

基建再蓄力

报告摘要

本周宏观经济主要变化如下：

● 1、中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，打开下半年基建发力的空间。《通知》有两项政策突破：一是，符合条件的重大项目可将专项债作为资本金；二是，在合规前提下隐性债务平滑不再被认定问责。这两项政策突破有望使得重点基建项目得到加速推动，隐性债务平滑也有望扩大范围。但政策具体的刺激力度取决于如何认定“重大项目”、以及债务平滑机制被推广的程度，这两点都存在较大的操作空间。其把握或在很大程度上取决于经济下行的压力，短期可能主要是对冲，而非强刺激。在基建获得“蓄力”的情况下，需要警惕其对银行支持小微和民营企业的额度形成挤占。

● 2、本周六大发电集团日均煤耗量同比跌幅进一步收敛，工业生产继续呈修复迹象。受基建发力预期刺激，南华工业品指数小幅回升，仍处较高水平，但同比增速已回到低位，对PPI的推动作用并不强。主要钢材社会库存出现回升，显示钢材需求趋弱。5月生猪产能继续下降，酝酿后续大涨风险；不过，农业部表示夏粮收获近八成，丰收已成定局，粮价前景较为稳定。

● 3、楼市监管政策再放收紧信号，房地产调控放松的可能性越来越小。1) 5月17日，银保监会发布了《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，对违规资金通过信托流向房地产行业开始进行新一轮严查；2) 6月初有消息传出，多家企业的债券、ABS发行被暂停；3) 6月13日，郭树清在第十一届陆家嘴论坛上，严厉指出了当前房地产市场、房地产金融存在的风险，也释放出房地产调控不放松、融资可能收紧的信号。5月房地产开发投资资金来源和房地产投资均已呈现放缓，需谨防房地产销售失速及政策高压导致资金来源收紧过度。

● 4、央行周三开始推出28天逆回购操作，凸显央行维稳跨半年资金面的意图。本周尽管整体资金面保持宽松，但非银金融机构“资金荒”的局面却明显发酵，主要原因是银行对主体信用及质押券的要求急剧趋严。周一，央行对锦州银行发行同业存单提供民营企业债券融资支持工具(CRMW)提供信用增进，受此利好，本周AA+主体评级的同业存单发行成功率有较明显恢复，但AA及以下评级存单发行依然困难。周五央行宣布增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利额度1000亿元，加强对中小银行流动性支持。央行虽施以援手，但预计难以扭转流动性分层和风险偏好下降的调整趋势。

● 5、人民币汇率对美元的反应已经钝化，5月20日以来，美元兑人民币汇率中间价走成了一条直线，离岸和在岸美元兑人民币汇率也保持在很小的波动区间内。周四央行宣布将于6月下旬再发行离岸央票，体现央行短期维稳人民币汇率的意愿。人民币汇率的走向将高度取决于中美贸易谈判的演绎。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、实体经济：专项债新规为基建蓄力	3
1、工业生产呈现修复迹象	3
2、钢材社会库存出现回升	4
3、楼市政策趋紧，监管定力十足	5
4、生猪产能下降，夏粮丰收定局	6
二、金融市场：非银身陷“资金荒”	6
1、货币市场：非银身陷“资金荒”	6
2、债券市场：短期仍受压制	7
3、人民币汇率：央行将再发离岸央票	8

图表目录

图表 1：本周发电煤耗量与去年同期差距收窄	4
图表 2：本周南华工业品指数高位小幅回升	4
图表 1：本周南华玻璃和铁矿石指数均创新高	4
图表 2：今年已发行专项债用途分布	4
图表 3：本周原油价格震荡下跌	5
图表 4：本周黄金和铜价变化不大	5
图表 5：本周螺纹钢价格小幅回升	5
图表 6：本周钢材社会库存出现上扬	5
图表 7：本周 30 大中城市商品房成交一般	6
图表 8：上周 100 城土地供应面积明显偏低	6
图表 9：本周农产品批发价格指数进一步走低	6
图表 10：本周水果、蔬菜、鸡蛋价格皆有回落	6
图表 11：本周 21 天可跨月资金利率显著上扬	7
图表 12：本周 AA+级主体同业存单发行有所修复	7
图表 13：本周国债收益率曲线走平	7
图表 14：本周短期国债收益率明显上行	7
图表 15：本周离岸人民币汇率对美元反应钝化	8
图表 16：本周 CFETS 人民币指数继续走低	8

一、实体经济：专项债新规为基建蓄力

1、工业生产呈现修复迹象

本周六大发电集团日均煤耗量继续回升，同比跌幅进一步收敛，工业生产继续呈现修复迹象（图表1）。5月规模以上工业增加值同比进一步降至5%，创下历史新低（剔除1、2月份）；5月发电量同比也从上月的3.8%下滑至0.2%，创2016年6月以来新低；1-5月工业产销率回落至97.9%，同比持平于-0.3%的低位，显示产品需求疲软。6月以来，上述状况有缓和迹象。本周南华工业品指数小幅回升，仍处较高水平，但同比增速已回到低位，对PPI的推动作用并不强（图表2）。其中，玻璃指数、铁矿石指数进一步攀升并创下新高，工业品价格受到基建发力预期的刺激（图表3）。

周二，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，打开了下半年基建发力的空间。《通知》有两项政策突破：一是，符合条件的重大项目可将专项债作为资本金；二是，在合规前提下隐性债务平滑不再被认定问责。这两项政策突破有望使得重点基建项目得到加速推动，隐性债务平滑也有望扩大范围。但政策具体的刺激力度取决于如何认定“重大项目”、以及债务平滑机制被推广的程度，这两点都存在较大的操作空间。其把握或在很大程度上取决于中美谈判的演绎，以及中国经济下行的幅度，这两点目前都需要观察，因此短期可能主要是对冲，而非强刺激。

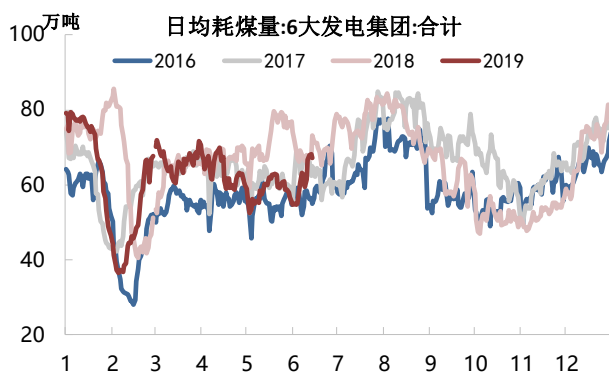
事实上，2015年8月发改委曾会同国开行和农发行成立国家专项建设基金，其也可作为资本金投入项目公司，且中央财政贴息90%后，融资成本低至1.2%，期限长达10-20年，应该说撬动基建的效果比专项债更强。专项建设基金成立以后，2015年投放了8000亿、2016年投放了1万亿，对于基建投资的稳定起到了一定作用，但2017年下半年开始，便因资金使用效果不甚理想、并增加地方隐性债务风险而淡出。本次《通知》强调“对举借隐性债务上新项目、铺新摊子的要坚决问责、终身问责、倒查责任”，态度仍然十分严厉，这对专项债作为项目资本金的范围是个较强的约束。

按照上半年地方专项债发行分布来看，土储和棚改专项债占比超过81%，基建相关专项债（收费公路、轨道交通、水资源配置工程、乡村振兴）占比不到8%，其它类别里可能也有部分属于基建相关，但其中只有一部分是满足“国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目”要求的（图表4）。倘若我们按照8%的比例估算，专项债用作资本金的规定所撬动今年基建投资只有4150亿，对应额外拉动基建投资2.4个百分点。但新规之后地方政府可能压缩土储和棚改专项债的比例，此处蕴含空间。

此外，《通知》中还有一点值得重视，即明确了在合规前提下，隐性债务平滑不再被认定问责，这为基建的保存量也提供了支持。对于“补短板重大项目，金融机构可按照商业化原则自主决策，在不新增隐性债务前提下给予融资支持，保障项目合理资金需求”“在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资”“凡偿债资金来源为经营性收入、不新增隐性债务的，不认定为隐性债务问责情形”“对金融机构支持存量隐性债务中的必要在建项目后续融资且不新增隐性债务的，也不认定为隐性债务问责情形”。此处蕴含的空间或许更大。

在基建获得“蓄力”的情况下，需要警惕其对银行支持小微和民营企业的额度可能形成挤占。本周在上海举行的第十一届陆家嘴论坛上，郭树清致辞时表示，小微企业融资难融资贵问题得到了缓解：到5月末，五大银行对普惠型小微企业贷款比去年增长了23.7%，已完成了全年计划的绝大部分，平均利率较去年全年下降0.65个百分点。银行支持小微民营企业取得成效后，力度会否有所下降，是个值得关注的问题。

图表 1：本周发电煤耗量与去年同期差距收窄

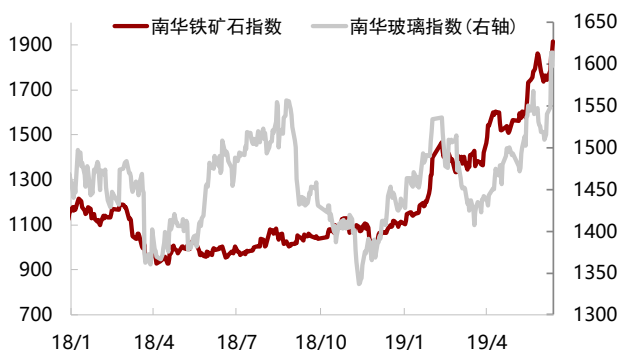


图表 2：本周南华工业品指数高位小幅回升



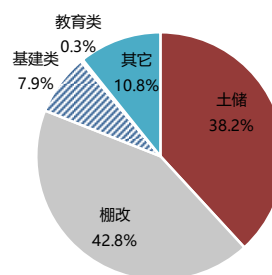
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：本周南华玻璃和铁矿石指数均创新高



图表 4：今年已发行专项债用途分布

截至6月16日专项债发行分布



来源：Wind，莫尼塔研究

2、钢材社会库存出现回升

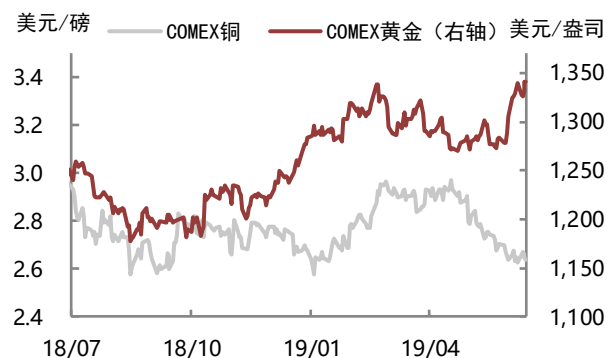
原油价格震荡下跌，全周WTI油价下跌2.74%，至52.51美元/桶，布伦特油价下跌2.02%，至62.01美元/桶（图表5），EIA月报将2019年全球原油需求增幅下调10万桶至120万桶/日，因贸易局势紧张化，但在2020年有望升至140万桶/日，因发展中国家的刺激政策有望在2020年提升需求。黄金价格震荡持平，COMEX铜价略微反弹0.55%，均呈企稳。

南华螺纹钢指数小幅回升1.2%（图表6），除了基建发力预期外，成本驱动也是个重要原因：本周铁矿石指数再度大涨8.62%，焦炭上涨1.75%。本周全国高炉开工率继续略微回落至71.1%，略弱于去年同期；主要钢材社会库存出现回升，钢材需求趋弱（图表7）。

图表 5：本周原油价格震荡下跌



图表 6：本周黄金和铜价变化不大

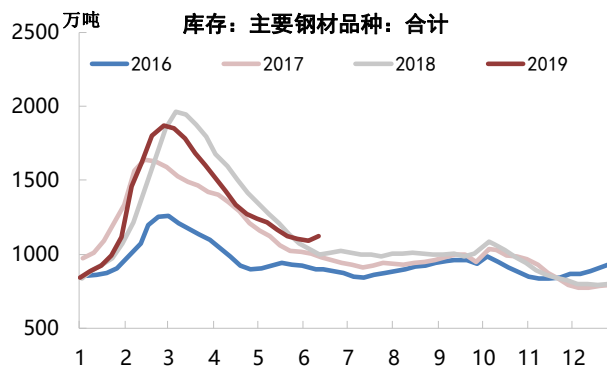


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：本周螺纹钢价格小幅回升



图表 8：本周钢材社会库存出现上扬

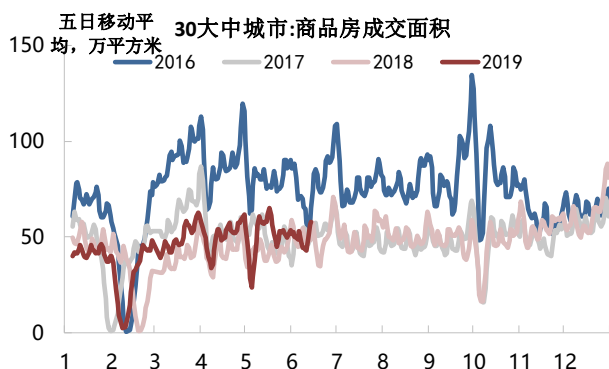


来源：Wind，莫尼塔研究

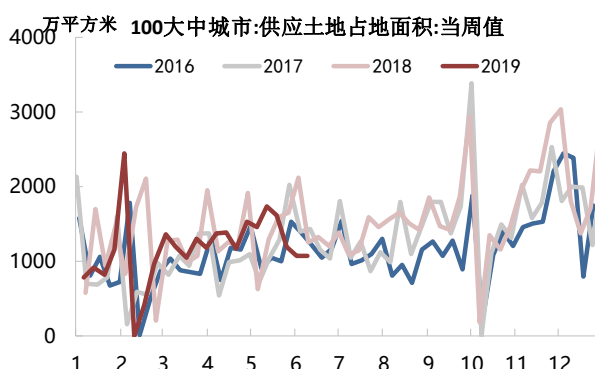
3、楼市政策趋紧，监管定力十足

本周全国30大中城市商品房日均成交面积与去年同期相差不大，大中城市房地产销售景气一般（图表9），上周100个大中城市土地供应面积仍然显著低于过去几年同期，土地溢价率继续小幅走高（图表10）。5月集合信托投向房地产领域规模同比提升23.75%，土地市场热度趋于上升，这引致监管政策再放收紧信号，房地产调控放松的可能性越来越小：1）5月17日，银保监会发布了《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，对违规资金通过信托流向房地产行业开始进行新一轮严查；2）6月初有消息传出，由于近期土地市场趋于活跃，多家企业的债券、ABS发行被暂停；3）6月13日，郭树清在第十一届陆家嘴论坛上，“不客气”地指出了当前房地产市场、房地产金融存在的风险，也释放出房地产调控不放松、融资可能收紧的信号。5月房地产开发投资资金来源和房地产投资均已呈现放缓，需谨防房地产销售失速及政策高压导致资金来源收紧过度。此外，据经济参考报，今年1-5月百强房企中有95家销售额突破百亿，房地产行业集中度进一步提升，两极趋势加剧。

图表 9：本周 30 大中城市商品房成交一般



图表 10：上周 100 城土地供应面积明显偏低

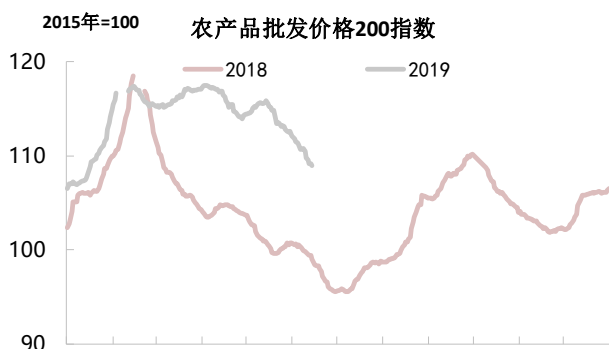


来源：Wind，莫尼塔研究

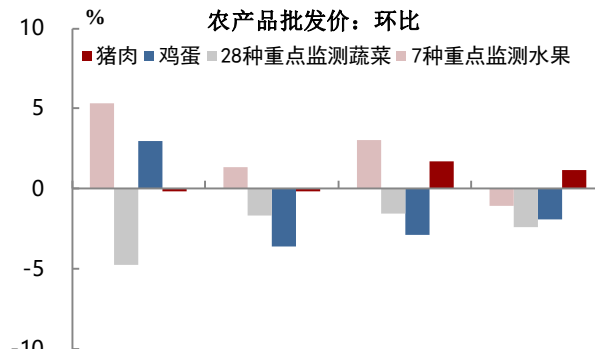
4、生猪产能下降，夏粮丰收定局

本周农产品批发价格指数进一步下跌（图表11）。分项来看，水果、蔬菜、鸡蛋价格环比皆有回落，猪肉价格小幅上涨（图表12）。本周初，一则“海南成功研制出预防非洲猪瘟病毒注射剂”的消息不胫而走，但海南农业农村厅否认官方曾发布相关公告，农业农村部也辟谣称，尚未受理任何针对非洲猪瘟病毒的预防治疗药物或疫苗。**生猪产能仍在持续下降，酝酿后续大涨风险**：5月生猪存栏环比减少4.2%，比去年同期减少22.9%；能繁母猪环比减少4.1%，比去年同期减少23.9%。不过，本周农业部表示夏粮收获近八成，丰收已成定局，粮食价格前景较为稳定。

图表 11：本周农产品批发价格指数进一步走低



图表 12：本周水果、蔬菜、鸡蛋价格皆有回落



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_11954

