

2021年09月10日

证券研究报告·宏观定期报告

宏观周报(9.6-9.10)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新基建将迎超前打造，欧央行缩债不意味紧缩

摘要

● 一周大事记

国内：适度超前打造新基建，“宽信用”助力中小企业发展。9月6日至8日，2021中国国际数字经济博览会，刘鹤副总理致辞重点提到大力支持民营经济发展和数字经济领域要适度超前进行基础设施建设，根据我们测算2020-2025建设总规模约11.05万亿元，项目资金主要来自财政拨款、专项债和社会资本，但社会资本可能参与度有限，主要依靠政府资金保障，预计今明两年，专项债对于新基建领域的投资力度将加大；7日，国新办举行支持中小微企业发展国务院政策例行吹风会，主要内容包括支持小微企业、应对美联储等货币政策转向、后续金融政策等。目前看，7月降准效果显现，小微企业贷款“量增”、“价降”，四季度流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动，货币政策依然是以稳为主的跨周期调节；8日，发改委就稳投资稳外资有关情况举行发布会，今年受到基数效应影响，投资增速“前高后低”，总体上保持恢复增长的态势，预计全年利用外资的数量能够实现一定幅度的增长，有可能会好于预期；9日，商务部表示将着力推动我国数字贸易加快发展，新兴数字技术引领第四次全球化，建议重点关注5G、人工智能、大数据、云计算等，预计“十四五”期间我国可数字化的服务贸易进出口总额预计将超过4000亿美元，下一步，商务部将从四方面着手，推动我国数字贸易创新发展。

海外：美国经济增长放缓，欧央行缩减购债。9月8日，日本内阁府数据显示，日本二季度实际GDP环比上升0.5%，疫情影响下，日本家庭消费持续低迷，经济复苏仍需等待；当地时间9月8日，美联储褐皮书显示经济增长在7月初至8月略微放缓至温和水平，供应短缺，就业方面总体增长，但创造就业的速度分化，通胀方面整体仍保持在高位，预计9月数据也许会改变美联储对Taper的看法；目前欧元区通胀高企，当地时间9月9日，欧央行公布利率决议，维持三大关键利率不变，同时宣布将放慢四季度PEPP购债速度，但APP的购债速度则维持不变。放慢PEPP购买规模并不意味着紧缩的开始，预计即使欧央行明年完全退出了PEPP，但还将保留有APP，且APP的购债力度或将提高，甚至有可能出台PEPP的替代计划来支撑经济；当地时间9月8日，佩洛西未明确给出预算支出法案是否会达到3.5万亿美元，出于对高企的通胀和政府债务的担忧，民主党议员曼钦呼吁搁置3.5万亿美元支出法案，但根据席位分布曼钦一票将起关键作用，3.5万亿支出计划仍有不少变数。

高频数据：上游：原油现货价格周环比下降，铁矿石与阴极铜周环比微降；中游：生产资料价格指数略升，主要工业原材料价格上涨；下游：房地产销售周环比下降，汽车零售表现偏弱；物价：蔬菜价格、猪肉价格微降。

● **下周重点关注：**日本企业价格指数（周一）；美国CPI指数（周二）；中国8月经济数据，欧元区工业生产指数（周三）；美国8月核心零售数据（周四）；中国铁矿石港口库存量，欧元区CPI指数（周五）。

● **风险提示：**发达国家宏观政策变化超预期，国内经济复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 它何时见顶？它何时触底？——8月通胀数据点评（2021-09-10）
2. 扰动下的超预期能持续吗？——8月贸易数据点评（2021-09-07）
3. 政策加力“房住”，海外或渐送“鸽”远行（2021-09-03）
4. 需求走弱建筑业走强，政策托底或已开启——8月PMI数据点评（2021-08-31）
5. 环环相扣：美联储Taper VS 美国财政发力？（2021-08-30）
6. 国有资本优化布局，海外收紧伺机而动（2021-08-27）
7. 消费未来的“新风景”——疫情后的消费路径与趋势分析（2021-08-23）
8. 补水型操作成常态，联储缩债或加快（2021-08-20）
9. 短期多重冲击，经济前景如何？——7月经济数据点评（2021-08-17）
10. 两个“钱袋子”轮番发力，拜登基建计划达成（2021-08-13）

目 录

1 一周大事记.....	1
1.1 国内：适度超前打造新基建，“宽信用”助力中小企业发展.....	1
1.2 海外：美国经济增长放缓，欧央行缩减购债并不等于 Taper.....	2
2 国内高频数据.....	4
2.1 上游：原油现货价格周环比下降，铁矿石与阴极铜周环比微降.....	4
2.2 中游：生产资料价格指数略升，主要工业原材料价格上涨.....	4
2.3 下游：房地产销售周环比下降，汽车零售表现偏弱.....	5
2.4 物价：蔬菜价格、猪肉价格微降.....	6
3 下周重点关注.....	7

1 一周大事记

1.1 国内：适度超前打造新基建，“宽信用”助力中小企业发展

适度超前打造新基建，“宽信用”结构性特征或更显著。9月6日至8日，以“创新发展与数字经济”为主题的2021中国国际数字经济博览会在石家庄举办，这是经党中央、国务院批准的全国唯一以数字经济冠名的国家级展会。展会聚焦京津冀协同发展、雄安新区规划建设、2022年冬奥会筹办三件国家大事，聚焦数字经济领域新业态、新模式和前沿热点，设“一主三分”四个会场，坚持“会、展、赛、体验、发布、对接”六位一体，全力打造国家级国际化数字经济交流合作平台。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤以视频方式出席并致辞，重点提到大力支持民营经济发展和数字经济领域要适度超前进行基础设施建设。民营经济与中小企业的重合度很高，二者都具有“五六七八九”的典型特征，即为我国贡献了50%以上的税收、60%以上的GDP、70%以上的技术创新、80%以上的城镇就业、90%以上的市场主体数量。中小企业是解决就业问题，加快科技创新的主力军，去年疫情以来，中小企业经营受到的冲击较大，政策对于中小企业的融资难、融资贵的问题关注度一直比较高，7月中旬的降准就是重要支持举措之一，上周国常会部署加大对市场主体特别是中小微企业纾困帮扶力度，加强政策储备做好跨周期调节，今年再新增3000亿元支小再贷款额度，支持银行向小微企业和个体工商户发放贷款。目前市场对四季度降准的预期较高，中小企业是“稳增长、保就业”重要主体，也是后续宽信用的重点对象。数字经济是“十四五”新经济重点发展领域之一，本次致辞提出“适度超前进行基础设施建设”既是中国科技发展和经济跨层的需要，也为统筹今明两年经济增长提供了支撑。数字经济领域的基建投资属于新基建范畴，主要涉及5G网络建设、人工智能、云计算、工业互联网、数据中心等，根据我们的测算2020-2025建设总规模约11.05万亿元。项目资金主要来自财政拨款、专项债和社会资本。考虑到初期建设投资大、回报周期较长、应用场景不是十分明确等问题，社会资本可能参与度有限，主要还是依靠政府资金保障，预计今明两年，专项债对于新基建领域的投资力度将持续加大。

四季度流动性无大缺口，金融支持中小企业加力。9月7日，国新办举行支持中小微企业发展国务院政策例行吹风会，就支持小微企业、应对美联储等货币政策转向、金融政策如何实现共同富裕等介绍情况并回答提问。目前，全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂，二季度以来，原材料、物流成本等大幅上涨抬升了企业生产经营成本，应收账款增加导致中小企业资金链紧，同时，国内外汛情疫情导致订单需求不足，8月新订单PMI较7月回落1.3个百分点至49.6%，在连续17个月位于扩张区间之后跌到荣枯线以下，中小微企业面临较大压力。央行会进一步加大对中小微企业的支持力度：新增3000亿元支小再贷款额度，在今年9-12月之内发放；央行再贷款利率为2.25%，商业银行发放贷款平均利率约为5.5%，贷款主体是小微企业，同时，为保障资金使用的精准性和直达性，再贷款的投放将采取“先贷后借”的模式；加大普惠小微信用贷款支持政策的实施力度；央行还将创新供应链金融服务模式，整治大中型企业拖欠中小微企业应收账款的行为，缓解其占款压力等。从货币供应来看，7月份降准效果显现，小微企业贷款“量增”、“价降”，7月新发放普惠小微企业贷款加权平均利率为4.93%，比去年12月下降0.15个百分点，7月末，金融机构普惠小微企业贷款比去年同期增长29.3%。今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动；今年以来，我国货币政策搞好跨周期设计，提前布局，以应对全球经济体货币政策转向可能带来负面外溢冲击。

基数效应下投资“前高后低”，下半年专项债券发行加快稳投资。9月8日，国家发改委就稳投资稳外资有关情况举行发布会，今年以来，受到基数效应影响，投资增速“前高后低”，总体上保持恢复增长的态势。上半年地方专项债券发行进度偏慢，对投资增速造成一定拖累。1-8月新增专项债总额18430亿元，完成全年目标的53.2%，慢于2019年(93.3%)和2020年(77.2%)同期，年内仍有16246亿元待发。下半年专项债的发行进度将提速，这也为今年下半年和明年的基建投资增速上行提供了增量资金。今年受地方债发行速度偏慢、极端天气以及国内散点疫情影响1-7月份基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.6%，较前值回落2.3个百分点，较2019年同期两年平均增长0.9%，较前值回落1.5个百分点，从已发行的专项债来看，主要投向最多的是市政及产业园区基础设施、交通基础设施以及医疗卫生、教育等社会事业，占比分别为26.97%、19.85%以及18.86%。在全年的展望中，我们乐观估计今年有望实现7%左右的增速。此外，发改委在本次会议上还提出，从稳存量扩增量、优结构提质量和强服务防风险三个方面做好稳外资工作，今年1-7月实际使用1007.4亿美元，同比增长30.9%，较2019年同期增长27.8%，全年利用外资的数量能够实现一定幅度的增长，有可能会好于预期。

数字化融入商业模式，大力发展数字贸易。9月9日，商务部新闻表示，将着力推动我国数字贸易加快发展，包括提出符合我国特色的数字贸易发展工作举措，打造北京等数字贸易示范区，加强国际合作，建设性参与数字贸易国际规则制定，出台支持政策以营造良好营商环境等。新兴数字技术引领第四次全球化，为中国发展数字服务贸易带来了发展机遇，建议重点关注5G、人工智能、大数据、云计算等。商务部发布的《中国数字贸易发展报告2020》显示，“十三五”时期，中国数字贸易额由2015年的2000亿美元增长到2020年的2947.6亿美元，增长47.4%；同期数字贸易占服务贸易的比重从30.6%增长至44.5%，近十年来，中国的数字服务贸易规模基本翻了一番，中国数字服务贸易额从2011年的逆差148.2亿美元逐渐扭转为顺差，2018年到2020年已连续3年实现顺差，预计“十四五”期间我国可数字化的服务贸易进出口总额预计将超过4000亿美元，占服务贸易总额的一半左右。下一步，商务部将从四方面着手，推动我国数字贸易创新发展：一是加快顶层设计，提出符合我国特色的数字贸易发展工作举措；二是打造数字贸易示范区，支持北京等地开展国际高水平自由贸易协定规则对接先行先试；三是加强国际合作，建设性参与数字贸易国际规则制定；四是营造良好营商环境，会同有关部门出台支持国家数字服务出口基地发展的政策措施。

1.2 海外：美国经济增长放缓，欧央行缩减购债并不等于Taper

日本：总务省报告出炉，消费持续低迷。9月8日，日本内阁府8日发布的修正数据显示，今年第二季度日本实际国内生产总值(GDP)环比上升0.5%，按年率计算增幅为1.9%，与初值相比小幅上调。日本总务省7日公布的调查报告显示，受东京奥运会开幕、第三次紧急状态实施等多重因素影响，日本7月实际家庭消费同比微升0.7%，涨幅仍然受限；两人以上家庭月平均消费支出为26.7710万日元，与去年同期相比微升0.7%。7月家庭消费与6月相比减少0.9%，连续3个月环比下滑。修正后的数据显示，6月家庭消费支出同比下滑4.3%。从具体类别看，7月份交通和通信支出增幅为14.2%；食品类开支同比上升1.9%，家具和家用电器支出下滑8.4%。此外，今年7月日本两人以上家庭月平均收入为66.8062万日元，同比下滑2.2%，为连续第3个月下滑，主要原因是去年7月日本政府实施了发放现金的经济支持措施。7月家庭消费支出增幅很小，几乎可以视为与去年同期持平，新冠感染人数的上升和政府对于东京地区采取的紧急状态都是涨幅有限的原因。从内外需对日本经济增长的贡献度来看，内需对二季度经济增长的贡献由0.6个百分点~~提升~~至0.7个百分点，外需的贡献保持负0.3个百分点不变。日本家庭消费较低迷，经济复苏仍待时日。

欧元区：通胀高企，欧央行议息会议缩减购债。9月8日，欧洲央行管委霍尔茨曼表示，看到潜在的通胀上行风险。随着经济逐渐复苏，欧元区消费者价格在8月份攀升到3%以上，超过了欧洲央行2%的目标。具体来看，经济活动的恢复、民众出行增加，需求拉动石油、天然气等能源价格普遍上升。同时，全球供应链危机仍未缓解，欧洲经济的供给侧受到冲击，疫情爆发以来多地工厂停工，疫情导致的港口关闭、供求不均等因素也使得货运成本上涨，从供给侧推高了通胀。此外，超宽松的货币政策与材料市场的短缺，也给通胀带来压力。目前的高通胀对于欧洲央行的通胀目标政策也是一个考验。当地时间9月9日，欧央行公布利率决议，维持三大关键利率不变，同时宣布将放慢第四季度的紧急抗疫购债计划（PEPP）购债速度，另一大疫情前便已存在的资产购买计划（APP）的购债速度则维持在每月200亿欧元不变。但欧央行同时也强调，将根据市场情况灵活使用PEPP，将灵活购买债券，以防止融资环境收紧。我们认为放慢PEPP购买规模并不意味着缩紧的开始，如果按照美联储2013年时的减码路径，一旦宣布缩减QE，之后每次会议上都会削减一定额度的购债规模，直至最终为零。但欧洲央行的“减码”却大不相同，预计即使欧央行明年完全退出了PEPP，但还将保留有APP，且APP的购债力度大概率将提高，甚至有可能出台PEPP的替代计划来支撑经济。

美国：褐皮书显示经济增长放缓，企业仍对未来乐观。当地时间9月8日，美联储发布褐皮书调查称，美国经济增长在7月初至8月略微放缓至温和水平，供应短缺，包括汽车和待售房屋库存减少，导致经济从今年早些时候的增长步伐中回落。就业方面，所有联储辖区继续报告就业总体增长，但创造就业的速度从轻微到强劲不等；通胀方面，整体仍保持在高位，有一半地区认为物价上涨速度强劲。由于存在普遍的资源短缺，价格压力继续普遍存在。几个辖区表示，企业预计未来几个月销售价格将大幅上涨。部分企业向美联储报告称，发现通过更高的价格将成本增加转嫁给消费者更加容易，预计未来短期高通胀仍将持续。一些辖区指出，由于Delta变种毒株的扩散，复工时间表被推迟，企业对工人的需求继续增强，但所有辖区都注意到存在大量劳动力短缺，这限制了就业增长，并在许多情况下阻碍了商业活动。此外，大多数辖区报告称外出就餐、旅行、旅游行业出现减速，表明疫情对经济造成了压力。展望未来，大部分辖区的企业对近期前景仍持乐观态度。预计疫情对于就业的影响将在未来数据上有所显现，9月份的数据或将影响美联储对于Taper的看法。

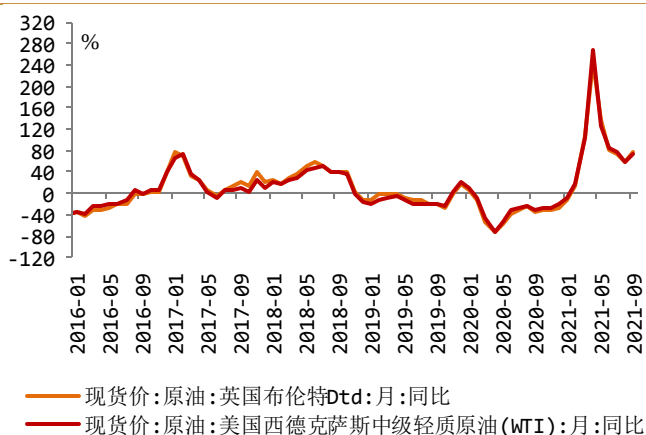
美国3.5万亿支出计划受多方反对，曼钦把握关键一票。当地时间8月24日，众议院通过了3.5万亿美金的预算支出协议（包括民主党支持的新能源、保障住房、教育和医疗等“人力基建”政策，凸显了拜登强调的反贫困和改善气候），但当地时间9月8日，众议院议长佩洛西没有明确给出预算支出法案是否会达到3.5万亿美元，该言论留有余地，在一定程度上将安抚党内温和派，但可能会引起激进派的不满。出于对高企的通胀和政府债务的担忧，美国民主党中间派参议员曼钦在当地时间9月2日呼吁“战略搁置”3.5万亿美元的预算支出法案。美国高层出现不同态度主要原因在于，当下美国的负债率已经升至历史高位，达28.6万亿美元，高负债率就意味着要承担巨大的还款压力，而美国一旦背负如此巨大的债务，无疑会对经济造成严重打击。值得一提的是，为制止3.5万亿美元计划的通过，美国的企业财团们也开始站出来反对，当地时间8月31日《华盛顿邮报》报道，由埃克森美孚、辉瑞等多家美国企业巨头发起组建了一个企业团体，旨在游说美国官方放弃3.5万亿美元的计划，这个团体中包含了几乎各行各业的龙头企业，诸如生物制药、银行金融、科技领域和石油天然气行业等，这些大企业会站出来反对的主要原因在于如果3.5万亿支出计划通过，资金来源大概率会通过增加富人税收得来，这将触及他们的利益。目前，共和党人一致反对这个计划，这就意味着参议院所有民主党人必须全部支持该计划，才能由副总统投下打破僵局的一票，从而以51票获得通过。可见曼钦一票将起关键作用，3.5万亿支出计划仍有不少变数。

2 国内高频数据

2.1 上游：原油现货价格周环比下降，铁矿石与阴极铜周环比微降

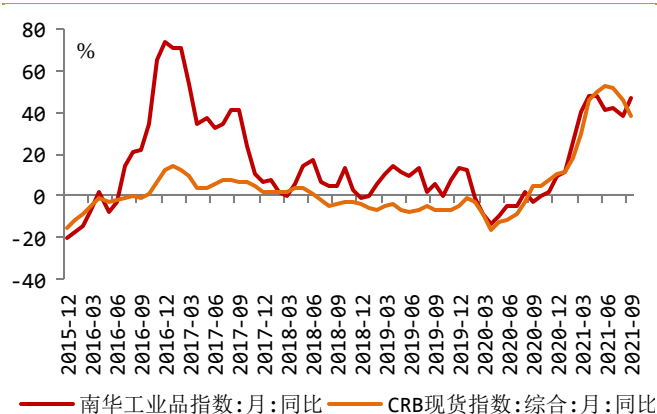
截至 9 月 9 日，本周英国布伦特原油现货均价下降 0.90% 至 72.32 美元/桶，WTI 原油现货均价为 68.68 美元/桶，下降 0.63%；截至 9 月 9 日，9 月英国布伦特原油现货均价同比上涨 77.41%，WTI 原油现货均价同比上涨 74.45%，受海外疫情、天气因素等影响，同比增速较 8 月上升 19.67 和 14.37 个百分点。铁矿石与阴极铜价格微降，截至 9 月 9 日，铁矿石期货结算价周环比下降 6.8% 至 746.63 元/吨，阴极铜期货结算价为 69112.50 元/吨，周环比小幅下降 0.54%；截至 9 月 9 日，本周南华工业品价格指数均值为 3305.36 点，环比上升 2.6%，截至 9 月 8 日，本周 CRB 现货综合指数均值 554.32，周环比微降 0.75%。

图 1：原油现货价格同比增速 9 月回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：南华工业品指数同比上升，CRB 现货指数同比继续回落

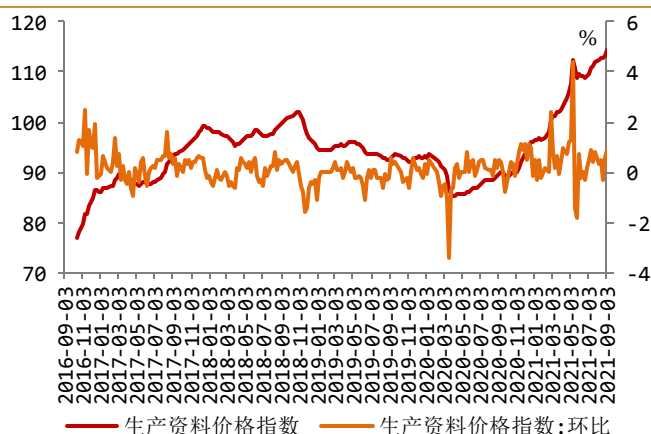


数据来源: wind、西南证券整理

2.2 中游：生产资料价格指数略升，主要工业原材料价格上涨

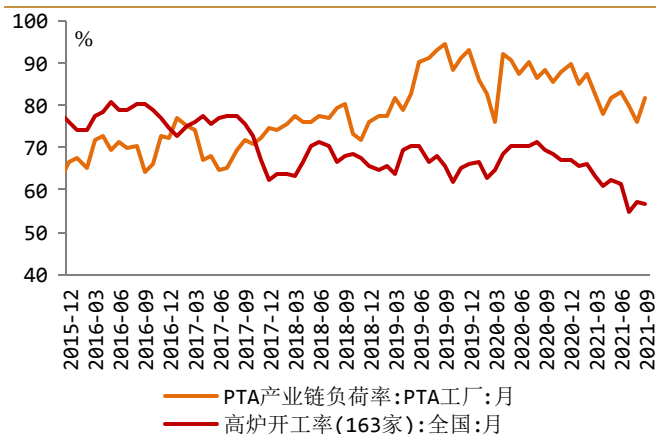
截至 9 月 3 日，生产资料价格指数较上周上升 0.90% 至 114.31；截至 9 月 8 日，9 月 PTA 产业链负荷率均值为 81.55%，较 8 月均值上升 5.51 个百分点；截至 9 月 10 日，本周全国高炉开工率为 56.49%，较上周下降 0.14 个百分点，截至 9 月 10 日，9 月全国高炉开工率为 56.56%，较 8 月下降 0.76 个百分点；截至 9 月 9 日，螺纹钢价格周环比上升 1.79% 至 5410.50 元/吨，9 月螺纹钢均价为 5372.43 元/吨，月环比上升 0.96%，同比上涨 41.11%；截至 9 月 9 日，本周水泥价格指数均值为 154.22，周环比上升 2.57%，从均值来看，9 月水泥价格指数月环比上升 5.11%，同比上升 6.60%；本周动力煤月均期货结算均价为 1105.50 元/吨，周环比上升 4.06%，9 月动力煤期货价格月环比大幅回升 14.03%，同比上升 87.61%。

图 3：生产资料价格指数回升



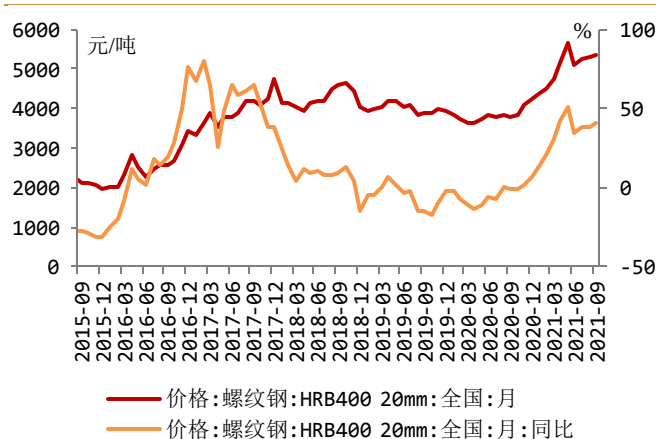
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：PTA 产业链负荷率、高炉开工率 9 月回升



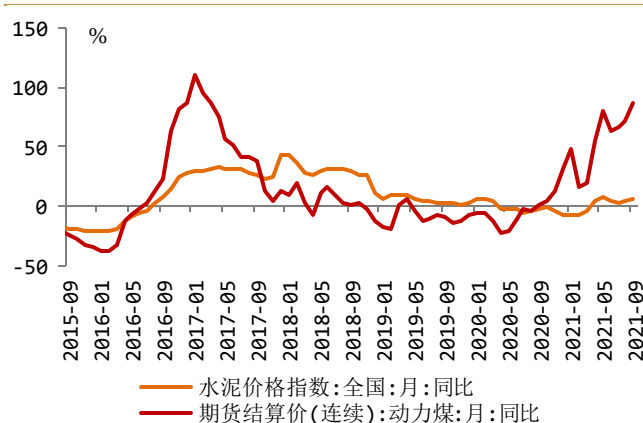
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格月同比增速回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 6：水泥价格、动力煤期货结算价同比回升



数据来源: wind、西南证券整理

2.3 下游：房地产销售周环比下降，汽车零售表现偏弱

截至9月8日，30个大中城市商品房成交面积周环比下降25.73%，按均值计，9月环比下降4.02%，月同比下降33.43%，一、二、三线城市8月同比增速分别为-37.86%、-16.62%

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_26456

