



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

经济“回踩”，政策加力 ——2022年8月宏观经济月报

2022年8月31日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

田地，海外宏观/货币金融 andrewtian@cmbchina.com

刘阳，财政政策/实体经济 lylidd@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

王天程，实体经济 wangtiancheng@cmbchina.com

一、宏观概览：坚定不移抗通胀，修复动能放缓



海外宏观

- **美国就业市场表现远超预期。**7月新增非农就业约53万，失业率小幅下降0.1个百分点至3.5%，已经达到疫情前的最低水平。
- **美国CPI通胀超预期回落，**7月美国CPI同比8.5%，较前值回落0.6pct；核心CPI同比5.9%，持平前值。**商品通胀见顶回落，服务通胀韧性仍强。**
- **鲍威尔在Jackson Hole会议上重申美联储控制通胀的目标，将控通胀优先级置于增长和就业之上。**他认为经济底层动力仍强，劳动力市场强劲但供需持续失衡，目前还不是暂停加息的时候。
- **鲍威尔的发言更加明确了美联储坚定不移抗通胀的货币政策立场。**市场对此轮加息周期幅度和时长的预期或相应上修。
- **前瞻地看，为达成通胀目标，美联储或在9月加息75bp，11月和12月分别加息50bp，全年加息350bp，明年再视情况加息25-50bp。美国经济“硬着陆”概率相应上升，全面衰退渐行渐近。**



实体经济

- **7月经济修复动能放缓，结构延续分化。**出口、基建和制造业投资保持高增长，形成二次修复的主要拉动，但房地产投资进一步下滑，消费修复不稳固。
- **生产小幅放缓，**规上工业增加值同比增速小幅放缓，下降0.1pct至3.8%；**就业有所改善，但青年就业压力继续上升，**7月城镇调查失业率小幅回落0.1pct至5.4%，但16-24岁青年人群失业率进一步上行0.6pct至19.9%，再创历史新高。
- **消费修复放缓，**商品消费修复放缓，服务消费仍处于收缩区间，但降幅收窄。**房地产投资收缩加剧，受“稳增长”政策支持，基建和制造业投资保持高增长。**房地产投资单月同比跌幅进一步扩张至12.3%；全口径基建投资同比增长11.5%，增速较上月下降0.5pct；制造业投资总能维持较高韧性，增速回落2.4pct至7.5%。
- **产业链优势支撑出口超预期，内需较为疲弱，叠加大宗商品价格高企等因素，进口持续低迷。**
- **前瞻地看，在疫情持续扰动和预期转弱的影响下，后续经济或延续弱复苏和结构分化的格局。**后续基建和制造业投资有望维持较高增速，房地产防风险政策落实将有助于纾解市场困境、改善弱预期，促消费政策有望对消费形成结构性支撑。



货币财政

- **7月社融和信贷总量双双走弱，信贷结构不佳，中长贷未能延续6月改善趋势，实体经济融资需求未见有效修复。**新增人民币贷款6,790亿，同比少增4,010亿，中长贷新增3,459亿，同比少增1,478亿。新增居民贷款1,217亿，同比少增2,842亿，已连续9个月同比负增长。新增社融超预期滑落，信贷大幅回落，企业直融同比少增，政府融资仍是社融主要支撑，但支撑作用大幅趋弱。**前瞻地看，“宽信用”仍然是下半年宏观政策的重中之重。**
- **7月财政收入回升放缓，支出发力提速。**公共财政收入企稳回升，但增速小幅回落。其中税收收入增速降幅继续收窄，但幅度不及上月；税收收入与非税收入的“跷跷板”效应延续，非税收入大幅增加。剔除留抵退税因素，**7月公共财政收入同比增速为2.6%，较6月回落2.6pct。公共财政支出提速，当月同比增速较6月上升3.8pct至9.9%，略低于3月份的10.4%。****前瞻地看，大规模留抵退税集中退付任务已基本完成，叠加宏观政策效果进一步显现，财政收入增速有望持续回升，但依旧承压。财政支出增速有望边际上行，但空间有限。**

二、本月主要经济数据

指标	单位	2022-08 (预测)	2022-07	2022-06	2022-05	2021-07	2021-06
工业增加值	当月同比, %	4.2	3.8	3.9	0.7	6.4	8.3
社会消费品零售总额	当月同比, %	4.0	2.7	3.1	-6.7	8.5	12.1
全社会固定资产投资	累计同比, %	5.5	5.7	6.1	6.2	10.3	12.6
其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	9.9	9.6	9.3	8.2	4.2	7.2
制造业投资	累计同比, %	9.6	9.9	10.4	10.6	17.3	19.2
房地产投资	累计同比, %	-6.9	-6.4	-5.4	-4.0	12.5	15.0
出口 (以美元计)	当月同比, %	11.0	18.0	17.9	16.9	19.3	32.2
进口 (以美元计)	当月同比, %	1.8	2.3	1.0	4.0	28.1	37.4
CPI	当月同比, %	3.0	2.7	2.5	2.1	1.0	1.1
PPI	当月同比, %	3.6	4.2	6.1	6.4	9.0	8.8
社会融资规模	当月同比, %	10.8	10.7	10.8	10.5	10.7	11.0
M2	当月同比, %	12.0	12.0	11.4	11.1	8.3	8.6
1年期LPR	%	3.65	3.65	3.7	3.7	3.85	3.85
5年期LPR	%	4.30	4.30	4.45	4.45	4.65	4.65

注: 红色表示本月数据高于预期; 绿色表示本月数据低于预期; 无标注表示符合预期; 标注*号的数据为1-2月累计同比增速。

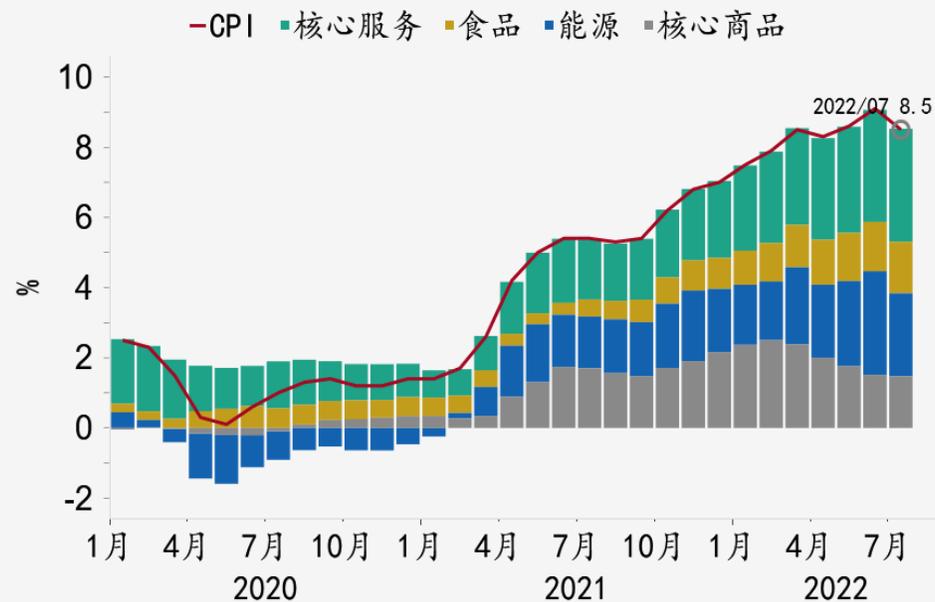
三、海外宏观：加息预期上修，衰退风险加大

(一) 美国通胀：CPI超预期回落

- 7月美国CPI通胀8.5%（预期8.7%），较前值回落0.6pct；核心CPI通胀5.9%，持平前值。
- 从结构上看，能源通胀是主要拖累项，食品通胀仍具韧性，核心商品通胀超预期回落，核心服务通胀工资-价格风险仍存。美联储承认“近期支出和生产指标已经走弱”，但就业市场依旧“强劲”而通胀仍“保持高位”。

7月美国CPI通胀超预期下行

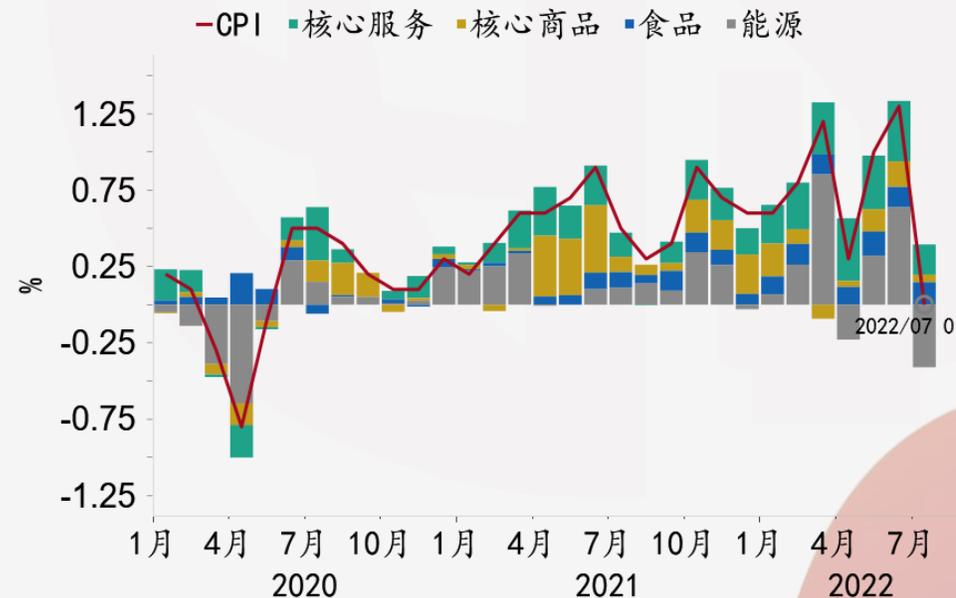
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

能源通胀环比大幅转负

美国CPI环比增速及构成（季调）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：加息预期上修，衰退风险加大

(二) 美联储：坚定不移抗通胀

■ 基本面判断：通胀具备粘性，衰退尚有距离

■ 鲍威尔认为经济底层动力仍强，劳动力市场强劲但供需持续失衡。核心通胀的关键指标租金和薪资显示出很强的粘性，未来一段时间仍会远高于2%的通胀目标，鲍威尔强调短期通胀下降不会改变美联储紧缩的决心。

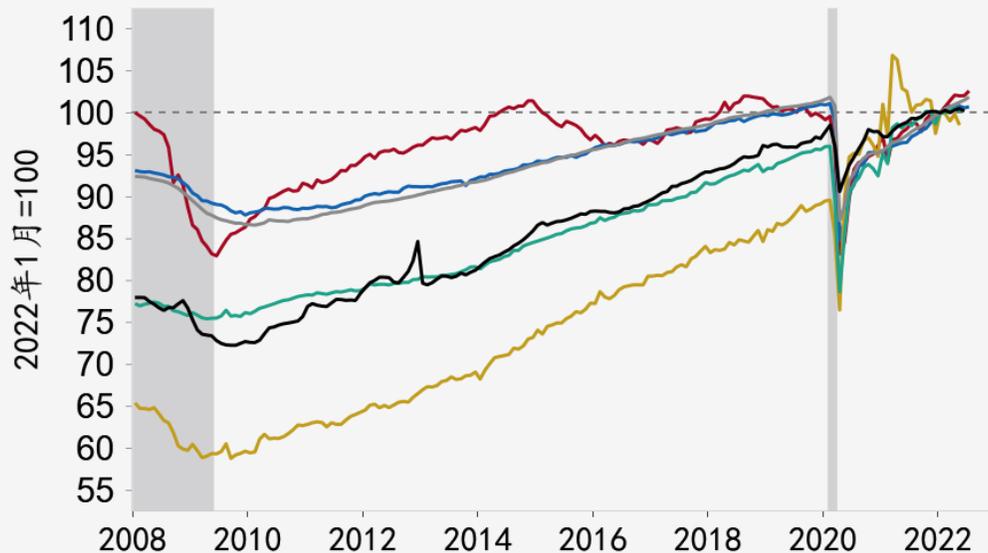
■ 货币政策立场：坚定不移抗通胀

■ 鲍威尔认为目前还不是暂停加息的时候，重点强调通胀预期的自我实现机制，持续的高通胀将使公众长期预期“失锚”，形成“工资-物价”螺旋。市场对此轮加息周期幅度和时长的预期或相应上修。

美国经济离衰退尚有距离

NBER判断衰退的6个时间序列

-居民收入 -工资 -居民消费 -制造业销售 -就业 -工业产出

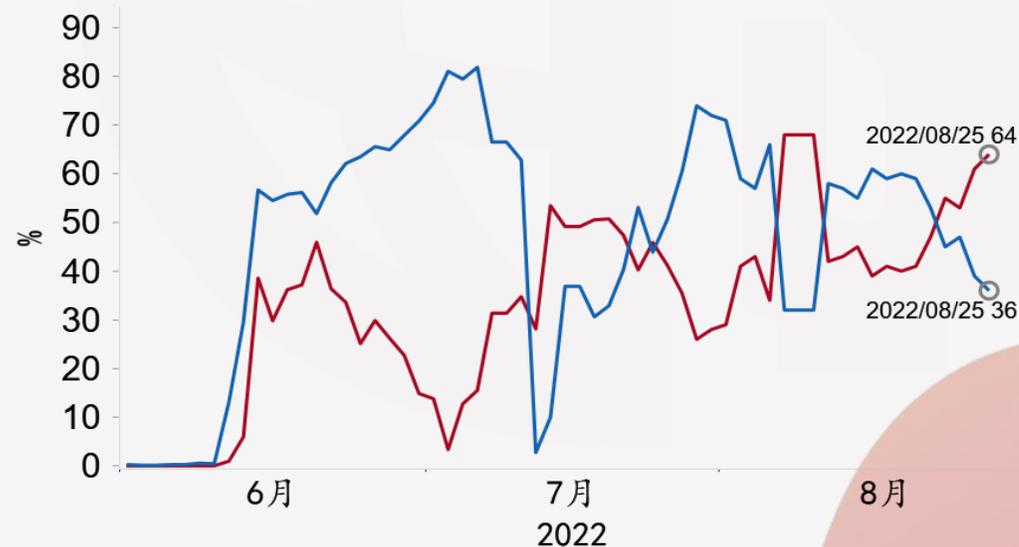


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

CME数据显示9月加息75bp概率超过六成

美联储9月议息会议加息概率

-加息50bp -加息75bp



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(一) PMI：需求疲弱压制生产，价格低位持续回落

- 7月中国制造业PMI为49%，环比下降1.2pct，落至收缩区间，其各分项指标均有不同程度回落。非制造业PMI为53.8%，环比小幅回落0.9pct，仍处年内高位。
- 制造业景气度收缩，需求不足、预期较弱是主要原因，此外局部地区疫情反复的干扰仍在。产需收缩压制就业修复，价格指数低位持续回落。企业预期回落，景气度收缩，供应链持续修复。企业去库存意愿较强，库存消化速度受限。
- 非制造业商务活动指数环比小幅回落0.9pct至53.8%，为年内次高水平。基建等投资活动持续向好，暑期消费支撑服务业持续修复。
- 企业和居民部门预期疲弱，整体需求不足，压制生产与就业修复。前瞻地看，随着经济继续修复，制造业PMI有望重返扩张区间。

需求不足压制生产修复

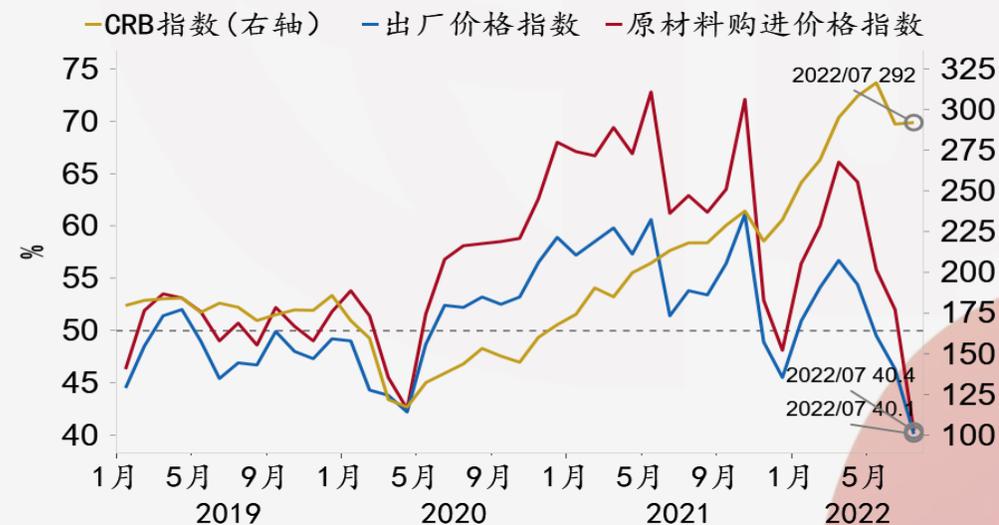
制造业PMI生产与新订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

进出口景气度有所回升

制造业原材料购进价格、出厂价格指数与CRB指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(二) 生产：生产小幅放缓，就业压力仍存

- 7月规上工业增加值同比增速小幅放缓，下降0.1pct至3.8%。汽车制造业在消费政策支持下生产快速修复，增速持续上升，同比增速上升6.3pct至22.5%，在所有行业中表现最好。高技术企业生产放缓，但仍维持较高韧性。7月服务业生产修复放缓，服务业生产指数同比增速小幅下降0.7pct至0.6%。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、零售等接触性服务业修复态势减缓，但在暑期消费的带动下，仍位于高景气区间。
- 就业有所改善，但青年就业压力继续上升。一方面，7月城镇新增就业上升至129万人，处于往年同期较高水平。另一方面，城镇调查失业率小幅回落0.1pct至5.4%。但16-24岁青年人群失业率连续第5个月至19.9%，再度刷新历史新高。

工业生产增速小幅回落

工业增加值增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

服务业生产修复放缓

服务业生产增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(三) 消费：修复放缓

- 7月社会消费品零售总额同比增速边际回落，不及市场预期，结构上商品消费修复放缓，服务消费仍处于收缩区间，但降幅收窄。
- 可选消费多数增速放缓，其中汽车消费增速较前值回落4.2pct至9.7%，或与疫后刺激政策退坡有关；地产相关消费持续下滑。
- 前瞻地看，居民预防性储蓄上升、线下消费场景持续受压制，消费复苏动能仍然疲弱，不过促销费政策或对消费形成结构性提振。

消费修复动能有所增强

社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

商品和餐饮消费增速差收窄

商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院
注：2021年各月为两年平均增速

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(四) 房地产投资：销售再度下行，投资收缩加剧

- 7月商品房销售在经历了6月边际改善后降幅再度扩大，虽有疫情和季节性因素影响，仍反映出市场信心低迷、居民购房意愿不足。
- 7月房地产投资单月同比下降12.3%，连续5个月同比收缩；房企到位资金同比降幅再度扩大2.2pct至-25.8%，信用压力持续加大。
- 前瞻地看，短期内房地产供需两端受高温、疫情等影响，叠加居民部门预期疲弱压制投资和消费，商品房销售或继续收缩；积极的方面在于，近期地方纾困基金以及保交楼方案快速推进，有望对房企施工竣工形成一定支撑，并对改善市场预期形成积极作用。

房地产投资收缩加剧

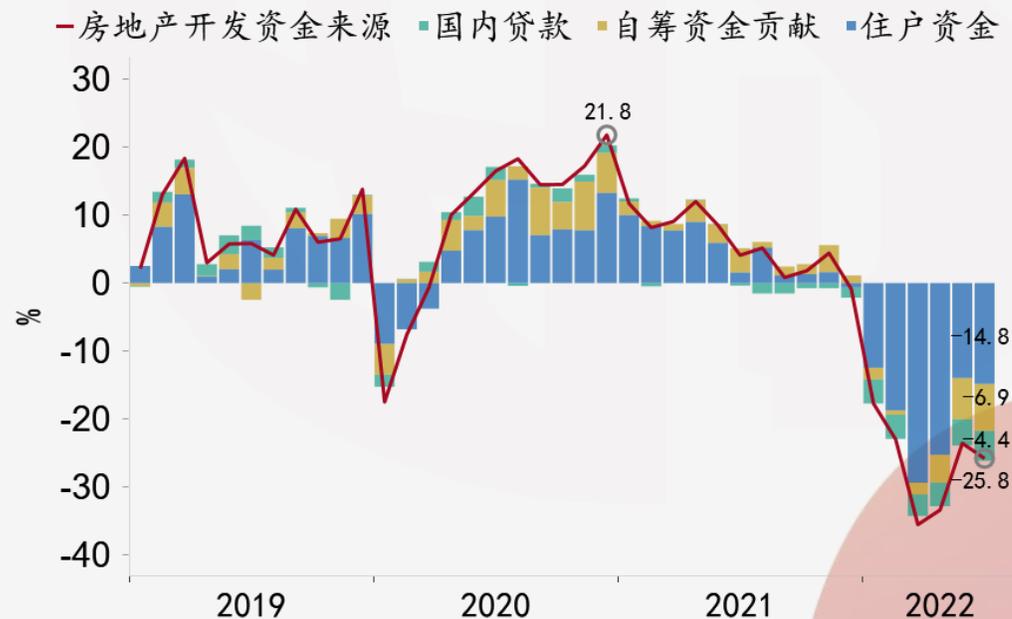
房地产投资累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

住户端资金拖累收窄但房企信用压力不减

房地产开发资金来源同比增速及各项贡献



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(五) 基建投资：维持高增

- 7月基建投资增速小幅回落，全口径基建投资同比增长11.5%，增速较上月下降0.5pct；1-7月全口径基建投资累计同比增长9.6%，较1-6月小幅上升0.3pct。基建投资维持较高增长，主要有四方面原因。一是去年下半年的低基数效应。二是资金充裕，一方面，截至7月末，新增专项债已发行3.47万亿元；另一方面，公共财政投向基建的比例和增速有所上升，支出强度明显提升。三是今年基建投资作为逆周期调节工具的重要性上升。四是各地重大项目储备充足。但值得注意的是，原材料价格居高不下，持续高温以及疫情反复，对建筑施工企业动工进度有所压制，后续仍需持续关注实物工作量的完成情况。
- 前瞻地看，基建投资增速在低基数下有望延续高速增长，但收支压力加剧及专项债项目和资金拨付要求或对基建投资形成一定拖累。

基建投资增速小幅回落

基建投资增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

水利、环境和公共设施管理业增速回升

基建投资相关行业投资累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(六) 制造业：增速回落，韧性较强

- 制造业投资增速整体趋缓，但维持较高韧性。7月制造业投资增速回落2.4pct至7.5%，拖动1-7月累计增速较1-6月下降0.5pct至9.9%。需求不足，预期疲弱是制造业投资增速下滑的主要原因。分行业来看，高技术行业维持较高增长，累计同比增速为22.9%，较整体增速高出13pct，是制造业投资重要的驱动力。此外，汽车制造业累计同比增速上升1pct至9.9%。
- 前瞻地看，制造业投资有望稳健增长，但增速或边际回落。支撑因素主要来自于高技术制造业投资持续发力、企业生产经营活动及预期边际改善、助企纾困的财政政策与“宽信用”货币政策持续配合发力，以及“双碳”政策持续纠偏。制约因素一是原材料价格虽有所回落但仍处高位，输入性通胀压力加剧；二是出口承压和地产修复缓慢；三是工业企业利润增长承压，且显著分化。

制造业投资增速回落

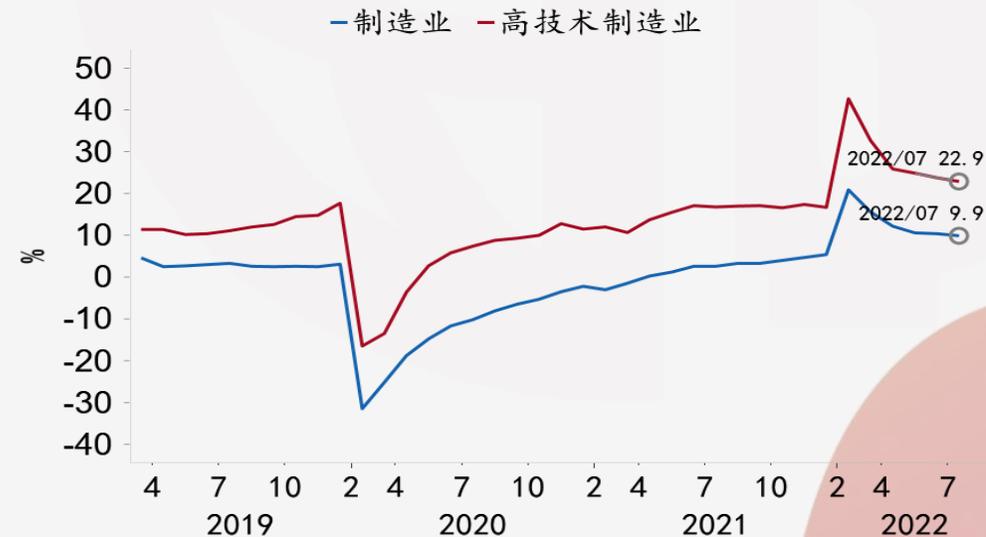
制造业投资增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

高技术制造业投资仍保持较快增长

制造业与高技术制造业投资累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(七) 进出口：产业链优势支撑出口超预期

- 7月出口金额保持较高增长，一方面存在对3-4月疫情缺口的部分填补，另一方面受到国内产业链的完备和韧性支撑，表现为上中下游商品呈现高景气、对新兴经济体出口实现较高增长。
- 进口增速边际上行1.3pct至2.3%，较疫前仍存在较大差距，内需较为疲弱，叠加大宗商品价格高企等因素，造成进口持续低迷。
- 我国出口景气的可持续性仍有待观察，随着美欧增长放缓我国出口景气面临下行压力，但凭借产业链优势下行斜率或较为平缓。

出口V型反弹

中国出口增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

进口增速持续低迷

中国进口增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

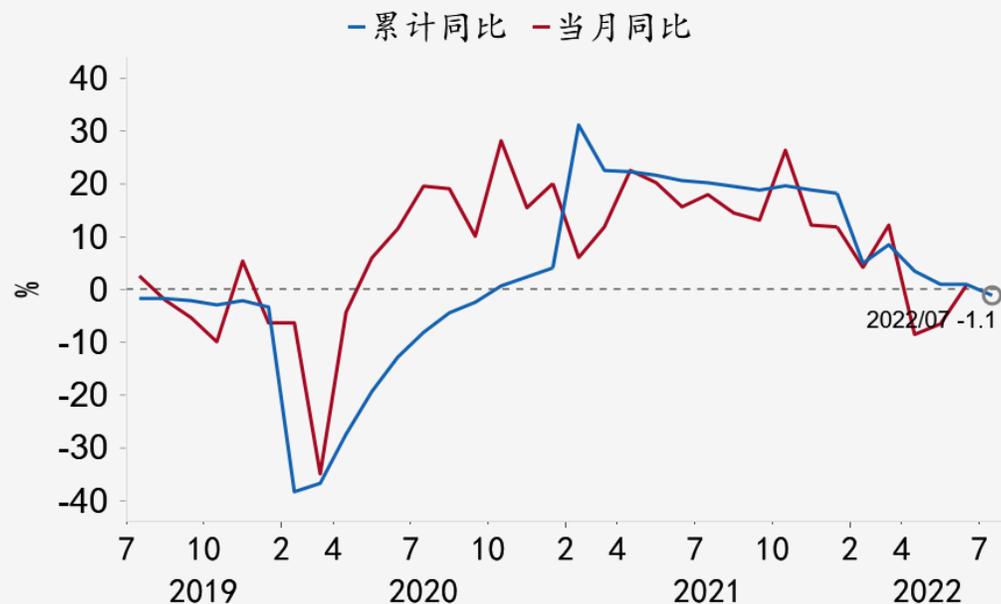
四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(八) 企业利润：增速下滑，行业分化有所改善

- 1-7月全国规模以上工业企业利润累计同比增长-1.1%，较1-6月大幅回落2.1个百分点。工业增加值(量)和PPI同比增速(价)量价双降。从结构上看，上中下游行业分化仍然显著，但有所改善。价格回落拖累上游盈利下降；政策支持下，汽车、通用设备等行业带动中游盈利改善，需求不足叠加疫情冲击继续压制下游利润。
- 前瞻地看，工业企业利润将持续承压。疫情扰动下，中下游企业需求仍然有待恢复，上中下游行业分化料将持续。

规上工业企业利润增速下滑

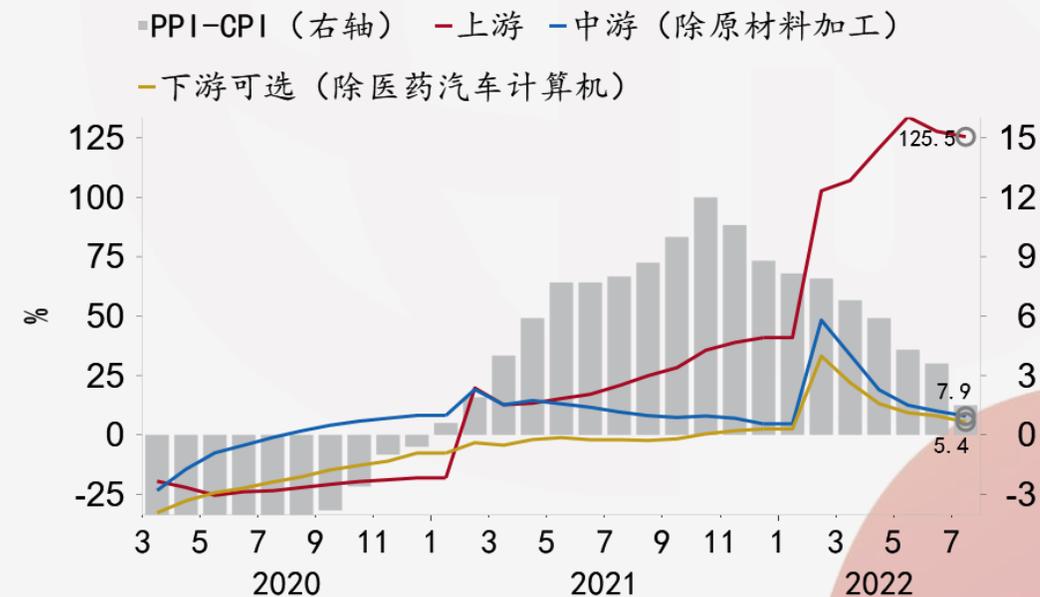
工业企业利润增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

上中下游行业利润增速持续分化

PPI-CPI 剪刀差与分行业利润增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

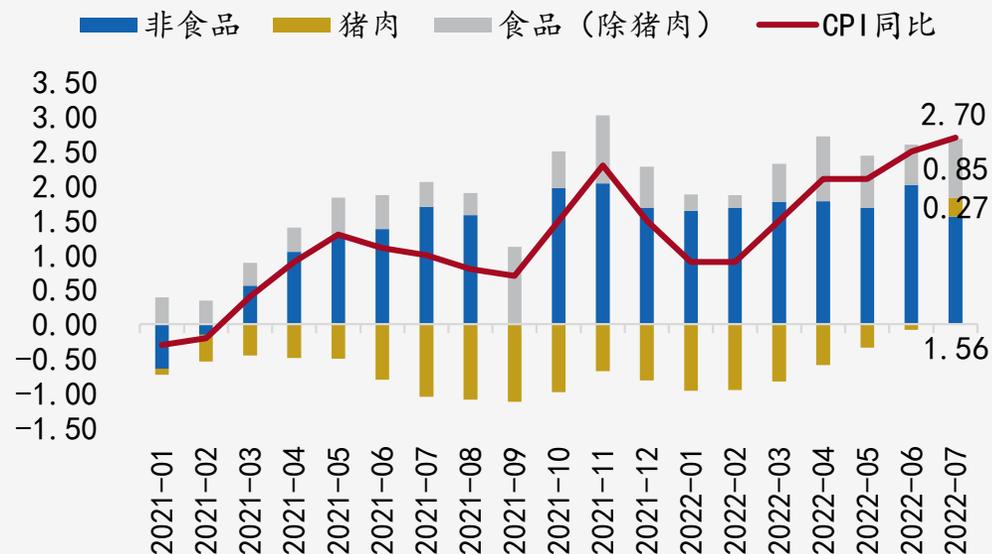
四、实体经济：修复动能放缓，结构延续分化

(九) 物价：PPI-CPI剪刀差加速收敛

- 7月CPI同比增速2.7%（前值2.5%）。7月食品项CPI通胀较上月大幅提升3.4pct至6.3%，主因是猪肉、鲜菜价格大幅上涨；非食品项CPI通胀较上月回落0.6pct至1.9%，主因是油价大幅回落。下半年随着猪肉价格上涨、基数走低，预计CPI将继续温和上行
- 7月PPI同比增速较前值回落1.9pct至4.2%，主因是主要工业大宗商品价格均见顶回落。从行业看，原油通胀 > 煤炭 > 有色 > 黑色，但均已开始下行；从结构上看，上中下游剪刀差显著收窄，但均有显著回落。受基数效应影响，下半年PPI仍将继续回落

食品通胀大幅上行

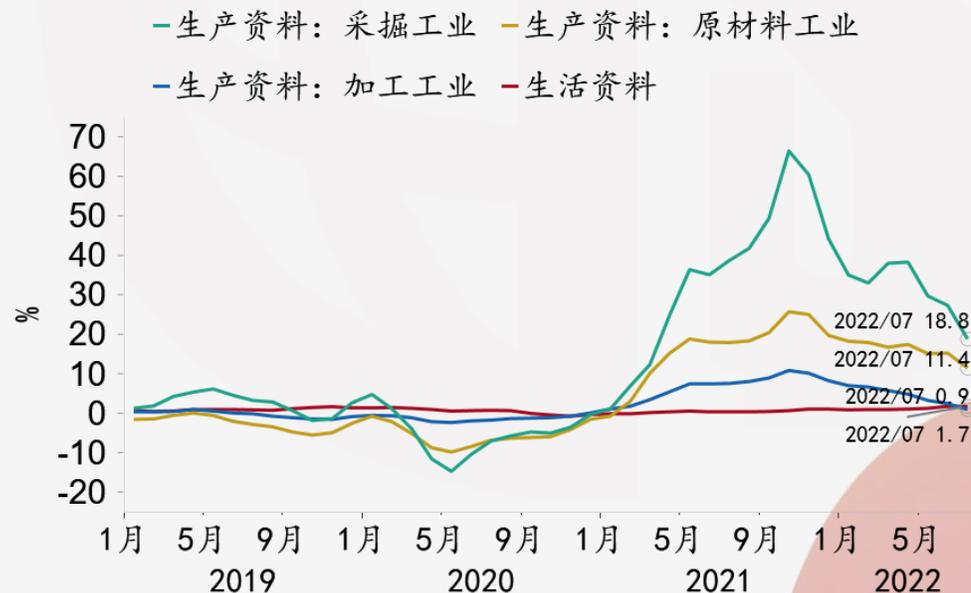
CPI食品与非食品



资料来源：Wind、招商银行研究院

上中下游剪刀差显著收窄

PPI各分项当月同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

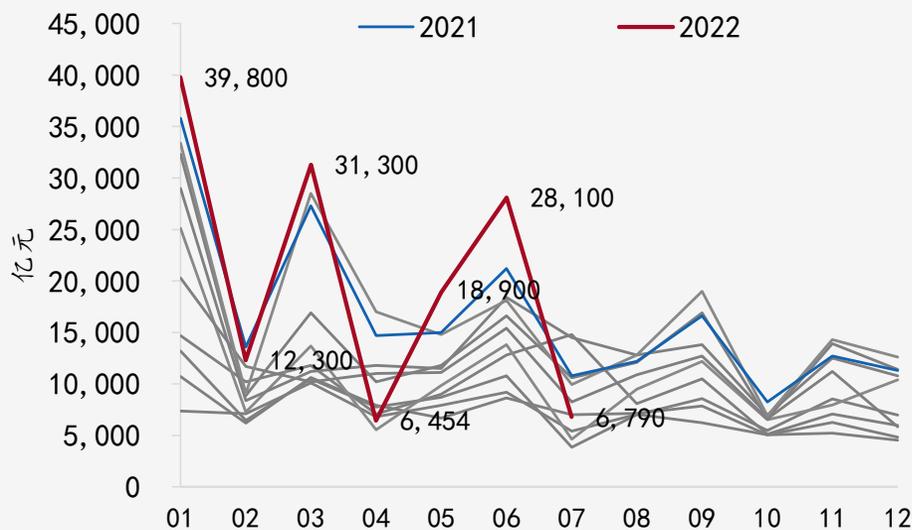
五、货币财政：积极发力“稳增长”

(一) 信贷：总量超季节性回落，结构不佳

- 7月新增人民币贷款6,790亿（预期1.15万亿），同比少增4,010亿，信贷结构显著恶化，中长期贷款同比大幅少增3,966亿
- 企业投资意愿明显走弱，中长贷疲软
 - 中长贷新增3,459亿，同比少增1,478亿，环比少增1.1万亿
 - 短贷减少3,546亿，同比多减969亿；表内票据融资增加3,316亿，同比多增1,365亿，票据冲量明显回升
- 居民贷款明显少增
 - 新增居民贷款1,217亿，同比少增2,842亿，已连续9个月同比负增长；中长贷仅增1,486亿，同比少增2,488亿

7月信贷数据大幅回落

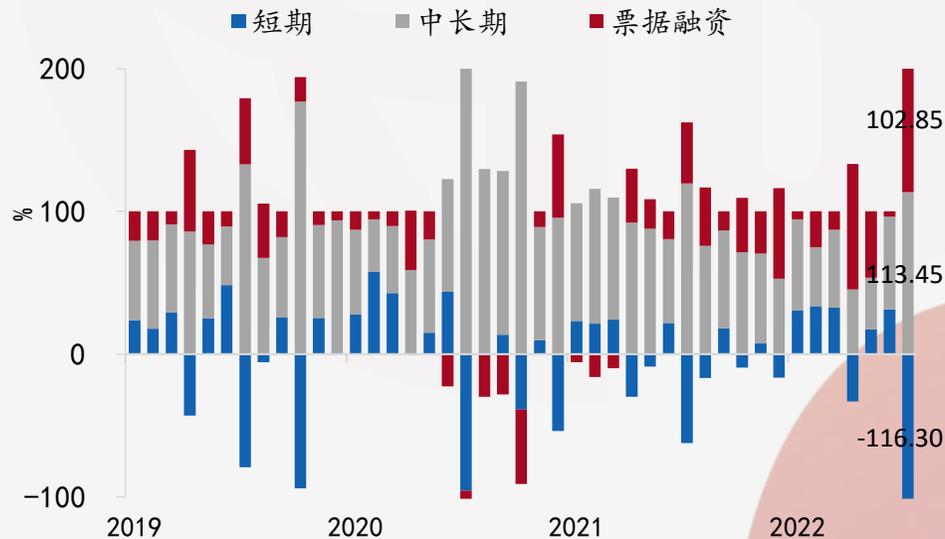
信贷的季节性



资料来源：Wind、招商银行研究院

新增非金融企业贷款构成占比

新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

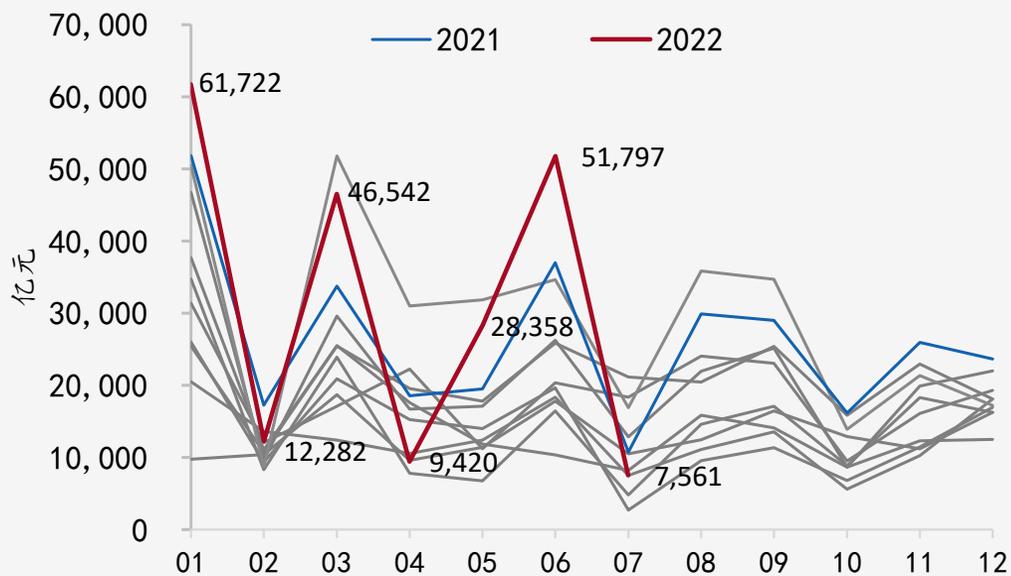
五、货币财政：积极发力“稳增长”

(二) 社融：大幅回落，不及预期

- 7月新增社融超预期滑落，拖累存量同比增速下降0.1pct至10.7%。新增社融同比少增3,191亿，环比大幅少增4.42万亿
- 信贷大幅回落，企业直融同比少增，政府融资仍是社融主要支撑，但支撑作用大幅趋弱
 - 政府融资大幅回落：7月新增政府债融资3,998亿，较上月大幅回落，未来政府债融资下行压力将在基数效应影响下增大
 - 非标对社融拖累显著减弱：非标当月融资同比少减985亿，随着资管新规过渡期结束和地产融资放松，非标拖累将继续减弱
 - 企业债券融资同比降幅扩大：企业直接融资2,171亿，同比少增1,858亿。企业债券融资新增734亿，同比少增2,357亿

7月社融显著低于季节性

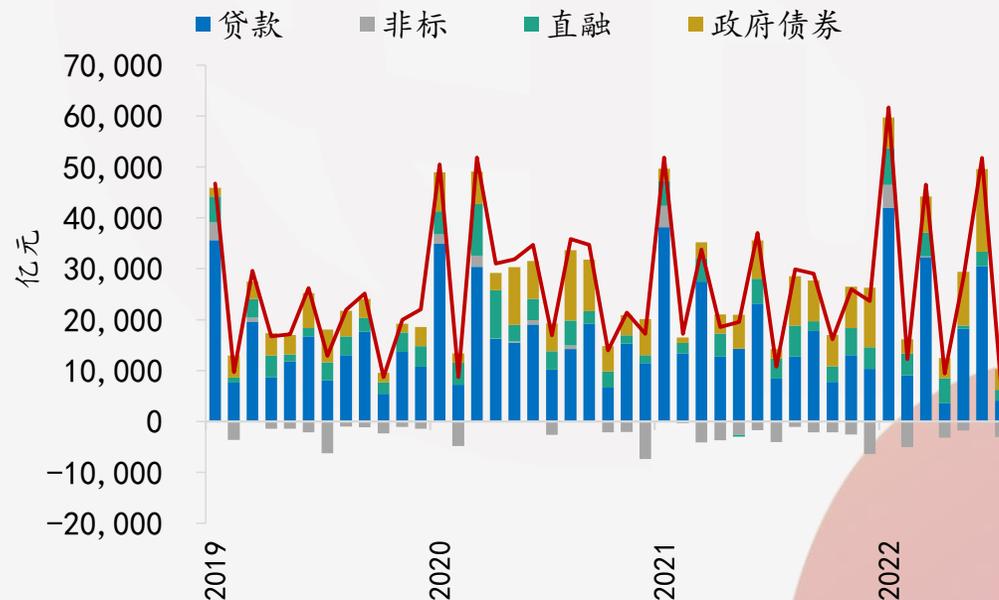
新增社融的季节性



资料来源：Wind、招商银行研究院

新增社融及构成

新增社融及构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：积极发力“稳增长”

(三) 货币和前瞻：M2增速进一步超过社融

- 7月M2同比增速较上月进一步上行0.6pct至12%，主要源于财政政策投放积极背景下居民和企业部门存款同比多增
- M2增速进一步超过社融，差额大幅走扩0.7pct至1.3pct。由于实体经济有效融资需求疲弱，商业银行“资产荒”格局进一步发酵。M1同比增速在低基数背景下上升0.9pct至6.7%，M2-M1增速剪刀差收敛0.3pct至5.3%。
- 前瞻地看，“宽信用”仍然是下半年宏观政策的重中之重。目前经济修复动能仍弱，叠加疫情反复扰动和房地产风险隐忧，预计下一阶段货币政策将继续保持“稳中偏松”的主基调，支持社融增长。

6月M2-M1剪刀差延续收敛

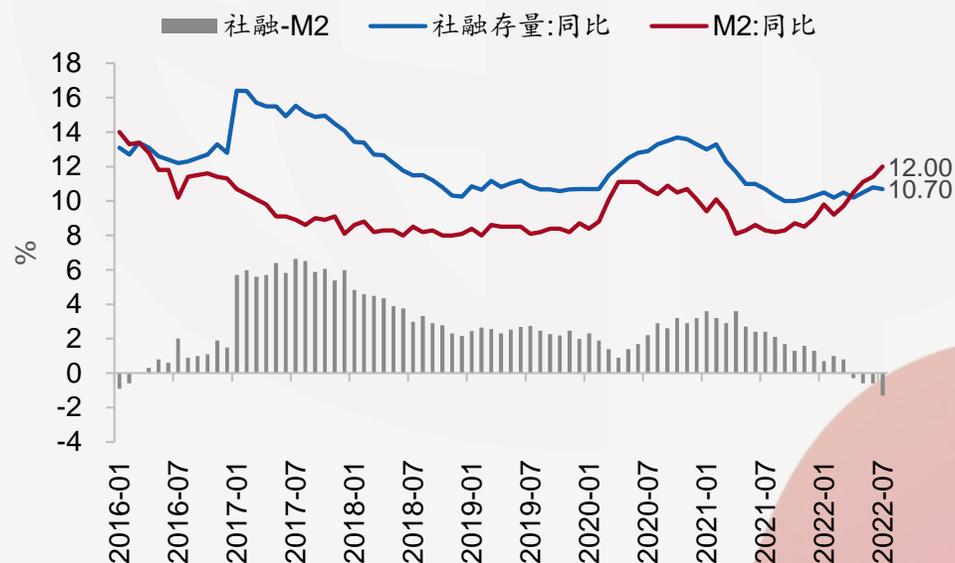
M1与M2的同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

社融存量与M2存量同比增速

社融存量与M2存量增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：全力“稳增长”

(四) MLF缩量降息“稳信用”

- 8月15日中期借贷便利（MLF）和公开市场逆回购利率下降10bp，中标利率分别为2.75%，2.0%。
- 本次降息存在四大原因：一是内外部压力加大，经济修复动能偏弱；二是实体融资需求未见有效修复；三是政策利率显著偏离市场利率；四是降息的内外部约束有所减弱。
- 本次降息的影响：首先，公开市场“缩量”操作无碍市场流动性保持合理充裕；其次，降息对货币市场利率影响有限，或在短期内促使债券收益率保持低位；最后，降息或导致人民币汇率短期内弹性上升。

政策利率下行向实际交易利率靠拢（MLF）

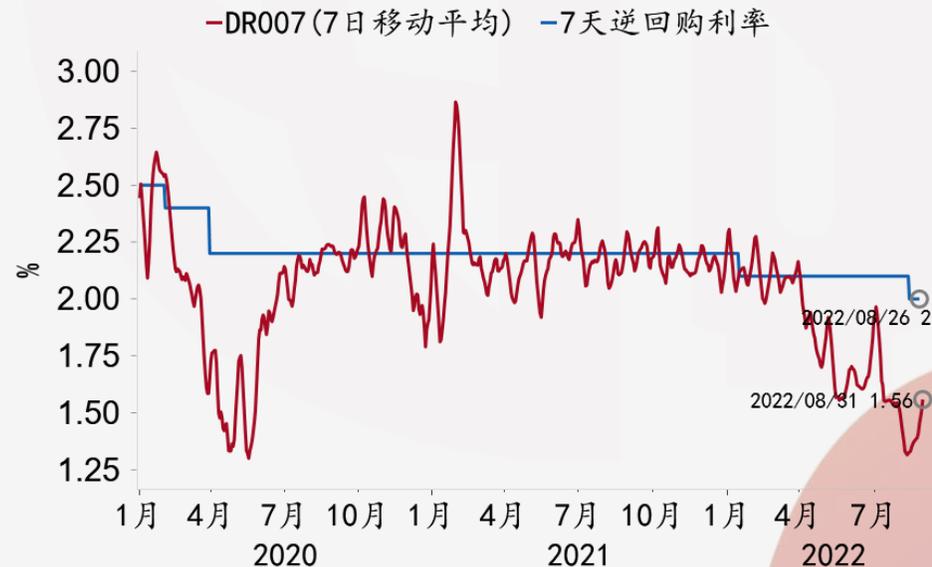
银行同业存单与1年期MLF利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

政策利率下行向实际交易利率靠拢（OMO007）

DR007与7天逆回购利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

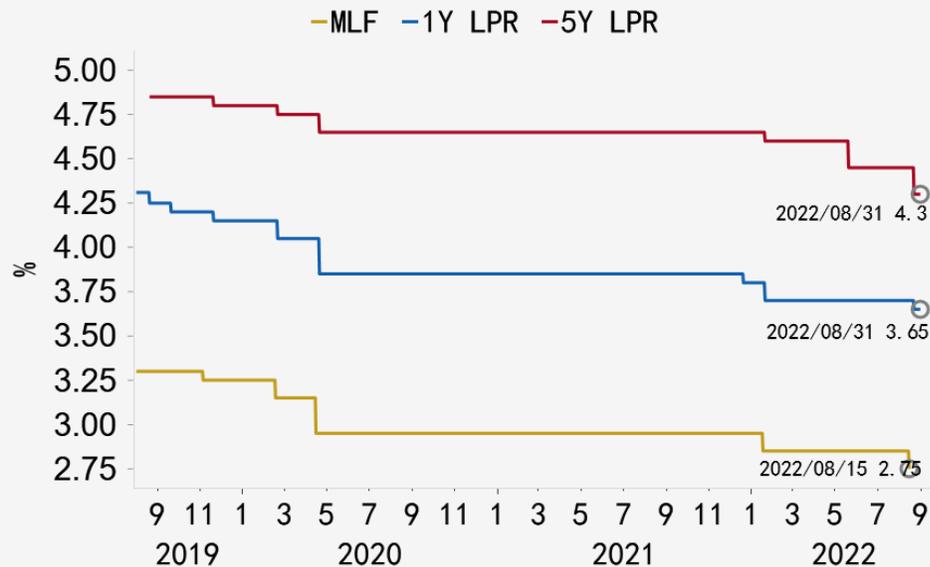
五、货币财政：全力“稳增长”

(五) LPR “非对称” 降息

- 8月22日，中国人民银行公布贷款市场利率报价，1年期LPR下降5bp至3.65%，5年期以上LPR下行15bp至4.30%，与市场预期基本一致。5年期以上LPR报价下降幅度高于1年期LPR，核心目的在于定向“宽信用”。7月新增贷款仅为市场预期的一半，同比少增4,010亿，其中中长期贷款同比少增3,966亿，是恶化的主要原因。
- 本次降息的影响：一是有助于“稳增长”，即稳地产、强信心，扭转市场主体疲弱的预期；二是通过降成本以扩需求，提振企业投资意愿和居民购房意愿；三是降低存量中长贷的付息成本，为市场主体释放更多可支配资金，有助于扩大消费和投资。
- 前瞻地看，我们预计年内LPR继续下行的空间有限。

LPR非对称下调

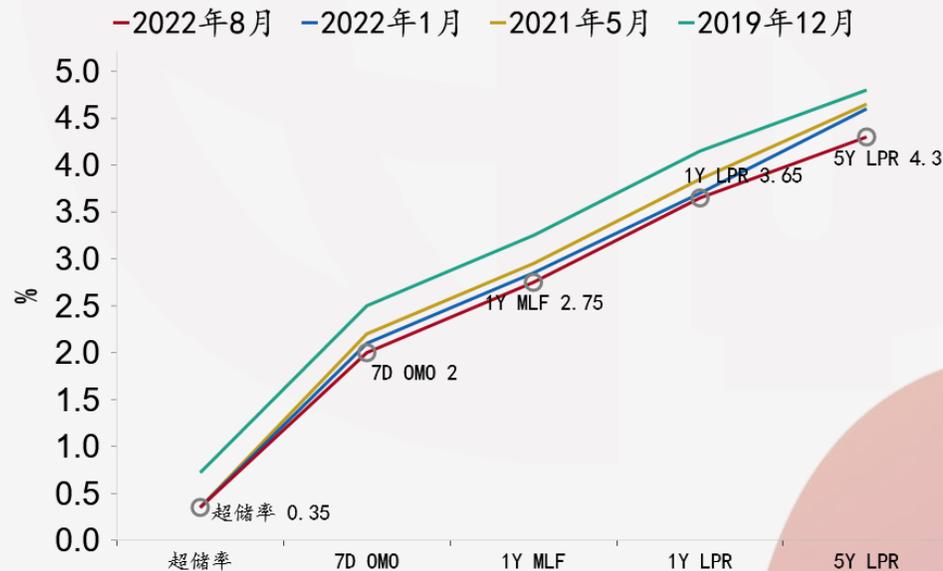
LPR报价



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

年内LPR继续下行空间有限

中国各期限政策利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、货币财政：积极发力“稳增长”

(六) 公共财政收入：企稳回升，增速小幅回落

- 7月国内经济延续修复态势，但修复动能有所放缓，公共财政收入企稳回升，但增速小幅回落。剔除留抵退税影响后，公共财政收入当月同比增速为2.6%，较6月回落2.6pct。税收收入同比增速为-0.4%，较6月小幅回升1.2pct，连续5个月负增长，但降幅大幅收窄。非税收入由于能源价格上涨带动专项收入增加，以及地方多渠道盘活闲置资产、矿产资源等有关收入增加，增速达36.3%。
- 累计来看，1-7月一般公共预算收入累计同比增长-9.2%，较上半年回升1pct。公共财政收入同比负增主要有两方面原因，一是大规模的留抵退税冲减财政收入。二是国内疫情二次冲击，税基收缩导致财政减收。前瞻地看，大规模留抵退税集中退付任务已基本完成，叠加宏观政策效果进一步显现，财政收入增速有望持续回升，但依旧承压。

自然口径下财政收入增速跌幅收窄

公共财政收入增速：累计同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

自然口径下增值税增速跌幅收窄

主要税种增速：累计同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、货币财政：积极发力“稳增长”

(八) 国有土地出让收入：持续低迷，累计跌幅扩大

- 7月国有土地出让收入同比增速 -33.2%，拖累政府性基金收入下降31.3%，跌幅分别6月收窄6.5pct和4.5pct。房地产市场预期悲观、居民购房意愿不足，这一状况难以快速扭转。土地市场景气度持续低迷，1-7月国有土地出让收入累计下降31.7%，考虑到土地出让收入占政府性基金收入接近九成，地方政府财政压力进一步上升。
- 市场影响：流动性方面，7月财政政策对银行间流动性扰动持续减弱；债券收益率方面，政府债券供给量显著下降对债券市场形成一定利好。
- 前瞻地看，“稳增长”政策有望持续加码，但政策传导作用于土地出让收入尚需时日。

税收和非税收入增速分化

税收和非税收入累计同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

国有土地出让收入增速跌幅扩大

政府性基金收入和土地出让收入增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、货币财政：积极发力“稳增长”

(九) 财政增量“工具”促发展

- 增量”工具：与现有资金形成衔接，有力支撑经济发展。
- 第一，“准财政”发力：
 - 6月1日国常会，增加政策性银行信贷额度8,000亿。
 - 6月29日国常会，国开行和农发行设立金融工具，发行3,000亿金融债券，用于补充“新基建”在内的重大项目资本金。
 - 8月24日，国常会再次加量政策性开发性金融工具额度3,000亿元，共计6,000亿元，预计可撬动社会配套融资1.5万亿元。
- 第二，7月28日政治局会议提出，“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”：
 - 首先是“用足”，使用历史累计的存量未使用限额，今年地方政府新增专项债务限额空间还有约1.5万亿。
 - 其次是“用好”，提高专项债的使用范围和效率：
 - 截至七月底，今年用于项目建设的3.45万亿新增专项债已发行完毕，尚未使用的资金将加速拨付投放，形成实物工作量。
 - 除了九大领域外，将新型基础设施、新能源项目纳入了重点支持范围。

五、货币财政：积极发力“稳增长”

(十) 用好用足专项债务限额

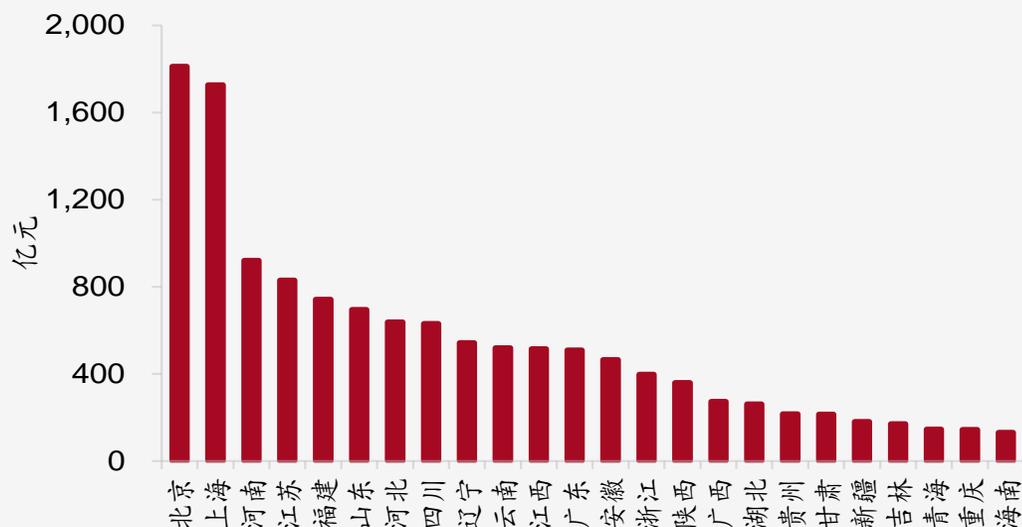
■ 下半年利用限额空间增量发行专项债受到以下两个方面的制约：

■ 一是专项债务限额空间总量充足，但区域分布不均，项目与空间不匹配。二是地方政府债务率将对下半年增发专项债的规模产生制约。在流程上，利用存量限额空间增发专项债是否需全国人大常委会审批存在一定不确定性。

■ 8月19日，财政部迅速响应发文，“将坚决落实中央政治局会议精神，研究指导地方用足用好专项债务限额”。未来各地将在财政部的部署下，年内推进在存量限额内增发专项债。此外，考虑到地方政府专项债务限额空间在区域上分布不均，有可能由财政部将其进行跨省调配。8月24日国常会提出，用好5,000多亿元限额空间，在10月底前发行完毕。

限额空间分布不均

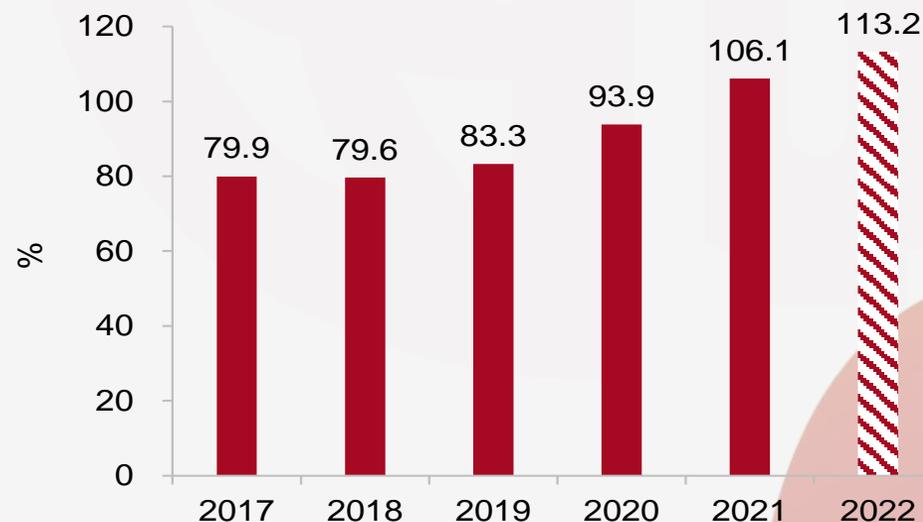
部分省市专项债务限额空间



资料来源：Wind、招商银行研究院

地方政府债务率预估

地方政府债务率



资料来源：Wind、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。



欢迎关注
招商银行研究院
官方微信公众号

研究有招 招财有道

宏观看招 行研出招 策略见招 区域进招 战略亮招 专家支招