

求真 细节 科技 无界

政策支持力度增强，需求不足仍是主要矛盾

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：

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。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。

表内贷款、票据以及企业和政府债券融资的高增是主要贡献：1) 企业复工复产加快，融资需求集中释放；2) 政策支持力度增强，央行再贷款再贴现以及普惠金融定向降准等政策的出台下，企业融资条件明显改善；3) 基建配套资金贷款加快投放，支撑 3 月企业中长贷放量；4) 企业经营性现金流趋紧，加大外部融资补充营运资金，企业短贷高增；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。

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，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。

策略建议：

当前 10 年期国债收益率位于 2.5% 一线，在机构负债成本下行缓慢的背景下，市场的波动将逐渐放大。周五超预期的金融数据反映政策支持力度的增强以及企业融资环境的改善，并非反映实体融资需求的好转，需求低迷仍是主要矛盾。

内部总需求不足+二季度外需冲击，逆周期调节力度加大，货币政策宽松进一步加码，决定了债牛根基并未动摇。资金面持续宽松下本轮短端利率低位维持时间更长，10-1Y 期限利差扩大至五年高点，期限利差仍然形成长端收益率的安全垫，短端利率持续低位下最终仍将带动长端下行。

风险提示：

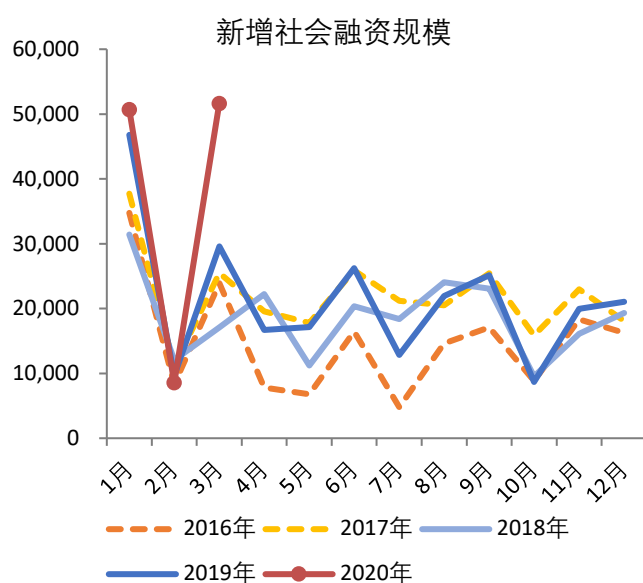
经济下行压力超预期，地方债供给放量

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%。

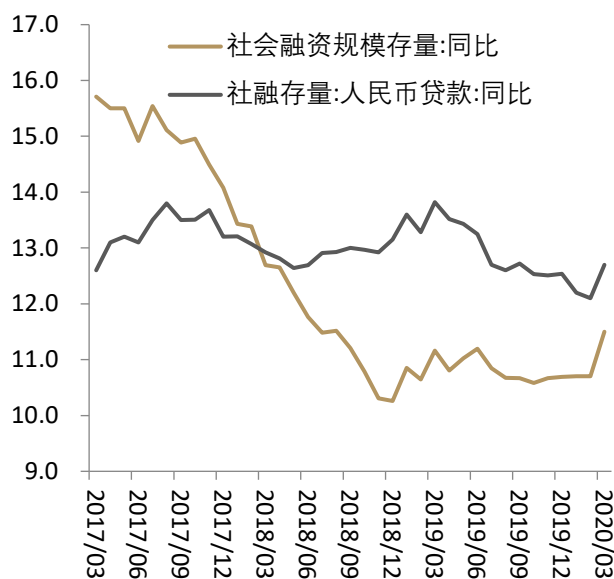
3月社融高增长主要受到表内贷款、票据以及企业和政府债券融资高增的贡献，3月企业复工复产节奏加快，叠加货币政策宽松的支持，支撑社融超预期扩张。

图表 1：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 2：社融存量同比（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

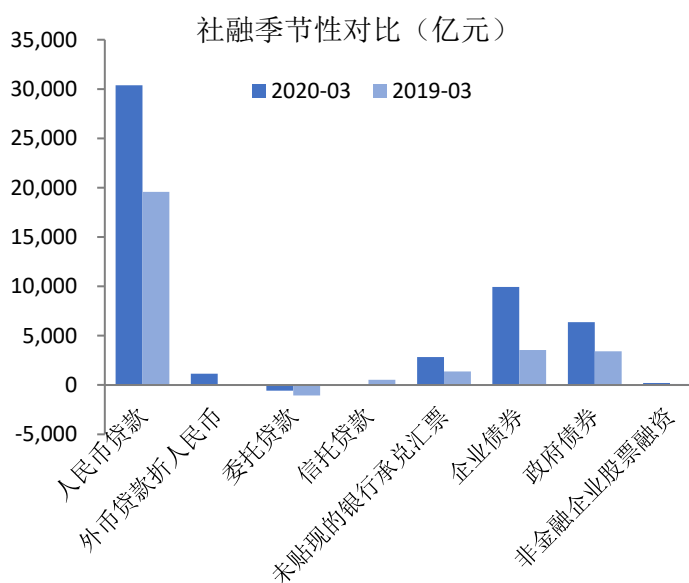
复工复产叠加政策支持，3月信贷高增，主要受到以下几方面的支撑：

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。

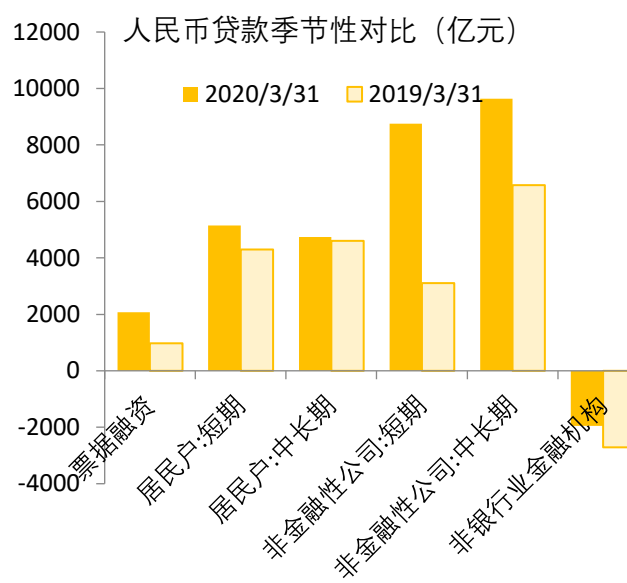
而企业债券净融资新增 9900 亿，创下历史同期新高，债牛环境下融资利率下降提振企业债券融资需求。

图表 3：社融分项季节性对比（亿）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

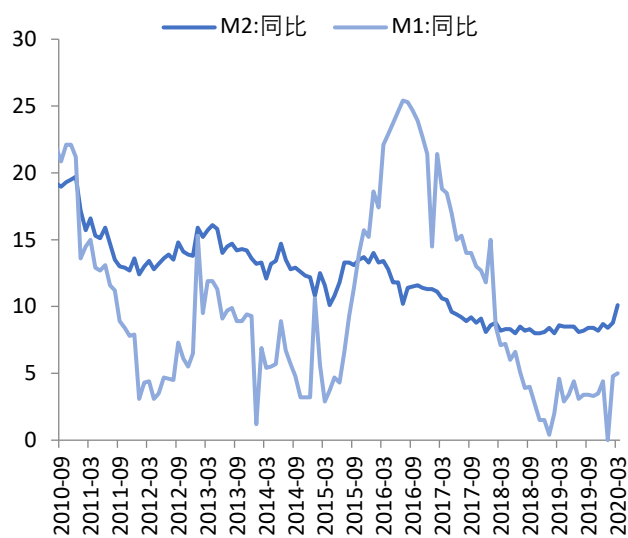
图表 4：人民币贷款分项季节性对比（亿）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

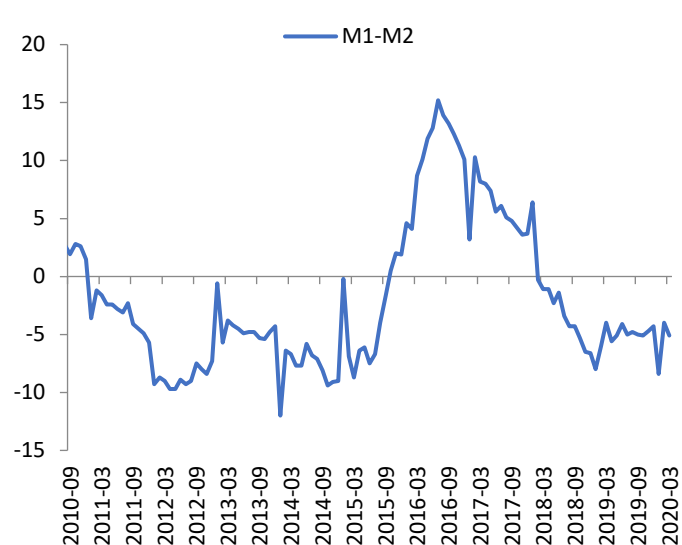
政策加大实体支持力度下 M1、M2 货币增速加快，企业现金流压力明显缓解，但终端需求仍然偏弱。3月企业和居民存款明显增加，政策支持下企业融资环境好转，叠加财政减税降费、减缓社保、公积金上缴等政策支持下，企业现金流压力明显缓解。但居民存款的大幅增加或反映在防疫以及就业环境压力下，消费回补仍然较慢，终端需求仍然较弱。

图表 5: 货币增速 (%)



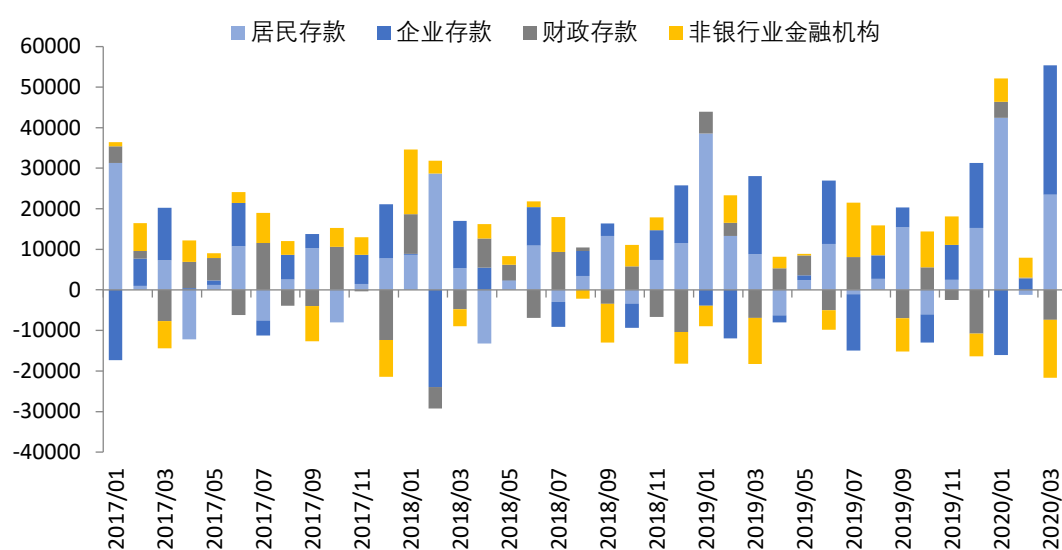
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 6: M1、M2 剪刀差 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 7: 新增存款 (亿元)

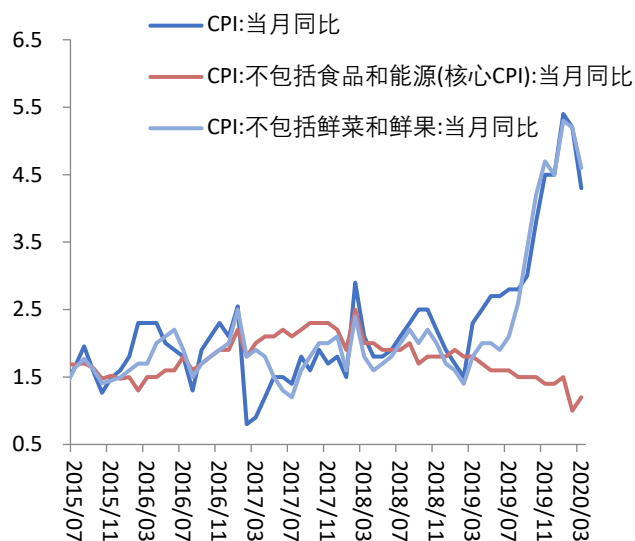


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

二、供给修复和需求低迷矛盾加剧，通缩预期增强

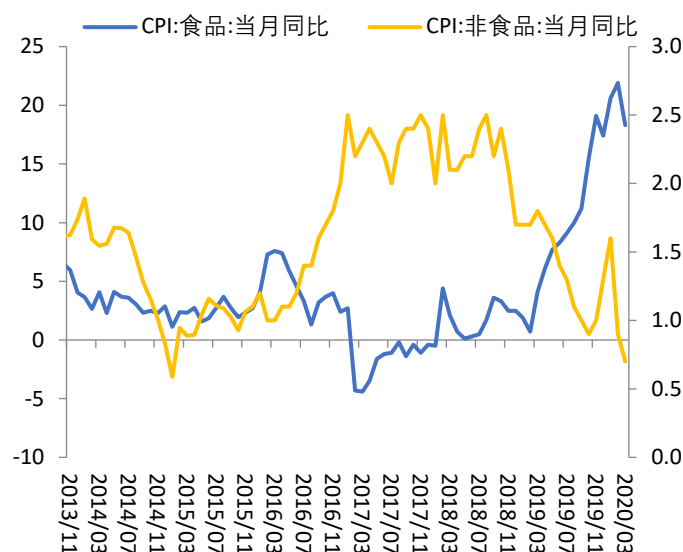
3月CPI环比转负，同比增速快速回落至4.3%。国内复工复产加快，食品供给运输短缺导致的短期结构性涨价修复，食品价格增速高点回落，原油价格回落下非食品价格增速继续下行。食品价格仍然是CPI增速的主要贡献，影响CPI上涨约4.10个百分点，猪肉价格维持高位，但受去年基数逐步抬升的影响，同比增速开始高位回落。

图表 8：3月CPI (%)



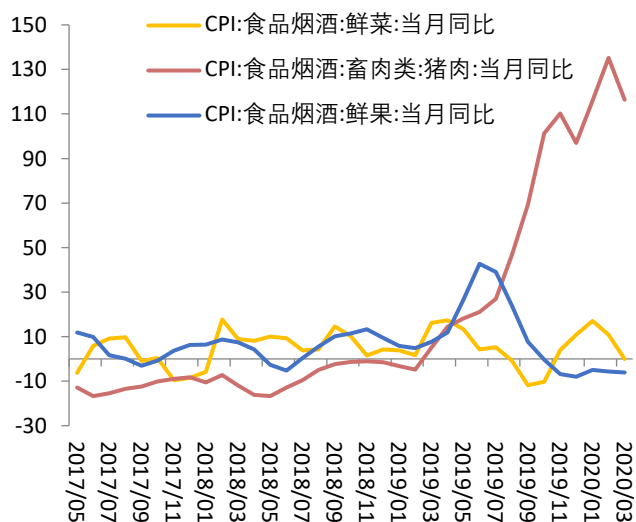
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 9：3月食品和非食品CPI (%)



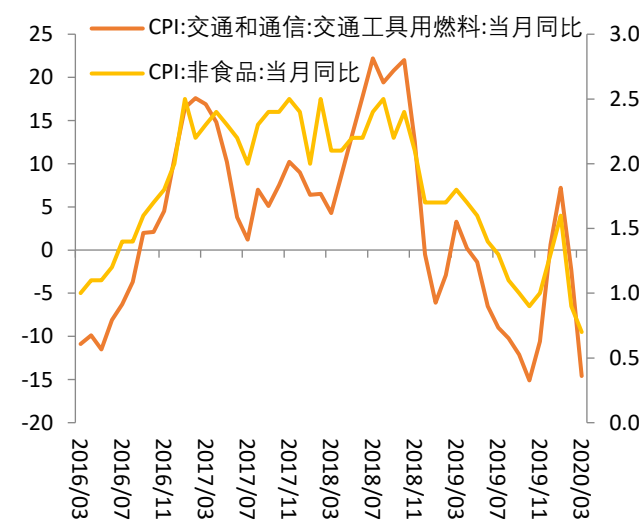
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 10：CPI 食品分项增速 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 11：非食品CPI VS. 交通工具用燃料 (%)

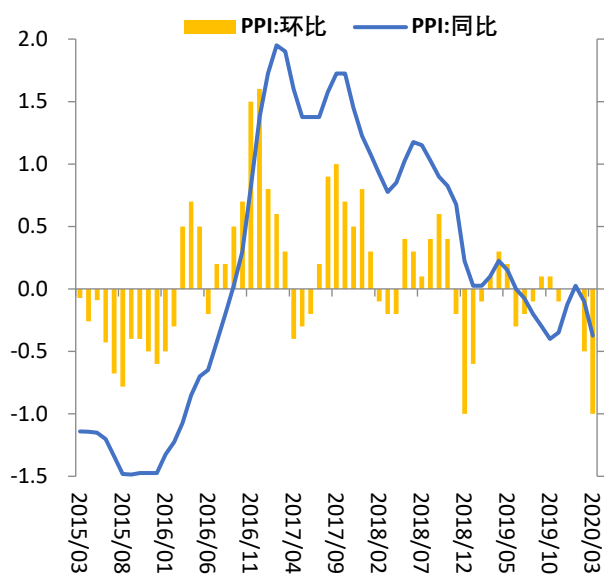


数据来源：Wind，混沌天成研究院

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。

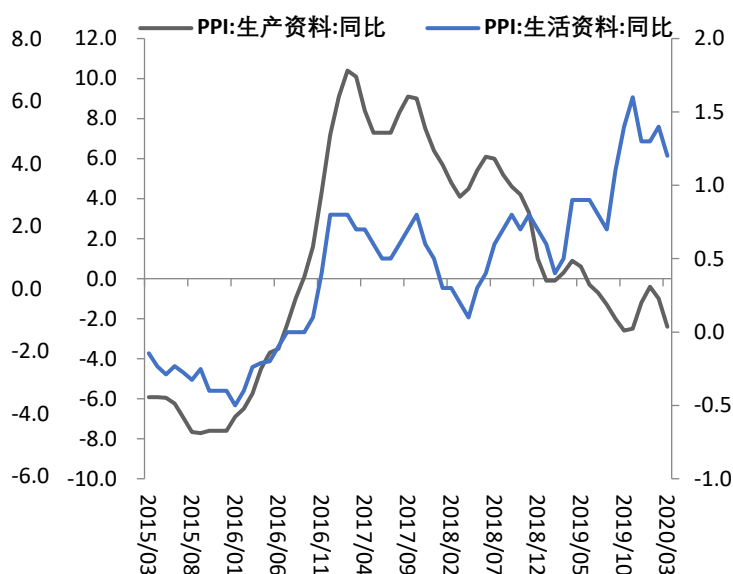
同时上游采掘工业、原材料工业和加工工业环比跌幅也均有所扩大，体现企业库存压力较大下工业品价格仍面临下行压力。

图表 12：3 月 PPI (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

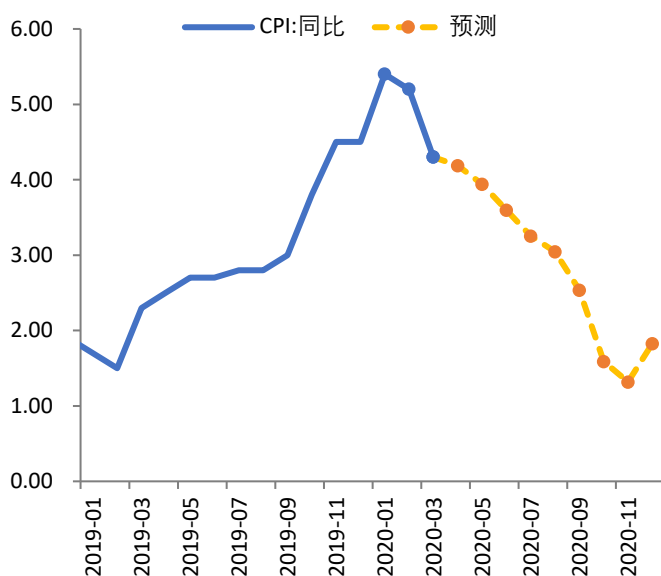
图表 13：3 月 PPI 生产生活资料增速 (%)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

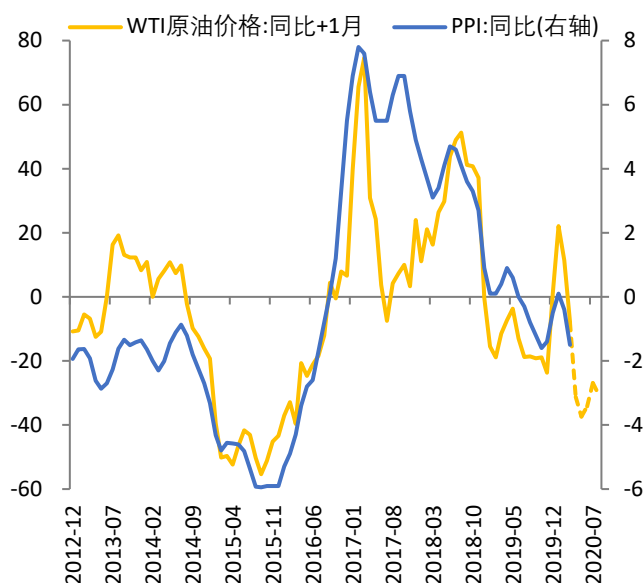
3 月通胀数据下滑超预期，国内复工复产不完全下需求恢复慢于供给端，叠加原油市场暴跌和全球需求的走弱，未来 CPI 将继续延续下行趋势，年内 CPI 增速前高后低；而二季度外需和产业链冲击成为主旋律下，工业品通缩还将持续，4 月 PPI 通缩程度仍将加剧，未来企业的去库压力仍然较强。

图表 14: CPI 同比及预测 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 15: PPI 与原油价格增速 (%)



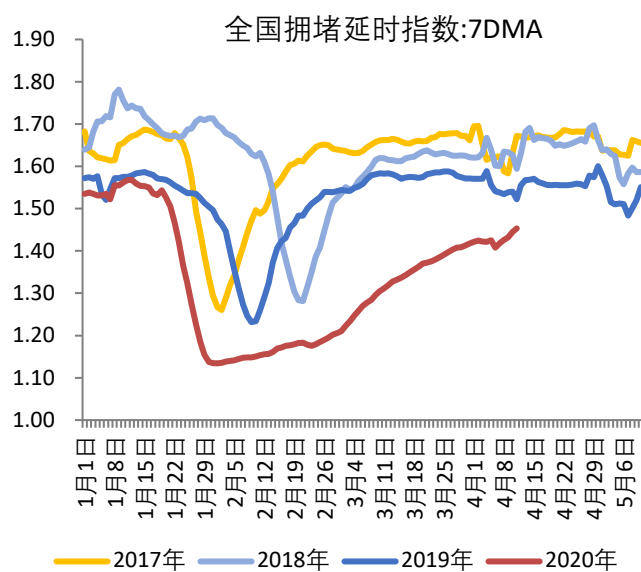
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

三、复工高频跟踪

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。

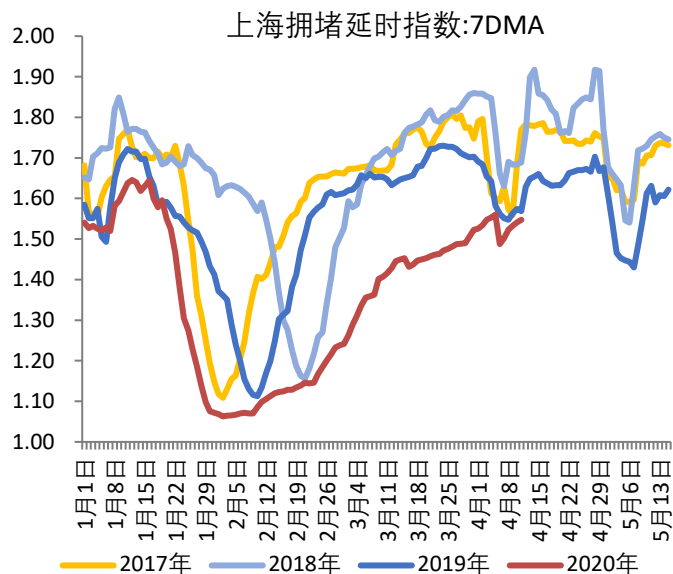
1. **全国城市活动加快, 交通拥堵指数回升:** 清明节后全国拥堵延时指数回升加快, 其中广州城市活动与去年同期水平相当, 上海也接近去年水平, 近期拥堵延时指数回升比较明显的城市是北京。
2. **最近一周地铁客运量约为去年 5 成:** 上海和广州地铁客运量均延续回升趋势, 其中上海回升速度较快, 最近一周客运量分别为去年同期的 50.6% 和 47.5%。

图表 16: 全国拥堵延时指数 (7 日均值)



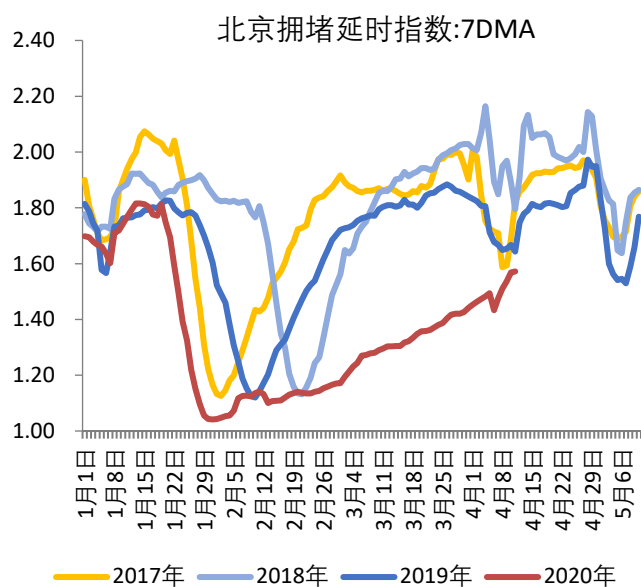
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 17: 上海拥堵延时指数 (7 日均值)



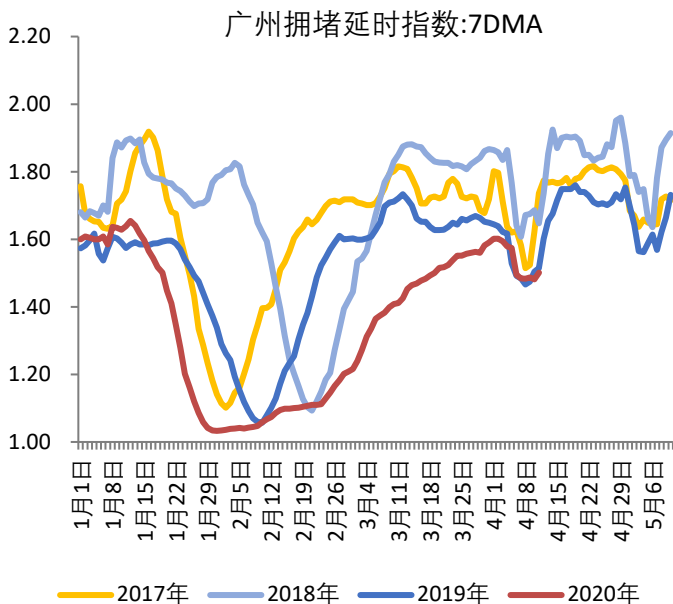
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 18: 北京拥堵延时指数 (7 日均值)



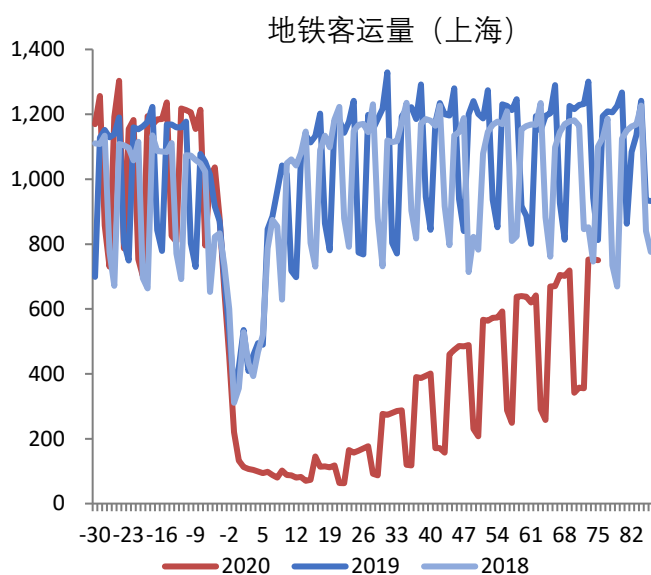
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 19: 广州拥堵延时指数 (7 日均值)



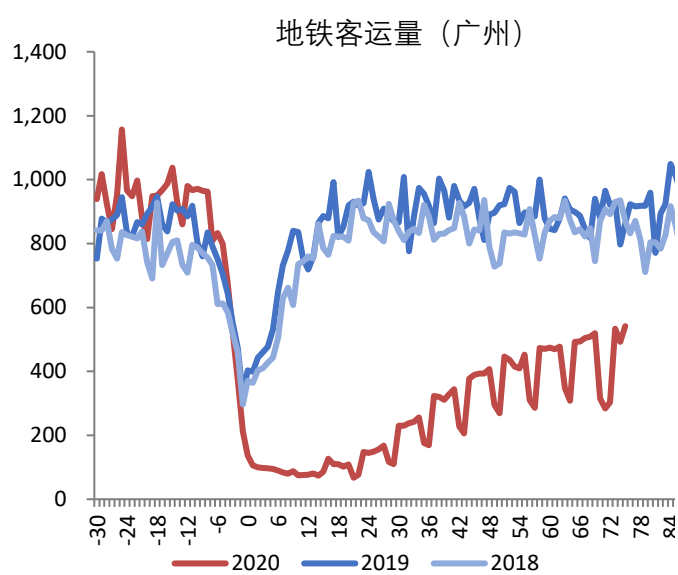
数据来源: Wind, 高德交通, 混沌天成研究院

图表 20: 上海地铁客运量 (万人)



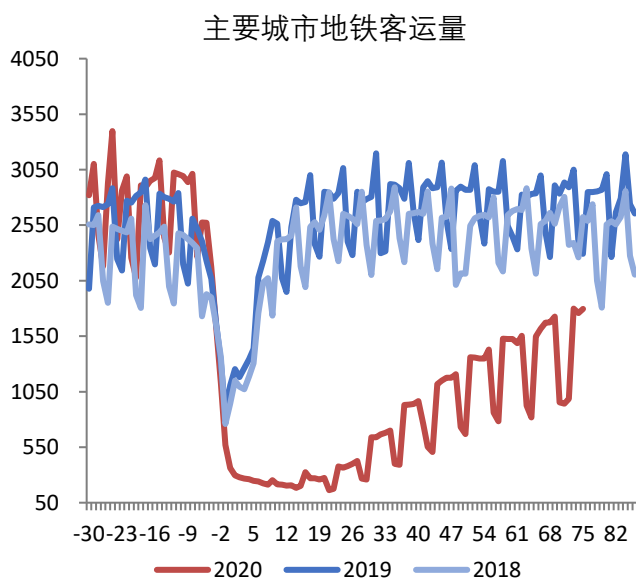
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 21: 广州地铁客运量 (万人)



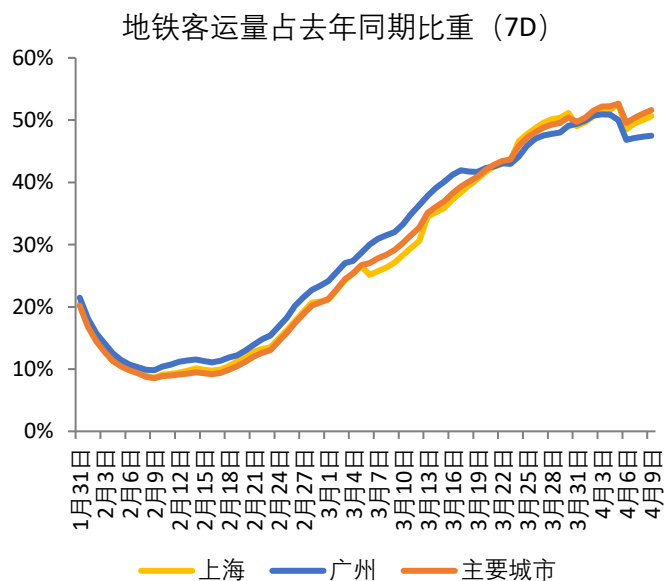
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 22: 主要城市地铁客运量 (万人)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

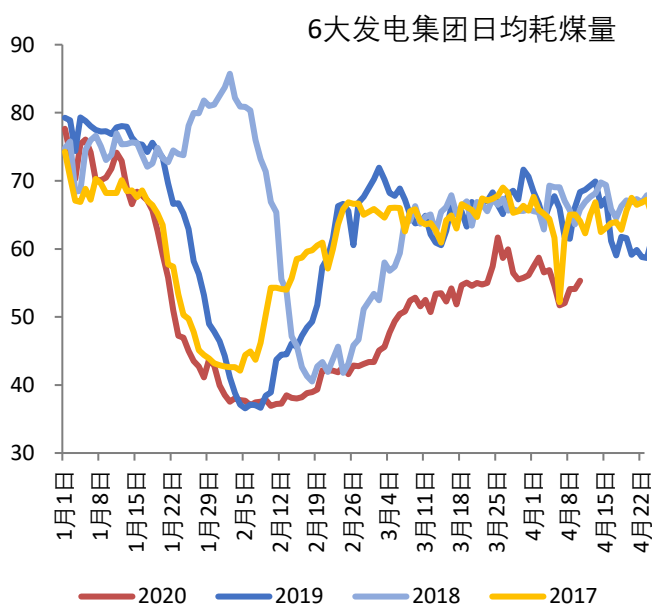
图表 23: 周均地铁客运量占去年同期比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

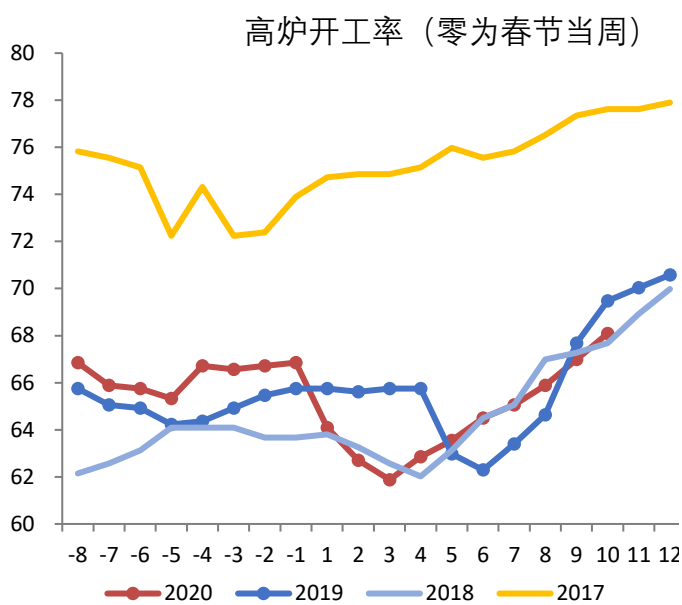
3. 工业生产节后回升，周均活动恢复超8成：节后6大发电集团日均耗煤量再度回升，近七日均值占去年同期比重为82.7%；本周高炉开工率继续回升，超出节前开工率状态，但仍低于去年同期水平。

图表 24：6大发电集团日均耗煤量（万吨）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

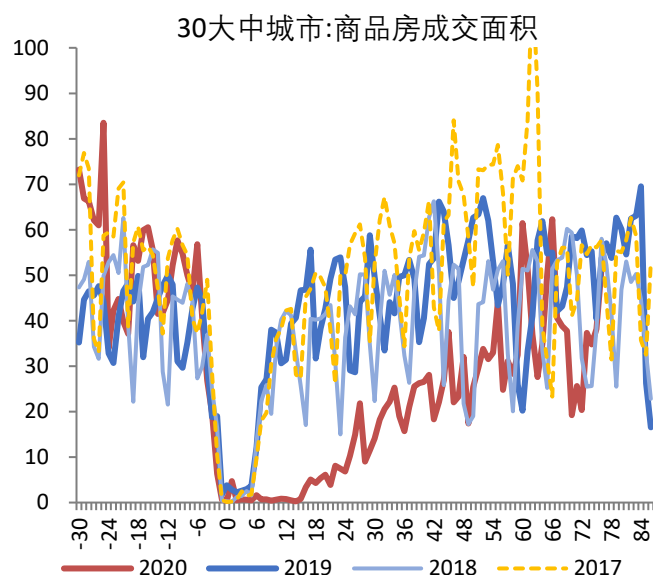
图表 25：高炉开工率（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

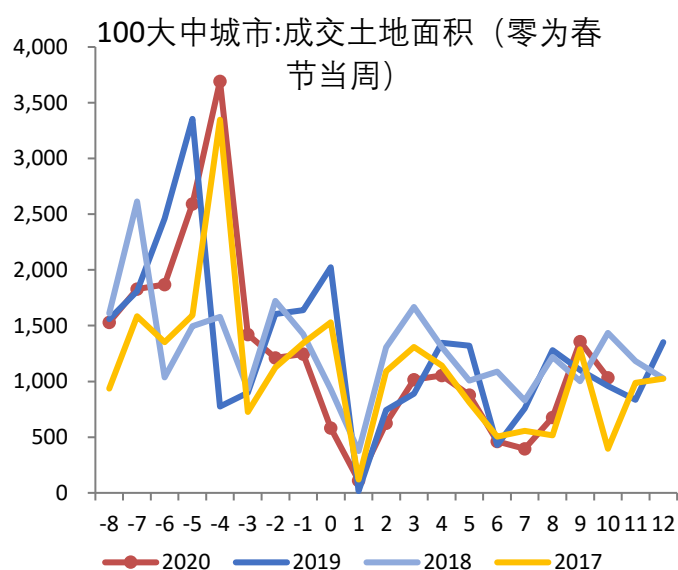
4. 4月初房地产市场有所降温，周度土地成交再度回落：3月商品房成交快速回升后，4月初房地产市场有所降温，最近7日商品房成交面积占去年同期比重回落至60.0%，三线城市成交有所降温，周度土地成交再度回落。

图表 26: 30 大中城市商品房成交面积 (万方)



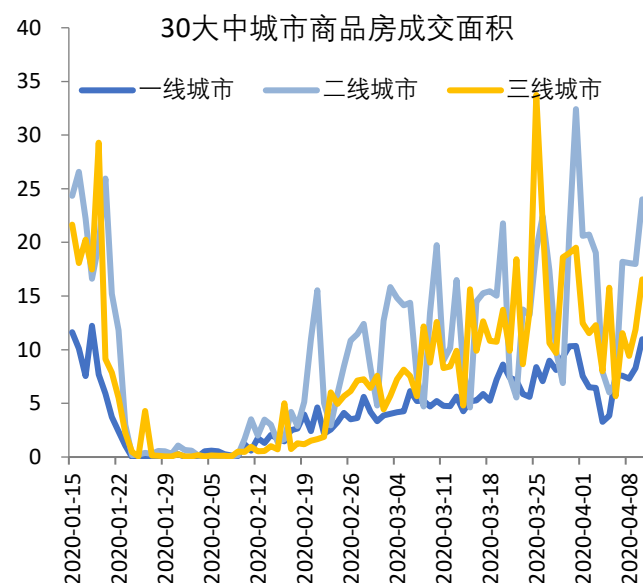
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为大年初一)

图表 27: 百城市成交土地面积 (万平方米)



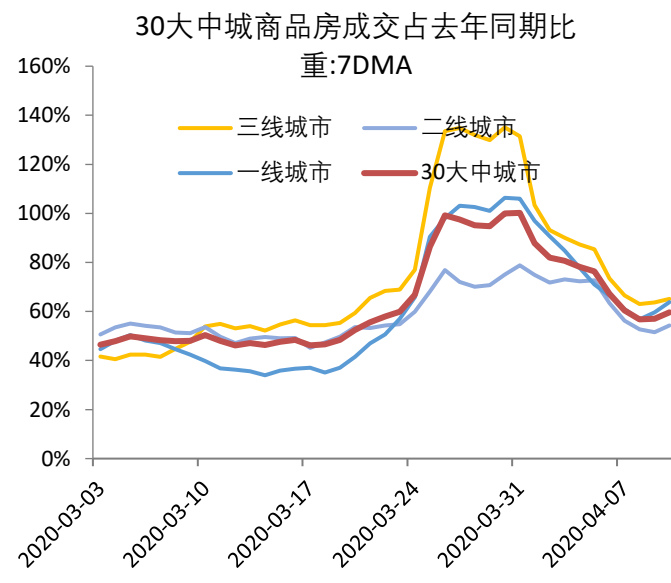
数据来源: Wind, 混沌天成研究院 (零为春节当周)

图表 28: 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

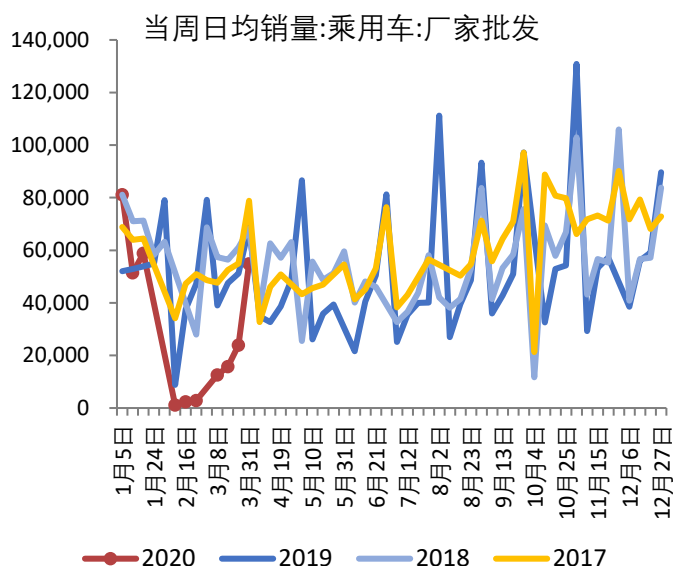
图表 29: 30 大中城市商品房成交占去年比重 (%)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

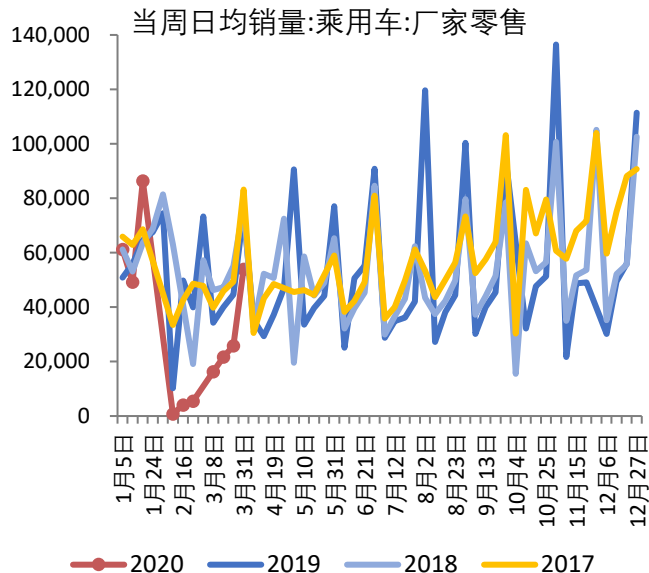
5. 3月末周度乘用车销售快速回升，月度销售降幅收窄。

图表 30：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 31：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

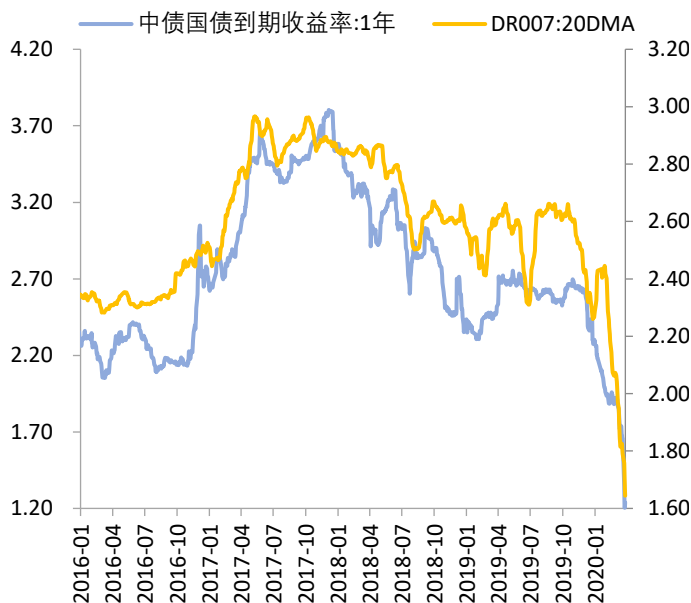
四、债市观点

1. 资金面先下后上，流动性维持极度宽松

受央行降低超额存款准备金利率政策正式实施的影响，周初资金利率快速下行。随后资金面有所收敛，周五达到利率高点。资金面整体维持极度宽松态势，DR007 在 1.28%-1.65% 区间运行。本周央行未进行逆回购操作，全周累计净回笼 700 亿。

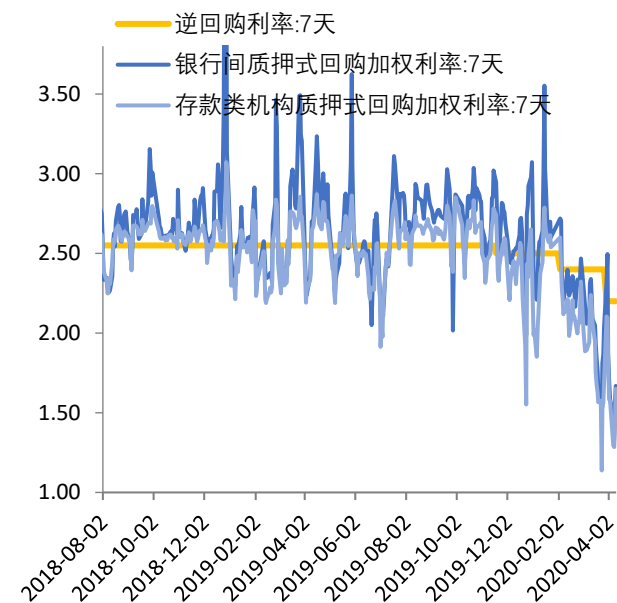
Shibor3M 和存单发行利率大幅下行，反映市场对未来货币政策保持宽松预期。

图表 32: 1 年期国债收益率 VS 资金利率 (%)



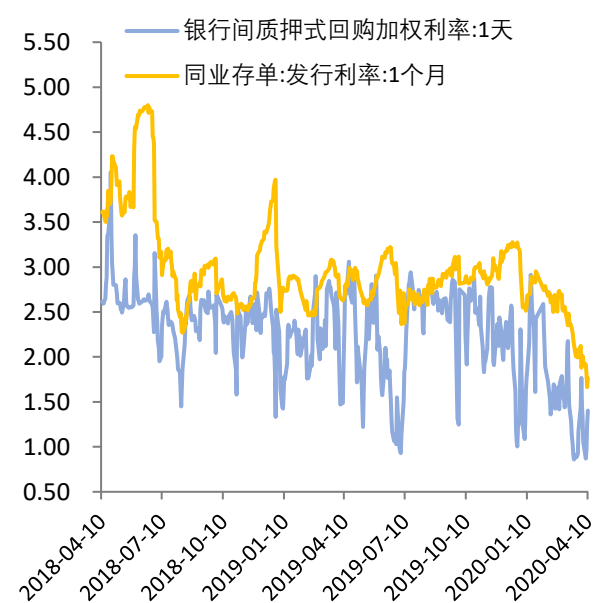
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 33: 利率走廊 (%)



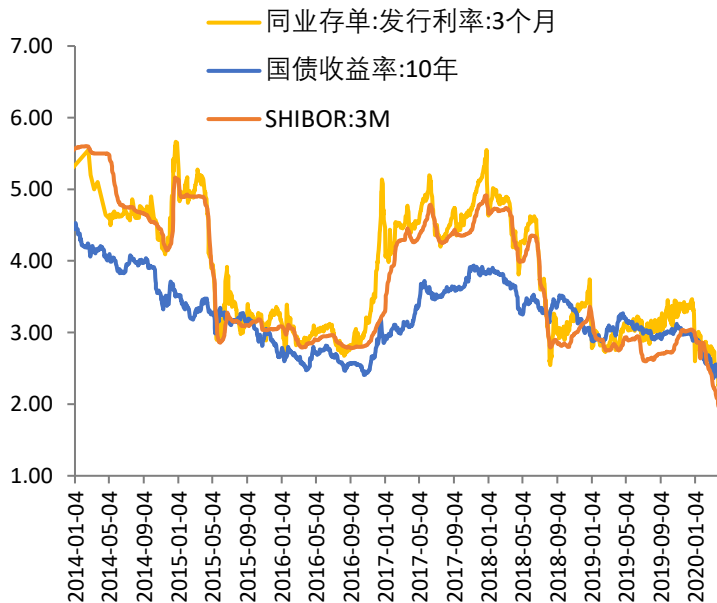
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 34: 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 35: 3 个月 Shibor 利率 & 同存发行利率 (%)

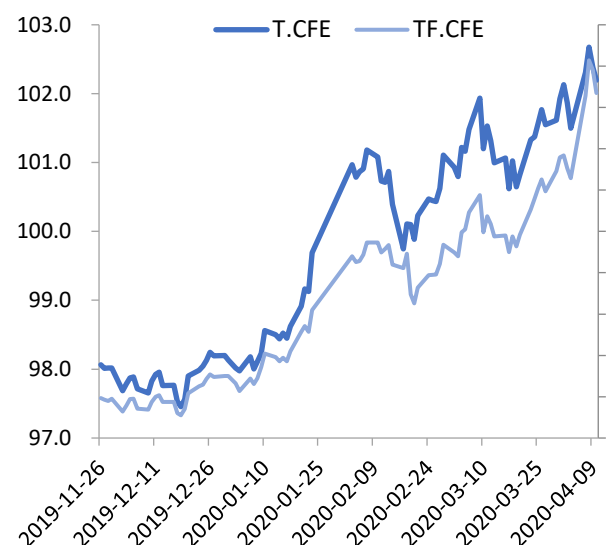


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

2. 超额存款准备金利率调降打开利率走廊下限，短端利率带动长端下行

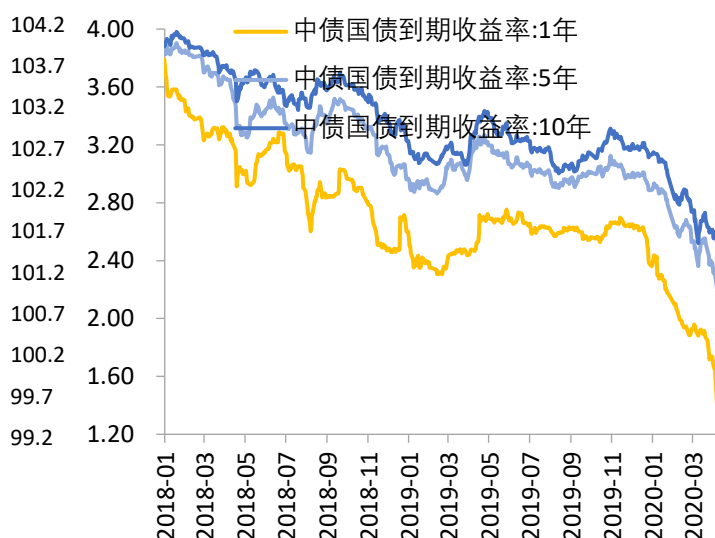
本周央行下调超准利率打开利率走廊下限，短端利率周内快速下降超 40bp，并带动长端一起下行，周中 10 年期国债收益率再度下探 2.5%，并创 2002 年 6 月 21 日以来新低。后半周受资金面小幅收敛打击做多情绪，以及金融数据放量的预期，债市小幅调整。整体来看，“货币宽松+财政发力”的预期下收益率曲线形态的陡峭得到兑现。

图表 27：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



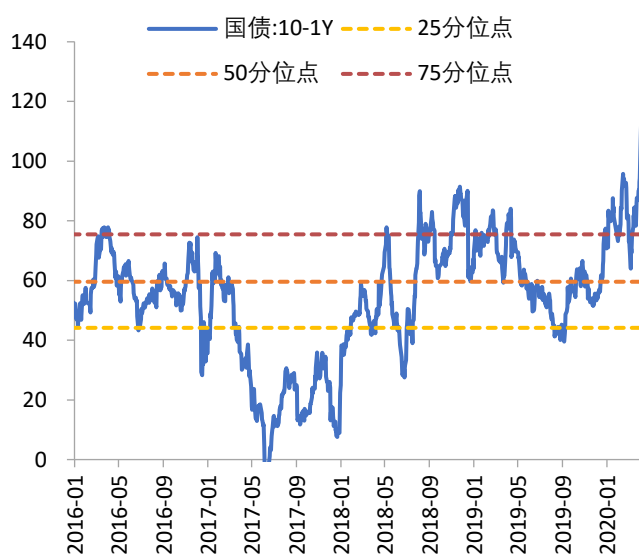
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 28：国债收益率（%）



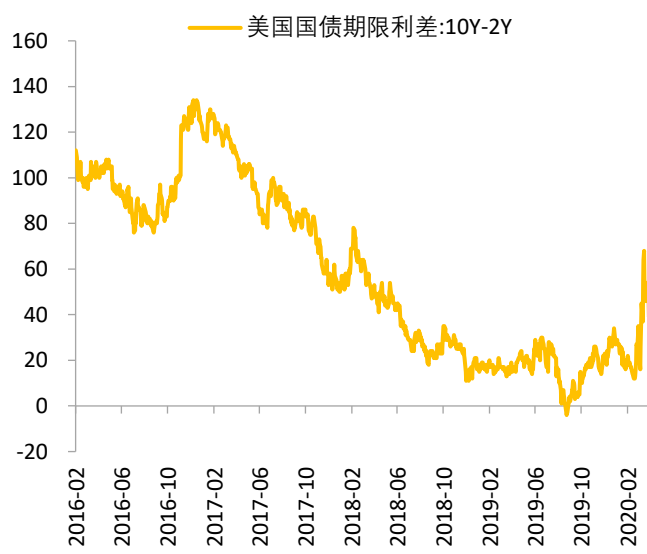
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 29：国债 10-1Y 长短端期限利差（bps）



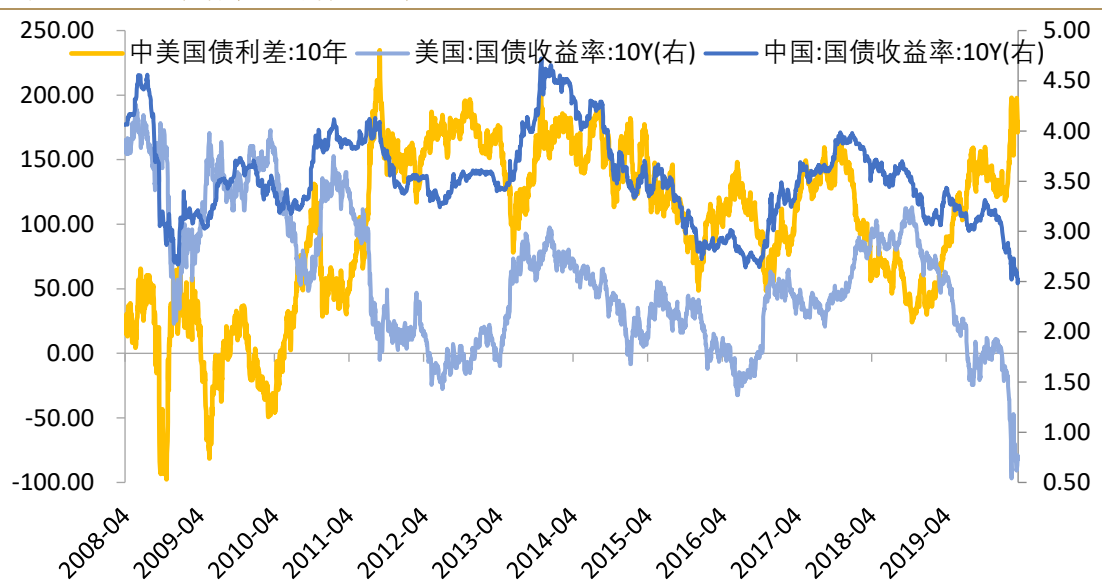
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 30：美债长短端期限利差（bps）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 31：10 年期中美国债收益率 (%)

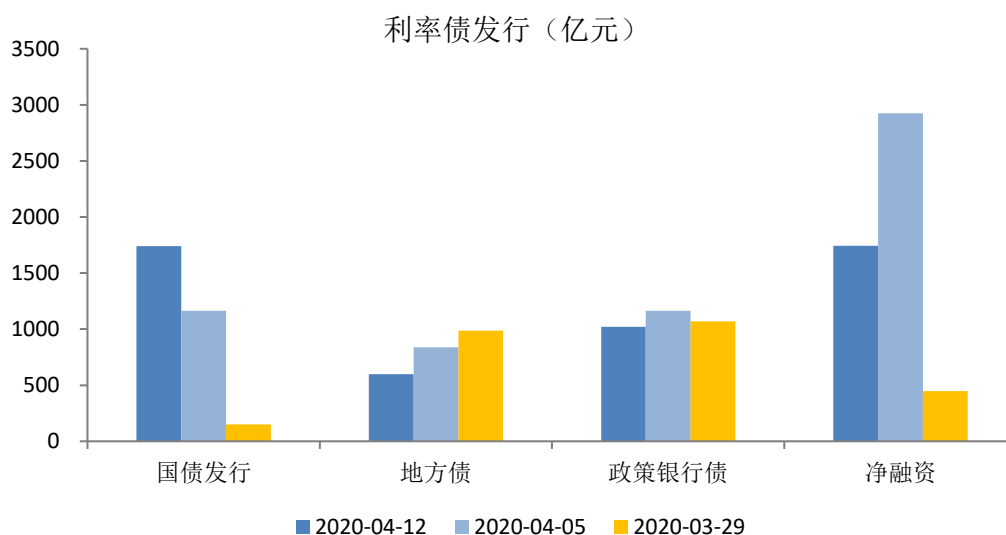


数据来源：Wind, 混沌天成研究院

3. 周度利率债净供给下降，一级市场需求旺盛

本周地方债发行规模大幅下降，利率债到期规模上升，利率债净供给整体下降，一级市场需求保持旺盛

图表 32：利率债发行（亿元）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

4. 债市观点

当前 10 年期国债收益率位于 2.5% 一线，在机构负债成本下行缓慢的背景下，市场的波动将逐渐放大，后半周债市也受到资金面小幅收敛及金融数据放量的压制。但周五超预期的金融数据反映政策支持力度的增强以及企业融资环境的改善，并非反映实体融资需求的好转，需求低迷仍是主要矛盾。

内部总需求不足+二季度外需冲击，逆周期调节力度加大，货币政策宽松进一步加码，决定了债牛根基并未动摇。资金面持续宽松下本轮短端利率低位维持时间更长，10-1Y 期限利差扩大至五年高点，期限利差仍然形成长端收益率的安全垫，短端利率持续低位下最终仍将带动长端下行。

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

