

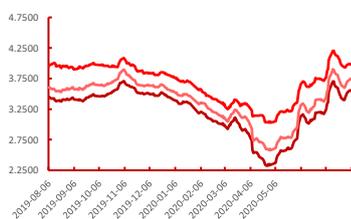
利率债（谨慎乐观）

信用债（谨慎乐观）

债券数据（2020/7/1-2020/8/7）

中期票据发行规模（亿）	1446.10
企业债发行规模（亿）	221.50
公司债发行规模（亿）	2569.16
短期融资券发行规模（亿）	3783.70
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	-1.18
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.79
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	-0.43
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	-2.12
中债-中短期总净价指数涨跌幅（%）	-1.01

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

联系人

李凌云

电话：13888187328

邮箱：lily@grzq.com

相关报告

《地产基建托底 Q2 复苏超预期，经济下半年将正常化》20200723

《5月国内经济继续修复，但复苏有初步放缓迹象》20200618

《两会在即，逆周期政策进入兑现期》20200515

《中央会议部署防疫和经济新常态，政策调门再提高》20200430

《3月国内经济弱复苏，外需骤降、就业承压下政策转向积极》20200423

中央定调“宽信用”回归稳健适度，多地陆续收紧地产调控

——7月宏观政策月报

- 货币“宽信用”力度下半年或有所趋缓：**（1）“7.30”中央政治局会议为下半年货币政策定调，货币政策要灵活适度、精准导向，同时强调社融和 M2 要合理增长，推动综合融资成本明显下降，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。总的来看，政策基调维持宽松方向好于预期，“宽信用”趋势仍将延续，总量力度回归合理，货币政策更注重结构调整。执行层面，7月10日央行在上半年金融数据发布会上表示后期货币政策更强调总量和价格适度；8月5日，央行马俊亦公开表示下半年货币政策应保持现状，无需再加大力度。7月公开市场操作上，日常逆回购和月中 MLF 续作主要体现出“缩量不降价”特点：其中7月逆回购净回笼3700亿，MLF净回笼2977亿，价格较上月均未做调整，反映出央行仍具有相当定力。同时，DR007 7月中旬以来表现为围绕 2.2% 政策中枢上下波动，已基本达到央行合意水平。（2）6月金融数据表现较好，社融增速继续上行，但斜率趋缓：①6月社融存量同比增长 12.8%，前值 12.5%；其中，人民币贷款存量增速 13.3%，与上月持平；②M2 同比增长 11.1%，增速与上月末持平。（3）总体来看，经济二季度恢复好于预期，三四季度有望“乘势而上”，货币政策逐渐回归常态，货币利率 5 月已有所收紧，下半年信用也将有所趋缓，但经济尚未正常化，整体宽信用方向仍有望维持。具体来看：①后续央行 OMO 操作或继续保持“缩量平价”特点，同时继续加强与市场的沟通交流，抚平市场预期差。②中央持续要求降低企业融资成本，政治局提出推动综合融资成本明显下降，对比“4.17”政治局会议“引导贷款市场利率下行”，包含范围更广。预计三季度降息概率下降但可能性仍存。

- 逆周期财政政策提质增效，助力经济渐进复苏：**（1）习近平总书记在“7.30”政治局会议上再次强调财政政策要更加积极有为、注重实效。李克强总理 7 月也在国常会上多次提出加快专项债的发行与使用。政策基调维持此前财政力度，并未提出新预期。执行层面，7月21日财政部披露6月财政收入当月同比首次转正为 3.22%，财政收入持续向好，表示后续将继续落实减税降费等积极财政政策；6月财政支出同比下降 14.37%，较前值减少 10.05pct。主要系地方为增加对就业等重点领域的支持而持续压降一般性支出所致。

27日，财政部下发了《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，要求各地加快新增专项债券资金使用进度。(2) 进入7月以来，特别国债发行持续放量，7月底1万亿特别国债已发行完毕。8月6日，财政部部长刘昆表示截止7月末，已有5105亿元落实到24199个项目，主要用于基础设施建设和抗疫相关支出。相应的，新增专项债为特别国债发行让步，7月仅发行348.71亿，主要用于市政建设，教育医疗等社会民生领域以及老旧小区改造。(3) 总体来看，**中央维持此前财政宽松的力度，重点项目落地实施，随着各地经济复苏财政收入转好，财政对实体经济的拉动效果或好于预期。**具体来说：①财政资金对重大项目的支持力度将进一步加大；②专项债发行使用更集中在国家重要的区域战略级项目上；③通过多样化的财政工具，继续支持新基建、老旧小区改造以及医疗等领域，促进经济结构优化调整和转型升级。

■ **政治局会议再提“房住不炒”，各地开始加码限售、限购等措施：**(1)“7.30”政治局会议重申“房住不炒”；“7.24”韩正主持地产工作会议强调“各地从实际出发，采取差异化调控措施”。考虑到二季度以来热点城市房价大涨引发关注，7月中央在地产政策上连续释放了收紧信号。执行层面看，住建部在7月7日前往深圳调研，明确提出希望楼市以稳为主，7月15日，深圳出台“深8条”大幅提高购房资格，引起市场强烈关注。东莞、宁波、杭州、南京等地在“因城施策”大框架下纷纷各自出台政策，从限价、限售或限购等方面先后对地产降温。(2) 住建部30大中城市商品房成交面积7月当月同比增长10.39%，增速较6月提高1.03pct。根据克而瑞统计数据，7月单月，TOP100房企实现销售额同比增长25.7%。房地产业的恢复明显好于预期，而房价看涨预期带来的金融风险已经凸显。(3) 总体来看，**随着下半年消费与出口对经济增长的贡献逐步恢复，政策对于地产托底经济的期待或有所减弱，而稳定宽松货币政策下的房价看涨预期成为当下重要目标。**展望未来政策趋势：①后续各地或在“因城施策”大框架下继续从量、价等方面对住宅需求端进行限制；②预计下半年房贷利率下降概率将大幅降低，同时个人按揭贷可能会从严审核，进而商品房销售后期增速可能放缓；③7.24地产工作会议还提出要因地制宜推进老旧小区改造。20日国务院也专门出台了全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见。后期在“稳房价”前提下，老旧小区改造在新型城镇化建设大背景下大概率继续得到有效支持。

■ **“两新一重”补短板锻长板仍有可为，总体基建增速将继续上行，但修复速度或不及预期：**(1) 习近平总书记在“7.30”政治局会议上继续强调要加快新基建，同时要以新型城镇化带动投资和消费需求。7月9日、15日和22日国常会亦均对重大工程建设和新型城镇化进行了强调。各执行层纷纷

发力。17日，发改委举行例行新闻发布会时表示要“加大力度聚焦“两新一重”等关键环节和短板弱项”，同时各地也纷纷加码推进“两新一重”项目。(2) 基建增速持续上行，是经济复苏的重要动力之一。1-6月固定资产投资同比增长-3.1%，前值-6.3%；其中，基建投资累计同比-2.7%，较前值收窄3.6pct，基建对于经济仍有重要支撑。随着财政落实到位，下半年基建增速有望继续上行。(3) 730 政治局会议提出完善内部大循环，以5g、数据中心等为代表的新基建，电子信创、交通水利等补短板以及制造业优势产业锻长板等方向仍大有可为。但从基建投资整体来看，目前经济渐进修复趋势明显，消费出口稳步向好，叠加地方财政支出压力仍大，基建后期整体上行趋势确定，但最终程度或不及预期。

- **美联储“鸽派依旧”，欧美新一轮财政刺激再加码：**8月1日，美联储公布7月FOMC决议，维持联邦基金目标利率0-0.25%不变，并承诺将采取更多工具以刺激经济。截止到8月第一周，美国政府和两党仍在就新一轮财政刺激政策谈判，刺激方向一致，但规模和对象仍有分歧，尤其是对额外每周600美元的联邦失业救济金分歧较大。市场预期8月大概率落地，规模或在1万亿美元左右。除美国外，其他主要经济体亦纷纷采取加码宽松政策对冲经济下行压力：7月21日，欧盟就7500亿欧元复兴基金达成协议，迈出第二轮财政刺激最重要一步。同时，日本央行公布了近期会议纪要，表明将继续实施质化和量化宽松(QQE)政策，以收益率曲线控制为基础，刺激日本经济复苏，同时表示较大力度的财政刺激政策正在酝酿中。(2) 综合来看，现阶段美欧新一轮财政刺激正在制定，后续配合财政刺激实施的新一轮货币宽松预期已开始升温。目前美国疫情仍在加速扩散，而就业市场和消费复苏已有放缓信号，同时欧盟经济也恢复缓慢，尽管债务水平将进一步提升但离不开新一轮政策刺激。
- **风险提示：**1. 国内政策宽松不及预期；2. 海外疫情引发全球经济衰退超预期；3. 中美摩擦升级致贸易冲击超预期。

目录

1. 货币政策：货币趋向常态化，政策方向重回稳健精准常态	6
1.1 货币政策总览：“宽信用”趋势不改，但力度下半年或有所趋缓	6
1.2 货币市场跟踪：OMO 随行就市趋势明显，DR007 已接近央行合意水平	7
1.3 重要政策汇总及点评	8
2. 财政政策：逆周期财政政策提质增效，助力经济渐进复苏	9
2.1 财政政策总览：愈发注重拉动经济效果，后续政策再度细化可期	9
2.2 利率债发行情况跟踪	10
2.3 重要政策汇总及点评	11
3. 地产政策：政治局会议再提“房住不炒”，政策边际略有收紧	12
3.1 地产政策总览：各地开始加码限售、限购等措施，老旧小区改造后期继续发力	12
3.2 地产数据跟踪：住宅成交继续升温	13
3.3 重要政策汇总及点评	14
4. 基建政策：“内部大循环”下亟待基建补短板、锻长板	15
4.1 基建政策总览：“两新一重”仍有可为，总体基建增速将继续上行，但修复速度或不及预期	15
4.2 各地重大基建项目统计	15
4.3 重要政策汇总及点评	16
5. 海外政策：主要经济体政策宽松趋势延续	17
5.1 海外政策总览：美联储“鸽派依旧”，欧美新一轮财政刺激再加码	17
5.2 重要政策汇总及点评	18
6. 风险提示	19

插图目录

图 1: 目前 DR007 围绕 7 天逆回购利率波动 (%)	8
图 2: LPR 目前已连续 3 月未做调整 (%)	8
图 3: 7 月专项债发行出现净偿还 (亿元)	10
图 4: 7 月新发的专项债主要用于市政和交运建设 (%)	10
图 5: 7 月特别国债集中发行导致国债发行量上行 (亿元)	11
图 6: 6-7 月政金债发行量分布相对均匀 (亿元)	11
图 7: 一、二、三线城市房产成交总体呈上行趋势 (万平方米)	13
图 8: 近期 100 城成交土地楼面均价总体有所上涨 (%)	13
图 9: 美国二季度 GDP 创下金融危机以来新低 (%)	17
图 10: 美债利率及信用利差已处于低位 (%)	17

表格目录

表 1: 央行 OMO 操作“缩量平价”特点愈发明显	7
表 2: 货币政策强调“适度”，“宽信用”力度趋稳	9
表 3: 财政政策提质增效，更加积极有为	11
表 4: “房住不炒” + “因城施策”，各地需求端或持续收紧	14
表 5: 7 月以来，“两新一重”是各地基建项目的主旋律	15
表 6: 加码基建补短板锻长板趋势明显	16
表 7: “宽财政”是海外主流经济体后期对冲经济下行的主要手段	18

1. 货币政策：货币趋向常态化，政策方向重回稳健精准常态

1.1 货币政策总览：“宽信用”趋势不改，但力度力度下半年或有所趋缓

7月30日，中央政治局会议为下半年货币政策定调：货币政策要灵活适度、精准导向，同时强调社融和M2要合理增长，推动综合融资成本明显下降，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业；7月21日，习近平总书记在企业家座谈会上提出要继续实施“更加稳健灵活的货币政策”，同时提出要继续减租降息；7月1日，李克强总理在国常会上提出允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。从中央领导人讲话内容来看，后续“宽信用”趋势仍将延续，总量力度回归合理，货币政策更注重结构调整。

从执行层面来看，7月8日，央行联合银保监会在北京召开金融支持稳企业保就业工作座谈会，提出“要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”；7月10日，央行在上半年金融数据发布会上表示后期货币政策更强调“适度”，包括总量适度和价格适度，表明央行后期“宽信用”趋势暂未改变，但政策力度不会再有大动作。8月5日，央行马俊明确表示下半年货币政策应维持现状，无需再加大力度。同时，从央行7月的OMO操作来看，7月15日，MLF不降价同时仅续作4000亿（本月MLF+TMLF共到期6977亿），就验证了央行10日提出的价格适度和总量适度，央行定力依然十分强劲。同时，7月日常逆回购操作净回笼-3700亿，总体体现出缩量不降价的特点，亦反映出央行现阶段货币政策回归稳健常态的趋势。

另外，根据6月金融数据来看，社融增速继续上行，但斜率趋缓，后期宽信用力度较或不会再继续加大：（1）6月社会融资规模增量为3.43万亿元，前值3.19万亿元。社融存量同比增长12.8%，前值12.5%。其中，人民币贷款存量增速13.3%，与上月持平。（2）M1同比增长6.5%，增速比上月收窄0.3个百分点。M2同比增长11.1%，增速与上月末持平。

综上，目前在经济渐进修复的大背景下，货币政策正在从应急管理模式向兼顾支持经济复苏与防控风险双重任务转变，政策导向回归常态化是大概率事件。同时，前期央行定下全年社融新增超过30万亿、信贷新增近20万亿目标可以看出，后续宽信用趋势仍有望延续，但力度预计不会显著高于现阶段水平。具体来看，（1）后续央行OMO操作或继续保持“缩量平价”特点，同时继续加强与市场的沟通交流，抚平市场预期差。（2）中央持续要求降低企业融资成本，

政治局提出推动综合融资成本明显下降，对比“4.17”政治局会议“引导贷款市场利率下行”包含范围更广。预计三季度降息概率下降但可能性仍存。

1.2 货币市场跟踪：OMO 随行就市趋势明显，DR007 已接近央行合意水平

7月以来，人民银行公开市场操作情况汇总如下：

表 1：央行 OMO 操作“缩量平价”特点愈发明显

日期	OMO 工具	投放（亿元）	利率（%）	流动性表述	备注
2020/7/1	无	0		较高水平，可吸收央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响	7d 到期 1800 亿
2020/7/2	无	0		较高水平，可吸收政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响	14d 到期 700 亿
2020/7/3	无	0		较高水平，可吸收央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响	14d 到期 1100 亿
2020/7/6	无	0		较高水平，可吸收央行逆回购到期、金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响	7d 到期 1000 亿、14d 到期 800 亿
2020/7/7	无	0		合理充裕	14d 到期 1100 亿
2020/7/8	无	0		合理充裕	
2020/7/9	无	0		合理充裕	
2020/7/13	7d 逆回购	500	2.2	合理充裕	
2020/7/14	7d 逆回购	300	2.2	合理充裕	
2020/7/15	MLF（1y）	4000	2.95	此次 MLF 操作是对本月两次 MLF 到期和一次定向中期借贷便利（TMLF）到期的续做	TMLF 可继续滚动，MLF 当日回笼 2000
2020/7/16	7d 逆回购	500	2.2	合理充裕	
2020/7/17	7d 逆回购	2000	2.2	合理充裕	
2020/7/20	7d 逆回购	1000	2.2	合理充裕	7d 到期 500 亿，6 月 LPR 报价出炉：1 年期品种报 3.85%，上次为 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.65%。
2020/7/21	7d 逆回购	100	2.2	合理充裕	
2020/7/22	无	0		合理充裕	
2020/7/23	7d 逆回购	500	2.2		MLF 回笼 2000，TMLF 回笼 2977
	中央国库现金管理商业	500			今日到期的中期借贷便利（MLF）和定向

	银行定期存款操作				中期借贷便利 (TMLF) 已于 7 月 15 日提前续做, 充分满足了金融机构需求。
2020/7/24	无	0		合理充裕	7d 到期 2000 亿
2020/7/27	7d 逆回购	1000	2.2	合理充裕	7d 到期 1000 亿
2020/7/28	7d 逆回购	800	2.2	合理充裕	7d 到期 100 亿
2020/7/29	7d 逆回购	300	2.2	合理充裕	
2020/7/30	7d 逆回购	500	2.2	合理充裕	7d 到期 500 亿
2020/7/31	7d 逆回购				
2020/8/3	无	0		合理充裕	7d 到期 1000 亿
2020/8/4	无	0		合理充裕	7d 到期 800 亿
2020/8/5	无	0		合理充裕	7d 到期 300 亿
2020/8/6	无	0		合理充裕	7d 到期 500 亿

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

从 7 月央行的公开市场操作可以看出, 目前 7d omo 操作整体以缩量不降价为主。一方面, 利率不动旨在引导银行间市场利率回归合意中枢, 现阶段 7 天逆回购政策利率是 DR007 的“锚”, DR007 中枢在政策利率附近波动可能是央行的合意水平。另一方面, 逆回购和 MLF 投放主要是为了对冲逆回购和 MLF 集中到期, 维持市场流动性合理充裕, 为避免释放宽松信号, 央行总体以缩量形式进行续作。

总的来说, 目前央行货币政策强调“适度”, 未来一段时间央行 OMO 操作大概率仍将以“缩量平价”为主, 同时央行将持续加强与市场沟通, 抚平市场预期差。另外, 考虑到政治局提出推动综合融资成本明显下降, 尽管“综合融资成本”包含范围更广, 不仅限于信贷利率, 但信贷仍是企业融资的首要渠道。目前 LPR 已经有 3 个月未做调整, 后续任有下调的可能。

图 1: 目前 DR007 围绕 7 天逆回购利率波动 (%)



图 2: LPR 目前已连续 3 个月未做调整 (%)



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_3389

