

## 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

## 美联储继续强化流动性支持，人民银行货币政策力度加码

## 观点概述:

年初以来股、债、汇、另类等大类资产走势当中，VIX表现最为出色，黄金、债券等避险资产走强，欧美股市等风险资产跌幅较大。

3月31日，美联储宣布设立临时性回购便利工具FIMA，对海外美元流动性提供支持，主要针对对象为海外央行和国际货币当局，美联储这一举动有助于减缓离岸机构抛售美元资产换取流动性的行为，同时支持国债作为抵押有助于稳住海外持有大量美债的央行和非央机构，从而让接下来巨额国债发行具有更稳定的购买力。

4月3日，美国劳工部公布最新一期的失业数据，非农就业人数下降70.1万人，超出市场预期-10万，3月份失业率为4.4%，环比上升0.9个百分点，为1975年以来最大单月增幅，考虑到三月份的数据截至日期为3月中旬，而过去两周周度初次申请失业救济人数分别为665万和330万，计入这部分的失业人数，美国3月份的失业率将达到10%左右，这已经是2008年金融危机时候的峰值。

3月国内PMI回归荣枯线上方，但作为环比指标，反应企业活动的恢复性改善，当前国内工业生产恢复约8成，实体经济尚未完全恢复正常。新订单恢复程度受到出口偏弱的拖累，预计二季度外需走弱将对经济形成持续冲击；价格指数收缩下显示需求趋弱下工业品价格回落压力较大，PPI通缩程度加深，需求仍然低迷下企业主动扩产意愿偏弱。而具有“同比”意义的BCI指数显示企业经营状况仍较去年同期大幅收缩，就业及通缩风险仍在上升。

中央政治局会议召开后，政策对冲力度加大，人民银行操作频发，下调7天逆回购利率20bp并进一步对中小银行实施定向降准，同时自08年以来首次下调超额存款准备金利率。作为理论上的货币市场利率走廊的下限，下调IOER有助于进一步降低货币市场率中枢，并向无风险利率和实体融资成本下行传导，同时倒逼商业银行加大实体信贷投放力度，提高资金使用效率。

## 风险提示:

海外疫情加速扩散，各国刺激措施不及预期

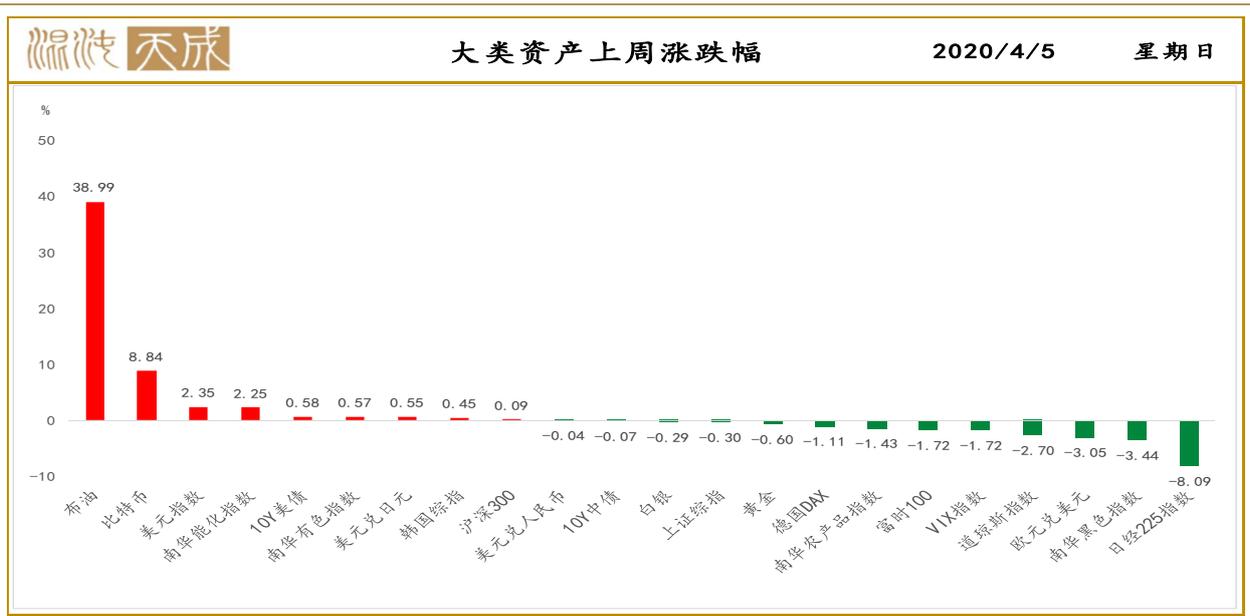
混沌天成期货研究院



## 一、大类资产走势回顾

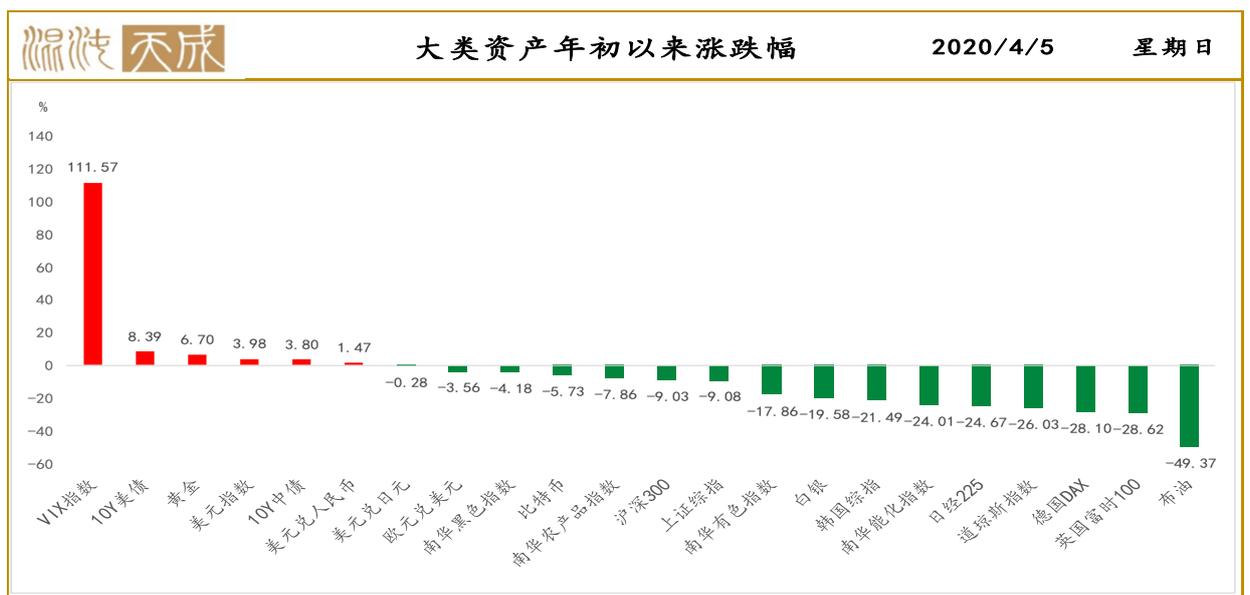
上周（截至4月5日）原油价格表现强势，布伦特原油期货价格周度涨幅接近40%，另类资产比特币涨幅紧随其后，欧美股市则继续延续阴跌势头。而年初以来，各类资产当中，以VIX和避险资产如国债、黄金涨幅居前。

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

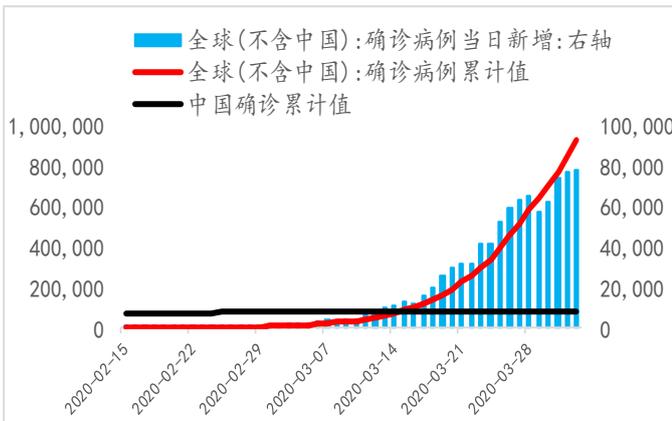


数据来源：Wind，混沌天成研究院

## 二、海外疫情跟踪

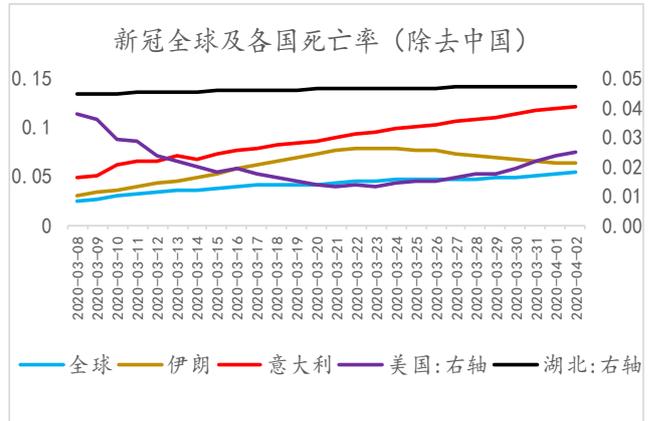
截至4月5日海外累计确诊已接近100万，欧美地区仍是新增确诊的重灾区，美、英、意、西新增居前，与确诊并行的是意大利、美国以及全球整体的死亡率仍然在持续攀升，说明疫情的扩散导致医疗系统主要收治重症患者，即实际确诊数据要比当前百万级别更为严重，海外疫情拐点尚未出现。

图表 3：海外累计确诊远超中国



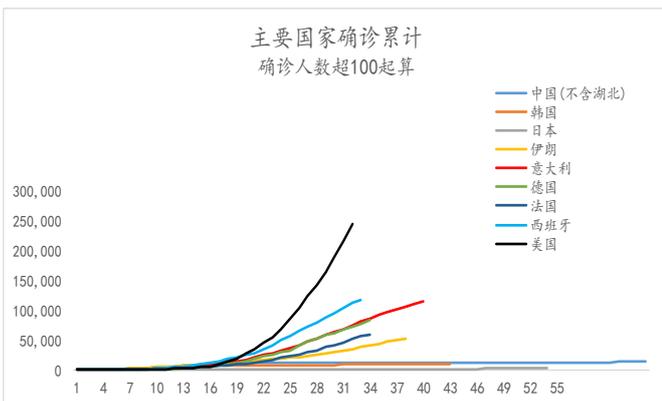
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 4：海外死亡率居高不下



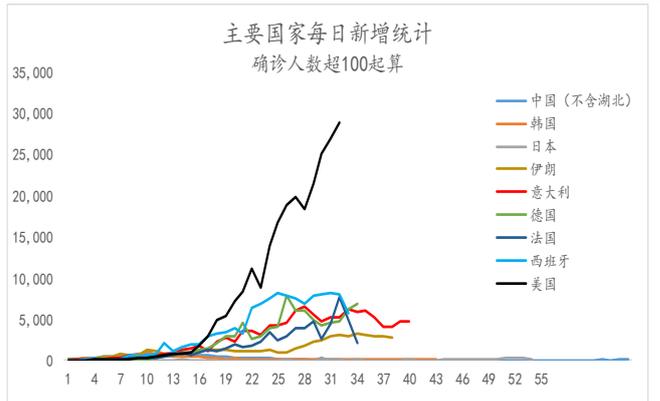
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 5：西班牙确诊已超意大利



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 6：美国新增确诊速度居高不下

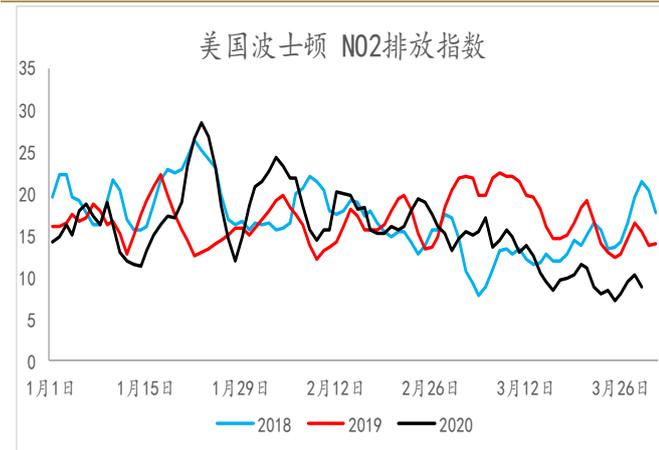


数据来源：WIND，混沌天成研究院

为了观察疫情对海外经济活动的影响以及防控措施对人员活动的限制力度，我们通过北京四象爱数科技监测的城市排放数据来对主要疫情扩散城市进行监控，自3月下旬开始，洛杉矶、米兰、马德里等城市的城市排放指数与去年同期相比普遍下降了50%左右，上海与武汉自农历新年第一日

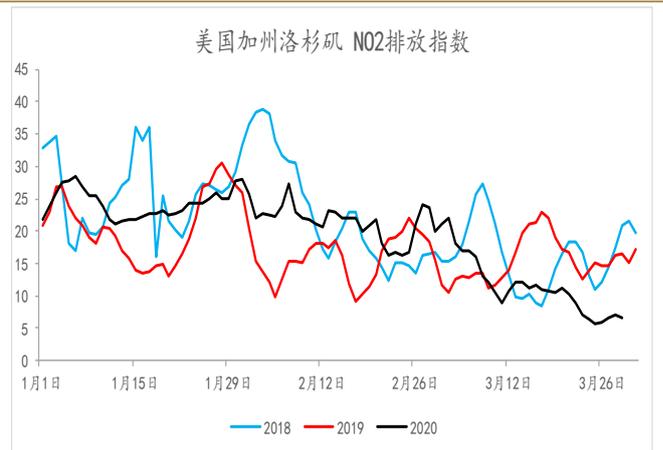
起至疫情相对受控的第五十日计算，2020 年城市排放相对往年同期也约为 50%，仅仅从城市排放视角来看的话，说明欧美地区封禁措施已达到国内当初封禁大城市的水平，日韩城市排放则下降相对较小，东京相比往年同期仅下滑约 20%。

图表 7：海外经济活动追踪：纽约城市排放数据



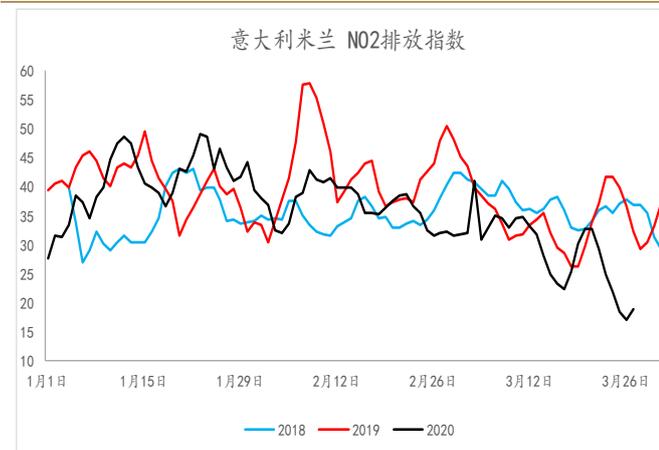
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 8：海外经济活动追踪：洛杉矶城市排放数据



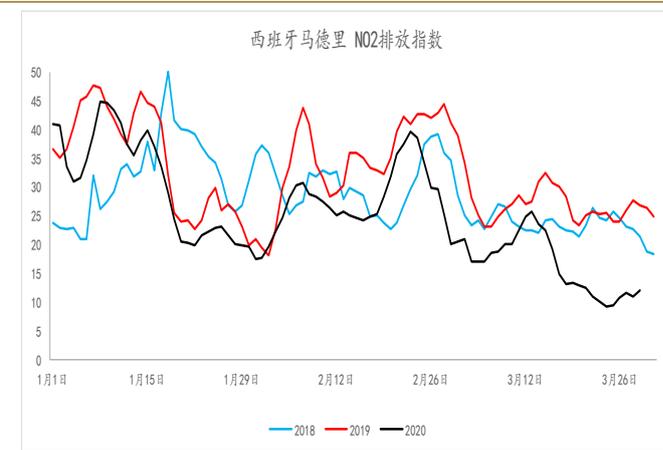
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 9：海外经济活动追踪：米兰城市排放数据



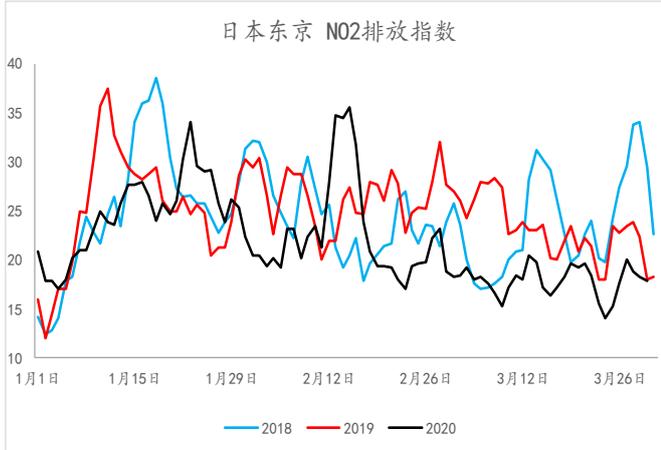
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 10：海外经济活动追踪：马德里城市排放数据



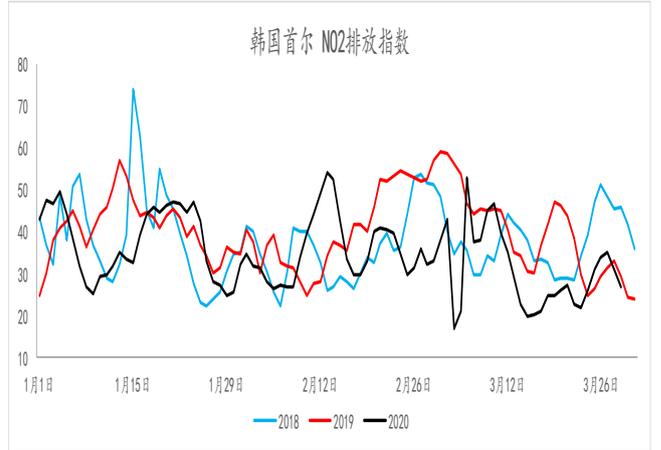
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 11: 海外经济活动追踪: 东京城市排放数据



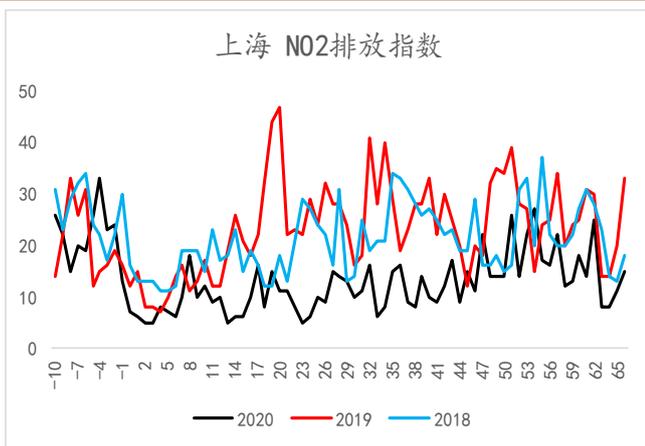
数据来源: 北京四象爱数科技, 混沌天成研究院

图表 12: 海外经济活动追踪: 首尔城市排放数据



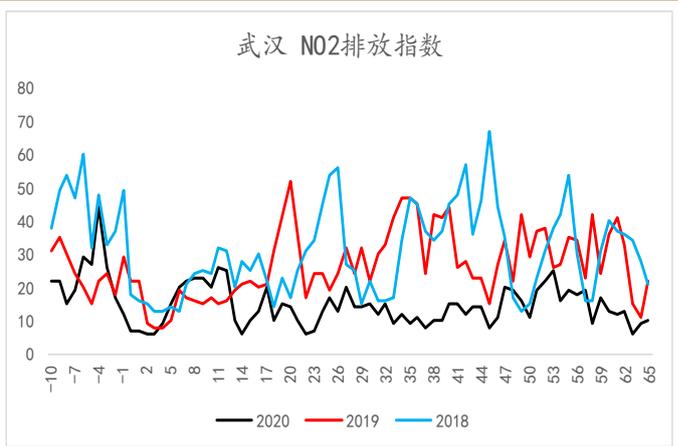
数据来源: 北京四象爱数科技, 混沌天成研究院

图表 13: 上海城市排放数据



数据来源: 北京四象爱数科技, 混沌天成研究院

图表 14: 武汉城市排放数据

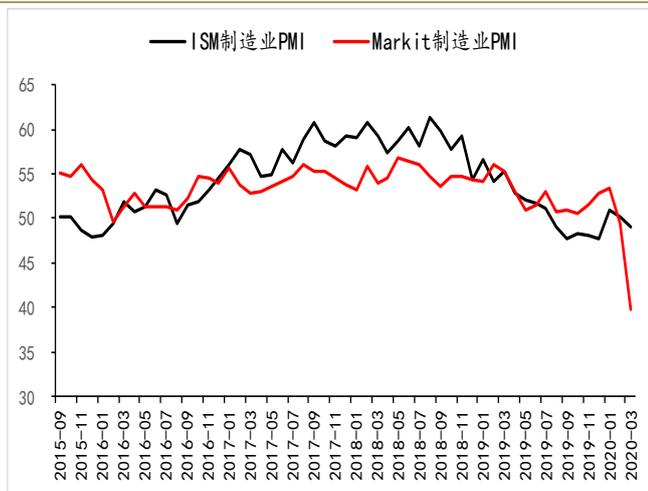


数据来源: 北京四象爱数科技, 混沌天成研究院

### 三、海外经济数据跟踪

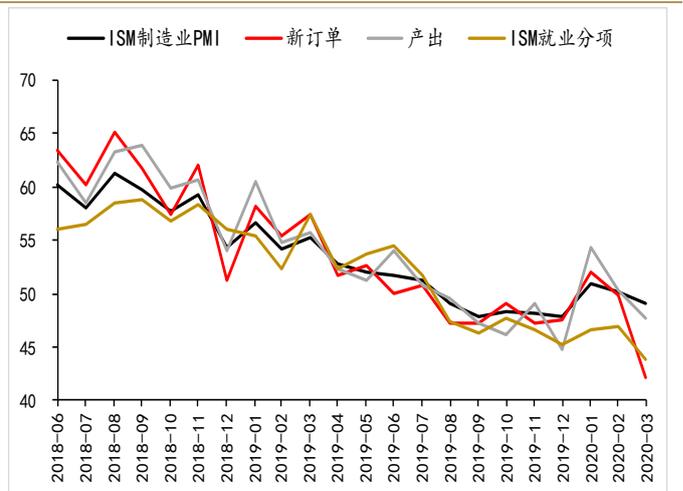
美国3月ISM制造业PMI 49.1，略好于预期45，但仍低于荣枯线以下，主要因疫情发展使得工厂停工导致，其中具体分项内，新订单和就业受疫情影响更为显著，其降幅居前，显示出未来制造业景气度将会受到更大的下滑压力，欧美地区经济构成以消费为主力，因此疫情对经济的冲击在服务业上体现的更为明显，欧美地区3月的PMI走势已是历史最低水平。

图表 15：美国制造业 PMI 走势



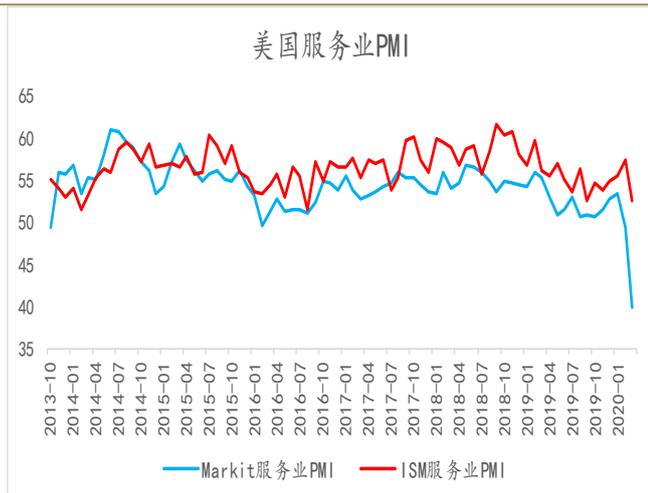
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 16：美国 ISM 制造业 PMI 分项走势



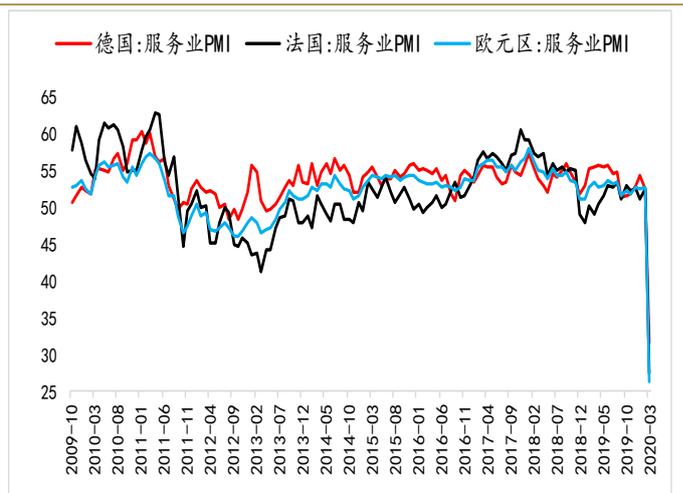
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 17：美国服务业 PMI 走势



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 18：欧洲服务业 PMI 走势

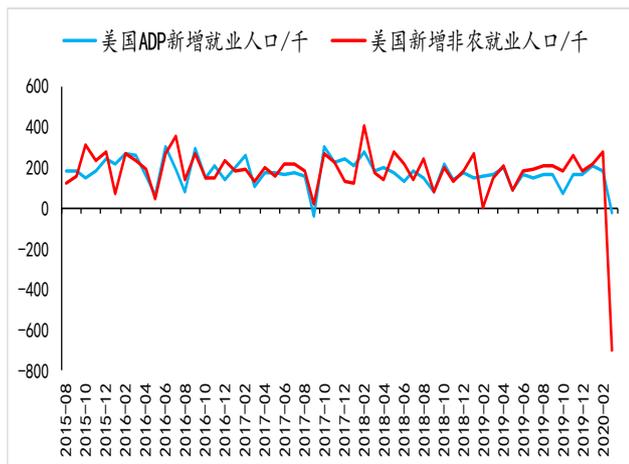


数据来源：WIND，混沌天成研究院

4月3日，美国劳工部公布最新一期的失业数据，非农就业人数下降70.1万人，超出市场预期-10万，3月份失业率为4.4%，环比上升0.9个百分点，为1975年以来最大单月增幅，考虑到三月

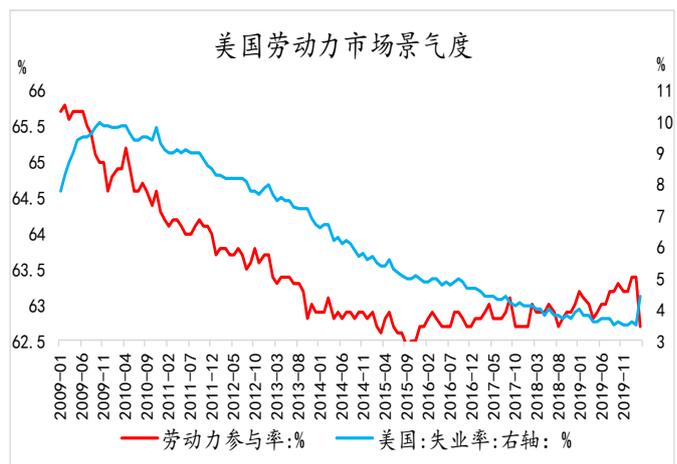
份的数据截至日期为3月中旬，而过去两周周度初次申请失业救济人数分别为665万和330万，计入这部分的失业人数，美国3月份的失业率将达到10%左右，这已经是2008年金融危机时候的峰值。

图表 19: 美国非农就业统计



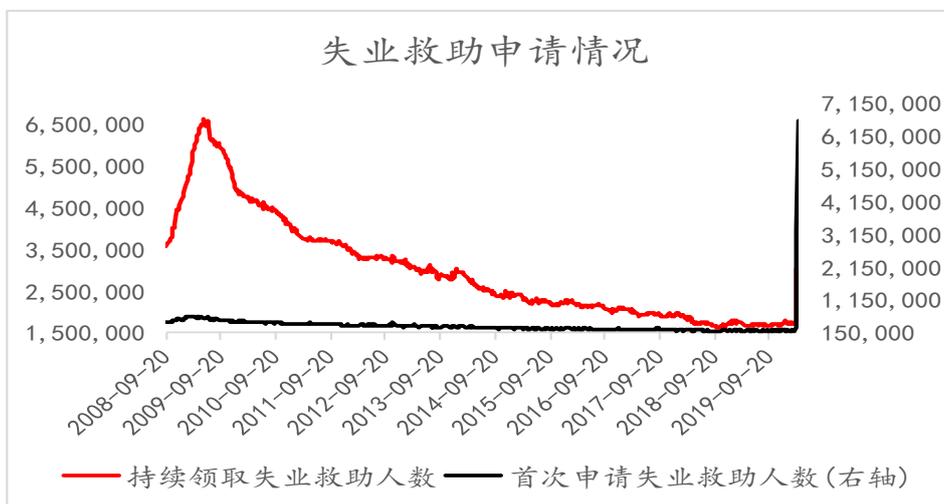
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 20: 美国劳动力市场景气度



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 21: 美国失业救助申请情况



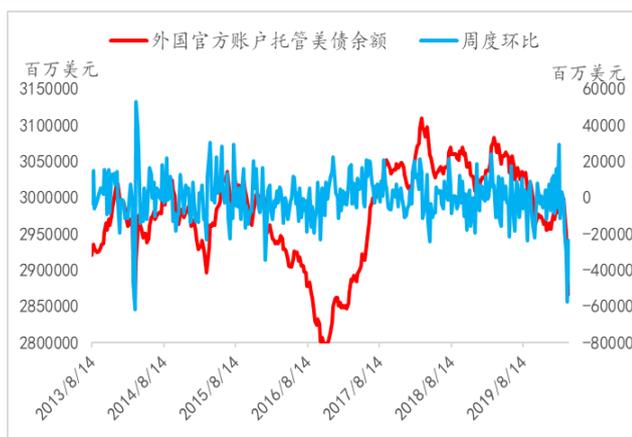
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

3月31日，美联储宣布设立临时性回购便利工具FIMA，对海外美元流动性提供支持，主要针对对象为海外央行和国际货币当局，此前美联储已经通过加强与海外央行的货币互换操作投放了超过3000亿美元的流动性，美联储这一举动相当于将投放美元行为常态化，这有助于稳住离岸机构

抛售美元资产换取流动性的行为。

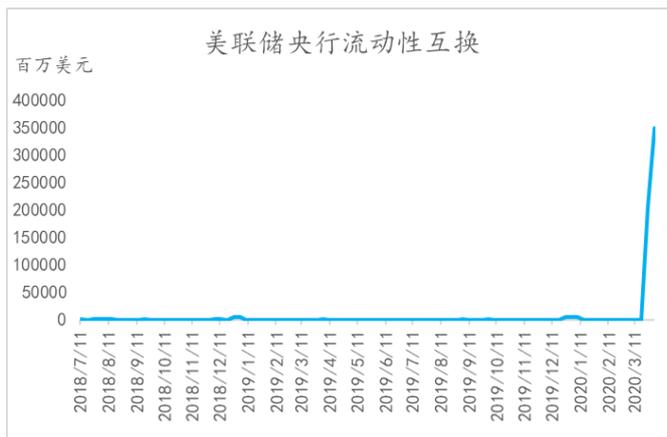
过去三周，海外央行累计减持了至少 1000 亿美元的美债，因此美联储支持国债作为抵押有助于稳住海外持有大量美债的央行和非央机构，从而让接下来巨额国债发行具有更稳定的购买力。

图表 22：海外央行托管在美联储美债余额



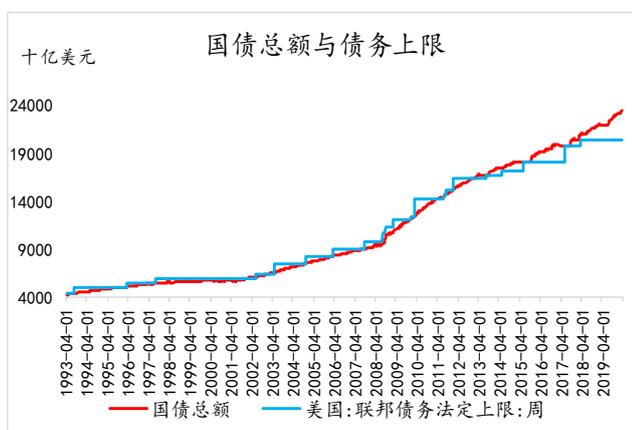
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 23：美联储近期向海外投放超 3000 亿美元



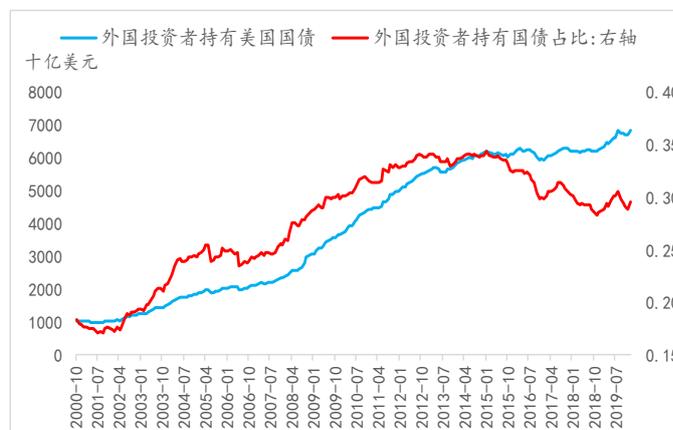
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 24：美财政刺激将继续推动债务总额上升



数据来源：WIND，混沌天成研究院

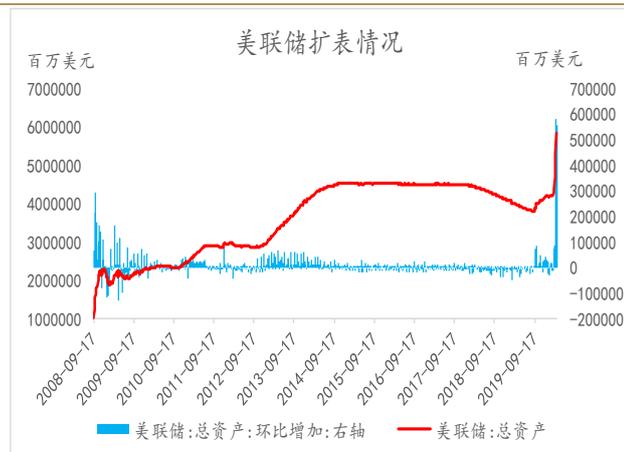
图表 25：外国投资者持有美债总额及占比



数据来源：WIND，混沌天成研究院

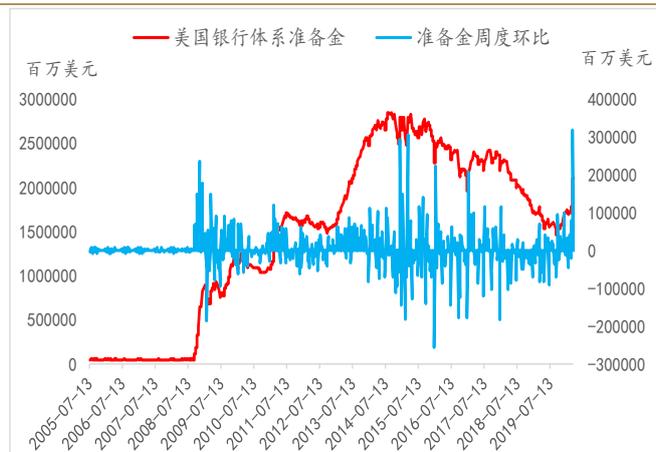
美联储的积极举措推动其资产负债表迅速扩张，目前扩表速度已是 2008 年以来最快，资产负债表规模也达到创纪录的 6 万亿美元，银行体系的流动性也受益于美联储扩表举措，准备金水平迅速增加。

图表 26: 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 27: 美联储扩表推动银行体系准备金水平上升



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

#### 四、美元流动性状况跟踪

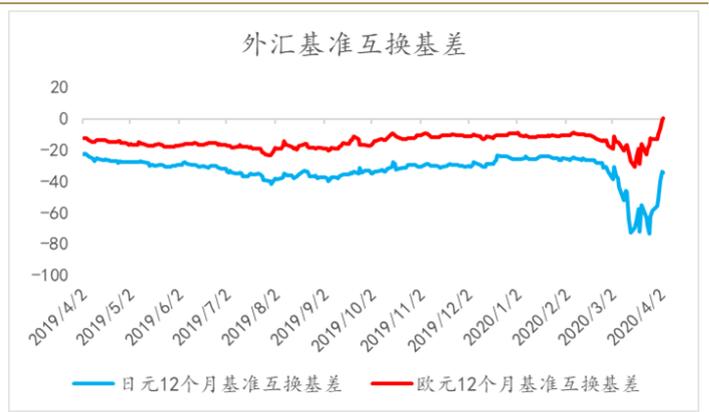
受美联储持续投放流动性影响，回购市场，离岸市场，债券市场流动性紧张的情况近期均有所缓解，但是值得注意的是，这种缓解并不代表流动性危机的消除，目前整体利差仍处在多年来的高位。

图表 28：离岸美元利差



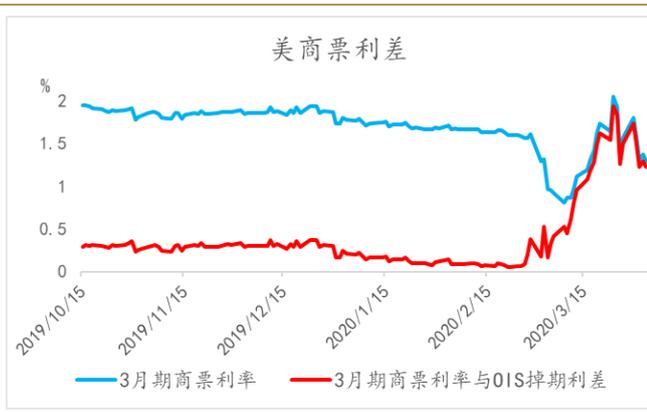
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 29：外汇基准互换基差



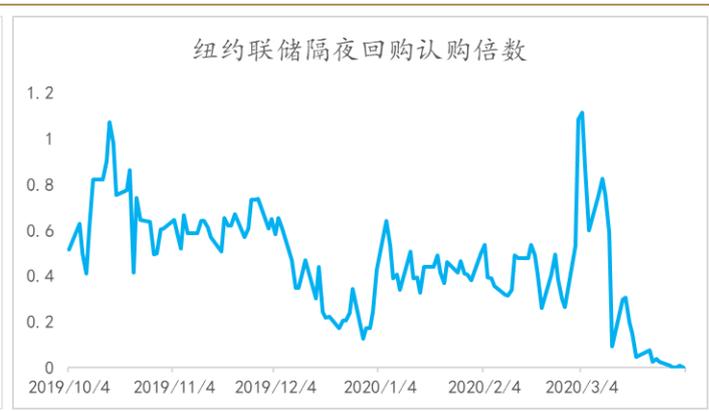
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 30：美国 3 月商票利差



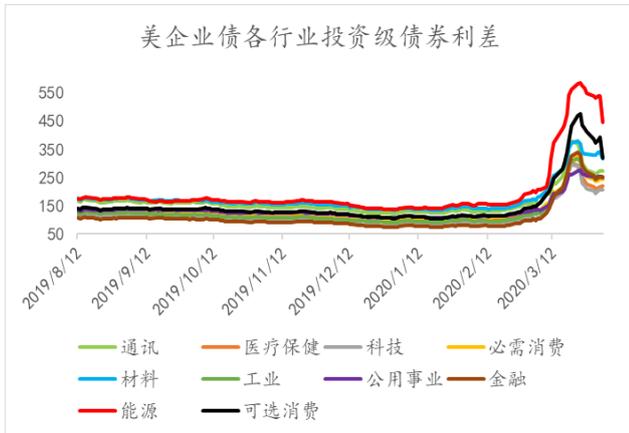
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 31：纽约联储隔夜回购认购倍数



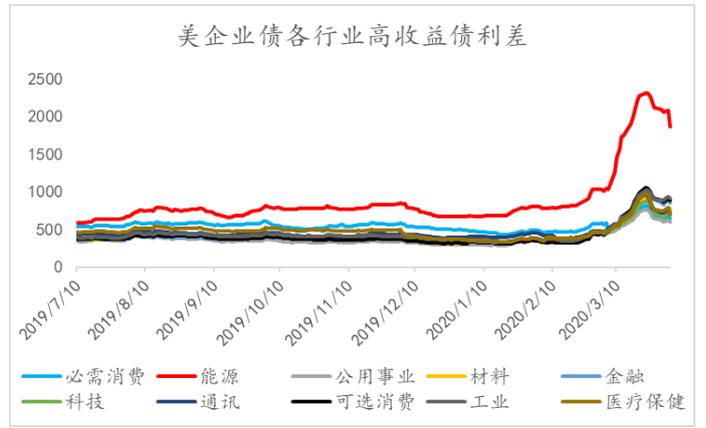
数据来源：WIND，混沌天成研究院

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: 欧洲企业债利差指数



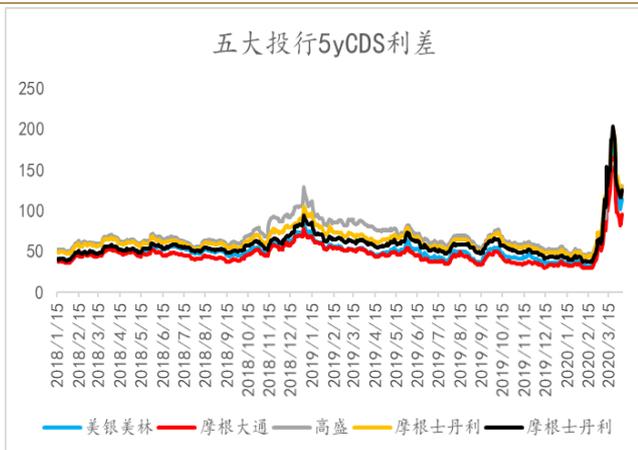
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 35: 彭博亚洲美元债利差指数



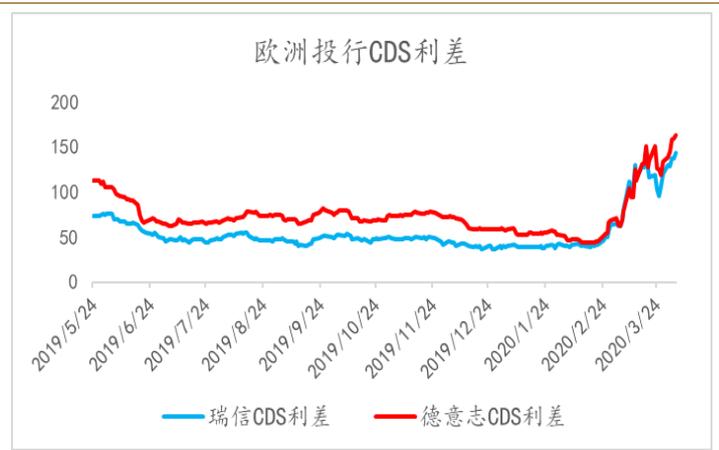
数据来源: WIND, 混沌天成研究院

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

## 五、国内经济数据跟踪：3月PMI看似好转，实则疲弱

中国3月官方制造业PMI为52，预期42.5，前值35.7；中国3月官方非制造业PMI为52.3，前值29.6。

3月PMI快速回升至52，回到50以上的扩张区间，但由于PMI是一个环比指标，统计的口径是和上月比是否好转，高于50说明3月企业生产活动好于2月停工停产下的低基数水平，更多的反应的是企业活动的恢复性改善。当前工业生产恢复约8成，实体经济尚未完全恢复正常。

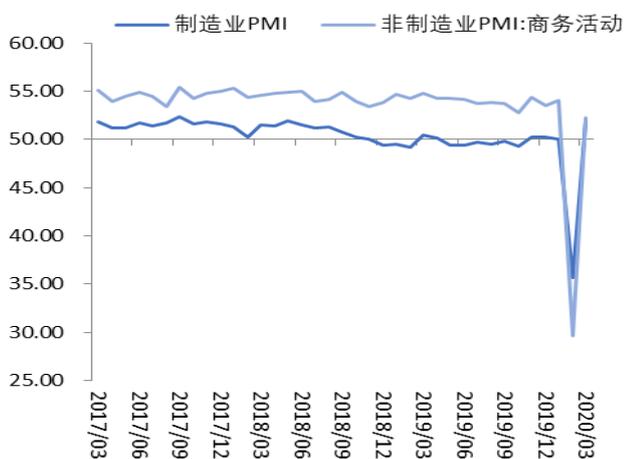
从分项来看：

(1) 生产指数恢复较快，新订单恢复程度受到出口偏弱的拖累，新出口订单仍位于50以下收缩区间，进口也继续收缩，预计二季度外需走弱将对经济形成持续冲击；

(2) 价格指数回落至50以下，显示需求趋弱下工业品价格回落压力较大，PPI通缩程度加深；

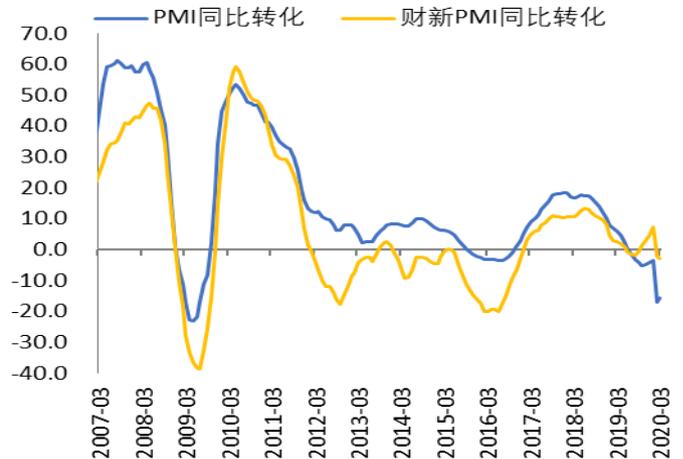
(3) 原材料库存和产成品库存分别回升15.1和3.0个百分点，仍处在收缩区间，显示需求仍然低

图表 38：官方 PMI (%)



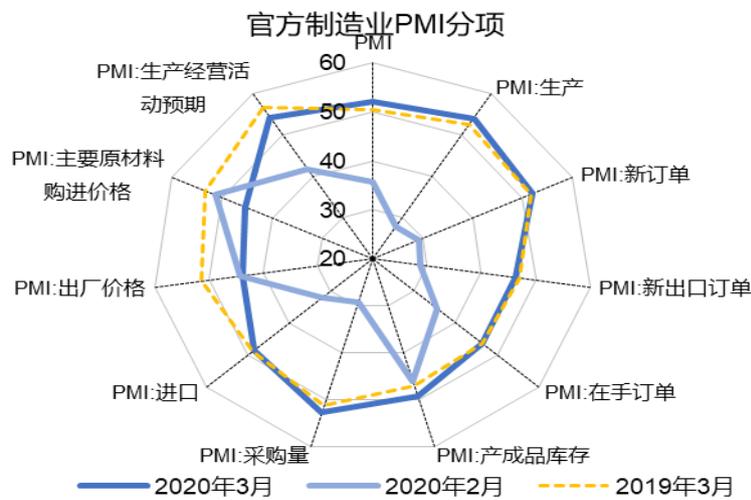
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 39：经同比转化后的 PMI 指数 (%)



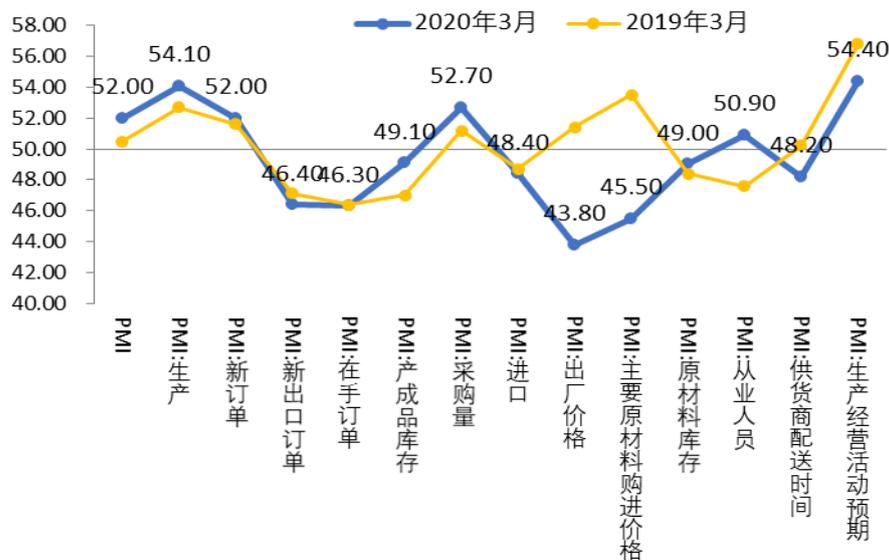
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 40：官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

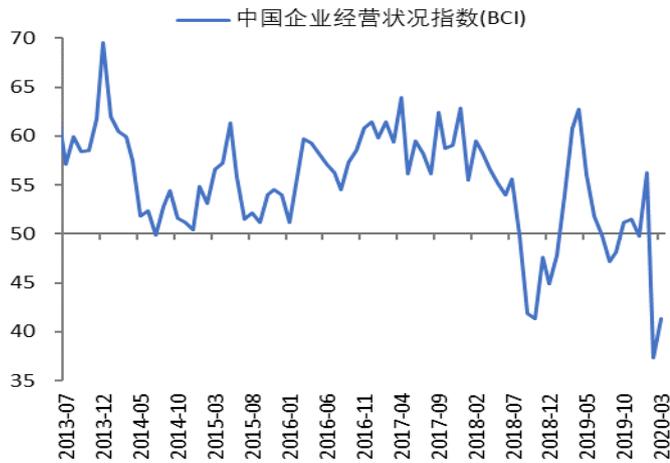
图表 41：官方制造业 PMI 分项 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

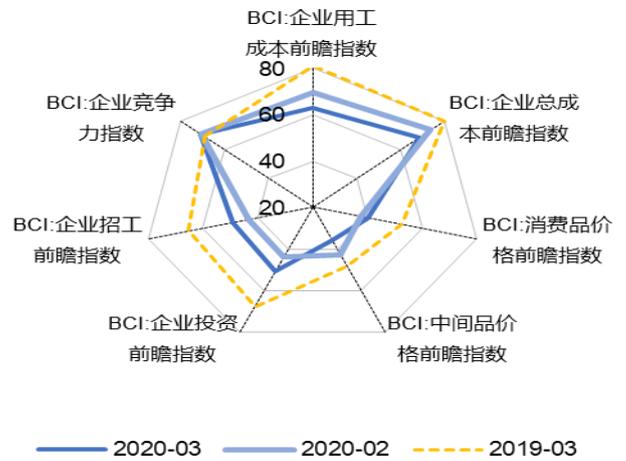
而从“同比”指标 BCI 指数来看，3月 BCI 指数较2月小幅好转，录得 41.29，但仍大幅低于 50 的荣枯线水平。由于其统计口径是调查企业经营状况在未来 6 个月与去年同期相比是否好转，显示企业经营状况仍较去年同期大幅收缩。各分项来看均较 2019 年 3 月明显收缩，且用工成本、中间品价格前瞻指数均低于 2 月水平，延续下行，就业及通缩风险仍在上升。

图表 42: BCI 指数 (%)



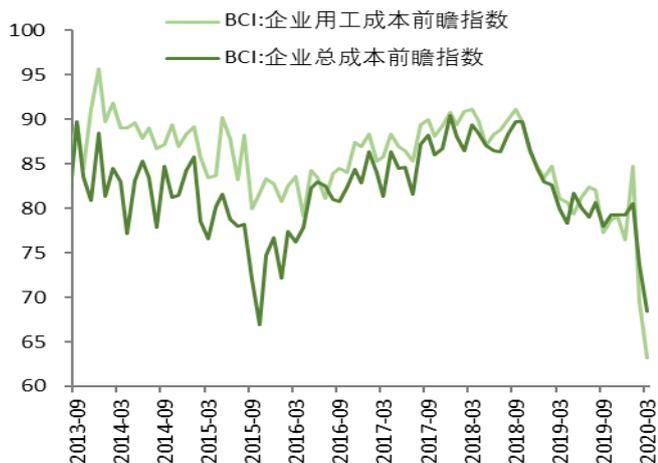
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 43: BCI 指数分项 (%)



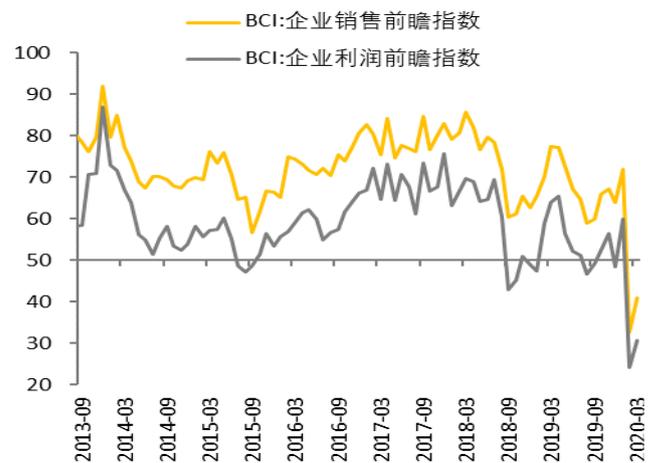
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 44: BCI 企业用工成本及总成本前瞻指数 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 45: BCI 企业销售及利润前瞻指数 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

## 六、国内货币政策跟踪：定向降准+超额存款准备金利率下调，货币政策力度加码

3月27日中央政治局会议召开后，政策对冲力度加大。3月27日政治局会议要求货币政策要“更加灵活适度”，“引导贷款市场利率下行”，本周央行操作频发，下调7天逆回购利率20bp并进一步对中小银行实施定向降准，同时自08年以来首次下调超额存款准备金利率，更加灵活适度的货币政策力度明显加码。

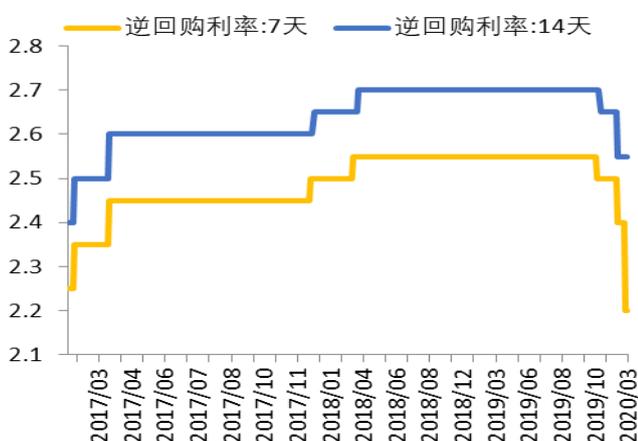
4月3日，央行决定对中小银行定向降准1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，释放长期资金约4000亿元，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

在3月16日针对股份行的普惠金融定向降准后，此次定向降准针对中小银行，由于中小银行是服务小微企业的主体，相对于大型银行受疫情影响较大，进一步对中小银行实施定向降准有利于降低其资金成本并增加其资金来源，从而增强对小微企业的信用扩张支持。

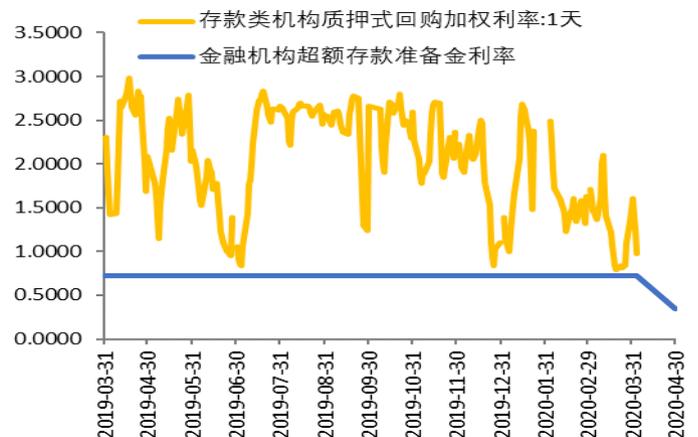
此次中小行定向降准符合预期（3月31日国常会惯例预告“要进一步实施对中小银行定向降准”），但央行同时下调超额准备金利率（IOER）超出市场预期。IOER理论上是货币市场利率走廊的下限，近期隔夜货币市场利率下行不断接近下限，IOER成为约束，下调IOER有助于进一步降低货币市场率中枢，并向无风险利率和实体融资成本下行传导，同时倒逼商业银行加大实体信贷投放力度，提高资金使用效率。

逆周期调节力度加大，在配合财政发力、引导贷款市场利率下行的定调下，后续同步调降MLF、LPR、全面降准等多种货币宽松工具仍有望陆续出台。

图表 46：逆回购利率（%）



图表 47：金融机构超额存款准备金率 VS DR001（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

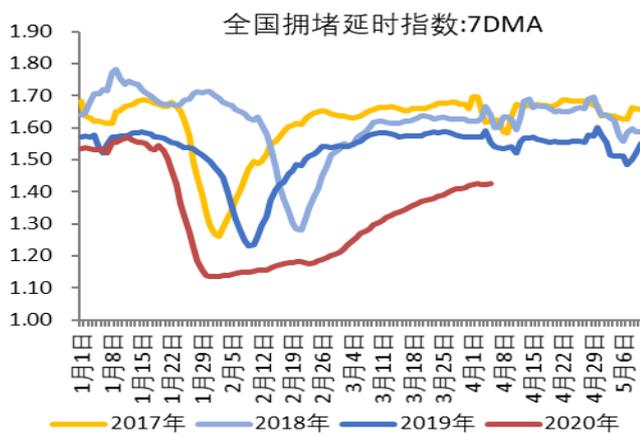
数据来源：Wind，混沌天成研究院

## 七、国内复工高频追踪

国内疫情转入防输入阶段，复工节奏加快，但受到海外疫情加速扩散、输入压力增大的影响，国内复工进度受到拖累并拉长经济均值回复的时间。

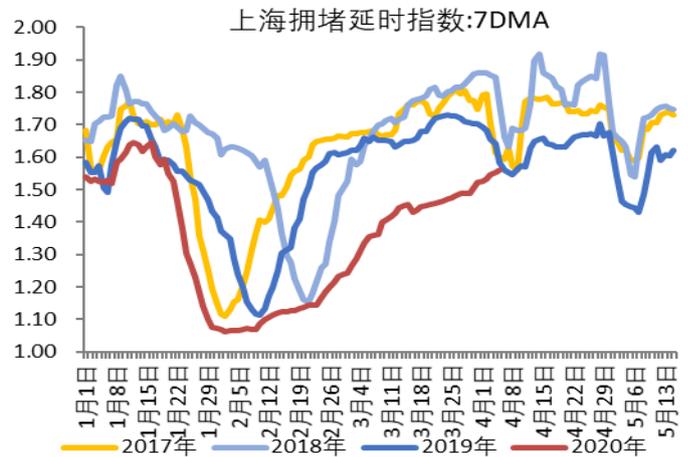
1. **上海广州近7日拥堵延时指数与去年同期相当：**全国拥堵延时指数延续小幅回升趋势，主要城市中上海和广州拥堵延时指数较高，均与去年同期水平相当；而北京城市活动仍然偏弱，受疫情管控较严影响。
2. **地铁客运量约为去年5成：**上海和广州地铁客运量均延续回升趋势，最近一周客运量分别为去年节后同期的50.6%和50.8%。

图表 48：全国拥堵延时指数（7日均值）



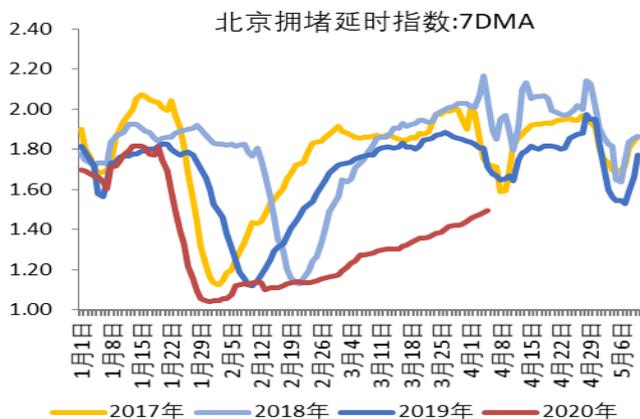
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 49：上海拥堵延时指数（7日均值）



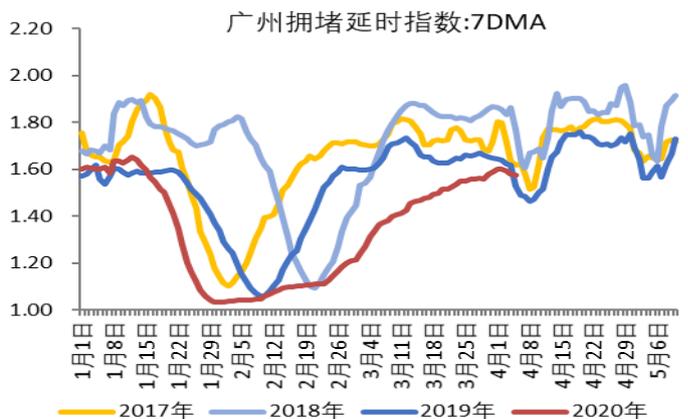
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 50：北京拥堵延时指数（7日均值）



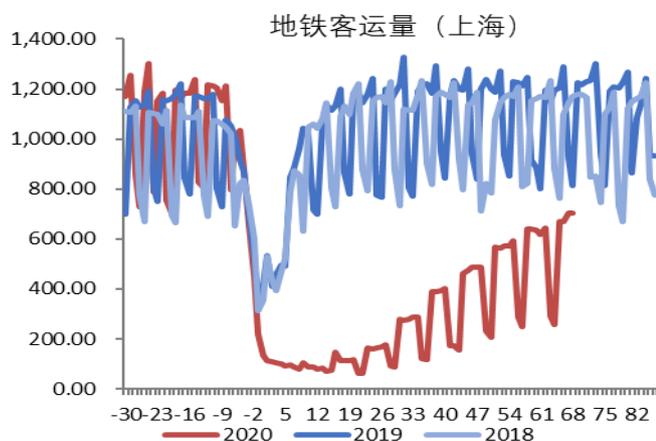
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 51：广州拥堵延时指数（7日均值）



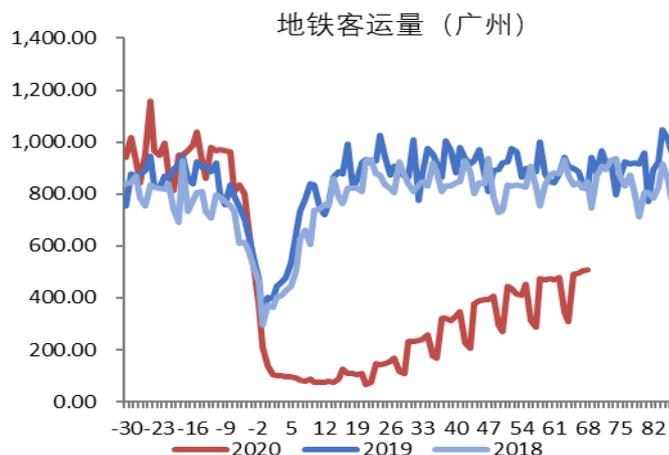
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 52: 上海地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

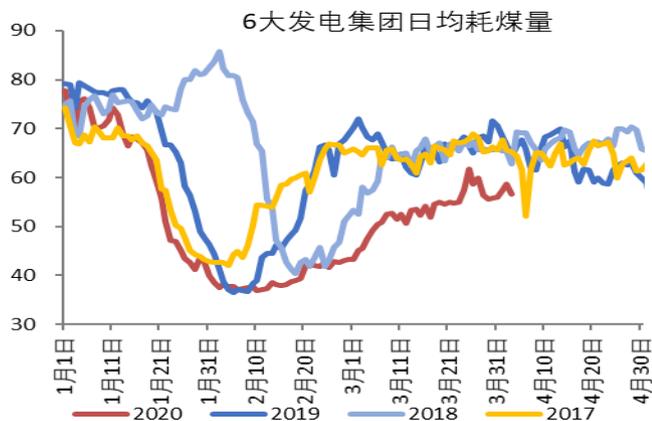
图表 53: 广州地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

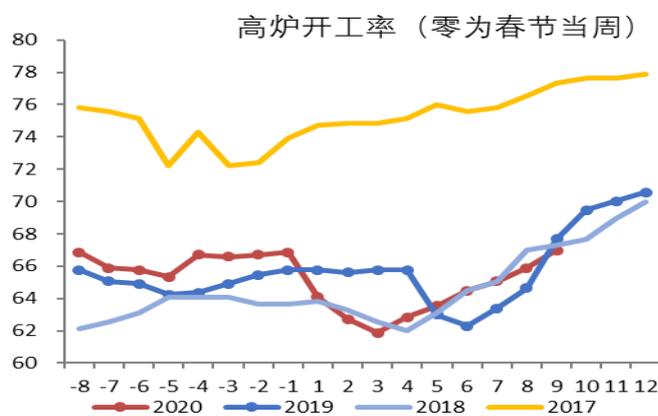
3. 工业生产活动恢复超8成, 6大发电集团日均耗煤量回升趋势略有停滞, 近七日均值占去年节后同期比重小幅回落至83.1%; 节后第九周高炉开工率继续回升, 达到节前开工率状态, 并接近去年同期水平。

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 (%)

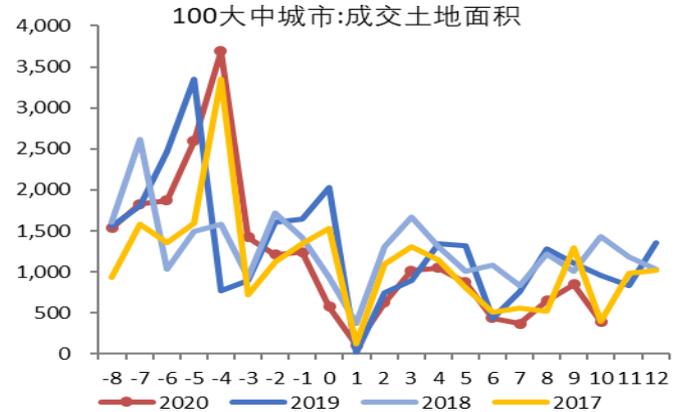
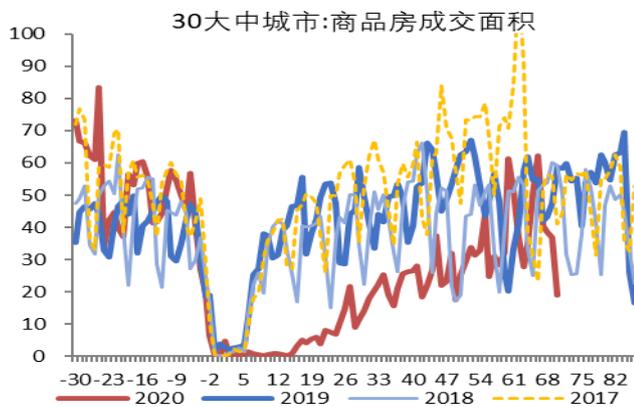


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

4. 商品房成交有所降温，周度土地成交再度回落：本周商品房成交有所回落，最近7日商品房成交面积占去年同期比重回落至77.8%，三线城市成交有所降温，周度土地成交再度回落。

图表 56：30 大中城市商品房成交面积（万方）

图表 57：百城市成交土地面积（万平方米）

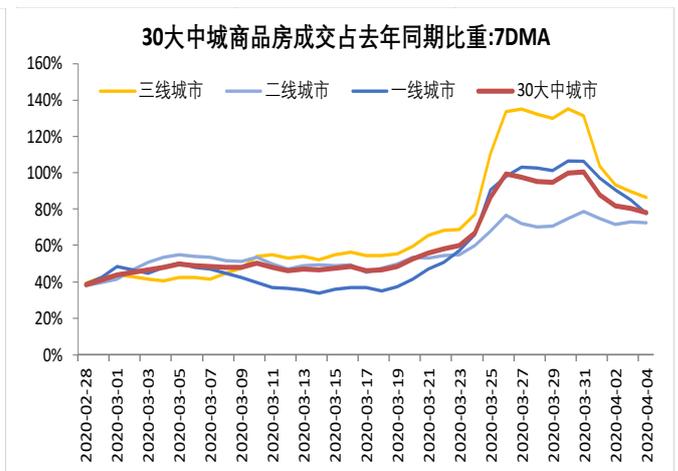
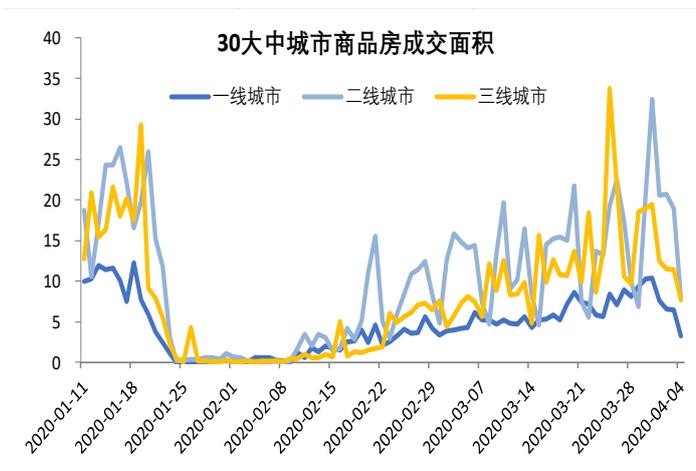


数据来源：Wind, 混沌天成研究院（零为大年初一）

数据来源：Wind, 混沌天成研究院（零为春节当周）

图表 58：30 大中城市商品房成交面积（万方）

图表 59：30 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

---