



利率债（谨慎乐观）

信用债（谨慎乐观）

债券数据（2020/5/15-2020/6/1）

中期票据发行规模（亿）	1395.90
企业债发行规模（亿）	94.70
公司债发行规模（亿）	1255.43
短期融资券发行规模（亿）	2342.50
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	-0.72
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.57
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	-0.26
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.69
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

《两会在即，逆周期政策进入兑现期》
20200515

《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，中国会跟随么》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

央行从宽货币到宽信用，两会政策落地进入执行期

——2020/5/15-2020/6/1 宏观政策双周报

■ 货币政策总览：“创新直达实体”工具已落地，“宽信用”预期再升温：（1）

近期货币政策宽信用趋势明显：5月22日，李克强总理在政府工作报告中提出引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。5月28日，李克强总理在答记者问时提出目前货币政策要进行“放水养鱼”。执行层面，央行易纲行长于5月26日接受采访时提出延长中小微企业贷款延期还本付息政策、加大小微企业信用贷款支持力度等六大举措；5月26-29日，央行通过OMO向市场投放共计6700亿7天逆回购却未降价；6月1日，央行、银保监会等8部门联合发文，落实了普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两大直达实体经济的货币政策工具。（2）总体来看，近期的货币政策表现出比较明显的“宽信用”趋势，宽货币相机抉择的可能性加大，以避免金融空转。后期货币政策延续宽松，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。具体来看：①稳住中小微企业就是稳住就业，后期有望继续创设相关支持工具；②预计后续仍有降准、降息以配合特别国债、地方债等发行；③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。

■ 两会政策落地，力度相对克制：（1）两会未设经济目标，财政政策落地，力

度略低于预期：5月22日，李克强总理在政府报告中明确“三支箭”具体力度：赤字率将设定在3.6%，全年专项债额度扩大至3.75万亿，上述两项基本符合市场预期。但特别国债现阶段仅发行1万亿，略低于市场预期。5月28日李克强总理答记者问时表示在必要时将毫不犹豫地出台新政策。执行层面，5月30日，财政部公布了《关于2019年中央和地方预算执行情况与2020年中央和地方预算草案的报告》，明确了加大减税降费力度、多渠道筹集资金等五大政策举措。（2）总的来说，财政重心将继续以保就业、保基本民生、保市场主体为主。同时考虑到内外经济仍有压力，离正常化尚有距离。后续财政可能继续加码。

- **房地产健康发展道路不变，“房住不炒”继续坚持：**（1）2020年政府工作报告中就地产政策再提“房住不炒”与4.17政治局会议以及其他各大会议及讲话表述一致。同时政府工作报告亦提及“因城施策”，为各地在操作上留出了一定余地。（2）总体来看，“房住不炒”目前已成为实质上的重心。但考虑到现阶段国内经济正处于复苏阶段，因此既要“房住不炒”，又要“稳住地产”。地方财政较为紧张，叠加“因城施策”效应，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，人才激励等“间接需求端”政策可能会逐渐出台。
- **会后专项债发力，基建增速有望继续提升：**（1）2020年政府工作报告就基建投资领域提出重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，其中“两新”指的是新型基础设施建设以及新型城镇化建设，“一重”则是指交通、水利等重大工程建设。由此可见，新基建力度加大的趋势相对明确。（2）目前来看，两会后财政政策落地，虽用于基建投资的资金略低于会前预期，但会后财政政策进入执行期，2020年基建投资将确定性加速。2020年以来各地基建项目储备明显提升、新投放增加、资金面改善，叠加基建政策加码，制约2019年基建投资的主要因素均明显改善。目前伴随着新旧基建范围的明确，相关领域有望获得持续超额收益。同时预计2020年基建投资增速相比于2019年将有所增加。
- **政治不确定性扩大，海外经济或受进一步打击，财政继续加码或可期：**目前来看，现阶段虽然多数主要经济体已基本全面开放，但海外疫情影响难以短期解除。叠加美国开始出现人权抗议或向其他西方国家蔓延，短期经济难出现“V”型反弹，预计海外主要经济体二季度经济数据表现依然堪忧。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：货币全面收紧为时尚早，后续维持宽松可期	5
1.1 货币政策总览：“创新直达实体”工具开始落地，“宽信用”预期再升温	5
1.2 货币市场跟踪：流动性紧张有所缓解	6
1.3 重要政策汇总及点评	7
2. 财政政策：两会政策落定，力度相对克制	8
2.1 财政政策总览：“三支箭”略不及预期，后续特别国债或继续加码	8
2.2 专项债发行情况跟踪	9
2.3 重要政策汇总及点评	10
3. 地产政策：房地产健康发展道路不变，“房住不炒”继续坚持	11
3.1 地产政策总览：经济“弱复苏”叠加“因城施策”，地方有望继续边际放松	11
3.2 地产高频数据跟踪：住宅成交继续升温	12
3.3 重要政策汇总及点评	12
4. 基建政策：会后专项债发力，基建增速有望继续提升	13
4.1 基建政策总览：“两新一重”助力经济修复	13
4.2 各地重大基建项目统计	13
4.3 重要政策汇总及点评	14
5. 海外政策：政治不确定性扩大，海外经济或受进一步打击，财政继续加码或可期	15
5.1 海外政策总览：美国已基本放开全国管制，但多地出现政治抗议，二次爆发风险再度加大	15
5.2 重要政策汇总及点评	15
6. 风险提示	17

插图目录

图 1: 跨月结束, 7d 逆回购利率已开始掉头向下 (%)	7
图 2: 通胀现阶段已不再掣肘公开市场操作 (%)	7
图 3: 5 月全月 1 万亿提前批额度已使用完毕 (亿)	9
图 4: 近两周用于社会民生事业的专项债显著增多	9
图 5: 一、二、三线城市房产成交有所降温 (万平米)	12
图 6: 住宅土地成交溢价率持续回升 (%)	12
图 7: 美国纽约州以外地区疫情依然不容乐观 (人)	15
图 8: 欧洲国家疫情有反复迹象, 拉美继续蔓延	15

表格目录

表 1: 央行 OMO 降息必要性下降	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, 重提 “因城施策”, 各地供给端与间接需求端政策有望继续加码	12
表 5: 近两周以来, “两新一重” 项目规划逐渐增多	13
表 6: 新旧基建并举趋势明显	14
表 7: “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	15

1. 货币政策：货币全面收紧为时尚早，后续维持宽松可期

1.1 货币政策总览：“创新直达实体”工具开始落地，“宽信用”预期再升温

5月22日，李克强总理向人大做2020年政府工作报告时提出：“稳健的货币政策要更加灵活适度”，表述与4.17政治局会议一致。目前疫情刚刚企稳，企业现金流压力依然居高不减。预计货币政策将继续营造宽松的融资环境，进一步引导信贷利率下行。同时，报告提出3.5%的通胀目标，高于现阶段3.3%的CPI，由此可见通胀目前对货币政策不会构成掣肘。

政府工作报告中还提出综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。同时，还提出了全新的“创新直达实体经济的货币政策工具”，宽信用的信号更加清晰，体现正常强化对稳企业的金融支持。5月28日，李克强总理在两会闭幕后答记者问时提出目前货币政策要以“放水养鱼”代替“大水漫灌”，同时指出“水”多了，就会有人从中套利，“浑水摸鱼”，体现出目前宽货币相机抉择的可能性加大，以避免金融空转。

除上述中央领导级别的机构表现出货币政策宽信用的取向之外，货币政策执行层也做出了积极响应：央行易纲行长于5月26日接受采访时提出延长中小微企业贷款延期还本付息政策、加大小微企业信用贷款支持力度、改进政府性担保机制、加大债券市场融资支持和大力发展供应链金融六大举措，体现了货币政策加强逆周期调节力度，运用总量和结构性政策，支持宽信用。5月26-29日，央行通过OMO向市场投放共计6700亿7天逆回购却未降价，反映出央行相对淡定，价格型工具已不再是政策执行的首选。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，这也是对“更加灵活适度”要求的直接反馈。6月1日，央行、银保监会等8部门联合出台了《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》、《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，落实了两会提及的“直达实体经济的货币政策工具”：分别为普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，进一步完善结构性货币政策工具体系，持续增强服务中小微企业政策的针对性和含金量。

综上，目前在“全球疫情冲击，世界经济严重衰退”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。具体来看（1）目前推出的两个“创新直达实体经济的货币政策

工具”为央行直接支持中小企业开了个好头，稳住中小微企业就是稳住就业，后期有望继续创设相关工具。（2）预计后续仍有降准以配合特别国债、地方债等发行。（3）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。

1.2 货币市场跟踪：流动性紧张有所缓解

1.2.1 公开市场操作统计

5月15日至6月1日，人民银行公开市场操作情况汇总如下：

表 1：央行OMO降息必要性下降

日期	OMO工具	投放/到期(-) (亿元)	利率	流动性表述	备注
2020/5/15	MLF(1y)	1000	2.95		与前次MLF续作利率一致
2020/5/18	无	0		合理充裕	
2020/5/19	无	0		合理充裕	
2020/5/20	无	0		合理充裕	5月LPR 1y报价3.85，5y报价4.65，与前次一致
2020/5/21	无	0		合理充裕	
2020/5/22	无	0		合理充裕	
2020/5/25	无	0		合理充裕	
2020/5/26	7d逆回购	100	2.2	为维护银行体系流动性合理充裕	央行票据互换(CBS)操作，操作量50亿元，期限3个月，费率0.10%
2020/5/27	7d逆回购	1200	2.2	为对冲政府债券发行等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕	
2020/5/28	7d逆回购	2400	2.2	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕	
2020/5/29	7d逆回购	3000	2.2	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕	
2020/6/1	无	0		合理充裕	

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

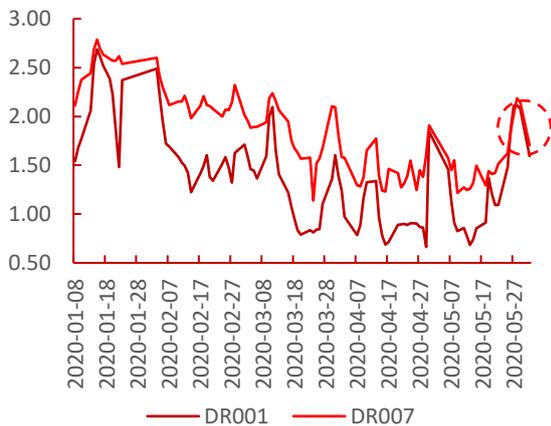
自3月31日以来，时隔近2个月央行于5月26日重启逆回购，价格较前次无变化，主要是因为5月最后一周地方债有近6200亿发行。5月26-29日四天共投放6700亿元流动性，主要是为了对冲专项债发行以及企业缴税造成的流动性扰动。从价格不变可以看出目前降息的紧迫性下降。但考虑到中央反复提及“推进LPR传导机制改革”、“降低实体经济融资成本”等表述，预计后续

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，存款基准利率可能会有所调整，但存款利率关乎民生，仍需要看经济走势而定。

1.2.2 货币市场利率跟踪观察：7 天回购利率目前已接近 OMO 操作利率

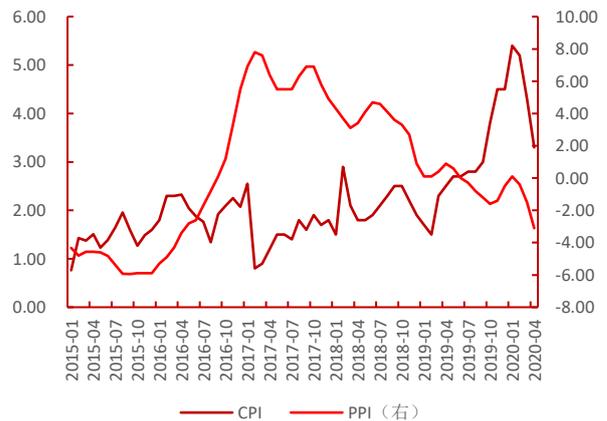
由于央行已近两个月未进行公开市场操作，观察银行间市场 7 天回购利率，目前已接近 OMO 操作利率（2.2%）。自 5 月 26 日开始，央行为对冲缴税和专项债发行带来的影响，连续 4 日向市场平价投放共计 6700 亿流动性，叠加目前跨月已基本结束，截至 6 月 1 日，回购利率已有所回落。政府工作报告将全年通胀目标设定在 3.5%，较目前 CPI 高 0.2%，说明通胀现阶段已不再是掣肘货币政策的核心变量。总体来看，目前公开市场操作的重心是熨平市场波动，保证市场流动性合理充裕。因此预计上述 6700 亿流动性到期后央行或采取缩量平价续作的方式平滑市场波动，届时质押式回购利率有望持续下行。

图 1：跨月结束，7d 逆回购利率已开始掉头向下（%）



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

5 月 15 日至 5 月 30 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	微点评
2020/5/16	人民银行	用好金融支持政策 推动疫情防控和经济社会发展	总结疫情以来人行政策：宽货币引导利率下行、宽信用支持复工复产、化解风险；与财政协同发力：贴息，补助
2020/5/18	人民银行	2020 年 4 月份金融市场运行情况	4 月份，债券市场共发行各类债券 4.8 万亿元；4 月份，银行间货币市场成交同比增长 42.23%，环比增长 14.30%
2020/5/18	人民银行	人民银行、外汇局召开 2020 年全面从严治党暨纪检监察工作电视会议	一是保持正常货币政策与加大逆周期调节的关系；二是稳增长、保就业和防风险、调结构的关系；三是国内经济循环和对外经济平衡的关系。
2020/5/18	中共中央	新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见	强化货币政策、宏观审慎政策和金融监管协调

2020/5/22	人大	2020 年政府工作报告	稳健的货币政策要更加灵活适度：广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具
2020/5/25	人民银行	2018 年以来央行降准 12 次，发挥了支持实体经济的积极作用	体现了货币政策支持实体的作为
2020/5/26	人民银行	中国人民银行行长易纲在“两会”期间就重点问题接受《金融时报》《中国金融》记者采访	1、延长中小微企业贷款延期还本付息政策。2、加大小微企业信用贷款支持力度。3、改进政府性担保机制。4、加大债券市场融资支持。5、大力发展供应链金融
2020/5/28	国务院	李克强答中外记者问	“放水养鱼”。没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼
2020/6/1	央行、银保监会等八部门	《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》 《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》 《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	1、人民银行会同银保监会出台了中小微企业贷款延期还本付息的政策，最长可延期至 2020 年 6 月 30 日；2、人民银行创设普惠小微企业信用贷款支持计划，提供 4000 亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，向地方法人银行提供优惠资金支持；3、央行表示，与之前的再贷款再贴现等直达实体经济的货币政策工具相比，此次新创设的普惠小微企业延期支持工具和信用贷款支持计划具有更为显著的市场化、普惠性和直达性等特点

数据来源：各部委网站，国融证券研究与战略发展部

2. 财政政策：两会政策落定，力度相对克制

2.1 财政政策总览：“三支箭”略不及预期，后续特别国债或继续加码

“3.27”政治局会议提出扩大赤字率、专项债扩容以及发行特别国债“三支箭”以来，市场对于具体规模及如何落地的讨论一直持续。尤其是 4 月底开

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_4764

