

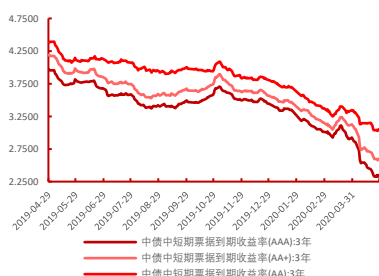
利率债（谨慎乐观）

信用债（谨慎乐观）

债券数据（2020/4/15-2020/4/29）

中期票据发行规模（亿）	2280.30
企业债发行规模（亿）	401.00
公司债发行规模（亿）	1863.64
短期融资券发行规模（亿）	3562.80
中债-国债总净价指数涨跌幅（%）	0.46
中债-银行间债券总净价指数涨跌幅（%）	0.31
中债-企业债总净价指数涨跌幅（%）	0.15
中债-长期债券总净价指数涨跌幅（%）	-0.09
中债-中短期总净价指数涨跌幅（%）	0.47

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

《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

《如何挑选出优秀的债券基金》20200311

中央会议部署防疫和经济新常态，政策调门再提高

——2020/4/15-2020/4/29 宏观政策双周报

■ **政治局会议点名“双降”，总量政策可期**：（1）近期货币政策快速发力，持续加码：4月17日政治局会议直接点名降息、降准；4月21日召开的国务院常务会议强调“提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率”，整体宽松意图明显。执行层面，4月15日，央行降准20bp，续做1000亿1年期MLF；4月20日，4月1年期LPR利率报价3.85%，较前次LPR利率报价如期下行20bp；近两周，7日逆回购利率也逼近历史地位，体现了降低企业融资成本的阶段性成果。（2）回顾近期政策操作，中央及执行层调门再提高，对中小微企业支持再度加码，同时宽货币信号明显。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是大概率事件：定向、结构性货币政策将继续保持，同时总量型政策正在路上。总的来说，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。

■ **政策舞台的“新主角”——财政政策，将更加积极助力经济修复**：（1）目前经济数据较差，财政收支承压，财政政策总体取向更加积极：4月17日，政治局会议明确提出“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，对比3.27政治局会议用词程度加深。4月29日政治局常务会议研究确定支持湖北省经济社会发展一揽子政策，规模值得期待。执行层面：4月26日，财政部将针对普惠金融领域的税收优惠延长到2023年底。4月27日，财政部再次下达1万亿专项债额度，目前已超过2019年全年额度的60%，专项债扩容预期再升温。（2）总的来看，近期的财政政策动作充分体现了“积极的财政政策要更加积极有为”，财政政策已成为政策舞台上的“新主角”。目前两会已确定于5月21日开幕，届时财政政策力度或超预期。同时预计未来“宽货币+宽财政”逻辑不变：财政政策发力投资和消费刺激，货币政策操作将继续引导降低企业融资成本，二者配套操作，助力经济修复。

- **政治局会议再提“房住不炒”，“稳地产”意义重大：**（1）4.17 政治局会议是疫情以来在中央层面首次提及房地产政策，虽强调“房住不炒”，但未出现“不将房地产作为短期刺激经济的手段”这种过紧的提法。执行层面，近两周供给端政策推出频率减弱，但2-3月推出的优惠政策已落地开始实施。需求端现在依然相对谨慎，即使是疫情重灾区的荆州推出的降低首付等需求端优惠措施也是第二天就被撤回，但作为房贷基准的5年期LPR利率却超预期下调10bp。（2）综合来看，近期政策反映出“房住不炒”总基调改变可能较小，但目前政策留有余地。考虑到未来经济下行压力不减，需要地产投资保持稳定。因此预计未来各地在供给端依然会加码宽松，但需求端短期暂不愿意释放出明确刺激房地产的信号，全局放松短期内更是小概率事件。
- **新旧基建并举，助力经济复苏：**总体来看，在3月国内经济弱复苏，外需骤降，经济发展面临的挑战前所未有的大背景下，基建对经济的托底支撑作用显得愈发重要，目前亟需强有力的逆周期政策的平衡与调节。旧基建补短板，新基建谋发展，基建都是逆周期调节政策的主要抓手之一，目前伴随着新基建范围的明确，相关领域有望获得持续超额收益。旧基建中的民生基建亦有看点，可关注（1）老旧小区改造（2）农村基建两个方向，近期政治局会议，国常会等屡屡提及，后期应是老基建主要发力对象。
- **欧美经济下行压力持续加大，政治反对浪潮升温，多地逐步放开居家限制：**上周海外多国4月PMI初值公布，欧美PMI均出现显著下滑，同时，4月29日晚，美国公布第一季度实际GDP年化初值环比萎缩4.8%，创下了自2008年第四季度金融危机最严重时期暴跌8.4%以来的最低水平。鉴于海外经济下行压力持续加大，政府应对措施有限，欧美多地居民纷纷开始不顾“居家令”上街游行抗议。因此，目前海外除继续保持一直以来相对宽松的操作政策趋势，欧美多国考虑逐步取消管控，计划在5月初分阶段重启经济。但由于欧美地区疫情也出现了比较明显的“厚尾”现象，提前复工有可能导致疫情二次爆发。因此，目前决定欧美经济走势的核心是如何在疫情常态化下合理复工复产以及药物或疫苗何时可以研制成功。
- **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：政治局会议点名“双降”，总量政策可期	5
1.1 货币政策方向：多重工具并举，进一步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：政策舞台的“新主角”	8
2.1 财政政策总体方向：经济正常化仍需耐心，财政政策将更加积极	8
2.2 城投及政府信用类债券发行情况跟踪	9
2.3 重要政策汇总及点评	10
3. 地产政策：政治局会议再提“房住不炒”，“稳地产”意义重大	11
3.1 地产政策总览：供给端加码可期，需求端“一日游”依旧	11
3.2 地产高频数据跟踪：房屋成交逐渐恢复活力	12
3.3 重要政策汇总及点评	13
4. 基建政策：新旧基建并举，助力经济复苏	14
4.1 基建政策总览：旧基建补短板，新基建谋发展	14
4.2 重大基建项目统计	14
4.3 重要政策汇总及点评	15
5. 海外政策：经济下行压力持续加大，政治反对浪潮升温，宽松政策环境依旧	15
5.1 海外政策总览：为对冲经济压力，多地逐步放开居家限制	15
5.3 海外社交隔离及解禁情况统计	16
5.2 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：企业流动性环比上得到了一定程度改善（万亿，%）	7
图 3：近两周国债发行额维持高位（亿元）	9
图 4：专项债提前批额度基本用尽，近两周发行量较低（亿元）	9
图 5：政金债近两周偿还量较高导致净融资额下降（亿元）	10
图 6：得益于近期利率较低，城投发行量维持高位（亿元）	10
图 7：一、二、三线城市房产成交量已接近去年同期水平	12
图 8：一、二、三线城市住宅土地成交分化明显	12

表格目录

表 1：银行体系流动性整体充裕	6
表 2：4.17 政治局会议后，货币政策调门再度提高	7
表 3：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 4：“房住不炒”大方向不变，供给端政策推出频率降低，需求端愈发谨慎	13
表 5：近两周以来，重大基建项目均为交运项目	14
表 6：新旧基建并举趋势明显	15
表 7：海外主要经济体解除“居家令”时间基本都集中在 5 月份	16
表 8：海外主要经济体经济下行压力持续加大，“量宽”依然是主旋律	17

1. 货币政策：政治局会议点名“双降”，总量政策可期

1.1 货币政策方向：多重工具并举，进一步助力财政政策更好服务实体经济

4月17日，政治局会议明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”，对比3月27日政治局会议，4月17日政治局会议点名“双降”，整体宽松意图明显。观察近期的货币政策操作，可以发现货币政策已处于快速发力期，支持实体经济力度持续加码：4月21日召开的国务院常务会议强调“提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率”，与4月17日政治局会议要求“把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”保持一致。其次，本次国常会要求“将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点”，突出了现阶段支持中小微企业经营，降低融资成本，引导贷款利率下行的紧迫性。

除上述中央领导级别的机构表现出总体宽松、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：4月15日，央行续做1000亿1年期MLF，利率较前次下调20bp，与3月30日OMO利率调整步伐一致，这是近3年来单日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。4月17日，人行下属的交易商协会发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程（2020版）》等一系列文件，放宽公开债务融资工具发行条件。4月20日，4月1年期LPR利率报价3.85%，较前次LPR利率报价下行20bp，一年期LPR利率如期下调20bp不仅再次验证了央行通过公开市场操作引导MLF利率调整从而引导LPR报价这一货币政策传导链条的可靠性，更直接体现了降低企业融资成本的阶段性成果。可以看出，近期的货币政策动作是对4.17政治局会议、4.21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“紧扣全面建成小康社会目标任务”的背景，货币政策延续宽松，多工具并举继续配套财政政策发力是大概率事件：首先，后期可能会继续推出专项再贷款、再贷款再贴现等结构性工具，定向为企业提供流动性支撑。其次，二季度可能有一次全面降准，配合抗疫特别国债、专项债等政府债券发行，使银行有相对充足的流动性用于投资政府债券。最后，近期公布的3月经济数据虽然环比有所好转，生产恢复进度好于投资好于消费，但数据修复程度稍显不足。同时4.17政治局会议点名“降准、降息”，预计后期LPR将会继续调降，同时为了降低银行负债端成本，增大其息差压缩的空间，预计存款利率

调降的概率增大。总体来说，定向的、结构性货币政策将继续保持，同时总量型政策正在路上。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：近期市场利率再次接近历史低点

1.2.1 公开市场操作统计

4月15日至4月29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
2020/4/15	MLF (1y, 2.95%)	1000	-	利率较前一次 MLF 续作下调 20bp；另外当天为针对小微领域的首次降准日，降准幅度 0.5%，释放资金 2000 亿
2020/4/16	无	0	合理充裕	
2020/4/17	MLF	-2000	合理充裕	
2020/4/20	无	0	合理充裕	LPR 1y 降 20bp 至 3.85，5y 降 10bp 至 4.25
2020/4/21	无	0	合理充裕	2020 年 4 月 21 日（周二）中国人民银行将开展 2020 年第四期央行票据互换（CBS）操作。本期操作量为 50 亿元，期限 3 个月，费率为 0.10%。
2020/4/22	无	0	合理充裕	
2020/4/23	无	0	合理充裕	
2020/4/24	TMLF (1y, 2.95%)	561/-2674	-	
2020/4/26	无	0	合理充裕	
2020/4/27	无	0	合理充裕	
2020/4/28	无	0	合理充裕	
2020/4/29	无	0	合理充裕	

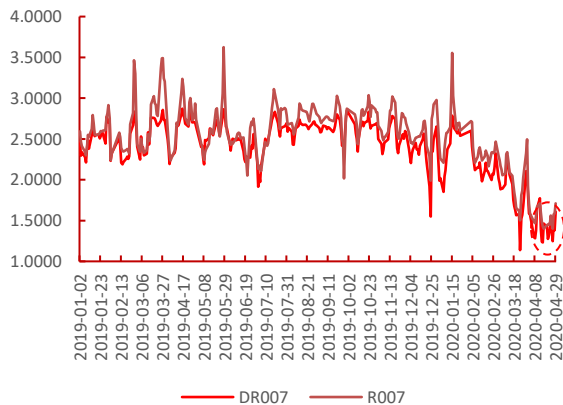
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

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偏中性，结合现阶段市场流动性相对充裕，通过 OMO 向市场投放大额流动性可能较小。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 5 月份 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，预计存款基准利率将会有所调整。

1.2.2 货币市场利率跟踪观察：回购利率目前处于低位

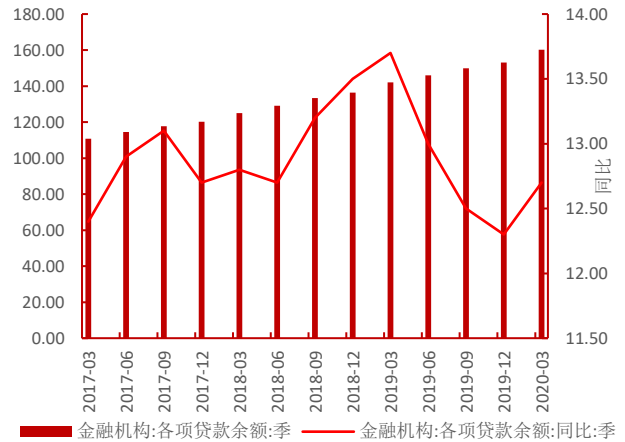
观察银行间市场 7 天回购利率，目前总体处于低位。一季度金融机构人民币各项贷款余额 160.21 万亿元，同比增长 12.7%，表明近期宽信用已取得了一定成效，企业流动性问题得到了一定缓解。预计后期除通过 MLF 引导 LPR 下行等必要的公开市场操作外，央行可能会继续保持不操作姿态以防止流动性突破合理充裕现状。

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：企业流动性环比上得到了一定程度改善（万亿，%）



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 15 日至 4 月 29 日，与货币相关的主要事件汇总如下：

表 2：4.17 政治局会议后，货币政策调门再度提高

日期	发布机构	政策/会议/事件	关键词
2020/4/15	国务院	国务院金融稳定发展委员会召开第二十六次会议	从总量和结构同时入手
2020/4/15	人民银行	中国人民银行副行长陈雨露出席二十国集团财长和央行行长视频会议	将共同采取各类政策工具应对疫情对经济的冲击，维护金融稳定，同时为全球经济有力复苏创造积极条件
2020/4/16	人民银行	信贷支持实体经济的针对性和有效性增强	通过定向降准、再贷款等政策措施，继续引导信贷资金支持实体经济特别是小微企业的发展
2020/4/16	人民银行	中国人民银行行长易纲出席第 41 届国际货币与金融委员会视频会议	继续使用所有可用的政策工具抗击疫情、保护就业和恢复经济
2020/4/17	政治局	4 月 17 日政治局会议	要运用降准、降息和再贷款等手段，并继续强调引导贷款市场利率下行
2020/4/17	交易商协会	发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程（2020 版）》	放宽公开债务融资工具发行条件
2020/4/21	国务院	国务院常务会议	提高普惠金融考核的权重

数据来源：各部委网站，国融证券研究与战略发展部

（1）4 月 17 日政治局会议——总量政策在路上

主要内容：会议指出，稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。

点评：本次直接指出要运用降准、降息、再贷款等手段，且继续强调引导贷款市场利率下行，表明后续总量型降准、降息可期，同时由于 LPR 利率已相对较低，为保证后续“OMO-MLF-LPR”传导链条的有效性，降低银行负债端成本

势在必行，因此年内仍有可能调降存款基准利率，货币宽松还将打开债券收益率下行空间。另外，为保证资金直接支持中小微企业，预计二季度企业融资环境仍将较为友好，信用债发行规模继续上升可期。

（2）4月21日国务院常务会议——首次统一下调拨备覆盖率

主要内容：4月21日，国务院常务会议决定，为促进金融机构更好服务小微企业，将普惠金融在银行业金融机构分支行综合绩效考核指标中的权重提升至10%以上；将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点，释放更多信贷资源，提高服务小微企业能力

点评：本次拨备覆盖率下调将是继2018年3月原银监会差异化下调拨备覆盖率之后，我国监管部门首次对中小银行统一下调拨备覆盖率。本次下调拨备覆盖率，有助于通过缓解银行资产质量压力、提升银行资本充足水平，提升中小银行信贷投放能力。同时，在把控资产风险的前提下，阶段性下调拨备覆盖率的最低要求，可以对商业银行的信贷投放产生正向的激励效果。

2. 财政政策：政策舞台的“新主角”

2.1 财政政策总体方向：经济正常化仍需耐心，财政政策将更加积极

3月，全国一般公共预算收入10752亿元，同比下降26.11%；全国一般公共预算支出22934亿元，同比下降9.4%。财政数据显示疫情冲击压力仍在，后续财政收入依旧不容乐观；同时，一季度GDP增速-6.8%，创历史新低，预示在疫情冲击之下经济下行压力不减。观察近期的财政政策趋势，可以发现在目前经济数据表现较差，财政收支承压，基本面下行压力加大的大背景下，财政政策总体取向积极，稳企业、保民生、扩内需意图明显。

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_5461

