

## 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

## 欧美疫情受控复工缓慢进行，国内总需求不足仍是主要矛盾

### 观点概述：

疫情方面欧美地区疫情已基本见顶，尽管每日新增确诊数据会受到检测数量加的影响而有反复，但是从检测确诊率来看疫情重灾区已经逐步下降，新兴市场中人口大国里巴西和俄罗斯疫情最为严重，印度、墨西哥等地仍处在持续增长的态势。

美国第一季度实际GDP环比折年率初值录得-4.8%，为2008年第四季度以来最低水平，也是六年来首次下跌，但GDP属于滞后指标，市场对此反应不大，当前反应复工进展的经济活动高频指标更加重要，从我们监控的数据来看，欧美的复工进展部分指标上已经开始显现出逐步向好的迹象。

国内外需冲击下需求端明显弱于生产端，企业被动补库，压制后续生产和价格，总需求不足仍然是宏观的主要矛盾。外需冲击来临，订单不足对后续出口端形成持续压力，并同时施压出口产业链上的制造业企业，制造业投资端的压力也在增大。需求不足下企业被动补库，压制价格指数及后续生产，PMI回升驱动力由“复工复产”转向“内需回补”，后续仍取决于需求恢复程度及海外疫情扩散下产业链的冲击程度。

**全国城市活动延续加快，工业生产恢复有所放缓：**①全国拥堵延时指数延续回升并接近去年同期水平，城市活动延续加快，主要城市地铁客运量达恢复程度约65%；②继全国规上企业基本实现“全面复工”后，企业活动逐渐进入平台期，工业生产回升进程有所放缓；③需求端边际回升仍偏缓慢，30大中城市商品房成交面积继续回升，但仍不及去年同期，月度销售同比持续为负。

### 风险提示：

欧美疫情二度爆发，国内财政发力不及预期

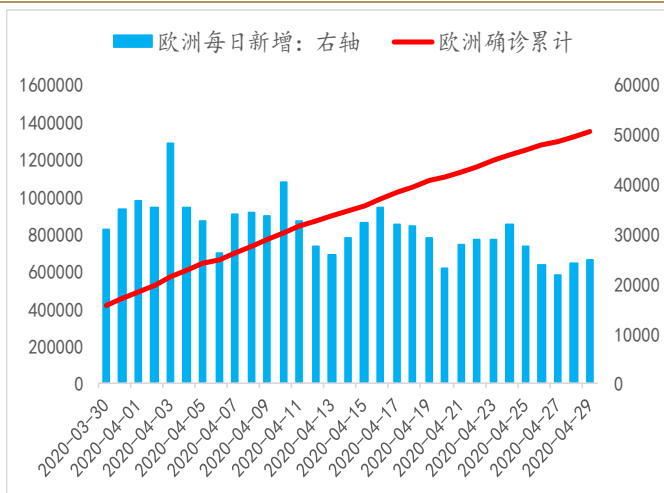
混沌天成期货研究院



## 一、海外疫情跟踪，欧美疫情已见拐点，新兴市场仍高速增长

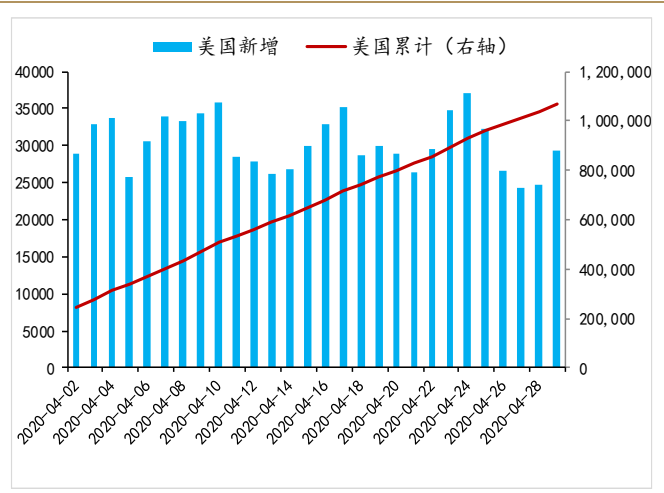
截至5月1日，疫情方面欧美地区疫情已基本见顶，尽管每日新增确诊数据会受到检测数量加的影响而有反复，但是从检测确诊率来看疫情重灾区已经逐步下降，后续欧美地区的关注重点当在其复工进展情况。

图表 3：欧洲确诊累计开始走平



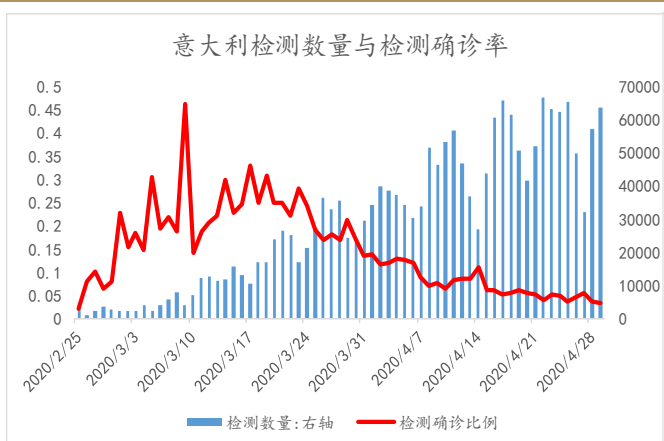
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 4：美国新增还有待观察



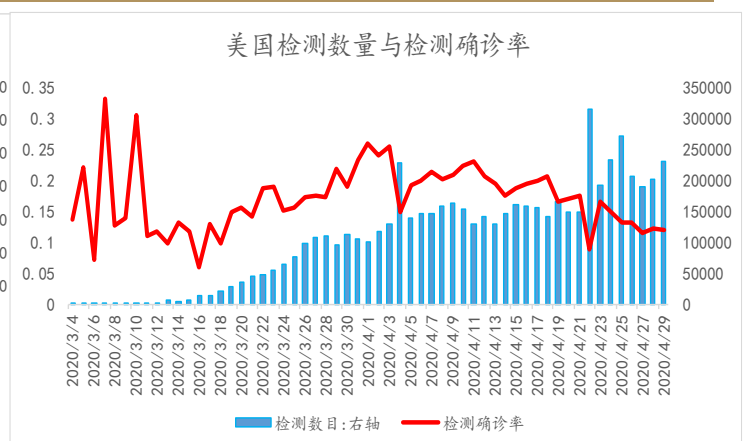
数据来源：WIND，混沌天成研究院

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

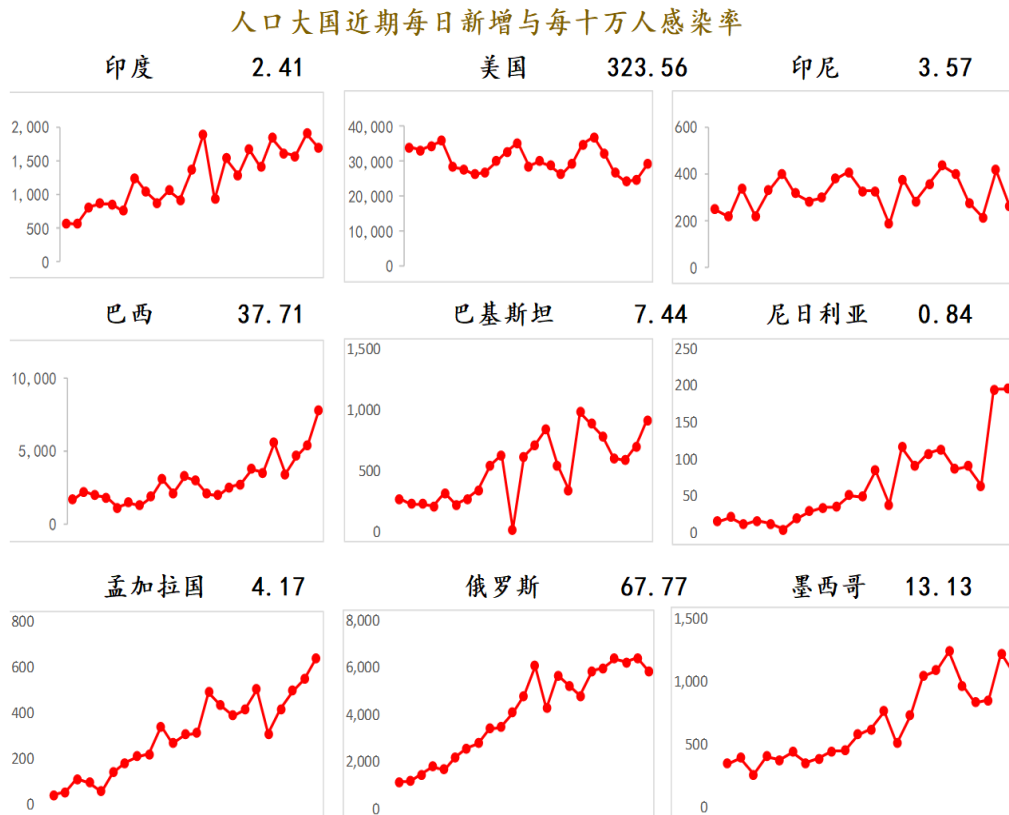


数据来源：WIND，混沌天成研究院

新兴市场的疫情进展会是接下来关注的重点，从欧美和中国的经验，只有对经济活动进行强力禁绝，才能有效控制疫情进展。但是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，从公布的确诊数据来看，人口大国里巴西和俄罗斯疫情最为严重，印度、墨西哥等地仍处在持

续增长的态势。

图表 7：人口大国每日新增和感染率情况



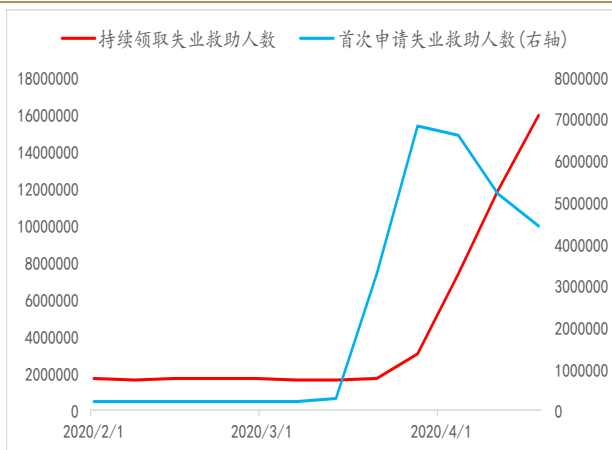
数据来源：Wind，混沌天成研究院

## 二、海外经济数据与政策跟踪

随着欧美疫情相对受控，经济活动的复苏情况尤为关注，从我们监测的周度高频指标来看，欧美的复工进展部分指标上已经开始显现出逐步向好的迹象。

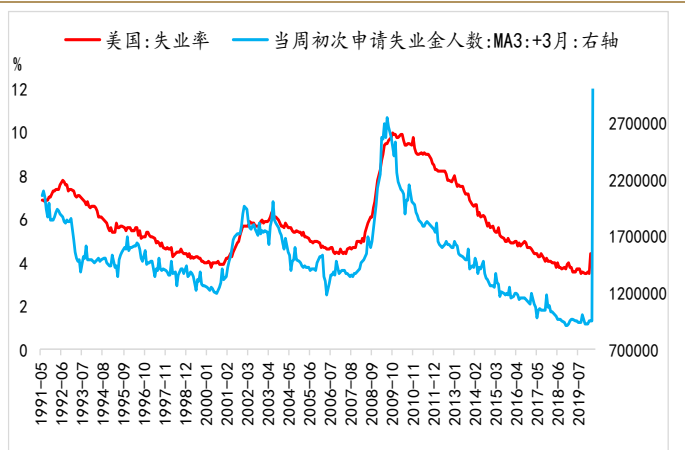
失业数据上，美当周初申请失业人数连续四周下降，后续需关注持续申请失业救济人数的何时回落。

图表 8：失业金申领情况统计



数据来源：WIND，混沌天成研究院

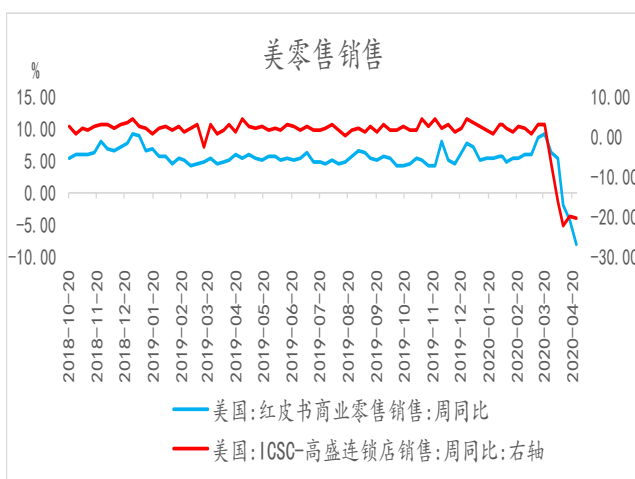
图表 9：失业金申请人数领先失业率



数据来源：WIND，混沌天成研究院

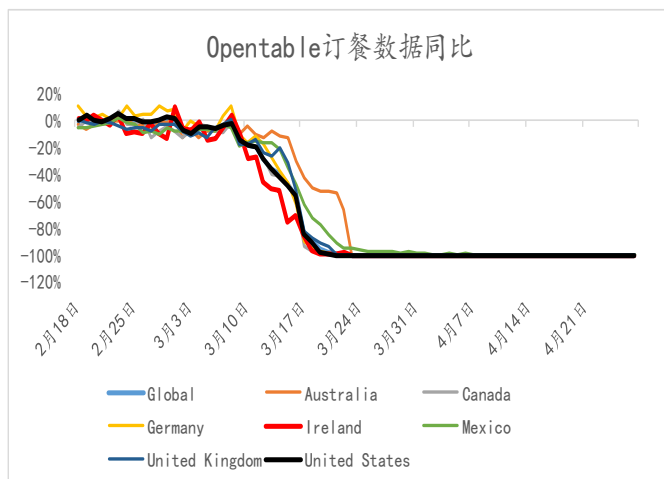
消费数据来看，美零售销售数据降幅有所放缓，但仍处于历史极低水平；Opentable 显示海外订餐数据来看仍处在归零状态。

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

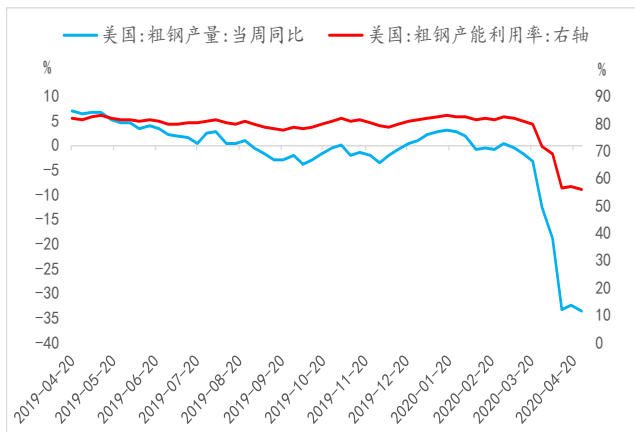


数据来源：Opentable，混沌天成研究院

工业企业开工角度看，美钢铁行业与炼油厂开工率均体现出边际向好的迹象，铁路与航空发运

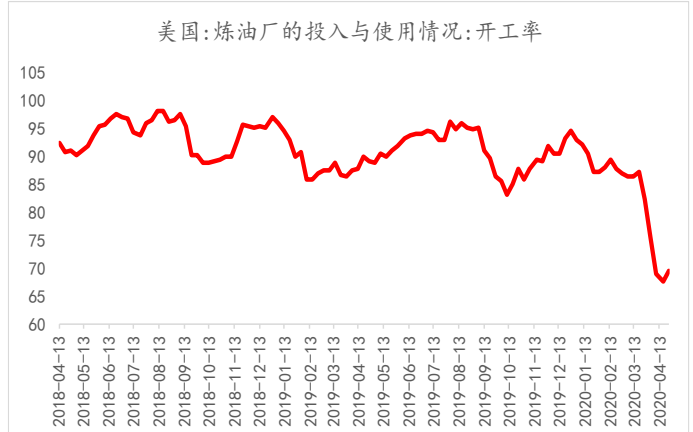
数据的恶化情况也有所放缓。

图表 12: 美钢铁行业开工情况



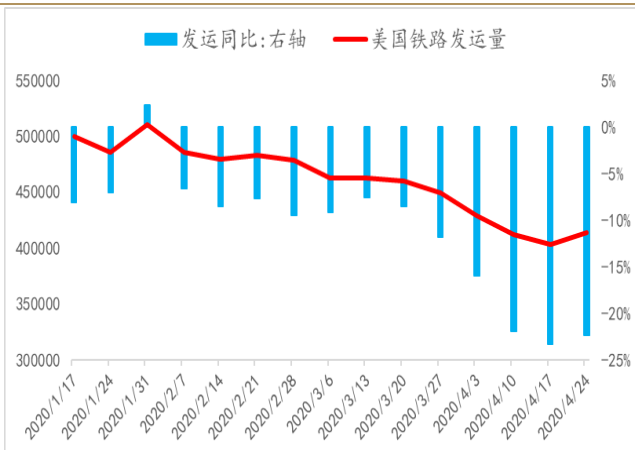
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 13: 美炼油厂开工情况



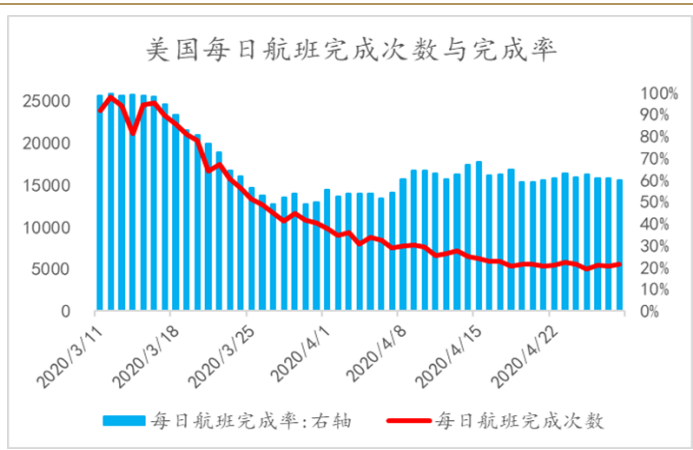
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 14: 美铁路发运量



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

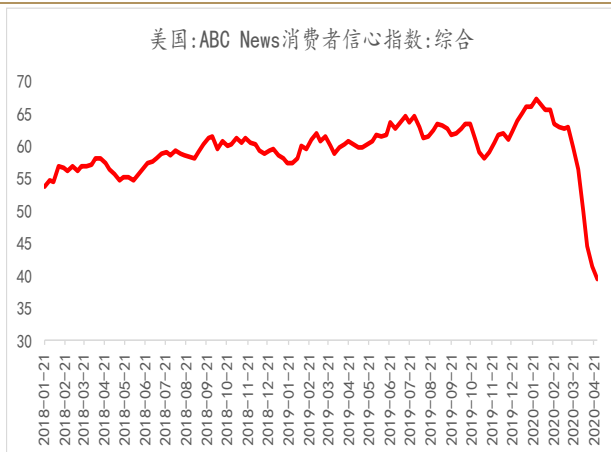
图表 15: 美每日航班完成情况



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

消费者信心方面, 旧金山联储公布的每日经济信心指数持续触底反弹, 但是 ABC News 消费者信心指数处在恶化趋势当中。

图表 16: 美 ABC News 消费者信心指数



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

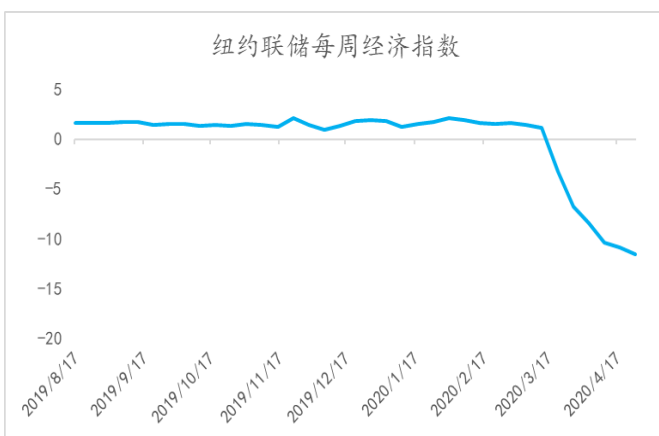
图表 17: 美旧金山联储每日经济信心指数



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

综合性经济景气指标上低迷依旧, 但是恶化程度逐渐虽放缓, 截至 4 月 25 日当周, 纽约联储每周经济指数为-11.58, 环比略低于前值-10.56, 截至 2020 年 4 月 17 日当周, 美国 ECRl 领先指标增长年率为-41.88, 略好于前一周-42.55。

图表 18: 纽约联储每周经济指数



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

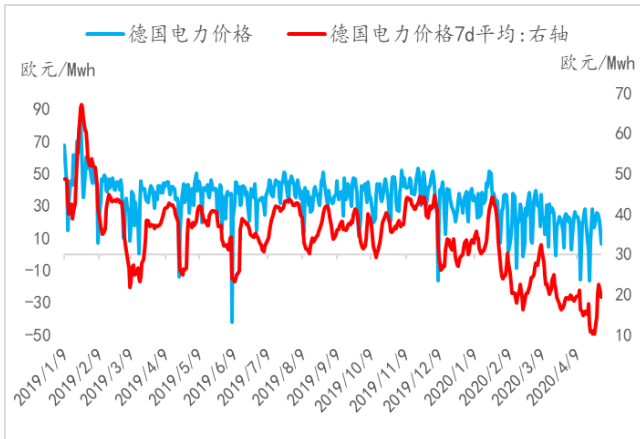
图表 19: ECRl 领先指标增长年率



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

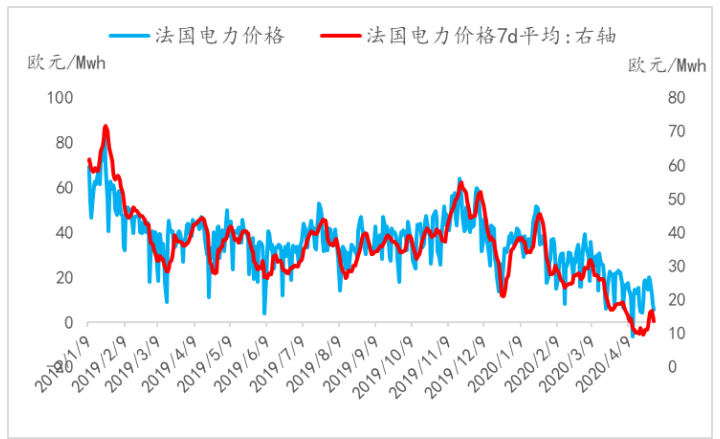
欧洲方面, 反应经济需求的电力市场价格均开始显现出触底的迹象, 其中德国法国的电力市场价格开始企稳回升, 反映出随着疫情的受控经济活动逐渐开始恢复。

图表 20: 德国电力价格



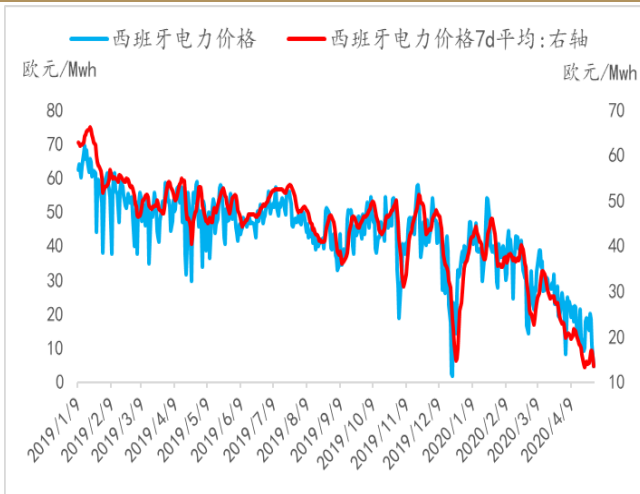
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 21: 法国电力价格



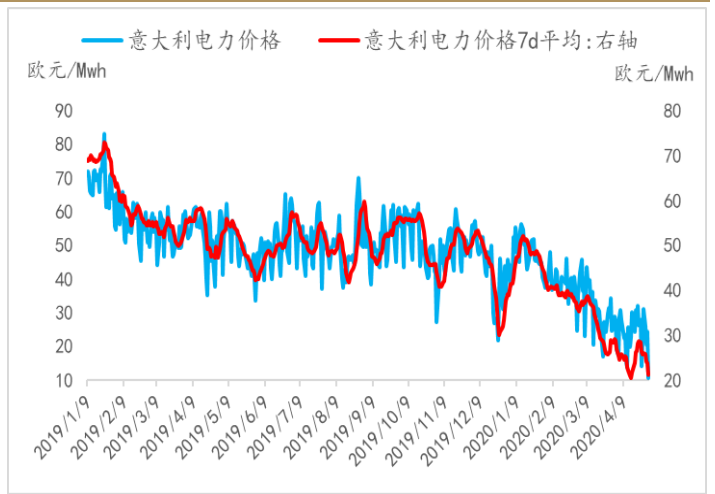
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 22: 西班牙电力价格



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

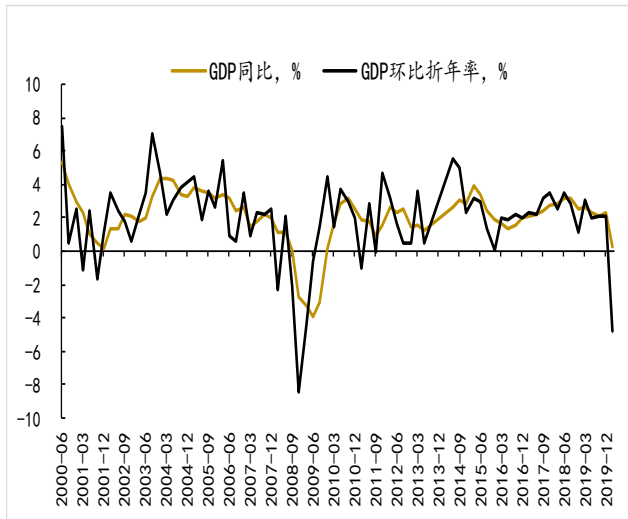
图表 23: 意大利电力价格



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

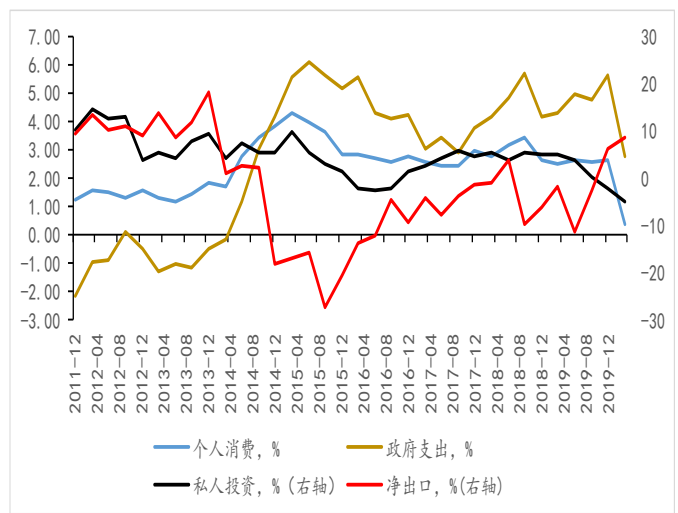
低频经济指标当中, 本周公布的一季度美 GDP 数据环比年华增速-4.8, 同比增速亦基本降为 0, 不过 GDP 数据已经是滞后指标, 对市场影响不大, 投资者更加关注我们前述提及的复工高频指标上。

图表 24: 美 GDP 增长情况



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

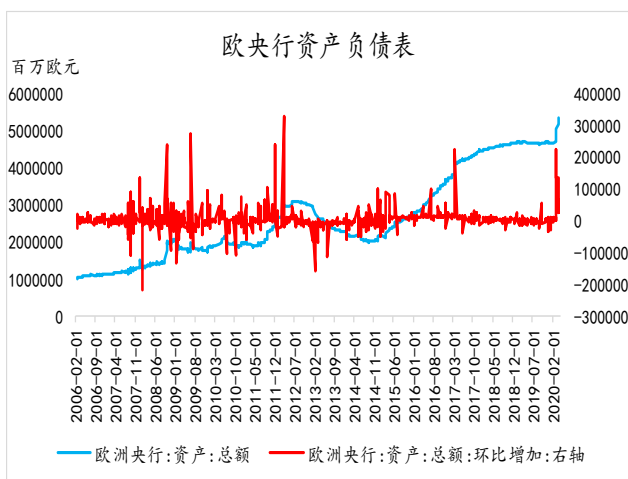
图表 25: 美 GDP 各分项同比增长



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

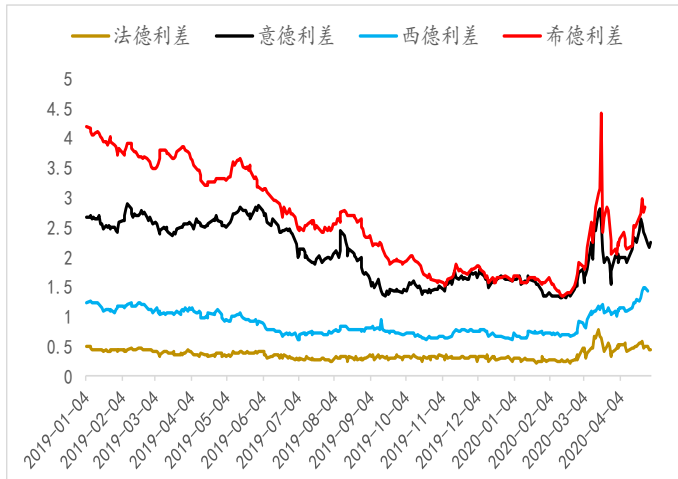
经济政策上, 欧央行 4 月 30 日公布最新利率决议, 维持三大基准利率不变, 其中将此前的定性再融资操作利率下调 25bp 至 -1%, 此举属于变相降息, TLTRO 工具意在鼓励金融机构向非金融企业和居民提供贷款, 但不包括房贷。购债计划的表态明显低于预期。此前市场预期欧央行会提高 PEPP (疫情紧急资产购买计划) 的购买规模至 1 万亿欧元以上, 但此次会议决定维持资产购买计划规模 7500 亿欧元不变, 这一表态低于市场预期。

图表 26: 欧央行资产负债表



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 27: 欧洲主要国家债券利差



数据来源: WIND, 混沌天成研究院



### 三、美元流动性状况跟踪

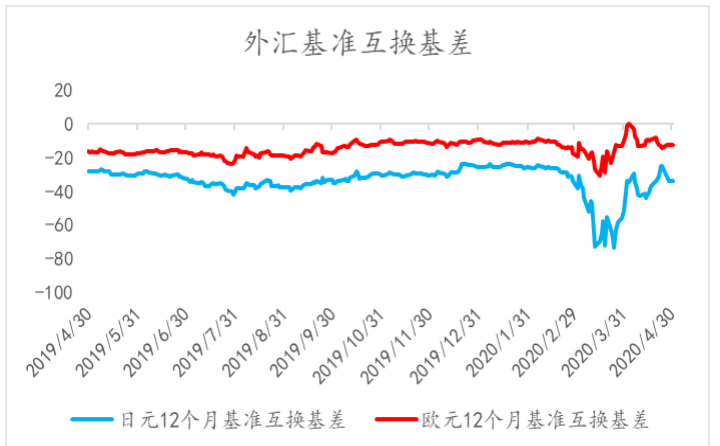
流动性问题，长期站在央行的一边，美联储表现出了足够强的兜底经济的决心，各类流动性指标也随着宽松政策的出台，也逐步恢复到疫情之前的水平。

图表 28: 离岸美元利差



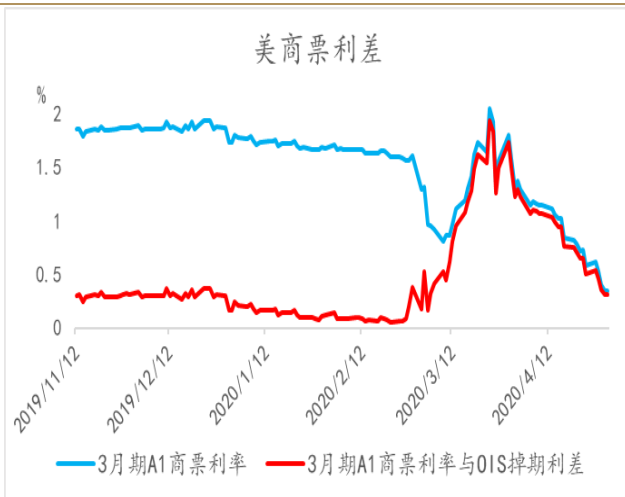
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 29: 外汇基准互换基差



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 30: 美国 3 月商票利差



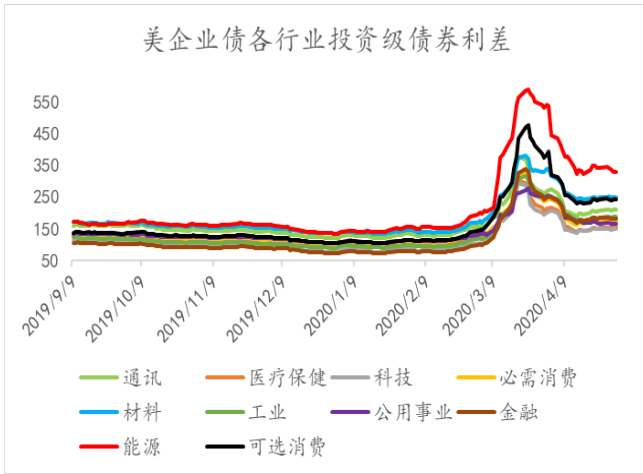
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 31: 纽约联储隔夜回购情况



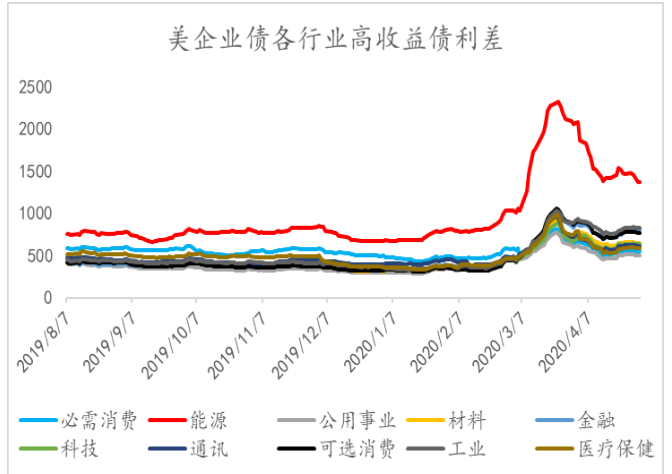
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 32: 美投资级企业债各行业利差



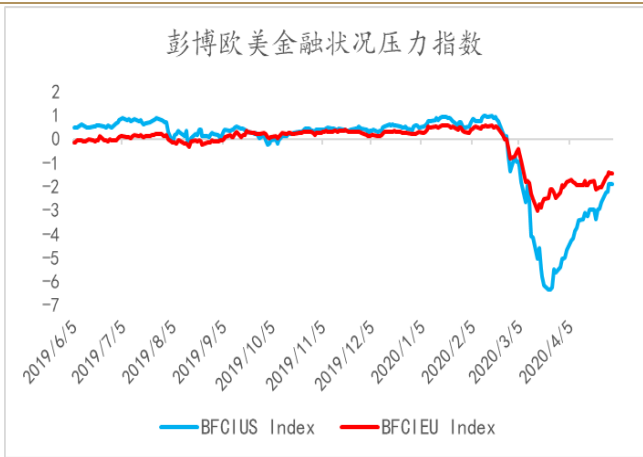
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 33: 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 34: 欧洲金融状况压力指数



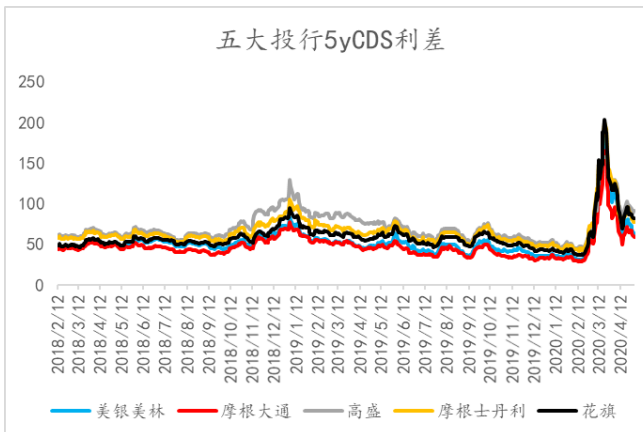
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 35: 彭博亚洲美元债利差指数



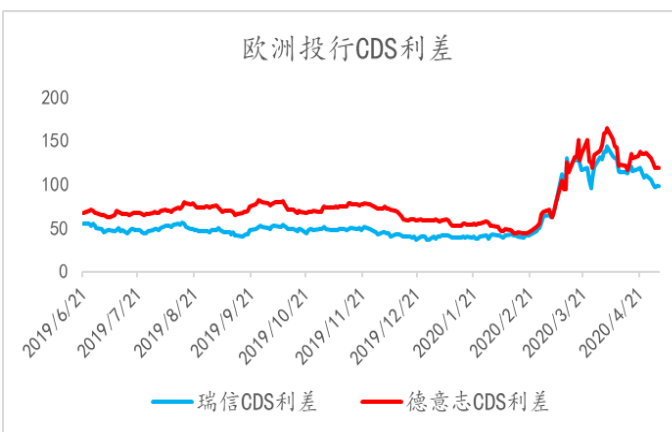
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 36: 美五大投行 CDS



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 37: 欧洲投行 CDS



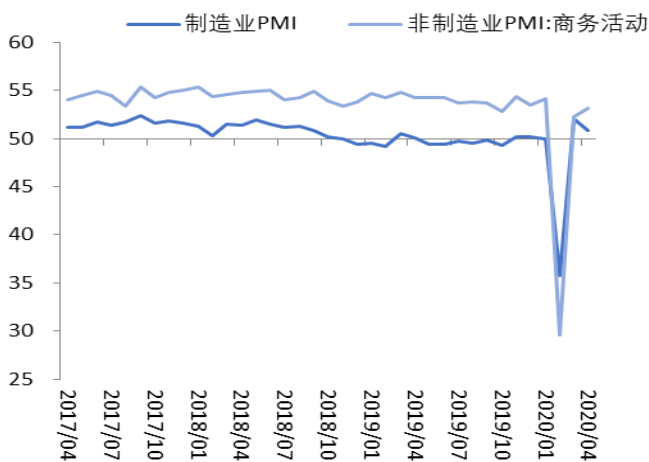
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

#### 四、国内经济修复放缓，总需求不足依然是主要矛盾

中国4月官方制造业PMI较上月小幅回落，仍处在扩张区间，但同比转化后负增幅度依然较大，恢复速度放缓，非制造业活动好转速度有所加快。

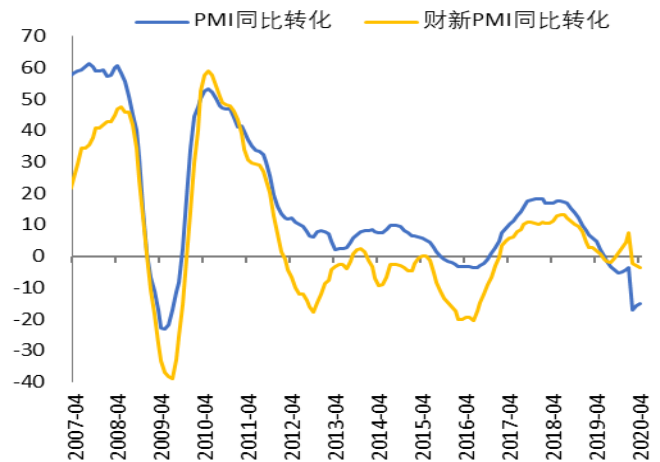
外需冲击下需求端明显弱于生产端，企业被动补库，压制后续生产和价格，总需求不足仍然是宏观的主要矛盾。除产成品库存以外，其余指标均较上月回落，且需求端回落较为明显，新出口订单大幅回落至30+，接近2月的低点水平，外需拖累逐渐显现。

图表 38：官方 PMI (%)



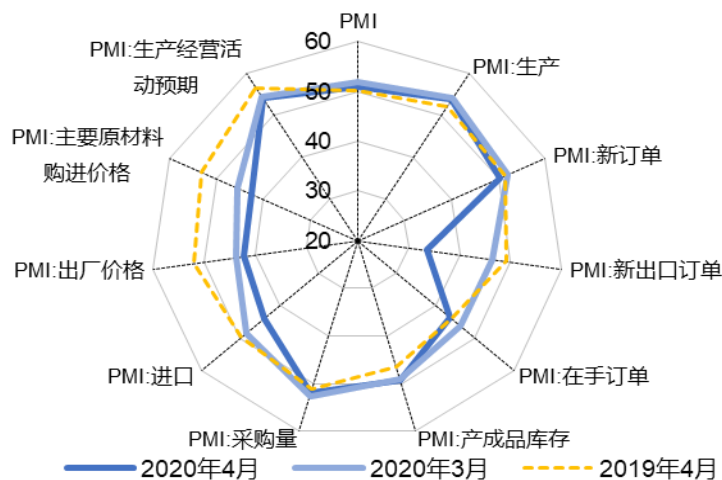
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 39：经同比转化后的 PMI 指数 (%)



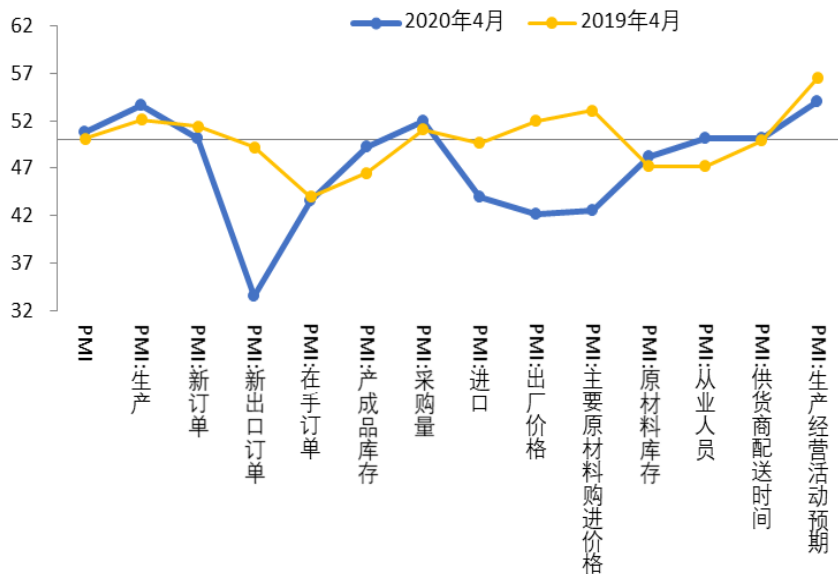
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 40：官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

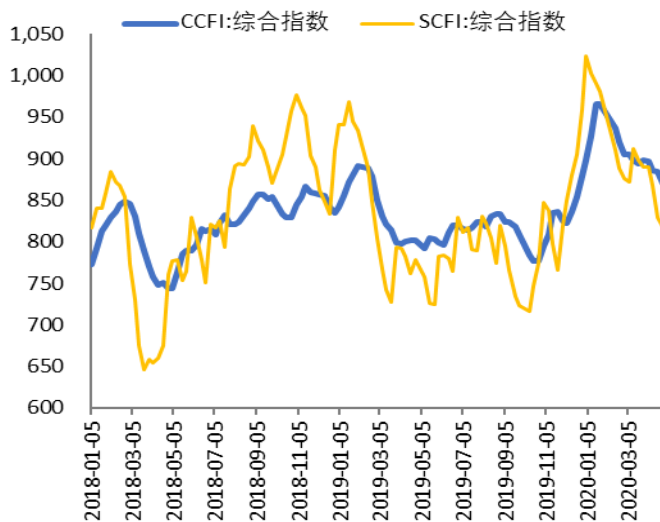
图表 41：官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

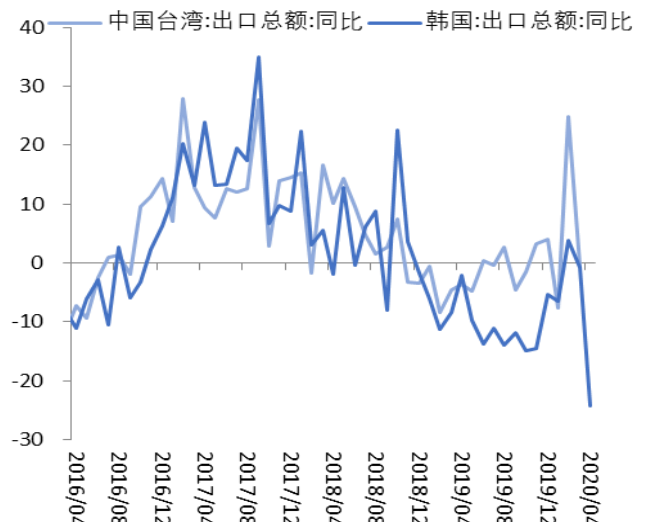
外需冲击来临，订单不足对后续出口端形成持续压力。自海外疫情爆发后，3月中出口集装箱运价指数快速回落，作为全球贸易领先指标的韩国出口增速4月大幅负增，订单不足对后续出口形成持续压力，并同时施压出口产业链上的制造业企业，制造业投资端的压力也在增大。

图表 42：出口集装箱运价指数 (2009.10.16=1000)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

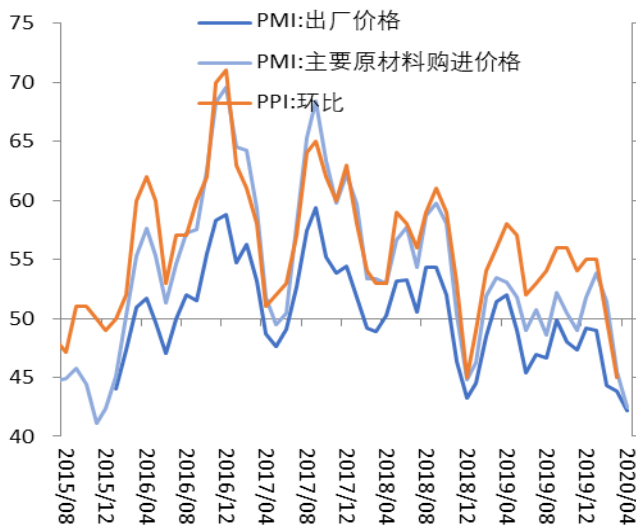
图表 43：台湾韩国出口增速 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

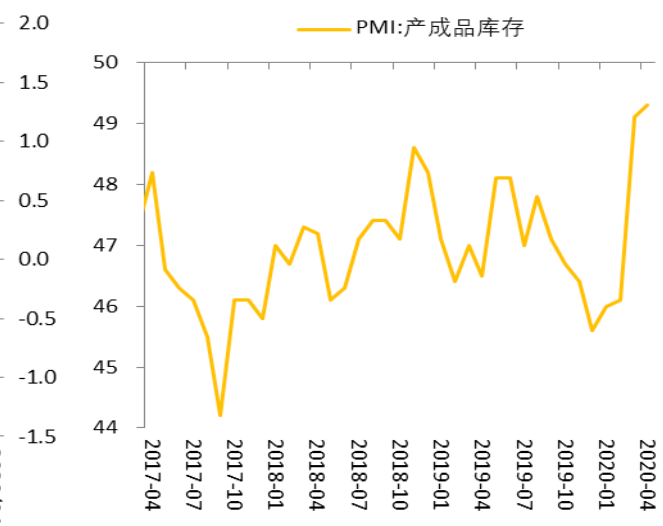
需求不足下企业被动补库，压制价格指数及后续生产，生产好于需求下，企业被动补库，价格同步回落。总需求不足仍然是宏观的主要矛盾。

图表 44: 价格指数 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

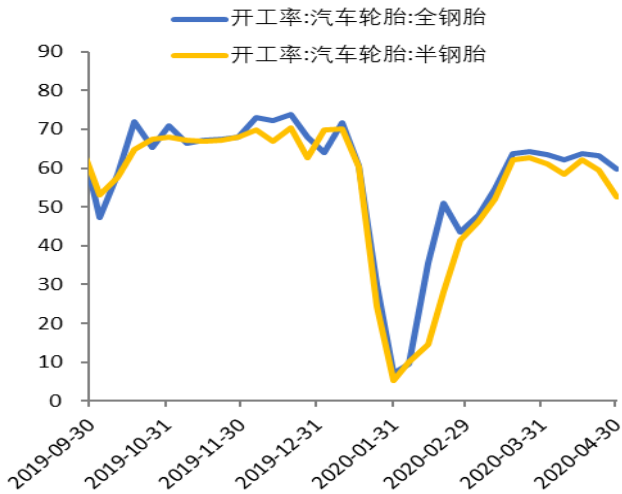
图表 45: 产成品库存 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

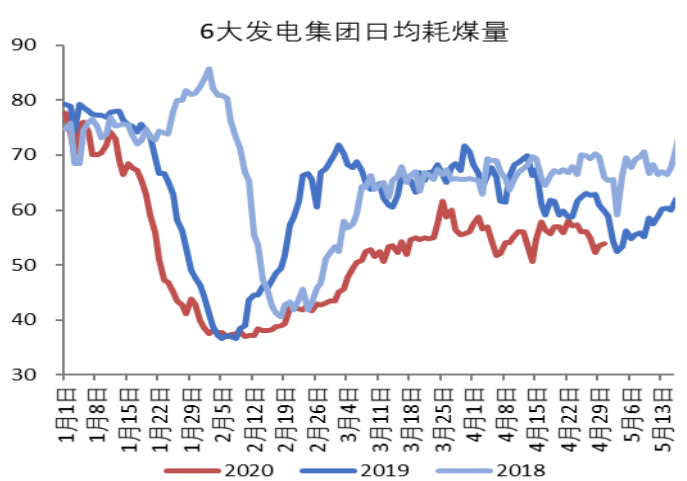
PMI 回升驱动力由“复工复产”转向“内需回补”。继3月底全国规上企业基本实现“全面复工”后，企业活动逐渐进入平台期，内需回补力度不足下无法推动 PMI 继续回升。

图表 46: 汽车轮胎开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 47: 6大发电集团日均耗煤量 (万吨)

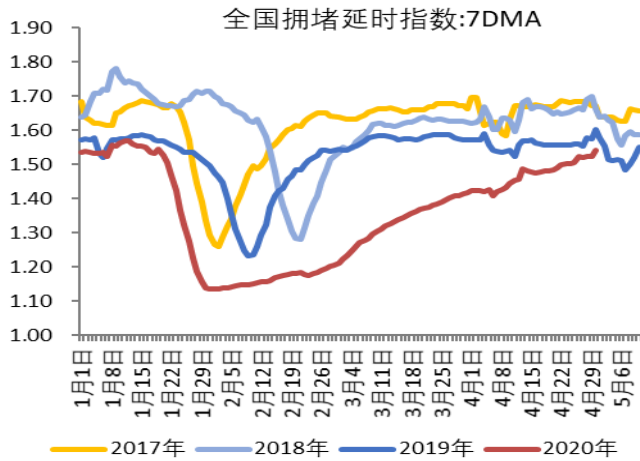


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

## 五、国内复工高频跟踪：全国城市活动延续加快，工业生产恢复有所放缓

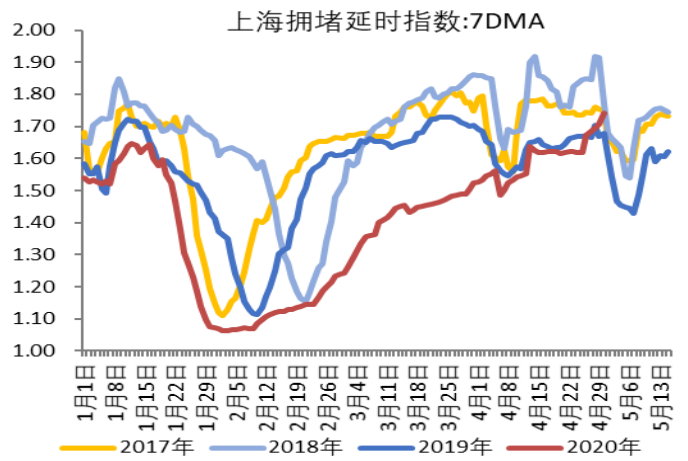
全国拥堵延时指数延续回升并接近去年同期水平，城市活动延续加快，北京上海拥堵延时指数均回升超出去年同期水平，广州也从前期异常冻结中恢复至接近去年水平。主要城市地铁客运量达恢复程度约 65%。

图表 48：全国拥堵延时指数（7 日均值）



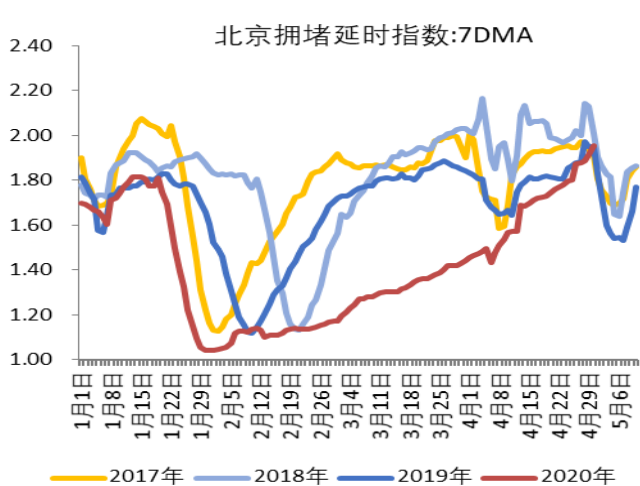
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 49：上海拥堵延时指数（7 日均值）



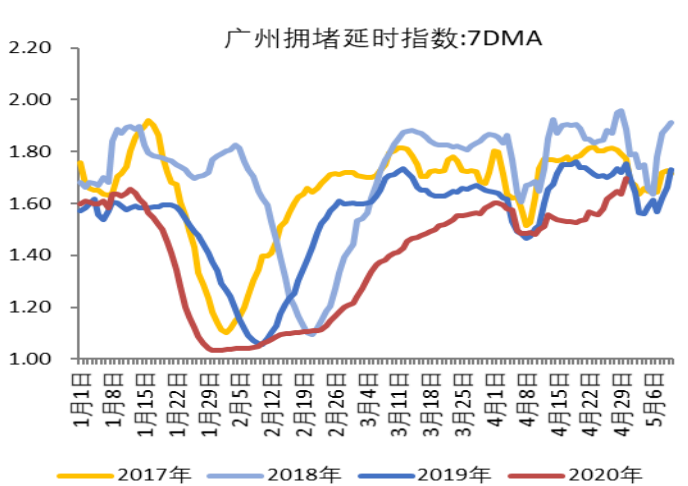
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 50：北京拥堵延时指数（7 日均值）



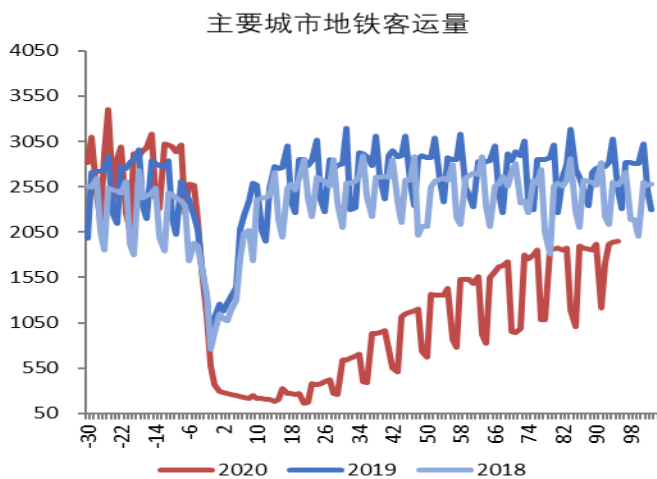
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 51：广州拥堵延时指数（7 日均值）



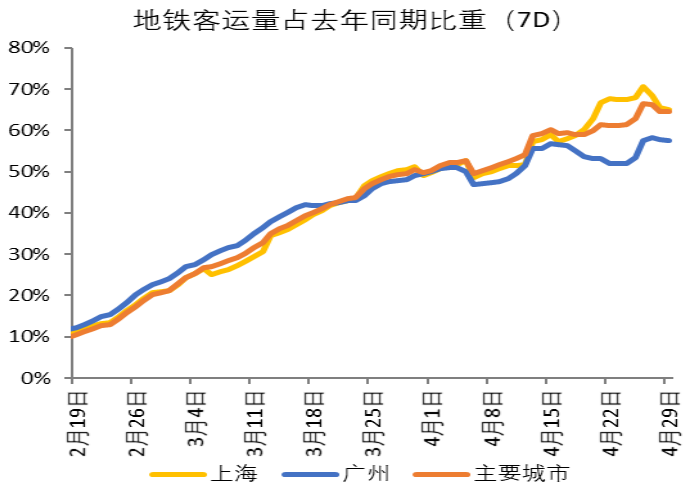
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 52: 主要城市地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

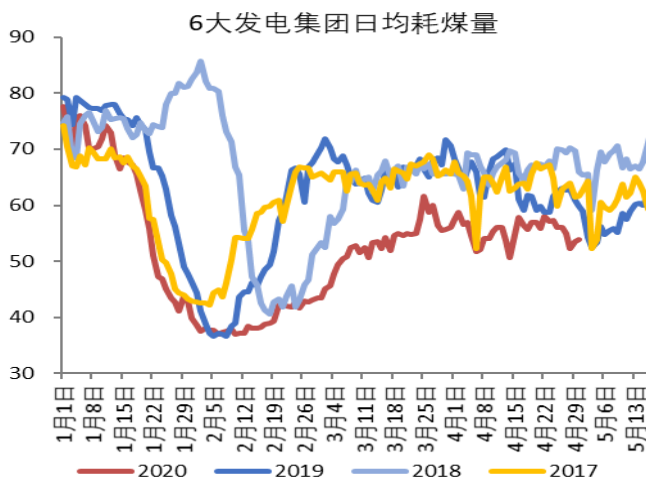
图表 53: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

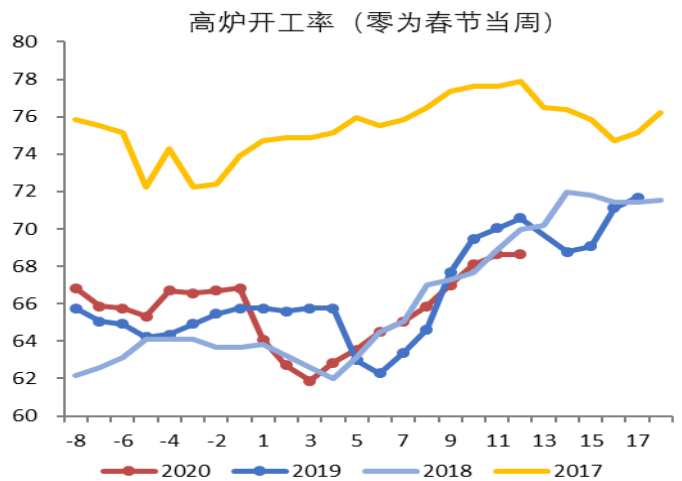
继全国规模以上企业基本实现“全面复工”后,企业活动逐渐进入平台期,工业生产回升进程有所放缓,从年后高位有所回落,日均耗煤量7日均值较去年同期恢复约90%,高炉开工率回升同样放缓。

图表 54: 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

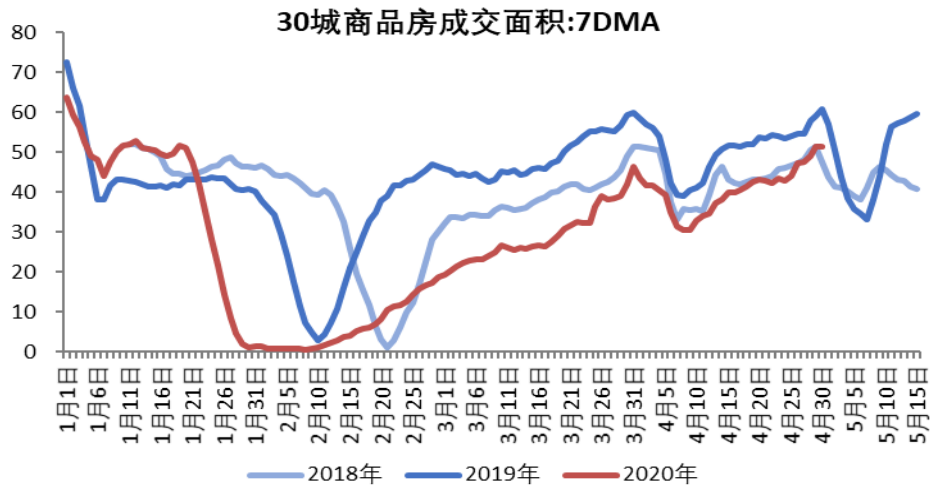
图表 55: 高炉开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

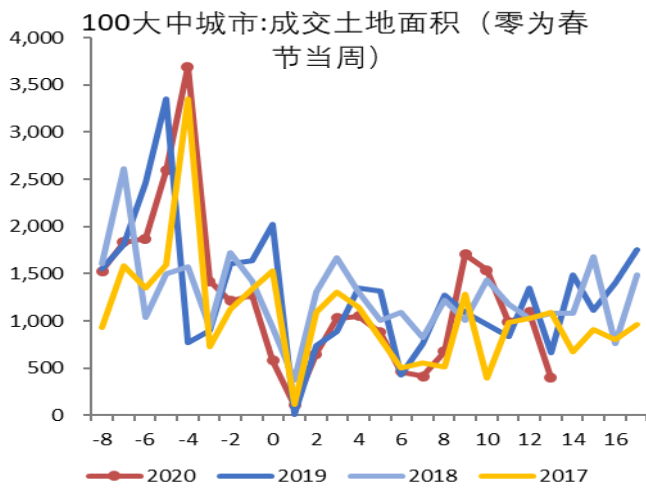
需求端边际回升仍偏缓慢,30大中城市商品房成交面积继续回升,但仍不及去年同期,月度销售同比持续为负。

图表 56: 30 大中城市商品房成交面积 (万方)



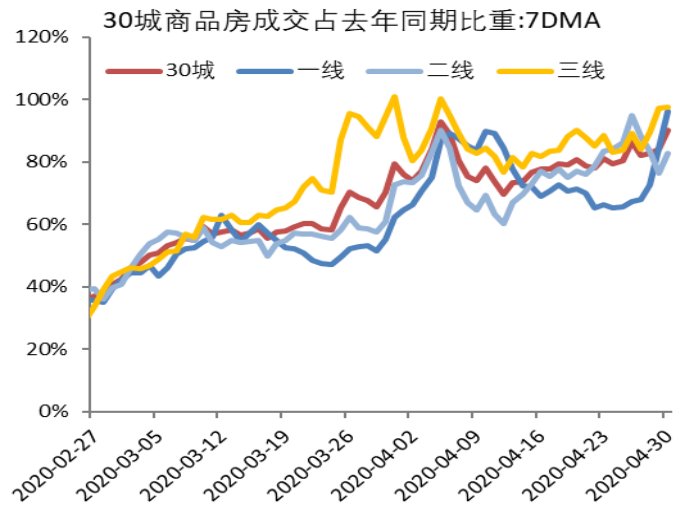
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 57: 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 58: 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



### 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

---