Index Brief

2020.6.30(Y-Research IB20-037)

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

中国金融条件指数

第一财经研究院中国金融条件指数周报

（2020 年 6 月 22 日 – 2020 年 6 月 26 日）

指数显著上行，“资深学者”诠释“适时退出”

摘 要

截至 2020 年 6 月 26 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.86，较前一周上升 0.3；指数较一个月前上升 0.16，年内下降 0.09。

上周资金面和信用风险全面收紧是导致指数上行的最主要因素。受月末、年中监管考核以及端午假期的叠加影响，上周资金面收紧程度显著。其中，R007 上行 28.34bp 至 2.32%，DR007 上行 14.47bp 至 2.13%，均在政策利率附近。

此外，上周债券市场利率全线走高，信用债收益率走高幅度甚于

利率债。信用债中，商业银行普通债、城投债、企业债、ABS 证券等收益率变化均在 10bp 以上。

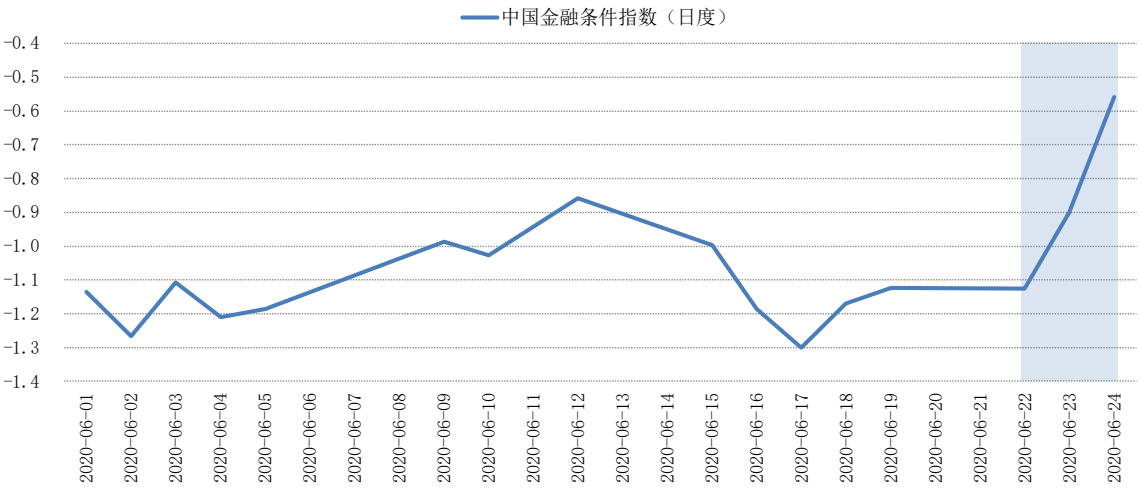
6 月 28 日，资深学者余初心在第一财经发表文章《正确认识应对非常事件的货币政策》。文章提到，“适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济。此篇文章的论调与央行自 5 月下旬起的公开市场操作相一致，即频繁通过逆回购操作示意政策利率并补充货币市场流动性。此外，文章论调再次对金融加杠杆敲响警钟。

正 文

一、金融条件指数概况

截至 2020 年 6 月 26 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.86，较前一周上升 0.3；指数较一个月前上升 0.16，年内下降 0.09。

图1：中国金融条件指数日度走势（2020年6月1日 – 2020年6月26日）



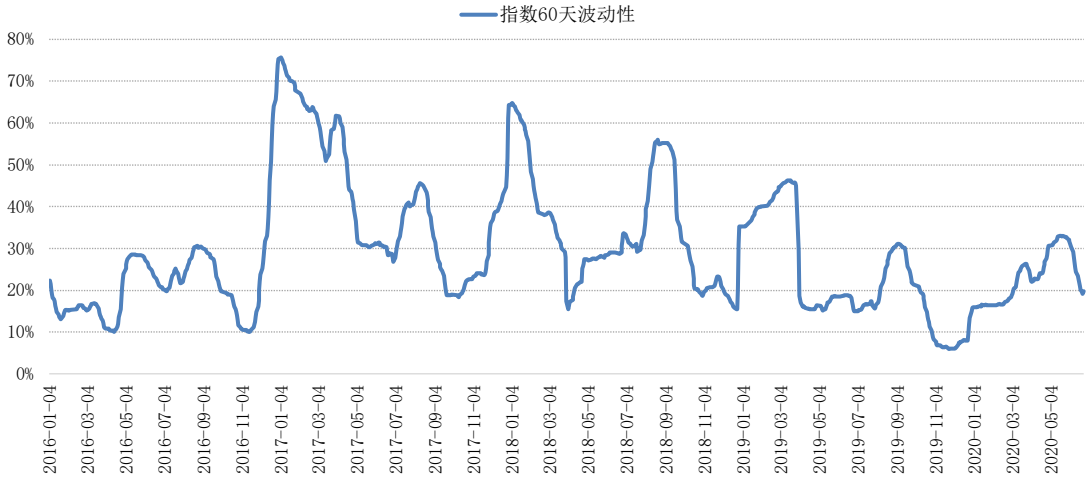
来源：第一财经研究院

图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 – 2020年6月26日）

来源：第一财经研究院

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 19.7%。

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26日）



来源：第一财经研究院

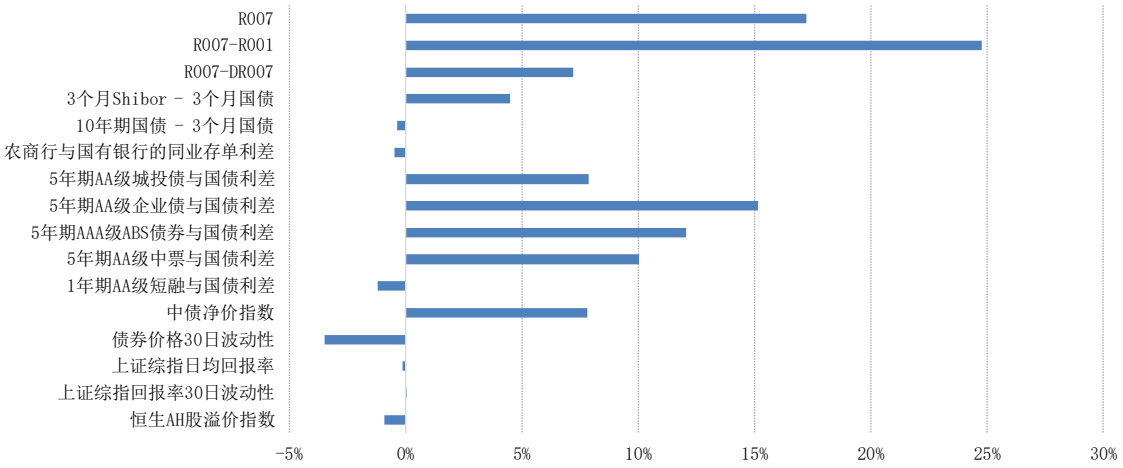
从各指标对指数变化的贡献度来看，上周资金面和信用风险全面收紧是导致指数上行的最主要因素。

上周，受月末、年中监管考核以及端午假期的叠加影响，资金面

收紧程度显著。其中,R007 上行 28.34bp 至 2.32%,DR007 上行 14.47bp 至 2.13%。从资金面整体来看，货币市场利率走高对金融条件指数上行的贡献度达到 53.68%。

债券市场上周也面临调整,债券收益率与利差均同步走高。其中，商业银行普通债、城投债、企业债、ABS 证券等收益率变化均在 10bp 以上。从债券市场整体来看，信用风险收紧对指数上行的贡献度达到 43.92%。

图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年6月22日 – 2020年6月26日）

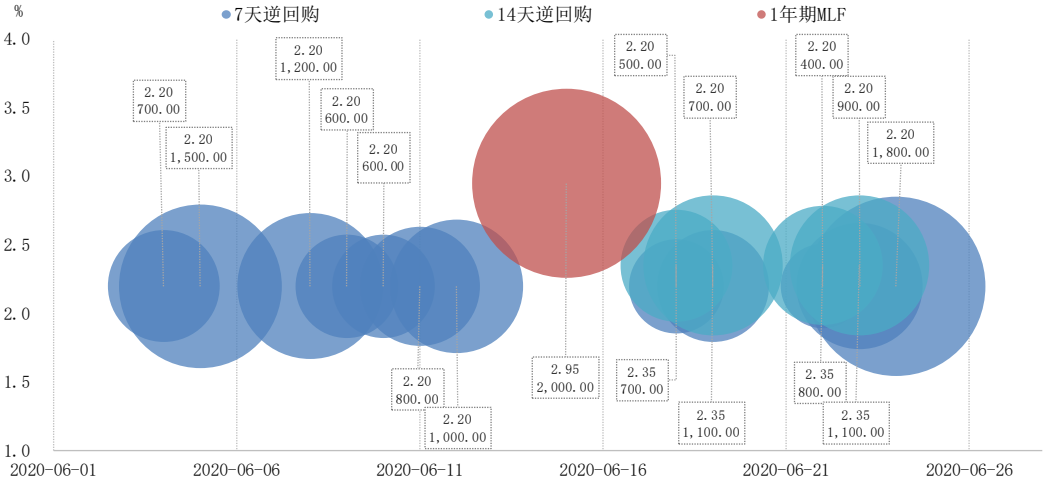


来源：第一财经研究院

二、央行流动性投放与政策利率

上周，央行分别于 6 月 22 日、6 月 23 日以及 6 月 24 日连续三天开展逆回购操作，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 3100 亿元，通过 14 天逆回购投放资金 1900 亿元。

图5：央行公开市场投放结构（2020年6月1日 – 2020年6月26日）

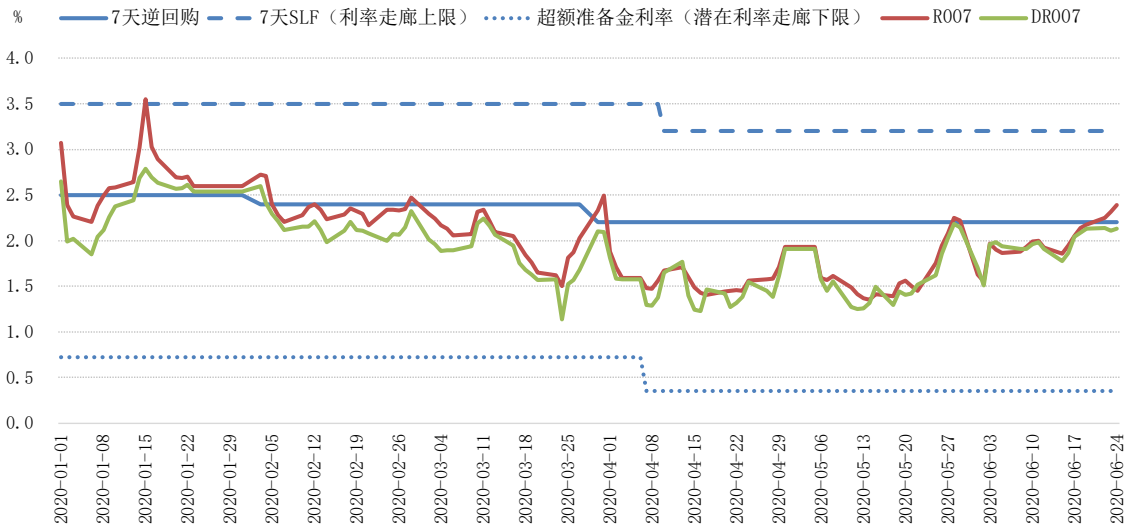


注：气泡大小代表投放量，单位为亿元。

来源：Wind、第一财经研究院

从货币市场利率来看，上周各货币市场利率继续向央行的政策利率靠拢。其中，月末 R007 利率已超过央行公开市场操作利率，R007 与 DR007 的均值分别上升 28.34bp 和 14.47bp 至 2.32%和 2.13%。上周 Shibor 利率继续维持升势，3 月期 Shibor 均值上升 12.88bp 至 2.14%。

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22日）



来源：Wind、第一财经研究院

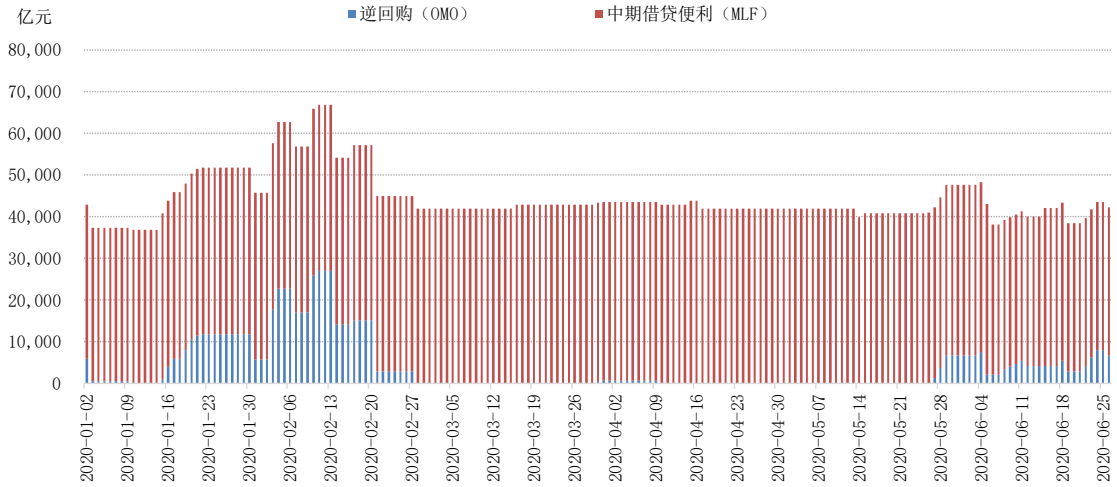
表1：货币市场利率周度均值变化（6月22日 - 6月26日）

利率	均值	变化
R001	1.89 %	-6.78 bp
R007	2.32 %	28.34 bp
DR007	2.13 %	14.47 bp
Shibor 3M	2.11 %	6.2 bp
IRS 1Y	2.14 %	12.88 bp

来源：Wind、第一财经研究院

截至 6 月 26 日，央行公开市场流动性投放余额为 4.23 万亿元。其中，逆回购余额为 6800 亿元，MLF 余额为 3.55 万亿元。

图7：央行流动性投放余额（2020年1月2日 – 2020年6月26日）



来源：Wind、第一财经研究院

三、债券市场利率与利差

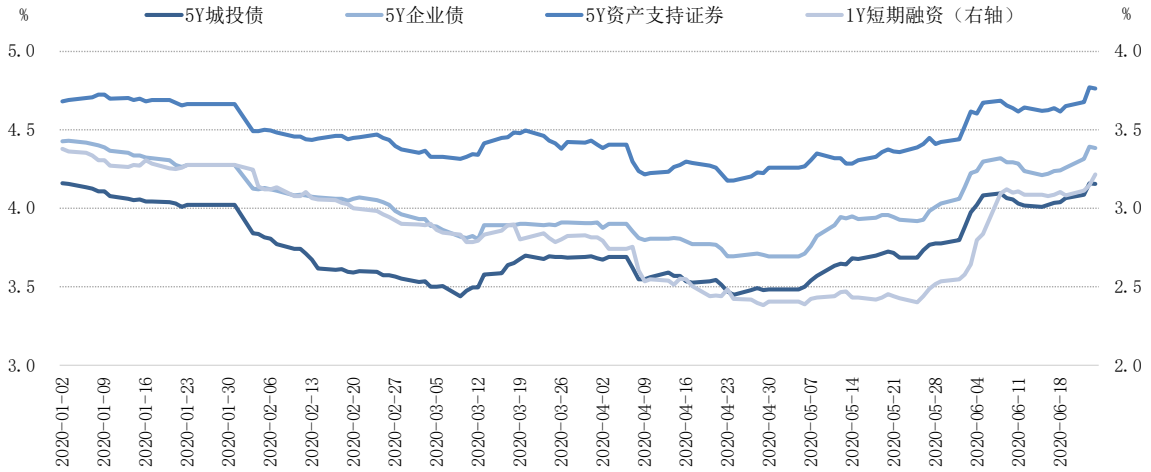
截至 6 月 26 日当周，债券市场利率全线走高，信用债收益率走高幅度甚于利率债。信用债中，商业银行普通债、城投债、企业债、ABS 证券等收益率变化均在 10bp 以上。

表2：债券市场收益率周度均值与变化（6月22日 - 6月26日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	1.88 %		2.67 bp	
1Y 国债	2.17 %		8.06 bp	
5Y 国债	2.64 %		3.67 bp	
10Y 国债	2.9 %		4.92 bp	
5Y 政策性金融债	3.16 %		12.13 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 %	0.42 bp	2.45 %	5.73 bp
5Y 商业银行普通债	3.41 %	17.22 bp	3.94 %	17.22 bp
5Y 地方政府债	2.86 %	1.99 bp	-	-
5Y 城投债	3.75 %	11.48 bp	4.13 %	9.94 bp
5Y 企业债	3.67 %	11.38 bp	4.36 %	12.92 bp
5Y 公司债	3.63 %	10.12 bp	4.4 %	12.9 bp
5Y ABS	3.83 %	10.72 bp	4.74 %	10.72 bp
5Y 中票	3.65 %	10.1 bp	4.34 %	10.42 bp
1Y 短融	2.67 %	9.27 bp	3.16 %	7.04 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26日）



来源：Wind、第一财经研究院

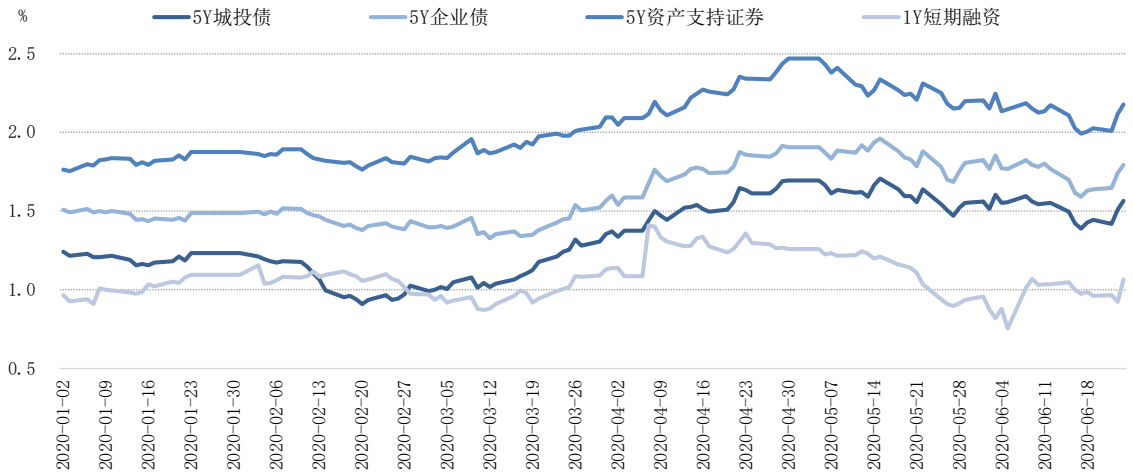
上周，信用债与国债利差同样全线走高。其中，商业银行普通债与国债之间利差的走高幅度最大，达到 13bp 以上；5 年期 AAA 级信用债利差普遍走高 7bp-8bp。

表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（6月22日 - 6月26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	77.79 bp	13.55 bp	130.79 bp	13.55 bp
5Y 地方政府债	22.25 bp	-1.68 bp	-	-
5Y 城投债	111.67 bp	7.8 bp	149.83 bp	6.27 bp
5Y 企业债	103.49 bp	7.71 bp	172.82 bp	9.25 bp
5Y 公司债	99.19 bp	6.45 bp	176.55 bp	9.22 bp
5Y ABS	118.98 bp	7.05 bp	210.31 bp	7.05 bp
5Y 中票	101.62 bp	6.42 bp	170.76 bp	6.75 bp
1Y 短融	49.94 bp	1.21 bp	98.57 bp	-1.01 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26日）



来源：Wind、第一财经研究院

四、政策动态

中国货币政策

1. 6 月 28 日，资深学者余初心在第一财经发表文章《正确认识应对非常事件的货币政策》，文章指出当前经济数据回暖、金融风险苗头隐现，人民银行根据经济金融形势的变化，灵活调整了政策操作。他从四个方面对如何认识当前的货币政策进行了阐述：

- 应对突发公共卫生事件，货币政策出手早见效快，稳定了市场信心，降低了社会融资成本，在保主体、稳就业方面发挥重要作用。在新冠疫情冲击下，央行三次降低存款准备金率，总量上向金融机构释放长期资金约1.75万亿元。引导公开市场操作利率、中期借贷便利利率和贷款市场报价利率下行，降低企业融资成本。采取结构性措施，增加专项优惠再贷款和普惠性再贷款再贴现额度合计 1.8 万亿元，确保金融机构支持企业融资。针对小微企业出台普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业

信用贷款支持计划两项直达实体经济的普惠工具。

- 经济数据回暖、金融风险苗头隐现，对预防刺激政策“后遗症”和防范金融风险提出新要求。随着形势逐步向好的方向转变，刺激政策的力度是否需要提前做好调整，避免相关后遗症影响今后经济稳定运行成为重要考虑。他认为目前资金空转和金融风险苗头已经出现，对人民银行及时果断采取措施提出了新的要求。
- “适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济。近期的金融市场调整，针对的是刺激政策实施后难以完全避免的套利甚至资金空转行为，政策目的是为了及时遏制泡沫膨胀，引导资金流向实体企业，避免刺激政策的后遗症为未来的发展留下隐患。
- 市场各方应当做好预期管理和信息沟通，正确看待特殊时期的货币政策，专业应对市场波动。

中国金融政策

2. 6 月 28 日，人民银行发布《标准化票据管理办法》，将“标准化票据”定义为“存托机构归集核心信用要素相似、期限相近的商业汇票组建基础资产池，以基础资产产生的现金流为偿付支持而创设的等分化受益凭证”，同时明确了参与机构、基础资产、创设、信息披露、投资者保护、监督管理等，规范标准化票据业务发展。这意味着前期处于“试点”阶段的标准化票据，作为创新的证券品种，将被明确定性为

标准化债权资产和货币市场工具，进而“联通票据市场和债券市场”，实现“发挥债券市场的专业投资和定价能力，增强票据融资功能和交易规范性”的目的。

3. 据财新周刊报道，证监会计划向商业银行发放券商牌照，或将从几大商业银行中选取至少两家试点设立券商业务。对此,6 月 28 日，证监会新闻发言人表示:“证监会目前没有更多的信息需要向市场通报。发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，也是推进和扩大直接融资的重要手段。关于如何推进，有多种路径选择，现尚在讨论中。不管通过何种方式，都不会对现有行业格局形成大的冲击。”

海外央行政策

4. 当地时间 6 月 25 日，美联储、联邦存款保险公司、美国货币监理署批准了对沃尔克规则的变动，从而允许银行增加与某些基金的交易。监管机构还取消了银行在与下属机构交易衍生品时必须持有保证金的要求。此次规则修订将完成总统特朗普任命的监督机构眼中所谓的沃尔克规则 2.0 工作，这是对 2010 年《多德-弗兰克法》（Dodd-Frank Act）中最具争议法规之一的软化。

5. 当地时间 6 月 30 日，美联储宣布开放一级市场公司信贷安排（the Primary Market Corporate Credit Facility，简称 PMCCF），这是其九个大流行病紧急贷款计划中的最后一个开始运作的项目。该计划于 3 月份宣布，当时市场中规避风险的操作导致各种公司的借贷成本

都开始上升。部分上受美联储干预行动影响，公司信贷息差收窄，企业能够利用信贷成本下降的机会通过新的融资借入数以十亿计的美元。美联储表示，希望一级市场企业信贷工具在市场恶化的情况下能提供支持。同时，美联储发布了一份新的“一级市场公司信贷安排”条款清单，增加了定价和其他信息。定价将根据发行人的具体情况而定，并根据市场情况进行调整。另外，定价还将受到与可比期限美国国债的最小和最大利差的影响。一级市场和二级市场公司信贷安排是在美国财政部长的批准下建立的，财政部从 CARE 法案中为其提供了 750 亿美元的资本。

“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。