

## 求真 细节 科技 无界

## 混沌天成研究院

## 投资咨询部

✍️: 黄婷莉

☎️: 021-6183 8622

✉️: huangtl@chaosqh.com

从业资格号: F3021445

投资咨询号: Z0013504

## 国内生产活动正常化支撑内需逐步修复，但外需冲击仍在加大

## 观点概述:

4月出口增速较上月快速回升并录得正增长(3.5%)，大幅高于市场预期，并与市场感受不一致，4月新出口订单快速回落至30左右接近2月低点。4月出口超预期主要受到基数效应、前期积压订单交付，以及防疫物资出口的支撑，外需停滞下二季度出口仍面临较大压力。

**供给端恢复继续加快，需求端边际回升仍偏缓慢：**节后工业生产回升明显，日均耗煤量恢复至年后高位，超出去年同期水平，供给端恢复继续加快；节假日商品房销售有所回落，需求端边际回升仍偏缓慢，同比增速持续为负，土地成交快速回落，显示销售水平回落下房企拿地意愿回落。

## 策略建议:

近日债市在多重利空因素下出现明显回调，主因海外欧美疫情拐点后5月复工节奏逐步拉开，而国内方面，两会召开在即下市场对财政政策稳增长期待较高、5月万亿专项债发行额度下供给冲击较大，叠加订单集中交付支撑下4月出口数据超预期，近日债市的回调也反映了市场对于二季度经济逐渐修复的预期。

债市近日的调整的根本原因仍然是“利率绝对低位水平+高期限利差+资产负债收益率倒挂”带来的不稳定格局，带来债市的高波动状态，在基本面挖坑后的逐渐修复期，短期经济修复的高度和速度不可证伪下债市面临一定的调整压力，但债市的核心逻辑“总需求不足带来的经济内生增长动力不足+货币政策宽松”决定行情逆转仍未到来，关注未来经济修复和年度增长目标的设定。

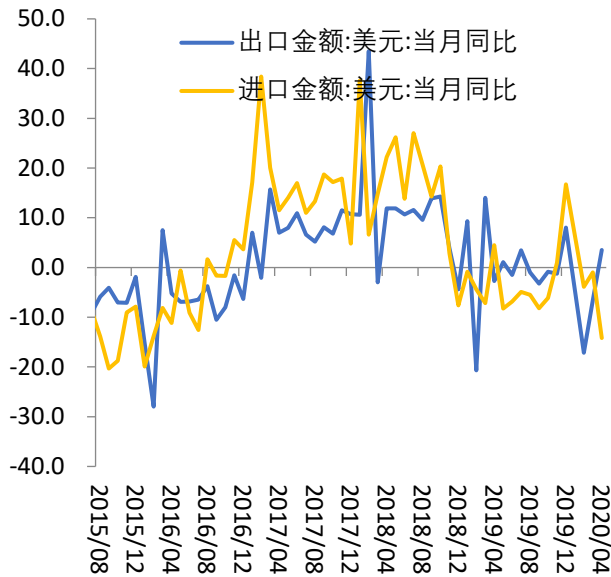
## 风险提示:

财政发力不及预期，外需冲击超预期

## 一、积压订单交付和防疫物资出口支撑 4 月出口增速超预期

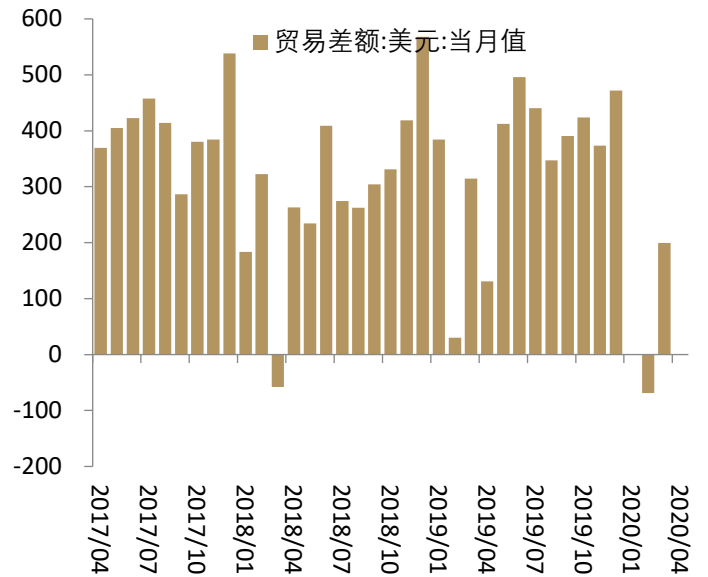
4 月出口增速较上月快速回升并录得正增长 (3.5%)，大幅高于市场预期，并与市场感受不一致，4 月新出口订单快速回落至 30 左右接近 2 月低点。主要受到基数效应、前期积压订单交付，以及防疫物资出口的支撑，外需停滞下二季度出口仍面临较大压力。

图表 1: 官方 PMI (%)



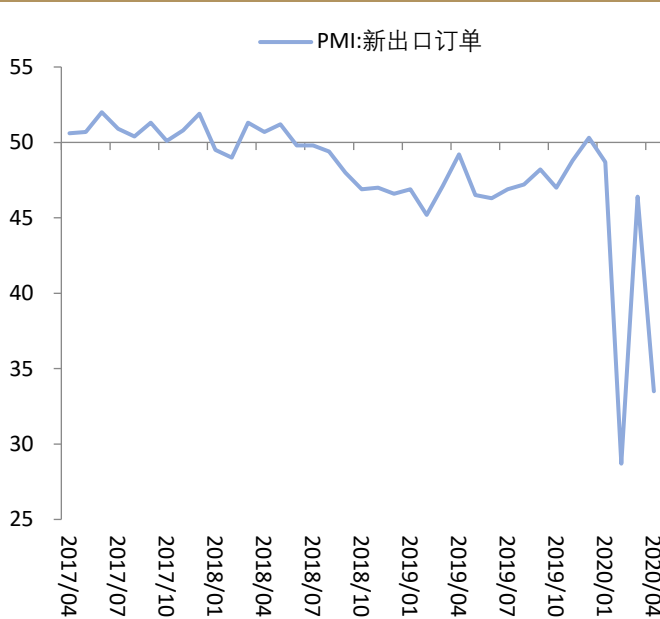
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 2: 经同比转化后的 PMI 指数 (%)



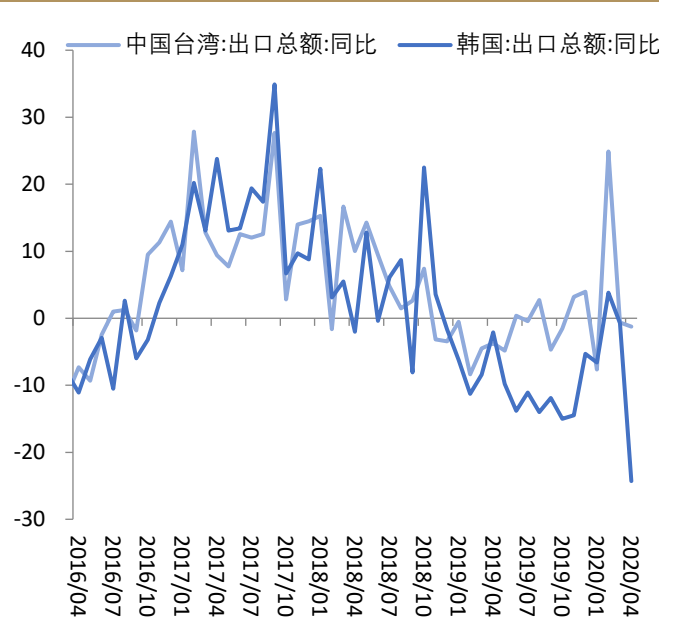
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 3: PMI 新出口订单 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

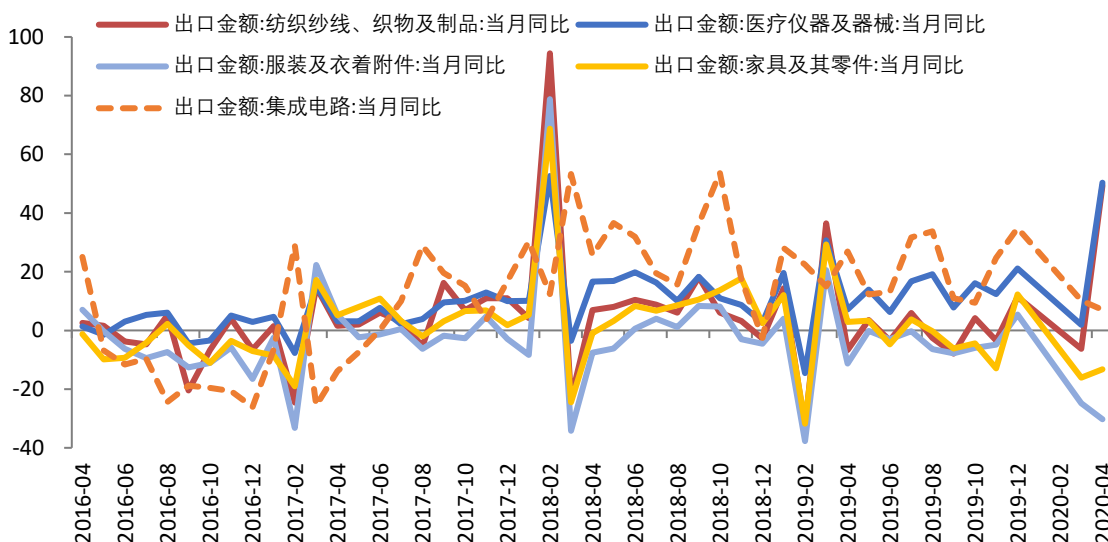
图表 4: 台湾韩国出口增速 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

从分项来看，纺织纱线、织物及制品和医疗仪器及器械的出口增速大幅升高，与服装、家具等出口形成明显分化，主因4月口罩、防护服、检测试剂盒、测温仪、呼吸机等防疫物资出口明显增加，支撑4月出口超预期。

图表 5：出口分项 (%)



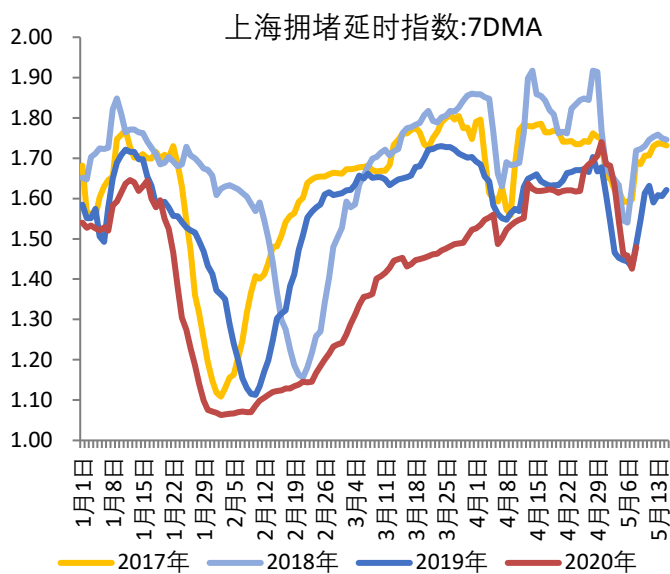
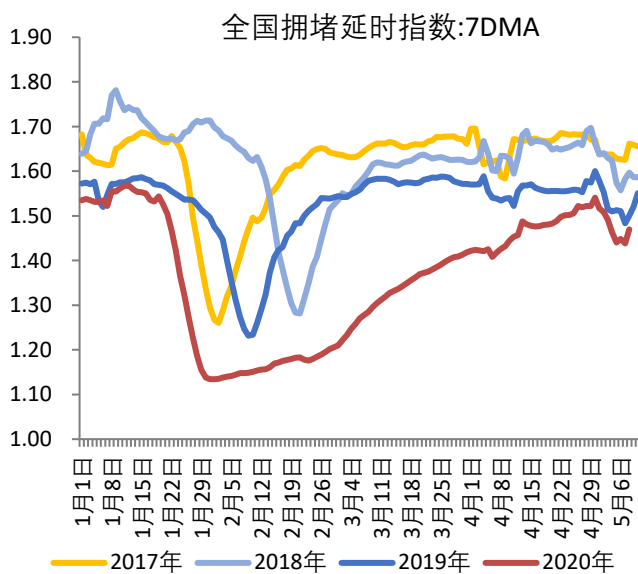
数据来源：Wind，混沌天成研究院

## 二、复工高频跟踪：供给端恢复继续加快，需求端边际回升仍偏缓慢

节后全国拥堵延时指数重回上升趋势，道路交通接近去年同期水平，但地铁等公共交通恢复仍略偏慢，主要城市地铁客运量达恢复程度约55%。

图表 6：全国拥堵延时指数（7日均值）

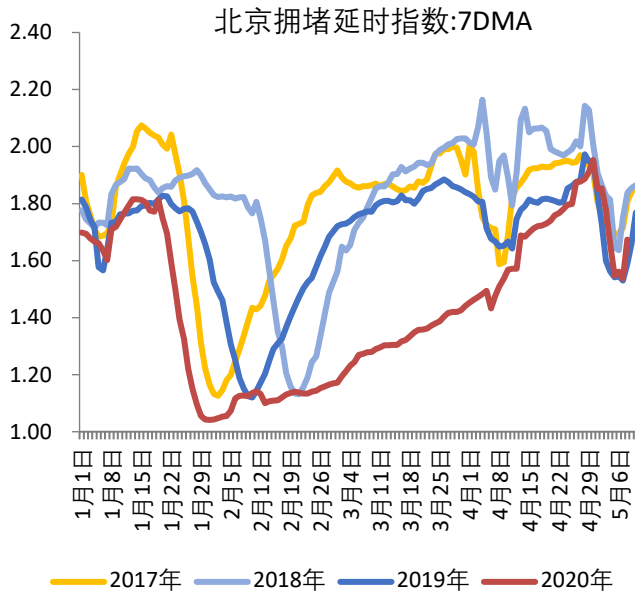
图表 7：上海拥堵延时指数（7日均值）



数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

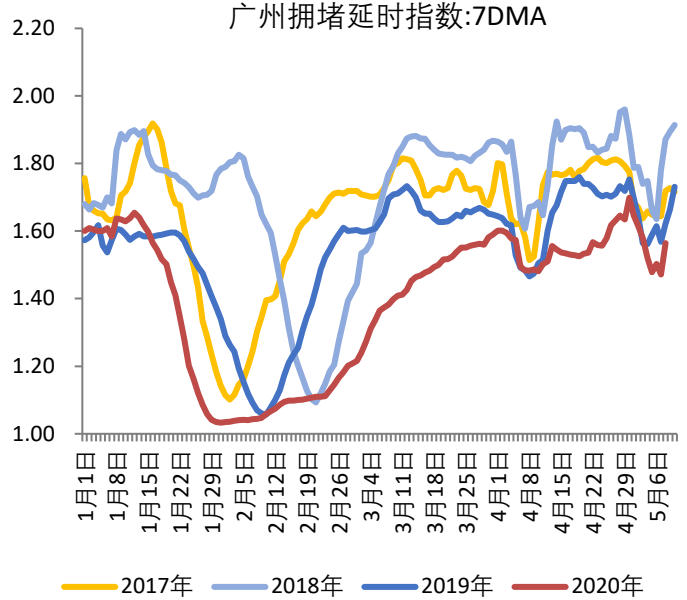
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 8：北京拥堵延时指数（7 日均值）



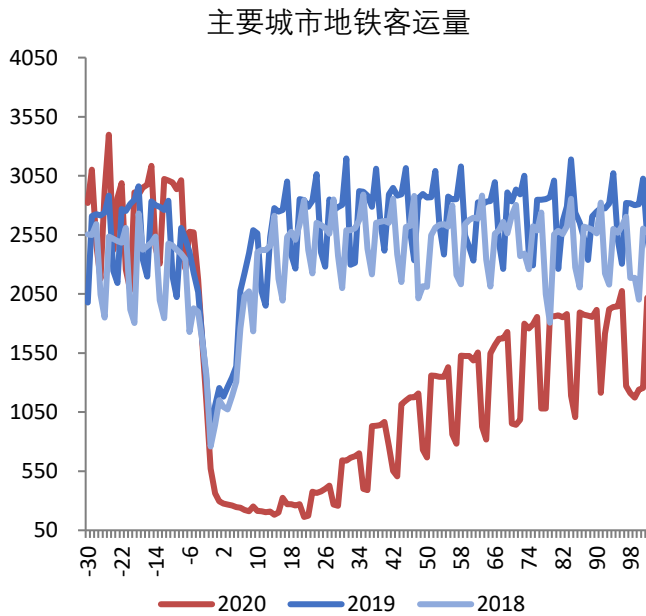
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 9：广州拥堵延时指数（7 日均值）



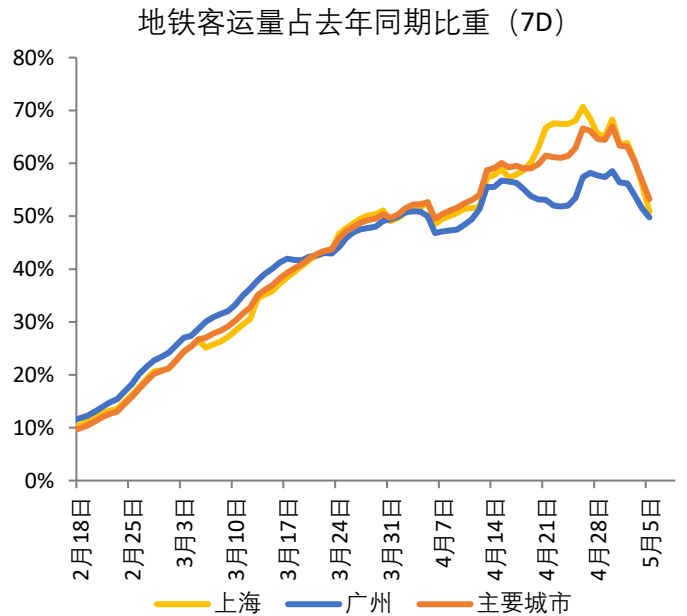
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 10：主要城市地铁客运量（万人）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

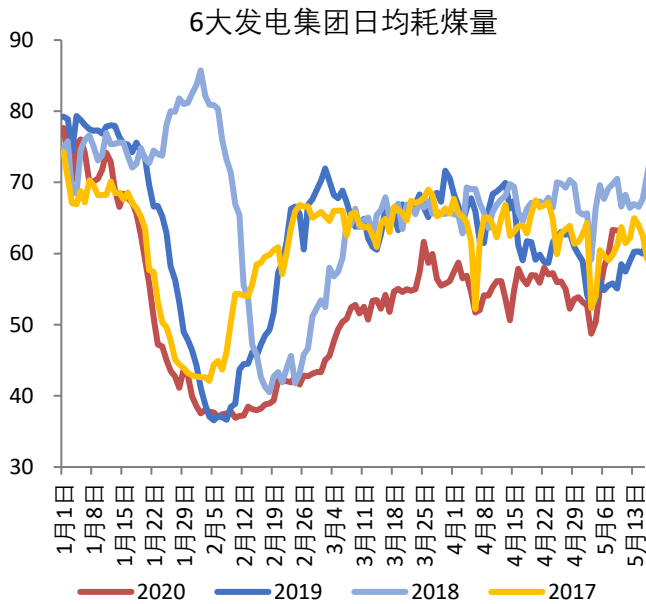
图表 11：周均地铁客运量占去年同期比重（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

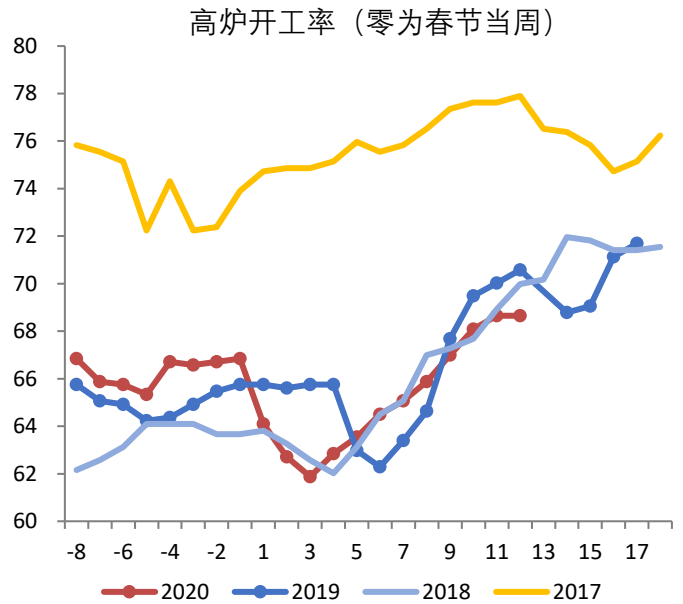
节后工业生产回升明显，日均耗煤量恢复至年后高位，并超出去年同期水平，供给端恢复继续加快。

图表 12: 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

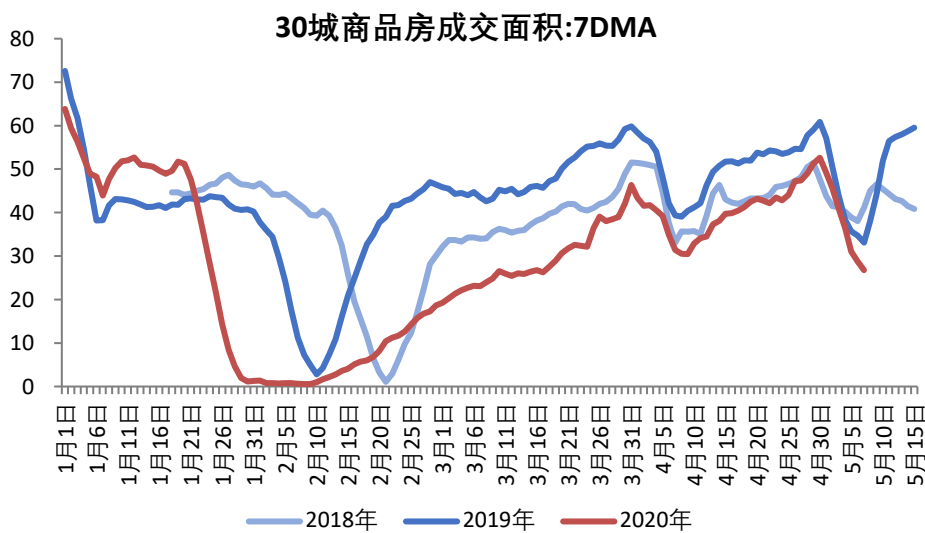
图表 13: 高炉开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

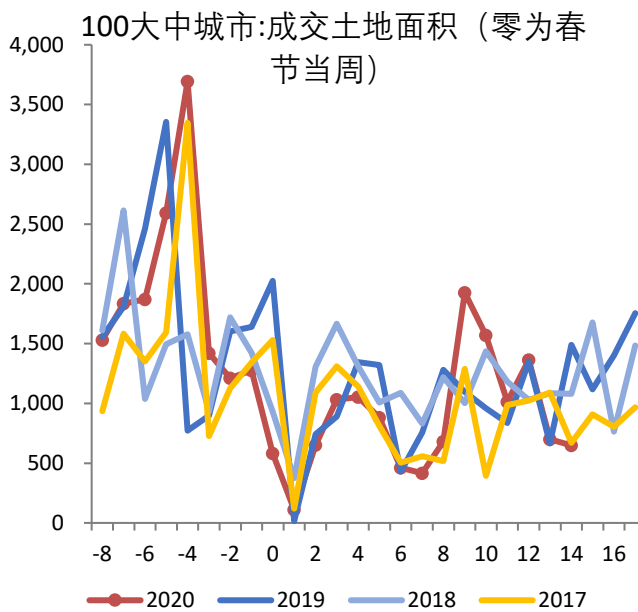
节假日商品房销售有所回落, 需求端边际回升仍偏缓慢, 同比增速持续为负, 土地成交快速回落, 显示销售水平回落下房企拿地意愿回落。

图表 14: 30大中城市商品房成交面积 (万方)



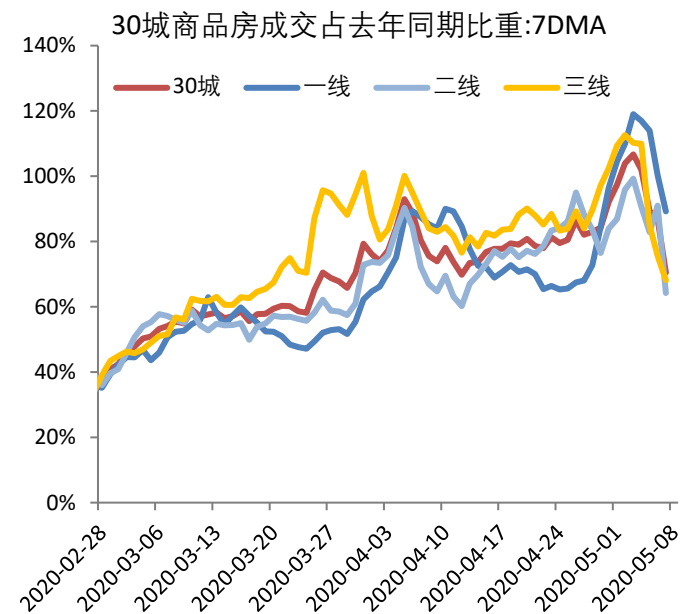
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 15: 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 16: 30 大中城市商品房成交占去年比重 (%)



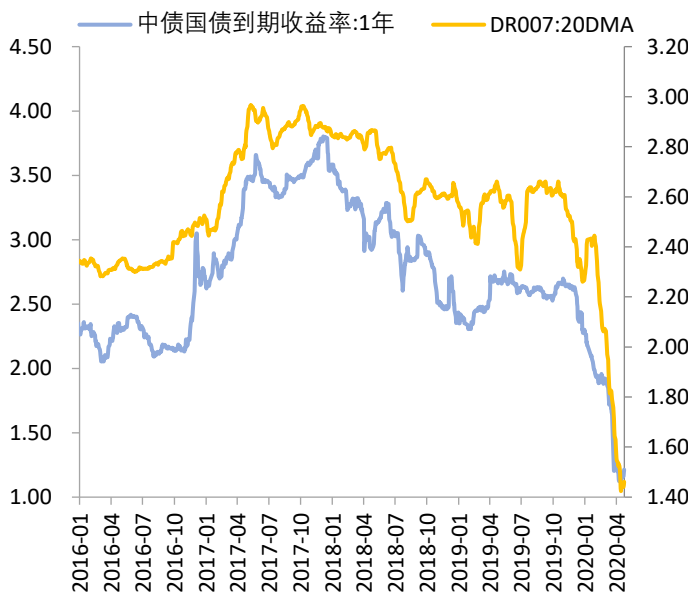
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

### 三、债市观点

#### 1. 月初资金面重回宽松，隔夜回购利率跌至 1% 以下

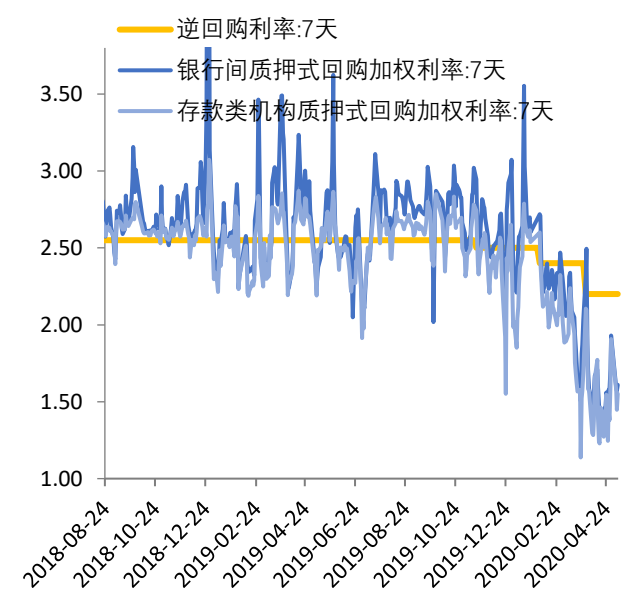
月初资金需求较少下银行间资金面重回充裕状态，隔夜回购加权利率进一步下行重回 1% 下方，流动性暂时仍难改宽松局面。

图表 17: 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

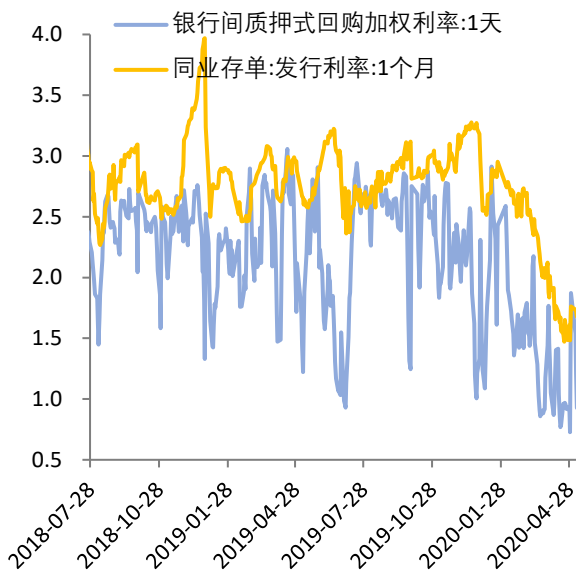
图表 18: 利率走廊 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

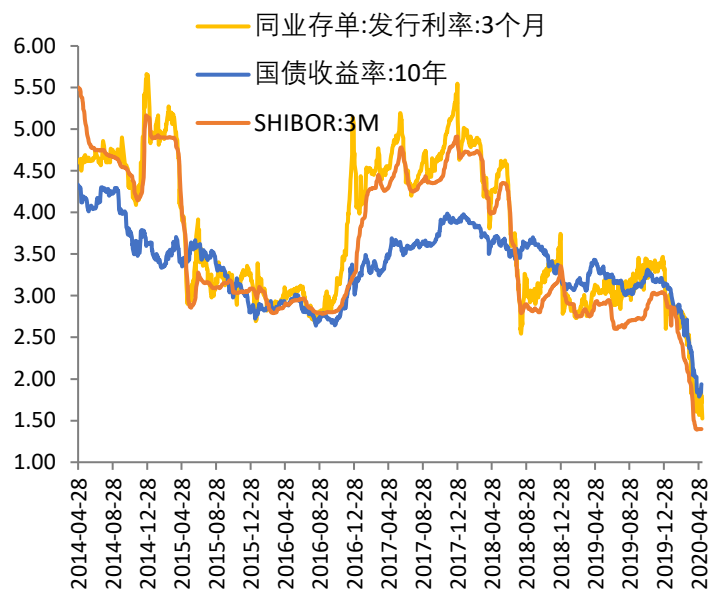


图表 19: 隔夜回购利率 VS. 同业存单利率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 20: 3 个月 Shibor 利率 & 同存发行利率 (%)

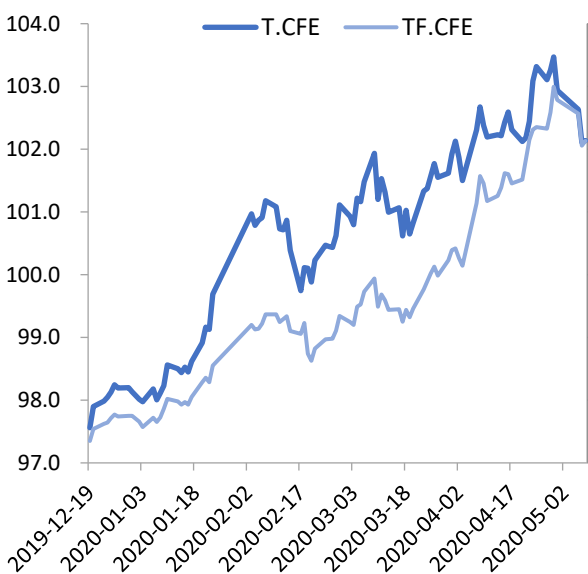


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

## 2. 供给冲击叠加大基本面向好预期下本周债市明显回调

近日债市在多重利空因素下出现明显回调, 主因海外欧美疫情拐点后 5 月复工节奏逐步拉开, 而国内方面, 两会召开在即下市场对财政政策稳增长期待较高、5 月万亿专项债发行额度下供给冲击较大, 叠加订单集中交付支撑下 4 月出口数据超预期, 近日债市的回调也反映了市场对于二季度经济逐渐修复的预期。

图表 21: 国债期货主力合约 (右轴 TF) (元)



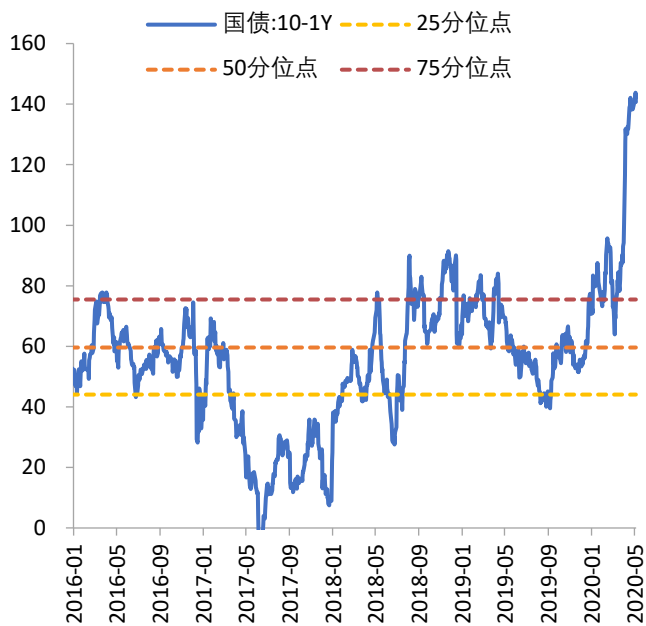
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 22: 国债收益率 (%)



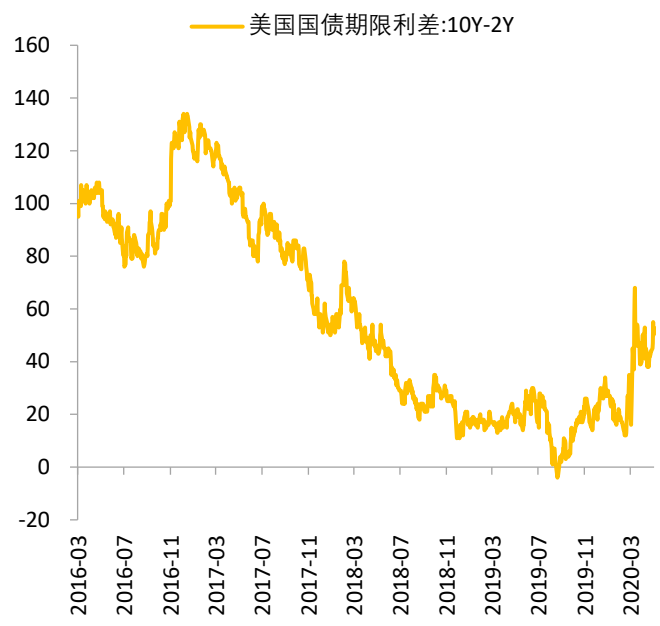
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 23: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bps)



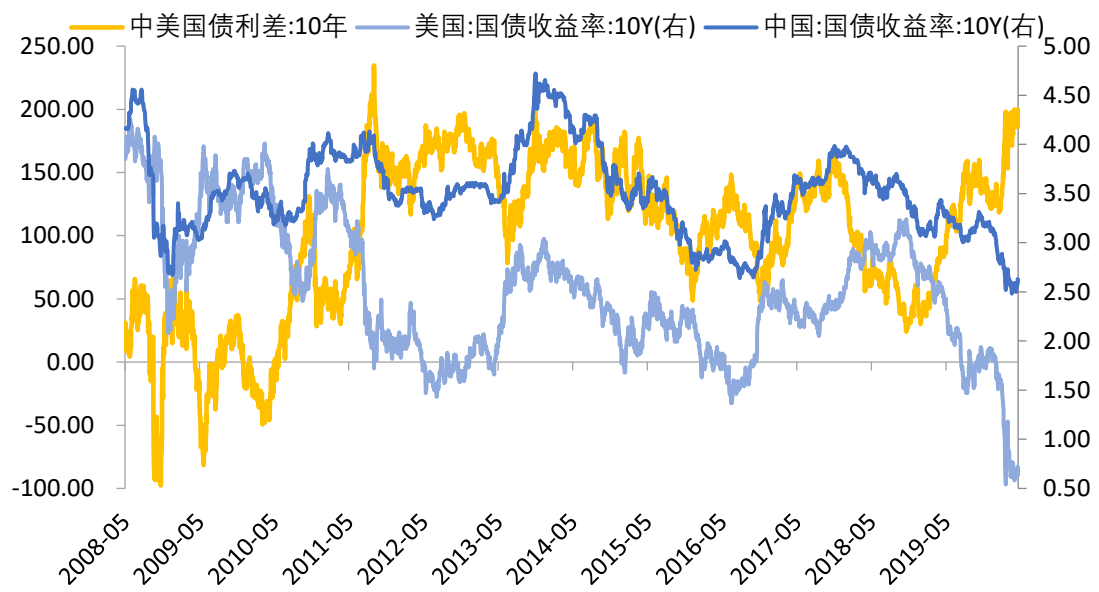
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 24: 美债长短端期限利差 (bps)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 25: 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

债市近日的调整的根本原因仍然是“利率绝对低位水平+高期限利差+资产负债收益率倒挂”带来的不稳定格局，带来债市的高波动状态，在基本面挖坑后的逐渐修复期，短期经济修复的高度和速度不可证伪下债市面临一定的调整压力，但债市的核心逻辑“总需求不足带来的经济内生增长动力不足+货币政策宽松”决定行情逆转仍未到来，关注未来经济修复和年度增长目标的设定。

### 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

