2020.7.21(Y-Research IB20-043)

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 7 月 13 日 – 2020 年 7 月 17 日）

## 指数显著上升，债市调整未停

## 摘 要

截至 2020 年 7 月 17 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.6，较前一周上升 0.55；指数在过去一个月上升 0.69，年内上升 0.16。

与今年 2 月、3 月疫情顶峰时期相比，近期金融条件指数呈现出波动上升的态势，指数也频频升至疫情后的高点。其背后主要有两方面的因素：

1）此前市场对于宽松货币政策的过度预期被证伪，导致债券市场持续调整，并且调整步骤由利率债传导至信用债。

2）6 月中下旬以来，股市加速回暖，市场整体风险偏好上升，导致资金大幅从债市流出进入股市。

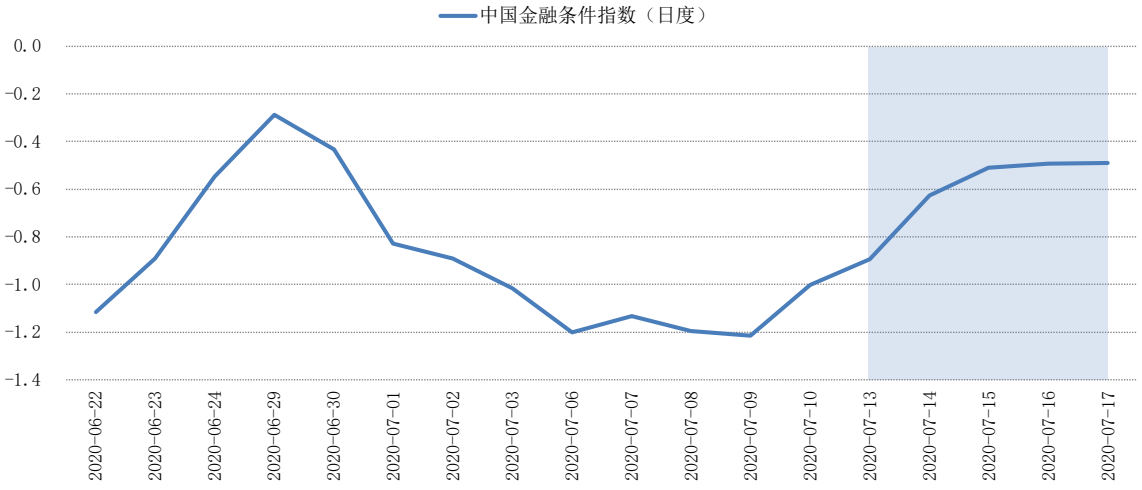
从政策面来看，央行、银保监会与证监会近期频繁发布改革措施，利好整体金融市场发展。主要措施包括：扩大保险公司对权益类资产的投资规模，有助于引进权益市场的长期资本；促使银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，改善目前债券市场割裂的局面等。

# 正 文

## 一、金融条件指数概况

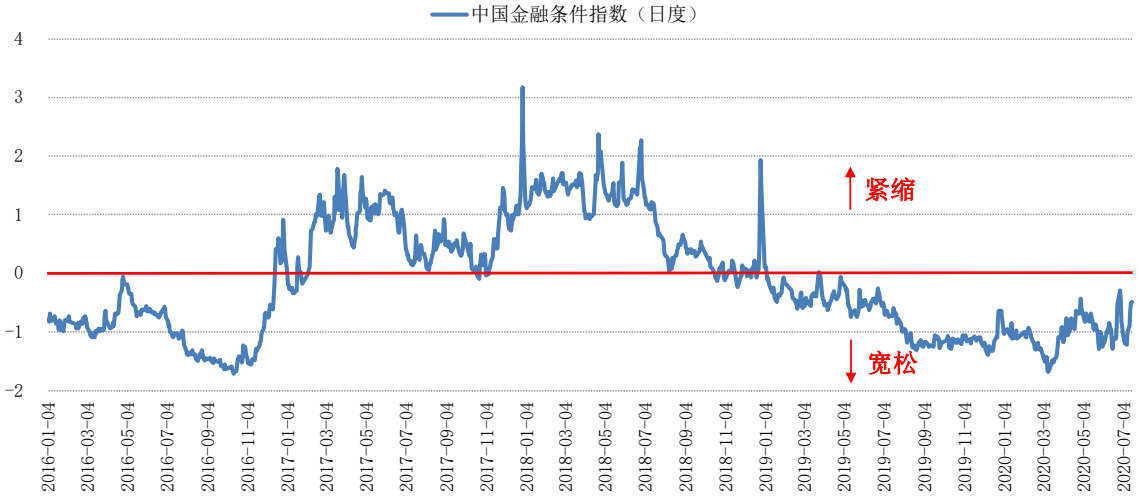
截至 2020 年 7 月 17 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.6，较前一周上升 0.55；指数在过去一个月上升 0.69，年内上升 0.16。

**图1：中国金融条件指数日度走势（2020年6月22日 – 2020年7月17日）**




来源：第一财经研究院

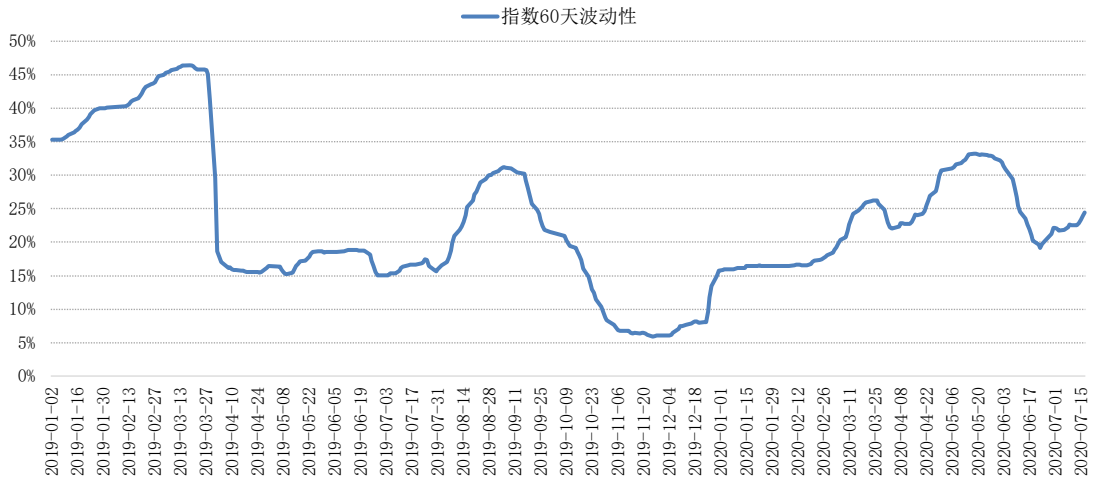
图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 – 2020年7月17日）




来源：第一财经研究院

从波动性来看，指数的 60 天滚动波动性近期再度呈上升趋势。截至 7 月 17 日，指数波动性收于 24.5%。

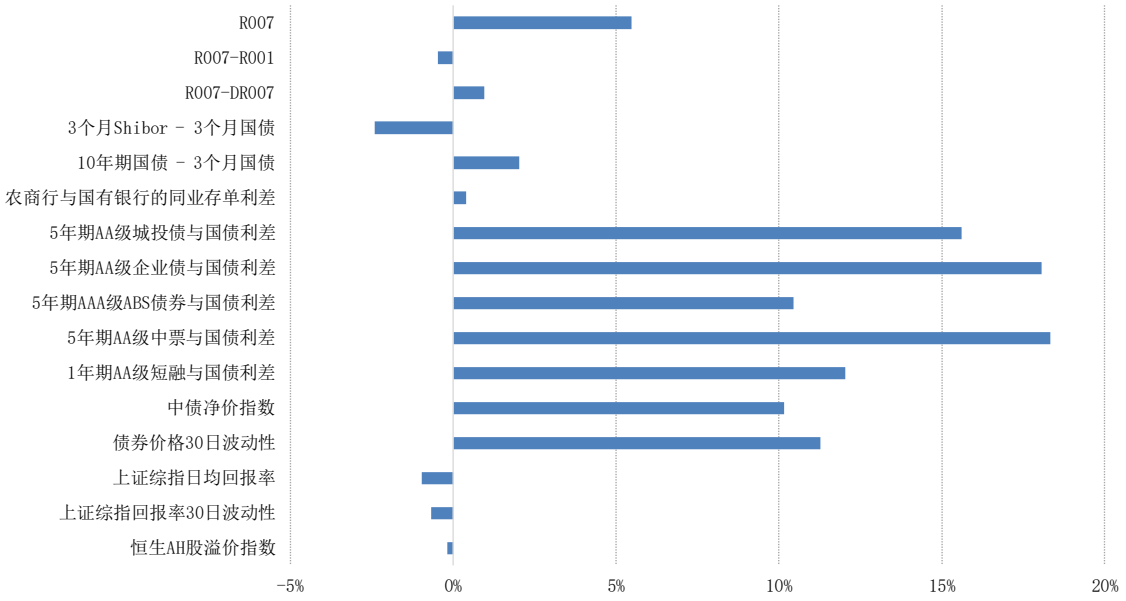
图3：金融条件指数60天滚动波动性（2019年1月2日 – 2020年7月17日）




来源：第一财经研究院

从各指标对指数变化的贡献度来看，上周导致金融条件指数显著收紧的原因依然是债券市场收益率与利差的再度上升，信用债与国债利差扩大对金融条件紧缩的贡献度达到 74.5%。

**图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年7月13日 – 2020年7月17日）**



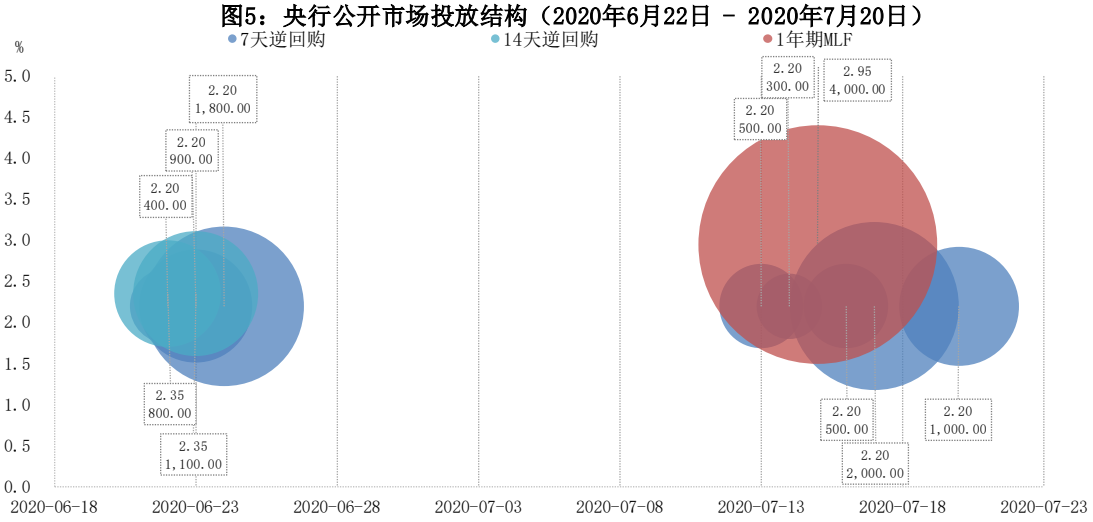

来源：第一财经研究院

## 二、央行流动性投放与政策利率

上周，央行密集开展 7 天逆回购操作，共投放货币 3300 亿元。此外，央行于 7 月 15 日增量续作中期借贷便利（MLF）4000 亿元。

上周，央行无逆回购操作到期，MLF 到期量为 2000 亿元。

**图5：央行公开市场投放结构（2020年6月22日 – 2020年7月20日）**



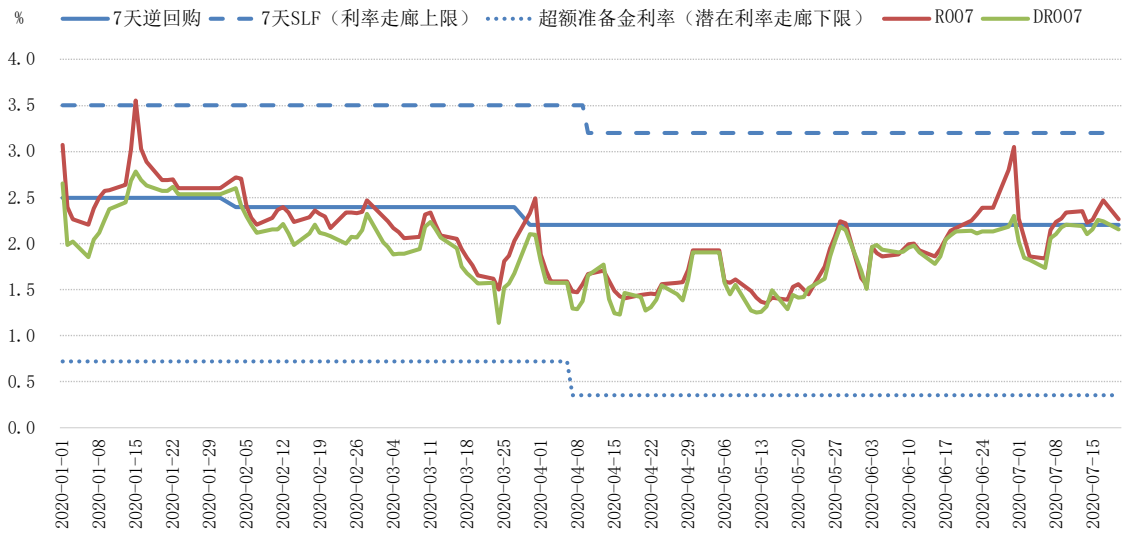

注：气泡大小代表投放量，单位为亿元。

来源：Wind、第一财经研究院

即使如此，上周货币市场利率依然整体有所抬升。R001 与 R007 分别上升 18bp 及 16.7bp 至 2.14%及 2.33%。

此外,7 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 6 月保持一致。

**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20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（7月13日 - 7月17日）**

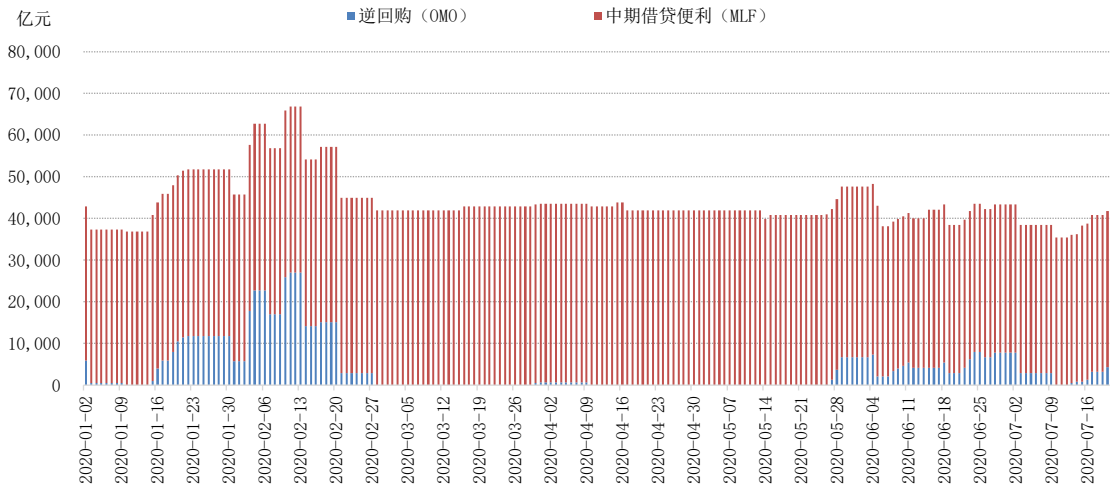
| 利率 | 均值 | 变化 |
|---|---|---|
| R001 | 2.14 % | 17.99 bp |
| R007 | 2.33 % | 16.71 bp |
| DR007 | 2.19 % | 13.29 bp |
| Shibor 3M | 2.25 % | 13.1 bp |
| IRS 1Y | 2.4 % | 5.53 bp |

来源：Wind、第一财经研究院

截至 7 月 20 日，央行公开市场流动性投放余额为 4.18 万亿元。

其中，逆回购余额为 4300 亿元，MLF 余额为 3.75 万亿元。

**图7：央行流动性投放余额（2020年1月2日 - 2020年7月20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 17 日当周，债券市场整体再次触发调整。利率债收益率涨跌不一，而信用债收益率则全线走高。

从利率债来看，短期国债收益率跟随货币市场利率走高，3 月期国债收益率上升 16.67bp 至 2.05%。中长期国债或受上周周中 A 股剧烈调整带来的避险情绪影响，5 年期国债与 10 年期国债收益率分别下降 5.28bp 和 5.45bp 至 2.77%和 2.98%。

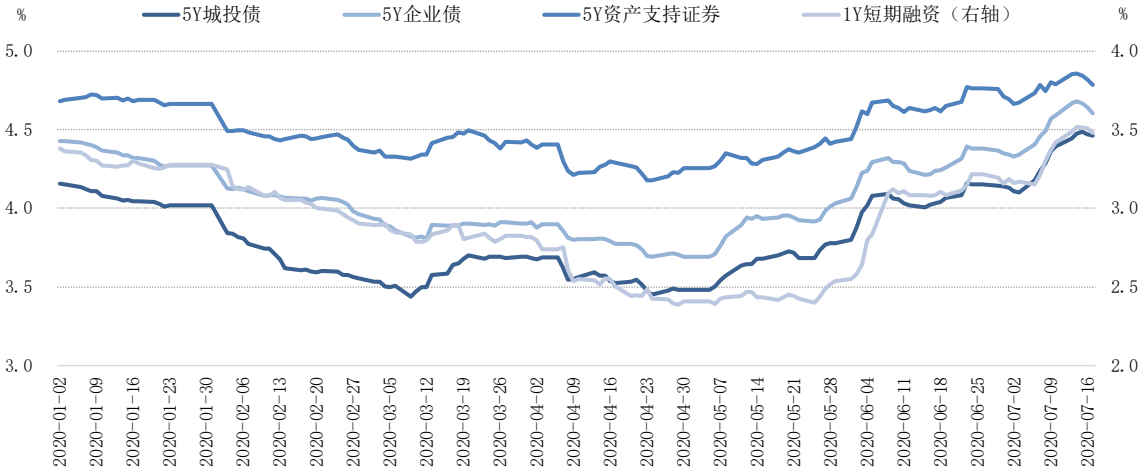
上周，信用债收益率全线上升。其中，调整幅度最为显著的是同业存单利率，AAA 级与 AA 级的 6 月期同业存单利率分别上升 28.26bp 和 23.3bp 至 2.52%和 2.67%。

**表2：债券市场收益率周度均值与变化（7月13日 - 7月17日）**

| 利率债 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 收益率 | 均值 | | 变化 | |
| 3M 国债 | 2.05 % | | 16.67 bp | |
| 1Y 国债 | 2.2 % | | 2.11 bp | |
| 5Y 国债 | 2.77 % | | -5.28 bp | |
| 10Y 国债 | 2.98 % | | -5.45 bp | |
| 5Y 政策性金融债 | 3.45 % | | 9.57 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 | 2.52 % | 28.26 bp | 2.67 % | 23.3 bp |
| 5Y 商业银行普通债 | 3.66 % | 12.16 bp | 4.18 % | 11.96 bp |
| 5Y 地方政府债 | 3.12 % | 5.58 bp | - | - |
| 5Y 城投债 | 4.04 % | 13.67 bp | 4.47 % | 17.67 bp |
| 5Y 企业债 | 4.01 % | 14.71 bp | 4.65 % | 15.11 bp |
| 5Y 公司债 | 3.97 % | 16.02 bp | 4.59 % | 11.48 bp |
| 5Y ABS | 3.92 % | 6.03 bp | 4.83 % | 6.03 bp |
| 5Y 中票 | 4 % | 17.97 bp | 4.65 % | 17.49 bp |
| 1Y 短融 | 3.02 % | 22.34 bp | 3.5 % | 20.82 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17日）




来源：Wind、第一财经研究院

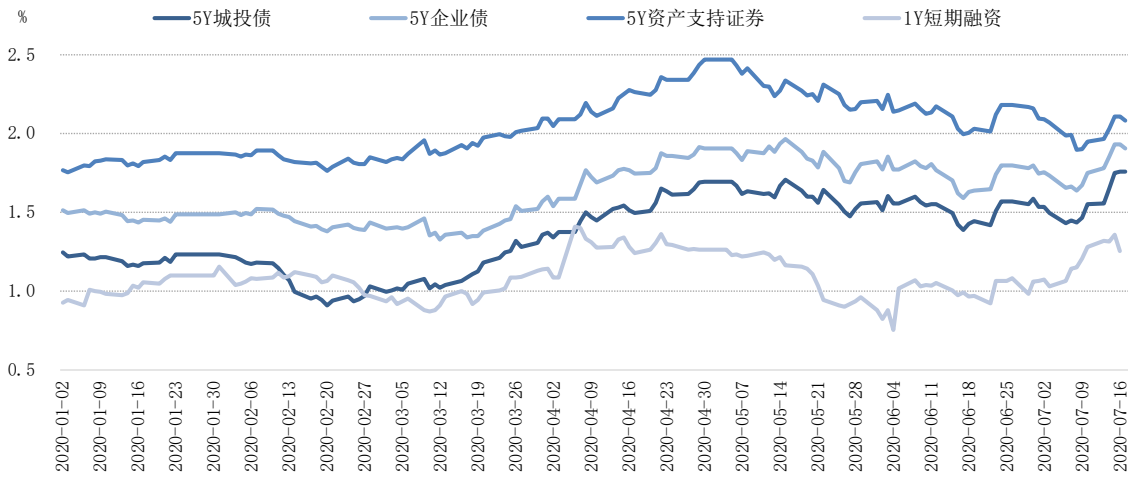
随着信用债收益率走高，上周信用债与国债之间的利差同样全线扩大。从 AAA 级信用债来看，5 年期公司债、5 年期 ABS 证券及 1 年期短融的利差升幅均在 20bp 以上；从 AA 级信用债来看，5 年期城投债、5 年期企业债以及 5 年期中票的利差升幅均在 20bp 以上。

**表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（7月13日 - 7月17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 | 88.56 bp | 17.45 bp | 140.56 bp | 17.25 bp |
| 5Y 地方政府债 | 34.57 bp | 10.87 bp | - | - |
| 5Y 城投债 | 126.58 bp | 18.95 bp | 169.48 bp | 22.95 bp |
| 5Y 企业债 | 123.12 bp | 19.99 bp | 187.92 bp | 20.39 bp |
| 5Y 公司债 | 119.22 bp | 21.3 bp | 181.76 bp | 16.76 bp |
| 5Y ABS | 114.47 bp | 11.31 bp | 205.8 bp | 11.31 bp |
| 5Y 中票 | 122.87 bp | 23.25 bp | 187.48 bp | 22.77 bp |
| 1Y 短融 | 82.7 bp | 20.24 bp | 130.49 bp | 18.72 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17日）




来源：Wind、第一财经研究院

## 四、政策动态

### 中国金融政策

1. 7月17日，中国银保监会发布的《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（以下简称《通知》）提出，“上季末综合偿付能力充足率为350%以上的”保险公司，权益类资产投资余额可达到上季末总资产的45%。

2. 7月19日，人民银行、证监会发布《人民银行证监会公告〔2020〕第7号》，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。根据第7号公告，央行、证监会将加强监管合作与协调，共同对通过互联互通开展的债券发行、登记、交易、托管、清算、结算等行为实施监督管理。

### 中国信贷政策

3. 7月15日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求用好地方政府专项债券，加强资金和项目对接、提高资金使用效益。会议

称，截至 7 月中旬，经全国人大批准的 3.75 万亿元新增地方政府专项债已发行 2.24 万亿元、支出 1.9 万亿元，全部用于补短板重大建设，对应对疫情影响、扩大有效投资、稳住经济基本盘发挥了积极作用。

**海外央行政策**

4. 7 月 15 日，日本央行公布利率决议，宣布维持应对新冠疫情的大规模货币宽松政策不变，以支援企业资金周转和稳定市场。一是继续将短期利率维持在-0.1%的水平，并通过无限量购买国债使 10 年期国债收益率维持在 0%左右；二是积极购买交易型开放式指数基金（ETF）和房地产投资信托基金（J-REITs），年度购买目标分别为 12 万亿日元和 1800 亿日元；三是维持企业融资对策框架的规模在 110 万亿日元，其中包括无息贷款项目、公司债券购买计划等内容。

“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。