

货币金融政策应对疫情扰动 债券发行迎来政策窗口期

——新冠肺炎疫情对债券市场的影响分析（二）

主要观点

■ 疫情扰动下的货币金融政策环境：

- 货币政策正在强化定向滴灌，政策节奏有所加快，逆周期调节力度加大，金融严监管力度也有所调整；
- 以央行等五部门联合发布的《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》为基础，各部门出台系列措施，加大金融对相关企业支持力度。

■ 疫情扰动下的信用风险特征：

- 疫情对企业收入和盈利能力产生普遍影响，引发市场对于信用风险上升的担忧；基准情景下，疫情对债券违约风险的推升作用有限；对产业债影响大于城投债，但对产业债各行业影响程度不同；政策层面看，对城投债影响偏利好。

■ 疫情扰动下的信用债融资：

- 债券发行利率将随着资金利率走低而下降，同时，政策层面上支持发行人在疫情期间发新还旧，对发行人来说，上半年将是难得的政策窗口期；
- 近期“疫情防控债”成为市场热点，融资效率和发行利率都颇具吸引力；已发行“疫情防控债”发行人以高等级国企为主，预计随着政策覆盖面扩大，发行主体类型将更趋多元化。
- 疫情扰动下，信用债市场将面临政策力量和市场力量的博弈，发行人需明确自身在博弈中所处的位置，匹配性把握政策红利。

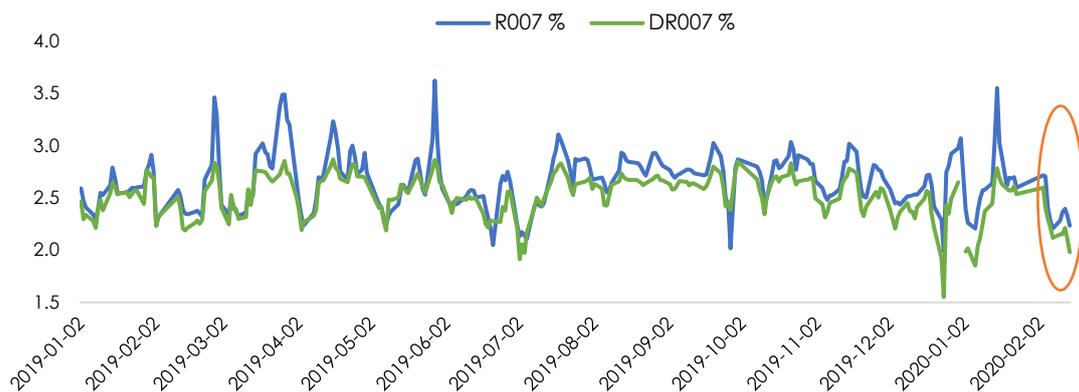
一、新冠肺炎疫情扰动下的货币金融政策环境

新冠肺炎疫情对今年宏观经济的正常运行产生明显扰动。我们预计，在基准情景下，一季度经济增速将降至 5.0%，全年经济增速将降至 5.7%。相较我们此前的预测，疫情下拉一季度 GDP 增速 1 个百分点，下拉全年 GDP 增速 0.3 个百分点。在疫情扰动下，为支持疫情防控，对冲疫情对宏观经济运行和微观企业经营的负面冲击，政策应对正积极跟进，各项支持政策密集出台。

1. 货币政策正在强化定向滴灌，政策节奏有所加快，逆周期调节力度加大，金融严监管力度也有所调整

短期内疫情给货币政策带来两个方面的转变：首先，“定向滴灌”在方向上会有所调整。原来的一些结构性货币政策工具，如定向降准、TMLF(定向中期借贷便利)、再贷款再贴现等，主要指向制造业、民营和中小微企业，现在还要加上受疫情严重影响的企业以及对抗击疫情发挥关键作用的市场主体，这包括已经宣布实施的 3000 亿元再贷款资金。其次，货币政策宽松的节奏有所前移，原计划的一些边际宽松措施，如降息、降准等，可能提前实施。2 月 3 日-11 日，央行通过逆回购操作共投放资金 2.7 万亿元，带动货币市场利率明显下行；同时，2 月 3 日央行下调 7 天期和 14 天期逆回购利率各 10 个基点，不管是实施的时间还是下调幅度都超出市场预期。这表明货币政策正在对当前疫情影响展开对冲操作，逆周期调节在量、价两方面同时发力，且调节力度明显加大。

图 1 春节后货币市场利率明显下行



数据来源：WIND，东方金诚

上述操作与1月31日央行等五部门发布的《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》精神相吻合。大规模资金注入及利率下调将推动“宽货币”势头，预示着2月20日1年期LPR报价恢复下行几乎已成定局，预计下调幅度也在10个基点左右。考虑到此前三次一年期LPR报价下调幅度均为5个基点，这意味着短期内市场化降息过程将会加速。此外，在2月20日之前，央行可能还会开展例行的MLF操作，届时MLF招标利率也有望下行，政策利率体系将联动调整。这意味着自去年11月5日MLF招标利率三年来首次下调后，政策性降息过程也将持续。我们预计全年LPR市场化降息会达到50个基点，MLF政策利率将下调40个基点左右。

在降准方面，预计今年全面降准将达到3次，共计1.5到2.0个百分点，其中上半年可能实施2次；此外，央行还有可能针对本次疫情实施定向降准或临时降准（CRA）。总体上看，当前货币政策的焦点是为抗击疫情提供良好的金融环境，一些支持措施的力度可能明显加大，流动性将保持充裕状态，带动货币市场利率波动中枢下移——DR007或将持续运行于7天期逆回购利率附近，隔夜利率中枢有望降至1.5%。

表1 2020年货币政策逆周期调节力度将显著加大

	*2020年	2019年
下调政策利率（MLF招标利率）	4次，40个基点	1次，5个基点
普遍降准	2-3次，1.5至2.0个百分点	2次，1.5个百分点

数据来源：WIND，东方金诚，*号代表预测值；1个基点相当于0.01%。

在金融严监管节奏和力度方面，疫情爆发后，稳定市场主体融资来源的迫切性显著上升，而资管新规覆盖的非标资产是各类企业的重要融资渠道之一。另外，当前理财产品在优先股、永续债、二级资本债等银行资本补充工具上投资规模很高，短期内集中处置难度很大，还会对今年中小银行多渠道补充资本金带来一定影响。由此，监管层近期已明确表示，“要按照资管新规要求，有序完成存量资管业务规范整改工作，对到 2020 年末确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”。

我们估计，资管新规过渡期初步延长一年后，2018 年以来严监管带来的局部社会信用收缩现象会有明显缓解。这将较大幅度缓和民营企业融资压力，今年基建投资提速也将获得更好的资金保障。与此同时，中小银行资本补充过程也将顺利推进，这意味着银行可贷资金规模扩大，金融体系对实体经济的支持力度有望进一步增强。最后，考虑到监管层会对疫情给宏观经济带来的影响将进行持续评估，资管新规过渡期延长期限还有再次调整的可能。从对债市的影响来看，过渡期延长不会改变非标资金转移到标准化债权资产的趋势，而因非标资产收益较高，会增加对低等级信用债的配置需求。从维护市场流动性和缓解信用收缩的角度来看，资管新规过渡期延长对债市影响偏利好。

2. 以央行等五部门联合发布的《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》为基础，各部门出台系列措施，加大金融对相关企业支持力度

1 月 31 日，央行会同财政部、银保监会、证监会和外汇管理局等部门联合印发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》（以下简称“通知”），提出支持疫情防控工作的“金融 30 条”。各部门就通知内容做出说明，并出台配套措施；同时，各级政府金融支持举措也基本围绕“通知”内容。可以说，“通知”指导性意义很强，奠定了当前形势下强化金融支持疫情防控工作的政策基调。我们大致梳理了近期发布的与企业融资和信用风险相关的主要举措。

(1) 从提高信贷资源可及性和降成本角度加大货币信贷支持力度

央行：下发《关于发放专项再贷款、支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》，专门安排 3000 亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款；据央行有关部门负责人介绍，到目前（2 月 14 日）为止，央行已收到上千家重点企业名单，优惠利率贷款正在快速发放，贷款利率基本在 2%-3.15% 之间，企业平均负担成本低于 1.5%。

银保监会：下发《关于加强银行业保险业金融服务、配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度；对受疫情影响较大的行业，以及有发展前景但受疫情影响暂遇困难的企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷；对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷；通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响。

财政部：印发《关于支持金融强化服务、做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》，对疫情防控重点保障企业贷款给予财政贴息支持，对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息，贴息期限不超过 1 年，贴息资金从普惠金融发展专项资金中安排。

(2) 保障企业债券发行顺畅，支持疫情防控期内到期债券发新还旧

央行等五部门：印发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情的通知》，优化公司信用类债券发行工作流程，鼓励金融机构线上提交公司信用类债券的发行申报材料，远程办理备案、注册等；对募集资金主要用于疫情防控以及疫情较重地区金融机构和企业发行的金融债券、资产支持证券、公司信用类债券建立注册发行

“绿色通道”；已取得债券发行许可，因疫情影响未能在许可有效期内完成发行的，可向证监会申请延期发行；上市公司受疫情影响，难以按期披露业绩预告或业绩快报的，可向证券交易所申请延期办理。

证监会：对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧；加强与投资者沟通协调，积极引导投资者对疫情防控期间到期的公司债券，通过与发行人达成展期安排、调整还本付息周期等方式，帮助发行人度过困难期。

交易商协会：发布《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》，支持受疫情影响较重地区和行业企业注册发行，对湖北等疫情较重地区企业，加强注册发行特别是发新还旧服务；支持参与疫情防控企业注册发行，对募集资金主要用于疫情防控领域的，进一步加大支持力度，简化注册发行业务流程，畅通直接融资渠道。

发改委：发布《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》，允许企业债券募集资金用于偿还或置换前期因疫情防控工作产生的项目贷款；鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，为受疫情影响的中小微企业提供流动性支持；允许债券发行人使用不超过 40% 的债券资金用于补充营运资金，同时放宽委托贷款集中度要求；对于自身资产质量优良、募投项目运营良好，但受疫情影响严重的企业，允许申请发行新的企业债券专项用于偿还到期债务；为受疫情影响较大的企业以及疫情防控重点保障企业新申请企业债券设立申报“绿色通道”。

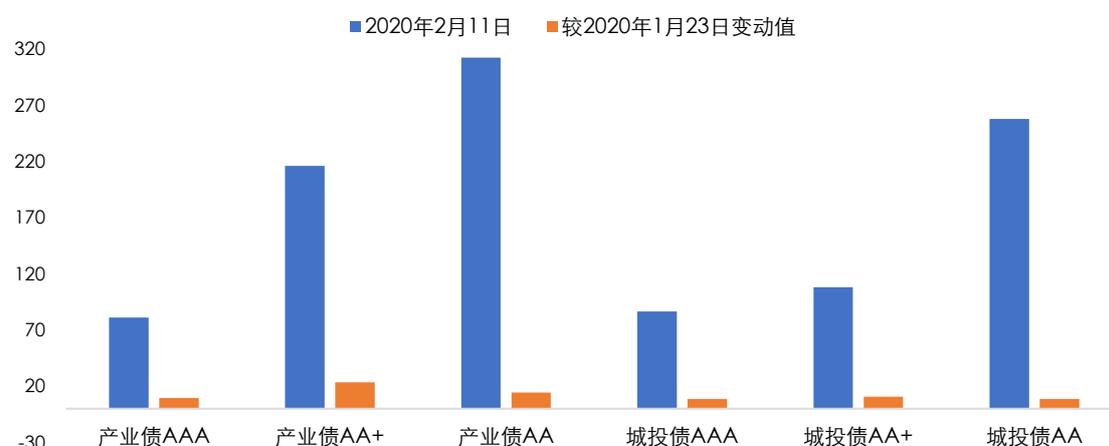
二、新冠肺炎疫情扰动下的信用风险特征

由于疫情对企业收入和盈利能力产生普遍影响，引发市场对于债券违约风险上升的担忧。我们认为，如果疫情能够得到及时控制，企业尚可以消化其负面冲击，并随着疫

情结束后的需求反弹，实现盈利水平的回升。更进一步讲，债券发行人基本上是有有一定规模的企业，跟通常意义上的中小企业相比，具备较强的抗冲击能力。在这个过程中，疫情可能会放大个别企业面临的困难，加大其违约风险，但根源上还是企业自身问题的暴露。此外，近期监管密集出台各项金融支持措施，尤其是受疫情影响较大的企业、行业和区域受到政策“力挺”，从政策层面来看，融资环境反而得到改善。因此，**在基准情景下，我们认为疫情对整体信用风险的推升作用有限。**

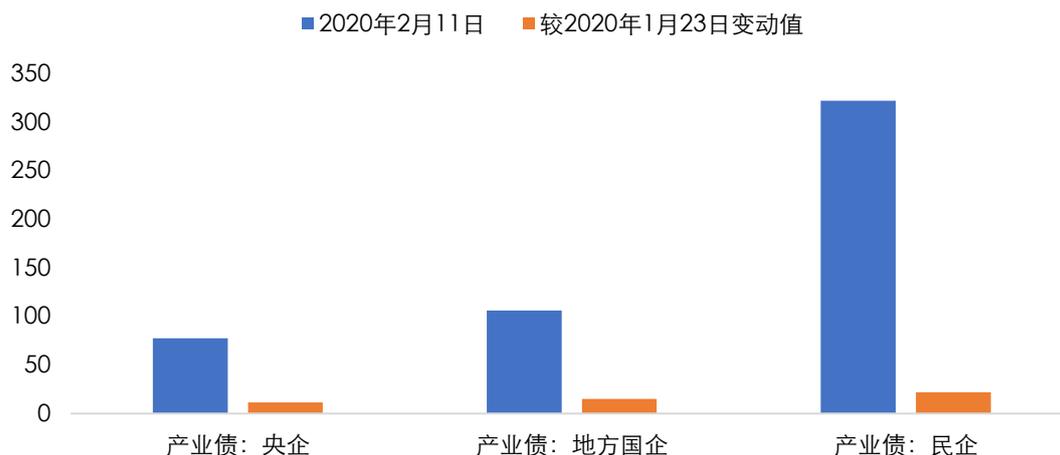
具体来看，**疫情对产业债的影响大于城投债**，2月11日AAA级、AA+级和AA级产业债利差中位数较节前分别上行9.7bp、23.6bp和14.3bp，中低等级利差上行幅度明显大于高等级，而AAA级、AA+级和AA级城投债利差中位数较节前分别上行8.8bp、10.8bp和8.7bp，高低等级之间的分化并未明显加大。这也反映出，疫情对于中低等级产业债利差的冲击更大。此外，疫情对多数企业生产和经营都将产生负面影响，尤其是抗冲击能力较弱的民营企业违约风险边际上升，这将**进一步加剧民企和国企之间的信用分化**——2月11日央企、地方国企和民企产业债利差中位数较节前分别上行11.5bp、15.0bp和21.9bp。

图2 各等级城投债和产业债利差中位数（单位：bp）



数据来源：Wind，东方金诚

图3 不同主体性质产业债利差中位数（单位：bp）



数据来源：Wind，东方金诚

疫情对多数行业收入和盈利能力产生负面影响，但影响程度不同。从疫情对三次产业的影响来看，服务业受到的冲击最为直接。当前，旅游、餐饮、娱乐、零售、酒店等服务业基本处于停摆状态，且与商品消费会在疫情消退后迅速回补不同，部分服务消费损失存在不可逆性，且影响波及的时间周期可能会持续到年底左右。第二产业方面，受到交通管制、复工延迟、用工困难、终端需求减弱等因素影响，工业生产和建筑业也会受到冲击，而且短期内接近终端消费的下游行业受到的影响较大，随后沿着产业链逐步向中上游传导。另外，医药、游戏等行业整体将从中受益。从中长期来看，疫情将对行业生态和竞争格局将产生长远影响。具体分析如下：

(1) 影视、旅游餐饮、零售、高速公路及航空等行业将受到直接冲击，基准情景下，上半年收入及利润增长将承受很大压力，经营性现金流入的下降将会导致流动性趋紧，外部融资需求增加，债务负担或将有所上升；对影视、旅游餐饮等行业而言，疫情将导致行业内中小企业加速出清，行业集中度有望提升；对零售行业而言，百货和购物中心营收将下降，而必需品为主的超市和网络零售商总体受益，且线上线下将加速融合。另外，疫情对汽车产业链的冲击也比较大，短期内上游产能开工率将大幅下降，全年收入和利润将有一定下滑；同时，零售端交易时间被迫缩短，周转效率下降，流动性风险

快速上升，行业内低效企业将加速退出。

(2) 疫情对电子信息、家电等行业影响中等，短期来看行业需求面临扰动，但在疫情结束后有望迅速回补，全年需求影响不大；建筑、工程机械等行业受复工延迟影响短期承压，但疫情将带动基建稳增长需求上升，房地产政策也存在边际放松的可能，后期行业需求有望明显改善；同样地，疫情影响下，钢铁、煤炭、化工、有色等上游行业在一季度面临着库存增加、产品价格下跌、盈利能力下滑等压力，但随着各地陆续复工，需求将逐步恢复，价格随之反弹，盈利能力有望回升。

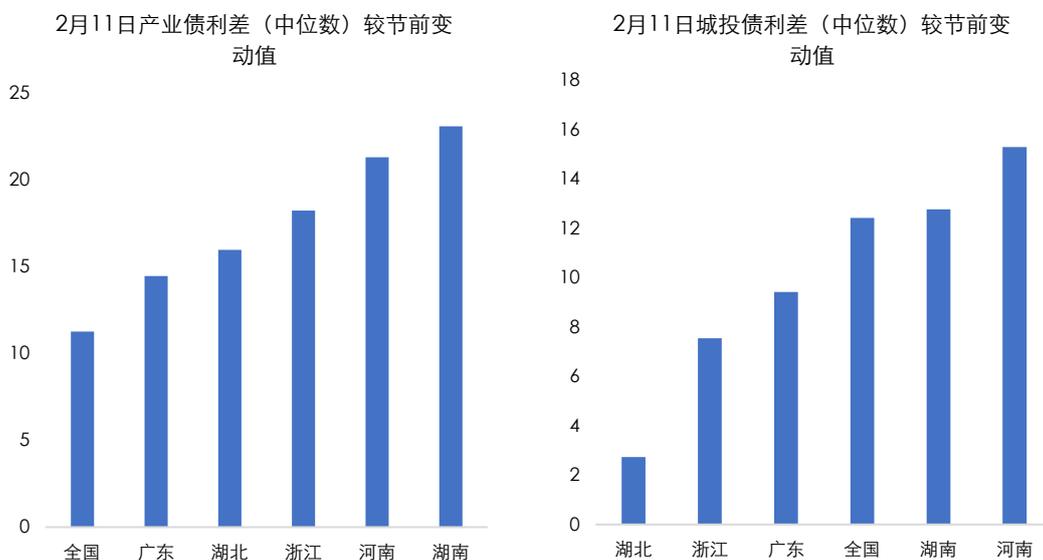
(3) 房地产行业方面，疫情将加大房企短期销售及回款压力，部分重点布局在以湖北省为主的房企将面临更大的销售去化压力，同时疫情对返乡置业的购房需求形成抑制，布局在三四线及以下城市的房企需求亦将受到影响。目前的“网上购房”及“无理由退房”对冲效果预计有限；地产企业一季度至上半年面临流动性压力，但预计随着疫情逐步控制，及“三稳”目的下的政策面边际放松，全年房地产整体稳定。

(4) 城投债方面，**疫情对城投债影响有限，政策层面上偏利好，今年城投行业信用风险仍将处于较低水平。**疫情对城投债的影响可以从两个角度来看。一是疫情较为严重的地区抗疫相关支出较大，加之税收收入、土地出让金收入受阻，疫情会在一定程度上弱化地方政府财政实力，短时间内可能会减弱城投公司获得的外部支持。二是疫情拖累宏观经济增长，逆周期政策对冲需求上升，基建将发挥更加重要的抓手作用，城投行业政策及再融资环境有望边际放松，从这个角度看，城投债将受益于政策利好。

我们认为，疫情重灾区，以湖北省为代表，经济和财政实力较强；当前政策向重灾区倾斜，区域内城投公司更加容易利用“绿色通道”等融资支持政策；此外，疫情结束后，重灾区通过基建修复地区经济的需求更大，这将支撑区域内城投公司偿债意愿，避免引发区域系统性风险。我们注意到，春节后湖北省城投债利差基本走平，也反映出市

场认为该省城投平台风险可控。

图 4 节后疫情重灾区产业债和城投债利差变动情况（单位：bp）



数据来源：Wind，东方金诚

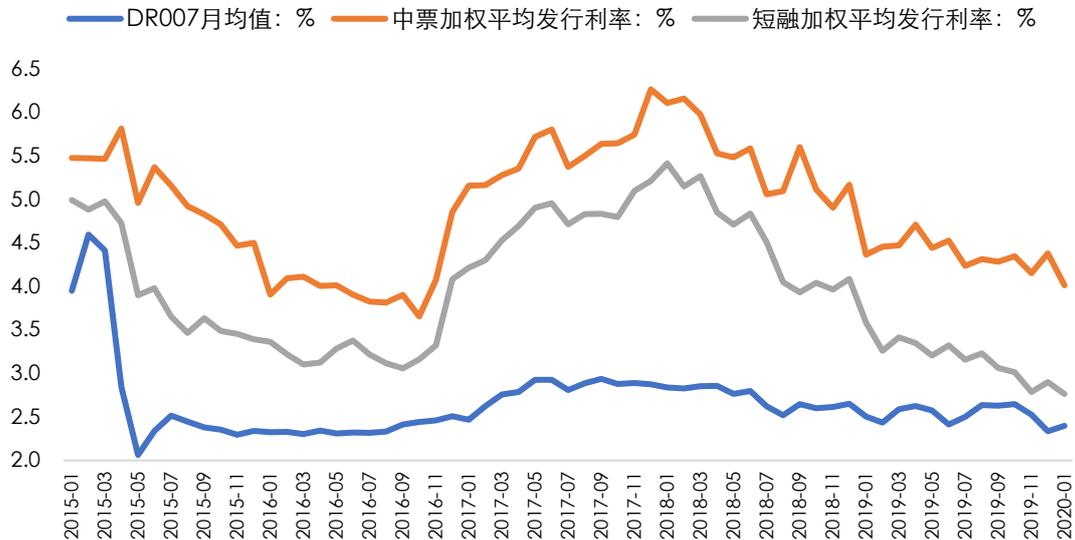
三、新冠肺炎疫情扰动下的信用债融资

回顾近年信用债发行情况，在市场发展到一定规模和深度，发行监管制度难以出现大的变革的情况下，货币政策与流动性环境成为影响一级市场景气度的决定性因素。当货币政策转向宽松，流动性边际放松，债券发行量会有所增加，主要有两方面原因：一是相对于贷款利率，货币市场利率向债券发行利率的传导较为通畅，随着流动性宽松带动货币市场利率走低，债券融资成本也会下降；二是货币宽松将会提振市场情绪，二级市场利好将传导至一级市场，同时，流动性充裕也会带动债券需求走高。

我们此前预测 2020 年货币政策易松难紧，降息周期启动将带动资金利率中枢趋于下行，进而推动发行成本进一步下行。疫情扰动下，货币宽松力度加码，这一预期进一步强化。从政策节奏来看，基准情景下，今年上半年将处于疫情防控期和疫情结束后的经济修复期，货币宽松力度值得期待。下半年，随着经济回归正常轨道，货币政策也将重回稳健中性，但央行收紧货币政策的可能性不大，整体基调将维持宽松。因此，从信用债一级市场来看，债券发行利率将随着资金利率走低而下降，同时，各项措施支持发

行人在疫情期间借新还旧,对发行人来说,疫情影响下,上半年将是难得的政策窗口期。

图 5 流动性宽松有望带来债券发行利率的进一步下行



数据来源: Wind, 东方金诚

值得一提的是,近期“疫情防控债”成为市场热点,投资者认购火爆。广义上讲,疫情防控债发行人涵盖能够通过“绿色通道”发行债券的受疫情影响严重的企业及抗疫相关企业,资金用途可为抗疫防疫,也可用于借新还旧。从已经公开发行的疫情防控债来看,发行人以高等级国企为主,债券类型为超短融,融资效率和发行利率都颇具吸引力。预计随着政策覆盖面扩大,影响力提升,将有更多发行人尝试发行“疫情防控债”,发行主体类型将更趋多元化。

表 2 截至 2 月 13 日已发行疫情防控债情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	主体评级	票面利率(%)	发行人行业	企业性质	债券类型
20 通用(疫情防控债)SCP001	20	0.2459	AAA	2.4000	资本货物	央企	超短融
20 夏商(疫情防控债)SCP002	4	0.2896	AA+	2.8000	食品与主要用品零售 II	地方国企	超短融
20 深航空(疫情防控债)SCP006	6	0.4918	AAA	2.0000	运输	央企	超短融
20 深航空(疫情防控债)SCP005	7	0.4863	AAA	1.9900	运输	央企	超短融
20 九州通(疫情防控债)SCP003	10	0.7377	AA+	2.9000	食品与主要用品零售 II	民营企业	超短融

20 天士力(疫情防控债)SCP002	5	0.7377	AA+	4.5000	制药、生物技术与生命科学	民营企业	超短融
20 厦门航空(疫情防控债)SCP002	4	0.4836	AAA	2.3000	运输	央企	超短融
20 深航空(疫情防控债)SCP004	5	0.4891	AAA	2.0000	运输	央企	超短融
20 厦门航空(疫情防控债)SCP003	3	0.7322	AAA	2.4700	运输	央企	超短融
20 云投(疫情防控债)SCP003	10	0.0820	AAA	2.6000	资本货物	地方国企	超短融
20 物美(疫情防控债)SCP002	3	0.6311	AAA	2.9500	资本货物	民营企业	超短融
20 九州通(疫情防控债)SCP002	5	0.7377	AA+	3.0000	食品与主要用品零售 II	民营企业	超短融
20 南山(疫情防控债)SCP001	3	0.7377	AAA	2.5000	运输	央企	超短融
20 华发(疫情防控债)SCP003	10	0.2459	AAA	2.5000	资本货物	地方国企	超短融
20 科伦(疫情防控债)SCP001	8	0.7377	AA+	2.9000	制药、生物技术与生命科学	民营企业	超短融

数据来源：Wind

总体上看，货币宽松及金融支持力度的加大，对信用债市场产生确定性利好，当然不同类型发行主体受益程度不同，需做具体分析。从市场角度来看，疫情冲击宏观经济运行和微观企业经营，对信用基本面产生负面影响，投资者避险情绪提升，风险偏好下降，这将加大信用债市场的结构性分化。由此，疫情扰动下，信用债市场将面临政策力量和市场力量的博弈，发行人需明确自身在博弈中所处的位置，抓住政策窗口期，匹配性把握政策红利。

具体来看，(1) 与疫情防控相关的企业，短期内将面临需求的集中释放和政策的全力支持，受益最为明显，但疫情结束后，两方面利好均将减退，应及时把握窗口期，可积极发行“疫情防控债”降低综合融资成本。(2) 受疫情负面影响较大的企业，短期经营遇到困难，从安全性角度讲，投资者可能会产生规避情绪，给融资造成一定困难，此时政策主要起到对冲作用，因此，如何利用相关支持政策或通过自救手段渡过难关是当

前的关键所在,而在疫情结束后,随着需求恢复,盈利反弹,市场力量的支持也将回升,因此,疫情期间即便不启动债券发行也可提前做好融资安排,待疫情结束后可迅速开展融资活动。(3) 对其他企业来说,定向支持政策的影响相对较小,但从宏观角度来看,降准、降息、加大流动性投放等宽松货币政策有利于整个信用债市场融资环境的改善,各类发行人均将受益于此,加之4月之前可省去披露年报,窗口期把握同样重要,也可尝试挖掘“疫情防控债”的发行机会;但相对于与疫情防控相关企业的红利期转瞬即逝,我们预计疫情结束后,流动性大幅抽紧的可能性也不大,全年利率都将处于较低水平,因此可结合自身资金需求安排债券发行节奏,无需操之过急。(4) 疫情扰动下基建稳增长需求上升,后疫情阶段城投债仍将受益于政策利好,资质较好、公益性强的城投公司可考虑发行中长期品种。(5) 后疫情阶段房地产政策也有边际松动的可能,但相较基建稳增长而言,不确定性相对较大,房地产企业可先控制发行期限,后续根据政策面和融资环境变化及时调整融资策略。

声明:本报告是东方金诚的研究性观点,并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息,东方金诚进行了合理审慎地核查,但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发,引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。