

## 第一财经研究院中国金融条件指数周报

(2020年5月18日 - 2020年5月22日)

### 货币宽松进入平台期

#### 摘要

截至2020年5月22日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.95，较前一周下降0.14。此外，指数60天滚动波动性仍呈上升趋势。

5月26日，央行在公开市场开展7天回购100亿元，7天逆回购利率维持在2.2%，释放价格信号。此次逆回购打破了此前37天无公开市场操作的空窗期，我们认为其价格信号意义远大于实际的流动性投放意义，疫情后的货币宽松暂时进入平台期。

自2月下旬开始，R007与DR007利率几乎始终维持在7天逆回购

利率的下方，此次逆回购利率保持不变削弱了市场对于进一步宽松的预期，有助于消除货币市场的资金空转并在短期内支撑人民币汇率。

即使如此，今年中国对外面临严峻的海外形势，对内面临后疫情时期的经济影响以及有可能卷土重来的二次疫情爆发，央行在下半年大概率将继续开展降准、降息操作。

## 正文

### 一、金融条件指数概况

截至2020年5月22日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.95，较前一周下降0.14。

图1：中国金融条件指数日度走势（2020年4月27日 - 2020年5月22日）

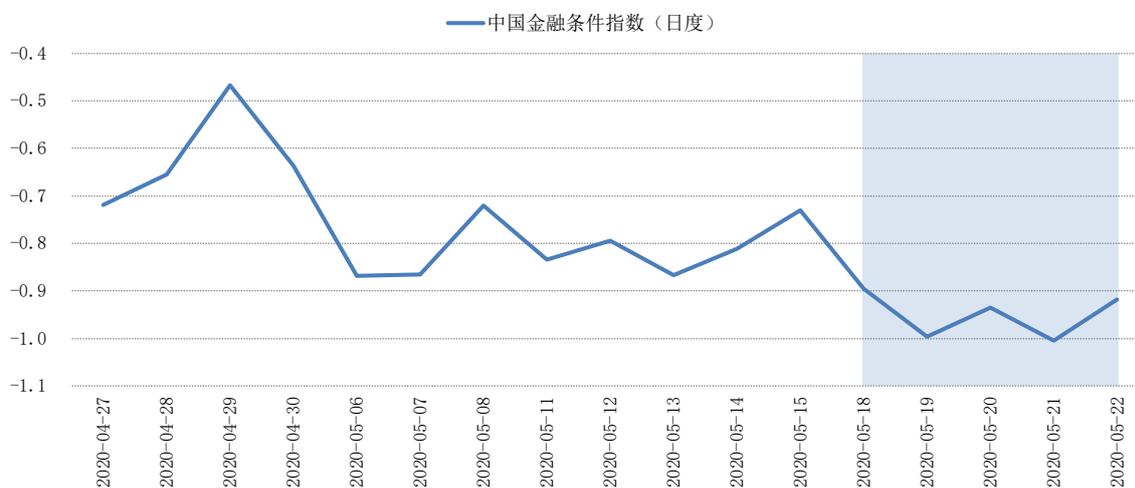
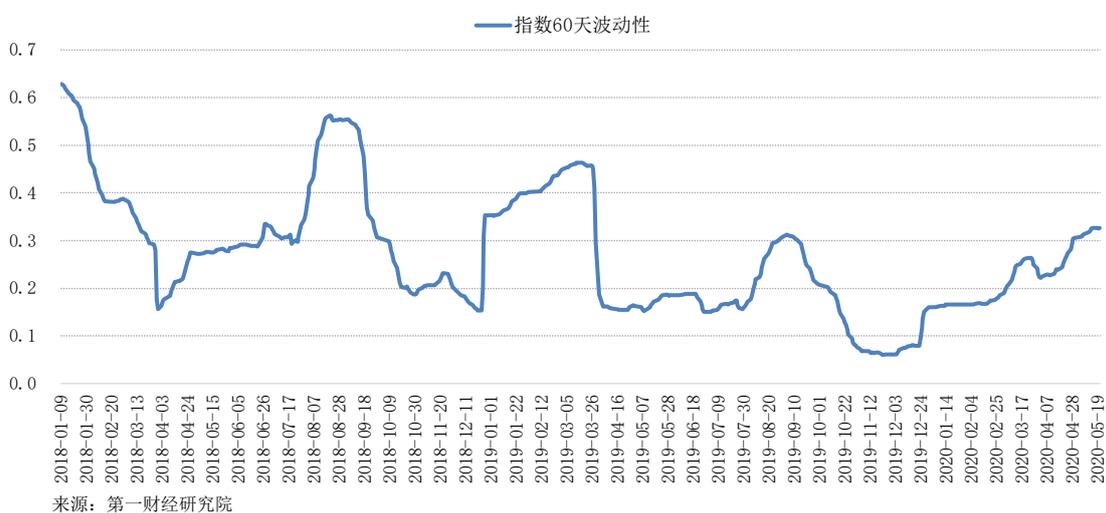


图2：中国金融条件指数日度走势（2015年1月5日 - 2020年5月22日）



虽然指数自五一节后连续三周下降，但是指数的波动性依然呈上升趋势。年内，指数60天滚动波动性由0.16上升至0.33。

图3：金融条件指数60天滚动波动性（2018年1月2日 - 2020年5月22日）



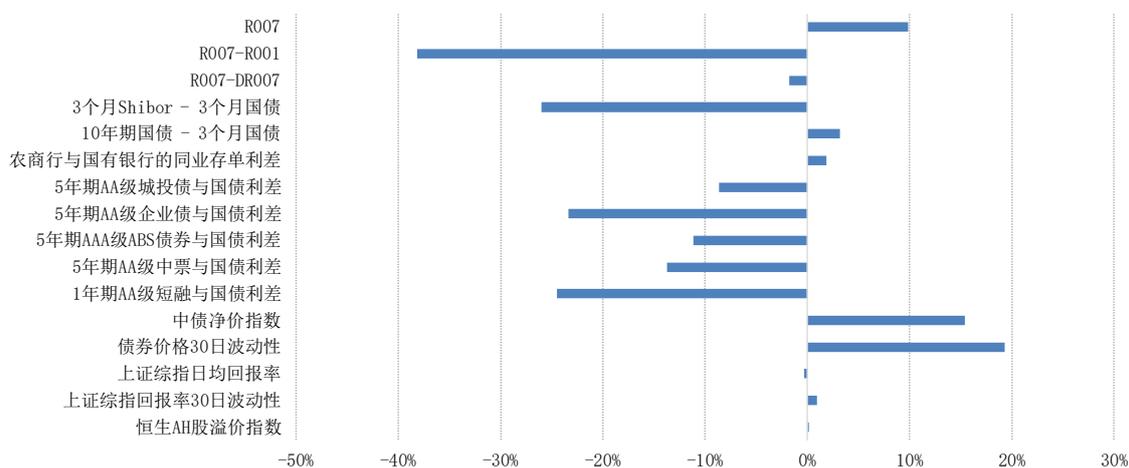
从各指标对指数变化的贡献度来看，上周货币市场流动性宽松以及债券信用利差下降是导致指数下行的关键因素。

从资金面来看，上周或受税期影响，R001 利率回升幅度明显，其

均值较前一周上升 35bp 至 1.2%，5 月 19 日 R001 一度升至 1.44%。与 R001 相比，R007 的上升幅度较为有限，R007 与 R001 之间的利差收窄至 30bp 左右，反映整体资金面依然较为宽松。

上周，信用债与国债之间的利差显著收窄，这主要是由于国债利率调整幅度大于信用债利率的调整幅度。整体来看，信用债与国债利差收窄对金融条件指数下行总贡献度达到 81.34%。

图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年5月18日 - 2020年5月22日）

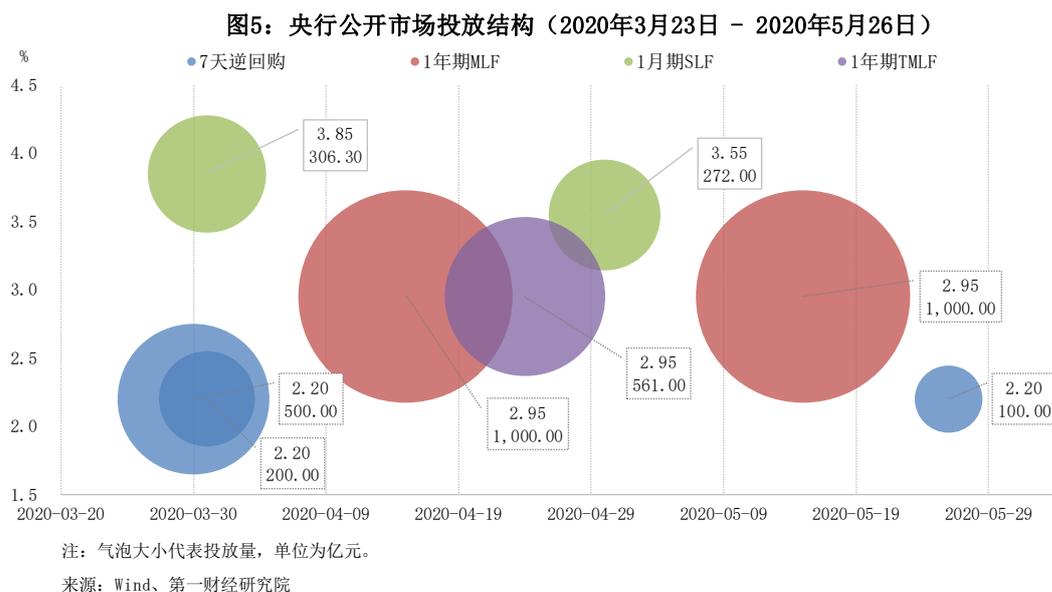


来源：第一财经研究院

## 二、央行流动性投放与政策利率

上周，央行并未开展任何货币工具投放。

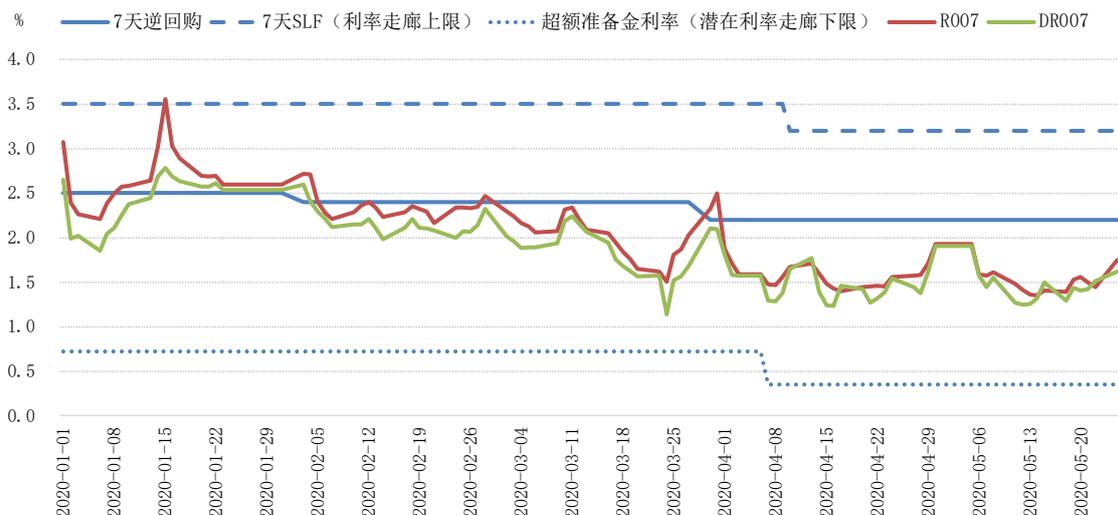
5 月 26 日，央行在公开市场开展 7 天回购 100 亿元，7 天逆回购利率维持在 2.2%。此次逆回购打破了此前 37 天无公开市场操作的空窗期。



我们认为，此次央行逆回购的价格信号意义远大于实际的流动性投放意义，疫情后的货币宽松暂时进入平台期。回顾今年以来的货币市场利率，我们可以发现自2月下旬开始，R007与DR007几乎始终维持在7天逆回购利率的下方，但央行除了在3月底下调7天逆回购利率20bp之后，并未进一步“随行就市”下调公开市场操作利率。此次逆回购利率保持不变削弱了市场对于进一步宽松的预期，有助于消除货币市场的资金空转并在短期内支撑人民币汇率。

另一方面，央行仍在不断帮助商业银行缓解由于拨备上升所带来的资本金压力。5月26日，央行开展年内第五期央行票据互换（CBS）操作，本期操作量为50亿元。年内，央行所开展的CBS操作累计达260亿元。

图6：货币市场政策利率与市场利率走势



来源：Wind、第一财经研究院

上周，货币市场利率整体有上升趋势。其中，R001 均值上升 35bp 至 1.2%，R007 均值上升 8bp 至 1.48%。

表1：货币市场利率周度均值变化（5月18日 - 5月22日）

利率	均值	变化
R001	1.2 %	34.93 bp
R007	1.48 %	8.02 bp
DR007	1.42 %	9.71 bp
Shibor 3M	1.4 %	0.08 bp
IRS 1Y	1.5 %	3.06 bp

来源：Wind、第一财经研究院

### 三、债券市场利率与利差

截至 5 月 22 日当周，债券市场利率普遍上行，流动性较好的短期品种与高评级债券的利率上行幅度更为显著。利率债中，3 月期国债

上升幅度最大，接近 10bp。信用债中，城投债与地方政府债的收益率上升幅度均超过 6bp。

表2：债券市场收益率周度均值与变化（5月18日 - 5月22日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	1.08 %		9.95 bp	
1Y 国债	1.31 %		8.81 bp	
5Y 国债	2.1 %		8.56 bp	
10Y 国债	2.69 %		0.53 bp	
5Y 政策性金融债	2.51 %		4.05 bp	
信用债及同业存单				
信用评级	AAA级		AA级	
收益率	均值	变化	均值	变化
6M 同业存单	1.44 %	2.13 bp	1.78 %	0.84 bp
5Y 商业银行普通债	2.8 %	3.21 bp	3.36 %	5.81 bp
5Y 地方政府债	2.39 %	6.07 bp	-	-
5Y 城投债	3.27 %	6.12 bp	3.71 %	5.12 bp
5Y 企业债	3.18 %	3.79 bp	3.94 %	1.39 bp
5Y 公司债	3.14 %	1.22 bp	3.94 %	2.93 bp
5Y ABS	3.44 %	5.3 bp	4.36 %	5.3 bp
5Y 中票	3.18 %	5.85 bp	3.95 %	3.93 bp
1Y 短融	1.9 %	1.31 bp	2.43 %	-1.43 bp

来源：Wind、第一财经研究院

从利差来看，由于国债收益率调整幅度大于信用债收益率调整幅

度，各信用债与国债利差反而呈收窄走势。

表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（5月18日 - 5月22日）

信用评级	AAA级		AA级	
	均值	变化	均值	变化
5Y 商业银行普通债	69.51 bp	-5.36 bp	126.11 bp	-2.76 bp
5Y 地方政府债	29.1 bp	-2.5 bp	-	-
5Y 城投债	116.77 bp	-2.45 bp	160.67 bp	-3.45 bp
5Y 企业债	107.94 bp	-4.78 bp	184.34 bp	-7.18 bp
5Y 公司债	103.54 bp	-7.35 bp	184.08 bp	-5.63 bp
5Y ABS	133.72 bp	-3.27 bp	225.55 bp	-3.27 bp
5Y 中票	108.3 bp	-2.71 bp	185.27 bp	-4.63 bp
1Y 短融	58.3 bp	-7.5 bp	111.96 bp	-10.24 bp

来源：Wind、第一财经研究院

## 四、政策动态

### 中国货币政策

1. 5月22日，《2020年国务院政府工作报告》发布，报告提出稳健的货币政策要更加灵活适度。具体包括：

- 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。
- 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，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

## 中国信贷政策

2. 5月22日,《2020年国务院政府工作报告》指出,未来将“强化对稳企业的金融支持”。信贷政策方面的具体措施如下:

- 中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底,对普惠型小微企业贷款应延尽延,对其他困难企业贷款协商延期。
- 鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。
- 大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。
- 大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%。
- 金融机构与贷款企业共生共荣,鼓励银行合理让利。为保市场主体,一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高,一定要让综合融资成本明显下降。

3. 5月23日,银保监会、工信部、发改委等六部门联合下发了《关于进一步规范信贷融资收费降低企业融资综合成本的通知》(下称《通知》),《通知》就信贷、助贷、增信、考核等6个环节,提出了20条要求,以进一步规范信贷融资各环节收费与管理,降低企业融资综合成本。此次通知较以前还提出了更新更具体的要求,包括:

- 不得在小微信贷融资贷款合同中约定提前还款或延迟用款违约金;
- 取消小微信贷融资中对法人账户透支承诺费和信贷资信证明费;
- 不得忽视企业实际需求将部分授信额度划为银行承兑汇票,或强制以银行承兑汇票等非现金形式替代信贷资金;
- 不得以断贷为由提高贷款利率;

- 银行应了解合作的第三方机构向企业收费情况，不与收费标准过高的三方机构合作；
- 除特定标准化产品外，不得为企业指定增信和专业服务机构；
- 对于小微企业信贷融资，鼓励银行主动承担强制执行公证费。

### 海外央行政策

4. 5月22日，日本央行召开紧急政策会议，宣布维持利率不变，并推出新的贷款计划，通过金融机构向中小企业提供融资，总规模为30万亿日元。加上已实施的贷款及购买企业债等计划，日本央行推出的企业资金周转援助政策总规模达到75万亿日元。日本央行表示，会继续密切关注疫情对经济的影响，如有必要将采取进一步宽松措施。

“第一财经研究院中国金融条件指数系列”包含基于交易数据的日度指数以及综合交易数据和统计数据的月度指数。指数值为标准分数（z-score），高于零的数值代表相对紧缩的金融环境，低于零的数值代表相对宽松的金融环境。日度指数将2015年1月5日至今的均值设为零，月度指数将2008年9月至今的均值设为零。第一财经研究院每周公布日度指数，每月公布月度指数。

