

两会政策对大类配置和商品板块影响几何

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

蔡劭立 FICC组

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

摘要:

➤ GDP 增速目标 5.5% 彰显信心，经济二季度或转向温和复苏

5.5% 的全年 GDP 增速目标较为乐观，凸显政府稳增长信心。2021 年四季度国内 GDP 同比增速录得 4%，2021 年 GDP 两年平均增速为 5.1%，而此前市场普遍预期今年全年的目标在 5%-5.5%，这是一个大致持平于 2021 年的增速目标。而 5.5% 的 GDP 增速目标则意味着稳增长政策将有显著发力，才能较 2021 年的增速有所回升，政府工作报告中也明确指出 5.5% 的 GDP 目标“体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”。

财政政策的定调是“提升积极的财政政策效能”，尽管全年专项债额度持平于去年，但去年四季度尚未完全投入使用的专项债，叠加今年提前下达的 1.46 万亿元专项债额度，结合“适度超前开展基础设施投资”的措辞，今年二季度基建有望显著发力。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建设工程，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。

货币政策重点在于疏通传导渠道，扩大新增贷款规模。2021 年 12 月至今的本轮宽松周期，央行共降准一次、降息两次（LPR），政府工作报告并未改变货币边际转松的基调。而“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”、“扩大新增贷款规模”等措辞显示后续宽松政策仍有一定发力空间，或将配合专项债的放量，为基建投资提供资金支持；此外，“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的基本方针”、“设立金融稳定保障基金”等措辞下，未来金融稳定保障基金的运作模式也值得关注。

综上所述，我们认为随着新一轮宽财政、宽货币、宽信用的政治经济周期逐步发力，一季度国内经济正在触底企稳，预计二季度或将转向温和复苏。

投资项方面，房地产将于一季度探底企稳，二季度开始反弹，下半年逐步改善；基建一季度发力反弹，二季度至下半年逐步改善；制造业上半年逐步高位回落，但仍将维持中等程度景气度韧性。

出口项方面，乐观来看，出口韧性维持上半年中等程度景气度，而下半年或将显著下行；消费项方面，全年持稳运行。

国内宏观投资象限：一季度处于弱衰退后半场；二季度至下半年处于弱复苏阶段；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。

➤ 历史上的两会走势复盘

从历史经验来看，两会也有利于提振市场情绪。我们分析了近十年的两会历史行情发

现，两会对于股指的提振较为明显，在两会结束后一周及后一月，上证综指均有 70% 的样本录得上涨。两会结束后一周及后一月 Wind 商品指数录得上涨的概率也有 60%，其中 Wind 食品板块在两会结束后一周及后一月 70% 概率录得上涨，规律相对明显；其他商品板块并未呈现显著的涨跌规律。

国内大类资产配置逻辑：一季度关注弱衰退，二季度关注弱复苏

“弱衰退”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。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。

弱复苏条件下关注股指的配置机会，商品中的能源、有色和软商品板块也值得关注。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。

两会政策对商品的影响

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。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；基建政策方面，两会指出要积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资。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仍将拖累内需型商品 22 年一季度需求，基本面的右侧第二底大概率在今年一季度出现。我们预计，上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）需求或将于二季度逐步改善。

双碳考核模式转换方面，两会指出要有序推进碳达峰碳中和工作，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。这意味着对“高碳增”的传统行业仍将严格限制发展，总方向保持去产能，这将中长期支撑传统高耗能内需型工业品价格。新能源未来发力方向或为光伏、风电、储能、电网系统升级改造、充电桩等等，这将中长期利多新能源金属（铜、镍、银等）

的价格。

促进消费方面，两会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。汽车产业是化工制品和有色制品的重要下游消费端，家电产业是有色制品的重要下游消费端。**促消费政策后续将对汽车、家电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。**

新基建政策方面，两会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。**

一、GDP 增速目标 5.5%彰显信心，经济二季度或转向温和复苏

1.1 发展目标

2022 年全年 GDP 增速目标较为乐观，凸显政府稳增长信心。2021 年四季度国内 GDP 同比增速录得 4%，2021 年 GDP 两年平均增速为 5.1%，而此前市场普遍预期今年全年的目标在 5%-5.5%，这是一个大致持平于 2021 年的增速目标。而 5.5% 的 GDP 增速目标则意味着稳增长政策将有显著发力，才能较 2021 年的增速有所回升，政府工作报告中也明确指出 5.5% 的 GDP 目标“体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”。

赤字率目标有明显下调并不意味着财政力度下降。我们注意到今年的赤字率目标为 2.8% 左右，而去年的目标在 3.2% 左右，今年目标有明显下降。这一下降主要来源于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。政府明确表示 2022 年；支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，财政力度并没有因为赤字率目标下调而下降。

退减税高达 2.5 万亿，将有力支持制造业投资回升。政府工作报告预计年退税减税约 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，并优先安排小微企业。退税将重点支持制造业等五个行业——制造业、科研和技术服务、生态环保、电力燃气、交通运输。预计能够有力支持制造业投资企稳回升。

1.2 财政政策

财政政策的定调是“提升积极的财政政策效能”，尽管全年专项债额度持平于去年，但去年四季度尚未完全投入使用的专项债，叠加今年提前下达的 1.46 万亿元专项债额度，结合“适度超前开展基础设施投资”的措辞，今年二季度基建有望显著发力。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建设工程，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。

1.3 货币政策

货币政策重点在于疏通传导渠道，扩大新增贷款规模。2021 年 12 月至今的本轮宽松周期，央行共降准一次、降息两次（LPR），政府工作报告并未改变货币边际转松的基调。而“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”、“扩大新增贷款规模”等措辞显示后续宽松政策仍有一定发力空间，或将配合专项债的放量，为基建投资提供资金支持；此外，“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的基本方针”、“设立金融稳定保障基金”等措辞下，未来金融稳定保障基金的运作模式也值得关注。

1.4 产业政策

坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化；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；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；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；有序推进碳达峰碳中和工作，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；继续保障好群众住房需求，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。

综上所述，2022年GDP增速目标设定在5.5%，考虑到二十大将在今年四季度胜利召开，我们认为，随着新一轮宽财政、宽货币、宽信用的政治经济周期逐步发力，一季度国内经济正在触底企稳，预计二季度或将转向温和复苏。

投资项方面，房地产将于一季度探底企稳，二季度开始反弹，下半年逐步改善；基建一季度发力反弹，二季度至下半年逐步改善；制造业上半年逐步高位回落，但仍将维持中等程度景气度韧性。

出口项方面，乐观来看，出口韧性维持上半年中等程度景气度，而下半年或将显著下行；消费项方面，全年持稳运行。

国内宏观投资象限：一季度处于弱衰退后半场；二季度至下半年处于弱复苏阶段；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。

图 1： 政府工作报告摘要

项目	2022 年	2021 年	2020 年
GDP 增速	5.5%左右	6%以上	--
CPI 增速	3%左右	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%左右	6%左右
赤字率	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上
专项债限额	3.65 万亿元	3.65 万亿元	3.75 万亿元
减税降费	退税减税约 2.5 万亿元	实施新的结构性减税	超过 2.5 万亿元
M2 和社会融资	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	显著高于去年
单位国内生产总值 能耗	“十四五” 统筹考核	降低 3%左右	继续下降

重点任务	<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>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。</p>	<p>1、加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业；2、依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能；3、实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变；4、确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收；5、推进更高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘；6、围绕保障和改善民生，推动社会事业改革发展。</p>
财政政策	<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>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。</p>	<p>积极的财政政策要更加积极有为。建立特殊转移支付机制，2万亿资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等。一般性支出要坚决压减，严禁新建楼堂馆所，严禁铺张浪费。各级政府必须真正过紧日子，中央政府要带头，中央本级支出安排负增长，其中非急需非刚性支出压减50%以上。</p>
财政政策 (减税降费)	<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。</p>	<p>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。</p>	<p>预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率政策；到期的减税降费政策延续到年底，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费；小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。</p>
货币政策	<p>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</p>	<p>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。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合</p>	<p>稳健的货币政策要更加灵活适度；综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；保持人民币汇率在合理均衡水平上基本</p>

	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。	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;	稳定; 创新直达实体经济的货币政策工具, 务必推动企业便利获得贷款, 推动利率持续下行。
货币政策 (企业融资)	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。	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。 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。	中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底, 对普惠型小微企业贷款应延尽延。 大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%。 加强监管, 防止资金“空转”套利, 打击恶性逃废债。
扩大投资	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。	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。	安排地方政府专项债券3.75万亿元, 中央预算内投资安排6000亿元。 重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设, 主要是: 加强新型基础设施建设, 发展新一代信息网络, 拓展5G应用, 建设数据中心, 增加充电桩、换电站等设施, 推广新能源汽车。 新开工改造城镇老旧小区3.9万个。加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金1000亿元。
刺激消费	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。	支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展, 推动线上线下融合。促进汽车消费。发展养老、托幼服务。发展大健康产业。
双碳政策	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, 推进能源绿色低碳转型。	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。	提高生态环境治理成效。 突出依法、科学、精准治污。深化重点地区大气污染治理攻坚。 加强污水、垃圾处置设施建设, 推进生活垃圾分类。 壮大节能环保产业。

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。

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。

实施重要生态系统保护和修复重大工程，促进生态文明建设。

产业政策

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**。

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。

大幅增加制造业中长期贷款。
发展**工业互联网**，推进**智能制造**，培育**新兴产业集群**。
发展**研发设计、现代物流、检验检测认证**等生产性服务业。
电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“**互联网+**”，打造数字经济新优势。

房地产

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**

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

坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39171

