

旬度经济观察

——宏观政策的变化趋于平稳

袁方¹

2020 年 12 月 20 日

内容提要

本次中央经济工作会议强调了政策的连续性、稳定性和可持续性，这意味着明年财政和货币政策的调整将相对温和，这将有助于支撑经济的复苏以及市场预期的稳定。

12 月以来经济加速恢复的态势延续，尽管当前债券市场对经济数据的反应相对钝化，但工业品加速上行导致的通胀预期升温，以及市场对央行货币政策调整节奏的疑虑，都使得长端利率存在向上的压力。

在需求加速恢复的动能耗竭前，债券市场收益率整体易上难下，这一状态可能会延续至明年一季度。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、宏观政策的变化趋于平稳

2020 年 12 月 16 日至 18 日，中央经济工作会议在北京举行。

在经济层面肯定了今年经济工作的成绩，会议认为“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。”尽管疫情对经济生活造成了巨大冲击，但从当前中国经济恢复的情况来看，“‘十三五’规划主要目标任务即将完成。”对明年的经济判断层面，会议认为“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。”这一判断意味着明年逆周期政策难以快速退出，政策将更多关注经济恢复的进展而相机抉择。

政策层面，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。”政策层面连续性、稳定性、可靠性和不急转弯的表述，意味着无论在财政还是货币信贷层面，政策退出的节奏和幅度都会相对温和。

具体到财政政策层面，强调提质增效、更可持续。明年财政支出力度可能要弱于今年，赤字率将回到 3% 以内，新增专项债规模也将低于今年水平，财政支出在量回落的同时将更加注重质的提升，比如促进科技创新、加快经济结构调整以及调节收入分配。

货币政策延续了三季度货币政策执行报告的表述，“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”，我们预期明年名义 GDP 增速在 11% 左右，社融增速可能略高于 11% 的水平，这一组合将使得宏观杠杆率维持平稳。同时货币、社融增速全年下滑两个百分点，这一信贷环境对资本市场的影响相对温和。

明年重点任务层面紧紧围绕“内循环”展开，在全球化退潮、中美关系长期面临不确定性的背景下，中国将在涉及国家安全、国计民生的领域加强自主创新。因此“强化国家战略科技力量”和“增强产业链供应链自主可控能力”位居重点任务的前列。需求层面，扩大内需被再次提及，在具体的操作层面，既涉及就业、消费，也包含“扩大制造业设备更新和技术改造投资”以及“加大新型基础设施投资力度”。以日本、韩国、中国台湾经济转型的经验来看，培养出具有全球影响力的制造业是转型成功的标志，这也会带来经济增速的中枢稳定。中国在未来较长时间里，制造业的转型升级将持续推进。

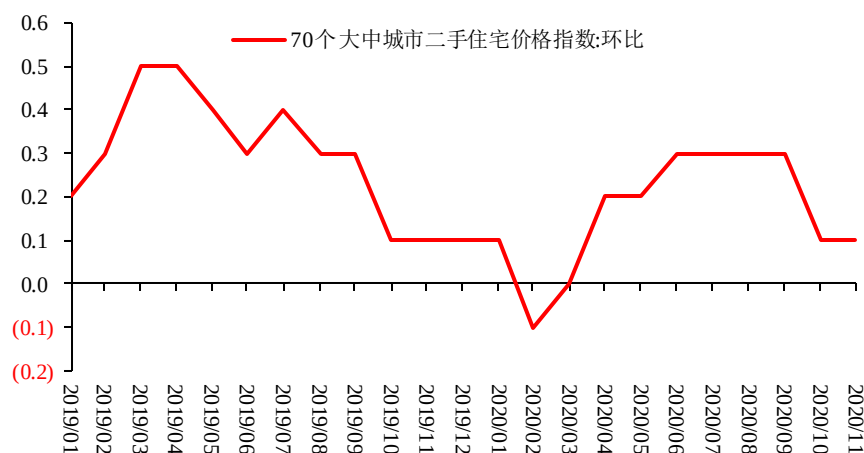
房地产层面，会议再次声明房住不炒，重视保障性租赁住房建设；此外，会议还强调做好碳达峰、碳中和工作，以及强化反垄断和资本无序扩张。

整体而言，本次中央经济工作会议肯定了中国疫情后取得的成绩，同时强调了中国和全球经济未来面临的风险。尤为重要的是，会议强调了政策的延续性，这意味着明年整体的财政和货币政策的调整会相对温和，这将有助于支撑经济的复苏以及稳定市场的预期。明年经济工作的任务将围绕科技创新、自主可控以及扩大内需展开。

二、资产价格延续 8 月以来表现

8 月以来在信贷环境维持中性的背景下，实体经济需求的加速扩张对股市、债市、汇率市场产生了同步的影响，这一影响在房地产市场上也有表现。全国房价在维持一段时间高增长后，从 9 月开始见顶回落，这也是资金流出房地产市场的自然结果。

图1: 70 城二手住宅销售价格环比, %

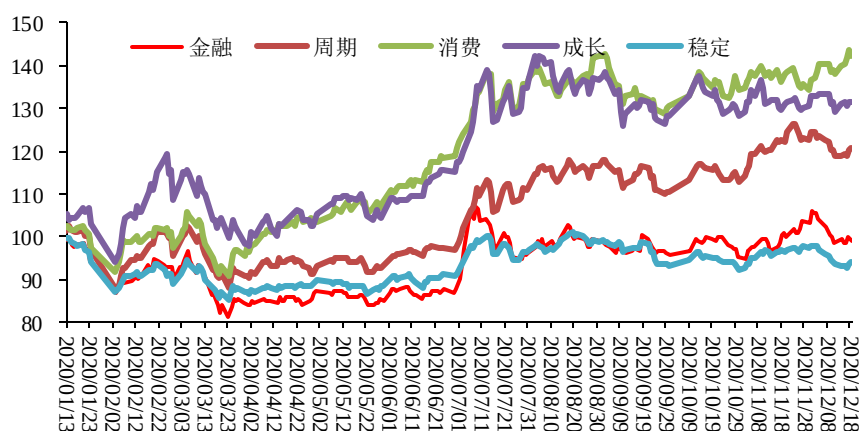


数据来源: Wind, 安信证券

权益市场 12 月以来维持震荡，消费板块整体表现偏强，食品饮料、医药生物涨幅居前。与此同时，有色、钢铁、化工和采掘行业表现略强于市场平均水平，这与工业品价格的走势存在明显分化。这一分化表明，尽管周期品价格仍处于加速上涨的阶段，但市场对其涨价的持续性可能信心不足。

值得留意是，疫情后工业品供应始终处于偏紧的状态，近期并未出现系统性恶化，而需求恢复叠加存货回补或许是导致 11 月以来工业品涨价的主要原因。从这个角度来看，需求的加速恢复或许能持续至明年一季度末，存货的摆动往往进行 3-6 个月，这意味着工业品价格的上涨仍能维持至明年一季度，这将对近期周期板块形成支撑。

图2：各板块指数变化



数据来源：Wind，安信证券

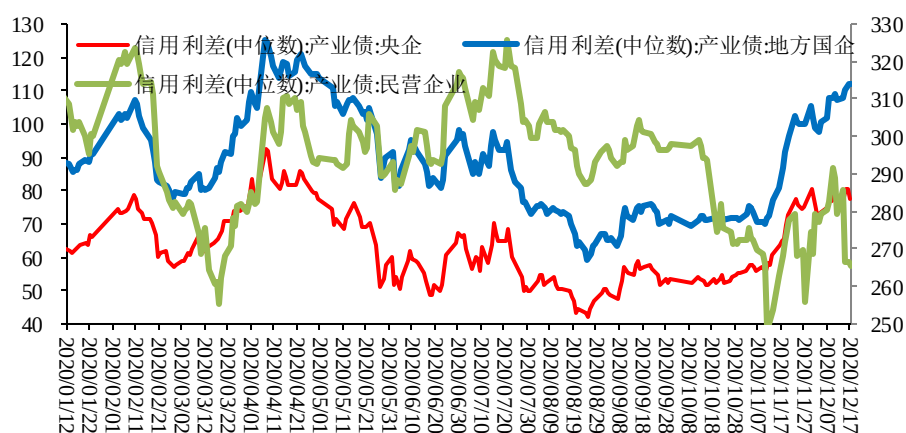
受央行加大流动性投放的影响，银行间市场利率普遍下移，DR001、DR007中枢分别回落到 1.3%、2%附近，1 年期同业存单和国债收益率均出现明显下行。

而长端利率维持稳定，10 年国债和国开在 3.28%、3.68%附近波动，期限利差从底部持续走阔。

尽管当前债券市场对经济数据的反应相对钝化，但工业品加速上行导致的通胀预期升温，以及国内对央行货币政策收紧节奏的忧虑，都使得长端利率存在向上的压力。在需求加速恢复的动能耗竭前，债券市场收益率的趋势下行仍需等待。

“永煤”事件的影响仍在对信用市场形成影响，当前地方国企和央企的信用利差维持高位，一级市场发行不畅，部分弱资质的城投平台利差也在走阔。未来国企刚兑信仰的打破或许仍将进行，不过监管也在保持密切关注，发生系统性金融风险的可能性较低。

图3：央企、地方国企和民企产业债利差，BP

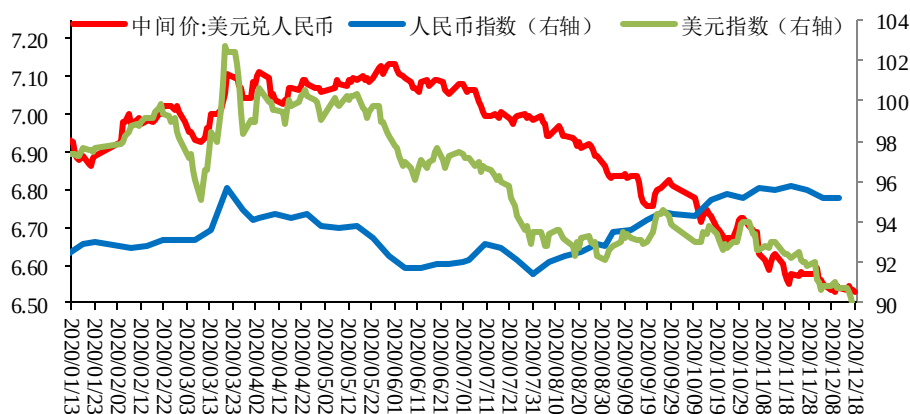


数据来源：Wind，安信证券

11月以来，随着美国经济预期的改善，美国金融体系信用供应能力进一步恢复，这一供需格局的改善推动美元指数重新下行。在此背景下，人民币兑美元持续升值，创近两年新高。

未来一个季度，伴随中国出口竞争力的持续提升，国内需求层面的加速恢复以及美元大周期的走弱，人民币汇率升值的进程将延续。

图4：人民币兑美元和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

三、海外经济持续恢复，美联储上调美国经济预期

12 月以来全球疫情形势更加严峻，新增感染人数再创新高。美国当日新增病例突破 20 万例，新增死亡病例持续超过 2000 例；英国、西班牙、德国、法国新增病例在 11 月底见顶回落，但 12 月中旬疫情又出现反复；日本第三轮疫情仍在加速恶化。不过考虑到本轮疫情扩散过程中，外交隔离措施的力度较弱，全球主要国家经济受到的冲击有限，经济的复苏仍在延续。

美联储 12 月利率会议决议申明维持利率水平不变，维持每月 1200 亿美元 QE 的速度以及债券购买期限。

与 9 月会议相比，美联储将今年经济增长预期由-3.7%提升至-2.4%，明后两年预期也分别上调 0.2 个百分点至 4.2%和 3.2%；美联储同时下调了今年失业率的预期，由 7.6%下调至 6.7%。整体而言，疫情后美国经济的恢复比较强劲，四季度美国经济同比增速接近疫情前水平，未来一段时间美国经济的加速恢复也将持续。

受益于疫苗推出和美国经济预期改善，美国十年期国债利率上行至 0.95%，金融体系的信用创造功能率先恢复，日元、韩元、欧元对美元货币互换基差已经基本恢复到疫情前水平甚至略有超出，美国信用复苏派生的流动性外溢到离岸美元市场，美国金融体系供应能力的恢复推动美元指数持续贬值，这一过程将在未来一段时间延续。

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_734

