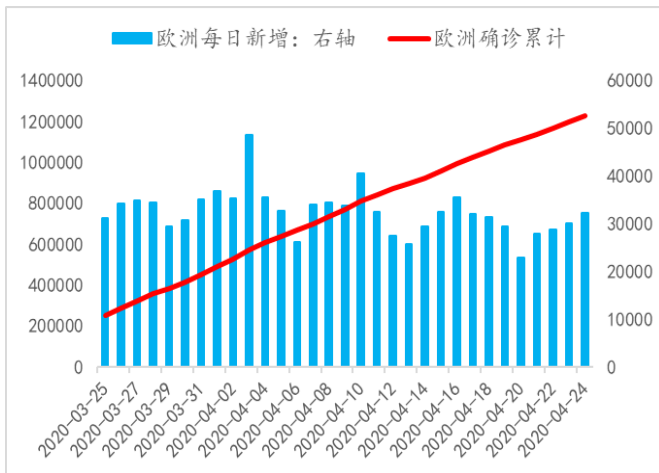


数据来源：Wind，混沌天成研究院

二、海外疫情跟踪，欧美疫情已见拐点，关注新兴市场

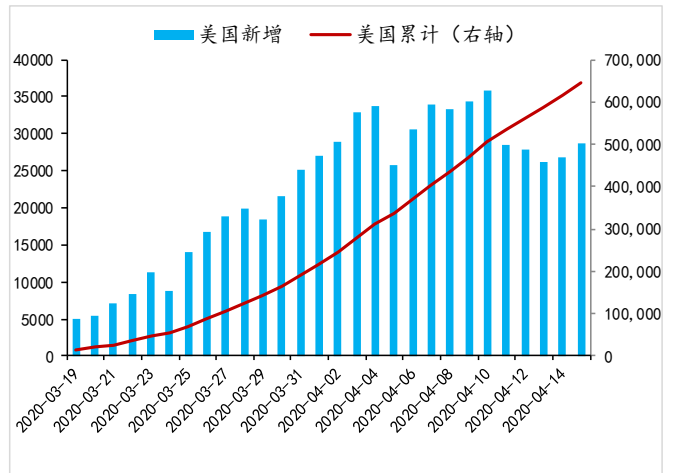
截至4月25日海外累计确诊已近300万，但欧美地区疫情已基本见顶，尽管确诊数据仍有反复，但是检测确诊率相对平缓，后续欧美地区的关注重点当在其复工进展情况。

图表 3： 欧洲确诊累计开始走平



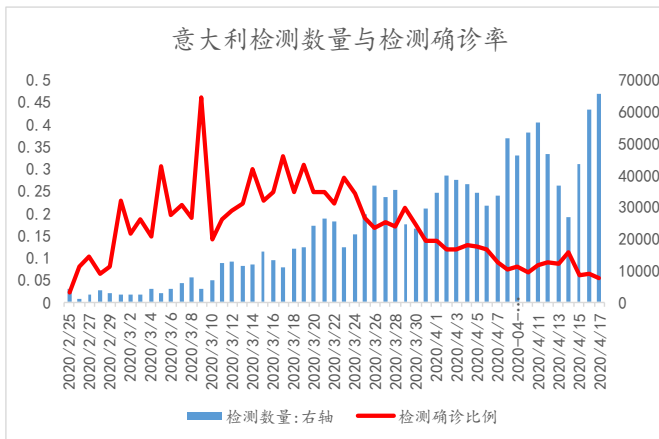
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 4： 美国新增还有待观察



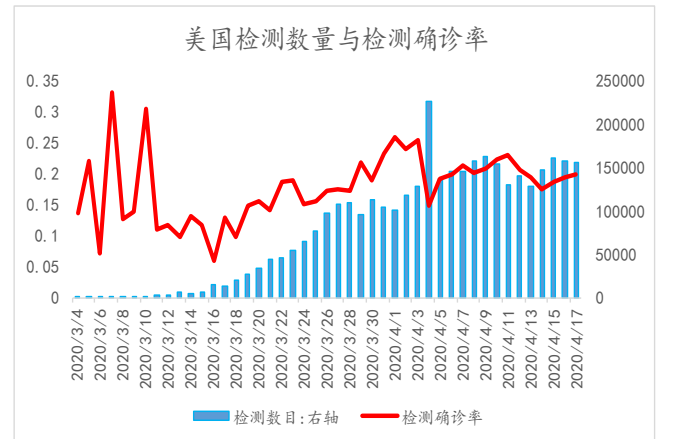
数据来源：WIND，混沌天成研究院

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

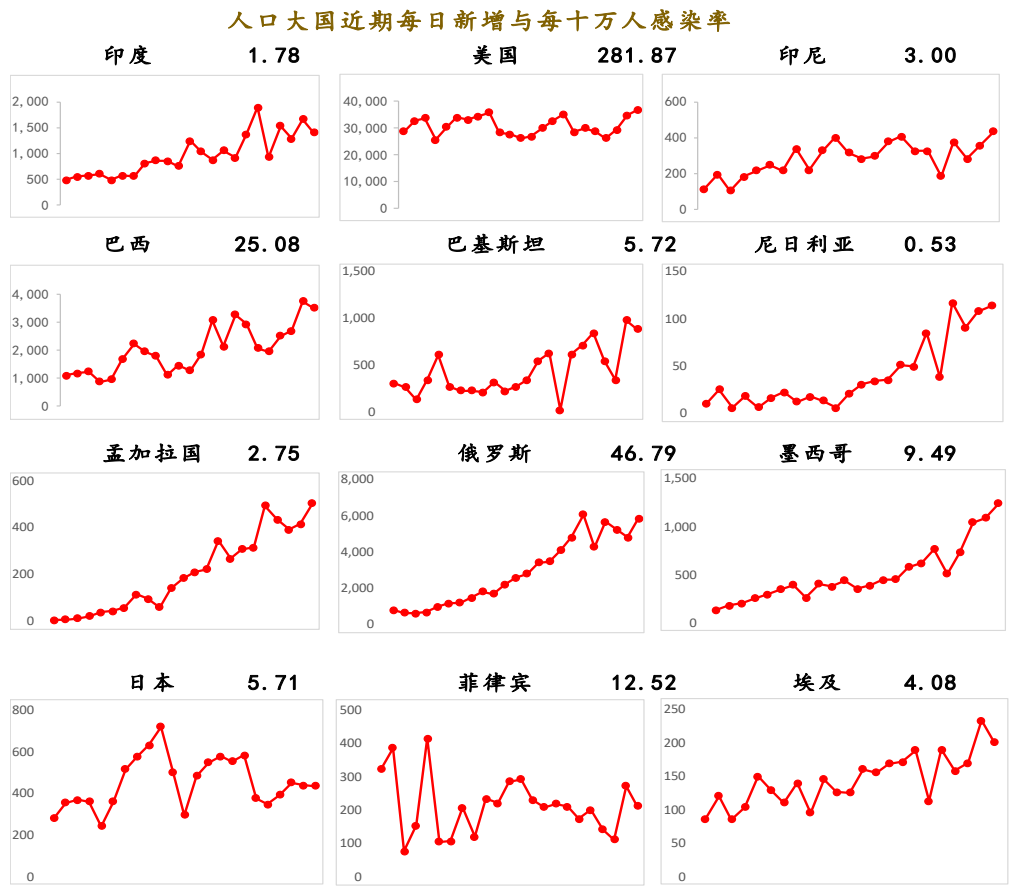
图表 6： 美国检测确诊率整体走平



数据来源：WIND，混沌天成研究院

新兴市场的疫情进展会是接下来关注的重点。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：人口大国每日新增和感染率情况

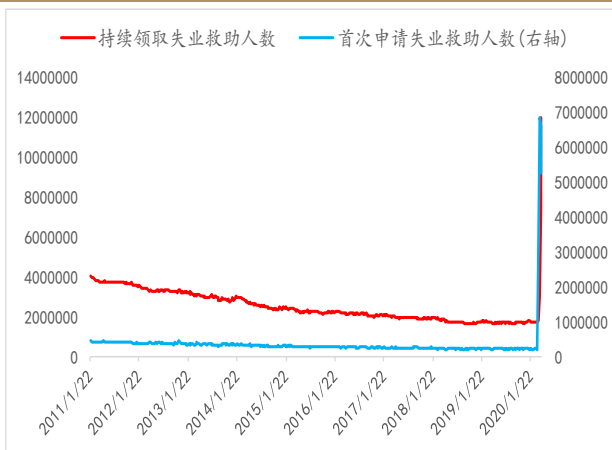


数据来源：Wind，混沌天成研究院

三、海外经济数据与政策跟踪

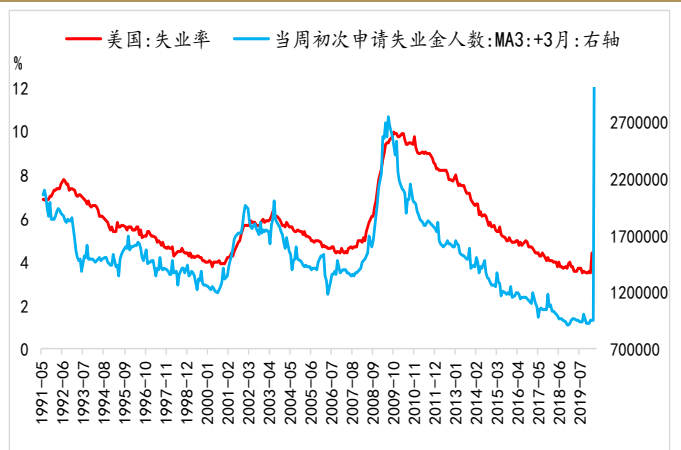
本周美初请失业金人数约为 442.7 万人，连续三周下降，当周连续申请失业人数 1597 万人，继续刷新历史新高。3 月份以来美国申请失业救济金的人数已超过 2000 万，按照 1.65 亿劳动人口数量估算，当前美国实际失业率水平预计已经超过 20%，远超 08 年的峰值 10%。

图表 8：失业金申领情况统计



数据来源：WIND，混沌天成研究院

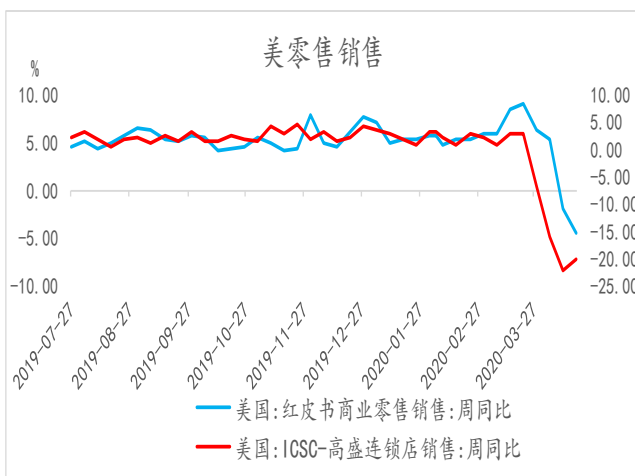
图表 9：失业金申请人数领先失业率



数据来源：WIND，混沌天成研究院

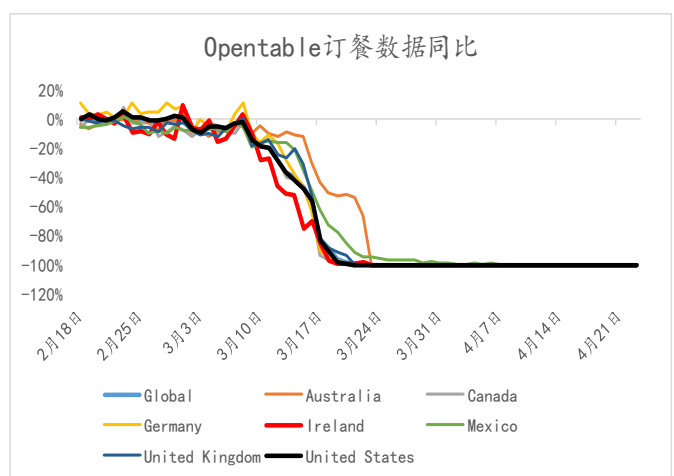
消费数据来看，美零售销售数据降幅有所放缓，但仍处于历史极低水平；Opentable 显示海外订餐数据来看仍处在归零状态。

图表 10：美零售销售数据



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 11：海外订餐数据

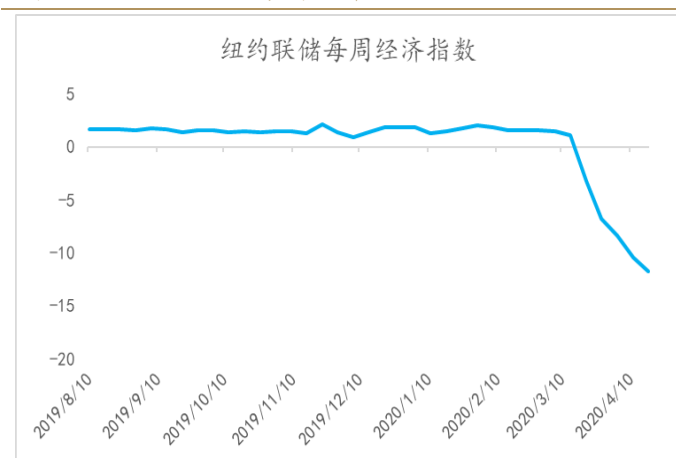


数据来源：Opentable，混沌天成研究院

为了捕捉即时变化，纽约联储推出了全新的每周经济指数（WEI），该指数绘制了2008年至当前期间的每周数据，目前已经跌至历史最低。

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的拐点与衰退预测有良好的表现，截至2020年4月10日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-42.55%，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

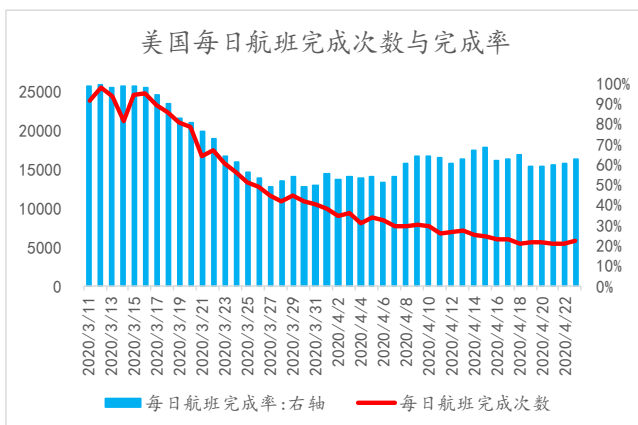
图表 13：ECRI 领先指标增长年率



数据来源：WIND，混沌天成研究院

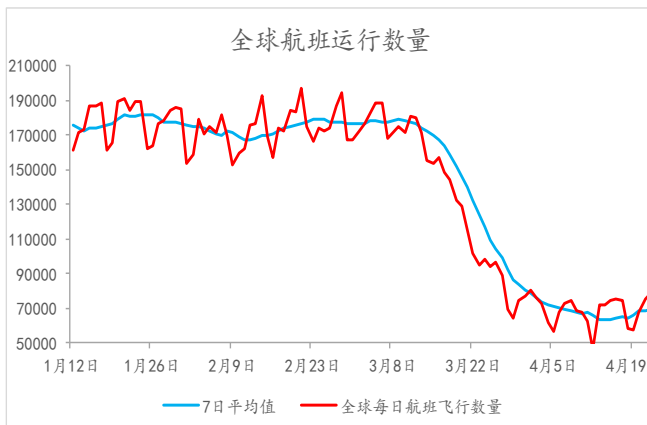
从航空发运和钢铁产业开工情况以及铁路发运等周度的高频数据，均可以看出目前疫情对于美国经济的冲击尚无明显好转，复工仍需要时日。

图表 14：美航空旅客发运数据



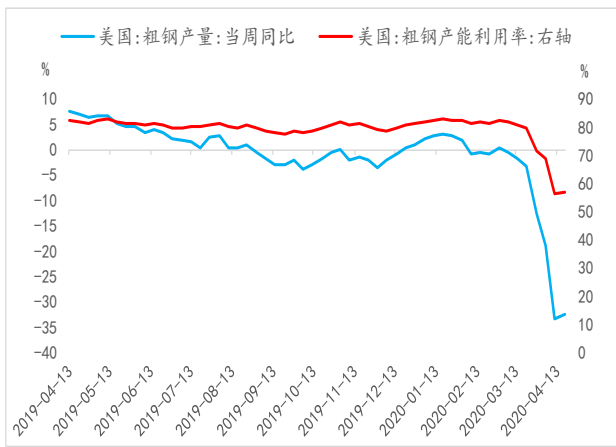
数据来源：混沌天成研究院

图表 15：全球航空航班发运情况



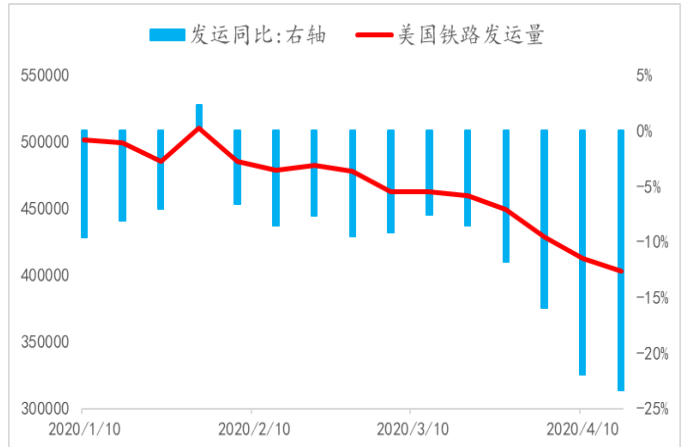
数据来源：混沌天成研究院

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

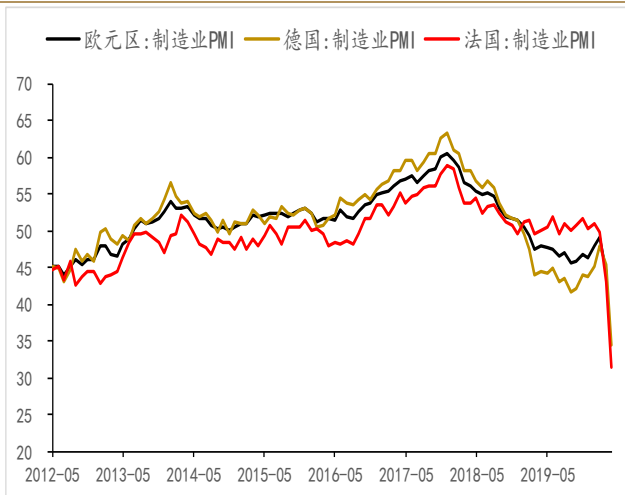
图表 17: 美国铁路发运情况



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

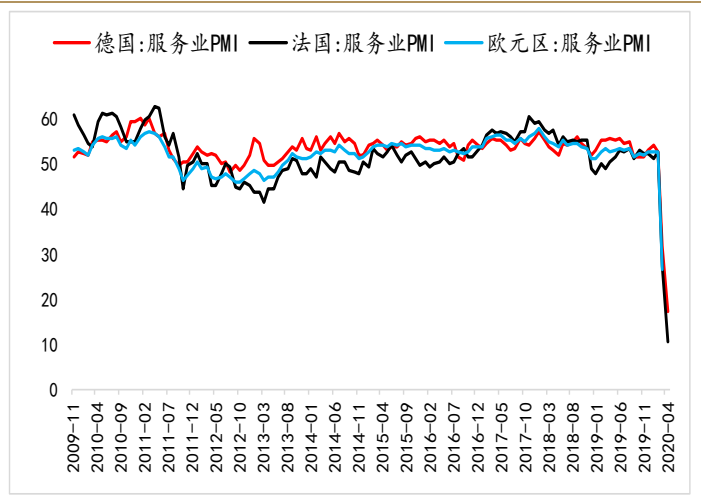
本周公布的四月份欧洲 PMI 初值来看, 疫情对欧洲制造业、服务业的影响仍再继续恶化, 其中对服务业的冲击要远高于对制造业的影响。

图表 18: 欧洲制造业变化



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

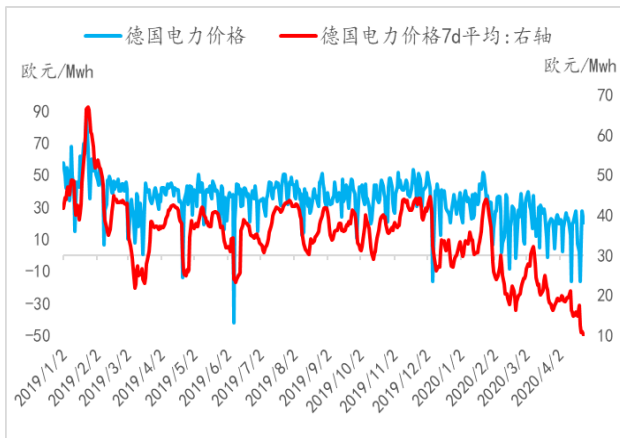
图表 19: 欧洲服务业变化



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

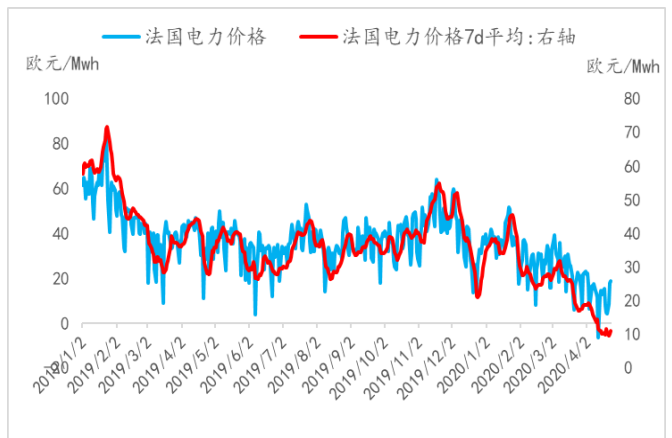
但从高频指标看, 如欧洲诸国的电力价格, 尽管仍然处在低迷状态, 但是意大利和法国地区已经开始出现企稳回升的迹象, 这代表着随着疫情的受控, 经济活动在近期开始出现逐渐恢复。

图表 18: 德国电力价格



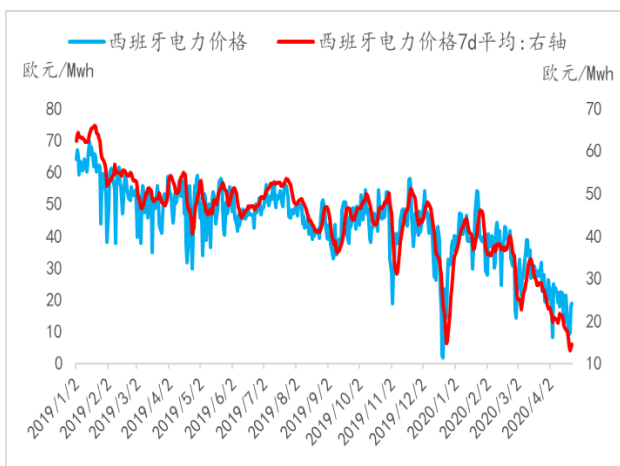
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 19: 法国电力价格



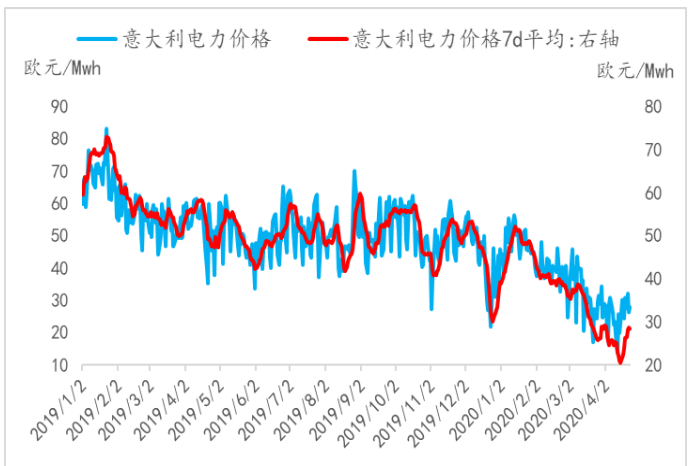
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 18: 西班牙电力价格



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

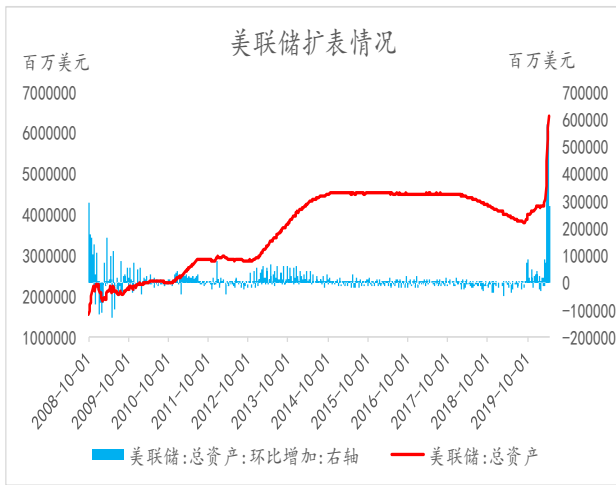
图表 19: 意大利电力价格



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

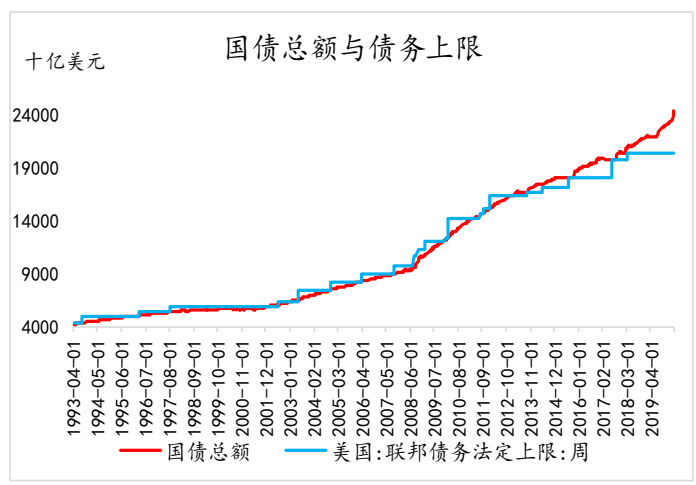
本周美国国会批准了 4800 亿美元的刺激计划, 这是美国为了应对疫情推出的第三轮财政刺激方案, 三轮累计规模达到 3 万亿美元, 远超 2008 年金融危机的水平。

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：美国国债总额

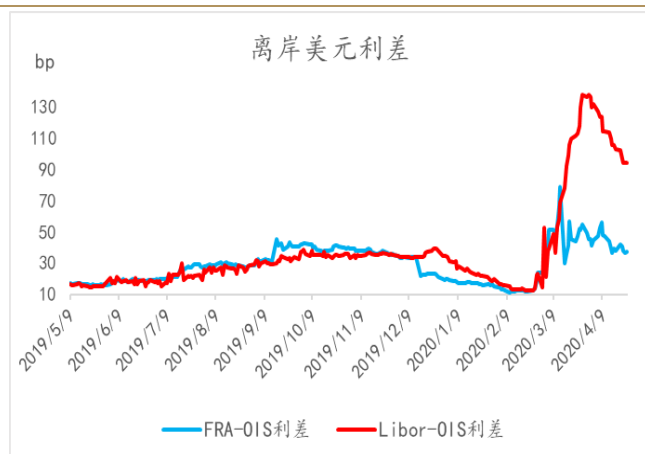


数据来源：WIND，混沌天成研究院

四、美元流动性状况跟踪

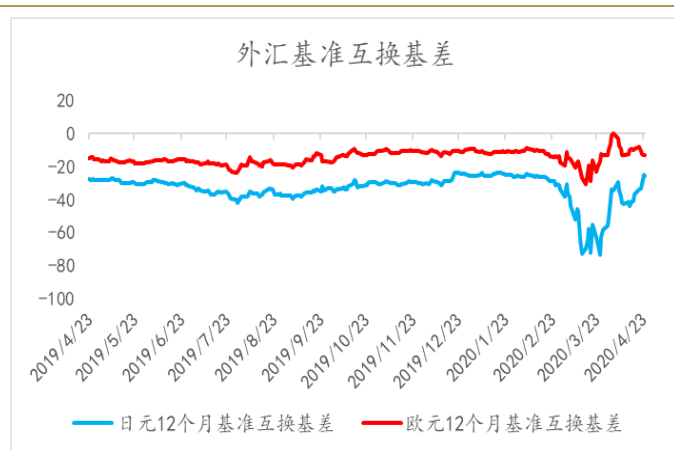
受美联储持续投放流动性影响，回购市场，离岸市场，债券市场流动性紧张的情况近期均有所缓解，美联储在本次危机过程中的决心远高于 08 年，我们认为目前来看美元流动性紧张的局面已经基本缓解，从外汇基准互换的角度来看，离岸美元紧张程度已经恢复到疫情之前的正常水平。但 Libor-OIS 利差一直居高不下，其中主要原因在于市场对私人部门的债务问题仍然存在担忧，所以通过做空欧洲美元期货的方式来对冲相应的债务违约风险，从而抬高了 Libor 利差。

图表 22：离岸美元利差



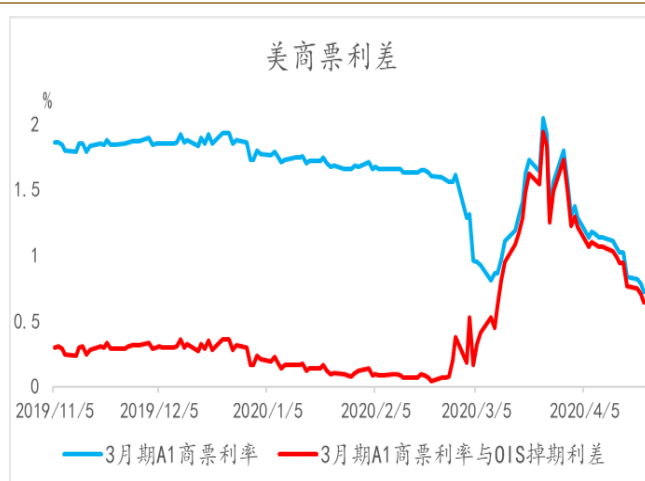
数据来源：WIND，混沌天成研究院

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



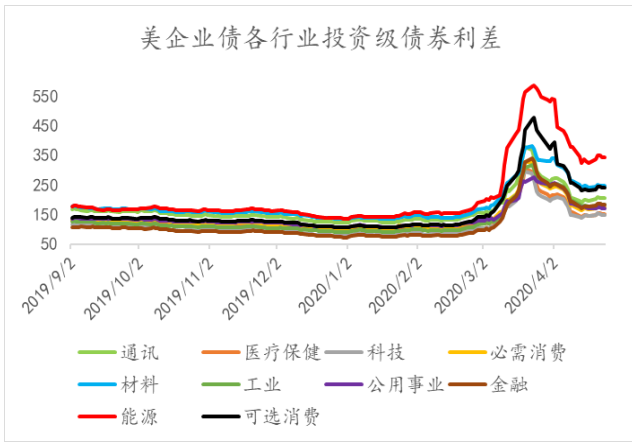
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 25：纽约联储隔夜回购情况



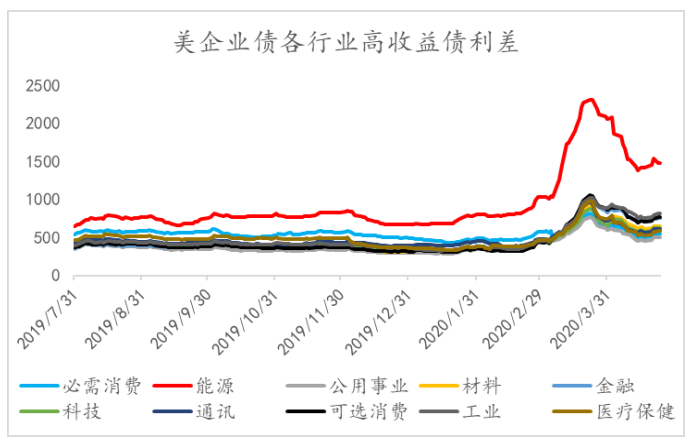
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 26: 美投资级企业债各行业利差



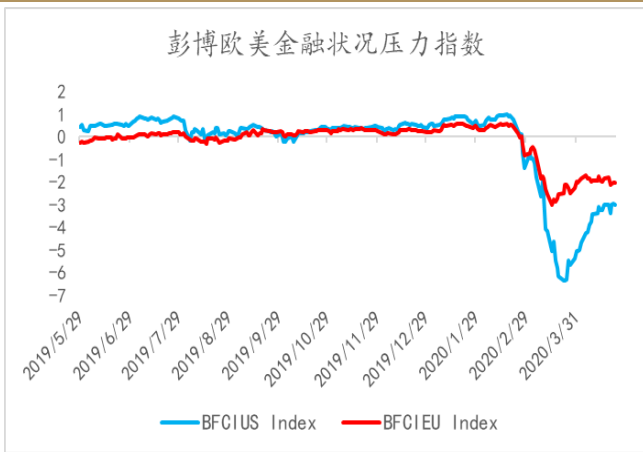
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

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



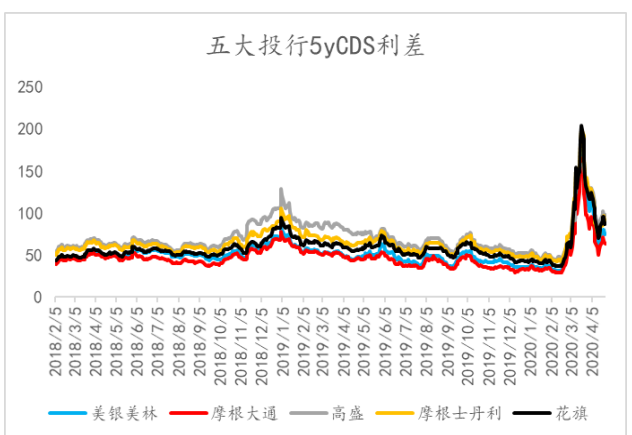
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 29: 彭博亚洲美元债利差指数



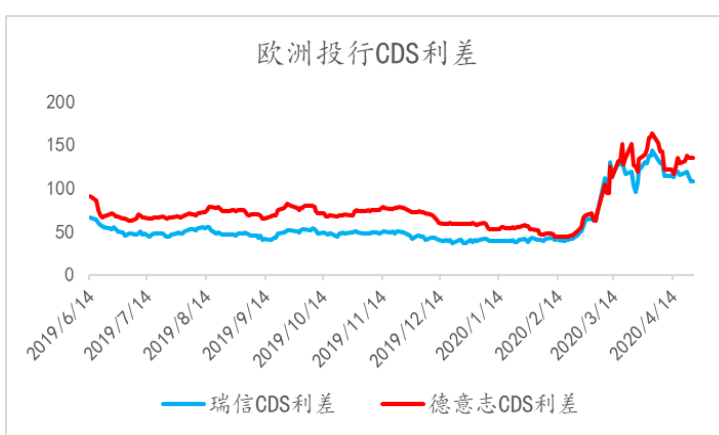
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

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



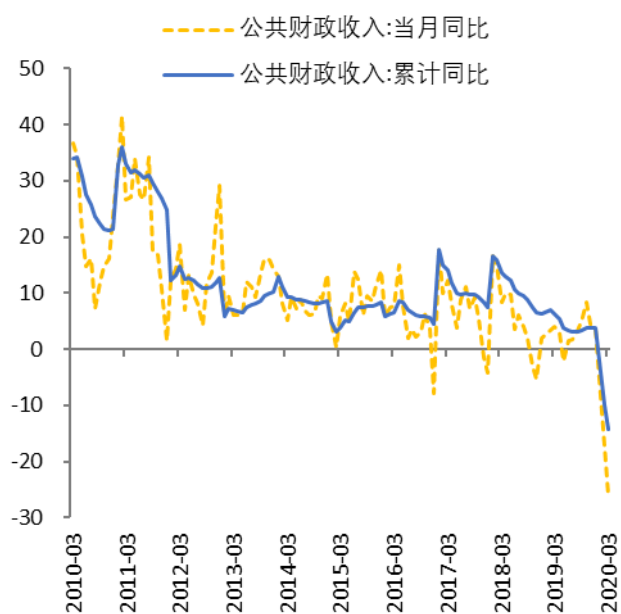
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

五、国内宏观跟踪：财政收入降幅扩大约束支出，二季度财政政策成为主角

3月财政收入降幅扩大体现前期国内疫情的滞后影响，外需压力仍在扩大。3月财政收入降幅进一步扩大，一季度累计增速创09年以来的最低值，税收收入是主要拖累，一方面反映疫情影响下企业根据上月情况申报的纳税税基减少，另一方面企业纾困下出台的各种减税免税等措施也拉低财政收入。

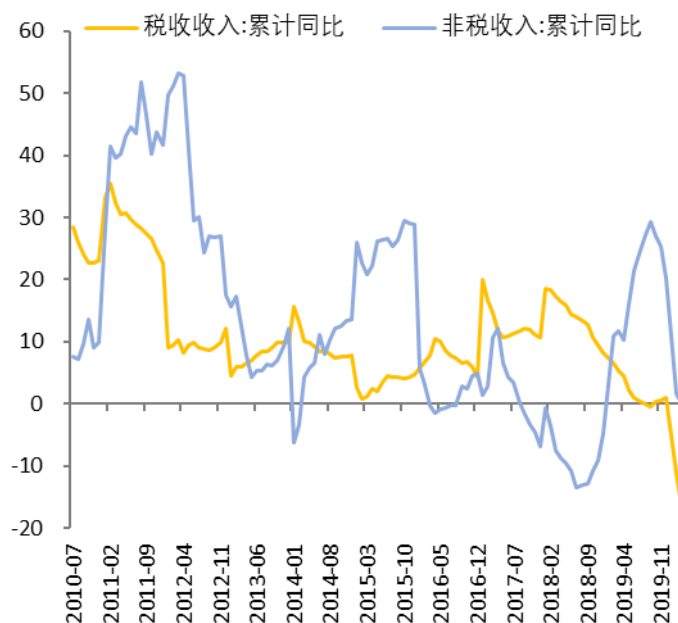
地方政府收入降幅低于中央，主要受到多渠道盘活国有资源资产下、非税收入增加对地方收入的支撑。

图表 32：公共财政收入 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 33：公共财政收入 (%)

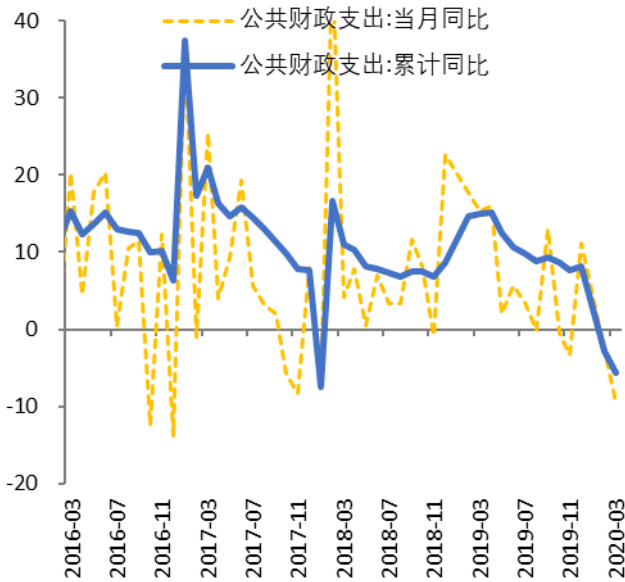


数据来源：Wind，混沌天成研究院

收入端约束下3月公共财政支出降幅扩大，二季度财政主角下财政支出增速有望回暖。3月主要拖累为地方财政支出，收入端约束下地方政府财政支出降幅显著扩大，中央本级财政支出维持低位正增长。

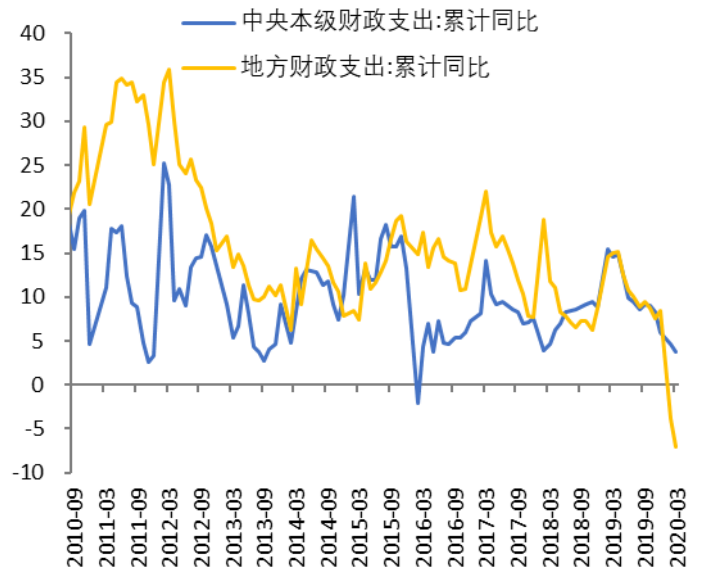
从分项来看，主要支出项基本均为负增长，环保、基建类支出为主要拖累，而社会保障和就业支出降幅不大，当前GDP增长目标预期分化下稳就业仍然是政策重点。

图表 34: 公共财政支出 (%)



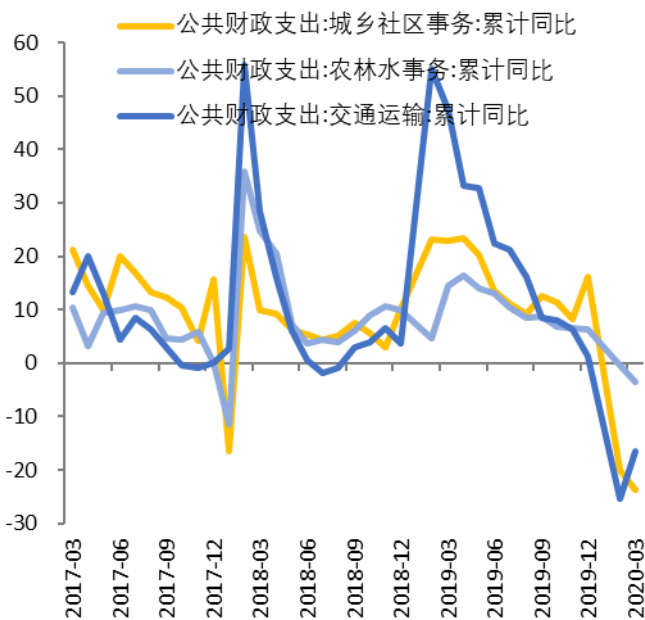
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 35: 公共财政支出 (%)



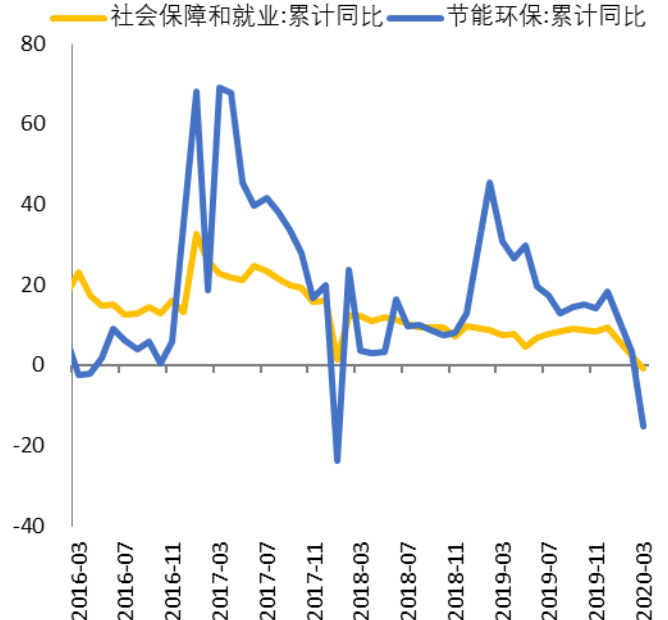
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 36: 公共财政支出分项 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 37: 公共财政支出分项 (%)

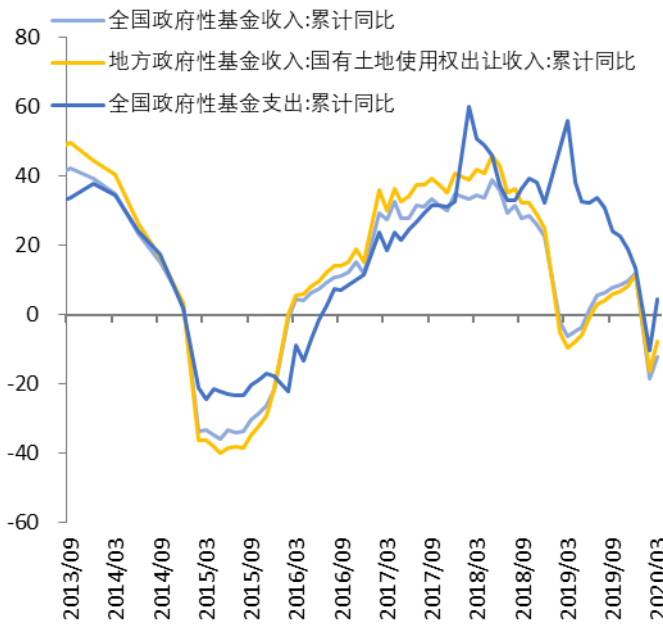


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

3月政府性基金支出明显扩张, 同比增速转正, 体现了一季度专项债发行大规模提升下的集中支出效应, 同时3月政府性基金收入增速回升, 主因低基数因素下土地出让收入降幅收窄。

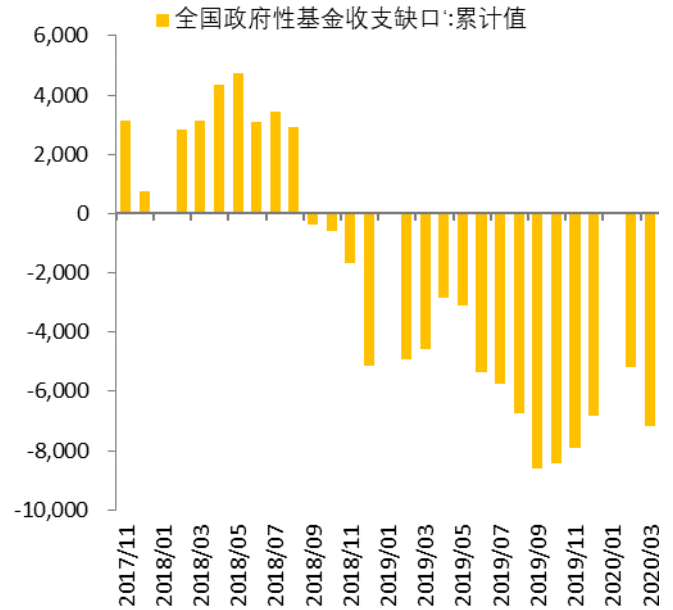
3月政府性基金支出的回升也体现了前期专项债发行节奏较快的滞后影响,预计在继续提前下达一批专项债额度以及年内专项债额度扩大至3.5万亿下,二季度政府性基金支出端将继续增加,成为年内主要的财政发力载体。

图表 38: 政府性基金收入及支出 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 39: 政府性基金收支缺口 (亿元)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

专项债发行额度扩容,国常会确定再提前下达一批地方专项债额度。327政治局会议提出“增加地方政府专项债券规模,加快地方政府专项债发行和使用,加紧做好重点项目前期准备和建设作”。近期财政部称拟再提前下达1万亿元地方政府专项债券额度,力争5月底发行完毕。在两会延迟召开的背景下,再提前下达一批专项债额度可以充分发挥对经济的拉动作用,预计年内专项债发行额度将进一步抬升至3.5-4万亿。

在预算内财政支出受限的背景下,广义财政发力带动基建投资的回升具有较强的确定性,专项债仍将是重要的基建投资增量资金来源。同时通过限制专项债投向(不可用于土储和棚改项目)以及上调资本金使用比例增强专项债托底基建投资的效率。

全年专项债拉动新增基建投资规模约2.8-3.0万亿,年内基建投资增速有望达到两位数增长。预计年内新增专项债额度将达到3.5万亿,若按全年投向基建领域占比80%估算,则对应2.8万亿美元的基建项目资金,若考虑20%-25%的可作资本金比例,以及50%的中性假设下的社会资本撬动杠杆,2020年新增基建投资规模在2.8万亿-3.0万亿之间,年内基建投资增速有望达到10%至12%,专项债的发行提供了较大的基建投资增量资金。

图表 40: 专项债发行对基建投资的拉动 (%)

2020年新增专项债 (亿元)			35000	
投向基建项目比例			80%	
投向基建项目金额			28000	
可做项目资本金比例			20%	25%
可做资本金规模			5600	7000
仅作为配套融资			22400	21000
拉动基建投资规模	资本金比例	20%	50400	56000
		30%	41067	44333
		50%	33600	35000
新增基建投资规模	资本金比例	20%	45025	50625
		30%	35692	38958
		50%	28225	29625

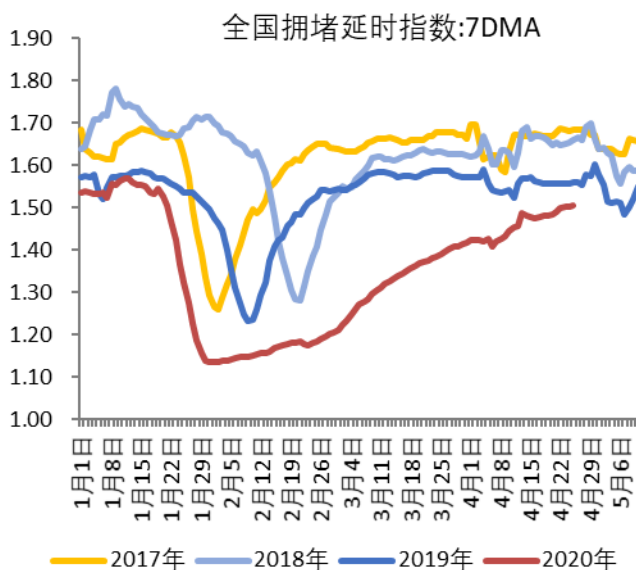
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

六、国内复工高频跟踪: 全国城市活动加快, 供给端恢复快于需求端

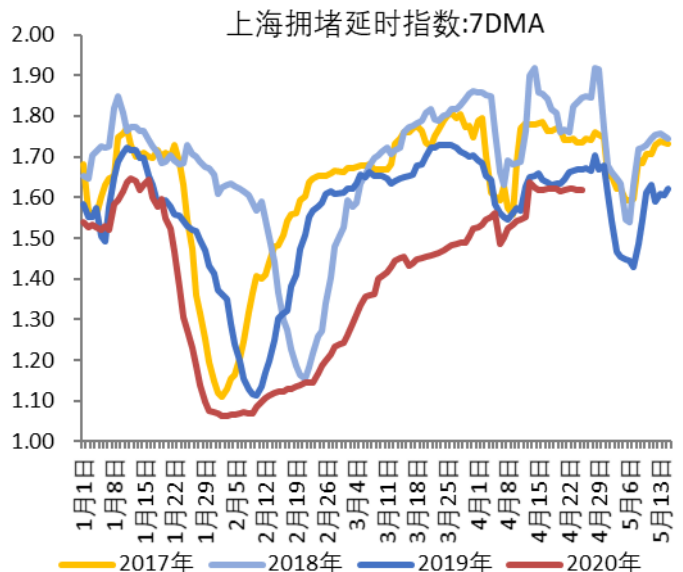
全国城市活动延续加快, 拥堵延时指数回升小幅回升。其中北京城市拥堵延时指数回升明显加快, 上海维持高位, 而广州拥堵延时指数回升明显偏弱, 且明显不及去年同期水平, 或因近期广州境外输入导致疫情防控压力较大, 城市活动有所放缓。

图表 41: 全国拥堵延时指数 (7日均值)

图表 42: 上海拥堵延时指数 (7日均值)

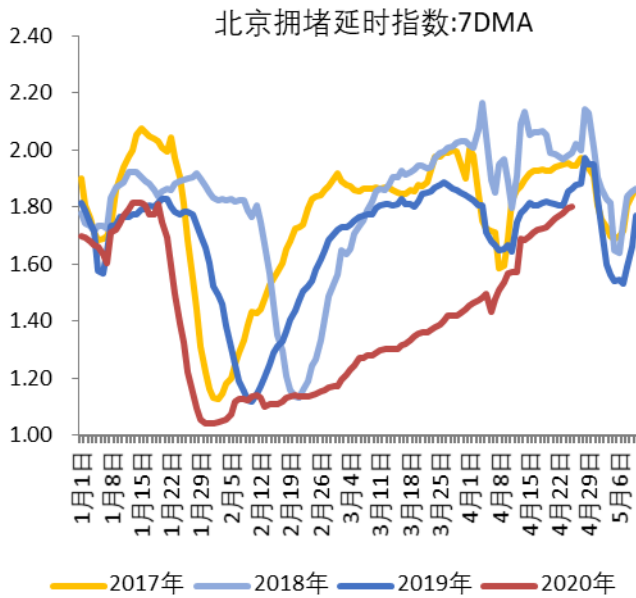


数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院



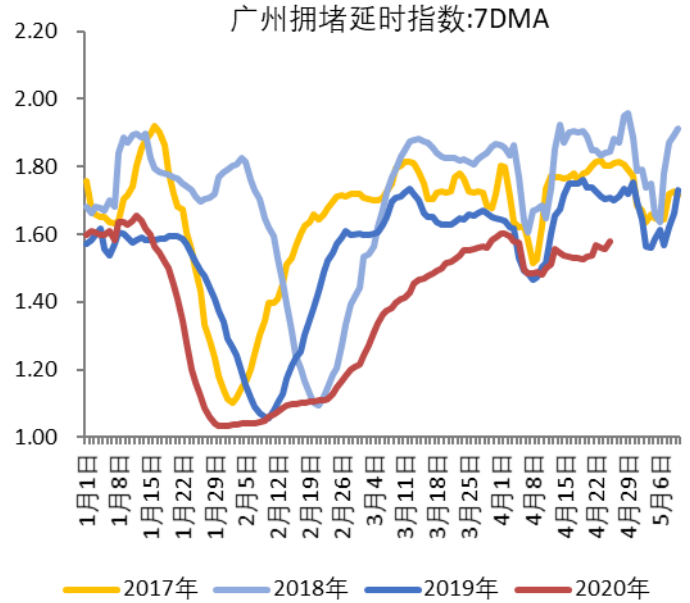
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 43: 北京拥堵延时指数 (7 日均值)



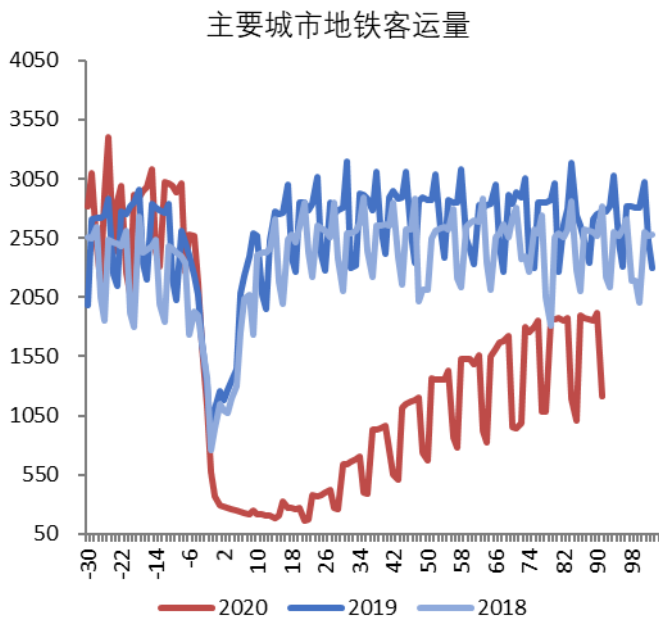
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 44: 广州拥堵延时指数 (7 日均值)



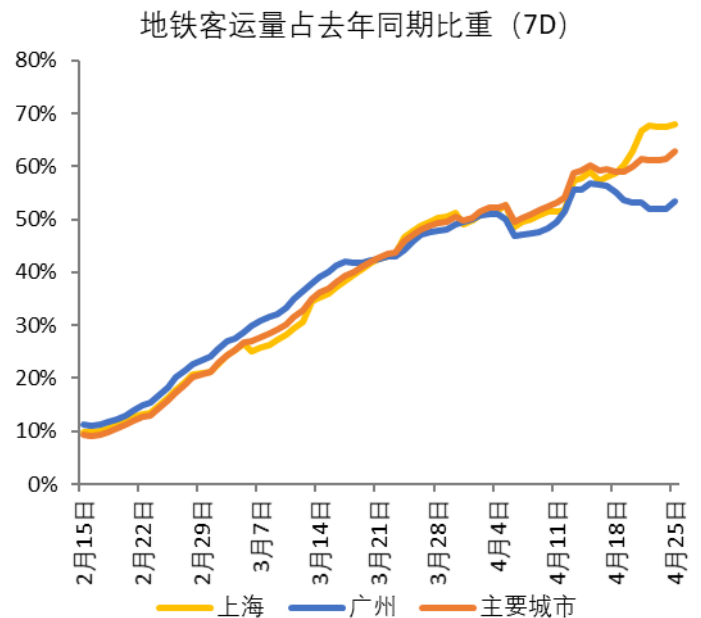
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 45: 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 46: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



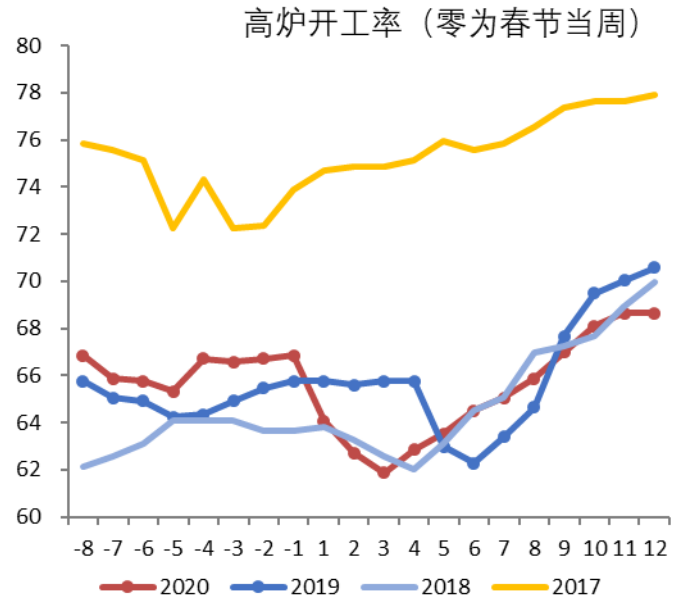
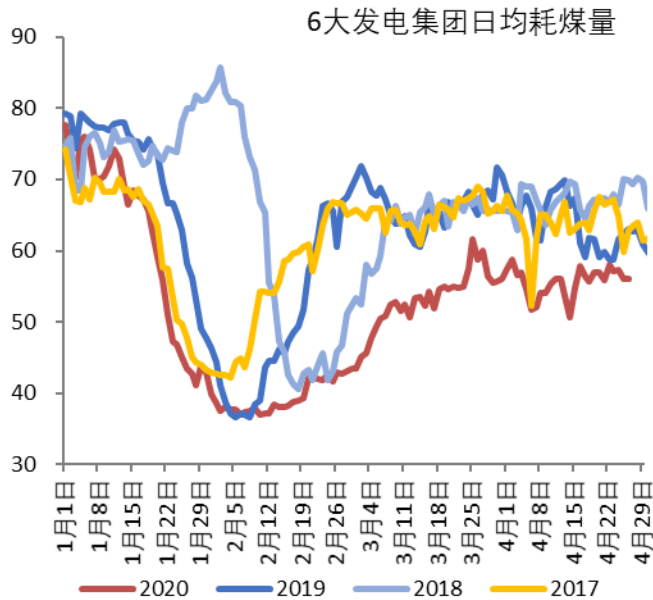
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

近期工业生产维持年后高位水平, 由于去年同期日均耗煤量有所回落, 较去年同期恢复程度约

9成，供给端恢复明显快于需求端。

图表 47: 6大发电集团日均耗煤量(万吨)

图表 48: 高炉开工率(%)

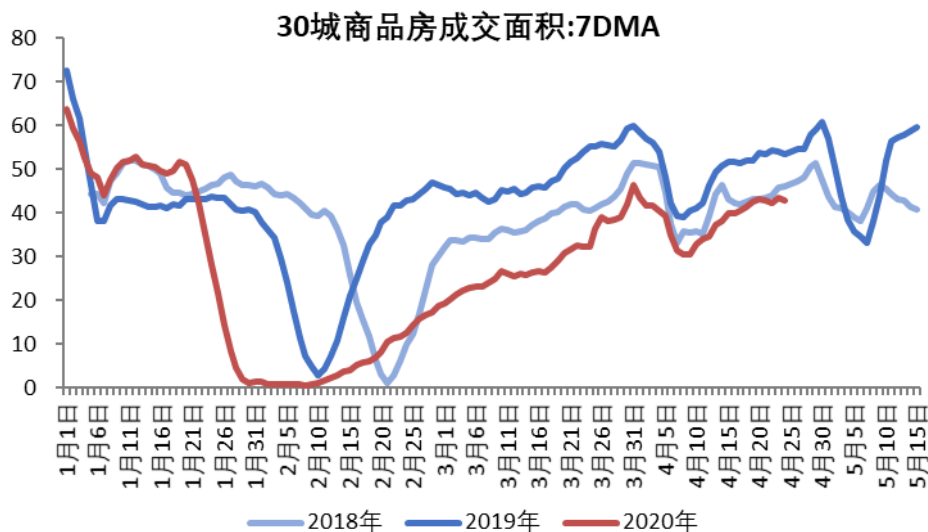


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

数据来源: Wind, 混沌天成研究院

需求端恢复仍然较慢, 30大中城市商品房成交面积仍然为去年同期的80%左右水平, 月度销售同比持续为负, 一线城市恢复慢于二三线。

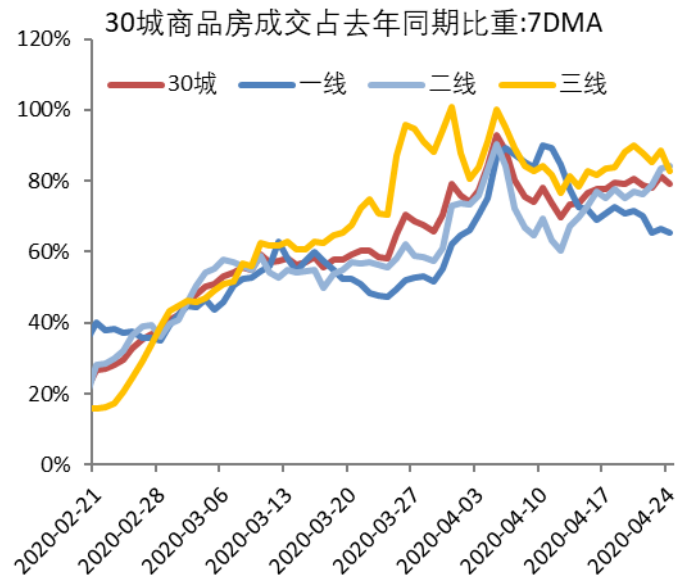
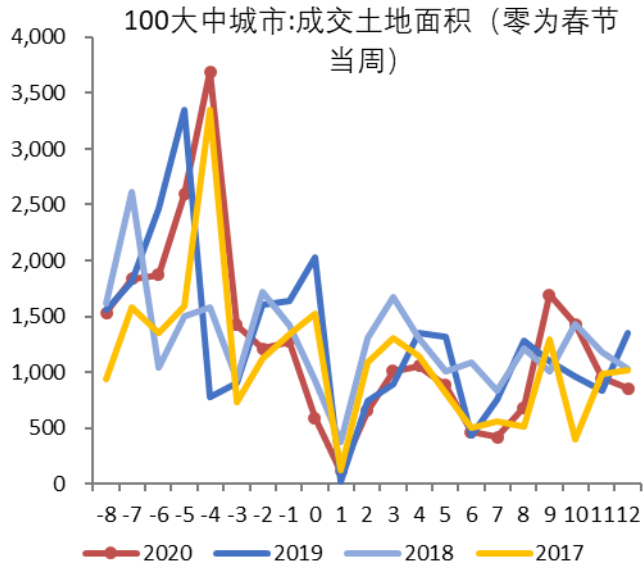
图表 49: 30大中城市商品房成交面积(万方)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 50: 百城市成交土地面积 (万平方米)

图表 51: 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
