

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

供给恢复快于需求端，财政发力成为二季度政策主角

观点概述：

3月财政收入降幅扩大体现前期国内疫情的滞后影响，地方政府收入一定程度受到多渠道盘活国有资源资产下非税收入增加的支撑。后续海外疫情扩散下外需压力仍在扩大，财政收入降幅收窄下压力仍在，收入端约束下公共财政支出降幅扩大。

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，二季度财政成为政策端主角，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。

策略建议：

本周债市的走强仍然源于总需求不足带来的经济基本面疲弱以及货币政策宽松的核心逻辑。总需求不足依然是宏观经济的主要矛盾，内需恢复缓慢+外需冲击逐步显性化，二季度经济仍面临较大增长压力。经济内生增长动力不足叠加货币政策仍在放松区间，债牛格局仍然延续。极端陡峭的收益率曲线或推升做平曲线的力量，资金沿着收益率曲线寻找机会。

但政策对冲力度的不确定性带来长端利率下行的犹豫，提高赤字率、发行特别国债及加大专项债发行带来的债券供给压力和财政发力预期下长端收益率波动加大，“宽货币+宽财政”政策组合下收益率曲线料将继续保持陡峭。后期需关注信用扩张和货币政策可能存在的预期差。

风险提示：

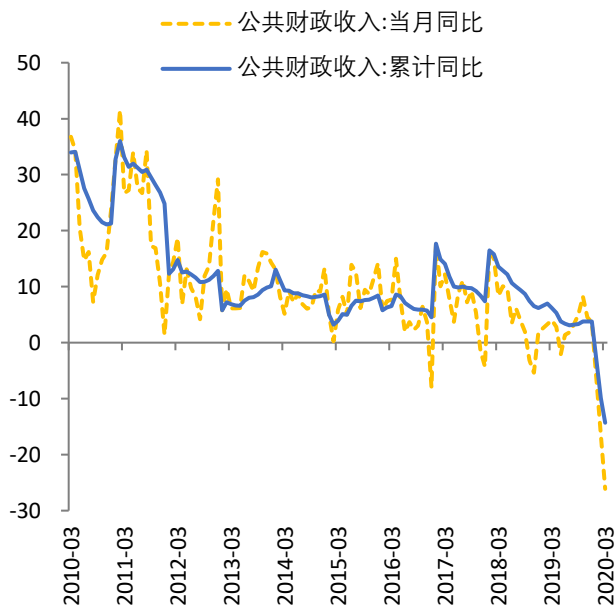
财政发力不及预期

一、财政收入降幅扩大约束支出端，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。

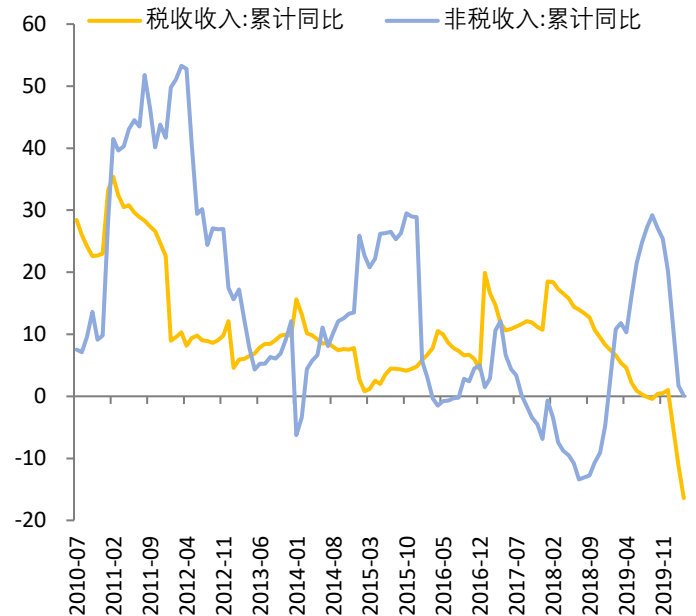
地方政府收入降幅低于中央，主要受到多渠道盘活国有资源资产下、非税收入增加对地方收入的支撑。

图表 1：公共财政收入 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 2：公共财政收入 (%)

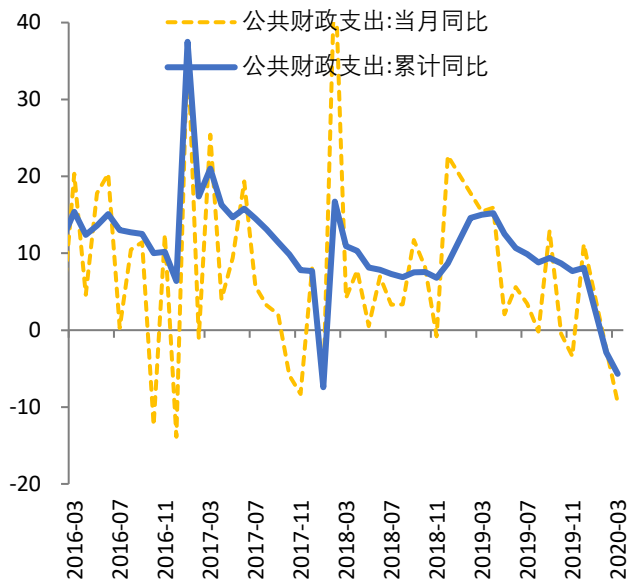


数据来源：Wind，混沌天成研究院

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。

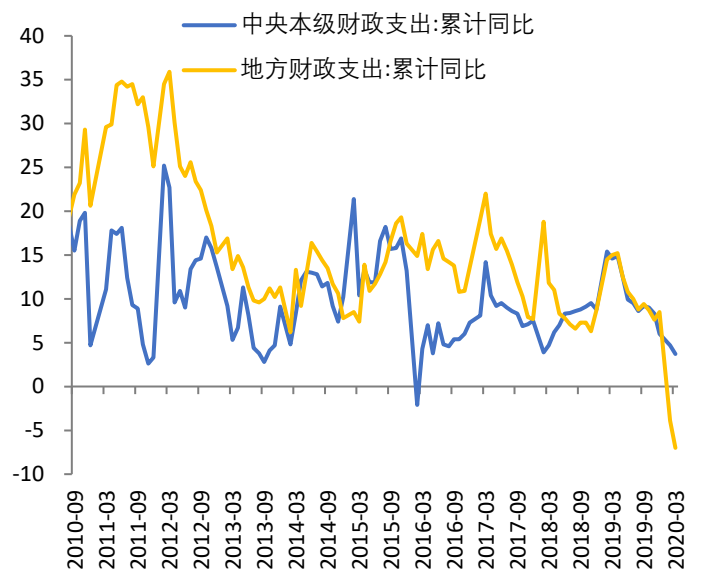
从分项来看，主要支出项基本均为负增长，环保、基建类支出为主要拖累，而社会保障和就业支出降幅不大，当前GDP增长目标预期分化下稳就业仍然是政策重点。

图表 3：公共财政支出 (%)



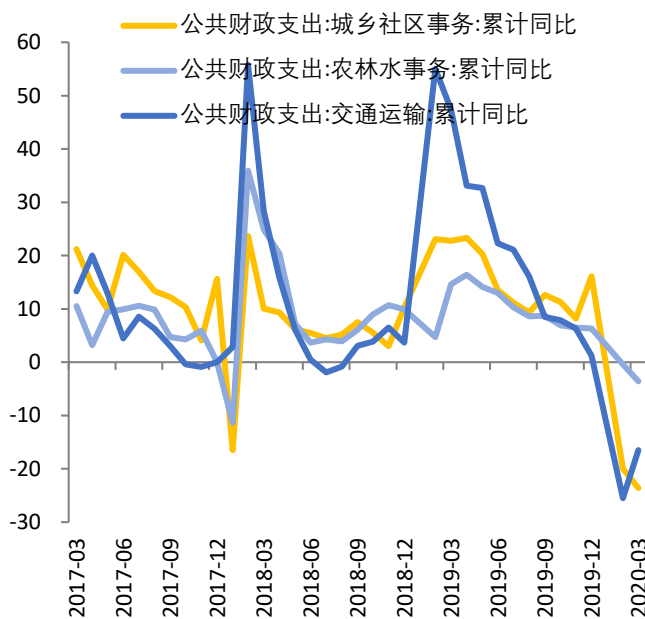
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 4：公共财政支出 (%)



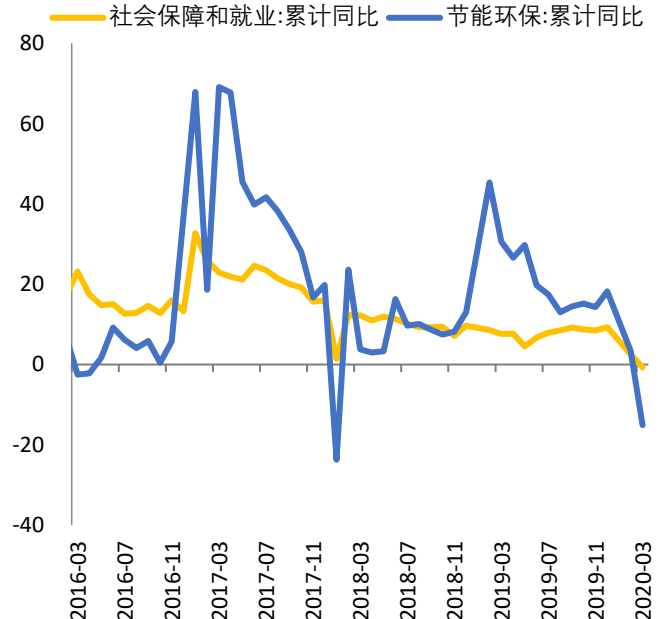
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 5：公共财政支出分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 6：公共财政支出分项 (%)

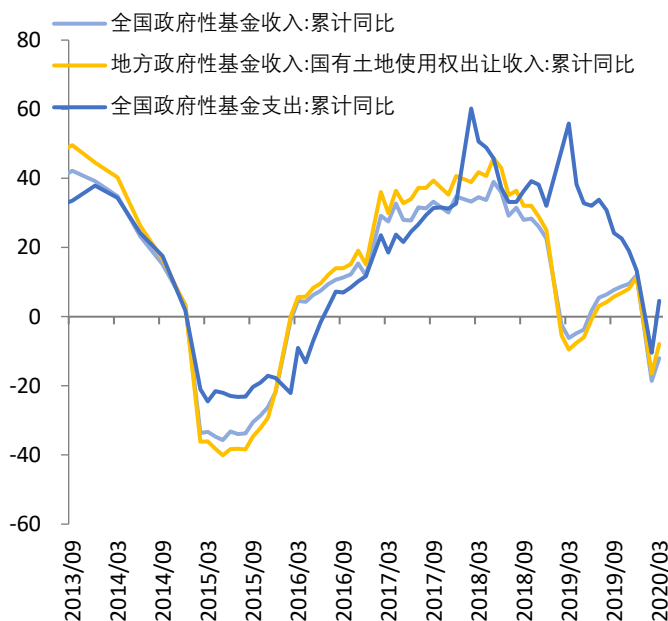


数据来源：Wind，混沌天成研究院

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。

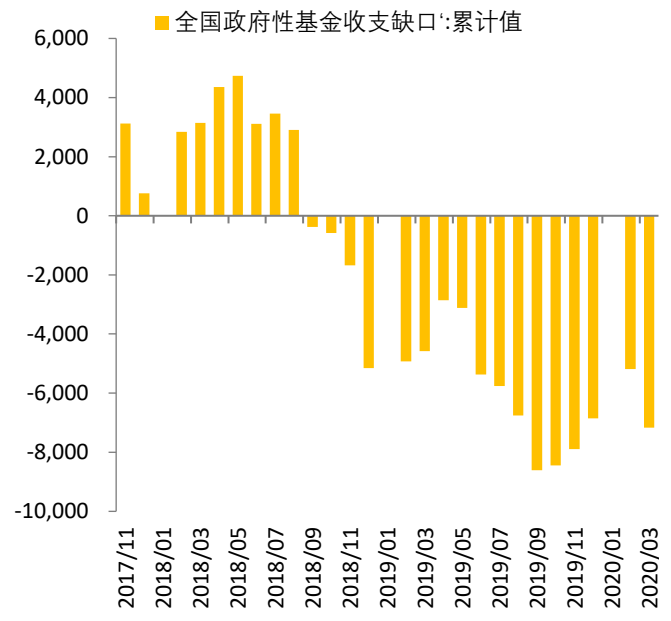
3月政府性基金支出的回升也体现了前期专项债发行节奏较快的滞后影响，预计在继续提前下达一批专项债额度以及年内专项债额度扩大至3.5万亿下，二季度政府性基金支出端将继续增加，成为年内主要的财政发力载体。

图表 7：政府性基金收入及支出（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 8：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工作”。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 9：专项债发行对基建投资的拉动（%）

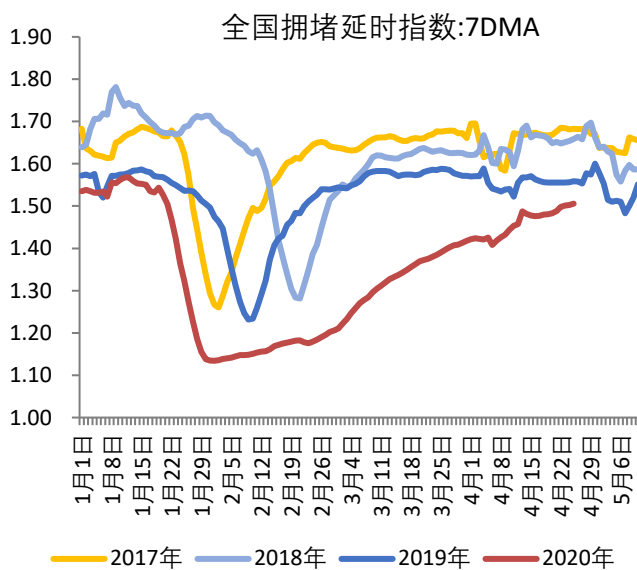
2020年新增专项债（亿元）			35000	
投向基建项目比例			80%	
投向基建项目金额			28000	
可做项目资本金比例			20%	25%
可做资本金规模			5600	7000
仅作为配套融资			22400	21000
拉动基建投资规模	资本金比例	20%	50400	56000
		30%	41067	44333
		50%	33600	35000
新增基建投资规模	资本金比例	20%	45025	50625
		30%	35692	38958
		50%	28225	29625

数据来源：Wind, 混沌天成研究院

二、复工高频跟踪：全国城市活动加快，供给端恢复快于需求端

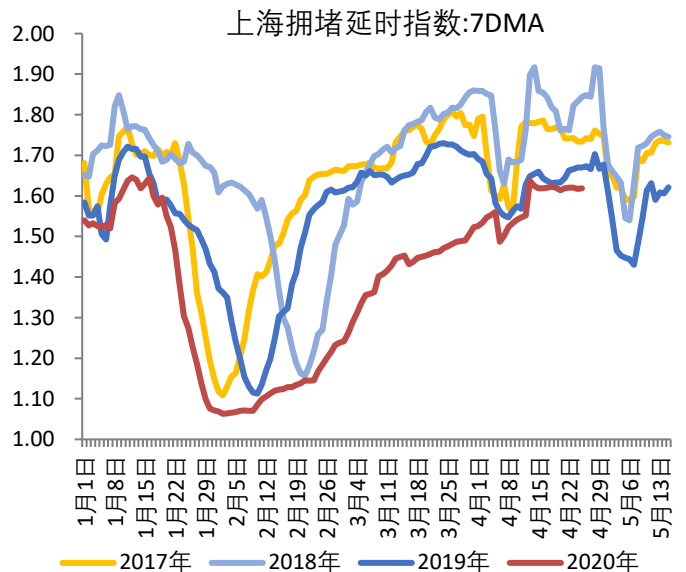
全国城市活动延续加快，拥堵延时指数回升小幅回升。其中北京城市拥堵延时指数回升明显加快，上海维持高位，而广州拥堵延时指数回升明显偏弱，且明显不及去年同期水平，或因近期广州境外输入导致疫情防控压力较大，城市活动有所放缓。

图表 10：全国拥堵延时指数（7日均值）



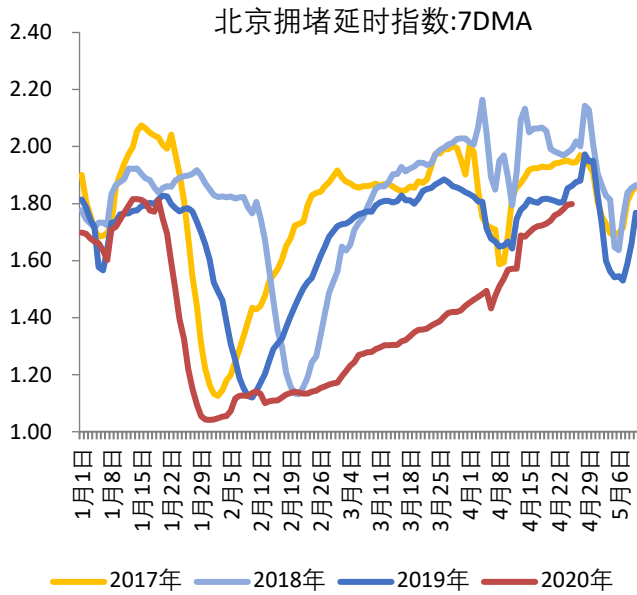
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 11：上海拥堵延时指数（7日均值）



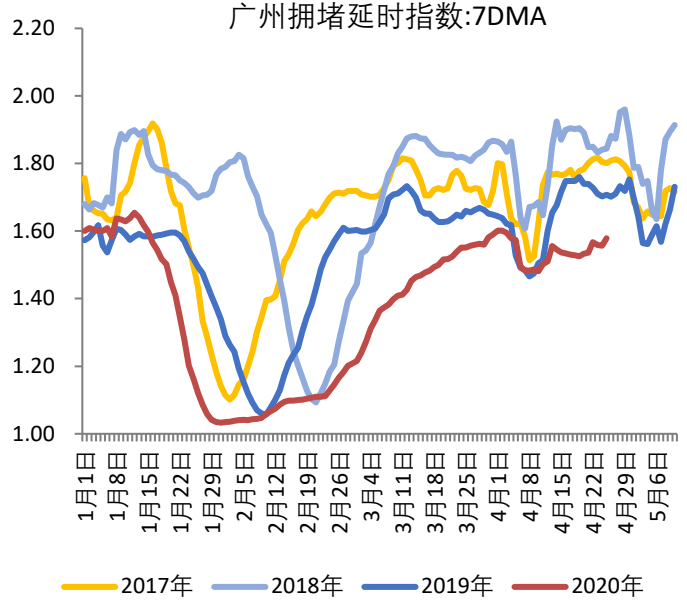
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 12: 北京拥堵延时指数 (7 日均值)



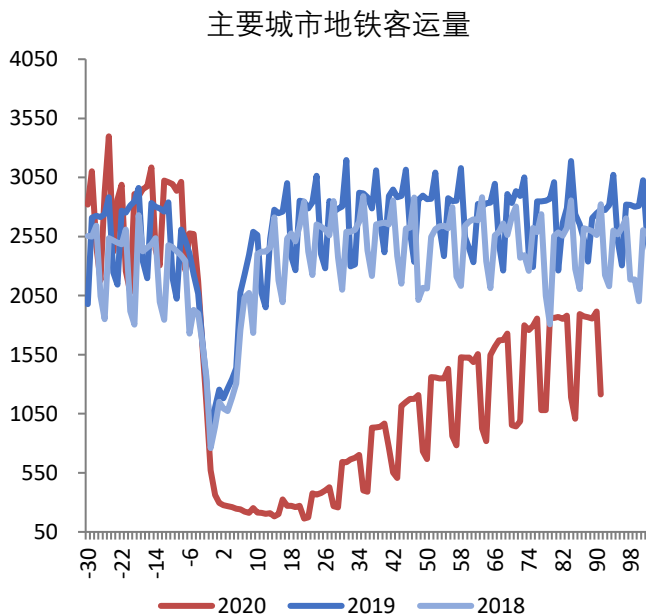
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 13: 广州拥堵延时指数 (7 日均值)



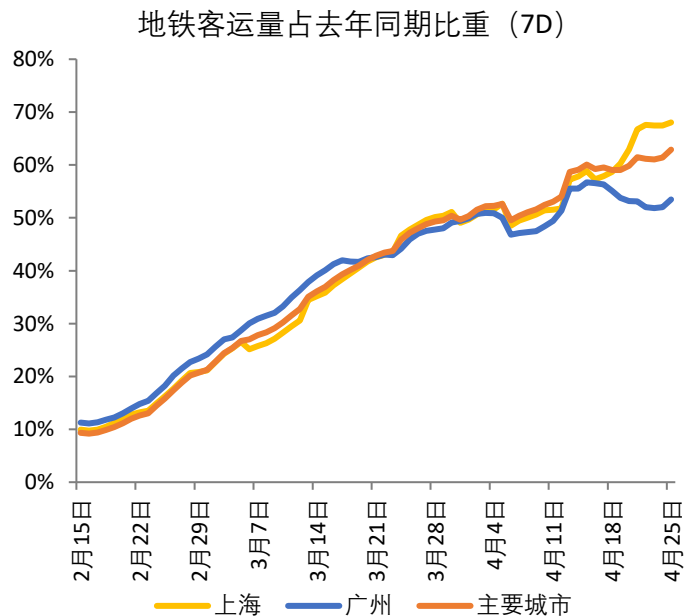
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 14: 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 15: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)

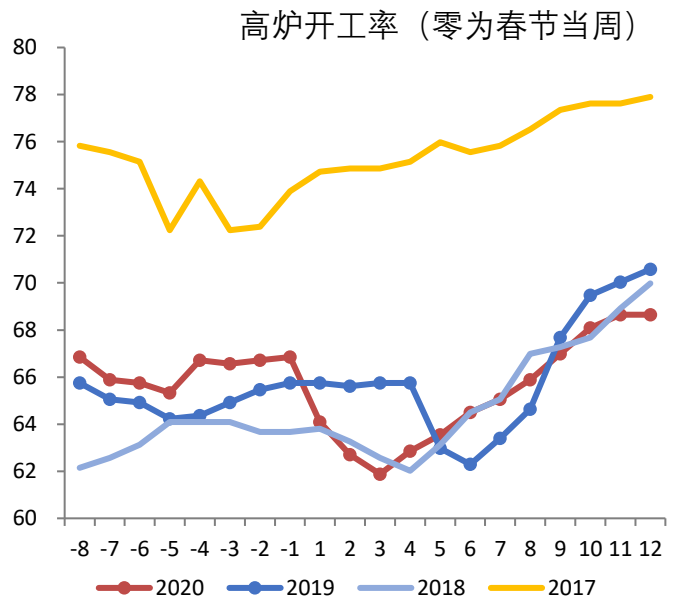
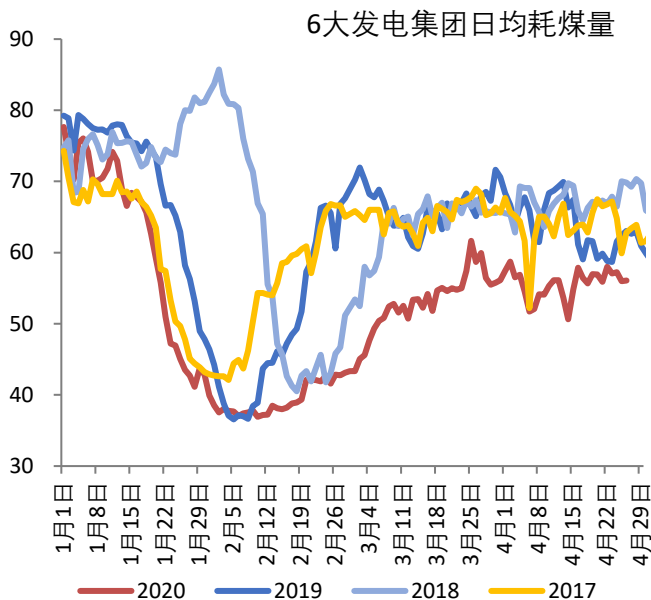


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

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 16: 6大发电集团日均耗煤量 (万吨)

图表 17: 高炉开工率 (%)

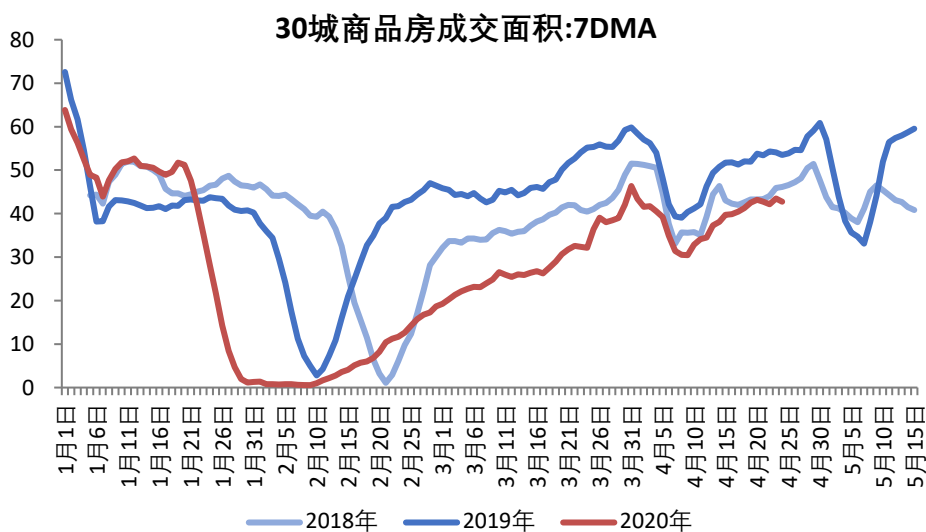


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

数据来源: Wind, 混沌天成研究院

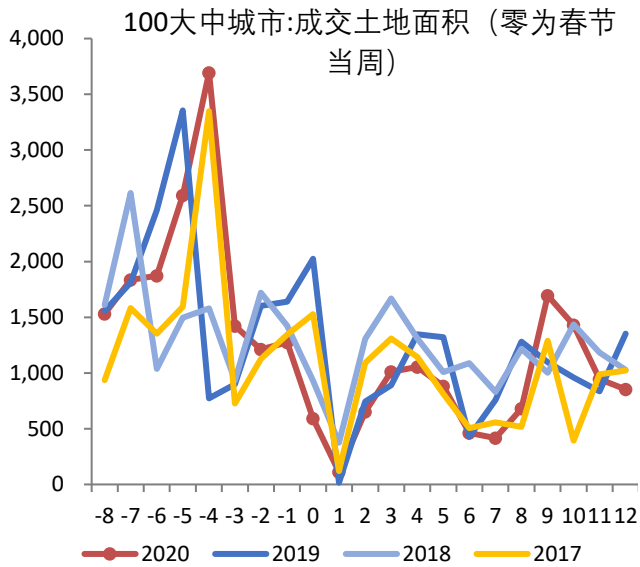
需求端恢复仍然较慢，30大中城市商品房成交面积仍然为去年同期的80%左右水平，月度销售同比持续为负，一线城市恢复慢于二三线。

图表 18: 30大中城市商品房成交面积 (万方)



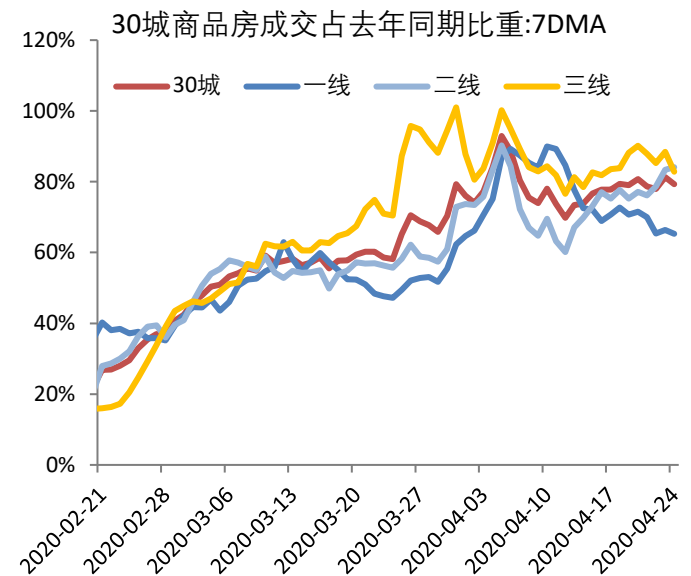
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 19: 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 20: 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

三、债市观点

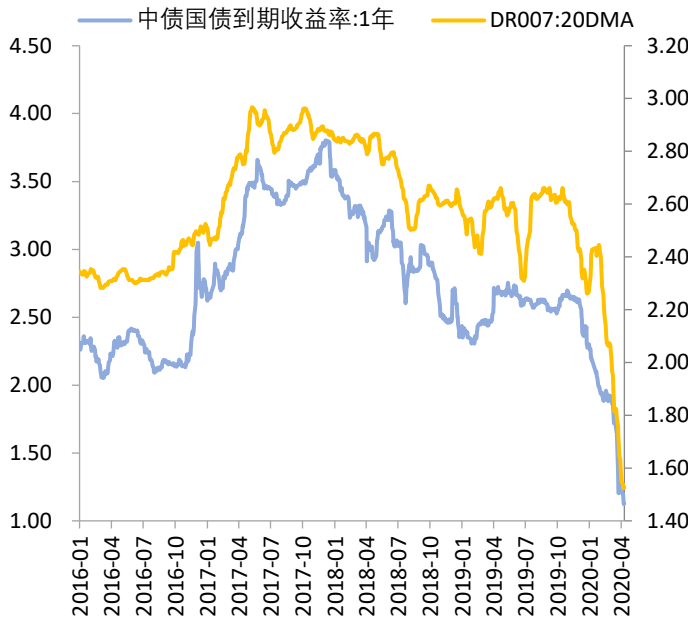
1. 资金面极度宽松，资金利率保持低位运行

本周资金面边际转松，尽管周内面临缴税因素，但资金面仍维持平衡宽松，DR007 保持在 1.27-1.55% 区间内运行，资金利率保持低位运行。

央行周去缩量续做 561 亿元 TMLF，并在预期内同步下调操作利率 20bp，因当日到期 TMLF 2674 亿元，周内公开市场全口径净回笼 2113 亿。

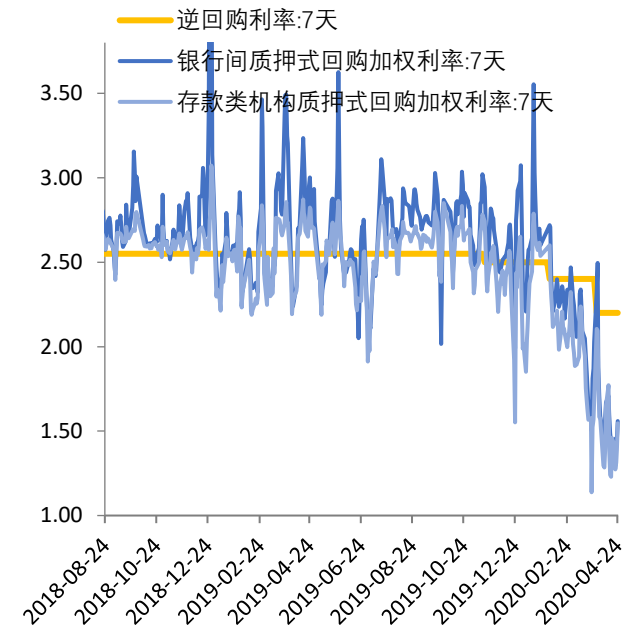
Shibor3M 及 3 个月存单收益率保持平稳且维持低位，货币政策预期维持乐观。

图表 21: 1 年期国债收益率 VS 资金利率 (%)



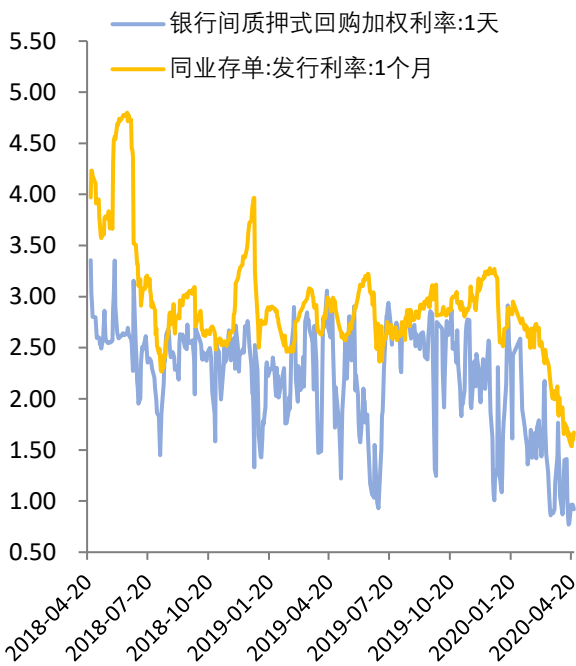
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 22: 利率走廊 (%)



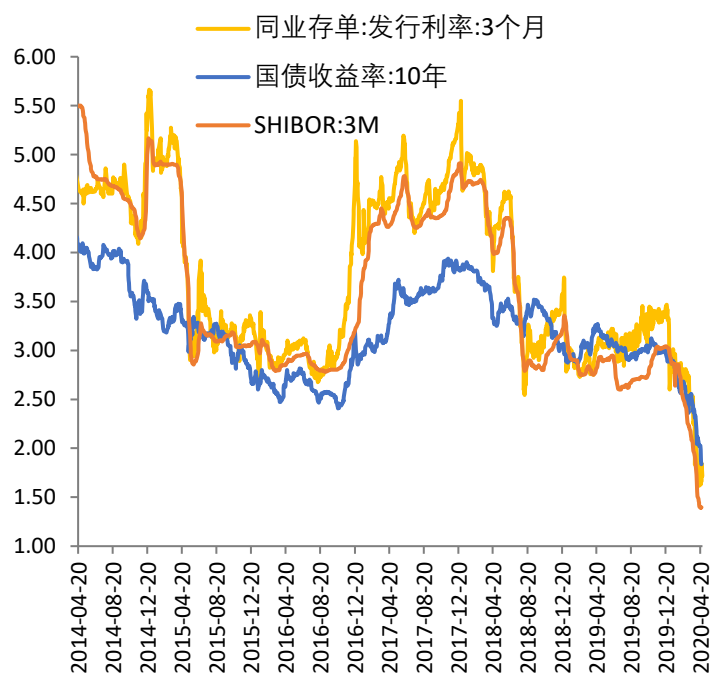
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 23: 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 24: 3 个月 Shibor 利率 & 同存发行利率 (%)



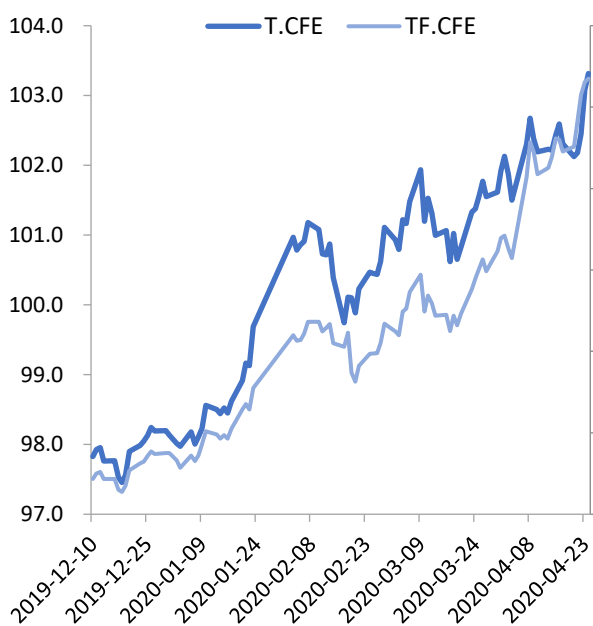
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

2. 收益率曲线极度陡峭以及资金面持续宽松下，本周做平曲线力量增强

收益率曲线极度陡峭以及存款基准利率调降的预期下，做平曲线的力量增强，短端利率下行逐步传导至中长端，3年、5年和7年的下行幅度最大，3年和5年国债收益率周内下行幅度达到20bp左右。

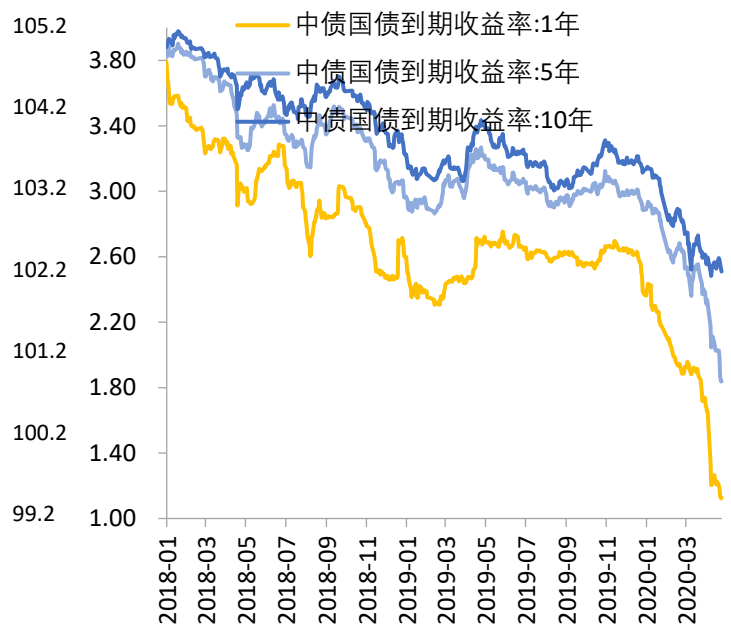
周内10年期国债期货也一度快速拉升，和5年期国债期货同创纪录收盘新高。在资金面宽松带动短端收益率的快速下行的背景下，资金逐步沿着收益率曲线寻找机会，做平曲线的力量增强是本周中长端明显走强的原因。而在“宽货币+宽财政”的预期影响下，10年期国债收益率下行仍受到一定的约束。

图表 25：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



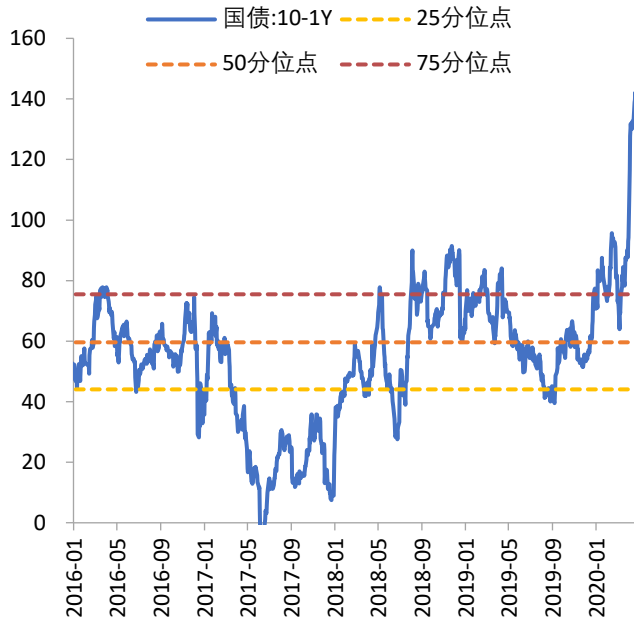
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 26：国债收益率（%）



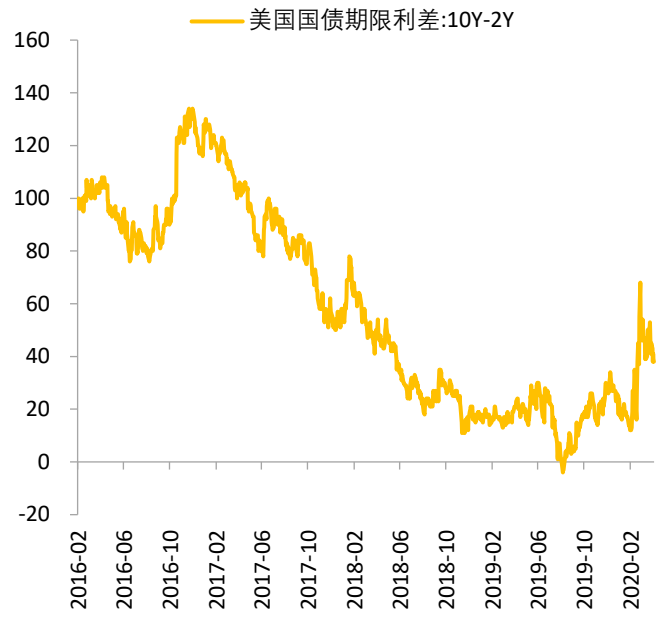
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 27: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bps)



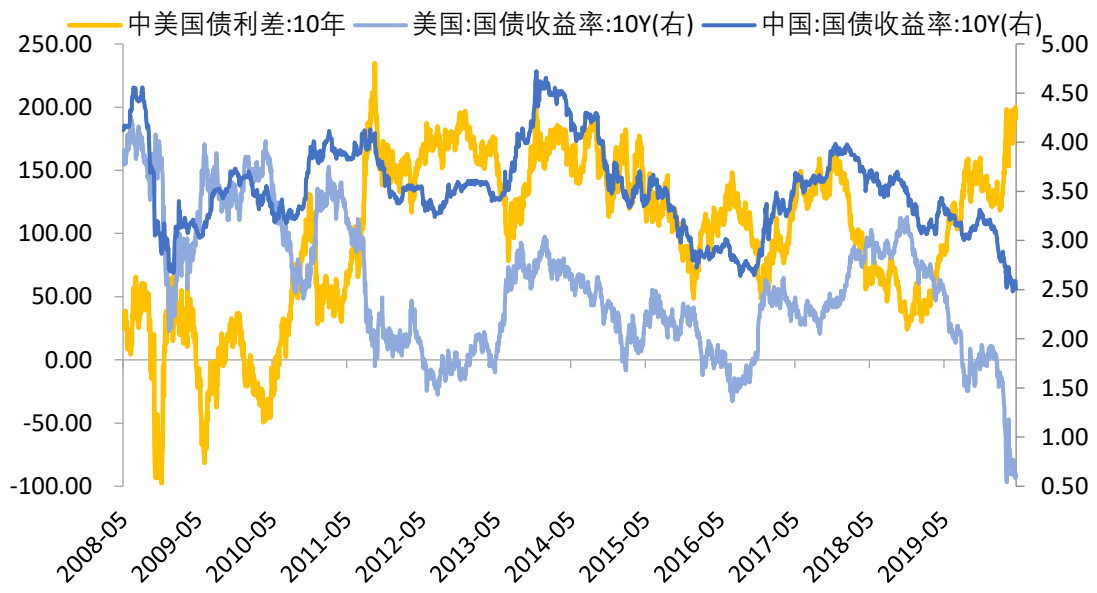
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 28: 美债长短端期限利差 (bps)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 29: 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

本周债市的走强仍然源于总需求不足带来的经济基本面疲弱以及货币政策宽松的核心逻辑。总需求不足依然是宏观经济的主要矛盾，内需恢复缓慢+外需冲击逐步显性化，二季度经济仍面临较大增长压力。经济内生增长动力不足叠加货币政策仍在放松区间，债牛格局仍然延续。极端陡峭的收益率曲线或推升做平曲线的力量，资金沿着收益率曲线寻找机会。

但政策对冲力度的不确定性带来长端利率下行的犹豫，提高赤字率、发行特别国债及加大专项债发行带来的债券供给压力和财政发力预期下长端收益率波动加大，“宽货币+宽财政”政策组合下收益率曲线料将继续保持陡峭。后期需关注信用扩张和货币政策可能存在的预期差。

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

