



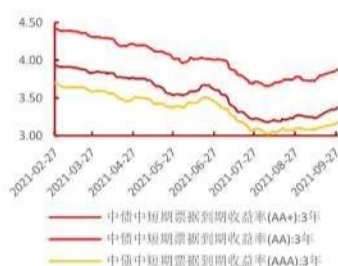
利率债（谨慎乐观）

信用债（中性）

债券数据（2021/9/1-2021/9/29）

中期票据发行规模（亿）	2233.50
企业债发行规模（亿）	451.10
公司债发行规模（亿）	2804.73
短期融资券发行规模（亿）	3538.42
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	-0.09
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.21
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	-0.29
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.15
中债-中短期债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.16

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

安青梁

电话：010-83991710

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《经济下行压力加大，宽信用或需要宽货币配合》20210901

《全面降准释放政策调控信号，美联储维持宽松但离Taper再进一步》20210730

《货币政策求稳预防联储收紧，下半年财政发力将支撑经济》20210701

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

——9月宏观政策月报

■ 货币政策：9月货币中性偏松，预计后续有再降准可能；信用持续收紧但社融基本已处于底部区域，宽信用措施已起。

(1) 国常会指出新增3000亿支小再贷款额度，央行三季度例会再次强调增强信贷总量增长的稳定性。可以看出，货币政策宽信用已起，同时持续加强对中小微企业的支持。(2) 货币中性偏松，信用持续收紧但下降空间不大。货币方面，9月续作6000亿MLF并连续净投放14D逆回购，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，表外融资、政府债、居民及企业贷款均有所拖累，整体信用持续收紧但基本位于底部区域；另一方面，维持对科技创新、绿色发展，以及中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体的支持。信用虽保持总量收紧结构有松有紧的状态，但政策已有宽信用的倾向。(3) 目前来看，货币政策仍以稳为主，总量维持合理充裕。未来数月，政策趋宽，货币稳中偏松，四季度有降准可能，地方隐性债务严格监管，但地产有稳信贷的倾向，同时政府债将持续高位发行对信用有所支撑，社融增速触底后有望小幅扩张，宽信用政策逐步加码。

■ 财政政策：严控地方债务，城投债大幅减少，专项债维持高位，预计下半年持续发力。

(1) 财政部提出适度提速地方政府专项债券发行，近期监管部门也下发了专项债用途调整操作指引。可见，专项债不仅总量上持续发力，用途也将更具有灵活性。(2) 执行层面，8月份，全国公共一般预算支出同比增长6.19%，较上月提高11.08%。财政支出显著提速。同时9月地方专项债净融资额为4313亿元，与8月基本相同，维持高位。(3) 整体来看，在经济下行背景下，政策将逐步加快地方债的发行来支撑经济，今年底明年初形成实物工作量，同时打压房地产和控制地方隐性债务，未来财政将持续发力。

■ 地产政策：融资受阻及龙头地产商违约风险加大下土地流拍频发，多地出台“限跌令”，中央有稳地产信贷意图，但“房住不炒”仍是主基调。

(1) 住建部表示防止在城市更新行动中大拆大建，变相抬高房价，同时表示在“十四五”期间，我国将以发展保障性租赁住房为重点。央行及银保监会提出维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。“房住不炒”前提下，首套按揭贷款或迎来边际放松，督促信用风险较大企业保交付。(2) 由于地产销售持续大幅放缓，同时融资受阻及龙头地产商违约风险加大，合肥、成都、沈阳、杭州等地均出现土地流拍情况，同时株洲、江阴、菏泽、岳阳、昆明、沈阳、唐山及张家口等地也都发布了“限跌令”，以维护房地

产市场平稳发展。与此同时，肇庆、中山、珠海及惠州等地纷纷下调了转让住宅及非住宅的个人所得税率。(3) 观察高频数据，9 月份 30 大中城市商品房成交面积加速放缓，整个商品房销售面积持续下滑，房地产销售景气度不断降低，从数据看，居民中长期贷款也延续下降，表内信贷结构持续恶化。后续来看，随着销售面积及拿地速度放缓，各地在“房住不炒”的方针下，将更加注重实施房地产长效机制，但目前房地产有边际放松的迹象，注重防风险和维护消费者合法权益。

■ **基建政策：通过多项新基建发展规划，能耗双控及电力短缺或影响老基建进程，新能源或将是主要出路。**

(1) 刘鹤表示适度超前进行新基建建设，同时国常会审议通过“十四五”新型基础设施建设规划，工信部等八部门也印发了物联网新基建三年行动计划。同时发改委印发完善能耗双控方案，叠加电力短缺及大宗商品维持高价，预计对老基建或有一定影响，新基建尤其新能源或是未来主要发力方向。(2) 9 月发行地方政府新增债 5716.25 亿元，预计下半年发债规模将维持高位。(3) 后续来看，政府工作中心将主要放在新基建，随着下半年经济增速下行，财政支出及发债将提速支撑经济，基建投资后续或有一定回升，但也难大超预期。

■ **海外政策：美国基建法案及债务上限悬而未决；联储 Taper 路线明朗化，加息预期有所增强。**

(1) 疫情方面，欧美均表示将再次开放经济体，接种疫苗及持有阴性证明旅客无需再隔离。财政方面，众议院虽投票通过了暂停债务上限，但预计到参议院很可能不被通过。但我们认为，最终财政刺激有望落地，但总规模或缩小，加税、监管等力度有望打折扣，债务上限谈判或有惊无险。货币方面，Taper 路线图已基本确定，支持 2022 年加息 1 次及以上的官员增加至 9 人（6 月为 7 人），同时上调了 2021 年的失业率及通胀，并调低了今年 GDP 增长率。整体来看，本次会议释放的 Taper 信号并未大幅超预期，但加息信号更加强烈，货币政策整体较预期偏“鹰”。(2) 欧央行维持宽松政策不变，但宣布将放缓四季度 PEPP 购债速度，同时新指引显著增强了对通胀的容忍度。(3) 后续主要关注疫情对经济的影响，受加息预期增强及债务上限问题仍未解决，叠加疫情边际改善影响，美元指数及美债利率均有所上行，美股小幅下跌，全球资产处于大幅波动期。

■ **风险提示：**1. 对地产及地方政府债务监管的放松；2. 大宗商品物价持续超预期；3. 美联储突然收紧造成的影响超预期。

目 录

1. 货币政策：货币稳中偏松，信用结构仍有松有紧	5
1.1 货币政策总览：把服务实体经济放在更加突出的位置	5
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	6
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，下半年地方专项债将持续发力	9
2.1 财政政策总览：加快地方债发行，专项债用途或可调整	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：中央有稳信贷意图，但“房住不炒”仍是主基调	11
3.1 地产政策总览：融资受阻及龙头地产商违约风险加大下土地流拍频发，多地出台“限跌令”	11
3.2 地产数据跟踪：房地产销售景气度继续放缓	13
3.3 重要政策汇总及点评	13
4. 基建政策：刘鹤表示要适度超前进行基础设施建设	15
4.1 基建政策总览：能耗双控及电力短缺或影响老基建进程，新能源或将是发力方向	15
4.2 各地重大基建项目统计	17
4.3 重要政策汇总及点评	17
5. 海外政策：美国基建法案及债务上限悬而未决，后续财政或缩水，债务上限有惊无险	18
5.1 海外政策总览：疫情边际好转管控逐步开放，财政将有所发力	18
5.2 重要政策汇总及点评	19
6. 风险提示	20

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: 9 月短期市场资金利率围绕政策利率波动 (%)	8
图 3: 9 月地方政府债净融资额持续增长 (亿元)	10
图 4: 9 月国债总发行量较 8 月小幅减少 (亿元)	10
图 5: 9 月政金债净融资额较 8 月有所下滑 (亿元)	10
图 6: 近几年国债净融资保持增长态势 (亿元)	10
图 7: 30 大中城市商品房成交面积大幅下滑 (万平方米)	13
图 8: 商品房销售面积及销售额同比持续下滑 (%)	13
图 9: 加息预期增强, 美债收益率有所抬升 (%)	19
图 10: 欧美疫情有所下降 (人)	19

表格目录

表 1: 9 月央行操作净投放资金 5900 亿, 其中超预期续作 MLF 6000 亿, 资金面中性偏松	6
表 2: 货币政策更加注重总量增长及调结构	8
表 3: 财政政策将继续支持小微企业和绿色产业, 专项债发行维持高位	11
表 4: 9 月以来, 中央及各地方政府出台房地产相关政策, 坚决执行“房住不炒”	13
表 5: “两新一重”仍是各地基建项目的主旋律	17
表 6: 持续推进“两新一重”重大项目及“能耗双控”目标	17
表 7: 美联储 Taper 已明朗化, 同时加息预期有所增强	19

1. 货币政策：货币稳中偏松，信用结构仍有松有紧

1.1 货币政策总览：把服务实体经济放在更加突出的位置

稳健的货币政策合理充裕，注重结构调整。8月23日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会指出，要增强信贷总量增长的稳定性，坚持推进信贷结构调整，促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。9月1日，国常会指出，针对大宗商品价格居高不下导致生产经营成本上升、应收账款增加、疫情灾情影响等问题，进一步采取措施稳住市场主体、稳住就业，保持经济运行在合理区间，再新增3000亿元支小再贷款额度，建立国家融资担保基金风险补偿机制，支持担保机构为缺乏抵押物和信用记录的小微企业提供担保；9月7日，央行货币政策司司长孙国峰表示“年内并不存在很大的基础货币缺口；在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行”。随后9月15日MLF等量对冲续作，进一步说明央行降准的意愿不高。9月27日，央行召开三季度货币政策委员会，持续指出增强信贷总量增长的稳定性，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用，用好新增3000亿元支小再贷款额度。总体来看，下半年货币稳中偏松，政策仍有保有压，结构有松有紧，地方债务监管仍然严格，但地产有稳信贷倾向，制造业、中小微企业、减碳等持续受到较大支持，再贷款和直达工具等宽信用措施已经开始，后续地产持续下行，经济压力比较大，四季度仍有再降准的可能。

9月3日，央行发布《中国金融稳定报告（2021）》指出，当前房地产贷款集中度管理制度已进入常态化实施阶段，将会持续做好银行业金融机构房地产贷款集中度日常监测，督促超限银行按照过渡期调整方案有序实现压降目标，在实践中不断完善房地产贷款集中度管理制度，促进房地产市场健康发展。9月24日，央行发布了关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知，表示近期虚拟货币交易炒作活动抬头，扰乱经济金融秩序，滋生赌博、非法集资、诈骗、传销、洗钱等违法犯罪活动，严重危害人民群众财产安全，对此进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险，切实维护国家安全和社会稳定。总的来看，货币政策在保持总量稳定和结构宽信用的基础上，持续注重防风险，严格控制房地产、比特币等波及金融领域的风险，为经济稳定增长创造良好的环境。

9月22日，国常会上指出，更多运用市场化办法稳定大宗商品价格。近期国家物资储备调节中心公告，决定近期开始投放2021年第四批国家储备铜、铝、锌，销售总量分别为3万吨、7万吨、5万吨，监管通过抛储等方式保供稳价。同时各大期货公司也对相关标的交易费率及涨跌幅幅度作出相应的修改，

以减少投机交易对价格的持续影响。发改委也要求发电供热企业和煤炭企业将中长期合同占年度用煤量的比重提高到 100%，有效降低用煤成本，保证冬季煤电供应。另一方面，猪粮比价进入过度下跌一级预警区间，国家已启动中央冻猪肉储备收储。9 月 20 日-24 日当周，全国平均猪粮比价为 4.93:1。目前，国家发改委正会同有关部门开展年内第二轮中央冻猪肉储备收储，地方也在加大力度收储。能耗双控、限电限产下 8 月 PPI 同比再创新高且高于预期，环比持续上升，但 CPI 同比有所下滑且低于预期，核心 CPI 也有所下行。欧美疫情回落再度开放，供给端改善缓慢，油价仍有支撑；国内缺煤缺电，供需错配的格局四季度缓解有限，PPI 将持续高位。不过内需下行下通胀风险整体可控，不会掣肘央行货币宽松，反而中下游薄弱环节更需政策支持。

为维护银行体系及季末流动性合理充裕，央行超市场预期释放 6000 亿 MLF，同时 9 月下半月以来连续 7D、14D 逆回购净投放，整体来看，货币维持中性偏宽，信用下滑态势有所平稳，基本处于底部区域，结构仍松紧不一。货币方面，9 月央行操作净投放资金 5900 亿元，货币偏松，信用方面，8 月社融延续下行，但下行幅度低于预期，表明社融增速已位于底部区间，表外融资、政府债、居民及企业贷款均有所拖累，票据融资仍为主要支撑。整体来看，经济下行背景下，叠加对地产和地方政府债务严监管，居民贷及企业贷持续下滑，资管新规过渡期年底到期将持续压降表外融资，同时银行为完成信贷额度，票据融资规模维持高位，专项债虽加速发行由于高基数仍对社融有拖累。我们认为，后续随着专项债持续发力及地产稳信贷实施，企业债四季度基数较低，预计社融已进入底部区间，四季度将有所回升。

能耗双控下 8 月 PPI 环比再次提升，但内需下行下通胀整体可控，对货币宽松不形成掣肘。经济下行压力增大，货币稳中偏松，社融已进入底部区域，结构仍有松有紧，但宽信用已起，随着专项债大量发行及地产稳信贷实施，四季度仍有再降准可能。

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

9 月，人民银行公开市场操作情况汇总如下：

表 1：9 月央行操作净投放资金 5900 亿，其中超预期续作 MLF 6000 亿，资金面中性偏松

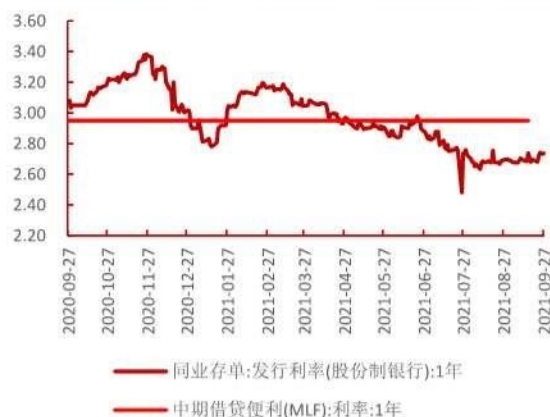
日期	工具	量（亿元）	利率（%）	操作表述	备注
2021-09-01	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021-09-02	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021-09-03	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿

2021-09-06	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021-09-07	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 500 亿
2021-09-08	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-09	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-10	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-13	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-14	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-15	MLF(投放) 365D	6000	2.95	合理充裕	365 天 MLF(回笼) 到期 6000 亿
	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-16	逆回购 7D	100	2.2	合理充裕	逆回购 7D 到期 100 亿
2021-09-17	逆回购 7D	500	2.2	维护季末流动性平稳	逆回购 7D 到期 100 亿
	逆回购 14D	500	2.35	维护季末流动性平稳	
2021-09-18	逆回购 14D	500	2.35	维护季末流动性平稳	无
	逆回购 7D	500	2.2	维护季末流动性平稳	
2021-09-22	逆回购 7D	600	2.2	维护季末流动性平稳	逆回购 7D 到期 300 亿
	逆回购 14D	600	2.35	维护季末流动性平稳	
2021-09-23	逆回购 7D	600	2.2	维护季末流动性平稳	逆回购 7D 到期 100 亿
	逆回购 14D	600	2.35	维护季末流动性平稳	
2021-09-24	逆回购 14D	1200	2.35	维护季末流动性平稳	逆回购 7D 到期 500 亿，国库 定存 1 个月到期 700 亿
2021-09-26	逆回购 14D	1000	2.35	维护季末流动性平稳	逆回购 7D 到期 500 亿
	国库定存 2 个月	700	3.55	维护季末流动性平稳	央行票据互换 3 个月到期 50 亿
2021-09-27	逆回购 14D	1000	2.35	维护季末流动性平稳	无

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

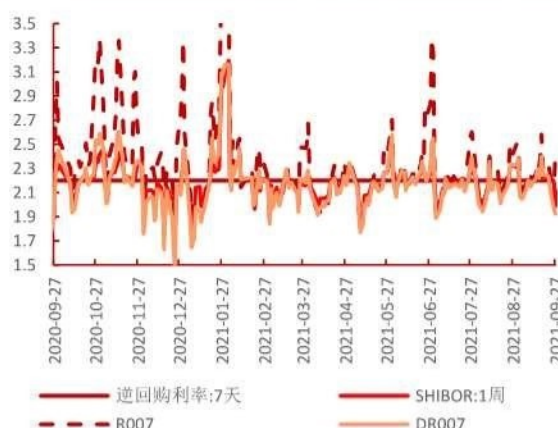
9 月份，央行操作净投放 5900 亿，时隔 7 月个后重启 14D 逆回购，主要为维持季末流动性平稳，流动性中性偏松，资金面较为充裕。1 年期股份制银行同业存单利率在 MLF 利率下方，长期资金面较为宽裕，DR007 利率围绕政策利率波动，短期资金面合理充裕。同时目前专项债发行已开始发力，央行持续强调要保持信贷总量增长稳定性，后续四季度有再降准的可能，整体来看，货币中性偏松，结构性宽信用已起。

图 1：货币偏松，同业存单收益率低于政策利率（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2：9 月短期市场资金利率围绕政策利率波动（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.3 重要政策汇总及点评

近一月与货币政策相关的主要事件汇总如下：

表 2：货币政策更加注重总量增长及调结构

日期	发布机构	政策/会议/事件	微点评
2021/9/1	国务院	国务院常务会议	进一步加大对中小微企业支持力度，今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度
2021/9/7	人行	国务院政策例行吹风会“支持中小微企业发展工作有关情况”文字实录	孙国峰：今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行。
2021/9/9	人行	人民银行新增 3000 亿元支小再贷款额度 加大对中小微企业纾困帮扶力度	按照国务院常务会议部署，为加大对中小微企业纾困帮扶力度，人民银行新增 3000 亿元支小再贷款额度
2021/9/10	人行	2021 年 8 月社会融资规模存量统计数据报告	社融持续下滑，但略超预期，基本进入底部区域

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_27312

