

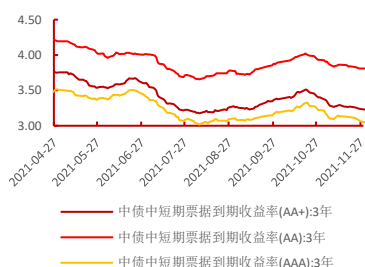
利率债（谨慎乐观）

信用债（中性）

债券数据（2021/11/1-2021/11/30）

中期票据发行规模（亿）	2900.30
企业债发行规模（亿）	300.80
公司债发行规模（亿）	3316.80
短期融资券发行规模（亿）	4306.00
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	0.73
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	0.43
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	0.27
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	1.64
中债-中短期债券总净价指数涨跌幅（%）	0.52

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

相关报告

《房地产税扩围加速长期改革，经济压力短期更依赖结构性宽松》20211102

《央行宽信用开始稳贷款，能耗双控背景下更突出能源新基建》20210930

《经济下行压力加大，宽信用或需要宽货币配合》20210901

央行删除“总闸门”总量态度转松，稳地产碳减排结构性措施持续发力

——11月宏观政策月报

■ **货币政策：11月货币中性偏松，降准预期又有所升温；信用触底社融增速后**
续或有所回升，结构性宽松持续。（1）央行推出碳减排工具并设立 2000 亿元煤炭清洁利用专项再贷款，同时三季度删除“大水漫灌”和“总闸门”。货币结构性宽松持续发力，总量态度也有所转松。（2）货币中性偏松，信用触底后续或有所反弹。货币方面，11 月等额续作 10000 亿 MLF，长期资金利率维持低位，短期资金仍围绕政策利率波动。信用方面，主要支撑项为政府债、居民贷款及票据融资，企业中长贷仍为主要拖累；另一方面，维持对科技创新、绿色发展及中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体的支持。信用总量触底结构仍有松有紧，宽信用持续加码。（3）整体来看，货币仍以稳为主，总量维持合理充裕。未来几月，货币稳中偏松，结构性宽货币将持续发力，同时降准预期也有所升温，地方隐性债务仍严监管，地产信贷边际放松，政府债发行将持续对信用有所支撑，社融增速或小幅扩张，短期紧盯 12 月政治局会议及中央经济工作会议。

■ **财政政策：严控地方债务，城投债净融资额仍较低，专项债则维持高位，后**
续将持续发力。国务院办公厅指出要进一步加大助企纾困力度，同时国常会表示要合理提出明年专项债额度和分配方案。可见，专项债及对中小微企业的支持将持续发力。（2）执行层面，10 月份，全国公共一般预算支出同比增长 2.9%，因基数较低增速较上月有所提升。财政支出目前仍在蓄力，或因项目储备不足。同时，11 月地方专项债净融资额为 5640 亿，较 10 月有所提升，维持高位。（3）整体来看，经济下行压力仍大，财政将持续发力，专项债将持续加速发行，下年专项债或提前下达，专家预计额度较今年保持平稳，略有抬升，同时延续对中小微企业的支持，注重地方隐性债务化解。

■ **地产政策：中央稳信贷持续发力，继开发贷及刚需按揭松动后，优质房企发**
行新债有所放开，同时预售款监管及第三批土拍也出现松动。（1）银行间交易商协会举行房企代表座谈会后，多家房企在银行间市场注册发行债务融资；央行数据显示 10 月末，我国个人住房贷款环比多增 1013 亿元。地产信贷持续边际放松。同时刘鹤署名文章《必须实现高质量发展》指出，表示要在“房住不炒”下更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展。（2）近期成都、北京等地对商品房预售款监管进一步完善，适度放松了房企对预售款的支取门槛和缩短放款时限。与此同时，第三批城市集中供地开始，条款也放松不少，包括提高房价销售上限，适度放宽保证金支付期限，

降低参拍门槛，调动房企积极性等。贝壳研究院数据显示，11月100城主流首套及二套房贷利率分别较10月回落4个和3基点，平均放款周期也较上月缩短5天。（3）商品房销售面积增速仍持续下滑，房地产销售景气度不断降低，观察高频数据，11月份30大中城市由于季节性因素周度商品房成交面积虽边际抬升但仍弱于季节性，从社融分项数据看，居民中长期贷款有所改善，主因地产政策边际放松所致。后续来看，地产政策有望边际进一步放松，密切关注地产销售何时企稳，不过政策的边际放松是要对地产行业托底，并不会大开大合，在“房住不炒”的方针下，将更加注重实施房地产长效机制，注重防范风险。

■ **基建政策：高耗能行业能效基准水平发布，新能源将持续发力；“十四五”产业规划陆续下达，明年专项债额度提上日程，基建有望托底经济。**（1）

发改委等5部门联合发布了高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平，限期分批实施改造升级和淘汰，新能源将持续发力。同时国常会指出合理适度提出明年专项债额度，大数据、信息通讯、信息与工业化融合等“十四五”产业规划文件也陆续发布，后续基建有望托底经济。（2）执行层面看，11月发行地方政府新增债5793.49亿元，第二批基础设施REITs都实现了超募。新基建持续发力。（3）后续来看，政策要求在今年末明年初形成实物工作量，且2022年专项债项目提前开始储备，预计基建投资增速仍将向上修复，但仍然是托而不举，难以出现大幅提速。

■ **海外政策：南非变异病毒引发市场恐慌，后续需密切观察；美国基建法案通过，通胀预期高位震荡，联储整体偏鹰。**（1）

疫情方面，南非变异病毒Omicron来袭，美国自11月29日起对南非等8国的航班作出限制，同时日本及以色列宣布封国。财政方面，拜登签署了1.2万亿美元基建法案，同时众议院通过了拜登1.75万亿美元的社会支出法案，接下来将由参议院审议投票。我们认为，最终财政刺激有望落地，但社会支出法案具体内容或有变动。货币方面，Taper落地，同时拜登提名鲍威尔连任美联储主席，联储会议纪要显示高通胀持续时间或比预计长，但“奥密克戎”变异毒株引发市场担忧，加息预期经历了先上后下的过山车，近期鲍威尔表示放弃“暂时”通胀，考虑提前结束缩减购债计划，目前联储政策整体偏鹰。（2）欧央行维持货币宽松，认为通胀会回到2%目标，明年不太满足加息条件。（3）Taper落地，欧洲疫情持续升级，能源危机还在延续，但变异病毒扰动，美元指数先上后下，同时通胀预期高位震荡下行，带动美债收益率本月小幅下行，美股则有所分化，道指下跌，纳指上涨，业绩仍是主逻辑，“奥密克戎”变异病毒引发资本市场担忧，全球资产处于大幅波动期。

- **风险提示：**1. “奥密克戎”变异病毒影响超预期；2. 地产边际放松超预期；
3. 美联储边际收紧造成的影响超预期。

目 录

1. 货币政策：货币稳中偏松，碳减排等结构性宽信用措施发力	6
1.1 货币政策总览：流动性充足，降准预期再升温	6
1.2 公开市场操作跟踪：中性偏松操作，流动性整体中性偏松	7
1.3 重要政策汇总及点评	8
2. 财政政策：严格控制地方债务风险，专项债持续加速发行	9
2.1 财政政策总览：进一步加大助企纾困力度，中小微企业不断收到支持	9
2.2 利率债发行情况跟踪	11
2.3 重要政策汇总及点评	12
3. 地产政策：地产政策进一步边际放松，后续密切观察何时企稳	12
3.1 地产政策总览：预售款监管及第三批土拍均有所放松	12
3.2 地产数据跟踪：房地产销售景气度继续放缓	14
3.3 重要政策汇总及点评	15
4. 基建政策：合理提出明年专项债额度，基建有望托底经济	16
4.1 基建政策总览：高耗能及清洁能源文件陆续发布，新能源将持续发力	16
4.2 重要政策汇总及点评	18
5. 海外政策：鲍威尔获提名连任，基建法案通过但社会支出法案仍有待表决	19
5.1 海外政策总览：南非变异病毒再起引发市场恐慌，美国通胀高位震荡联储整体偏鹰	19
5.2 重要政策汇总及点评	20
6. 风险提示	21

插图目录

图 1: 货币偏松, 同业存单收益率低于政策利率 (%)	8
图 2: 短期市场资金利率围绕政策利率波动 (%)	8
图 3: 地方政府债净融资额维持高位 (亿元)	11
图 4: 11 月国债净融资额较 10 月有所抬升 (亿元)	11
图 5: 11 月政金债净融资额较 10 月小幅回落 (亿元)	11
图 6: 公共财政收入及支出同比均有所上升 (%)	11
图 7: 30 大中城市商品房成交面积持续下滑 (万平方米)	14
图 8: 商品房销售面积及销售额同比持续下滑 (%)	14
图 9: 通胀预期高位波动 (%)	20
图 10: 欧美疫情持续分化 (人)	20

表格目录

表 1: 11 月央行操作净回笼 5700 亿, 其中续作 MLF 10000 亿, 资金面中性偏松	7
表 2: 货币政策稳中偏松, 更加注重结构调整	8
表 3: 财政政策将继续支持小微企业, 合理提出明年专项债额度和方案	12
表 4: 11 月以来, 在“房住不炒”方针下, 地产政策边际有所放松	15
表 5: 持续推进“两新一重”重大项目	18
表 6: 通胀维持高位震荡, 未来美联储政策或整体偏鹰	20

1. 货币政策：货币稳中偏松，碳减排等结构性宽信用措施发力

1.1 货币政策总览：流动性充足，降准预期再升温

稳健的货币政策合理充裕，注重结构调整。11月8日，央行正式推出碳减排支持工具，投放对象包括清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域，通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供资金支持，利率为1.75%。碳减排工具操作过程中投放基础货币，整体利率较低，相当于定向降息，有利于银行成本的下降和实体经济融资成本的下降，进而或溢出到债市。再次，作为结构性政策工具，利好效果比降准要弱，尤其此次碳减排工具推出后，降息降准概率有所降低。最后，有结构性宽信用的作用，对社融和经济有一定程度上的积极作用，但属于中长期的过程，短期更多是情绪上的提振，实际效果有限。落地细则基本符合市场预期，对市场的影响整体中性略偏正面。11月15日，央行开展10000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对11月16日和30日两次MLF到期的续做），充分满足了金融机构需求。从资金量上来看，央行继续等额续作MLF，维稳资金面的意图明显，但年内降准的可能性也进一步降低。11月17日，国常会决定设立支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，促进绿色低碳发展，会议决定设立2000亿元支持煤炭清洁利用专项再贷款。11月19日，央行发布《第3季度货币政策执行报告》提出，对经济更担心，删掉“总闸门”和“坚持不搞大水漫灌”，同时认为通胀可控，发达经济体政策调整对我国影响有限，并提出“以我为主”，更注重稳增长和防风险的平衡。整体来看，货币政策仍维持稳中偏松判断，结构性紧信用继续维持，政策仍有保有压，地方债务监管仍然严格，房地产边际放松，同时碳减排支持工具、MLF、公开市场操作等结构性宽松持续，南非变异病毒再起，叠加三季报删除“总闸门”，市场降准预期又有所升温，后续货币不排除全面转宽。

11月16日，国务院副总理韩正出席今冬明春保暖保供工作电视电话会议并表示，继续增加电煤和天然气供给，推动具备增产潜力的企业释放产能，加强电煤和天然气合同签约履约情况监管，依法查处哄抬煤炭价格行为。要全力解决发电企业机组出力受阻问题，确保冬季高峰时段发电能力高于去年同期水平。帮助煤电和供暖企业缓解阶段性困难，鼓励金融机构保障企业合理融资需求，改革完善煤电价格市场化形成机制。要充分做好应对极寒天气的预案，做好“煤改电”“煤改气”用户的用电用气保障。11月18日，国务院召开经济专家企业家座谈会，指出支持煤电企业的各项政策要确保落实到位，保证电力稳定供应。采取针对性措施加强经济运行调节，缓解大宗商品价格上涨向下游中

小微企业传导的压力。同日，韩正到国家电网调研并主持召开座谈会，表示要多渠道增加电煤和天然气供给，继续抓好电煤保供稳价，大力推进煤炭清洁利用。要尽快把煤电企业发电能力恢复到正常水平，促进非计划停运发电机组常态化运行，实现应发尽发。政府要依法加强对煤炭价格的调控，加快研究煤电联动的市场化价格形成机制。

为维护银行体系流动性合理充裕，11月央行开展10000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对11月16日和30日两次MLF到期的续做），同时收回上月连续7D逆回购投放，但整体来看，货币仍维持中性偏松，信用已出现止跌触底现象，后续或小幅回升，结构仍松紧不一。货币方面，11月央行操作净回笼资金5700亿，但整体货币仍偏松，信用方面，10月社融增速已触底，持平市场预期，主要支撑项为政府债、居民贷款及票据融资，企业中长贷仍为主要拖累。整体来看，随着专项债发行加快及基数较低，地产融资及按揭贷款边际放松，专项债及居民贷为社融主要支撑，同时银行为完成信贷额度，票据融资规模维持高位，经济下行背景下，企业融资结构依旧呈短期化特征。后续来看居民贷及企业开发贷都将环比改善，政府债将会对社融形成支撑，但在经济下行背景下，实体融资需求相对较弱，后续社融反弹有限。

10月PPI再创新高，但保供稳价政策纠偏下，后续将有所回落，CPI逐步成为关注点，猪肉环比虽有反弹，但短期内供应充足，全年物价压力不大。货币稳重偏松，结构性宽信用逐步加码，随着专项债加速发行，碳减排支持工具、MLF、公开市场操作等结构性工具将为主要措施，近期南非变异病毒再起，引发市场恐慌，经济下行压力仍达，不排除降准等全面宽松。

1.2 公开市场操作跟踪：中性偏松操作，流动性整体中性偏松

11月，人民银行公开市场操作情况汇总如下：

表 1：11月央行操作净回笼5700亿，其中续作MLF 10000亿，资金面中性偏松

日期	工具	量（亿元）	利率（%）	操作表述	备注
2021/11/1	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 2000 亿
2021/11/2	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 2000 亿
2021/11/3	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 2000 亿
2021/11/4	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 2000 亿
2021/11/5	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 2000 亿
2021/11/8	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021/11/9	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021/11/10	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021/11/11	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿

2021/11/12	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 1000 亿
2021/11/15	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 1000 亿
	MLF (投放) 365D	10000	2.95	合理充裕	
2021/11/16	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 1000 亿; MLF (回笼) 365D 到期 8000 亿
2021/11/17	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 1000 亿
2021/11/18	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 1000 亿
2021/11/19	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 1000 亿
2021/11/22	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021/11/23	逆回购 7D	500	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021/11/24	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021/11/25	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021/11/26	逆回购 7D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021/11/29	逆回购 8D	1000	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿, 国库现金定存到期 700 亿

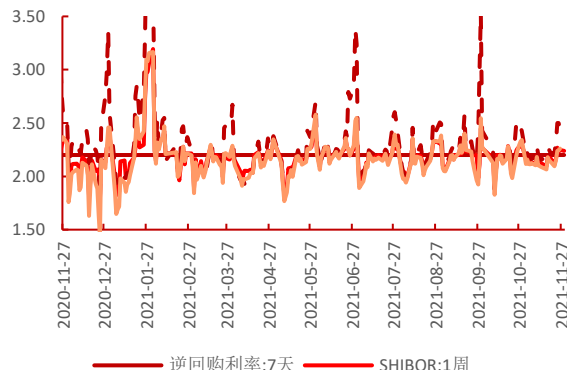
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

11 月份, 央行操作净回笼 5000 亿, 但流动性仍中性偏松, 资金面较为宽裕。1 年期股份制银行同业存单利率在 MLF 利率下方, 长期资金面较为宽裕, DR007 利率围绕政策利率波动, 短期资金面合理充裕。

图 1: 货币偏松, 同业存单收益率低于政策利率 (%)



图 2: 短期市场资金利率围绕政策利率波动 (%)



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_30666

