

## 国内经济正在筑底，静待疫后温和修复信号

### 摘要：

当前经济现实较差，局部疫情对经济拖累明显。3-4月本轮国内疫情尽管只是局部扩散，但随着供应链、出口的阻滞，局部停产、停工和市场信心低迷的影响下，4月的经济全面承压。1-4月同步数据中，支出法分项下投资、消费、出口增速全面放缓，基建也难以发挥稳增长的作用。前瞻数据同样不理想，：一、信贷传导不畅，4月的社融存量、金融机构各项贷款余额增速分别较前值下滑0.4%、0.5%；二、失业率抬升，4月的城镇调查失业率和31个大城市调查失业率分别录得6.1%、6.7%，前值分别为5.8%、6%；三、市场信心低迷，2022年4月制造业PMI录47.4，前值为49.5；非制造业PMI的各大分项更是全面下行，商务活动录得41.9，较前值下跌6.5个百分点，服务业录得40，较前值下跌6.7个百分点。

但我们也看到边际上是有不少的乐观因素。

**国内抗疫局面明显改善。**5月15日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告本土新增确诊病例104例，报告本土新增无症状感染者1019例。5月13日国务院联防联控机制新闻发布会表示，近期全国疫情整体继续呈现下降态势，上海市疫情整体向好，吉林省疫情处于扫尾阶段，北京市近日新增感染者数量有所减少，四川广安的疫情尚在发展中，河南、江苏、浙江、江西、辽宁等地疫情渐趋平稳。**后续需要关注抗疫封锁政策放松后的需求复苏情况，以及供应链和生产的恢复进展。**

**今年基建发力相对前置，托底效果相对温和、持续。**截至5月13日，基建5月专项债投放超1700亿，基于政府“适度超前开展基础设施建设”的态度来看，预计5-6月基建专项债会有较大增量，将对三季度经济提供长期、温和的托底效果。并且日前财政部也曾表示，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。**

**地产预期有所改善。**5月15日，央行银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》。通知指出，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。结合今年以来全国超百城的降低首付比例、放松认房又认贷、放松限售、降低贷款利率等一系列地产松绑政策，确实在预期层面对地产市场构成了支撑。但最后要缓解下行压力甚至拉动整个地产行业，还需要看到实际性的销售和投资的好转。

**5月高频数据小幅改善。**中观层面，4月地产拿地同比下滑超过50%，较3月同比下滑超

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

60%的窘境略有好转，但仍十分低迷，4月国内的挖掘机销量增速仍未出现改善，但是根据我们调研，5月同比下滑幅度或将收敛。微观层面，公路货运流量景气指数、货运枢纽吞吐量景气指数小幅回升，显示随着疫情防控的好转，防疫封锁政策的放松有助改善国内供应链和物流情况。此外，5月16日召开的上海市新冠肺炎疫情防控新闻发布会上，上海市副市长宣布下一步防控工作，分为“三个阶段”。6月1日至6月中下旬，在严格防范疫情反弹、风险可控的前提下，全面实施疫情防控常态化管理，全面恢复全市正常生产生活秩序。

二季度后半程国内宏观情境可能从“弱衰退”转向“弱复苏”：

一、“弱复苏”阶段下，关注股指的上涨机会，商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。股指：2009年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过12%，且胜率大多超过70%。商品：能源、软商品、有色金属上涨概率高达90%，平均涨幅均超过11%；商品指数整体上涨概率高达70%。值得关注的是，商品因供应链短板、拉动内需政策炒作，目前或已提前计价了部分“复苏”预期。

二、基于稳增长发力的角度，我们回顾了近五轮国内的基建刺激阶段，可以显著看到稳增长政策对A股和部分商品的利好明显。五轮基建刺激样本中，上证综指、上证50、沪深300的上涨概率高达80%，其他国内股指也呈现较大概率上升。Wind商品整体录得60%的概率上涨，分板块来看，软商品、黄金和有色表现亮眼，均有80%的概率录得上涨，其他板块的涨跌规律并不明显。

最后需要指出的是，当前经济仍处于信心恢复，景气度筑底阶段，需求仍较为疲软，我们需要观察防疫解封下的物流、出行、船运，以及稳增长政策传导下的地产销售、拿地和专项债发行情况。

## 一、局部疫情对经济冲击显著

4月国内经济下行压力仍在加大。一方面来自于国内局部疫情对供应链、出口、生产的冲击，另一方面市场信心不足，稳增长政策的传导效果有限，地产投资、销售乃至中小微企业仍在面临考验。1-4月同步数据中，支出法分项下投资、消费、出口增速全面放缓。前瞻数据中，4月的金融数据和PMI等景气指标表现也不理想，4月的社融存量、金融机构各项贷款余额增速分别较前值下滑0.4%、0.5%；4月制造业PMI进一步下滑至47.4%。可以明显看到，国内局部疫情对经济冲击较为深刻，局部的供应链阻滞、停产已经影响到各个方面。

图1： 中国4月经济数据一览

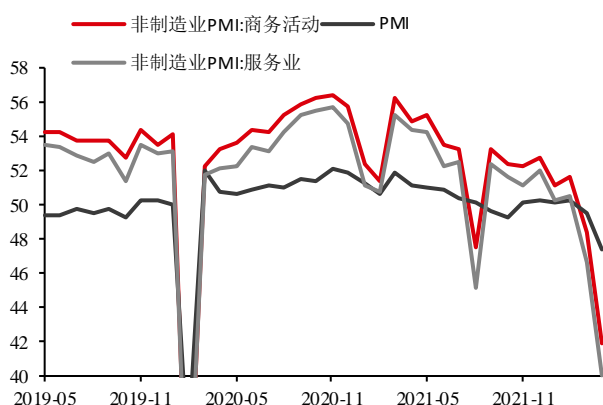
单位：%

经济指标		4月	前值	去年同期
GDP	一季度GDP 当季同比	4.8	4	18.3
	固定资产投资完成额:累计同比	6.8	9.3	19.9
投资	基建投资累计同比	8.26	10.48	16.91
	房地产投资累计同比	-2.7	0.7	21.6
	制造业投资累计同比	12.2	15.6	23.8
出口	出口:累计同比(美元计价)	12.53	15.78	40.07
	进口:累计同比(美元计价)	7.12	9.61	36.68
	贸易差额:当月值	511.2	473.8	432.59
消费	社会消费品零售总额:累计同比	-0.2	3.26	25.7
	网上商品和服务零售额:累计同比	3.3	6.6	24.7
	商品房销售面积:累计同比	-20.9	-13.8	36.3
	乘用车销量:累计同比	-4.16	8.99	38.07
价格	CPI:当月同比	2.1	1.5	0.9
	PPI:当月同比	8	8.3	6.8
领先指标	中采制造业 PMI	47.4	49.5	51.1
	社会融资规模存量:同比	10.2	10.5	11.7
	金融机构:各项贷款余额:同比	10.9	11.4	12.3

数据来源：Wind 华泰期货研究院

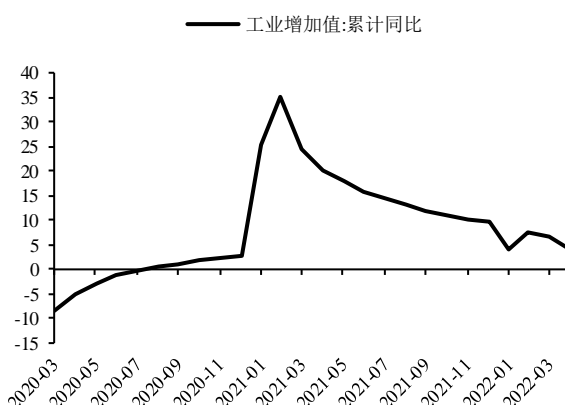
**景气指标持续承压。**2022年4月制造业PMI录47.4，前值为49.5；非制造业PMI的各大分项更是全面下行，商务活动录得41.9，较前值下跌6.5个百分点，服务业录得40，较前值下跌6.7个百分点，建筑业录得52.7，较前值下降5.4个百分点。4月的城镇调查失业率和31个大城市调查失业率分别录得6.1%、6.7%，前值分别为5.8%、6%，均较前值有明显上升。

图 2: 中采 PMI 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 工业增加值累计同比 单位:%

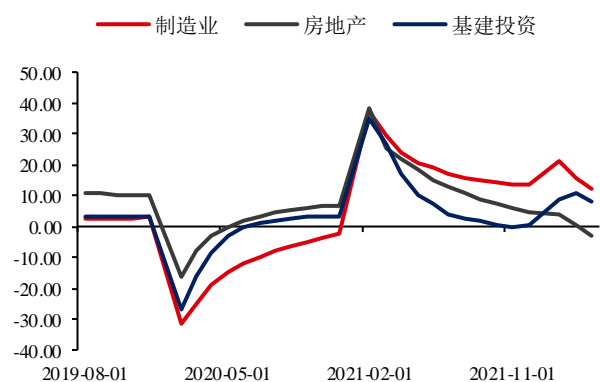


数据来源: Wind 华泰期货研究院

**投资数据承压下行。**2022 年 1-4 月固定资产投资完成额累计同比增长 6.8%，较 9.3% 的前值进一步下滑。分项全面放缓：1-4 月基建投资完成额累计同比增长 8.3%，前值为 10.5%；1-4 月制造业投资完成额累计同比增长 12.2%，前值为 15.6%；地产投资增速跌至负，录得下跌 2.7%，1-3 月房地产投资累计同比增长 -2.7%，前值为 0.7%。

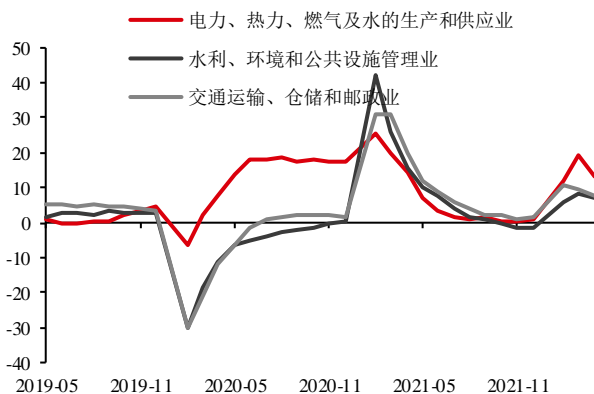
**基建投资发力稳增长。**在政府强调“适度超前开展基础设施建设”的指导下，基建投资发力稳增长的趋势较为明朗。1-4 月电、热、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业累积同比增速，分别为 13%，7.2%，7.4%，前值分别为 19.3%，8%，9.6%。疫情局面反复背景下，基建同样受到拖累。

图 4: 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 5: 基建投资各分项 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

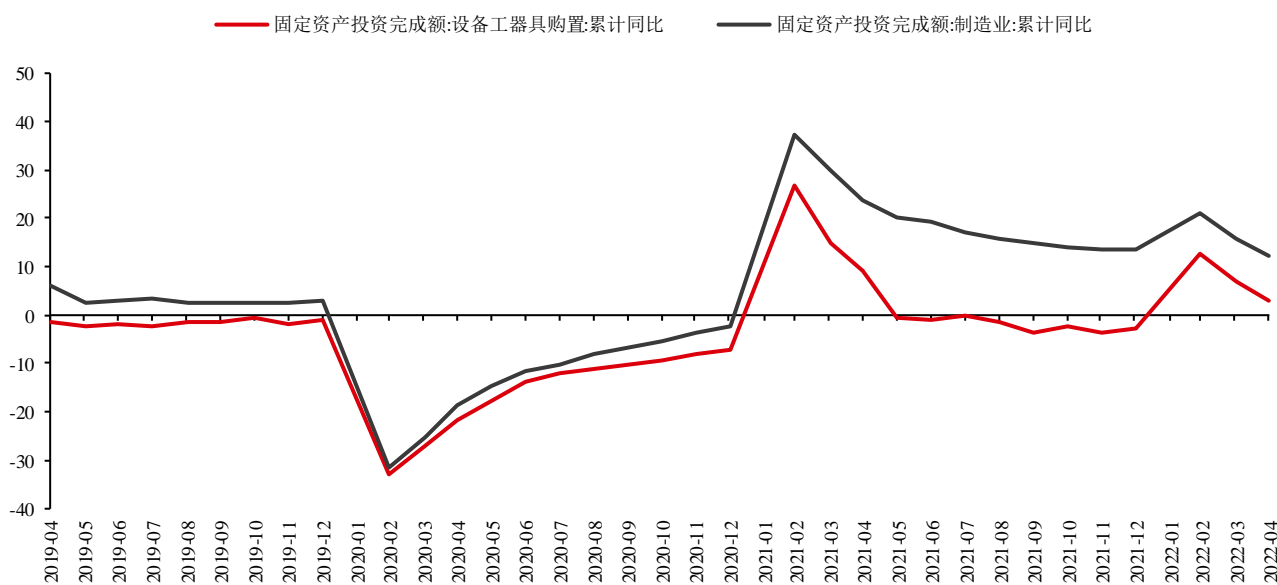
1-4 月制造业投资累计同比增长 12.2%，较 15.6% 的前值继续下滑。前瞻指标也给出不利结论：制造业 PMI 分项中，订单跌幅快于生产收缩，使得库存被动抬升。新订单大幅下滑 6.2 个百分点至 42.6%，生产指数下跌 5.1 个百分点至 44.4%，产成品库存录得 50.3%，前值为 48.9%。而投资中的设备工器具购置累计同比增速录得 3%，前值为 6.8%。从工业企业利润

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4月小型企业PMI录得45.6%，中型企业PMI录得47.5%，大型企业PMI为48.1%，均处于枯荣以下。

**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，而3月的库存呈现一定被动补库的特征。2019年11月至2021年11月的本轮补库周期已经持续24个月，远超上三轮平均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6： 制造业投资承压

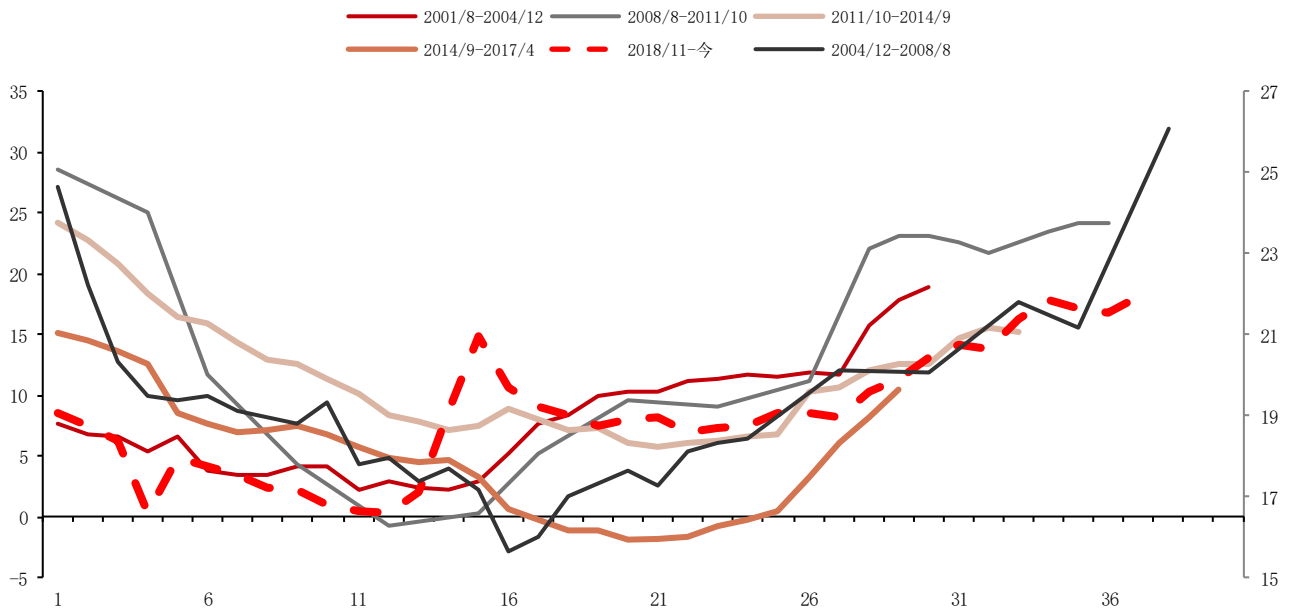
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7: 国内本轮库存周期有见顶回落的迹象

单位: %

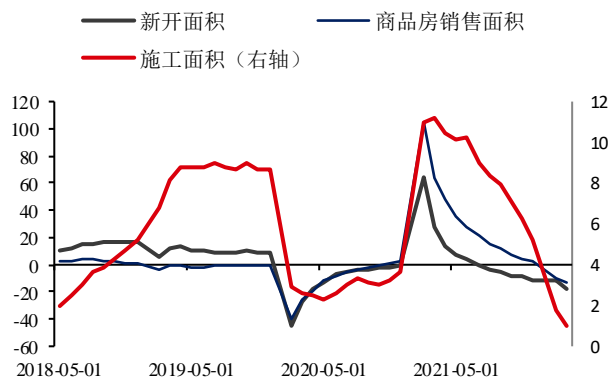


数据来源: Wind 华泰期货研究院

**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, 1-4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-20.9%, -26.3%, 0%, -11.9%, 增速较前值进一步回落。1-4月购置土地面积累计同比增长-46.5%, 令人担忧的是“销售—拿地—开工—施工—竣工—销售”的地产链条中, 前端的销售、拿地、开工的下跌趋势愈发明显(斜率变陡), 现在无论是企业还是居民对地产市场的信心不足, 重塑市场信心刻不容缓。

图8: 房地产各分项仍承压下行

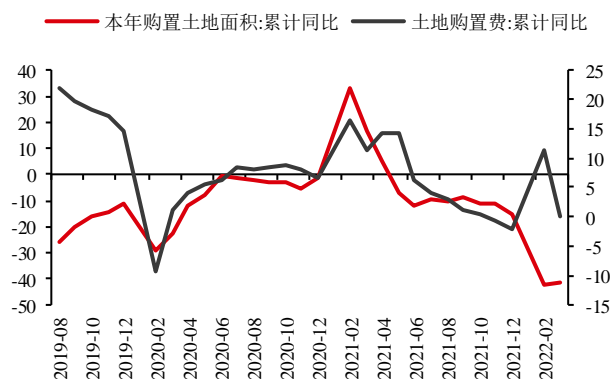
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图9: 开发商拿地仍未见起色

单位: %

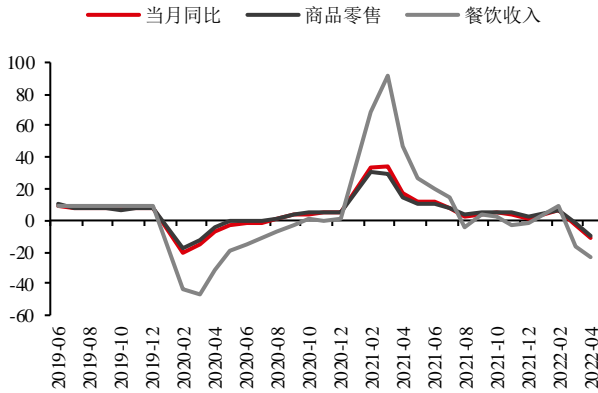


数据来源: Wind 华泰期货研究院

**消费负增长扩大。**4月社会消费品零售总额当月同比增长-11.1%, 跌幅进一步扩大, 其中4月的餐饮收入和商品零售当月同比分别为-22.7%和-9.7%, 1-4月网上商品和服务零售总额累计同比增长3.3%, 前值为6.6%。限额以上零售销售分类中, 通讯器材、汽车、化妆品、

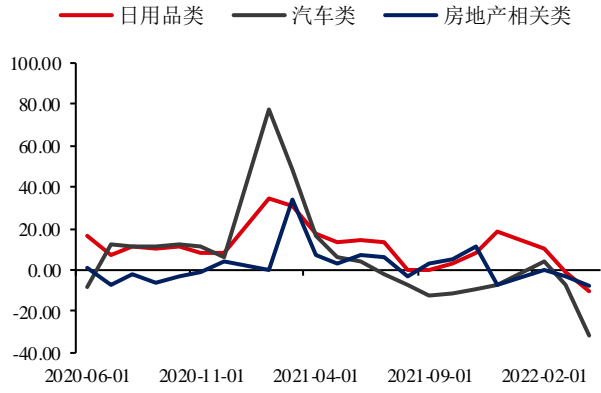
服装鞋帽、金银珠宝、家具、建筑及装潢材料、日用品等分项当月同比增速跌幅均在 10% 以上，显示在信心低迷、失业率上升的背景下，可选消费的跌幅扩大。

图 10: 消费的各分项增速 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 消费的各分项增速 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 二、国内仍处于强预期、弱现实博弈阶段

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。

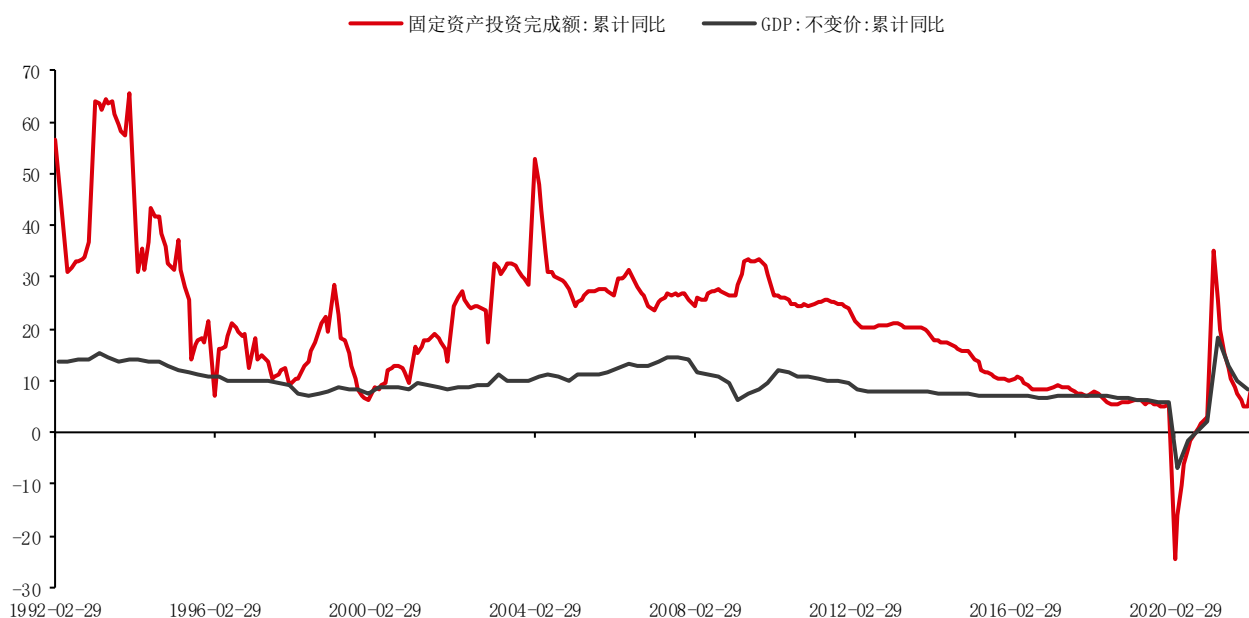
中共中央政治局4月29日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。高层会议关于疫情防控和平衡、经济增长目标、资本市场、平台经济管理、房地产等方面的描述较为积极。一、疫情防控和平衡方面。此次政治局会议特别强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”。坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。二、经济增长目标方面，2022年经济增长目标仍未变化，打消前期市场对于调降2022年经济增长目标的担忧。三、资本市场方面。此次会议指出要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。四、房地产端。此次会议依然强调“房住不炒”，但是特别强调“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”，说明中央层面针对地方出台的需求端的宽松政策目前默许；而商品房预售资金监管的优化能够在一定程度缓释房地产行业的资金紧张。五、财政政策以及货

币政策端。此次会议财政政策以及货币政策描述均较为积极，会议强调要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具，要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向政策的提前量和冗余度。目前国内稳增长的大背景下，未来的稳增长力度可以期待。

**两会确立 GDP 增速目标 5.5%，当前经济仍表现疲软。**从 2022 年 1-4 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 1-4 月房地产和基建投资的累计同比增速分别为-2.7%和 8.3%。**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，6.5%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 12： 实际 GDP 增速和固定资产投资增速对比

单位： %

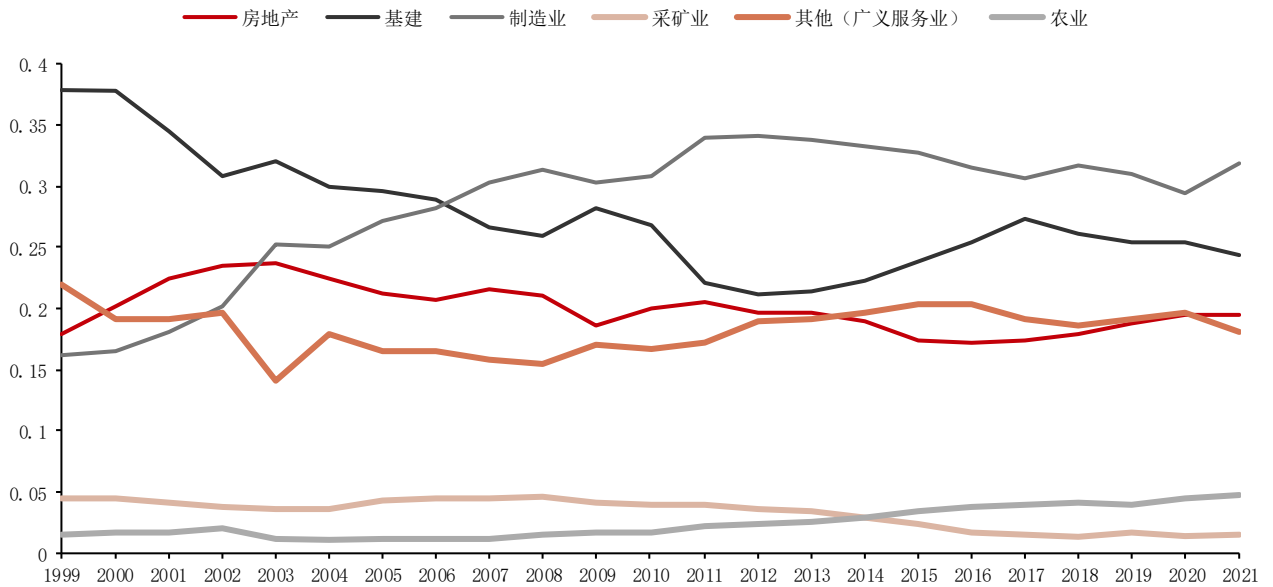


数据来源：Wind 华泰期货研究院



图 13: 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

**地产预期有所改善。**5月15日,央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》。通知指出,对于贷款购买普通自住住房的居民家庭,首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点,二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。结合今年以来全国超百城的降低首付比例、放松认房又认贷、放松限售、降低贷款利率等一系列地产松绑政策,确实在预期层面对地产市场构成了支撑。但最后要缓解下行压力甚至拉动整个地产行业,还需要看到实际性的销售和投资的好转。

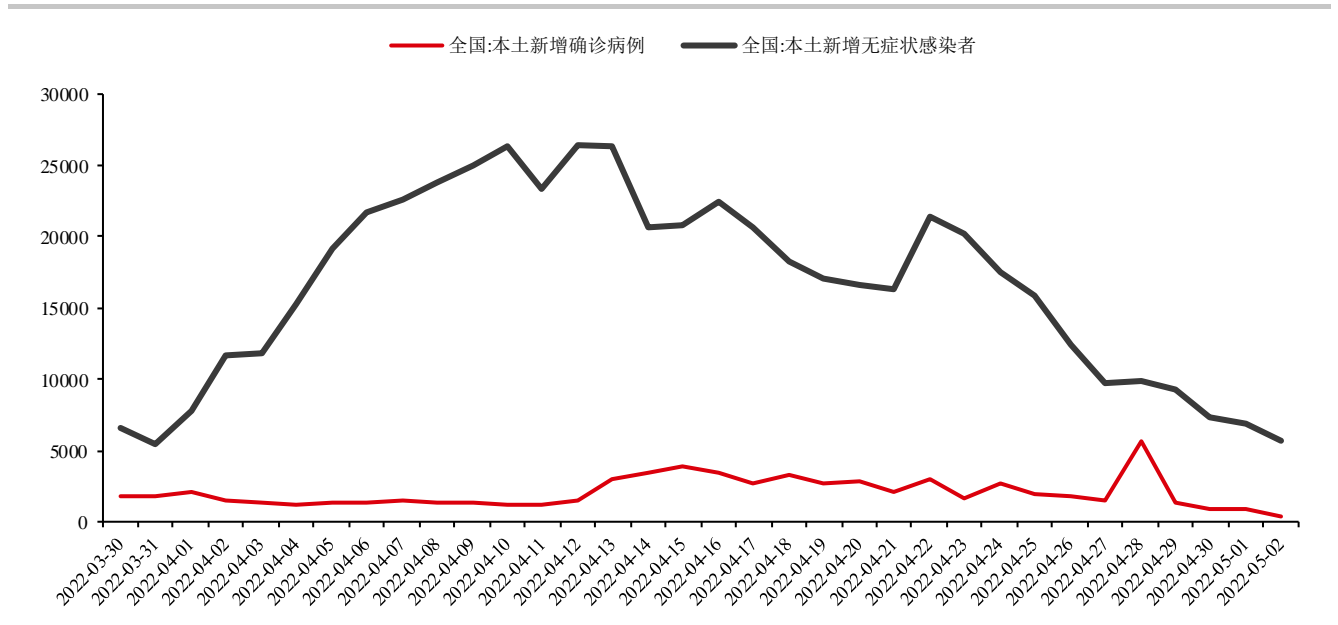
**今年基建发力相对前置,托底效果相对温和、持续。**总理召开地方政府主要负责人座谈会时要求,退税减税降费、金融支持实体经济、专项债券发行使用、重点项目开工建设、支持企业稳岗等政策都要靠前安排和加快节奏,上半年要大头落地,形成更多实物工作量。截至5月13日,基建5月专项债投放超1700亿,基于政府“适度超前开展基础设施建设”的态度来看,预计5-6月基建专项债会有较大增量,将对三季度经济提供长期、温和的托底效果。并且日前财政部也曾表示,一是用于项目建设的专项债券额度已全部下达;二是提前下达专项债券额度大部分已发行完毕;三是加快专项债券使用,尽早形成实物工作量,各地高度重视专项债券项目储备,分两批共储备了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。

**国内抗疫局面明显改善。**5月15日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告本土新增确诊病例104例。31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告本土新增无症状感染者1019例。5月13日国务院联防联控机制新闻发布会表示，近期全国疫情整体继续呈现下降态势，上海市疫情整体向好，吉林省疫情处于扫尾阶段，北京市近日新增感染者数量有所减少，四川广安的疫情尚在发展中，河南、江苏、浙江、江西、辽宁等地疫情渐趋平稳。后续需要关注**抗疫封锁政策放松后的需求复苏情况，以及供应链和生产的恢复进展。**

图 14： 国内抗疫局面显著好转

单位：例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**5月高频数据小幅改善。**中观层面，4月地产拿地同比下滑超过50%，较3月同比下滑超60%的窘境略有好转，但仍十分低迷，4月国内的挖掘机销量增速仍未出现改善。微观层面，公路货运流量景气指数、货运枢纽吞吐量景气指数小幅回升，显示随着疫情防控的好转，防疫封锁政策的放松有助改善国内供应链和物流情况。此外，5月16日召开的上海市新冠肺炎疫情防控新闻发布会上，上海市副市长宣布下一步防控工作，分为“三个阶段”。6月1日至6月中下旬，在严格防范疫情反弹、风险可控的前提下，全面实施疫情防控常态化管理，全面恢复全市正常生产生活秩序。

图 15: 中国百万辆卡车物流景气指数小幅改善-基于北斗大数据 (截止 2022/5/15)

单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们认为, 二季度后半程国内宏观情境可能从“弱衰退”转向“弱复苏”:

“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 16: 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 17: 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%
<b>下跌概率</b>	<b>75.0%</b>	<b>44.4%</b>	<b>55.6%</b>	<b>66.7%</b>	<b>66.7%</b>	<b>88.9%</b>	<b>77.8%</b>	<b>66.7%</b>	<b>66.7%</b>	<b>77.8%</b>
<b>平均涨跌幅</b>	<b>-7.6%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-14.4%</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>-5.9%</b>

数据来源: Wind 华泰期货研究院

“弱复苏”阶段下, 关注股指的上涨机会, 商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。

股指: 2009 年至今的十次弱复苏阶段, 国内主要股指的平均收益率均超过 12%, 且胜率大多超过 70%。

商品: 能源、软商品、有色金属上涨概率高达 90%, 平均涨幅均超过 11%; 商品指数整体上涨概率高达 70%。值得关注的是, 商品因供应链短板、拉动内需政策炒作, 目前或已提前计价了部分“复苏”预期。

图 18: 国内弱复苏阶段商品表现

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
09 年 7 月-09 年 12 月	-6.6%	3.9%	19.6%	19.1%	-15.0%	4.2%	26.1%	9.9%	30.4%	26.8%
10 年 8 月-10 年 11 月	3.3%	4.4%	9.0%	18.2%	3.2%	3.0%	33.1%	13.8%	5.3%	10.0%
12 年 9 月-12 年 12 月	0.9%	0.8%	-15.8%	7.3%	9.9%	1.9%	2.3%	-6.7%	-3.2%	-2.1%
13 年 6 月-13 年 11 月	-4.3%	-0.2%	6.9%	8.2%	1.2%	6.7%	0.5%	4.1%	5.1%	5.1%
14 年 3 月-14 年 7 月	-7.5%	2.8%	3.9%	-1.6%	-9.0%	-8.5%	-8.8%	-3.4%	10.1%	5.7%
16 年 1 月-16 年 12 月	35.3%	0.6%	18.0%	57.4%	86.1%	56.9%	26.2%	23.6%	24.6%	27.8%
17 年 7 月-17 年 10 月	-8.9%	0.5%	-0.9%	-0.3%	-11.2%	0.6%	3.1%	-1.3%	7.9%	-1.9%
18 年 3 月-18 年 5 月	1.5%	3.1%	1.7%	3.3%	6.9%	8.4%	13.4%	-0.2%	4.9%	4.6%
19 年 2 月-19 年 4 月	5.9%	4.5%	-2.1%	-2.2%	-0.2%	5.1%	1.2%	-0.4%	0.0%	-1.3%
20 年 5 月-20 年 12 月	26.4%	30.0%	9.0%	19.5%	38.4%	32.1%	17.5%	32.7%	25.4%	28.3%
<b>上涨概率</b>	<b>60.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>60.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>70.0%</b>

平均涨跌幅      4.6%      5.0%      4.9%      12.9%      11.0%      11.0%      11.5%      7.2%      11.1%      10.3%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19： 国内弱复苏阶段主要股指表现

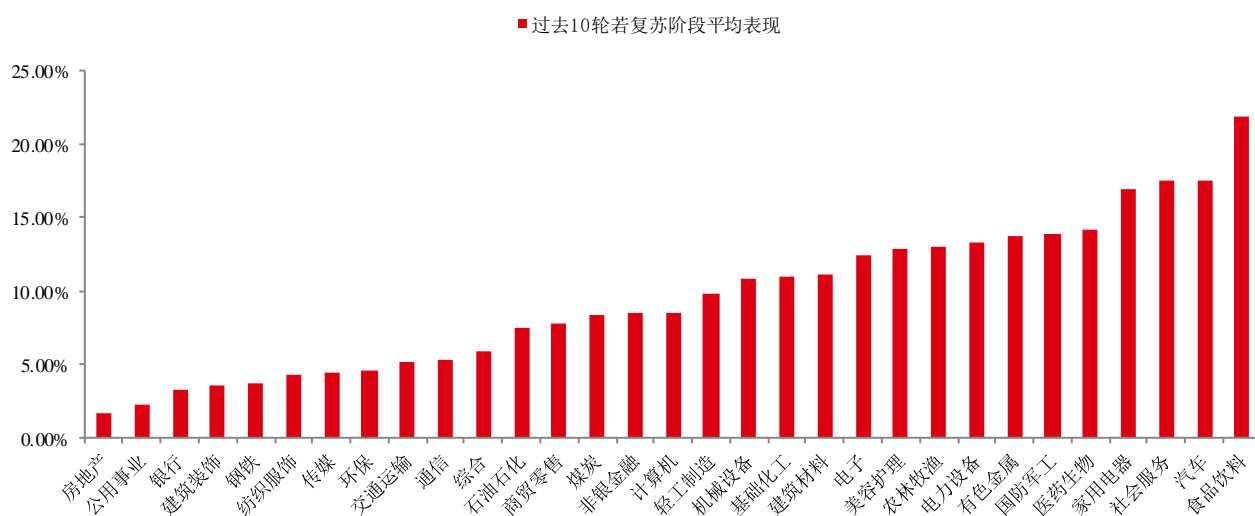
单位：%

	万得全 A	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500	中证 1000	上证综合 指数	深证成份 指数	创业板指 数
09 年 7 月-09 年 12 月	15.38%	10.43%	4.63%	7.05%	28.01%	30.80%	8.94%	15.62%	
10 年 8 月-10 年 11 月	9.36%	7.53%	-1.77%	2.37%	19.75%	20.62%	5.53%	12.10%	18.84%
12 年 9 月-12 年 12 月	8.71%	13.22%	19.08%	16.03%	2.36%	-0.32%	10.20%	9.03%	-1.38%
13 年 6 月-13 年 11 月	1.73%	-6.29%	-9.64%	-8.26%	3.46%	11.28%	-3.42%	-7.66%	29.91%
14 年 3 月-14 年 7 月	8.05%	7.30%	10.88%	9.67%	4.88%	3.26%	6.09%	7.64%	-8.23%
16 年 1 月-16 年 12 月	-4.94%	-4.58%	0.72%	-1.34%	-10.31%	-12.42%	-5.84%	-12.46%	-21.24%
17 年 7 月-17 年 10 月	7.00%	9.75%	10.23%	11.56%	6.20%	1.25%	6.18%	7.90%	1.84%
18 年 3 月-18 年 5 月	-4.75%	-6.09%	-8.06%	-7.07%	-5.51%	-5.16%	-5.45%	-5.92%	-2.58%
19 年 2 月-19 年 4 月	22.93%	20.50%	17.83%	19.89%	23.60%	26.75%	17.57%	25.90%	27.73%
20 年 5 月-20 年 12 月	25.42%	31.48%	26.72%	32.43%	15.60%	13.37%	19.95%	31.53%	39.57%
<b>上涨概率</b>	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	50.00%
<b>平均涨跌幅</b>	15.35%	13.93%	12.78%	13.85%	15.28%	14.49%	11.79%	13.97%	13.45%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

我们回顾了近五轮国内的基建刺激阶段，可以显著看到稳增长政策对 A 股和部分商品的利好明显。五轮基建刺激样本中，上证综指、上证 50、沪深 300 的上涨概率高达 80%，其他

国内股指也呈现较大概率上升。Wind 商品整体录得 60% 的概率上涨, 分板块来看, 软商品、黄金和有色表现亮眼, 均有 80% 的概率录得上涨, 其他板块的涨跌规律并不明显。

图 21: 国内基建刺激下的资产表现

单位: %

	上证 综指	美元 兑人 民币	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	Wind 商品 指数	Wind 软商 品	Wind 油脂 油料	Wind 煤焦 钢矿	Wind 有色	Wind 化工	黄金	原油
2008/10-2009/12	89.56%		92.35%	114.93%	187.14%	212.16%	-0.17%	80.19%	33.80%	29.59%		93.76%	68.16%	51.08%
2012/5-2013/11	-6.40%	86.10%	-7.93%	-7.34%	5.14%	19.10%	-4.33%	-7.42%	0.56%	-11.24%	-19.19%	-5.38%	-14.79%	-21.08%
2016/3-2017/5	3.65%	-21.75%	14.54%	8.21%	-4.90%	-14.28%	5.91%	15.29%	29.97%	-0.06%	36.77%	19.39%	15.36%	2.99%
2018/7-2019/8	0.60%	3.29%	13.03%	8.09%	-5.76%	-6.60%	4.68%	-3.90%	-13.29%	-1.05%	-14.41%	2.19%	-16.06%	24.89%
2020/1-2020/9	8.11%	33.56%	10.23%	14.57%	15.15%	16.11%	-1.72%	9.96%	2.27%	15.79%	14.05%	10.91%	-3.67%	18.96%
<b>平均涨跌幅</b>	<b>19.11%</b>	<b>25.30%</b>	<b>24.44%</b>	<b>27.69%</b>	<b>39.35%</b>	<b>45.30%</b>	<b>0.87%</b>	<b>18.83%</b>	<b>10.66%</b>	<b>6.60%</b>	<b>4.31%</b>	<b>24.17%</b>	<b>9.80%</b>	<b>15.37%</b>
<b>上涨概率</b>	<b>80.00%</b>	<b>75.00%</b>	<b>80.00%</b>	<b>80.00%</b>	<b>60.00%</b>	<b>60.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>60.00%</b>	<b>80.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>50.00%</b>	<b>80.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>80.00%</b>
2021/5 至今	-18.67%	-32.90%	-26.67%	-28.31%	-19.47%	-18.86%	2.97%	5.17%	25.35%	28.02%	-5.78%	14.63%	14.17%	-0.26%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

经营地址：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)