

国内宏观周报

“需求侧改革”释放新红利

■ 核心摘要

本周宏观经济主要变化如下：

1、12 月 11 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2021 年经济工作。主要传递出以下几个关键信号：1) 肯定经济复苏进展，但仍强调不确定性。中央对经济增长仍然保持了忧患意识，从而在财政和货币政策正常化方面，或许不会走得太快。2) 首提“需求侧改革”，推进扩大消费的基础性改革。过去在消费政策上，往往以简单刺激部分领域商品消费为主（譬如汽车、家电），但几轮刺激政策下来，形成了对未来消费的透支，造成了一定的负面效果。在“内循环”的导向下，未来可以期待更多关注于“公平”的政策推出。3) 强化反垄断和防止资本无序扩张，抓好各种存量风险化解和增量风险防范。监管适应当前数字经济发展的新背景，对平台垄断开始予以更大关注，也是培育高标准市场体系，避免两极分化、贫富差距拉大的应有之义。

2、美国新增死亡病例继续快速攀升，防疫措施推出的可能性加大。目前海外资本市场主要受疫苗即将推出的支撑，考虑到疫苗大规模推广需要一个过程，即将到来的圣诞节可能加剧疫情扩散风险，以及美国推出防控措施的可能性加大，需要警惕海外资本市场快速上涨之后的波动。相反，欧洲和印度疫情均已进入退潮阶段，这对美元指数带来压制。

3、周期品市场亢奋。本周南华工业品价格指数涨幅进一步扩大，达到 7.86%，上游工业品价格持续大幅攀升，并向中游原材料价格传导，主要工业品价格普遍上涨。

4、债券市场窄幅波动，收益率曲线陡峭化。1) 本周央行减少公开市场资金投放，使货币市场利率收敛于政策利率附近，近期银行间流动性宽松状态缓和了市场对货币政策收紧的预期。2) 受流动性预期好转带动，1 年期国债收益率下行 3.23bp；10 年期国债收益率上行 2.49bp，调整主要集中在周五。因工业品价格持续蹿升，再度加重了货币政策收紧的预期，致使“股债双杀”。我们认为，对通胀问题不必过于担忧，在本轮经济复苏中，海外（尤其美国）是需求的提供者，而国内呈现“供给>需求”的局面，是全球供给缺口的弥补者。面对大宗商品价格上涨，我国的终端需求缺乏强支撑，不足以带动国内出现明显的通胀压力。当然，随着名义 GDP 的抬升，我国无风险利率上行的过程尚未结束，尤其明年二季度在 CPI 和 PPI 同比回升的过程中，可能还会对市场情绪造成冲击，但预计不足以推动货币政策正常化的节奏加快。从而债券收益率进一步上行的空间并不大，10 年国债收益率或以 3.6%为顶。

5、人民币汇率出现小幅回调，主要原因是中美关系呈现出再度拉紧的风险（美国对更多中国官员的制裁、以及禁止购买部分中资企业股票）。12 月 11 日，央行、外管局决定将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。此举降低了金融机构可借入的外债额度（企业的调节参数不变，体现对实体经济的支持）。而今年 3 月 12 日，央行和外管局首次将全口径的跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25，当时面临的是“美元荒”下的资本外流和人民币贬值压力。本次逆向调控，显然是源于政府对人民币汇率大幅升值的进一步关注，希望市场树立“汇率中性”的操作行为，避免形成人民币升值的单边预期。

一、中央政治局会议首提“需求侧改革”

12月11日，中共中央政治局召开会议，分析研究2021年经济工作。主要传递出以下几个关键信号：

1、肯定经济复苏进展，但仍强调不确定性。7月30日政治局会议对经济形势的表述是“当前经济形势依然复杂严峻，不稳定不确定性较大”，本次会议改为“我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性”。同时继续强调了“六稳”“六保”工作，并有“努力保持经济运行在合理区间”、“确保‘十四五’开好局”的表述。这些表述意味着中央对经济增长仍然保持了忧患意识，从而在财政和货币政策正常化方面，或许不会走得太快。

2、首提“需求侧改革”，推进扩大消费的基础性改革。本次会议提出“要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能”。2016年以来供给侧结构性改革取得显著成效，但在激发消费潜力、夯实国内市场方面，一直缺乏整体性、深层次的改革政策配合。“内循环”强调国内市场的作用，这也是中国经济最大的韧性来源。

过去在消费政策上，往往以简单刺激部分领域商品消费为主（譬如汽车、家电），但几轮刺激政策下来，形成了对未来消费的透支，造成了一定的负面效果。而要从根本上夯实国内消费市场，需要在收入分配、社会保障等方面推出实质性改革，缩小居民贫富差距，提升消费能力和意愿，今年的要素市场化改革文件就是一个重要层面。“注重需求侧改革”的提法，标志着全面扩大消费、全面推动改革的决心。中国改革开放的规划是“先后带动后富”，本次会议还提出“要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接”，也意味着在“内循环”的导向下，未来可以期待更多关注于“公平”的政策推出。

3、强化反垄断和防止资本无序扩张，抓好各种存量风险化解和增量风险防范。今年1月，国家市场监管总局发布《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》，实施11年多的《反垄断法》迎来首次“大修”；11月10日，国家市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，对公众关注的平台经济领域“二选一”、“大数据杀熟”、“搭售行为”等方面均做出了相应规定。监管适应当前数字经济发展的新背景，对平台垄断开始予以更大关注，也是培育高标准市场体系，避免两极分化、贫富差距拉大的应有之义。此外，在“三大攻坚战取得决定性成果”之后，继续强调存量风险化解和增量风险防范、持续改善生态环境质量、巩固拓展脱贫攻坚成果，一段时间内，金融领域、房地产领域、环保领域严监管的要求不会放松。

图表1 政治局会议主要内容比较

	2020年12月11日	2020年7月30日	2019年12月6日
形势判断	面对严峻挑战和重大困难，我国交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷，我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体。我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性。	经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期，三大攻坚战扎实推进。当前经济形势依然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识。	今年以来，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，……，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得了新的重大进展。
总体思路	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会	2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，我们要实现第一个百年奋斗目标。坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，

	做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年。	发展目标任务。	坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。
财政货币	科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间。	要确保宏观政策落地见效。 财政政策要更加积极有为、注重实效。 要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。 货币政策要更加灵活适度、精准导向。 要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。	坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具。
供给侧改革	要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。		坚持以供给侧结构性改革为主线。
消费	形成强大国内市场。	要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。	
房地产	促进房地产市场平稳健康发展。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。	
产业和资本	增强产业链供应链自主可控能力。强化反垄断和防止资本无序扩张。	要提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板 and 锻长板。要全力巩固农业基础地位。	要加快现代化经济体系建设，推动农业、制造业、服务业高质量发展。
科技	强化科技战略支撑。	坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新。	提升科技实力和创新能力。
三农	夯实农业基础。	全力巩固农业基础地位。要加大脱贫攻坚力度，确保现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽。	推动农业高质量发展。
三大攻坚战	三大攻坚战取得决定性成果。持续改善生态环境质量。巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接。要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。	三大攻坚战扎实推进。	要坚决打好三大攻坚战，确保实现脱贫攻坚目标任务，确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，确保不发生系统性金融风险。

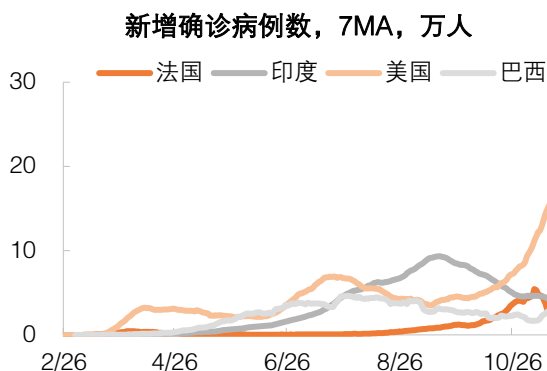
资料来源：wind, 平安证券研究所

二、周期品市场亢奋

2.1 美国疫情进一步恶化

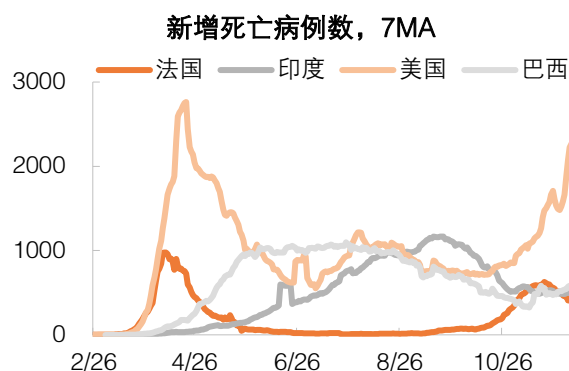
美国新增死亡病例继续快速攀升，防疫措施推出的可能性加大。12月11日，全球单日新增病例数超70万例，其中美国单日新增病例数达25.6万例，再创新高。与此同时，美国死亡病例数继续快速攀升，目前已接近4月高点，美国医疗资源挤兑风险增大，疫情防控措施推出的可能性增加，这将使美国经济复苏步伐放缓。目前海外资本市场主要受疫苗即将推出的支撑，考虑到疫苗大规模推广需要一个过程，即将到来的圣诞节可能加剧疫情扩散风险，以及美国推出防控措施的可能性加大，需要警惕资本市场快速上涨之后的波动。相反，欧洲和印度疫情均已进入退潮阶段，这对美元指数带来压制（错误!未找到引用源。、错误!未找到引用源。）。

图表2 本周美国疫情进一步恶化，欧洲、印度则好转



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 本周美国新增死亡病例继续快速攀升(人)



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.2 周期品市场亢奋

本周南华工业品指数涨幅进一步扩大，达到7.86%，上游工业品价格持续大幅攀升，并向中游原材料价格传导，主要工业品价格普遍上涨（图表4、图表5）。

原油价格继续上扬，布油重返50美元/桶上方。布伦特原油价格上涨3.16%，收于50.25美元/桶，为3月以来首次重返50美元/桶心理关口上方（错误!未找到引用源。）。11月以来原油价格回升较快，疫苗对市场情绪的提振明显。本周煤炭价格指数继续飙升，冬季煤炭需求高峰，但由于产量受限和进口限制，今年形成了明显的需求缺口，预计年底煤价还将高位运行，关注后续调控措施。

南华螺纹钢指数亦有较大幅度的上涨，不过近期铁矿石价格涨幅大于钢材价格涨幅，影响钢厂利润（错误!未找到引用源。）。12月10日，中钢协组织钢铁企业召开铁矿石市场座谈会，与会企业认为，当前铁矿石价格上涨已偏离供需基本面，大幅超出钢厂预期，资本炒作迹象明显。后续可能需要警惕铁矿石价格大幅上涨潜藏的泡沫。

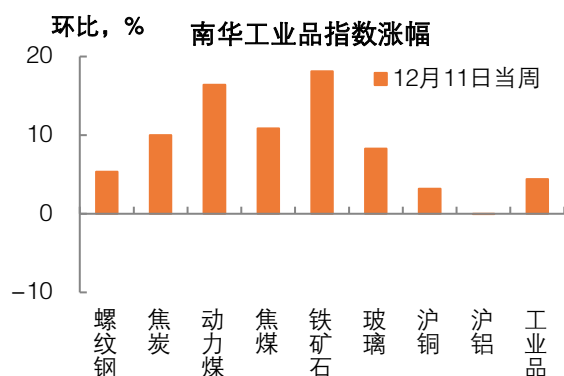
南华PTA价格指数延续低位运行，当前依然处于PTA行业产能过剩阶段，且金九银十之后下游需求（主要是纺织品需求）偏淡。而南华PVC价格指数进一步上行，金九银十之后社会库存持续回落（主要反映房地产及其衍生产品需求向好），加之原料电石（源头是煤炭）的采购价也创新高，持续推升其价格（错误!未找到引用源。）。PTA与PVC价格分歧，体现出中国经济复苏中的行业分化，以及上游原材料价格的影响。

图表4 本周南华工业品指数涨幅进一步扩大



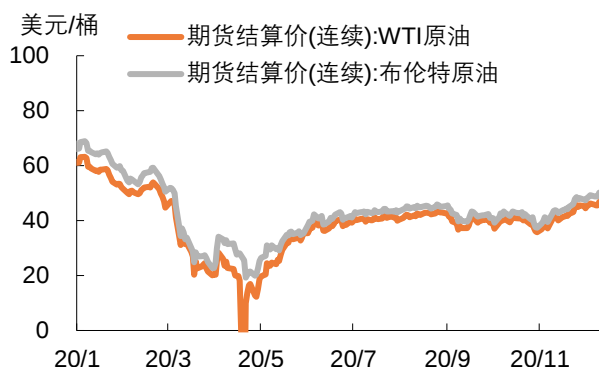
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周上游工业品涨幅最大



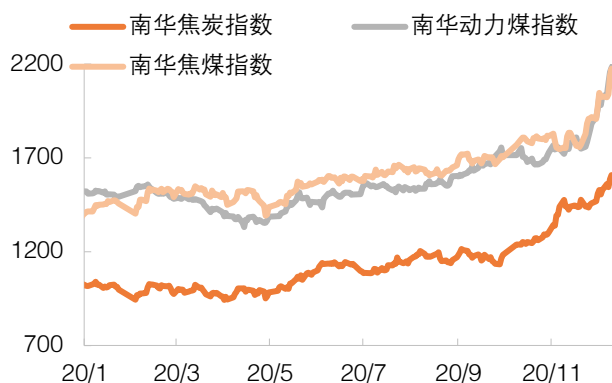
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周原油价格继续回升



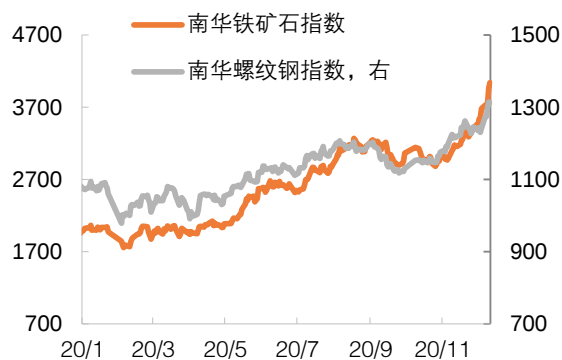
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 本周煤炭价格指数飙升



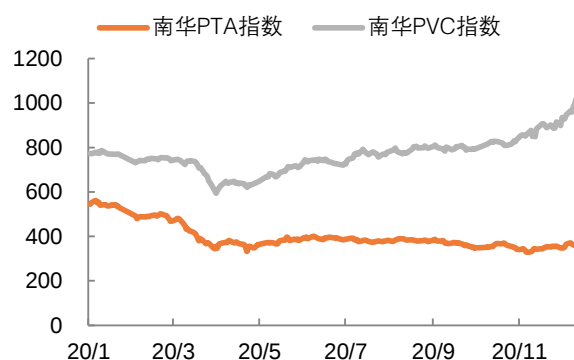
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 本周铁矿石价格对螺纹钢价格产生成本推动



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 本周PTA指数处于低位而PVC指数上行



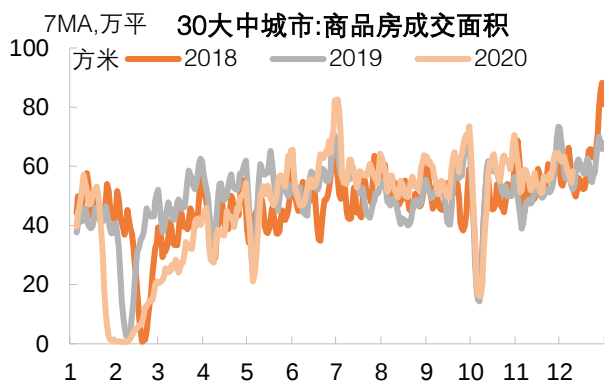
资料来源:wind, 平安证券研究所

2.3 土地市场有所降温

房地产销售保持平稳，百城土地供应延续偏弱状态。本周 30 大中城市商品房成交面积较上周略有回落，（图表 10）。上周 100 大中城市供地土地占地面积继续季节性下滑，并弱于过去两年同期（图表 11）。成交土地总价和成交土地溢价率亦有明显回落。

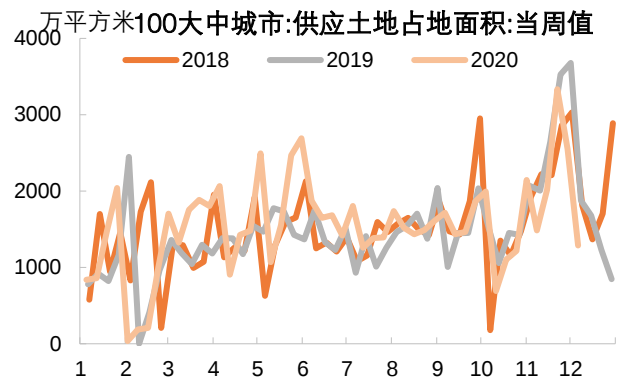
11 月汽车产销再创年内新高。中汽协数据显示，中国 11 月汽车销量 277 万辆，同比增长 12.6%；新能源汽车销量 20 万辆，同比增长 104.9%。12 月 10 日，在商务部例行新闻发布会上，商务新闻发言人高峰表示，将鼓励相关地区优化汽车限购措施，开展新一轮汽车下乡和以旧换新。高峰表示，为进一步巩固消费持续回暖态势，今年底明年初，商务部将会同有关部门和地方，从市场体系建设、开展消费促进活动、营造良好消费环境等方面，开展一系列的促消费工作。包括开展新一轮汽车下乡和以旧换新，以及对居民购买智能家电、绿色家具进行补贴。

图表 10 本周房地产销售保持平稳



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 11 上周供应土地面积仍弱于过去两年同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.4 食品价格延续季节性上扬

本周农产品批发价格指数延续季节性上扬，没有带来额外通胀通缩压力（图表 12）。猪肉批发价环比上涨 2.5%，涨幅较上周略有回落，11 月猪肉价格有较大幅度的回落，但随着北方猪肉消费需求加大、以及南方腌制腊肉需求增加，同时饲料价格上涨较快，近期猪肉价格呈现回升态势。鸡蛋价格继续企稳回升，鸡蛋供求关系有所改善。蔬菜、水果价格延续季节性上涨（图表 13）。

图表 12 本周农产品批发价格指数延续季节性上扬

图表 13 本周猪肉价格环比涨幅缩窄

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_892

