



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2023-05-31

赵 钰

黑色建材研究员

从业资格号：F3084536

交易咨询号：Z0016349

☎ 0755-23375155

✉ zhaoyu@wkqh.com

## 由城投债说开去

### 报告要点：

- 一、 债务周期原因
- 二、 债务危机处理办法
- 三、 对资产价格影响
- 四、 黑色金属基本面评估
- 五、 小结

近期关于债务违约的话题受到市场广泛关注，海外有美国债务上限谈判牵动着市场神经，国内某市的城投债风险令市场炸开了锅。经历了几年疫情冲击，债务发了，经济增速没起来，如今政府面临到期偿债压力。

### 一、债务周期原因

信贷创造了购买力和债务，也促进了经济增长，增加信贷的好坏取决于能否把借款用于生产性目的，从而创造出足够多的收入来还本付息。当债务和偿债成本的增速高于偿债所需收入的增速时，就会发生债务风险，不得不去杠杆。

我国地方政府的债务融资多用于房地产、固定资产投资和基础设施建设，从而拉动经济强劲增长，但花无百日红，当需求增速放缓，经济增速下降时，债务挑战出现，若不能妥善处理，将进一步导致经济下行。债务危机周而复始，常常在新兴经济体中出现。

我国地方政府债务规模伴随着前些年经济高速增长而快速扩张，且隐形债务规模大幅增加。地方债包括地方一般债、专项债和包括城投债在内的各种隐形债，根据中诚信国际估算，截至 2022 年末，地方政府隐性债务规模在 52 万亿-58 万亿元之间，是显性债务的 1.5-1.7 倍。不少债务是在 2015-2016、2019-2020 顺周期下积累起来的。如今经济从疫情中逐渐修复，地方财政收入在平稳回升，前四个月同比增长 4%。虽说处在复苏的顺周期初期，但地方财政较为依赖的土地出让收入在 2022 年同比下降 23.3% 的基础上，继续大幅下降，1-4 月累计同比下降 16.9%。入不敷出这种情况在经济底子偏弱的省市更为突出，例如本次在市场流传后被辟谣的云南省城投会议纪要，同处西南的贵州、广西债务化解难度都比较大。

### 二、债务危机处理办法

处理债务危机的精髓在于把不良债务分摊到多年或多主体身上。如果一个国家的债务是以外国货币计价的，例如战争赔款，这种债务化解较为困难，且会给一国经济带来沉重负担。但如果一个国家的债务是以本国货币计价，事情就好办很多，决策者妥善处理，内债基本都能化解。我们看美国债务上限谈判，虽然前期谈判进程举步维艰，但无论哪个政党都明白政府债务违约对美国信用的影响远大于党派所争取的利益，在最后期限内谈判达成协议是最好的选择。周末，美国债务上限谈判达成初步协议，双方谈判代表同意将美国联邦债务上限提高两年，同时将削减和限制两年内部分政府支出，非国防支出在 2 年内保持接近持平。债务延期和发债限制、支出限制是较为常见的处理办法。

回到国内案例，城投债等政府债务是以地方政府信誉背书，债务最大的风险不是债务本身，而是决策者的应对策略。一方面当前经济活动从疫情中恢复，尽管缓慢而波折，但对政府收入提高是积极信号，另一方面房地产行业处在下行周期，土地出让收入对地方政府来说难有较好预期，债务危机化解需要更多智慧。目前学界有很多建议和声音，厦门大学教授赵燕菁撰文提出仿效当年剥离银行坏账，发行低息特别国债接手地方政府高息商业债务及其对应的资产。中泰证券李迅雷研报提出与全球其他国家相比，我国地方债规模过大，中央债规模过低，可以调整中央和地方之间债务余额的比例关系，建议给予困难省份一定的“托底”支持，即在政策上大力度支持地方政府“化债”，如帮助地方政府（如城投公司的借新还旧）降低债务成本、拉长债务期限（非债券类债务展期，如遵义道桥实践银行贷款展期），通过政策性银行或商业银行的低息资金来降低债务成本，让债务更加容易滚续。清华大学李稻葵教授在论坛上建议开启

地方债重组，给地方政府建立新的发债规矩，同时将地方债转移至中央，降低融资成本。总体而言较多观点认同在短期延长债务期限、降低债务成本，长期促进城投平台转型，从源头上防范地产债务风险。

### 三、对资产价格影响

债务问题发酵，短期看是风险集中释放，情绪上会对国内复苏可持续性产生怀疑，对土地财政持悲观态度，资金面上，降杠杆造成流动性紧张会对资产价格产生不利影响。

长期看债务风险化解后，利好经济结构性调整，有助于资产价格健康上涨。

### 四、黑色金属基本面评估

#### 宏观 vs 政策

宏观层面看，消费反弹较好，但被寄予厚望的房屋等大宗消费不见起色，居民主动还贷降杠杆。出口韧性强，4月份出口同比8.5%，与其他经济体相比出口增速是比较好的。复苏不乐观的地方在于，制造业订单不理想，在手订单和新订单边际减少。投资增速低于预期，企业部门信心不足，投资谨慎。由于地产周期下行的原因，房地产投资增速持续负增长，4月累计增速-6.2%。对于宏观经济而言，市场认为好的方面持续性不强，差的方面短期无法改变。例如消费反弹有疫情压制后消费集中释放的因素影响，居民收入增长信心受限，降杠杆行为恐怕短期难以逆转。出口未来是否持续向好，取决于海外需求，当前海外主要国家面临衰退风险，因此较难确定外需对出口拉动可以持续到什么时候。地产疲弱，可能会持续很久。

在此背景下，资产价格通过大幅下跌表达了对复苏低于预期的观点，剩下就需要看政策对经济恢复不足的压力能容忍到什么程度，政策对政府债务化解采用什么处理方式，以及对稳经济有什么政策工具。这将会成为后面行情博弈的焦点。

#### 低价 vs 淡季

聚焦产业层面，一季度疫后重启的强预期和强现实共同推升黑色金属价格流畅上涨，这种强现实既有疫情积压的消费集中释放效应，又有基建托底财政靠前发力的影响，而进入二季度，现实需求增长乏力，同时预期转弱，共同带动价格流畅下跌。截至5月末，黑色商品中除了铁矿、玻璃尚未回到去年10-11月低点，其他期货品种价格均跌至本轮上涨的起涨点，甚至焦煤、焦炭和纯碱跌至疫情前价格水平。

下跌既是对错误上涨的修正，也是对未来的重新定价。此刻我们需要看看除了已经计入价格的因素，未来还有没有新的变化导致它继续暴跌或筑底反弹。

- 1、钢材市场6、7月即将进入传统淡季，若是淡季螺纹表需落到280、270水平，这种淡季超出市场预期，将会对价格造成压力。
- 2、房地产投资、开工、拿地等数据若持续恶化，在去年低基数的基础上继续负增长不拐头，将会冲击市场信心。
- 3、澳洲铁矿矿山6月面临半年冲量，我国供应压力7月显现，铁矿价格高度受限，减少了成本支撑。
- 4、煤炭市场7-9月即将进入传统旺季，当前高产量、高进口、高库存局面，能否在旺季有所转变，若是边际上耗煤需求增加，进口量减少，同时电厂库存和港口库存快速消耗，产地

挺价，那么煤炭端的成本支撑或许会变强。

## 五、小结

城投债事件揭开的债务压力，反映了我国在经济发展中不平衡、不匹配的问题，从终局角度看，地方政府债务背后是政府信用，债务问题会得到很好的化解，我们需要关心政府化解的方式和时间，可以关注 7 月政治局会议等政府表态和后续具体政策。

产业层面除了等政策，还需要关注钢材淡季和煤炭旺季的表现。操作上，认为目前的价格已计入大部分淡季预期，继续追空属于富贵险中求，卖出位置不好时还会面临反抽。而左侧低价做多属于逆势操作，驱动还未形成，周期未到。总结下来就是，利空还未完全释放，但价格已至低位区间。

## 免责声明

---

**五矿期货有限公司**是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)