

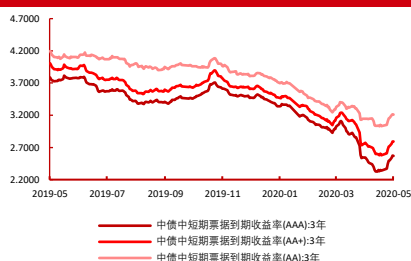
利率债（谨慎乐观）

信用债（谨慎乐观）

债券数据（2020/4/30-2020/5/14）

中期票据发行规模（亿）	424.00
企业债发行规模（亿）	75.00
公司债发行规模（亿）	403.40
短期融资券发行规模（亿）	753.80
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	-1.07
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.67
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	-0.44
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	-2.22
中债-中短期总净价指数涨跌幅（%）	-0.92

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

《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

《中央强调确保小康财政加码 值得期待》20200330

《美国货币财政两手直升机撒钱，欧洲日本跟进，中国会跟么》20200320

《2月疫情冲击经济底部探明，复产加速、政策加码将共促经济反弹》20200317

《助力经济恢复，宏观政策有望 继续维持宽松》20200316

两会在即，逆周期政策进入兑现期

——2020/4/30-2020/5/14 宏观政策双周报

- **央行会前相对淡定，会后预计要配合财政发力，后续将维持宽松：**（1）近期货币政策基调仍强调要保就业、稳增长：5月6日，李克强总理主持召开国常会强调要强化稳企业保就业的金融支持措施；5月13日国常会再提做好“六稳”、“六保”。执行层面：央行于5月10日公布了2020年一季度货币政策报告，其中删除“不搞大水漫灌”等字语，对下一阶段表述为“稳健的货币政策要更加灵活适度，要处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系”。15日MLF到期缩量续作且未降价，央行在两会前较为淡定。
- （2）4月金融数据表现再度亮眼：4月新增社融约3.09万亿，存量同比增长12%。新增人民币贷款同比增长13.1%。4月M1增长5.5%，M2增长11.1%，“宽货币”转向“宽信用”政策初见成效，进入新一轮信用扩张期。（3）总体来看，货币政策延续“宽货币宽信用”，多工具并举继续配套财政发力。具体来看：①预计后续仍有降准以配合特别国债、地方债等发行。②5月20日LPR报价下调概率不大，但央行持续着力于降低企业融资成本，后续OMO、MLF等仍有下调余地，LPR还是有望继续下行。③CPI加速下行，存款基准利率还是有下调的可能。④央行有可能继续出台新的针对中小微企业的货币政策工具。

- **两会在即，预期规模即将落地，后续进入执行期：**（1）现阶段财政政策正逐渐向对冲疫情影响向扩大内需稳增长所转变：5月6日，李克强总理主持召开国常会，明确近期新下达的1万亿专项债提前批额度尽快在5月发行完毕，但截止5月15日新增专项债已发行1796.89亿，按照发行频率来看本月用完1万亿额度可能性不大。执行层面：5月14日，财政部部长刘昆在人民日报发文，再次强调要加大逆周期调节力度。（2）总的来说，加大财政政策逆周期对冲力度，保就业，稳增长是重中之重。目前两会已确定于5月21-22日开幕，届时财政“三支箭”力度或超预期：①预计今年预算赤字率目标将提高至3.5%或以上；②根据已下达的提前批专项债频率和额度，预计2020年专项债总额度可能达到3.5-4万亿；③预计今年抗疫特别国债有望超1万亿。今年财政支持力度有望超8万亿。目前的财政扩张方向仍主要以新旧基建投资为主，会后有关消费刺激、扶持湖北等规模和措施会相对明晰起来。

■ **临近两会，既要“房住不炒”，又要“稳住地产”：**（1）央行于5月10日发布的《2020年第一季度中国货币政策执行报告》中明确提出要坚持“房住不炒”。现阶段既要“不炒房”，又要“稳地产”。具体来看，近两周值得关注的是传言棚改专项债恢复发行以及地方落户条件的放开。（2）根据有关媒体报道，前期被禁的棚改专项债计划于近期恢复发行，通过发行棚改专项债可以更快的推进由于资金紧张而停工的项目，进而在一定程度上拉动地产投资。（3）在目前直接刺激地产需求端政策（例如返还契税或降低首付比例等）难以推行的背景下，落户政策逐渐放开有助于间接促进购房需求释放。（4）总体来看，“房住不炒”目前已成为实质上的“国策”，但考虑到现阶段全球经济衰退已成定势，因此地产全面收紧可能性不大。综合来看，预计未来各地在供给端依然会加码宽松，直接需求端短期难以放开，类似于放松落户这类“间接需求端”政策可能会逐渐出台。

■ **公募 REITs 适时出台，继 PPP 后再度金融创新以支持基建融资：**（1）横向来看，基建 REITs 利好三大群体：首先利好政府，盘活存量资产，降低政府杠杆率；第二，利好原始权益人，资产出表后既可以实现轻资产运营，又可以降低相关债务负担。最后，利好金融机构，基建 REITs 可以作为优质资产进行配置，拓宽投资组合有效集。从纵向来说，短期通过基建 REITs 可以盘活现有优质重点项目，促进传统基建拉投资。中长期来看，基建资产目前还没有一个合理的定价机制，基建 REITs 的出现可以为市场提供一个“锚”的作用。但优质基建资产有限，REITs 规模壮大需要时间。（2）综合来看，REITs 新政出台有望在一定程度上推动解决基建领域结构性问题，同时除去基建 REITs 外，其他基建相关金融工具后续亦值得市场积极期待。

■ **欧美多国已逐渐放开隔离限制，提前复工二次爆发风险加大：**（1）目前美国已有 32 州陆续放开隔离措施，德、意、英、法、日等海外主要经济体亦出台了相关解禁措施，但提前复工可能导致疫情二次爆发。（2）现阶段海外疫情的经济影响仍未触底，二季度经济数据表现堪忧。美联储近期虽降低了量宽购买资产规模，但市场负利率的讨论甚嚣尘上，量宽仍有加码可能。同时疫情冲击延长，欧美还有可能进一步加大财政刺激政策规模，以稳定信心。

■ **风险提示：**国内政策宽松不及预期；海外疫情引发全球衰退超预期。

目录

1. 货币政策：央行会前相对淡定，会后预计要配合财政发力，后续将维持宽松	5
1.1 货币政策方向：“宽货币”+“宽信用”，多措并举支持实体经济修复	5
1.2 货币市场跟踪：近期市场利率再次接近历史低点	6
1.3 重要政策汇总及点评	7
2. 财政政策：两会在即，预期规模即将落地，后续进入执行期	8
2.1 财政政策方向：“防疫纾困”逐渐转向“扩大内需”，全面落实“六保、六稳”	8
2.2 专项债发行情况跟踪	9
2.3 重要政策汇总及点评	9
3. 地产政策：临近两会，既要“房住不炒”，又要“稳住地产”	10
3.1 地产政策总览：棚改专项债恢复发行，地方落户宽松政策频现	10
3.2 地产高频数据跟踪：住宅成交有所降温	11
3.3 重要政策汇总及点评	12
4. 基建政策：金融创新+基建投资=助力经济修复	13
4.1 基建政策总览：公募 REITs 适时出台，继 PPP 后再度金融创新以支持基建融资	13
4.2 各地重大基建项目统计	14
4.3 重要政策汇总及点评	14
5. 海外政策：逆周期调节力度继续加码，“宽货币+宽财政”成首选工具	15
5.1 海外政策总览：欧美多国已逐渐放开隔离限制，提前复工二次爆发风险加大	15
5.2 海外主要经济体社交隔离及解禁情况统计	16
5.3 重要政策汇总及点评	17
6. 风险提示	17

插图目录

图 1: 7d 逆回购利率已逼近一年以来低点 (%)	7
图 2: 通胀现阶段已不再掣肘公开市场操作 (%)	7
图 3: 目前提前批额度已近使用完毕 (亿)	9
图 4: 近两周发行的专项债逐渐开始以新基建作为募投项目	9
图 5: 棚改债在 2019 年新发专项债中占比较高 (%)	11
图 6: 土储和棚改债被禁后, 募集资金流向市政建设较多 (%)	11
图 7: 一、二、三线城市房产成交有所降温 (万平米)	12
图 8: 一、二、三线城市住宅土地成交分化明显 (万平米)	12
图 9: 美国纽约州以外地区疫情依然不容乐观 (人)	15
图 10: 提前复工或加剧欧洲国家厚尾效应 (人)	15

表格目录

表 1: 银行体系流动性整体充裕	6
表 2: 近期货币政策加码 “宽信用” 趋势明显	7
表 3: 财政政策积极取向已确定, 政策力度待两会揭晓	10
表 4: “房住不炒” 大方向不变, 供给端政策推出频率降低, 间接需求端政策开始逐渐出台, 直接需求端政策依然谨慎	12
表 5: 近两周以来, 新基建项目规划逐渐增多	14
表 6: 新旧基建并举趋势明显	14
表 7: 海外提前复工恐导致疫情二次爆发	16
表 8: “宽货币+宽财政” 慢慢成为海外主要经济体对冲经济下行的主要手段	17

1. 货币政策：央行会前相对淡定，会后预计要配合财政发力，后续将维持宽松

1.1 货币政策方向：“宽货币”+“宽信用”，多措并举支持实体经济修复

自4月17日政治局会议再提“六稳”、“六保”，同时点名“双降”之后，可以发现近期货币政策对保就业、稳增长持续加码：5月6日，李克强总理主持召开国务院常务会议强调要强化稳企业保就业的金融支持措施，包括适当延长延期还本付息政策，并创设政策工具支持银行更多发放信用贷款等；5月12日，刘鹤副总理主持召开国务院促进中小企业发展工作领导小组第六次会议上也明确表示总量政策要注重结构化取向，提高专业性，用好信用贷款、融资担保、政策性贷款等各类政策工具，努力满足中小企业资金需求。5月13日晚召开的国常会再提做好“六稳”、“六保”，稳住基本盘，同时要求财政、货币政策合力，加大宏观调控对冲力度。可以看出现阶段帮扶中小企业，保就业，稳增长的紧迫性。另外，4月金融数据表现亮眼：4月新增社融约3.09万亿，存量同比增长12%。4月新增人民币贷款1.7万亿，同比增长13.1%。4月M1同比增长5.5%，M2同比增长11.1%，体现出企业信用条件有明显改善，同时目前政策取向逐渐由单纯“宽货币”转向货币信用“双宽”。

除上述中央领导级别的机构表现出稳增长、保就业、帮扶中小企业的取向之外，货币政策执行层也做出了积极响应：央行于5月10日公布了2020年一季度货币政策报告，其中删除“不搞大水漫灌”等字样，另外还提到在国内经济面临结构性、体制性、周期性等多种挑战的大背景下，保就业、稳增长是重中之重。同时，对比上一期货币政策报告，本次报告指出，在疫情防控常态化的前提下，把支持实体经济恢复发展放到“更加突出”的位置，因此货币政策需要加强逆周期调节力度，运用总量和结构性政策，支持宽信用。最后，本次货币政策报告提出下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度，把握好政策出台的力道、节奏和重点，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系。5月15日，MLF续作缩量却未降价，反映出央行在两会前表现相对淡定。可以看出，近期货币政策执行层逐渐将工作重心放到支持实体经济，日常操作也相对稳重，这是对中央“六保”、“六稳”要求的直接反馈。

综上，目前在“世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多”的大背景下，货币政策延续宽松，多工具并举继续配套财政政策发力“保就业”、“稳增长”是大概率事件。展望二季度，货币政策继续在多目标之间权衡，

延续“宽货币宽信用”，多工具并举继续配套财政发力。具体来看（1）预计后续仍有降准以配合特别国债、地方债等发行。（2）5月20日LPR报价下调概率不大，但央行持续着力于降低企业融资成本，后续OMO、MLF等仍有下调余地，LPR还是有望继续下行。（3）4.17政治局会议提出“降准降息”叠加CPI加速下行的大背景下，为保证银行有足够的息差压缩空间，存款基准利率可能在二季度有一次调整（4）央行有可能继续出台新的针对中小微企业的货币政策工具，如继续通过扩大CBS及永续债发行等途径推动银行多渠道补充资本，进而提高银行的贷款投放能力。

1.2 货币市场跟踪：近期市场利率再次接近历史低点

1.2.1 公开市场操作统计

4月30日至5月15日，人民银行公开市场操作情况汇总如下：

表 1：银行体系流动性整体充裕

日期	OMO 工具	投放/到期 (-) (亿元)	流动性表述	备注
2020/4/30	无	0	合理充裕	
2020/5/6	无	0	合理充裕	
2020/5/7	无	0	合理充裕	
2020/5/8	无	0	合理充裕	
2020/5/9	无	0	合理充裕	
2020/5/11	无	0	合理充裕	
2020/5/12	无	0	合理充裕	
2020/5/13	无	0	合理充裕	
2020/5/14	MLF	-2000	合理充裕	当天没有续作 MLF
2020/5/15	MLF (1y, 2.95%)	1000	合理充裕	操作利率与上期一致，操作量较上期少 1000 亿元

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

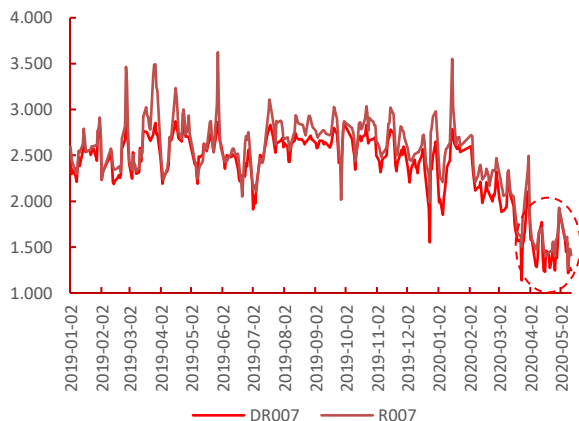
观察近期的公开市场操作可以发现，央行目前公开市场操作相对克制，在现阶段市场流动性相对充裕的大背景下，央行公开市场操作主要以引导为目的，通过OMO向市场投放大额流动性可能较小。虽然5月MLF续作并未“降价”，但考虑到中央反复提及“推进LPR传导机制改革”、“降低实体经济融资成本”等表述，预计后续LPR的报价仍有可能继续降低，同时为保证银行有合适的息差压缩空间，结合4.17政治局会议已点名“降准、降息”，存款基准利率可能会有所调整。

1.2.2 货币市场利率跟踪观察：回购利率目前处于低位

观察银行间市场7天回购利率，目前总体处于低位。4月社融数据表明近期货币政策已加码宽信用，企业流动性问题已得到一定程度的缓解。同时，根据5月13日公布的PPI和CPI数据来看，目前通胀压力有所缓解，通胀现阶段已不再是掣肘货币政策的核心变量。因此目前公开市场操作的核心是保证市

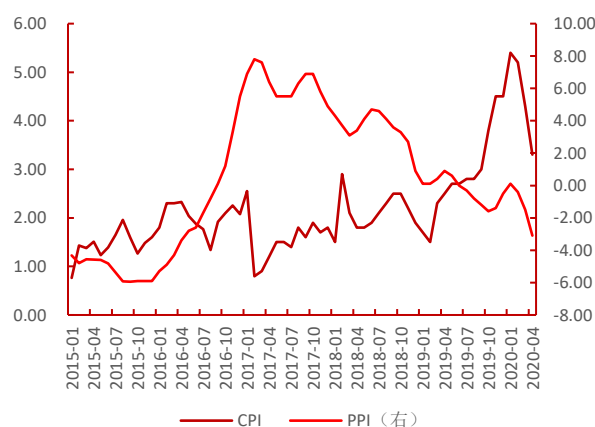
场流动性合理充裕。根据每日央行发布的公告，目前金融市场流动性较为充足，因此除通过 MLF 引导 LPR 下行等必要的公开市场操作外，预计近期央行可能依旧会保持不操作姿态以防止流动性突破合理充裕现状。

图 1：7d 逆回购利率已逼近一年以来低点（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2：通胀现阶段已不再掣肘公开市场操作（%）



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

4 月 30 日至 5 月 14 日，与货币相关的主要事件汇总如下：

表 2：近期货币政策加码 “宽信用” 趋势明显

日期	发布机构	政策/会议/事件	关键词
2020/5/6	国务院	国务院常务会议	强化稳企业保就业的金融支持措施
2020/5/9	发改委等	《关于应对新冠肺炎疫情进一步帮扶服务业小微企业和个体工商户缓解房屋租金压力的指导意见》	加大对服务业小微企业和个体工商户的信贷投放力度，用好普惠金融定向降准、再贷款等政策
2020/5/10	人民银行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》	“宽信用” 特征明显
2020/5/11	国务院	各民主党派中央全国工商联负责人和无党派人士代表座谈会	帮扶中小微企业渡过难关要作为宏观政策的重要内容
2020/5/12	国务院	国务院促进中小企业发展工作领导小组第六次会议	加大金融对市场主体的支持。总量政策要注重结构化取向，用好信用贷款、政策性贷款等各类政策工具
2020/5/13	国务院	国务院常务会议	

数据来源：各部委网站，国融证券研究与战略发展部

（1）《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》——货币宽松仍有空间

主要内容： 5 月 10 日，央行发布《2020 年第 1 季度中国货币政策执行报告》，梳理了 2020 年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。

点评： 2020 年一季度货币政策报告延续了 2019 年四季度报告未提及“总闸门”的思路，体现出目前货币政策宽松大环境没有改变迹象。但 2020

年一季度报告删去了一直以来保持的“不搞大水漫灌”的表述。结合 4.17 政治局会议明确提出“降准、降息”，预计货币政策还有进一步宽松的空间。

2. 财政政策：两会在即，预期规模即将落地，后续进入执行期

2.1 财政政策方向：“防疫纾困”逐渐转向“扩大内需”，全面落实“六保、六稳”

5 月 6 日，李克强总理主持召开国务院常务会议强调要做好“六保”，“稳住经济基本盘”，体现了现阶段中央对于“保就业”、“稳增长”的重视。其次，针对目前疫情尚未过去的情况，允许小微企业和个体工商户延缓缴纳所得税，同时，国常会还明确近期新下达的 1 万亿专项债提前批额度尽快在 5 月发行完毕，截止 5 月 15 日，新增专项债已发行 1796.89 亿，按照发行频率来看本月用完 1 万亿额度可能性不大。5 月 13 日，国常会再提“六稳、六保”，同时要求货币配套财政发力。总体来看，国常会体现了现阶段财政政策正逐渐向对冲疫情影响向扩大内需稳定增长所转变。后期财政政策更加积极，支持经济增速回升。

除上述中央领导级别的机构表现出财政政策积极取向之外，执行层也做出了积极响应：5 月 7 日，武汉市财政局出台个体工商户定向扶持政策，设立 200 亿元定向纾困资金助力疫情严重地区经济修复；5 月 8 日，财政部出台税收优惠政策，将此前支持个体工商户复工复产增值税政策规定的税收优惠政策实施期限延长到今年底，同时还调整了小规模纳税人增值税征收额度。5 月 14 日，财政部部长刘昆在人民日报发文，再次强调要加大逆周期调节力度，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务。可以看出，近期的财政政策动作充分

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_5117

