

第一财经研究院中国金融条件指数周报

(2021年3月8日 - 2021年3月12日)

开年经济数据亮眼，指数降至年内低点

摘要：

截至2021年3月12日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.19，为年内最低水平，年内下降幅度为0.54。

根据统计局最新公布的经济数据，1-2月工业增加值累计同比增长35.1%，高于市场预期的32.2%；零售累计同比增长33.8%，高于市场预期的32%；固定资产投资累计同比增长35%，低于市场预期的40.9%。

经济活动复苏与宽松的货币环境带动债券市场信用风险下降。从年内数据来看，信用债与国债之间的利差普遍呈下行走势，AA级债券利差的下行幅度普遍要高于AAA级。具体来看，年内AA级企业债和AA级短期融资的信用利差下降幅度最大，分别为27.59bp和28.2bp。

从央行货币政策操作来看，在今年春节前，由于央行在投放和收紧流动性上的不稳定性导致货币市场利率大幅波动，而在春节假期之后，央行已经连续三周维持平稳的投放节奏，基本维持在每天 100 亿的固定投放频率。目前，货币市场利率已回落至正常的浮动区间，央行有望将稳定的货币投放节奏维持更长一段时间。

一、金融条件指数概况

截至 2021 年 3 月 12 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.19,较前一周下降 0.12;指数在过去一个月下降 0.22,年内下降 0.54。

图1：中国金融条件指数日度走势（2021年2月22日 - 2021年3月12日）

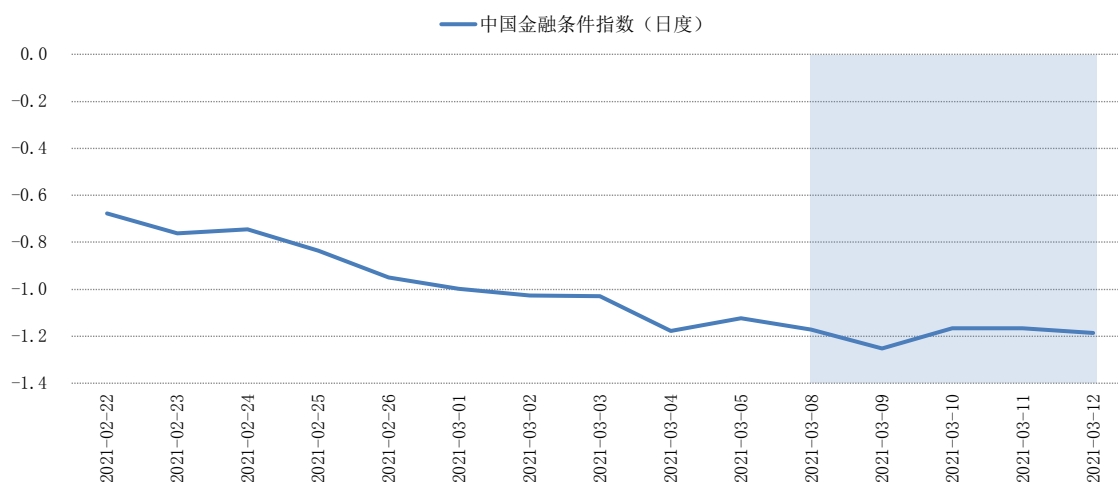


图2：中国金融条件指数日度走势（2016年1月4日 - 2021年3月12日）



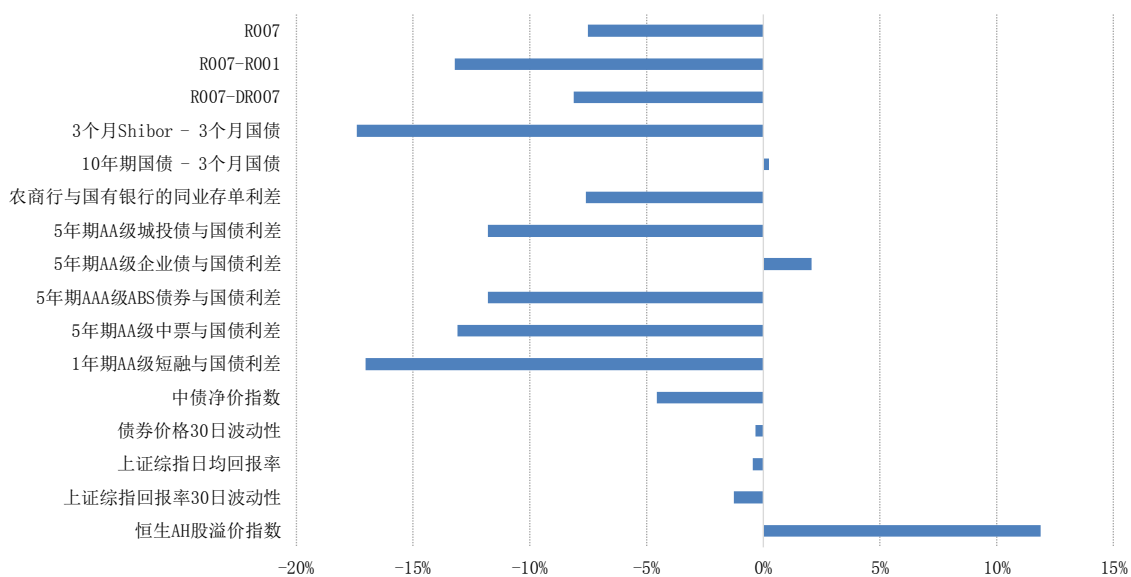
从各指标对指数变化的贡献度来看，上周资金面宽松叠加债券市场信用风险下降共同推动指数下行。

从资金面来看，央行连续三周向市场平稳投放流动性，R007 与 DR007 大部分时间保持在 2.2% 的政策利率水平下方。上周，资金面平稳对指数下行的贡献度约为 46.02%。

从债券信用风险来看，年内随着经济活动进一步复苏，信用债与国债之间的利差呈现稳步下行态势。上周，债券市场信用风险缓释对指数下行的贡献度达到 59.25%。

值得注意的是，上周 A 股市场动荡一定程度上对金融条件起到收紧作用。在 3 月 8 日至 3 月 12 日的当周，上证综指由 3501 跌至 3453 点，中小板指由 9705 跌至 9215 点，创业板指由 2871 跌至 2756 点。整体来看，A 股估值下降带动 AH 溢价指数下行，对金融条件收紧的贡献度为 11.88%。

图3：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2021年3月8日 - 2021年3月12日）



来源：第一财经研究院

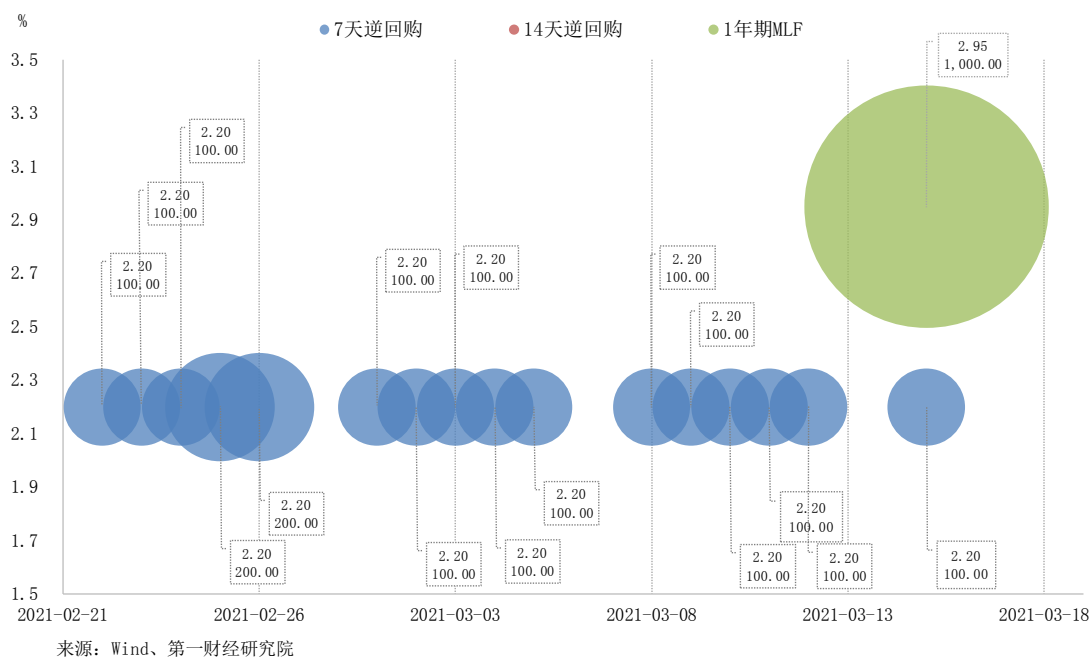
二、央行流动性投放与政策利率

在3月8日至3月12日当周，央行维持平稳的公开市场操作，每日通过7天逆回购投放100亿元，利率维持在2.2%。

在今年春节前，由于央行在投放和收紧流动性上的不稳定性导致货币市场利率大幅波动，而在春节假期之后，央行已经连续三周维持平稳的投放节奏。目前，货币市场利率已回落至正常的浮动区间，央行有望将稳定的货币投放节奏维持更长一段时间。

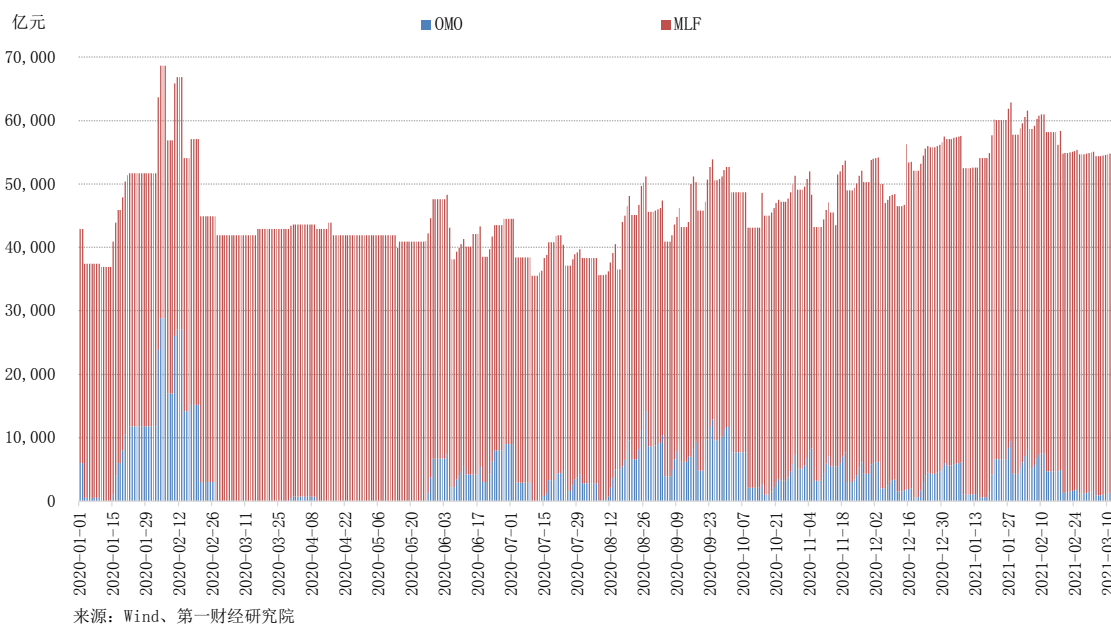
3月15日，央行投放1年期MLF1000亿元，等额续作3月16日即将到期的MLF操作。

图4：央行公开市场投放结构（2021年2月22日 - 2021年3月15日）



截至3月15日，央行公开市场流动性投放余额为5.55万亿元。其中，逆回购余额为1000亿元，MLF余额为5.45万亿元。

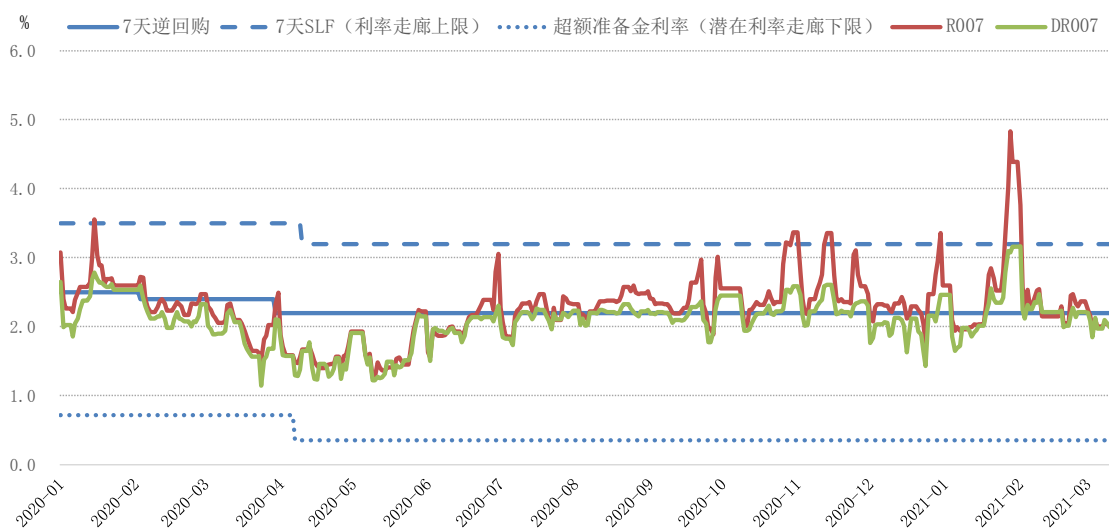
图5：央行流动性投放余额（2020年1月1日 - 2021年3月15日）



从货币市场利率来看，上周货币市场利率涨跌不一，但整体波动

幅度较小。其中，R007 均值下跌 4.83bp 至 2.05%，DR007 均值上升 1.22bp 至 2.06%，两者均保持在 2.2% 的政策利率下方。

图6：政策利率与货币市场利率（2020年1月2日 - 2021年3月12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（3月8日 - 3月12日）

利率	均值	变化
R001	1.84 %	2.86 bp
R007	2.05 %	-4.83 bp
DR007	2.06 %	1.22 bp
Shibor 3M	2.74 %	-5.6 bp
IRS 1Y	2.64 %	-1.14 bp

来源：Wind、第一财经研究院

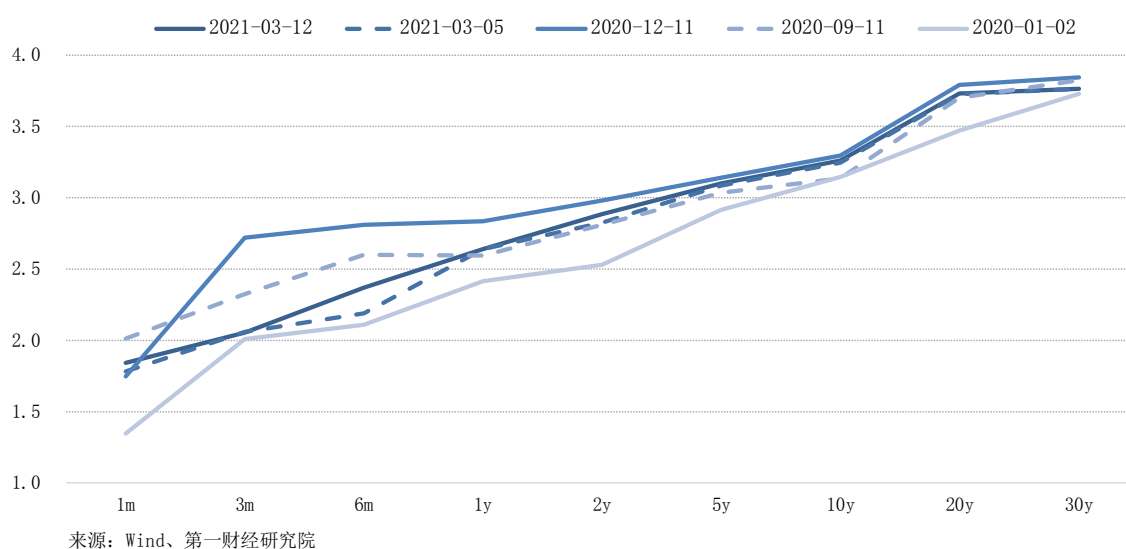
三、债券市场利率与利差

上周，国债收益率曲线整体与前一周持平，仅 6 月期国债收益率周内产生大幅波动。具体来看，上周 1 月期国债收益率上升 6.15bp，6 月期国债收益率上升 17.94bp，2 年期国债收益率上升 6.25bp，其他

期限收益率均保持平稳。

从年内来看，国债收益率曲线呈现更为陡峭的趋势，同时短端国债收益率有抬头迹象。截至3月12日，3月期国债收益率与6月期国债收益率年内分别下降22.73bp和6.18bp至2.06%和2.37%；5年期国债收益率和10年期国债收益率分别上升14.87bp和11.84bp至3.1%和3.26%。

图7：中国国债收益率曲线变化



上周，信用债收益率整体浮动区间较小，除企业债外，多数债券品种收益率下行。具体来看，5年期AAA级企业债与AA级企业债收益率周内分别上行5.16bp和6.16bp；5年期AAA级公司债与AA级公司债收益率分别下行2.54bp和4.91bp。整体来看，在收益率下行的债券品种中，AA级债券收益率下行幅度略高于AAA级债券。

图8：AAA级信用债收益率走势（2020年1月2日 - 2021年3月12日）

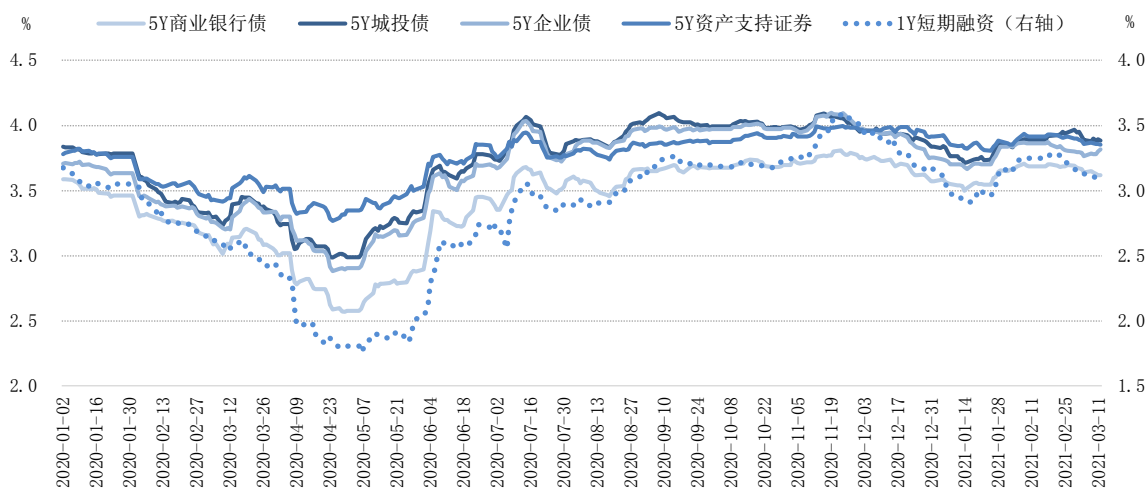


图9：AA级信用债收益率走势（2020年1月2日 - 2021年3月12日）

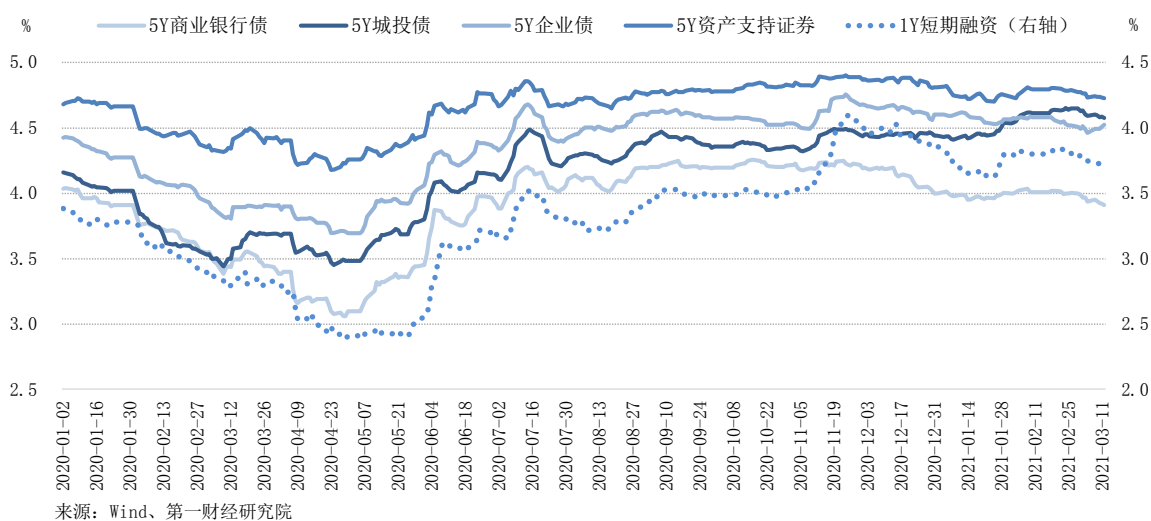


表2：债券市场收益率周度均值与变化（3月8日 - 3月12日）

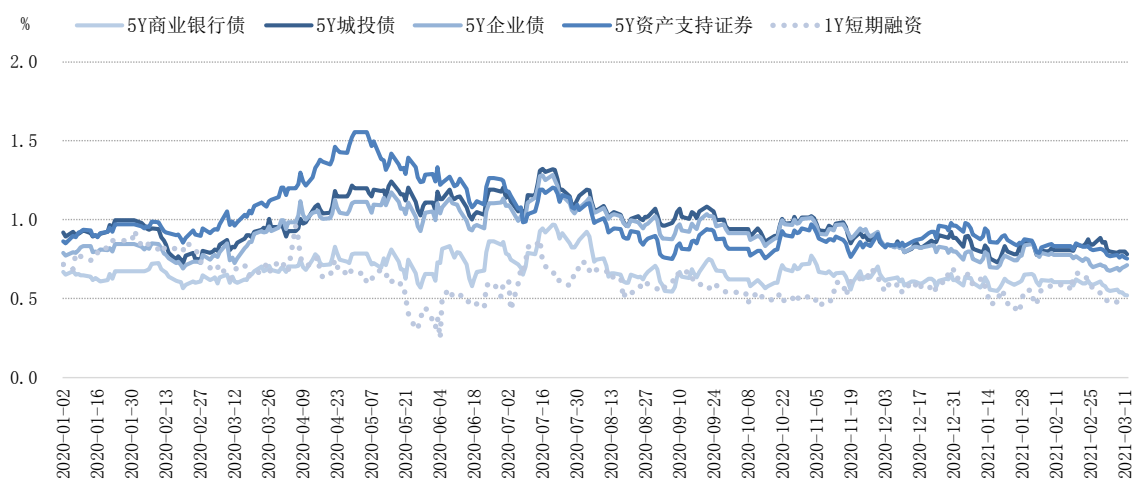
利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	2.06 %		0.02 bp	
1Y 国债	2.64 %		1.23 bp	
5Y 国债	3.09 %		0.37 bp	
10Y 国债	3.25 %		-0.52 bp	
5Y 政策性金融债	3.42 %		-1.14 bp	
信用债与同业存单				
信用评级	AAA级		AA级	
收益率	均值	变化	均值	变化
6M 同业存单	2.82 %	-2.24 bp	3.02 %	-1.18 bp
5Y 商业银行普通债	3.63 %	-3.65 bp	3.93 %	-4.25 bp
5Y 地方政府债	3.27 %	-2.84 bp	-	-
5Y 城投债	3.89 %	-4.4 bp	4.59 %	-3.21 bp
5Y 企业债	3.79 %	0.47 bp	4.5 %	0.87 bp
5Y 公司债	3.83 %	-1.85 bp	4.64 %	-3.18 bp
5Y ABS	3.86 %	-2.58 bp	4.74 %	-2.58 bp
5Y 中票	3.83 %	-3.01 bp	4.64 %	-3 bp
1Y 短融	3.1 %	-3.69 bp	3.73 %	-4.43 bp

来源：Wind、第一财经研究院

从利差来看，无论是 AAA 级债券还是 AA 级债券的信用利差在年内均有不同程度的降幅，并且 AA 级债券利差的下行幅度普遍要高于 AAA 级，反映随着经济活动升温，信用风险的进一步下降。

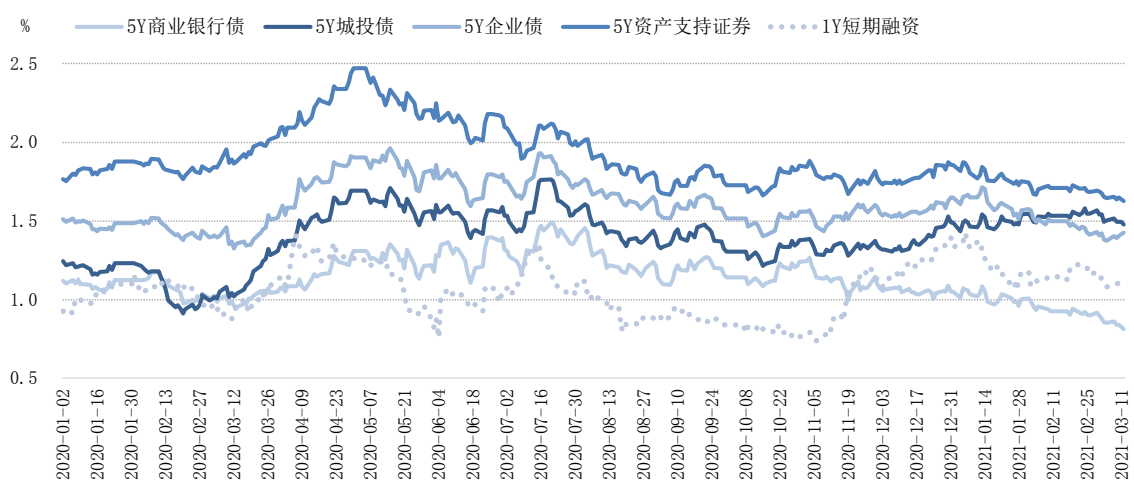
具体来看，年内 AA 级企业债和 AA 级短期融资的信用利差下降幅度最大，分别为 27.59bp 和 28.2bp。

图10: AAA级信用债与国债收益率差 (2020年1月2日 - 2021年3月12日)



来源: Wind、第一财经研究院

图11: AA级信用债与国债收益率差 (2020年1月2日 - 2021年3月12日)



来源: Wind、第一财经研究院

表3：信用债与国债利差的周度均值与变化（3月8日 - 3月12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	53.63 bp	-4.01 bp	83.43 bp	-4.61 bp
5Y 地方政府债	17.21 bp	-3.21 bp	-	-
5Y 城投债	79.32 bp	-4.77 bp	149.4 bp	-3.58 bp
5Y 企业债	69.79 bp	0.1 bp	140.77 bp	0.5 bp
5Y 公司债	73.08 bp	-2.22 bp	154.39 bp	-3.55 bp
5Y ABS	76.47 bp	-2.95 bp	164.08 bp	-2.95 bp
5Y 中票	73.64 bp	-3.38 bp	154.38 bp	-3.37 bp
1Y 短融	46.79 bp	-4.92 bp	108.97 bp	-5.66 bp

来源：Wind、第一财经研究院

四、政策动态

中国货币政策

1. 据央行网站3月9日消息，中国人民银行副行长陈雨露近日在接受第一财经记者独家专访时表示，“十四五”期间，金融工作将继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，通过夯实现代中央银行制度，建设现代金融体系，深化金融高水平开放，为经济高质量发展、全面建设社会主义现代化国家提供重要支撑。在货币政策方面，陈雨露强调，重点是完善货币供应调控机制，保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，不搞大水漫灌，守护好老百姓的“钱袋子”。

中国金融政策

2. 3月10日，中国人民银行副行长陈雨露委员在全国政协十三届四次会议第三场“委员通道”上说，2021年宏观金融政策将会保持连续性、稳定性和可持续性。陈雨露说，广大小微企业普遍关心的贷款延期还本付息政策将会延续；工、农、中、建这些大型商业银行的普惠小微企业贷款将会增长30%以上；在防控好金融风险的基础上，小微企业无抵押信用贷款的占比也将会继续上升。陈雨露还表示，科创小微企业、绿色小微企业、乡村振兴战略当中的农村新型经营主体等，有望得到特殊的融资支持。与此同时，我国的数字普惠金融事业将会继续快速发展，给中小微企业插上金融科技的翅膀。据介绍，2020年人民银行等金融管理部门累计设立了1.8万亿元的低息专项再贷款和再贴现资金，对7.3万亿元的小微企业贷款实行了延期还本付息政策，发放了4万亿元的小微企业无抵押信用贷款，对产业链供应链上的中小微企业发放了2.3万亿元的应收账款质押贷款。“上述这些政策措施一共为3200多万户中小企业和个体工商户及时给予了融资支持，融资的利率和费用率也实现了显著下降。”陈雨露说。

海外央行政策

3. 当地时间3月11日，欧洲央行宣布维持三大利率不变，符合市场预期，其中主要再融资利率维持在0%，边际贷款利率为0.25%。此外，欧洲央行宣布维持紧急抗疫购债计划(PEPP)规模保持在1.85万亿

欧元，下个季度购买紧急抗疫购债计划的速度将显著加快，并将根据市场情况灵活购买债券。

“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