

4月政治局会议对商品影响展望

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

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

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

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

摘要:

会议背景: 内忧加外患, 亟待灯塔领航

三重压力叠加疫情额外冲击, 4月内需骤降至冰点; 国内疫情多省市爆发扩散, 4月经济指标骤降至冰点, 预计5月基本实现“动态清零”; 美欧流动性收紧趋势提速, 中美10年期国债利差倒挂, 短期国内资本外流风险加大。

政治局会议: 加大一揽子刺激力度, 实现经济社会预期目标

重点任务: 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, 中共中央总书记习近平主持会议。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。坚持外防输入、内防反弹, 坚持动态清零; 加大宏观政策调节力度, 扎实稳住经济, 努力实现全年经济社会发展预期目标, 保持经济运行在合理区间; 要有效管控重点风险, 守住不发生系统性风险底线。我们认为, 由于3月份-5月份, 国内疫情对经济伤害巨大, 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。

财政政策: 要全力扩大国内需求, 发挥有效投资的关键作用, 强化土地、用能、环评等保障, 全面加强基础设施建设。实施好退税减税降费等政策。我们认为, 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, 在全年新增3.65万亿基础上, 不排除额外增加特别国债发行可能性。

货币政策: 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, 把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。要稳住市场主体, 对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。我们认为, 上半年为结构性宽松的窗口期, 但是政策力度受到美国收紧货币掣肘, 或主要依靠总量及定向结构性政策扶持实体经济发展。

投资政策: 要全力扩大国内需求, 发挥有效投资的关键作用, 强化土地、用能、环评等保障, 全面加强基础设施建设。无独有偶, 4月26日, 总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。加快新型基础设施建设, 提升传统基础设施水平; 加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设。我们认为, 二季度及下半年, 大基建将加速发力托底, 尽快形成实物工作量。

消费政策: 要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。我们认为, 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。

供给侧政策: 加快构建新发展格局, 坚定不移深化供给侧结构性改革。要做好能源资

源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。我们认为，随着生产和物流环节的短板堵点被有效打通，工业生产的产能利用率将有所上升，综合成本将逐步回落。由于政策仍然“坚定不移深化供给侧结构性改革”，结合4月19日国家发改委月度例行发布会指出，今年将继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现全国粗钢产量同比下降，突出压减京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域粗钢产量，我们仍需提防，下半年钢铁行业或再度出现限产可能。

产业政策:要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。加快实现高水平科技自立自强。稳住外贸外资基本盘。我们认为，前期受到监管政策冲击较大的互联网、甚至教育等行业，有望迎来政策纠偏下的新发展机遇。

房地产政策: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。我们认为，本次会议罕见的连用两个“支持”来支持房地产行业的理性、稳健发展，更多地区的结构性宽松政策或已经在路上。

➤ **国内大类资产配置逻辑：二季度国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换**

当下，国内投资时钟仍处于“弱衰退”后半场，历史上，“衰退”阶段下，国内股指表现震荡，商品中的能源、非金属建材表现最弱，工业品整体均偏弱。

二季度到下半年，我们应逐步关注“弱复苏”条件下股指的配置机会，同样商品中的能源、有色和软商品板块也值得关注。值得注意的是，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。

➤ **政治局会议决策对商品指数及商品板块的影响**

内需型商品：二季度商品整体仍将承压震荡，二季度末至三季度将逐步企稳反弹。

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、玻璃、双焦、铁矿）、传统有色金属（铝、铜、锌）、内需型化工品、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、新基建双提振下的新能源金属的结构性机会。本轮促消费政策的核心是仍是稳定汽车行业和家电行业，这两大行业正是新能源有色金属制品的重要下游消费端；新基建也将拉动新能源有色金属增量需求；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。

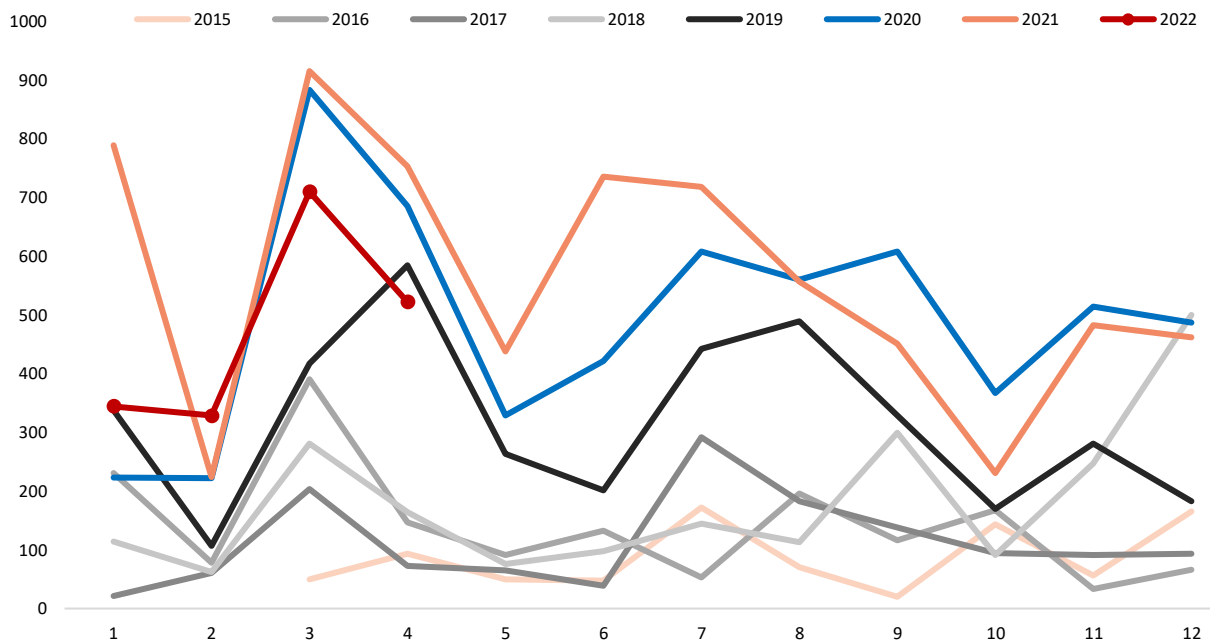
一、会议背景：内忧加外患 亟待灯塔领航

1.1 三重压力叠加疫情额外冲击，4月内需骤降至冰点

“三重压力”措辞首次出现于2021年12月结束的中央经济工作会议，会议强调了中国经济目前和未来面临需求收缩、供给不足、预期转弱的“三重压力”问题。

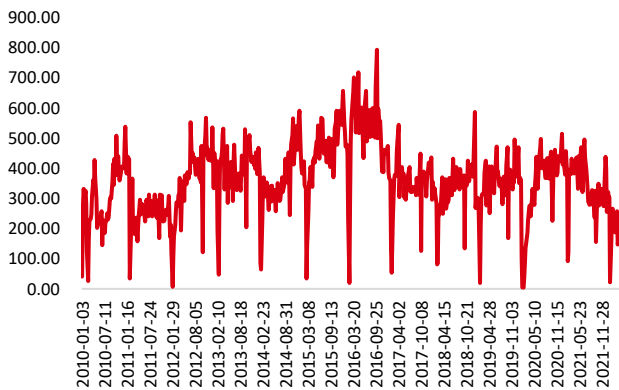
需求层面来看，国内下行压力主要来自于房地产前期过度打压后的“躺平”，以及制造业下游需求持续转弱。最新高频和前瞻指标显示，二季度地产和制造业仍处于低谷时刻，上市房企发债融资景气度低迷，30大中城市商品房周度成交面积处于低位，BCI企业销售前瞻指数亦说明制造业下游需求疲软。

图1：国内上市企业地产信用债融资金额（月度） 单位：亿元



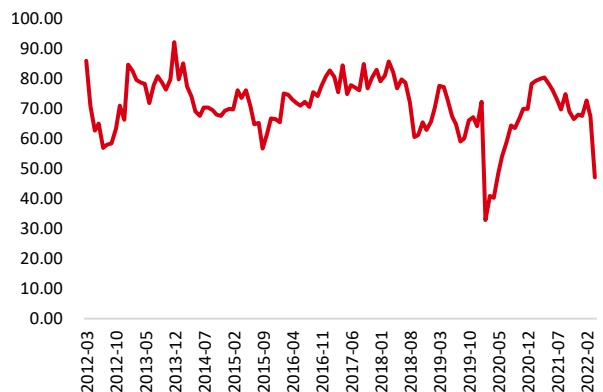
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：30 大中城市商品房周度成交面积 单位：万平方米



数据来源：Wind 华泰期货研究院

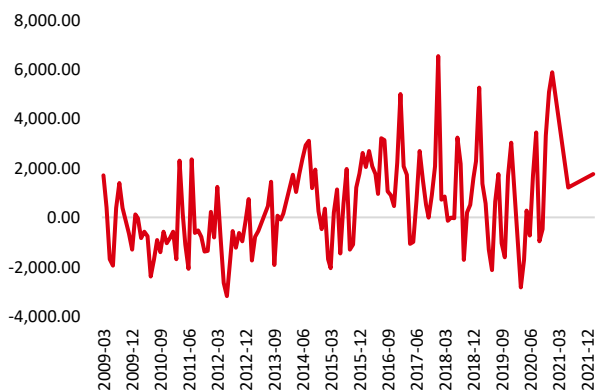
图 3：BCI 企业销售前瞻指数 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

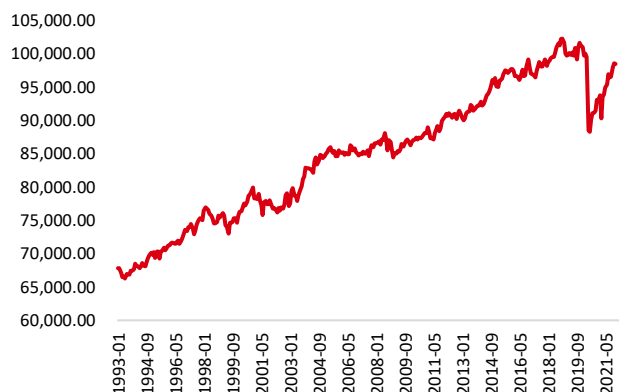
供给层面来看，全球能源短缺仍在延续，国内动力煤供需缺口仍然难以弥补；海外原油供给恢复较慢，俄乌冲突叠加 OPEC 增产进程曲折，产量仍未恢复至疫情前水平。

图 4：动力煤供需缺口仍显紧俏 单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

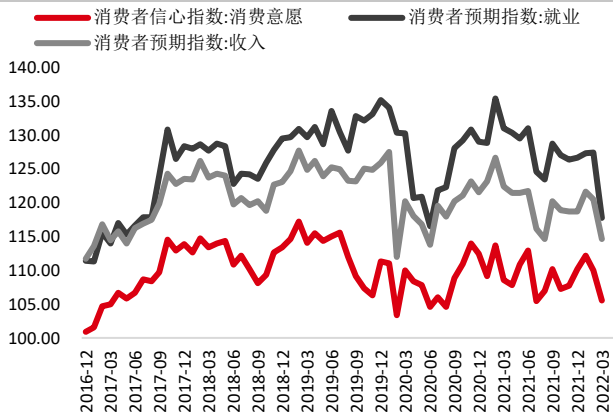
图 5：世界石油月度产量 单位：千桶/日



数据来源：Wind 华泰期货研究院

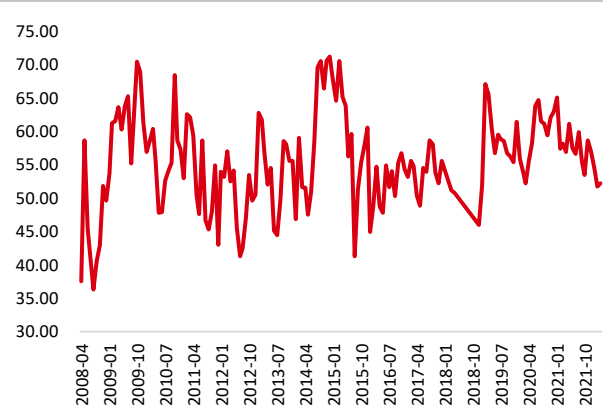
预期层面来看，国内经济预期较差，资本市场投资信心不足。调研显示，国内消费者整体消费意愿低迷，对未来就业和收入预期较差；国内投资者整体信心不足，较为低迷。

图 6: 国内消费者信心和预期不足 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 国内投资者信心指数 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

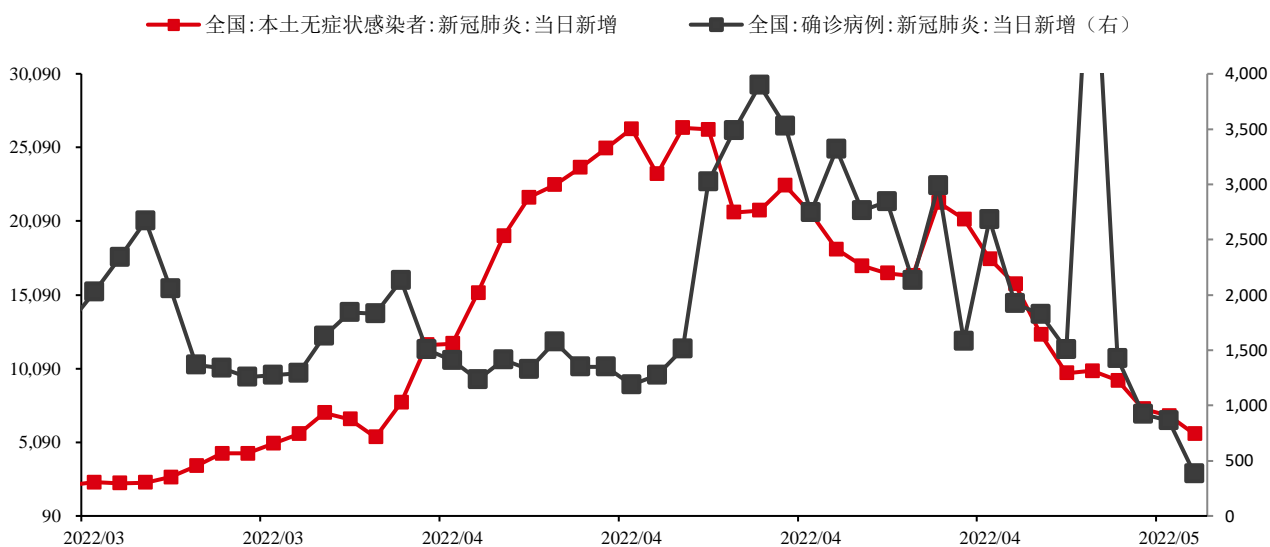
1.2 国内疫情多省市爆发扩散, 4 月经济指标骤降至冰点, 预计 5 月基本实现“动态清零”

国内疫情扩散风险仍不容忽视, 但是, 我们认为疫情冲击的最大时刻已基本过去。5 月 2 日 0—24 时, 5 月 2 日 0—24 时, 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 384 例, 其中, 上海 274 例, 北京 51 例。31 个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团报告新增无症状感染者 5690 例, 其中, 上海 5395 例, 北京 11 例。上海是目前疫情重灾区, 单日新增无症状感染者仍维持在高位, 并且北京疫情风险也有所上升, 4 月 22 日北京市疾病预防控制中心副主任介绍, 初步流调结果显示, 朝阳区疫情已隐匿传播了一周, 涉及学校、旅行团及多个家庭。最近的疫情形势给中国经济带来考验, 疫情影响下实现全年 GDP 增速目标难度加大。后续需要警惕疫情对国内经济复苏的拖累作用, 多地尤其是一线城市升级防控政策势必将拖累线下消费和出行, 进而加大短期经济下行压力。

本轮国内疫情影响范围更广, 因此严重扰乱物流和供应链, 4 月经济面临更大挑战, 5 月或有所改善。从过去几轮的国内疫情来看, 疫情反弹的影响主要集中在消费和服务业, 对工业和出口影响较小。但 3 月以来的本轮疫情明显不同, 一方面是本轮疫情爆发范围广泛, 叠加奥密克戎变种传播能力更强, 本轮传播更为隐蔽等特征, 本轮疫情防控难度非常大, 各地普遍采取了“封城”的最高等级措施进行应对, 这将导致较大范围甚至较长时间的供应链阻碍, 进而对工业生产和出口产生明显拖累。另一方面, 本轮一线城市上海、深圳、广州均采取了“类封城”等防疫政策, 上海疫情至今持续超过一个月, 重要城市、重点产业链受疫情阻碍, 也将为后续经济带来挑战。

图 8: 国内疫情最艰难时刻已过

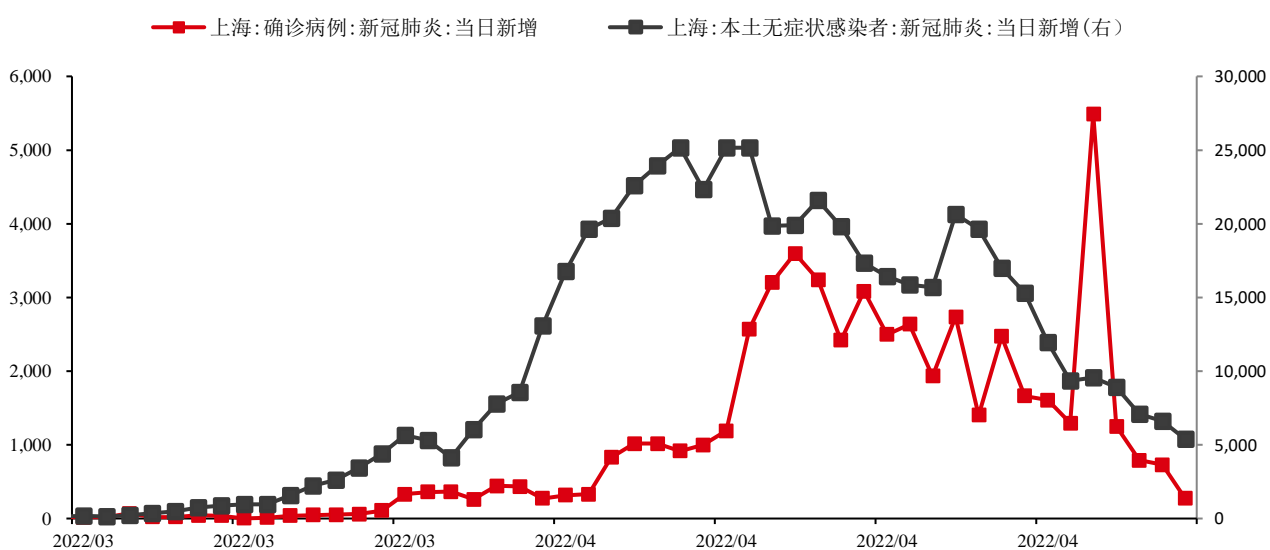
单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 上海疫情最艰难时刻已过

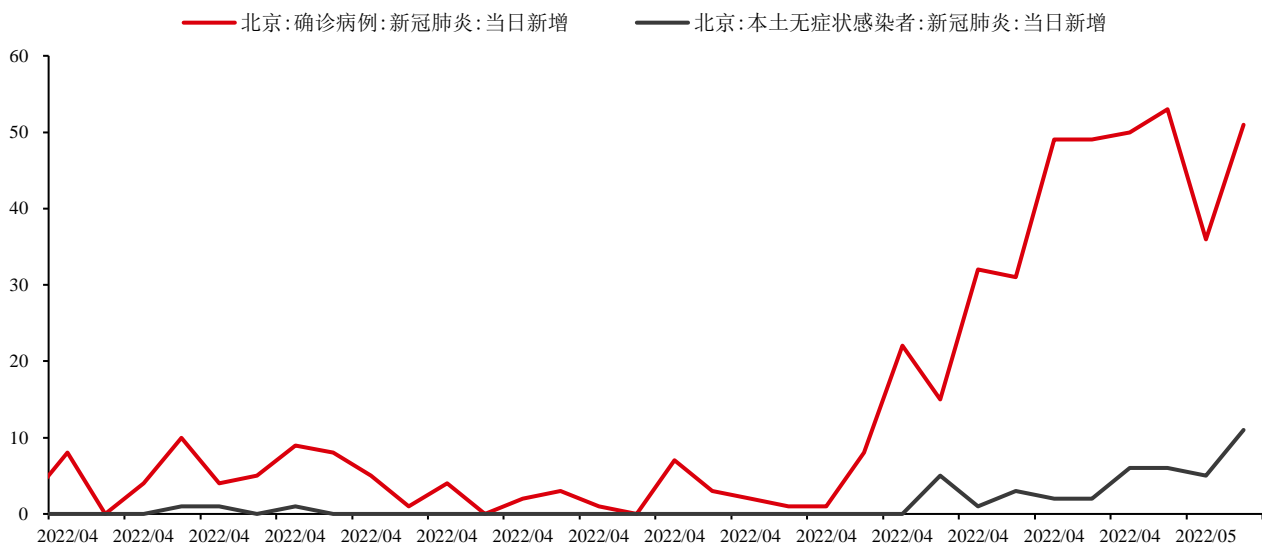
单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 北京疫情未出现几何级增长, 处于初期可控状态

单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 全国货运景气指数

单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

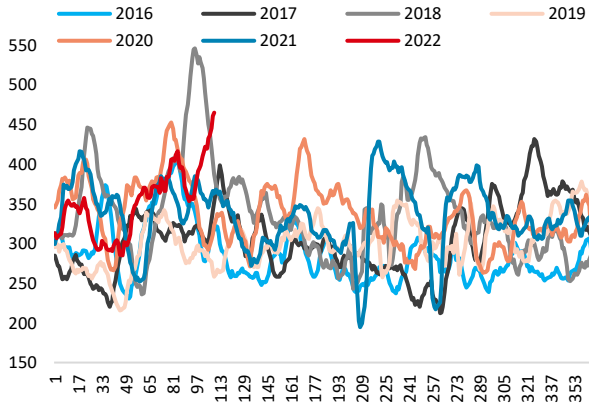
图 12: 上海货运景气指数

单位: 无



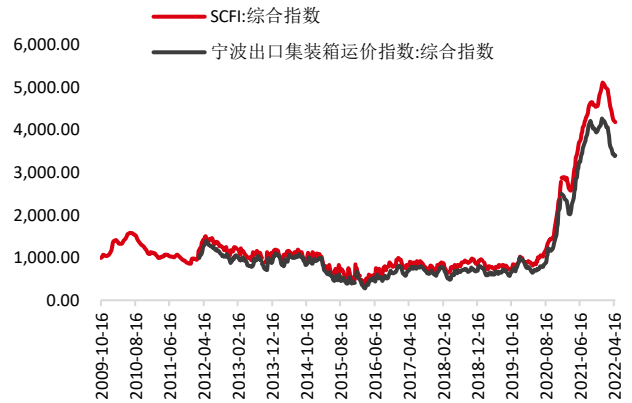
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 上海集装箱船港口堵塞指数 单位: 无



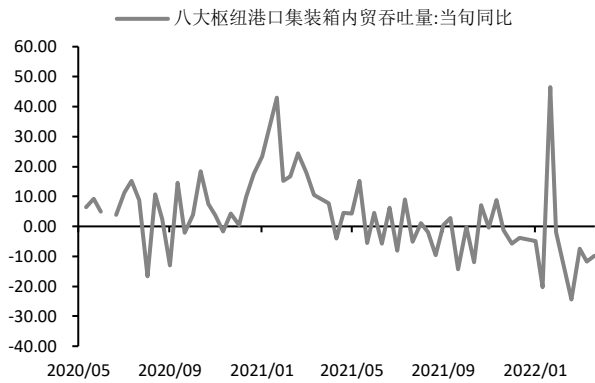
数据来源: 克拉克森 华泰期货研究院

图 14: 上海、宁波集装箱远洋运价 单位: 无



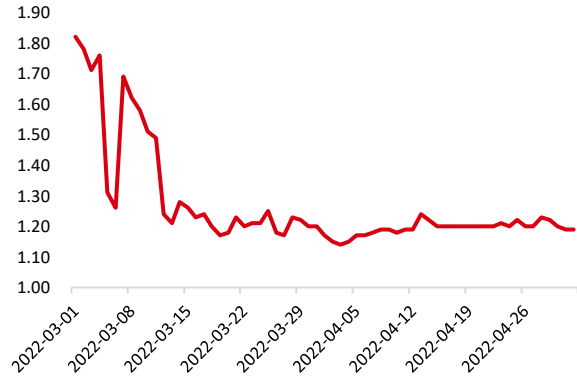
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 八大港口集装箱内贸吞吐量变化 单位: 无



数据来源: 克拉克森 华泰期货研究院

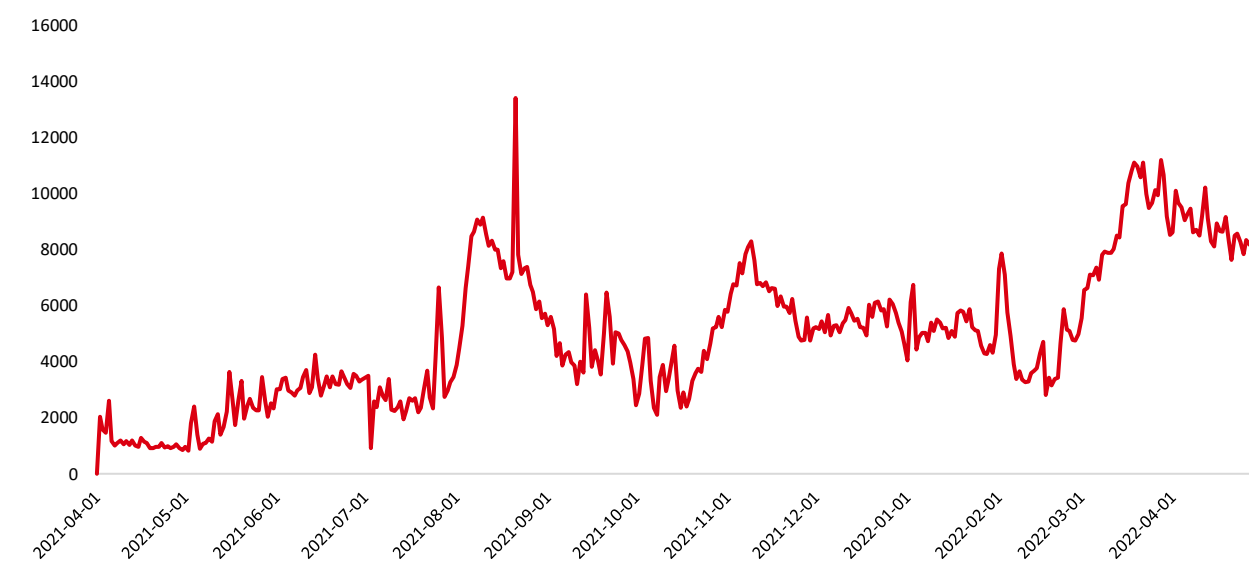
图 16: 交通拥堵延时指数: 上海 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 国内取消航班次数

单位: 次



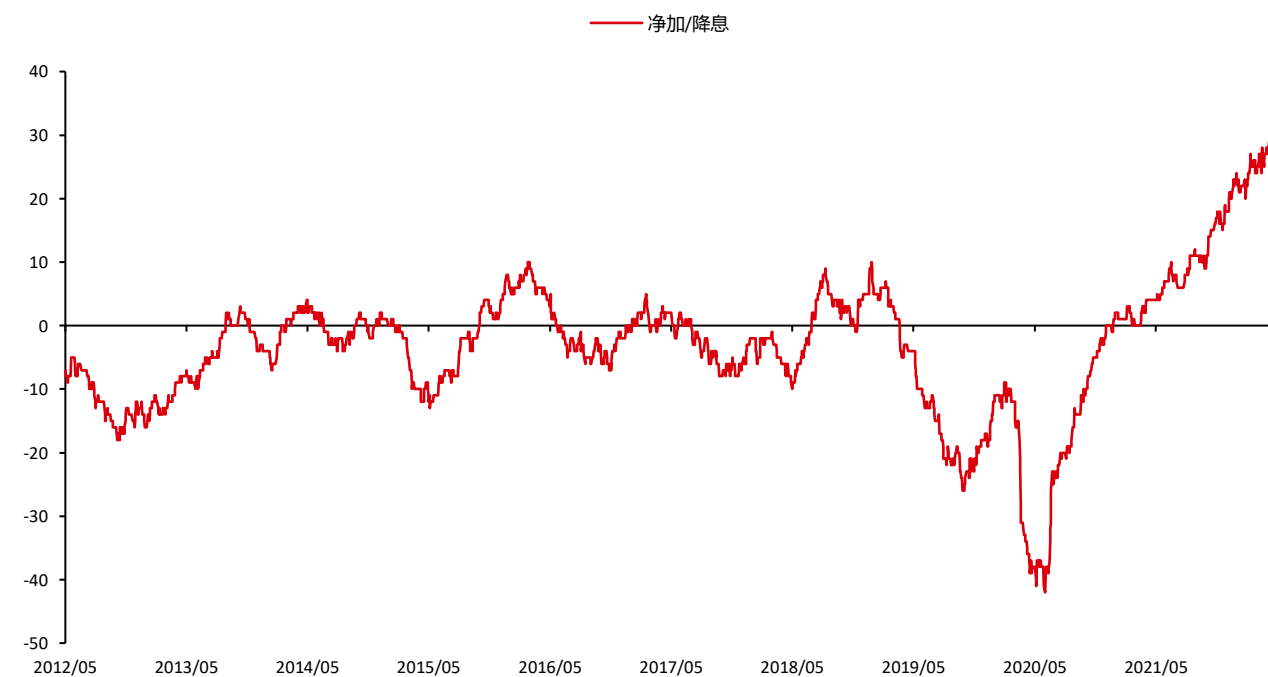
数据来源: Wind 华泰期货研究院

1.3 美欧流动性收紧趋势提速 中美 10 年期国债利差倒挂 短期国内资本外流风险加大

全球利率周期已进入净加息冲刺阶段, 其中, 欧美未来一段时间, 货币和财政流动性净投放总规模或趋向双收紧。

图 18: 全球利率周期进入净加息冲刺阶段

单位: 净加息/次数

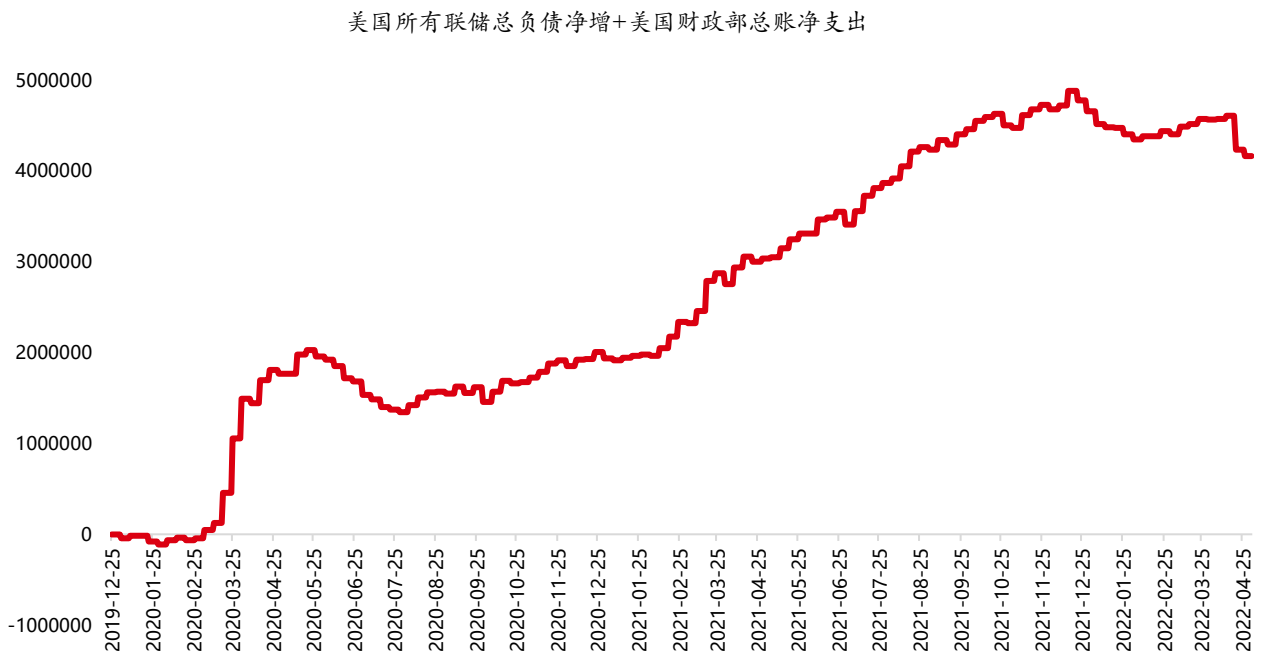


数据来源: Wind 华泰期货研究院

货币政策层面，美联储和欧洲央行的紧缩步伐均有提速迹象。4月6日美联储发布3月议息会议正式纪要指出，缩表时间5月大概率官宣，每月缩表上限为950亿美元（其中600亿美元国债，350亿美元MBS）是较为合适的，且支持用3个月的时间逐步达到这一上限，如果市场条件不允许，也可适度延长。此外，加息速度或将加快，年内或数次加息50个基点（每次等于2次加息）。市场预计，全年或将缩表6000亿左右规模，加息接近10次，而我们认为下半年美国经济难以支撑如此密集的缩减规模。欧洲央行3月议息会议同样意外放鹰，表示将以更快速度结束资产购买计划（或在9月底之前）；还删除了在加息不久前结束资产购买计划的承诺；并表示随时准备适当调整所有工具，以确保通胀在中期稳定在2%的目标。市场预计，欧盟年底前或加息75bp左右（约等于美联储加息3次力度）。

财政政策层面，白宫预算办公室消息，拜登2023年预算提案要求资产超过1亿美元的人缴纳至少20%的联邦所得税；到2023财年，预算赤字占GDP的比例将降至4.5%，并在未来10年保持在5%以下，而这一数字在2021财年为12.4%。其中，2020年预算6.5万亿美元；2021年预算约7.2万亿，2022年预算约6.2万亿；2023年预算提案显示为5.8万亿。

图 19： 美国疫情以来美联储+财政部流动性净投放总规模未来趋向双收紧 单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

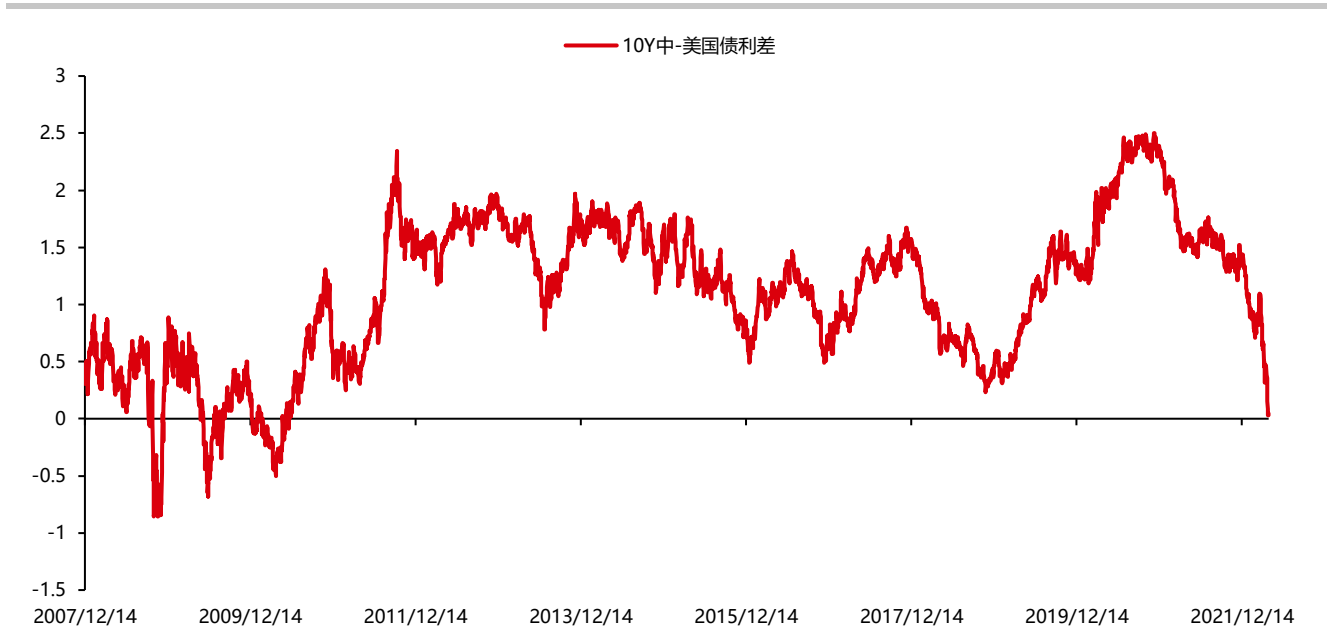
近期中美利差倒挂，警惕国内资本外流冲击。纵观历史，10年期中美利差倒挂时期，国内经济通常表现不佳，下行压力较大，RMB贬值压力上升，国内风险资产价格表现亦不佳。

2007 年至今，我们共看到 3 轮中-美利差倒挂阶段，回顾阶段内资产表现可以看到，国内资产面临一定的抛压，国内股指上涨概率仅有 33%，美元兑人民币 66% 的概率录得上涨，Wind 商品也仅有 33% 的概率录得上涨，其中油脂油料表现最弱，3 个样本均录得下跌，有色和化工表现偏弱为 33% 的概率上涨。但需要指出的是，上述样本集中在 2008 年至 2010 年期间，样本时间差不大、数量较少，整体表现仅供参考。

考虑到上述样本较少，我们追加测算历史上中美利差“类倒挂”阶段下的资产表现。阶段定义是中美利差阶段低点的震荡平台阶段，从五个样本的资产表现来看，A 股明显承压，主要股指上涨概率仅有 20%，且均录得负数的平均涨跌幅，其中小盘股相对抗压；商品同样表现偏弱，Wind 商品录得 20% 的概率上涨，分项中油脂油料表现最弱，五个样本均录得下跌，有色板块也仅有 20% 的概率录得上涨。

图 20: 近期中美利差进入倒挂阶段

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 10Y 中-美利差倒挂阶段的国内资产表现

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
2008/10/8-2008/11/24	-9.33%	0.17%	-10.30%	-9.16%	-7.68%	-4.49%	-33.11%	5.33%	-10.46%		-36.99%	-33.34%
2009/5/19-2009/8/23	10.61%	0.10%	15.49%	12.80%	4.29%	2.12%	20.31%	3.43%	-2.51%	19.02%	25.09%	11.14%
2009/12/22-2010/5/19	-15.17%	-0.01%	-17.01%	-16.44%	-3.85%	-0.43%	-6.59%	-0.51%	-4.65%	-13.07%	-7.07%	-8.86%
平均涨跌幅	-4.63%	0.09%	-3.94%	-4.26%	-2.42%	-0.93%	-6.46%	2.75%	-5.87%	2.97%	-6.32%	-10.35%
上涨概率	33.33%	66.67%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	66.67%	0.00%	50.00%	33.33%	33.33%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22: 10Y 中美利差“类倒挂”阶段的国内资产表现

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
2011/1/5-2011/4/13	7.46%	0.025	-1.28%	-11.65%	10.00%	6.18%	2.71%	3.45%	-0.42%	3.53%	-2.99%	0.65%
2013/7/12-2013/8/1	-0.51%	0.119	-0.11%	8.56%	-3.14%	-1.32%	2.80%	5.15%	0.34%	0.86%	-4.51%	0.32%
2016/1/7-2016/1/22	-6.67%	-0.0694	-0.22%	-4.74%	-5.44%	-5.49%	-7.45%	-8.83%	-0.14%	-0.16%	-0.06%	2.22%
2016/11/30-2017/1/1	-4.50%	0.0665	0.91%	-10.12%	-5.48%	-6.44%	-4.89%	-5.81%	-2.91%	-5.04%	-2.62%	-5.21%
2018/11/5-2018/12/13	-1.18%	-0.2191	-0.83%	-0.03%	-2.14%	-1.32%	0.05%	3.60%	-5.84%	-2.60%	-5.32%	-8.06%
平均涨跌幅	-1.08%	-0.0156	-0.31%	-3.60%	-1.24%	-1.68%	-1.35%	-0.49%	-1.79%	-0.68%	-3.10%	-2.02%
上涨概率	20.00%	60.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	60.00%	60.00%	20.00%	40.00%	0.00%	60.00%

二、政治局会议：加大一揽子刺激力度 实现经济社会预期目标

2.1 重点任务

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，中共中央总书记习近平主持会议。

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。坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零；加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间；要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。

我们认为，由于 3 月份-5 月份，国内疫情对经济伤害巨大，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。

2.2 财政政策

要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。实施好退税减税降费等政策。

我们认为，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，在全年新增 3.65 万亿基础上，不排除额外增加特别国债发行可能性。

2.3 货币政策

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，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。

我们认为，上半年为结构性宽松的窗口期，但是政策力度受到美国收紧货币掣肘，或主要依靠总量及定向结构性政策扶持实体经济发展。

2.4 投资政策

要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。

无独有偶，4月26日，总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平；加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设。

我们认为，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。

2.5 消费政策

要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。

我们认为，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。

2.6 供给侧政策

加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革。要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。

我们认为，随着生产和物流环节的短板堵点被有效打通，工业生产的产能利用率将有所上升，综合成本将逐步回落。由于政策仍然“坚定不移深化供给侧结构性改革”，结合4月19日国家发改委月度例行发布会指出，今年将继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现全国粗钢产量同比下降，突出压减京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域粗钢产量，我们仍需提防，下半年钢铁行业或再度出现限产可能。

2.7 产业政策

要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。加快实现高水平科技自立自强。稳住外贸外资基本盘。

我们认为，前期受到监管政策冲击较大的互联网、甚至教育等行业，有望迎来政策纠偏下的新发展机遇。

2.8 房地产政策

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。

我们认为，本次会议罕见的连用两个“支持”来支持房地产行业的理性、稳健发展，更多地区的结构性宽松政策或已经在路上。

图 23: 近期高层决策会议核心内容对比

项目	2022 年 4 月政治局会议	2022 年两会政府工作报告	2021 年 12 月政治局会议
重点任务	<p>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。</p> <p>1、坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零；2、加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间；3、要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。</p>	<p>1、着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间；2、着力稳市场主体保就业，加大宏观政策实施力度；3、坚定不移深化改革，更大激发市场活力和发展内生动力；4、深入实施创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基；5、坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化；6、大力抓好农业生产，促进乡村全面振兴；7、扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展；8、持续改善生态环境，推动绿色低碳发展；9、切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。</p>
财政政策	<p>要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。</p>	<p>提升积极的财政政策效能； 财政收入继续增长，加之特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等；支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，可用财力明显增加。新增财力要下沉基层，主要用于落实助企纾困、稳就业保民生政策，促进消费、扩大需求。</p>	<p>继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。实施好扩大内需战略，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。</p>
财政政策 (减税降费)	<p>实施好退税减税降费等政策。</p>	<p>实施新的组合式税费支持政策。坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举； 延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。对小规模纳税人阶段性免征增值税。 对留抵税额实行大规模退税：优先安排小微企业，对小微企业的存量留抵税额</p>	<p>无</p>

于6月底前一次性全部退还，增量留抵税额足额退还。重点支持制造业，全面解决制造业、科研和技术服务、生态环保、电力燃气、交通运输等行业留抵退税问题。增值税留抵退税力度显著加大，以有力提振市场信心。**预计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元，退税资金全部直达企业。**

货币政策

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**，把握好目标导向下政策的**提前量和冗余度**。

加大稳健的货币政策实施力度；发挥货币政策工具的**总量和结构双重功能**，为实体经济提供更有力的支持。**扩大新增贷款规模**，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，**保持宏观杠杆率基本稳定**。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**进一步疏通货币政策传导机制**，引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，扩大普惠金融覆盖面。

宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。**稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。**

货币政策
(企业融资)

要稳住市场主体，对**受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策**。

用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，优化监管考核，推动普惠小微贷款明显增长、信用贷款和首贷户比重继续提升。

引导金融机构准确把握信贷政策，继续对受疫情影响严重的行业企业给予融资支持，避免出现行业性限贷、抽贷、断贷。

扩大政府性融资担保对小微企业的覆盖面，努力营造良好融资生态，进一步推动解决实体经济特别是中小微企业融资难题。

无

扩大投资

要全力扩大国内需求，**发挥有效投资的关键作用**，强化土地、用能、环评等保障，**全面加强基础设施建设**。

适度超前开展基础设施投资。

建设**重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施**，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。

中央预算内投资安排6400亿元。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度。

实施好扩大内需战略，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。有效推进区域重大战略和区域协调发展战略。

刺激消费

要发挥**消费对经济循环的牵引带动作用**。

多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。

推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。

继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。

促进消费持续恢复。

加大社区养老、托幼等配套设施建设力度，在规划、用地、用房等方面给予更多支持。

有序推进碳达峰碳中和工作。

落实碳达峰行动方案。推动能源革命，确保能源供应，立足资源禀赋，坚持**先立后破、通盘谋划**，推进能源低碳转型。

加强煤炭清洁高效利用，有序减量替代，推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造。推进大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。推进绿色低碳技术研发和推广应用，建设绿色制造和服务体系，**推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳。**

推动能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，完善减污降碳激励约束政策，加快形成绿色生产生活方式。

增强制造业核心竞争力。促进工业经济平稳运行，**加强原材料、关键零部件等供给保障**，实施龙头企业保链稳链工程，维护产业链供应链安全稳定。**引导金融机构增加制造业中长期贷款。**启动一批产业基础再造工程项目，促进传统产业升级，加快发展先进制造业集群，实施国家战略性新兴产业集群工程。着力**培育“专精特新”企业。**

促进数字经济发展。加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施，推进**5G规模化应用**，促进产业数字化转型，发展**智慧城市、数字乡村**。加快发展**工业互联网**，培育壮大**集成电路、人工智能**等数字产业，提升**关键软硬件技术创新和供给能力。**

坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，**坚持租购并举**，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，**稳地价、稳房价、稳预期，因城施策**促进房地产业良性循环和健康发展。

坚持以供给侧结构性改革为主线。结构政策**要着力畅通国民经济循环**，提升制造业核心竞争力，**增强供应链韧性。**

科技政策要加快落地，继续**抓好关键核心技术攻关**，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环。社会政策要兜住民生底线，**落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效**，推进基本养老保险全国统筹，健全常住地提供基本公共服务制度。

要推进保障性住房建设，**支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求**，促进房地产业健康发展和良性循环。

供给侧政策

加快构建新发展格局，**坚定不移深化供给侧结构性改革**。要做好**能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作**。组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，**稳控安全生产形势**，维护社会大局稳定。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，**确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。**

产业扶持政策

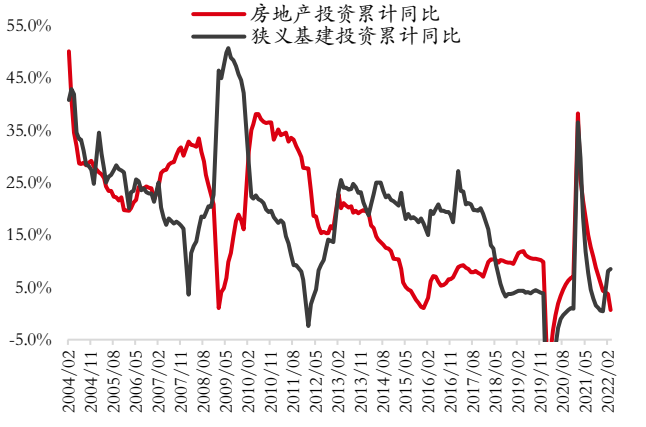
要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。加快实现高水平科技自立自强。**稳住外贸外资基本盘。**

房地产

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。

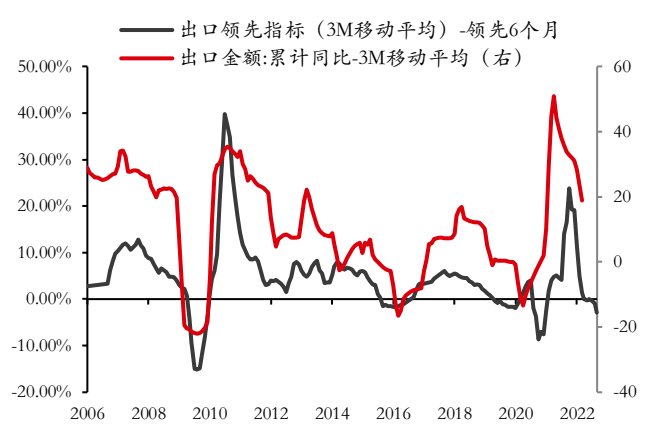
数据来源：华泰期货研究院根据公开信息整理

图 24: 地产投资增速拐点或在二季度末出现单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 出口或在二季度逐步回落 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

三、国内大类资产配置逻辑: 二季度国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换

当下,国内投资时钟仍处于“弱衰退”后半场,历史上,“衰退”阶段下,国内股指表现震荡,商品中的能源、非金属建材表现最弱,工业品整体均偏弱。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 26: 国内衰退阶段 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 27: 国内衰退阶段商品表现 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

二季度到下半年，我们应逐步关注“弱复苏”条件下股指的配置机会，同样商品中的能源、有色和软商品板块也值得关注。我们筛选 PMI 上行，PPI 拐点或上行趋势的阶段为“弱复苏”阶段，共统计得 10 个样本阶段。回溯历史，弱复苏条件下国内股指表现较强，胜率较高，观测 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了 12%。商品方面，能源、软商品、有色录得上涨的概率高达 90%，平均涨幅也在 11% 以上；商品指数整体也有 70% 的概率录得上涨。

总的来讲，若国内经济迎来弱复苏，国内股指或迎来一波明显反弹，商品中的能源、有色和软商品板块也值得关注。值得注意的是，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 28: 国内复苏阶段 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
09 年 7 月-09 年 12 月	15%	21%	10%	5%	7%	28%	31%	9%	16%	
10 年 8 月-10 年 11 月	9%	19%	8%	-2%	2%	20%	21%	6%	12%	19%
12 年 9 月-12 年 12 月	9%	5%	13%	19%	16%	2%	0%	10%	9%	-1%
13 年 6 月-13 年 11 月	2%	4%	-6%	-10%	-8%	3%	11%	-3%	-8%	30%
14 年 3 月-14 年 7 月	8%	6%	7%	11%	10%	5%	3%	6%	8%	-8%
16 年 1 月-16 年 12 月	-5%	-6%	-5%	1%	-1%	-10%	-12%	-6%	-12%	-21%
17 年 7 月-17 年 10 月	7%	6%	10%	10%	12%	6%	1%	6%	8%	2%

18年3月-18年5月	-5%	-4%	-6%	-8%	-7%	-6%	-5%	-5%	-6%	-3%
19年2月-19年4月	23%	24%	21%	18%	20%	24%	27%	18%	26%	28%
20年5月-20年12月	25%	29%	31%	27%	32%	16%	13%	20%	32%	40%
上涨概率	80%	80%	70%	70%	70%	80%	70%	70%	70%	50%
平均涨跌幅	15%	17%	14%	13%	14%	15%	14%	12%	14%	13%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 国内复苏阶段商品表现

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%
上涨概率	60.0%	90.0%	70.0%	70.0%	60.0%	90.0%	90.0%	50.0%	90.0%	70.0%
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

四、政治局会议决策对商品指数及商品板块的影响

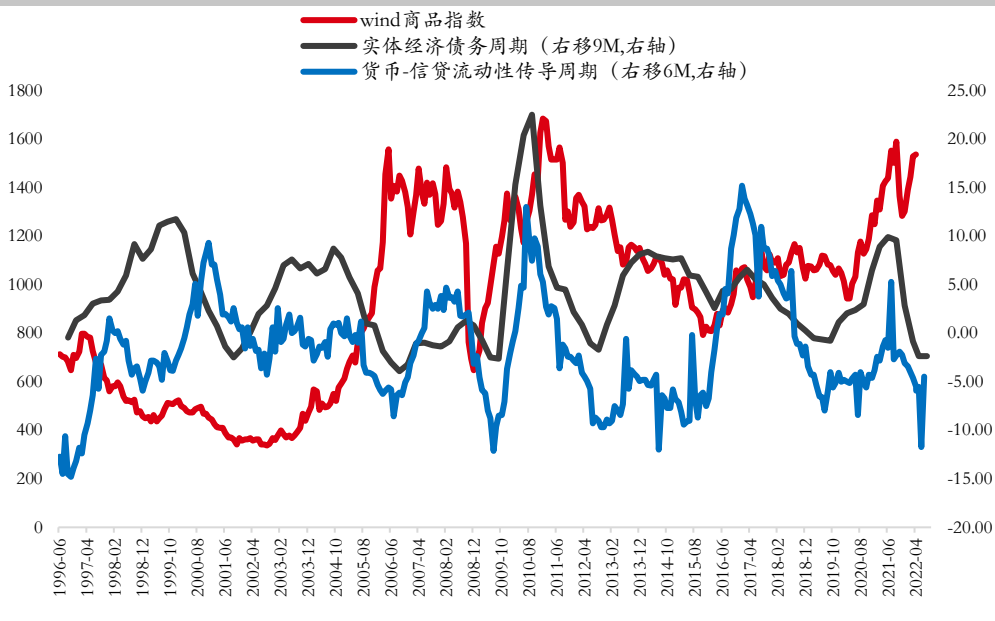
4.1 内需型商品: 二季度商品整体仍将承压震荡 二季度末至三季度将逐步企稳反弹

2022年二季度内盘商品指数仍延续高位震荡。实体债务周期模型领先商品指数三个季度,货币流动性传导模型和信贷脉冲模型领先商品指数半年,预计今年二季度Wind商品指数仍将维持承压震荡格局。虽然去年四季度以来,高层频频表态“宽信用、六稳六保、逆周期、稳地产”,确有较为明确的政策转暖信号;但是,当前内需十分疲软,市场信心不足,二季度商品仍将博弈强预期和弱现实。

我们预计,二季度末至三季度开始,国内将逐步进入适度小幅加杠杆、宽财政、宽信用的过程,将支撑内需商品指数进一步震荡走强。

图 30: Wind 商品指数二季度将维持震荡格局

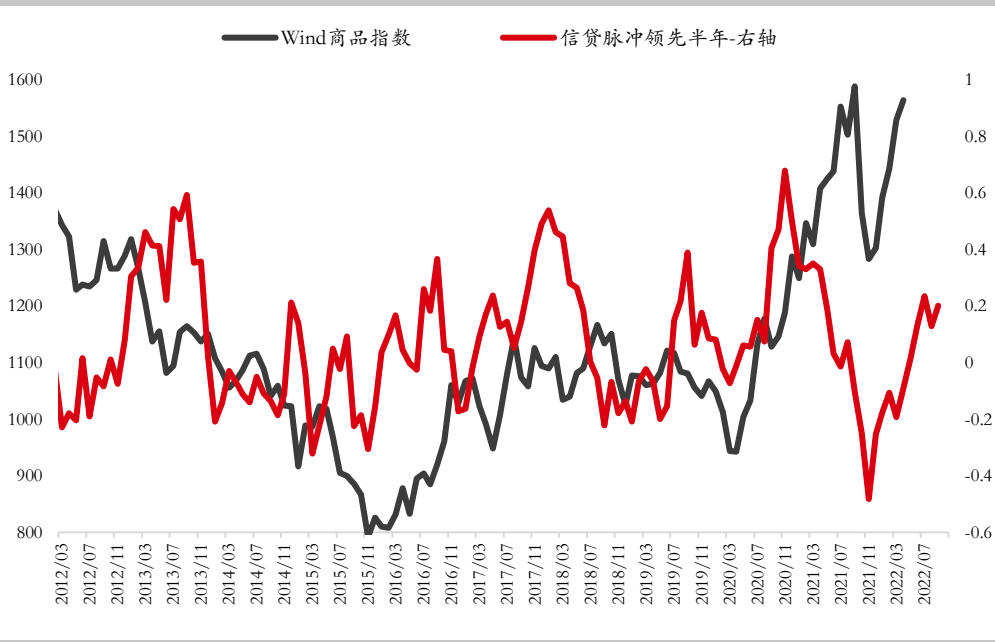
单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 内需商品指数 VS 中国信贷脉冲指数

单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

4.2 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

房地产政策宏观层面, 4月政治局会议指出, 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

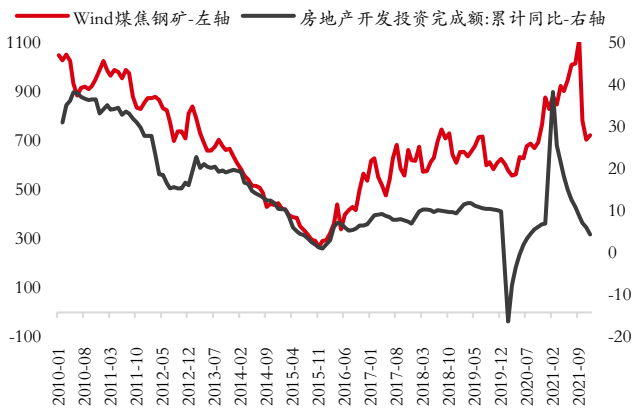
资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。3月的两会也指出要继续保障好群众住房需求，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。近期，央行等金融管理部门近期召开金融支持实体经济相关座谈会，主要对12家问题房企进行纾困指导，具体会议精神包括：放松问题房企的四证不全并购项目、涉及并购贷款置换土地出让金项目等合规性要求；存量的逾期贷款，可以补充增信后进行展期；对于房地产融资要全力支持，同时资金务必封闭管理等等。

房地产政策微观层面，我们也看到各地方政府地产政策正在进一步放松，在一城一策政策指引下，2022年至今，已有80多个城市发布松绑政策。仅4月份，就有30多个城市调整房地产政策。仅从市场端来讲，政策内容涉及松绑限购、松绑限售、放宽公积金、下调首付比例、下调房贷利率、提供购房补贴、棚改货币化安置等各种手段花样百出。

基建政策方面，4月政治局会议指出，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。无独有偶，4月26日，总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平；加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设。3月的两会也指出要积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资；提升新型城镇化质量，开工改造一批城镇老旧小区；加强县城基础设施建设；启动乡村建设行动，加强水电路气信邮等基础设施建设。财政方面拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，主要方向是重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等项目；考虑到去年预留的1.2万亿专项债用于今年，今年全年专项债新增资金规模高达4.85万亿元规模，基建发力将前置且持续。

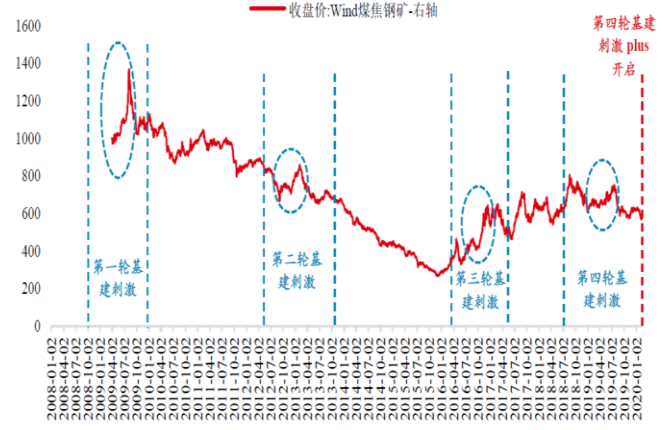
我们研究发现，黑色建材、传统有色板块与房地产、基建周期高度正相关；化工板块与房地产周期高度正相关。虽然去年11月以来左侧政策底已出现，且市场出现强势反弹修复，但国内投资项惯性下行、叠加国内疫情冲击仍拖累了内需型商品22年一季度的需求，基本面的右侧第二底大概率在今年二季度出现。我们预计，二季度及下半年，逆周期托底政策（稳地产、强基建）或将温和发力，这将有助于后续投资项逐步回暖改善。大宗商品板块方面，黑色建材（钢材、玻璃、双焦、铁矿）、传统有色金属（铝、铜、锌）、内需型化工品、内需型能源（动力煤）需求或将于二季度末至三季度逐步改善。

图 32: 黑色板块与地产周期高度正相关 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 黑色板块受益于基建前中期发力 单位: 无

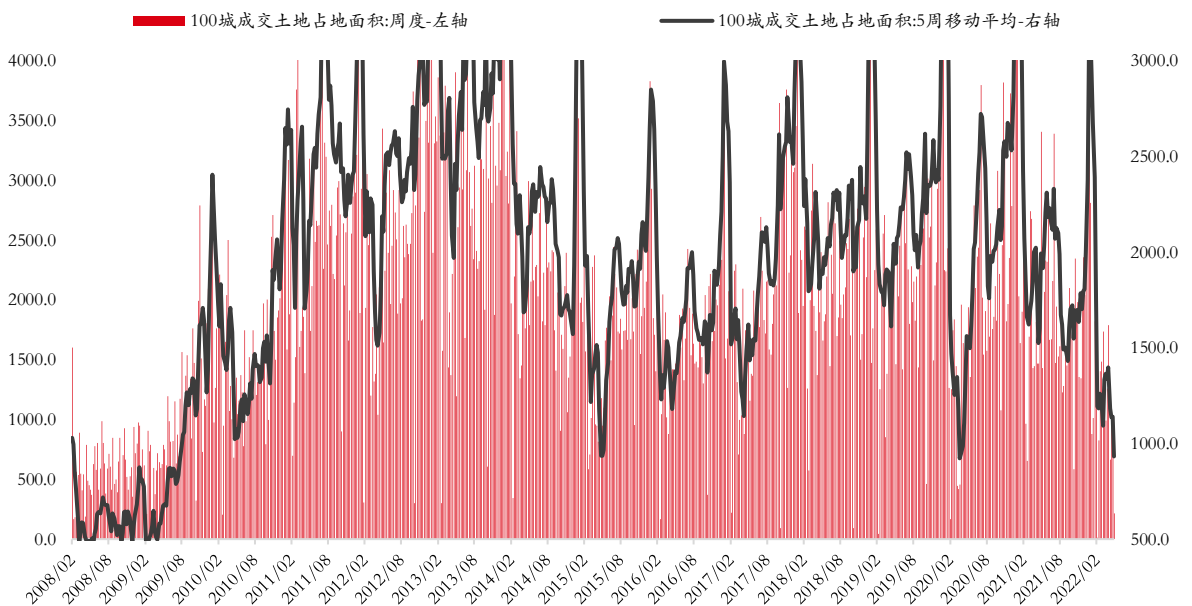


数据来源: Wind 华泰期货研究院

近期房地产企业融资、居民购房政策有所改善，政治局会议和两会报告均对地产进一步放松，政策意在维稳地产，以防地产失速断崖。

中观层面来看，去年 7-11 月拿地下滑幅度较大，传导至去年底地产建设相对疲弱，极大压制了内需型工业品的需求。去年 12 月拿地大幅回暖，将支撑一季度地产建设开工；但是，1-3 月拿地再度低迷，或对二季度地产新开工有一定负面影响，我们还需跟踪后续拿地改善情况。我们相信，随着地产松绑政策的进一步明确，房企和居民信心均将有所提振，下半年地产建设周期或将重新开始上行。

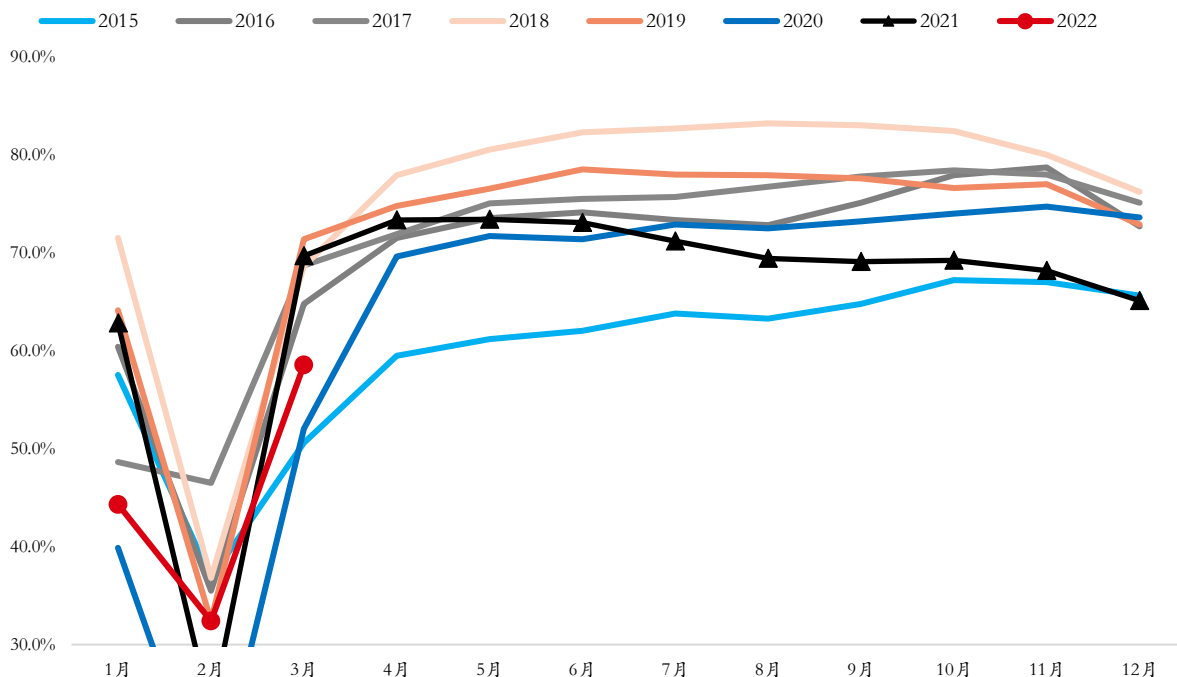
图 34: 开年以来全国商品房百城拿地数据仍然疲软，房企融资不畅、拿地信心不足 单位: 万平方米



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 35: 商品房施工同步指标: 全国塔机开工率一季度仍相对低迷

单位: %

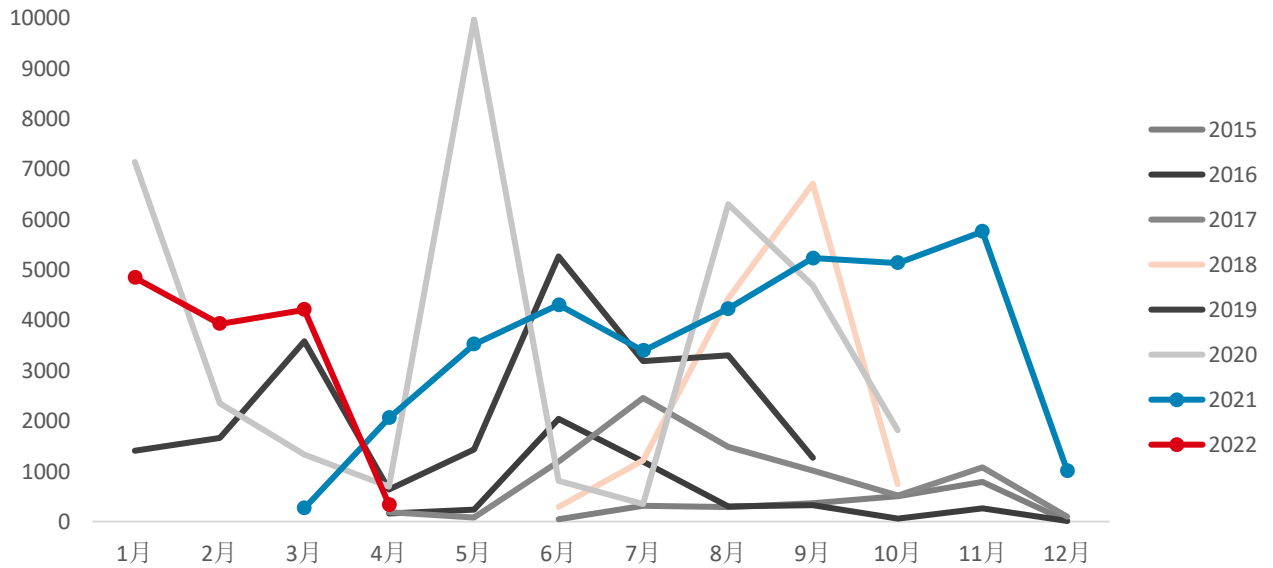


数据来源: Wind 华泰期货研究院

基建投资方面,中观来看,一季度地方政府专项债月均4000~5000亿元投放规模,但是4月地方政府专项债投放速度完全不及预期,不足千亿,但是我们预计,5月开始将会有所放量托底。微观层面,4月重卡和挖掘机国内销售仍然十分低迷,5月的调研显示将有所改善。我们认为,宽货币到宽信用发力有半年左右时差,下游需求恢复需要一定时间传导,二季度实体经济仍处于筑底过程中。但是,从中期来看,我们对于基建托底下的内需持续上行仍然看好,预计二季度到三季度将逐步显著改善。

图 36: 4 月专项债投放显著下降, 预计 5 月开始将逐步放量

单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

4.3 关注消费、新基建双提振下的新能源金属的结构性机会

促进消费方面, 4 月政治局会议指出, 要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。前期两会也指出要推动消费持续恢复, 继续支持新能源汽车消费, 鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。

我们认为, 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。本轮促消费政策的核心是仍是稳定汽车行业和家电行业。

汽车行业是我国的核心支柱产业, 它可以带动广泛的配套产业链, 同时创造巨大的就业机会。为了促进汽车消费, 近期国家进一步出台了相关刺激政策, 目前我们看到, 汽车消费同比降幅持续收敛, 环比持续改善, 尤其新能源汽车销量, 疫情之后, 同比增速始终维持在 100% 以上。

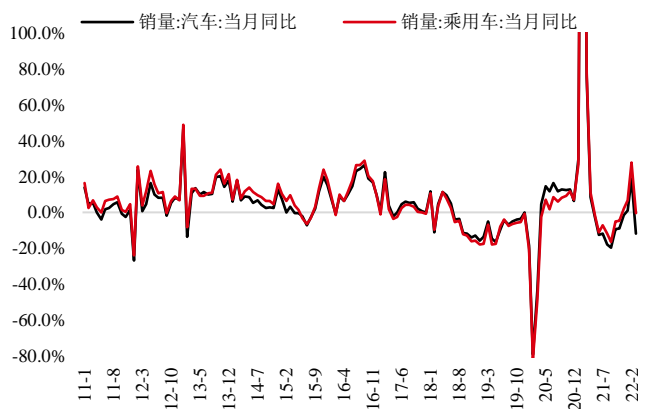
汽车产业是化工制品和有色制品的重要下游消费端。我们研究发现, 汽车销量同比增速化工、有色板块具有较高的正相关性。分析其原因, 我们认为, 汽车是一个明显的顺经济周期行业, 在宏观经济景气度高的时候, 汽车消费较为旺盛, 此时将拉动化工和有色商品需求, 此时商品基本面是需强于供的, 因此它们的价格同步抬升, 反之亦然。我们认为, 促消费政策后续将对汽车销量产生积极的提振作用, 这将对化工和有色商品形成较强支撑。

同时我们也发现，家电产业是有色制品的重要下游消费端，五大家电产量同比增速和有色板块具有较高的正相关性。具体逻辑和前文汽车相似，不再赘述。我们认为，促消费政策后续将对家电销量产生积极的提振作用，这将对有色商品形成较强支撑。

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。

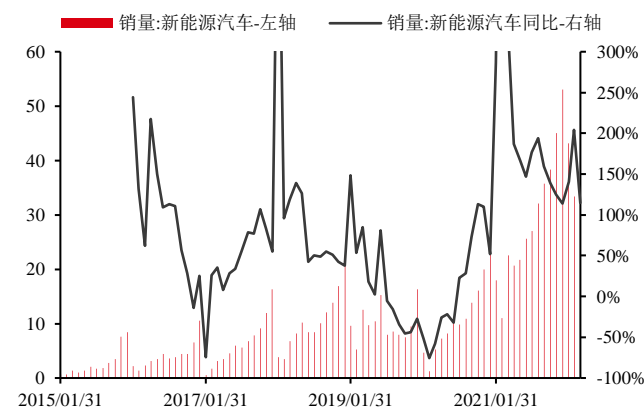
新基建政策方面，近期政策指出要提升新型城镇化质量，开工改造一批城镇老旧小区；建设数字信息基础设施，推进5G规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。这将持续拉动玻璃、铝材等传统建材需求，以及新能源有色金属铜、镍、锡需求也将得到明显提振。

图 37: 汽车及乘用车当月销量同比 单位: %



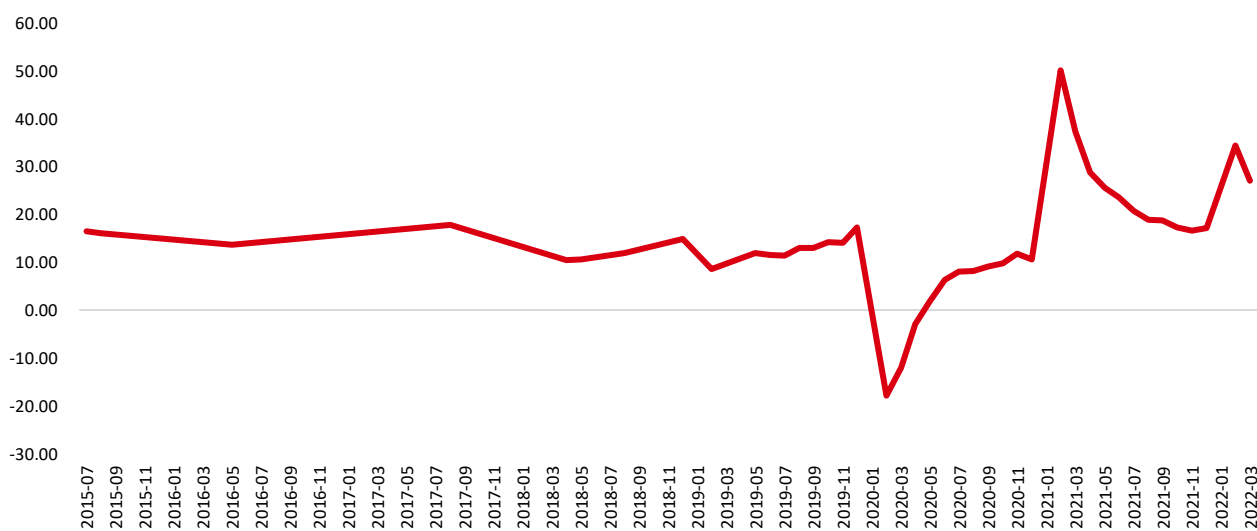
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 38: 新能源汽车销量及同比 单位: 万辆/%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

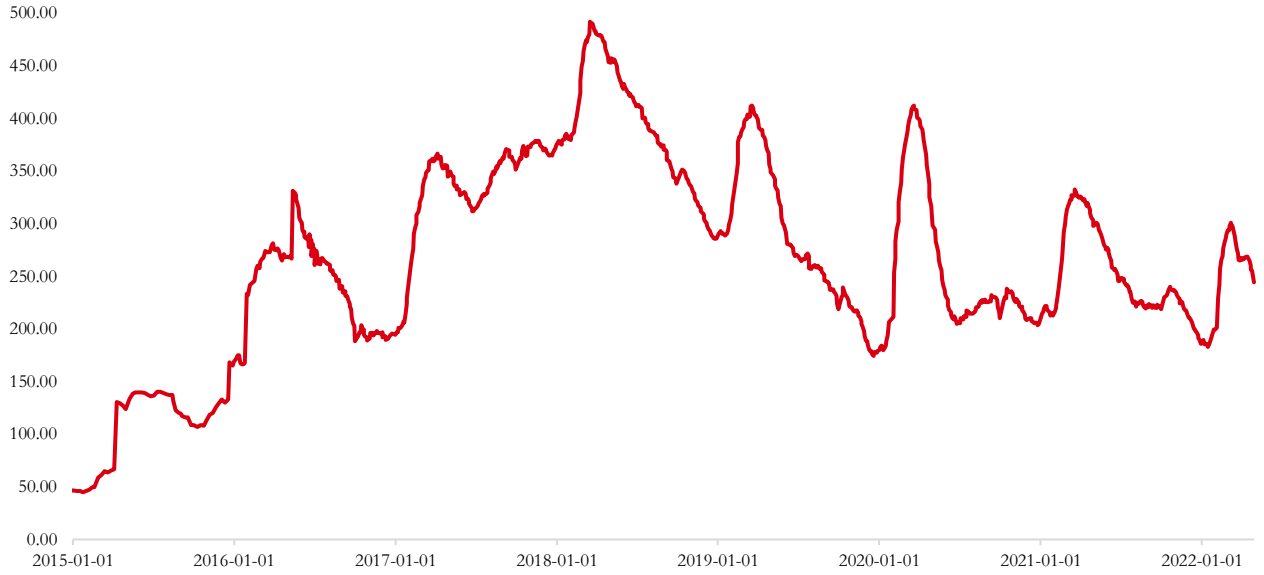
图 39: 固定资产投资完成额:高技术产业:累计同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 40: 国内有色金属显性总库存低位持续降库

单位: 万吨



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