

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，国内政策支持力度增强但需求仍不足

观点概述：

上周（截至 4 月 11 日）大类资产当中，原油价格表现强势，欧美股市强势反弹，恐慌指数则跌幅居前。而年初以来，各类资产当中，以 VIX 和避险资产如黄金、国债涨幅居前。

4 月 9 日，美联储继续采取行动，考虑向市场提供高达 2.3 万亿美元支持，以帮助私人和企业部门以及州和地方政府来应对疫情冲击，同时增加对垃圾债和垃圾债 ETF 的购买支持，目前各个市场美元流动性紧张的状况均有所缓解，后续市场关注重点将会从流动性恐慌转向经济基本面。

本周美国初次申请失业金人数约为 660 万人，较前一周上修后的 687 万人略有下降，但仍连续两周录得超过 600 万人，过去三周，美国申请失业救济金的人数已超过 1500 万，按照 1.65 亿劳动人口数量估算，当前美国实际失业率水平约为 15%，远超 08 年的峰值是 10% 水平，受连续失业影响，高频销售数据下滑幅度远超 08 年金融危机。

3 月国内企业复工复产节奏加快，叠加货币政策宽松的支持，支撑社融超预期扩张。政策加大实体支持力度下 M1、M2 货币增速加快，企业现金流压力明显缓解，但终端需求仍然偏弱。此次社融规模的高增更多反映企业融资环境的改善，而非实体经济的领先指标。

3 月国内通胀数据下滑超预期，国内复工复产不完全下需求恢复慢于供给端，食品供给运输短缺导致的短期结构性涨价修复，食品价格增速高点回落，叠加原油市场暴跌和全球需求的走弱，助推 CPI 下行趋势。PPI 通缩程度加深，生产资料出现全面下跌，二季度外需和产业链冲击成为主旋律下，工业品通缩还将持续，4 月 PPI 通缩程度仍将加剧，未来企业的去库压力仍然较强。

混沌天成期货研究院



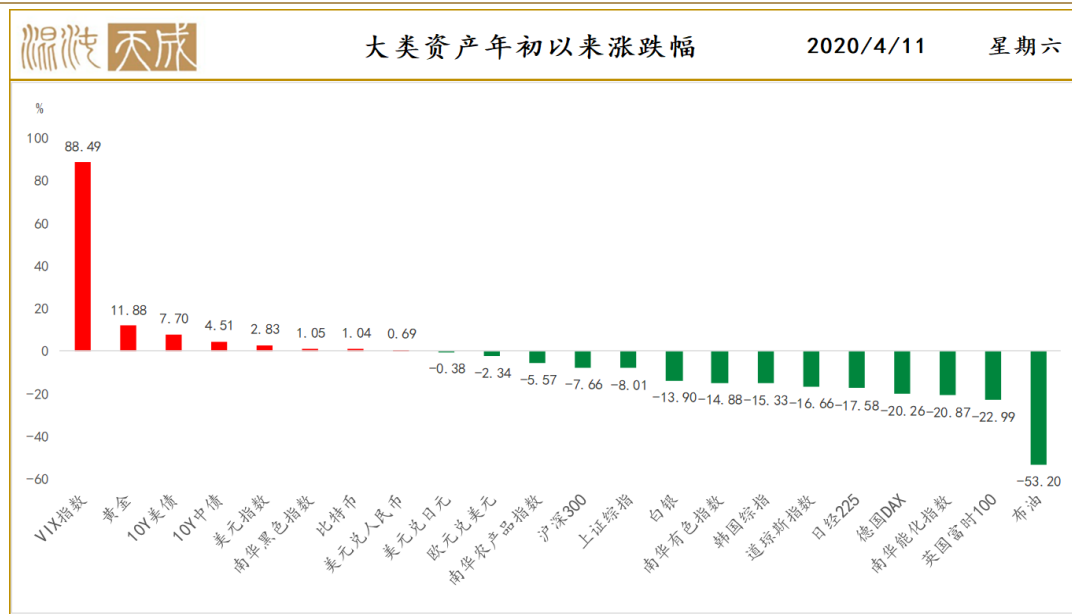
风险提示：

欧美疫情再度加速，国内经济下行压力超预期

一、大类资产走势回顾

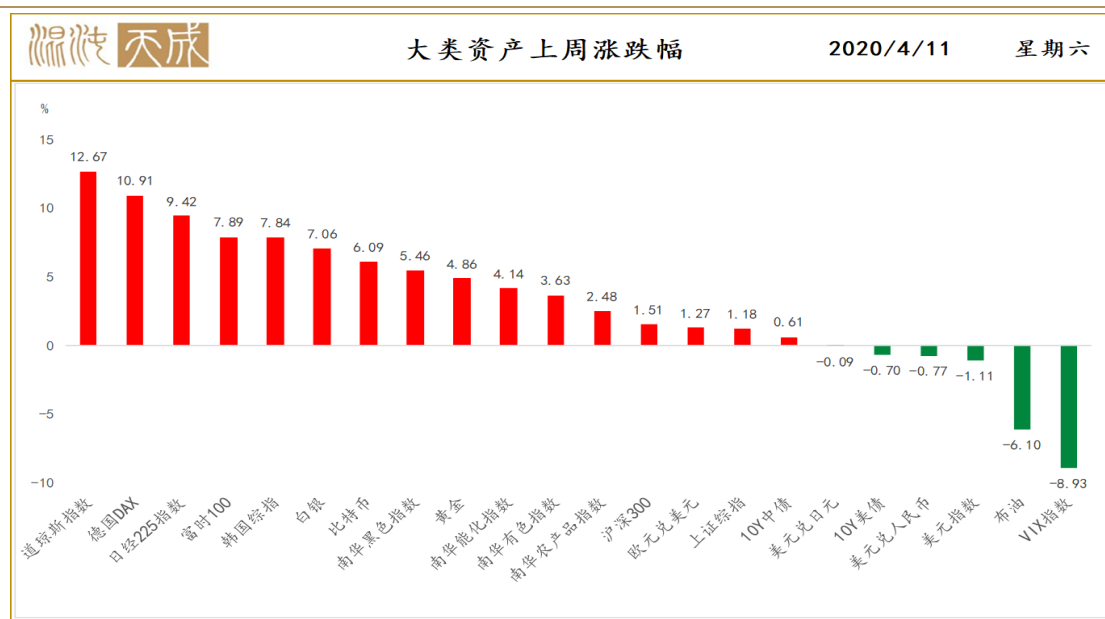
上周（截至4月11日）原油价格表现强势，大类资产当中欧美股市强势反弹，恐慌指数则跌幅居前。而年初以来，各类资产当中，以VIX和避险资产如黄金、国债涨幅居前。

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

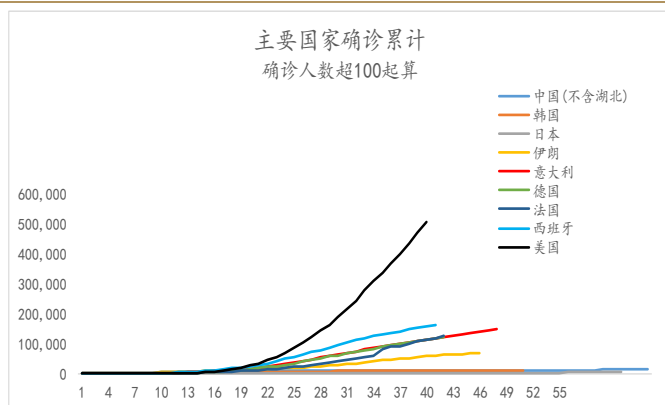


数据来源：Wind，混沌天成研究院

二、海外疫情跟踪，欧洲见顶，美国临近

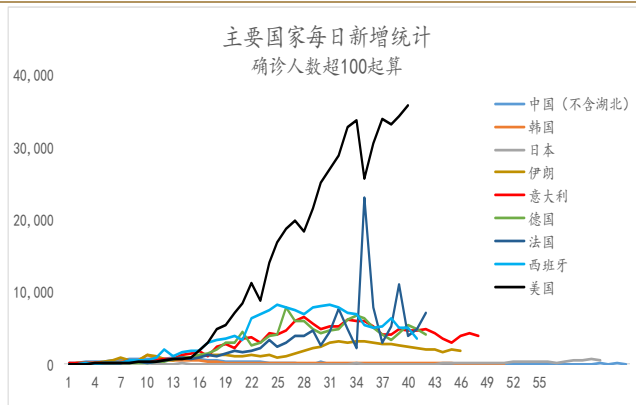
截至4月11日海外累计确诊已约为150万，欧美地区仍是新增确诊的重灾区，意大利、西班牙等欧洲国家已经明显显现出见顶的迹象，确诊数伴随着检测确诊率同步下滑，美国的新增确诊以及检测确诊率仍然高企，但是封城措施带来的效果从城市排放的角度来看与欧洲相当，我们预计未来一到两周美国会迎来疫情的拐点。因此关注经济活动的复苏情况尤为关键，消费和投资需求的恢复直接关系于未来通胀预期的提升

图表 3： 欧洲确诊累计开始走平



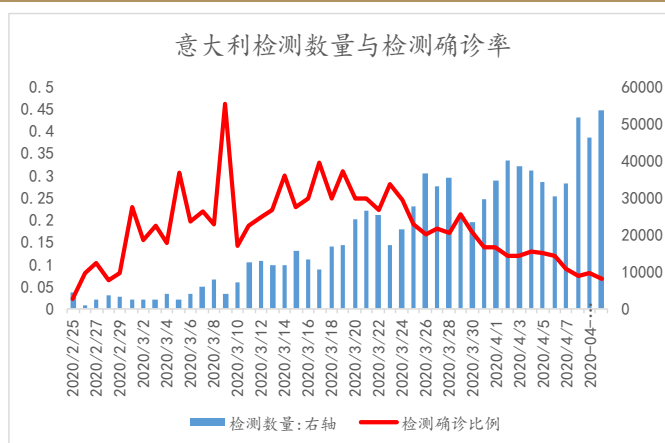
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 4： 美国新增还有待观察



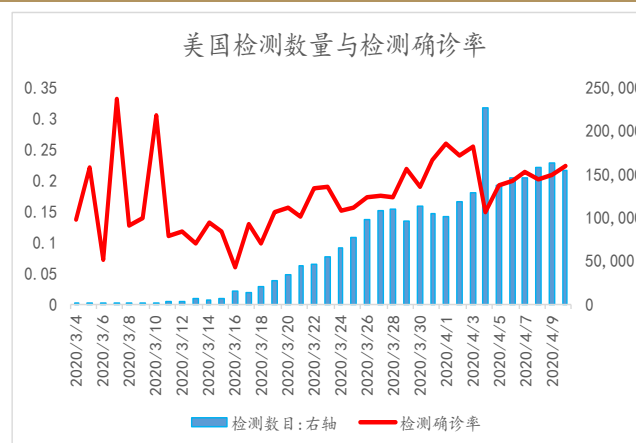
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 5： 意大利检测确诊率开始下降



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 6： 美国检测确诊率仍居高不下

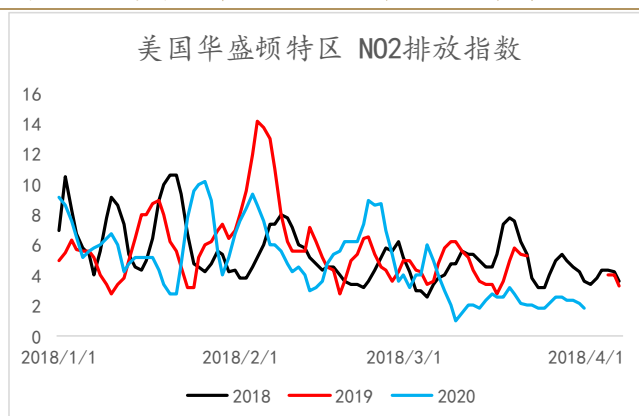


数据来源：WIND，混沌天成研究院

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、

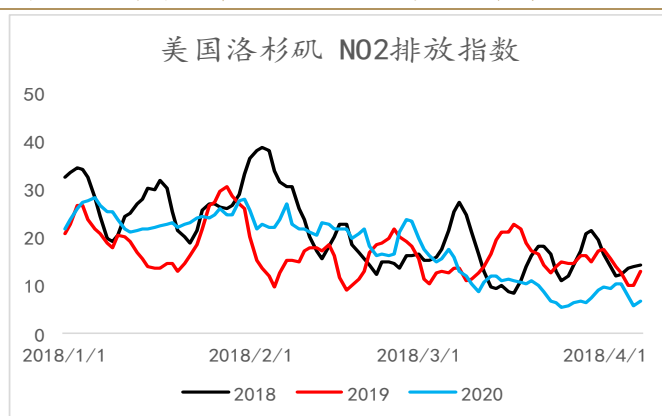
马德里等城市的城市排放指数与去年同期相比普遍下降了 50% 左右，上海与武汉自农历新年第一日起至疫情相对受控的第五十日计算，2020 年城市排放相对往年同期也约为 50%，仅仅从城市排放视角来看的话，说明欧美地区封禁措施已达到国内当初封禁大城市的水平，因此在欧洲已经见顶的情况下，我们判断美国在未来一到两周的时间也会迎来疫情拐点。

图表 7：海外经济活动追踪：华盛顿城市排放数据



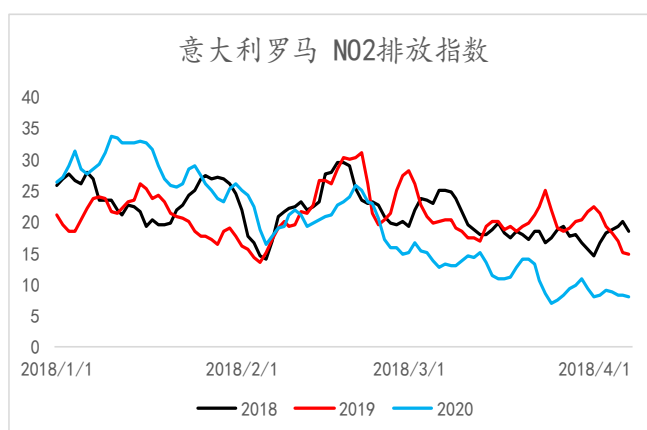
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 8：海外经济活动追踪：洛杉矶城市排放数据



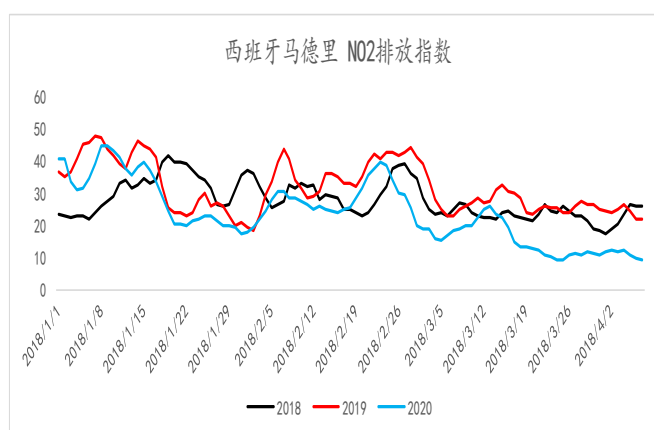
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 9：海外经济活动追踪：罗马城市排放数据



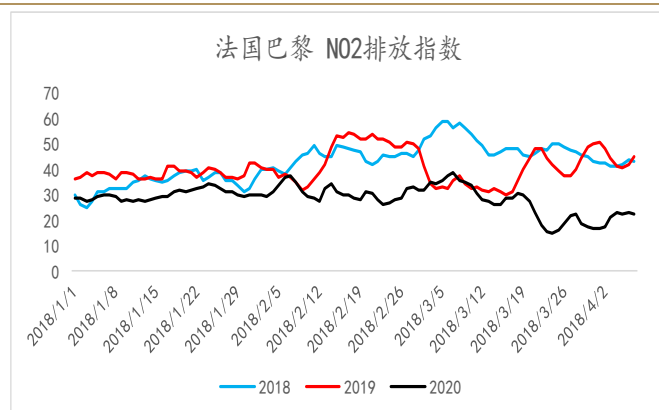
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 10：海外经济活动追踪：马德里城市排放数据



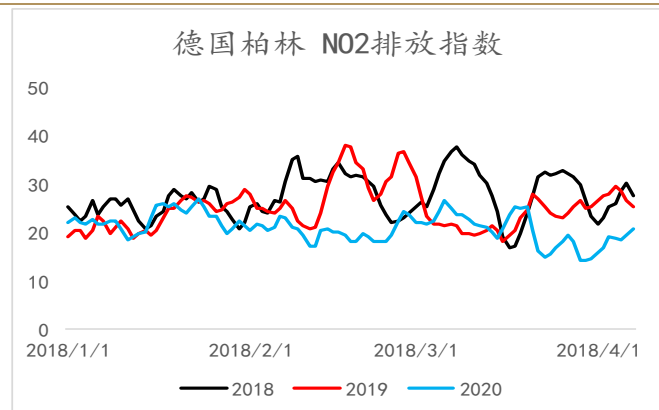
数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 11：巴黎城市排放数据



数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

图表 12：柏林城市排放数据

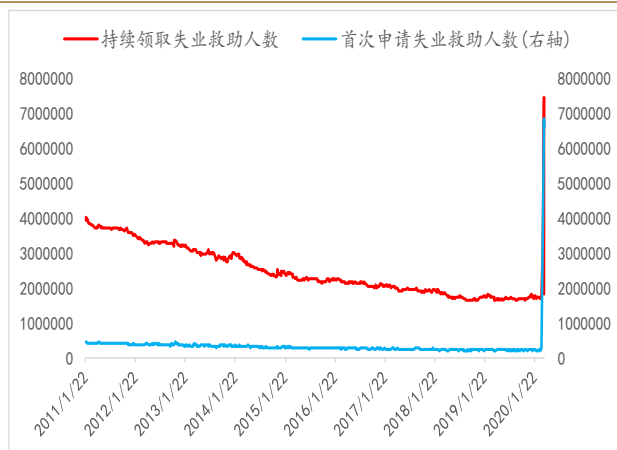


数据来源：北京四象爱数科技，混沌天成研究院

三、海外经济数据与政策跟踪

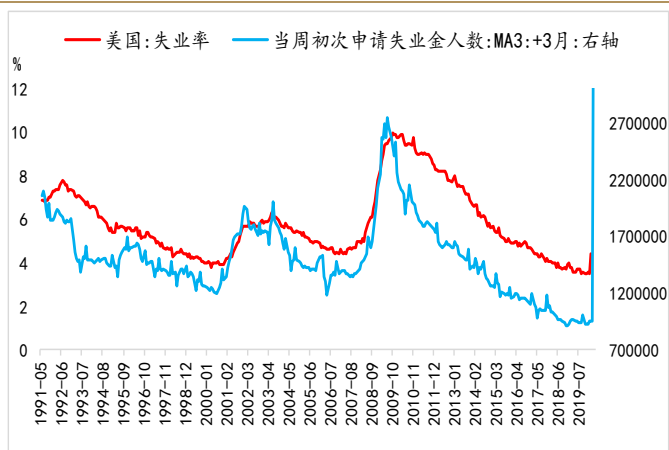
本周美初请失业金人数约为 660 万人，较前一周上修后的 687 万人略有下降，但仍连续两周录得超过 600 万人，过去三周，美国申请失业救济金的人数已超过 1500 万，按照 1.65 亿劳动人口数量估算，当前美国实际失业率水平约为 15%，远超 08 年的峰值是 10% 水平。

图表 13：失业金申领情况统计



数据来源：WIND，混沌天成研究院

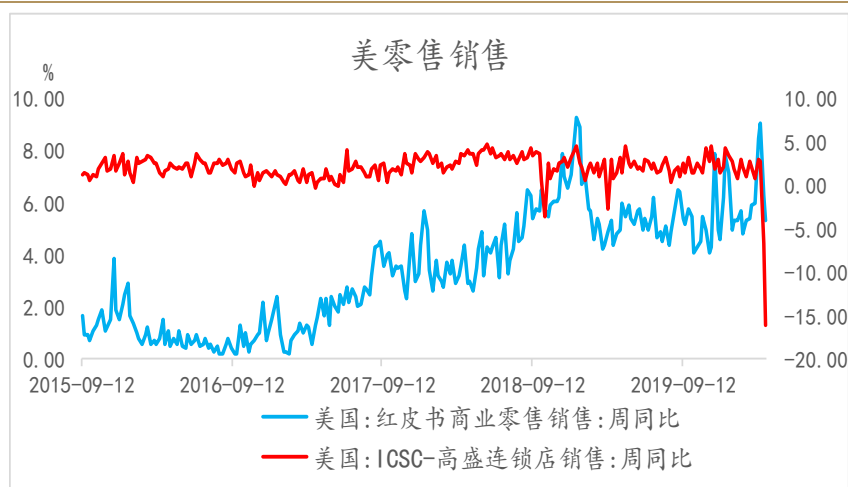
图表 14：失业金申请人数领先失业率



数据来源：WIND，混沌天成研究院

疫情引发市场预防性抢购各类必需品，因此零售销售数据在 3 月中旬一度上扬，但是随着疫情的恶化，销售数据也开始出现变化，最新一期高盛连锁店销售指数周同比下滑-16%，远高于 08 年金融危机时候的水平。

图表 15：美国零售数据变化

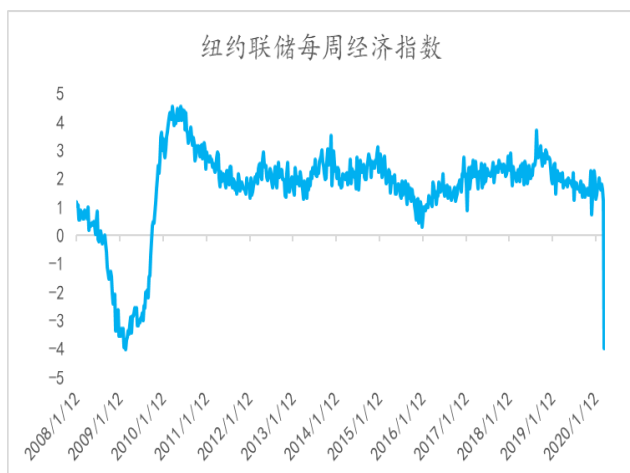


数据来源：Wind，混沌天成研究院

为了捕捉即时变化，纽约联储周一推出了全新的每周经济指数（WEI），该指数绘制了2008年至2020年3月21日期间的每周数据，目前已经跌破大衰退时期的谷底。

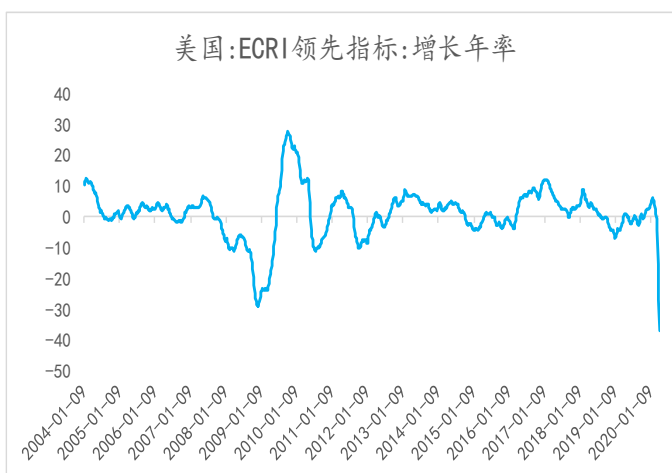
美国经济周期研究所每周发布美国ECRI领先指标增长年率，由货币供应数据、股票价格、该组织编制的工业市场价格指数、抵押贷款申请、信用利差、债券收益率和初请失业金人数等基准指标编制而成，历史上该指标对美国经济拐点与衰退预测有良好的表现，截至2020年4月3日当周，美国ECRI领先指标增长年率为-37.16%，超过08年金融危机的最低点-28%左右。

图表 16：纽约联储每周经济指数



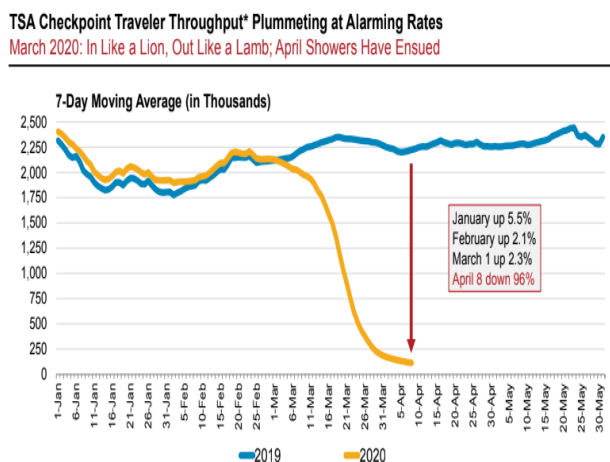
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 17：ECRI 领先指标增长年率



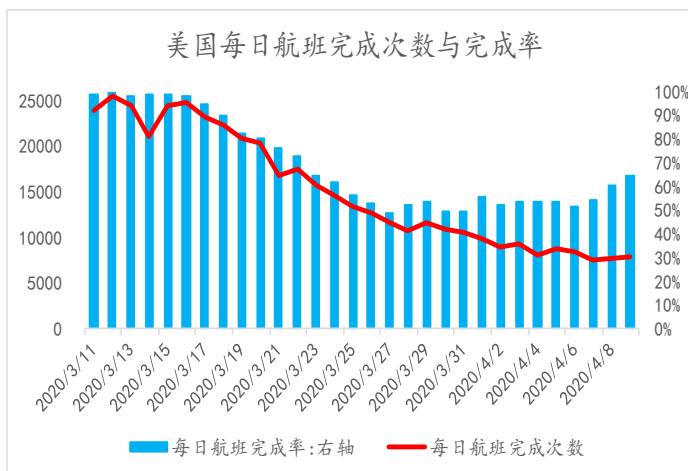
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 18：美航空旅客发运数据



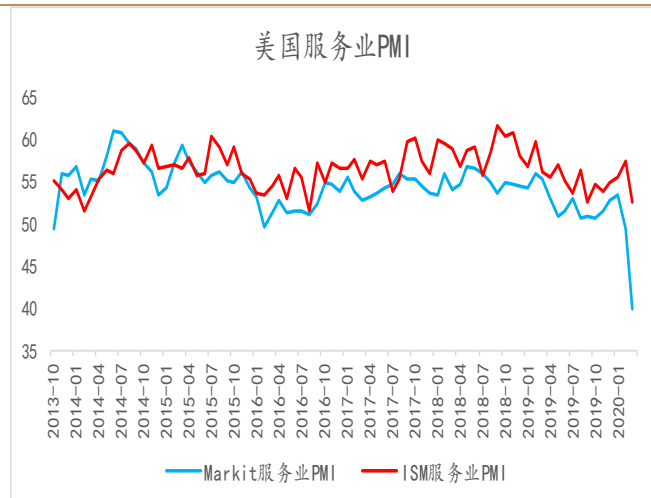
数据来源：混沌天成研究院

图表 19：美航空订票数据



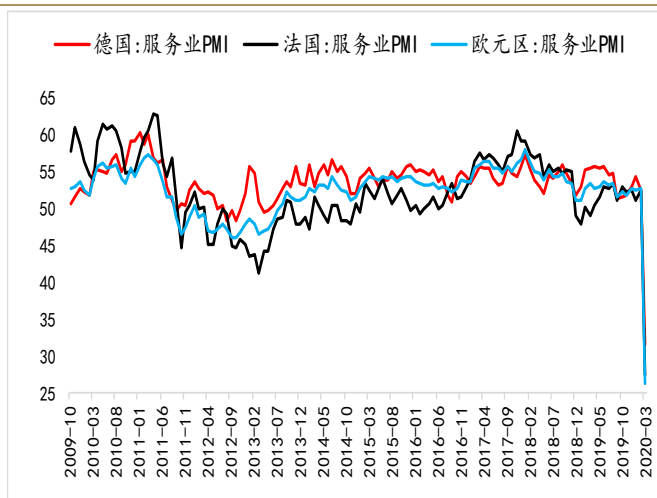
数据来源：混沌天成研究院

图表 20: 美国服务业 PMI 走势



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

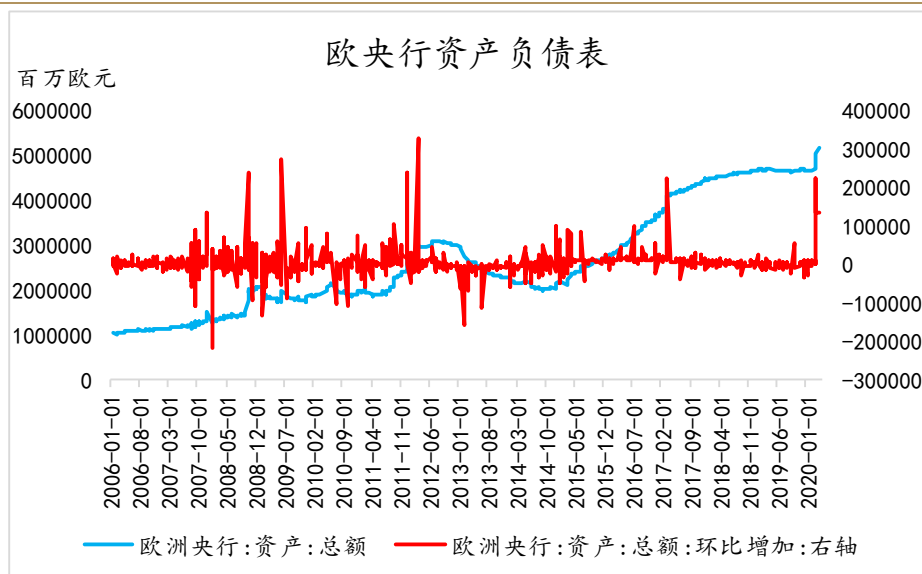
图表 21: 欧洲服务业 PMI 走势



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

4月7日, 欧洲央行宣布放松抵押品框架, 支持银行用希腊国债来央行换取流动性支持, 欧央行资产负债表扩张速度开始加快, 目前环比增速已经接近欧债危机时候的最高水平。

图表 22: 欧洲央行资产负债表



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

美联储周四采取额外行动, 考虑向市场提供高达 2.3 万亿美元支持, 以帮助私人和企业部门以及州和地方政府来应对疫情冲击, 包括:

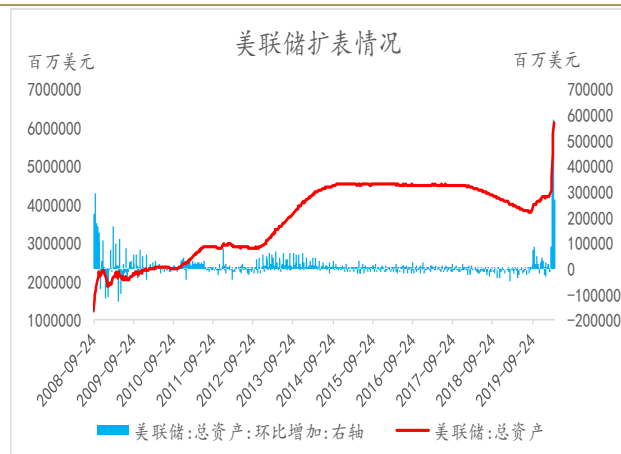
- (1) 向参与给小企业提供 PPP (小型企业管理局的薪资保障计划) 贷款支持的定期融资的金融机构提供流动性。

- (2) 通过 MSLP 措施购买至多 6000 亿美元的贷款，确保信贷流向中小企业。
- (3) 扩大 PMCCF、SMCCF 工具的规模和范围。
- (4) 建立市政流动性便利工具 MLF，向州和市政当局提供高达 5000 亿美元的贷款支持。

美联储将二级市场购买信用债的范围扩大至 BB-/Ba3，承诺将购买在 3 月 22 日之前评级为 BBB-/Baa3、但在购买期间评级下调至 BB-级的信用债及投资于该信用债的 ETF，此举将有助于缓解此前市场担心大量 BBB 级债券遭受评级下调的问题。

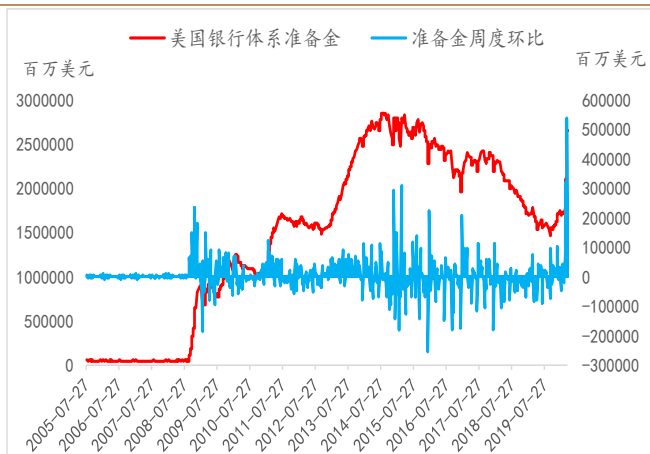
美联储的积极举措推动其资产负债表迅速扩张，目前扩表速度已是 2008 年以来最快，资产负债表规模也达到创纪录的 6 万亿美元，银行体系的流动性也受益于美联储扩表举措，准备金水平迅速增加。

图表 23：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 24：美联储扩表推动银行体系准备金水平上升

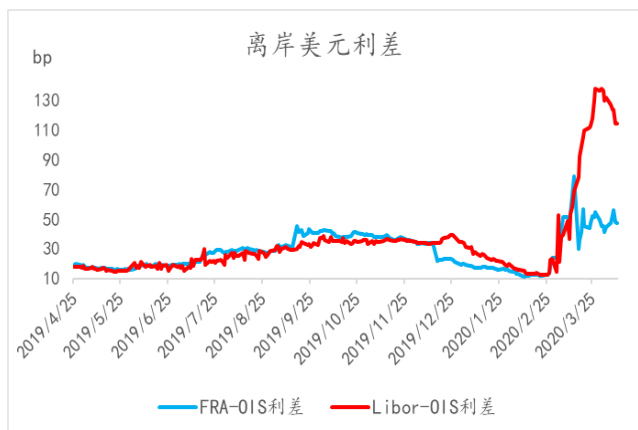


数据来源：WIND，混沌天成研究院

四、美元流动性状况跟踪

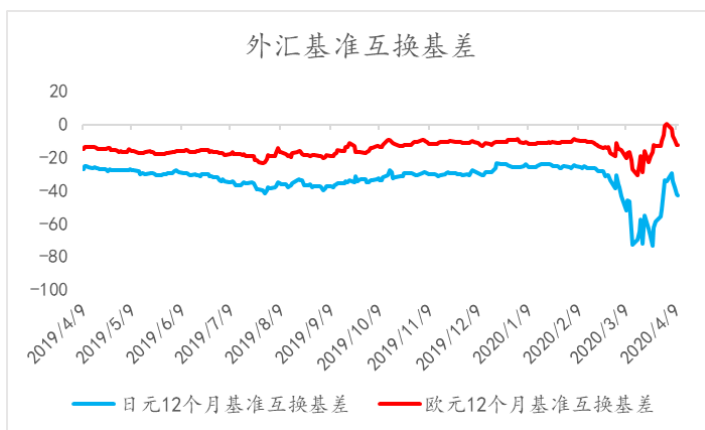
受美联储持续投放流动性影响，回购市场，离岸市场，债券市场流动性紧张的情况近期均有所缓解，美联储在本次危机过程中的决心远高于 08 年，我们判断随着市场流动性危机的缓解，市场的关注点将会转移到疫情对经济基本面的冲击之上。

图表 25：离岸美元利差



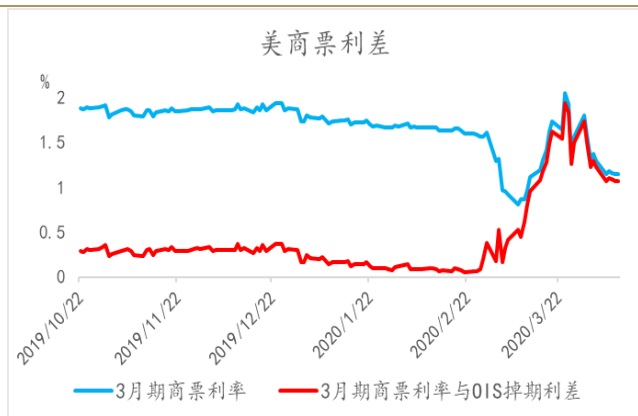
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 26：外汇基准互换基差



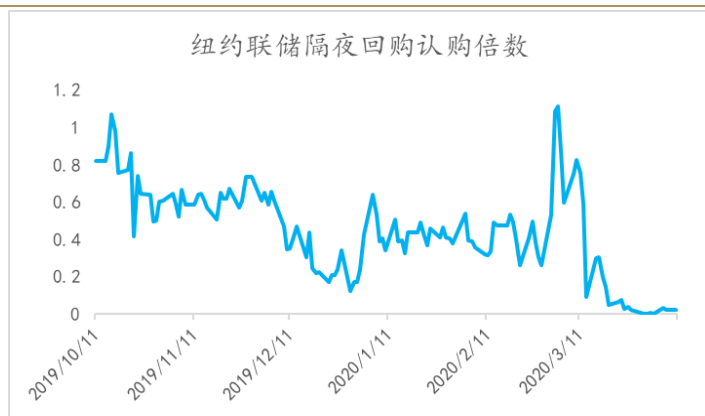
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 27：美国 3 月商票利差



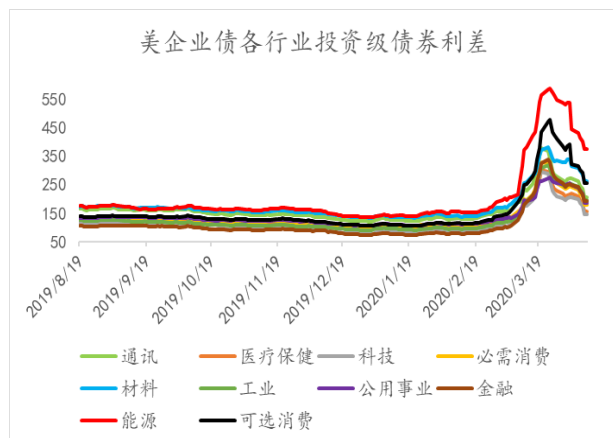
数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 28：纽约联储隔夜回购情况

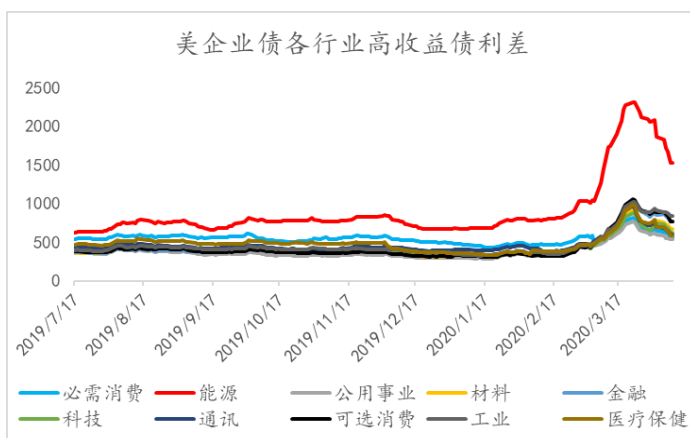


数据来源：WIND，混沌天成研究院

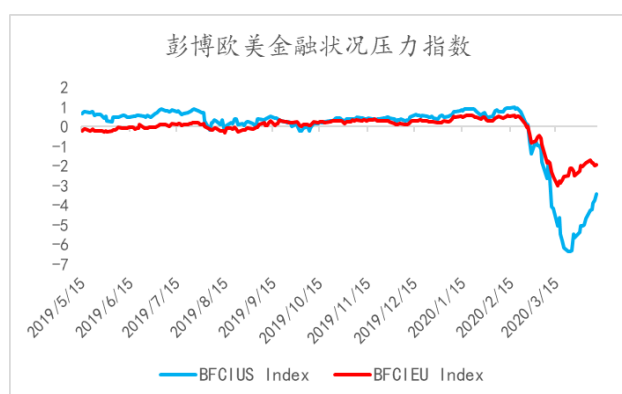
图表 29：美投资级企业债各行业利差



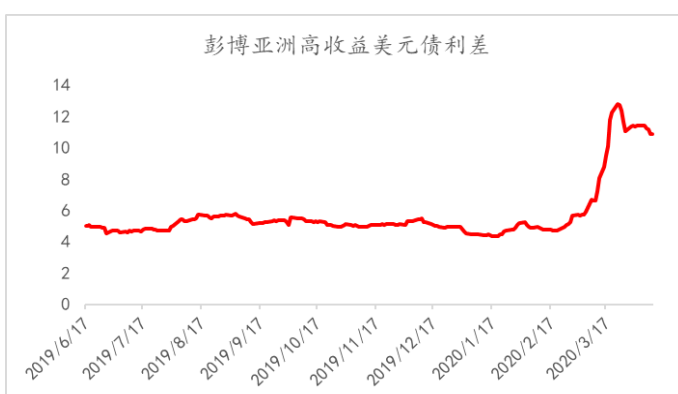
图表 30：美高收益企业债各行业利差



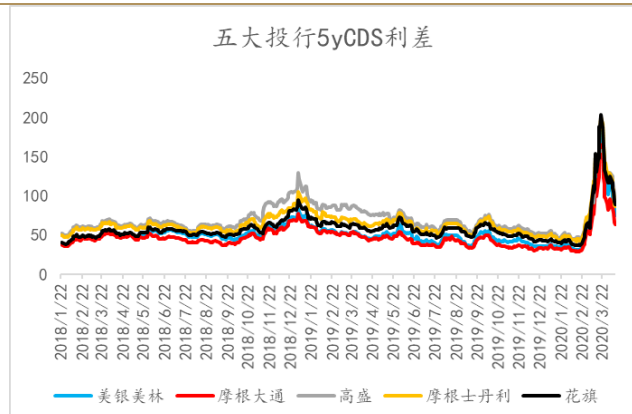
图表 31：欧洲金融状况压力指数



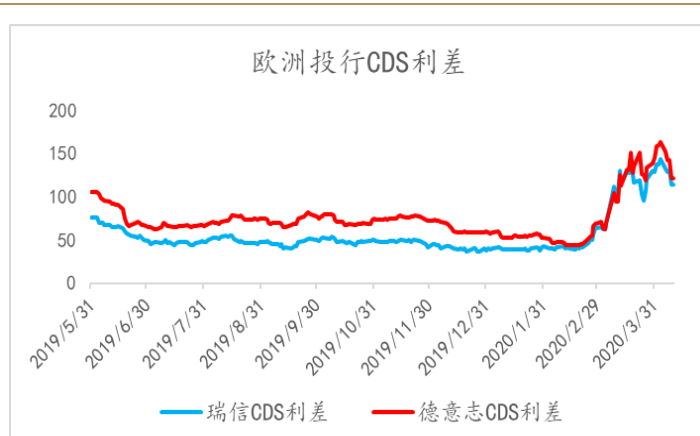
图表 32：彭博亚洲美元债利差指数



图表 33：美五大投行 CDS



图表 34：欧洲投行 CDS



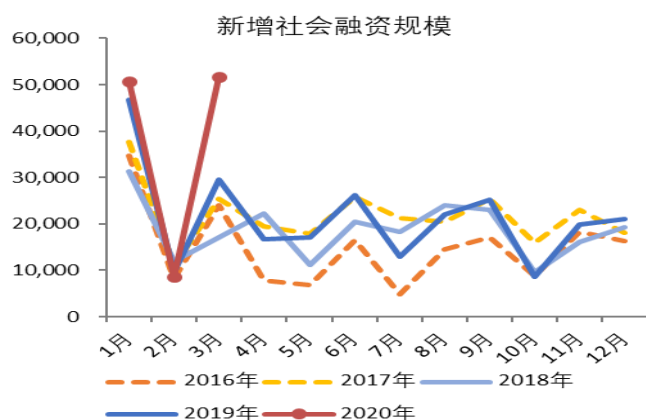
五、国内经济数据跟踪

(一) 高社融与低需求的矛盾

3月社会融资规模达5.16万亿，同比多增2.2万亿，创历史同期的新高，明显超出了市场预期。带动一季度社融规模超过10万亿，社融存量增速反弹至11.5%。

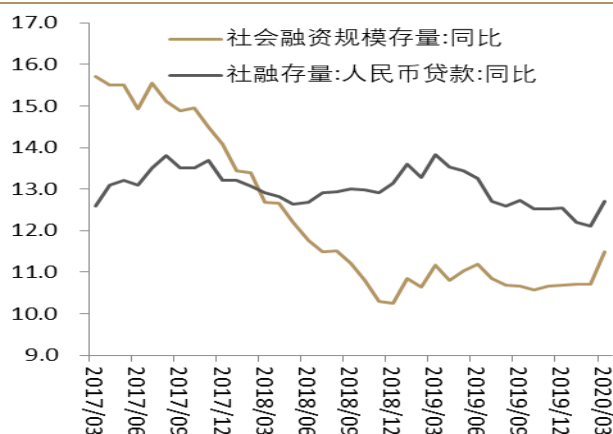
3月社融高增长主要受到表内贷款、票据以及企业和政府债券融资高增的贡献，3月企业复工复产节奏加快，叠加货币政策宽松的支持，支撑社融超预期扩张。

图表 35：当月新增社会融资规模（亿）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 36：社融存量同比（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

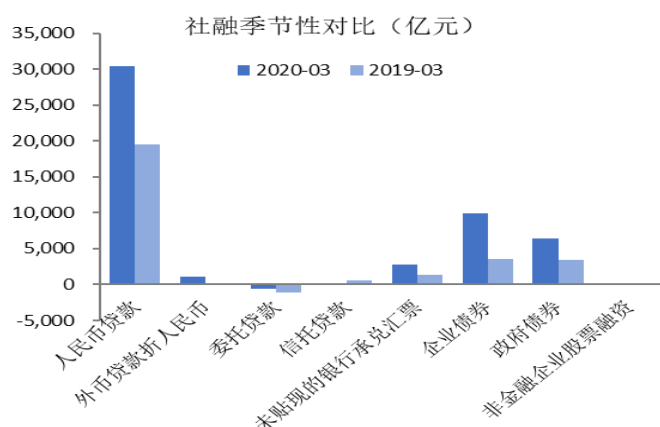
复工复产叠加政策支持，3月信贷高增，主要受到以下几方面的支撑：

1. 企业复工复产加快，前期停滞的融资需求推迟到3月集中释放；
2. 政策支持力度增强，央行万亿级别的再贷款再贴现以及普惠金融定向降准等政策的出台下，支持企业融资条件明显改善；
3. 基建项目逐步复工，基建配套资金贷款加快投放，支撑3月企业中长贷放量，4月基建配套资金料将持续增长；
4. 企业短贷增长同样加快，新增8700亿，创历史同期新高，或受到企业在经营性现金流趋紧下加大短期外部融资补充营运资金的影响。
5. 3月房地产销售恢复速度较快，带动居民中长期贷款的恢复。

值得一提的是，3月表内外票据均明显增加，一方面体现复工复产加快后企业开票需求增加，一方面，货币市场利率大幅下行下企业票据贴现意愿增强，补充企业营运现金流。同时，作为风险较低、且能够冲抵信贷额度的信贷资产，票据融资也是银行配置意愿较强的资产。

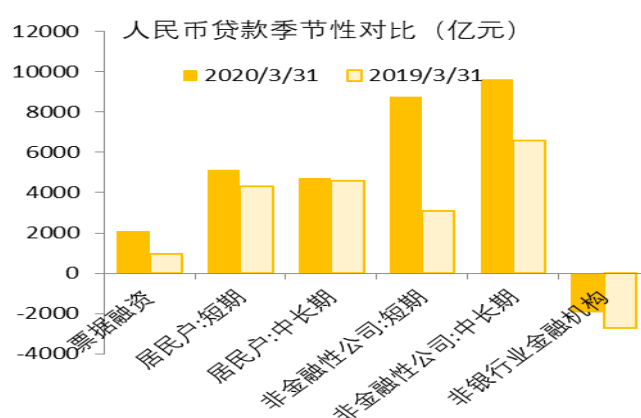
而企业债券净融资新增 9900 亿，创下历史同期新高，债牛环境下融资利率下降提振企业债券融资需求。

图表 37：社融分项季节性对比（亿）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

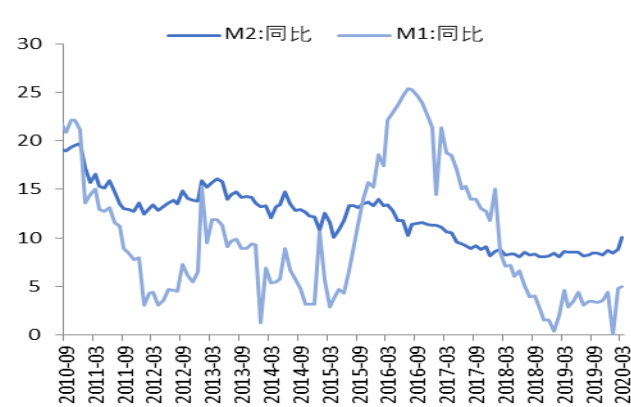
图表 38：人民币贷款分项季节性对比（亿）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

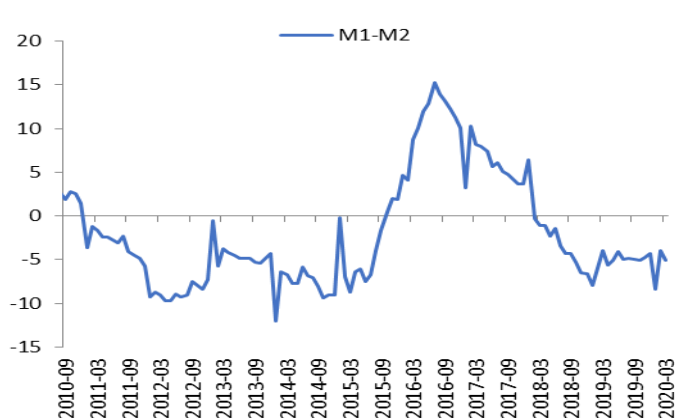
政策加大实体支持力度下 M1、M2 货币增速加快，企业现金流压力明显缓解，但终端需求仍然偏弱。3月企业和居民存款明显增加，政策支持下企业融资环境好转，叠加财政减税降费、减缓社保、公积金上缴等政策支持下，企业现金流压力明显缓解。但居民存款的大幅增加或反映在防疫以及就业环境压力下，消费回补仍然较慢，终端需求仍然较弱。

图表 39：货币增速（%）



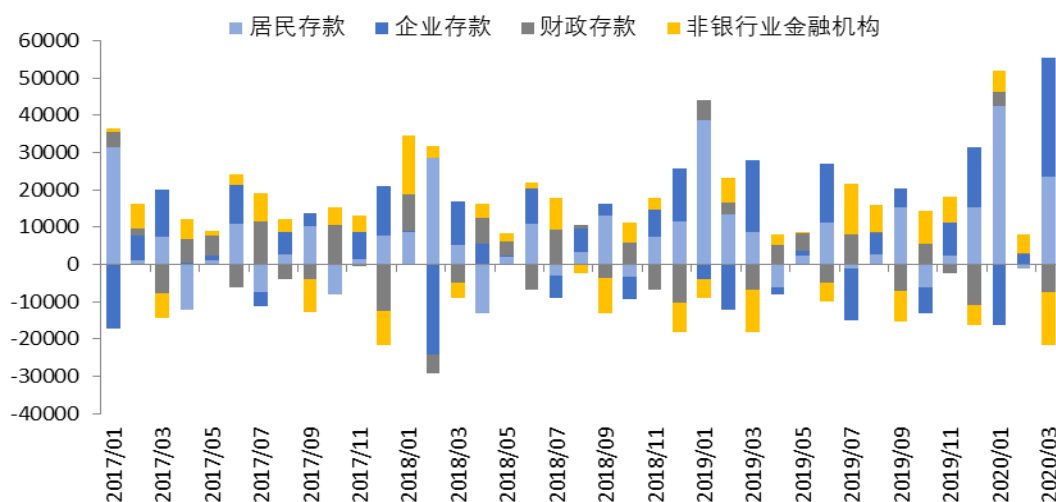
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 40：M1、M2 剪刀差（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 41：新增存款（亿元）

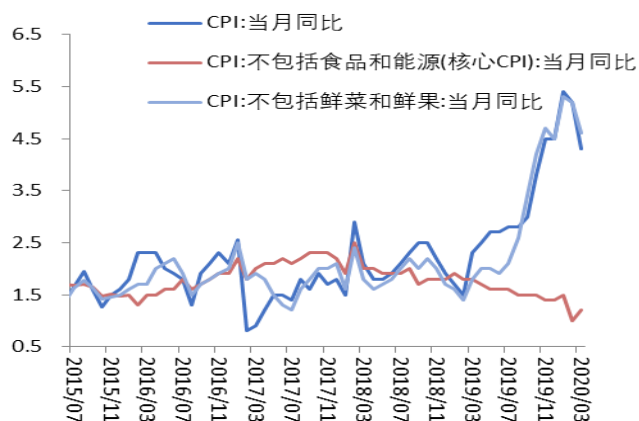


数据来源：Wind，混沌天成研究院

（二）供给修复和需求低迷矛盾加剧，通缩预期增强

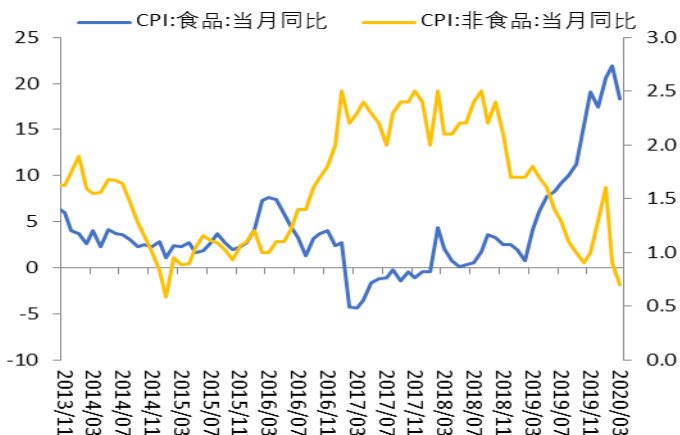
3月CPI环比转负，同比增速快速回落至4.3%。国内复工复产加快，食品供给运输短缺导致的短期结构性涨价修复，食品价格增速高点回落，原油价格回落下非食品价格增速继续下行。食品价格仍然是CPI增速的主要贡献，影响CPI上涨约4.10个百分点，猪肉价格维持高位，但受去年基数逐步抬升的影响，同比增速开始高位回落。

图表 42：3月CPI（%）



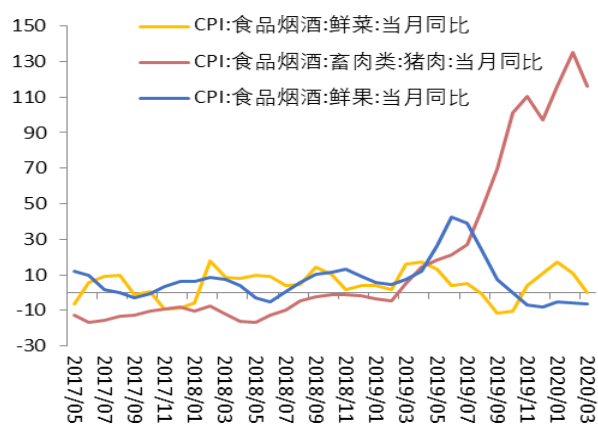
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 43：3月食品和非食品CPI（%）



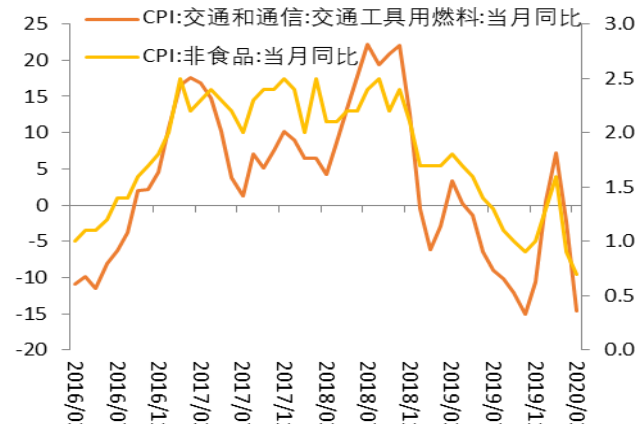
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 44: CPI 食品分项增速 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 45: 非食品 CPI VS. 交通工具用燃料 (%)

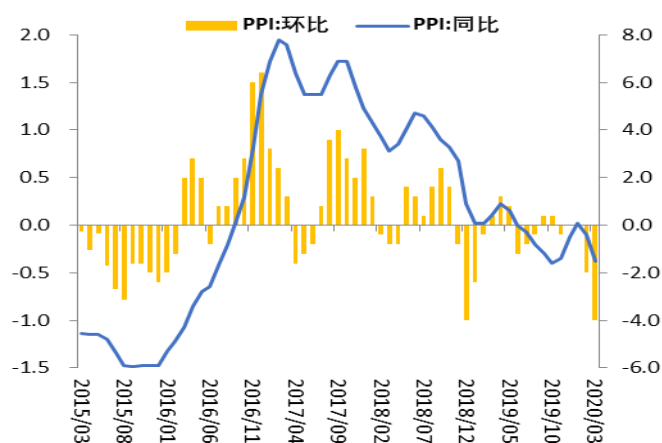


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

PPI 通缩程度加深, 生产资料和生活资料同比分化幅度继续扩大, 国内工业生产复工逐步恢复, 但原油价格中枢下行拖累 PPI 增速, 石油产业链整体价格下滑, 价格通缩的行业增加。

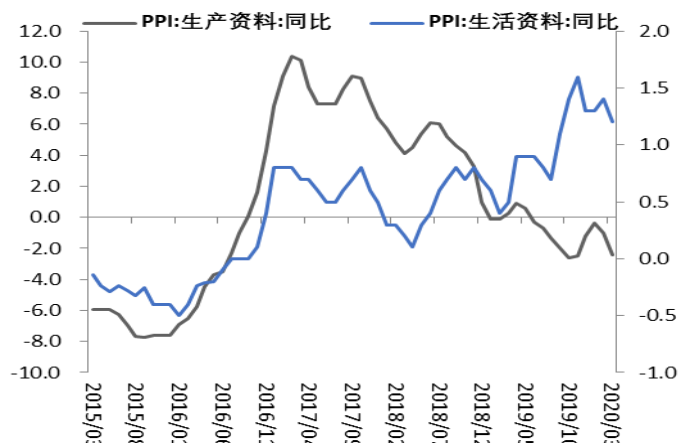
同时上游采掘工业、原材料工业和加工工业环比跌幅也均有所扩大, 体现企业库存压力较大下工业品价格仍面临下行压力。

图表 46: 3 月 PPI (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 47: 3 月 PPI 生产生活资料增速 (%)

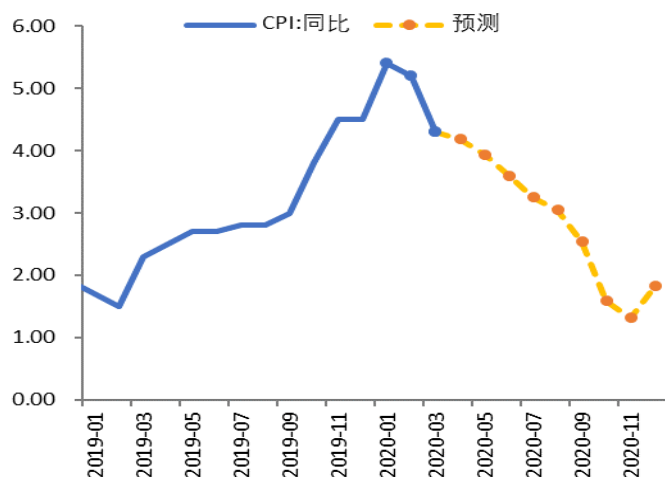


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

3 月通胀数据下滑超预期, 国内复工复产不完全下需求恢复慢于供给端, 叠加原油市场暴跌和

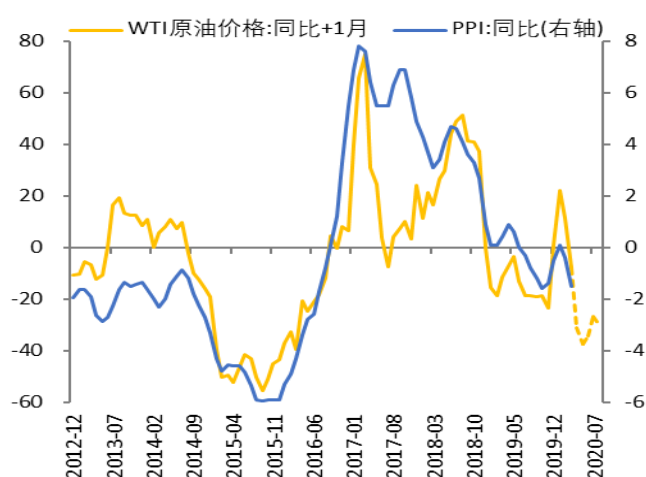
全球需求的走弱，未来 CPI 将继续延续下行趋势，年内 CPI 增速前高后低；而二季度外需和产业链冲击成为主旋律下，工业品通缩还将持续，4 月 PPI 通缩程度仍将加剧，未来企业的去库压力仍然较强。

图表 48: CPI 同比及预测 (%)



数据来源: Wind , 混沌天成研究院

图表 49: PPI 与原油价格增速 (%)



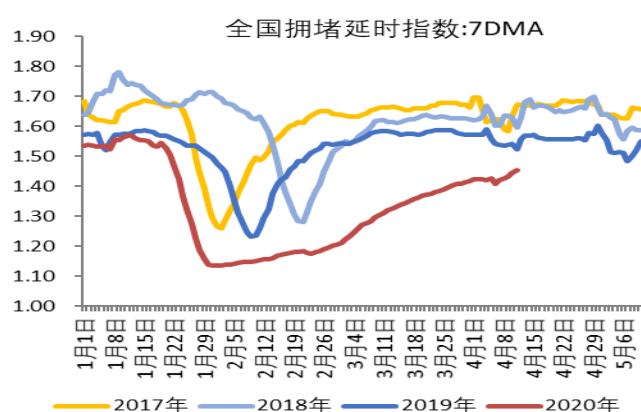
数据来源: Wind , 混沌天成研究院

六、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。

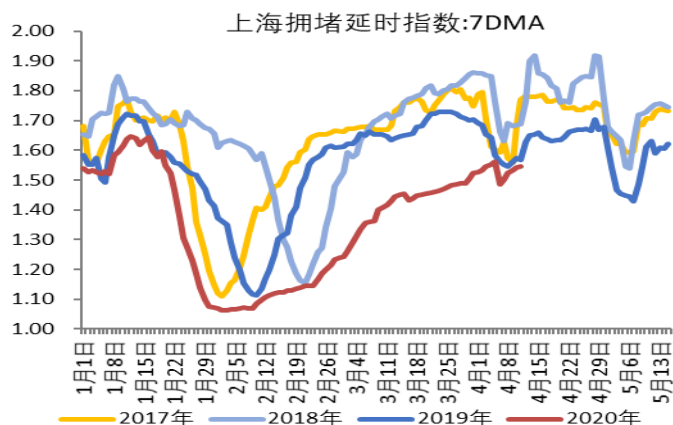
1. 全国城市活动加快，交通拥堵指数回升：清明节后全国拥堵延时指数回升加快，其中广州城市活动与去年同期水平相当，上海也接近去年水平，近期拥堵延时指数回升比较明显的城市是北京。
2. 最近一周地铁客运量约为去年5成：上海和广州地铁客运量均延续回升趋势，其中上海回升速度较快，最近一周客运量分别为去年同期的50.6%和47.5%。

图表 50：全国拥堵延时指数（7日均值）



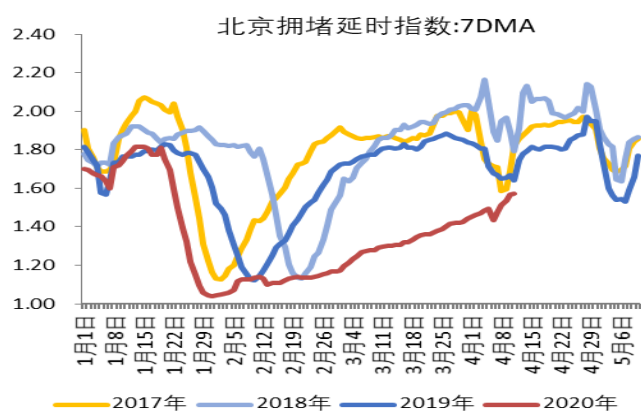
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 51：上海拥堵延时指数（7日均值）



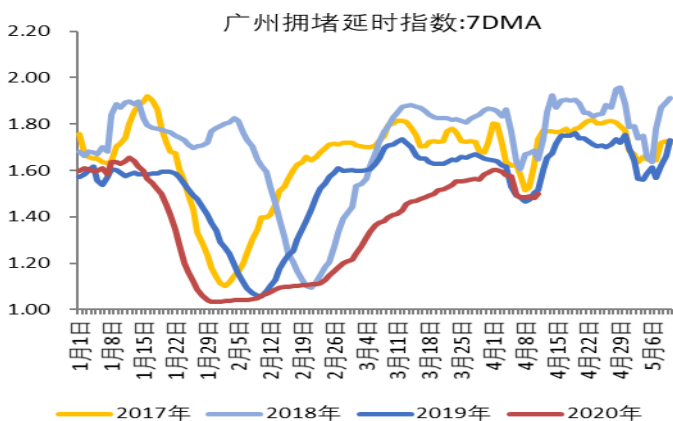
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 51：北京拥堵延时指数（7日均值）



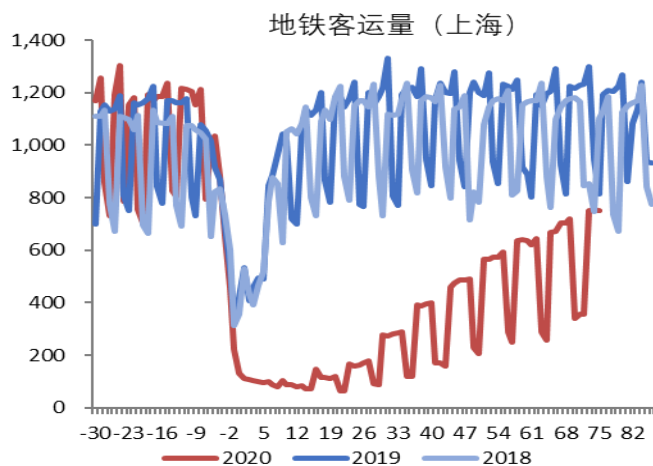
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 52：广州拥堵延时指数（7日均值）



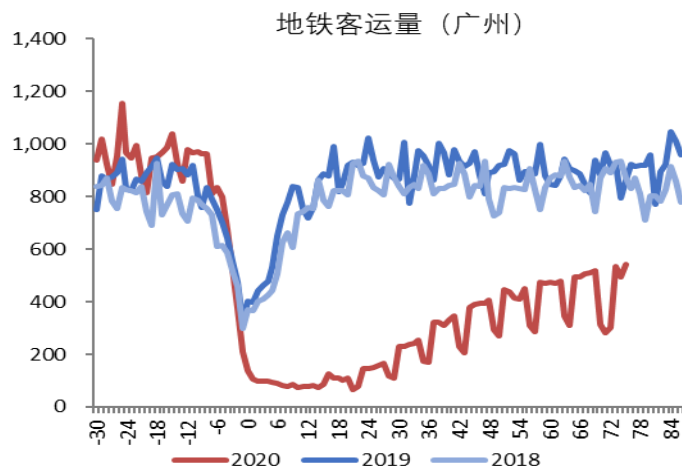
数据来源：Wind，高德交通，混沌天成研究院

图表 53: 上海地铁客运量 (万人)



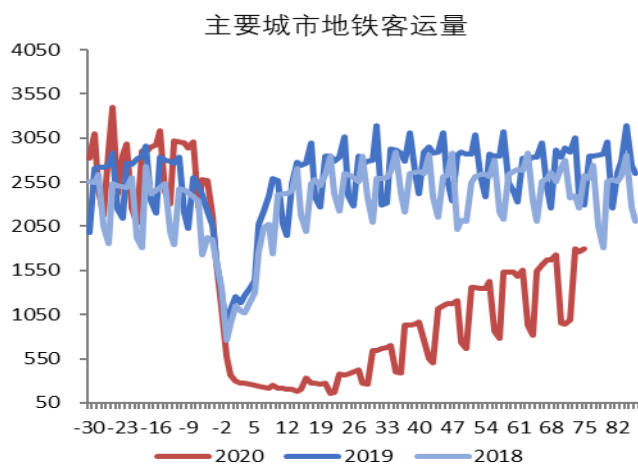
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 54: 广州地铁客运量 (万人)



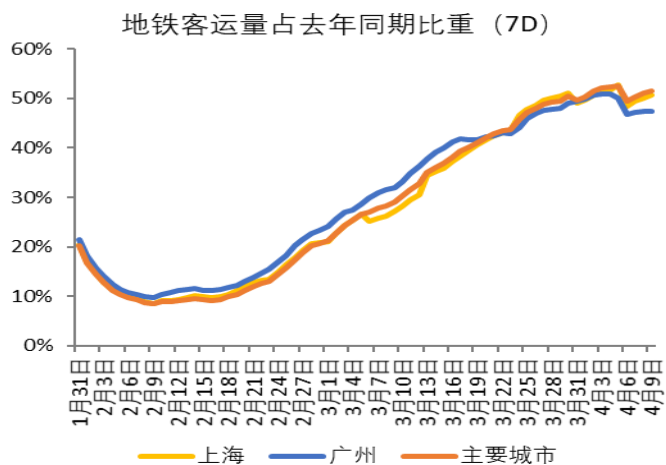
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 55: 主要城市地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

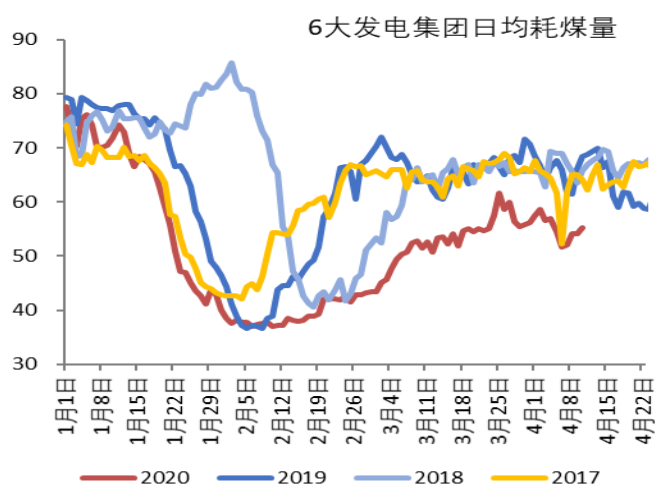
图表 56: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

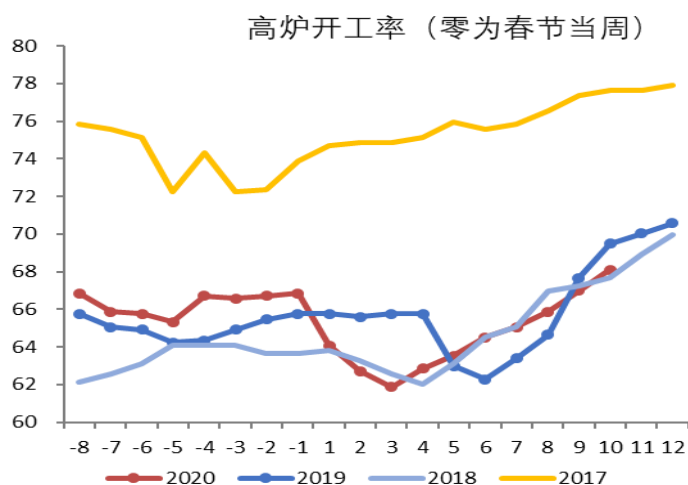
3. 工业生产节后回升, 周均活动恢复超8成: 节后6大发电集团日均耗煤量再度回升, 近七日均值占去年同期比重为82.7%; 本周高炉开工率继续回升, 超出节前开工率状态, 但仍低于去年同期水平。

图表 57: 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

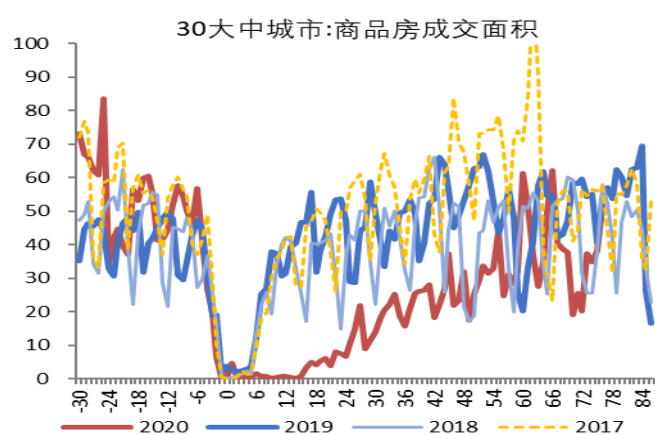
图表 58: 高炉开工率 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

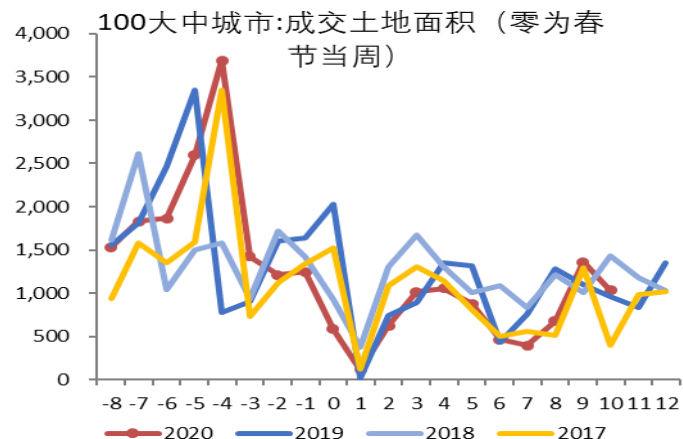
4. 4 月初房地产市场有所降温, 周度土地成交再度回落: 3 月商品房成交快速回升后, 4 月初房地产市场有所降温, 最近 7 日商品房成交面积占去年同期比重回落至 60.0%, 三线城市成交有所降温, 周度土地成交再度回落。

图表 59: 30 大中城市商品房成交面积 (万方)



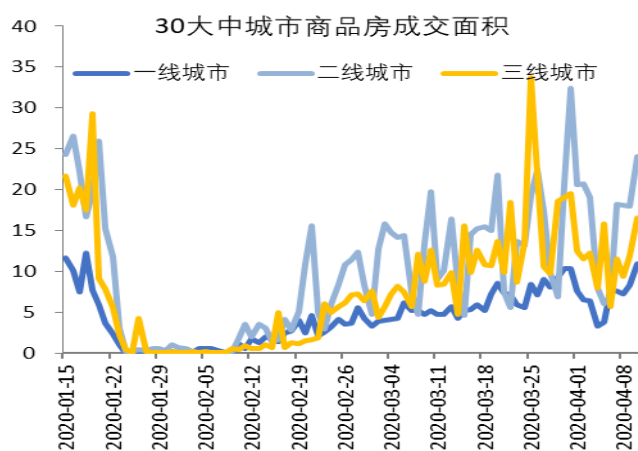
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 60: 百城市成交土地面积 (万平方米)



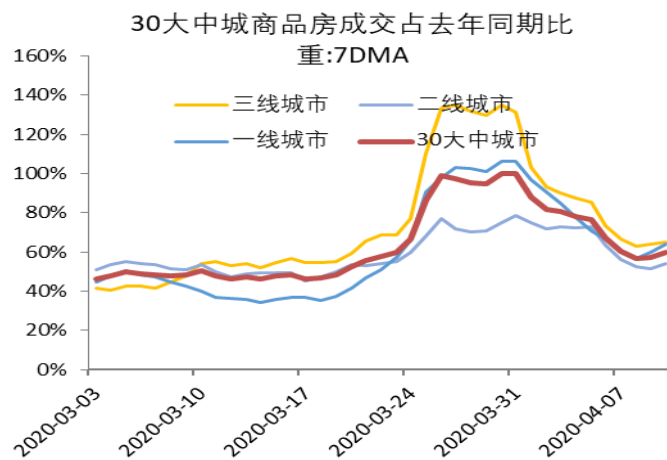
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为春节当周)

图表 61: 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

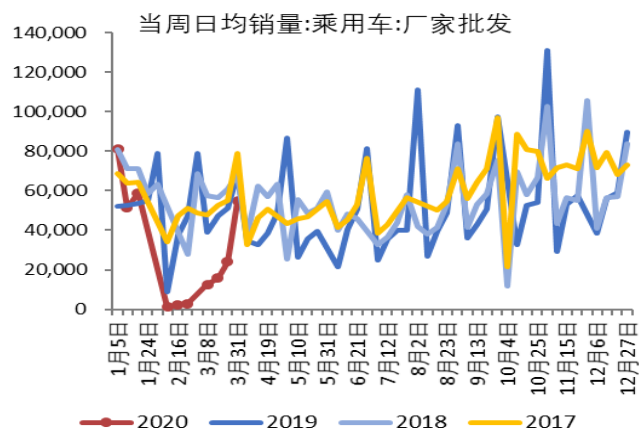
图表 62: 30 大中城市商品房成交占去年比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

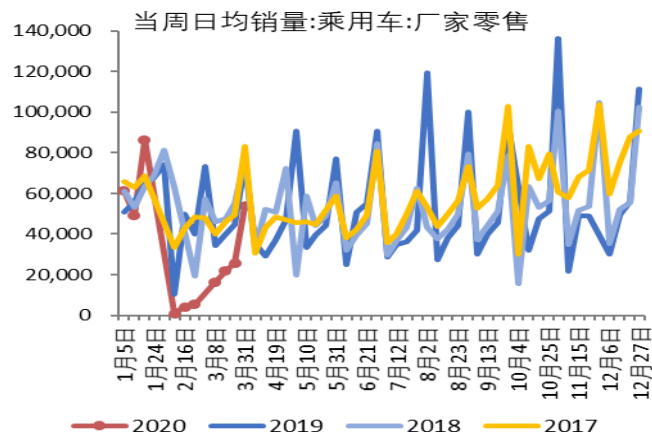
5. 3 月末周度乘用车销售快速回升, 月度销售降幅收窄。

图表 63: 乘用车周日均销量: 厂家批发 (辆)



数据来源: Wind, 乘联会, 混沌天成研究院

图表 64: 乘用车周日均销量: 厂家零售 (辆)



数据来源: Wind, 乘联会, 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
