

➤ 六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升

总体看，6 月资金面仍延续均衡，资金利率保持低于 7 天期逆回购利率的状态，但资金利率中枢仍略有抬升：一方面是季节性影响，但并未跨越季节波动范围；而另一方面，两大技术因素逐步退坡，同时经济弱复苏、政府债发行净融资放量，国股票据利率上行显示宽信用进程政策推进，实体融资需求边际回暖，而与此同时央行逆回购投放力度也不及预期，这些因素均给资金面造成一定压力。

➤ 展望 7 月，资金面怎么看？

一方面，央行利润上缴、财政留抵退税两大技术性因素逐步退坡，资金面本就有一定压力，另一方面，社融修复斜率是 7 月资金面的重要影响因素，这其中关键一是政府债净融资情况，二是实体融资需求变化，因而仍需要货币财政政策呵护，毕竟当前宏观内外环境决定了宽信用还得宽财政助力，而宽财政之下货币政策需联动。

（1）社融修复仍需增量政策工具支持

一方面，7 月政府债发行速度大概率回落，当前新增专项债发行已基本实现在 6 月底完成大部分发行工作的目标，**财政后续增量政策无疑是关键变量**。无论是调整赤字还是发行特别国债，均属预算调整范畴，从流程上看，下一个关键节点对应的是 8 月中下旬的人大常委会会议，以及此前 7 月末的政治局会议，重点关注是否有预算调整的相关提法。

而另一方面，影响居民和企业中长贷的关键变量，即地产景气度，目前来看仍需更多增量政策的出台支持，**对应需要有货币政策的积极配合**。

（2）央行会如何操作？

稳增长、宽信用诉求之下，一个基本前提便是合理充裕的流动性环境，与此同时金融机构也需要稳定的负债端资金来源，因此货币政策总量宽松窗口仍未关闭，但内外均衡考虑之下，海外加息将对政策利率调降形成约束，毕竟降息信号意义过强。

由此展望 7 月，资金利率或将继续维持合理充裕，毕竟在经济回到合理运行区间、宽信用得到确认之前，流动性环境不会大幅扭转，这当中需要前瞻性地关注社融修复的斜率，而宽信用需宽财政保驾护航，因而关键还得看增量财政政策工具。而在此之前，仍处于政策观察窗口期，预计期间流动性仍将维持在合理充裕水平。

当前而言，外围约束下央行调降政策利率的概率并不高，但维持一个较为宽松的流动性环境仍有必要。量需要给够，当然不一定是降准。在此图景下演绎，虽然此前低位的资金利率或难以再现，但 7 月整体还会保持均衡状态，中枢有所上移，波动有所加大，但仍有度。

➤ 对债市有何影响？

对债市而言，政策联动与宽信用进程是市场关注和博弈的重心，未来破局的关键信号在于宽信用的成色以及增量政策工具的出台。**短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认、社融信贷明显改善、增量工具出台之前，预计长端或仍维持区间震荡局面。**

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 **谭逸鸣**

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 资金面专题：技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？
2. 利率专题报告：5 月资金面会有哪些变化？
3. 利率专题：当前就业的总量与结构问题
4. 利率专题：经济见底，央行未动，何以破局？
5. 利率专题：三问存单利率

目录

1 六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升	3
1.1 两大技术性因素仍有支撑，但逐步退坡	3
1.2 央行公开市场操作力度较小	4
1.3 政府债发行加速，净融资放量	5
1.4 实体融资需求边际回暖	5
2 七月资金面会有哪些变化？	7
2.1 银行体系资金缺口静态预估	7
2.2 还有哪些需要关注的问题？	10
3 对债市有何影响？	14
4 小结	15
5 风险提示	17
插图目录	18

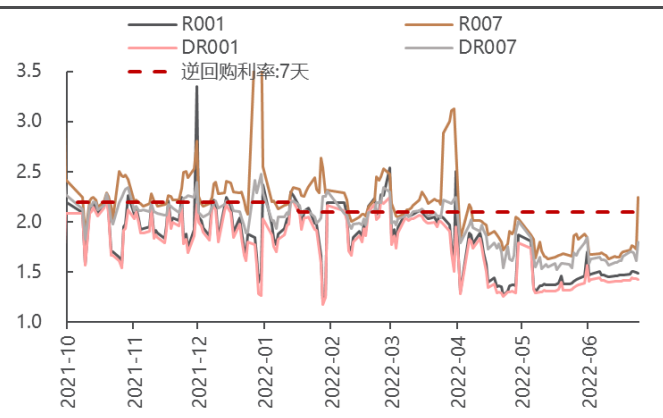
1 六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升

总体看，6月资金面仍延续均衡状态，其中尤其是7天保持基本稳定，资金利率保持持续低于7天期逆回购利率的状态，但资金利率中枢仍略有抬升：

一方面是季节性影响，并未跨越季节波动范围；而另一方面，两大技术因素逐步退坡，同时经济弱复苏、政府债发行净融资放量，国股票据利率上行显示宽信用进程政策推进，实体融资需求边际回暖，而与此同时央行逆回购投放力度也不及预期，这些因素均给资金面造成一定压力。

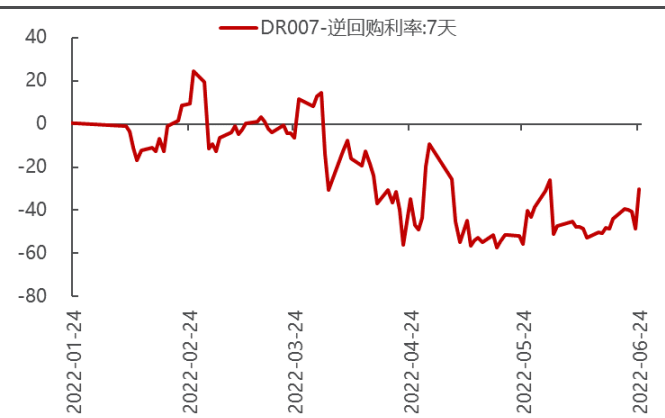
在此背景下，7月资金面和债市又将如何演绎？本文聚焦于此。

图 1：资金利率与政策利率（%）



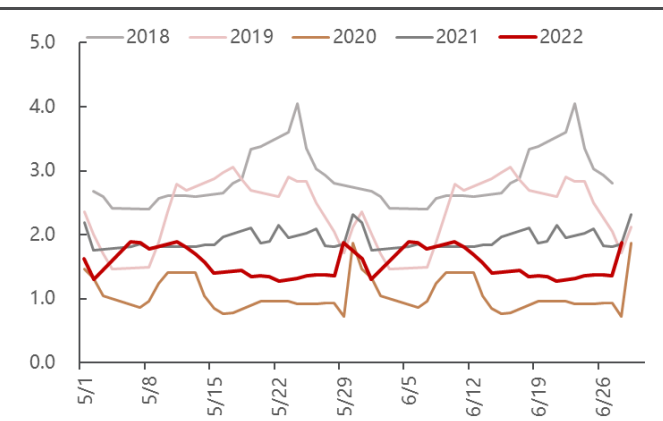
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：DR007 与 7 天逆回购利率利差（BP）



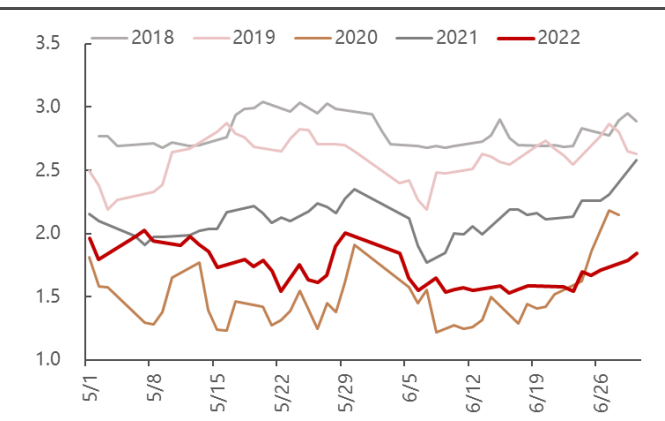
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：历年 5-6 月 R001（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：历年 5-6 月 DR007（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 两大技术性因素仍有支撑，但逐步退坡

央行上缴结存利润，相当于直接投放基础货币，作用与降准相当，对维持银行

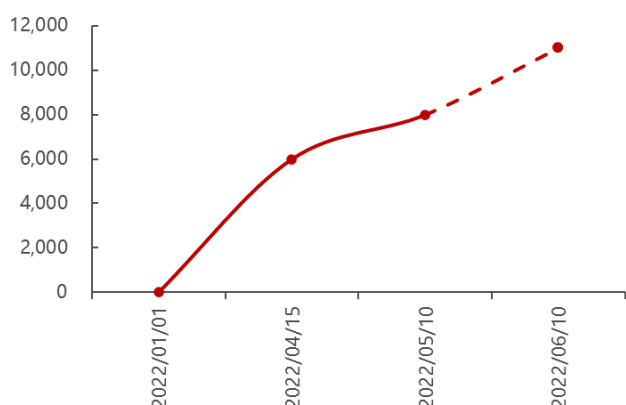
间流动性平稳有直接效果，这一点在今年4月“央行23条”以及5月10日留抵退税新闻发布会均有提及。

从上缴节奏和进度看，3月8日，央行宣布向中央财政上缴结存利润；截至4月中旬，已上缴6000亿元；截至5月10日，已上缴8000亿元；6月2日，央行外汇局新闻发布会再次提及今年已上缴8000亿。**按此节奏和上缴进度来看，6月结存利润上缴对流动性仍有支撑。**

财政留抵退税方面，5月23日，国常会追加1400亿元，全年留抵退税规模共计1.64万亿元；截至5月16日，全国已有9796亿元留抵退税款退到企业账户；6月10日，国家税务总局新闻发布会上提及已完成新增退税1.43万亿；6月21日，财政部作中央决算报告时提及，6月30日前基本退还符合条件的存量留抵税额，**由此来看留抵退税对6月流动性仍提供支持。**

但总结来看，两大技术性因素已逐步消退，预计对7月资金面支持力度逐渐消退。

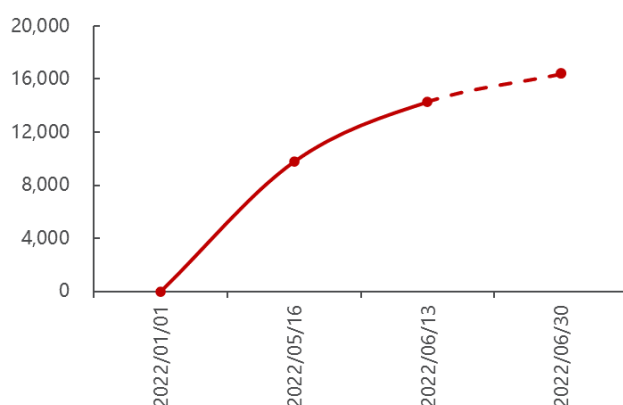
图5：央行结存利润上缴规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：虚线表示预计进度，不代表真实进度。

图6：留抵退税规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

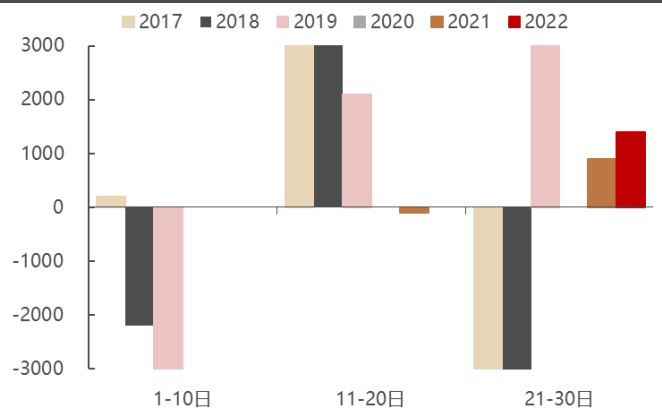
注：虚线表示预计进度，不代表真实进度。

1.2 央行公开市场操作力度较小

6月央行公开市场操作力度低于季节性水平。临近季末，资金利率本就季节性趋紧，而今年6月央行公开市场净投放力度明显低于往年。在6月24日之前，6月逆回购净投放为0亿元；6月MLF也依然是等量续做。

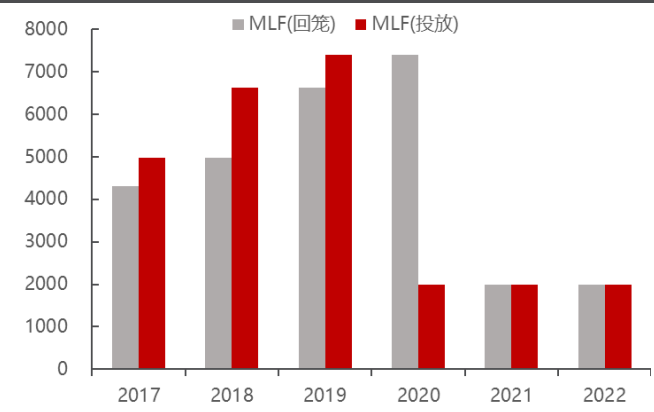
而6月24日后，临近季末，为维护流动性合理充裕，央行逆回购投放力度有所加大，截至6月27日，6月逆回购净投放达到1400亿元，但仍低于历史同期水平。

图 7：历年 6 月逆回购净投放（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：历年 6 月 MLF 投放与到期（亿元）



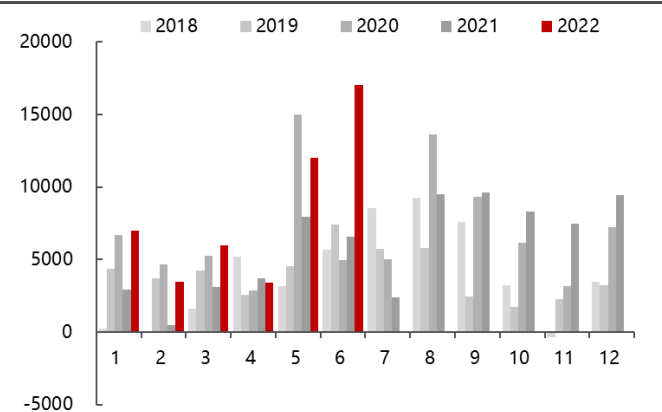
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 政府债发行加速，净融资放量

6 月政府债发行进一步加速，净融资额显著高于季节性水平。

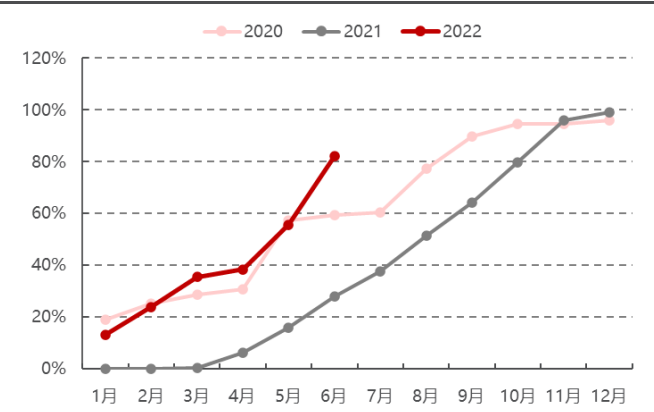
其中，专项债发行加速尤其明显，在“加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕”目标之下，今年专项债发行进度明显快于 2020-2021 年同期，6 月发行速度提速明显，对资金面造成一定扰动。

图 9：政府债净融资额（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：专项债发行进度（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 实体融资需求边际回暖

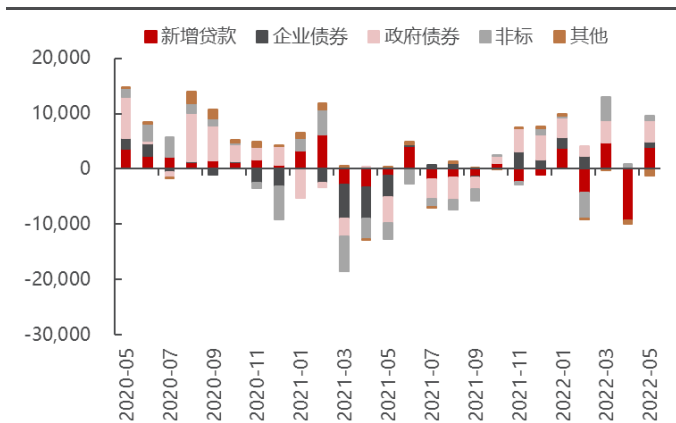
首先从已公布的 5 月金融数据来看，社融总量不弱，且结构上略有改善，反映疫情逐步平稳、宽信用政策发力下，实体融资需求开始呈现边际转好态势。

6 月而言，一方面政府债发行节奏加快，另一方面从高频数据看，6 月地产销售有所回暖，而拿地情况则延续走弱，由此推测 6 月居民中长贷表现或优于企业

中长贷表现，社融总量及结构预计好于5月。

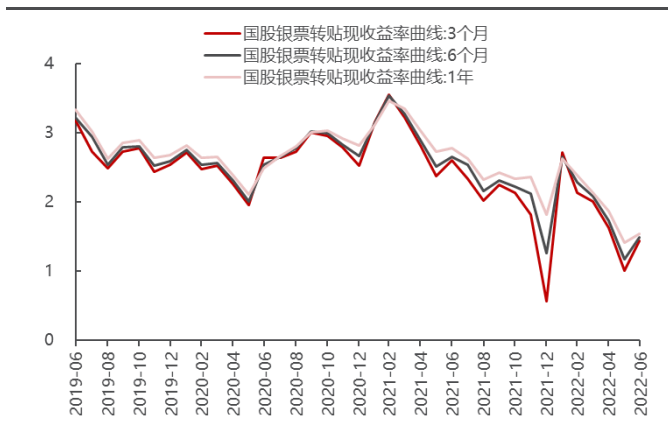
其次6月票据利率持续下行，或印证实体融资需求有所回暖，宽信用正在推进。

图 11：新增社融结构（亿元）



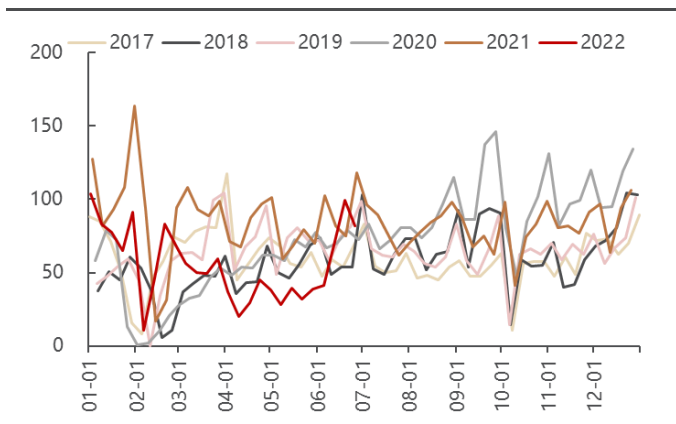
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：票据利率（%）



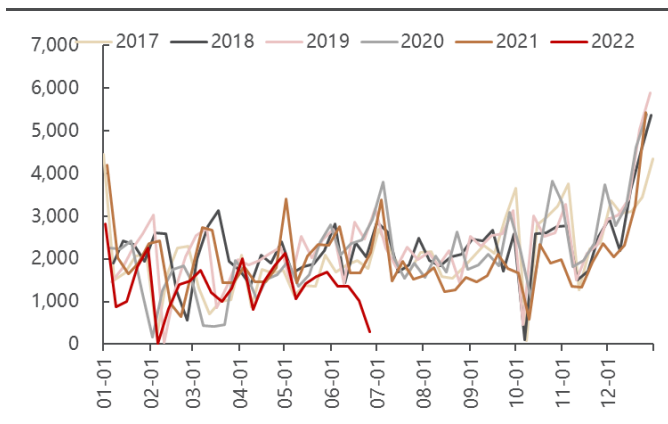
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：100 大中城市:成交土地占地面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 七月资金面会有哪些变化？

2.1 银行体系资金缺口静态预估

1、货币发行方面，历史观察，近年（2016-2021年）7月货币发行环比变动在[-246, 217]亿元之间，考虑到今年以来货币发行整体高于季节性水平，预计今年7月货币发行环比增加同样高于季节性水平，在200亿元左右。

2、财政存款方面，预计7月财政存款环比增加4080亿元，具体而言：

（1）一般公共预算收支：一般公共预算收入方面，5月以来经济逐步修复，留抵退税影响逐步退坡，预计7月财政收入将回升至季节性水平为19000亿元，财政加大发力下预计财政支出略高于季节性水平，预计为16000亿元左右。对应得到一般公共预算收支差额为3000亿元。

（2）政府性基金预算收支：由于年初至今土地出让景气度低迷，土地出让收入持续下滑，基金收支差额显著低于季节性水平，近年6-7月政府基金收支差额在[-5518, 974]亿元之间，预计今年7月政府性基金收支差额延续今年以来疲弱走势，预计为-1200亿元。

（3）政府债净融资：国债方面，第三季度发行计划暂未公布，我们预计7月国债净融资接近历史同期均值为1100亿元。

地方债方面，截至6月24日，已披露的各地方政府计划在7月发行地方债共计1779亿元。其中新增专项债380亿元，再融资专项债241亿元，新增一般债478亿元，再融资一般债681亿元。

但披露计划或有不全。当前新增一般债和新增专项债发行进度分别为76%、82%，合计发行进度81%，按照6月地方债发行速度推演，以7月地方债发行进度达95%实现“基本完成”目标计算，预计7月地方债发行规模为6100亿元左右，根据wind统计7月到期地方债4920亿元计算，对应净融资为1180亿元。

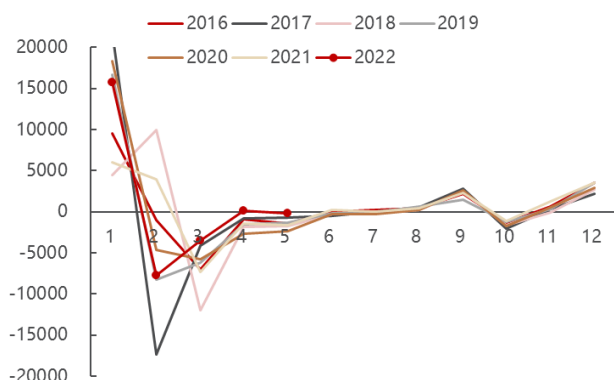
综上，预计7月政府债净融资额为2280亿元。

3、外汇占款方面，一方面美元兑人民币汇率走强之下，企业及个人结售汇意愿减弱，另一方面海外经济及需求受货币政策紧缩影响而受到抑制，考虑到近年（剔除极端值）外汇占款环比变动范围为[-50, 100]亿元左右，预计7月外汇占款环比变动低于季节性水平为-100亿元。

4、银行缴准方面，剔除极端值后，历年7月银行缴准规模环比在[-7926, 429]亿元之间，预计今年7月缴准规模环比在-2500亿元左右。

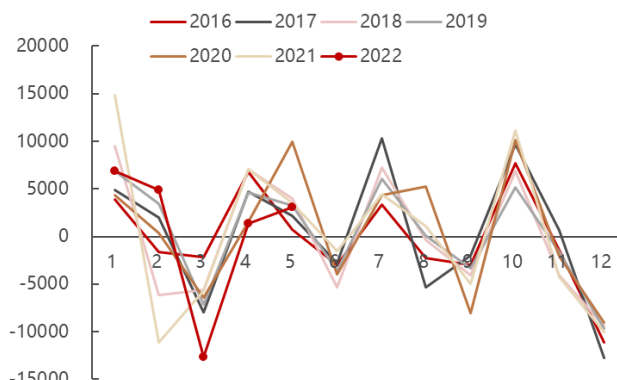
综上所述，不考虑央行操作，预计今年7月货币发行200亿元左右，财政存款环比增加4080亿元，外汇占款环比减少100亿元左右，银行缴准规模环比-2500亿元左右，合计银行体系资金减少1480亿元。

图 15：货币发行环比变动季节性（亿元）



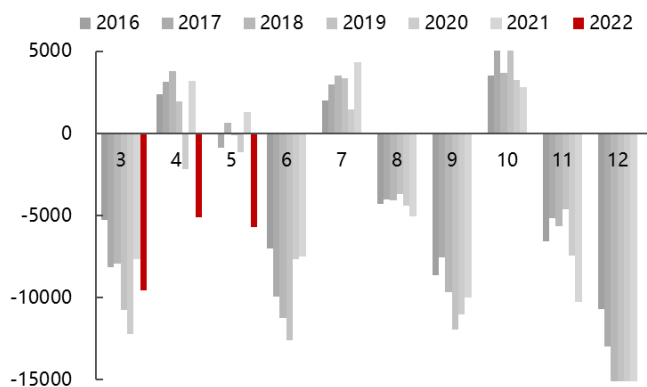
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：财政存款环比变动季节性（亿元）



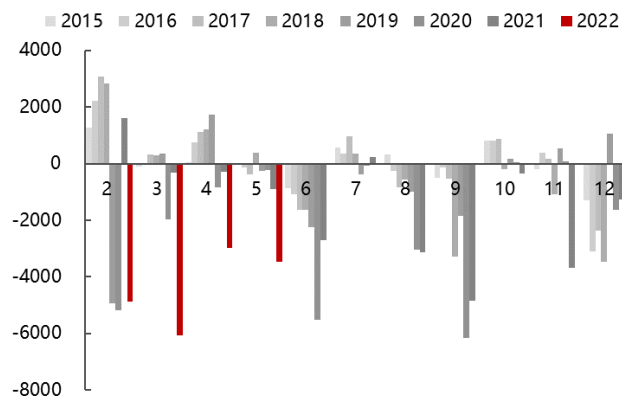
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：财政收支差额季节性（亿元）



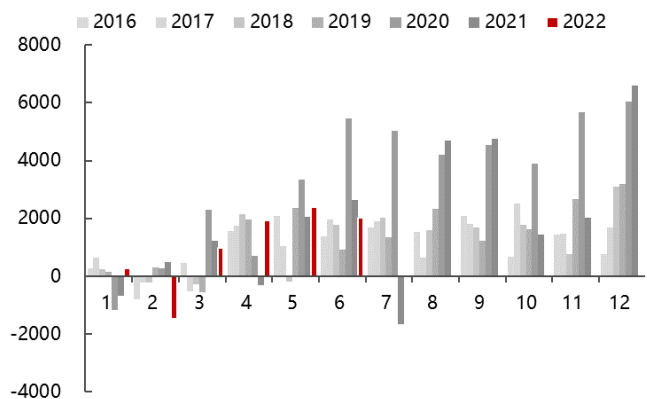
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：政府性基金收支差额季节性（亿元）



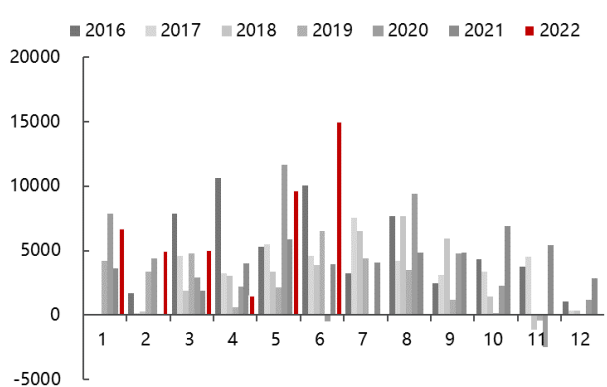
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：国债净融资季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：地方债净融资季节性（亿元）



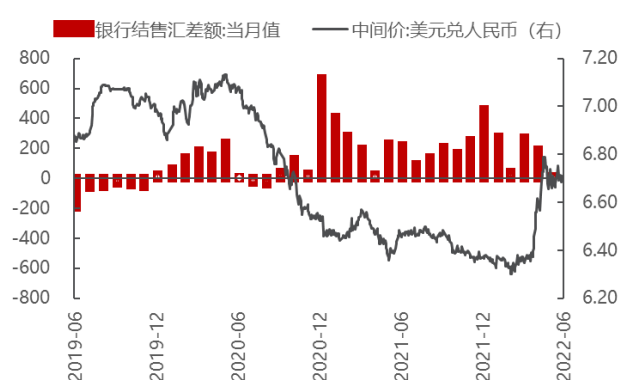
资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：央行外汇占款变动与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）



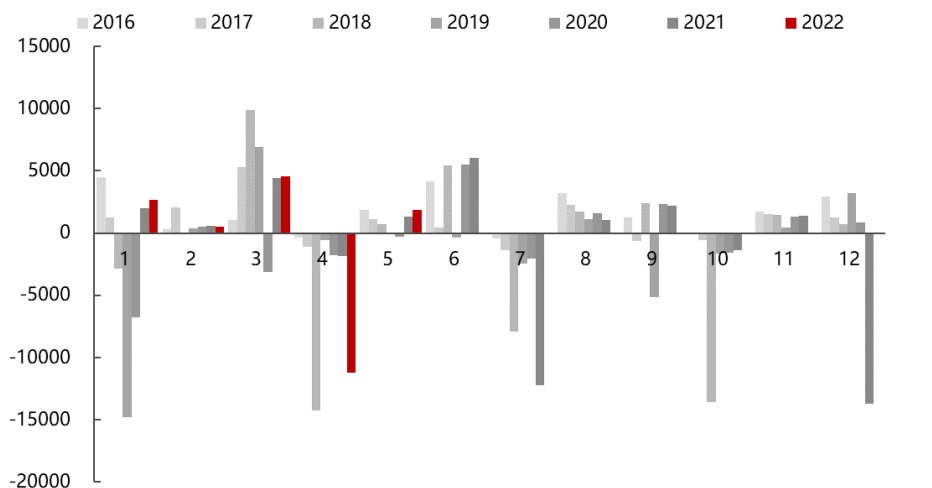
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：银行结售汇差额与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：银行缴准季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 还有哪些需要关注的问题？

展望 7 月，上述 6 月资金面扰动因素将如何变化？

一方面，央行利润上缴、财政留抵退税两大技术性因素逐步退坡，资金面本就有一定压力，另一方面，社融修复斜率是 7 月资金面的重要影响因素，这其中关键一是政府债净融资情况，二是实体融资需求变化，因而仍需要货币财政政策呵护，毕竟当前宏观内外环境决定了宽信用还得宽财政助力，而宽财政之下货币需联动。

2.2.1 社融修复仍需增量政策工具支持

已公布的 5 月金融数据显示社融结构仍有待进一步改善，仍需政策持续呵护。其中票据融资、企业短贷和政府债仍是逆周期下的“三板斧”，而企业中长期贷款，企业债融资、表外票据融资表现仍明显弱于季节性水平，实体经济景气度并未明显恢复，市场主体信心和融资需求仍有较大提升空间。

6 月而言，政府债净融资放量之下预计仍为社融支撑项，而高频数据显示地产销售与投资景气度有一定背离，预计信贷总体仍难有超预期表现。不过近期国股票据利率有所反弹，反映宽信用已有一定起色。

而进入 7 月后，社融斜率的进一步修复，仍需货币财政配合：

(1) 一方面，政府债发行速度大概率回落，毕竟当前新增地方债发行进度合计已达 81%，其中新增专项债发行进度为 82%，已基本实现在 6 月底完成大部分发行工作的目标，**财政后续增量政策无疑是关键变量。**

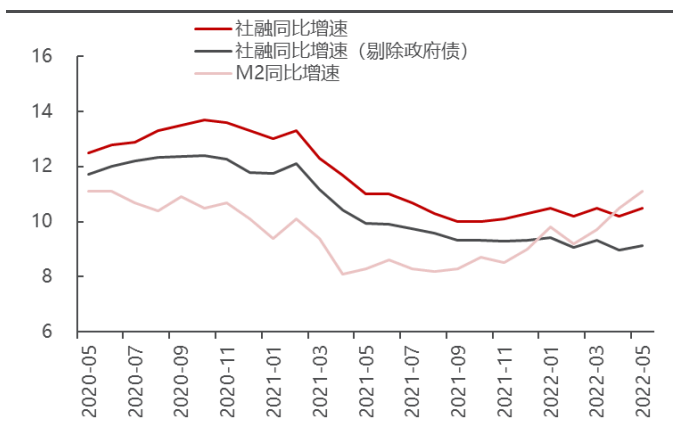
根据 6 月 25 日货币政策委员会委员王一鸣在中国宏观经济论坛季度论坛上所言，**积极的财政政策需要加大力度：“比如能否适当上调赤字水平和发行特别国债。”**

但无论是调整赤字还是发行特别国债，均属预算调整范畴。从流程上看，根据《预算法》第六十九条，预算调整方案要在人大常委会召开的 30 天前递交审查，然后再由人大常委会表决决定批准。而由于 6 月人大常委会未提及预算调整，因而下一个关键节点对应的是 8 月中下旬的人大常委会议，以及此前 7 月末的政治局会议，重点关注是否有预算调整的相关提法。

(2) 而另一方面，影响居民和企业中长贷的关键变量，即地产景气度，目前来看仍需更多增量政策的出台支持，对应需要有货币政策的积极配合。

总结而言，如有增量政策落地，宽信用成色会明显增强，社融修复斜率将陡峭化。而在此之前，仍是政策观察窗口期，预计期间流动性仍将维持在合理充裕水平。

图 24：社融增速及 M2 增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：地产销售与投资同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 央行会如何操作？

稳增长、宽信用诉求之下，一个基本前提便是合理充裕的流动性环境，与此同时金融机构也需要稳定的负债端资金来源，由此而言货币政策总量宽松窗口仍未关闭，具体而言：

（1）货币政策尚不具备转向条件。

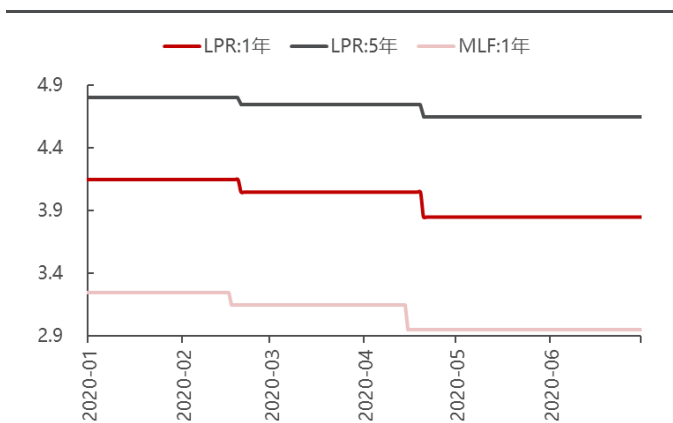
当下与 2020 年 4-5 月具有一定可比性。2020 年 4 月上旬，疫情防控亦仍处关键攻坚时期，政策合力尚未完全形成，货币政策宽松仍在途，包括定向降准以及下调超额存款准备金利率、MLF 利率、TMLF 利率及 LPR 等，该阶段资金利率整体也处在较低中枢水平，该时段是助力宽信用的筑基期。

而 2020 年 5 月，国内疫情逐步平稳，4 月政治局定调“稳中求进”后，市场对宽信用、经济企稳的预期增强，叠加宽财政下地方债“天量供给”，多方面政策合力推动宽信用进程深化。

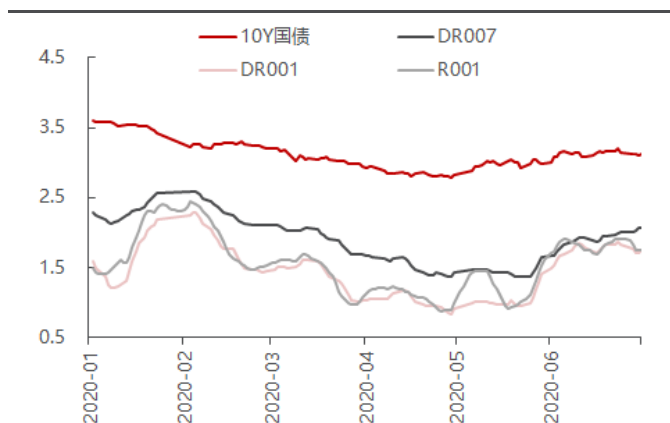
在此情况下，货币政策也开始逐步回归正常化。在公开市场操作方面，4 月下旬到 5 月 25 日，央行连续 37 日没有进行逆回购投放。直至 5 月 26 日当周，央行才重启逆回购，全周实现公开市场净投放 6700 亿元。

总结而言，疫情受控后，政策发力效果显现，宽信用在一定程度上得到确认，央行货币政策从而趋于正常化。

但当下来看，一是宽信用成色仍有不足，后续推进仍存不确定性；二是经济弱企稳，动能并不算强；三是宽财政等政策组合发力之下货币政策预计不会缺位，历史上看也是如此。因而货币政策预计仍会维持宽松，保障合理充裕的流动性以助力稳增长与宽信用。

图 26：2020 年上半年 MLF 与 LPR (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 27：2020 年上半年资金利率走势 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 稳就业与稳物价仍是央行工作重点，总量政策仍会发力。

6月27日，央行行长易纲接受专访时表示：“中国的通胀前景较为稳定，CPI同比增长2.1%，PPI同比增长6.4%。保持物价稳定和就业最大化是我们的工作重点。今年以来，受疫情和外部冲击等影响，中国经济面临一定下行压力。货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏。同时，我们也会强调用好支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工具。”¹

这与央行6月2日新闻发布会提法一致，即总量与结构政策结合：“下一阶段人民银行将按照党中央、国务院的决策部署，落实好稳住经济一揽子的政策措施，加大稳健货币政策的实施力度，具体我们会在下面几个方面重点发力：一是增强信贷总量增长的稳定性，综合运用多种货币政策工具，加大流动性的投放力度，保持流动性总量的合理充裕。提早完成全年上缴结存利润……二是突出金融支持重点领域，加大普惠小微贷款的支持力度……三是继续推动降低企业融资成本，深化LPR改革，发挥好LPR的指导性作用，落实存款利率市场化的调整机制，稳定银行负债成本，带动企业贷款利率的稳中有降。”

因而货币政策总量宽松窗口仍未关闭，此外根据央行表述来看，当前结存利润上缴仍未完毕，也将对流动性形成一定补充，毕竟其具有降准效果。

但调降政策利率短期内或仍受制约，内外均衡考虑之下，海外加息将对政策利率调降形成约束，毕竟降息信号意义过强。但LPR利率调降仍有可能，不能排除类似于5月仅单边调降LPR的情况。

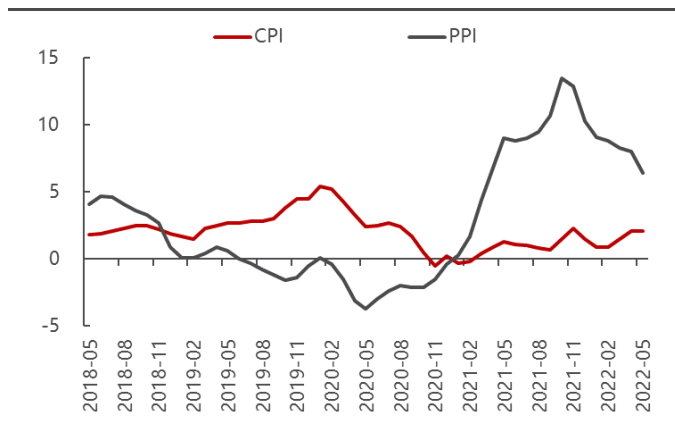
结构性货币工具方面，政策力度不断加大，4月以来，央行先后推出4400亿元再贷款额度，包括科技创新再贷款2000亿元、普惠养老专项再贷款400亿元、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款1000亿元、交通物流领域再贷款1000亿元，

¹ <https://wallstreetcn.com/livenews/2209419>

此外普惠小微贷款支持工具的资金支持比例由 1% 提高至 2%。未来而言，支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工具值得期待。

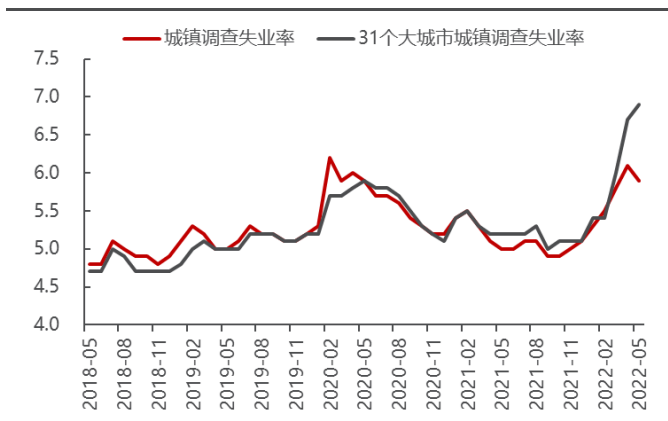
由此展望 7 月，央行总体操作或仍会平稳过渡，量宽价平的概率较大，毕竟要兼顾宽信用以及外围约束的考虑，故而整体资金利率或仍维持合理充裕水平，当然像此前低点或难以见到，波动也将有所加大，但整体中枢上移也有限。

图 28：CPI、PPI 当月同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：城镇调查失业率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

3 对债市有何影响？

7月而言，资金利率或将继续维持合理充裕，毕竟在经济回到合理运行区间、宽信用得到确认之前，流动性环境不会大幅扭转，这当中需要前瞻性地关注社融修复的斜率，而宽信用需宽财政保驾护航，**因此关键还得看增量财政政策工具，而在此之前，仍是政策观察窗口期，预计期间流动性仍将维持在合理充裕水平。**

而在当前宏观环境下，外围约束下央行调降政策利率的概率并不高，但维持一个较为宽裕的流动性环境仍有必要，量需要给够，当然不一定是降准，在此图景下演绎，**虽然此前低位的资金利率或难以再现，但7月整体还会保持均衡状态，中枢有所上移，波动有所加大，但仍有度。**

对债市而言，政策联动与宽信用进程是市场关注和博弈的重心，未来破局的关键信号在于宽信用的成色以及增量政策工具的出台。短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认、社融信贷明显改善、增量工具出台之前，预计长端或仍维持区间震荡局面。

4 小结

1、六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升

总体看，6月资金面仍延续均衡，资金利率保持低于7天期逆回购利率的状态，但资金利率中枢仍略有抬升：一方面是季节性影响，但并未跨越季节波动范围；而另一方面，两大技术因素逐步退坡，同时经济弱复苏、政府债发行净融资放量，国股票据利率上行显示宽信用进程政策推进，实体融资需求边际回暖，而与此同时央行逆回购投放力度也不及预期，这些因素均给资金面造成一定压力。

2、展望7月，资金面怎么看？

一方面，央行利润上缴、财政留抵退税两大技术性因素逐步退坡，资金面本就有一定压力，另一方面，社融修复斜率是7月资金面的重要影响因素，这其中关键一是政府债净融资情况，二是实体融资需求变化，因而仍需要货币财政政策呵护，毕竟当前宏观内外环境决定了宽信用还得宽财政助力，而宽财政之下货币政策需联动。

(1) 社融修复仍需增量政策工具支持

一方面，7月政府债发行速度大概率回落，当前新增专项债发行已基本实现在6月底完成大部分发行工作的目标，**财政后续增量政策无疑是关键变量。**

无论是调整赤字还是发行特别国债，均属预算调整范畴，从流程上看，下一个关键节点对应的是8月中下旬的人大常委会会议，以及此前7月末的政治局会议，重点关注是否有预算调整的相关提法。

而另一方面，影响居民和企业中长贷的关键变量，即地产景气度，目前来看仍需更多增量政策的出台支持，**对应需要有货币政策的积极配合。**

(2) 央行会如何操作？

稳增长、宽信用诉求之下，一个基本前提便是合理充裕的流动性环境，与此同时金融机构也需要稳定的负债端资金来源，因此货币政策总量宽松窗口仍未关闭，但内外均衡考虑之下，海外加息将对政策利率调降形成约束，毕竟降息信号意义过强。

由此展望7月，资金利率或将继续维持合理充裕，毕竟在经济回到合理运行区间、宽信用得到确认之前，流动性环境不会大幅扭转，这当中需要前瞻性地关注社融修复的斜率，而宽信用需宽财政保驾护航，因而关键还得看增量财政政策工具。而在此之前，仍处于政策观察窗口期，预计期间流动性仍将维持在合理充裕水平。

当前而言，外围约束下央行调降政策利率的概率并不高，但维持一个较为宽裕的流动性环境仍有必要。量需要给够，当然不一定是降准。在此图景下演绎，虽然此前低位的资金利率或难以再现，但7月整体还会保持均衡状态，中枢有所上移，

波动有所加大，但仍有度。

3、对债市有何影响？

对债市而言，政策联动与宽信用进程是市场关注和博弈的重心，未来破局的关键信号在于宽信用的成色以及增量政策工具的出台。**短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认、社融信贷明显改善、增量工具出台之前，预计长端或仍维持区间震荡局面。**

5 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面变化超预期**：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、**海外地缘政治冲突**：地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1：资金利率与政策利率（%）	3
图 2：DR007 与 7 天逆回购利率利差（BP）	3
图 3：历年 5-6 月 R001（%）	3
图 4：历年 5-6 月 DR007（%）	3
图 5：央行结存利润上缴规模（亿元）	4
图 6：留抵退税规模（亿元）	4
图 7：历年 6 逆回购净投放（亿元）	5
图 8：历年 6 月 MLF 投放与到期（亿元）	5
图 9：政府债净融资额（亿元）	5
图 10：专项债发行进度（%）	5
图 11：新增社融结构（亿元）	6
图 12：票据利率（%）	6
图 13：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）	6
图 14：100 大中城市成交土地占地面积（万平方米）	6
图 15：货币发行环比变动季节性（亿元）	8
图 16：财政存款环比变动季节性（亿元）	8
图 17：财政收支差额季节性（亿元）	8
图 18：政府性基金收支差额季节性（亿元）	8
图 19：国债净融资季节性（亿元）	8
图 20：地方债净融资季节性（亿元）	8
图 21：央行外汇占款变动与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）	9
图 22：银行结售汇差额与人民币汇率（亿美元，USD/CNY）	9
图 23：银行缴准季节性（亿元）	9
图 24：社融增速及 M2 增速（%）	11
图 25：地产销售与投资同比（%）	11
图 26：2020 年上半年 MLF 与 LPR（%）	12
图 27：2020 年上半年资金利率走势（%）	12
图 28：CPI、PPI 当月同比（%）	13
图 29：城镇调查失业率（%）	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001