



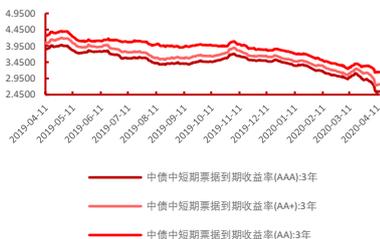
利率债（谨慎乐观）

信用债（谨慎乐观）

债券数据（2020/3/30-2020/4/14）

中期票据发行规模（亿）	1164.00
企业债发行规模（亿）	219.00
公司债发行规模（亿）	838.00
短期融资券发行规模（亿）	1910.00
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	0.36
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	0.63
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	0.39
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.38
中债-中短期总净价指数涨跌幅（%）	0.82

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，中国会跟吗》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

《如何挑选出优秀的债券基金》20200311

《太阳底下无新事之“疫情防控债”》20200218

两会再在，政策发力，货币配套财政先行

——2020/3/30-2020/4/14 宏观政策双周报

■ **强调稳健的货币政策更加灵活适度，宽松环境近期有望继续保持：**（1）观察近期的货币政策操作，可以发现自3月27日政治局会议后，货币政策开始逐渐发力：3月31日召开的国常会加大了对普惠金融的定向宽松力度；4月8日召开的国务院金融委第二十五次会议再次强调货币政策要更加灵活稳健。执行层面，4月3日，央行下调超储利率亦体现了让资金回流银行，以备财政政策发力后银行有充裕的资金购买专项债等财政工具的意图。（2）3月金融数据表现亮眼：3月新增社融同比增长74.4%，3月新增人民币贷款同比增长68.6%，M1同比增长5%，M2同比增长10.1%，均远超预期。也直接体现了3月以来实施多次定向宽松政策后，目前市场流动性相对充裕、企业现金流有所改善的成果。（3）总体来看，目前在“奋力实现今年既定经济目标”的背景下，货币政策或将延续宽松，继续配套财政政策发力。预计现阶段货币政策仍以定向的、结构性的货币政策为主。同时，两会召开后特别国债和专项债发行或在即，货币政策总量也会有所配合，降准、稳步降息仍有可能。后期货币政策将继续把疏通货币传导机制，降低实体经济融资成本放到更加突出的位置，更好的为实体经济精准服务。

■ **更加积极有为的财政政策助力经济修复：**自2月27日政治局会议祭出财政“三大法宝”（特别国债、提高赤字率、专项债扩容）后，财政政策将成为后续中央政策发力点已成为市场共识，我们预计总金额或达到7-8万亿元（增量初步预计3万亿元左右），最终财政政策力度可能要等待两会来确定。预计后期宽货币+宽财政组合在二季度将继续保持，叠加疫情对国内经济的影响短期难以完全解决，曲线陡峭下行将是大概率事件。

■ **土地市场改革再启动，地方地产需求放松可期：**尽管严控房地产的长期大方向不变，但是各地边际上的放松，尤其是需求端的放松目前值得期待。目前《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》由于提出放开落户条件，地方落户人数增加后首先要解决“居者有其屋”的问题，因此各地在“因城施策”大背景下可以顺其自然逐渐放开需求端政策。结合中央提出“确保全面小康”，预计未来各地在地产需求端有更大的边际宽松空间，但全局放松是政策靠后的选择。

- **疫情拖累经济，后续继续看好基建：**4月1日，习近平总书记在浙江考察时强调“加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设”，再提新基建；而4月9日，发改委发布了《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，督促城市取消落户限制，加快发展重点城市群。这意味着围绕搬迁安置、市政公用设施提挡升级等新老基建需求可能也会因此提振。总体来看，3月以来，生产稳步回升，但由于政策和消费谨慎情绪延续，各项消费需求和生产恢复仍然较慢。在此大背景下，基建对经济的托底支撑作用显得愈发重要。为争取实现今年既定经济目标，目前亟需强有力的逆周期政策的平衡与调节，旧基建稳需求，新基建谋发展，无论新旧基建投资都是逆周期调节政策的主要抓手之一，因此，基建在当前时点更显现出其必要性和紧迫性。
- **海外经济体货币政策空间有限，财政宽松可期：**继美国2.2万亿财政刺激落地后，4月9日，美联储又推出了2.3万亿信贷刺激计划，短期内再度放量支持实体经济。除常规支持企业以外，本次计划还超预期地将垃圾债纳入美联储购买资产的范围，表现出美联储对维护市场稳定，不出现大面积债务违约的决心。美联储“持续大力放水”的同时，加拿大、日本、欧盟等主要经济体也随美国加入了量化宽松阵营。目前来看，西方国家财政刺激规模多数已接近或超过2008年金融危机期间占GDP的比重。在大幅宽松政策之下，海外主要市场流动性问题得到了一定程度的缓解，但疫情影响难以短期解除。后期或将进一步加大财政刺激力度。
- **风险提示：**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：强调稳健的货币政策更加灵活适度，宽松环境近期有望继续保持	5
1.1 货币政策方向：利率走廊下限打开，助力财政政策更好服务实体经济	5
1.2 货币市场跟踪：近期市场利率接近历史低点	6
1.3 重要政策汇总及点评	7
2. 财政政策：更加积极有为的财政政策助力经济修复	8
2.1 财政政策总体方向：宽财政+宽货币是大概率事件	8
2.2 地方债发行情况跟踪：多用于广义基建	9
2.3 重要政策汇总及点评	10
3. 地产政策：土地市场改革再启动，地方地产需求放松可期	11
3.1 地产政策总览：落户门槛降低，助力地方逐渐释放地产需求	11
3.2 地产高频数据跟踪：逐渐恢复活力	12
3.3 重要政策汇总及点评	12
4. 基建政策：疫情拖累经济，后续继续看好基建	13
4.1 基建政策总览：旧基建稳需求，新基建谋发展	13
4.2 重要政策汇总及点评	14
5. 海外政策：主要经济体宽松力度持续加大	14
5.1 海外政策总览：美联储再推超2万亿信贷计划，量化宽松阵营继续扩大	14
5.2 重要政策汇总及点评	15
6. 风险提示	16

插图目录

图 1：7 天逆回购利率已逼近一年以来低点	7
图 2：3 月 PPI 低于预期，工业品通缩压力加大	7
图 3：除交通和城市基建外，用于医、教等社会事业的专项债额度占比也相对较高（%）	10
图 4：目前房屋成交量已接近去年同期水平	12
图 5：一、二、三线城市住宅土地供应近期呈波动上升趋势	12

表格目录

表 1：银行体系流动性整体充裕	6
表 2：目前货币政策主要以定向结构性政策为主	7
表 3：近期专项债募集资金主要用于广义基建	9
表 4：政治局会议后，财政政策积极取向已确定，政策力度待两会揭晓	10
表 5：“房住不炒”大方向不变，“因城施策”下多城供给端持续放松，需求端相对谨慎	12
表 6：基建是扩内需强有力的工具	14
表 7：海外主要经济体近期政策整体宽松不变，量化宽松力度不断加大	15

1. 货币政策：强调稳健的货币政策更加灵活适度，宽松环境近期有望继续保持

1.1 货币政策方向：利率走廊下限打开，助力财政政策更好服务实体经济

观察近期的货币政策操作，可以发现自3月27日政治局会议后，货币政策进入快速发力期：4月8日召开的国务院金融稳定发展委员会第二十五次会议强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，与3月27日政治局会议保持一致。其次，本次金稳会再提“引导信贷资源更多支持受疫情冲击较大的中小微企业和民营企业”，虽然人行等部委在多个场合明确提出要加大对普惠金融领域的支持，本次金稳会再提支持小微企业，突出了现阶段降低融资成本，引导贷款利率下行的紧迫性。3月31日召开的国常会增加面向中小央行的再贷款、再贴现额度1万亿元、进一步实施定向降准、支持金融机构发行3000亿元小微金融债、为促进中小微企业融资而引导信用债券市场扩容1万亿元等措施，体现了中央近期货币结构性宽松加码，纾困中小微企业意图明显。3月新增社融同比增长74.4%，3月新增人民币贷款同比增长68.6%，M1同比增长5%，M2同比增长10.1%，均远超预期。也直接体现了3月以来实施多次实施定向宽松政策后，目前市场流动性相对充裕、企业现金流有所改善的成果。

除上述中央领导级别的机构表现出结构性宽松、调降实体经济融资成本的取向之外，货币政策执行层也对政治局及国常会做出了积极响应：3月30日，央行重启公开市场投放，进行500亿7天逆回购操作，同时下调7天逆回购招标利率20BP至2.2%，这是近4年来单日常调低操作利率力度最大的一次，其引导融资成本降低的信号意义不言而喻。随后4月3日，央行决定对农联社、农商行、部分城商行等定向降准1个百分点，同时将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这是2008年以来的首次操作，超储利率作为利率走廊的下限也由此打开，有助于引导货币市场利率继续下行，同时有助于借同业-货基-理财-大额存单的链条依次传导，从而最终降低银行负债端成本。另外，此次下调超储利率倒逼商业银行加大对实体的信贷支持力度，防止流动性陷阱的出现。可以看出，近期的货币政策动作是对3.27政治局会议、3.31国常会会议对于帮扶中小微企业，降低实体经济融资成本要求的直接反馈。

综上，目前在“奋力实现今年既定经济目标”的背景下，货币政策延续宽松，继续配套财政政策发力是大概率事件。下调超储利率即体现了央行意图让资金回流银行，以备财政政策发力后银行有充裕的资金购买专项债等财政工具。同时，由于特别国债发行在即，预计二季度可能会有一次全面降准，使银行手

中有现钱购买特别国债。近期的 3 月 PMI 经济数据表明实体经济修复力度并不强劲。现阶段观察银行间市场主要期限回购利率，目前市场流动性处于合理充裕状态。因此预计现阶段货币政策仍以定向的、结构性的货币政策为主，后期货币政策将继续把疏通货币传导机制，降低实体经济融资成本放到更加突出的位置，更好的为实体经济精准服务。

1.2 货币市场跟踪：近期市场利率接近历史低点

1.2.1 公开市场操作统计

3 月 30 日至 4 月 14 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
2020/3/30	7d 逆回购 (2.2%)	500	为维护银行体系流动性合理充裕	较前次(2.12)7d 逆回购下降 20bp
2020/3/31	7d 逆回购 (2.2%)	200	为维护银行体系流动性合理充裕	
2020/4/1	无	0	合理充裕	
2020/4/2	无	0	合理充裕	
2020/4/3	无	0	合理充裕	
2020/4/7	无	-700	合理充裕	4 月 6 日到期 500 亿；4 月 7 日到期 200 亿
2020/4/8	无	0	合理充裕	
2020/4/9	无	0	合理充裕	
2020/4/10	无	0	合理充裕	
2020/4/13	无	0	合理充裕	
2020/4/14	无	0	合理充裕	

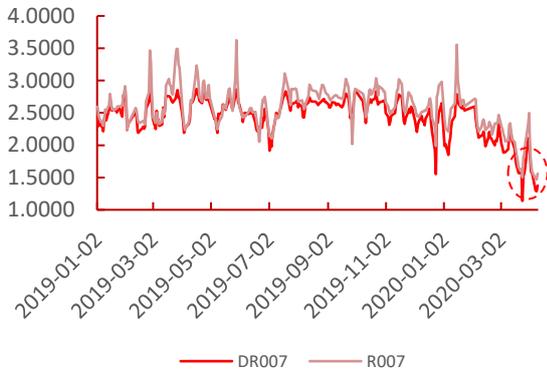
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从近期推出的一系列定向宽松政策来看，目前通过 OMO 向市场投放大额流动性可能较小。3 月 30 日、3 月 31 日连续两天微量地投放 7d 逆回购，体现了循序渐进，逐渐降低利率的意图明显。考虑到中央反复提及“推进 LPR 的传导机制”、“降低实体经济融资成本”等表述，同时叠加目前利率走廊下限已被打开，预计 4 月份 LPR 的报价降低将是大概率事件。

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。一季度社融数据表明近期宽信用已取得了一定成效，企业流动性问题得到了一定缓解。预计后期普降或向市场注入大额流动性可能性不大，根据 4 月 10 日公布的 PPI 和 CPI 数据来看，目前通缩风险开始显现，除通过 MLF 引导 LPR 下行等必要的公开市场操作外，预计近期央行可能会保持不操作姿态以防止流动性突破合理充裕现状。

图 1：7 天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 2：3 月 PPI 低于预期，工业品通缩压力加大



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

3 月 30 日至 4 月 10 日，与货币相关的主要政策汇总如下：

表 2：目前货币政策主要以定向结构性政策为主

日期	发布机构	政策/会议	关键词
2020/3/31	国务院	国务院常务会议	增加定向再贷款、再贴现额度、信用债市场扩容
2020/4/3	国务院	联防联控机制发布会：介绍对中小微企业普惠性金融支持有关情况	支持普惠金融
2020/4/3	人民银行	于 2020 年 4 月对中小银行定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	降低超储利率
2020/4/8	国务院	国务院金融稳定发展委员会召开第二十五次会议	稳健的货币政策要更加灵活适度、定向支持中小企业
2020/4/9	中共中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨

数据来源：各部委网站，国融证券研究与战略发展部

(1) 3 月 31 日国务院常务会议——定向政策再加码

主要内容： 国务院总理李克强 3 月 31 日主持召开国务院常务会议，主要内容包括（1）进一步增加地方政府专项债规模；（2）加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步实施对中小银行定向降准，引导中小银行将获得的全部资金以优惠利率向中小微企业贷款；（3）支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券用于发放小微贷款；（4）引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元；（5）促进中小微企业全年应收账款融资 8000 亿元。

点评： 在前期抗击疫情期间，央行已经推出了一系列结构性货币政策工具，包括 3000 亿防疫专项再贷款+财政贴息、5000 亿再贷款再贴现规模以及 3500 亿政策性银行专项信贷额度等。而此次推出的 1 万亿再贷款再贴现额度、针对中小银行定向降准等政策工具，体现了政策再度维护中小企业融资的意图。预

计后续中小银行负债端压力将得到进一步缓解。主要服务中小微企业的城商行、农商行等资金贷出意愿有望继续提高，小微企业信贷融资环境有望进一步改善。

(2) 人行降低超储利率（IOER）——打开利率下限

主要内容：为支持实体经济发展，促进加大对中小微企业的支持力度，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。

点评：由于 IOER 是央行对商业银行超额准备金所支付的利率，理论上 IOER 是货币市场利率走廊的下限。央行此时下调 IOER 有助于打开货币市场利率的下行空间。同时，本次下调 IOER 有助于借同业-货基-理财-大额存单的链条依次传导，从而最终降低银行负债端成本。另外，此次下调超储利率倒逼商业银行加大对实体的信贷支持力度，防止流动性陷阱的出现。

2. 财政政策：更加积极有为的财政政策助力经济修复

2.1 财政政策总体方向：宽财政+宽货币是大概率事件

自 2 月 27 日政治局会议祭出财政“三大法宝”（特别国债、提高赤字率、专项债扩容）后，财政政策将成为后续中央政策发力点已成为市场共识。3 月 31 日，由于前期提前下发了 1.29 万亿专项债额度已几乎使用完毕，国常会确定再提前下达一批专项债额度，这也是对 3 月 27 日召开的政治局会议上明确要“增加地方政府专项债券规模”的及时反馈。从 3 月 PMI 数据来看，虽然国

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_5791

