2020.6.9(Y-Research IB20-031)

刘昕 何啸/第一财经研究院研究员
liuxin@yicai.com

Committed to Improving Economic Policy.
www.cbnri.org

第一财经研究院中国金融条件指数周报

（2020 年 6 月 1 日 – 2020 年 6 月 5 日）

风险偏好修复，指数稳步下行

摘 要

截至 2020 年 6 月 5 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.2，较前一周下降 0.05。此外，在 6 月 1 日央行推出普惠小微企业贷款延期支持工具以及普惠小微企业信用贷款支持计划两项创新政策之后，金融条件指数的 60 天滚动波动性开始掉头向下。

从资金面来看，上周 R007 的均值为 1.78%，较前一周的 2.05%有所下降。央行连续两周开展大量 7 天逆回购操作，引导市场对政策利率形成新预期，并抚平市场波动，无论是 R007 还是 DR007 都从此前的 1.5%左右回升至政策利率附近。

债券市场依然延续了此前的调整，其中，短期国债由于流动性佳并且受货币政策影响较大，因此调整幅度最大，3 月期国债与 1 年期国债收益率分别上升 28.65bp 和 26.72bp。与此同时，信用债与国债之间的利差自 4 月末、5 月初的高点已有所下降，显示风险偏好已有所修复。随着全国经济活动的进一步回暖以及央行各类宽信用的货币工具逐步落实，信用利差仍有下行空间。

海外央行方面，欧央行在当地时间 6 月 4 日的会议中决定维持基准利率不变，并将大流行病紧急资产购买计划（Pandemic Emergency Purchase Program，PEPP）规模提高 6000 亿欧元，总额达到 1.35 万亿欧元，并把购买期限延长到至少 2021 年 6 月底。

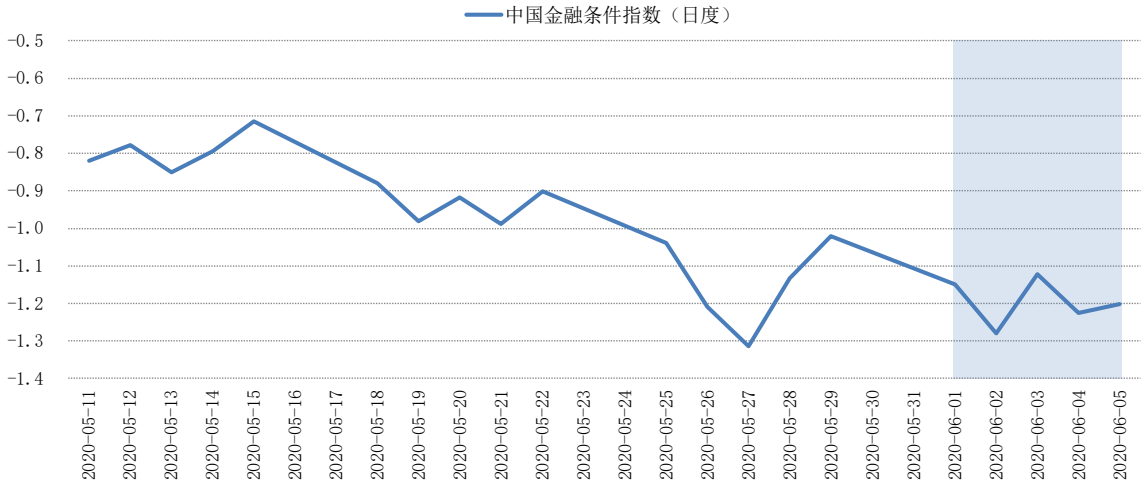
正 文

一、金融条件指数概况

截至 2020 年 6 月 5 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.2，较前一周下降 0.05。

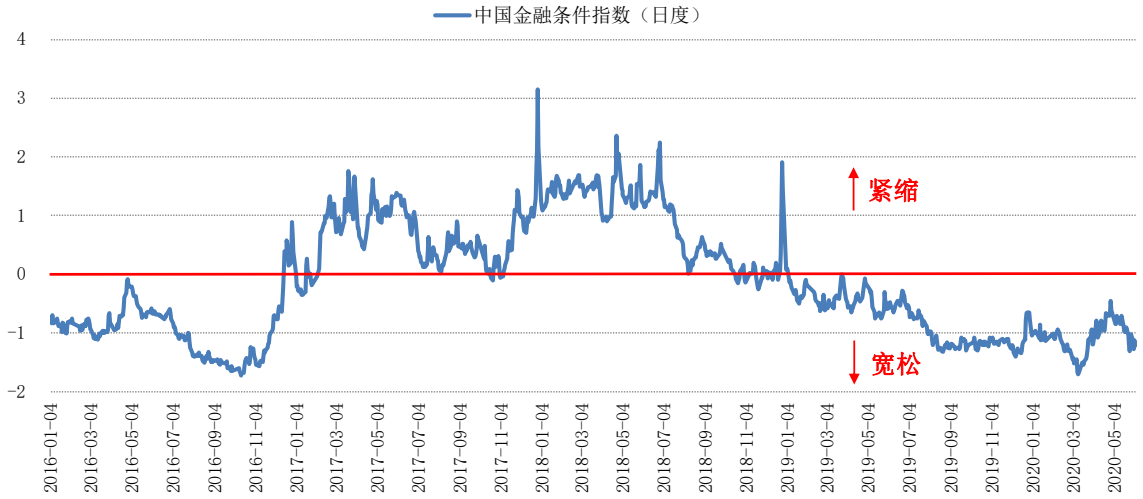
在过去四周，随着央行降准和公开市场操作资金的投放，配合创新直达实体经济的货币政策工具的推出，中国金融条件指数连续三周小幅下降，金融环境愈发宽松。

图1：中国金融条件指数日度走势（2020年5月11日 – 2020年6月5日）



来源：第一财经研究院

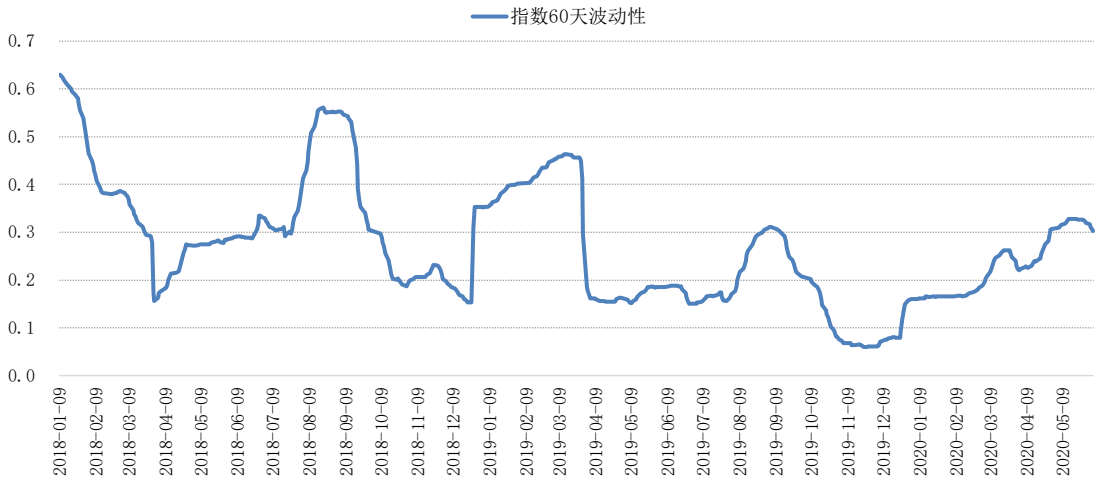
图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 – 2020年6月5日）



来源：第一财经研究院

从指数波动性来看，在 6 月 1 日央行推出普惠小微企业贷款延期支持工具以及普惠小微企业信用贷款支持计划两项创新政策之后，金融条件指数的 60 天滚动波动性开始掉头向下。

图3：金融条件指数60天滚动波动性（2018年1月2日 - 2020年6月5日）



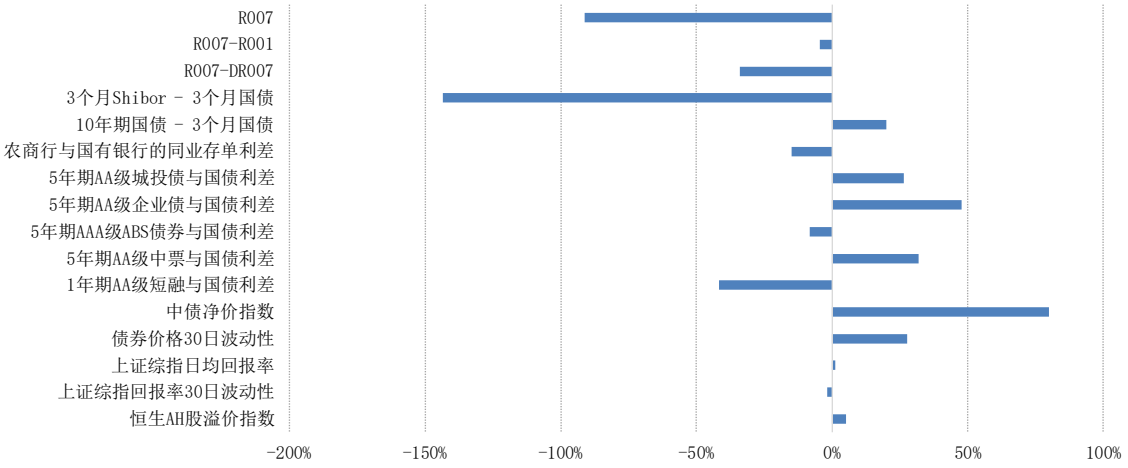
来源：第一财经研究院

从各指标对指数变化的贡献度来看，上周资金面较前一周宽松，而债券信用风险则有所收紧。

从资金面来看，上周 R007 的均值为 1.78%，较前一周的 2.05%有所下降。央行连续两周开展大量 7 天逆回购操作，引导市场对政策利率的新预期，并抚平市场波动。

上周，债券市场整体依然在调整，利率债与信用债的收益率均显著上升。此外，多数信用债与国债之间的利差也在上升。从贡献度来看，债券收益率上升对金融条件收紧的贡献度达到 80%，信用风险上升的贡献度达到 56%，债券价格波动对金融条件收紧的贡献度为 28%。

图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年6月1日 – 2020年6月5日）

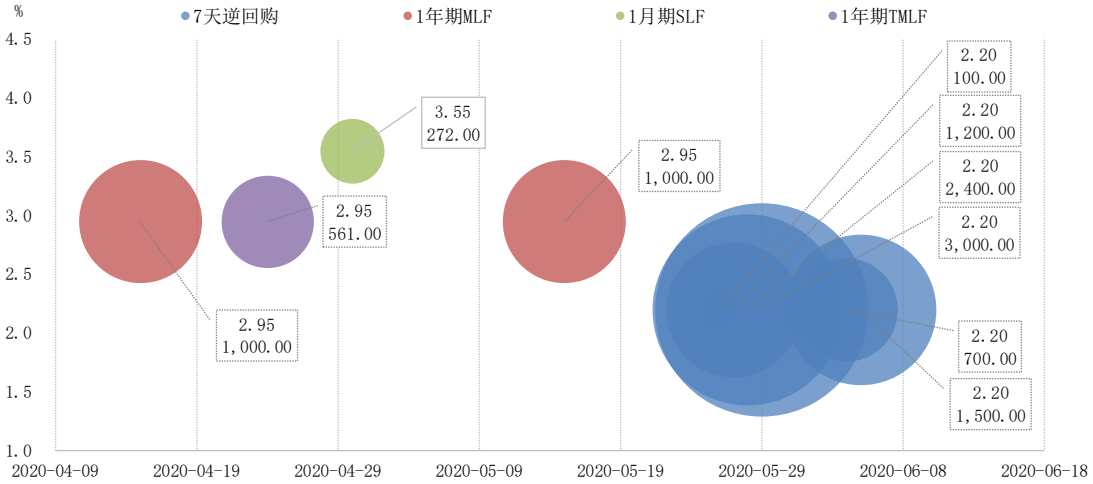


来源：第一财经研究院

二、央行流动性投放与政策利率

上周，央行分别于 6 月 4 日、6 月 5 日开展 7 天逆回购操作，金额分别为 700 亿和 1500 亿。与前一周总计投放的 6700 亿巨量逆回购相比，上周操作为缩量续作。7 天逆回购利率依然维持在 2.2%。

图5：央行公开市场投放结构（2020年4月13日 – 2020年6月5日）



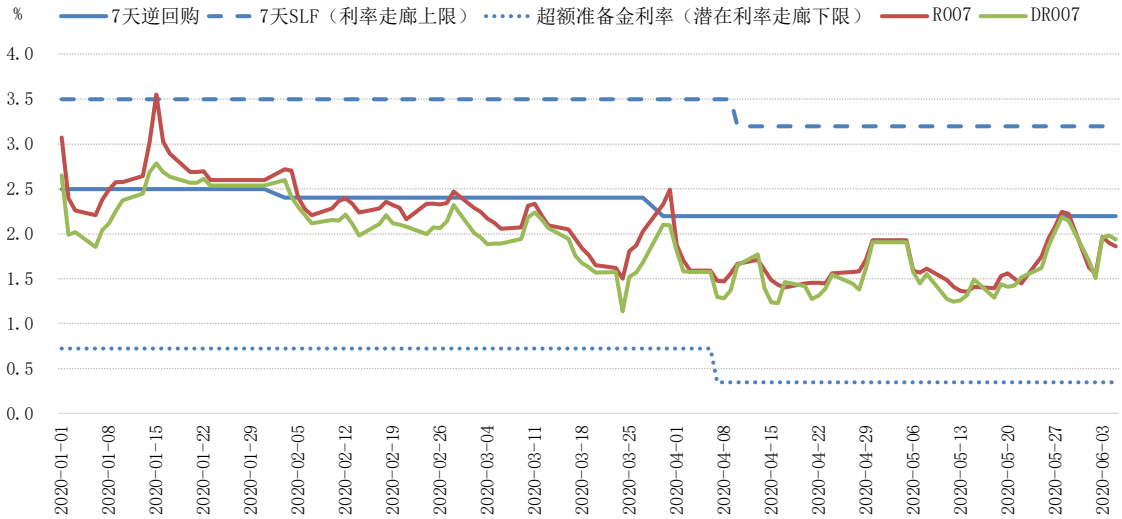
注：气泡大小代表投放量，单位为亿元。

来源：Wind、第一财经研究院

从货币市场利率来看，央行的逆回购操作较好地引导了市场预期，

无论是 R007 还是 DR007 都从此前的 1.5%左右回升至政策利率附近。其他货币市场利率中，上周 R001 下降 25.64bp 至 1.74%；3 月期 Shibor 上升 8.78bp 至 1.51%，仍有上升空间。

图6：货币市场政策利率与市场利率走势（2020年1月2日 – 2020年6月5日）



来源：Wind、第一财经研究院

表1：货币市场利率周度均值变化（6月1日 - 6月5日）

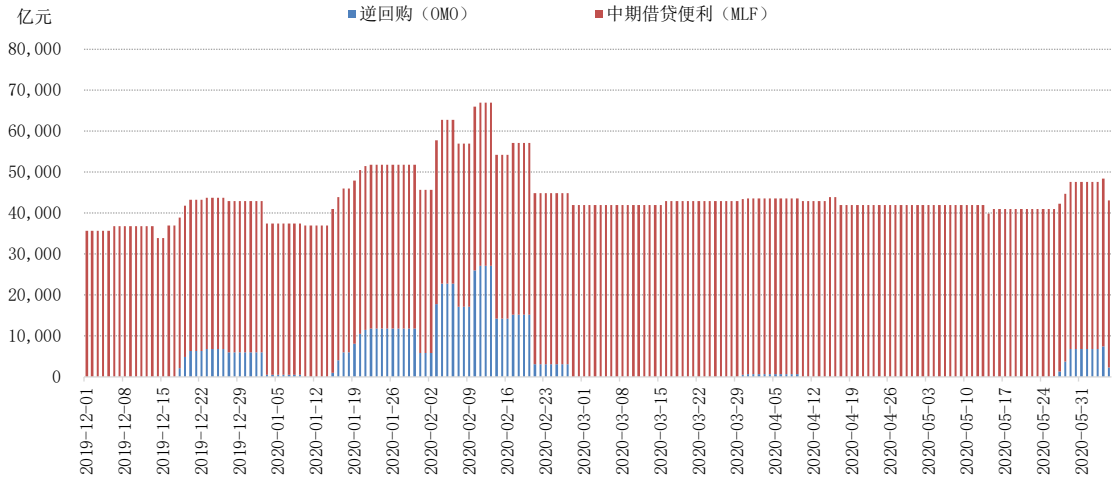
利率	均值	变化
R001	1.74 %	-25.64 bp
R007	1.78 %	-26.77 bp
DR007	1.82 %	-14.94 bp
Shibor 3M	1.51 %	8.78 bp
IRS 1Y	1.88 %	19.35 bp

来源：Wind、第一财经研究院

截至 6 月 5 日，央行公开市场流动性投放余额为 4.31 万亿元。其中，逆回购余额为 2200 亿元，MLF 余额为 4.19 万亿元。上周，央行

公开市场净回笼货币 4500 亿元。

图7：央行流动性投放余额（2019年12月1日 – 2020年6月5日）



来源：Wind、第一财经研究院

三、债券市场利率与利差

截至 6 月 5 日当周，利率债与信用债依然在同步显著调整中。其中，短期国债由于流动性佳并且受货币政策影响较大，因此调整幅度最大，3 月期国债与 1 年期国债收益率分别上升 28.65bp 和 26.72bp。

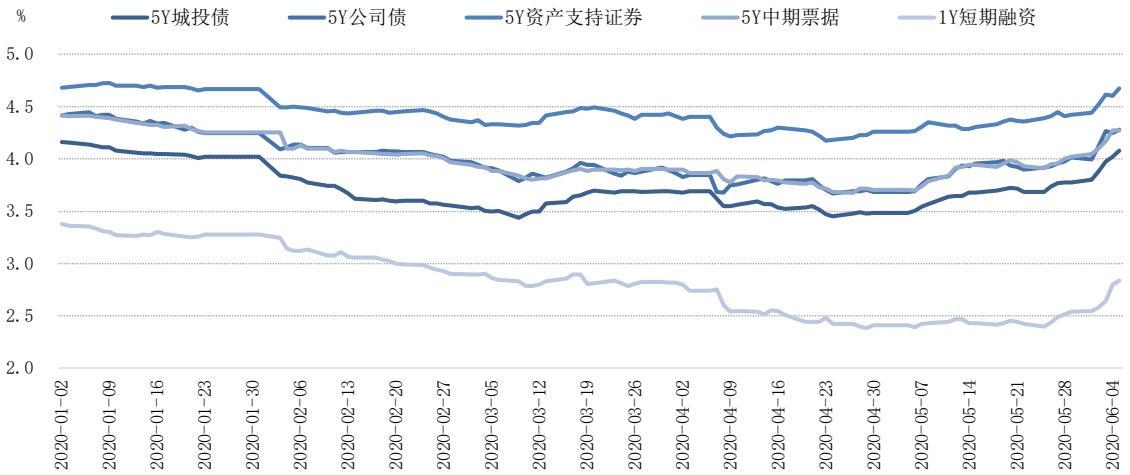
信用债中，商业银行普通债、城投债、企业债、公司债和短融的收益率调整幅度均在 20bp 以上。

表2：债券市场收益率周度均值与变化（6月1日 - 6月5日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	1.61 %		28.65 bp	
1Y 国债	1.82 %		26.72 bp	
5Y 国债	2.39 %		16.46 bp	
10Y 国债	2.8 %		7.49 bp	
5Y 政策性金融债	2.91 %		23.46 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	1.67 %	14.65 bp	1.87 %	7.06 bp
5Y 商业银行普通债	3.1 %	25.04 bp	3.65 %	24.04 bp
5Y 地方政府债	2.68 %	19.15 bp	-	-
5Y 城投债	3.51 %	20.64 bp	3.95 %	20.24 bp
5Y 企业债	3.45 %	23.11 bp	4.19 %	21.71 bp
5Y 公司债	3.42 %	22.16 bp	4.18 %	22.27 bp
5Y ABS	3.66 %	15.58 bp	4.57 %	15.48 bp
5Y 中票	3.41 %	19.12 bp	4.17 %	20.31 bp
1Y 短融	2.17 %	25.57 bp	2.68 %	20.46 bp

来源：Wind、第一财经研究院

图8：AA级信用债收益率走势（2020年1月2日 - 2020年6月5日）



来源：Wind、第一财经研究院

从利差来看，上周多数信用债与国债之间的利差仍在上升，而 5 年期 ABS 证券与 1 年期短融的利差在下降，其中 1 年期短融与国债的利差已降至年内低点。

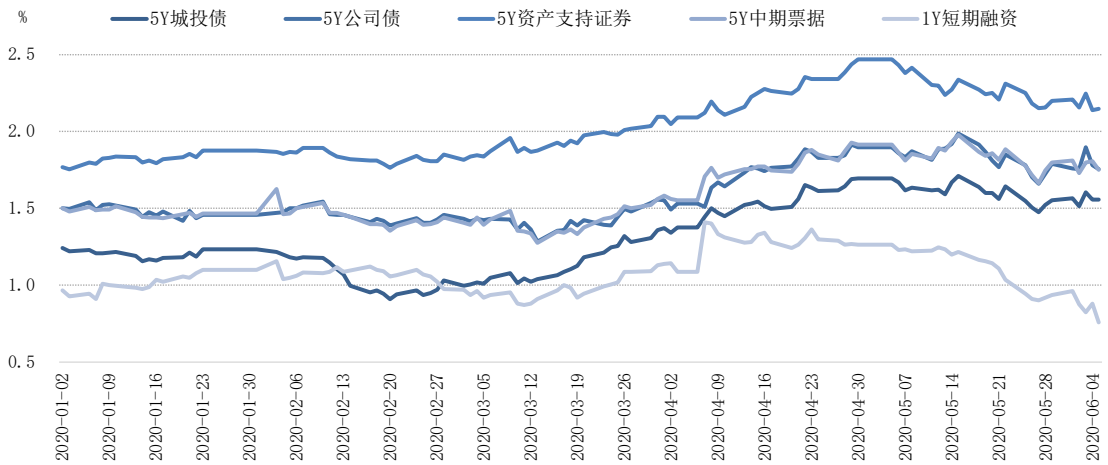
整体而言，信用债与国债之间的利差自 4 月末、5 月初的高点已有所下降。随着全国经济活动的进一步回暖以及央行各类宽信用的货币工具逐步落实，信用利差仍有下行空间。

表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（5月25日 - 5月29日）

信用评级	AAA级		AA级	
收益率	均值	变化	均值	变化
5Y 商业银行普通债	70.82 bp	8.58 bp	125.82 bp	7.58 bp
5Y 地方政府债	28.75 bp	2.69 bp	-	-
5Y 城投债	112.07 bp	4.18 bp	155.77 bp	3.78 bp
5Y 企业债	105.58 bp	6.65 bp	179.78 bp	5.25 bp
5Y 公司债	102.65 bp	5.7 bp	178.81 bp	5.81 bp
5Y ABS	126.44 bp	-0.88 bp	217.77 bp	-0.98 bp
5Y 中票	101.68 bp	2.66 bp	177.8 bp	3.85 bp
1Y 短融	35.18 bp	-1.15 bp	85.82 bp	-6.26 bp

来源：Wind、第一财经研究院

图9：AA级信用债与国债收益率差（2020年1月2日 – 2020年6月5日）



来源：Wind、第一财经研究院

四、政策动态

中国金融政策

1. 6 月 3 日，证监会发布了《关于全国中小企业股份转让系统挂

牌公司转板上市的指导意见》。主要内容包括三个方面：

- 基本原则。建立转板上市机制将坚持市场导向、统筹兼顾、试点先行、防控风险的原则。
- 主要制度安排。对转入板块的范围、转板上市条件、程序、保荐要求、股份限售等事项作出原则性规定。
- 监管安排。明确证券交易所、全国股转公司、中介机构等有关各方的责任。对转板上市中的违法违规行为，依法依规严肃查处。上交所、深交所、全国股转公司、中国结算等将依据《指导意见》制定或修订业务规则，进一步明确细化各项具体制度安排。

海外央行政策

2. 当地时间 6 月 4 日，欧央行维持基准利率不变，决定将大流行病紧急资产购买计划(Pandemic Emergency Purchase Program,PEPP)规模提高 6000 亿欧元，总额达到 1.35 万亿欧元，并把购买期限延长到至少 2021 年 6 月底。主要货币政策如下：

- 将大流行紧急购买计划（PEPP）的规模增加 6000 亿欧元，总额达到 1.35 万亿欧元。
- PEPP 下的净购买期限将至少延长至 2021 年 6 月底。管委会将进行净购买直到其判断冠状病毒危机阶段结束。
- PEPP 下购买的到期证券本金支付将至少在 2022 年底之前进行再投资。
- 资产购买计划（APP）下的净购买将继续以每月 200 亿欧元的速

度进行,和额外的1200亿欧元临时额度一样,持续到今年年底。

- 在任何情况下，只要有必要保持有利的流动性状况和充足程度的货币宽松，APP 下的到期证券本金支付再投资将继续全额进行，直到开始上调关键利率之后。
- 主要再融资操作利率维持在 0.00%、边际贷款便利利率 0.25%、存款便利利率-0.50%不变。

3. 当地时间 6 月 3 日，美联储宣布将增加有资格获得其市政流动性工具（Municipal Liquidity Facility，MLF）的实体范围和数量。

“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