

## 第一财经研究院中国金融条件指数周报

(2021年1月25日 - 2021年1月29日)

### 央行流动性回笼显著，R001创2013年以来最高水平

#### 摘要：

截至2021年1月29日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.73，较前一周上升0.05；指数在过去一个月下降0.16，年内下降0.36。

今年进入1月之后，市场资金面逐渐收紧，资金利率普遍于1月5日出现拐点转为上行。上周，央行通过7天逆回购总计投放货币3840亿元，回笼货币6140亿元，实现净回笼货币2300亿元。央行流动性投放显著收缩导致货币市场利率大幅跳升。截至1月29日收盘，银行间质押式回购利率方面，DR001加权平均利率报3.33%，DR007加权平均利率报3.16%，DR007较7天逆回购政策利率的偏离幅度达到96bp；

如果观察有非银机构参与的银行间全部质押式隔夜回购利率，R001 加权平均利率报 6.59%，创下 2013 年“钱荒”以来的最高水平，R007 加权平均利率报 4.39%。

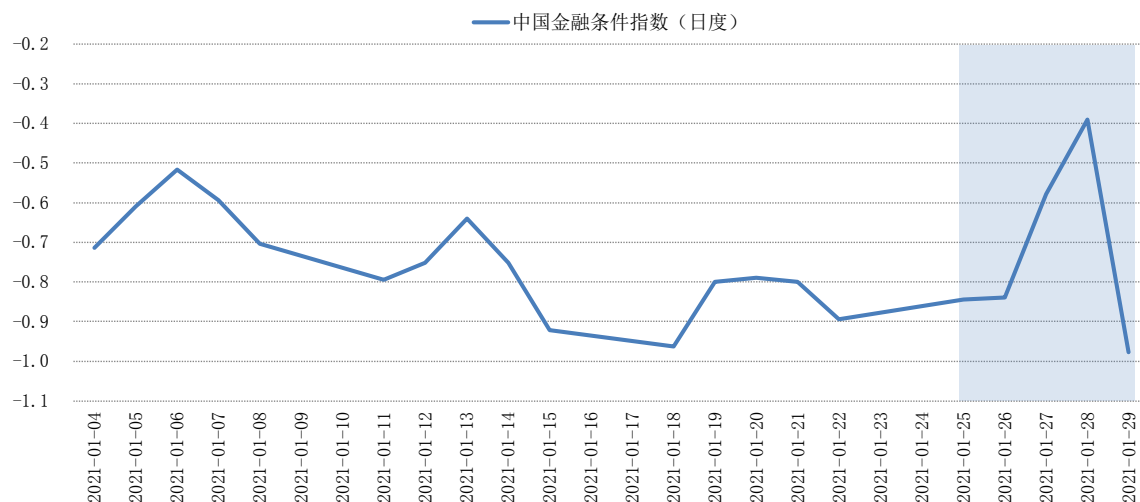
从客观原因来看，上周货币市场利率跳升主要受央行操作缩量、春节前居民取现需求上升以及 1 月缴款、缴税、缴准等共同影响。

1 月 25 日，央行货币政策委员会委员马骏在中国财富 50 人论坛举办的研讨会上表示，某些领域存在泡沫，如股市和部分城市的房价，这些都与流动性和杠杆率的变化有关，“未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度转向。如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”

## 一、金融条件指数概况

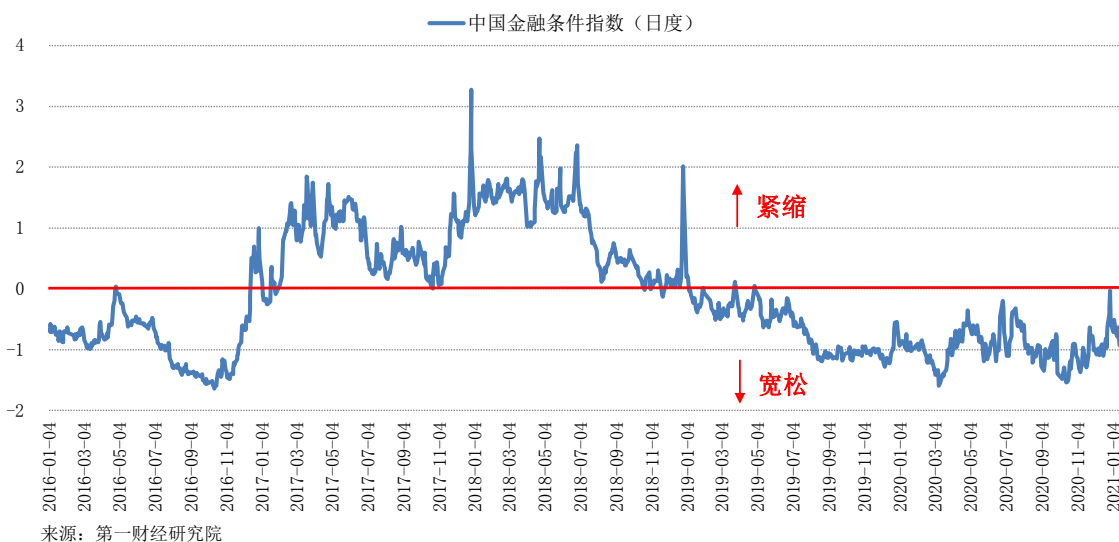
截至 2021 年 1 月 29 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.73，较前一周上升 0.05；指数在过去一个月下降 0.16，年内下降 0.36。

图1：中国金融条件指数日度走势（2021年1月25日 - 2021年1月29日）



来源：第一财经研究院

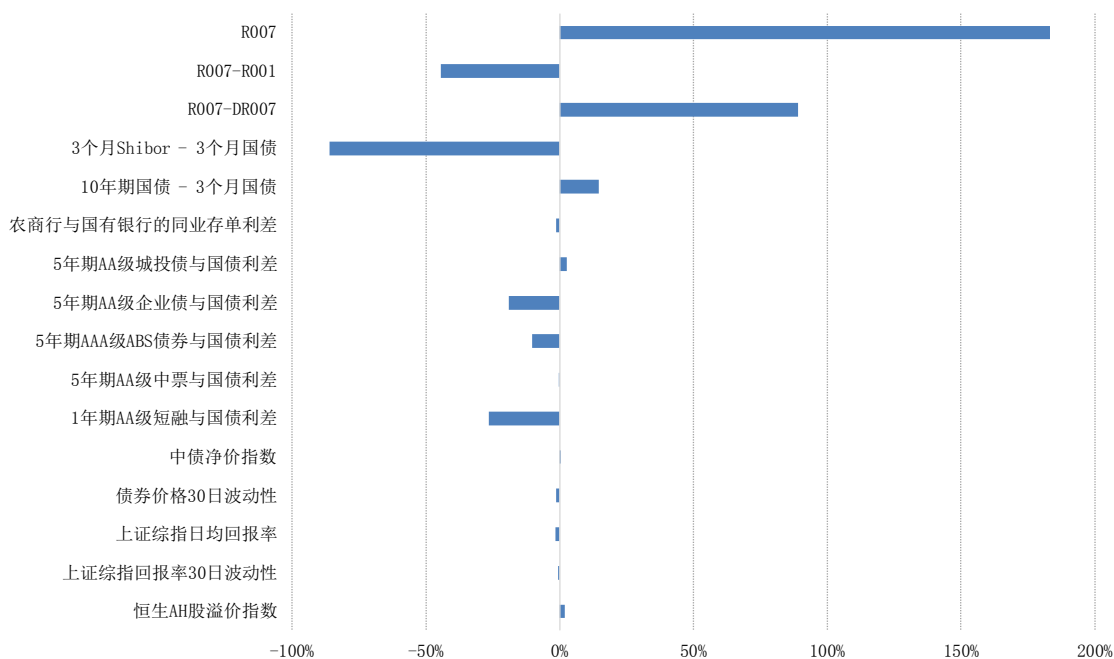
图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 - 2021年1月29日）



从各指标对指数变化的贡献度来看，上周资金面收紧是导致指数上行的主要因素。

从货币市场利率来看，上周 R001 与 R007 均值分别上升 249bp 与 186bp 至 4.04% 与 3.87%，资金面收紧对于指数上升的贡献度达到 141.57%。

图3：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2021年1月25日-1月29日）

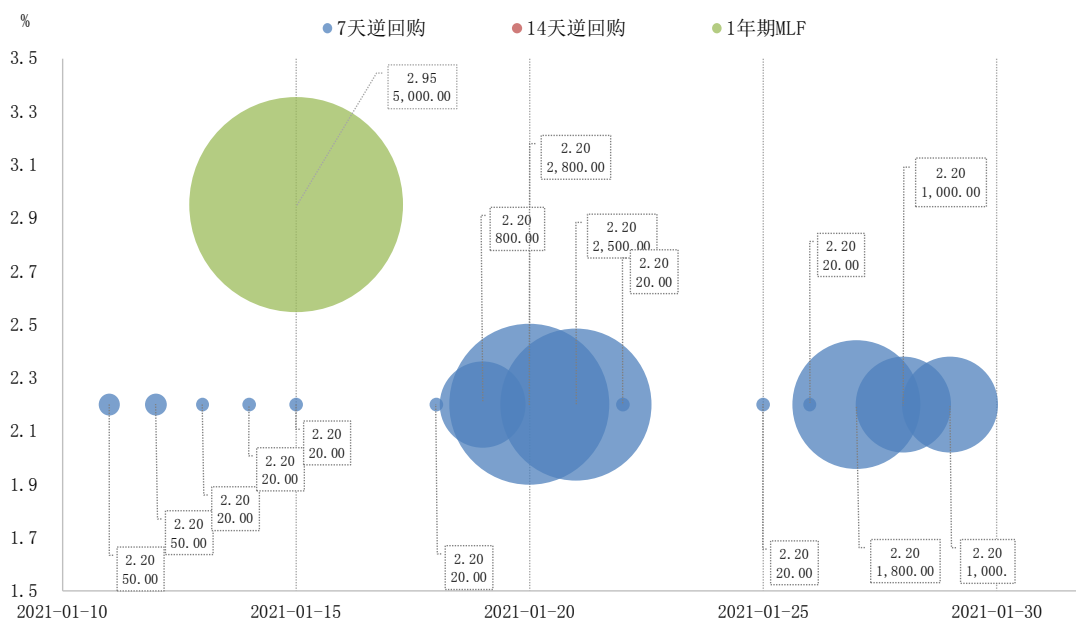


来源：第一财经研究院

## 二、央行流动性投放与政策利率

上周，央行通过 7 天逆回购总计投放货币 3840 亿元，回笼货币 6140 亿元，实现净回笼货币 2300 亿元。上周周内央行货币回笼创下 2020 年 9 月以来最高。

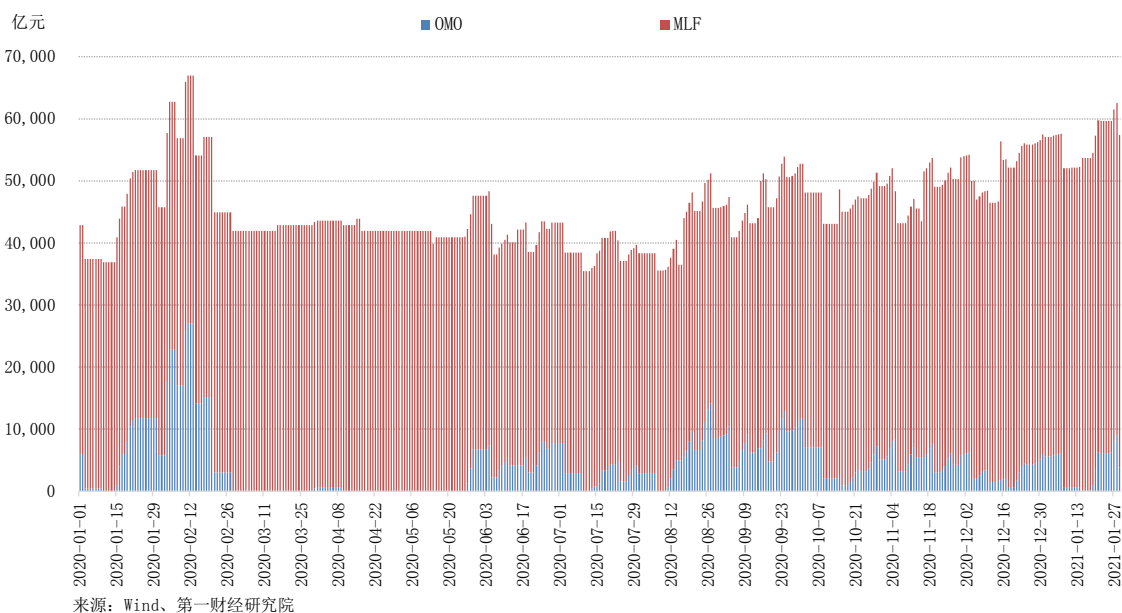
图4：央行公开市场投放结构（2021年1月11日 - 2021年1月29日）



截至1月29日，央行公开市场流动性投放余额为5.73万亿元。

其中，逆回购余额为3840亿元，MLF余额为5.35万亿元。

图5：央行流动性投放余额（2020年1月1日 - 2021年1月29日）



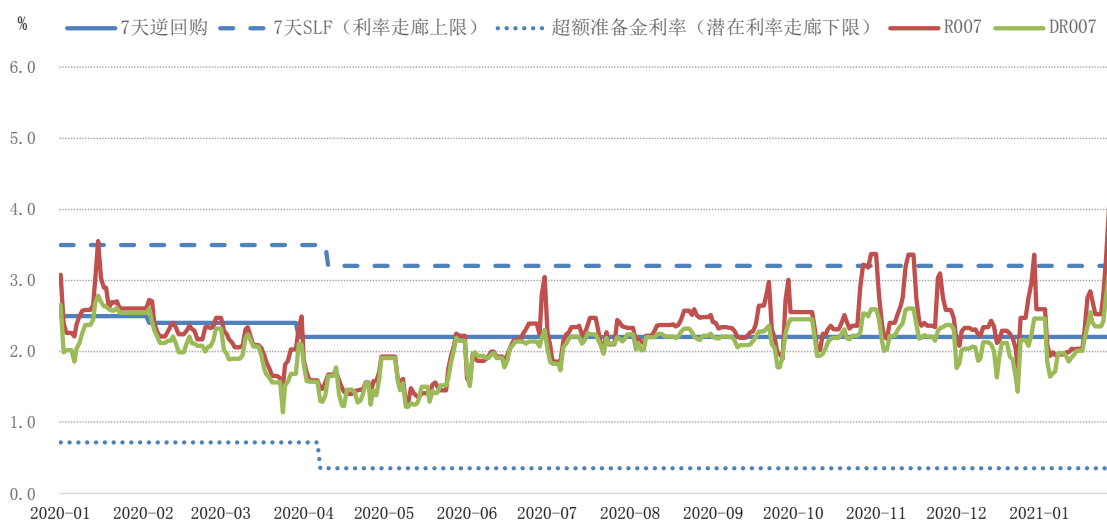
今年进入1月之后，市场资金面逐渐收紧，资金利率普遍于1月

5 日出现拐点转为上行。上周，货币市场利率大幅跳升，截至 1 月 29 日收盘，银行间质押式回购利率方面，DR001 加权平均利率报 3.33%，DR007 加权平均利率报 3.16%，DR007 较 7 天逆回购政策利率的偏离幅度达到 96bp；如果观察有非银机构参与的银行间全部质押式隔夜回购利率，R001 加权平均利率报 6.59%，创下 2013 年“钱荒”以来的最高水平，R007 加权平均利率报 4.39%。

从客观原因来看，上周货币市场利率跳升主要受央行操作缩量、春节前居民取现需求上升以及 1 月缴款、缴税、缴准等共同影响，但我们认为 1 月以来的资金紧张也包含央行的主观意愿，即打击市场套利行为、打压市场投机情绪。

1 月 25 日，央行货币政策委员马骏在中国财富 50 人论坛举办的研讨会上表示，某些领域存在泡沫，如股市和部分城市的房价，这些都与流动性和杠杆率的变化有关，“未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度转向。如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”

图6：政策利率与货币市场利率（2020年1月2日 - 2021年1月29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（1月25日 - 1月29日）

利率	均值	变化
R001	4.04 %	249.43 bp
R007	3.87 %	186.13 bp
DR007	2.91 %	97.3 bp
Shibor 3M	2.65 %	5.74 bp
IRS 1Y	2.59 %	13.95 bp

来源：Wind、第一财经研究院

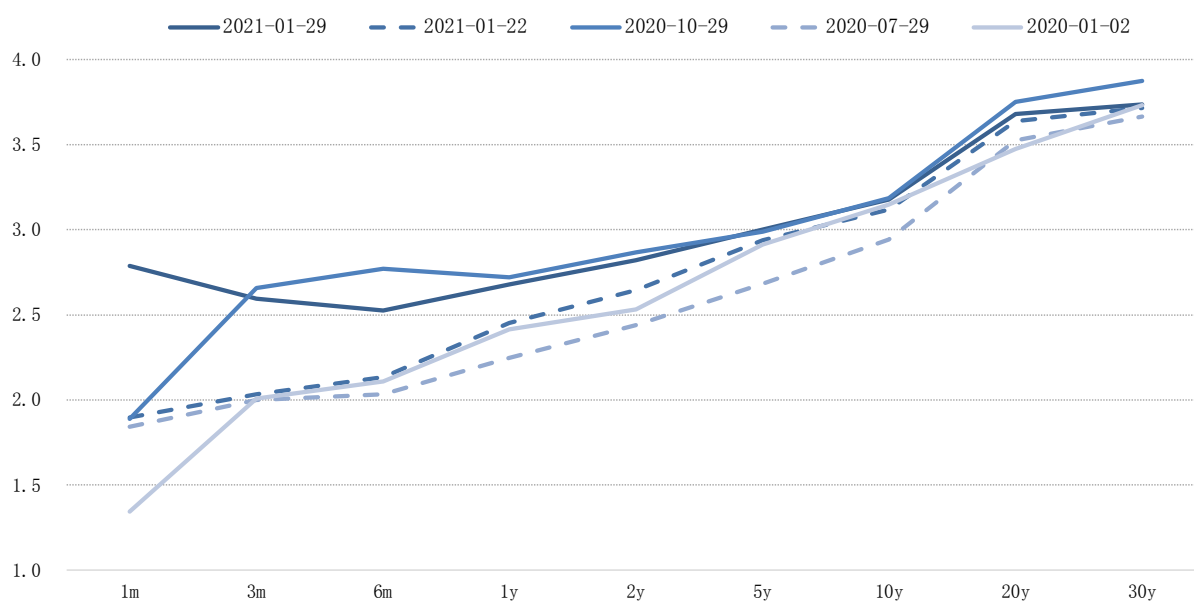
### 三、债券市场利率与利差

从国债收益率曲线来看，短端国债收益率受货币市场资金面紧张影响较大，1月期、3月期、6月期以及1年期国债收益率周内上升幅度分别为 89bp、56bp、39bp 以及 23bp 至 2.79%、2.59%、2.53% 以及 2.68%。

中长端国债收益率较前一周相对保持平稳。截至 1 月 29 日，2 年

期、5 年期以及 10 年期国债收益率分别收于 2.82%、3% 以及 3.18%。

图7：中国国债收益率曲线变化



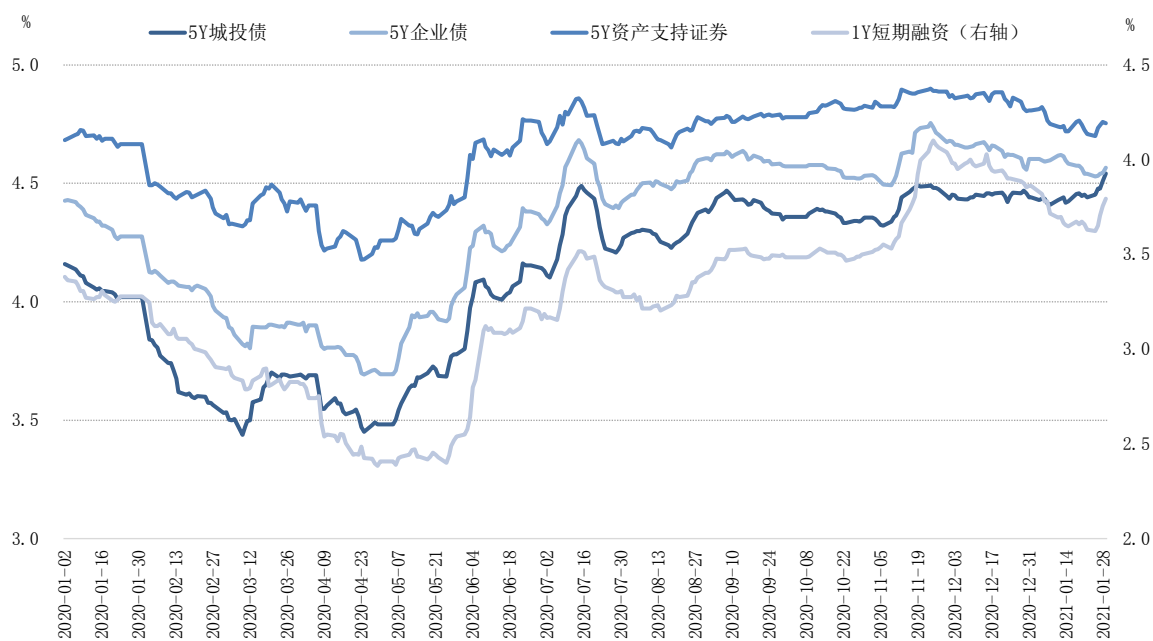
来源：Wind、第一财经研究院

信用债收益率也在跟随利率债收益率而上行，其中短端的 1 年期短融收益率上行幅度最高，AAA 级 1 年期短融收益率上行 12.5bp 至 3.06%。

此外，上周 5 年期城投债收益率上升 7.39bp 至 3.81%，5 年期企业债收益率上升 8.18bp 至 3.77%。



图8：AA级信用债收益率走势（2020年1月2日 - 2021年1月29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（1月25日 - 1月29日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	2.38 %		50.63 bp	
1Y 国债	2.6 %		25.91 bp	
5Y 国债	3 %		6.24 bp	
10Y 国债	3.17 %		2.96 bp	
5Y 政策性金融债	3.36 %		9.59 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	2.71 %	23.78 bp	2.99 %	23.26 bp
5Y 商业银行普通债	3.61 %	8.21 bp	3.99 %	1.41 bp
5Y 地方政府债	3.15 %	0.66 bp	-	-
5Y 城投债	3.81 %	7.39 bp	4.49 %	6.2 bp
5Y 企业债	3.77 %	8.18 bp	4.54 %	-6.42 bp
5Y 公司债	3.75 %	4.95 bp	4.72 %	1.93 bp
5Y ABS	3.85 %	1.51 bp	4.74 %	0.71 bp
5Y 中票	3.76 %	6.01 bp	4.74 %	1.46 bp
1Y 短融	3.06 %	12.49 bp	3.71 %	3.41 bp

来源：Wind、第一财经研究院

上周信用债与国债之间的收益率差涨跌不一。其中，1 年期短融收益率与国债之间的差值下降幅度最大，AAA 级短融与国债之间的利差下降 13.43bp 至 45.29bp，AA 级短融与国债之间的利差下降 22.5bp 至 110.29bp。

图9：AA级信用债与国债收益率差（2020年1月2日 - 2021年1月29日）

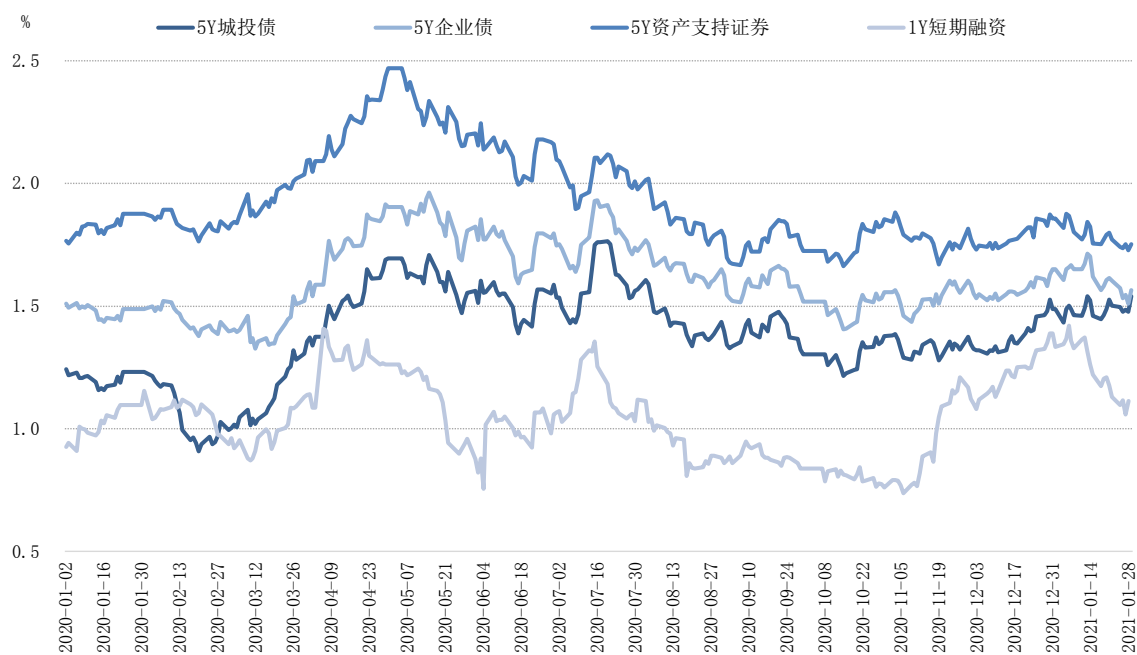


表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（1月25日 - 1月29日）

信用评级	AAA级		AA级	
	均值	变化	均值	变化
5Y 商业银行普通债	61.1 bp	1.96 bp	98.9 bp	-4.84 bp
5Y 地方政府债	15.16 bp	-5.58 bp	-	-
5Y 城投债	81.17 bp	1.15 bp	149.46 bp	-0.05 bp
5Y 企业债	77.17 bp	1.94 bp	154.57 bp	-12.66 bp
5Y 公司债	75.71 bp	-1.3 bp	171.97 bp	-4.31 bp
5Y ABS	85.37 bp	-4.73 bp	174.18 bp	-5.53 bp
5Y 中票	76.41 bp	-0.23 bp	174.75 bp	-4.78 bp
1Y 短融	45.29 bp	-13.43 bp	110.29 bp	-22.5 bp

来源：Wind、第一财经研究院

#### 四、政策动态

## 中国货币政策

1. 1月25日，央行货币政策委员马骏在中国财富50人论坛举办的研讨会上表示，“从今年开始应该永久性取消GDP增长目标，而把稳定就业和控制通货膨胀作为宏观政策最主要的目标。”谈及货币政策，马骏指出中国杠杆率上升得非常快，2020年前三个季度，中国宏观杠杆率上升25个百分点，是2009年以来升幅最高的一次。杠杆率大幅上升，自然会导致未来的金融风险。此外，马骏表示有些领域的泡沫已经显现，例如股市和一线城市等地房价，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。“未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度转向。如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”
2. 1月26日，央行行长易纲在出席达沃斯论坛时表示将确保央行采取的政策是具有 consistency、稳定性和一贯性的，而不会去过早地放弃此前发布的支持政策，预估今年中国的GDP增速将恢复到正常区间内，符合预期。
3. 1月27日，央行货币政策司司长孙国峰撰文称，“十四五”时期，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持以币值稳定为首要目标，更加重视就业目标，保持宏观杠杆率基本稳定。要不断完善基础货币投放的方式、渠道、工具等相关机制，稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策。促进货币政策与其他宏观经济治理政策目标优化、分工合理、高效协同。

4. 1月29日，市场有传言称央行上调SLF利率，对此，中国人民银行表示，“我们注意到了有关传言，这一传言完全不属实，人民银行已就此事向公安机关报案”。

### 中国金融政策

5. 1月25日，上海市房管局透露，继1月21日晚楼市调控新政“沪十条”后，上海楼市调控组合拳相继落地，法拍房纳入限购。上海市房管局透露，继1月21日晚楼市调控新政“沪十条”后，上海楼市调控组合拳相继落地，法拍房纳入限购。此外，上海市房管局再次确认，1月21日晚楼市调控新政“沪十条”，一二手房都以网签时间为准。
6. 1月27日，杭州发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控。《通知》进一步加强住房限购，规定落户本市未满5年的，在本市限购范围内限购1套住房。
7. 1月27日，银保监会近日召开2021年中国银保监会工作会议，明确要毫不松懈防范化解金融风险，保持宏观杠杆率基本稳定；严格落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定；继续做好不良资产处置；加快推动高风险机构处置，完善重大案件风险和重大风险事件处置机制。
8. 1月28日，证监会召开2021年系统工作会议，明确要坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战持久战；坚持标本兼治，消化存量和遏制

增量并举；稳妥化解债券违约风险，加大债券市场基础制度和法治供给，优化债券违约市场化处置机制，加强统一执法；加快推进“伪私募”等相关风险的分批处置，严格落实私募基金底线性要求，建立部际联动、央地协作的风险防范处置机制，加快推动出台私募条例；明确要扎实推进全面深化资本市场改革开放落实落地；统筹抓好进一步提高上市公司质量意见和退市改革方案落地见效，严格退市监管，拓展重整、重组、主动退市等多元退出渠道。

### 中国信贷政策

9. 1月28日，根据第一财经报道，从深圳多家银行获悉，部分银行已经停止了个人按揭贷款投放；有额度的银行，目前在申请贷款后，也要等到3月左右才能放款。而随着额度收紧，部分银行的房贷利率也开始上浮。从部分股份行了解到，在客户同意的前提下，一手、二手房的贷款利率上浮60个、100个基点后可以按照正常流程审批。但国有大行的房贷利率仍保持稳定。

### 海外央行政策

10. 1月28日，美联储公布议息会议结果，将基准利率维持在0%-0.25%不变，将超额准备金率（IOER）维持在0.1%不变，并且将继续每月购买800亿美元的国债和400亿美元的住房抵押贷款支持证券（MBS）。美联储主席鲍威尔发布会以下要点：
- 美联储采取高度宽松的政策是非常合适的，在目标实现之前保持宽

松政策；

- 现在谈论缩减购债还为时过早，将是渐进的，如有必要可增强前瞻性指引；
- 美联储将在通胀上扬时保持耐心，相比通胀回暖，更担忧经济复苏；
- 紧急借贷工具仍是可用的，倾向于使用宏观审慎工具来处理金融稳定问题；
- 尚未与财政部讨论那些应急工具，财政政策绝对必要，财政的支持有助于抵御经济低迷；
- 实际失业率接近 10%，在疫情过去后，仍需要帮助失业人群重返就业岗位。

“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