钟正生；张德礼；张璐

国内宏观周报

财政部关于隐性债务的表述有何看点？

■ 核心摘要

1、财政部关于隐性债务的表述有何看点？其一，财政部对隐性债务风险遏制态度坚决。欧文汉提出“坚决遏制隐性债务增量”、“稳妥化解隐性债务存量”。4 月 8 日，财政部部长刘昆在《人民日报》发表署名文章《努力实现财政高质量发展》，提出隐性债务风险化解要“保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线”，表明隐性债务总量控制将有所加强。**其二，“开好前门、严堵后门”依然是隐性债务风险化解的基本思路**，财政部将完善政府债券发行管理机制，优化地方政府债券品种结构和期限结构，“堵后门”也需要更好地“开前门”。**其三，隐性债务风险如何化解？近期刘昆部长提出“落实省级党委和政府对本地区债务风险负总责的要求”。**考虑到区县一级政府财力弱、资信不高、金融机构、资本运作工具有限，且省份内部不同地区财力、金融资源分配差距较大，在化解隐性债务风险方面能力有限，需要将“化债”的主要任务交由省一级政府进行统筹，从实质上化解债务风险。

2、政策释放大宗商品降温信号。能源价格跌，铜价铝价涨。WTI 原油、布伦特原油环比上周转弱；南华工业品指数回落，其中动力煤价格大跌 6%，主因用煤需求转入淡季且供应端有望放松。本周伦铜、伦铝价格分别涨 1.71%、2.49%。**钢材价格止涨，高炉开工率止跌，**近期碳中和背景下钢价上窜的态势有所降温。4 月 8 日，国务院金融委强调“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”。近期大宗商品涨幅较大，尤其是钢材价格受限产等因素影响创新高。大宗商品价格的过快上涨，将对中下游实体经济造成不良影响，近期政策有从供给端发力，为大宗商品价格降温的迹象。

3、“两集中”供地推出，可能有以下几个方面的影响：1）将显著影响重点城市的供地节奏；2）能够减少房企拿地的非理性竞争；3）有助于降低土地整体溢价率，同时减少“地王”的出现；4）有利于优化房企拿地的空间布局。**商品房销售回落，土地供应反弹。**本周 30 城商品房销售面积大幅下行；上周百城土地供应面积大幅反弹，且本周伴随着部分城市“两集中”供地到来，土地供应或还将增加；上周土地成交面积和土地成交溢价率均有小幅上行。**本周猪肉批发价跌幅扩大。**近期农业农村部畜牧兽医局局长杨振海表示，综合考虑前期生猪生产恢复、新生仔猪数量、猪饲料销售等因素，预计今年一季度生猪出栏量同比增长 40%以上，二季度还将继续较大幅度增长，猪肉供应保障水平将明显好于上年同期。**近期非洲猪瘟局部高发，短期内可能加大猪价下跌压力，中长期可能抬高猪肉下半年价格中枢。**

4、本周央行继续维持稳健中性操作，流动性较为宽松。我们认为，后续货币政策仍将以稳为主：1）通胀压力不一定带来货币政策的收紧，理由在于中国本轮刺激政策主要补贴企业，居民终端消费起色幅度不会太大。此外，强美元和海外疫情反复还将继续施压大宗商品价格；2）结构性紧信用下，需要货币政策以稳为主加以配合，今年对房地产市场的控制力度是空前的，需要稳货币防范风险；3）近期金融委关于大宗商品通胀的表态主要是担忧中小企业利润受到侵蚀，叠加“要注重放水养鱼”的相关表述，货币政策更需要保持融资成本维持在相对较低的水平。

5、大宗商品止涨未能带动股债向好，周内股市、债市窄幅波动，环比上周都有小幅下挫，受美元小幅走弱影响，人民币汇率止跌回升。股市仍然处于调整期，年报、季报反映的业绩成色对核心资产表现有较大影响；债市近期有加杠杆行为，对利空反映依然钝化；汇率更多反映外部因素的影响，考虑到美国经济加快复苏以及中美货币政策时间差，人民币汇率仍将继续波动。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 财政部关于隐性债务的表述有何看点？

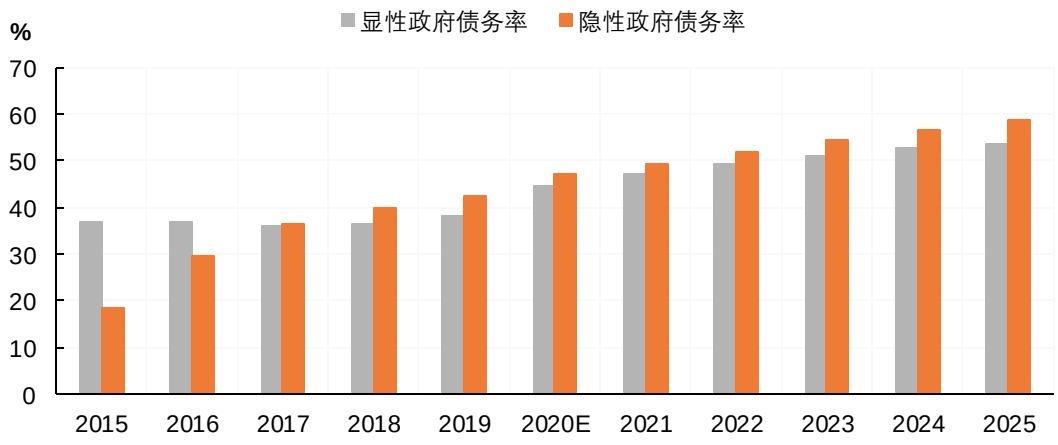
2021 年 4 月 7 日，国务院新闻办公室举行贯彻落实“十四五”规划纲要加快建立现代财税体制有关情况新闻发布会。财政部部长助理欧文汉对地方债务风险问题作出相关解答，提及“持之以恒防范化解隐性债务风险”。其中关于隐性债务的表述，主要有以下看点：

其一，财政部对隐性债务风险遏制态度坚决。欧文汉提出“坚决遏制隐性债务增量”、“稳妥化解隐性债务存量”。4 月 8 日，财政部部长刘昆在《人民日报》发表署名文章《努力实现财政高质量发展》，提出隐性债务风险化解要“保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，坚决遏制隐性债务增量”。说明财政部对隐性债务的态度趋严，新增地方隐性债务已成为不可逾越的红线，要坚决做好总量控制。

其二，关于隐性债务风险化解的基本思路，欧文汉提出财政部将按照“开好前门、严堵后门”的思路，抓实化解地方债务风险工作。这与 2017 年 3 月时任财政部部长肖捷“开前门”和“堵后门”并举的相关表述基本一致。说明由于地方发展依赖举债的路径依赖依然存在，促进政府债务显性化依然是当前解决隐性债务问题的最佳路径。截至 2020 年末，全国政府债务余额 46.55 万亿元，政府债务余额与 GDP 的比重为 45.8%，低于国际普遍认同的 60%警戒线，风险总体可控。IMF 的测算显示，2017 年以来我国隐性政府债务率始终高于显性政府债务率（图表 1）。显性债务相比于隐性债务，留有更大的空间、融资成本更低、风险相对可控，发行债券是地方政府举债融资的合法、合理路径。欧文汉表示，将完善政府债券发行管理机制，优化地方政府债券品种结构和期限结构，表明 “堵后门”也需要更好地开“开前门”。

其三，隐性债务风险如何化解：1）“完善常态化的监控机制，决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子”。2020 年疫情爆发，地方经济发展受到了较大影响，地方政府“债务驱动增长”的意愿或有所增强。要从需求端遏制隐性债务风险的累积，就要加强监管，克制地方政府盲目上项目、铺摊子的冲动，走到“十四五”期间追求地方经济高质量发展的轨道上来。**2）“金融机构必须审慎合规经营，严禁向地方政府违规提供融资”，“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能”**，这是从融资渠道上断绝隐性债务的资金来源。年初，青海省财政厅公开问责民和县违法违规举债融资，相关官员被通报问责。银保监会 1 月 8 日对 7 家金融机构共处罚近 2 亿元，一些金融机构被罚理由中，就包括为地方违规提供融资。现阶段不少隐性债务举借主体是地方政府融资平台，这依然是隐性债务化解的重点监管对象。**3）“严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”。**将隐性债务风险控制同地方主官绑定，压实政府责任，抑制地方政府举债融资冲动。年初的违法违规举债融资问责中几乎都涉及到了对时任责任人的处罚，这反映了“终身问责、倒查追责”机制有所强化。**4）此外，刘昆在署名文章《努力实现财政高质量发展》中提出“落实省级党委和政府对本地区债务风险负总责的要求”。**考虑到区县一级政府财力弱、资信不高、金融机构、资本运作工具有限，且省份内部不同地区财力、金融资源分配差距较大，在化解隐性债务风险方面能力有限，需要将“化债”的主要任务交由省一级政府进行统筹，从实质上化解债务风险。

图表1 2017 年以来我国隐性政府债务率始终高于显性政府债务率



资料来源：https://www.imf.org/zh/News/Articles/2021/01/06/pr211-china-imf-executive-board-concludes-2020-article-iv-consultation,平安证券研究所

二、 实体经济：“两集中”供地影响几何？

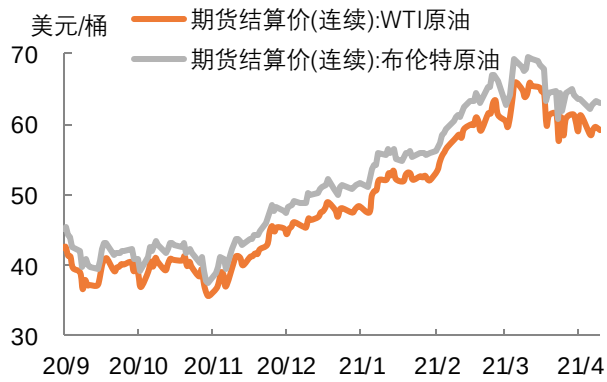
2.1 政策释放大宗商品降温信号

能源价格跌，铜价铝价涨。WTI 原油、布伦特原油分别收于 59.32、62.95 美元/桶，环比上周转弱（图表 2）。本周美国正准备取消对伊朗的制裁，以恢复伊核协议，市场预期伊朗原油供给有望增加，叠加近期欧洲、印度等主要经济体疫情形势恶化，降低了对原油需求恢复的预期，油价收到压制。**本周南华工业品指数回落，周环比跌 1.88%（图表 3）。其中，动力煤价格大跌 6%，主因用煤需求转入淡季且供应端有望放松（图表 4）。**周三，国家发改委召集能源局煤炭司，国铁集团货运部，各央企电力集团，神华、中煤、秦皇岛港以及建材、钢铁、化工、煤炭和电力协会开会，相关负责人作出指示，要求增产增供，把握进口煤节奏，服务于国内经济。**本周伦铜、伦铝价格分别涨 1.71%、2.49%**（图表 5）。智利政府宣布防疫措施升级，从 4 月 5 日起，智利对无智利居留许可的外国公民关闭边境，作为全球最大铜生产国，智利关闭边境的消息引发市场对铜供应担忧，带动铜价上涨。

钢材价格止涨，高炉开工率止跌。本周南华螺纹钢指数转跌，环比-1.24%，近期碳中和背景下钢价上窜的态势有所降温。**本周全国高炉开工率反弹，环比上周提高 0.42 个百分点（图表 6），唐山高炉开工率与上周持平，推动钢厂产量恢复。**本周全国水泥价格指数涨 0.64%，延续上行态势，主要受到基建开工拉动（图表 7）。**2021 年一季度我国重卡市场累计销售 53.16 万辆， 同比大涨 94%，**销量及同比均刷新历史同期记录，亦反映基建加快启动，各地重点投资工程开始动工。本周南华玻璃价格指数跌 1.59%；南华 PTA 指数跌 2.28%。

4 月 8 日，国务院金融委强调“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”。近期大宗商品涨幅较大，尤其是钢材价格受限产等因素影响创新高。大宗商品价格的过快上涨，将对中下游实体经济造成不良影响。近期政策有从供给端发力，为大宗商品价格降温的迹象。

图表2 本周油价震荡下行

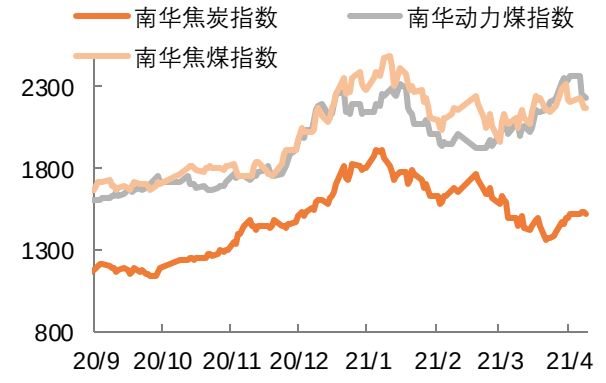


资料来源:wind，平安证券研究所

图表3 本周南华工业品指数环比回落

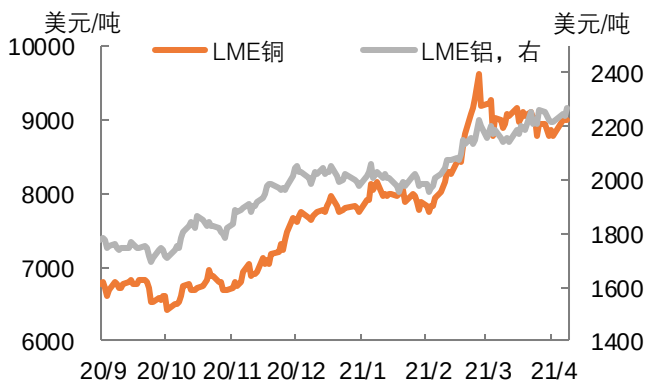
资料来源:wind，平安证券研究所

图表4 本周动力煤价格大跌



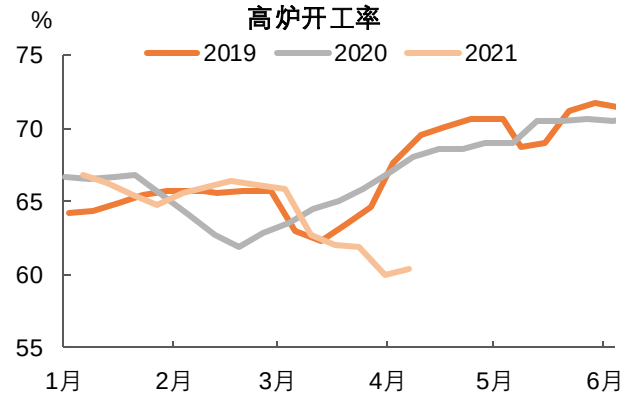
资料来源:wind，平安证券研究所

图表5 本周伦铜、伦铝价格小幅上涨



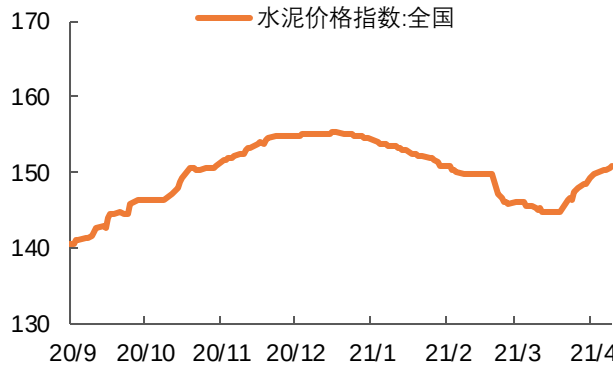
资料来源:wind，平安证券研究所

图表6 本周全国高炉开工率止跌



资料来源:wind，平安证券研究所

图表7 本周水泥价格指数继续修复



资料来源:wind，平安证券研究所

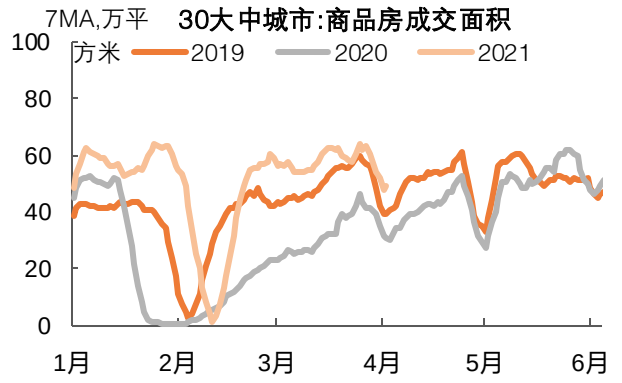
2.2 “两集中”供地影响几何

商品房销售回落，土地供应反弹。本周30城商品房销售面积大幅下行（图表8）；上周百城土地供应面积大幅反弹（图表9），且本周伴随着部分城市“两集中”供地到来，土地供应或还将增加；上周土地成交面积和土地成交溢价率均有小幅上行。

“两集中”供应地块来了，伴随一些约束机制。4月7日，重庆发布2021年住宅用地“两集中”出让第一批次公告。4月9日，南京推出首次出让的52幅公告地块出让信息，土地出让政策中通过限制马甲、提高触顶最高限价地块预售条件、差别化设置出让条件等，对集中供地施加了约束，限制非理性竞争、哄抬地价，且同步公开了第二、三批次的出让时间和地块明细，便于企业统筹全年拿地计划，帮助稳定市场预期。4月9日，徐州出台土地供应“两集中”措施，其中设立了熔断机制，土地招标拍卖过程中，当溢价率达50%或超过设置的最高限价时，中止网上竞价，采取摇号方式确定竞得人。

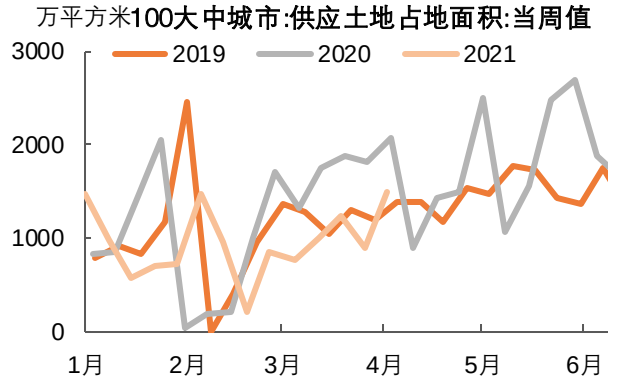
“两集中”供地推出，可能有以下几个方面的影响：1）将显著影响重点城市的供地节奏。以南京为例，2016-2020年，平均每周供地面积在30万平方米左右，而4月9日南京集中推出的住宅地块面积为225万方，相当于7-8周的总供地面积（包括商品住宅），相当于全年商品住宅供地面积计划（710万方）的31.7%；**2）能够减少房企拿地的非理性竞争。**考虑到短时间内房企可供调动的资金相对有限，集中供地能够减少土地竞争强度，且限制马甲有利于规避同一集团下企业哄抢同一地块的行为；**3）有助于降低土地整体溢价率，同时减少“地王”的出现。**一方面每次集中供地都会有统筹，如南京、重庆出让土地会注重空间分布，疏解老城，培育新城，搭配供地有利于降低土地整体溢价率；另一方面，部分城市设定土地溢价率“熔断机制”有利于减少高地价“地王”的出现。**4）有利于优化房企拿地的空间布局。**当前实行“两集中”供地的城市主要为热点城市，房企为防止资金空转，可能将资金下沉至未实行“两集中”供地的城市。

图表8 本周30城商品房成交面积大幅下行



资料来源:wind，平安证券研究所

图表9 本周百城土地供应大幅反弹



资料来源:wind，平安证券研究所

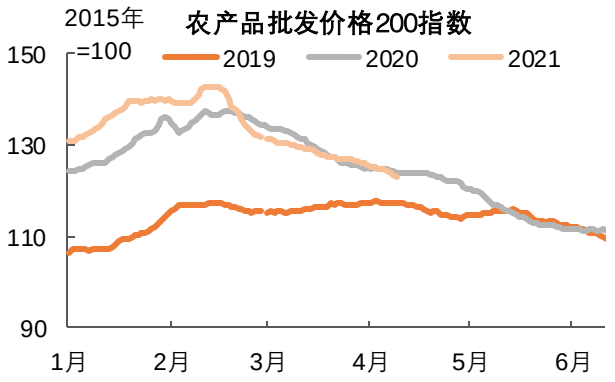
2.3 非洲猪瘟的短期和中长期影响

猪肉批发价跌幅扩大。本周农产品批发价格指数继续回落，已经略低于2020年同期（图表10）。本周猪肉批发价环比跌7.43%，跌幅持续扩大（图表11）。蔬菜批发价环比跌2.87%，水果、鸡蛋批发价环比涨1.68%、0.72%。

生猪产能恢复持续向好，猪价还将持续下行。近期农业农村部畜牧兽医局局长杨振海表示，综合考虑前期生猪生产恢复、新生仔猪数量、猪饲料销售等因素，预计今年一季度生猪出栏量同比增长40%以上，二季度还将继续较大幅度增长，猪肉供应保障水平将明显好于上年同期。

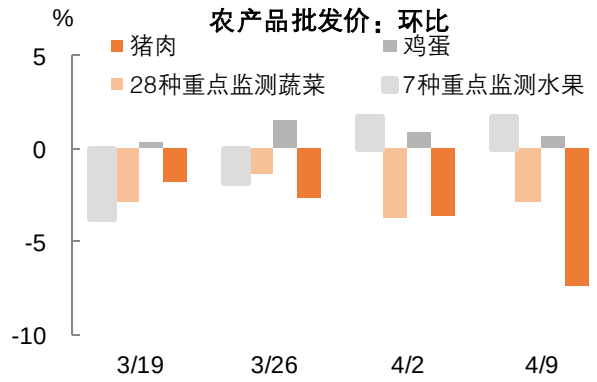
非洲猪瘟短期内可能加大猪价下跌压力，中长期可能抬高猪肉下半年价格中枢。4月5日，农业农村部接到中国动物疫病预防控制中心报告，经新疆生产建设兵团动物疫病预防控制中心确诊，当地一家养殖场发生非洲猪瘟疫情，系今年第9起。**短期内**，非洲猪瘟可能加剧养殖户抛售情绪，加速猪价下跌；**中长期来看**，非洲猪瘟频发一方面可能带来局部性的产能受损，拖累产能恢复节奏；另一方面，规模猪场开展非洲猪瘟防控头均成本增加约103元，粪污处理成本增加50元，养殖成本将有所上升，后续或向猪肉价格传导。

图表10 本周农产品批发价格指继续回落



资料来源:wind，平安证券研究所

图表11 本周猪价跌幅扩大



资料来源:wind，平安证券研究所

三、 金融市场：货币政策仍将以稳为主

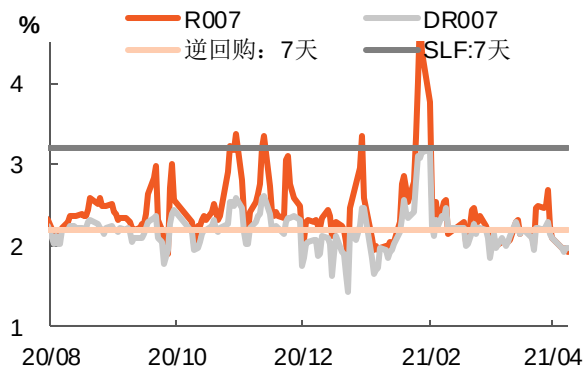
本周央行继续维持稳健中性操作，流动性较为宽松。大宗商品止涨未能带动股债向好，周内股市、债市窄幅波动，环比上周都有小幅下挫，受美元小幅走弱影响，人民币汇率止跌回升。股市仍然处于调整期，年报、季报反映的业绩成色对核心资产表现有较大影响；债市近期有加杠杆行为，对利空反映依然钝化；汇率更多反映外部因素的影响，考虑到美国经济加快复苏以及中美货币政策时间差，人民币汇率仍将继续波动。

3.1 货币市场：货币政策仍将以稳为主

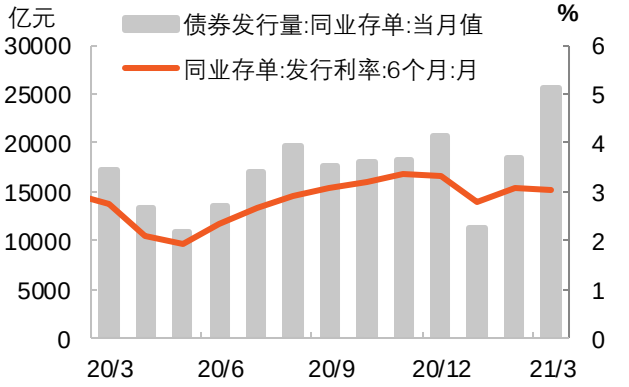
流动性合理充裕，财政收支压力还未到。央行公开市场本周净回笼 100 亿元，3 月以来央行公开市场连续逾一个月维持百亿元操作规模，稳健中性态度坚决。本周流动性转松，R007 利率和 DR007 利率分别收于 1.9272%和 1.9730%，环比回落 15.52bp 和 12.49bp（图表 12）。3 月同业存单发行规模超 2.5 万亿元，月度发行规模创历史新高，较去年同期增长 50%，而近期同业存单发行利率保持平稳，亦反映流动性较为充裕，同业存单配置需求较强（图表 13）。下周需要重点关注 MLF 续作以及即将到来的税期。

我们认为，后续货币政策仍将以稳为主：1）通胀压力不一定带来货币政策的收紧，尽管 3 月 PPI 超预期回升到 4.4%，但大宗商品价格上涨对国内通胀的影响相对有限，理由在于中国本轮刺激政策主要补贴企业，居民终端消费起色幅度不会太大。此外，强美元和海外疫情反复还将继续施压大宗商品价格；**2）**结构性紧信用下，需要货币政策以稳为主加以配合，今年对房地产市场的控制力度是空前的，三部门围剿经营贷可能带来信用的大幅收缩，需要稳货币防范风险；**3）**近期金融委关于大宗商品通胀的表态主要是担忧中小企业利润受到侵蚀，叠加“要注重放水养鱼”的相关表述，货币政策更需要保持融资成本维持在相对较低的水平。

图表12 资金利率环比回落



图表13 同业发行存单放量，但利率平稳



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_19210