

乐观情绪不断强化，大宗商品持续走高

摘要

一、制造业加快修复，消费修复较为缓慢。11月国内经济继续稳健复苏，需求端表现相对亮眼，其中，外需回暖叠加出口替代效应，出口增长持续带来超预期的贡献；制造业投资单月增速大幅提升带动固定资产投资稳中有升，地产投资维持较强的韧性，不过，尽管财政支出有所加快，但基建投资表现依旧不温不火；居民实际可支配收入提升，带动社会消费持续回暖，但疫情仍有反复，消费修复速度仍然偏慢。在内外需同步改善的情况下，工业生产保持稳健。

往后看，随着基建、地产、外需的不断修复，制造业需求正在加快回归，企业利润明显改善，产能扩张的动力得到强化，后续制造业投资有望加速修复；而海外多国开始注射疫苗，有望在明年大面积普及，受疫情压制的消费如文化旅游等消费有望进一步回归，社会消费将成为经济增长的重要支撑。总体来看，我们认为经济有望持续稳健复苏，而制造业和消费将成为新的亮点。

二、政策不急转弯，或逐步回归常态化。中央经济工作会议强调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”。当前国内经济尚未完全恢复，需要宏观政策上的连贯支持，政策过快转向可能导致经济复苏节奏放缓，信用风险事件频发等问题，因此，明年的政策预计不会快速转向，将保持一定的连续性和稳定性，市场所担心的货币政策快速收紧的情况或不会出现。但也强调了“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”，意味着货币政策仍将逐步向中性和常态化回归。

三、经济复苏预期不断强化，大宗商品持续走高。11月经济数据强化了未来的复苏预期，制造业投资加快修复成为新的亮点。而央行再度超额续作MLF（9500亿），表明短期维持流动性合理充裕的态度不变，缓解了市场对于货币政策进一步收紧的担忧，中央经济工作会议强调政策不急转弯，市场情绪仍较为乐观，我们维持前期的观点，坚定看好大宗商品的长期表现。铜、铝、钢材等金属有望延续强势表现，原油化工有望随着疫苗的普及和疫情的逐渐结束而迎来爆发。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、经济

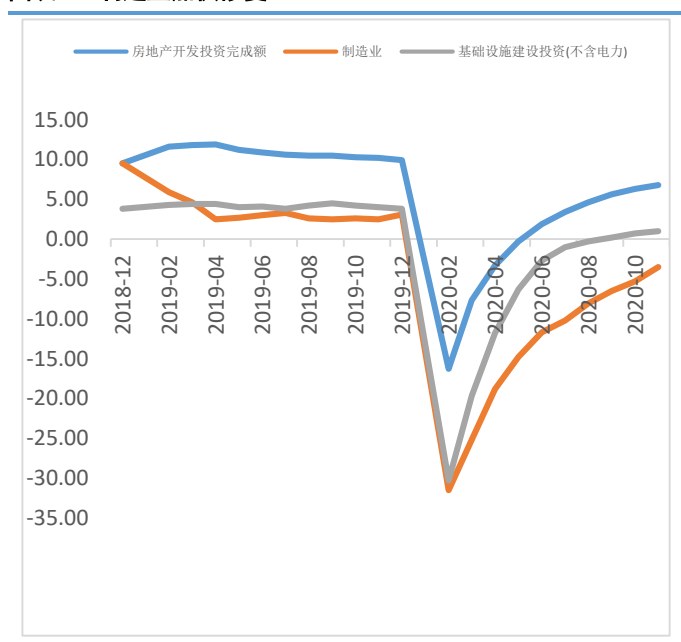
1) 经济持续稳健复苏

1、制造业加快修复，消费修复较为缓慢

11月工业增加值同比增长7.0%，较前值回升0.1个百分点，与预期持平。1-11月，固定资产投资累计同比增2.6%，较前值回升0.8个百分点，与预期持平；其中，制造业投资累计同比下降3.5%，降幅较前值收窄1.8个百分点；地产投资累计同比增长6.8%，增幅较前值扩大0.5个百分点；基础设施投资累计同比增长1.0%，增幅较前值扩大0.3个百分点。11月份，社会消费品零售同比增长5.0%，较10月份加快0.7个百分点，与预期增速持平。

11月国内经济继续稳健复苏，需求端表现相对亮眼，其中，外需回暖叠加出口替代效应，出口增长持续带来超预期的贡献；制造业投资单月增速大幅提升带动固定资产投资稳中有升，地产投资维持较强的韧性，不过，尽管财政支出有所加快，但基建投资表现依旧不温不火；居民实际可支配收入提升，带动社会消费持续回暖，但疫情仍有反复，消费修复速度仍然偏慢。在内外需同步改善的情况下，工业生产保持稳健。

图表 1：制造业加快修复



数据来源：Wind

图表 2：社会消费修复较为缓慢



数据来源：Wind

2、逐步回归常态化

中央经济工作会议12月16日至18日在北京举行。会议总结2020年经济工作，分析当前经济形势，部署2021年经济工作。我们对此次会议做了解读。通篇来看，我们认为：

1) “明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”。当前国内经济尚未完全恢复，需要宏观政策上的连贯支持，政策过快转向可能导致经济复苏节奏放缓，信用风险事件频发等问题，因此，明年的政策预计不会快速转向，将保持一定的连续性和稳定性，市场所担心的货币政策快速收紧的情

况或不会出现。但也强调了“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”，意味着货币政策仍将逐步向中性和常态化回归。

2) “坚持扩大内需这个战略基点”。这与前几天召开的政治局会议相对应，通过改革的手段释放需求的潜力，推动需求升级，国内需求主要包括投资与消费两个方面。从投资来看，通过新基建、制造业设备更新和技术升级、城市更新行动等扩大有效投资，推动新兴产业的发展；从消费来看，通过完善社保、转移支付等再分配机制提高中低收入群体的消费能力，适当增加公共消费，逐步实现基本公共服务的均等化。

3) “解决好大城市住房突出问题”。地产调控不会明显松动，明年楼市政策仍将保持从严态势，同时，会议重点强调了发展租赁房市场，完善长租房政策，增加租赁房的土地供应，意味着租赁房发展受到高度重视，有了政策上的支持，或将得到进一步发展。考虑到近年来长租房的发展存在较多问题，有必要加强管理和整顿，后续租赁房市场的监管或得到强化。

图表 3：中央经济工作会议政策基调

	2018 年	2019 年	2020 年
财政政策	积极的财政政策强调要实施更大规模的减税降费、较大幅度增加地方政府专项债券规模。	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度， 增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 保持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，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系 ，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持
汇率	维持人民币汇率基本稳定		深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
房地产	构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持房地产因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	解决好大城市住房突出问题。住房问题关系民生福祉。 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。

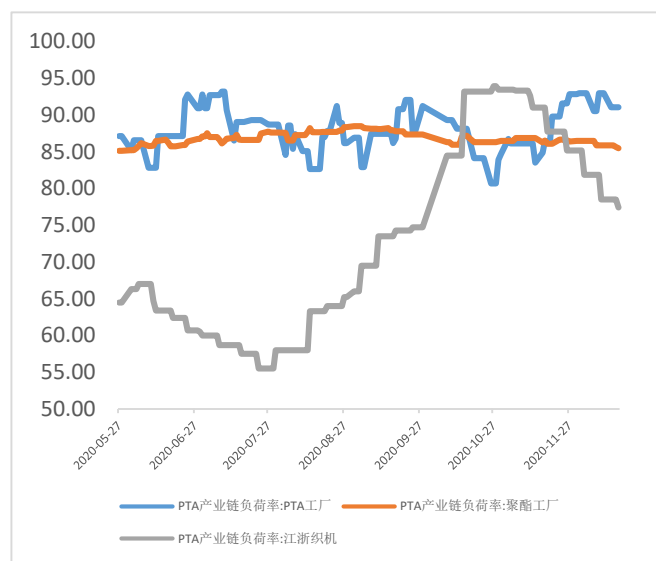
数据来源：国贸期货根据公开资料整理

2) 工业生产平稳运行

化工：需求有所回暖，生产高位回落。需求方面，上周 PTA 产业链产品价格普遍上行，其中 PTA、聚酯切片、涤纶 POY 价格同步上涨。不过，生产端高位回落，上周 PTA 产业链负荷率多数下降，其中仅 PTA 开工率持稳，聚酯工厂、江浙织机均有下降。

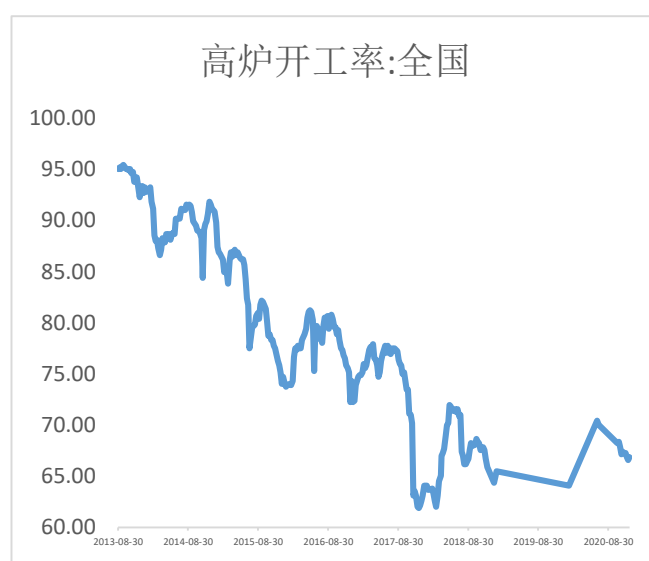
钢材需求稳健，生产小幅回升。本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率回升至 66.85%，受去年同期高基数影响，样本钢厂钢材产量增速进一步下滑。需求端尚属稳健，使得本周钢材库存继续去化，其中社会库存继续去化，厂库小幅回补。本周钢价继续大幅上涨，钢厂利润明显改善。

图表 4：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 5：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

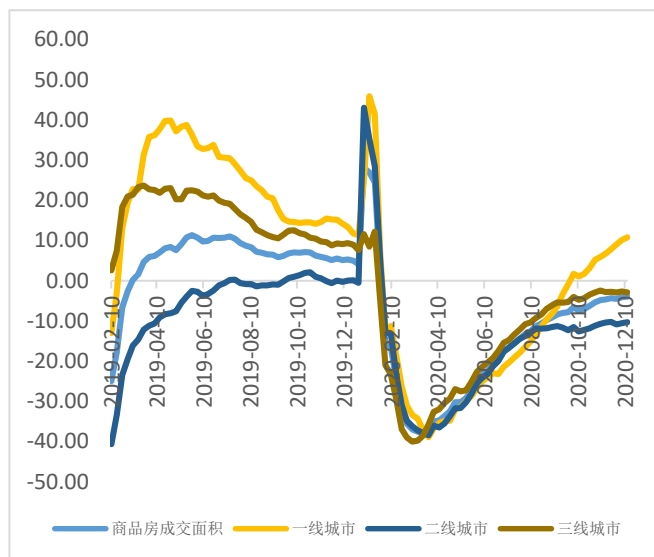
3) 地产销售维持暖势，汽车销售保持稳健

地产销售维持暖势，土地成交保持低位。12 月以来，30 大中城市商品房成交面积为 1020.72 万平方米，同比上升 5.68%，较 11 月下降 1.7 个百分点。其中一线城市商品房成交面积为 236.64 万平方米，同比大幅上升 56.31%；二线城市商品房成交面积为 487.52 万平方米，同比小幅下降 2.74%；三线城市商品房成交面积为 296.55 万平方米，同比下降 5.32%。土地市场成交依旧冷清，上周百城土地成交面积和同比增速均有下滑。

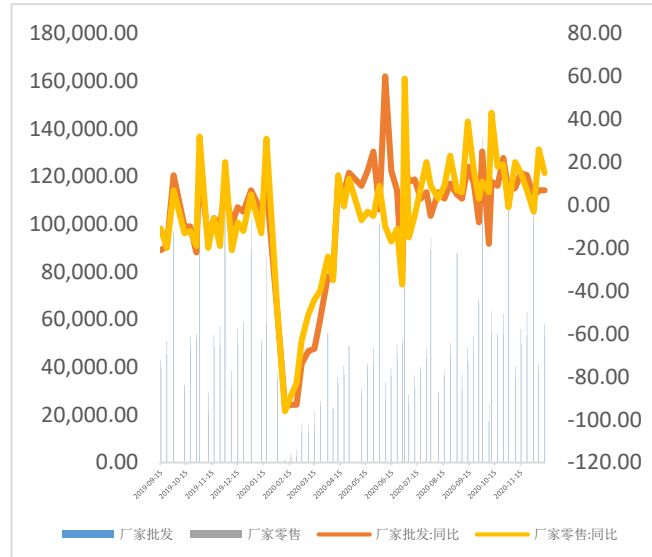
12 月汽车销售继续保持稳健，生产大幅下滑。上周乘用车日均销售量批发、零售分别同比增长 7%、15%，虽然较 11 月略有下滑，但整体仍保持高位，体现出汽车行业稳步回暖的趋势。而生产端有所下滑，上周半钢胎开工率下行至 60.45%。

图表 6：30 大中城市地产销售情况

图表 7：当周日均销量:乘用车



数据来源: Wind



数据来源: Wind

二、物价：短期通缩预期升温

1) 本周食品价格多数上涨。受供给端扰动，本周食品价格多数上涨，其中，猪肉均价环比上涨 2.12%，蔬菜均价环比上涨 3.09%，鸡蛋、水果等不同程度上涨。

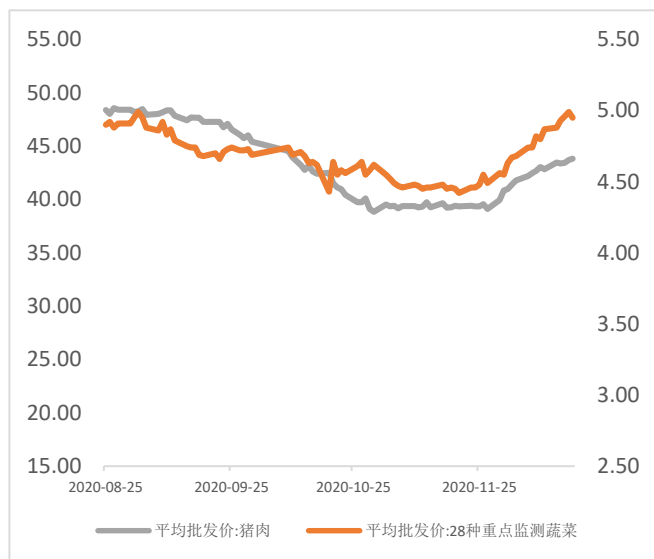
2) 高基数下，国内通缩预期有所升温。本周食品价格多数上涨，一方面，冬季食品的生产运输易受天气影响，另一方面，生活消费需求回升，食品价格跌幅或放缓。不过，高基数下，食品价格的或继续拖累 CPI；非食品方面，主要产品的供需矛盾不大，非食品价格或继续地位波动。

总的来看，到明年 1 月份之前，随着基数的抬升，CPI 还能继续下降，通缩预期有所升温。不过，随着经济的复苏以及商品价格的回暖，明年的通胀或重新回升。实际上，本轮的结构性通胀和通缩主要是食品价格引发的，扣除食品和能源价格后的核心 CPI，连续 5 个月保持稳定，后续则有望随着消费的进一步恢复而抬升。

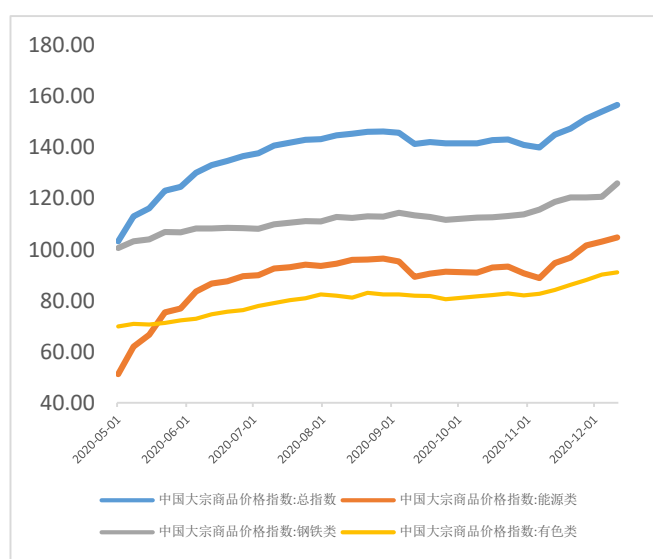
3) 需求加快复苏，PPI 进入修复通道。12 月以来，疫情的影响显著减弱，大宗商品价格大幅上涨，后续随着疫苗的普及，全球经济将加快复苏，工业品需求将持续改善，PPI 将继续处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，明年 PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

图表 8：本周食品价格多数上涨

图表 9：大宗商品价格多数上行



数据来源: Wind



数据来源: Wind

三、政策与消息面

国内:

1、中央经济工作会议：明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。强化反垄断和防止资本无序扩张，金融创新必须在审慎监管的前提下进行；要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为；要规范发展第三支柱养老保险；要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。。

2、商务部、银保监会：关于给予重点外资企业金融支持有关工作的通知。《通知》提出，要强化金融支持稳外资作用，进一步提高金融支持政策精准性、直达性，帮助重点外资企业应对疫情冲击、化解融资难题。《通知》要求，各地要建立健全工作机制，强化工作联动，及时、全面了解重点外资企业融资需求及投资经营情况，举办“银企对接”活动，促进供需精准对接，提升金融服务质量。

3、发改委、商务部发布《外商投资安全审查办法》，2021年1月18日起施行。对于“证券领域外商投资安全审查规定何时出台”，发改委称，外国投资者通过证券交易所或者国务院批准的其他

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_560

