

求真 细节 科技 无界

经济修复放缓，总需求不足依然是主要矛盾

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

观点概述：

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。

策略建议：

当前债市的核心逻辑仍然是总需求不足带来的经济内生增长动力不足以及货币政策宽松，债牛格局仍然延续，4月PMI数据显示经济修复力量仍然偏弱，内需恢复不足，同时外需冲击逐渐加大，经济增长压力仍在增大。

但政策对冲力度的不确定性带来长端利率下行的犹豫，财政发力预期下长端收益率波动加大。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，中长端机会相对较好，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：

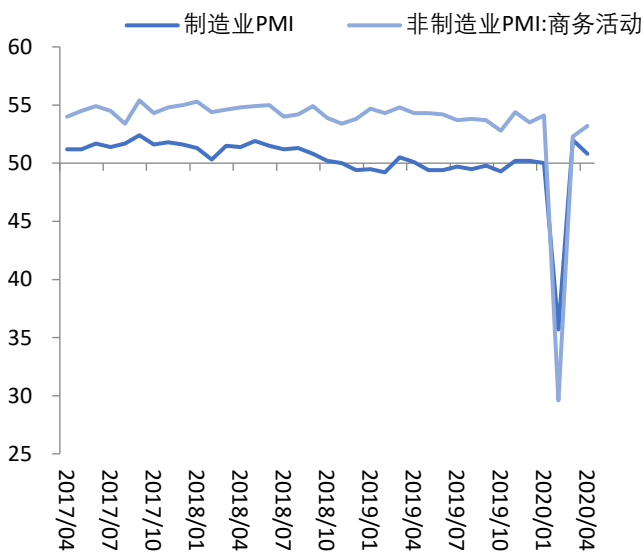
财政发力不及预期

一、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。

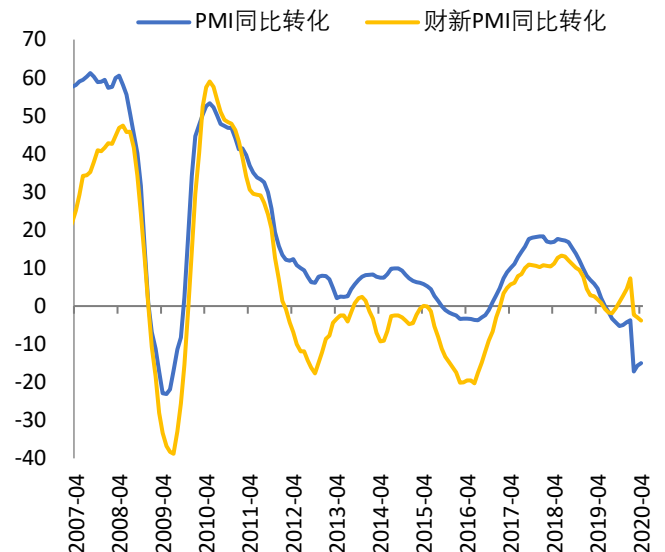
外需冲击下需求端明显弱于生产端，企业被动补库，压制后续生产和价格，总需求不足仍然是宏观的主要矛盾。除产成品库存以外，其余指标均较上月回落，且需求端回落较为明显，新出口订单大幅回落至30+，接近2月的低点水平，外需拖累逐渐显现。

图表 1：官方 PMI (%)



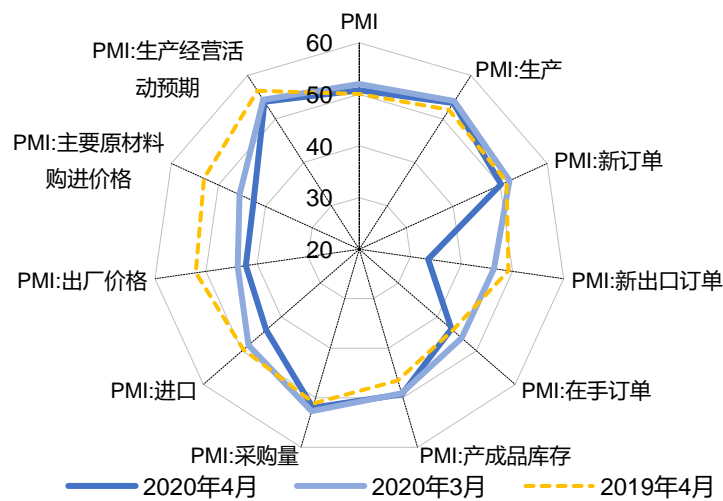
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 2：经同比转化后的 PMI 指数 (%)



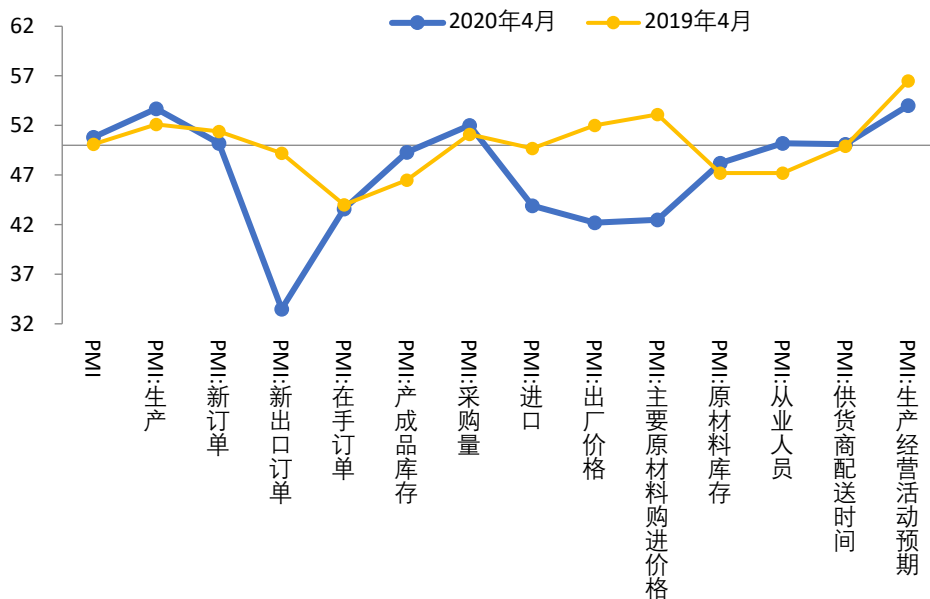
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 3：官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

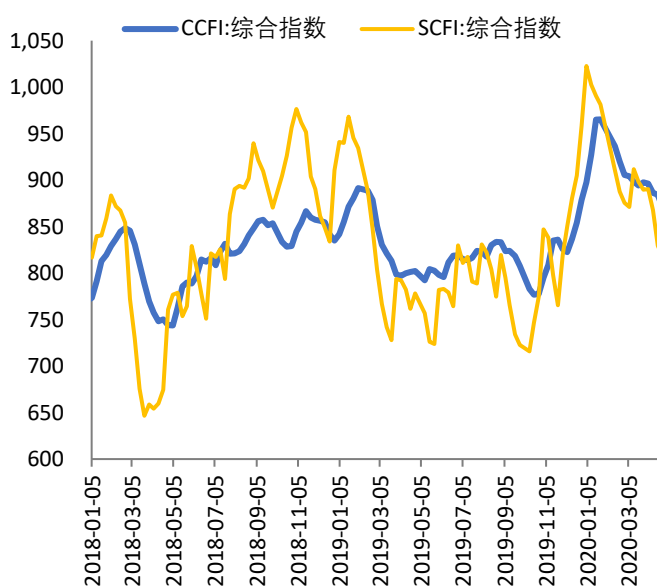
图表 4：官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

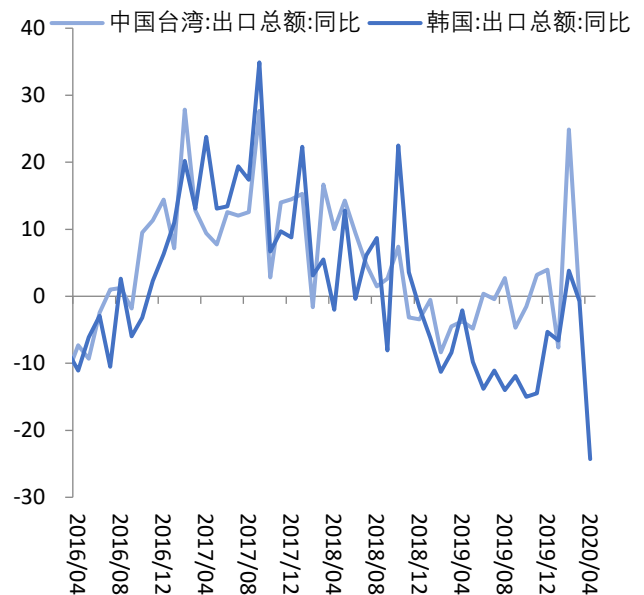
外需冲击来临，订单不足对后续出口端形成持续压力。自海外疫情爆发后，3月中出口集装箱运价指数快速回落，作为全球贸易领先指标的韩国出口增速4月大幅负增，订单不足对后续出口形成持续压力，并同时施压出口产业链上的制造业企业，制造业投资端的压力也在增大。

图表 5：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

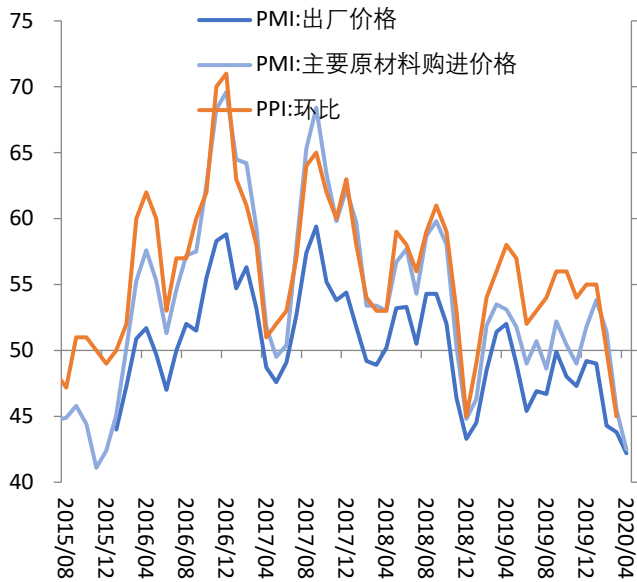
图表 6：台湾韩国出口增速 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

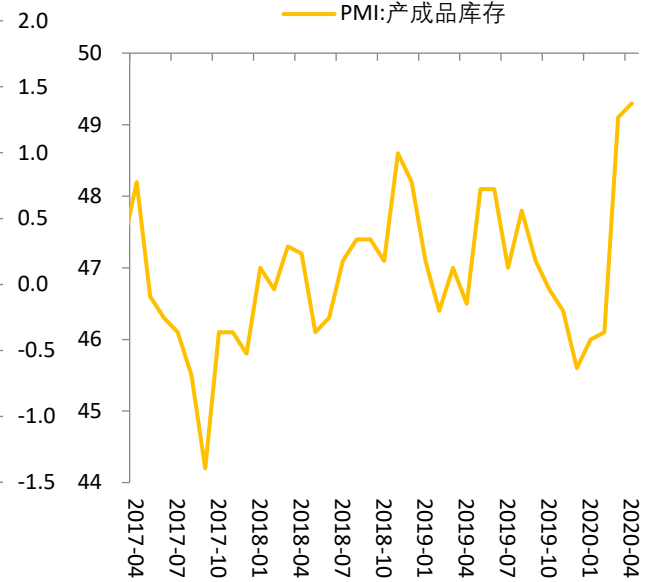
需求不足下企业被动补库，压制价格指数及后续生产，生产好于需求下，企业被动补库，价格同步回落。总需求不足仍然是宏观的主要矛盾。

图表 7: 价格指数 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

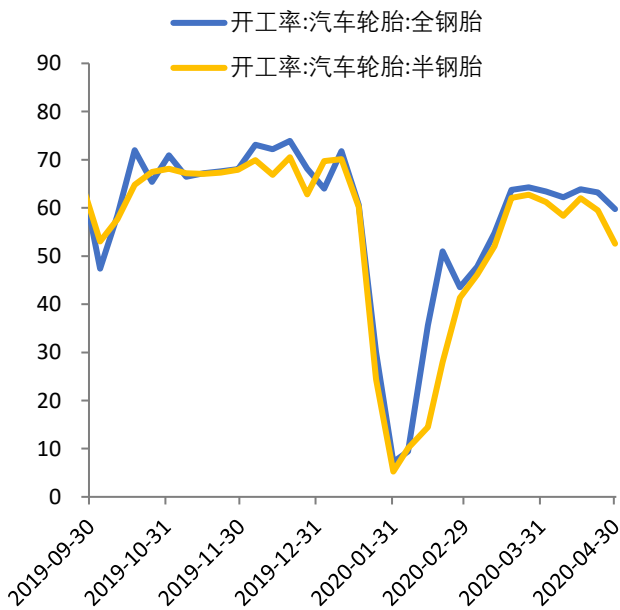
图表 8: 产成品库存 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

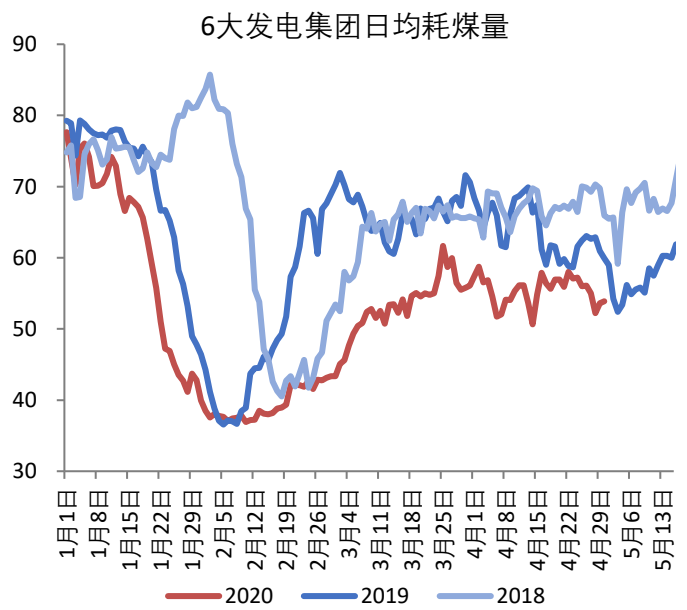
PMI 回升驱动力由“复工复产”转向“内需回补”。继3月底全国规上企业基本实现“全面复工”后，企业活动逐渐进入平台期，内需回补力度不足下无法推动 PMI 继续回升。

图表 9: 汽车轮胎开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 10: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)



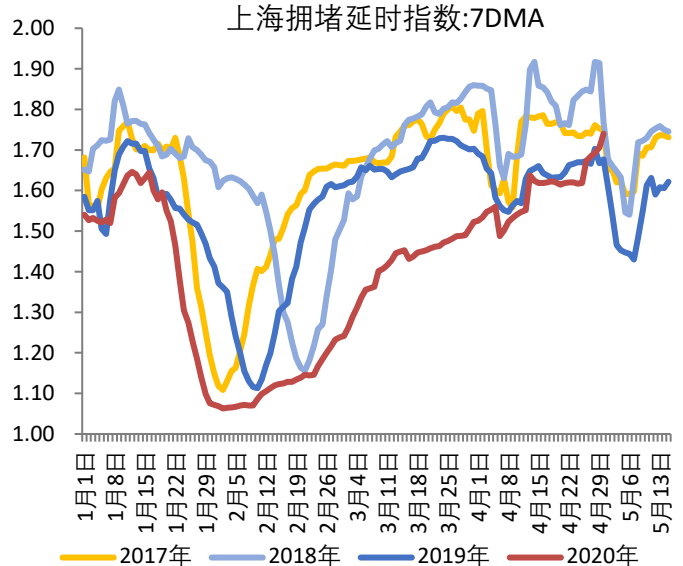
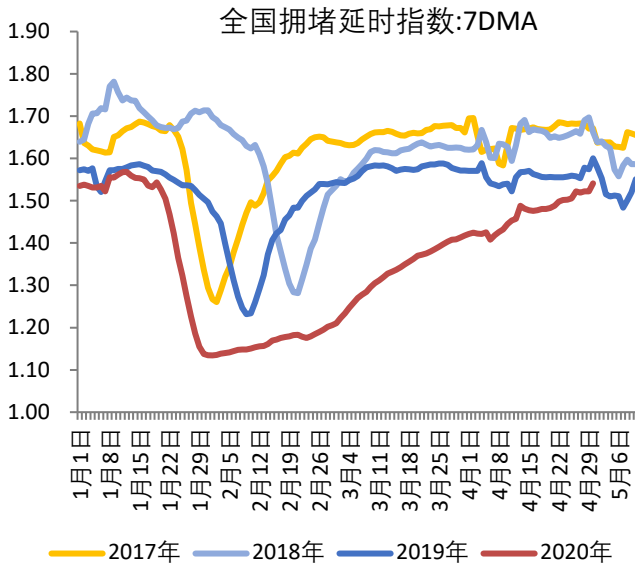
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

二、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

全国拥堵延时指数持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。主要城市地铁客流量达恢复程度约 65%。

图表 11：全国拥堵延时指数（7 日均值）

图表 12：上海拥堵延时指数（7 日均值）

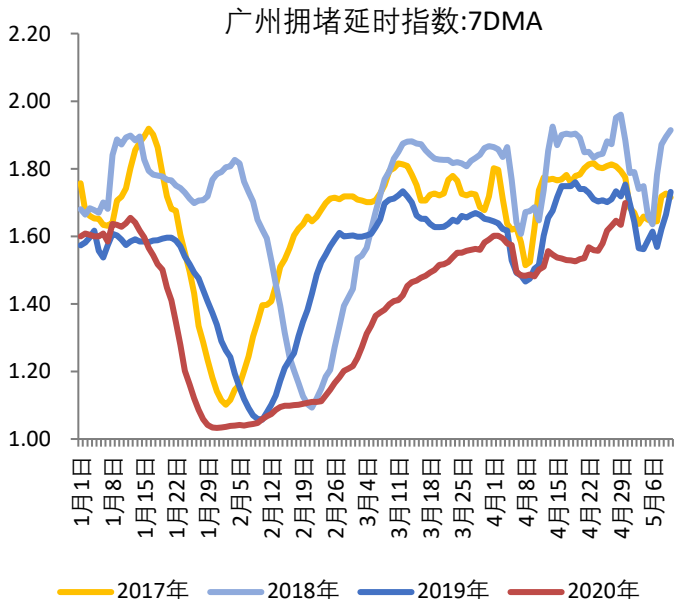
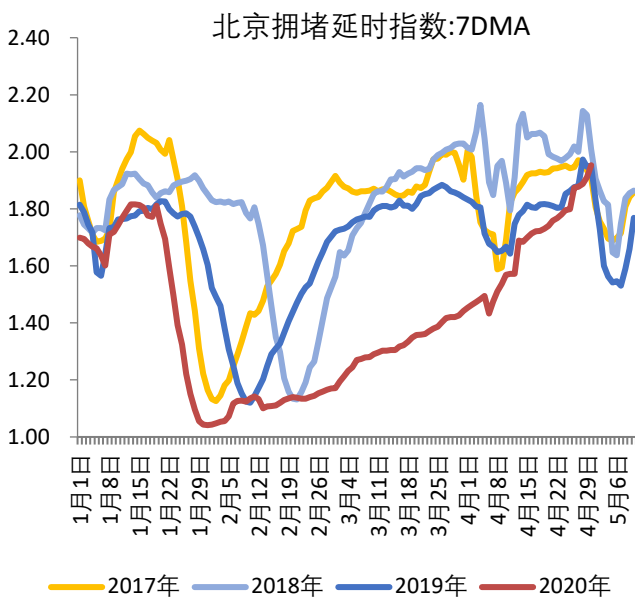


数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 13：北京拥堵延时指数（7 日均值）

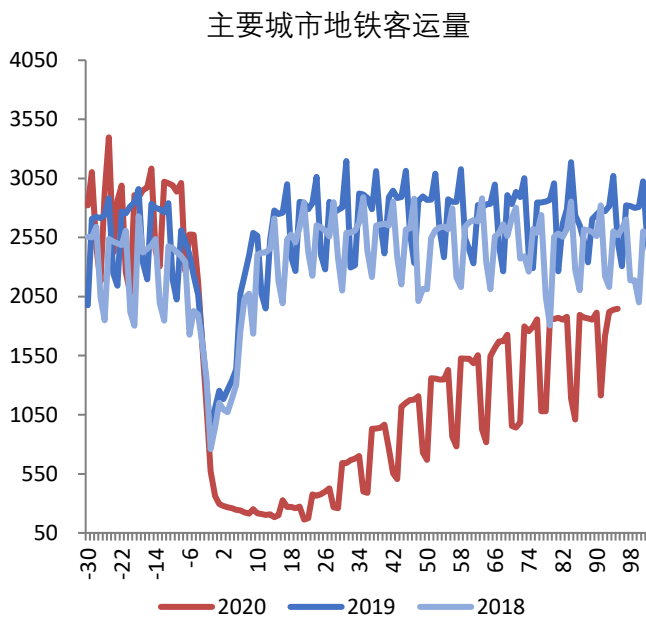
图表 14：广州拥堵延时指数（7 日均值）



数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

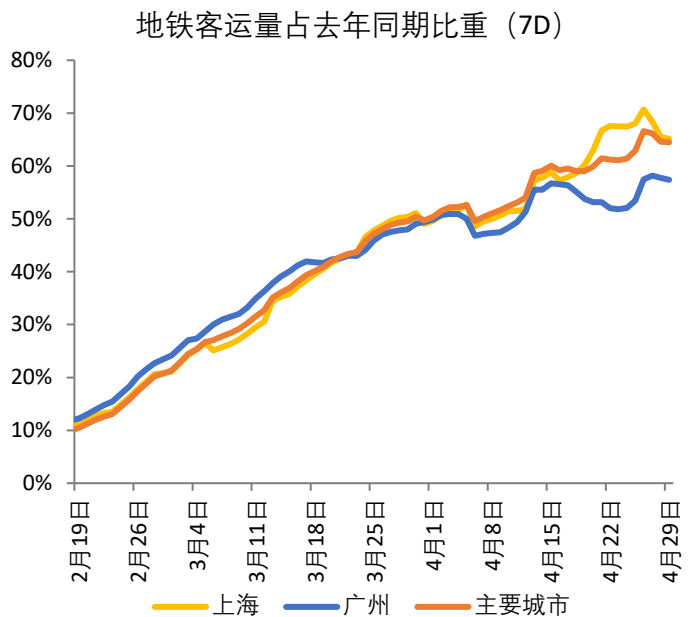
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 15: 主要城市地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

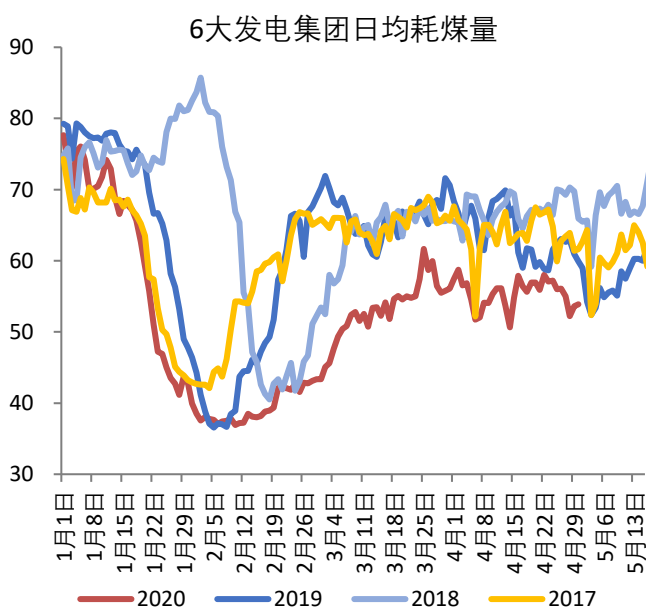
图表 16: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

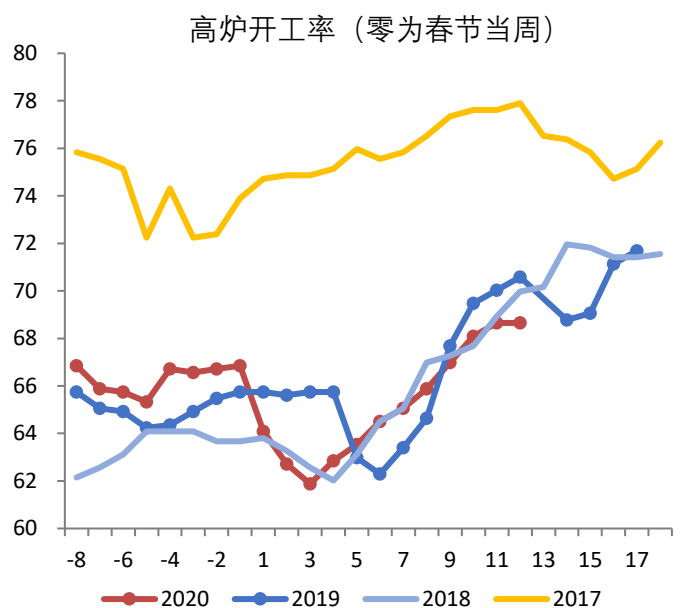
继全国规上企业基本实现“全面复工”后，企业活动逐渐进入平台期，工业生产回升进程有所放缓，从年后高位有所回落，日均耗煤量7日均值较去年同期恢复约90%，高炉开工率回升同样放缓。

图表 17: 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

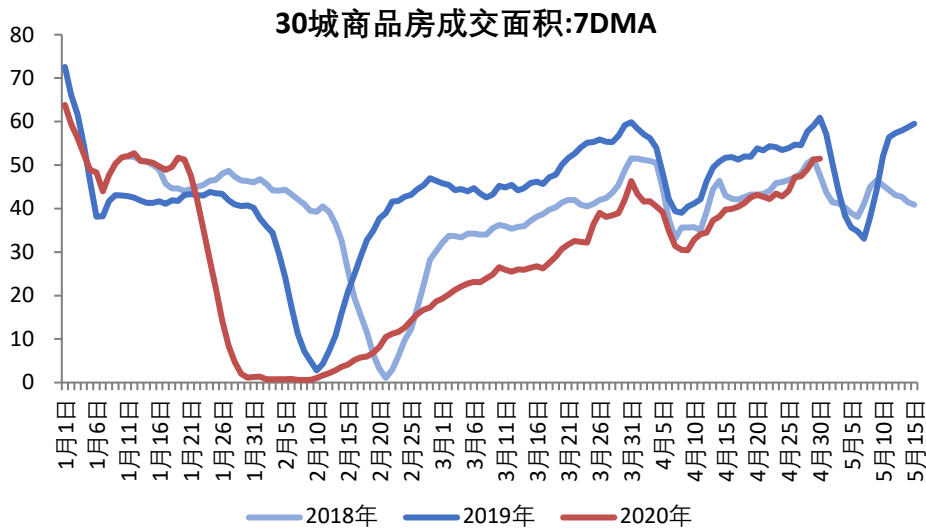
图表 18: 高炉开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

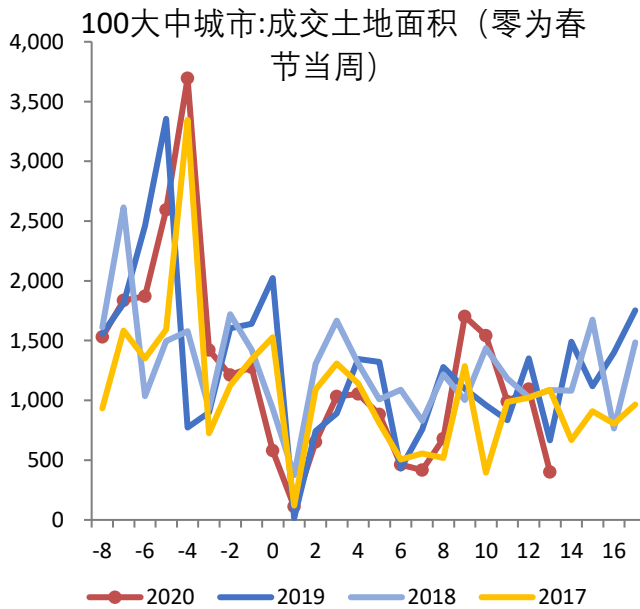
需求端边际回升仍偏缓慢，30大中城市商品房成交面积继续回升，但仍不及去年同期，月度销售同比持续为负。

图表 19: 30 大中城市商品房成交面积 (万方)



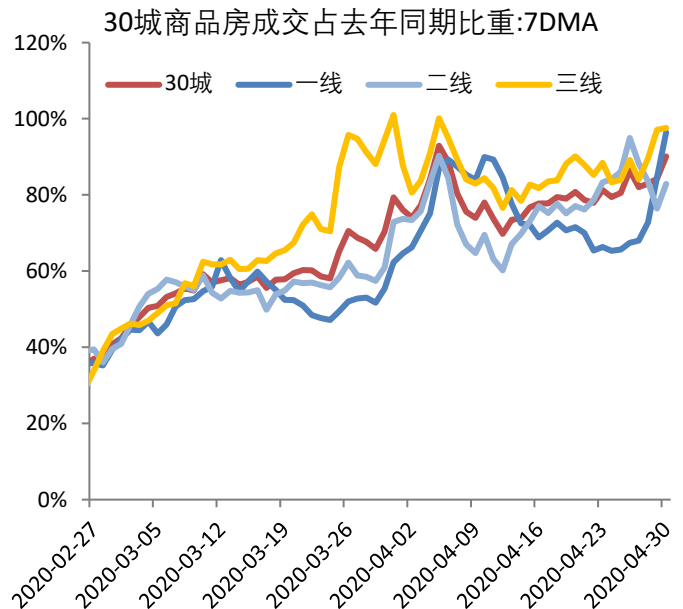
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 20: 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 21: 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

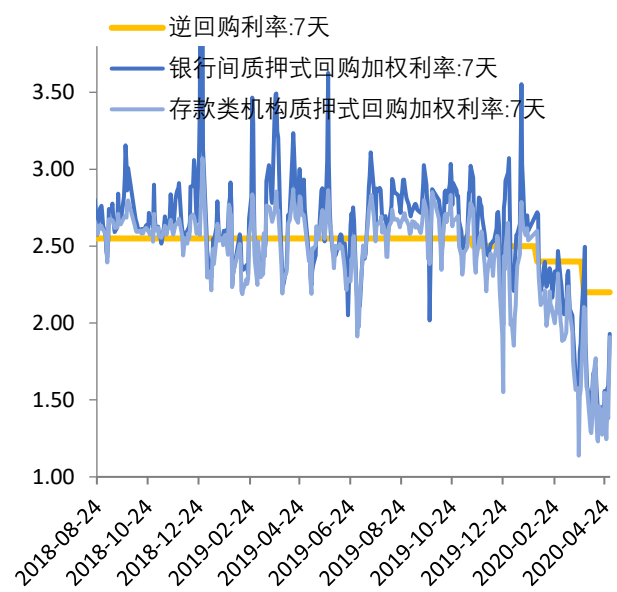
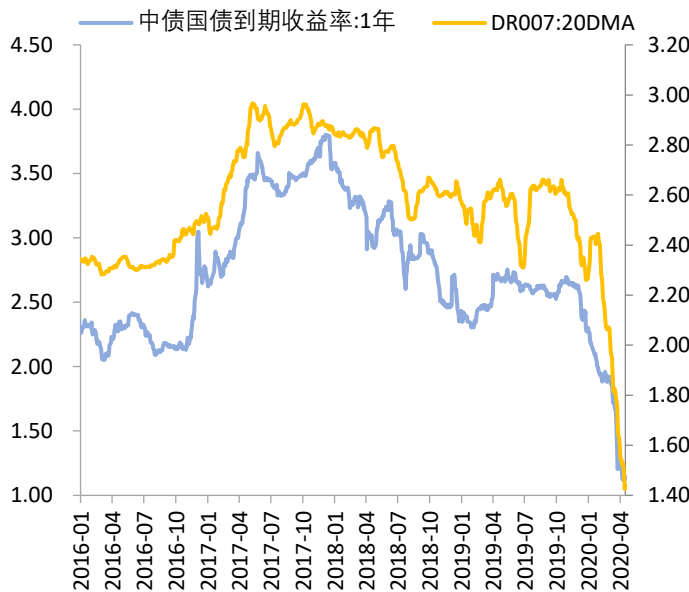
1. 资金面先松后紧，月末和跨节因素影响下最后一个交易日资金面明显收敛

本周资金面先松后紧，月末和跨节因素影响下4月最后一个交易日资金面明显收敛，银行间市场资金价格全线上涨，但供给仍然充裕，料节后资金面仍将重回低位运行。

Shibor3M 及 3 个月存单收益率维持低位运行，市场对货币政策预期维持乐观。

图表 22：1 年期国债收益率 VS 资金利率 (%)

图表 23：利率走廊 (%)

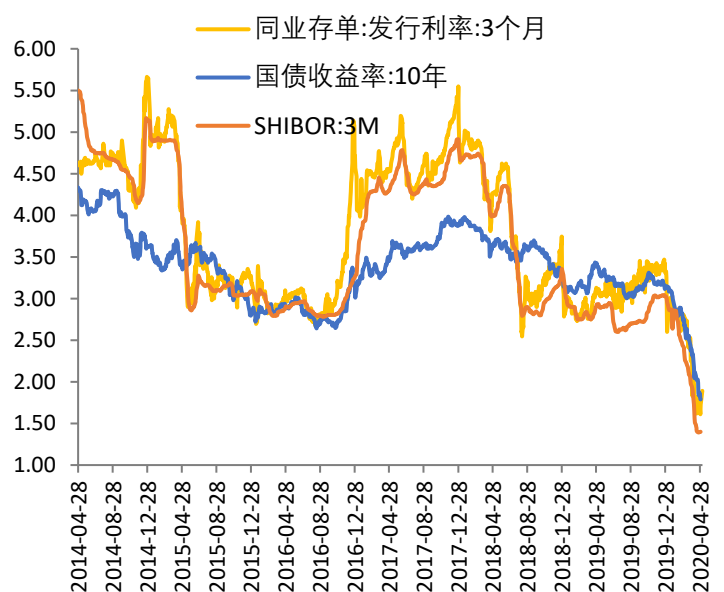
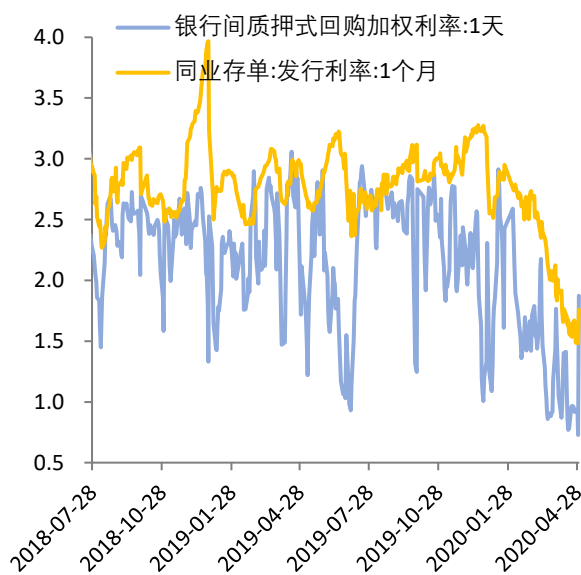


数据来源：Wind，混沌天成研究院

数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 24：隔夜回购利率 VS. 同业存单利率 (%)

图表 25：3 个月 Shibor 利率 & 同存发行利率 (%)



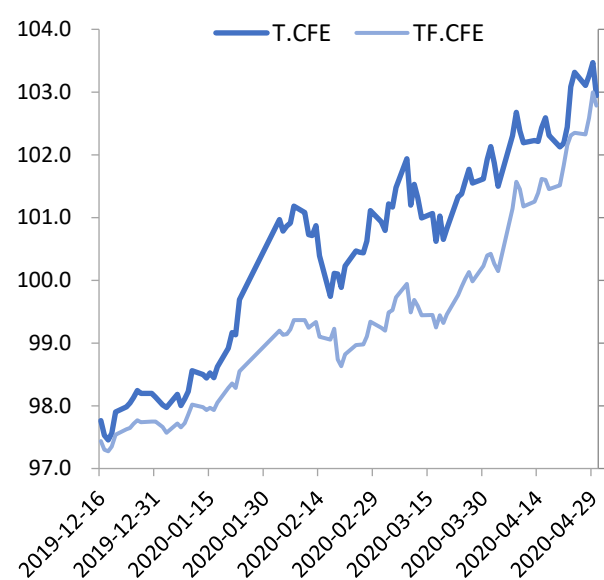
数据来源：Wind，混沌天成研究院

数据来源：Wind，混沌天成研究院

2. 财政扩张压力下长端收益率小幅调整，中端表现最好，收益率曲线保持陡峭

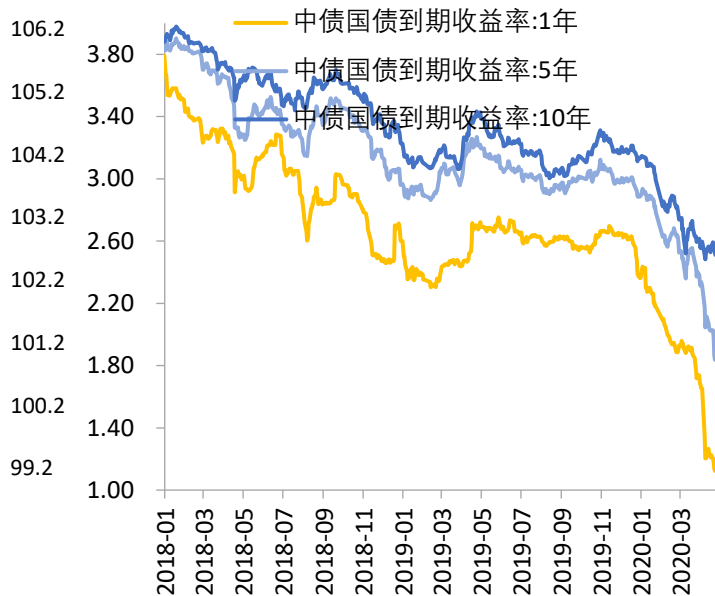
本周债市受到财政部继续下达万亿地方政府专项债额度以及 PMI 指数继续扩张的压制小幅调整，但资金面整体宽松的格局下，中短端表现仍然向好，5 年期国债收益率周内继续下行 5bp，5 年期国债期货 TF 继续创新高。

图表 26：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



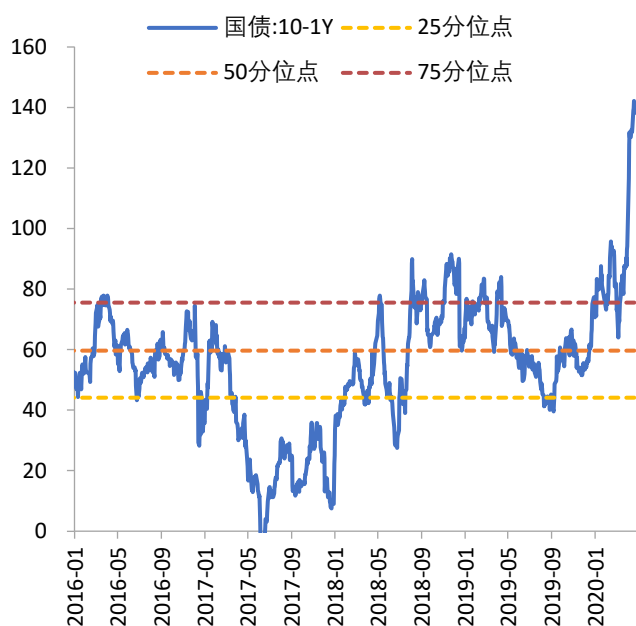
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 27：国债收益率（%）



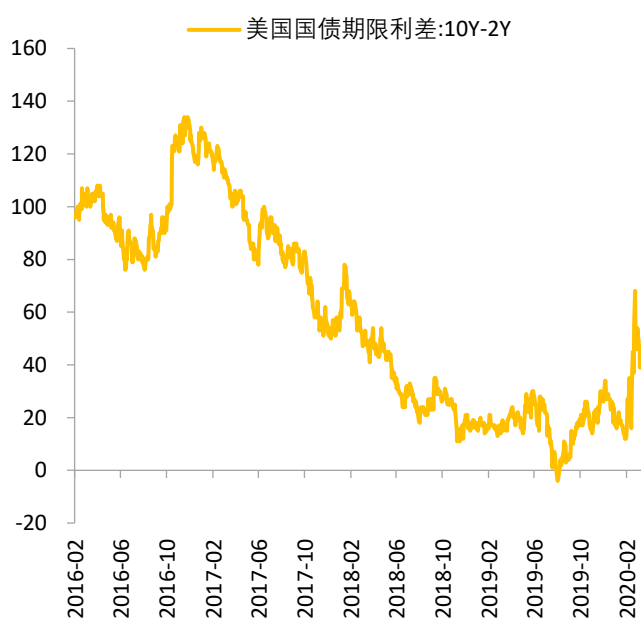
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 28：国债 10-1Y 长短端期限利差（bps）



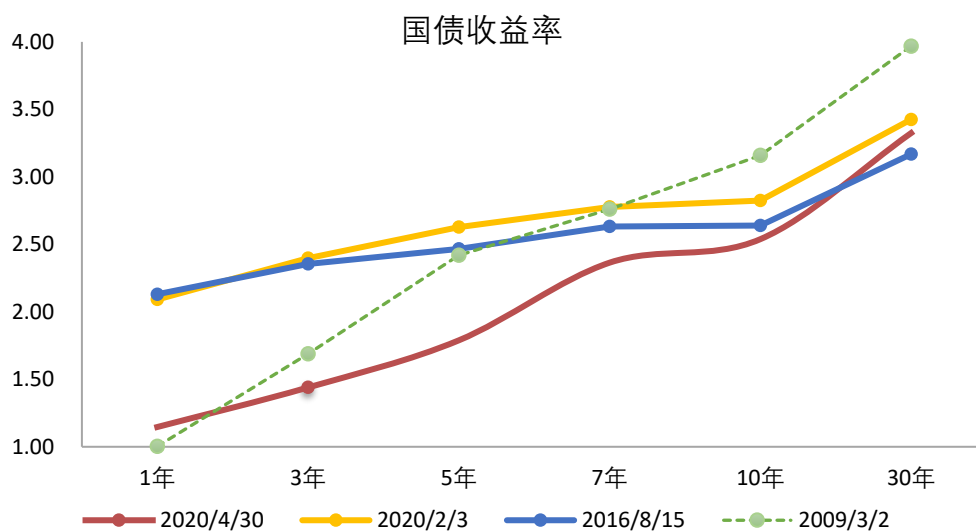
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 29：美债长短端期限利差（bps）



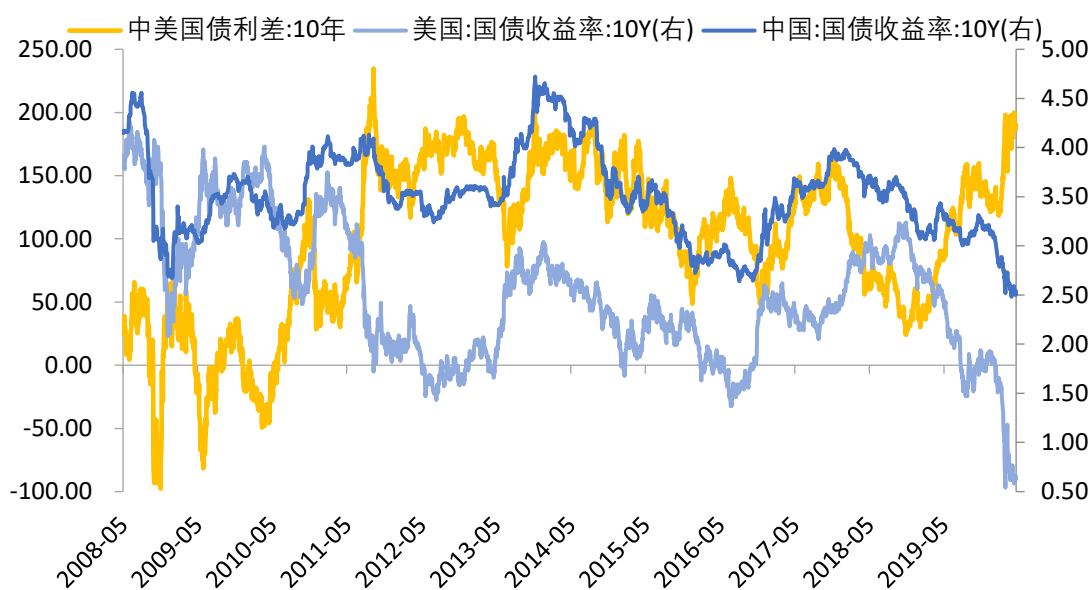
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 30: 国债收益率曲线 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 31: 10 年期中美国国债收益率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

3. 债市观点

当前债市的核心逻辑仍然是总需求不足带来的经济内生增长动力不足以及货币政策宽松，债牛格局仍然延续，4 月 PMI 数据显示经济修复力量仍然偏弱，内需恢复不足，同时外需冲击逐渐

加大，经济增长压力仍在增大。

但政策对冲力度的不确定性带来长端利率下行的犹豫，财政发力预期下长端收益率波动加大。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，中长端机会相对较好，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

