



# 2023 年“稳”字当头

## 靴子落地警惕“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

历史经验显示，前期受益的 Wind 焦煤钢矿和非金属建材需要警惕短期“卖事实”风险；两会后继续关注股指期货、黑色建材的逢低做多机会，大部分工业品将进入到真正考验需求改善的去库阶段。

## 核心观点

### ■ 2023 年主要经济目标

GDP 目标为 5%左右；赤字率为 3%，较去年 2.8%有所上调；全年安排新增专项债限额 3.8 万亿，高于去年的 3.65 万亿；城镇新增就业 1200 万人左右，高于去年的 1100 万人以上，CPI 增速以及失业率目标均持平去年。

### ■ 今年实现 GDP 目标并不难，投资仍是主要抓手

今年实现 GDP 目标并不难。考虑到去年的低基数，以及开年以来出行相关消费的迅速复苏，我们认为今年实现 GDP 目标并不难。我们预计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。

从节奏上来看，预计基建投资二季度将逐渐发力，地产投资改善速度偏缓，全年出口预计仍偏弱，而全年消费将延续复苏，成为市场主要增量。国内宏观投资象限：一季度处于弱复苏阶段，二季度处于稳定回升阶段，保经济政策已逐步发力，两会后刺激力度或将有所前置和强化；下半年变量在于海外的需求下行风险。

### ■ 两会的影响分析

**A 股：两会政策超预期的提振明显。**近十年样本显示，在两会结束后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，但仅限于两会期间，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。

## 目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、GDP 增速目标 5%，稳增长为重要任务	3
发展目标	3
财政政策	3
货币政策	3
产业政策	4
二、历史上的两会走势复盘	8
历史上的两会走势复盘	8
弱复苏的配置逻辑	8
三、两会对商品的影响分析	10
商品逐渐进入去库阶段	10
投资分项对商品需求的测算	12

## 图表

图 1：房地产投资增速今年或出现拐点   单位：%	7
图 2：出口上半年面临压力   单位：%	7
图 3：当前 GDP 名义增速低于社融增速   单位：%	7
图 4：过去 10 年两会的资产表现复盘   单位：%	8
图 5：过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况   单位：%	10
图 6：主要商品品种 2023 年二季度库存趋势推演	11
图 7：主要商品品种近七年周频库存的分位数水平	11
图 8：近 7 年主要品种产量和消费分位数水平	12
表 1：政府工作报告摘要	4
表 2：国内弱复苏阶段商品表现   单位：%	9
表 3：过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况   单位：%	9

## 一、GDP 增速目标 5%，稳增长为重要任务

### 发展目标

**2023 年全年 GDP 增速目标较为稳健，稳增长仍为重要任务。**2022 年四季度国内 GDP 同比增速录得 2.9%，2022 年全年 GDP 增速为 3%，而此前市场普遍预期今年全年的目标在 5%-5.5%，由各省两会数据，2023 年各省份 GDP 目标增速的加权值为 5.6%，符合往年政府设定目标与全国目标的差值。尽管经济增速目标下调，但就业目标提升。2023 年预设城镇新增就业 1200 万人左右，2022 年该目标为 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右，去年则设为 5.5%以内。2023 年仍要坚持稳字当头、稳中求进。

**赤字率目标上调，财政政策加力提效。**我们注意到今年的赤字率目标拟为 3%左右，处于历史较高水平，而去年的目标在 2.8%左右，今年目标有所上升。这一提升主要来源于完善税费优惠政策，延续和优化现行减税降费、退税缓税等措施。

**制造业投资有望回升。**政府工作报告指出，围绕制造业重点产业，推进关键核心技术攻关，促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，有利于制造业向数字化发展，平台经济有望复苏。同时更大力度吸引和利用外资，扩大市场准入，推动外资项目落地建设，支持制造业投资企稳回升。

### 财政政策

财政政策的定调是“积极的财政政策要加力提效”，地方政府专项债券作为财政政策发力的重要工具，2023 年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，高于 2022 年预设的 3.65 万亿元，符合市场预期的 3.7 万亿-3.8 万亿元，基于 2022 年实际使用的 4.15 万亿元高规模，今年的目标设定已然不低，将刺激基建发力，鼓励和吸引民间资本参与国家项目建设。为防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。推动发展方式绿色转型，重点关注水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施等基建工程，其中风电、光伏、新能源基建等相关投资能够有力拉动铜、铝等有色金属的需求。

### 货币政策

货币政策的重点在于**稳健和精准有力**。延续了 2022 年政治局会议的表述。2022 年央行共降息三次，降准三次，政府工作报告并未改变维持宽松货币政策的基调。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展，表明持续结构化政策工具的使用力度，继续加大对实体的支持，扶持中小微企业和个体工

商户发展。同时保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，有利于外资流入，维持金融市场稳定。

## 产业政策

着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复；加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产；加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平；深化国资国企改革，提高国企核心竞争力；积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定 (CPTPP) 等高标准经贸协议、主动对照相关规则、规制、管理、标准，稳步扩大制度型开放；稳定粮食播种面积，抓好油料生产；推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系；加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题；推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化，大力发展职业教育，推进高等教育创新；推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局；加强养老服务保障，完善生育支持政策体系。

**今年实现 GDP 目标并不难。**考虑到去年的低基数，以及开年以来出行相关消费的迅速复苏，我们认为今年实现 GDP 目标并不难。我们预计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。

从节奏上来看，进一步上调的赤字率目标和新增专项债限额意味着基建投资是对冲出口下行压力的重要抓手，截至今年 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，今年的地方债发行节奏和基建投资预计仍明显前置化，因此预计基建投资二季度将逐渐发力。地产方面，受前期的经济下行周期影响，地产企业的现金流、购地意愿和居民购房信心仍处于缓慢改善的阶段，预计地产投资改善速度偏缓。出口项方面，基于对海外需求下行的趋势研判，全年出口预计仍偏弱；消费项方面，全年将延续复苏，成为市场主要增量。

国内宏观投资象限：一季度处于弱复苏阶段，二季度处于稳定回升阶段，保经济政策已逐步发力，两会后刺激力度或将有所前置和强化；下半年变量在于海外的需求下行风险。

**表 1：政府工作报告摘要**

项目	2023 年	2022 年	2021 年
GDP 增速	5%左右	5.5%左右	6%以上
CPI 增速	3%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	1200 万人左右	1100 万人以上	1100 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右
赤字率	3%	2.8%左右	3.2%左右

专项债限额	3.8 万亿元	3.65 万亿元	3.65 万亿元
减税降费	完善税费优惠政策	退税减税约 2.5 万亿元	实施新的结构性减税
M2 和社会融资 单位国内生产总值能 耗	同名义经济增速基本匹配 单位 GDP 能耗和主要污染物排放量 继续下降, 重点控制化石能源消费	与名义经济增速基本匹配 “十四五”统筹考核	与名义经济增速基本匹配 降低 3% 左右
重点任务	1、着力扩大国内需求; 2、加快建设现代化产业体系; 3、切实落实“两个毫不动摇”; 4、更大力度吸引和利用外资; 5、有效防范化解重大经济金融风险; 6、稳定粮食生产和推进乡村振兴; 7、推动发展方式绿色转型; 8、保障基本民生和发展社会事业	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	1、保持宏观政策连续性稳定性可持续性, 促进经济运行在合理区间; 2、深入推进重点领域改革, 更大激发市场主体活力; 3、依靠创新推动实体经济高质量发展, 培育壮大新动能; 4、坚持扩大内需这个战略基点, 充分挖掘国内市场潜力; 5、全面实施乡村振兴战略, 促进农业稳定发展和农民增收; 6、实行高水平对外开放, 促进外贸外资稳中提质; 7、加强污染防治和生态建设, 持续改善环境质量; 8、切实增进民生福祉, 不断提高社会建设水平
财政政策	积极的财政政策要加力提效; 做好基层“三保”工作	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	积极的财政政策要提质增效、更可持续。因财政收入恢复性增长, 财政支出总规模比去年增加, 重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度; 各级政府都要节用为民、坚持过紧日子, 确保基本民生支出只增不减, 助力市场主体青山常在、生机盎然
财政政策 (减税降费)	完善税费优惠政策, 对现行减税降费、退税缓税等措施, 该延续的延续, 该优化的优化	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	继续执行制度性减税政策, 延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限, 实施新的结构性减税举措, 将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分, 在现行优惠政策基础上, 再减半征收所得税
货币政策	稳健的货币政策要精准有力; 保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配; 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	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融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	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置, 处理好恢复经济与防范风险的关系; 货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配, 保持流动性合理充裕, 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
货币政策 (企业融资)	支持实体经济发展	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	延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策, 加大再贷款再贴现支持普惠金融力度; 延长小微企业融资担保降费奖补政策, 完善贷款风险分担补偿机制; 引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户;



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

大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上；适当降低小微企业支付手续费；优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，中央预算内投资安排6100亿元；继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。；政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区5.3万个。

**扩大投资**

政府投资和政策激励要有效带动全社会投资；加快实施“十四五”重大工程。实施城市更新行动；促进区域优势互补、各展其长；鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力

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

**刺激消费**

把恢复和扩大消费摆在优先位置；多渠道增加城乡居民收入；稳定大宗消费；推动生活服务消费恢复

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；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

多渠道增加居民收入；健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费；稳定增加汽车、家电等大宗消费，取消对二手车交易不合理限制，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系；发展健康、文化、旅游、体育等服务消费

**双碳政策**

推动发展方式绿色转型；深入推进污染防治。加强减污环境基础设施建设，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程；推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系；完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用。推动重点领域节能降碳，持续打好蓝天碧水、净土保卫战

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，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

扎实做好碳达峰、碳中和各项工作；制定2030年前碳排放达峰行动方案；优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电；加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度；实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具；提升生态系统碳汇能力

**产业政策**

着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复；加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产；加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平；深化国资国企改革，提高国企核心竞争力；积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）等高标准经贸协议、主动对照相关规则、规制、管理、标准。稳步扩大制度型开放；稳定粮食播种面积，抓好油料生产；推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系；加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题；推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化，大力发展职业教育，推进高等教育创新；推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局；加强养老服务保障，完善生育支持政策体系

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，促进传统产业转型升级，加快发展先进制造业集群，实施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

继续完成“三去一降一补”重要任务；提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资；增强产业链供应链自主可控能力；发展工业互联网，促进产业链和创新链融合，搭建更多共性技术研发平台；加大5G网络和千兆光网建设力度，丰富应用场景

房地产

有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况；防止无序扩张，促进房地产业平稳发展；加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题

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

坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期；解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

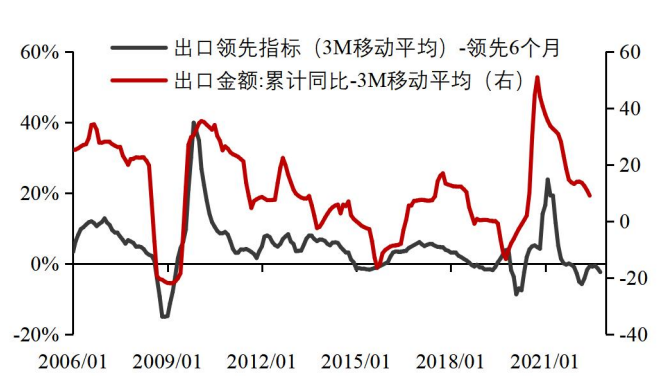
数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

图 1： 房地产投资增速今年或出现拐点 | 单位：%



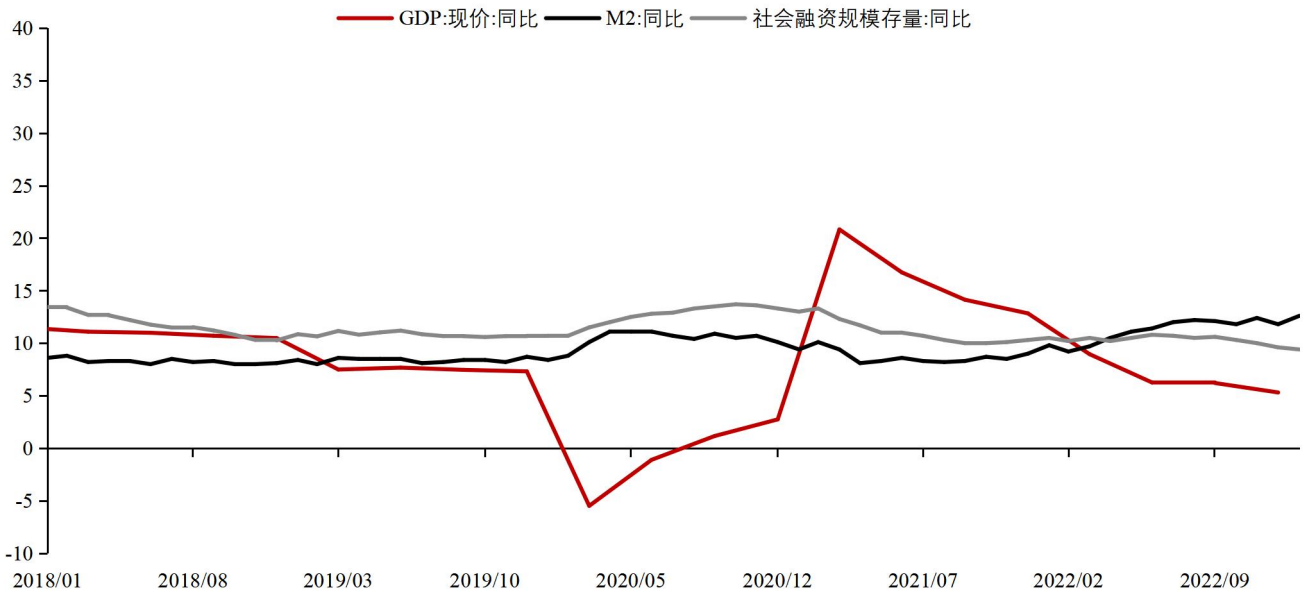
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 出口上半年面临压力 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 当前 GDP 名义增速低于社融增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 二、历史上的两会走势复盘

### 历史上的两会走势复盘

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 4：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	焦煤钢矿	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%	30%	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，目前已提前计价了部分“复苏”预期。

表 2：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

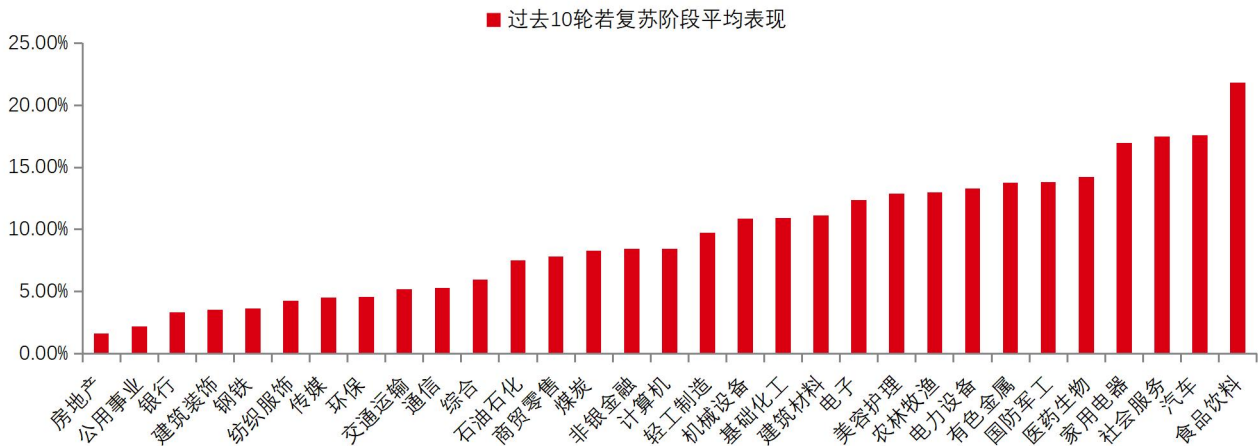
表 3：过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 | 单位：%

	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

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

图 5： 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

### 三、两会 对商品的影响分析

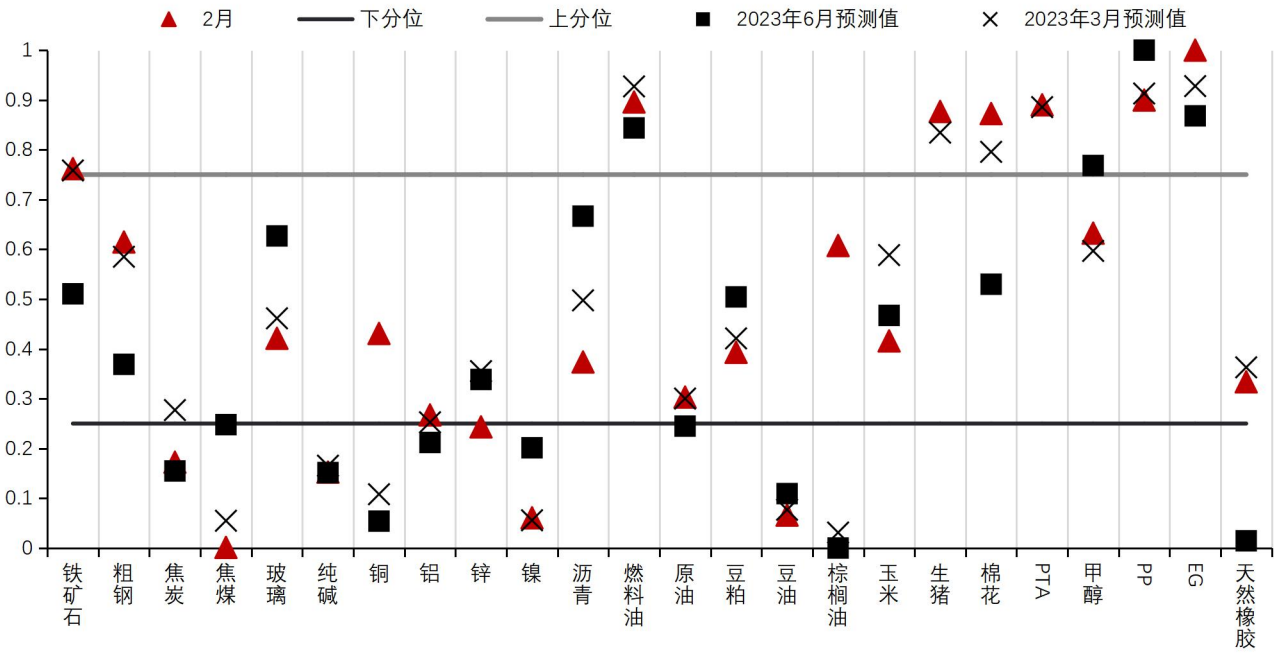
#### 商品逐渐进入去库阶段

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、铝尤其是锌累库速度低于季节性。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。

二季度去库预期品种：铁矿、粗钢、橡胶>铜、铝

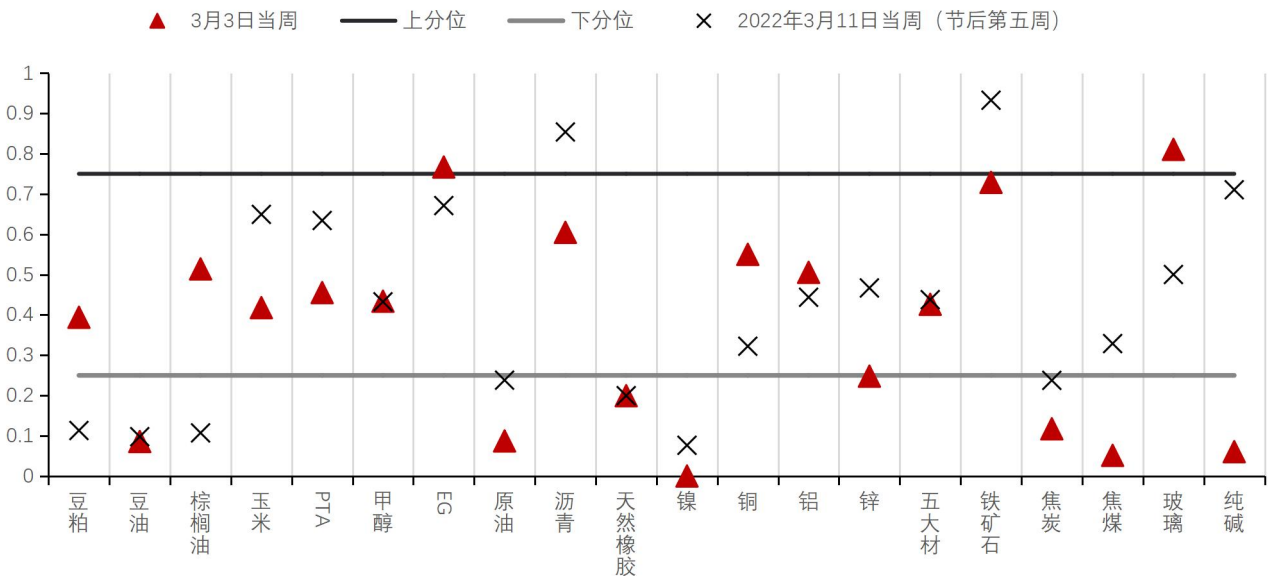
二季度累库预期品种：玻璃、PP、甲醇。

图 6： 主要商品品种 2023 年二季度库存趋势推演



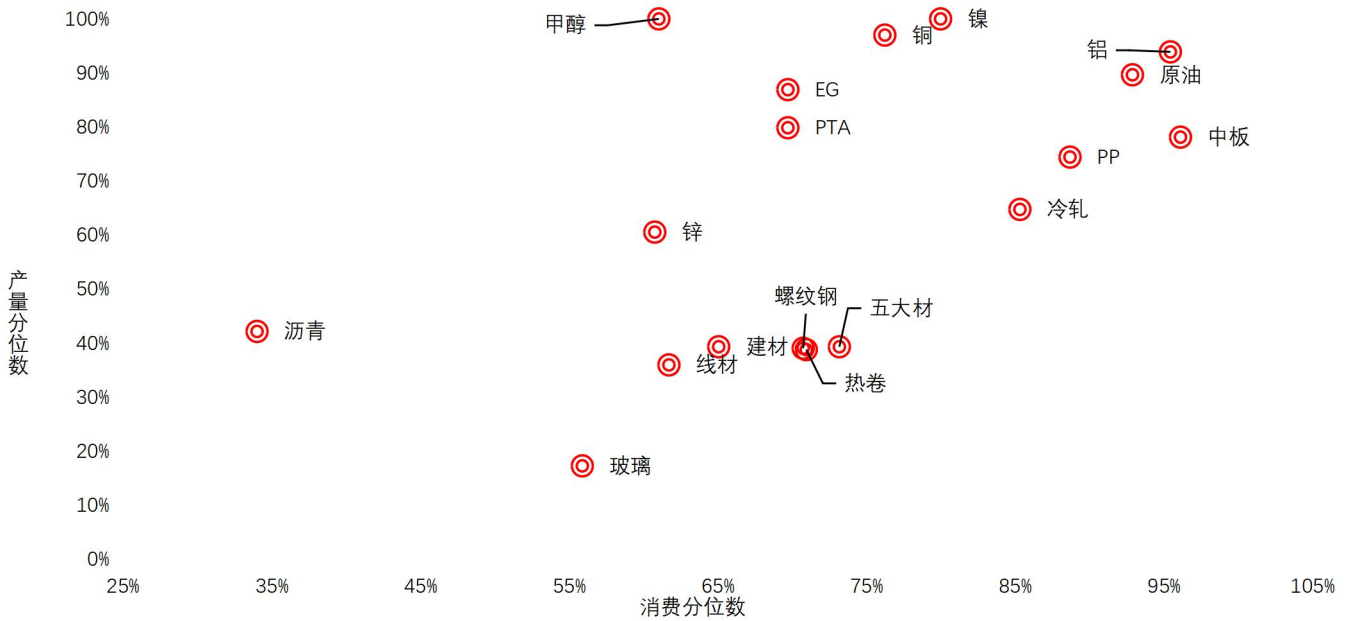
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 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

图 8： 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 9： 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](http://www.htfc.com)