2021.3.29(Y-Research IB21-026)

刘昕 何啸/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

（2021 年 3 月 22 日 - 2021 年 3 月 26 日）

央行表态政策“精准灵活”，指数小幅上行

摘要：

截至 2021 年 3 月 26 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.02，较前一周上升 0.13；指数在过去一个月下降 0.08，年内下降 0.38。

从资金面来看，央行连续多周向市场平稳投放流动性，保持每日 100 亿元的公开市场 7 天逆回购投放，即使临近季末也并未加大投放量或增加 14 天逆回购投放，这导致 3 月末货币市场利率小幅上升，R007 上周上升 2.08bp 至 2.24%。

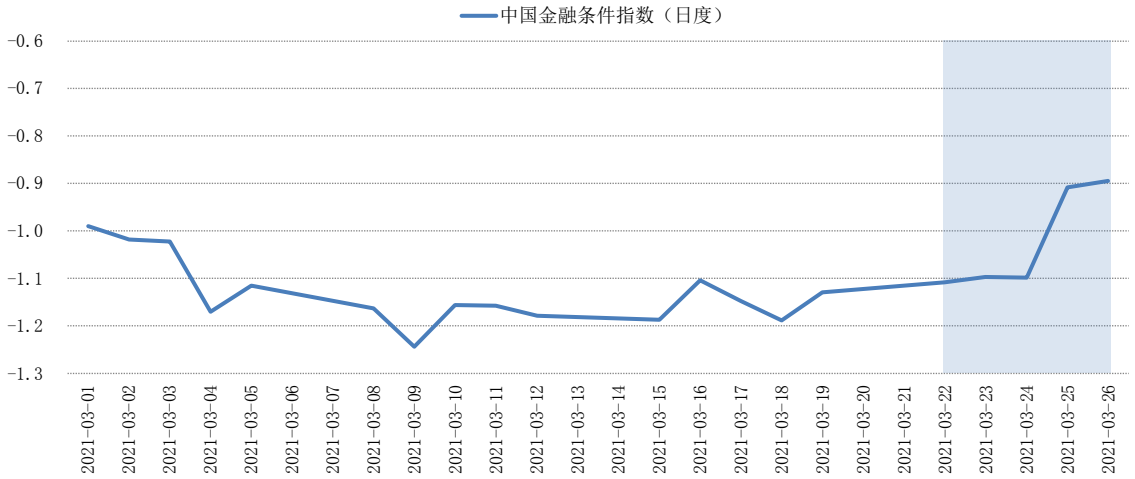
3 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会

在北京召开。从会议公告措辞来看，此次会议与去年四季度会议主要有以下变化：1）“国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击”，变为“国内经济发展动力积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡”。这表明央行对于经济形势的判断更加乐观，但中小企业以及受疫情影响的特定行业复苏仍然较慢。2）删去了四季度“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”的表述，突出货币政策的“灵活精准”，表明央行在政策上相机抉择的态度有所强化。3）删去“综合运用并创新多种货币政策工具”，表明后续将回归到以公开市场操作等传统货币政策工具为主。

一、金融条件指数概况

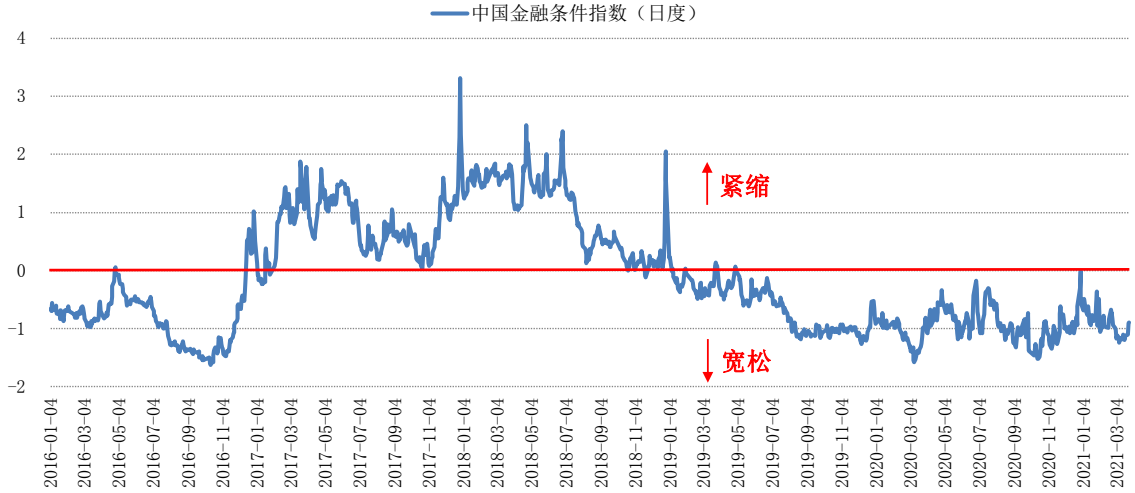
截至 2021 年 3 月 26 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-1.02,较前一周上升 0.13;指数在过去一个月下降 0.08，年内下降 0.38。

图1：中国金融条件指数日度走势（2021年3月1日 – 2021年3月26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3月26日）



来源：第一财经研究院

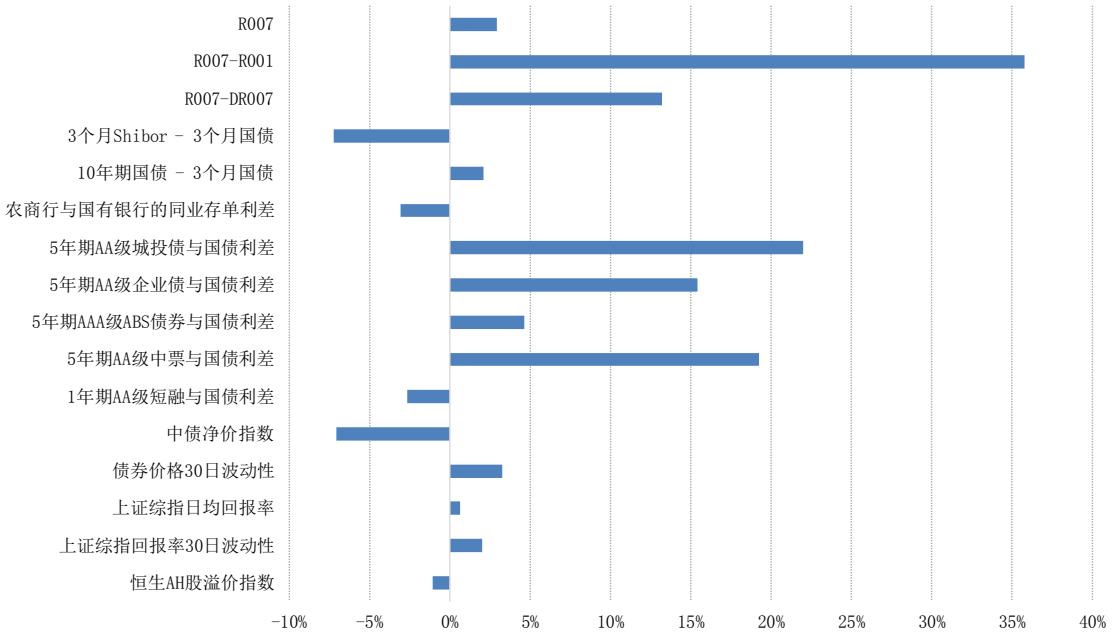
从各指标对指数变化的贡献度来看，上周资金面紧张叠加债券市场信用风险上升共同推动指数上行。

从资金面来看，央行连续多周向市场平稳投放流动性，保持每日100 亿元的公开市场 7 天逆回购投放，即使临近季末也并未加大投放量或增加 14 天逆回购投放，这导致 3 月末货币市场利率小幅上升。

从债券信用风险来看，上周信用债与国债之间的利差普遍有所上

升，这主要是由于国债收益率下降幅度高于信用债收益率下降幅度所导致的。随着中国经济动力的积极因素增加，信用债与国债之间的利差有望收窄。

图3：各指标对金融条件指数变化的贡献度（2021年3月22日 – 2021年3月26日）

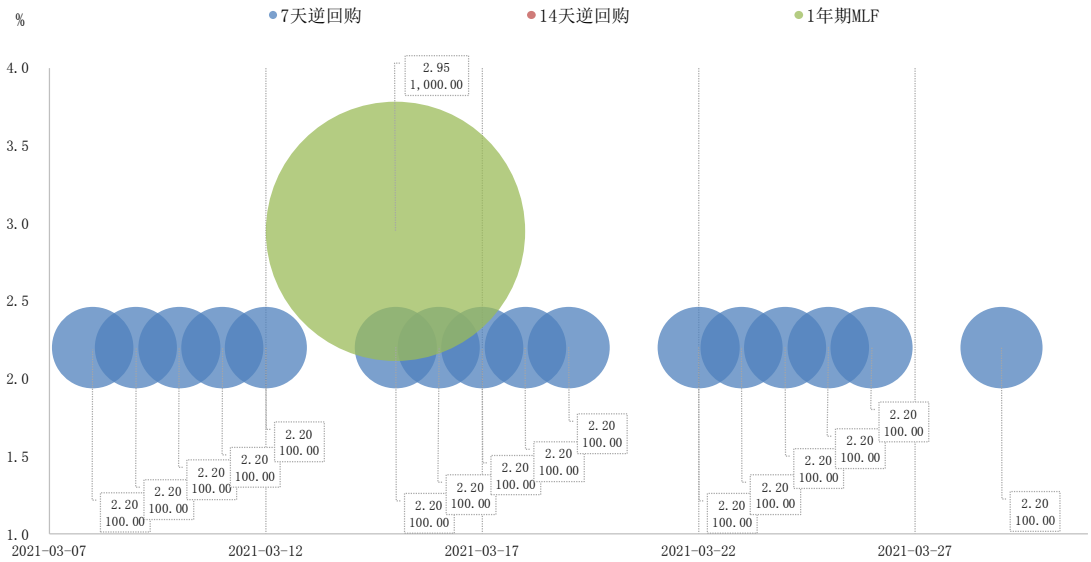


来源：第一财经研究院

二、央行流动性投放与政策利率

在 3 月 22 日至 3 月 26 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%。

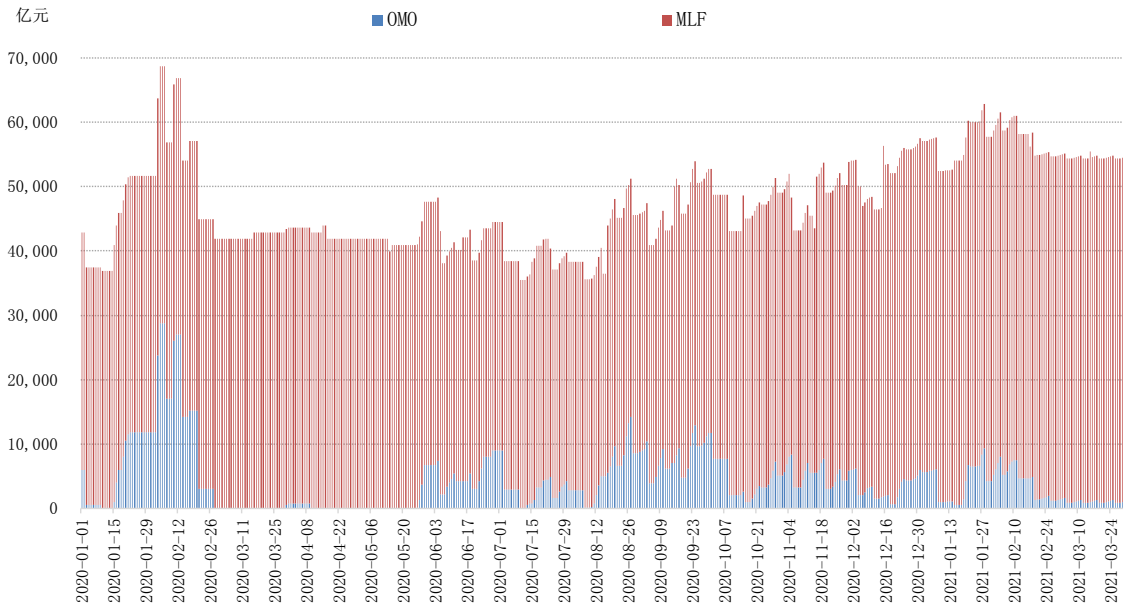
图4：央行公开市场投放结构（2021年3月8日 – 2021年3月29日）



来源：Wind、第一财经研究院

截至 3 月 29 日，央行公开市场流动性投放余额为 5.45 万亿元。其中，逆回购余额为 1000 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3月29日）

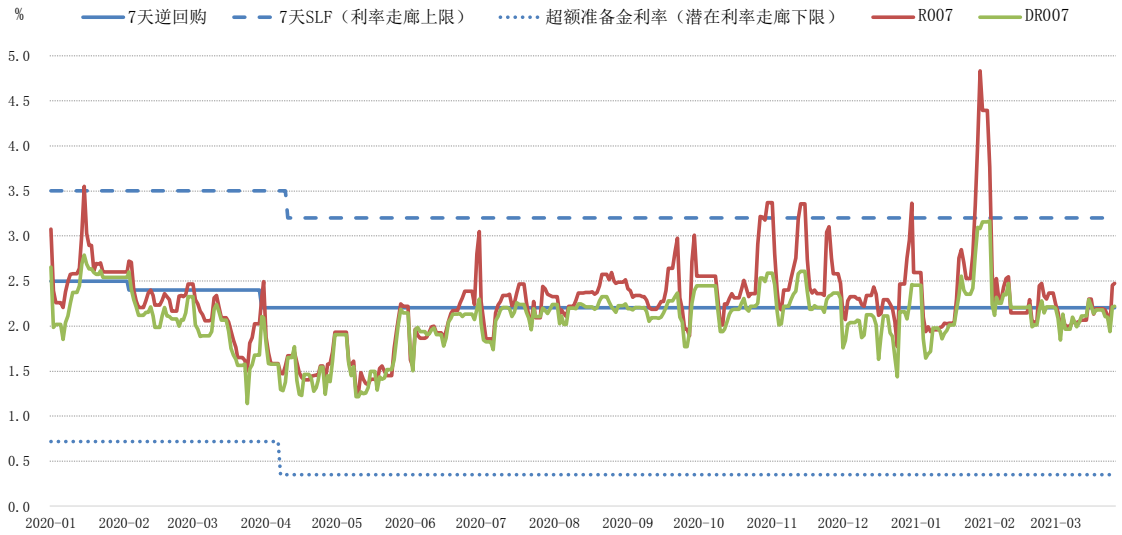


来源：Wind、第一财经研究院

从货币市场利率来看，上周货币市场利率涨跌不一。其中，R007 均值上升 2.08bp 至 2.24%，DR007 均值下降 8.81bp 至 2.12%，两者均

围绕 2.2%的政策利率上下浮动。

图6：政策利率与货币市场利率（2020年1月1日 – 2021年3月26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22日 - 3月26日）

利率	均值	变化
R001	1.97 %	-21 bp
R007	2.24 %	2.08 bp
DR007	2.12 %	-8.81 bp
Shibor 3M	2.68 %	-2.73 bp
IRS 1Y	2.59 %	-6.23 bp

来源：Wind、第一财经研究院

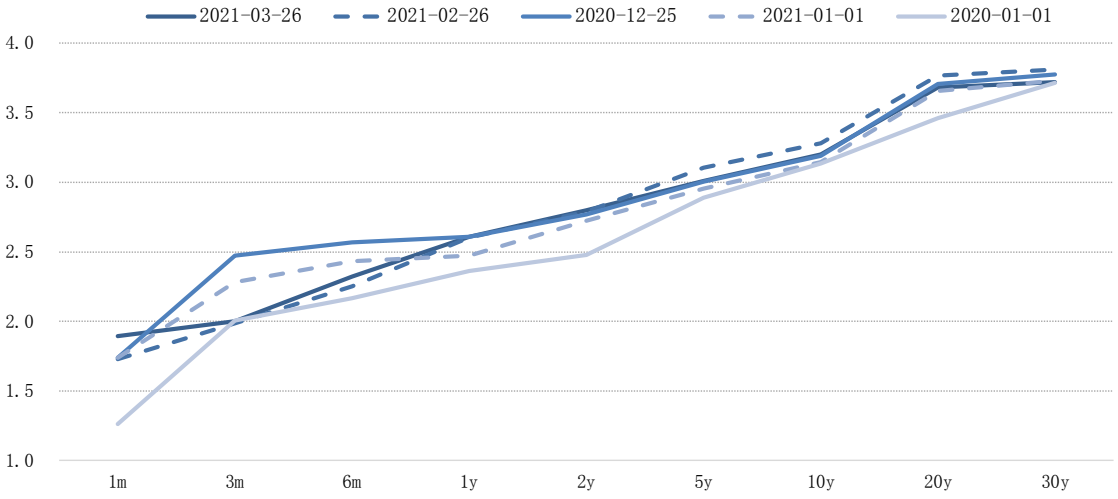
三、债券市场利率与利差

上周，国债收益率曲线整体与前一周持平，仅短端国债收益率由于季末因素略有上行。具体来看，上周 1 月期国债收益率上升 0.78bp，其他期限收益率均较前一周下浮 3bp 左右。

从年内来看，长端国债收益率保持稳定，短端国债收益率跟随货

币市场利率浮动。截至 3 月 26 日，3 月期国债收益率与 6 月期国债收益率年内分别下降 28bp 和 10.92bp 至 2%和 2.32%；5 年期国债收益率和 10 年期国债收益率分别上升 5.9bp 和 5.6bp 至 3.01%和 3.2%。

图7：中国国债收益率曲线变化

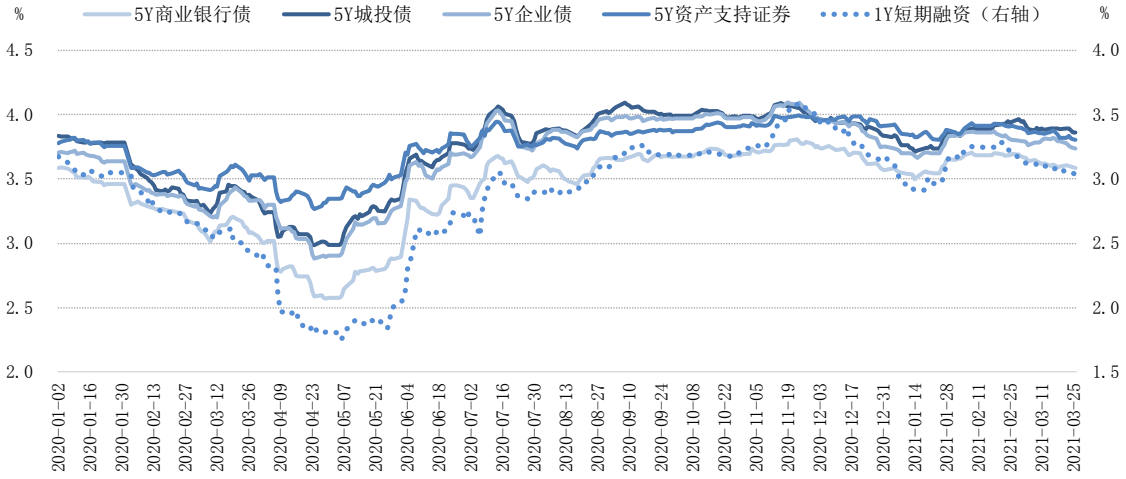


来源：Wind、第一财经研究院

上周，信用债收益率整体浮动区间较小，除地方政府债以外，多数债券品种收益率下行。其中，周内 AAA 级债券收益率下行幅度略高于 AA 级债券，这可能是受到交易商协会所发布的《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》影响，导致机构短期内增加对高评级债券的配置。

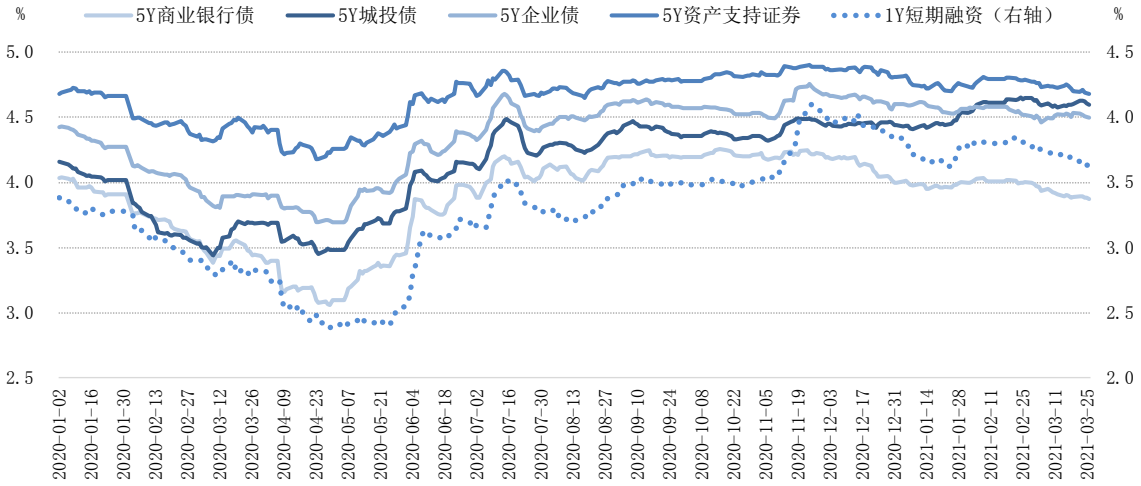
从年内来看，随着经济活动复苏以及宽信用政策的影响，年内 AA 级债券收益率的下降幅度依然高于 AAA 级债券。具体来看，5 年期 AAA 级企业债与 AA 级企业债收益率年内分别下行 1.52bp 和 10.54bp；1 年期 AAA 级短融与 AA 级短融收益率年内分别下行 12.79bp 和 23.13bp。

图8：AAA级信用债收益率走势（2020年1月2日 - 2021年3月26日）



来源：Wind、第一财经研究院

图9：AA级信用债收益率走势（2020年1月2日 - 2021年3月26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（3月22日 - 3月26日）

利率债				
收益率	均值		变化	
3M 国债	2.05 %		-0.14 bp	
1Y 国债	2.61 %		-4.46 bp	
5Y 国债	3.02 %		-5.17 bp	
10Y 国债	3.2 %		-5.33 bp	
5Y 政策性金融债	3.39 %		-4.44 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	2.79 %	-0.5 bp	2.93 %	-7.89 bp
5Y 商业银行普通债	3.6 %	-0.63 bp	3.89 %	-0.63 bp
5Y 地方政府债	3.28 %	-1.29 bp	-	-
5Y 城投债	3.88 %	-1.39 bp	4.62 %	2.21 bp
5Y 企业债	3.75 %	-5.28 bp	4.51 %	-1.08 bp
5Y 公司债	3.8 %	-4.01 bp	4.63 %	0.43 bp
5Y ABS	3.82 %	-3.89 bp	4.69 %	-3.89 bp
5Y 中票	3.82 %	-1.34 bp	4.66 %	0.31 bp
1Y 短融	3.04 %	-4.34 bp	3.64 %	-5.43 bp

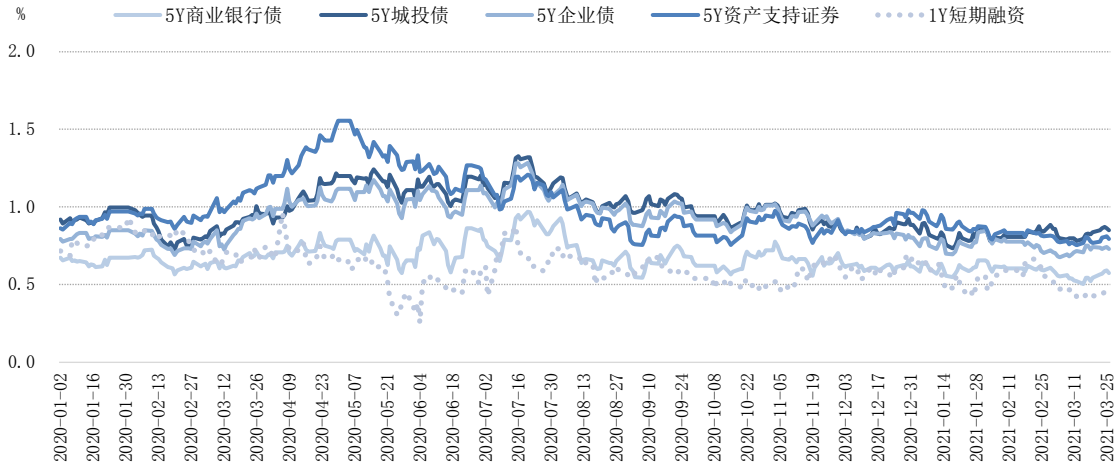
来源：Wind、第一财经研究院

从利差来看，由于国债收益率下降幅度高于信用债收益率，因为上周信用债与国债之间的利差略有上升。其中，城投债、公司债以及中期票据与国债之间的利差上升幅度较高。

从年内来看，信用债与国债之间的利差整体依然呈下降趋势。具体来看，短融与国债之间的利差下降幅度最为显著，AAA 级短融利差

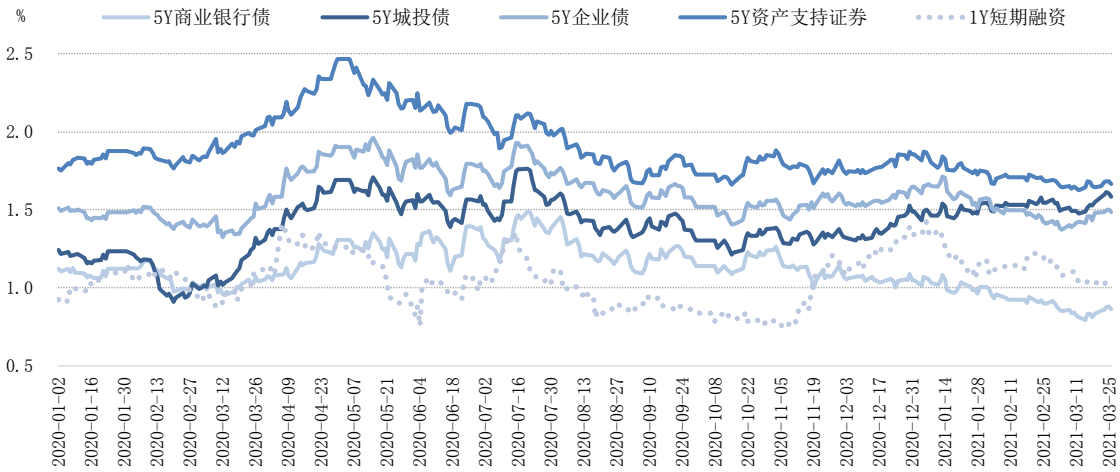
下降 26.13bp，AA 级短融利差下降 36.47bp；ABS 债券与国债之间的利差下行幅度同样较为明显，AAA 级 ABS 债券利差年内下降 16.9bp，AA 级 ABS 债券利差年内下降 18.9bp。

图10：AAA级信用债与国债收益率差（2020年1月2日 - 2021年3月26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26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22日 - 3月26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	57.66 bp	4.55 bp	86.66 bp	4.55 bp
5Y 地方政府债	25.93 bp	3.88 bp	-	-
5Y 城投债	85.79 bp	3.79 bp	159.67 bp	7.39 bp
5Y 企业债	73.39 bp	-0.1 bp	149.17 bp	4.1 bp
5Y 公司债	77.57 bp	1.16 bp	161.55 bp	5.61 bp
5Y ABS	79.68 bp	1.29 bp	167.29 bp	1.29 bp
5Y 中票	79.99 bp	3.84 bp	163.59 bp	5.48 bp
1Y 短融	43.31 bp	0.11 bp	103.1 bp	-0.98 bp

来源：Wind、第一财经研究院

四、政策动态

中国货币政策

1. 3 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会在北京召开。会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来坚持统筹疫情防控和经济社会发展，经济运行持续恢复。稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，预期管理科学有效，保持对经济恢复的必要支持力度，金融风险有效防控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币传导效率增强，贷款利率稳中有降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。

中国信贷政策

2. 3 月 24 日，国务院常务会议决定将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划进一步延至今年底，并部署实施提高制造业企业研发费用加计扣除比例至 100%，预计今年再为企业新增减税 800 亿元人民币。

中国金融政策

3. 3 月 26 日，中国银行间市场交易商协会发布《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》(下称“《通知》”)，《通知》称，为促进评级行业和债券市场高质量健康发展，引导评级机构更多从投资人角度出发揭示风险，在前期债务融资工具注册申报环节取消信用评级报告要件要求的基础上，进一步在发行环节取消债项评级强制披露，仅保留企业主体评级披露要求，将企业评级选择权交予市场决定。《通知》指出，交易商协会组织市场成员研究弱化外部评级依赖工作，形成债务融资工具取消强制评级方案，修订短期融资券、中期票据等业务指引并发布实施。

4. 3 月 26 日，中国银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅联合印发的《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理等方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。同时要求进一步加强中介机构管理，建

立违规行为“黑名单”，加大处罚问责力度并定期披露。

5. 3 月 28 日，人民银行会同国家发改委、财政部、银保监会和证监会起草了《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》（下称《通知》）。起草说明称，《通知》立足提升信用评级质量，从规范性、独立性、质量控制等方面强化信用评级行业要求，强化评级结果的一致性、准确性和稳定性，构建以评级质量为导向的良性竞争环境，加大监管力度，强化市场纪律，压实评级机构作为独立第三方的中介责任，引导其将声誉机制作为生存之本，充分发挥风险揭示功能。《通知》要求，加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度。信用评级机构应当构建以违约率为核心的评级质量验证机制，制定实施方案，逐步将高评级主体比例降低至合理范围内，形成具有明确区分度的评级标准体系。

海外央行政策

6. 当地时间 3 月 25 日，欧洲央行执委施纳贝尔表示，欧洲央行资产购买计划的关注点正从规模转向债券价格。欧洲央行上周将资产购买规模提高了一半，推动公债收益率回落，但施纳贝尔的发言表明，未来几个月的重点将是收益率水平，而不是机械地兑现购买数量。施纳贝尔反驳了有关央行目前正在进行收益率曲线控制的说法，她还表示，进一步调降利率可能会适得其反，因此欧洲央行现在所能做的就是，只要需要，就将借贷成本维持在低位。

“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