Index Brief

2020.7.7(Y-Research IB20-040)

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 29 日 – 2020 年 7 月 3 日）

## 股债呈“跷跷板”效应，指数上行

## 摘 要

截至 2020 年 7 月 3 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.7，较前一周上升 0.16；指数在过去一个月上升 0.41，年内上升 0.07。

上周金融条件收紧主要受季末考核因素影响，R007 呈现倒 V 型走势，季末 R007 一度升至 3.02%，后回落至政策利率下方。

上周及 7 月以来，股债“跷跷板”效应显著，进一步验证市场风险偏好回暖。从债券市场来看，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。从权益市场来看，股市

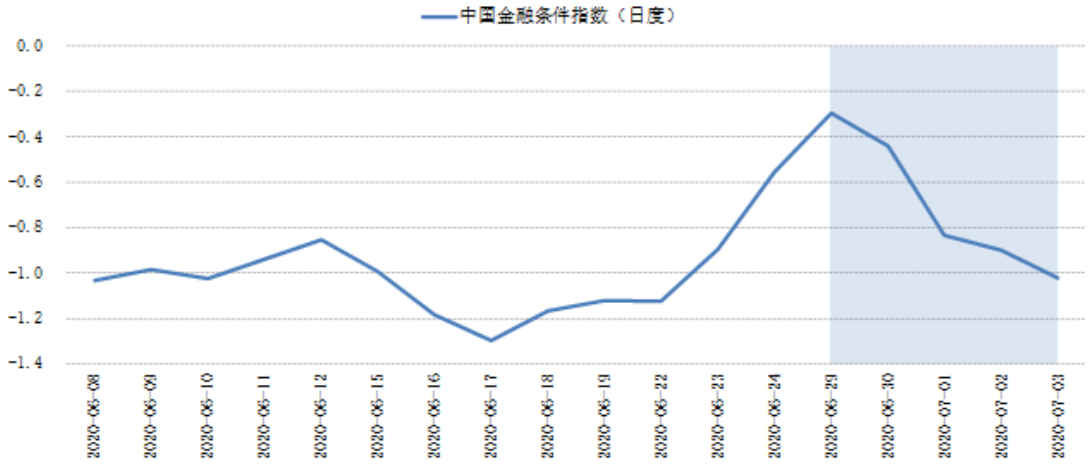
向上走势显著，上周上证综指升幅达到 6.5%，如果用恒生 AH 股溢价指数来表示市场情绪和估值，AH 股溢价指数上周由 127 点上升至 133 点，升幅达到 3.6%。

# 正 文

## 一、金融条件指数概况

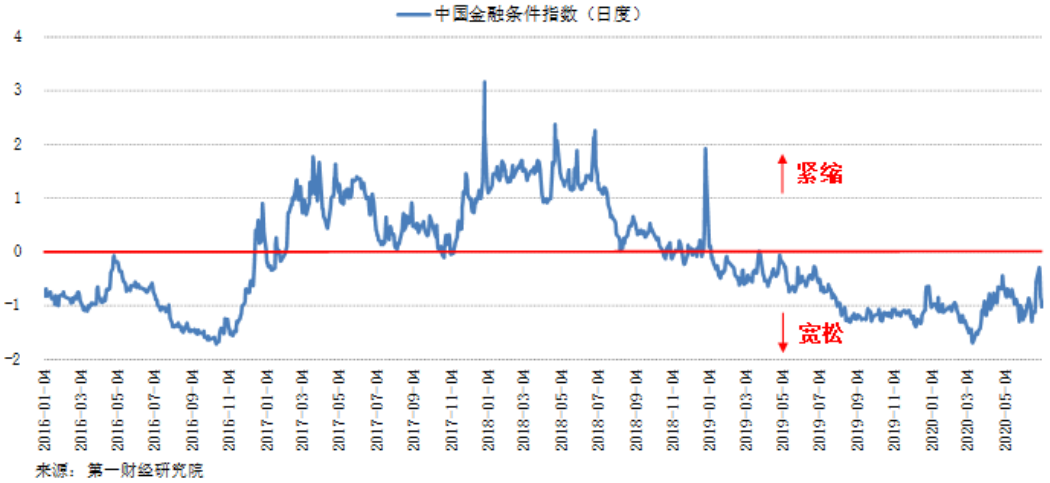
截至 2020 年 7 月 3 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.7，较前一周上升 0.16；指数在过去一个月上升 0.41，年内上升 0.07。

**图1：中国金融条件指数日度走势（2020年6月8日 – 2020年7月3日）**



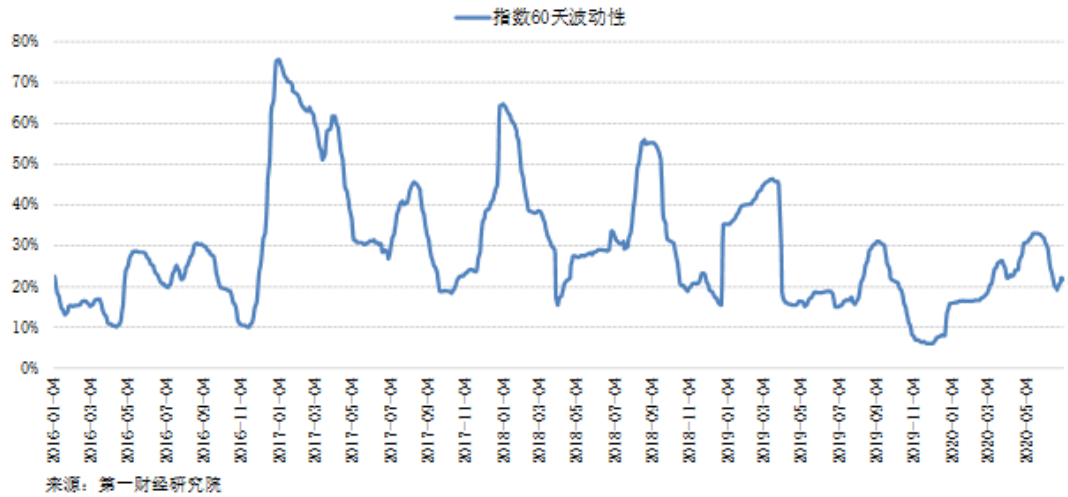

来源：第一财经研究院

图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 – 2020年7月3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 21.8%。近期波动性略有抬头主要是受到季末流动性收紧的影响。

图3：金融条件指数60天滚动波动性（2016年1月4日 – 2020年7月3日）




从各指标对指数变化的贡献度来看，上周资金面与债券市场信用风险均有所收紧，导致指数均值有所上升。

从资金面来看，由于跨季末因素影响，上周 R007 呈现倒 V 型走势，

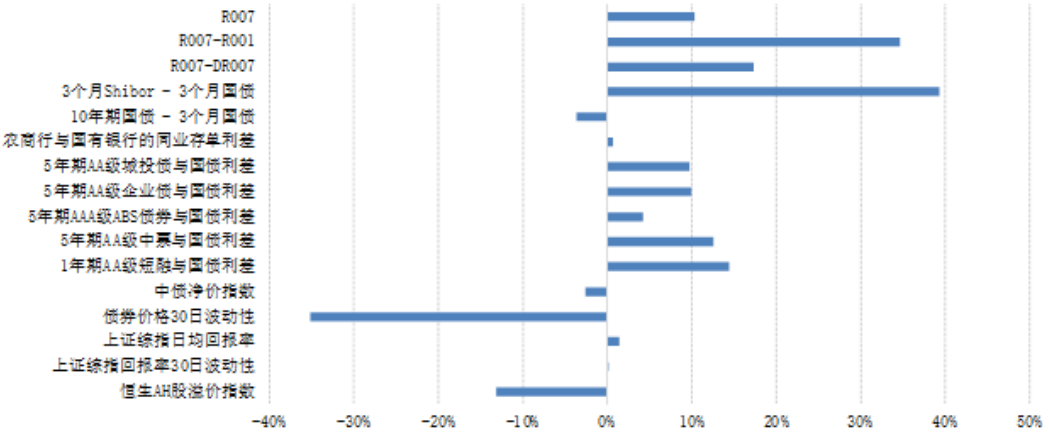
季末 R007 一度升至 3.02%，后回落至政策利率下方。受货币市场流动性紧张影响，R007 与 R001 的差值以及 R007 与 DR007 的差值均显著上升。

从债券市场来看，上周利率债收益率普遍下行而信用债收益率保持平稳，因此信用债与国债利差普遍上行，上行幅度在 10bp 以下。从贡献度来看，利差上行对金融条件收紧的总体贡献度达到 50.85%。另一方面，由于信用债收益率较为稳定，上周债券价格的波动率有所下降，部分抵消了信用利差上行所带来的紧缩效果。

上周，股市向上走势显著，由 2961 点上升至 3152 点，升幅达到 6.5%。如果用恒生 AH 股溢价指数来表示市场情绪和估值，AH 股溢价指数上周由 127 点上升至 133 点，升幅达到 3.6%。进入 7 月以来，股市上涨速度有所加快，上证综指 7 月以来四个交易日累计上涨超 14%，7 月 6 日创 5 年最大单日涨幅。截至 7 月 6 日收盘，上交所股票总市值报 41.37 万亿元，深交所总市值为 29.58 万亿元，二者合计 70.95 万亿元。

近期权益市场与债券市场呈现明显的“跷跷板”效应，进一步确认了市场风险偏好的回暖。

图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年6月29日 – 2020年7月3日）



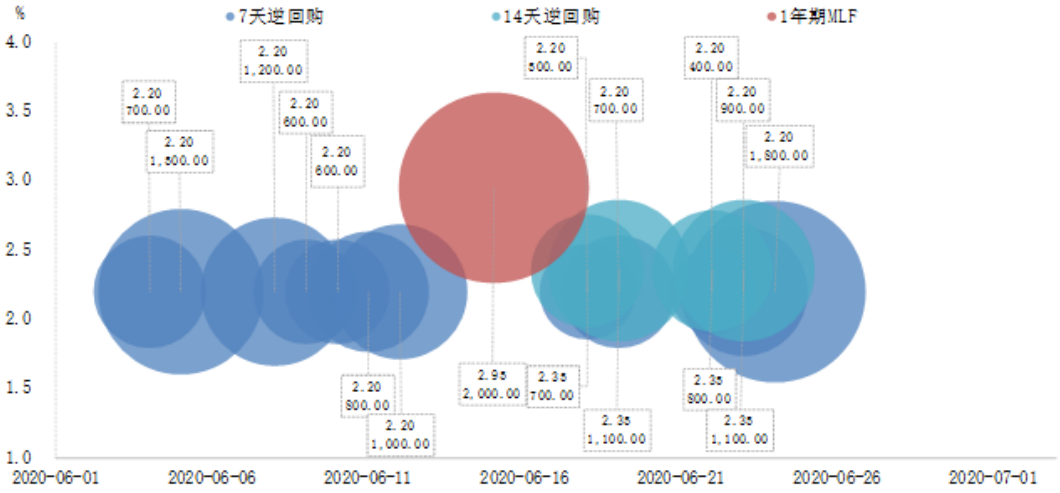

来源：第一财经研究院

## 二、央行流动性投放与政策利率

7 月 1 日，央行再次下调再贷款和再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。

在 6 月 28 日资深学者余初心发表《正确认识应对非常事件的货币政策》文章并提示金融加杠杆的风险之后，央行选择下调再贷款和再贴现利率，凸显目前结构性货币政策的思路，有利于提高商业银行支持实体经济的能力和积极性，让利实体经济。

图5：央行公开市场投放结构（2020年6月1日 – 2020年7月3日）

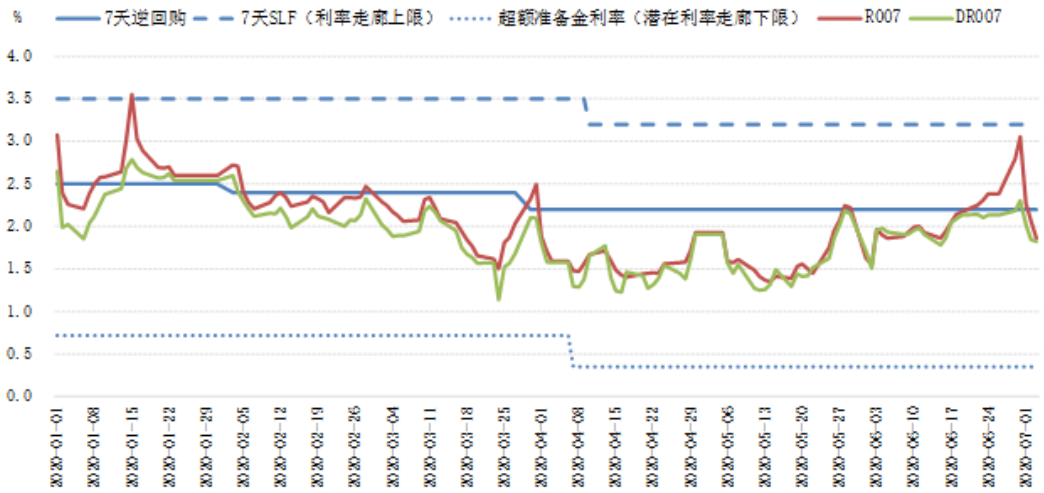



注：气泡大小代表投放量，单位为亿元。

来源：Wind、第一财经研究院

从货币市场利率来看，受季末考核因素影响，R007 呈现倒 V 型走势。季末 R007 一度升至 3.02%，后回落至政策利率下方。受货币市场流动性紧张影响，R007 与 R001 的差值以及 R007 与 DR007 的差值均显著上升。

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7月3日）




来源：Wind、第一财经研究院

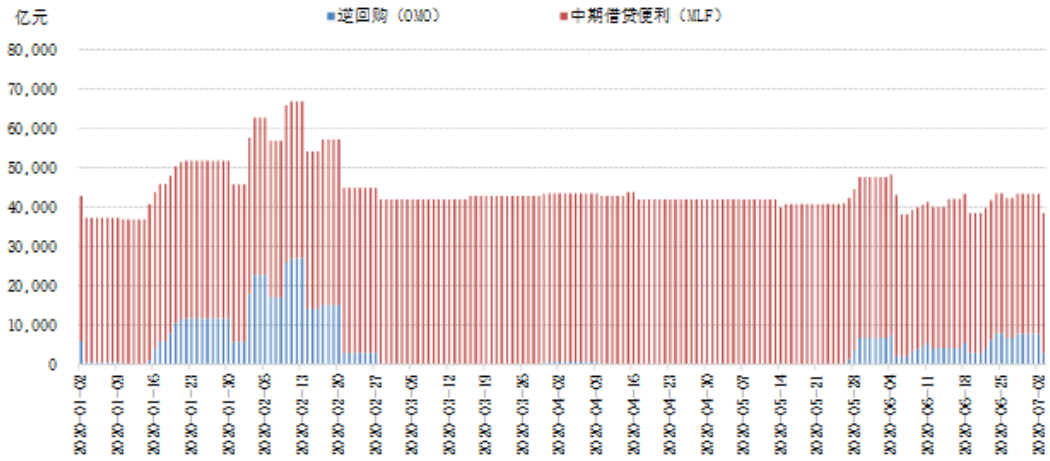
**表1：货币市场利率周度均值变化（6月29日 - 7月3日）**

| 利率 | 均值 | 变化 |
|---|---|---|
| R001 | 1.71 % | -17.62 bp |
| R007 | 2.41 % | 9.23 bp |
| DR007 | 2.04 % | -9.02 bp |
| Shibor 3M | 2.12 % | 0.96 bp |
| IRS 1Y | 2.13 % | -0.48 bp |

来源：Wind、第一财经研究院

截至 7 月 3 日，央行公开市场流动性投放余额为 3.84 万亿元。其中，逆回购余额为 2900 亿元，MLF 余额为 3.55 万亿元。上周，央行并未开展任何逆回购操作，逆回购到期量为 4900 亿元。

**图7：央行流动性投放余额（2020年1月2日 – 2020年7月3日）**




来源：Wind、第一财经研究院

## 三、债券市场利率与利差

截至 7 月 3 日当周，利率债收益率普遍下行而信用债收益率保持相对稳定。其中，短期国债收益率下行幅度较为明显，3 月期国债收益率下降 15.91bp 至 1.72%。

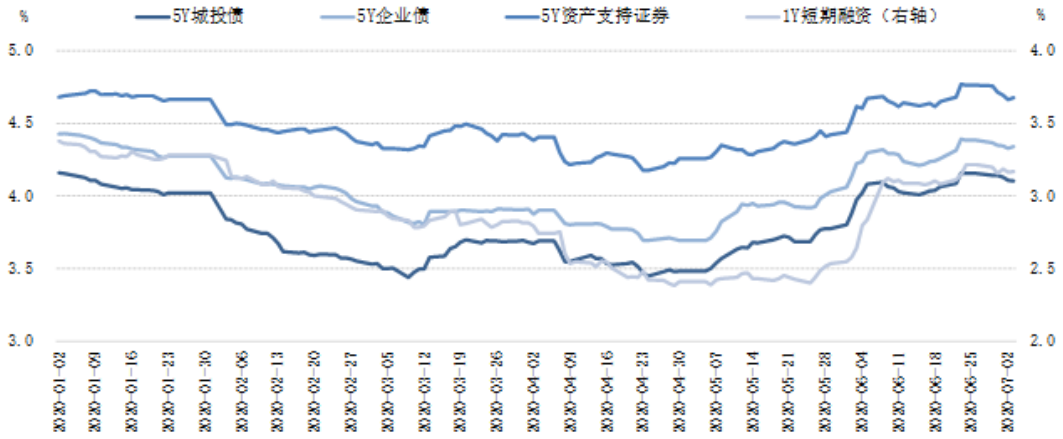
信用债整体来看，在经历 4 月下旬至 6 月上旬的债券市场调整之后，目前债券收益率已有企稳迹象。

**表2：债券市场收益率周度均值与变化（6月29日 - 7月3日）**

| 利率债 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 收益率 | 均值 | | 变化 | |
| 3M 国债 | 1.72 % | | -15.91 bp | |
| 1Y 国债 | 2.12 % | | -4.98 bp | |
| 5Y 国债 | 2.59 % | | -5 bp | |
| 10Y 国债 | 2.85 % | | -4.15 bp | |
| 5Y 政策性金融债 | 3.07 % | | -9.28 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 | 2.15 % | -4.81 bp | 2.33 % | -12.82 bp |
| 5Y 商业银行普通债 | 3.39 % | -2.51 bp | 3.92 % | -2.51 bp |
| 5Y 地方政府债 | 2.83 % | -2.63 bp | - | - |
| 5Y 城投债 | 3.74 % | -0.71 bp | 4.13 % | -0.77 bp |
| 5Y 企业债 | 3.68 % | 1.43 bp | 4.35 % | -1.7 bp |
| 5Y 公司债 | 3.63 % | -0.08 bp | 4.34 % | -6.41 bp |
| 5Y ABS | 3.79 % | -3.66 bp | 4.7 % | -3.66 bp |
| 5Y 中票 | 3.67 % | 2.1 bp | 4.34 % | -0.41 bp |
| 1Y 短融 | 2.71 % | 3.66 bp | 3.17 % | 1.62 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7月3日）




来源：Wind、第一财经研究院

从利差来看，5 年期国债收益率下降带动信用债与国债之间的利差普遍上行，但上行幅度较为有限。

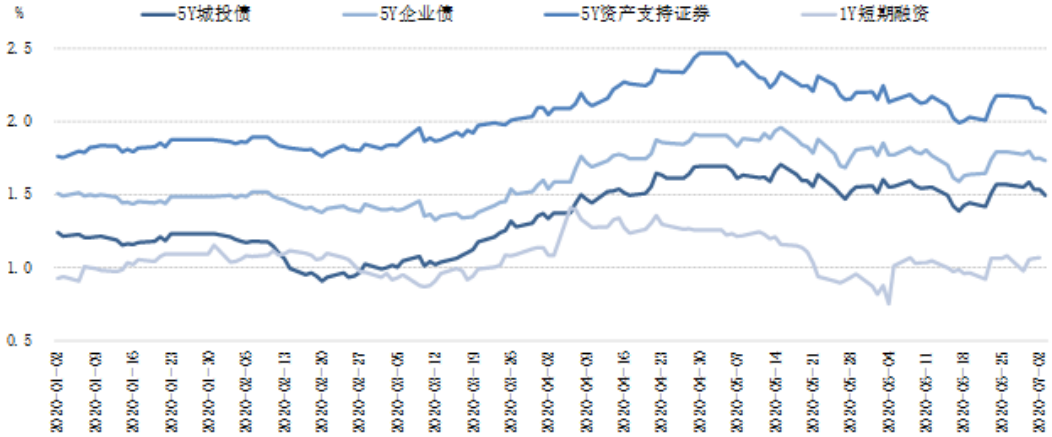
整体而言，信用债与国债之间的利差自 4 月末、5 月初的高点已有所下降，显示风险偏好进一步回暖。随着国内疫情逐渐淡出人们视线，钢铁产量、日均耗煤量、房地产成交量等高频数据显示经济活动已接近疫情前水平，二季度经济数据有望超预期。

**表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（6月29日 - 7月3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 | 80.28 bp | 2.49 bp | 133.28 bp | 2.49 bp |
| 5Y 地方政府债 | 24.62 bp | 2.37 bp | - | - |
| 5Y 城投债 | 115.96 bp | 4.29 bp | 154.06 bp | 4.23 bp |
| 5Y 企业债 | 109.92 bp | 6.43 bp | 176.12 bp | 3.3 bp |
| 5Y 公司债 | 104.11 bp | 4.92 bp | 175.13 bp | -1.41 bp |
| 5Y ABS | 120.32 bp | 1.34 bp | 211.65 bp | 1.34 bp |
| 5Y 中票 | 108.72 bp | 7.1 bp | 175.35 bp | 4.59 bp |
| 1Y 短融 | 58.57 bp | 8.63 bp | 105.17 bp | 6.6 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7月3日）**




来源：Wind、第一财经研究院

## 四、政策动态

### 中国货币政策

1. 中国人民银行 7 月 1 日起下调再贷款和再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。

### 中国信贷政策

2. 据《21 世纪经济报道》，财政部已下达新一批超万亿元地方专项债额度。此前在 5 月下旬，全国人大批准 2020 年新增地方政府专项债务限额为 3.75 万亿元。截至 6 月末，各地已组织发行专项债券 2.23 万亿元，其中今年 5 月新增专项债发行规模 9980 亿元，创出历史新高。

### 中国金融政策

3. 7 月 3 日，中国证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，科创板再融资办法，差异化设置再融资条件。主要包括以下内容：

- 明确适用范围，上市公司发行股票、可转换公司债券、存托凭证等证券品种的，适用《科创板再融资办法》。
- 精简优化发行条件。区分向不特定对象发行和向特定对象发行，

差异化设置各类证券品种的再融资条件。

- 明确发行上市审核和注册程序。上交所审核期限为二个月，证监会注册期限为十五个工作日。同时，针对“小额快速”融资设置简易程序。
- 强化信息披露要求，要求有针对性地披露行业特点、业务模式、公司治理等内容，充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入等信息。
- 对发行承销作出特别规定，就发行价格、定价基准日、锁定期，以及可转债的转股期限、转股价格、交易方式等作出专门安排。
- 强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度。

4. 7 月 3 日，中国人民银行、银保监会等部门联合发布《标准化债权类资产认定规则》，明确标债资产和非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排；该认定规则将于 8 月 3 日正式实施。

“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。