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，政策过快转向可能将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

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

一、经济

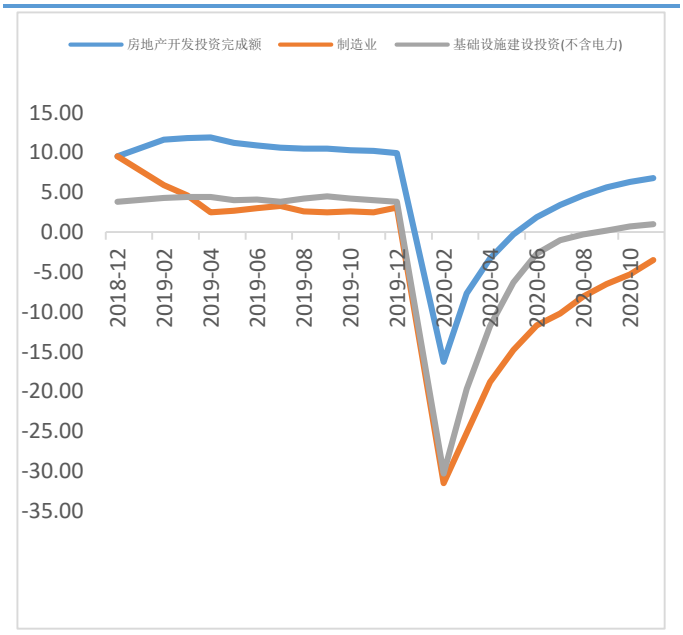
1）经济持续稳健复苏

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，政策过快转向可能将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

专业·诚信·进取·共赢

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

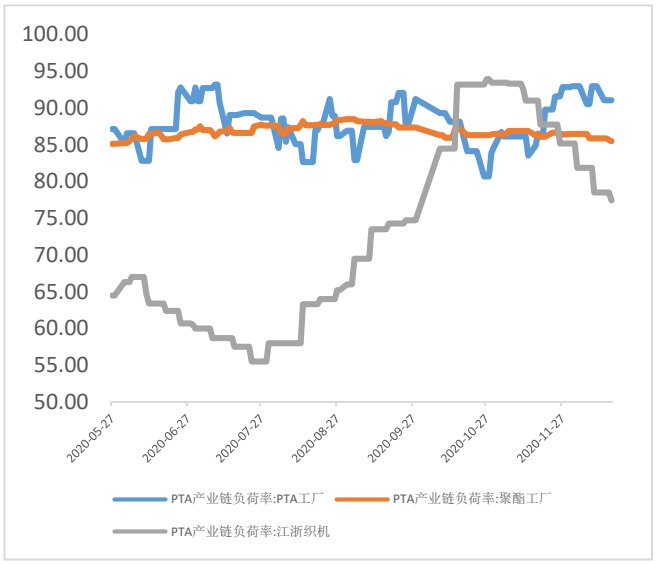
专业·诚信·进取·共赢

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。

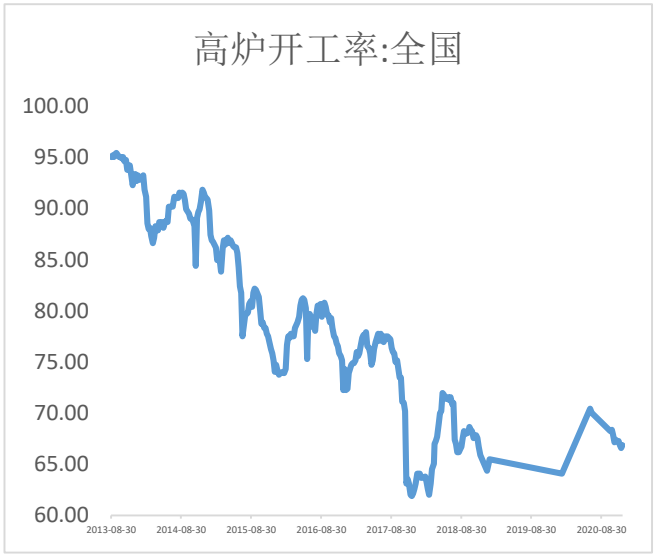
钢材需求稳健，生产小幅回升。本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率回升至 66.85%，受去年同期高基数影响，样本钢厂钢材产量增速进一步下滑。需求端尚属稳健，使得本周钢材库存继续去化，其中社会库存继续去化，厂库小幅回补。本周钢价继续大幅上涨，钢厂利润明显改善。

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

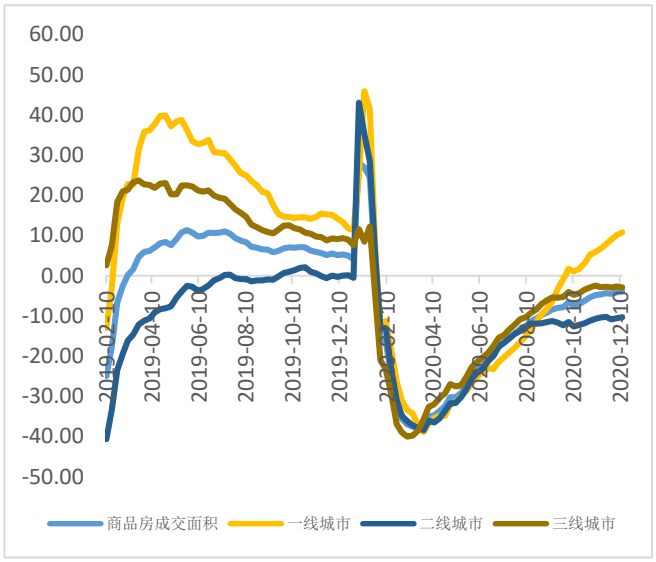
地产销售维持暖势，土地成交保持低位。12 月以来，30 大中城市商品房成交面积为 1020.72 万平方米，同比上升 5.68%，较 11 月下降 1.7 个百分点。其中一线城市商品房成交面积为 236.64 万平方米，同比大幅上升 56.31%；二线城市商品房成交面积为 487.52 平方米，同比小幅下降 2.74%；三线城市商品房成交面积为 296.55 万平方米，同比下降 5.32%。土地市场成交依旧冷清，上周百城土地成交面积和同比增速均有下滑。

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%。

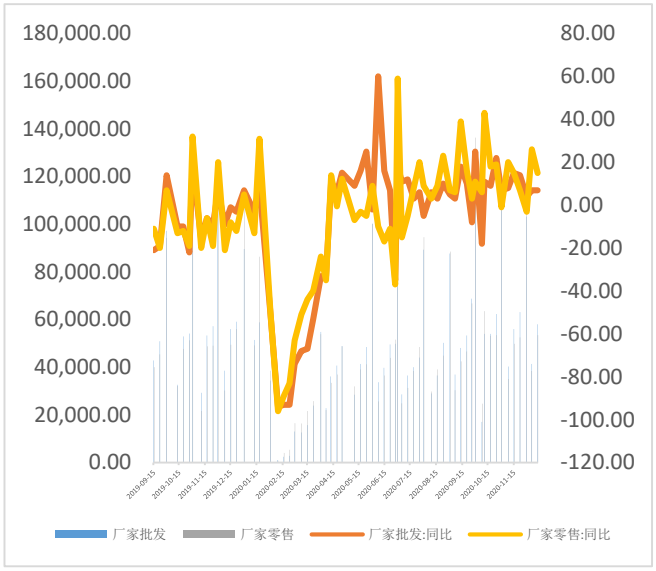
图表 6：30 大中城市地产销售情况

图表 7：当周日均销量:乘用车

专业·诚信·进取·共赢



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。

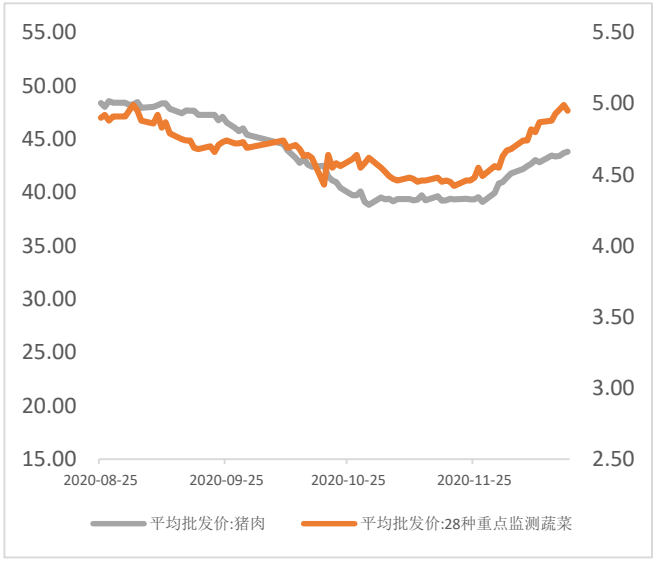
总的来看，到明年 1 月份之前，随着基数的抬升，CPI 还能继续下降，通缩预期有所升温。不过，随着经济的复苏以及商品价格的回暖，明年的通胀或重新回升。实际上，本轮的结构性通胀和通缩主要是食品价格引发的，扣除食品和能源价格后的核心 CPI，连续 5 个月保持稳定，后续则有望随着消费的进一步恢复而抬升。

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。

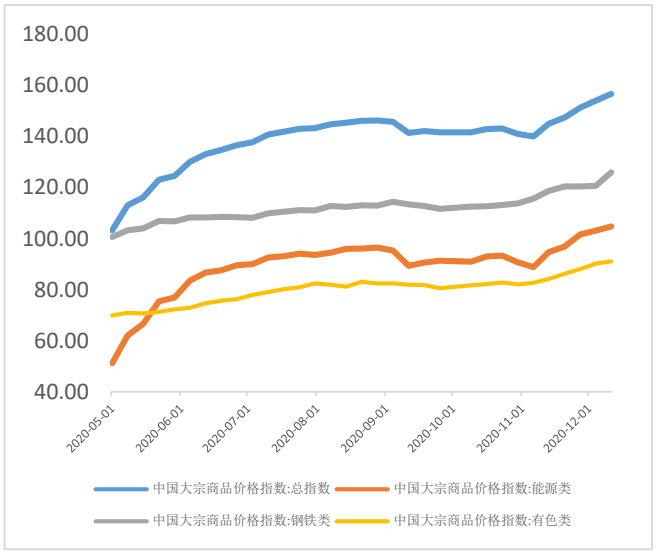
图表 8：本周食品价格多数上涨

图表 9：大宗商品价格多数上行

专业·诚信·进取·共赢



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证券交易场所购买境内企业股票，影响或者可能影响国家安全的，其适用具体办法由国务院证券监督管理机构会同外商投资安全审查工作机制办公室制定。相关工作正在推进中。

4、国产芯片和软件行业重磅利好落地！财政部等四部门明确促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策。其中，**国家鼓励的集成电路线宽小于 28 纳米（含），且经营期在 15 年以上的集成电路生产企业或项目，第一至第十年免征企业所得税；国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税。**

5、国务院常务会议决定，2021 年 1 月 1 日起，在全国实施动产和权利担保统一登记，助力企业担保融资。原由市场监管总局承担的生产设备、原材料、半成品、产品抵押登记和人民银行承担的应

专业·诚信·进取·共赢

收账款质押登记，以及存款单质押、融资租赁、保理等登记，改由人民银行统一承担，提供基于互联网的 7×24 小时全天候服务。此前已作动产和权利担保登记的，不需要重新登记。

6、央行单次中期借贷便利（MLF）操作规模创新高！央行公告，为维护银行体系流动性合理充裕，12 月 15 日开展 9500 亿元 MLF 操作（含对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期续做）和 100 亿元逆回购操作，中标利率分别为 2.95%、2.20%。

国际：

1、美国：选举人团投票结束，拜登正式赢得大选。当地时间 12 月 14 日，由 538 位选举人组成的美国选举人团完成投票，正式选出美国总统和副总统。结果显示，民主党人拜登以 306 票对 232 票击败特朗普，赢得美国大选，成为下届美国总统。美国国会将在 1 月 6 日确认这一投票结果。由于此前特朗普阵营指控“选举舞弊”，本次选举人团投票备受瞩目。拜登的胜利，意味着特朗普团队推翻大选结果的努力受挫。

2、美国：正式开始新冠疫苗接种。12 月 14 日，美国启动新冠疫苗接种，首批接种人群为医护人员和生活在养老院等长期护理机构的群体。美国食品和药物管理局 11 日批准了美国辉瑞制药有限公司与德国生物新技术公司联合研发的新冠疫苗的紧急使用授权申请。这是第一款获批在美国紧急使用的新冠疫苗，被允许用于 16 岁及以上人群。

3、美联储：政策将继续为经济提供强力支持。当地时间 12 月 16 日，美联储主席鲍威尔在美联储利率决议后的新闻发布会上表示，美联储致力于实现政策目标，货币政策将继续为经济提供强有力的支持。他重申美国经济前景面临不确定性，将取决于新冠疫情的发展，而接下来几个月可能非常具有挑战性。

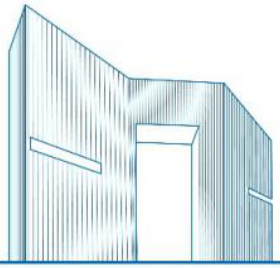
美联储将继续每月至少购买 1200 亿美元的债券，直到在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进一步进展为止。但并没有表示将延长购买期限。鲍威尔称，关于购债的新指引是一个强有力的信息。增加资产购买是加大宽松力度。若收缩购债规模，将提前很久发出警告。

4、英国：谈判难推进，或准备“硬脱欧”。当地时间 13 日是英国首相约翰逊与欧盟委员会主席冯德莱恩设定的“脱欧”谈判最后期限，两位领导人发表联合声明称，英国和欧盟同意“加倍努力”，继续就“脱欧”后的贸易协议进行谈判。同日，英国政府公布了“无协议脱欧”计划的细节。此前一日，英国国防部证实，英国皇家海军 4 艘巡逻舰已经在专属经济区待命，可随时应对“无协议脱欧”后的任何突发事件。

12 月 17 日，欧盟委员会主席冯德莱恩和英国首相约翰逊在通话后均表示，英欧未来关系谈判的前景不容乐观，英欧之间仍然存在巨大分歧，很可能无法在过渡期结束前达成协议。如果英国和欧盟在年底前无法达成协议，双方贸易 2021 年起将回到世界贸易组织框架下，重新实施边检和关税等安排。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序