

第一财经研究院中国金融条件指数周报

(2020 年 6 月 15 日 - 2020 年 6 月 19 日)

债券收益率企稳，指数进入平整期

摘要

截至 2020 年 6 月 19 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.16,较前一周下降 0.18;指数在过去一个月下降 0.16,年内下降 0.36。

从波动性来看,指数的 60 天滚动波动性已从 5 月下旬的局部高点回落,目前收于 20.2%,波动性降低代表金融条件指数将进入较为稳定的平台期。

从货币政策利率来看,央行此轮的货币宽松也已进入平台期。6 月 18 日,央行重启 14 天逆回购,虽然 14 天逆回购利率降低 20bp 至

2.35%，但这并不意味着央行采取进一步的宽松措施，此次 14 天逆回购“降息”主要是为了跟随 3 月下旬 7 天逆回购和 4 月中旬 1 年期 MLF 下调同等幅度的利率。6 月 20 日，新一期 LPR 报价与 5 月保持一致，1 年期 LPR 利率为 3.85%，5 年期以上 LPR 利率为 4.65%。我们认为二季度经济数据将成为后续货币政策走势的关键因素。

6 月 17 日，国常会提出推动金融系统向各类企业合理让利，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。

正文

一、金融条件指数概况

截至 2020 年 6 月 19 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.16，较前一周下降 0.18；指数在过去一个月下降 0.16，年内下降 0.36。

图1：中国金融条件指数日度走势（2020年5月25日 - 2020年6月19日）

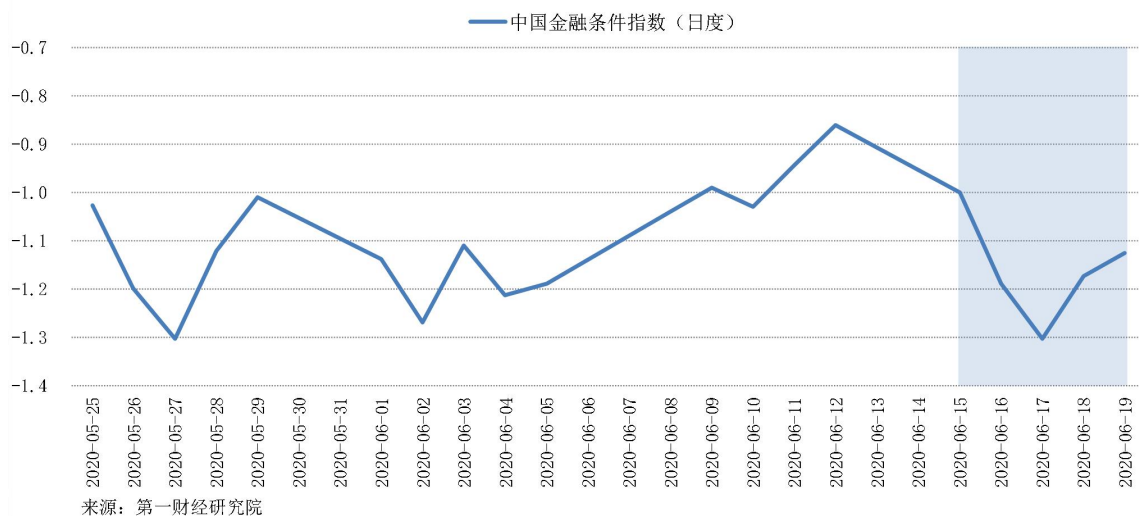
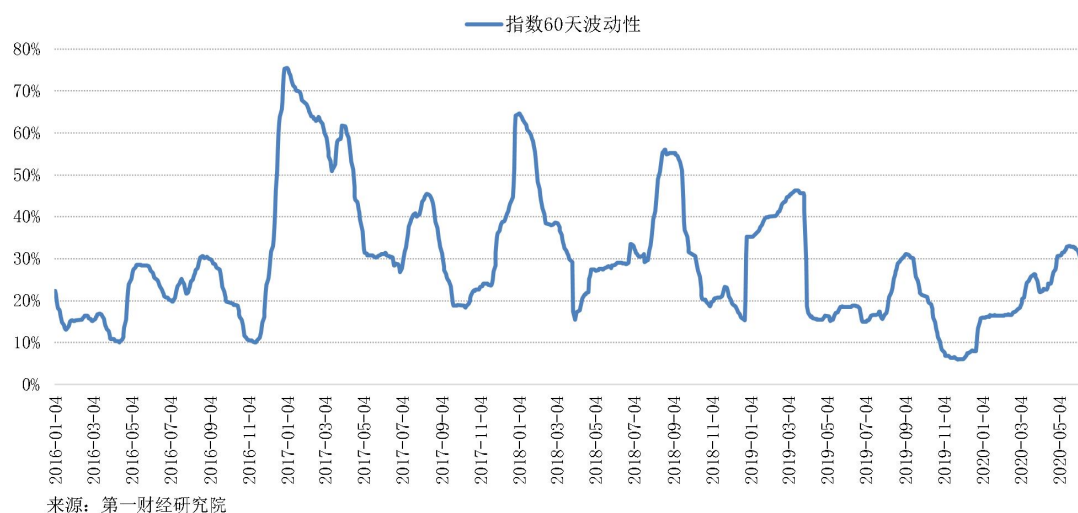


图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 - 2020年6月19日）



从波动性来看，指数的60天滚动波动性已从5月下旬的局部高点回落，目前收于20.2%，波动性降低代表金融条件指数将进入较为稳定的平台期。

图3：金融条件指数60天滚动波动性（2016年1月4日 - 2020年6月19日）

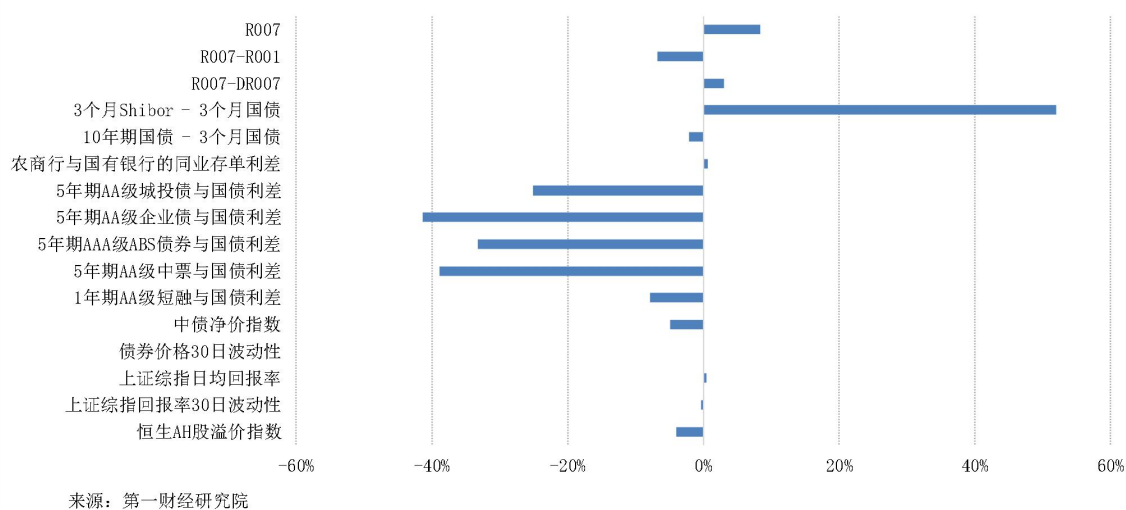


从各指标对指数变化的贡献度来看，上周信用债与国债之间的利差有所收窄，成为驱动金融条件指数下行的最大因素。同时，资金面仍有边际收紧迹象。

从资金面来看，上周Shibor利率经历较大幅度调整，3月期Shibor均值上升 23.48bp 至 2.05%，成为金融条件指数进一步宽松的最大阻力。

从债券市场来看，上周信用债与国债利差普遍下行，下行幅度均在 10bp 至 20bp 区间。从贡献度来看，利差下行对金融条件宽松的总贡献度达到 146.38%。

图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年6月15日 - 2020年6月19日）

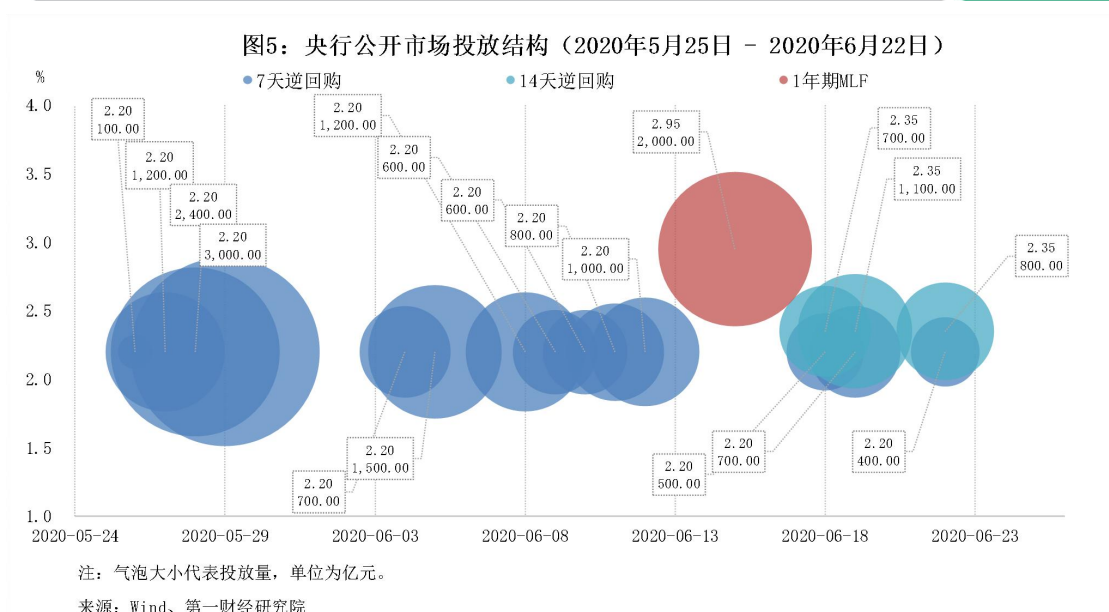


二、央行流动性投放与政策利率

上周，央行分别于6月18日、6月19日连续两天开展逆回购操作，操作品种涉及7天逆回购及14天逆回购。其中，通过7天逆回购共投放资金1200亿元，通过14天逆回购投放资金1800亿元。

值得注意的是，虽然央行自今年2月之后重启14天逆回购，并且降低14天逆回购利率20bp至2.35%，但这并不意味着央行采取进一步的宽松措施，此次14天逆回购“降息”主要是为了跟随3月下旬7天逆回购和4月中旬1年期MLF下调同等幅度的利率。

此外，6月20日，新一期LPR利率出炉，1年期LPR利率为3.85%，5年期以上LPR利率为4.65%，与5月保持一致。这符合我们在5月中旬所提出的“货币宽松已进入平台期”，二季度经济数据将成为后续政策的关键考量因素。



从货币市场利率来看，上周各货币市场利率继续向央行的政策利率靠拢。其中，R001与R007的均值分别上升14.62bp和8.62bp至1.96%和2.03%。上周Shibor涨幅明显，3月期Shibor均值上升23.48bp至2.05%。

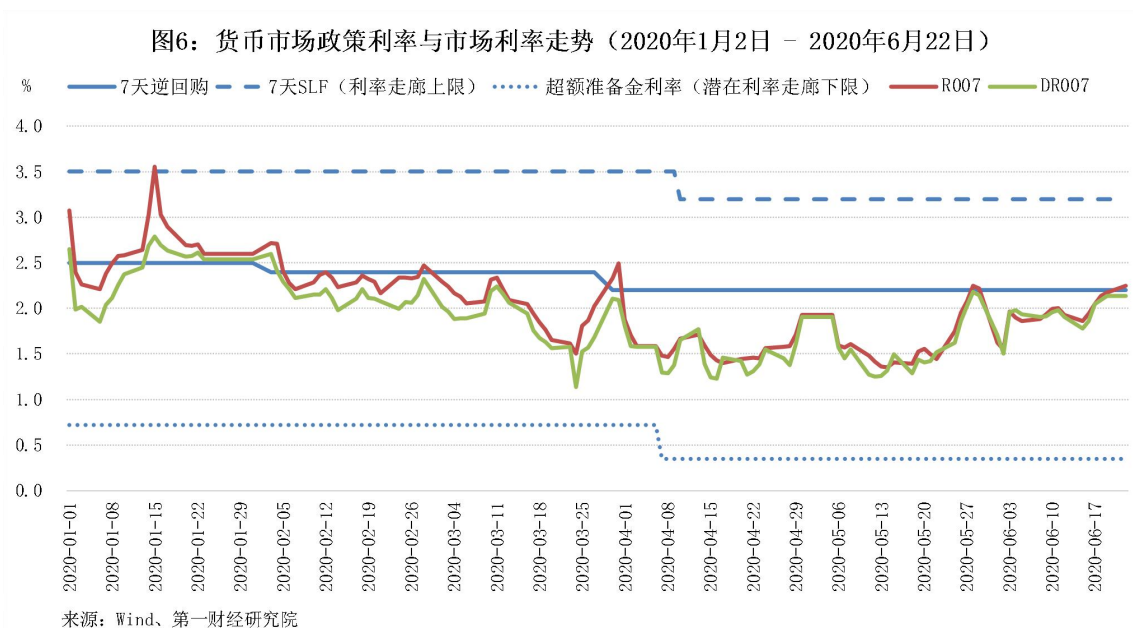


表1：货币市场利率周度均值变化（6月15日 - 6月19日）

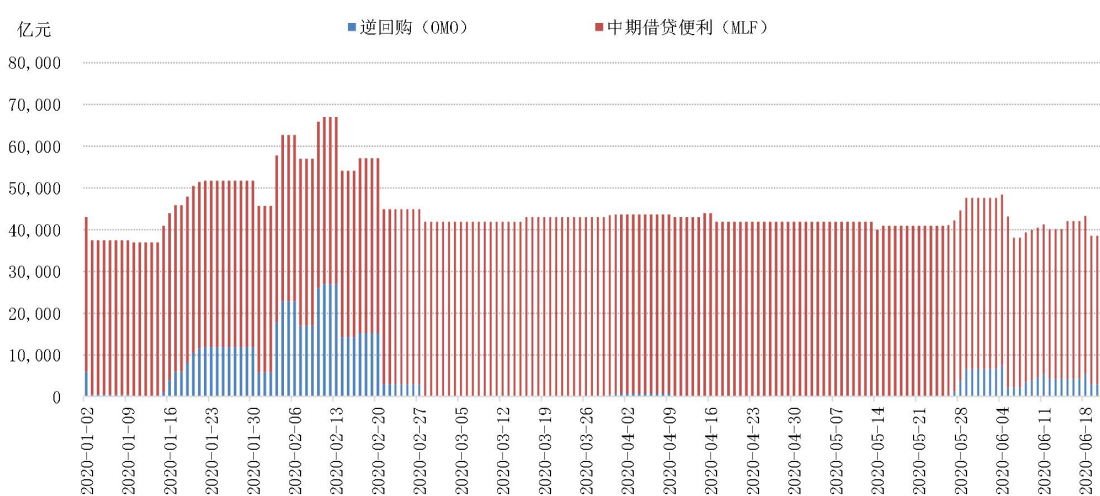
利率	均值	变化
R001	1.96 %	14.62 bp
R007	2.03 %	8.62 bp
DR007	1.98 %	4.94 bp
Shibor 3M	2.05 %	23.48 bp
IRS 1Y	2.01 %	2.91 bp

来源：Wind、第一财经研究院

截至6月22日，央行公开市场流动性投放余额为3.97万亿元。其中，逆回购余额为4200亿元，MLF余额为3.55万亿元。

从货币投放的结构来看，在总量保持稳定的前提下，逆回购的占比有所上升，而MLF占比有所下降，显示央行在资金投放上也有从长期转向短期的意图。

图7：央行流动性投放余额（2020年1月2日 - 2020年6月22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 19 日当周，利率债与信用债涨跌不一。其中，利率债收益率大部分呈上行走势，其中 5 年期国债收益率上升 10.63bp 至 2.6%。

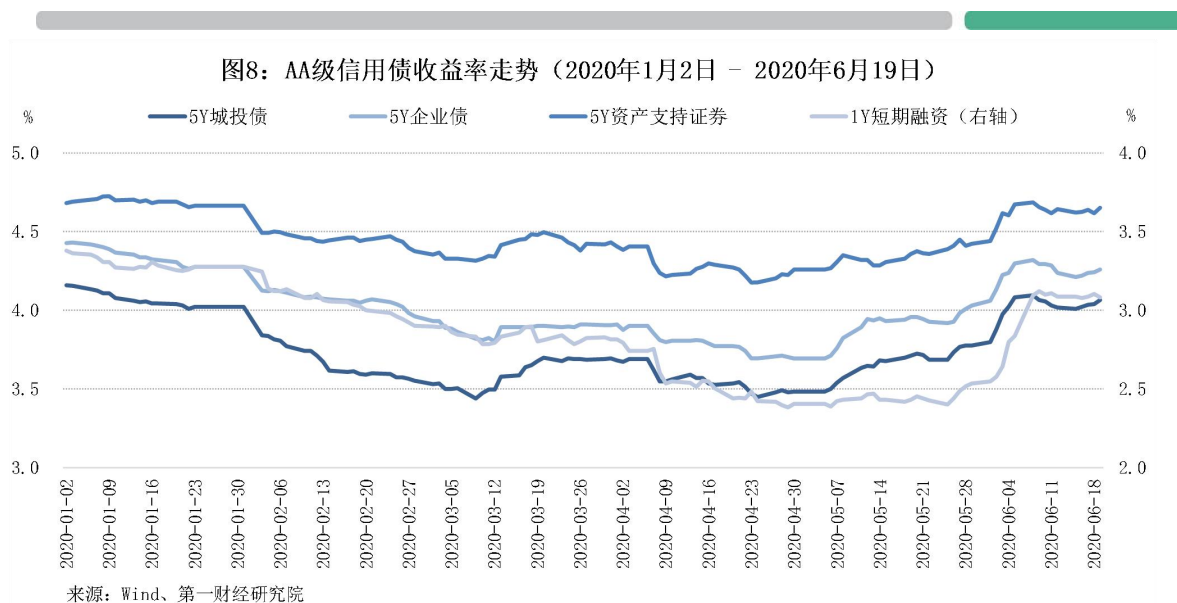
信用债收益率普遍回落，但与此前的债市调整相比，回落幅度非常有限。其中，商业银行普通债、企业债和中期票据的收益率回落幅度相对较大，在 5bp 左右。

整体来看，在经历 4 月下旬至 6 月上旬的债券市场调整之后，目前债券收益率已有企稳迹象。

表2：债券市场收益率周度均值与变化（6月15日 - 6月19日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	1.86 %		-2.14 bp	
1Y 国债	2.09 %		2.74 bp	
5Y 国债	2.6 %		10.63 bp	
10Y 国债	2.85 %		5.75 bp	
5Y 政策性金融债	3.04 %		8.25 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	2.2 %	19.24 bp	2.4 %	10.38 bp
5Y 商业银行普通债	3.24 %	-4.47 bp	3.77 %	-4.47 bp
5Y 地方政府债	2.84 %	2.67 bp	-	-
5Y 城投债	3.64 %	-0.52 bp	4.03 %	-1.92 bp
5Y 企业债	3.56 %	-3.43 bp	4.23 %	-5.23 bp
5Y 公司债	3.53 %	-2.61 bp	4.27 %	-3.05 bp
5Y ABS	3.72 %	-1.58 bp	4.63 %	-1.58 bp
5Y 中票	3.55 %	-5.21 bp	4.24 %	-5.8 bp
1Y 短融	2.58 %	-1.58 bp	3.09 %	-1.42 bp

来源：Wind、第一财经研究院



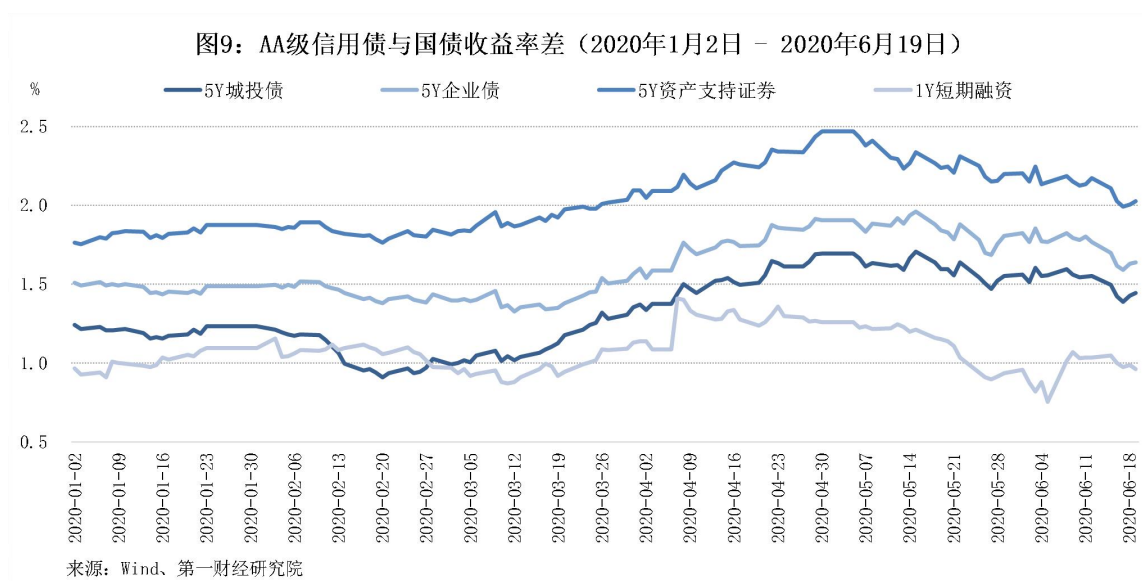
从利差来看，5年期国债收益率上升带动信用债与国债之间的利差普遍下行。其中，5年期商业银行普通债、企业债及中期票据与国债之间的利差下行幅度在15bp左右。

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。随着债券收益率企稳，信用利差的下降趋势也将有所放缓。后续信用利差的趋势将取决于全国经济活动的复苏程度以及央行各类宽信用货币工具的具体落实。

表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（6月15日 - 6月19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	64.24 bp	-15.1 bp	117.24 bp	-15.1 bp
5Y 地方政府债	23.93 bp	-7.96 bp	-	-
5Y 城投债	103.86 bp	-11.16 bp	143.56 bp	-12.56 bp
5Y 企业债	95.78 bp	-14.07 bp	163.58 bp	-15.87 bp
5Y 公司债	92.74 bp	-13.24 bp	167.32 bp	-13.68 bp
5Y ABS	111.93 bp	-12.21 bp	203.26 bp	-12.21 bp
5Y 中票	95.19 bp	-15.84 bp	164.02 bp	-16.43 bp
1Y 短融	48.73 bp	-4.33 bp	99.58 bp	-4.16 bp

来源：Wind、第一财经研究院



四、政策动态

中国货币政策

1. 6月17日，国务院常务会议召开，会议指出：“今年1-5月，

通过降准、再贷款贴现、引导市场利率下行等措施，人民币贷款同比多增，企业综合融资成本降低。”下一步根据政府工作报告要求，将：

- 推动金融系统向各类企业合理让利，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。
- 综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。
- 遵循市场规律，完善资金直达企业的政策工具和相关机制。

2. 6 月 18 日，在第十二届陆家嘴论坛上，中国人民银行行长易纲介绍了今年以来人民银行贯彻稳健的货币政策要更加适度灵活，落实政府工作报告的要求在抗疫中全力保市场主体等方面的情况。

- 央行通过数量型货币政策工具扩大总量供给，重点解决融资难的问题。上半年，央行从货币政策的角度已经推出了一系列强有力的支持措施，包括三次降准，增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度，出台小微企业信用贷款支持计划，实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等等。展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。
- 央行通过利率市场化改革，引导市场利率持续下降，推动金融

部门向企业合理让利，着力缓解融资贵的问题。今年以来，金融部门向企业让利主要包括三方面：一是通过降低利率让利，二是通过直达货币政策工具推动让利，三是银行减少收费让利，预计金融系统通过以上三方面将在今年全年为企业让利 1.5 万亿元。

- 央行通过加大银行不良贷款核销处置力度，解决金融支持实体经济的可持续问题。
- 央行在保持央行资产负债表基本稳定的同时，实现了有效的货币信贷增长。2018 年以来，人民银行十次降准，释放流动性 8 万多亿元，平均法定存款准备金率从 15% 降至了目前的 9% 左右。在法定存款准备金下降以后，商业银行可以自主使用的钱相应增加了，货币乘数也上升了。

3. 6 月 18 日，中国人民银行党委书记、中国银行保险监督管理委员会主席郭树清在陆家嘴论坛上表示，今年政策性银行安排信贷规模比去年多增近 1 万亿元，债券发行规模也将增加，可用资金大幅提升。另外，国开行和进出口银行安排专项纾困资金，金额合计 1000 亿元。新增 1000 多亿元转贷款规模，主要提供给中小银行，特别是互联网银行，缓解小微企业融资难融资贵。政策性融资担保要提高覆盖面，降低担保费率，合理分担风险损失。郭树清表示：“我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。”

中国金融政策

4. 6月18日，郭树清在陆家嘴论坛上谈到，近期中国银保监会拟推出六项举措支持资本市场发展。主要包括：

- 增加新的机构投资者，批设更多银行理财子公司和保险资产管理公司，允许境外专业机构发起设立控股理财公司。
- 加大权益类资管产品发行力度。支持理财子公司提高权益类产品比重，信托公司发行证券投资信托产品，保险机构发行组合类产品。
- 推进银行与基金公司、银行与保险公司等各类机构深度合作。鼓励银行及理财子公司将更多符合条件的公募基金管理人纳入合作机构名单，研究出台保险机构投资私募理财产品和私募股权基金的相关政策。
- 引导商业银行有序处置非标不良资产，鼓励新设理财子公司加大证券投资。
- 支持保险公司通过直接投资、委托投资、公募基金等各种渠道，增加资本市场投资，特别是优质上市公司的股票投资。
- 对保险公司权益类资产配置实行差异化比例监管，引导保险机构将更多资金配置于权益类资产。

5. 近日，银保监会下发了关于信托公司风险资产处置相关工作的通知，坚持“去通道”目标不变，继续压缩信托通道业务，逐步压缩违法违规的融资类信托业务，巩固信托业乱象治理成果，引导信托公司加快业务模式变革。

6. 近日，银保监会下发《关于开展不良贷款转让试点工作的通

知（征求意见稿）》和《银行不良贷款转让试点实施方案》，拟同意银行业信贷资产登记流转中心以试点方式拓宽不良贷款处置渠道和处置方式，进行单户对公不良贷款和批量个人不良贷款转让试点。

海外央行政策

7. 当地时间 6 月 18 日，英国央行宣布维持主要利率不变，同时加码 1000 亿英镑（1250 亿美元）扩大购债计划规模，以引领经济脱离受新冠肺炎疫情拖累的创纪录萎缩。英国央行指出，额外增加的 1000 亿英镑将全数用于购买政府公债，但将放慢购买速度，预期在今年底或明年初达成总额 7450 亿英镑目标。

“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。