宏观政策不急转弯，大宗商品需求预期抬升

2020-12-20

宏观策略组

研究员：
刘洋洋
从业资格证号：F3023134
投资咨询证号：Z0015411
电话：021-68757223
邮箱：liuyy@qh168.com.cn

联系人：
陈炳宜
从业资格证号：F3055994
电话：021-68757223
邮箱：chenby@qh168.com.cn
刘晨业
从业资格证号：F3064051
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

重要事件

◎会议要点解读：

◆总基调：经济恢复基础尚不牢固，形势仍然复杂严峻

会议对我国今年的经济工作表示肯定，表示“我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，三大攻坚战取得决定性成就，科技创新取得重大进展，改革开放实现重要突破，民生得到有力保障”。前三个季度我国经济增长明显好于预期，11 月份生产和需求延续回暖，地产基建投资托底，消费、出口改善持续。

但对未来经济形势的判断并不是非常乐观，会议称“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”。目前来看，经济“V”型反弹最快的阶段已过，政策聚焦扩大内需，逆周期调节政策不会很快或是较大幅度转向，会根据经济恢复情况相机抉择，预计明年经济弱复苏、稳货币、宽信用的局面仍将延续。考虑到低基数效应，明年我国 GDP 有望实现 8.5%的增长，大致修复至略低于疫情冲击前的潜在水平。

◆宏观调控政策：不急转弯

应对经济形势的复杂严峻，会议指出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。预计 2021 年财政政策与货币政策相比于 2020 年将边际收紧，但幅度和力度有限，更加注重结构性的调整。

财政政策方面仍要提质增效，但不再强调“大力”，反而侧重可持续性，支出强度的表述也转为“适度”。会议指出，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。明年财政支出将保持适度支出强度，“适度”意味着在经济修复和财政可持续性之间需求平衡。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

在货币政策依然以稳健为基调，更强调灵活精准、合理适度，会议指出，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。此外，此次会议还首提了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。预计明年社融和 M2 增速都将向常态回归，分别小幅回落至 11.5%和 9.5%左右的水平，与名义经济增速基本匹配。

在会议特别强调了“抓实化解地方政府隐性债务风险工作，保持宏观杠杆率基本稳定”。从四季度以来的债市违约情况来看，地方政府债务、房地产金融和僵尸企业是目前最大的债务存量风险。从信用指标来看，截止 2020 年 10 月，M2 同比增速上行至 10.5%，较 2019 年底回升 1.8 个百分点；社融存量同比增速上行至 13.7%，较 2019 年底回升 3 个百分点，均处于历史高位水平。从历史数据观测来看，信贷大幅扩张后 4-6 个季度，明年二季度，随着再贷款、再贴现以及贷款展期等政策的期满退出，企业还本付息压力将显现，将会随之而来“紧信用”的情况。预计这一次的债务周期的顶点将在明年一季度显现，且企业和居民部门的还本付息压力高于 2009 年水平。随着明年信贷政策到期和逐步退出，部分债务与坏账问题需要提前防范，2021 年需关注风险处置带来的市场压力。

◆重点工作：供给侧和需求侧

会议部署了八项重点工作，包括强化科技创新、产业链供应链安全稳定、扩大内需、改革开放、保障粮食安全、反垄断/反不正当竞争、解决大城市住房问题和做好碳排放管理。

明年“双循环”战略将迈出第一步，经济工作将围绕双循环展开。会议延续政治局会议定调，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。如果说供给侧改革更注重“生产”和“分配”，那么需求侧改革将是针对于“流通”和“消费”等环节。

供给侧改革转向增加有效产能，通过一系列供给侧改革，如三去一降一补等政策，可以显著改善供给端效率。同时在供给端推进产业链的高级化，一方面加快核心技术公关，致力于完善产业链，实现关键产品、技术领域的自主可控；另一方面，为新一轮产业革命蓄力，大力发展数字技术产业化和传统产业数字化。

需求侧改革的战略基点是扩大内需，政策方面已经将扩大内需提高到重要位置，第一利用人口基数优势，培育多元化消费倾向，扩大消费基数；第二伴随着产业升级，引导外部优质消费回流及国内消费升级，提高消费质量；第三发展优势产业消费升级，为新消费场景奠定基础；最后调整收入分配格局，推动个税改革，为“内循环”蓄力。而在流通环节，政府进一步完善生产环节的要素流通，实现资源的有效配置，关注实体领域的物流建设、金融领域的财政建设等。

◆房地产：调控方向不变

会议强调解决好大城市住房突出问题。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。今年延续去年的提法，淡化了房地产的经济意义，不作为宏观经济调控的政策。且在上周的政治局会议提及房地产，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量。表明了政策的连续性，在对房地产的整体调控态度并未转变。

疫情过后，在前期积压需求释放、复工复产积极推盘的影响，1-10月房地产开发投资增速转正至4.6%。短期房价将在“财富效应”和对消费的挤出效应，“房住不炒”和地方财政困境中取得平衡。一方面房地产涉及钢铁、建材、化工等多个产业链，以及挖掘机、重卡等固定资产类品种，是带动经济增长不可缺少的重要环节，也是地方政府收入的重要来源。而另一方面，房地产的虹吸现象，对其他行业的发展带来严重的桎梏。目前来看，目前来看，在坚持“房住不炒”的大背景下，管理层并没有将地产作为驱动经济的传统手段，全面放开房地产调控的概率极低，因城施策将满足地方政府对当地的真实置业需求。且“三道红线”等已经将龙头房企纳入宏观审慎监管并推动其去杠杆。而在内循环起步阶段，房地产仍是重要支撑，将促进其合理健康发展，短期房价将在“财富效应”和对消费的挤出效应中取得平衡。

◆中央经济工作会议定调对大宗商品市场的影响：

从中央经济工作会议定调对期货品种走势的长期影响来看，受益于宏观经济持续复苏，上半年宏观政策不急转弯，大宗商品需求预期抬升，结构性通胀将会显现，商品仍有机会，但品种将会出现分化，顶部或将在2021年中附近出现。随着明年疫苗大规模接种，外需补库或是主驱动，叠加需求侧管理发力，看好有色和能化品种，关注供给偏紧且低库存品种。而地产和基建投资伴随着刺激政策的缓慢退出，或将见顶回落，明年黑色系走势或将呈现倒V型。由于潜在通胀预期、库存低位及潜在供给冲击，看多农产品。短期来看，政策不急转弯的定调有助于抬升大宗商品需求预期，仍将支撑工业品走势短期偏强，而长期走势仍将回归弱势的供需基本面。

历年中央经济工作会议关键领域表述对比

	2020 年“不急转弯”	2019 年“稳字当头”	2018 年“强化逆周期调节”
当前形势	疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。	我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变。	经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期。
次年政策基调	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。	要坚持稳字当头，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。确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。	明年是新中国成立 70 周年，是全面建成小康社会关键之年。宏观政策要强化逆周期调节；经济运行主要矛盾仍然是供给侧结构性的；肯定三大攻坚战初战告捷，明年要针对突出问题，打好重点战役。
次年工作任务	八项重点工作：一是强化国家战略科技力量。二是增强产业链供应链自主可控能力。三是坚持扩大内需这个战略基点。四是全面推进改革开放。五是解决好种子和耕地问题。六是强化反垄断和防止资本无序扩张。七是解决好大城市住房突出问题。八是做好碳达峰、碳中和工作。	六大重点工作：一是坚定不移贯彻新发展理念；二是坚决打好三大攻坚战；三是确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善；四是继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；五是着力推动高质量发展；六是深化经济体制改革。	七大任务：除乡村振兴、区域协调、保证民生、加强对外开放等四个常规任务，增加推动制造业高质量发展、促进形成强大国内市场、加快经济体制改革三个任务。
财政政策	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。	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。	积极的财政政策要加力提效，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

货币政策	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，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。	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。
供给侧结构性改革	加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，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。	在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要深化金融供给侧结构性改革。加快农业供给侧结构性改革。	坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇，更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段，在“巩固、增强、提升、畅通”八个字上下功夫。要巩固“三去一降一补”成果，推动更多产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施等领域补短板力度。
房地产	解决好大城市住房突出问题。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。	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。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。	要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，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。
防范化解重大风险	明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。抓实化解地方政府隐性债务风险工作。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。	我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。	打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险。
精准脱贫	要巩固拓展脱贫攻坚成果，坚决防止发生规模性返贫现象。	要确保脱贫攻坚任务如期全面完成，集中兵力打好深度贫困歼灭战，政策、资金重点向“三区三州”等深度贫困地区倾斜。要建立机制，及时做好返贫人口和新发生贫困人口的监测和帮扶。	打好脱贫攻坚战，要一鼓作气，重点解决好实现“两不愁三保障”面临的突出问题，加大“三区三州”等深度贫困地区和特殊贫困群体脱贫攻坚力度。

资料来源：新华社，东海期货研究所整理

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn