



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

淡化经济增速，在扩大需求上积极作为

——7月中共中央政治局会议点评

日期：2022年08月09日

分析师：郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

相关报告:

《关注热门赛道，精选个股》

——2022年08月04日

《“高景气度”和“双低”并举》

——2022年08月01日

《二季度中国经济复苏成色几何？》

——2022年07月19日

■ 主要观点

疫情防控层面坚持动态清零。在面对复杂严峻的国际环境以及多发散发的国内疫情，二季度经济顶住压力实现正增长。会议指出，要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作，对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看；要从政治上看、算政治账；坚持人民至上、生命至上；坚持外防输入、内防反弹；坚持动态清零，对于出现了疫情的区域必须严格防控，决不能松懈厌战。

宏观政策在扩大需求上积极作为。在4月份受疫情冲击、主要指标同比大幅下滑的背景下，中央加大稳增长力度，顶住经济下行压力，5月主要经济数据降幅收窄，6月经济基本面企稳回升。但是近期复苏依然存在反复，下半年宏观政策层面亟需出台一系列扩大总需求措施。

财政政策要有效弥补社会需求不足。财政方面要支持地方政府用足用好专项债务限额，扩大有效投资。上半年受土地财政拖累，地方政府财政收入低迷，影响了财政支出进度和积极性，下半年随着专项债基本发行完毕，政策层面督促地方政府用好专项债券资金，用足用好专项债务限额。

下半年央行货币政策将保持流动性合理充裕，引导实际贷款利率稳中有降。下半年我国经济复苏仍不稳固，央行强调保持货币信贷平稳适度增长，通过加大公开市场操作维持回购加权利率处于较低水平，并进一步引导实际贷款利率稳中有降，银行间隔夜资金已经降低1%以下，不排除调降LPR的可能。

防风险层面稳妥化解重点领域风险。一是防范化解中小银行风险；二是针对近期地产行业新动态，压实地方政府责任，守住安全底线。

平台经济监管迎来重大转向。会议强调集中推出一批“绿灯”投资案例，也就意味着平台经济未来发展将更加规范，同时对于平台经济发展也更加有所为有所不为，在完成平台经济专项整改基础上，对平台经济监管也更加常态化，实现平台行业的规范健康持续发展。

■ 投资建议

针对2022年以来新冠肺炎疫情反复和地缘政治风险挑战增多，7月中共中央政治局会议强调要保持战略定力，经济大省要勇挑大梁，要发挥企业 and 企业家能动性，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投。疫情防控层面坚持动态清零，宏观政策在扩大需求上积极作为，财政要用好地方政府专项债券资金；央行货币政策将保持流动性合理充裕，引导实际贷款利率稳中有降；防风险层面稳妥化解中小银行和地产等重点领域风险，对平台经济实施常态化监管。债市收益率整体有望冲击前低，赛道转债依然表现抢眼，8月转债建议投资者关注：维尔转债、鸿达转债、通22转债、广汇转债、美锦转债、大秦转债、龙大转债、中金转债、山鹰转债、利群转债。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；国内经济增速不及预期；全球通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

目 录

1 7月政治局会议淡化经济增速，注重发展质量4

 1.1 疫情防控层面坚持动态清零.....4

 1.2 宏观政策在扩大需求上积极作为4

 1.3 财政政策要有效弥补社会需求不足.....4

 1.4 货币政策或更加稳健.....5

 1.5 防风险层面稳妥化解重点领域风险.....5

 1.6 平台经济监管迎来重大转向.....5

 1.7 投资建议.....5

2 利率债：收益率下行，期限利差走阔6

 2.1 流动性观察：资金投放减少，流动性收缩.....6

 2.2 一级市场发行：净融资额减少，地方债发行量减少8

 2.3 二级市场交易：收益率下行，期限利差走阔9

3 信用债：净融资额增加，收益率率下行.....11

 3.1 一级市场发行与到期：发行量减少，净融资额增加11

 3.2 二级市场交易：信用债到期收益率整体下行13

 3.3 一周信用违约事件回顾14

 3.4 主体评级调整.....15

4 大类资产周观察15

 4.1 欧美股指全线上扬15

 4.2 美债收益率整体下行.....16

 4.3 美元指数走弱，非美货币上行.....17

 4.4 黄金回升，原油震荡上行17

5 风险提示18

图

图 1 存款类机构质押式回购加权利率曲线(%).....6

图 2 上交所国债质押式回购加权利率曲线(%).....6

图 3 存款类机构质押式回购加权利率近一年走势(%)7

图 4 上交所国债质押式回购加权利率近一年走势(%).....7

图 5 银行间质押式回购加权利率近一年走势(%).....7

图 6 上海银行间同业拆放利率近一年走势(%)7

图 7 央行每周公开市场投放与回笼规模(含 MLF、SLO、SLF) (亿元)7

图 8 每周一级市场发行、偿还与净融资额情况8

图 9 中债到期收益率曲线(%).....10

图 10 中债到期收益率曲线(%).....10

图 11 中债国债到期收益率近一年走势(%).....10

图 12 中债国开债到期收益率近一年走势(%).....10

图 13 国债期限利差近一年走势 (BP)11

图 14 国开债期限利差近一年走势 (BP)11

图 15 信用债发行与到期规模11

图 16 信用债发行 (按评级分类)13

图 17 信用债发行（按期限分类）	13
图 18 城投债到期收益率一周变动情况（BP）	14
图 19 中短期票据到期收益率一周变动情况（BP）	14
图 20 发达经济体主要资本市场表现	16
图 21 新兴经济体主要资本市场表现	16
图 22 中债国债到期收益率曲线（%）	17
图 23 美国国债到期收益率曲线（%）	17
图 24 美元指数与人民币汇率	17
图 25 日元、欧元、英镑兑美元汇率	17
图 26 原油期货价格指数（美元/桶）	18
图 27 黄金价格指数（美元/盎司）	18

表

表 1 存款类机构质押式回购加权利率一周变化(%)	6
表 2 上交所国债质押式回购加权利率一周变化(%)	7
表 3 上周利率债发行一览	8
表 4 中债国债到期收益率一周变化(%)	10
表 5 中债国开债到期收益率一周变化(%)	10
表 6 信用债发行（按债券种类分类）	12
表 7 信用债发行（按证监会行业分类）	13
表 8 信用债违约报表	14
表 9 信用主体评级调整	15

1 7月政治局会议淡化经济增速，注重发展质量

2022年7月28日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。此次中央政治局会议释放以下信号：

1.1 疫情防控层面坚持动态清零

坚持人民至上、生命至上，疫情防控坚持动态清零。在面对地缘政治紧张局面等复杂严峻的国际环境以及多发散发的国内疫情，二季度经济顶住压力实现正增长。会议指出，要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作，对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看；要从政治上看、算政治账；坚持人民至上、生命至上；坚持外防输入、内防反弹；坚持动态清零，对于出现了疫情的区域必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。此外，在认真贯彻新冠肺炎防控政策举措的同时，要保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发工作。

1.2 宏观政策在扩大需求上积极作为

面对疫情反复和复杂多变的外围环境，国内呈现出有效需求不足等问题。其中，在4月份受疫情冲击、主要指标同比大幅下滑的背景下，中央加大稳增长力度，积极推进物流保通保畅，顶住经济下行压力，5月主要经济数据降幅收窄，6月经济基本面企稳回升。但是近期复苏依然存在反复，目前需求端消费市场冲击较大，疫情点多面广频发，波及人数较多，居民外出购物、就餐减少，非生活必需类商品销售和餐饮业受到明显冲击，居民受收入和就业等因素影响消费动力不足；固收投资中房地产开发投资与销售增速双双回落；进出口同比增速受美联储加息和海外经济衰退等风险影响，因此2022年下半年宏观政策层面亟需出台一系列扩大总需求的措施。

1.3 财政政策要有效弥补社会需求不足

财政政策层面，支持地方政府用足用好专项债务限额，扩大有效投资。上半年受土地财政拖累，地方政府财政收入低迷，影响了财政支出进度和积极性，下半年随着专项债基本发行完毕，政策层面督促地方政府用好专项债券资金，用足用好专项债务限额。会议中未提及特别国债发行，此外财政支出在农林水支出、

交通运输支出等基建支出增速较快，水利及电力等基建投资将持续发力，有效带动基建投资增速回升，从而稳定宏观经济大盘。

1.4 货币政策或更加稳健

下半年央行货币政策将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导实际贷款利率稳中有降。目前我国经济下半年复苏仍不稳固，央行强调保持货币信贷平稳适度增长，通过加大公开市场操作维持回购加权利率处于较低水平，并进一步引导实际贷款利率稳中有降，银行间隔夜资金已经降低 1% 以下，不排除调降 LPR 的可能。面对中国经济的结构性难题，货币政策下半年重点加大结构性货币政策工具使用，在用好用 8000 亿元政策性银行新增信贷和 3000 亿元政策性开发性金融工具基础上，央行将储备小微贷款支持工具的额度和支持比例增加一倍，引导中小金融机构加大普惠小微贷款投放力度，实施好碳减排工具和支持煤炭清洁高效，利用科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款等结构性工具，支持经济向绿色低碳转型，货币政策或更加稳健。

1.5 防风险层面稳妥化解重点领域风险

一是妥善化解地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪，坚决查处金融风险背后的腐败问题。

二是加快探索房地产新发展模式，压实地方政府责任，守住安全底线。中央政治局会议重申了“房子是用来住的、不是用来炒”定位，针对近期地产行业新动态，政策上将压实地方政府责任，保交楼、稳民生，积极通过成立纾困基金等化解当前难题，重点是支持刚性和改善性住房需求。

1.6 平台经济监管迎来重大转向

会议强调集中推出一批“绿灯”投资案例，也就意味着平台经济未来发展将更加规范，同时对于平台经济发展也更加有所为有所不为，在完成平台经济专项整改基础上，对平台经济监管也更加常态化，实现平台行业的规范健康持续发展。

1.7 投资建议

淡化经济增速，在扩大需求上积极作为。针对 2022 年以来新冠肺炎疫情反复和地缘政治风险挑战增多，7 月中央政治局会议强调要保持战略定力、坚定做好自己的事；各级领导干部要敢为善为，经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标；要发挥企业和企业家能动性，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投。疫情防控层面坚持人民至上、生命至上，坚持动

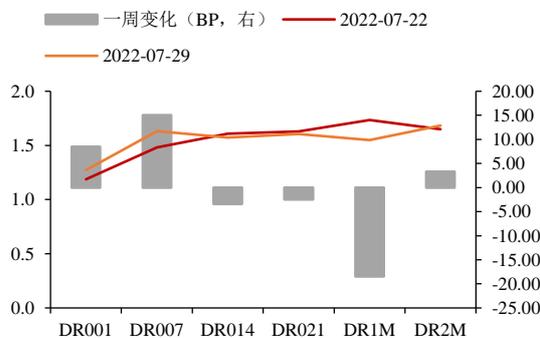
态清零，宏观政策在扩大需求上积极作为，财政要用好地方政府专项债券资金，从而稳定宏观经济大盘；央行货币政策将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导实际贷款利率稳中有降；防风险层面稳妥化解中小银行和地产等重点领域风险，坚决查处金融风险背后的腐败问题，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例，债市收益率整体有望冲击前低，赛道转债依然表现抢眼，8月转债建议投资者关注：维尔转债、鸿达转债、通22转债、广汇转债、美锦转债、大秦转债、龙大转债、中金转债、山鹰转债、利群转债。

2 利率债：收益率下行，期限利差走阔

2.1 流动性观察：资金投放减少，流动性收缩

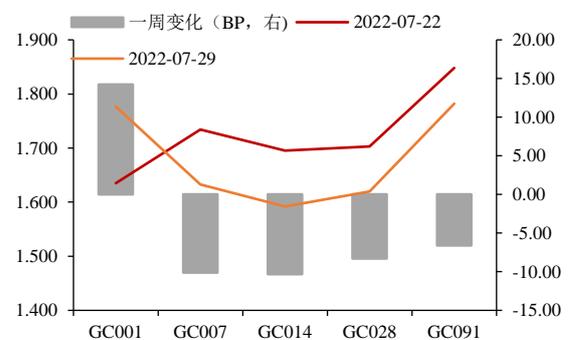
上周，央行开展210亿元逆回购操作，共330亿元逆回购到期，全口径下净投放-120亿元。银行间资金价格涨跌互现，DR001上行8.50BP至1.2724%；DR007升15.03BP至1.6329%；交易所资金价格整体上行，其中，隔夜GC001升14.20BP至1.7770%，GC007降10.10BP至1.6330%。

图1 存款类机构质押式回购加权利率曲线(%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图2 上交所国债质押式回购加权利率曲线(%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

表1 存款类机构质押式回购加权利率一周变化(%)

	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M	DR2M
2022-07-22	1.1874	1.4826	1.6073	1.6300	1.7346	0.0000
2022-07-29	1.2724	1.6329	1.5732	1.6050	1.5500	0.0000
一周变化 (BP)	8.50	15.03	-3.41	-2.50	-18.46	0.00

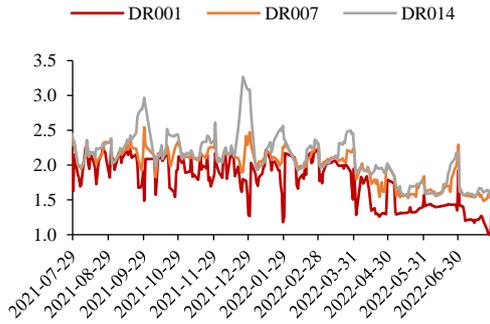
资料来源：Wind，上海证券研究所

表 2 上交所国债质押式回购加权利率一周变化(%)

	GC001	GC007	GC014	GC028	GC091
2022-07-22	1.6350	1.7340	1.6950	1.7030	1.8480
2022-07-29	1.7770	1.6330	1.5920	1.6200	1.7820
一周变化 (BP)	14.20	-10.10	-10.30	-8.30	-6.60

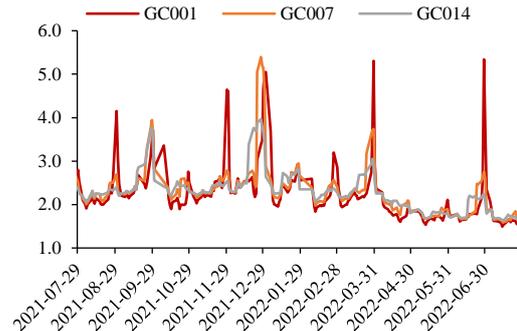
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 3 存款类机构质押式回购加权利率近一年走势(%)



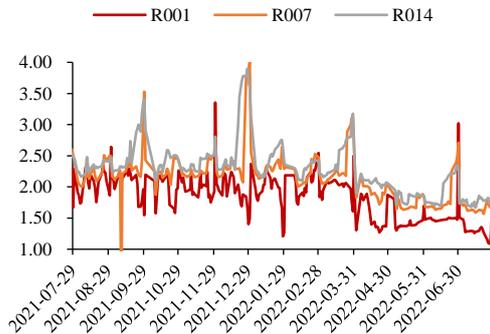
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 上交所国债质押式回购加权利率近一年走势(%)



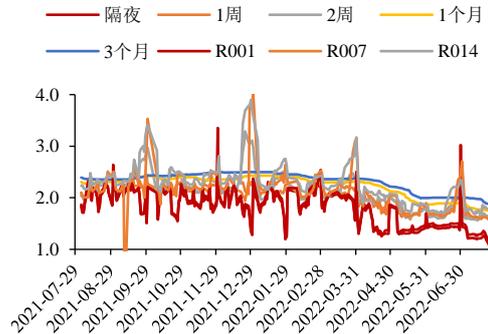
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 银行间质押式回购加权利率近一年走势(%)



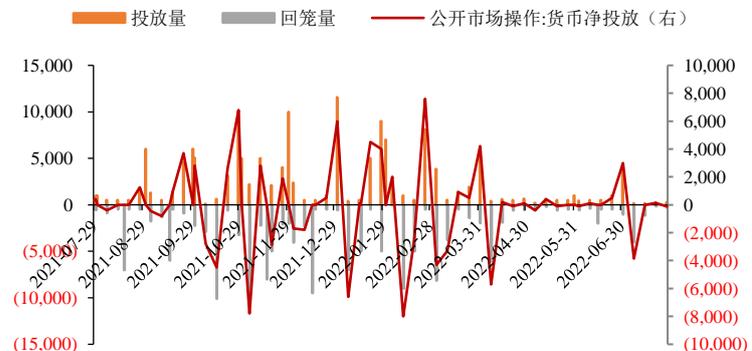
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 6 上海银行间同业拆放利率近一年走势(%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 央行每周公开市场投放与回笼规模(含 MLF、SLO、SLF) (亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 一级市场发行：净融资额减少，地方债发行量减少

上周，一级市场利率债实际发行 53 只，实际发行规模合计 3471.84 亿元；到期债券 25 只，总偿还量 3121.59 元，净融资额为 350.26 亿元。

图 8 每周一级市场发行、偿还与净融资额情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

发行品种方面，国债发行 2 只，募集资金 1257.00 亿元；政策性金融债中国开行债发行 21 只，募集资金 1397.50 亿元；地方政府债发行 29 只，募集资金 767.34 亿元。

表 3 上周利率债发行一览

序号	名称	发行日期	发行规模 (亿元)	发行年限 (年)	票面 利率	全场倍 数	边际倍 数
1	22 央票 07 换	2022/7/29	50	0.25	2.35		
2	22 北京债 57	2022/7/29	12	3	2.45		
3	22 北京债 58	2022/7/29	2.64	7	2.86		
4	21 农发绿债 01(增 2)	2022/7/29	34	2	2	5.28	1.67
5	22 进出 06	2022/7/29		1	1.69	3.89	23.5
6	22 进出 12(增 11)	2022/7/29		2	2.33	5.76	1
7	22 贴现国债 38	2022/7/29	607	0.2493	1.3664	3.02	4.96
8	22 贴现国债 37	2022/7/29	650	0.4986	1.5772	2.59	1.04
9	22 重庆债 35	2022/7/29	24.48	3	2.5	30.53	27.19
10	22 重庆债 34	2022/7/29	116	5	2.7	26.81	19.06
11	22 重庆债 36	2022/7/29	59.13	10	2.93	26.56	1.8

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_45000

