中国金融条件指数周报

（2022年9月13日-2022年9月16日）

央行边际收紧流动性，股市估值跌至历史低位

1. 在9月13日至9月16日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-2.91，与前一周基本保持平稳，年内指数下降1.88。在9月13日至9月16日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-2.91，与前一周基本保持平稳，年内指数下降1.88。

2. 近期，央行在8月与9月连续两月通过缩量续作1年期MLF来收紧银行间市场流动性，其效果已有所显现，包括上周银行间质押式逆回购成交量由7.3万亿元下降至6.7万亿元、R007与DR007分别较前一周上升6bp和10bp并持续接近政策利率中枢。另一方面，为呵护月中税期所带来的流动性波动影响，央行19日重启14天逆回购，投放量为100亿元，利率为2.15%。

3. 从债券市场来看，上周国债收益率曲线全线走高。受货币市场流动性边际收紧的影响，短端国债收益率上行幅度高于中长端国债收益率。同时，AAA级与AA级信用债收益率上周小幅上升，由于信用债收益率上行幅度不及同期限国债收益率，整体信用债与国债之间的利差收窄。

4. 上周，A股主要股指均走弱。上证综指周内累计跌幅达4.2%，中小板指数周内累计跌幅达4.5%，创业板指周内累计跌幅达7.3%。股市日成交量、风险偏好以及市盈率同步下滑。截至9月16日，经各板总市值加权调整的市盈率约为17.18，已接近历史低位。

第一财经研究院产品系列

- 《高频看宏观》
- 《中国金融条件指数》
- 《首席经济学家调研》
- 《宏观专题报告》

作者：

刘昕 第一财经研究院

邮箱：liuxin@yicai.com

何啸 第一财经研究院

邮箱：hexiao@yicai.com

内容目录

1. 中国金融条件指数概况 3
2. 货币市场 3
2.1 央行公开市场操作 3
2.2 货币市场成交量与利率 4
3. 债券市场 5
3.1 债券市场发行 5
3.2 债券收益率走势 5
3.2.1 利率债 5
3.2.2 信用债 6
4. 股票市场 7

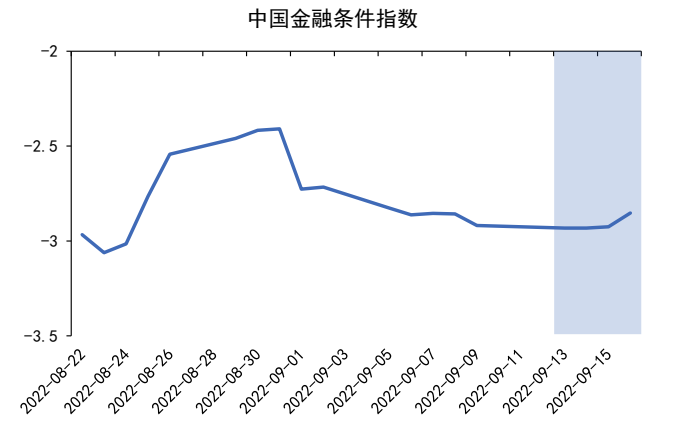
图表目录

图表 1：上周中国金融条件指数基本保持平稳 3
图表 2：债券市场指标整体指向宽松 3
图表 3：中国金融条件指数趋近 2015 年低位 3
图表 4：央行重启 14 天逆回购 4
图表 5：近日质押式逆回购成交量有所下降 4
图表 6：R007 与 DR007 利率向政策利率中枢靠近 4
图表 7：近期各部门净融资额持续上升 5
图表 8：各品种债券余额同比增速低于往年 5
图表 9：上周各期限国债收益率普遍上行 6
图表 10：国债期限利差周内下行 6
图表 11：上周 AA 级信用债收益率上行 6
图表 12：中票等级利差上行 6
图表 13：上周 AAA 级信用债与国债利差下降 7
图表 14：AA 级信用债与国债利差下降 7
图表 15：上周 A 股主要股指下行幅度明显 7
图表 16：A 股风险偏好进一步下滑 7
图表 17：上周 A 股成交量与市盈率同步下行 8
图表 18：A 股融资融券比例较 4 月下滑明显 8

1. 中国金融条件指数概况

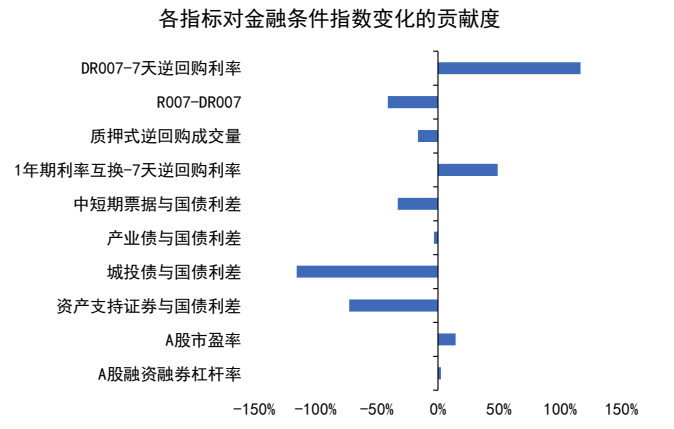
在 9 月 13 日至 9 月 16 日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-2.91，与前一周基本保持平稳，年内指数下降 1.88。

图表 1：上周中国金融条件指数基本保持平稳



来源：Wind、第一财经研究院

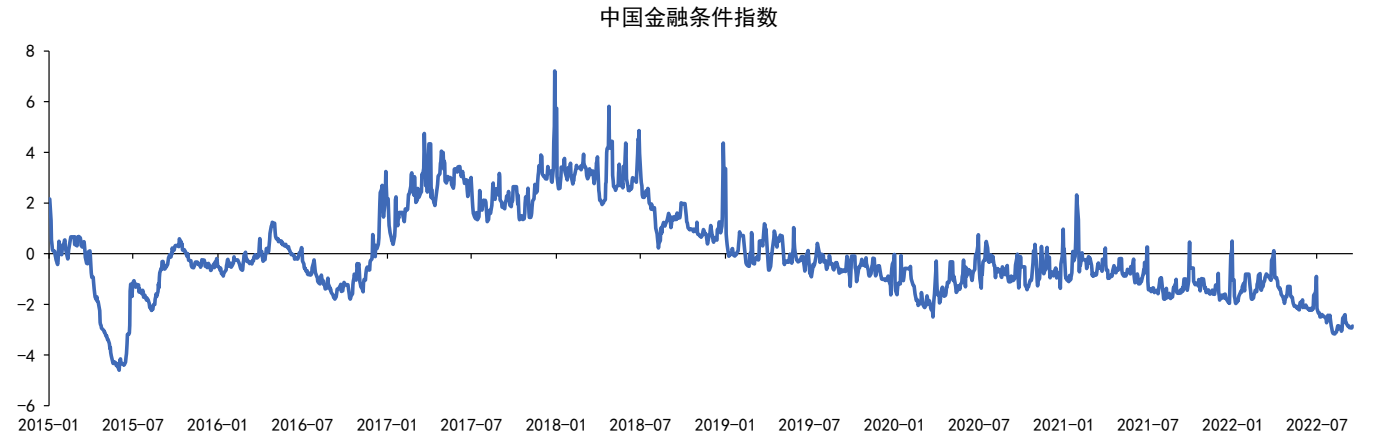
图表 2：债券市场指标整体指向宽松



来源：Wind、第一财经研究院

从历史数据来看，中国金融条件指数自今年 4 月起存在快速下降的趋势，已趋近 2015 年的低位。

图表 3：中国金融条件指数趋近 2015 年低位



来源：Wind、第一财经研究院

2. 货币市场

近期，央行在 8 月与 9 月连续两月通过缩量续作 1 年期 MLF 来收紧银行间市场流动性，其效果已有所显现，包括上周银行间质押式逆回购成交量由 7.3 万亿元下降至 6.7 万亿元、R007 与 DR007 分别较前一周上升 6bp 和 10bp 并持续接近政策利率中枢。另一方面，为呵护月中税期所带来的流动性波动影响，央行 19 日重启 14 天逆回购，投放量为 100 亿元，利率为 2.15%。

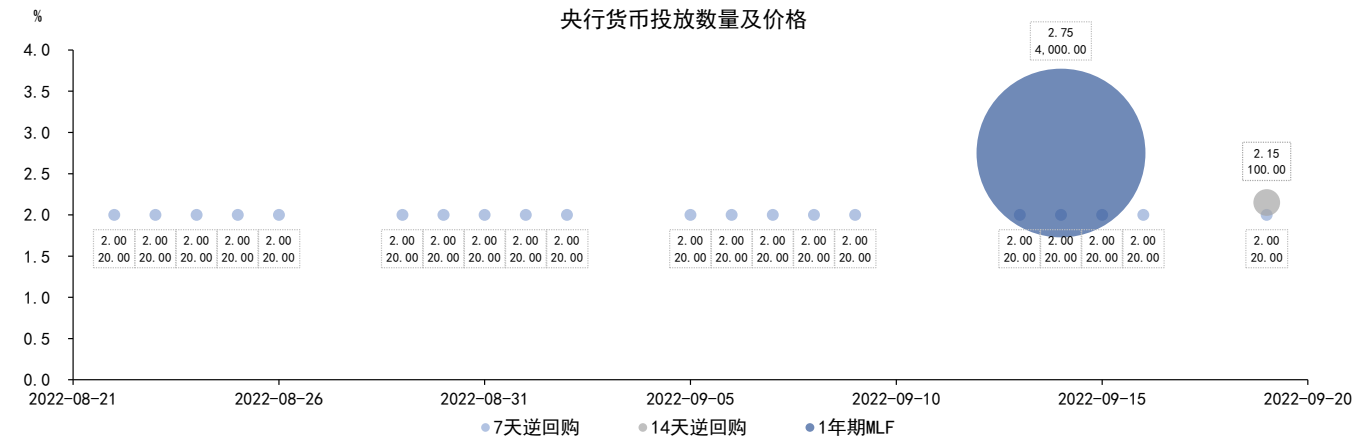
2.1 央行公开市场操作

近期，央行流动性投放主要由两点改变：一是缩量续作 1 年期 MLF，9 月 15 日共有 6000 亿 1 年期 MLF 到

期，而央行当日仅投放 4000 亿 1 年期 MLF，续作量缩减三分之一；二是央行时隔 8 个月重启 14 天逆回购，9 月 19 日央行投放 14 天逆回购 100 亿元，利率跟随 7 天逆回购下调 10bp 至 2.15%。

央行近期的操作展现出整体边际收紧银行间市场流动性与防止货币市场利率过快上升之间的权衡。自今年 4 月底至今，主要货币市场利率持续低于政策利率，银行间市场质押式回购交易量日均 6 万亿元以上，金融机构在货币市场加杠杆现象显著，使得央行在 8 月中旬与 9 月中旬连续两次缩量续作 1 年期 MLF，以边际收紧银行间市场流动性；另一方面，月中恰逢税期，流动性波动加大，通过将逆回购期限从 7 天拉长至 14 天有助于在短期内平稳市场波动，防止货币市场利率上升过快。

图表 4：央行重启 14 天逆回购



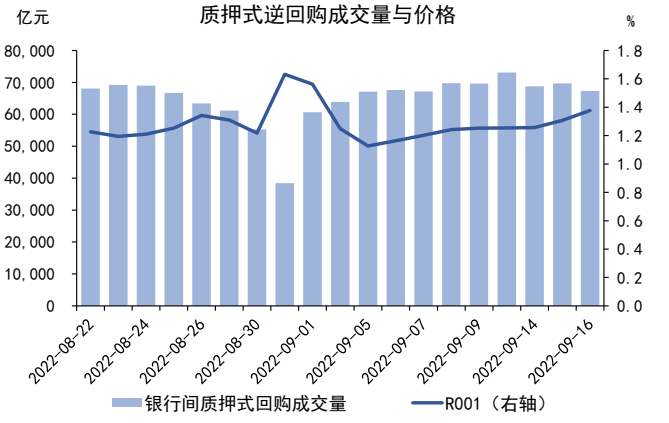
来源：Wind、第一财经研究院
注：纵轴为 OMO 及 MLF 操作利率，单位为%；气泡大小为 OMO 及 MLF 操作数量，单位为亿元。

2.2 货币市场成交量与利率

在 9 月中旬央行缩减 1 年期 MLF 续作规模之后，银行间质押式逆回购成交量有所回落，由 9 月 13 日的 7.3 万亿元下降至 16 日的 6.7 万亿元。R001 利率则同步上行，由 9 月 13 日的 1.25%上升至 9 月 16 日的 1.38%。

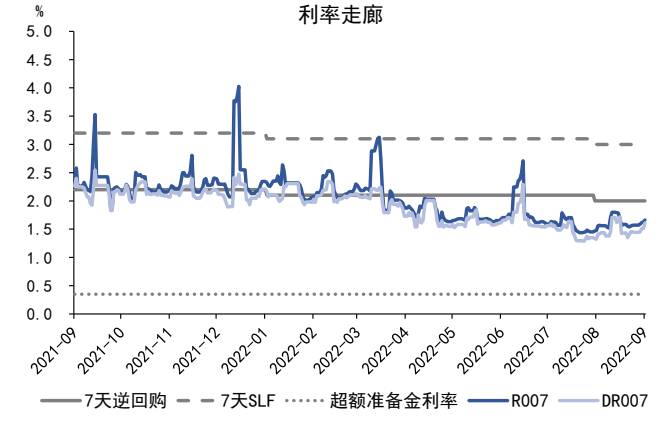
在其他主要货币市场利率中，上周 R007 与 DR007 进一步向政策利率中枢靠近，两者周内均值分别为 1.62%和 1.52%，较前一周上升 6bp 和 10bp。

图表 5：近日质押式逆回购成交量有所下降



来源：Wind、第一财经研究院

图表 6：R007 与 DR007 利率向政策利率中枢靠近



来源：Wind、第一财经研究院

3. 债券市场

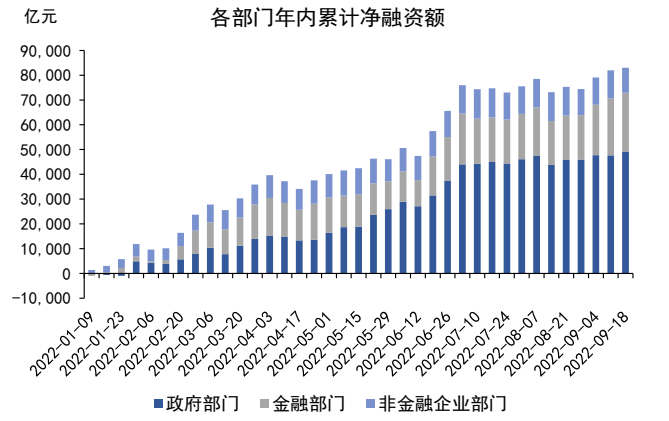
上周债券市场发行与净融资规模较前一周有所下降，但各部门债券年内净融资已连续三周上升，债券市场净融资主要由政府部门和金融部门拉动。

从债券二级市场来看，上周国债收益率曲线全线走高。受货币市场流动性边际收紧的影响，短端国债收益率上行幅度高于中长端国债收益率。同时，AAA 级与 AA 级信用债收益率上周小幅上升，由于信用债收益率上行幅度不及同期限国债收益率，整体信用债与国债之间的利差收窄。

3.1 债券市场发行

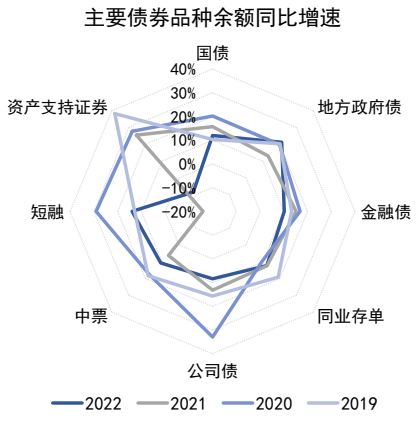
上周，债券市场总发行额与净融资额较前一周略有下降。其中，政府部门净融资 1578.71 亿元，金融部门净融资 587.5 亿元，非金融企业部门净偿还 1134.82 亿元。从年内来看，各部门债券年内净融资额连续三周上升，债券市场净融资主要由政府部门和金融部门拉动。其中，政府部门年内净融资 4.92 万亿元，金融部门年内净融资 2.37 万亿元，非金融企业部门年内净融资仅为 1.01 万亿元。

图表 7：近期各部门净融资额持续上升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 8：各品种债券余额同比增速低于往年



来源：Wind、第一财经研究院

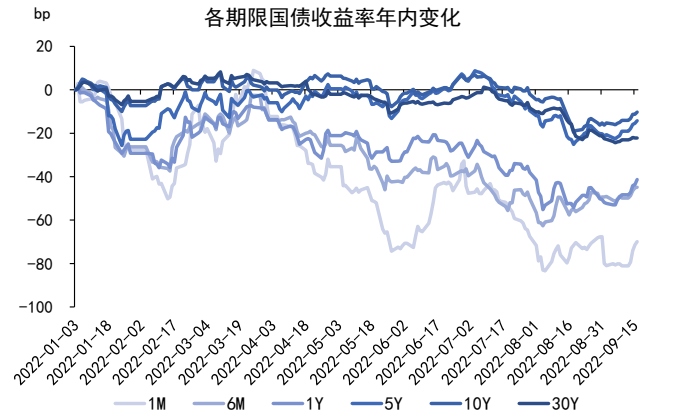
3.2 债券收益率走势

3.2.1 利率债

上周，各期限国债收益率普遍上行。从短端来看，1 月期、6 月期与 1 年期国债收益率分别上行 11.12bp、5.04bp 和 7.01bp；从中长端来看，5 年期、10 年期和 20 年期国债收益率分别上升 4.82bp、3.80bp 和 2.29bp。

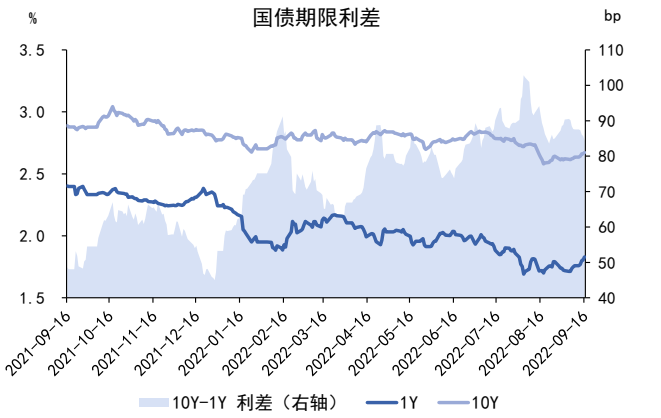
上周国债期限利差小幅下行，这主要是由于在货币市场流动性边际收紧的影响下，短端国债收益率上行幅度要大于中长端国债收益率所导致的。截至 9 月 16 日，10 年期与 1 年期国债的期限利差为 84.32bp，较前一周下降 3.21bp，年内国债期限利差上升 31.07bp。

图表 9：上周各期限国债收益率普遍上行



来源：Wind、第一财经研究院

图表 10：国债期限利差周内下行



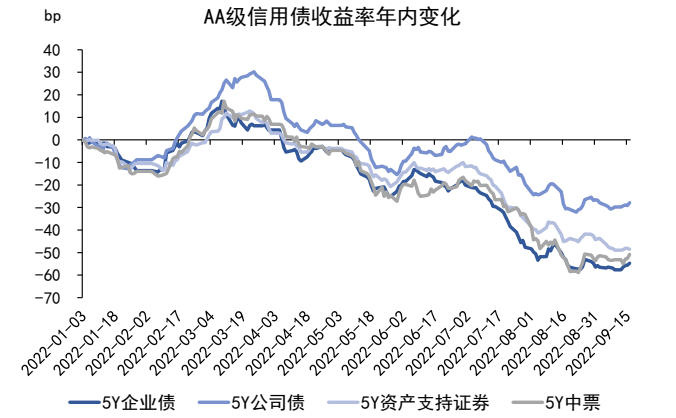
来源：Wind、第一财经研究院

3.2.2 信用债

上周，信用债收益率普遍上行。具体来看，在 AAA 级债券中，5 年期企业债、资产支持证券以及中票收益率在周内分别上升 3.01bp、1.20bp 和 0.41bp。在 AA 级债券中，5 年期企业债、公司债、资产支持证券以及中票收益率在周内分别上升 3.01bp、1.91bp、0.34bp 和 2.41bp。

上周信用债等级利差小幅上行。从中票等级利差来看，截至 9 月 16 日，AA 级中票与 AAA 级中票之间的利差为 71.36bp，AA-级中票与 AAA 级中票之间的利差为 310.36bp，两者均较前一周上升 2.0bp。

图表 11：上周 AA 级信用债收益率上行



来源：Wind、第一财经研究院

图表 12：中票等级利差上行

来源：Wind、第一财经研究院

上周，信用债与国债收益率差同样普遍下行，这主要是由于同期限国债收益率上行幅度高于信用债收益率上行幅度。在 AAA 级债券中，企业债与国债收益率差下降 1.81bp，公司债与国债收益率差下降 4.827bp，资产支持证券与国债收益率差下降 3.62bp，中票与国债收益率差下降 4.41bp。在 AA 级债券中，企业债与国债收益率差下降 1.81bp，公司债与国债收益率差下降 2.91bp，资产支持证券与国债收益率差下降 4.48bp，中票与国债收益率差下降 2.41bp。

图表 13：上周 AAA 级信用债与国债利差下降

来源：Wind、第一财经研究院

图表 14：AA 级信用债与国债利差下降

来源：Wind、第一财经研究院

4. 股票市场

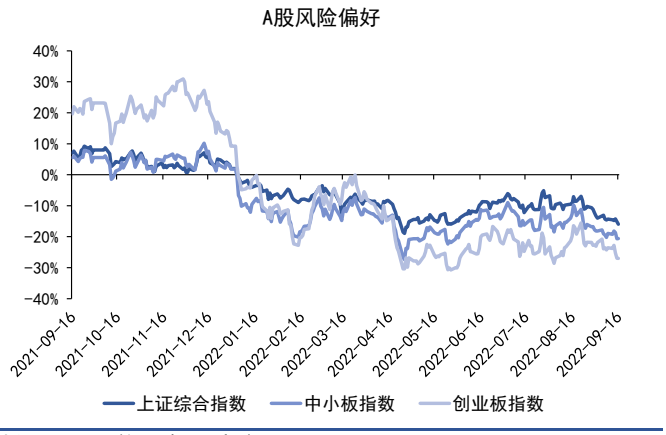
在 9 月 13 日至 9 月 16 日的当周，A 股主要股指均走弱。上证综指周内累计跌幅达 4.2%，中小板指数周内累计跌幅达 4.5%，创业板指周内累计跌幅达 7.3%。

从主要股指风险溢价（股指同比变化减去 10 年期国债收益率）来看，上周 A 股风险偏好进一步下滑，上证综指、中小板指和创业板指的周内平均风险溢价分别为-15.05%、-19.53%和-25.50%。

图表 15：上周 A 股主要股指下行幅度明显

来源：Wind、第一财经研究院

图表 16：A 股风险偏好进一步下滑

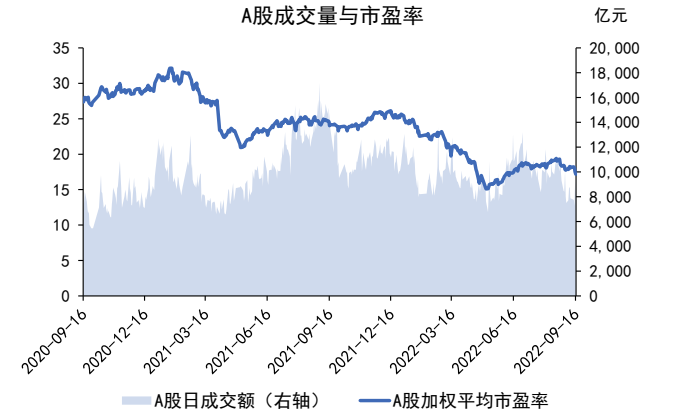


来源：Wind、第一财经研究院

上周，A 股整体成交量继续下行，日均成交量降至 8057.43 亿元，而本周第一个交易日两市成交金额进一步下滑至 6669.24 亿元的低位。

此外，A 股整体估值也持续下行。截至 9 月 16 日，经各板总市值加权调整的市盈率约为 17.18，较前一周下降 5.43%。融资与融券的余额差值降至 1.39 万亿元，占 A 股总市值比例为 1.76%。

图表 17：上周 A 股成交量与市盈率同步下行



来源：Wind、第一财经研究院

图表 18：A 股融资融券比例较 4 月下滑明显

来源：Wind、第一财经研究院

免责声明

本报告由第一财经研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但第一财经研究院对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，第一财经研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。本报告不构成任何投资建议。