

# 国内经济逐渐筑底 人民币资产或迎来反弹

## 研究院

### 侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

### 联系人

#### 彭鑫 FICC 组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

#### 蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

#### 高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

#### 吴嘉颖 FICC 组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

投资咨询号: Z0017091

### 投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

商品期货: 内需型工业品(化工、黑色建材等)、农产品(棉花、白糖等)、贵金属逢低做多; 原油及其成本相关链条、有色金属中性;

股指期货: 谨慎偏多。

## 核心观点

### ■ 海外宏观展望

美国经济前期下行, 近期保持一定韧性, 消费仍是主要支撑项。目前美国劳动力仍较为紧缺, 就业市场火热和薪资稳定增长下, 个人消费支出和零售销售增速保持高位韧性。美国财政支出增速大幅下降, 居民个人可支配收入同样大幅下降, 后续或威胁到整体消费。叠加美联储持续收紧货币政策, 美国下半年经济面临下行压力。

今年以来欧盟经济下行压力较大。今年以来欧盟的消费和出口持续下行, 工业生产、营建产出(地产)同样表现偏弱, 前瞻的银行部门信贷以及制造业 PMI 均给出下行信号。并且欧盟的财政支出同样不断下降, 导致财政盈余回升。

短期美联储紧缩预期走平, 关注 6 月联储态度是否软化。截至 6 月 3 日, 美国联邦利率期货隐含政策利率显示, 市场计价 6 月加息 50bp 的概率为 103%, 7 月继续加息 50bp 的概率为 102%, 全年共计加息 10.9 次, 折合约 272bp。从曲线变化来看, 4 月底以来市场基本对年内紧缩预期完成计价, 下一步需要关注美国经济放缓后美联储的措词以及市场对明年紧缩预期的讨论。

俄乌局势波折不断, 目前战事主要聚焦于乌东地区, 谈判进展缓慢。

### ■ 国内宏观展望

本轮疫情受控后, 国内经济已经出现事实性改善。月度数据: 一、基于出口份额下降、外需下降, 国内的出口后续将面临较大的下行压力; 二、收入增速放缓、失业率抬升背景下, 后续消费企稳回升有一定压力, 需要看到更多的刺激政策; 三、投资分项上, 3 月开始基建发力迹象明显, 地产仍是拖累经济的重要因素; 四、前瞻指标中, 5 月制造业 PMI 及其分项全面回升, 其中供货商配送时间绝对值仍偏低, 显示物流和供应链阻滞情况仍待进一步恢复。

近期国内稳增长信号愈发明朗, 政府稳增长决心凸显。

国内本轮疫情基本受控, 各地逐步恢复正常经营活动。

5月高频经济数据也有小幅改善。中观层面，4月地产拿地同比跌幅有所收窄，根据我们调研，5月国内挖掘机销量同比下滑幅度也将收敛。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，显示国内供应链和物流的阻滞情况有所改善，6月2日当周，螺纹、线材等部分商品总库存继续下降，上周下游施工环比有所改善。地产销售也有所改善。

### ■ 大类配置逻辑一：美联储紧缩预期下的配置逻辑

长周期看，缩表对资产价格的影响相对直接，美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达0.9，和美债利率负相关性高达-0.849，和沪深300录得0.68的一定正相关。回溯最近一轮缩表，在2017年-2019年缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为-0.29，商品板块中相关性较高的是谷物（-0.81）、农副产品（-0.68）、软商品（0.82）。

### ■ 大类配置逻辑二：警惕欧美陷入“经济下行”交易情境

部分前瞻指标显示目前境外经济下行甚至经济衰退的风险有所上升。我们注意到欧盟和美国5月制造业PMI见顶回落，美债10Y-2Y利率一度进入倒挂阶段，前瞻的美国制造业PMI乃至美国信贷数据均显示后续经济将面临下行压力。

尽管10Y-2Y美债利差一度倒挂，但10Y-2Y美债利率和10Y-3M利差分化显示，美国经济实质下行仍需更多佐证，短期发生大幅度经济下行概率相对较低。并且10Y-2Y及10Y-3M利差倒挂和投资时钟定义的经济“衰退”周期的匹配度和前瞻性并不高。

我们仍需警惕下半年海外市场转入“类衰退”的配置象限。复盘历史上的七个“衰退”样本来看：一、商品明显承压，CRB商品各分项样本上涨概率均不到30%；二、分板块看，金属和工业原料7个样本阶段均录得下跌，CRB商品指数、原油、油脂下跌的概率也高达85.7%，黄金具备一定避险属性，57%的概率录得上涨；三、美元71.4%的概率录得上涨表现最好，美股则表现差异，纳指57%的概率录得上涨，道指42%的概率录得上涨。

### ■ 大类配置逻辑三：乌俄冲突不断 能源板块高位震荡

6月2日OPEC代表称，OPEC+同意在7月和8月增产64.8万桶/日，远超当前增产幅度43.2万桶/日。这意味着OPEC+将其石油供应增加幅度扩大约50%。欧盟委员会6月3日公布第六轮对俄罗斯制裁措施，其中包括部分石油禁运，制裁俄罗斯油轮、银行等。俄乌局势对原油中期供应扰动仍明显，供需缺口扩大将导致估值中枢抬升。OPEC额外增产无法弥补俄罗斯出口原油的下降额度，原油板块维持高位震荡的局面。

### ■ 大类配置逻辑四：二季度后半场，国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换

“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。股指方面，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%。商品方面，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。**

从货币与信用角度观察经济，根据3个月SHIBOR利率和中国信贷脉冲指数将货币与信用分成四个周期。自2021年11月以来，我国经济进入“宽货币+宽信用”周期并延续至今。回顾历史5轮“宽货币+宽信用”情境下，商品表现最优，平均涨跌幅为7.7%，上涨概率达到80%；其中贵金属、能源与非金属建材商品表现最好，历史上涨概率为100%，可持续关注。

随着国内经济下行压力的持续加大，政府通过基建投资稳增长的意愿也持续上升。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。

- **商品：疫后经济修复曙光初现 关注消费和投资拉动受益的黑色建材和化工商品**
- **国内股指：积极因素较多，6月股指表现可相对乐观**
- **风险**

地缘政治风险；全球疫情风险；中美关系恶化；台海局势；乌俄局势。

## 目录

海外宏观展望：.....	6
美国经济前期下行，近期保持一定韧性，消费仍是主要支撑项.....	6
关注美国就业及 CPI 走势，6 月联储态度是否软化.....	7
国内宏观展望：.....	9
本轮疫情受控后，国内经济已经出现事实性改善.....	9
国内稳增长信号频现 高频数据企稳改善.....	10
大类配置逻辑一：美联储紧缩预期下的配置逻辑.....	12
6 月美联储正式开启缩表路径，我们复盘上轮缩表对资产价格的影响.....	12
大类配置逻辑二：警惕欧美陷入“经济下行”交易情境.....	13
部分前瞻指标显示目前境外经济下行甚至经济衰退的风险有所上升.....	13
大类配置逻辑三：乌俄冲突不断 能源板块高位震荡.....	18
俄乌局势对原油中期供应扰动仍明显，供需缺口扩大将导致估值中枢抬升.....	18
大类配置逻辑四：二季度后半场，国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换.....	19
“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.....	19
商品：疫后经济修复曙光初现 关注消费和投资拉动受益的黑色建材和化工商品.....	23
国内股指：积极因素较多，6 月股指表现可相对乐观.....	28
6 月总体策略观点.....	28
6 月重点关注事项.....	29

## 图表

图 1： 美国经济月度热力图   单位： %.....	6
图 2： 欧盟经济月度热力图   单位： %.....	7
图 3： 美国联邦利率期货隐含政策利率   单位： %.....	8
图 4： 美国电价   单位： 美元/兆瓦时.....	8
图 5： 英国电价   单位： 欧元/兆瓦时.....	8
图 6： 德国电价   单位： 欧元/兆瓦时.....	9
图 7： 法国电价   单位： 欧元/兆瓦时.....	9
图 8： 中国经济月度热力图   单位： %.....	9
图 9： 国内本轮疫情新增确诊病例显著减少   单位： 例.....	10
图 10： 中国百万辆卡车物流景气指数有所回升-基于北斗大数据   单位： %.....	11
图 11： 上海集装箱船港口堵塞指数基本恢复正常（日度）   单位： %.....	11
图 12： 国内的周频地产销售数据有所改善   单位： 套.....	11
图 13： 上轮缩表下的大类资产表现   单位： %.....	12
图 17： 欧洲天然气库存   单位： TWH.....	19
图 18： 美国天然气库存   单位： 10 亿立方英尺.....	19

图 19:	俄罗斯天然气公司向欧洲输出的天然气流量总量 (周度)   单位: 百万立方米.....	19
图 20:	俄罗斯原油船运出口船数统计-3 日移动均值   单位: 船.....	19
图 21:	过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况   单位: %.....	21
图 22:	DR007 利率持续低于 OMO7 天利率 40BP   单位: %.....	22
图 23:	国内的周同业存单利率持续低于政策利率   单位: %.....	22
图 24:	开年以来全国商品房拿地数据持续疲弱   单位: 万平米.....	24
图 25:	6 月专项债或加速放量   单位: 亿元.....	24
图 26:	美国经济回归正常指数高位震荡   单位: %.....	25
图 27:	美国消费品进口总金额   单位: 百万美元.....	25
图 28:	全球港口拥挤程度加剧   单位: 百万标准箱.....	26
图 29:	全球有色总库存自低位去库   单位: 万吨.....	26
图 30:	全球原油高频卫星库存近期小幅累库但仍处低位   单位: 百万桶.....	26
图 31:	部分农业生产国禁止农产品出口政策频出.....	27
图 32:	美国气候部门预计拉尼娜将延续至今年夏季.....	27
图 33:	卫星:俄乌冲突地区作物种植面积减少.....	27
图 34:	乌克兰港口周边海域大型商贸货轮数量寥寥.....	27
图 35:	全球农产品需求总量及下游需求结构 2030 年展望   单位: Mt.....	28
图 36:	6 月重大事件和数据日历.....	29
表 1:	2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性   单位: %.....	12
表 2:	美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差对经济下行的前瞻指引.....	15
表 3:	10Y-2Y 美债利率倒挂下大类资产表现   单位: %.....	15
表 4:	10Y-3M 美债利率倒挂下大类资产表现   单位: %.....	16
表 5:	从衰退周期倒看利差倒挂的领先性.....	17
表 6:	美国往轮衰退周期下大类资产表现   单位: %.....	17
表 7:	美国往轮衰退周期下国内资产表现   单位: %.....	18
表 8:	国内弱复苏阶段商品表现   单位: %.....	20
表 9:	过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况   单位: %.....	20
表 10:	国内“宽货币+宽信用”宏观情境下大类资产走势   单位: %.....	21
表 11:	历史上基建刺激下的国内资产表现   单位: %.....	22



## 海外宏观展望：

### 美国经济前期下行，近期保持一定韧性，消费仍是主要支撑项

目前美国劳动力仍较为紧缺，就业市场火热和薪资稳定增长下，个人消费支出和零售销售增速保持高位韧性，占 GDP 比例 70% 以上的消费保持韧性为美国经济提供支撑。但美国的住房销售、制造业 3 月以来均出现了见顶回落的迹象，尤其需要注意的是，在防疫补贴支出到期后，美国财政支出增速大幅下降，居民个人可支配收入同样大幅下降，后续或威胁到整体消费。叠加美联储持续收紧货币政策，美国下半年经济面临下行压力。

图 1： 美国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
	GDP:不变价:同比	%			3.5695			5.5334			4.95			12.23	
投资	ISM制造业PMI		56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50	60.6	61.2
	制造业:新增订单:当月同比	%			14.19	13.36	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54	9.12	15.49	21.11
	成屋+新建住房销售	万套		1152	1284	1385	1480	1448	1389	1290	1350	1285	1329	1311	1332
就业	新增非农就业人数	千人	390.00	428.00	431.00	678.00	467.00	199.00	210.00	531.00	194.00	235.00	943.00	850	559
	失业率	%	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	4.60	4.70	5.20	5.40	5.9	5.8
	非农职位空缺数	万人			1154.9	1134.4	1128.3	1144.8	1092.2	1109.4	1067.3	1062.9	1078.3	985.2	963.9
消费	CPI:当月同比	%		8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30	5.40	5.4	5
	零售和食品服务销售额:同比	%		8.70	7.32	18.04	13.44	16.05	19.92	15.00	14.53	15.93	15.85	19.86	27.86
	个人可支配收入:同比	十亿美元			-14.65	5.04	-4.25	5.73	6.04	4.22	3.25	5.35	1.48	1.1	-0.24
	个人消费支出:同比	十亿美元			9.08	13.46	11.56	12.88	13.30	12.12	11.10	12.06	11.93	13.77	19.65
财政	财政收入:同比	%		96.65	17.77	16.73	20.91	40.63	28.08	19.45	23.14	20.23	-53.50	86.52	166.73
	财政支出:同比	%		-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53	-13.95	4.69	3.73	-9.97	-43.58	4.03
贸易	出口金额:同比	%			17.71	20.04	15.40	19.63	21.53	23.00	16.82	23.07	24.85	32.83	43.54
	进口金额:同比	%			27.02	23.41	20.82	20.89	20.85	18.38	20.14	20.59	22.21	35.17	37.8

数据来源：Wind 华泰期货研究院

今年以来欧盟经济下行压力较大。今年以来欧盟的消费和出口持续下行，工业生产、营建产出（地产）同样表现偏弱，前瞻的银行部门信贷以及制造业 PMI 均给出下行信号。并且欧盟的财政支出同样不断下降，导致财政盈余回升。

**图 2： 欧盟经济月度热力图 | 单位：%**

	指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
	GDP:不变价同比	%			5			4.5			4.10			14.90	
投资	工业生产指数:同比	%			0.7	2.8	0.1	2.8	0.2	0.9	3.9	5.6	8.7	11.5	22.1
	营建产出:当月同比	%			4.1	8.5	5	0.4	1.4	2.8	2.3	-1.4	2.4	4.8	10.9
	制造业PMI		54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4	62.8	63.4	63.1
就业	失业率	%		6.8	6.8	6.9	6.9	7	7.1	7.2	7.3	7.5	7.6	7.9	8.1
消费	零售:当月同比	%		5	1.7	5.6	8.8	3	8.3	2.5	3.5	2.3	4.1	6.2	9.2
	HICP:当月同比	%	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5	4.9	4.1	3.4	3	2.2	1.9	2
贸易	商品贸易进口:同比	%			40.37	45.64	54.07	44.22	38.86	30.31	26.78	35.04	19.77	30.14	33.64
	商品贸易出口:同比	%			12.8	16.48	20.58	12.57	13.97	6.5	9.18	19.48	11.05	22.54	32.99
信贷	银行部门信贷:同比	%		5.2	4.99	5.56	5.69	5.53	5.35	5.17	5.2	5.55	5.81	5.91	6.42
财政	财政盈余	亿欧元							-1121			-1188		-1908	

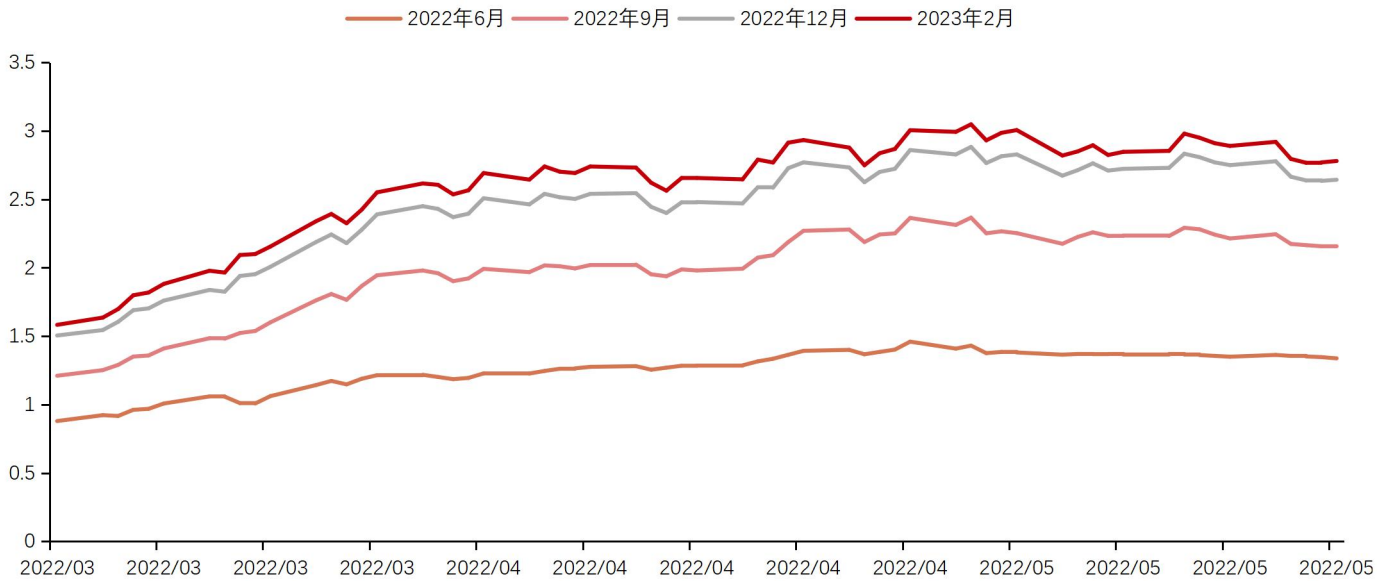
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 关注美国就业及 CPI 走势，6 月联储态度是否软化

**5 月会议纪要符合预期。**5 月 25 日公布的 5 月会议纪要显示，联储决策者强调需要为遏制通胀迅速加息，可能超出市场预期，认为需要今年 6 月和 7 月的最近两次会议都加息 50 个基点。此外，美国 4 月非农数据显示，4 月的非农平均时薪同比增长 5.5%，略低于 5.6% 的前值，显示工资、通胀螺旋式上升的恶性循环暂未成立，并未对美联储施加更大的紧缩压力。而美国 4 月 CPI 则录得 8.3%，较 8.6% 的前值有回落。但通胀见顶回落、美债利率回落，美股和部分商品却延续下行态势，或意味着市场开始担忧后续全球经济的衰退风险。

**短期美联储紧缩预期走平，关注 6 月联储态度是否软化。**截至 6 月 3 日，美国联邦利率期货隐含政策利率显示，市场计价 6 月加息 50bp 的概率为 103%，7 月继续加息 50bp 的概率为 102%，全年共计加息 10.9 次，折合约 272bp。从曲线变化来看，4 月底以来市场基本对年内紧缩预期完成计价，下一步需要关注美国经济放缓后美联储的措词以及市场对明年紧缩预期的讨论。

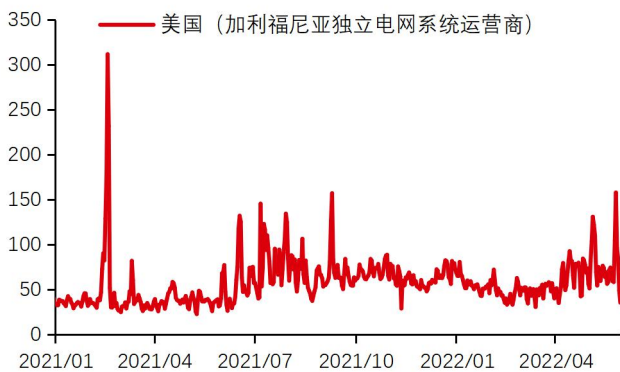
**图 3： 美国联邦利率期货隐含政策利率 | 单位：%**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

俄乌局势波折不断，目前战事主要聚焦于乌东地区，谈判进展缓慢。6月2日乌克兰总统泽连斯基在向卢森堡政治家及民众讲话时表示，俄罗斯目前已控制乌克兰五分之一的领土。5月31日乌克兰方面在卢甘斯克地区的军事行政长官谢尔盖·盖代表示，俄军已经控制了北顿涅茨克市的大部分地区。5月23日，乌克兰总统泽连斯基表示，他准备好与俄罗斯总统普京会面，并且将只讨论停战问题。泽连斯基表示，他没有意愿与中间人见面，原则上除了普京外，不会见任何来自俄罗斯的人员。

**图 4： 美国电价 | 单位：美元/兆瓦时**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

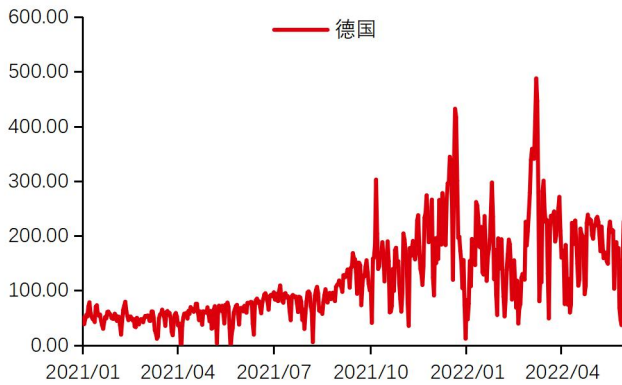
**图 5： 英国电价 | 单位：欧元/兆瓦时**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院



图 6： 德国电价 | 单位：欧元/兆瓦时



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7： 法国电价 | 单位：欧元/兆瓦时



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 国内宏观展望：

### 本轮疫情受控后，国内经济已经出现事实性改善

月度数据：一、基于出口份额下降、外需下降，国内的出口后续将面临较大的下行压力；二、收入增速放缓、失业率抬升背景下，后续消费企稳回升有一定压力，需要看到更多的刺激政策；三、投资分项上，3月开始基建发力迹象明显，地产仍是拖累经济的重要因素；四、前瞻指标中，5月制造业 PMI 及其分项全面回升，其中供货商配送时间绝对值仍偏低，显示物流和供应链阻滞情况仍待进一步恢复。

图 8： 中国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
	GDP:不变价:当季同比	%			4.8		4	4.90	7.90						
贸易	出口金额:累计同比	%	12.5	15.8	16.3	24.1	29.9	31.0	32.2	32.9	33.6	35.1	38.5	40.1	
	进口金额:累计同比	%	7.1	9.8	15.8	20.1	30.0	31.2	31.2	32.5	35.0	35.4	36.8	36.7	
投资	固投:累计同比	%	6.8	9.3	12.2		4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3	12.6	15.4	
	地产投资:累计同比	%	-2.7	0.7	3.7		4.4	6.0	7.2	8.8	10.9	12.7	15.0	18.3	
	制造业投资:累计同比	%	12.2	15.6	20.9		13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3	19.2	20.4	
	基建投资:累计同比	%	8.3	10.5	8.6		0.2	-0.2	0.7	1.5	2.6	4.2	7.2	10.4	
	PMI	%	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1	50.4	50.9	51.0
消费	社会零售:累计同比	%	-0.2	3.3	6.7		12.5	13.7	14.9	16.4	18.1	20.7	23.0	25.7	
	城镇调查失业率	%	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	
	CPI:当月同比	%	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	
金融	社会融资规模存量:同比	%	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0	
	融机构:各项贷款余额:同	%	10.9	11.4	11.4	11.5	11.6	11.7	11.9	11.9	12.1	12.3	12.3	12.2	

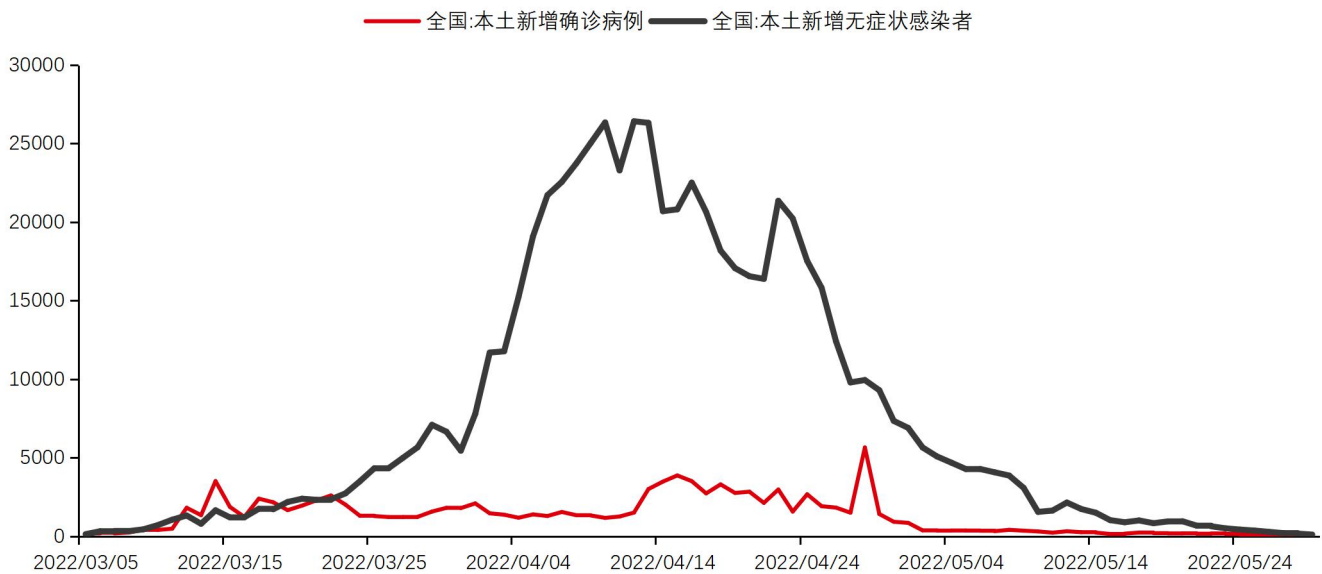
数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 国内稳增长信号频现 高频数据企稳改善

近期国内稳增长信号愈发明朗，政府稳增长决心凸显。4月29日政治局会议释放积极信号后，各部委持续跟进，当前基建稳增长发力的趋势已经较为明朗，而房地产预期也有所改善。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》。5月20日5年期LPR利率如期下调15bp。5月25日总理在全国电视电话会议上凸显当下稳增长的决心，随后不少地方政府纷纷跟进出台稳增长政策，包括鼓励汽车消费、扩大消费电子市场规模、推动家电消费、松绑地产市场等政策。5月31日，国务院印发6方面33项措施全力稳经济，涵盖7项财政政策、5项货币金融政策、6项稳投资促消费政策、5项保粮食能源安全政策、7项保产业链供应链稳定政策、3项保基本民生政策。

国内本轮疫情基本受控，各地逐步恢复正常经营活动。6月3日，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例46例，其中本土病例21例；新增无症状感染者125例，其中本土55例。随着国内疫情风险的下降，各地逐步解除防疫封锁政策，恢复正常经营活动。6月1日零时起，上海市有序恢复住宅小区出入、公共交通运营和机动车通行。除中高风险地区 and 封控区、管控区外，各区、各街镇及各居村委、业委会、物业公司等，不得以任何理由限制居住本社区的居民出入。

图9：国内本轮疫情新增确诊病例显著减少 | 单位：例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

5月高频经济数据也有小幅改善。中观层面，4月地产拿地同比跌幅有所收窄，根据我们调研，5月国内挖掘机销量同比下滑幅度也将收敛。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，显示国内供应链和物流的阻滞情况有所改善，6月2日当周，螺纹、线材等部分商品总库存继续下降，上周下游施工环比有所改善。

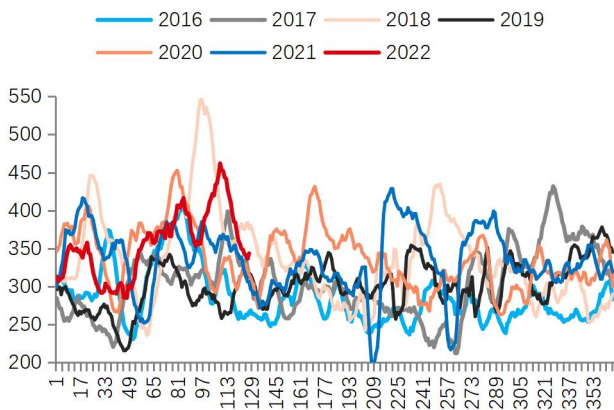
地产销售也有所改善, 5月以来贝壳50城二手房日均成交量较4月日均水平增长约10%, 而统计局公布的30城商品房成交数据也同样出现回升。国内投资和消费预期的改善将支撑A股、内需型工业品(化工、黑色建材等)等人民币资产。

**图 10: 中国百万辆卡车物流景气指数有所回升-基于北斗大数据 | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 11: 上海集装箱船港口堵塞指数基本恢复正常(日度) | 单位: %**



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 12: 国内的周频地产销售数据有所改善 | 单位: 套**



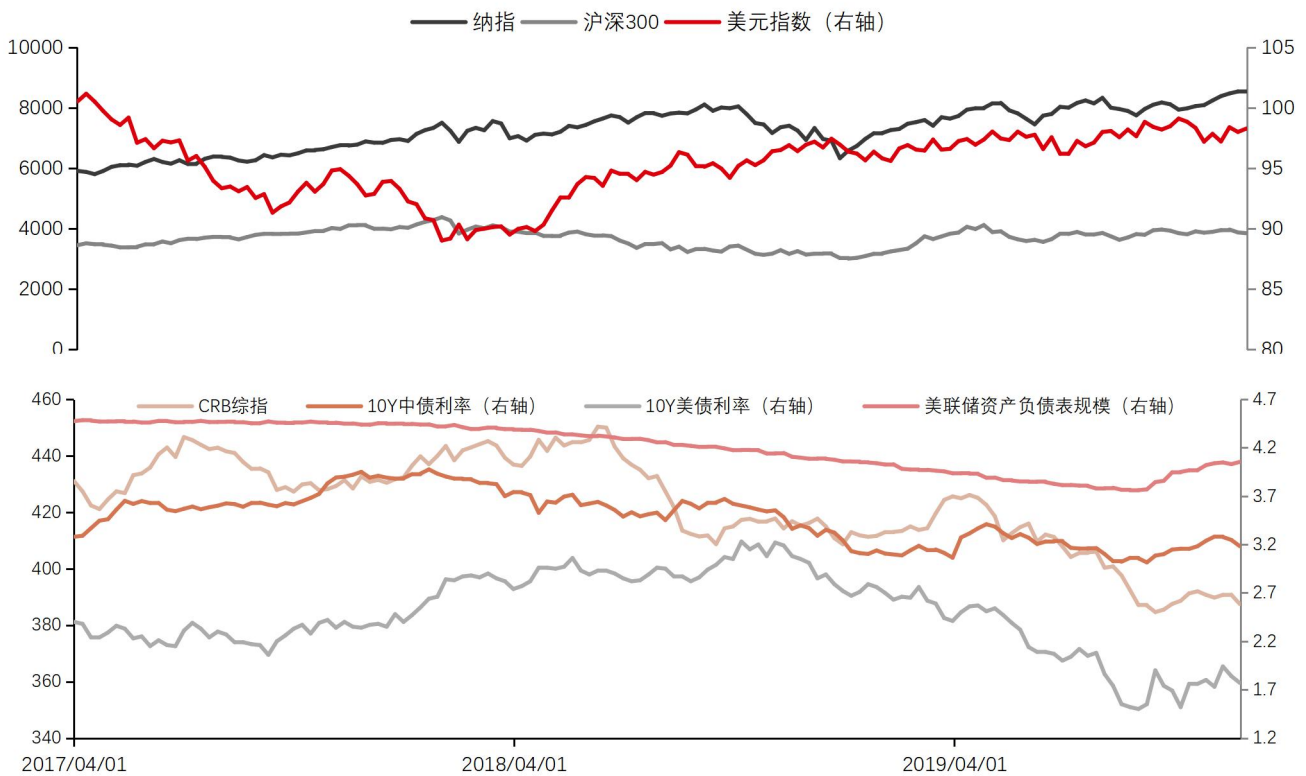
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 大类配置逻辑一：美联储紧缩预期下的配置逻辑

### 6月美联储正式开启缩表路径，我们复盘上轮缩表对资产价格的影响

上一轮缩表发生在2017年10月，距离2015年12月正式加息后约2年时间，其中美联储于2017年4月的会议纪要上释放了缩表信号，并于2017年6月议息会议上披露QE方案，最终于2017年9月议息会议正式宣布启动缩表。长周期看，缩表对资产价格的影响相对直接，美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达0.9，和美债利率负相关性高达-0.849，和沪深300录得0.68的一定正相关。回溯最近一轮缩表，在2017年-2019年缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为-0.29，商品板块中相关性较高的是谷物(-0.81)、农副产品(-0.68)、软商品(0.82)。

图 13： 上轮缩表下的大类资产表现 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1： 2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		

10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

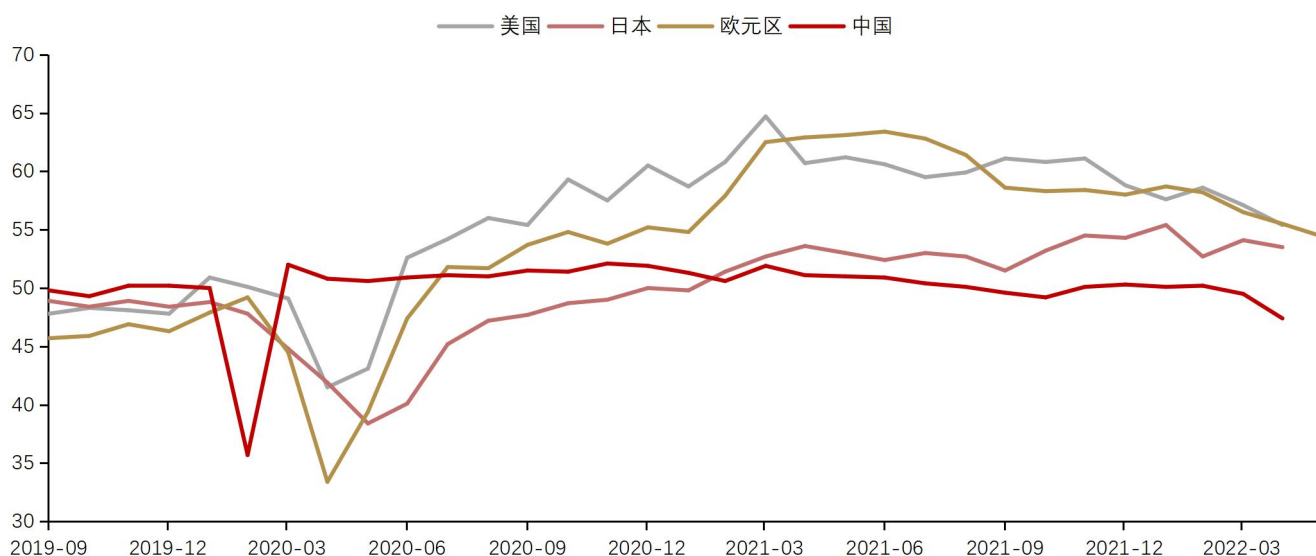
资料来源: Wind 华泰期货研究院

## 大类配置逻辑二：警惕欧美陷入“经济下行”交易情境

### 部分前瞻指标显示目前境外经济下行甚至经济衰退的风险有所上升

我们注意到欧盟和美国 5 月制造业 PMI 见顶回落,美债 10Y-2Y 利率一度进入倒挂阶段,前瞻的美国制造业 PMI 乃至美国信贷数据均显示后续经济将面临下行压力。而同步数据中,美国一季度 GDP 环比也出现负增长,录得-1.4%。上半年来看,还维持着高位韧性,美国的消费和投资分项仍维持高位。

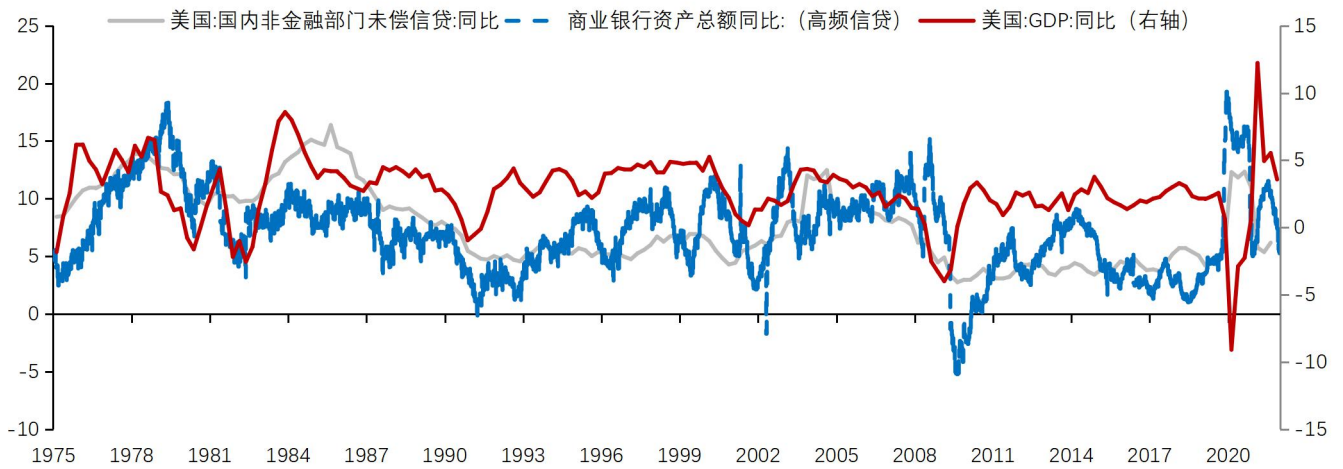
图 14： 全球各国的制造业 PMI 均出现不同程度的回落 | 单位：%



数据来源: Wind 华泰期货研究院



图 15：高频的信贷数据显示美国经济下半年将面临下行压力 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差走势分化，它折射出美国经济强现实、弱预期的特征，显示短期“经济下行”风险不大，但下半年压力陡增。从美国 1978 年至今的数据来看，如果用制造业 PMI 跌破枯荣线并持续下行来定义“经济下行”，那么当 10Y-2Y 以及 10Y-3M 利差出现倒挂后半年内 100% 的概率将出现经济下行，而如果用 GDP 不变价同比负增长来定义“经济下行”，上述的指标也有 7~8 成的概率预测经济下行，但领先时间变得更加不稳定。当前，美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差自 2021 年 10 月以来明显分化，我们认为这是市场对于 2 年内加息概率定价的走高导致 2Y 期限美债利率快速抬升，而 10Y-3M 利差并未明显下行显示市场流动性仍较为充裕、近期经济韧性犹存。总的来讲，尽管目前 10Y-2Y 美债利差一度倒挂，但美国经济大幅下行仍需更多佐证，短期发生大幅度经济下行概率相对较低。

图 16：美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差明显分化 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**表 2： 美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差对经济下行的前瞻指引**

10Y-3M 利差倒挂	10Y-2Y 利差倒挂	GDP 不变价同比负增长	制造业 PMI 跌破枯荣线并持续下行
2019/5/13-2019/10/10	2019/8/27-2019/8/30	/	2019-8-1-2020/6
2006/7/17-2007/8/9	2006/6/8-2007-6-5	2008/12-2009/12	2006/12-2008/12
2000/7/7-2001/1/19	2000/2/2-2000/12/28	2001/12	2000/6-2001/10
1989/5/22-1989/12/28	1998/5/26-1998/7/27	1991/3-1991/12	1998/5-1998/12
/	1988/12/13-1989/11/6	/	1989/2-1991/1
1982/2/1-1982/2/18	1980/9/12-1982/7/16	1982/3-1982/12	1980/11-1982/5
/	1978/8/18-1980/5/1	1980/6-1980/12	1979/9-1980/4
<b>经济下行前瞻概率</b>	<b>80% (对于 GDP 增速)</b>	<b>71% (对于 GDP 增速)</b>	<b>80%和 71%</b>
			<b>100% (对于 PMI)</b>

资料来源: Wind 华泰期货研究院

从历史表现来看，美债利率倒挂对新兴市场股指和全球商品冲击较为明显。1970 年至今的 7 个 10Y-2Y 美债倒挂样本中，美股并未明显承压，纳指 71.34% 的概率录得上涨，道指 57.1% 的概率录得上涨，美元指数 71.4% 的概率上涨；商品反而表现疲软，CRB 综合 42.8% 的概率录得上涨，CRB 的食品、油脂、工业原料以及黄金表现较差，均仅有 28.57% 的概率录得上涨；上证指数和 MSCI 新兴市场受样本时间限制，样本涨跌各半。1970 年至今 5 个 10Y-3M 美债倒挂样本中，美股并未明显承压，纳指、道指 60% 的概率录得上涨，美元指数 60% 的概率上涨；商品同样表现疲软，CRB 综合 40% 的概率录得上涨，CRB 的金属以及原油表现较差，均仅有 20% 的概率录得上涨；CRB 油脂、工业原料、纺织品也仅有 40% 的概率录得上涨，但是，贵金属一枝独秀，录得 60% 上涨；上证指数 100% 概率录得上涨，MSCI 新兴市场 33% 的概率录得上涨。

**表 3： 10Y-2Y 美债利率倒挂下大类资产表现 | 单位：%**

10Y-2Y 倒挂	美元指数	道指	纳指	MSCI 新兴市场	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
2019/8/27-2019/8/30	0.84%	2.43%	1.74%	2.05%	-0.72%	-1.75%	-1.09%	-3.51%	0.47%	0.00%	0.84%	-0.30%	0.40%
2006/6/8-2007-6-5	-4.58%	24.29%	21.72%	48.48%	25.09%	27.05%	70.41%	38.82%	44.83%	23.75%	0.67%	9.36%	3.59%
2000/2/2-2000/12/28	5.33%	-1.22%	-37.22%	-33.22%	0.91%	3.88%	6.39%	9.73%	-15.08%	-1.09%	8.73%	-3.90%	-8.56%
1998/5/26-1998/7/27	1.31%	0.72%	8.73%	-9.93%	-3.24%	-4.34%	-2.20%	-8.11%	-0.15%	-2.47%	-0.73%	-2.45%	-7.21%
1988/12/13-1989/11/6	7.55%	20.47%	20.12%		-6.59%	-8.46%	-7.25%	2.25%	-11.29%	-3.97%	6.01%	-9.69%	30.56%

1980/9/12-1982/7/16	40.19%	-11.52%	-10.23%	-17.33%	-13.22%	-6.56%	6.30%	-29.91%	-20.03%	-16.23%	-49.38%	-3.75%	
1978/8/18-1980/5/1	-1.68%	-9.82%	3.69%	12.98%	-3.40%	-15.31%	-16.08%	26.04%	26.79%	40.51%	131.40%	140.11%	
平均涨跌幅	6.99%	3.62%	1.22%	1.85%	1.58%	-0.04%	6.34%	4.20%	2.13%	3.28%	5.69%	10.72%	22.16%
上涨概率	71.43%	57.14%	71.43%	50.00%	42.86%	28.57%	28.57%	57.14%	42.86%	28.57%	71.43%	28.57%	57.14%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

**表 4: 10Y-3M 美债利率倒挂下大类资产表现 | 单位: %**

10Y-3M 倒挂	美元指数	道指	纳指	MSCI 新兴市场	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
2019/5/13-2019/10/10	1.37%	4.63%	3.97%	-1.97%	-5.03%	-3.55%	-1.65%	-8.75%	-13.10%	-6.04%	-3.48%	15.38%	-14.93%
2006/7/17-2007/8/9	-7.19%	23.48%	25.46%	51.93%	23.88%	24.28%	47.95%	26.07%	49.75%	23.62%	6.84%	1.55%	-3.95%
2000/7/7-2001/1/19	2.90%	-0.46%	-31.14%	-17.98%	2.66%	5.98%	12.93%	12.11%	-8.54%	0.42%	2.30%	-6.35%	-8.96%
1989/5/22-1989/12/28	-10.11%	9.20%	1.86%		-6.97%	-5.73%	-9.94%	1.39%	-14.48%	-8.69%	-4.34%	10.80%	19.57%
1982/2/1-1982/2/18	0.91%	-2.67%	-2.91%		-3.15%	1.84%	-2.74%	-1.26%	-9.05%	-3.31%	-1.99%	-2.70%	-1.55%
平均涨跌幅	-2.43%	6.84%	-0.55%	10.66%	2.28%	4.56%	9.31%	5.91%	0.92%	1.20%	-0.13%	3.74%	-1.96%
上涨概率	60.00%	60.00%	60.00%	33.33%	40.00%	60.00%	40.00%	60.00%	20.00%	40.00%	40.00%	60.00%	20.00%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

经过进一步测试,我们发现,10Y-2Y 及 10Y-3M 利差倒挂和投资时钟定义的经济“衰退”周期的匹配度和前瞻性并不高。我们选取历史上美国制造业 PMI 至少连续三个月下行,并且 CPI 持续下行的阶段定义为“衰退”。从“衰退”的配置阶段倒看美债利率倒挂,在历史 7 个“衰退”时段中,10Y-3M 以及 10Y-2Y 利差对经济衰退的前瞻指引胜率仅为 28% 以及 42%, 其中一个有前瞻性时段的领先周期甚至长达两年,从该角度来看利差倒挂和经济“衰退”周期的匹配度和前瞻性并不高。

基于上述对“经济下行”和“衰退”周期的测试结果,考虑到下半年美国通胀存在震荡回落风险,我们仍需警惕远期海外市场有一定概率转入“衰退”的配置象限。我们选取历史上美国制造业 PMI 至少连续三个月下行,并且 CPI 持续下行的阶段定义为“衰退”。那复盘历史上的七个衰退样本来看:一、商品明显承压,CRB 商品各分项样本上涨概率均不到 30%;二、分板块看,金属和工业原料 7 个样本阶段均录得下跌,CRB 商品指数、原油、油脂下跌的概率也高达 85.7%,黄金具备一定避险属性,57%的概率录得上涨;三、美元 71.4%的概率录得上涨表现最好,美股则表现差异,纳指 57%的概率录得上涨,道指 42%的概率录得上涨。四、美国衰退阶段对国内资产冲击明显。五个样本中,除创业板、上证 50 指数外,大部分股指上涨概

率均等于或低于 25%；Wind 商品 100%概率录得调整，大部分板块上涨概率也等于或低于 25%。

表 5： 从衰退周期倒看利差倒挂的领先性

美国衰退阶段	10Y-3M 利差倒挂阶段	10Y-2Y 利差倒挂阶段	10Y-3M 利差领先	10Y-2Y 利差领先
2020/1-2020/4	2019/5/13-2019/10/10	2019/8/27-2019/8/30	8M	5M
2014/10-2015/3	/	/	/	/
2011/12-2012/7	/	/	/	/
2008/7-2008/12	2006/7/17-2007/8/9	2006/6/8-2007-6-5	24M	25M
1997/10-1998/12	1989/5/22-1989/12/28	1998/5/26-1998/7/27	/	/
1989/5-1991/1	/	1988/12/13-1989/11/6	/	5M
1980/11-1982/2	1982/2/1-1982/2/18	1980/9/12-1982/7/16	/	/
衰退的前瞻概率	28%	42%	16M	11.3M

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 6： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位：%

	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 7： 美国往轮衰退周期下国内资产表现 | 单位： %

	上证综指	创业板指	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	美元兑人民币	Wind 商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工
2020/1-2020/4	-3.91%	7.35%	-2.41%	-2.28%	-0.44%	-0.37%	1.76%	-10.12%	-12.69%	-8.84%	-6.64%	-9.90%	-19.27%
2014/10-2015/3	54.86%	54.31%	66.22%	61.51%	45.46%	41.43%	1.41%	-6.81%	0.46%	-10.45%	-10.32%	-7.51%	-2.12%
2011/12-2012/7	-4.07%	-5.62%	0.50%	-0.42%	-1.51%	-3.50%	1.34%	-2.24%	-12.21%	7.18%	-9.86%	-1.69%	-5.12%
2008/7-2008/12	-34.40%		-36.00%	-35.20%	-35.72%	-35.40%	-0.12%	-51.85%	-18.78%	-32.51%		-55.26%	-53.41%
1997/10-1998/12	-2.85%						-0.05%	-25.59%				-28.43%	7.66%
平均涨跌幅	1.92%	18.68%	7.07%	5.90%	1.95%	0.54%	7.44%	-19.32%	-10.81%	-11.15%	-8.94%	-20.56%	-14.47%
上涨概率	20.00%	66.67%	50.00%	25.00%	25.00%	25.00%	66.67%	0.00%	25.00%	25.00%	0.00%	0.00%	25.00%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

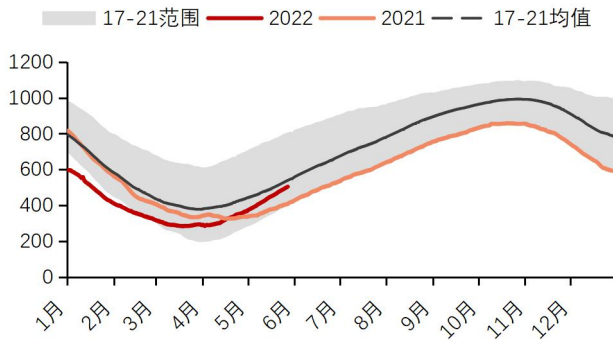
## 大类配置逻辑三：乌俄冲突不断 能源板块高位震荡

### 俄乌局势对原油中期供应扰动仍明显，供需缺口扩大将导致估值中枢抬升

原油、天然气已成为俄乌冲突博弈的筹码。西方阵营方面，3月上旬，英美澳禁止从俄罗斯进口石油等能源（有45天宽限期保障前期已签合同的完成，4月中下旬后制裁执行力度或将加强）；4月22日起，美国政府严禁该国公司进口俄罗斯石油的禁令正式生效；欧盟对俄石油禁运意见不一，难以实质性达成。俄罗斯方面，俄罗斯已经停止对波兰和保加利亚的天然气供应；并且在5月12日芬兰宣布打算快速申请加入北约后，俄罗斯同样发布了切断天然气供应警告。俄乌冲突下乌克兰的部分基础设施遭到破坏将影响俄罗斯对欧盟能源供应的稳定。5月10日，乌克兰天然气管道运输公司公布，由于乌方失去了对乌东部卢甘斯克北部地区的控制，该公司无法操作位于该地区的泵站，天然气运输暂时中断。经过该泵站过境乌克兰输送至欧洲的天然气每天多达3260万立方米，几乎占过境乌克兰输气量的三分之一。欧盟委员会6月3日公布第六轮对俄罗斯制裁措施，其中包括部分石油禁运，制裁俄罗斯油轮、银行等。欧盟委员会当天发布公报说，制裁措施将立即生效，并将逐步削减俄罗斯石油进口。欧盟将在6个月内停止购买俄海运原油。公报同时说，禁止欧盟公司为运送俄石油的商船提供保险和再保险。欧盟当天还把三家俄罗斯银行以及一家白俄罗斯银行排除在环球银行间金融通信协会系统之外。

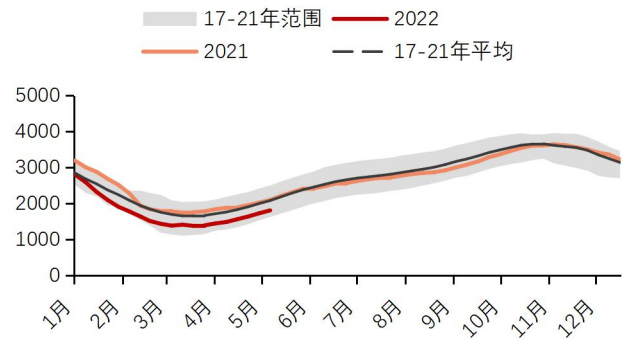


图 17: 欧洲天然气库存 | 单位: TWH



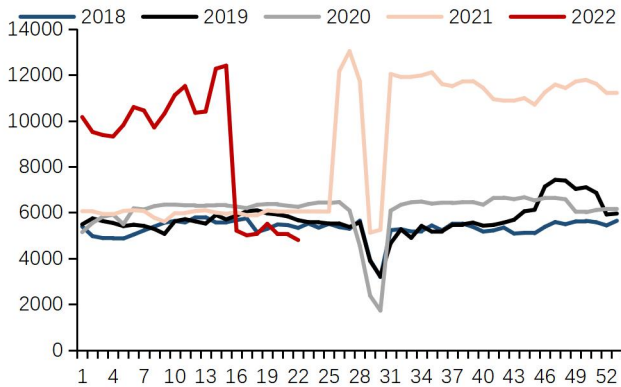
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 美国天然气库存 | 单位: 10 亿立方英尺



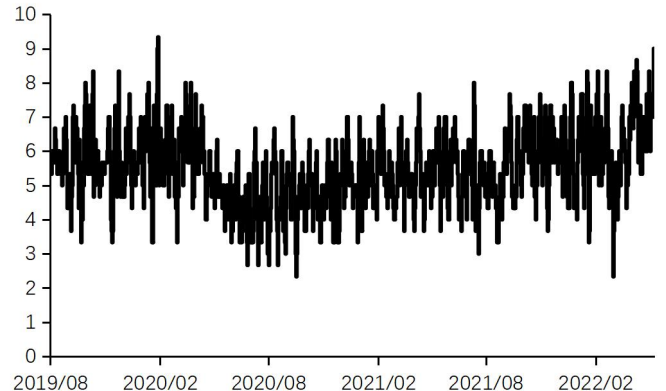
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 俄罗斯天然气公司向欧洲输出的天然气流量总量（周度） | 单位: 百万立方米



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 俄罗斯原油船运出口船数统计-3 日移动均值 | 单位: 船



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 大类配置逻辑四：二季度后半场，国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换

**“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。

**表 8： 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>
<b>平均涨跌幅</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.5%</b>	<b>7.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.3%</b>

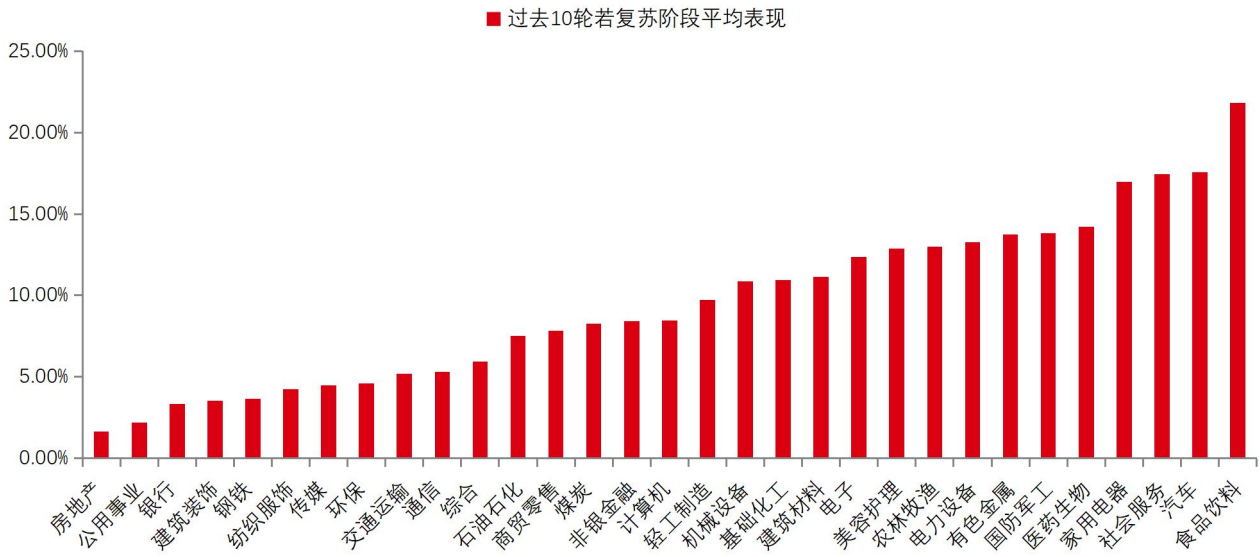
资料来源：Wind 华泰期货研究院

**表 9： 过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 | 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>胜率</b>	<b>80.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>80.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>70.00%</b>	<b>50.00%</b>
<b>平均表现</b>	<b>15.35%</b>	<b>13.93%</b>	<b>12.78%</b>	<b>13.85%</b>	<b>15.28%</b>	<b>14.49%</b>	<b>11.79%</b>	<b>13.97%</b>	<b>13.45%</b>

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 21： 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

从货币与信用角度观察经济，根据 3 个月 SHIBOR 利率和中国信贷脉冲指数将货币与信用分成四个周期，分别为宽货币+宽信用、紧货币+宽信用、紧货币+紧信用与宽货币+紧信用四个周期。不同的货币信用组合会对资产价格造成不同影响，因此可以作为观察大类资产结构性轮动的工具。

自 2021 年 11 月以来，我国经济进入“宽货币+宽信用”周期并延续至今。回顾历史 5 轮“宽货币+宽信用”情境下，商品表现最优，平均涨跌幅为 7.7%，上涨概率达到 80%；其中贵金属、能源与非金属建材商品表现最好，历史上涨概率为 100%，可持续关注。

表 10： 国内“宽货币+宽信用”宏观情境下大类资产走势 | 单位：%

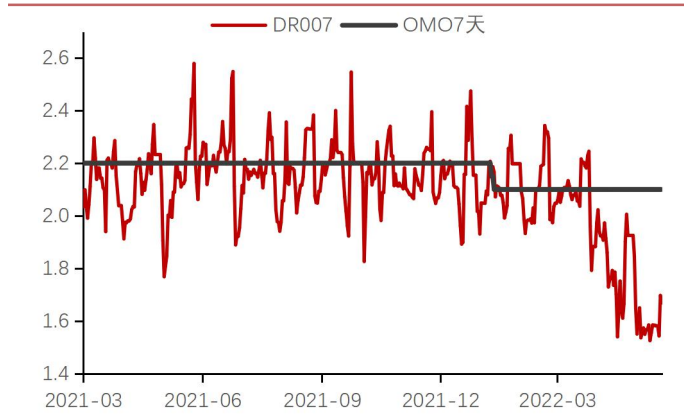
宽货币+宽信用	万得全 A	沪深 300	中证 500	上证 50	上证综指	深证成指	创业板指	商品指数	非金建材	煤焦钢矿	油脂油料	贵金属	软商品	能源	有色	化工	十年国债	两年国债
08.11-09.04	51%	43%	68%	34%	32%	43%		30%			18%	11%	13%	33%	32%	44%	0.1	-0.7
12.06-12.08	-8%	-10%	-10%	-9%	-8%	-14%	-3%	1%	1%	-15%	7%	11%	-0.2%	4%	1%	-4%	0.1	0.5
15.06-16.06	-27%	-29%	-31%	-26%	-32%	-27%	-22%	-8%	12%	14%	13%	15%	12%	15%	-11%	-7%	-0.8	0.1
18.12-19.06	25%	27%	19%	28%	19%	27%	21%	9%	10%	17%	6%	10%	-1%	10%	-0.2%	-1%	-0.01	0.1
20.03-20.05	6%	5%	7%	4%	4%	8%	11%	6%	7%	14%	-2%	8%	1%	2%	11%	13%	0.1	-0.1
平均涨跌幅	9.3%	7.1%	11%	6.2%	3.2%	7.4%	1.9%	7.7%	7.7%	7.4%	8.2%	11%	5.0%	13%	6.5%	8.8%	-0.09	0.02

上涨概率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	50%	80%	100%	75%	80%	100%	60%	100%	60%	40%	60%	60%
21.11-至今	-20%	-18%	-21%	-14%	-14%	-25%	-34%	15%	-2.5%	11%	27%	5.8%	2.4%	36%	6.0%	19%	-0.02	-0.2

资料来源: Wind 华泰期货研究院

备注: 国债涨跌幅均使用收益率加减来计算

**图 22: DR007 利率持续低于 OMO7 天利率 40BP | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 23: 国内的周同业存单利率持续低于政策利率 | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

随着国内经济下行压力的持续加大, 政府通过基建投资稳增长的意愿也持续上升。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。

**表 11: 历史上基建刺激下的国内资产表现 | 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%	114.9%	187.1%	212.2%	-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%	-11.2%	-19.2%	-5.38%	-14.8%	-21.1%
2016/3-2017/5	3.65%	-21.8%	14.54%	8.21%	-4.90%	-14.3%	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%	-13.3%	-1.05%	-14.4%	2.19%	-16.1%	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%
平均涨跌幅	19.11%	25.30%	24.44%	27.69%	39.35%	45.30%	0.87%	18.83%	10.66%	6.60%	4.31%	24.17%	9.80%	15.37%
上涨概率	80.00%	75.00%	80.00%	80.00%	60.00%	60.00%	40.00%	60.00%	80.00%	40.00%	50.00%	80.00%	40.00%	80.00%

2021/5-至  
今

-18.7%	-32.9%	-26.7%	-28.3%	-19.5%	-18.9%	2.97%	5.17%	25.35%	28.02%	-5.78%	14.63%	14.17%	-0.26%
--------	--------	--------	--------	--------	--------	-------	-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind 华泰期货研究院

## 商品：疫后经济修复曙光初现 关注消费和投资拉动受益的黑色建材和化工商品

4月底政治局会议加大刺激力度，努力实现经济社会预期目标。会议指出，疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。由于3月份-5月份，疫情对经济伤害巨大，叠加内需断崖下行，GDP增速5.5%的目标需要在剩余时间付出艰苦卓绝的努力方可完成，政策胜负手主要在于投资项能否反弹。财政政策方面，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设。今年为财政支出大年，财政刺激打头阵、唱主角，后续将加大前置支出力度，不排除额外增加特别国债发行可能性。我们预计，二季度及下半年，大基建将加速发力托底，进快形成实物工作量。地产政策方面，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。我们预计，更多地区的结构性宽松政策或已经在路上。消费政策方面，要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。我们预计，随着各地一揽子促消费政策发力，如新能源汽车不限购、汽车和家电下乡、城镇消费券补贴等举措的落地，后续消费数据将稳中向好运行。

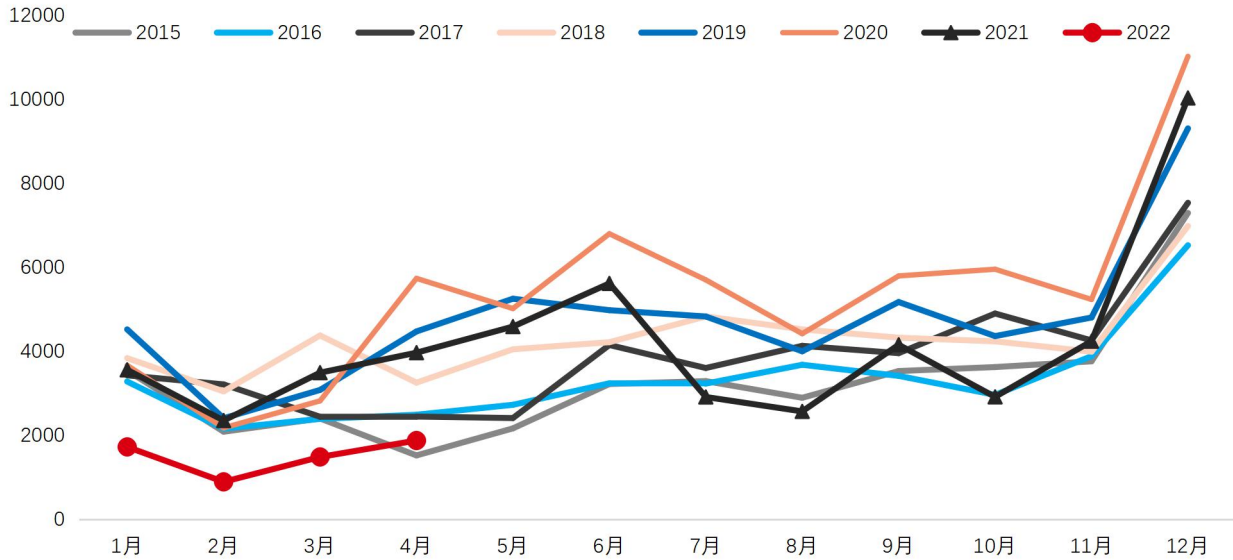
**5月25日，总理全国稳住经济大盘电视电话会议精神主要有：**努力确保二季度经济正增长；不允许经济滑出合理区间；派出12个督察组，重在快速执行落实。发改委及财政政策：引导做好信贷资金与专项债券资金的有效衔接，力争尽快形成更多的实物工作量；确保用于项目施工的3.45万亿元地方政府专项债6月底前基本发行完毕，力争8月底前基本使用到位（给到项目企业）。央行政策：流动性总量保持在较合理充裕略高的水平；提高宏观杠杆率，加强逆周期调节，优质企业加杠杆、居民稳杠杆、支持民营企业信贷增加；因城施策维护房地产市场的平稳运行；降低企业的综合融资成本，向实体经济合理让利；新增政策性开发性信贷额度8000亿元；5月信贷增长要全力促进。供给侧产业政策：今年夏季能源缺口仍存在，有序释放煤炭优质产能；符合条件大型煤矿，尽快简化审批手续

随着宏观和地产政策底的不断夯实，需求底的黄金坑何时显现？近期地产领先指标显示，1-4月拿地同比下滑均超50%，但4月较3月同比下滑超60%的窘境略有好转；1-4月地产销售仍相对低迷，目前房企融资和居民购房信心恢复尚需时日。基建方面，1-3月专项债投放近1.3万亿，但4月严重不及预期，仅为1000亿左右，5月下旬加速发行，全月超过6000亿，预计6月显著放量加速。近期微观高频数据有一定改善，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；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，显示国内供应链和物流的阻滞情况有所改善。



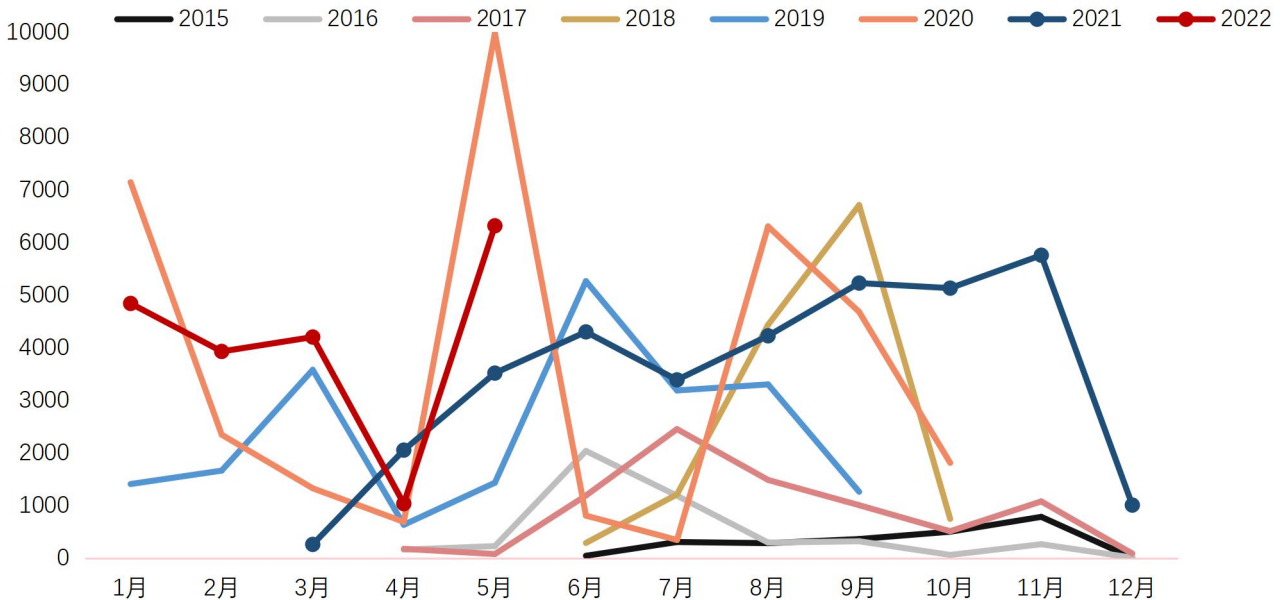
一季度内需持续下行，二季度由于受到疫情扩散的额外冲击，目前内需仍延续旺季不旺的趋势；但是，我们认为，随着宏观和地产政策的不断加码，二季度后半场至三季度，内需有望迎来一波反弹。

**图 24： 开年以来全国商品房拿地数据持续疲弱 | 单位：万平方米**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 25： 6月专项债或加速放量 | 单位：亿元**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

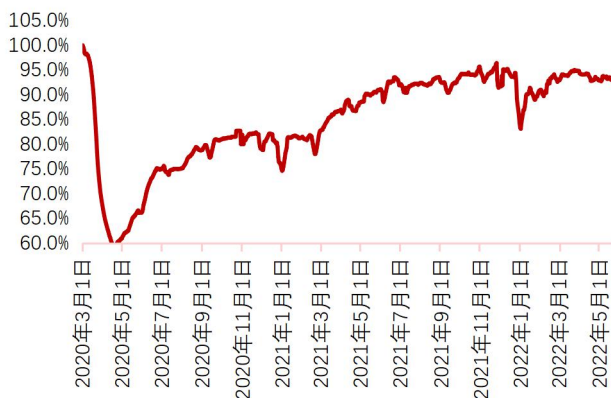
中期来看，我们需关注房地产企稳改善和大基建拉升共振下的相关内需型商品投资机遇。我们研究发现，黑色建材、传统有色板块与房地产、基建周期高度正相关；化工板块与房地产、汽车周期高度正相关。虽然去年 11 月以来左侧政策底已出现，且市场出现强

势反弹修复，但国内投资项惯性下行、叠加国内疫情冲击仍拖累了内需型商品 22 年一季度的需求，基本面的右侧第二底大概率在今年二季度出现。我们预计，二季度后半场及下半年，逆周期托底政策（稳地产、强基建）或将温和发力，这将有助于后续投资项逐步回暖改善。大宗商品板块方面，黑色建材（钢材、双焦、铁矿等）、有色金属（铝、铜等）、内需型化工品（沥青、PTA、甲醇、纯碱等）、内需型能源（动力煤）需求或将于二季度末至三季度逐步改善。

关注消费、新基建双提振下的有色金属（铝、铜等）、内需型化工品的结构性机会。本轮促消费政策的核心仍是稳定汽车行业和家电行业，这两大行业正是有色金属制品、内需型化工品的重要下游消费端；新基建也将拉动有色金属、内需型化工品增量需求；此外，从基本面层面来看，国内五大有色金属显性总库存也位于低位区间，考虑到俄乌冲突影响中期全球有色供给，这将对有色商品形成较强支撑。

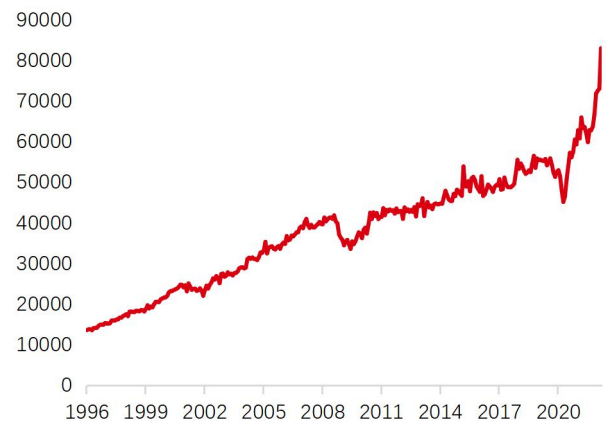
俄乌冲突最激烈时刻或已度过，目前战事情主要聚焦于乌东地区，加之美国政府控制能源通胀、美联储紧缩或前置发力，外需型商品建议短期观望。外需型工业品（原油及其成本相关链条商品、新能源有色金属）前期受俄乌冲突刺激大幅上涨，近期受到欧洲制裁俄罗斯原油出口支撑，但该预期炒作已经基本定价。随之而来的风险是美国政府战略石油抛储、重启伊朗和委内瑞拉谈判、催促沙特和阿联酋释放产能。但是，我们同样关注到，全球航运运力紧张仍然钳制欧美供给，美国消费韧性仍在延续，这又将一定程度支撑外需商品价格。欧洲的能源危机尚未完全破局，供给端减产预期仍有一定的支撑，高频数据也显示，全球五大有色金属显性总库存环比降库趋势显著；但是，美元的高位强势表现，仍对有色金属价格有所压制。高频卫星数据显示，原油库存近期有小幅累库，但仍处于绝对低位水平，仍将支撑原油价格维持历史高位。

图 26： 美国经济回归正常指数高位震荡 | 单位：%



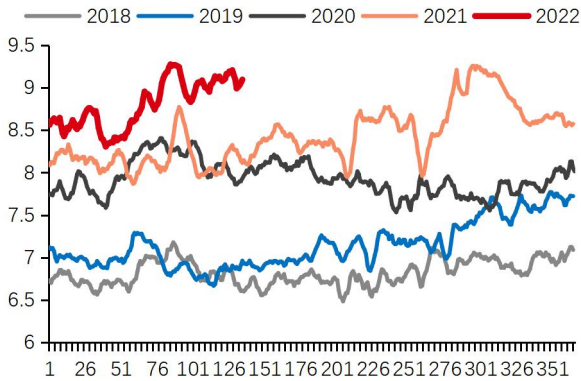
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27： 美国消费品进口总金额 | 单位：百万美元



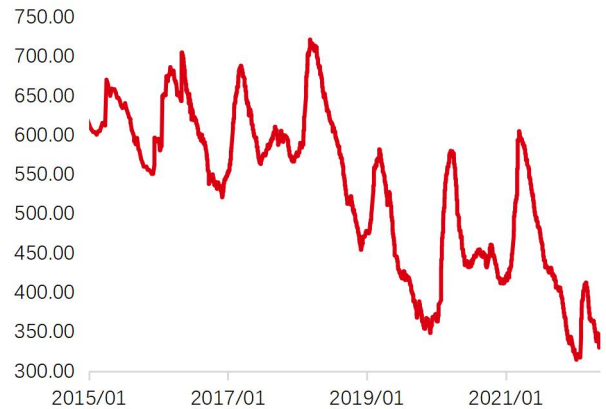
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 28：全球港口拥挤程度加剧 | 单位：百万标准箱**



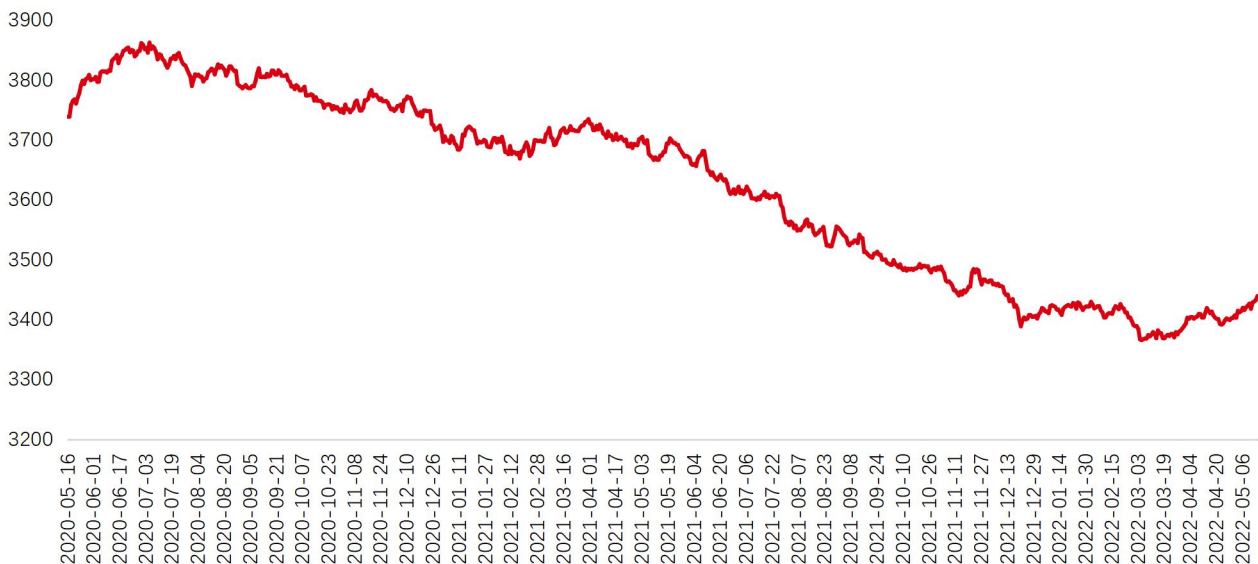
数据来源：克拉克森 华泰期货研究院

**图 29：全球有色总库存自低位去库 | 单位：万吨**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 30：全球原油高频卫星库存近期小幅累库但仍处低位 | 单位：百万桶**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

农产品端目前看好逻辑仍相对顺畅，部分农业生产国禁止农产品出口政策频出；洪涝灾害和干旱气候引发部分农产区减产风险；全球远期农产品需求总量仍在持续增长；原油、电力、农药、化肥涨价也将抬升农产品种植、运输成本中枢。此外，工业领域通胀向消费领域传导、欧洲粮仓乌克兰流失近 300 万难民或影响春播（卫星影像显示俄乌冲突地区今年作物种植面积减少 20%~30%）也将利好农产品通胀上行。近期受拉尼娜极端气候及干旱天气、全球通胀传导等因素影响，软商品价格表现偏强。

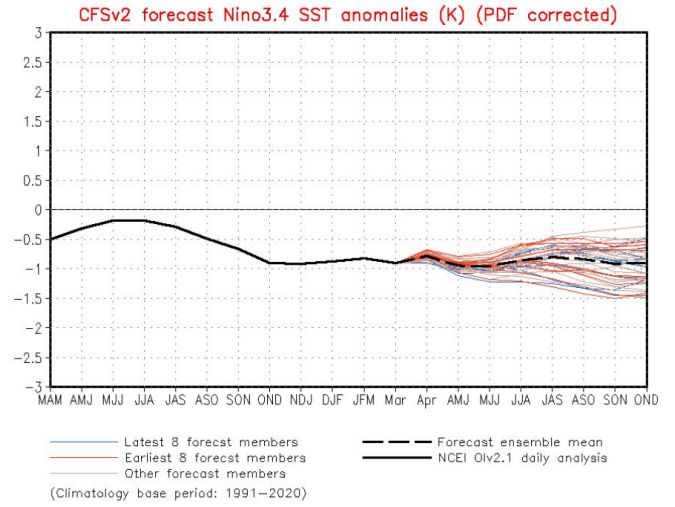


图 31： 部分农业生产国禁止农产品出口政策频出

国家	食品类型	禁令结束日期
阿根廷	豆油、豆粕	2023年12月31日
阿尔及利亚	意大利面、小麦衍生物、植物油、糖	2022年12月31日
埃及	植物油、玉米	2022年6月12日
印度	小麦、面粉、油、扁豆、意大利面、豆类	2022年6月10日
印度尼西亚	小麥（已执行）、白糖（或将执行）	2022年12月31日
印度尼西亚	棕榈油、棕榈仁油（5月中旬刚宣布取消禁令，后续未知）	2022年12月31日
伊朗	土豆、茄子、西红柿、洋葱	2022年12月31日
哈萨克斯坦	小麦、小麦粉	2022年6月15日
科索沃	小麦、玉米、面粉、植物油、盐、糖	2022年12月31日
土耳其	牛肉、羊肉、山羊肉、黄油、食用油	2022年12月31日
乌克兰	小麦、燕麦、小米、糖	2022年12月31日
俄罗斯	糖、葵花籽	2022年8月31日
俄罗斯	小麦、混合麦meslin、黑麦、大麦、玉米	2022年6月30日
塞尔维亚	小麦、玉米、面粉、油	2022年12月31日
突尼斯	水果、蔬菜	2022年12月31日
科威特	鸡肉制品、谷物、植物油	2022年12月31日

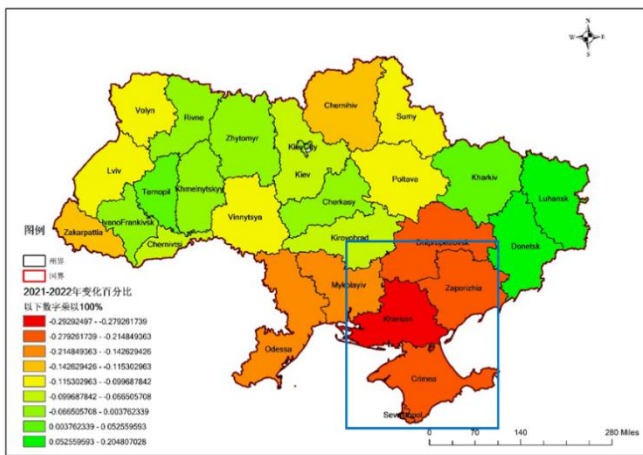
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 32： 美国气候部门预计拉尼娜将延续至今年夏季



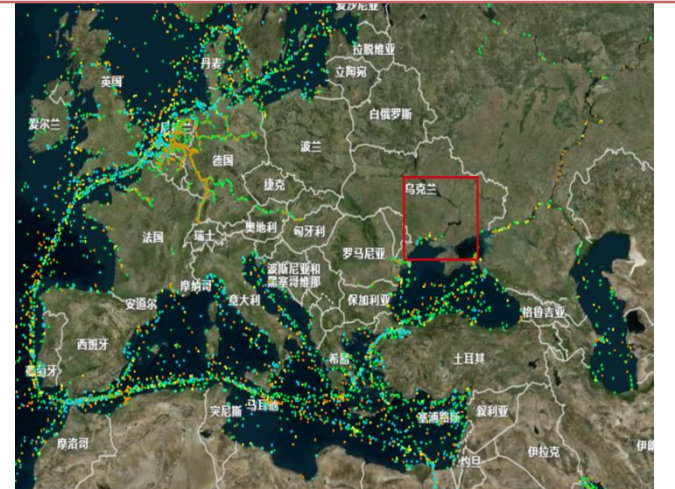
数据来源：路透 华泰期货研究院

图 33： 卫星:俄乌冲突地区作物种植面积减少



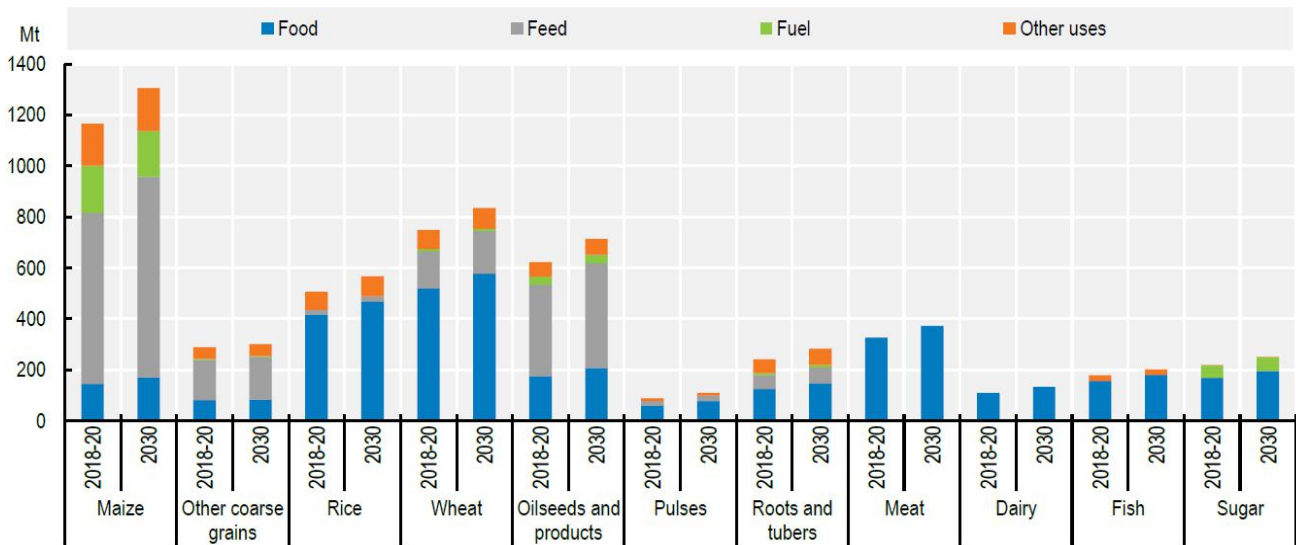
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34： 乌克兰港口周边海域大型商贸货轮数量寥寥



数据来源：路透 华泰期货研究院

图 35： 全球农产品需求总量及下游需求结构 2030 年展望 | 单位：Mt



数据来源：Wind 华泰期货研究院

近期策略（强弱排序）：内需型工业品（化工、黑色建材等）、农产品（棉花、白糖等）、贵金属逢低做多；原油及其成本相关链条、有色金属中性。

## 国内股指：积极因素较多，6月股指表现可相对乐观

6月份上海逐步解封，北京疫情料被控制，国内经济大概率迎来环比改善；政策端发力，各部委和各省积极出台多项可实施的稳经济稳增长措施；央行、财政部、工信部等多部门表态积极，将给中小微企业给予更多扶持和政策倾斜，能在一定程度解决中小微企业生存难的问题，叠加5-6月份专项债的大规模发放，5-6月份信贷和社融数据料对市场有支撑；目前外围政治环境相对宽松，中美关系略有缓和；外围金融环境的不确定性有所降低，美联储加息预期较足，6-8月份缩表压力相对可控。目前货币与财政配合，市场流动性相对充裕，资金利率处于较低水平，较为宽裕的市场流动性短期对于股指有利，偏成长风格的中证500指数料获得超额收益。股指期货维持谨慎偏多观点，IC更强。

详情请参见股指期货月报《积极因素较多，6月股指表现可相对乐观》

## 6月总体策略观点

商品期货：商品指数整体高位震荡，关注商品板块结构性机会。内需型工业品（化工、黑色建材等）、农产品（软商品）、贵金属逢低做多；原油及其成本相关链条、有色金属



中性。

股指期货：谨慎偏多。

## 6月重点关注事项

一、国内经济的筑底情况。其中6月9日的中国5月贸易、金融数据，6月10日的5月经济数据，以及周频的地产销售和开工等数据也需要重点关注。

二、国内的货币政策节点。6月15日的MLF到期续做情况，以及6月20日的LPR报价值得关注。

三、欧洲央行的紧缩步伐。6月9日将迎来欧洲央行利率决议。欧洲央行4月的利率决议是维持9月结束购债后加息，年内不会进行缩表。但在5月23日欧洲央行行长拉加德在欧洲央行官网发表了题为《欧元区货币政策正常化》的文章，她表示“预计资产购买计划下的净购买将在第三季度的很早期就结束。这将使我们能够在7月份的会议上加息”，因此需要关注6月会议上欧洲央行是否提速紧缩进程。

图 36： 6月重大事件和数据日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
30	31	1 中国5月财新制造业PMI 欧元区5月制造业PMI终值 美国5月Markit制造业PMI终值	2 美国5月ADP就业人数 OPEC+会议	3 美国5月非农就业数据 欧元区5月服务业PMI终值	4	5
6 中国5月财新服务业PMI	7 中国5月外汇储备	8	9 中国5月贸易、金融数据 欧洲央行公布利率决议	10 中国5月通胀数据 美国5月CPI	11	12
13	14	15 中国5月经济数据 2000亿元MLF到期	16 美联储利率决议 英国央行利率决议	17 欧元区5月CPI 日本央行利率决议	18	19
20 中国6月LPR报价	21	22 日本央行货币政策纪要	23 欧洲央行公布经济公报 美国6月Markit制造业PMI初值 美国6月Markit服务业PMI初值	24	25	26
27 日本央行审议委员意见摘要	28	29	30 中国6月官方制造业PMI 欧元区5月失业率 美国5月核心PCE物价指数	1	2	3
4	5	备注 6月3日-5日为端午节假期。				

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

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

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