

国内宏观周报

从“政府杠杆率要有所降低”看下半年专项债发行空间

■ 核心摘要

1、本周资本市场关注度较高的宏观事件包括：1) 河南遭遇极端暴雨，可能会通过菜价对全国CPI有1-3个月的推升，参考以往经验测算影响幅度在0.1%-0.2%。2) 三胎政策正式放开，提出到2025年积极生育支持政策体系基本建立，生育、养育、教育成本显著降低，预计针对学区房、K12校外辅导继续高压监管。3) 财政部再次明确规范专项债发行，我们测算若要满足“政府杠杆率要有所降低”的目标，下半年专项债还有9750亿的发行空间。4) 八部委联合发文规范整治房地产市场秩序，在房地产开发、房屋买卖、住房租赁和物业服务等环节全流程规范。

2、本周粗钢限产的省份进一步增加。本周全国高炉开工率为57.6%，已连续两周回落。粗钢限产预期进一步发酵，多地限产政策在逐步落实：山东明确要求粗钢产量不超过7650万吨，据测算将较去年减少344万吨。江苏部分钢厂开始执行减产计划，全省范围内的控产也将陆续开始。7月上旬已有安徽、甘肃等地出台文件要求2021年粗钢产量不得超过去年，后续有可能在全国范围压降粗钢产量。**若严格执行粗钢产量不得超过2020年的要求，今年下半年粗钢将较去年同期减产6432万吨，同比下降11.6%。**

3、房地产融资进一步收紧。7月22日国务院副总理韩正称，严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理，并首次提出“建立有效的企业购地资金审查制度”。预计后续将对房企购地资金进行更严格的审查，房企拿地前融难度上升。7月24日起，上海市新受理的首套房和二套房贷款利率分别为5.0%和5.7%，分别上调0.35%和0.45%。全国多地房贷额度紧张，审批周期延长，预计后续将有更多热点城市和上海一样上调房贷利率。目前，开发商资金来源于销售回款的比例过半，房贷利率上调后，房企资金压力将进一步紧张。

4、农产品批发价格或已见底。本周农产品批发价格200指数环比上涨1.0%，连续两周上涨。农产品批发价格200指数从今年2月高点到7月上旬持续下跌，下跌周期明显长于季节性，且跌幅达24.1%，农产品批发价格或已筑底。

5、本周资金面超预期宽松，A股成长周期均衡上涨，各期限国债收益率继续回落，在岸人民币小幅贬值。货币市场，股份制银行1年期同业存单发行利率周五只有2.48%，和同期限MLF利率息差达47bp。考虑到短期降息概率较小，息差如此高位或难持续，前者预计将向MLF利率收敛。**股票市场**，本周成长、周期风格均衡上涨。展望后市，资金面宽松有利于提振市场情绪，成长风格有望继续受资金偏爱；而上游资源品行业利润普遍高增，国内“保供稳价”政策不及预期，后续周期板块或仍有阶段性机会。因此，市场风格可能从之前的成长、周期分化，转向相对均衡。**债券市场**，本周各期限国债收益率继续回落，从同业存单发行利率大幅回落和短端利率下行明显更快来看，资金面宽松是主导力量。利率债或已超涨，主因是货币政策还未到转向的时候。近期资金面超预期宽松或难持续，由降准触发的国内利率债牛市可能走得太快了。**外汇市场**，本周美元升值0.20%。欧央行最新利率决议进一步融合了“对称2%”的通胀目标，欧元兑美元本周贬值0.29%。本周在岸人民币兑美元贬值0.13%、离岸人民币兑美元升值0.09%。

风险提示：美国通胀高位运行时间长于预期，海外疫情失控。

一、实体经济：从“政府杠杆率要有所降低”看下半年专项债发行空间

1.1 从“政府杠杆率要有所降低”看下半年专项债发行空间

本周市场关注度高的宏观事件包括：

1) 河南遭遇极端暴雨。7月17日河南开始遭遇大范围极端降雨，7月20日国家防总启动防汛Ⅲ级应急响应。本次河南极端暴雨具有时间长（持续5天）、累计降雨量大（7月17日8时至21日8时河南平均降雨量144.7毫米）、降水范围广（河南省103个县、市、区受灾）、短时降雨强（20日16时-17时郑州气象观测站最大小时降雨量201.9毫米，突破中国大陆小时降雨量历史极值）等特点。**河南作为农业大省，2019年粮食、蔬菜和猪肉产量分别占全国的10%、10%和8%。**粮食方面，2019年河南小麦、玉米和稻谷产量占全国比重分别为26%、7%和3%。由于今年小麦已收割，洪灾对小麦价格的影响有限；因2020年末玉米库销比（库存/年消费量）为0.39，处于较低水平，洪灾可能会对玉米价格有一定推动；由于河南稻谷产量占比低，洪灾对稻谷价格的影响有限。不过，由于玉米在CPI中的权重低（粮食项整体也只有2.0%左右），且国内粮价很稳定，河南洪灾通过粮食涨价这一渠道对CPI的影响很有限。**蔬菜方面**，因生长周期短，历史经验（2003年、2005年、2010年和2018年）显示，蔬菜主产区遭遇洪灾后，全国CPI蔬菜项环比在1-3个月的超季节性上涨后将恢复正常。**猪肉方面**，极端天气对猪肉价格的影响非常有限，主要还是供求在影响。目前猪肉价格下跌压力还没释放完毕，近期生猪期货走势也反映了这一点。总的来说，**河南极端暴雨可能会通过菜价对全国CPI有1-3个月的推升，参考以往经验测算影响幅度在0.1%-0.2%。**

2) 三胎政策正式放开。5月31日中央政治局审议通过《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的意见》，7月20日中共中央和国务院联合发布该文件，正式实施三孩政策并配套实施积极生育支持政策。文件提出，到2025年积极生育支持政策体系基本建立，生育、养育、教育成本显著降低，生育水平适当提高；到2035年促进人口长期均衡发展的政策法规体系更加完善，优生优育、幼有所育服务水平与人民群众对美好生活的需要相适应。**七普人口数据确认了中国超低生育率的事实（总和生育率1.3），老龄化程度也比抽样调查显示的更严重，人口峰值可能会在未来一两年就会达到。**因此，提高出生率，缓和人口老龄化刻不容缓。根据该文件，多项配套政策正处于研究和编制阶段，如托育服务标准和管理办法、研究推动将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除等。为提高生育意愿，文件在生育、养育、教育等方面也提出了一揽子政策，预计后续将陆续出台。文件明确提出生育、养育、教育成本显著降低，从这个角度看，针对房地产尤其是学区房的调控，以及校外K12辅导的监管等将持续处于高压态势。

3) 财政部再次明确规范专项债发行。7月20日财政部召开上半年财政收支情况新闻发布会。会上重申了规范专项债发行的重点工作。具体包括：一是，指导地方做好项目储备和前期准备工作，按照“资金跟着项目走”的原则，积极支持符合条件的重点项目建设。二是，实施专项债券项目穿透式监测。三是，强化专项债券项目绩效管理。四是，进一步推进地方政府债务信息公开。今年上半年专项债发行10144亿，发行进度为29.3%，只有2020年同期的一半。今年专项债能否发完，是市场关注点之一。**从3月15日国常会提出的“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，可以为我们测算下半年专项债发行规模提供一个视角。**假定2021年政府杠杆率持平于2020年的45.6%、名义GDP同比增长12%，那么2021年末政府债务存量为51.9万亿，与2020年相比有55594亿的增量。假定2021年财政赤字35700亿元全部用完，则**今年可以新增的专项债规模为19894亿，下半年还可以发行9750亿。**对比来看，2019年和2020年下半年的专项债发行规模分别为7621亿和1.37万亿。**我们认为在控政府杠杆率要求下，今年新增专项债额度在年内确有用不完的可能性。**由于专项债实行限额管理，今年未使用的额度可结转以后年份使用。2017年财政部印发的《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》中，也明确提到严格执行限额管理，规模包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。

4) 八部委联合发文规范整治房地产市场秩序。7月23日住建部等八部委联合印发《关于持续整治规范房地产市场秩序》的通知，提出力争用3年左右时间，实现房地产市场秩序明显好转；违法违规行得到有效遏制，监管制度不断健全，群众信访投诉量显著下降；因城施策突出整治重点，包括房地产开发、房屋买卖、住房租赁和物业服务等环节。我们认为，这一政策将减少房地产全流程中的不规范现象，促进房地产市场平稳健康发展。尤其是在压实开发商和中介机构的责任后，避免不实宣传和推波助澜，让购房者更加理性。

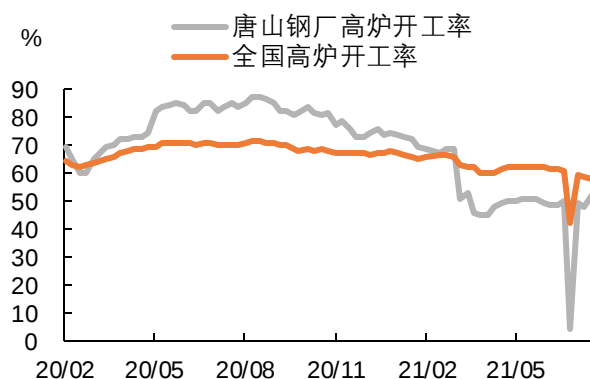
1.2 粗钢限产省份增加

本周粗钢限产的省份进一步增加。本周全国高炉开工率为 57.6%，已连续两周回落；唐山高炉开工率为 52.4%，较上周的 47.6% 有所回升（图表 1）。本周螺纹钢库存 823.8 万吨，在连续五周累库后小幅回落，主要是供给收缩引起的（图表 2），螺纹钢表观需求回落 7.4 万吨到 351.2 万吨。本周粗钢限产预期进一步发酵，多地限产政策在逐步落实。山东省要求以 2020 年钢铁企业产量为基础，综合考虑环保、能耗、产能利用率和布局规划等因素进行压降，确定各个钢铁企业产量控制目标。今年山东粗钢产量不超过 7650 万吨，据测算将较去年减少 344 万吨。江苏部分钢厂开始执行减产计划，全省范围内的控产也将陆续开始。7 月上旬已有安徽、甘肃等地出台文件要求 2021 年粗钢产量不得超过去年。我们认为，后续有可能在全国范围压降粗钢产量。今年上半年全国粗钢产量 5.6 亿吨，如果严格执行粗钢产量不得超过 2020 年的要求，今年下半年粗钢将较去年同期减产 6432 万吨，同比下降 11.6%。

限产预期叠加港口铁矿石已连续五周累库，本周南华铁矿石指数环比跌幅达 9.4%，螺纹钢指数环比上涨 2.0%（图表 3）。本周南华动力煤、焦煤、焦炭指数分别上涨 3.2%、4.0% 和 2.8%（图表 4）。高温天气多地用电负荷持续创新高，沿海八省动力煤消耗已超过 220 万吨，环渤海港口库存已降到 1900 万吨的低位，煤炭价格或将进一步上涨。

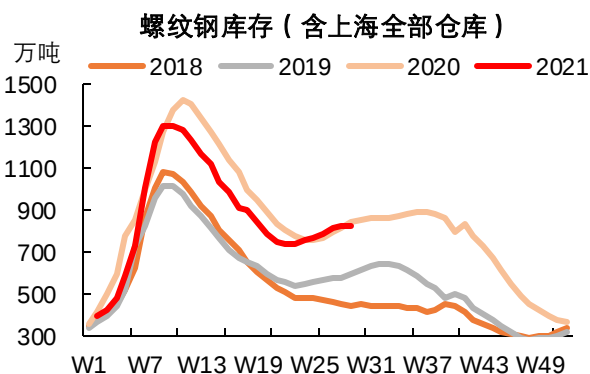
本周汽车轮胎开工率和石油沥青装置开工率都有所回升，汽车零售和基建投资或在修复。本周汽车轮胎全钢胎开工率从 59.0% 提高到 62.8%，半钢胎开工率从 55.9% 提高到 58.7%（图表 5），都是连续第二周回升，汽车芯片供给改善后，对生产和零售的压制都将减弱。本周石油沥青装置开工率从上周的 36.9% 提高到 39.2%（图表 6），在局部遭遇极端暴雨的情况下依然回升，或表明道路工程投资需求有所改善。今年上半年基础设施领域中长期贷款新增 2.49 万亿，同比多增 9674 亿元，6 月财政投向基建领域的资金边际好转，基建投资或将延续反弹趋势。

图表 1 本周全国高炉开工率回升，而唐山的回落



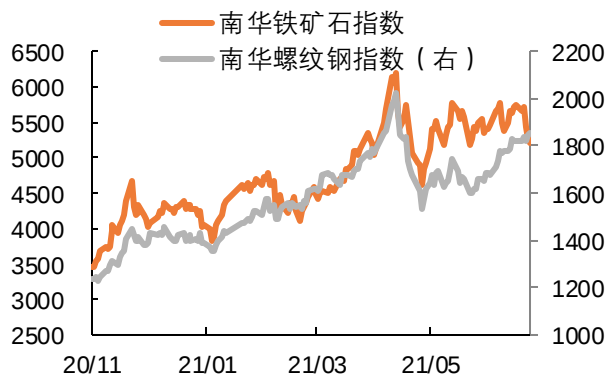
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 2 连续 5 周累库后，本周螺纹钢库存小幅下降



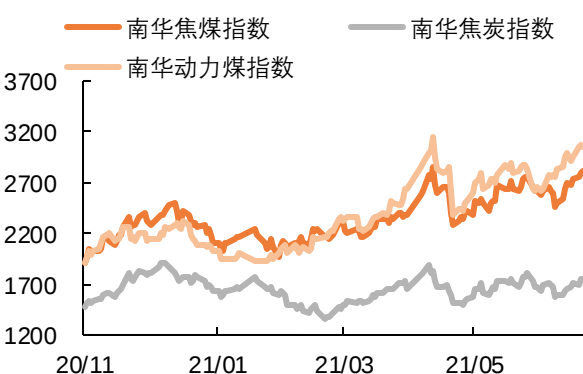
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 3 限产预期下本周铁矿石大跌



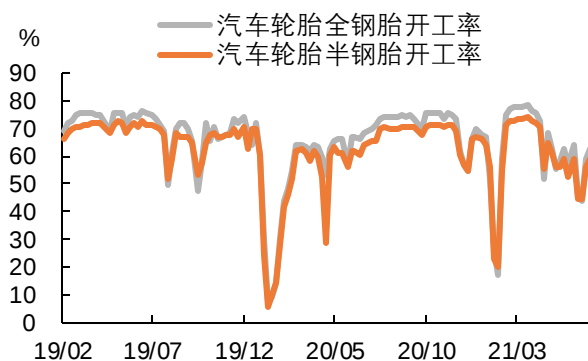
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 4 本周动力煤、焦煤和焦炭继续涨价



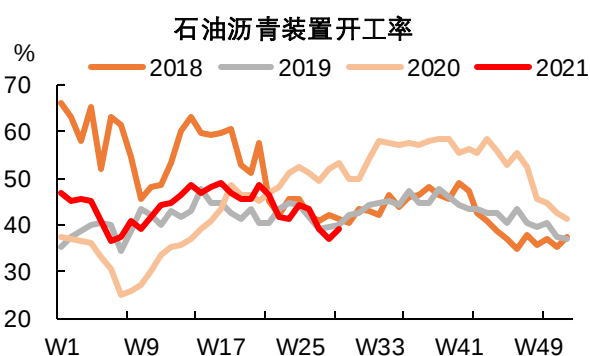
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周汽车轮胎全钢铁和半钢胎的开工率均回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周石油沥青装置开工率小幅回升

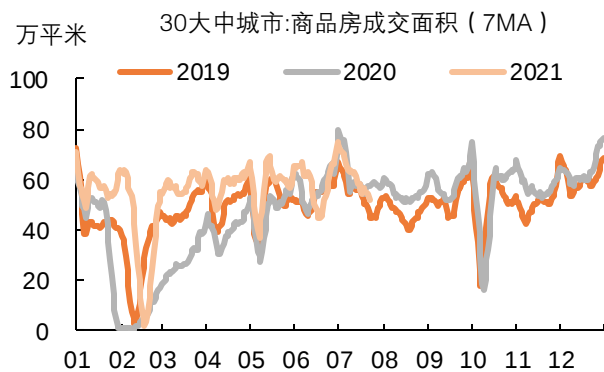


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 房地产融资进一步收紧

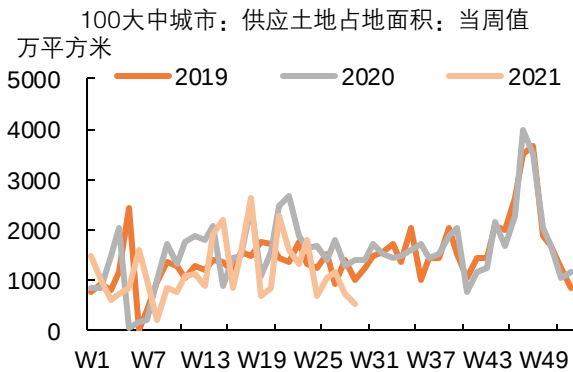
本周商品房销售面积继续回落，百城土地市场有所回暖。本周 30 城商品房日均销售面积环比减少 4.6% (图表 7)。上周百城土地供应面积环比下降 25.1% (图表 8)；百城土地成交面积环比增加 71.4% (图表 9)，主要是低基数引起的，从成交面积绝对规模看，仍处历史同期低位；百城土地成交溢价率环比上升 3.6 个百分点 (图表 10)。受双“集中”影响，今年土地供应、招拍挂和土地出让金缴纳不再像以往那样平滑，1-6 月政府性基金收入两年平均增速从 9.5% 提高到 10.8% 就与此有关。考虑到开发商融资和房地产抵押贷款持续收紧，土地市场趋势性降温是大概率事件。

图表7 本周 30 城商品房成交面积环比下降 4.6%



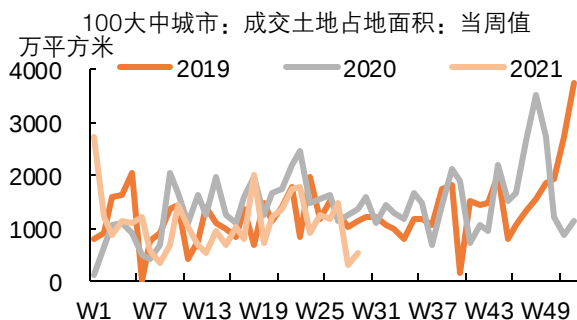
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 上周百城土地供应面积环比下降 25.1%



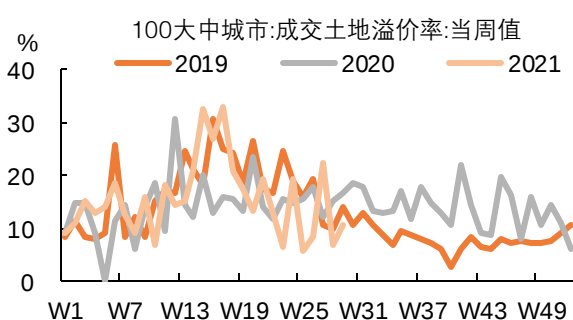
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 上周百城土地成交面积环比增加 71.4%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 上周百城土地成交溢价率环比上升 3.6%



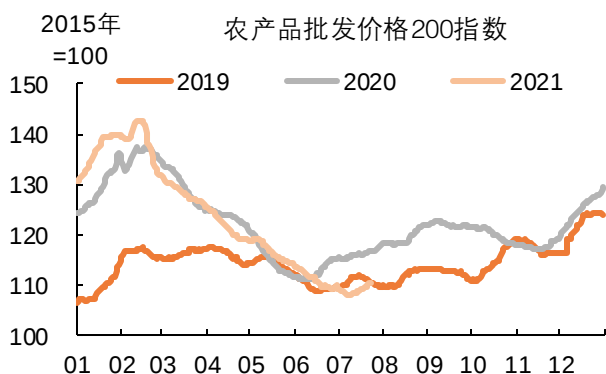
资料来源:wind, 平安证券研究所

房地产融资进一步收紧。7月22日国务院副总理韩正在加快发展保障性住房和进一步做好房地产市场调控工作电视电话会议上讲话，称严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理，并首次提出“建立有效的企业购地资金审查制度”。土地双“集中”后，房企拿地竞争激烈，预计后续将对房企购地资金进行更严格的审查，房企拿地前融难度上升，或有助于加速土地市场降温。据报道7月24日起，上海市新受理的首套房和二套房贷款利率分别为5.0%和5.7%，分别上调0.35%和0.45%。全国多地房贷额度紧张，审批周期延长，预计后续将有更多热点城市和上海一样上调房贷利率。目前，开发商资金来源于销售回款的比例过半，房贷利率上调后，房企资金压力将进一步紧张。

1.4 农产品批发价格或已见底

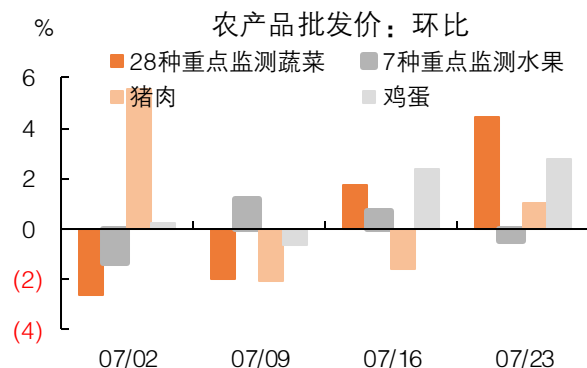
农产品批发价格或已见底。本周农产品批发价格200指数环比上涨1.0%，已连续两周上涨（图表11）。考虑到农产品批发价格200指数从今年2月高点到7月上旬持续下跌，下跌周期明显长于季节性，且跌幅达24.1%，我们认为农产品批发价格或已筑底。本周猪肉批发价环比上涨1.0%，当前仍供过于求，猪价下跌压力没有释放完毕；蔬菜批发价环比上涨4.4%，或与河南发生极端暴雨有关；水果批发价环比下跌0.5%；鸡蛋批发价环比上涨2.8%（图表12）。

图表11 本周农产品批发价格指数小幅回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 除水果外，本周主要农产品批发价均环比回升



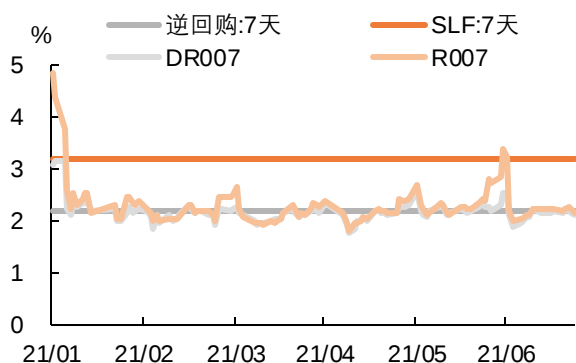
资料来源:wind, 平安证券研究所

二、金融市场：资金面超预期宽松

2.1 货币市场：股份行1年期同业存单发行利率降至2.48%

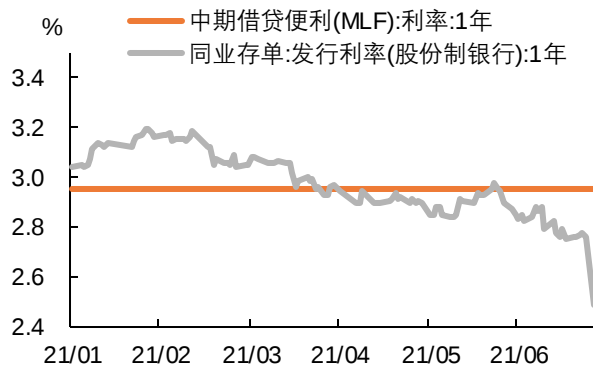
本周LPR未降息，资金面超预期宽松。7月20日LPR报价公布，利率并未调降，符合我们上周周报里的判断，目前还没有到需要动用降息这一转向信号明显的价格型工具的时候。本周资金面宽松超预期，DR007周五收于2.11%，较上周五下行7.0bp；R007周五收于2.16%，较上周五下行5.5bp，两者都低于季节性水平（图表13）。本周各交易日股份制银行1年期同业存单发行利率整体逐步回落，周五下降到2.48%，和同期限MLF利率息差达47bp（图表14）。这一方面因资金面超预期宽松，另一方面和融资需求回落有关（本周同业存单净融资521亿元）。我们认为，目前主要是针对房地产和地方政府紧信用，在双支柱调控框架下，货币政策将继续维持资金面合理充裕。不过，考虑到短期降息（MLF利率）概率较小，1年制股份行同业存单和同期限MLF利率之间的息差如此高位，或难以持续，前者预计将向MLF利率收敛。

图表13 本周资金面较为宽松



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 本周1年期股份行存单发行利率降至2.48%

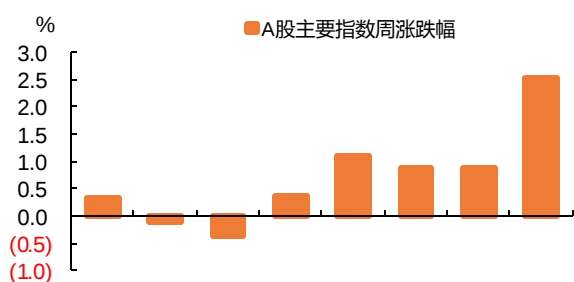


资料来源:wind, 平安证券研究所

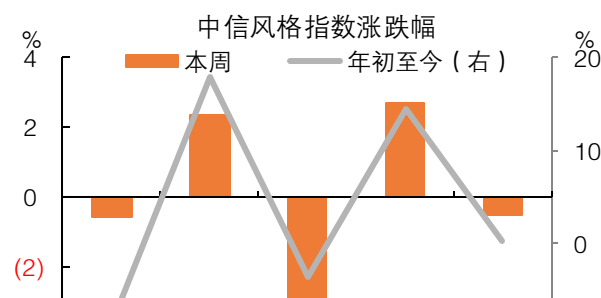
2.2 股票市场：成长周期均衡上涨

本周成长、周期风格均衡上涨。科创 50 在上周大跌后，本周领涨（2.51%）；创业板指（1.08%）、中证 500（0.88%）和中小板指（0.88%）涨幅也相对较大；上证综指（0.31%）和深证成指（0.38%）小幅震荡。从中信风格指数看，本周成长（2.73%）和周期（2.36%）涨幅相对较大，而消费（-2.93%）下跌明显。本周交易量依然活跃，除周二外两市成交额都在 1 万亿以上；北向资金净流入额从上周的 16.69 亿大幅回升到 118.22 亿。我们认为，当前资金面超预期宽松，有利于提振市场情绪，成长风格有望继续受资金偏爱。而上游资源品行业利润普遍高增，国内“保供稳价”政策不及预期，工业品短期价格仍处高位，后续周期板块或仍有阶段性机会。预计市场风格可能从之前的成长、周期分化，转向相对均衡。

图表15 本周A股主要股指涨跌幅



图表16 本周和年初至今的中信风格指数涨跌幅



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_22361

