2021 年 01 月 04 日

宏观研究团队

2020 年财政结余，对信用环境的影响

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **2020 年财政结余或增加 8500 亿元左右，对信用环境有所扰动、影响相对有限**

近期部分市场人士，关注财政是否会形成大规模结余、进而对 2021 年的信用环境形成扰动。2020 年，一般债、专项债、特别国债等广义财政预算“赤字”达 8.51 万亿元、同比大幅增长 73%；1-11 月，广义财政收入同比增速为-2.0%，已高于年初的预算增速-4.8%。部分市场观点认为，2020 年广义财政同时出现“超收”和“少支”、将形成大规模的财政结余，并对 2021 年的信用环境形成扰动。

财政结余的产生，主要由“超收”和“少支”导致；往年审计情况显示，支出端对结余的影响更为明显。2020 年 1-11 月，广义财政收入预算执行进度为 92.5%，低于多数年份，“超收”对结余变化的影响弱于往年。历史来看，结余受支出端影响更为明显，比如项目开工、财政拨付、工程进度等偏慢，均会造成资金结余。

2020 年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢；下半年，伴随疫情影响消退、政策调整等，财政支出明显加快。疫情影响下，除了社保、防疫等民生相关支出外，多数财政支出项目下滑明显。上半年广义财政支出同比仅增长 0.6%、总体偏慢。2 季度起，疫情影响消退、经济活动修复，财政支出开始加快；政策也积极调整，通过加强资金和项目对接等方式，提高资金使用效益、促进财政支出。

2020 年下半年，主要财政资金迅速下拨列支，广义财政支出增速维持高位。截至 11 月底，新增赤字、特别国债等直达资金下达完毕，80%以上已经列支；已发行专项债支出 3.32 万亿元，占发行规模的 93.5%。7-11 月，广义财政支出维持高位、同比增长 16.4%，较上半年提高 15.8 个百分点。11 月当月支出增速甚至达到 22.1%，创下年内新高。总体来看，各项资金支出进度较快，无大规模滞留。

中性情境下，2020 年全年财政结余约为 5000 亿元，较 2019 年增加 8500 亿元左右。2020 年 1-11 月，包括政府债务融资收入在内，收支差额约为 2.5 万亿元。12 月，广义财政收入增速可能回落、支出保持相对高位，形成赤字近 2 万亿元。中性情境下，全年财政结余为 5000 亿元左右，较 2019 年增加大约 8500 亿元。

总体来看，财政结余的变化，对短期信用环境可能形成一定扰动，影响相对有限；财政资金“沉淀”对经济节奏的影响，仍需进一步跟踪。2020 年财政下拨列支较快，国库中的新增结余规模不大，对信用环境的扰动相对有限。但从往年审计和 2020 年收支情况来看，财政列支后“沉淀”在项目单位、未实际使用的现象是客观存在的，这部分“沉淀”资金会对经济节奏形成一定扰动，后续仍需跟踪。

● **风险提示：**财政政策大幅调整；数据测算存在误差。

相关研究报告

《宏观经济专题-3 分钟看清元旦全球要闻》-2021.1.2

《宏观经济点评-制造业量缩价涨，关注信用“收缩”扰动》-2021.1.1

《宏观经济专题-“不急转弯”的政策内涵》-2020.12.27

目 录

1、 2020 年财政结余，对信用环境的影响 4
2、 高频数据跟踪 12
2.1、 通胀观察：蔬菜、猪肉的平均批发价格均上涨 12
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值 12
2.3、 大宗商品：商品期货部分下跌，金属指数领跌 13
3、 中观行业跟踪 13
3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量跌价涨 13
3.2、 中游：钢铁、水泥的价格均下跌，玻璃价格上涨 15
3.3、 上游：国际原油结算价上涨，有色金属价格普跌 17
4、 风险提示 18

图表目录

图 1： 2020 年，广义财政预算“赤字”大幅增长 4
图 2： 2020 年 11 月底，广义财政收入增速已高于预算 4
图 3： 往年广义财政收入大多超收 5
图 4： 2020 年广义财政收入执行进度慢于多数年份 5
图 5： 上半年受疫情影响，部分项目支出对总体形成拖累 6
图 6： 上半年，仅社保就业、卫生健康等部分支出较快 6
图 7： 2020 年 2 季度起，国内本土疫情已得到有效控制 6
图 8： 7 月以来，棚改、扶贫、防灾等专项债占比提高 6
图 9： 新增赤字、特别国债等直达资金支出已超过 80% 7
图 10： 已发行专项债支出比例为 93.5%，快于序时进度 7
图 11： 2020 年年中以来，广义财政支出快速抬升 8
图 12： 2020 年 7-11 月，广义财政政策增速达 16.4% 8
图 13： 12 月一般财政收入通常和 11 月基本持平 8
图 14： 2019 年 12 月，政府性基金收入基数较高 8
图 15： 2020 年下半年，一般财政支出增速在 0-20%之间 9
图 16： 2020 年季末，政府性基金支出增幅超 4000 亿元 9
图 17： 2020 年 11 月底，财政存款同比增加约 2700 亿元 11
图 18： 部分下达资金可能在项目单位等处滞留“沉淀” 11
图 19： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨 12
图 20： 农业部猪肉平均批发价上涨 12
图 21： 人民币对美元贬值，美元指数上涨 12
图 22： 人民币对欧元、日元均贬值 12
图 23： 美元兑人民币即期-中间日均价差为 31 基点 13
图 24： 离岸、在岸人民币日均价差-223 基点 13
图 25： 30 大中城商品房成交面积环比上涨 14
图 26： 30 大中城商品房一线城市成交面积增加 14
图 27： 30 大中城商品房二线城市成交面积增加 14
图 28： 30 大中城商品房三线城市成交面积增加 14
图 29： 100 城供应土地占地面积减少 15

图 30: 100 城供应土地挂牌均价上涨 15
图 31: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降 15
图 32: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降 15
图 33: 线材、长材价格指数均下跌 16
图 34: 前周全国高炉开工率上涨 16
图 35: 水泥价格指数下跌 16
图 36: 玻璃价格指数上涨 16
图 37: 长江有色市场铜、铝、锌价格下跌 17
图 38: 长江有色市场铅价格上涨 17
图 39: 上期所铜库存增加 17
图 40: 上期所铝、铅、锌库存减少 17
图 41: 焦煤价格不变、动力煤价格上涨 18
图 42: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下降 18
图 43: 国际原油期货结算价格上涨 18
图 44: LME3 个月铜铝价格均下跌 18

表 1: 从往年情况来看，财政资金出现结余，主要受支出端影响更大 5
表 2: 7 月，国务院常务会议提出，部分专项债可调整使用用途 7
表 3: 12 月广义财支出总量或将超过收入总量 1.95 万亿元 9
表 4: 2020 年前 11 月，收支差额约为 2.5 万亿元 10
表 5: 中性情境下，2020 年财政结余或比 2019 年高 8500 亿元左右 10
表 6: 商品期货市场核心品种部分下跌 13
表 7: 商品期货市场细分品种中，豆粕指数领涨 13

1、 2020 年财政结余，对信用环境的影响

事件：

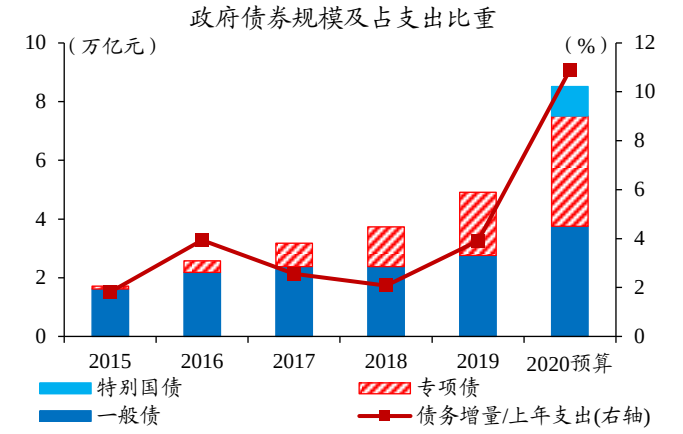
2020 年 12 月 31 日，全国财政工作视频会议提出，积极的财政政策要提质增效、更可持续，要求用好地方政府专项债券，提高债券资金使用绩效。

（资料来源：财政部）

点评：

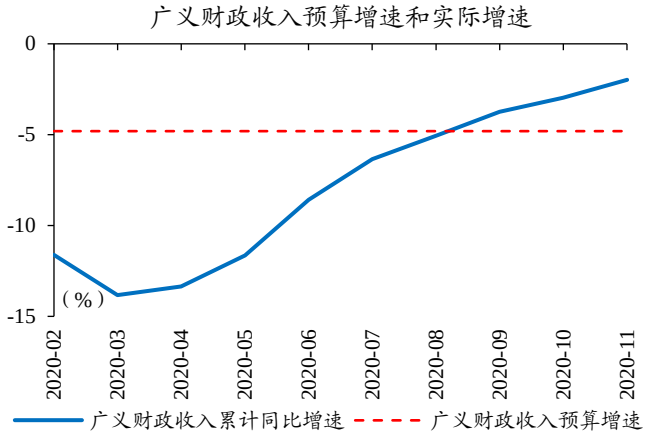
近期部分市场人士，关注财政是否会形成大规模结余、进而对 2021 年的信用环境形成扰动。2020 年财政积极发力，包括一般债、专项债、特别国债等在内，广义财政预算“赤字”规模达 8.51 万亿元、同比大幅增长 73%。相关资金的支出进度，持续受到市场关注。同时，1-11 月，广义财政收入同比增速为-2.0%，已经高于年初的预算增速-4.8%。部分市场观点认为，2020 年广义财政同时出现“超收”和“少支”[1]、将形成大规模的财政结余，并对 2021 年的信用环境形成扰动。

图1：2020 年，广义财政预算“赤字”大幅增长



数据来源：财政部、开源证券研究所

图2：2020 年 11 月底，广义财政收入增速已高于预算

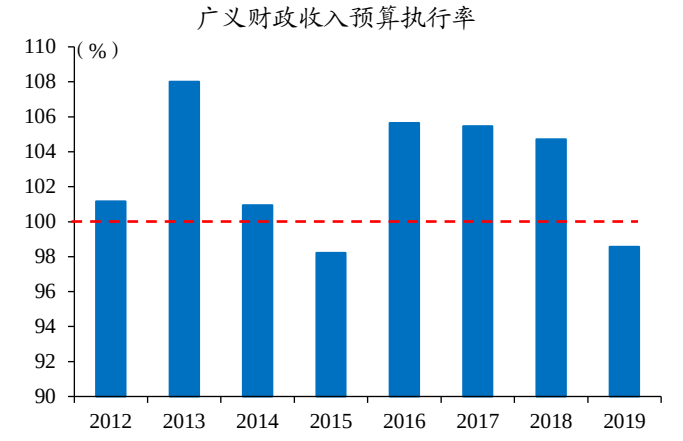


数据来源：财政部、开源证券研究所

财政结余的产生，主要由“超收”和“少支”导致；往年审计情况显示，支出端对结余的影响更为明显。2020 年 1-11 月，广义财政收入预算执行进度为 92.5%，低于往年多数年份，财政超收对结余变化的影响弱于往年。根据往年审计情况来看，结余资金受支出端影响更为明显。比如项目开工、财政拨付、工程进度等偏慢，均会造成资金结余。

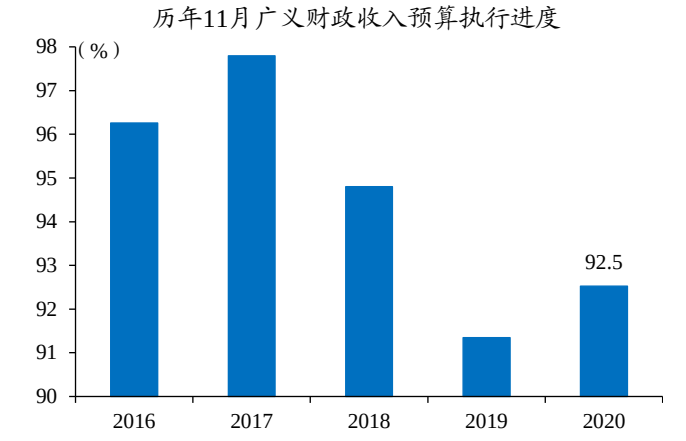
[1] “超收”指的是财政实际收入超过预算收入，“少支”指的是财政实际支出少于预算支出。

图3：往年广义财政收入大多超收



数据来源：财政部、开源证券研究所

图4：2020 年广义财政收入执行进度慢于多数年份



数据来源：财政部、开源证券研究所

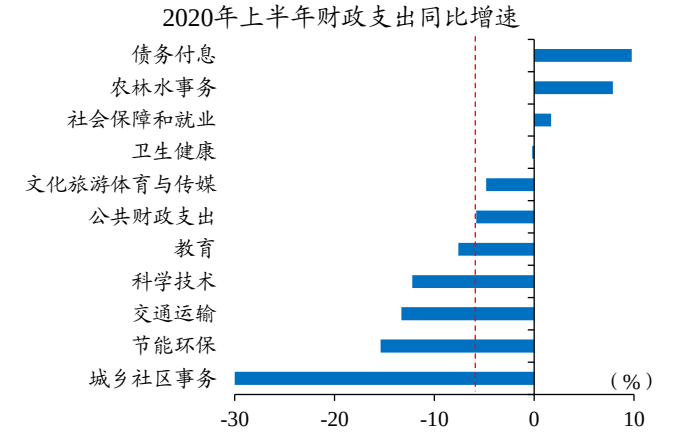
表1：从往年情况来看，财政资金出现结余，主要受支出端影响更大

省份	2019 年审计报告摘要
北京	2019 年市人大批准市政府固定资产投资年初计划安排 56 个项目，市财政局将上述项目纳入 2019 年年初预算下达。但是，市发展改革委第一批政府投资计划仅下达了 36 个项目，有 12 个后续下达，有 8 个项目全年未下达。2019 年，市发展改革委为 5 个不具备开工条件的项目安排市政府投资共计 7 亿元。由于征地拆迁未完成、设计方案调整等原因，项目进展缓慢，仅支出资金 0.42 亿元，6.58 亿元市级资金闲置。
河北	2019 年度省预算内基本建设资金 25 亿元，分十三批下达投资计划，6 月底下达到 51.26%，10 月底下达到 85.48%，资金计划下达较晚，影响资金使用效率，省预算内基建项目总体执行率较低，仅为 68.30%。
黑龙江	9 个县因项目推进缓慢等原因导致债券资金闲置 6.08 亿元。
上海	3 个市级转移支付项目，预算安排共计 162.2 亿元，由于审批时间过长、资金拨付时间与实际需求不匹配等原因，资金未及时使用，当年结存 46.56 亿元。
江苏	有 3 个县（区）6 个专项债券项目未能按期实施，导致 2016 至 2018 年发行的债券资金有 10.18 亿元未有效使用。
福建	部分省级专项资金由于市县相关部门未及时申请，或由于项目不具备实施条件，资金沉淀市县。
贵州	9 家单位 20 个项目 2.08 亿元资金因前期准备不充分、工作推进缓慢等，当年仅执行 5841.09 万元。
宁夏	抽查 2019 年自治区财政下达 25 个市、县（区）的转移支付资金，因项目前期准备工作不充分等原因，至年底有 35.41 亿元未形成实际支出。有 15 个单位的 46 个项目 4.79 亿元资金因实施缓慢当年未使用。
新疆	有 6 个部门单位因项目进度缓慢、项目计划下达较晚、项目规模压减等原因结余 8351.18 万元。6 个单位项目推进缓慢，专项资金闲置，涉及 13459.02 万元。

资料来源：国家审计署、开源证券研究所

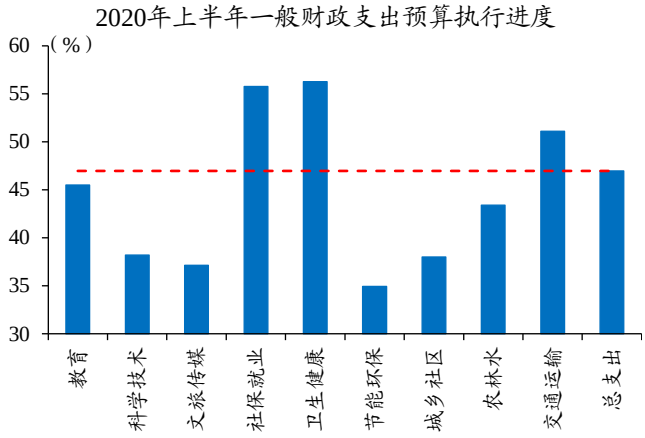
2020 年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢，拖累广义财政支出进度。除了社保、防疫等民生相关支出外，多数财政支出项目下滑明显。其中，城乡社区、节能环保等支出下滑 15%以上，以及科学技术、文旅传媒等相关支出，预算执行进度均低于 40%。2020 年上半年，广义财政支出同比仅增长 0.6%、总体偏慢。

图5：上半年受疫情影响，部分项目支出对总体形成拖累



数据来源：财政部、开源证券研究所

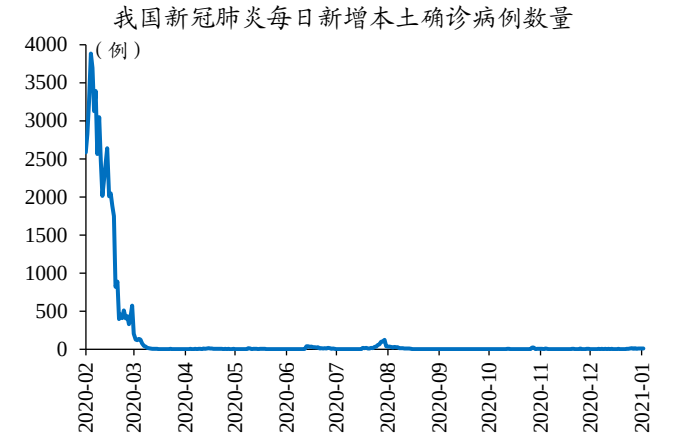
图6：上半年，仅社保就业、卫生健康等部分支出较快



数据来源：财政部、开源证券研究所

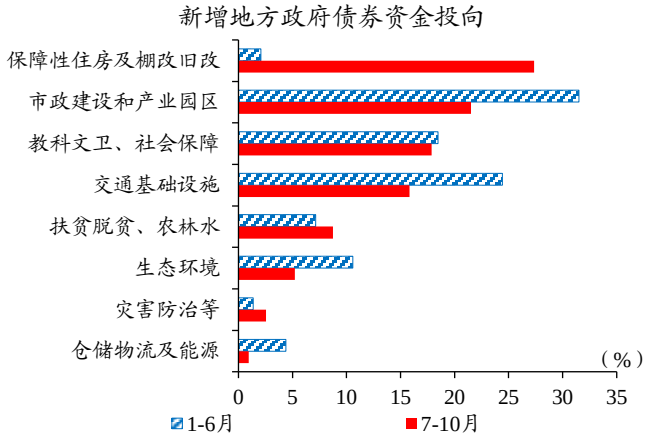
2020 年 2 季度起，伴随疫情影响消退、经济活动修复，财政支出开始加快；年中以来，政策也积极调整，促进财政支出。3 月中旬，我国本土新增病例首次归 0；2 季度以来，伴随疫情影响消退，经济活动和政府行为逐步修复，财政支出开始加快。政策也积极调整，通过加强资金和项目对接等方式，提高资金使用效益、促进财政支出。比如允许专项债支持中小银行补充资本金、根据需要调整专项债资金用途等。地方债投向显示，年中以来，棚改、扶贫、防灾等专项债占比的确出现了明显提高。

图7：2020 年 2 季度起，国内本土疫情已得到有效控制



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：7 月以来，棚改、扶贫、防灾等专项债占比提高



数据来源：财政部、开源证券研究所

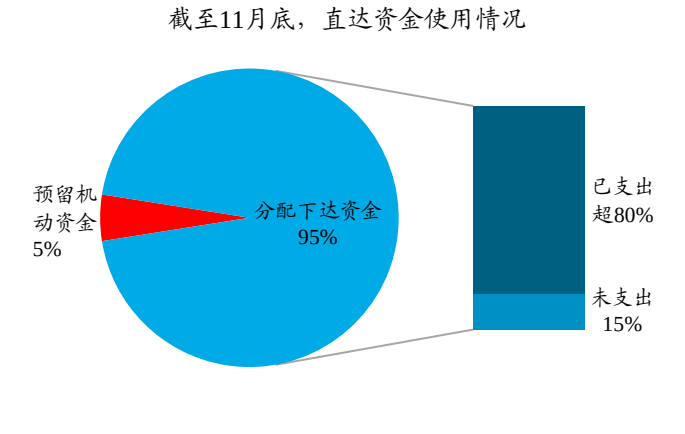
表2：7 月，国务院常务会议提出，部分专项债可调整使用用途

时间	会议	内容
7 月 1 日	国务院常务会议	决定着眼增强金融服务中小微企业能力，**允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金**。在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
7 月 15 日	国务院常务会议	各地要加快专项债发行和使用，支持“两新一重”、公共卫生设施建设，**可根据需要及时用于加强防灾减灾建设，尽快形成实物工作量，**确保项目质量。对项目短期内难以建设实施、确需调整资金用途的，原则上要于 9 月底前完成并按程序报备。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

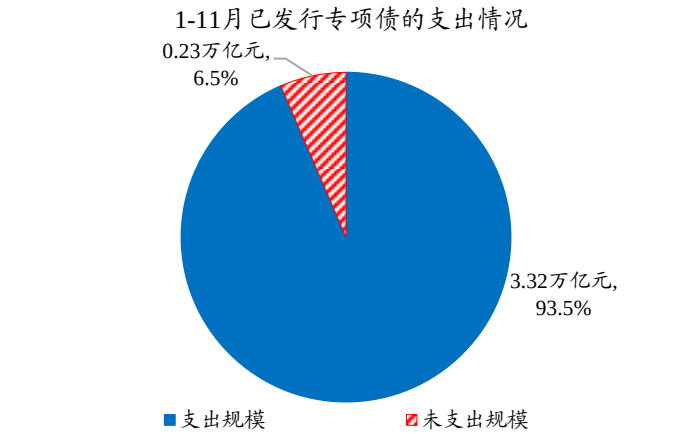
截至 2020 年 11 月底，主要资金的下拨列支速度较快，新增赤字、特别国债、专项债等，并未大规模滞留。截至 11 月底，新增赤字、特别国债等直达资金（共 1.7 万亿元）已经下达完毕，80%以上的资金已经列支，支出进度较快；已发行专项债券资金支出 3.32 万亿元，占发行规模的 93.5%。总体来看，2020 年积极财政带来的资金增量，均以较快的速度下拨，并没有出现大规模的滞留。

图9：新增赤字、特别国债等直达资金支出已超过 80%



数据来源：财政部、开源证券研究所

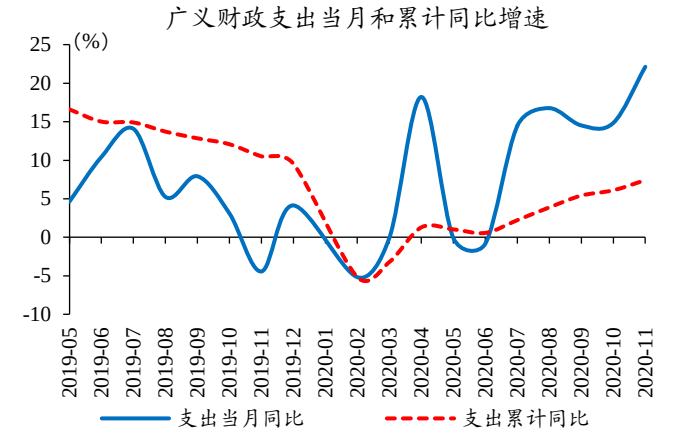
图10：已发行专项债支出比例为 93.5%，快于序时进度



数据来源：财政部、开源证券研究所

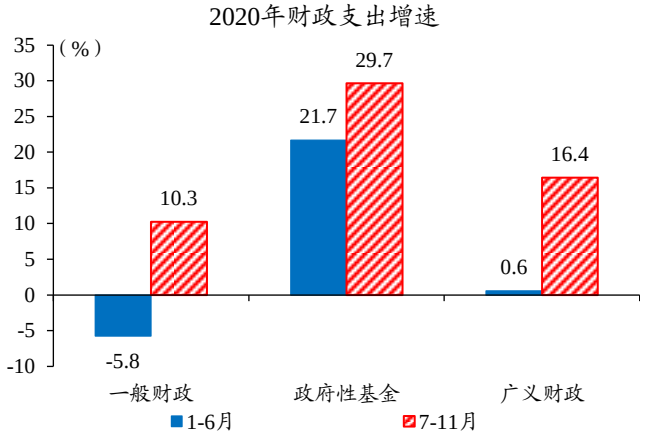
伴随积极财政的加快推进，2020 年年中以来，广义财政支出增速维持高位，11 月累计同比增速达 7.4%。2020 年 7-11 月，广义财政支出增速维持高位，合计支出规模同比增长 16.4%，较上半年增速提高 15.8 个百分点。一般财政和政府性基金支出，分别同比增长 10%和 30%左右。其中，11 月当月支出增速甚至达到 22.1%，创下年内新高。

图11：2020 年年中以来，广义财政支出快速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

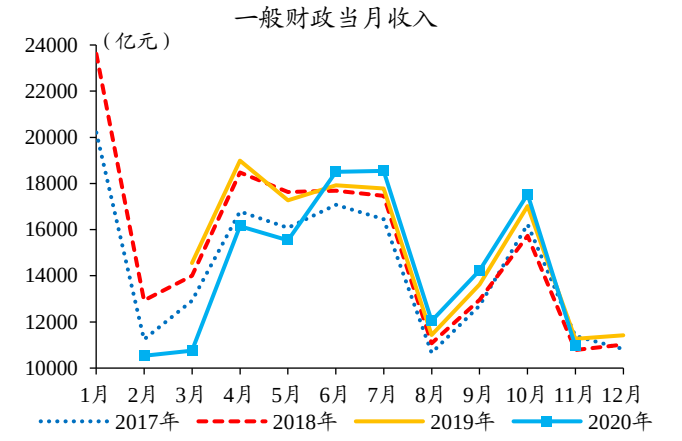
图12：2020 年 7-11 月，广义财政政策增速达 16.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

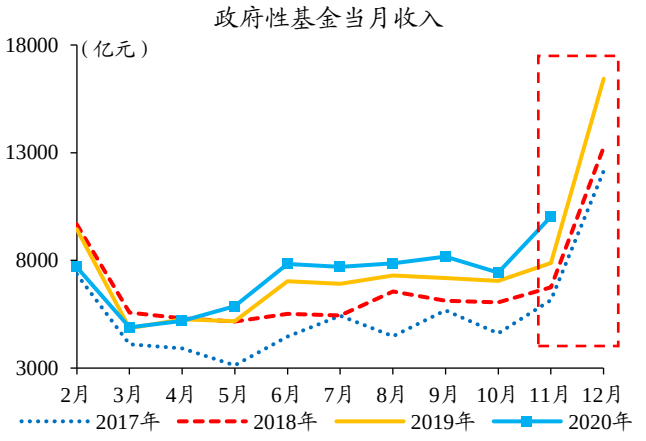
12 月，广义财政收入增速或将回落、支出保持较高增速，当月形成大规模的赤字。收入端来看，12 月一般财政收入通常和 11 月基本持平，规模处于年内相对低点。受 2019 年较高基数影响，12 月政府性基金收入增速或明显下降，并拖累广义财政总体收入增速回落。支出端，一般财政当月支出增速波动较大，2020 年下半年，一般财政支出增速大致在 0-20%之间波动。在政府债等支撑下，2020 年季末，政府性基金支出均会大幅扩张，6 月和 9 月分别同比增长 4063 和 5306 亿元。中性情境下，广义财政收入增长约 7%、支出增长超过 15%，考虑政府债净融资，支出总量将比收入总量超出 1.95 万亿元左右。

图13：12 月一般财政收入通常和 11 月基本持平



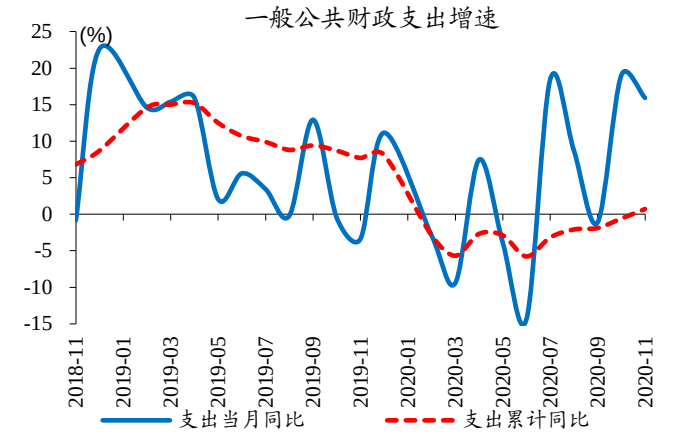
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2019 年 12 月，政府性基金收入基数较高



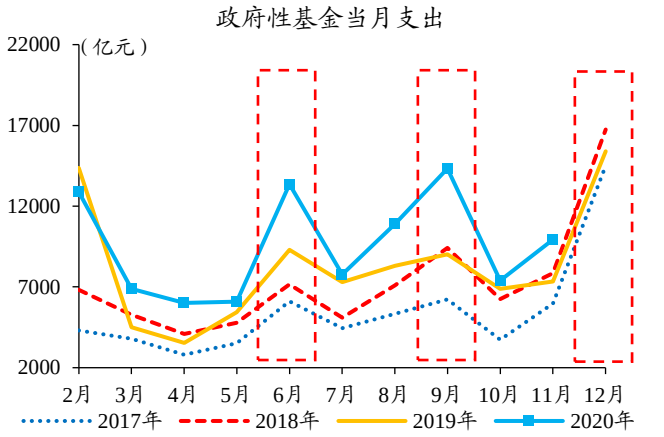
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020 年下半年，一般财政支出增速在 0-20%之间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020 年季末，政府性基金支出增幅超 4000 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：12 月广义财支出总量或将超过收入总量 1.95 万亿元

12 月财政收支	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E		
					中性	悲观	乐观
一般财政收入	-8.0%	-4.3%	1.9%	3.6%	3%	5%	0%
政府性基金收入	-4.4%	56.5%	9.0%	24.0%	10%	15%	5%
广义财政收入	**-6.5%**	**20.5%**	**5.7%**	**14.7%**	**7.1%**	**10.9%**	**3.0%**
政府债净融资收入（亿元）	**776**	**1812**	**3578**	**3384**	**6310**	**6310**	**6310**
一般财政支出	-13.9%	8.0%	22.7%	11.2%	10%	0%	20%
政府性基金支出	15.1%	33.7%	15.3%	-8.1%	30%	25%	35%
广义财政支出	**-6.0%**	**16.5%**	**19.9%**	**4.2%**	**16.4%**	**8.0%**	**24.8%**
收入合计-支出合计（亿元）	**-13013**	**-13496**	**-18041**	**-16565**	**-19511**	**-14450**	**-24685**

资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

中性情境下，2020 年全年财政结余约为 5000 亿元，较 2019 年增加 8500 亿元左右。2020 年 1-11 月，包括政府债务融资收入在内，广义财政形成约 2.5 万亿元左右的收支差额[2]；12 月，广义财政收入增速可能回落、支出则保持相对高位。按中性支出增速估算，12 月当月赤字近 2 万亿元，2020 年全年财政结余为 5000 亿元左右，较 2019 年增加大约 8500 亿元[3]。

[2] 由于缺乏数据，收入端未计算从地方预算稳定调节基金调入等收入。根据往年数据估算，这部分资金每年约在 2000-4000 亿元左右，规模相对稳定，不影响测算的结论。

[3] 因为收入端还有地方预算稳定调节基金调入等收入未纳入计算，所以会出现部分年份收入减支出为负值的情况。

表4：2020 年前 11 月，收支差额约为 2.5 万亿元[4]

	2020 年 1-11 月	2020 年 12 月 E	2020 年 E（中性）
一般财政收入	169489	11757（3%）	181246
政府性基金收入	72672	18080（10%）	90752
中央预算稳定调节基金调入	5300	——	5300
国有资本经营预算调入	1370	——	1370
国债净融资收入	34302	6051	40353
新增地方债收入	44948	259	45207
收入合计	**328081**	**36147**	**364229**
一般财政支出	207846	35652（10%）	243498
政府性基金支出	95553	20006（30%）	115559
支出合计	**303399**	**55658**	**359057**
收入-支出	**24682**	**-19511**	**5172**

数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

表5：中性情境下，2020 年财政结余或比 2019 年高 8500 亿元左右

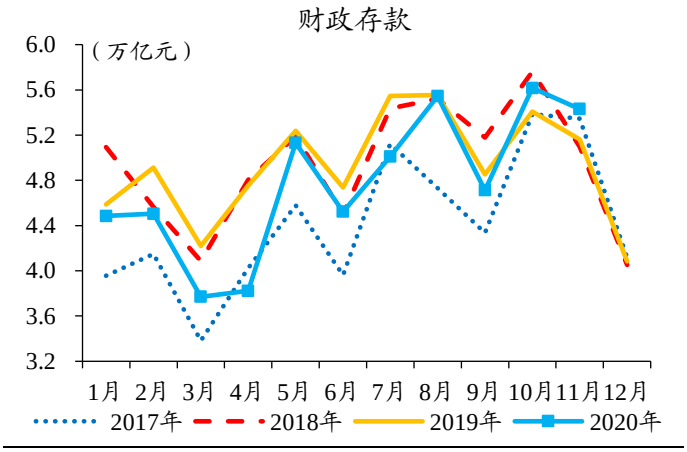
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E		
					中性	悲观	乐观
一般财政收入	159552	172567	183352	190382	181246	181475	180904
政府性基金收入	46619	61462	75405	84516	90752	91573	89930
中央预算稳定调节基金调入	1000	1350	2130	2800	5300	5300	5300
国有资本经营预算调入	493	568	432	943	1370	1370	1370
国债净融资收入	13150	14734	14463	17547	40353	40353	40353
新增地方债收入	11477	15768	21707	30561	45207	45207	45207
收入合计	**232291**	**266449**	**297489**	**326749**	**364229**	**365279**	**363064**
一般财政支出	187841	203330	220906	238874	243498	240257	246739
政府性基金支出	46852	60700	80562	91365	115559	114789	116328
支出合计	**234693**	**264030**	**301468**	**330239**	**359057**	**355046**	**363067**
收入-支出	**-2402**	**2419**	**-3979**	**-3490**	**5172**	**10233**	**-3**

数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

总体来看，2020 年财政结余的变化，对短期信用环境可能形成一定扰动，影响相对有限；财政资金“沉淀”对经济节奏的影响，仍需进一步跟踪。2020 年财政下拨列支较快，国库中的新增结余规模不大，对信用环境的扰动相对有限。但从往年审计和 2020 年收支情况来看，财政列支后“沉淀”在项目单位、未实际使用的现象是客观存在的，这部分的“沉淀”资金会对经济节奏形成一定扰动，后续仍需跟踪。

[4] 表中括号内的百分数，是该项的预测增速。

图17：2020 年 11 月底，财政存款同比增加约 2700 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：部分下达资金可能在项目单位等处滞留“沉淀”

年份	省份	审计报告摘要
2017年	山西	省农业厅、省林业厅等4个部门分配的农产品贷款贴息等14项资金1.18亿元滞留**市县财政或项目单位**。
2018年	北京	截至2019年2月底，市发展改革委2018年安排的北京回龙观医院科研教学康复楼工程等3个项目，涉及预算资金2.5亿元，因不具备开工条件，2.49亿元市级预算资金**在项目单位闲置**。
2018年	宁夏	截至2018年底，由于项目储备不足、项目进展缓慢等原因，结余在**市县财政部门和各级项目单位资金**8.61亿元，未形成实际支出。
2019年	江苏	有3个县（区）6个专项债券项目未能按期实施，其余9.16亿元仍结存在**财政部门和项目单位**。
2019年	北京	有6个区的17个项目政府债券资金没有得到有效利用，在**主管部门或项目单位**闲置一年以上。

资料来源：国家审计署、开源证券研究所

经过以上研究，我们发现：

（1）近期部分市场人士，关注财政是否会形成大规模结余、进而对 2021 年的信用环境形成扰动。但从历史来看，2020 年广义财政“超收”幅度低于多数年份；往年审计情况也显示，支出端对结余的影响更为明显，比如财政下拨、项目进度等偏慢。

（2）2020 年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢；下半年，伴随疫情影响消退、政策调整等，财政支出明显加快。截至 11 月底，直达资金已列支超 80%，专项债发行规模已支出 93.5%。7-11 月，广义支出同比 16.4%，较上半年提高 15.8 个百分点。

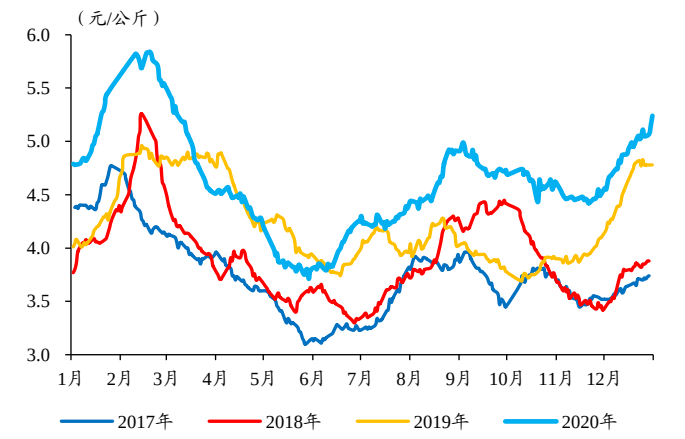
（3）中性情境下，全年财政结余 5000 亿元左右，较 2019 年增加大约 8500 亿元。总体来看，财政结余的变化，对短期信用环境可能形成一定扰动，影响相对有限。但财政资金部分“沉淀”、未实际使用的现象客观存在，对经济节奏的影响仍需跟踪。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜、猪肉的平均批发价格均上涨

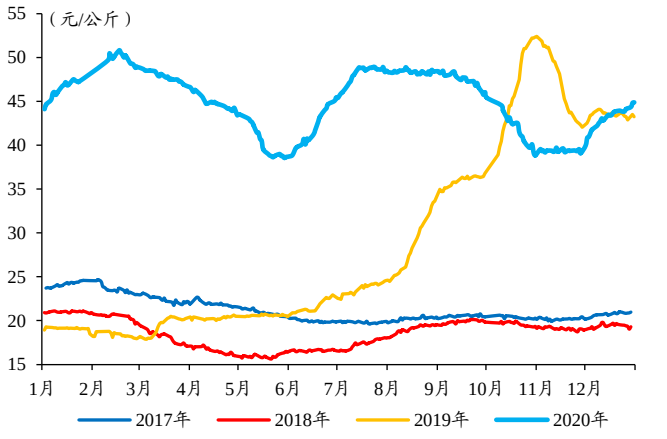
上周（12 月 28 日-12 月 31 日），蔬菜和猪肉的平均批发价格均上涨。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨 4.8%，至 5.3 元/公斤。猪肉平均批发价周环比上涨 2.9%，至 45.4 元/公斤。

图19：农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：农业部猪肉平均批发价上涨

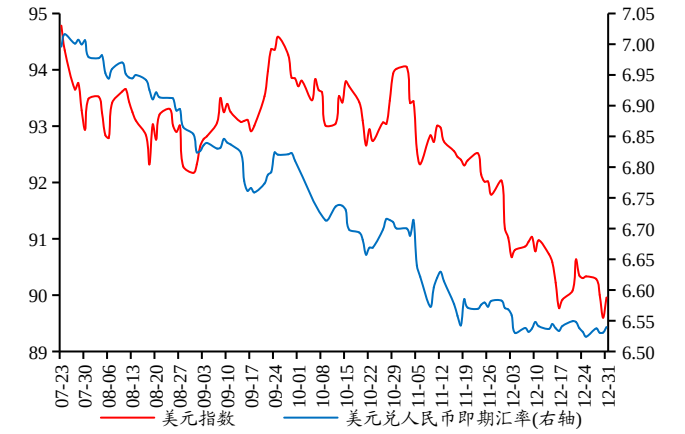


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值

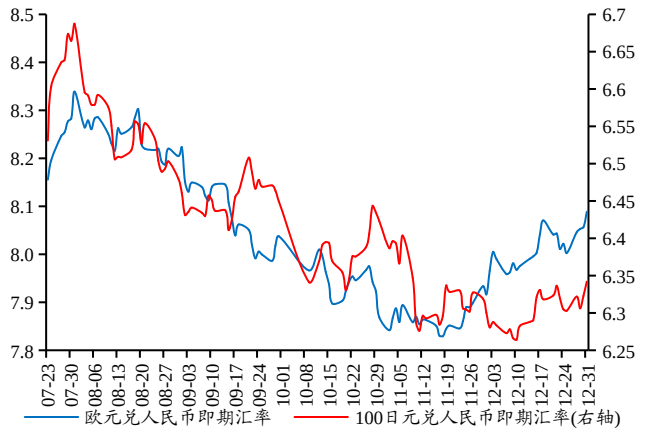
上周（12 月 28 日-12 月 31 日），人民币对美元贬值 0.24%，周五美元兑人民币汇率收于 6.54；美元指数收于 89.96，较前周（12 月 21 日-12 月 25 日）上涨 0.42%。美元兑人民币即期-中间日均价差为 31 基点；离岸、在岸人民币日均价差-223 基点。

图21：人民币对美元贬值，美元指数上涨



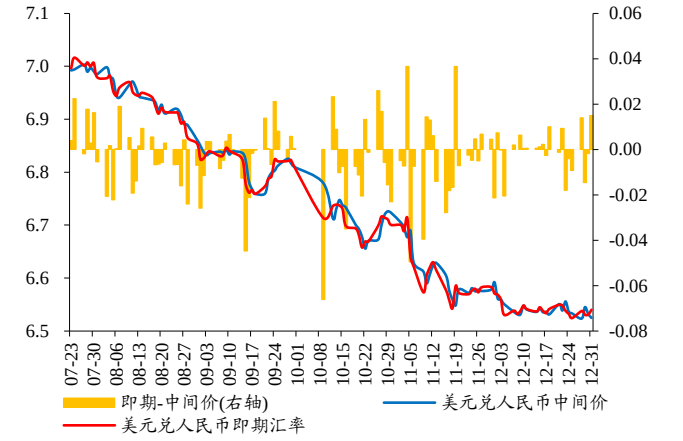
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：人民币对欧元、日元均贬值



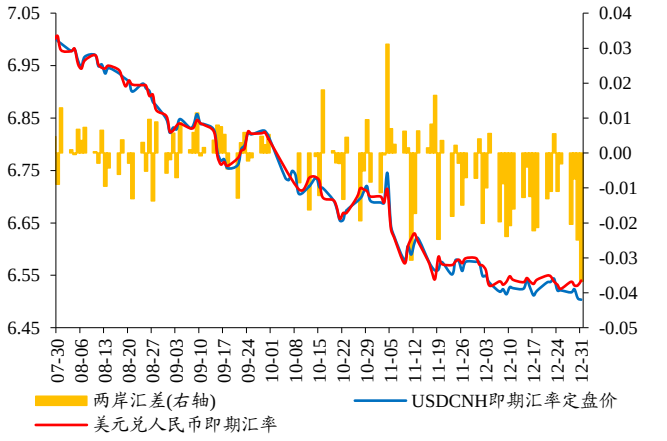
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：美元兑人民币即期-中间日均价差为 31 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：离岸、在岸人民币日均价差-223 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品期货部分下跌，金属指数领跌

上周（12 月 28 日-12 月 31 日），商品期货核心品种部分下跌，金属指数领跌。上周南华商品综合指数下跌，周环比跌幅为 0.2%。核心品种普遍下跌，金属指数领跌，周环比跌幅为 1.2%。细分品种来看，豆粕指数领涨，周环比涨幅为 5.2%；铁矿石指数领跌，周环比跌幅为 3.9%。

表6：商品期货市场核心品种部分下跌

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	-0.2%	-1.0%	1.7%	-1.2%	-0.6%	1.3%
前周涨幅	0.2%	-0.3%	2.6%	-0.2%	-0.3%	0.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：商品期货市场细分品种中，豆粕指数领涨

	能源化工			金属				加工					农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA 指数	南华PVC 指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	-3.9%	0.8%	0.2%	-3.6%	-0.7%	2.9%	0.5%	-2.4%	-3.4%	2.3%	0.5%	-3.8%	2.8%	5.2%
前周涨幅	0.9%	-3.1%	3.7%	-2.0%	-1.0%	1.0%	0.6%	-0.5%	-5.9%	2.8%	-1.7%	-0.8%	2.1%	5.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

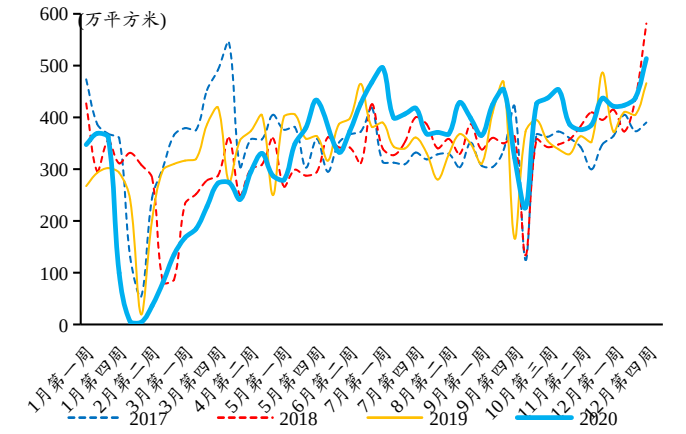
3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量跌价涨

前周（12 月 27 日-12 月 30 日），30 大中城市商品房成交面积环比增加，一线、二线、三线城市成交面积均增加。前周，30 城商品房成交面积 514 万平方米，周环比

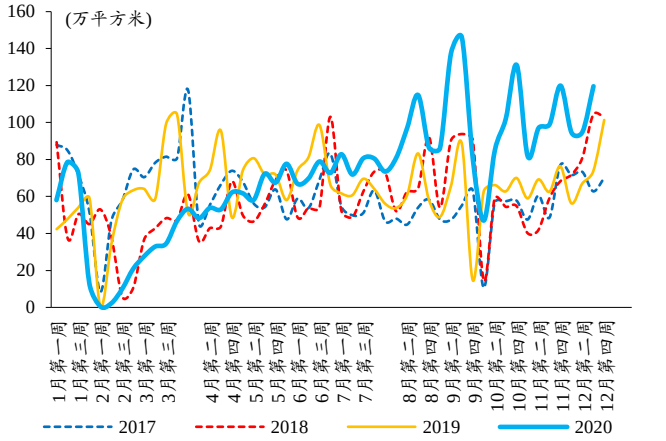
上涨 17.4%。分城市来看，一线城市成交面积 135 万平方米，周环比上涨 12.5%；二线城市成交面积 237 万平方米，周环比上涨 27.8%；三线城市成交面积 142 万平方米，周环比增加 7.1%。

图25：30 大中城商品房成交面积环比上涨



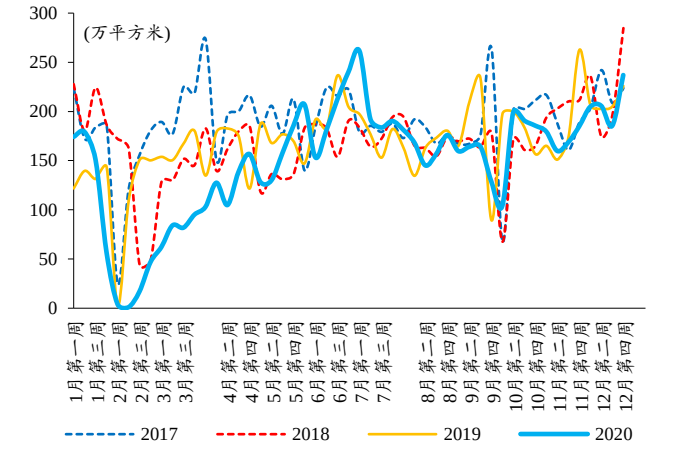
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：30 大中城商品房一线城市成交面积增加



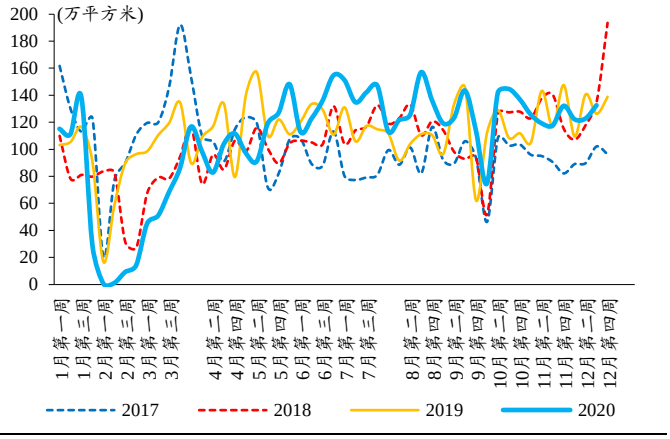
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：30 大中城商品房二线城市成交面积增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

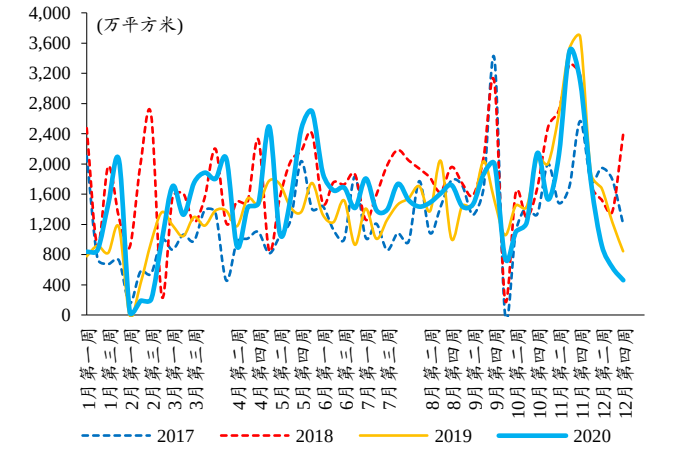
图28：30 大中城商品房三线城市成交面积增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

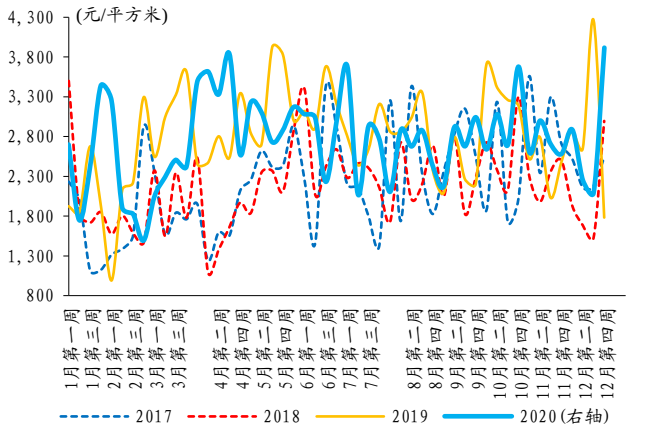
土地供应量跌价涨，土地成交溢价率下降。前周（12 月 20 日-12 月 27 日），100 大中城市土地供应占地面积 459 万平方米，周环比下降 26.7%；土地挂牌均 3918 元/平方米，周环比上涨 87.0%。前周，土地溢价率下降 2.97 个百分点。

图29：100 城供应土地占地面积减少



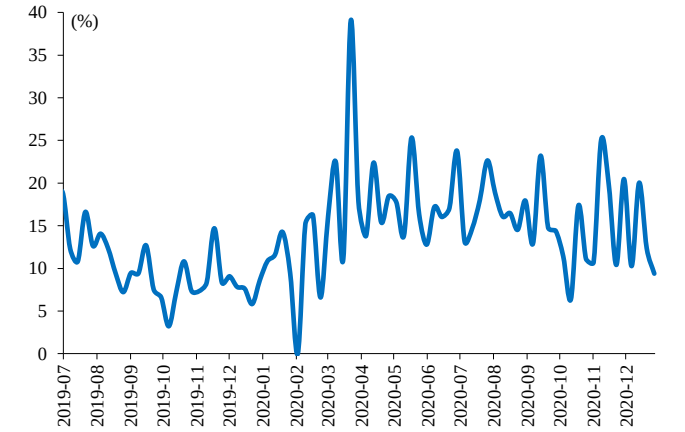
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：100 城供应土地挂牌均价上涨



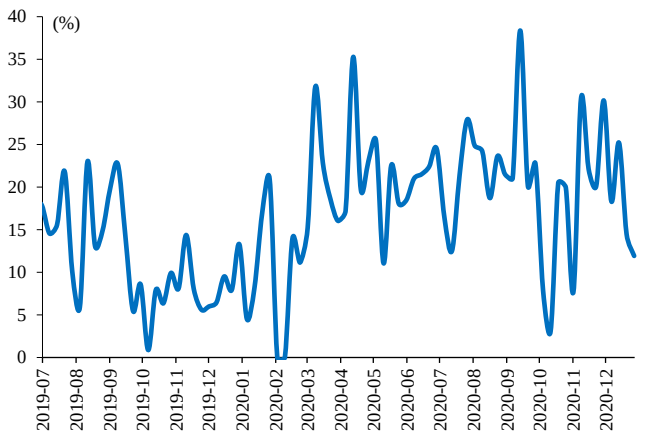
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：100 城住宅类用地成交土地溢价率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

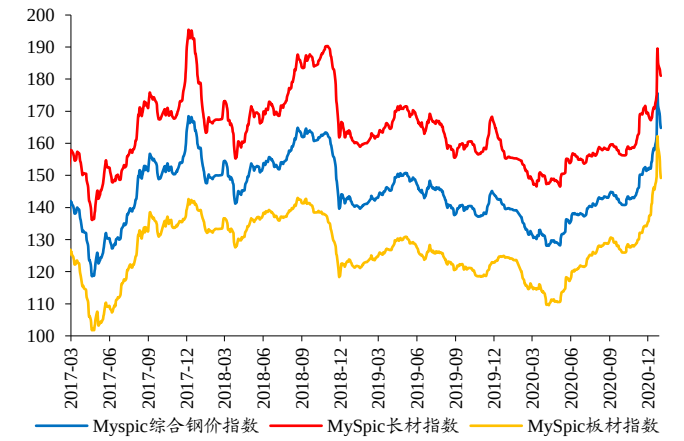


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢铁、水泥的价格均下跌，玻璃价格上涨

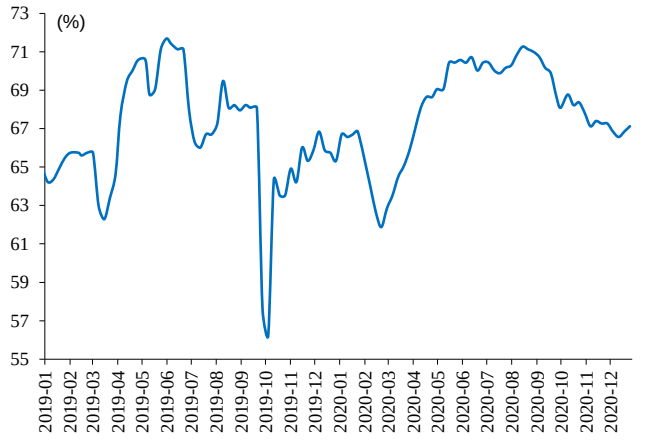
上周（12 月 28 日-12 月 31 日），钢铁、水泥的价格均下跌，玻璃价格上涨。上周，Myspic 钢价综指收于 164.8，周环比跌幅为 3.7%。全国水泥价格指数收于 154.6，周环比跌幅为 0.2%；全国玻璃价格指数收于 1631.3，周环比涨幅为 2.5%。

图33：线材、长材价格指数均下跌



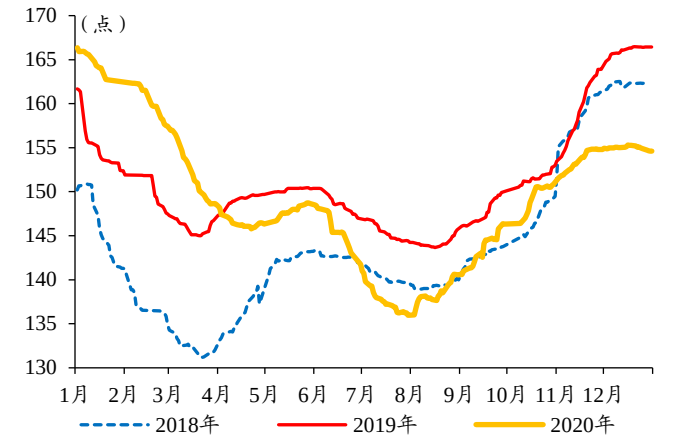
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：前周全国高炉开工率上涨



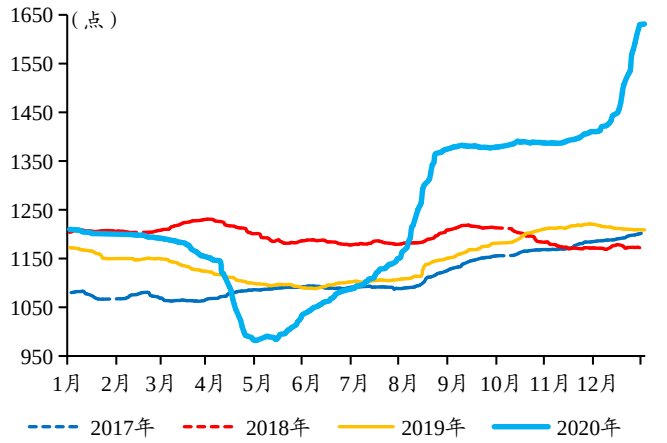
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：水泥价格指数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

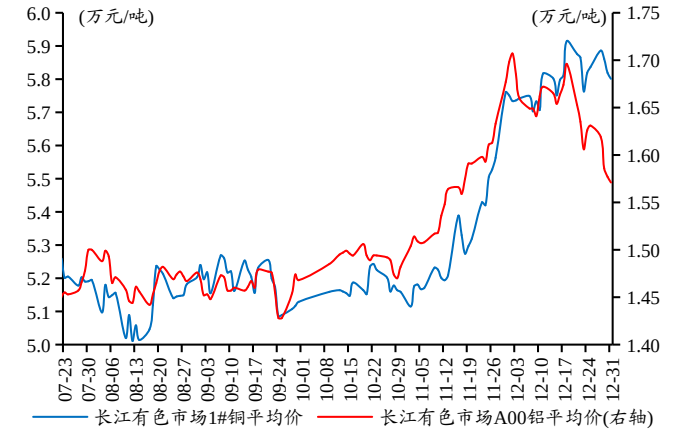
图36：玻璃价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

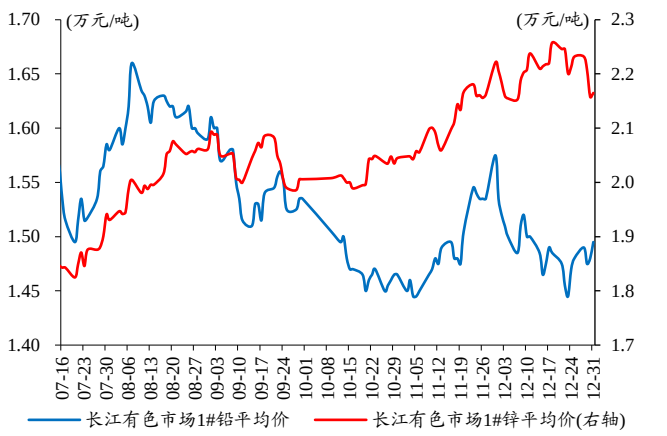
有色金属普跌，其中铜铝锌价格下跌、铅价格上涨，铜库存增加、铝铅锌库存减少；橡胶价格不变。上周（12 月 28 日-12 月 31 日），有色金属价格普跌，长江有色铜、铝、锌价格周环比跌幅分别为 0.6%、3.7%、3.1%，铅价格周环比涨幅为 1.0%。上期所库存小计来看，铜库存周环比涨幅为 15.3%，铝、铅、锌库存周环比跌幅分别为 0.5%，2.6%，13.0%。上周，橡胶价格收于 10420 元/吨，较上周保持不变。

图37：长江有色市场铜、铝、锌价格下跌



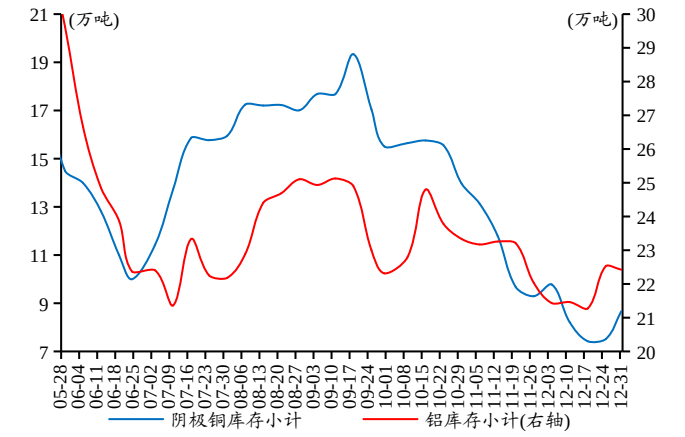
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：长江有色市场铅价格上涨



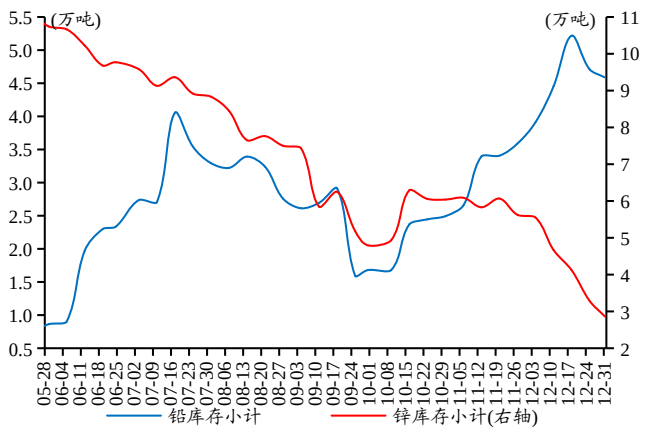
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：上期所铜库存增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：上期所铝、铅、锌库存减少

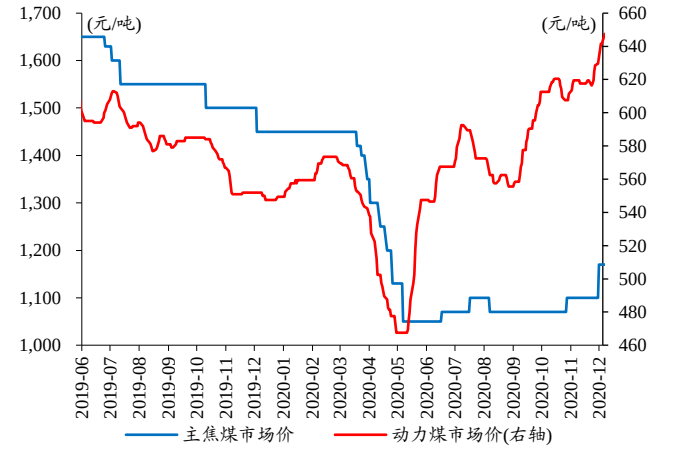


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：国际原油结算价上涨，有色金属价格普跌

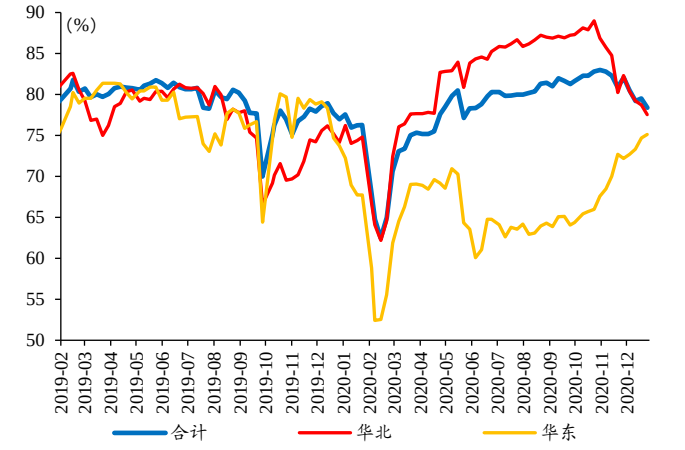
上周（12 月 28 日-12 月 31 日），主焦煤价格不变、动力煤市场价格上涨；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率下降。上周，焦煤价格为 1220 元/吨，较上周保持不变；动力煤价格 787.5 元/吨，较前周上涨 5.4%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 78.4%，较前周下降 1.2%。

图41：焦煤价格不变、动力煤价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

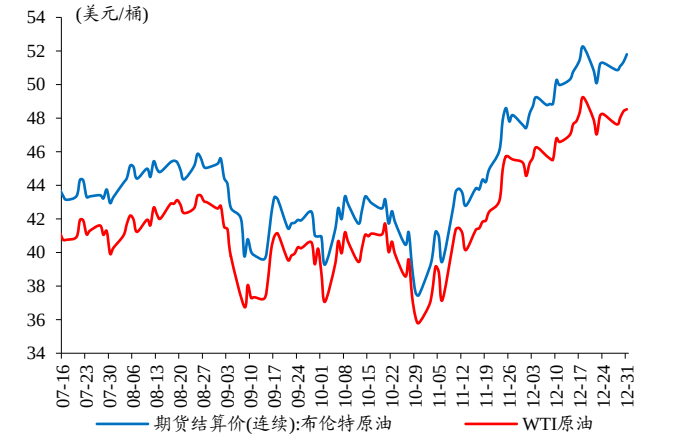
图42：国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

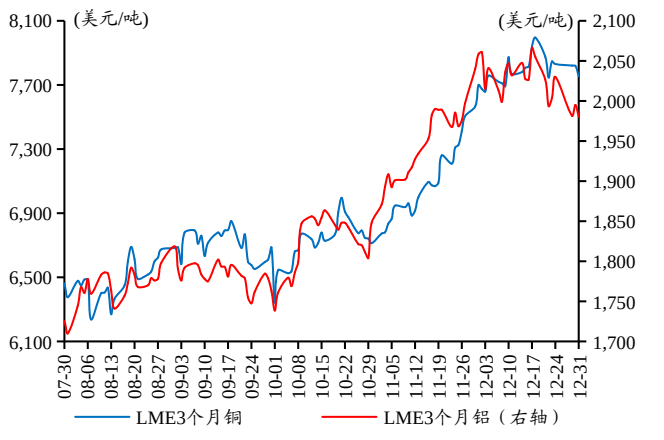
上周（12 月 28 日-12 月 31 日），国际原油价格上涨，国内汽油价格不变、柴油价格下跌，LME3 个月铜、铝、铅、锌期货价格均下跌。上周，国际原油期货结算价格上涨，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价周环比分别上涨 1.0%、0.6%；国内汽油较前周保持不变、柴油较前周下跌 0.6%。LME3 个月铜、铝、铅、锌期货价格周环比跌幅分别为 1.0%、2.4%、0.1%、3.1%。

图43：国际原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：LME3 个月铜铝价格均下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

财政政策大幅调整；数据测算存在误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn