

## 固定收益研究/动态点评

2020年02月22日

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

**张大为**  
联系人 zhangdawei@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：提防疫情局部反复与海外扩散》2020.02
- 2《固定收益研究：天量社融与资金错配》2020.02
- 3《固定收益研究：政策对冲心动超过基本面帆动》2020.02

# 疫情新阶段，政策新信号

## 2月21日政治局会议点评

### 政治局会议重心随疫情变化相应部署

2月21日中央政治局召开会议，研究新冠肺炎疫情防控工作，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。随着疫情的进展，政治局会议的重心也在随之调整，1月25日重心是疫情的部署和动员，2月3日是部署疫情防控阻击战，2月12日是在疫情防控吃劲阶段部署分区分级精准防控，2月21日是平衡防疫和经济社会运行秩序，完善差异化防控策略。目前疫情蔓延势头得到初步遏制，“差异化”防控是关键，工作重心逐渐向“经济”过渡，仍努力实现全年经济社会发展目标任务，本次会议释放强力逆周期调节信号，提出货币政策要更加灵活适度、财政政策要更加积极有为。

### 财政政策：要更加积极有为

积极的财政政策的表述从“更好发挥作用”，到“更加积极有为”，力度再次加强。但财政具有顺周期性特征，减收增支压力陡增，财政赤字、地方专项债、政策性金融甚至特别国债均需要发力。会议提出要发挥好政策性金融作用，开发银行加大对制造业以及企业复工复产专项信贷支持，进出口银行专项支持进出口企业，农发行专项支持生猪全产业链发展。地方专项债提前下发并推动基建适度前置更确定，预计3-5月有所体现，维持基建8%增速预期。预计今年利率债供给规模较高，基建是中短期热门板块。

### 货币政策：“更加灵活适度”=守正+担当+创新

稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。“更加”意味着边际上更宽松，但总基调仍是稳健，考虑杠杆率、汇率等因素权衡。“缓解融资难融资贵”意味着后续政策利率和LPR可能仍有下调空间。从疫情防控，到复工复产，再到实体经济发展，甚至财政发力、政策性金融，都需要货币政策给予配合。简言之，守正是底线，担当是责任，创新是手段。

### 产业政策：重点帮扶+局部刺激

一是帮扶重点行业和中小企业，包括住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等。二是稳定农业生产。三是消费类行业，政策或着力于破除消费障碍，汽车是重点。四是生物医药与医疗设备相关行业，或加大财政资金倾斜。五是5G网络、工业互联网行业仍是兼顾投资和结构调整的着力点。此外，“优先保障在全球供应链中有重要影响的龙头企业和关键环节恢复生产供应”是稳定主要贸易伙伴关系的当务之急，也是减少出口损失的最优策略。

### 房地产：“房住不炒”大原则+“因城施策”边际调整

本次会议未予提及房地产相关事项。人民银行2020年金融市场工作电视电话会议中提出，“保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续‘因城施策’落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行”。我们认为，房住不炒是大原则，“稳房价、稳地价、稳预期”是年内既定目标。房企受疫情影响下，融资政策应该做出积极调整，而需求刺激政策时机尚未成熟。

### 投资启示

去年11月以来，股债双牛的核心在于流动性宽松。债市短期利率有望二次探底，博弈经济数据、疫情反复和次生风险、政策放松和股市调整带来的交易机会。中期赔率变弱、短期胜率犹存的判断不改，曲线难以如16年平坦，增强头寸的灵活性，继续保持信用债吃票息判断，关注地产债、长端高等级及ABS、短端过剩产能债，城投下沉策略需要更谨慎。股市活跃度有望保持，热点在转换。大宗商品，疫情对总需求可能带来冲击，全球定价产品价格承压。但基建需求阶段性前置，可能会带动国内水泥等相关大宗商品涨价行情。黄金避险价值仍值得重视。

风险提示：复工潮导致疫情再次扩散、疫情扩散阻碍复工进度。

## 事件

中共中央政治局2月21日召开会议，研究新冠肺炎疫情防控工作，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议传递出对疫情和经济工作的重要信息，值得我们加以学习解读。

### 政治局会议重心随疫情变化相应部署

我们看到，随着疫情的进展，政治局会议的重心和会议精神也在随之调整：

**1月25日会议重心是疫情的部署和动员。**1月25日农历正月初一，中共中央政治局常务委员会召开会议，专门听取新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作汇报，对疫情防控特别是患者治疗工作进行再研究、再部署、再动员。面对新型冠状病毒感染的肺炎疫情加快蔓延的严重形势，各级党委和政府要深刻认识做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的重要性和紧迫性，把疫情防控工作作为当前最重要的工作来抓。会议做出两项重大决定，党中央成立应对疫情工作领导小组，在中央政治局常务委员会领导下开展工作。党中央向湖北等疫情严重地区派出指导组，推动有关地方全面加强防控一线工作。

**2月3日会议重心是部署疫情防控阻击战。**2月3日农历正月初十，中共中央政治局常务委员会召开会议，听取中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组和有关部门关于疫情防控工作情况的汇报，研究下一步疫情防控工作。继续要求把疫情防控工作作为当前最重要的工作来抓，要坚决遏制疫情蔓延势头，坚决打赢疫情防控阻击战。要求疫情严重的地区要集中精力抓好疫情防控工作，其他地区要在做好防控工作的同时统筹抓好改革发展稳定各项工作，特别是要抓好涉及决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚的重点任务。

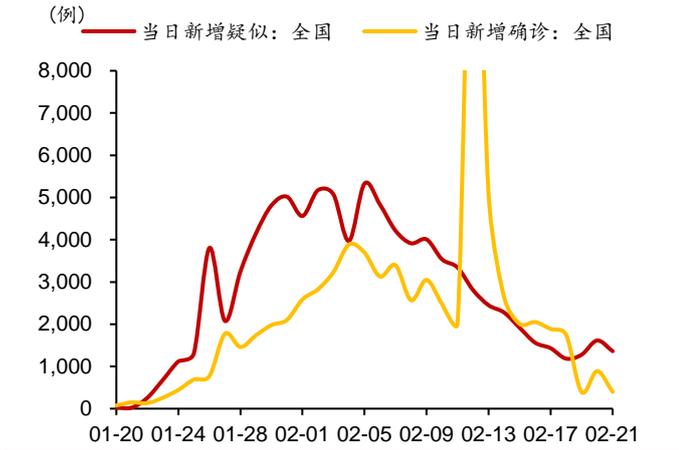
**2月12日的重心是在疫情防控吃劲阶段部署分区分级精准防控。**2月12日农历正月十九，中共中央政治局常务委员会召开会议，听取中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组汇报，分析当前新冠肺炎疫情形势，研究加强疫情防控工作。会议指出，疫情形势出现积极变化，防控工作取得积极成效。认为疫情防控工作到了最吃劲的关键阶段，要毫不放松做好疫情防控重点工作，加强疫情特别严重或风险较大的地区防控。非疫情防控重点地区要以实行分区分级精准防控为抓手，对偏颇和极端做法要及时纠正。要求加快推动医疗物资企业复工复产，有序推动央企、国企等各类企业复工复产，支持外贸企业抓紧复工复产。

**2月21日的重心是平衡防疫和经济社会运行秩序，完善差异化防控策略。**2月21日农历正月二十八，中共中央政治局召开会议，研究新冠肺炎疫情防控工作，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。会议指出，目前疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效。认为要清醒看到，全国疫情发展拐点尚未到来，湖北省和武汉市防控形势依然严峻复杂。要针对不同区域情况完善差异化防控策略，要建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，有序推动复工复产。全面做好“六稳”工作，把疫情影响降到最低，努力实现全年经济社会发展目标任务，实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，完成“十三五”规划。

### 看点一：疫情防控新判断，转为“差异化防控”

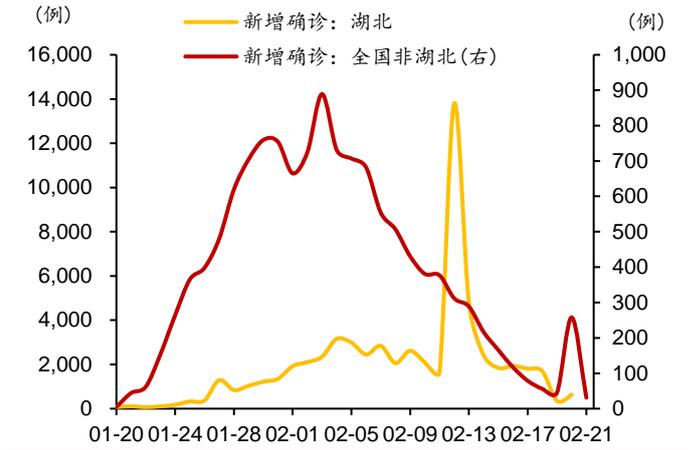
近期全国疫情出现了积极变化，表现在全国新增确诊病例数和疑似病例数总体呈下降趋势，治愈出院人数较快增长，尤其是湖北以外省份新增病例大幅减少。截至2月20日，全国新增确诊新冠肺炎疫情889例（前值394例），现存疑似5206例，当日新增1614例，净增284例；湖北新增确诊631例（前值349例），新增疑似1279例（前值880例）；湖北以外新增确诊258例（前值45例），新增疑似335例（前值397例）。当日疫情反复主要是山东、浙江确诊监狱病例227例，或因检测不及时，北上等人口输入城市保持稳定，未改疫情收敛方向。19日，第六版新冠肺炎诊疗方案发布，新增两种试用药物与康复者血浆治疗方案。钟南山预计2月中下旬全国达峰值，4月疫情平稳。未来的关注点主要是返工季一线城市，以及海外扩散的问题。

**图表1：全国新增疑似与新增确诊总体下降**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：非湖北地区新增确诊持续回落**

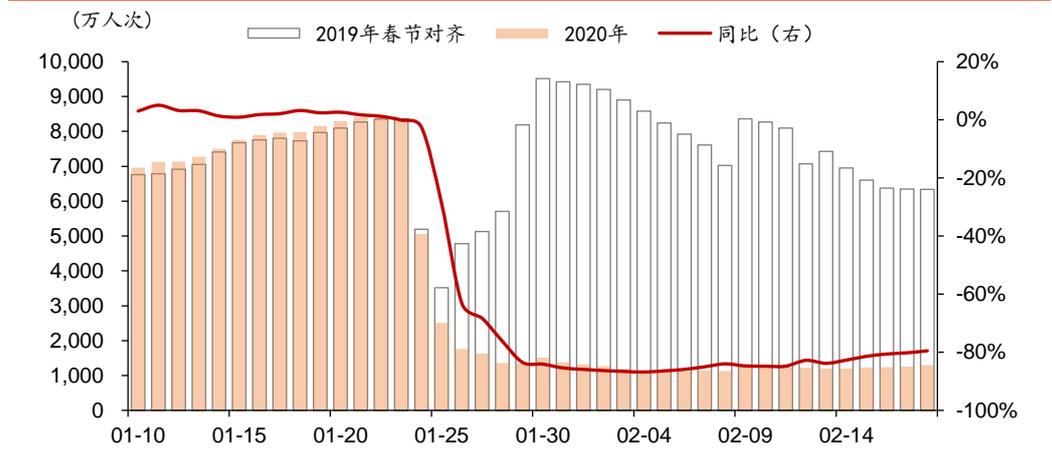


资料来源：Wind，华泰证券研究所

在这种大环境下，此次会议针对疫情的判断是，**目前疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效**。但全国疫情发展拐点尚未到来，湖北省和武汉市防控形势依然严峻。而9天前的会议判断是，出现积极变化，到了最吃劲的关键阶段。相比而言，形势判断更为积极，但仍不能掉以轻心。

**“差异化”防控是关键词，平衡防控与生产、生活秩序**。具体要求是，针对不同区域情况，完善差异化防控策略。打好湖北保卫战、武汉保卫战，做好北京疫情防控工作，落实非疫情防控重点地区分区分级精准防控策略。表述基本延续了“突出重点、统筹兼顾，分类指导、分区施策”的十六字方针。其中特别指出“做好北京疫情防控”，体现对返工引发人口输入区域疫情反复的担忧，以及非典期间的经验教训。根据交通运输部，今年正月初一至春运结束（2月18日）累计发送旅客人次仅为去年节后同期18%，后续返工潮的疫情进展仍是关注重点。

**图表3：后续返工潮的疫情进展仍是关注重点。**



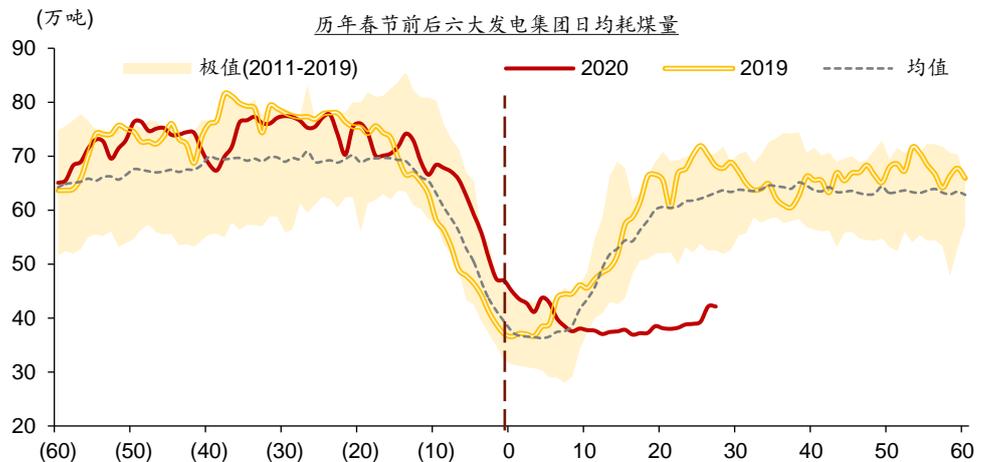
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 看点二：工作重心逐渐由“防疫”向“经济”过渡

伴随着“疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效”，在以“全面打赢疫情防控人民战争”为重点工作的同时，开始兼顾经济发展，做到两手都要硬。

**仍努力实现全年经济社会发展目标任务。**会议认为“我国经济有巨大的韧性和潜力，长期向好的趋势不会改变”，并再次强调“努力实现全年经济社会发展目标任务”，包括三个方向：实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务，完成“十三五”规划。可见虽然疫情给中国经济造成了不小的创伤，但是“稳增长”的目标丝毫没有动摇，实现 GDP 翻番更是一个硬任务，根据此前的测算，2020年 GDP 增速仍需要至少达到 5.6%。为此，我们认为在一季度 GDP “挖坑”的情况下，需要综合运用财政、货币、产业、外贸等政策合力才能实现稳增长目标。

图表4：生产正逐步恢复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 看点三：释放强力逆周期调节信号

2019年初，经济开门红，一季度 GDP 实现 6.4%，逆周期调节与宽信用初见成效。因此，在经济企稳、风险隐患得到有效控制之后，4月政治局会议将政策重心在稳增长、防风险和调结构之间重新平衡，重回供给侧结构性改革的思路。但进入二季度，政策托底力量弱化，经济重现内生疲态。5月份中美贸易摩擦再起波澜、包商事件再次引发信用收缩担忧，令经济下行再添压力。于是7月份政治局会议，重提“六稳”、“忧患意识”，强调“做好下半年经济工作意义重大”，政策重心回归“稳增长”。

行至年末，一方面充分认识到2020年面临的经济压力，另一方面承担着全面建成小康社会和“十三五”规划目标任务，12月的政治局会议和中央经济工作会议定调“稳字当头”，通过货币政策灵活适度、财政政策提质增效来实现目标。

**本次会议释放强力逆周期调节信号。**第一，新冠疫情对经济短期带来显著，为了保障年度目标的实现，需要逆周期政策的力度较去年底的计划更为强劲；第二，新冠疫情对第三产业冲击很大，对第二产业也会带来影响，湖北是重灾区。加大逆周期力度有助于缓解需求萎缩、就业等压力，尽力避免疫情后遗症、并发症的产生。后遗症包括，如果疫情冲击持续，导致诸多中小企业倒闭，国内潜在生产能力将下降。我们也提出三大次生风险：产业链、就业问题、房地产与债务风险；第三，中国是疫情发生地，通过适度内需扩张撬动进口及贸易往来，有助于中国产业链等的恢复。

因此，本次政治局会议提出了“货币政策要更加灵活适度、财政政策要更加积极有为”。

## 具体政策解读

### 财政政策：要更加积极有为

积极的财政政策的表述从“更好发挥作用”，到“更加积极有为”，力度再次加强。

**财政政策发力更加急迫。**首先，疫情导致的物理隔离对应到经济层面上就是休克疗法。第三产业遭遇需求冲击，第二产业遭遇复工难、物流断、物资缺等问题。在这种情况下，财政政策无疑应该发挥逆周期调节的力量，稳住经济下行趋势和负反馈；其次，防疫、相关企业纾困等都导致今年减税降费补贴的需求大增，也要求财政政策更加积极。

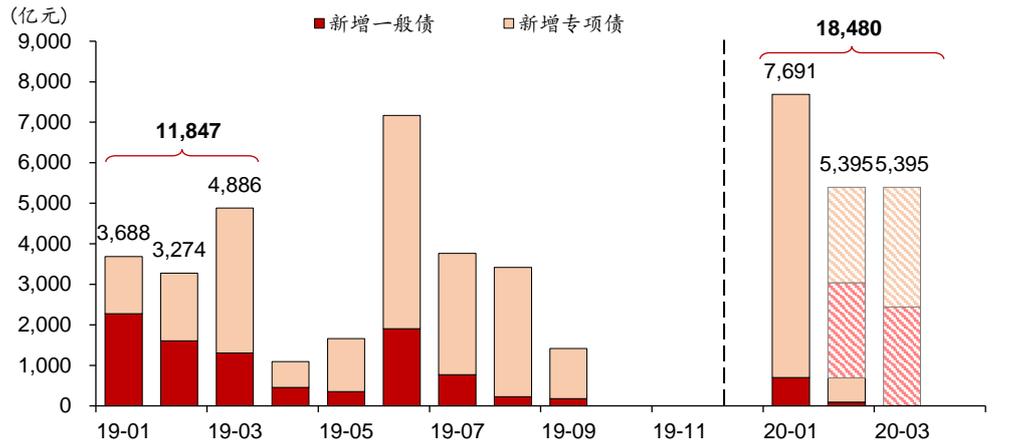
**但财政具有顺周期性特征，减收增支压力陡增，财政赤字、地方专项债、政策性金融甚至特别国债均需要发力。**财政支出在疫情冲击下将大幅增加，而财政收入会明显的减少，财政这种顺周期性特征给财政发力带来较大麻烦。我们认为，财政赤字适度抬升有其必要性。而地方专项债由于不列入赤字，今年预计将比去年大幅提升，并应该弱化其用途限制，向防疫做适度倾斜。此外，有关特别国债的讨论也开始出现。

**会议特别提出要发挥好政策性金融作用。**2月15日，银保监会副主席梁涛也提及，加快推动一批重点项目的建设，首先要更好地发挥政策性金融的逆周期调节作用，加快信贷投放节奏，合理增加政策性金融机构2020年人民币贷款和发债规模，优化区域信贷结构，聚焦重点领域重大工程，加快对一批重大项目建设的信贷投放。2月19日，人民银行刘国强副行长就接受《金融时报》专访时提出，国家开发银行对制造业企业以及企业复工复产要加大专项信贷支持。进出口银行要专项支持受中美经贸摩擦影响较大或受疫情影响较大的进出口企业。农发行要专项支持生猪全产业链发展，补齐商业性金融的融资缺口，满足疫情防控期间生猪生产资金需求。

**那么基建会大举发力吗？地方专项债提前下发并推动基建适度前置可能更确定！**为了有效对冲疫情对经济的“挖坑”，扩大基建投资更显必要和紧迫。虽然专项债作为扩大财政能力边界的有力工具，限额有望大幅提高，但仍面临项目收益要求、地方财力风险评估等约束，此时政策性金融机构能够有效补位，发挥出准财政的功能。并且，政策性贷款也能为专项债项目提供配套融资支持，发挥出杠杆效果。预计央行将加大对政策性银行的PSL投放力度，提供长周期、低成本的资金来源。我们看到今年地方专项债1.29万亿限额已经提前下发，加上项目准备时间较为充分，预计在3-5月份就会有所体现。我们暂时维持基建8%的增速预期。

**一个引申是今年的利率债供给应该不会少，基建是中短期热门板块。**无论是赤字提升，还是地方专项债的额度放宽，后续利率债的供给应该都不会少，这一点值得债市投资者关注。当然，在此过程中，货币政策也会给予积极配合。还有一点就是地方专项债额度的提前下发，达到1.29万亿。预计三四月份复工进入旺盛期的话，来自于基建的需求有可能阶段性的前置。基建板块股票，以及一些大宗商品或许会有阶段性的上涨行情。

图表5: 地方债供给分布



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 货币政策：“更加灵活适度”=守正+担当+创新

本次会议提出稳健的货币政策要“更加灵活适度”，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。首先，“更加”意味着边际上更宽松，但总基调仍是稳健，或是考虑到杠杆率、汇率等因素的权衡。其次，近期央行已加大逆回购投放并下调逆回购与MLF利率，成功引导LPR下行，而“缓解融资难融资贵”的要求，意味着后续政策利率和LPR可能仍有下调空间，中小企业融资问题仍是政策的关注重点。最后，相比于9日前要求针对受疫情影响的地区和行业实施差异化优惠服务，这次的提法覆盖面更广，从疫情防控，到复工复产，再到实体经济发展，甚至财政发力、政策性金融，都需要货币政策给予配合。

我们可以结合货币政策执行报告加以判断。在关键之年和疫情扰动叠加的复杂背景下，央行面临的逆周期调节压力较大。但货币政策报告判断疫情对宏观经济的影响是短期因素，需要密切关注就业等次生风险。此次报告重申“房住不炒”，避免宽松的货币政策扭曲经济结构。报告中“守正创新、勇于担当”、“科学稳健把握逆周期调节力度”等新措辞表明逆周期调节压力增大，但仍要注重结构性调控和精准滴灌。简言之，守正是底线，在逆周期调节过程中避免扭曲经济结构、控制宏观杠杆率快速上升以及房价和汇率风险；担当是责任，逆周期调节发力已经开始，本次政治局会议更是发出强力信号；创新是手段，更强调为实体经济发展提供精准金融服务，信贷等融资条件和环境有望明显改善。

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\\_7070](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7070)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn