

经济下行压力进一步加大 内盘资产短期仍难乐观

摘要:

国内经济下行压力进一步加大。1-3月同步数据中，投资、消费、出口各大分项增速全面放缓，仅有基建投资稳增长有所发力。前瞻数据中，尽管社会融资规模存量同比增速有小幅回升，但社融主要靠短期票据支撑，关键的金融机构各项贷款余额增速，以及企业和居民中长期贷款仍未出现明显改善。

局面疫情冲击凸显，复工复产后消费难以迅速修复。疫情冲击下，线下消费、服务业增速大幅放缓，3月社会消费品零售总额当月同比增长-3.5%，其中餐饮收入当月同比更是大幅下跌16.4%。更为关键的是，居民收入和就业明显承压，2022年一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长5.4%，前值为8.2%。3月的城镇调查失业率和31个大城市调查失业率分别录得5.8%、6%，前值分别为5.5%、5.4%，消费端的长期驱动力进一步削弱，指向复工复产后，消费难以迅速修复。

今年基建发力相对前置，托底效果相对温和、持续。3月经济数据中，仅有基建表现亮眼，从结构来看，当下基建发力点更侧重于风电、光伏、能源等新基建，以及水利、环境等项目，有色板块受益相对明显。总理召开地方政府主要负责人座谈会时要求，上半年要大头落地，形成更多实物工作量。财政部的最新新闻发布会表示，提前下达专项债券额度大部分已发行完毕，对2021年发行的专项债券（预留1.2万亿今年使用），原则上在今年5月底前拨付使用；对2021年12月提前下达的2022年专项债券（今年新额度1.46万亿），原则上在今年9月底前拨付使用。对于3月底下达的第二批专项债券额度尽可能在今年加快使用。总体而言，今年二、三季度专项债将明显快于往年，但目前政策仍需传导时间，预计今年财政发力相对前置，对经济托底效果温和且持续。

4月降准预期最终落地，但市场计价较为充分。4月15日晚间，中国人民银行宣布，决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。并对符合条件的机构再额外多降0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元。此外，4月18日央行网站表示，截至4月中旬央行已向中央财政上缴结存利润6000亿元，主要用于留抵退税和向地方政府转移支付，相当于投放基础货币6000亿元，和全面降准0.25个百分点基本相当。但我们认为对资产价格利好有限，1、4月继续宽松的概率偏低，一方面是降准的执行时间是4月25日，显示央行已经前置投放流动性；2、央行明确指出“当前流动性已处于合理充裕水平”，且近期市场对政策宽松计价较为充分。

地产的堵点在于销售和信心。截至4月18日全国超70城市发布房地产相关政策超百次，主要涉及针对性放松限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、降低房贷利率、取消限售、为房企提供资金支持等方面。但居民收入增速放缓，就业市场疲软，高频地产销售未有明显起色；地产企业的开工信心仍较为低迷，近期全国下游施工同比有所下降、但环比微弱改善，旺季不旺特征显著。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

研究员:

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

投资咨询号: Z0017091

对于大类资产而言，一、降准预期兑现，叠加美联储5月4日议息会议临近（预期开启缩表+加息50bp），以及中-美利差倒挂的背景，A股内外环境均不乐观，短期维持中性；二、对于内需型工业品（黑色建材、传统有色铝、化工、煤炭），我们仍需等待更多的经济筑底信号，虽然基建已经有所发力，但政策传导周期较长，叠加国内疫情冲击，基建仍难完全对冲需求下行压力。更为关键的是，在居民收入增速放缓，就业市场疲软等长期因素拖累下，短期地产能否企稳仍是未知之数。

一、3月经济下行压力进一步加大

3月经济下行压力进一步加大。1-3月同步数据中，投资、消费、出口各大分项增速全面放缓，仅有基建投资稳增长有所发力。前瞻数据中，尽管社会融资规模存量同比增速有小幅回升，但关键的金融机构各项贷款余额增速，以及企业和居民中长期贷款仍未出现明显改善。特别是在国内疫情反复的背景下，线下消费、服务业增速明显放缓。

图 1： 中国 3 月经济数据一览

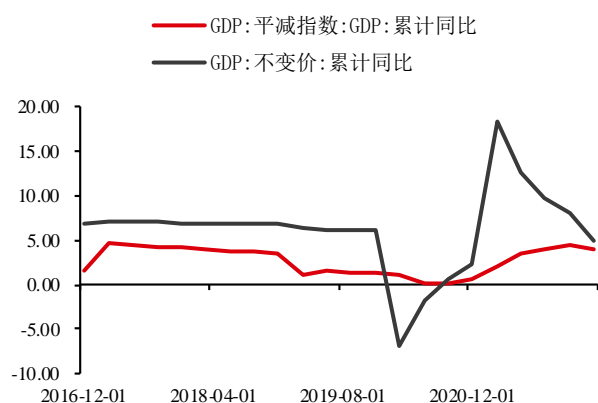
单位：%

经济指标		3月	前值	去年同期
GDP	GDP 当季同比	4.8	4	18.3
	固定资产投资完成额:累计同比	9.3	12.2	35
投资	基建投资累计同比	10.48	8.61	34.95
	房地产投资累计同比	0.7	3.7	38.3
	制造业投资累计同比	15.6	20.9	37.3
出口	出口:累计同比 (美元计价)	15.78	16.35	48.78
	进口:累计同比 (美元计价)	9.61	15.62	29.4
	贸易差额:当月值	473.8	304.96	117.73
消费	社会消费品零售总额:累计同比	3.3	6.7	33.9
	网上商品和服务零售额:累计同比	6.6	10.2	29.9
	商品房销售面积:累计同比	-13.8	-9.6	63.8
	乘用车销量:累计同比	8.99	14.37	75.11
价格	CPI:当月同比	1.5	0.9	0.4
	PPI:当月同比	8.3	8.8	4.4
领先指标	中采制造业 PMI	49.5	50.2	51.9
	社会融资规模存量:同比	10.6	10.2	12.3
	金融机构:各项贷款余额:同比	11.4	11.4	12.6

数据来源：Wind 华泰期货研究院

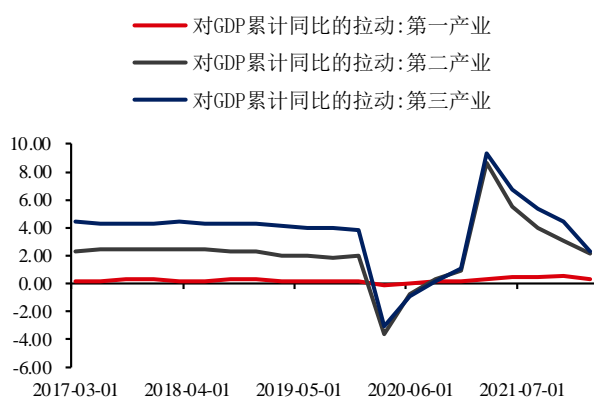
季度 GDP 增速有所放缓。2022 年一季度 GDP 当季同比录得 4.8%，较 4% 的前值有所改善，但环比增长 1.3%，较 1.5% 的前值有所放缓。受国内疫情反复影响，居民收入和就业明显承压，2022 年一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长 5.4%，前值为 8.2%。3 月的城镇调查失业率和 31 个大城市调查失业率分别录得 5.8%、6%，前值分别为 5.5%、5.4%，均较前值有明显上升，消费端的长期驱动力进一步削弱。

图 2: GDP 增速 单位:%



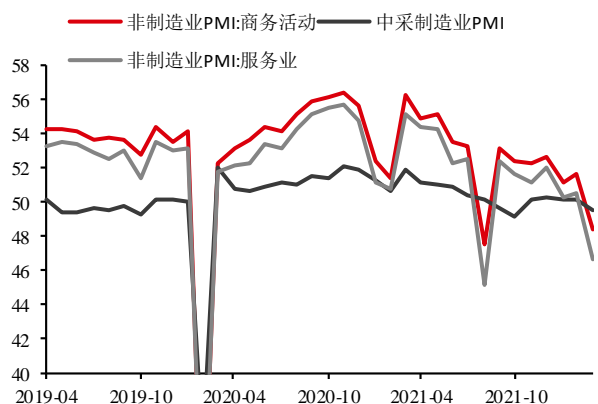
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 三大产业对 GDP 的贡献率 单位:%



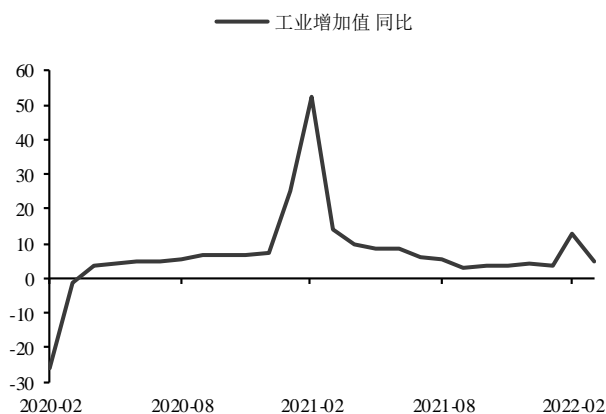
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 制造业 PMI 分项 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 工业增加值累计同比 单位:%

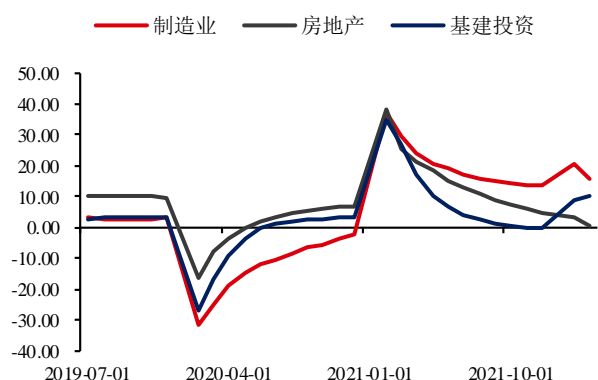


数据来源: Wind 华泰期货研究院

投资数据承压下行。2022 年 1-3 月固定资产投资完成额累计同比增长 9.3%，较 12.2% 的前值有所下行。分项中仅有基建投资表现亮眼：1-3 月基建投资完成额累计同比增长 10.5%，前值为 8.6%；1-3 月制造业投资完成额累计同比增长 15.6%，前值为 20.9%；地产投资增速接近负增长，1-3 月房地产投资累计同比增长 0.7%，前值为 3.7%。

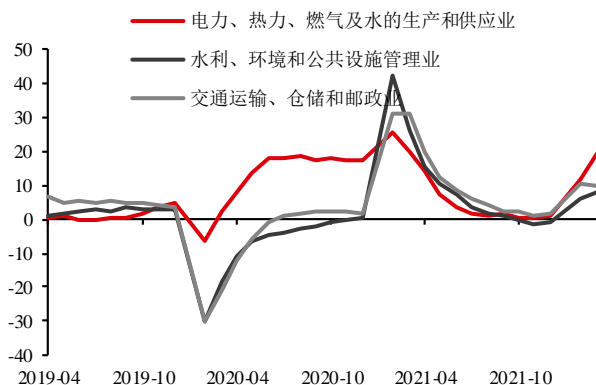
基建投资发力稳增长。在政府强调“适度超前开展基础设施建设”的指导下，基建投资三大分项增速显著回升，稳增长功能明显发力。1-3 月电、热、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业较前值有所增长，分别为 19.3%，8%；交通运输、仓储和邮政业累计同比增速 9.6%，较 10.5% 的前值放缓。显示当下基建发力点更侧重于风电、光伏、能源等新基建，以及水利、环境等项目，有色板块受益相对明显。

图 6: 固定资产投资分项累计同比 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 基建投资各分项 单位:%



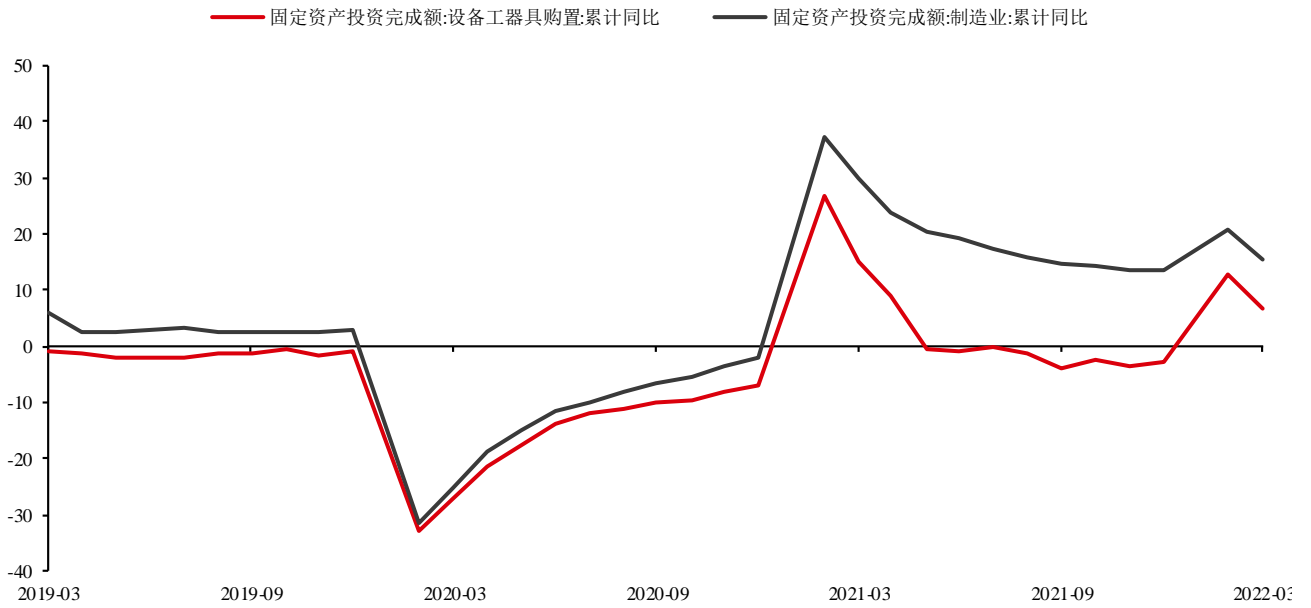
数据来源: Wind 华泰期货研究院

制造业投资企再度承压。1-3 月制造业投资累计同比增长 15.6%，较 20.9% 的前值大幅下滑。前瞻指标也给出不利结论：制造业 PMI 跌破枯荣线、新订单大幅下滑至 48.8%，同时设备工器具购置累计同比增速也录得 6.8%，前值为 12.8%。从工业企业利润的分行业数据来看，上游原材料的持续涨价使得上游采掘业占据了工业利润的大头，中游加工和下游产成品利润增速持续回落；而小型企业 PMI 录得 46.6%，中型企业 PMI 录得 48.5%，同样跌破枯荣线。

国内工业的库存周期有见顶回落的迹象。2021 年 12 月-2022 年 2 月国内的工业企业库存已经持续 3 个月下降。2019 年 11 月至 2021 年 11 月的本轮补库周期已经持续 24 个月，远超过三轮平均 16 个月的补库周期，一旦本轮库存周期见顶回落，参考上三轮平均 17.6 个月的去库周期来看，在库存去化的阶段，不利于制造业扩大资本开支，即长周期制造业投资扩张将面临更大的压力。

图 8: 制造业投资明显回升

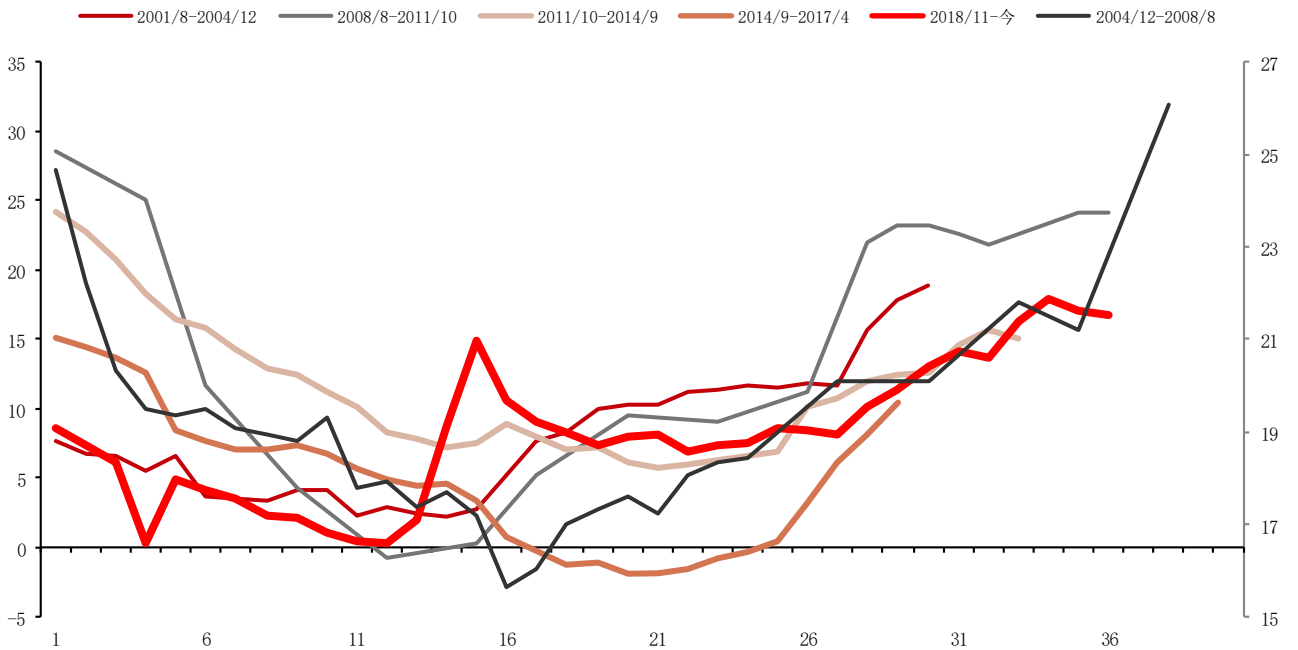
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 国内本轮库存周期有见顶回落的迹象

单位: %

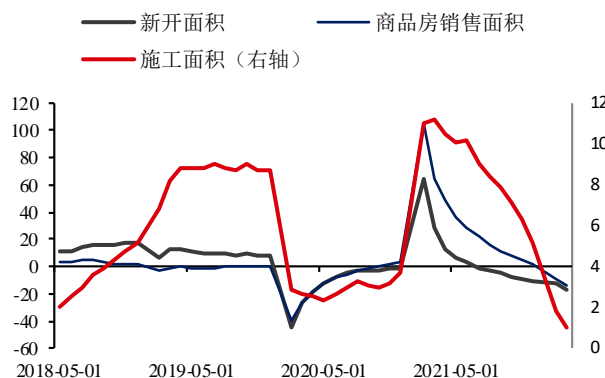


数据来源: Wind 华泰期货研究院

房地产投资仍是当前经济的短板。地产投资的各个分项目前仍明显承压, 1-3月商品房销售面积, 新屋开工面积, 施工面积, 竣工面积累计同比增速分别为-13.8%, -17.5%, 1%, -11.3%,

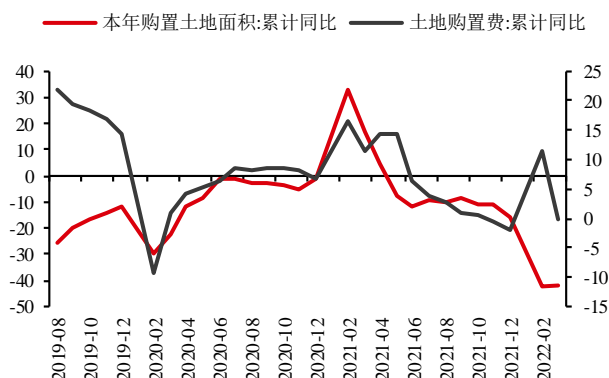
增速较前值进一步回落。1-3月购置土地面积累计同比增长-41.8%，拿地和销售疲软均指向后续地产仍难有起色。

图 10: 房地产各分项仍承压下行 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

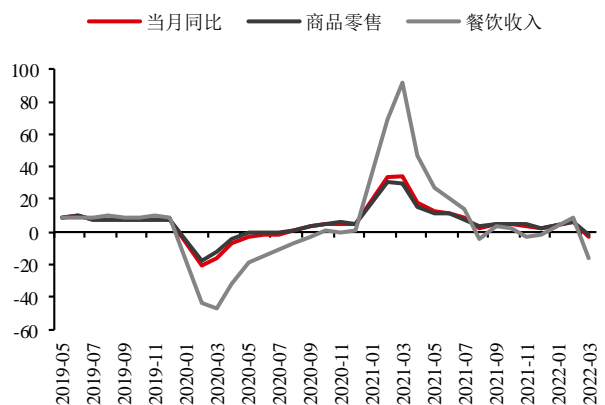
图 11: 开发商拿地仍未见起色 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

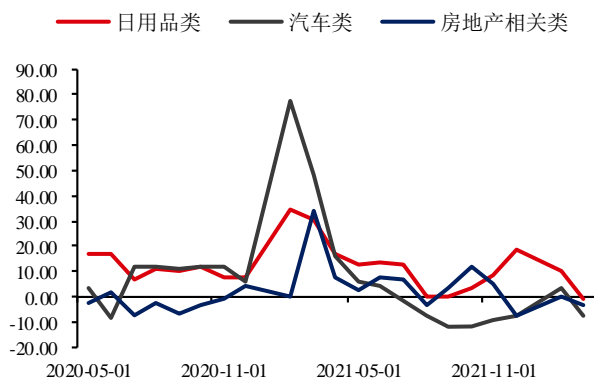
疫情反复下, 消费明显放缓。3月社会消费品零售总额当月同比增长-3.5%, 较6.7%的前值大幅放缓, 其中3月的餐饮收入和商品零售当月同比分别为-16.4%和-2.2%, 1-3月网上商品和服务零售总额累计同比增长6.6%, 前值为10.2%。受国内疫情反复影响, 居民收入和就业明显承压, 2022年一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长5.4%, 前值为8.2%。3月的城镇调查失业率和31个大城市调查失业率分别录得5.8%、6%, 前值分别为5.5%、5.4%, 均较前值有明显上升, 消费端的长期驱动力进一步削弱。

图 12: 消费的各分项增速 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

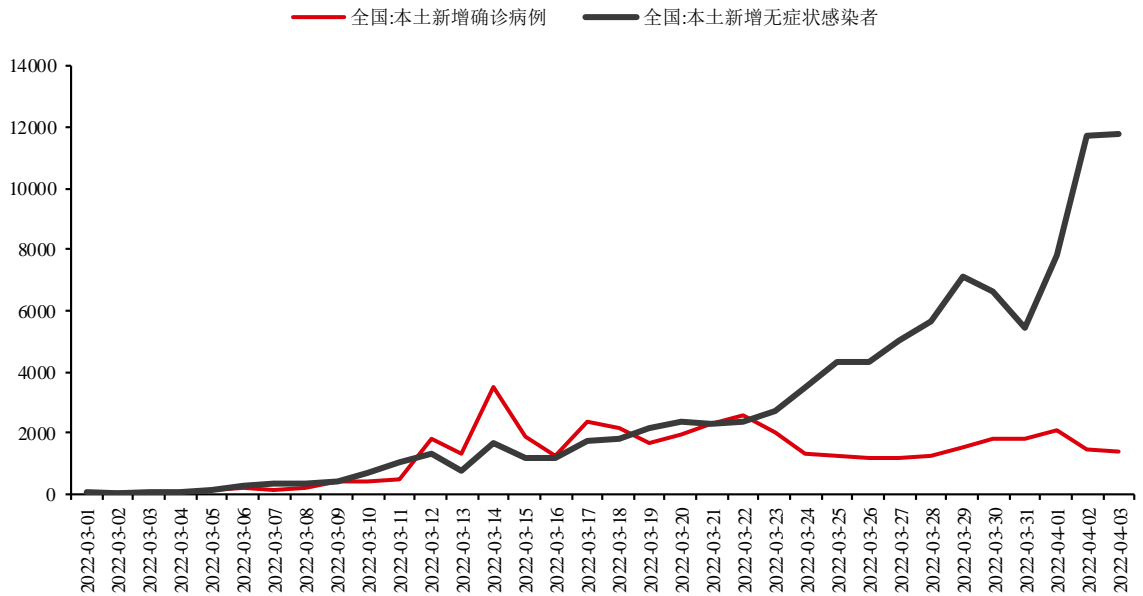
图 13: 消费的各分项增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 国内的本轮疫情反复预计将拖累后续消费

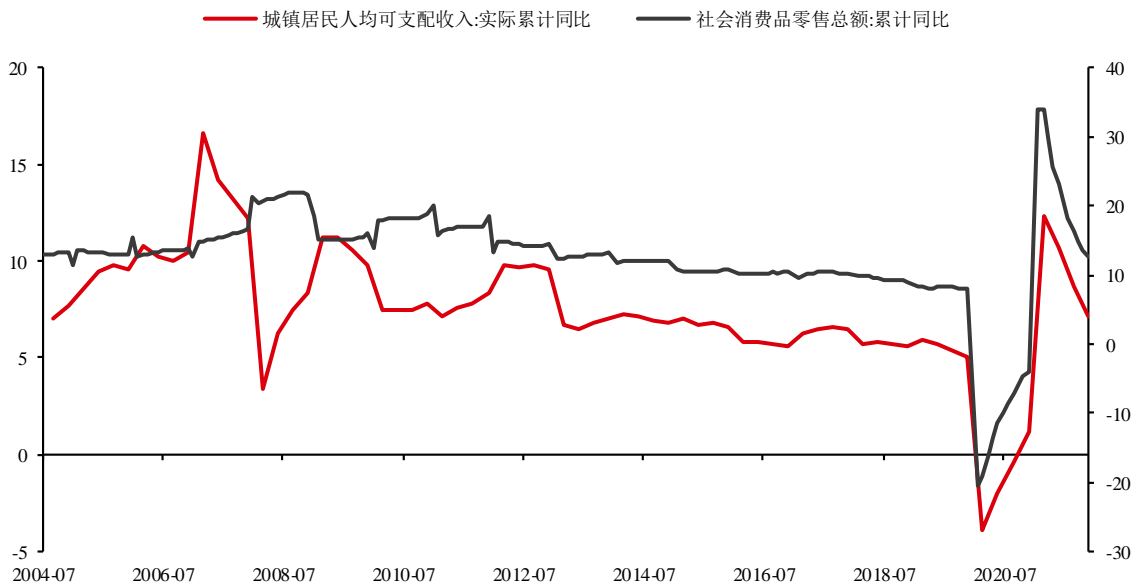
单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 城镇居民人均可支配收入增速的回落并不利于后续消费改善

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

二、国内稳增长政策频托底 VS 短期弱内需难撼动

中央政府持续敦促稳增长政策尽快发力，金融市场和经济市场利好政策频发。

3月16日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。会议由中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤主持。关于宏观经济运行，一定要落实党中央决策部署，切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。对市场关注的热点问题要及时回应。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。

3月31日，李克强主持召开国务院常务会议，会议要求，统筹把握国债、地方债发行，防范债务风险。鼓励境外资金购买国债，落实好税收优惠。金融系统要保障国债有序发行，支持项目融资。会议指出，部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施；决定新开工一批条件成熟的水利工程。4月6日国务院常务会议，决定对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策，加大失业保险支持稳岗和培训力度；部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展。会议指出，要适时灵活运用多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。一是加大稳健的货币政策实施力度，保持流动性合理充裕。二是研究采取金融支持消费和有效投资的举措。三是设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供60%、100%的再贷款支持。4月15日，国家发展改革委召开专题新闻发布会，介绍积极扩大有效投资有关情况。发改委投资司司长介绍到，当前稳投资工作具备不少有利条件。一是地方政府专项债券可用规模较大，今年专项债券安排3.65万亿元，加上去年四季度发行的约1.2万亿元，将对今年投资增长形成重要支撑。二是投资增长点较多，基础设施补短板、推进“双碳”领域项目、发展新兴产业、实施新型城镇化等方面仍有较大投资空间。三是各地方、各方面稳投资工作积极性高、力度大。预计一季度投资将保持平稳增长。会上还表示，将从四个方面做好扩大有效投资工作。第一，聚焦重点领域。其中，一是基础设施建设。推进水利、交通、能源等基础设施建设，加快城市燃气管道等老化更新改造和排水防涝设施建设，加强新型基础设施建设。二是制造业和高技术产业。三是社会民生领域补短板建设。第四，激发社会投资活力。

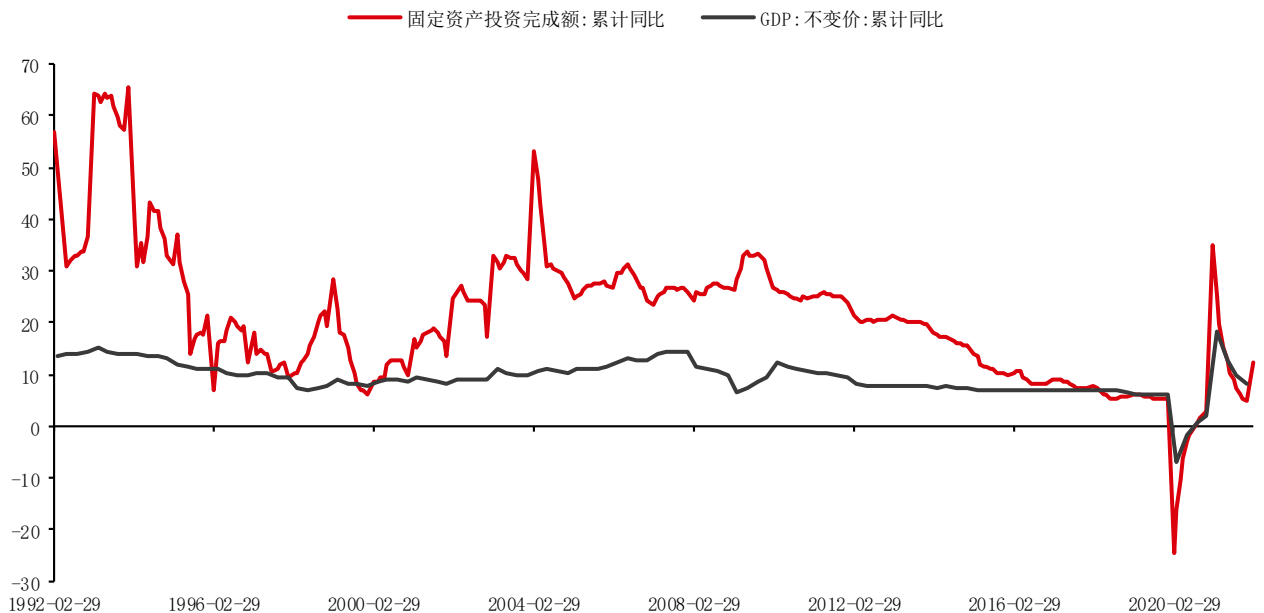
中央政府再提构建国内统一大市场。国务院总理于2015年8月19日主持召开国务院常务会议，部署发展现代流通业建设法治化营商环境，首次提出了构建全国统一大市场旺消费促发展。2022年4月10日，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》（下称《意见》）发布，是对“十四五规划”中“加快构建国内统一大市场”的进一步深化。《意见》部署了六个方面的主要任务，分别是强化市场基础制度规则统一、推进市场设施高标准

联通、打造统一的要素和资源市场、推进商品和服务市场高水平统一、推进市场监管公平统一、进一步规范不当市场竞争和市场干预行为。不难看出，建设统一大市场是双循环中内循环的重要抓手。破除各种封闭小市场、自我小循环有助于统一大市场的构建，进而推动国内产业链、供应链的进一步疏通，并进一步提高内循环的质量和韧性。

两会确立 GDP 增速目标 5.5%，当前经济仍表现疲软。从 2022 年 1-3 月经济数据来看，投资分项下的地产是拖累 GDP 的主要因素，2022 年 1-3 月房地产和基建投资的累计同比增速分别为 0.7% 和 10.5%。从支出法来看，GDP 拉动可以拆解成消费、净出口和资本形成。2018 年以来，固定资产投资增速持续低于实际 GDP 增速，**在今年净出口承压回落，消费中性的判断下，固定资产投资至少要持平甚至略高于 GDP 实际增速。**固定资产投资拆解来看，2021 年制造业投资占比 31.8%，房地产投资占比 19.4%，基建占比 24.3%，农业占比 4.7%，采矿业占比 1.5%，其余部分（广义服务业）占比 18% 左右。假设今年其他行业维持近 5 年复合增速（农业 9.4%、采矿业 4.6%、制造业 5%，广义服务业 5%），粗略推算下，在 5.5% 的固定资产投资增速对应基建 10.4%、地产 5% 的增速，6.6% 的固投增速对应基建 12.7%、地产 7% 的增速。需要指出的是，支出法下资本形成分项和固定资产投资的统计口径存在明显差异，该测算结果仅供参考。

图 16: 实际 GDP 增速和固定资产投资增速对比

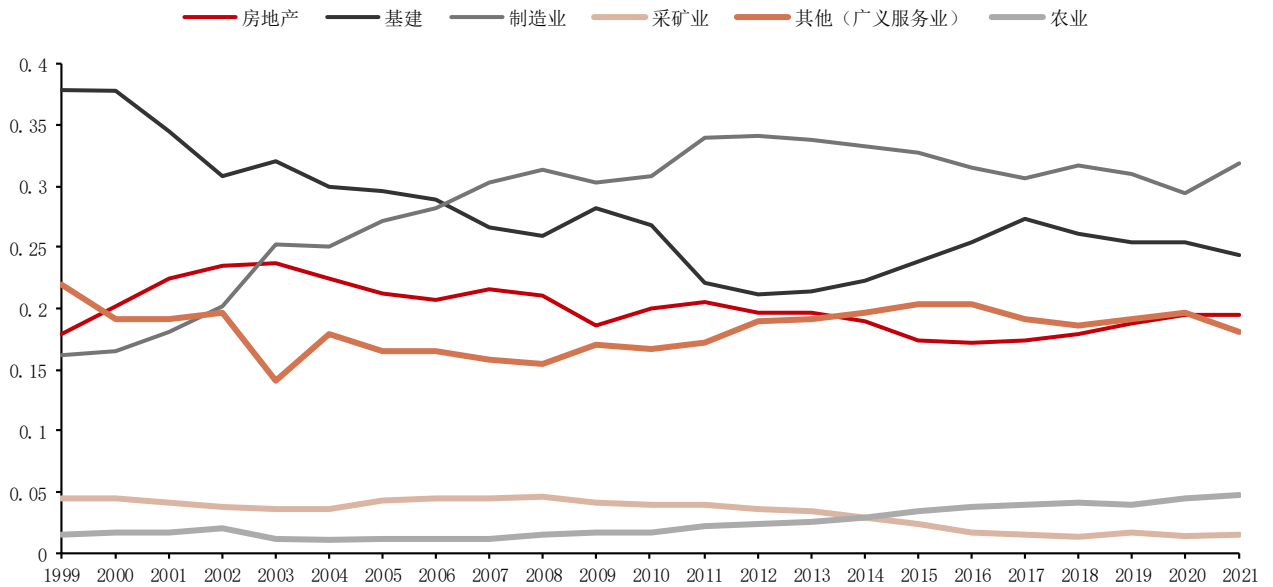
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17: 固定资产投资各分项占比

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

地产政策预期也有边际修复。截至 4 月 18 日全国超 70 城市松绑地产政策。据中指研究院不完全统计, 2022 年第一季度, 全国 60 余城市发布房地产相关政策超百次, 主要涉及针对性放松限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、降低房贷利率、取消限售、为房企提供资金支持等方面。

今年基建发力相对前置, 托底效果相对温和、持续。总理召开地方政府主要负责人座谈会时要求, 退税减税降费、金融支持实体经济、专项债券发行使用、重点项目开工建设、支持企业稳岗等政策都要靠前安排和加快节奏, **上半年要大头落地, 形成更多实物工作量。**财政部新闻发布会表示, 一是用于项目建设的专项债券额度已全部下达; 二是提前下达专项债券额度大部分已发行完毕, 截至 2022 年 3 月末, 各省份基本都已组织开展了提前下达额度的发行工作, 累计发行约 1.25 万亿元, 占提前下达额度的 86%; 三是加快专项债券使用, 尽早形成实物工作量, 各地高度重视专项债券项目储备, 分两批共储备了 7.1 万个项目。2022 年专项债券继续重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等 9 大领域。对 2021 年发行的专项债券 (预留 1.2 万亿今年使用), 原则上在今年 5 月底前拨付使用; 对 2021 年 12 月提前下达的 2022 年专项债券 (今年新额度 1.46 万亿), 原则上在今年 9 月底前拨付使用。对于 3 月底下达的第二批专项债券额度尽可能在今年加快使用。总体而言, 今年二、三季度专项债将明显快于往年, 但目前政策仍需传导时间, 预计今年财政发力相对前置, 对经济托底效果温和且持续。

4月降准预期最终落地，市场流动性相对宽裕。4月15日晚间，中国人民银行宣布，决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。中国人民银行表示，此次降准共计释放长期资金约5300亿元。此次降准为全面降准。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点，有利于加大对小微企业和“三农”的支持力度。央行在新闻发布会上表示，当前流动性已处于合理充裕水平。此外，4月18日央行网站表示，今年以来，人民银行加大流动性投放力度，为支持小微企业留抵退税加速落地，人民银行靠前发力加快向中央财政上缴结存利润，截至4月中旬已上缴6000亿元，主要用于留抵退税和向地方政府转移支付，相当于投放基础货币6000亿元，和全面降准0.25个百分点基本相当。

图 18： 2019 年至今的历次宽松情况

时间	事件	幅度
2019/1/15	全面降准	1 个百分点
2019/5/15	定向降准	-
2019/8/20	降 1Y LPR	1Y 下调 6BP
2019/9/7	全面+定向降准	各 1 个百分点
2019/9/20	降 1YLPR	1Y 下调 5BP
2019/11/5	MLF 利率	5BP
2019/11/8	OMO	5BP
2019/11/20	降 1Y 以及 5YLPR	1Y 下调 10BP, 5Y 下调 5BP
2020/1/1	全面降准	0.5 个百分点
2020/2/3	OMO	10BP
2020/2/17	MLF 利率	5BP
2020/2/20	降 1Y 以及 5YLPR	1Y 20BP, 5Y 5BP
2020/3/13	定向降准	0.5~1 个百分点
2020/3/30	OMO	20BP
2020/4/15	MLF 利率	20BP
2020/4/20	降 1Y+5YLPR	1Y 10BP, 5Y 10BP
2021/7/9	全面降准	0.5 个百分点
2021/12/6	全面降准	0.5 个百分点
2021/12/20	降 1YLPR	1Y 5BP
2022/1/17	MLF 利率	下降 10 个基点
2022/1/17	逆回购利率	下降 10 个基点
2022/1/20	LPR 利率	1 年期 LPR 下调 10bps, 5 年期 LPR 下调 5bps
2022/1/21	SLF 利率	一次性下调各期限 SLF 利率 10BP
2022/4/15	全面降准	0.25 个百分点

数据来源：Wind 华泰期货研究院

4月高频数据仍表现疲软。中观层面，3月全国房企拿地同比下滑近五成，挖掘机和重卡销量仍同比大幅下滑。微观层面，我们最新调研显示，近期全国下游施工同比有所下降、但环比微弱改善，旺季不旺特征显著。**短期国内“弱现实”的局面仍将在二季度延续。**

“弱衰退”阶段下，国内股指表现弱勢，而商品中的能源、非金属建材表现最疲软，工业品整体偏弱。为了分析阶段内的大类资产表现，我们筛选 PMI 下行，PPI 拐点向下或者下行趋势的阶段作为“弱衰退”的条件。通过分析历史上 9 个弱衰退的宏观情境，我们发现国内股指表现偏震荡，平均涨幅上中证 500 和上证综指录得下跌，其他指数尽管平均录得正涨幅，但样本的上涨概率普遍不及 50%。

商品方面，能源表现最弱，录得 14.4% 的平均跌幅，88.9% 的样本录得下跌，此外，软商品、非金属建材甚至商品指数的下跌概率也高于 70%。再次之是化工、油脂油料、焦煤钢矿、有色样本下跌概率在 66% 左右。

图 19： 国内弱衰退阶段 A 股表现

单位：%

	万得全 A	万得全 A (除金融、石油石化)	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500	中证 1000	上证综指	深证成指	创业板指
08 年 8 月-09 年 6 月	13%	14%	11%	8%	10%	13%	16%	6%	21%	
10 年 5 月-10 年 7 月	0%	1%	0%	-1%	0%	-2%	-2%	-2%	5%	
11 年 7 月-11 年 12 月	-21%	-27%	-23%	-19%	-20%	-29%	-29%	-20%	-27%	-15%
12 年 3 月-12 年 9 月	-12%	-12%	-13%	-11%	-12%	-14%	-14%	-14%	-14%	-7%
14 年 9 月-15 年 12 月	85%	91%	58%	53%	58%	69%	92%	58%	59%	87%
17 年 10 月-18 年 2 月	-6%	-8%	4%	7%	8%	-10%	-17%	-3%	-4%	-7%
18 年 6 月-19 年 1 月	-20%	-24%	-15%	-6%	-11%	-27%	-30%	-16%	-26%	-28%
19 年 4 月-19 年 10 月	-7%	-8%	-2%	2%	1%	-15%	-14%	-8%	-6%	-5%
20 年 1 月-20 年 3 月	-8%	-6%	-12%	-13%	-14%	-6%	-5%	-11%	-7%	2%
上涨概率	33%	33%	44%	44%	56%	22%	22%	22%	33%	29%
平均涨跌幅	3%	2%	1%	2%	2%	-2%	0%	-1%	0%	4%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 国内弱衰退阶段商品表现

单位：%

	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
08 年 8 月-09 年 6 月	/	-13.9%	11.8%	-25.2%	#DIV/0!	-30.6%	1.6%	-11.7%	-23.4%	-22.1%
10 年 5 月-10 年 7 月	-3.6%	2.9%	-4.0%	4.0%	-1.9%	-2.1%	4.0%	2.9%	2.1%	2.3%
11 年 7 月-11 年 12 月	-22.9%	-8.6%	-4.5%	-28.6%	-13.5%	-4.5%	-8.1%	-11.7%	-21.8%	-19.8%
12 年 3 月-12 年 9 月	-6.7%	-3.0%	18.8%	-7.3%	-15.9%	-13.5%	-13.8%	-1.3%	0.6%	-2.0%
14 年 9 月-15 年 12 月	-16.1%	-20.3%	-13.4%	-18.1%	-31.9%	-36.5%	-5.6%	-7.7%	-22.6%	-20.7%
17 年 10 月-18 年 2 月	13.7%	7.9%	-2.6%	4.3%	21.4%	4.8%	-6.8%	0.8%	-1.9%	4.9%

18年6月-19年1月	-5.8%	1.9%	4.3%	1.3%	3.7%	-14.7%	-6.4%	-8.1%	-8.6%	-1.2%
19年4月-19年10月	5.5%	0.0%	20.5%	-10.5%	-10.8%	-20.7%	-4.3%	11.8%	3.5%	-0.6%
20年1月-20年3月	-24.9%	6.6%	-0.4%	-26.1%	-7.7%	-28.1%	-11.6%	-3.4%	-16.7%	-10.0%
下跌概率	75.0%	44.4%	55.6%	66.7%	66.7%	88.9%	77.8%	66.7%	66.7%	77.8%
平均涨跌幅	-7.6%	-1.6%	2.3%	-10.1%	-7.1%	-14.4%	-6.6%	-2.1%	-8.2%	-5.9%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com