2020.8.31(Y-Research IB20-053)

刘昕/第一财经研究院研究员
liuxin@yicai.com

www.cbnri.org

第一财经研究院中国金融条件指数周报

（2020 年 8 月 24 日 – 2020 年 8 月 28 日）

8 月超储率有望回升至 1.5%，金融环境维持紧平衡

摘 要

截至 2020 年 8 月 28 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.12，较前一周上升 0.08；指数在过去一个月下降 0.45，年内下降 0.38。

根据我们的测算，7 月超储率降至 1.1%的低位，为 2018 年 10 月以来的最低值。除此之外，R007 升至逆回购利率上方、AAA 级同业存单利率逼近一年期 MLF 利率，种种迹象均显示金融机构面临资金面紧张的困境。

在此基础上，央行于 8 月通过频繁开展逆回购操作以及超量续作

MLF 扩大了对市场的流动性投放。相较于 7 月底，8 月通过逆回购和 MLF 产生的基础货币增量达到 7500 亿元。我们预计 8 月超储率有望回升至 1.5%。

虽然央行扩大了流动性投放，但货币市场与债券市场依然维持在紧平衡的状态。截至 8 月底，R007 与 DR007 利率分别回升至 2.51%与 2.21%；国债收益率曲线已在各期限高于年初水平，信用债收益率也普遍高于年初水平，这意味着年内央行所采取的降准、降息影响已被全部抹平。

债券市场的融资需求远大于资金供给是货币市场与债券市场利率频频走高的主要原因。根据万得数据，截至 8 月底，国债与地方政府债共发行近 9 万亿元，整体实体部门债券融资规模超过 18 万亿元。与之相对地，央行年内基础货币投放总计约为 2.4 万元，M2 增量约为 13.9 万亿元，这对于将融资成本维持在低位造成一定难度。

截至 8 月底，我们可以看到债券融资利率走势与人民币贷款利率走势完全呈现相反的趋势。在当前金融环境维持紧平衡的背景下，两者之间的背离能否持续值得关注。

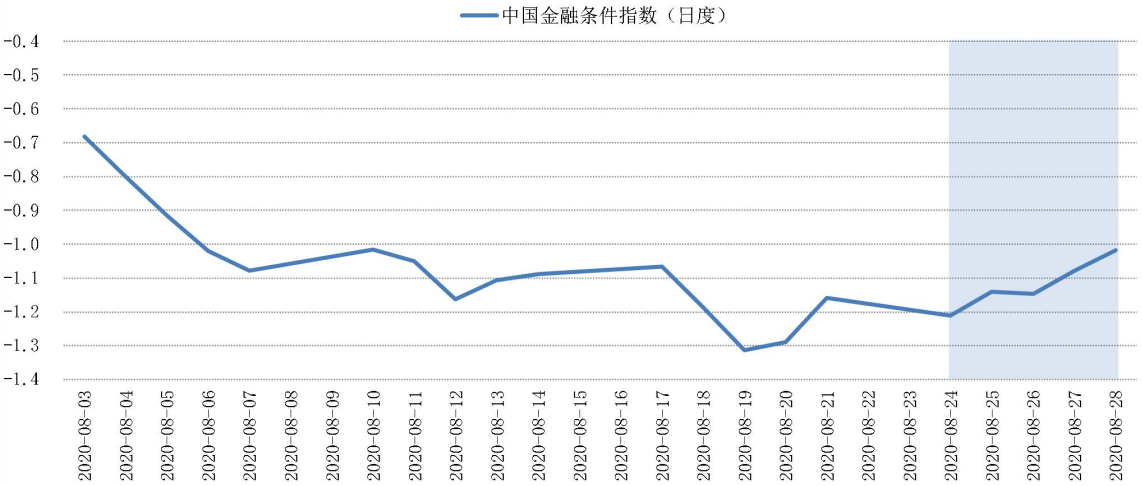
正 文

一、金融条件指数概况

截至 2020 年 8 月 28 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.12，较前一周上升 0.08；指数在过去一个月下降 0.45，

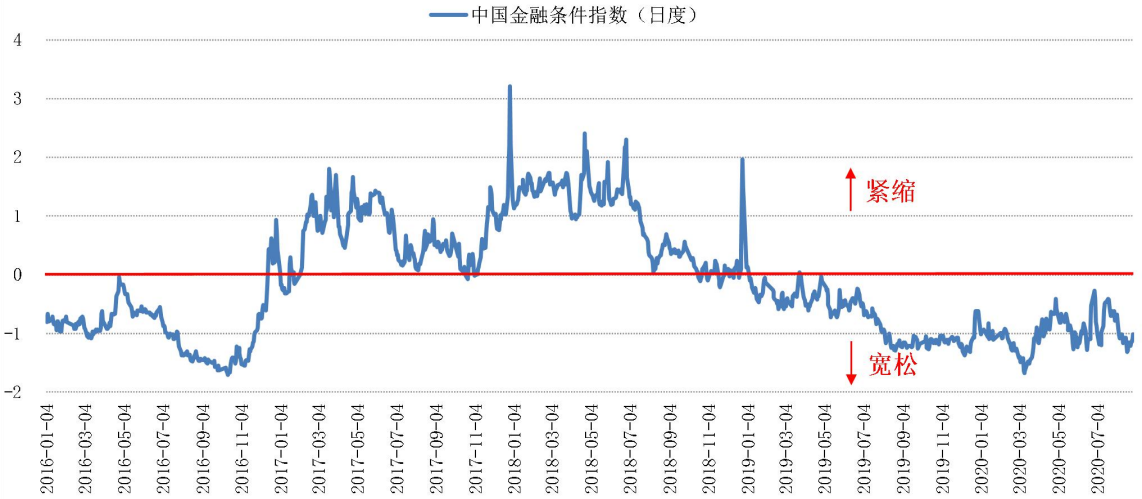
年内下降 0.38。

图1：中国金融条件指数日度走势（2020年8月3日 – 2020年8月28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8月28日）



来源：第一财经研究院

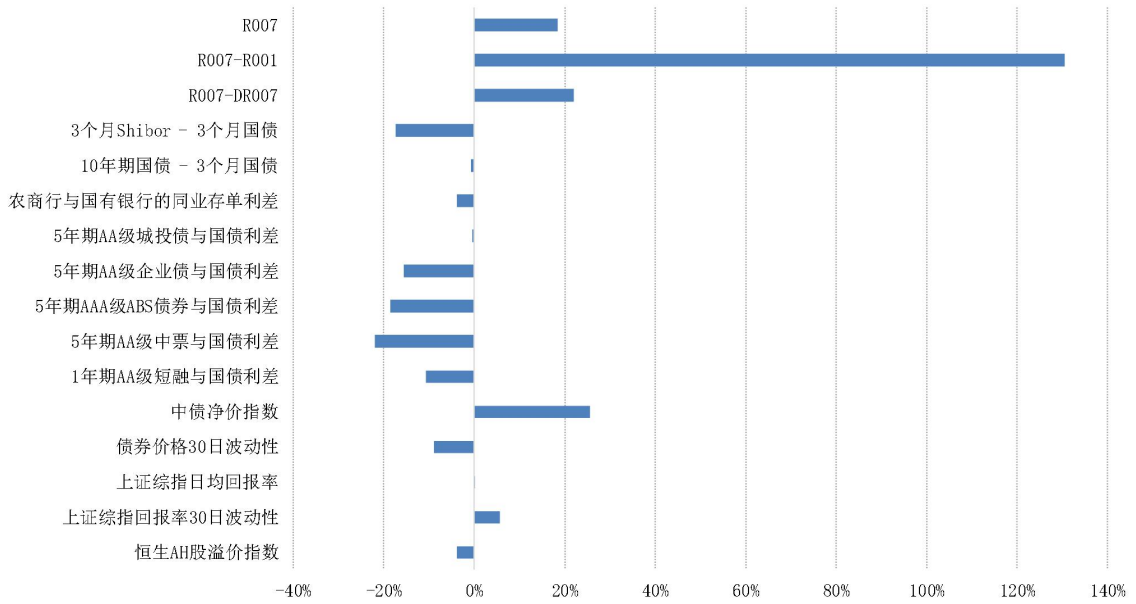
从各指标对指数变化的贡献度来看，货币市场资金面紧张依然是驱动金融条件指数略有上升的主要因素。

从资金面来看，上周 R001 与 DR007 分别下降 44bp 与 3.34bp，而

R007 依然呈上升趋势，这导致 R007 与 DR007 之间的差值以及 R007 与 R001 之间的差值走高，对指数收紧起到正面推动作用。

从债券市场来看，上周利率债与信用债收益率普遍上行，依然是受信用债收益率调整幅度不及国债的影响所致，信用债与国债之间的利差普遍小幅收窄 3bp 左右，推动指数下行。

图4：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2020年8月24日 – 2020年8月28日）



来源：第一财经研究院

二、央行流动性投放与政策利率

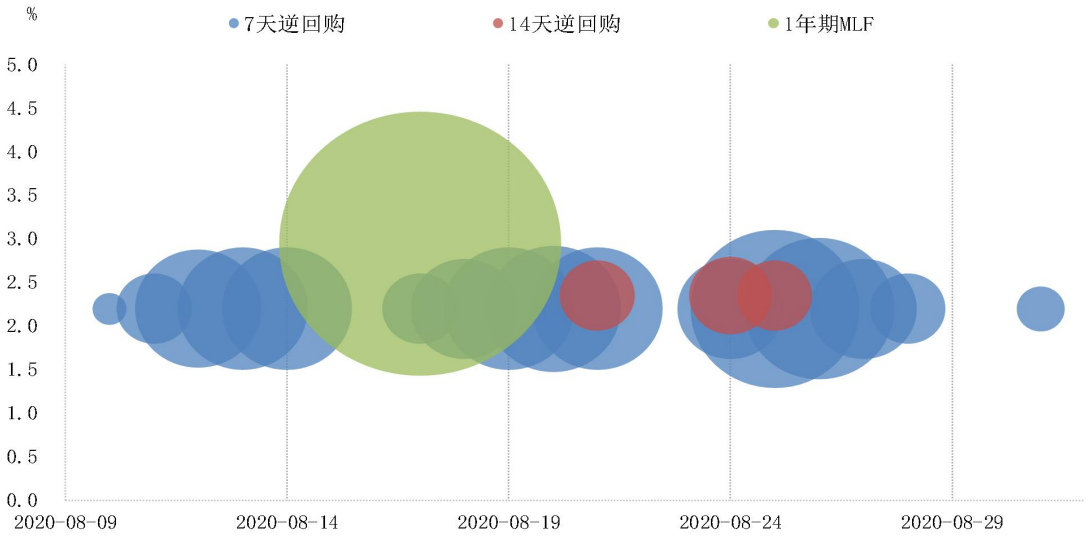
在经历了 7 月资金面紧张及金融条件收紧之后，央行在 8 月显著扩大了流动性投放。

在 8 月 7 日至 8 月 31 日期间，央行每天开展逆回购操作，操作主要由 7 天逆回购与 14 天逆回购所组成。8 月 25 日，央行逆回购操作达到月内峰值，单日最高货币投放量达到 3000 亿元，其中 2500 亿元

为 7 天逆回购、500 亿为 14 天逆回购。

除此之外,8 月央行在频繁开展逆回购操作的基础上进行超额 MLF 续作。8 月 17 日，央行开展 1 年期 MLF 操作 7000 亿元，月内 MLF 到期量总共为 5500 亿元。

图5：央行公开市场投放结构（2020年8月10日 – 2020年8月31日）

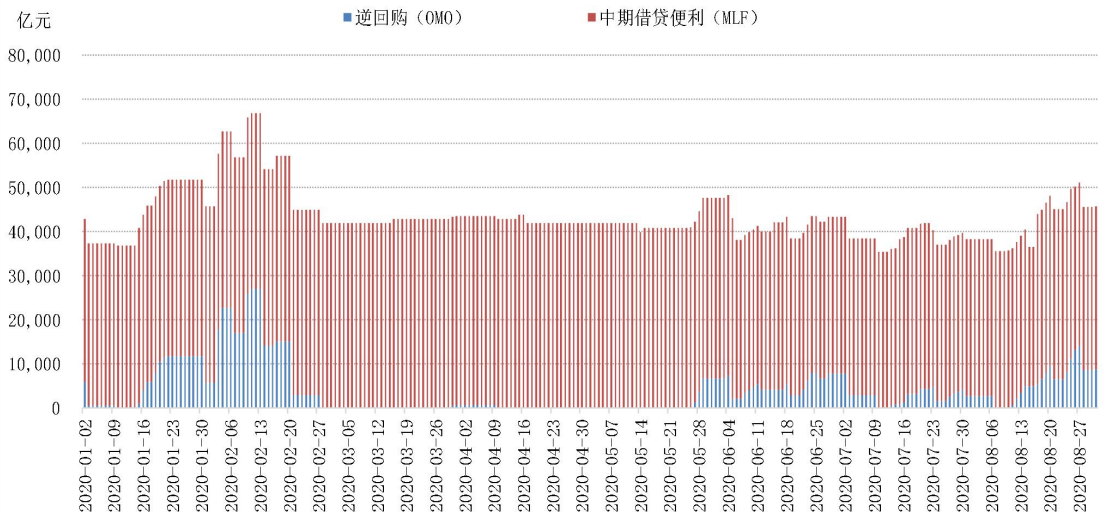


注：竖轴代表利率水平，气泡大小代表投放量（单位为亿元）。

来源：Wind、第一财经研究院

从月内流动性投放的存量来看，8 月底央行通过逆回购与 MLF 投放的流动性存量总计为 4.58 万亿元。其中，逆回购存量为 8800 亿元，较 7 月底上升 6000 亿元；MLF 存量为 3.7 万亿元，较 7 月底上升 1500 亿元。

图7：央行流动性投放余额（2020年1月2日 – 2020年8月31日）

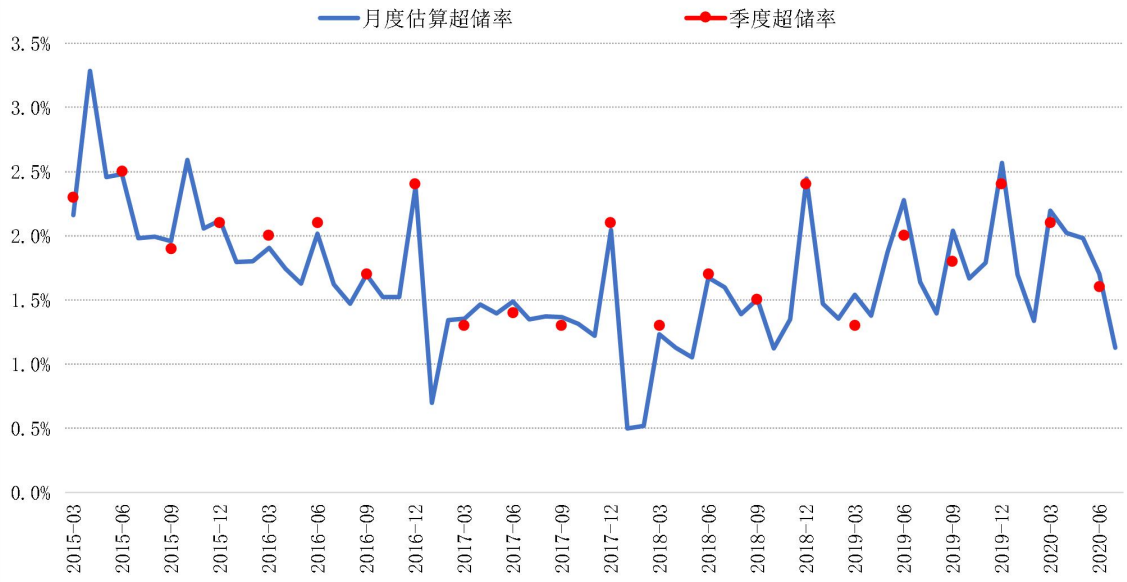


来源：Wind、第一财经研究院

央行流动性投放扩容有望提升 8 月超储率至 1.5%。根据我们的估算，在 7 月资金面紧张及金融环境收紧的背景下，7 月超储率或低至 1.1%的水平，为 2018 年 10 月以来的最低值。

考虑到央行在 8 月通过逆回购与 MLF 操作共增加基础货币 7500 亿元，我们预计 8 月超储率有望回升至 1.5%左右。

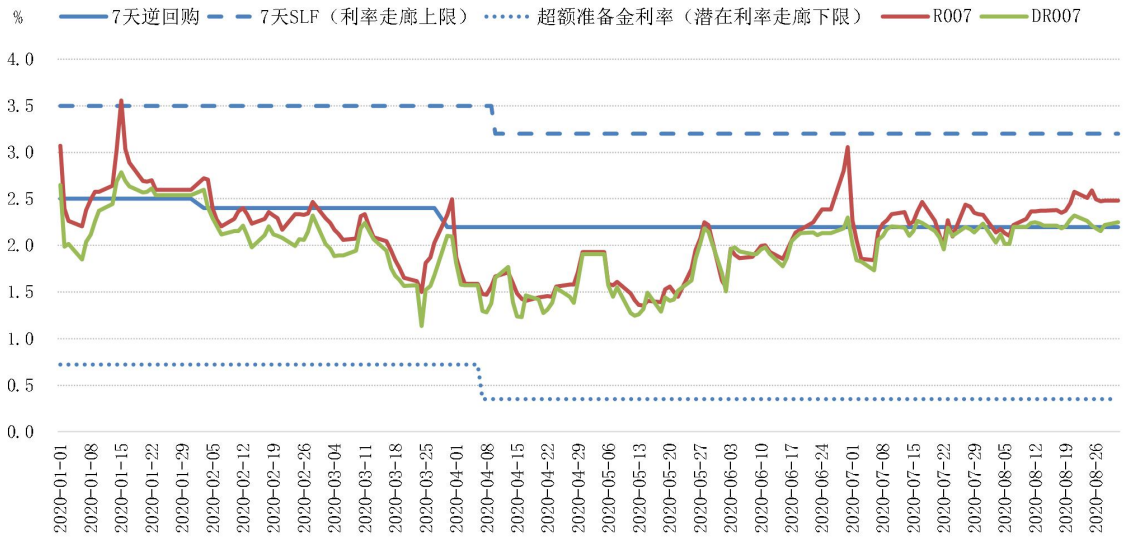
图8：月度估算超储率与季度超储率



来源：Wind、第一财经研究院

虽然 8 月超储率有所回升，但货币市场利率的上行趋势并未被逆转。截至 8 月 28 日，R007 与 DR007 的利率分别为 2.51%和 2.21%，这一利率水平与年初持平，这意味着年内央行在货币市场“降息”的 30bp 已被全部抹平。

图9：货币市场政策利率与市场利率走势（2020年1月2日 – 2020年8月28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（8月24日 - 8月28日）

利率	均值	变化
R001	1.79 %	-44 bp
R007	2.51 %	8.62 bp
DR007	2.21 %	-3.34 bp
Shibor 3M	2.61 %	1.38 bp
IRS 1Y	2.49 %	6.46 bp

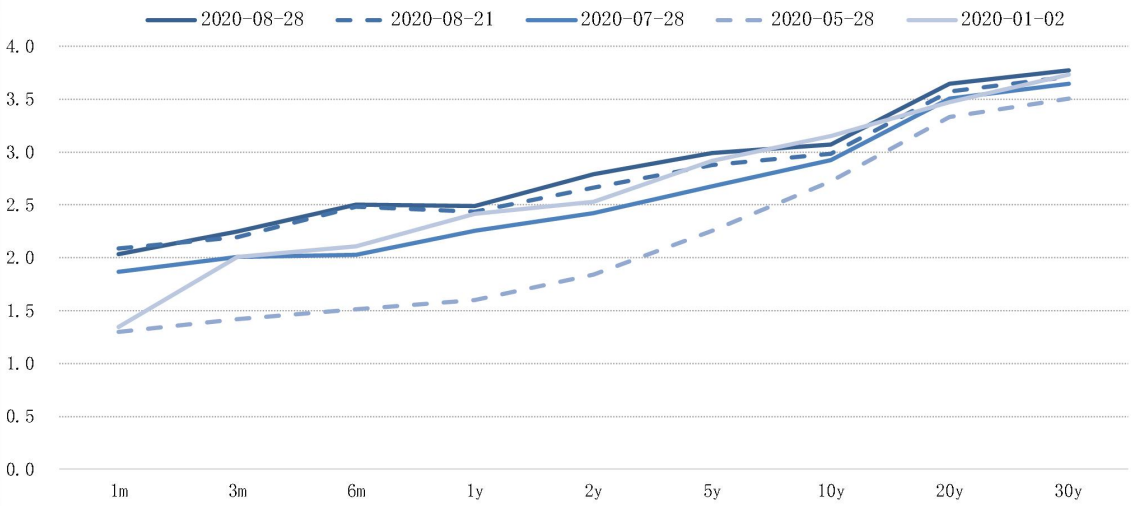
来源：Wind、第一财经研究院

三、债券市场利率与利差

债券市场与货币市场面临同样的利率上行困境。从国债收益率曲线来看，国债各期限收益率自 4 月末以来逐步抬升，近期虽收益率上行速度有所放缓，但却未停止。

与年初的各期限收益率相比，8 月末的收益率曲线已普遍高于年初的收益率水平。这同样意味着年内央行所采取的降准、降息政策对国债的影响已完全被逆转。

图10：中国国债收益率曲线变化

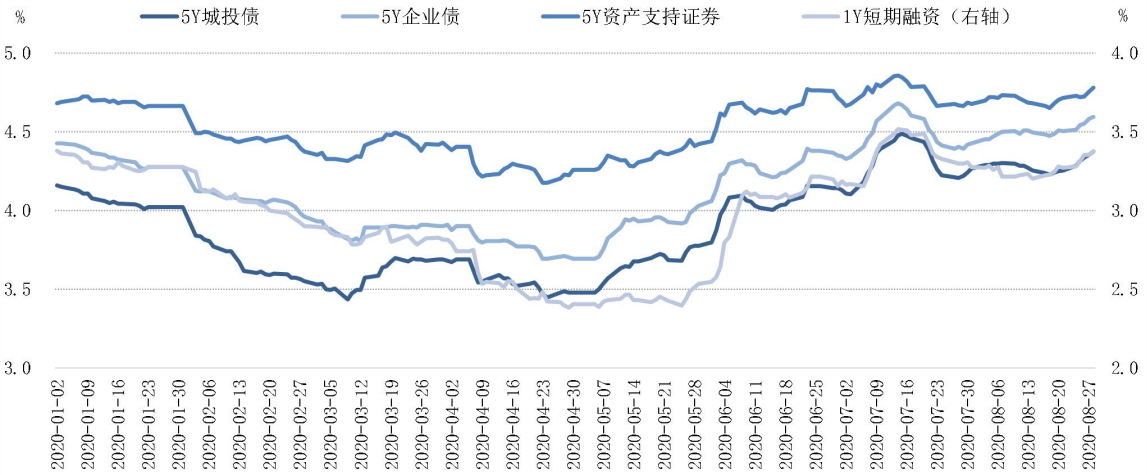


来源：Wind、第一财经研究院

信用债收益率也在跟随利率债收益率而上行。截至 8 月 28 日，AA 级信用债的收益率水平已普遍高于年初。

值得注意的是，目前一年期 AAA 级同业存单利率已达到 2.92%，逼近一年期 MLF 政策利率，而 AA 级同业存单利率已达到 3.17%，这同样反映金融机构资金面紧张的困境。

图11：AA级信用债收益率走势（2020年1月2日 – 2020年8月28日）



来源：Wind、第一财经研究院

表2：债券市场收益率周度均值与变化（8月24日 - 8月28日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	2.21 %		5.32 bp	
1Y 国债	2.48 %		11.03 bp	
5Y 国债	2.96 %		9.25 bp	
10Y 国债	3.04 %		6.59 bp	
5Y 政策性金融债	3.5 %		11.91 bp	
信用债与同业存单				
信用评级	AAA级		AA级	
收益率	均值	变化	均值	变化
6M 同业存单	2.89 %	6.76 bp	3.03 %	5.65 bp
5Y 商业银行普通债	3.6 %	11.12 bp	4.13 %	7.92 bp
5Y 地方政府债	3.12 %	6.49 bp	-	-
5Y 城投债	3.97 %	11.55 bp	4.33 %	9.15 bp
5Y 企业债	3.93 %	7.77 bp	4.56 %	6.57 bp
5Y 公司债	3.91 %	6.01 bp	4.55 %	6.14 bp
5Y ABS	3.83 %	6.13 bp	4.74 %	5.88 bp
5Y 中票	3.92 %	7.94 bp	4.55 %	5.08 bp
1Y 短融	3.05 %	10.8 bp	3.34 %	8.48 bp

来源：Wind、第一财经研究院

债券市场的融资需求远大于资金供给是货币市场与债券市场利率频频走高的主要原因。根据万得数据，截至 8 月底，国债与地方政府债共发行近 9 万亿元,整体实体部门债券融资规模超过 18 万亿元。与之相对地,央行年内基础货币投放总计约为2.4万元,M2增量约为13.9万亿元，这对于将融资成本维持在低位造成一定难度。

“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。