

总量研究

如何看待年内基建投资？

——光大宏观周报（2021-05-23）

要点

本周聚焦：

地方债发行节奏后移，为下半年财政政策预留空间。今年以来地方债发行持续不及预期，我们预计6-9月将陆续迎来地方债发行高峰。根据已披露发行计划，预计6月新增专项债发行空间可达7713亿元，三季度、四季度月均发行规模为6670亿元、1313亿元。地方债发行节奏后移，一方面，将为下半年财政发力预留空间，平滑年内经济增速前高后低的走势，应对下半年出口回落的潜在风险；另一方面，控制基建投资节奏，尤其是高耗能行业，防止通胀预期的持续上行。

下半年基建投资仍有发力空间。一是，预计今年6-9月份流向基建的专项债资金高于去年同期。一方面，基于年内专项债基本发行完毕的假设，预计今年6-9月为专项债发行高峰；另一方面，今年以来投向基建比重并未出现明显下滑，接近2020年下半年水平。二是，后续预算内资金用于基建的支出或将改善。根据今年一般公共预算安排，基建支出计划金额较上年实际增长1.8%，而今年1-4月基建类支出累计下滑10%，意味着后续基建支出仍存在发力空间。

疫情观察：

印度新增确诊延续下降。美国日均新增确诊2.8万例，日均新增略有下降。全球主要国家疫苗接种持续推进。

全球央行：

美、欧央行资产规模均有上升，日央行资产规模略下降。美联储部分委员建议考虑讨论缩减QE；欧洲央行认为通胀具有暂时性质，并取决于暂时性因素；日本央行预计日本不会重返通缩状态。

全球资产：

全球股市涨多跌少，美国纳斯达克指数上涨0.31%，标普500和道琼斯工业指数分别下跌0.43%及0.51%。大宗商品价格方面，油价下跌，贵金属小幅上涨，工业品普遍下跌。

海外政策：

中欧投资协定冻结；欧美同意关税争端部分休战，并讨论全球产能过剩问题及中国贸易政策；美国制裁有望解除，伊朗准备重返石油市场；欧盟另外提出新税收框架，将比美国推动的全球公司税计划更极端。

国内观察：

上游：原油价格、焦煤均价、动力煤均价、铜价、铝价环比上涨。**中游：**高炉开工率上升，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化。**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率下行。

国内政策：

中央全面深化改革委员会第十九次会议强调完善科技成果评价机制深化医疗服务价格改革，减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担。国务院会议着重部署做好大宗商品保供稳价工作和金融稳定。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

从三大证据看产能周期开启进行时——全球朱格拉周期开启第十二篇（2021-05-20）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证——2021年4月实体经济数据点（2021-05-17）

国内外疫情不断扰动，货币政策继续微调——光大宏观周报（2021-05-16）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通胀分化延续，PPI仍将上行——2021年4月价格数据点评（2021-05-11）

“生育意愿”接近日本，鼓励政策还有多远（2021-05-11）

从2月22日开始，为什么我们坚定看好全球朱格拉周期开启（2021-05-09）

政治局会议，哪里不一样——总量联合解读（2021-05-05）

目录

一、本周聚焦：如何看待年内基建投资？	4
1.1 地方债发行进度为何持续不及预期？	4
1.2 地方债发行节奏后移，为下半年财政政策预留空间	5
1.3 下半年基建投资仍有发力空间	6
二、海外观察	8
2.1 海外疫情：印度疫情缓和，疫苗接种持续推进	8
2.2 金融与流动性数据：美债收益率走平，通胀预期略有下降	8
2.3 全球市场：全球股市涨多跌少，大宗商品跌多涨少	10
2.4 央行观察：美联储部分委员建议考虑讨论缩减 QE	11
2.5 海外政策：中欧投资协定冻结	12
三、国内观察	14
3.1 上游：5月以来原油、动力煤、焦煤、铜铝价格上涨	14
3.2 中游：高炉开工率上升，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	15
3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化	16
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行	17
3.5 国内政策：国务院着重部署做好大宗商品保供稳价工作	17
四、下周财经日历	18

图目录

图 1：2020 年以来地方债发行规模	4
图 2：历年新增专项债发行进度（同预算数相比）	4
图 3：一般预算内资金支出进度（同年初预算数相比）	5
图 4：政府性基金支出进度（同年初预算数相比）	5
图 5：一般预算内资金支出进度（同年初预算数相比）	6
图 6：政府性基金支出进度（同年初预算数相比）	6
图 7：新增专项债资金投向基建金额比重	7
图 8：新增专项债资金投向	7
图 9：印度新增确诊增幅减缓（7 天移动平均）	8
图 10：疫苗接种比例持续上升	8
图 11：美国 10 年期国债收益率走平	9
图 12：英、法、德及日本 10 年期国债收益率走势分化	9
图 13：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行（%）	9
图 14：美国投资级企业债利差保持不变（%）	9
图 15：美联储资产规模略有上升（十亿美元）	10
图 16：美、欧央行资产规模均有上升，日央行资产规模略下降	10
图 17：全球股市涨多跌少	10
图 18：大宗商品价格跌多涨少	10
图 19：原油价格环比上涨	14
图 20：动力煤、焦煤价格环比上涨，环比由负转正	14

图 21: 铜价环比上涨, 库存同比下降.....	14
图 22: 铝价环比上涨, 库存同比上涨.....	14
图 23: 高炉开工率环比上升	15
图 24: 水泥价格指数环比涨幅回落	15
图 25: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比降幅收敛	15
图 26: 钢坯库存同比上升.....	15
图 27: 商品房成交面积增幅缩窄.....	16
图 28: 土地供应面积同比增速由正转负	16
图 29: 猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	16
图 30: 乘用车日均零售销量同比由正转负	16
图 31: 货币市场利率下行.....	17
图 32: 债券市场利率下行.....	17

表目录

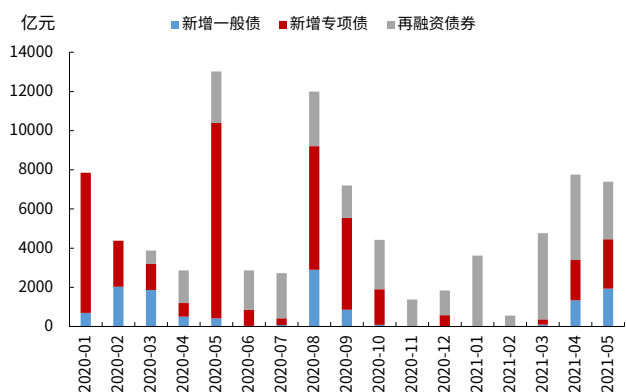
表 1: 美欧日央行官员表态.....	11
表 2: 美国经济热力图	13
表 3: 欧元区经济热力图.....	13
表 4: 英国经济热力图	13
表 5: 日本经济热力图	13
表 6: 下周全球经济数据热点	18

一、本周聚焦：如何看待年内基建投资？

1.1 地方债发行进度为何持续不及预期？

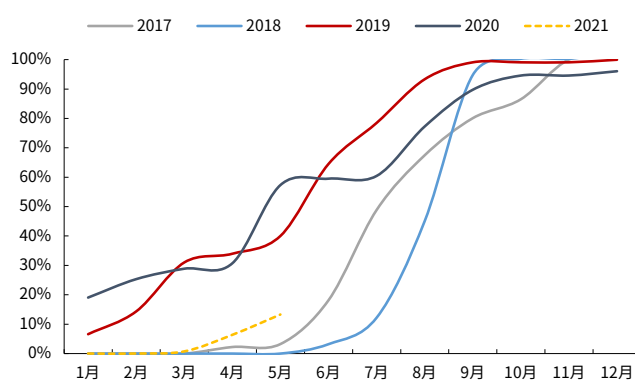
今年以来，新增专项债发行较慢，导致地方债发行进度持续不及市场预期。根据截至 5 月 27 日的地方债发行安排，1-5 月地方债发行规模达 24215 亿元，不及去年同期的 31998 亿元。结构来看，1-5 月新增专项债共发行 4841 亿元，占全年发行计划的 13%（过去五年均值为 22%）；新增一般债共发行 3376 亿元，占全年发行计划的 41%，符合正常年份水平；再融资债共发行 15998 亿元，远超去年同期的 4974 亿元。

图 1：2020 年以来地方债发行规模



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 5 月 21 日）

图 2：历年新增专项债发行进度（同预算数相比）



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 5 月 21 日）

我们认为新增专项债发行进度缓慢主要源于以下三点：

一是，上年仍有未使用的专项债资金留存在地方，导致今年新增专项债限额下发较晚。受制于上年地方政府储备项目不足，导致项目支出进度慢于资金下发进度，我们测算约有 1 万亿专项债资金留存在地方。这也造成了今年新增专项债额度下发时间推迟至 3 月，而过去两年提前批额度均于上年 11-12 月期间下发。在 3 月新增专项债少量发行、基建类财政支出疲弱的背景下，当月基建投资反弹足以证明。

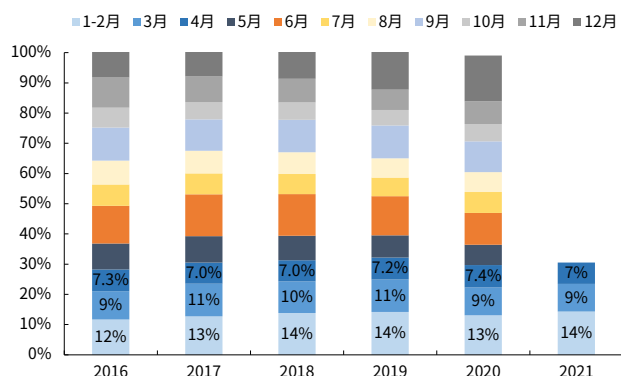
二是，今年财政直达资金大幅增加，有效补充地方财力以及重大项目投资资金。今年直达资金规模达到 2.8 万亿，较去年增加 1.1 万亿，前四个月下达进度已经超过 90%。从实际支出情况看，今年前四个月，农田水利建设、交通基础设施等项目规模约 1.1 万亿；保就业支出、保民生、保市场主体、保基层运转支出分别约为 110 亿元、7400 亿元、1500 亿元、1800 亿元。

三是，专项债项目管理加强，资金用途可能存在调整情况，进而延缓发行进度。根据已披露 24 个省份的二季度地方债发行计划，4-5 月新增专项债实际发行 3478 亿元，远不及计划安排的 6836 亿元。5 月 21 日，针对专项债资金用途调整，财政部表示，将及时出台专项债券用途调整工作指引，进一步细化明确调整的程序、范围、时限。此前在 2020 年 7 月，财政部印发《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》提出，赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途。

1.2 地方债发行节奏后移，为下半年财政政策预留空间

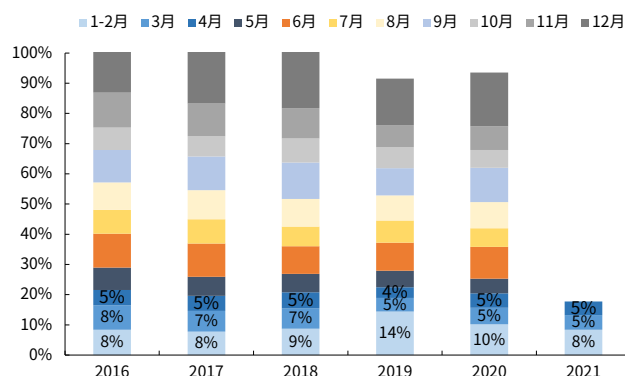
地方债发行缓慢，导致年内财政支出节奏后移。从两本账数据来看，今年 1-4 月份财政收入较去年多增 2.24 万亿，财政支出与去年基本持平，政府债券净融资较去年同期少增 9300 亿元，导致 1-4 月财政盈余达到 1.28 万亿，明显高于往年同期水平。其中，一般预算内资金，4 月支出进度追赶至正常年份水平；而政府性基金支出，受地方债发行拖累，1-4 月支出仅为年初预算数的 18%，不及过去五年均值 21%。

图 3：一般预算内资金支出进度（同年初预算数相比）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：政府性基金支出进度（同年初预算数相比）

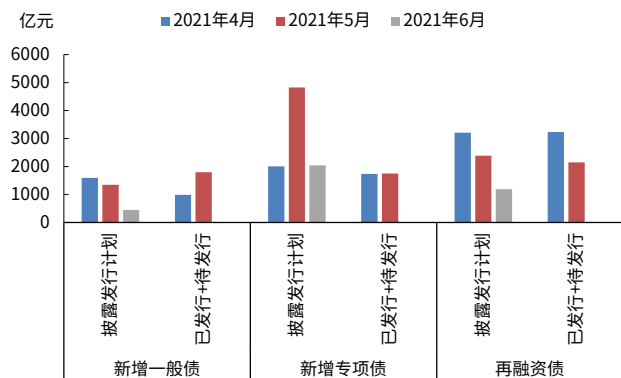


资料来源：Wind，光大证券研究所

6-9 月将陆续迎来地方债发行高峰。根据往年经验，地方债发行计划基本于当年内发行完毕。我们基于这一前提条件，结合二季度各省已披露的地方债发行计划，以及可比年份发行节奏进行估算（这里采用均未提前发行专项债的年份，2016-2018 年），预计 6 月以来将逐步迎来发行高峰，并持续到 9 月。目前已有 24 个省份披露新增专项债发行计划，二季度预计发行 8877 亿元，而 4-5 月实际发行 3478 亿元，我们乐观假设剩余额度将于 6 月发行完毕。同时，考虑到已披露和未披露省份的发行比例一般为 7:3，将已披露省份的剩余发行额度推算至全国，则预计 6 月新增专项债发行空间可达 7713 亿元。根据全年 3.65 万亿的新增专项债额度，则三季度、四季度月均发行规模为 6670 亿元、1313 亿元。

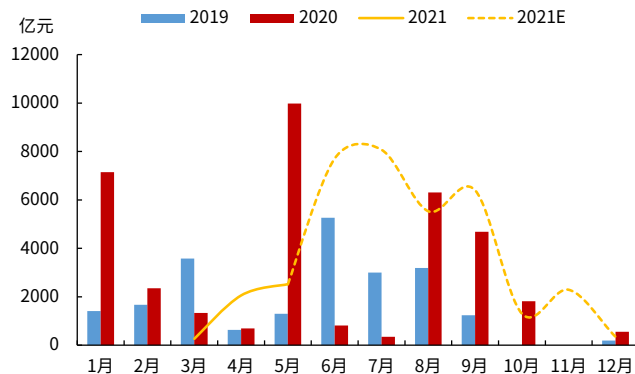
地方债发行节奏后移，一方面，将为下半年财政发力预留空间，平滑年内经济增速前高后低的走势，应对下半年出口回落的潜在风险；另一方面，控制基建投资节奏，尤其是高耗能行业，防止通胀预期的持续上行。

图 5：一般预算内资金支出进度（同年初预算数相比）



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 5 月 21 日）

图 6：政府性基金支出进度（同年初预算数相比）



资料来源：Wind，光大证券研究所，2021 年 5-12 月为光大预测数

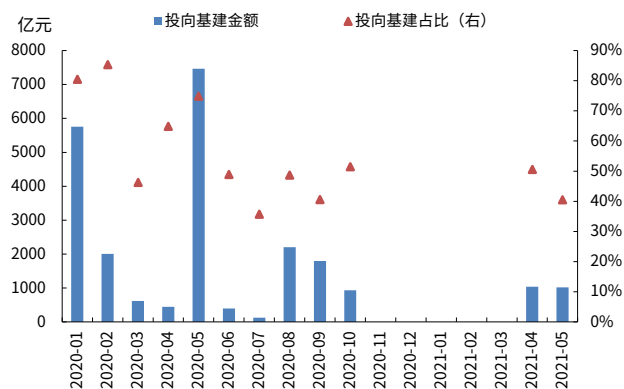
1.3 下半年基建投资仍有发力空间

随着后续专项债发行提速，以及预算内资金安排的改善，我们认为下半年基建投资仍有发力空间。

一是，预计 6-9 月流向基建的专项债资金高于去年同期。一方面，基于年内专项债基本发行完毕的假设，我们预计今年 6-9 月为专项债发行高峰；另一方面，今年以来投向基建比重并未出现明显下滑。根据 3-5 月新增专项债资金投向，基建支出占比接近 2020 年下半年水平（基建支出主要包括交通运输、市政产业园、城乡基建、环保等）。其中，对交通类项目支持力度减弱，重点投向市政基础设施领域。这或许也意味着今年基建投资的重心将发生变化，交运类投资增速或持续走弱，今年政府工作报告也并未提及铁路建设资本金（去年新增 1000 亿元）；水利、环境和公共设施管理业投资增速有望回升，与地方财力改善有关，包括土地出让金收入较高，调入一般公共预算资金减少等。

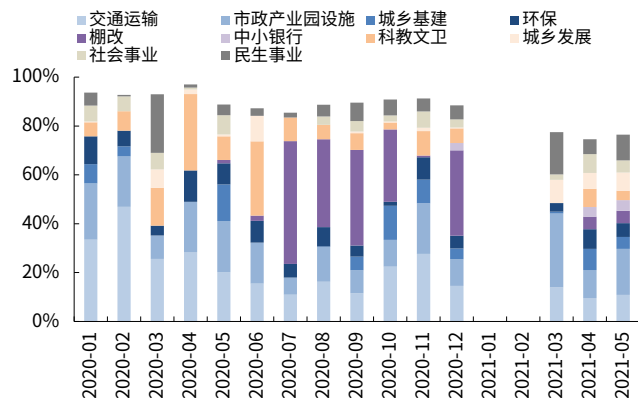
二是，后续预算内资金用于基建的支出或将改善。根据今年一般公共预算安排，基建支出计划金额较上年实际增长 1.8%，而今年 1-4 月基建类支出累计下滑 10%，意味着后续基建支出仍存在发力空间。同时，随着国内就业形势的好转，预算内资金对社保就业等刚性支出或将减缓。

图 7：新增专项债资金投向基建金额比重



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 5 月 21 日）

图 8：新增专项债资金投向



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 5 月 21 日）

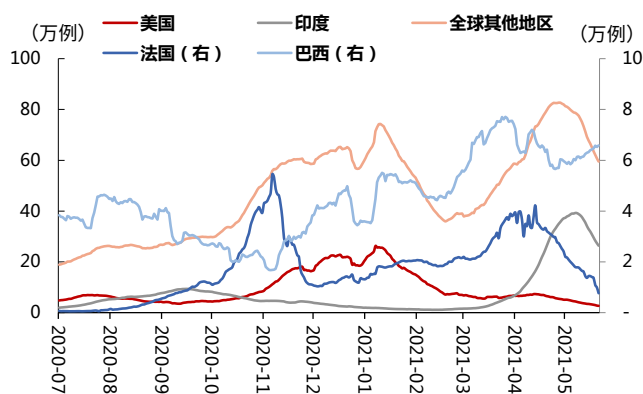
二、海外观察

2.1 海外疫情：印度疫情缓和，疫苗接种持续推进

印度新增确诊延续下降。本周印度日均新增确诊约为 27.3 万例，新增确诊延续下降趋势；本周美国日均新增确诊 2.8 万例，日均新增略有下降；本周法国日均新增确诊 1.0 万例，日均新增确诊略有下降；本周全球其他地区日均新增确诊 60.6 万例，日均新增确诊延续下行走势。

全球主要国家疫苗接种持续推进。截至 5 月 19 日，美国每百人新冠疫苗接种量为 82.91 剂，英国每百人新冠疫苗接种量为 85.23 剂，中国每百人新冠疫苗接种量为 31.23 剂，印度每百人新冠疫苗接种量为 13.51 剂。

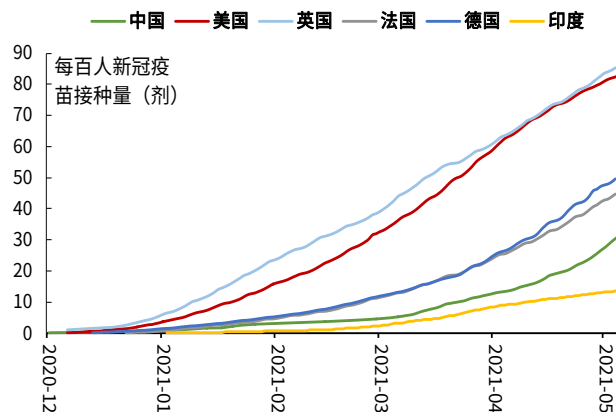
图 9：印度新增确诊增幅减缓（7 天移动平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为 7 日移动平均新增确诊，数据截至 2021 年 5 月 21 日

图 10：疫苗接种比例持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为每百人新冠疫苗接种量，数据截至 2021 年 5 月 19 日

2.2 金融与流动性数据：美债收益率走平，通胀预期略有下降

美国 10 年期国债收益率走平，通胀预期略有下降。本周美国 10 年期国债收益

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_19733

