

静待政策明朗，警惕“卖事实”风险

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号：F3083038

投资咨询号：Z0016257

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

两会期间保持谨慎，商品“卖事实”的短期风险上升，静待政策明朗；

两会后继续关注股指期货、黑色建材的逢低做多机会；关注整体工业品的去库进程。

核心观点

■ 对于主要经济目标的预测

我们预计 GDP 增速的中性目标 5%，今年出口增速将达到 4%左右，消费增速达到 6%左右，基建投资增速为 10.5%左右，地产投资增速预计为 0.2%左右。

■ 近期政策透露稳增长信号

投资是主要抓手。在设置投资和消费目标方面，地方省市的固定投资平均目标增速为 8.3%，较去年略有上升，社会零售平均目标增速增速为 7.7%，略有下降。预计新增地方专项债限额 3.8 万亿，2023 年新增专项债提前批额度近 2.2 万亿元，增长 49.8%；新增一般债提前批额度近 4300 亿元，增长 28.4%。

扩内需仍是重点。关注新能源汽车和智能家电等大宗消费刺激政策，旅游、生育政策也值得期待。预计地产政策难有全面松绑，大概率将坚持“房住不炒”总基调，注重地产风险的有效化解，结合因城施策缓解地产压力。

■ 两会的影响分析

A 股：两会政策超预期的提振明显。在两会前一周，股票市场情绪偏谨慎，近十年样本的平均涨跌幅和胜率表现平平；而整体股指随着时间推移，样本的平均涨跌幅持续上移，样本上涨概率也相对较高，其中中证 500 (IC) 和中证 1000 (IM) 表现最优。

商品：两会期间存在“卖事实”风险。在两会前一周，商品市场普遍录得上涨，其中 Wind 焦煤钢矿和非金属建材表现相对突出。在两会期间，整体商品出现一定回调，其中前期受益的 Wind 焦煤钢矿和非金属建材、有色、化工均出现不同程度回调，但两会结束后调整趋势并未延续，属于短期“卖事实”风险。

重点关注各品种的去库进程，其中库存偏低而消费处于中上水准的黑色建材基本面相对更有韧性。再过两周大部分工业品将结束一季度的季节性累库阶段，进入到真正考验需求改善的去库阶段。从前期累库进程来看，黑色建材链除玻璃以外大部分商品都处低库存；原油的累库进程超季节性；有色中的铜、铝尤其是锌累库低于季节性。基于基建和地产投资增速测算，在监测品种中，地产投资回升拉动相对显著的是粗钢、铜、铝、玻璃、PVC；基建投资回升拉动相对显著的是粗钢、铝、沥青。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

策略摘要.....	1
核心观点.....	1
一、近期政策透露的稳增长信号.....	4
地方两会的经济增长目标普遍下调，投资仍为经济增长的主要抓手.....	4
地方债发行前置，基建投资持续发力.....	6
扩内需仍是重点，刺激消费的工具箱丰富.....	7
坚持房住不炒总基调，注重地产风险的有效化解.....	8
主要部委2023年工作重点汇总.....	9
二、对于主要经济目标的预测.....	13
国内的出口压力仍大.....	13
消费迅速改善.....	15
高频数据：人员流动持续改善，地产销售仍在恢复中.....	15
地产边际改善偏慢.....	17
三、以史为鉴.....	20
以史为鉴：两会的日历效应.....	20
弱复苏的配置逻辑.....	21
四、两会对商品的影响分析.....	22
商品逐渐回到去库阶段.....	22
投资分项对商品需求的测算.....	24

图表

图 1：美国库存规模同比仍处高位 单位：%.....	13
图 2：美国库存消费比 单位：%.....	13
图 3：美国个人消费支出（耐用品与服务） 单位：十亿美元.....	14
图 4：美国个人储蓄比例刷处于较低位置 单位：%，十亿美元.....	14
图 5：国内 29 个城市地铁客运量 单位：万人次.....	15
图 6：国内 101 个城市道路拥堵指数七日平均 单位：无.....	15
图 7：国内航班执飞率 单位：%.....	15
图 8：30 大中城市商品房成交累计同比 单位：%.....	15
图 9：城市二手房挂牌量指数 单位：点.....	16
图 10：城市二手房挂牌价指数 单位：点.....	16
图 11：百城土地成交溢价率 单位：%.....	16
图 12：百城土地成交占地面积 单位：万平方米.....	16
图 13：上游 单位：%.....	18
图 14：下游 单位：%.....	18
图 15：2008 年至今的国内历轮地产政策周期 单位：%.....	19
图 16：过去 10 年两会的资产表现复盘 单位：%.....	20
图 17：过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况 单位：%.....	22

图 18:	主要商品品种 2023 年一季度库存趋势推演.....	23
图 19:	主要商品品种近七年周频库存的分位数水平.....	23
图 20:	近 7 年主要品种产量和消费分位数水平.....	24
表 1:	31 省两会的经济目标.....	4
表 2:	重点省关于重大投资项目的具体目标.....	5
表 3:	31 省政府债提前批下达情况.....	6
表 4:	重点省关于扩内需的政策内容.....	7
表 5:	旅游大省关于旅游消费的具体目标.....	8
表 6:	重点省市关于房地产的政策方向.....	8
表 7:	自然资源部 2023 年工作重点.....	9
表 8:	住房和城乡建设部 2023 年工作重点.....	10
表 9:	水利部 2023 年工作重点.....	11
表 10:	商务部 2023 年工作重点.....	11
表 11:	国家发展和改革委员会 2023 年工作重点.....	11
表 12:	国家铁路局 2023 年工作重点.....	12
表 13:	2023 年国内出口预测 单位: %.....	14
表 14:	主要经济体防疫政策调整后的消费表现.....	17
表 15:	2008 年至今四轮地产政策周期下, 房地产行业各指标的变化 单位: %.....	19
表 16:	国内弱复苏阶段商品表现 单位: %.....	21
表 17:	过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 单位: %.....	21

一、近期政策透露稳增长信号

地方两会的经济增长目标普遍下调，投资仍为经济增长的主要抓手

各地两会公布的 2023 年经济增长目标普遍低于 2022 年。31 省市中，仅上海、海南、新疆、重庆、黑龙江 5 省市的目标 GDP 增速较 2022 年有所上调，西藏、内蒙古、吉林 3 省与 2022 年一致，其余省市的目标 GDP 增速较 2022 年下调，下调 GDP 的省市数目占比达 74%。31 省市目标 GDP 增速平均值为 5.6%，较 2022 年的 6.1% 下滑 0.5 个百分点，若按均值水平推算，考虑去年 GDP 目标增速为 5.5%，我们认为，今年全国经济增长目标很可能定为 5% 左右。

经济增长目标虽然下调，但地方稳增长意愿依然不弱，体现为地方省市通过拉动投资以对冲消费潜在的下行风险。在设置投资和消费目标方面，地方省市的固定投资平均增速为 8.3%，较 2022 年上升约 0.1 个百分点，而社会零售平均增速为 7.7%，较 2022 年下降约 0.3 个百分点。同时，在投资目标方面，已有 19 个省明确了重大项目的具体目标，其中广东、浙江等 7 个去年未设定目标的省份在今年明确了具体目标；江西省今年将重大项目投资目标定在 1.6 万亿元左右，较去年目标同比增长 45%；部分经济大省对重大项目表态积极，如浙江提出“掀起新一轮重大项目建设高潮”。

表1： 31 省两会的经济目标

省份	社零		固投		GDP	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022
天津	6%左右	7%左右	3%左右	5.5%左右	4%左右	5%以上
河北	6%以上	8%左右	6.5%左右	6.5%	6%左右	6.5%
上海	-	-	-	-	5.5%以上	5.5%左右
福建	10.0%	9.0%	6.0%	6.5%	6%左右	6.5%
江西	8.5%左右	10%以上	8%以上	8%以上	7%左右	7%以上
四川	-	8.0%	-	8.0%	6%左右	6.5%左右
云南	10%以上	8%以上	9%左右	7%以上	6%左右	7%左右
山西	7%左右	7.0%	7%以上	8.0%	6%左右	6.5%左右
浙江	-	-	-	-	5%以上	6%左右
广东	6.0%	6.5%	8.0%	8.0%	5%以上	5.5%左右
广西	6.5%以上	8.0%	8.0%	10.0%	5.5%左右	6.5%以上
内蒙古	-	-	10%以上	-	6%左右	6%左右
辽宁	7%左右	8%左右	10%以上	10%左右	5%以上	5.5%以上
黑龙江	6%以上	7.0%	8%以上	10%以上	6%左右	5.5%左右
陕西	6%左右	-	8%左右	7%左右	5.5%左右	6%左右

安徽	9.5%	9%左右	10%以上	10%以上	6.5%左右	7%以上
山东	-	-	-	-	5%以上	5.5%以上
湖北	10%以上	10%以上	10%以上	10%以上	6.5%左右	7%左右
重庆	6.0%	7%左右	10.0%	6%左右	6%以上	5.5%左右
海南	10%左右	11.0%	12%左右	8%左右	9.5%左右	9%左右
贵州	7.5%以上	10%左右	5%左右	-	6%左右	7%左右
宁夏	5.0%	-	10.0%	8.0%	6.5%左右	7.0%
西藏	10%左右	10%左右	13%左右	-	8%左右	8%左右
河南	8.0%	8.0%	10.0%	10.0%	6.0%	7.0%
湖南	-	-	7%以上	7.5%	6.5%左右	6.5%以上
新疆	-	6%左右	-	10%左右	7%左右	6%左右
北京	-	-	-	-	4.5%左右	5%以上
江苏	-	6.5%左右	-	-	5%左右	5.5%以上
吉林	7%左右	6.5%左右	7%左右	7%左右	6%左右	6%左右
甘肃	10.0%	8.0%	10.0%	9.0%	6.0%	6.5%以上
青海	-	-	-	-	5%左右	5.5%左右
平均目标增速	7.7%	8.0%	8.3%	8.2%	5.6%	6.1%

数据来源：地方政府官网 华泰期货研究院

表2：重点省关于重大投资项目的具体目标

省份	2023年	2022年	
基建	重庆	力争全年基建投资增长 11%以上	
	海南	基建投资增长 10%以上	力争基建投资增长 10%
	贵州	完成基建投资 3900 亿元	
	西藏	加快实施国家“十四五”支持西藏的 151 个项目	推动实施 17 个川藏铁路配套国省公路项目
	青海	重点推进重大项目 800 个以上，总投资 1.3 万亿	
	贵州	省重大项目完成投资 8000 亿元以上	
	广西	自治区统筹推进重大项目 2500 个左右，完成投资 5000 亿元以上	
重大项目	河南	以 100 个投资 100 亿元以上的项目为重点	亿元以上项目投资 1.8 万亿
	江苏	突出抓好 220 个省级重大项目和纳入国家“十四五”规划的 102 项重大工程建设	着力抓好 220 个省级重大
	山东	谋划实施 15000 个左右省市县三级重点项目	谋划推出 2000 个省级重点项目
	浙江	安排省重大项目 1000 个左右，完成年度投资 1 万亿元以上	
	广东	全年安排省重点建设项目 1530 个，年度计划投资 1 万亿元	

数据来源：地方政府官网 华泰期货研究院

地方债发行前置，基建投资持续发力

今年2月31省均披露了2023年新增专项债提前批额度，合计近2.2万亿元，较2022年提前批额度同比增长49.8%；新增一般债提前批额度，合计近4300亿元，较2022年提前批额度同比增长28.4%。

从实际发行来看，截至2月27日，新增专项债发行8383.87亿元，略低于去年同期的8775.19亿元；新增一般债发行2407.55亿元，累计同比增长20.32%。地方政府债净融资11650.37亿元，与去年同期的11663.94亿元较为接近。

根据地方两会政府债提前批情况，并结合年初以来地方政府债的发行节奏，我们推测，今年地方债发行节奏仍明显前置化，且新增地方专项债额度高于3.65万亿，主要是由地方政府专项债提前批额度显著高于去年这一方面推断出此结论。从上节分析中可看出，今年基建投资不缺项目，那么保障项目建设资金的到位则为重中之重，加快专项债发行节奏为该环节的核心要义。

表3： 31省政府债提前批下达情况

省份	提前批专项债			提前批一般债			合计增速
	2023(亿元)	2022(亿元)	增幅	2023(亿元)	2022(亿元)	增幅	
天津	508	319	59.2%	32	27	18.5%	56.1%
河北	1286	740	73.8%	287	210	36.7%	65.6%
上海	324	188	72.3%	137	99	38.4%	60.6%
福建	933	693	34.6%	101	79	27.8%	33.9%
江西	885	664	33.3%	177	129	37.2%	33.9%
四川	1339	882	51.8%	227	168	35.1%	49.1%
云南	472	583	-19.0%	119	94	26.6%	-12.7%
山西	350	241	45.2%	143	114	25.4%	38.9%
浙江	1704	1063	60.3%	205	154	33.1%	56.9%
广东	2975	1759	69.1%	214	150	42.7%	67.1%
广西	451	367	22.9%	172	130	32.3%	25.4%
内蒙古	45	60	-25.0%	161	130	23.8%	8.4%
辽宁	66	22	200.0%	54	40	35.0%	93.5%
黑龙江	80	37	116.2%	197	173	13.9%	31.9%
陕西	544	326	66.9%	150	138	8.7%	49.6%
安徽	969	778	24.6%	86	66	30.3%	25.0%
山东	2184	1203	81.5%	121	60	101.7%	82.5%
湖北	964	946	1.9%	237	184	28.8%	6.3%

重庆	882	486	81.5%	66	52	26.9%	76.2%
海南	159	95	67.4%	64	50	28.0%	53.8%
贵州	265	260	1.9%	88	72	22.2%	6.3%
宁夏	2	0	/	54	44	22.7%	27.3%
西藏	8	6	33.3%	30	21	42.9%	40.7%
河南	1271	820	55.0%	206	153	34.6%	51.8%
湖南	833	620	34.4%	191	140	36.4%	34.7%
新疆	197	80	146.3%	167	134	24.6%	70.1%
北京	450	252	78.6%	87	65	33.8%	69.4%
江苏	1085	713	52.2%	152	118	28.8%	48.9%
吉林	132	64	106.3%	122	98	24.5%	56.8%
甘肃	416	315	32.1%	105	78	34.6%	32.6%
青海	47	58	-19.0%	83	130	-36.2%	-30.9%
平均目标增速	21938	14644	49.8%	4282	3335	28.4%	45.3%

数据来源：地方政府官网 华泰期货研究院

扩内需仍是重点，刺激消费的工具箱丰富

2022年12月份召开的中央经济工作会议提出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，各地政府工作报告也积极部署促消费的方针，将恢复和扩大消费列为今年工作重点。去年12月以来，就已有多个城市发放消费券，覆盖汽车、餐饮、冰雪运动、文旅等多个领域，部分地区还出台了景区减免门票政策吸引游客。

通过梳理地方两会政策，我们发现，今年多数省份都围绕新能源汽车和智能家电等大宗消费出台刺激措施，10个省份给出具体方针，涉及发放消费券、提高消费信贷和发放消费补贴等方面。另外，恢复旅游等服务消费也成为今年不少省份扩内需的另一个重要手段，超20个省份提出推动文旅产业回暖，海南、云南、贵州、湖南等6个旅游大省明确了旅游消费的具体目标。

表4：重点省关于扩内需的政策内容

重点省市	扩内需政策内容
河北	“千方百计扩大国内需求”，“加大对餐饮、住宿、零售等行业帮扶力度”
福建	“深入实施扩大内需战略”，“稳定和扩大汽车、家电等大宗消费，鼓励开展新能源汽车、智能家电、绿色建材等下乡行动”
广东	将着力扩内需，支持住房改善、新能源汽车、绿色智能家电等大宗消费，加大餐饮、文旅、养老、育幼等服务消费促进力度
贵州	更大力度实施发放消费券、优质酱酒助力、契税返消费券等政策，全面促进新能源汽车、刚性和改善性住房、家具家装等大额消费
河南	鼓励新能源汽车等大宗商品消费，出台智能电子产品、家用电器消费的补贴政策
吉林	精准投放消费券，在公共领域大力推广应用新能源汽车
山东	优化拓展汽车、家电、文旅等消费券使用
山西	开展促消费系列活动，再发放一批电子消费券和“爱心消费券”

四川 调整制约消费过时政策，合理增加消费信贷，扩大新能源汽车、养老服务、医疗教育等消费
 重庆 适时推出消费促进政策，合理增加消费信贷，稳定吃穿住行等基本消费

数据来源：地方政府官网 华泰期货研究院

表5： 旅游大省关于旅游消费的具体目标

重点省市	旅游消费的政策目标
贵州	促进旅游业全面复苏，全面恢复跨省游、入境游，旅游及相关产业增加值、游客人均花费分别增长 10%、8%以上
云南	推动旅游市场强劲复苏，加快向“综合消费经济”转变，旅游总收入超过 1.2 万亿元
新疆	力争接待游客达到 2 亿人次以上
西藏	力争旅游接待人次和收入分别增长 30%和 25%以上，文化产业产值增长 15%以上
湖南	力争旅游总收入达 8000 亿元左右、旅游及相关产业增加值占地区生产总值的比重达 5.6%，恢复到 2019 年疫情前水平
海南	力争旅游人数、旅游收入分别增长 20%和 25%，离岛免税购物销售额突破 800 亿元

数据来源：地方政府官网 华泰期货研究院

坚持房住不炒总基调，注重地产风险的有效化解

各地 2023 年政府工作报告对防风险工作的安排大多延续了中央经济工作会议的部署，重点强调房地产领域的风险防范化解。从具体部署来看，2023 年有 22 个省（市）政府工作报告强调防范房地产领域风险，较 2022 年增加 10 个，这也与 2022 年中央经济工作会议将房地产置于防风险端的基调相一致。

地方两会延续中央经济工作会议“保交楼、保民生、保稳定”的表态，重点强调有效防范化解房企风险。各省份在坚持“房住不炒”的总基调下，对项目和企业主体各有侧重，具体而言，河北、山西、江西、新疆等省份强调有效防范化解房企风险，更加侧重企业主体；内蒙古、安徽等省份聚焦项目的逾期交付风险；四川对项目和企业主体均非常重视，同时强调“持续做好重点房地产项目风险化解”和“帮助优质房企渡过难关”。

总体而言，“保交楼、保民生、保稳定”各项工作将作为核心工作继续稳步推进，在坚持“房住不炒”的原则上，在保住 2022 年已有成果的基础上，进一步推动房企风险化解处置的市场化进程，牢牢守住不发生系统性风险的底线是今年地产政策的重心。

表6： 重点省市关于房地产的政策方向

省份	房地产政策方向
北京	依法将各类金融活动全部纳入监管，坚决防范化解经济金融风险。
天津	更加注重有效防范化解重大风险。
河北	扎实做好保交楼、保民生、保稳定工作，有效防范化解优质头部房企风险，确保房地产市场平稳发展。
山西	扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，帮助优质房企渡过难关，有效防范处置逾期交付风险。
内蒙古	开展房地产化险渡峰行动，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，帮助优质房企渡过难关。
辽宁	坚持“房住不炒”，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，保持房地产融资平稳有序。
吉林	房地产是国民经济的支柱产业，必须采取有效举措，切实防范化解房地产市场风险，促进房地产业平稳健康发展。
黑龙江	做好保交楼、保民生、保稳定各项工作。

上海	完善地方金融监管支付，牢牢守住不发生区域性、系统性金融风险的底线。
江苏	积极稳妥防范化解风险挑战，统筹做好房地产领域、建筑行业、大型企业、政府性债务等风险排查化解工作。
浙江	加强产业链供应链、金融、房地产等领域风险的监测，依法有序处置企业债务风险、私募投资基金风险。
安徽	推进房地产开发项目预逾期交房专项治理，加强商品房预售资金监管。
福建	严守不发生系统性风险的底线，有效防范化解房地产、金融风险，确保政府债务风险可控。
江西	坚持房住不炒，因城施策、租购并举，有效防范化解优质头部房企风险。
广东	稳定处置房地产企业债务风险，落实“金融 16 条”等政策，推动做好保交楼、保民生、保稳定各项工作。
四川	持续做好重点房地产项目风险化解，用好保交楼专项借款，帮助优质房企渡过难关。

数据来源：地方政府官网 华泰期货研究院

主要部委 2023 年工作重点汇总

国家部委在促进国内经济的发展方面地位特殊，肩负重要使命。本文挑选部分与国民经济密切相关的部委（自然资源部、住房和城乡建设部、商务部、水利部以及国家发展和改革委员会、国家铁路局），对其 2023 年工作重点进行总结。

扩内需是 2023 年工作重点。自然资源部表示“围绕扩大国内需求，着力做好自然资源要素保障”；国家发改委 2022 年 12 月 15 日印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，以指导文件的形式从顶层明确了扩内需的主要目标；住房和城乡建设部 2023 年扩内需的重点落脚在“大力支持刚性和改善性住房需求”。

基建和制造业投资仍是重要抓手。国家发改委明确表示推动政策性开发性金融工具项目加快建设，尽快形成更多实物工作量。加快释放设备更新改造专项再贷款财政贴息和制造业中长期贷款政策效能，促进制造业投资稳定增长，同时要适度超前开展基础设施投资；住建部明确表示新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房和棚改安置房 360 万套（间）；交通运输部明确表示积极扩大交通有效投资，2022 年 11 月 20 日，交通运输部下达 2023 年第一批交通运输固定资产投资计划，时间早于 2021 年；水利部明确表示要下大力气抓好重大项目前期工作，确保及时开工建设，2023 年重点推进前期工作的重大水利工程清单共 60 项，较去年确定的 55 项有所提升；国家电网集团董事长表示 2023 年国家电网还要加大投资，发挥投资对经济社会的拉动作用，2023 年电网投资将超过 5200 亿元，再创历史新高。

部委政策依旧积极，未来更多关注实物工作量的形成情况。

表7：自然资源部 2023 年工作重点

重点任务	主要内容
深入学习宣传贯彻党的二十大精神	深刻领悟党的二十大精神确定的党和国家事业发展大政方和战略部署的历史逻辑、理论逻辑、实践逻辑
围绕扩大国内需求，着力做好自然资源要素保障。	统筹优化“十四五”时期土地计划指标分配，适当增加今年指标，支持“十五”规划重大工程尽快落地；在严格管控围填海，守住海洋生态安全底线的前提下，保障国家重大项目及行业、民生用海用岛需求。加快推进三维中国建设，服务数字中国建设

围绕维护国家粮食安全，落实耕地保护党政同责	按照党中央、国务院要求，由省级党委、政府主要负责同志，国务院相关部门主要负责同志共同签订耕地保护与粮食安全责任书；将耕地保护任务带位置分解下达，实行严格考核、重大问题一票否决、终身追责
围绕构建国土空间开发保护新格局，着力加快地方各级国土空间规划审批实施。	围绕区域重大战略，推动编制国土空间专项规划，指导编制详细规划，引导城市更新行动、乡村建设行动。五要围绕全面推进乡村振兴，着力完善农村土地管理政策。坚持县域统筹，促进形成县域内乡村产业集中布局的空间格局，支持有条件有需求的村庄分区分类编制村庄规划；出台乡村振兴用地政策指南；修订完善土地征收成片开发标准；深化集体林权制度改革
围绕全面推进乡村振兴，着力完善农村土地管理政策	坚持县域统筹，促进形成县域内乡村产业集中布局的空间格局，支持有条件有需求的村庄分区分类编制村庄规划；出台乡村振兴用地政策指南；修订完善土地征收成片开发标准；深化集体林权制度改革。
围绕加快建设海洋强国，着力打造蓝色发展新动能	重点行业用海的空间准入、空间布局、集约用海要求；完成国家深海基因库、大数据中心、样本标本馆建设立项。
围绕加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产，全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动	突出紧缺和大宗战略性矿产，以重要含油气盆地和重点成矿区带为重点，根据地质工作程度分类施策实施勘查找矿；推进相关科技专项，为找矿突破提供支撑；配合做好煤炭、钾盐、铁矿保供工作。
围绕增强事业发展的动力，着力推动重大改革	推进深化集体经营性建设用地入市试点；进一步深化用地审批权事项放管服政策试点；完成全民所有自然资源资产所有权委托代理机制试点

资料来源：国家部委网站 华泰期货研究院

表8：住房和城乡建设部 2023 年工作重点

要点	主要内容
以增信心、防风险、促转型为主线，促进房地产市场平稳健康发展。	大力支持刚性和改善性住房需求，毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、精准施策。推进保交楼保民生保稳定工作，化解企业资金链断裂风险，努力提升品质、建设好房子，整治房地产市场秩序，让人民群众放心购房、放心租房。
以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题。	大力增加保障性租赁住房供给，扎实推进棚户区改造，新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房和棚改安置房 360 万套（间）。积极发挥住房公积金作用，推进住房公积金数字化发展。
以实施城市更新行动为抓手，着力打造宜居、韧性、智慧城市。	在设区的城市全面开展城市体检，今年在城市开展完整社区建设试点，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个以上。加快城市基础设施更新改造，新开工城市燃气管道等老化更新改造 10 万公里以上，改造建设雨水管网 1.5 万公里以上，因地制宜推进地下综合管廊建设。
以深化城市管理改革为动力，提高城市科学化、精细化、智能化管理水平。	加强城市管理统筹协调，发挥好综合执法的统筹协调、督导服务作用。强化住房和城乡建设领域综合执法，依法查处违法违规问题。
以提升现代生活条件为目标，建设宜居宜业的美丽村镇。	实施农房质量安全提升工程，继续开展农村危房改造和农房抗震改造，打好农村房屋安全隐患排查整治专项行动收官战，推进现代宜居农房建设，深入开展乡村建设评价，因地制宜建设小城镇，提高基础设施、公共服务设施建设水平。
以建筑业工业化、数字化、绿色化为方向，不断提升建筑品质。	资质审批要提速，部机关要带头、限时办理。提升住宅设计水平，健全工程质量保障体系，启动涵盖建筑全生命周期的质量保险试点，发展智能建造、装配式建筑等新型建造方式。
以彰显地域特征、民族特色和时代风貌为核心，加强城乡历史文化保护传承。	推进历史文化名镇名村保护工作，构建保护传承体系，持续开展专项评估工作，推进历史文化街区修复和历史建筑修缮工作，加强传统村落保护利用。
以协同推进降碳、减污、扩绿为路径，切实推动城乡建设绿色低碳发展。	加快建筑节能和绿色建筑发展，着力消除县级城市黑臭水体，扎实推进垃圾分类处理，加强城市园林绿化建设，大力推进公园绿地开放共享，再创建一批国家生态园林城市。
加快建筑节能和绿色建筑发展，着力消除县级城市黑臭水体，扎实推进垃圾分类处理，加强城市园林绿化建设，大力推进公园绿地开放共享，再创建一批国家生态园林城市。	启动城市基础设施生命线安全工程建设，建立住房和城乡建设领域安全生产信息员制度，持续抓好自建房、燃气安全专项整治工作，继续深入开展房屋市政工程安全生产治理行动。
以制度创新和科技创新为引擎，激发住房和城乡建设事业高质量发展动力活力。	推进住房和城乡建设领域立法工作，构建新型工程建设标准体系，推进工程建设项目审批制度改革，深化“数字住建”建设，支持国家建筑绿色低碳技术创新中心建设，加强住房和城乡建设领域智库建设，使智库成为政策研究和科技创新的支撑。
以加强国际交流合作为载体，持续为世界人居领域发展作贡献。	以加强国际交流合作为载体，持续为世界人居领域发展作贡献。
以自我革命精神为引领，全面加强党的建设。	切实把党的政治建设摆在首位，持续深入学习习近平新时代中国特色社会主义思想，加快建设堪当民族复兴重任的高素质干部队伍，驰而不息加强作风和纪律建设。

资料来源：国家部委网站 华泰期货研究院

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

表9： 水利部 2023 年工作重点

要点	主要内容
统筹推进列入清单的重大水利项目前期工作	锚定 2023 年内开工的目标，尽全力多开、早开。水利部继续支持各地推进项目前期工作，加强工作指导和督导推动
突出抓好战略性骨干工程前期工作	确保黄河古贤水利枢纽等工程开工建设，推动可研已报国家发展改革委的甘肃白龙江引水等重大引调水工程尽快开工建设，加快推进一批大型灌区工程建设，为实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动提供支撑
着力抓好前期工作进度和质量	前期工作各阶段要紧密衔接、压茬推进，按照确定的时间表，确保工作进度，要保障重大项目前期工作质量，经得起历史和实践的检验。
坚持两手发力，多渠道落实建设资金	水利部、省级水利部门要争取加大财政水利投入，同时充分利用金融支持水利建设的各项政策，创新水利 PPP 模式，拓宽建设资金渠道。

资料来源：国家部委网站 华泰期货研究院

表10： 商务部 2023 年工作重点

要点	主要内容
恢复实体展	落实 1 月 28 日国务院常务会议部署，推动国内贸易展会全面恢复线下展，要办好大家较熟悉的进博会、广交会、中国国际高新技术成果交易会等一系列重点展会。
用好新业态	促进近几年快速发展的跨境电商、海外仓等新业态进一步发展，充分利用数字化手段挖掘贸易潜力，带动中小微企业外贸企业出口。
发掘新需求	发挥驻外使领馆经商机构的作用，协助各地方组织企业到境外去开展贸易合作。我们要加强国际细分市场研究，及时共享各国市场的供求信息，帮助企业及时获取外贸订单。
支持企业“走出去”	为外贸企业跨境商务往来提供更多便利，支持企业以各种方式推介中国产品、中国制造、中国品牌，支持有条件的地方扩大境外办展规模。
继续强化政策引领	对已出台政策的落实情况，进行督促检查，保证政策落实落地落到位。再根据今年新形势，聚焦汽车、家居等重点领域，推动出台一批新的政策，把政策的成效发挥到最大。
谋划重点活动，激发市场活力	把今年确立为“2023 消费提振年”，以此为主线，统筹开展全国性消费促进活动。
继续优化平台载体，持续发力	深化国际消费中心城市建设和智慧商店、智慧商圈保障作用，进一步提升一刻钟便民生活圈给大家带来的生活便利性，多渠道增加优质供给
吸收外资方面	将推动合理缩减外资准入负面清单，加大现代服务业领域开放力度。依托重大经贸展会和各类投资促进机制，支持各地“走出去”“请进来”相结合开展招商引资活动，推动更多外资标志性项目落地建设。

资料来源：国家部委网站 华泰期货研究院

表11： 国家发展和改革委员会 2023 年工作重点

要点	主要内容
更好统筹疫情防控和经济社会发展	切实落实“两个毫不动摇”，深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，提高企业核心竞争力；优化民营企业发展环境，依法保护民营企业产权和企业权益，促进民营经济发展壮大。更大力度吸引和利用外资，有针对性地做好外资企业的服务工作。更大力度推动外贸稳规模、优结构，为国际贸易投资洽谈提供最大程度便利。
纵深推进改革开放，不断激发发展活力动力	最大限度减少疫情对人民群众生产生活的影响。坚持人民至上、生命至上，坚持科学防治、精准施策，认真落实新冠病毒感染“乙类乙管”各项措施
实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合，进一步推动经济稳定回升	着力恢复和扩大消费，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育线上线下融合等新型消费；着力扩大有效投资，统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券、政策性开发性金融工具、结构性货币政策工具、制造业中长期贷款等资金，强化要素保障。
统筹发展和安全，有效防范化解重大风险	加强粮食、能源资源、重要产业链供应链等领域安全能力建设。全方位夯实粮食安全根基，推进藏粮于地、藏粮于技，完善粮食产销衔接体系。加强能源供应保障能力建设，有序释放煤炭先进优质产能，确保电力、天然气稳定供应。
着力稳就业稳物价，切实保障和改善民生	完善重点群体就业支持体系，稳定扩大就业岗位。加强重要民生商品保供稳价，加大价格监管力度，及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响。强化基本公共服务，兜牢基本民生底线，支持引导社会力量增加多元供给。

围绕重点领域和薄弱环节，持续释放投资潜力

充分发挥各项投资政策组合作用，不断提升投资效能

加强重大项目储备，扎实做好项目前期工作

全面改善投资环境，提高投资建设便利化水平

适度超前开展基础设施投资，加强交通、能源、水利等重大基础设施建设，系统布局新型基础设施，加大制造业投资支持力度，加强粮食安全、能源安全、产业链供应链安全等领域建设以及保障民生需求的重大事项。着力解决经济社会发展中的实际问题，加强补短板、强弱项、增后劲的重大项目推进力度。

进一步优化调整中央预算内投资结构，集中力量办好国家层面的大事难事急事。要积极做好地方政府专项债券项目准备、发行使用等各项工作，推动专项债券项目加快建设。要推动政策性开发性金融工具项目加快建设，尽快形成更多实物工作量。要加快释放设备更新改造专项再贷款财政贴息和制造业中长期贷款政策效能，促进制造业投资稳定增长。

做好项目前期工作是推进重大项目建设实施的基础性工作。督促指导各地方不断完善项目储备机制，依托国家重大建设项目库，分级分领域持续储备一批重点项目，持续为扩大有效投资打好基础

认真做好支持民间投资发展政策的贯彻落实工作，通过投融资合作对接机制加强民间投资项目融资支持，支持民间投资多种方式盘活存量资产，向社会公开发布一批示范作用强的典型案例，规范和鼓励民间投资健康发展。推动基础设施 REITs 健康发展，回收资金用于新的项目建设。

资料来源：国家部委网站 华泰期货研究院

表12： 国家铁路局 2023 年工作重点

要点	主要内容
深刻领悟“两个确立”的决定性意义	坚决贯彻落实习近平总书记重要指示批示精神和党中央国务院决策部署
保障国家重大战略实施	服务构建新发展格局。推进建设交通强国重点任务落实，服务区域协调发展战略和区域重大战略，服务保障川藏铁路建设，服务全面推进乡村振兴，推动绿色低碳发展
深入贯彻总体国家安全观，深入贯彻总体国家安全观，	
坚持以人民为中心，持续提升铁路运输服务保障水平	推动提升运输服务质量，统筹抓好疫情防控，抓好保通保畅，推动发展多式联运，规范铁路运输市场秩序
深化铁路领域改革，推进有效市场和有为政府高效结合	积极融入交通运输大部制改革，持续推进“放管服”改革，推动铁路市场化改革。
加强法治政府部门建设，扎实推进依法行政	加快推进法律法规修订，强化行政执法“三项制度”建设，加强铁路技术标准体系建设
落实科教兴国战略，大力推动铁路科技创新	推进关键核心技术攻关，加强科技创新平台建设，推动科技成果转化和产业化，强化创新人才支撑
加强国际铁路合作交流，服务高质量共建“一带一路”	巩固拓展铁路领域双边、多边和区域合作交流，积极推动铁路“走出去”重点项目，推动国际标准制修订，增强中国铁路影响力
深入推进新时代党的建设新的伟大工程，以党的自我革命引领社会革命	坚持把政治建设摆在首位，巩固深化政治巡视工作，加强领导班子和干部队伍建设，夯实基层组织，加强制度建设，强化正风肃纪反腐，健全廉政风险防控机制

资料来源：国家部委网站 华泰期货研究院

二、对于主要经济目标的预测

国内的出口压力仍大

欧美消费现状较为悲观

目前美国消费端有以下几个特点，**消费从耐用品转向服务**，美国耐用品消费以及非耐用品消费均已开始高位下滑，耐用品消费折年数为 2.31 万亿美元，较前期高点下行超过 1600 亿美元，服务端的消费持续回升，目前折年数接近 8.9 万亿美元，刷新历史新高。大规模财政补贴、较低的利率环境促使美国疫后耐用品消费高增，财政退潮、美联储加息背景下，耐用品消费前置的狂热或行近尾声。

消费预期有所改善，但仍处于较低水平，最新一期公布的美国密歇根大学消费者信心指数以及预期指数虽有反弹，但仍处于相对较低位置，未出现明显修复。

表观库存指标不断上升，美国制造商、批发商以及零售商库存金额总量以及库存规模同比增速均处于历史高位，并未明显改善。在需求下行且库存高企的条件下，美国企业面临较大的去库压力，或抑制耐用品购买需求。

超额储蓄或转化为“超额消费”，对未来消费形成透支，美国目前的个人储蓄比例继续维持低位，美国个人储蓄占可支配收入比例由 2020 年四月份的最高超过 33% 下降至最新月份的 4.7%，个人储蓄存款总额目前为 9180 亿美元，而 2020 年 4 月份高达 6.4 万亿美元，前期居民端的提前消费或对未来实物消费形成一定透支。

目前较差的消费需求已经体现在美国的集装箱货物进口层面，彭博统计数据显示，美国 1 月份 35 个港口进口量为 206.8 万 TEU，为近 3 年最低值，月度同比下降 13.3%，连续六个月同比为负。

图1： 美国库存规模同比仍处高位 | 单位：%



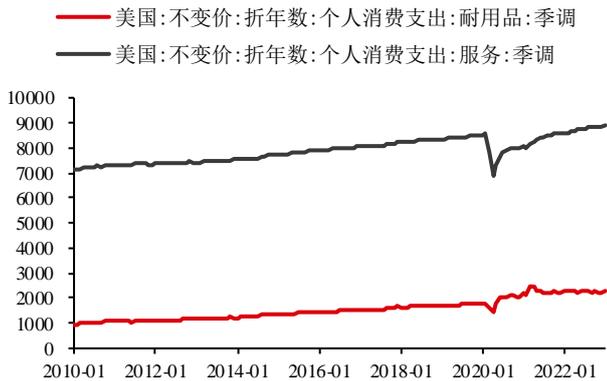
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图2： 美国库存消费比 | 单位：%



数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图3: 美国个人消费支出(耐用品与服务) | 单位: 十亿美元



数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图4: 美国个人储蓄比例处于较低位置 | 单位: %, 十亿美元



数据来源: Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

对于全年的国内出口判断, 需要判断海外经济下行对全球贸易量的拖累和国内出口份额变化这两大变量。这里隐含的前提条件是: 2022 年, 我国出口占全球出口份额约为 15.5%; 根据 WTO 的预测显示, 中性条件下 2023 年全球出口增速约为 7.5%, 在全球贸易进一步恶化的背景下, 全球出口增速约为 3.7%。基于上述调整, 我们假设, 在经济下行拖累全球出口金额, 以及中国出口份额进一步下降的背景下, 2023 年悲观情境下国内出口增速约为 0.7%; 在中性情境中, 经济下行拖累全球贸易, 而中国出口份额维持不变, 国内出口金额增速为 4%; 在乐观情境中, 全球经济小幅下行, 同时中国出口份额维持不变, 2023 年全年国内出口金额增速为 7%。

表13: 2023 年国内出口预测 | 单位: %

	悲观情境	中性情境	乐观情境
情境判断	1、全球经济进一步下行 (WTO 2023 年悲观贸易预测值); 2、中国出口份额降至 2022 年上半年水平	1、全球经济进一步下行 (WTO 2023 年悲观贸易预测值), 2、中国出口份额维持不变	1、全球经济小幅下行 (WTO 2023 年贸易预测值); 2、中国出口份额维持不变
全球出口金额同比	3%	3.7%	7.5%
中国出口份额	15.1%	15.5%	15.5%
中国出口金额增速同比 (美元计价)	0.7%	4%	7%

资料来源: 华泰期货研究院

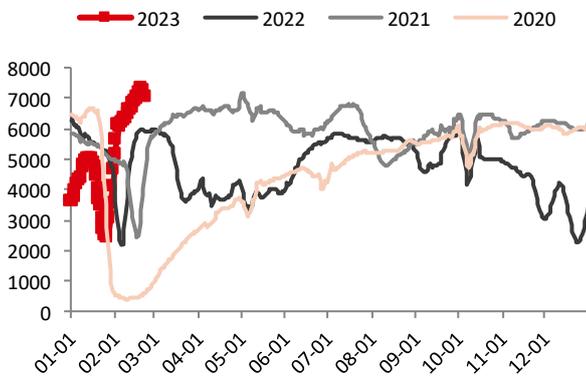
消费迅速改善

高频数据：人员流动持续改善，地产销售仍在恢复中

地产消费逐步恢复，30大中城市地产成交继续缓慢回升，累计成交量仍低于2022年以及2021年，三线城市累计成交面积已经接近2022年水平；二手房成交相对较好，全国二手房挂牌数量周度继续小幅上升；二手房挂牌价格同样小幅上升，其中一线城市上行幅度最大；百城土地成交面积继续处于低位。

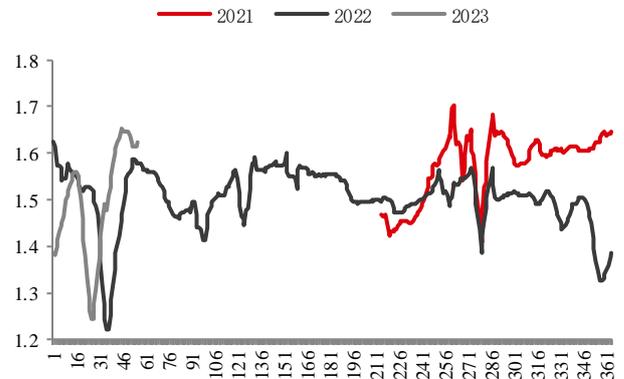
春节后人员流动持续改善，国内主要城市拥堵指数继续上行，持续处于季节性高位；地铁客运量持续处于高位，刷新历史新高；航班执飞率处于80%高位；电影消费节后开始回落。综合而言，当前市场环境处于稳增长效果显现，经济下行压力减轻的格局中，未来国内经济有望继续企稳回升。

图5：国内29个城市地铁客运量 | 单位：万人次



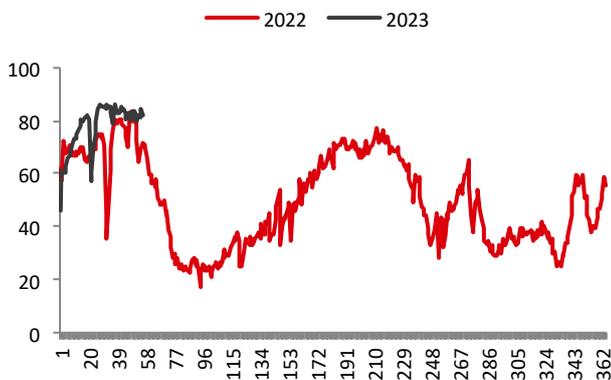
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图6：国内101个城市道路拥堵指数七日平均 | 单位：无



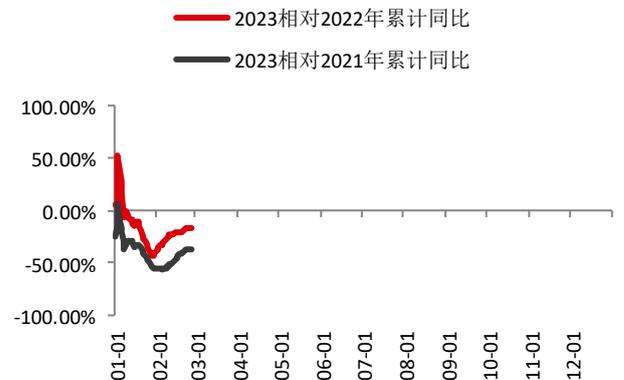
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图7：国内航班执飞率 | 单位：%



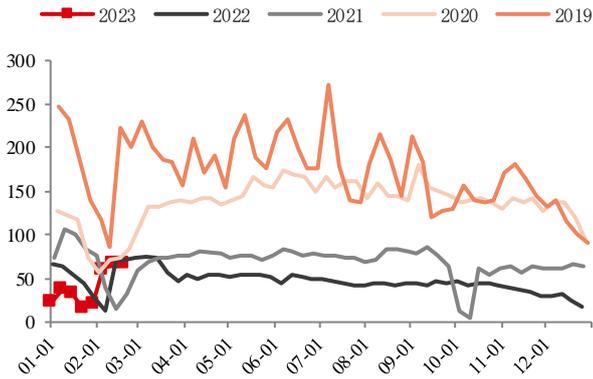
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图8：30大中城市商品房成交累计同比 | 单位：%



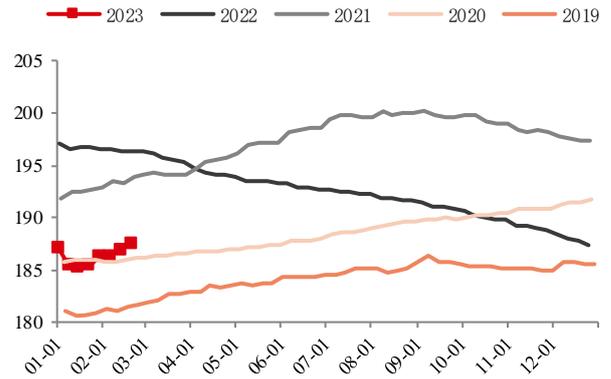
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图9： 城市二手房挂牌量指数 | 单位：点



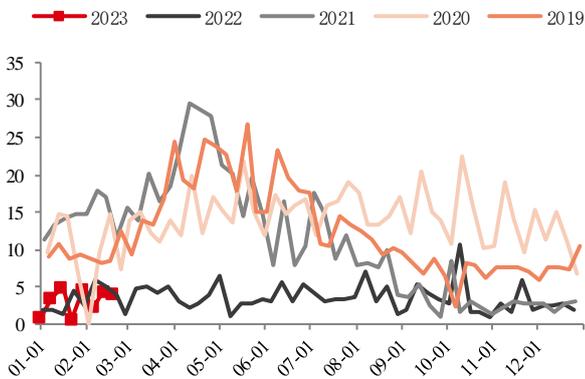
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图10： 城市二手房挂牌价指数 | 单位：点



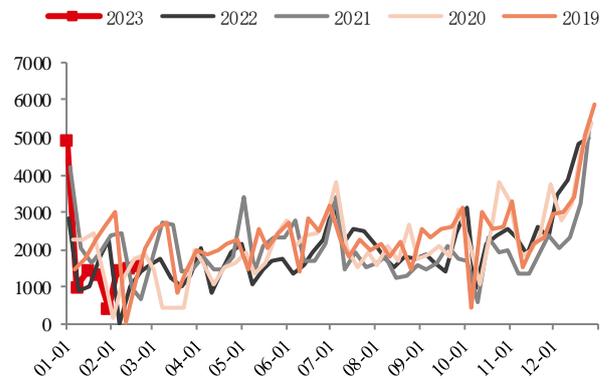
数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图11： 百城土地成交溢价率 | 单位：%



数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

图12： 百城土地成交占地面积 | 单位：万平方米



数据来源：Wind Clarksons Bloomberg 华泰期货研究院

对于全年的消费判断：1) 中性情境下，假设疫情影响冲击逐步减弱，财政刺激政策维持当下强度，我们预计全年国内零售销售增速为 6%左右；2) 乐观情境下，政府加码更多的消费刺激政策，全年的国内零售销售增速为 8.5%左右；3) 悲观情境下，财政刺激政策维持当下强度，但疫情存在反复对国内消费造成一定拖累，全年的国内零售销售增速为 3.5%左右。

表14： 主要经济体防疫政策调整后的消费表现

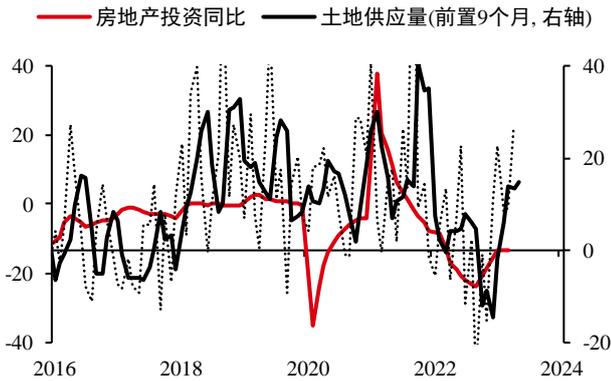
	美国	欧洲	韩国	新加坡	越南
防疫政策调整	2022年3月26日宣布各州结束室内强制口罩令，4月18日公告上无需戴口罩	2022年2月21日英国宣布共存计划，3月14日、20日法、德先后全面解封	2022年4月25日，韩国下调传染病等级，6月20日取消确诊病例隔离要求	2022年4月26日下调传染病等级，8月29日起取消室内口罩令	2021年11月确诊病例居家隔离；2022年4月15日确诊病例居家隔离7天。
消费刺激政策	2020-2021，美国政府对居民一共发放三轮补助，约3200美元/人	多种防疫补助，以及汽车、能源等税收减免	多种类型防疫补助	购物券、旅游消费券、抗疫补贴等	失业援助
政策调整后的影响	刺激效果显著 服务、非耐用品消费回升；耐用品消费偏弱	消费承压 除了食品饮料外，消费均承压	消费承压 耐用品消费承压	消费改善 服饰、娱乐、食品消费改善	消费改善 零售、服务消费改善，但旅游业仍承压

资料来源：华泰期货研究院

地产边际改善偏慢

次贷危机以来，国内房地产行业可以根据政策明显分成约三年一轮的周期，每轮包含一轮政策松绑和收紧。第一轮政策周期的时间是2008年9月到2011年11月，以2008年9月央行降息，2009年银监会加强房地产贷款监管为转折的标志性事件。第二轮政策周期的时间是2011年12月至2014年8月，以2011年12月央行降准、2013年2月国常会提出“新国五条”为标志性事件。第三轮为2014年9月到2018年3月，以2014年9月“930新政”和2016年各省市收紧地产政策为转折事件。第四轮为2018年4月到2021年7月，由于受到疫情影响，该轮周期中出现两轮宽松和两轮紧缩政策，较为非典型，因此不做过多参考，以2018年4月降准，和2021年房企的“三道红线”为标志性事件。从前三轮的经验来看，宽松政策的持续时间平均为13.7个月，从“政策底”到“销售底”平均时滞5.7个月，房地产投资累计同比增速上升18%。

图13: 上游 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

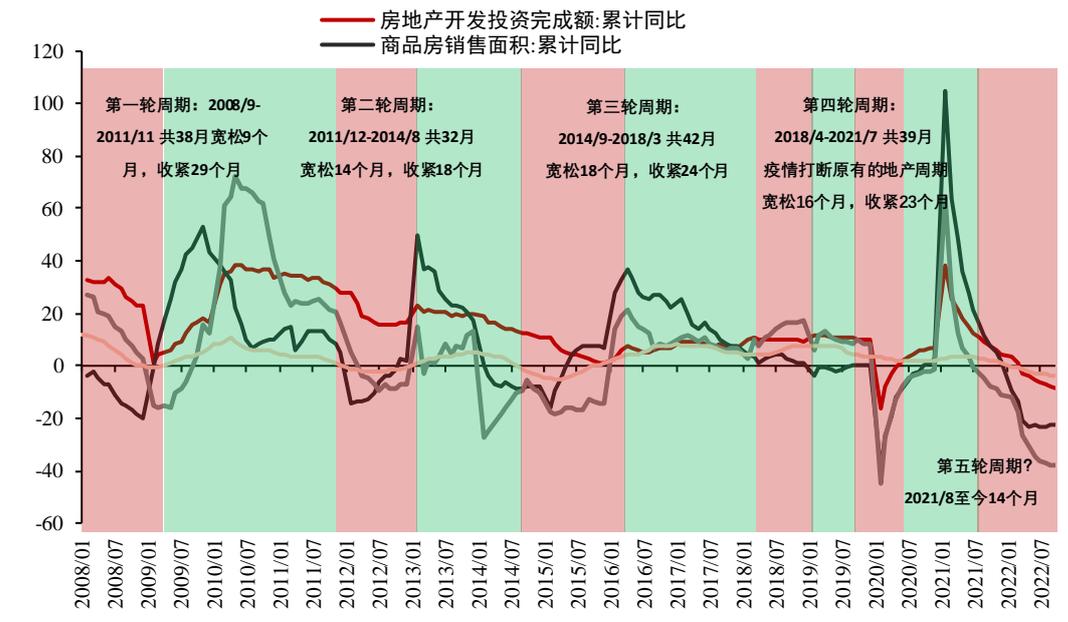
图14: 下游 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

本轮地产政策周期同样“非典型”。一、房地产周期的长端影响因素趋势向下，2022 年我国的人口自然增长率跌至负值，录得-0.06%；城镇化率为 65.22%，尽管相较于美、日、韩的 80%城镇化趋势“停滞线”而言，国内的城镇化仍有上行趋势，但边际增速已经进入放缓阶段；更为重要的是，房地产业在国家经济中重要性逐渐走低，“房住不炒”、降低对土地财政依赖等政策都给到长端的不利信号；二、前期冲击仍未完善消退，在上轮国内经济探底的过程中，居民的购房信心，房地产企业的现金流以及拿地意愿均受到明显冲击，上述因素想要得到扭转过程必然是漫长的。因此相较于以往“政策底”到“销售底”平均 5.7 个月，以及宽松政策平均持续 13.7 个月的经验，本轮“政策底”至今已经 20 个月，呈现明显的“非典型”状态。综上所述，我们认为这一轮房地产稳增长政策周期将显著长于以往经验，但在“房住不炒”的政策方针下，这一轮的政策力度和投资反弹程度均低于往年，中性情境下，我们预测 2023 全年的地产投资增速为 0.2%左右；悲观情境下，2023 全年的地产投资增速为-2.8%左右；乐观情境下，2023 全年的地产投资增速为 3.2%左右。

图15： 2008 年至今的国内历轮地产政策周期 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表15： 2008 年至今四轮地产政策周期下，房地产行业各指标的变化 | 单位：%

	政策宽松拐点事件	政策收紧拐点事件	宽松政策持续时间 (月)	销售面积触底时间	房地产投资累计同比增速变化	政策底到销售底的时间 (月)
第一轮	2008/9, 降息	2009/6 银监会收紧融资	9	2009/2	从 1%到 38.2% 增速上升 37.2%	6
第二轮	2011/12, 降息	2013/2 新国五条	14	2012/4	从 15.4%到 22.8% 增速上升 7.4%	5
第三轮	2014/9 930 新政	2016/3 深圳 325 新政	18	2015/2	从 1%到 10.4% 增速上升 9.4%	6
第四轮	2018/4 降准	2021/1 房企“三道红线”	--	--	--	--
第五轮	2021/7 中央政治局会议					
平均值			13.7		增速上升 18%	5.7

资料来源：华泰期货研究院

在上述的判断下，假设 2023 年 GDP 目标为 5%：中性情境下，预计 2023 年基建投资增速在 10.5%；悲观情境下，预计 2023 年基建投资增速为 15.8%；乐观情境下，预计 2023 年基建投资增速为 9.9%，与此同时 GDP 能够达到 5.5%左右。

三、以史为鉴

以史为鉴：两会的日历效应

复盘历史上的两会，我们发现若两会政策超预期对 A 股提振明显：在两会前一周，股票市场情绪偏谨慎，近十年样本的平均涨跌幅和胜率表现平平，主要股指的平均涨跌幅不高于 1%，样本的上涨概率也在 50% 上下；而整体股指随着时间推移，样本的平均涨跌幅持续上移，样本上涨概率也相对较高，其中中证 500 (IC) 和中证 1000 (IM) 表现最优，样本的平均涨跌幅在 5% 以上，样本的上涨概率也在 70% 左右。

两会期间对商品存在“卖事实”的风险：在两会前一周，商品市场普遍录得上涨，其中 Wind 焦煤钢矿和非金属建材表现相对突出，平均涨跌幅领衔 Wind 商品分类，样本的上涨概率也在 70% 左右。在两会期间，整体商品出现一定回调，其中前期受益的 Wind 焦煤钢矿和非金属建材、有色、化工均出现不同程度回调，平均涨跌幅分别录得 -2.59%、-0.99%、-1.61%、-1.15%，样本下跌的概率也相对较高，但两会结束后调整趋势并未延续，属于短期“卖事实”风险。

图16：过去 10 年两会的资产表现复盘 | 单位：%

	上证综指	10Y国债利率(绝对值变化%)	美元兑人民币	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油		
前一周	平均涨跌幅	0.61%	0.0250	0.17%	0.30%	0.64%	0.27%	0.84%	0.93%	0.99%	0.00%	0.42%	1.24%	0.14%	0.78%	1.03%	0.72%	0.24%	0.03%	2.75%	
	样本上涨概率	50%	80%	70%	40%	40%	40%	50%	60%	60%	50%	80%	60%	60%	80%	70%	70%	63%	50%	40%	
期间	平均涨跌幅	-0.62%	0.0008	0.08%	0.64%	-0.94%	-0.91%	-0.71%	0.14%	-1.90%	-0.35%	-0.30%	-2.59%	-1.61%	-1.15%	-0.99%	-0.12%	-2.06%	-0.55%	-1.21%	
	样本上涨概率	50%	80%	60%	60%	50%	40%	50%	60%	20%	40%	50%	40%	80%	40%	40%	40%	60%	0%	50%	50%
后一周	平均涨跌幅	1.55%	-0.0033	-0.11%	3.11%	0.93%	1.51%	2.80%	3.25%	-0.07%	0.11%	-0.06%	0.69%	-0.03%	-1.05%	0.12%	0.12%	0.15%	0.16%	1.15%	
	样本上涨概率	70%	40%	20%	70%	60%	60%	70%	80%	50%	50%	40%	50%	60%	40%	60%	60%	75%	50%	60%	
后一月	平均涨跌幅	3.78%	0.0044	-0.16%	4.68%	3.18%	3.83%	5.66%	5.32%	-0.03%	0.83%	-1.01%	-0.28%	0.43%	-2.78%	-0.50%	-0.59%	0.75%	-0.19%	2.77%	
	样本上涨概率	70%	60%	40%	50%	50%	70%	70%	60%	60%	60%	40%	60%	70%	30%	50%	40%	38%	50%	70%	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

弱复苏的配置逻辑

随着国内经济的筑底回升，后续资产价格有望围绕“弱复苏”逻辑继续展开：

“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16：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%
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%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

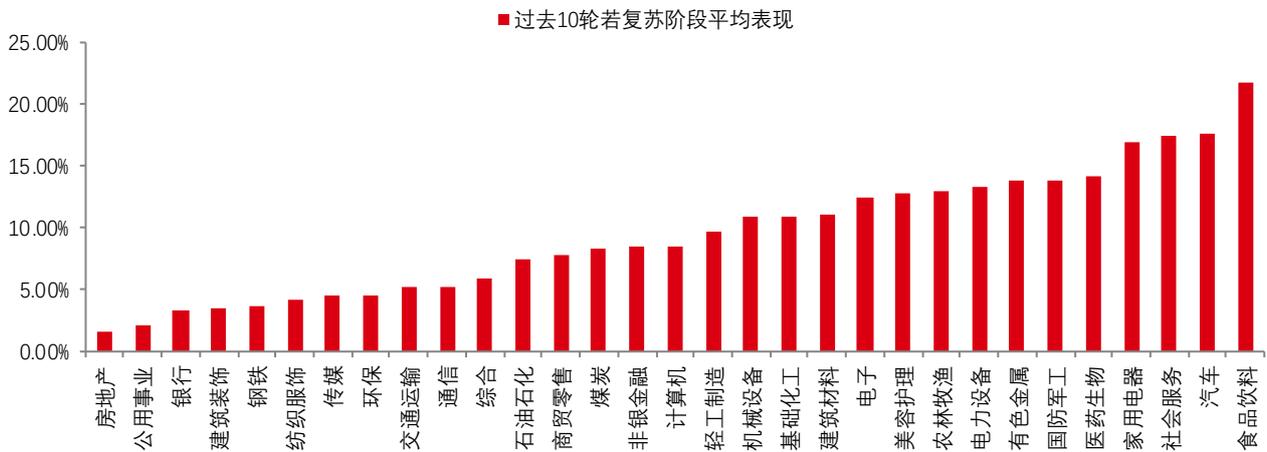
表17：过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 | 单位：%

	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%
胜率	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	50.00%
平均表现	15.35%	13.93%	12.78%	13.85%	15.28%	14.49%	11.79%	13.97%	13.45%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

图17：过去10轮弱复苏阶段行业表现情况 | 单位：%



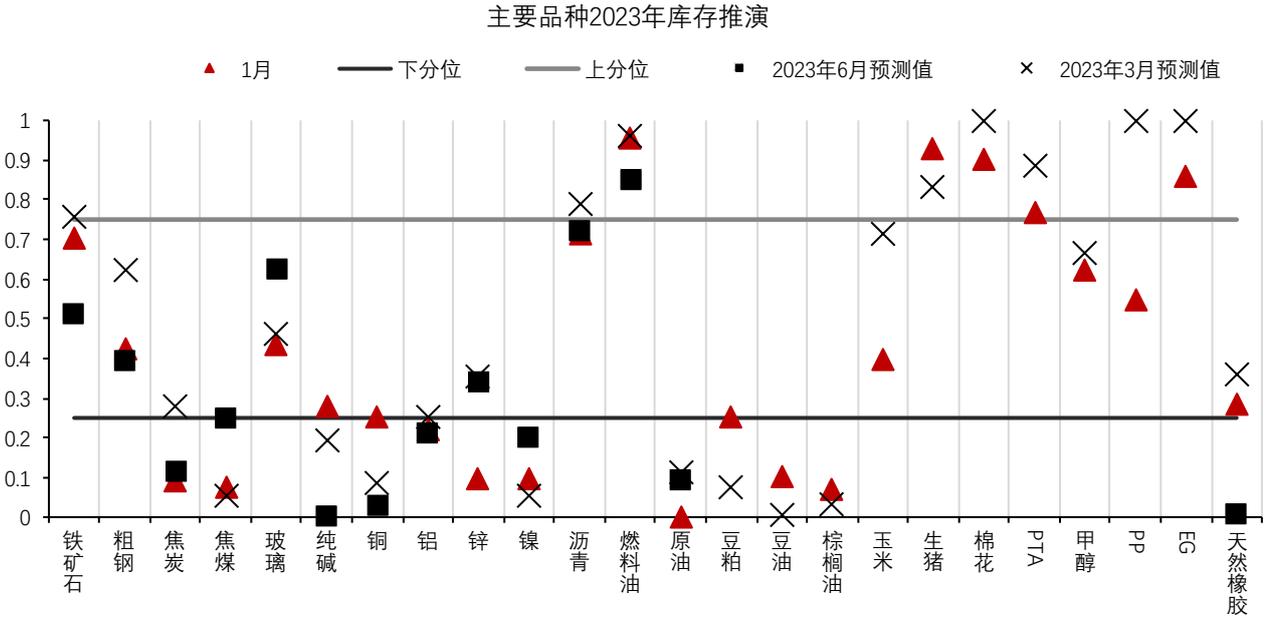
数据来源：Wind 华泰期货研究院

四、两会对商品的影响分析

商品逐渐回到去库阶段

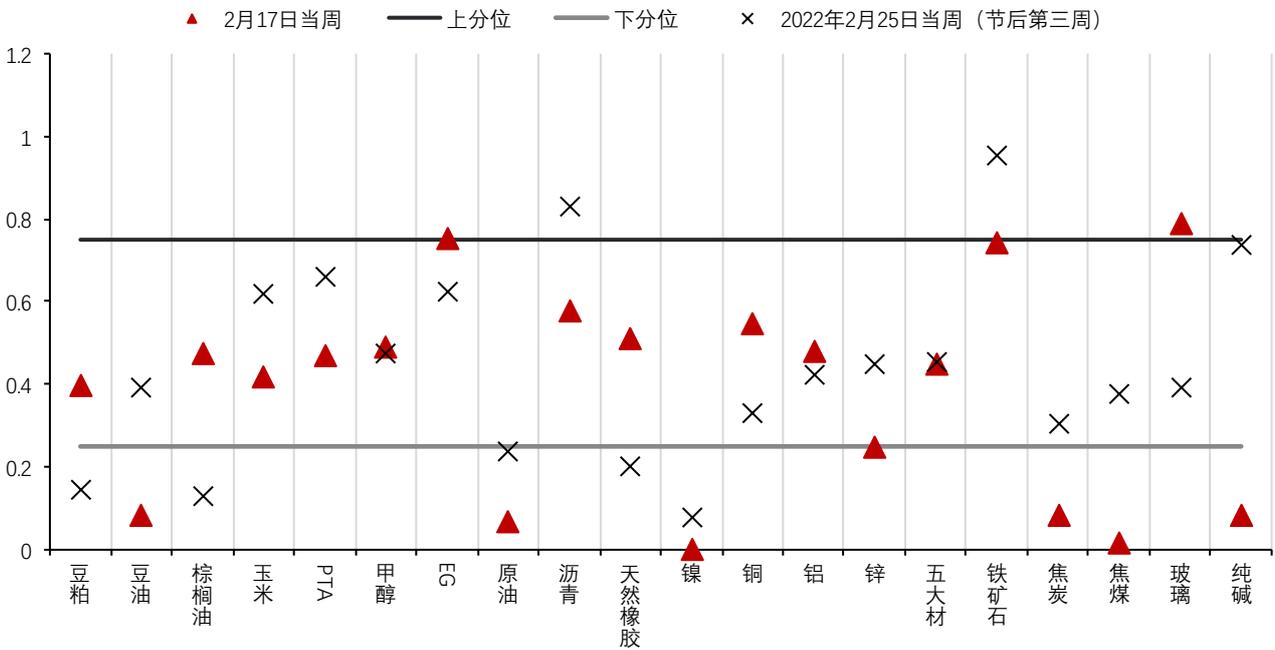
从季节性来讲，再过两周左右时间，大部分工业品将结束一季度的季节性累库阶段，进入到真正考验需求改善的去库阶段。从前期累库进程来看，黑色建材链除玻璃以外大部分商品都处低库存；原油的累库进程超季节性；有色中的铜、铝尤其是锌累库低于季节性。在两会过后，重点关注各品种的去库进程，其中库存整体偏低，而消费又处于近7年中上水准的黑色建材基本面相对更有韧性。

图18：主要商品品种2023年一季度库存趋势推演



数据来源：Wind 华泰期货研究院

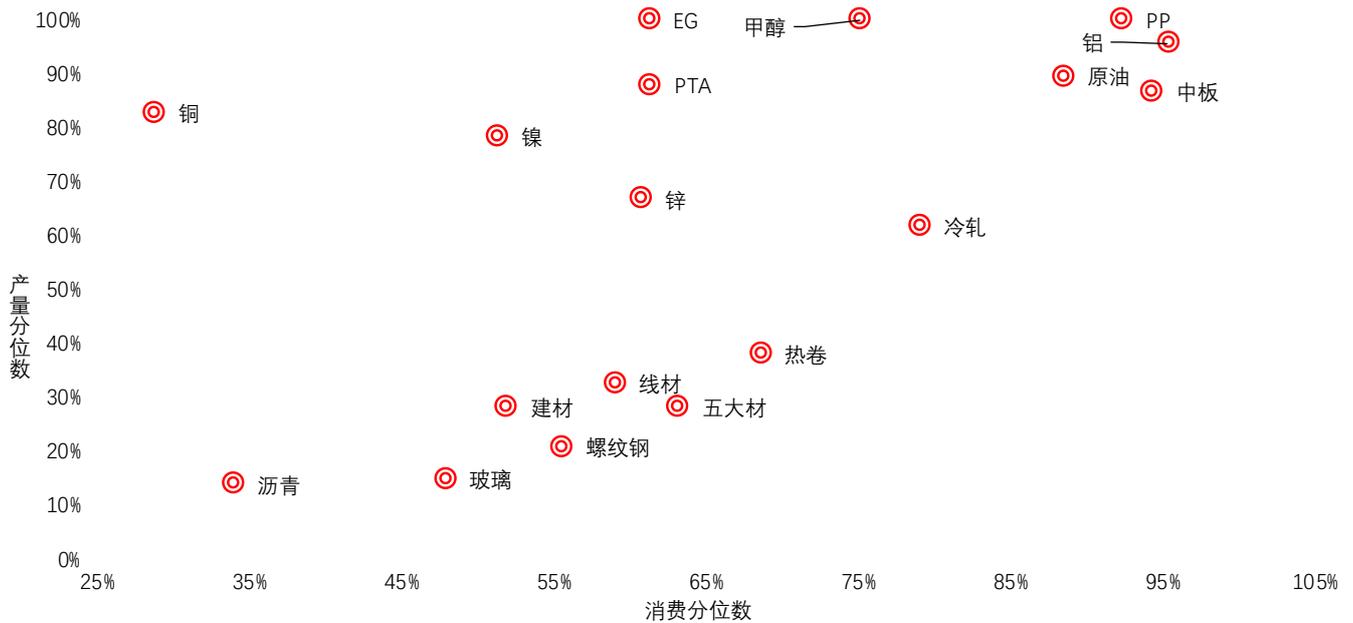
图19：主要商品品种近七年周频库存的分位数水平



数据来源：Wind 华泰期货研究院

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

图20：近7年主要品种产量和消费分位数水平



数据来源：Wind 华泰期货研究院

投资分项对商品需求的测算

我们用近5年的基建和地产投资额对应具体商品消费量来测算弹性。基于以上基建和地产投资增速测算，在监测品种中，地产投资回升拉动相对显著的是粗钢、铜、铝、玻璃、PVC；基建投资回升拉动相对显著的是粗钢、铝、沥青。

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。结合上述判断，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。因此大宗商品板块方面，两会后我们继续推荐把握内需发力和基本面相对乐观的黑色建材逢低做多机会。

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是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，两会过后有色本轮的季节性累库阶段基本宣告结束，后续可以关注需求改善下的有色去库力度。

图21： 近五年具体商品需求对应基建和地产投资的弹性测算 单位：万吨

	粗钢	铝	铜	锌	镍	玻璃	纯碱	PVC	沥青
1亿元地产投资拉动的需求	1.238851	0.030657	0.003587	0.001248	0.000165	0.036684	0.019653	0.017467	0.007543
1亿元基建投资拉动的需求	0.846253	0.023414	0.002284	0.002825	0.000323	0.049116	0.004892	0.014520	0.052487
全年地产增速从-4%上升至0%带来的消费增量	6585.5	163.0	19.1	6.6	0.9	195.0	104.5	92.9	40.1
全年基建增速从8.16%上升至10.5%带来的消费增量	2603.1	72.0	7.0	8.7	1.0	151.1	15.0	44.7	161.5
全年地产增速从-4%上升至0.2%带来的消费增长率	7.2%	4.4%	1.5%	1.0%	3.5%	3.5%	4.2%	5.0%	1.4%
全年基建增速从8.16%上升至10.5%带来的消费增长率	2.8%	1.9%	0.5%	1.4%	4.0%	2.7%	0.6%	2.4%	5.7%

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