

抗疫特别国债发行开闸 资金面扰动无需过度担忧

6月15日，财政部决定发行2020年抗疫特别国债一期、二期，规模均为500亿元；16日决定发行抗疫特别国债三期，规模为700亿元。以上合计共1700亿。从发行方式看，这三期特别国债按照普通记账式国债执行，无特殊安排。另据多家媒体报道，今年特别国债将全部采用市场化方式发行。我们预计，监管层可能采取“地方债让道+全面降准”组合，对冲特别国债发行给资金面带来的影响。

一、特别国债开闸，资金面扰动在所难免，但其发行节奏均匀且地方债发行放缓，

6月政府债券供给压力大概率不会超过上月

特别国债开闸且采用市场化方式发行，引发市场对于资金面收紧的担忧。16日市场资金利率全线上行，债市大幅下挫。这种担忧情绪还有一个重要的背景，即5月专项债放量造成政府债券供给压力加大后，央行流动性投放低于市场预期。本次财政部启动特别国债发行，市场对资金面的担忧再度升温。我们认为，特别国债发行将会给资金面造成一定影响，但考虑到其发行节奏均匀，且同期地方债发行节奏放缓，6月政府债券供给压力大概率不会超过上月。

首先，从发行安排来看，今年特别国债并非一次性发行完毕，而是均衡发行节奏，从6月中旬开始，7月底前完成发行。平均来看，6月发行规模可能在3000-3500亿左右，7月将在6500-7000亿左右。同时，为了给特别国债的顺利发行腾挪市场空间，6-7月地方债和一般国债的发行规模可能会适度缩减。

其次，如果今年新增地方债额度需要在9月底前完成，接下来6-9月平均每月将发行新增地方债约5000亿，大幅低于5月份新增地方债1.04万亿的发行规模。即便考

考虑到再融资债券发行量的波动，5月份都将是年内地方债供给最高峰。事实上，截至上半月，6月以来地方债的发行节奏已经明显放缓。

因此，整体上看，6-7月政府债券供给压力不会超过5月。尤其考虑到特别国债发行节奏均匀，发行量将在未来一个半月内平均分散，单周供给压力并不集中，重现类似5月最后一周利率债供给规模陡升的可能性很小。

二、央行可能采取行动护航特别国债发行，不排除6月底或7月初降准的可能

从对债市的影响来看，供给压力加大会对债市产生阶段性扰动，但供给从来不是决定市场走势的核心因素，关键还是要看央行的态度。

5月央行货币宽松暂缓，资金利率中枢上移，原因在于前期市场利率大幅低于政策利率水平，导致“滚隔夜”加杠杆、结构化存款套利等现象抬头。由此监管层加大了对金融空转的“围剿”力度——首先就是从资金面入手，通过推高短端利率压缩套利空间。但资金利率的持续走高并不符合加大逆周期调节和宽信用的政策意图，因此，6月以来，央行公开市场操作频率明显增加，意在维持资金利率中枢基本稳定。这也意味着央行维护流动性合理充裕的态度不变，尽管资金面也难以重现4月份的宽松局面。

据媒体报道，为缓解特别国债发行对市场资金面的潜在扰动，财政部已与央行就相关事宜进行沟通协调。可以预计，后续央行将采取行动护航特别国债发行，以缓和资金面波动，不排除6月底或7月初降准的可能。由此，我们判断，在均衡发行节奏、地方债让道和央行货币政策配合下，特别国债发行对资金面和债市的扰动无需过度担忧。

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。