

## 中国金融条件指数周报

(2023年1月3日-2023年1月6日)

### 股债同步回暖，金融条件宽松

1. 新年伊始,在1月3日至1月6日的当周,第一财经研究院中国金融条件月度指数均值为-0.41,较前一周大幅下降 2.35,年内指数下降 1.63。从历史数据来看,中国金融条件指数的走势每逢年末都有较大波动性。2022年底,金融条件指数最高于12月27日升至2.46,而在跨年之后,指数走势快速回落,并于2023年1月6日收于-0.57。从波动性来看,指数30天滚动波动性最高于12月30日升至120.63%后回落。金融条件指数上行代表紧缩,下行代表宽松。
2. 上周,银行间市场整体流动性充裕,质押式回购成交量回升至7万亿元以上的高位,同时包括隔夜回购利率、7天回购利率在内的主要货币市场利率再度回落至历史低位。此外,R007与DR007之间的差值由前一周最高228.77bp下降至41.72bp,显示银行间市场流动性分层的现象显著缓解。货币市场利率下行的主导因素依然是短期内资金供需的不匹配。从供给端来看,此前因考核要求或为企业以及居民转账需求所留存的储备资金被释放,叠加此前央行大量的流动性投放,目前银行间市场资金面充裕。从需求端来看,新年首周新债发行量和净融资量大幅降低,企业和居民的转账需求同样较年底回落,银行间市场资金需求显著收缩。
3. 上周由于是新年第一周,债券整体发行情况有所收缩。上周债券市场总发行额仅为2510.19亿元,较前一周下降7254.89亿元;债券市场总净融资额为-469.58亿元,较前一周下降2651.85亿元。值得注意的是,上周非金融企业部门净融资256.42亿元,结束了此前连续8周的净偿还趋势。从利率债走势来看,跨过年末关键时点,包含1月期、3月期在内的短端国债收益率的波动性较大,但从趋势上看,短端国债收益率较3月前有明显提升,中长端国债收益率则持续保持平稳。信用债市场全线回暖,其中高等级信用债的表现普遍好于低等级信用债,并带动信用利差走阔。
4. 上周A股二级市场表现较好,多个指标指向市场有好转迹象。具体来看,上周A股风险偏好有明显提升,上证综指、中小板指和创业板指数的风险溢价分别较前一周上升2.70%、3.83%和6.82%;A股日均成交量上升至8161亿元;经各板总市值加权调整的市盈率约为17.48,较前一周上升2.8%。

#### 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.....	4
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.....	6
3.2.1 利率债.....	6
3.2.2 信用债.....	7
4. 股票市场.....	7
4.1 一级市场.....	8
4.2 二级市场.....	8

## 图表目录

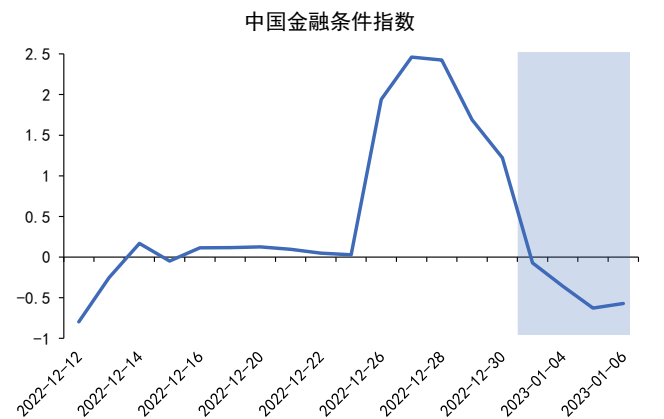
图表 1: 年初,金融条件指数显著回落.....	3
图表 2: 货币市场流动性重回宽松带动指数下行.....	3
图表 3: 中国金融条件指数的走势每逢年末都有较大波动性.....	3
图表 4: 跨过年末,央行显著收缩公开市场操作投放量,转为常规的7天逆回购操作.....	4
图表 5: 银行间质押式回购成交量显著回暖.....	5
图表 6: 主要货币市场利率回落.....	5
图表 7: 上周债券市场发行和净融资额较前一周下降.....	6
图表 8: 债券市场融资增速较往年显著下滑.....	6
图表 9: 短端国债收益率较3月前上行.....	6
图表 10: 上周国债期限利差保持平稳.....	6
图表 11: 上周信用债市场几乎全线回暖.....	7
图表 12: 中票等级利差的上升速度有所放缓.....	7
图表 13: 上周AAA级信用债与国债利差下行.....	7
图表 14: 除企业债外,AA级信用债与国债利差下行.....	7
图表 15: 上周A股成交量和市盈率同步回暖.....	8
图表 16: 上周A股风险偏好明显提升.....	8

## 1. 中国金融条件指数概况

新年伊始,在1月3日至1月6日的当周,第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.41,较前一周大幅下降2.35,年内指数下降1.63。

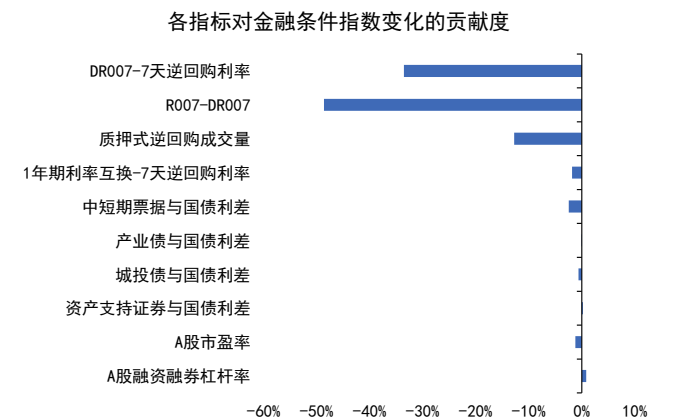
从指数的成分指标来看,跨过年末这个关键节点之后,货币市场流动性重回宽松区间,成为带动指数下行的主要因素。上周,银行间市场拆借活动显著回暖,隔夜回购利率、7天回购利率再度下降至历史低位,此前银行间市场流动性分层的现象已显著缓解。

图表 1: 年初,金融条件指数显著回落



来源: Wind、第一财经研究院

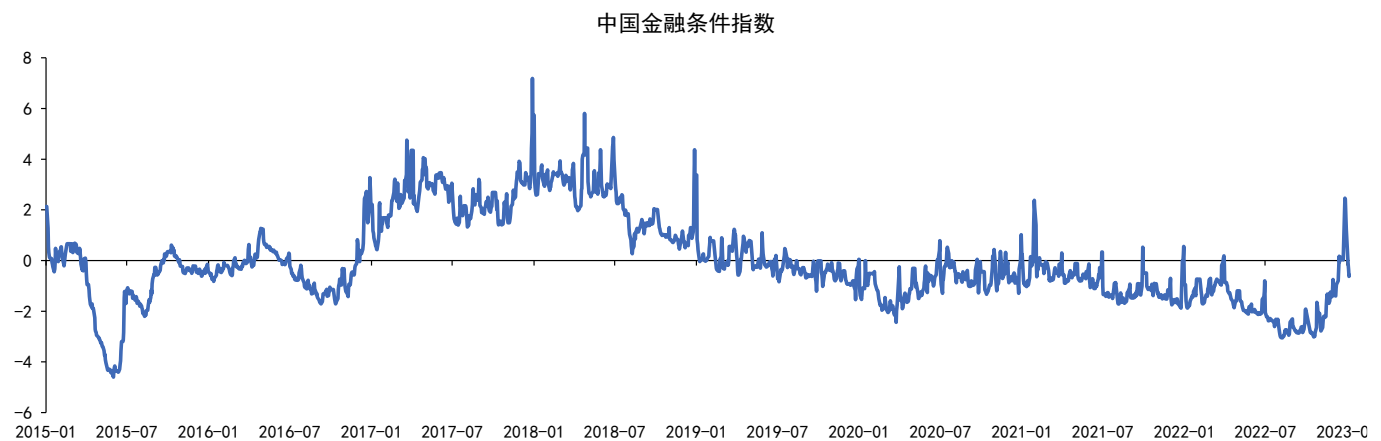
图表 2: 货币市场流动性重回宽松带动指数下行



来源: Wind、第一财经研究院

从历史数据来看,中国金融条件指数的走势每逢年末都有较大波动性。2022年底,金融条件指数最高于12月27日升至2.46,而在跨年之后,指数走势快速回落,并于2023年1月6日收于-0.57。从波动性来看,指数30天滚动波动性最高于12月30日升至120.63%后回落。

图表 3: 中国金融条件指数的走势每逢年末都有较大波动性



来源: Wind、第一财经研究院

注: 指数读数大于0代表紧缩,小于0代表宽松。

## 2. 货币市场

上周,银行间市场整体流动性充裕,质押式回购成交量回升至7万亿元以上的高位,同时包括隔夜回购利

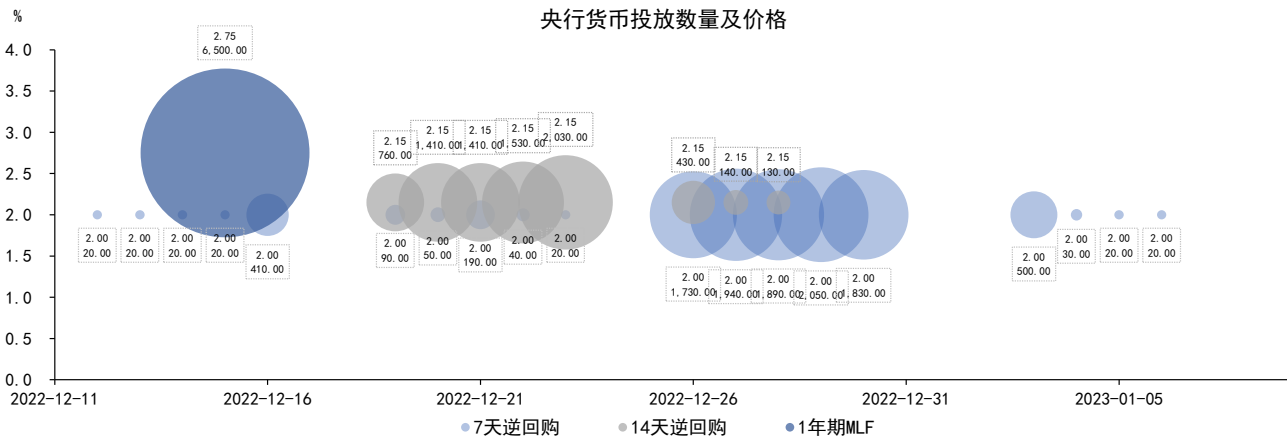
率、7天回购利率在内的主要货币市场利率再度回落至历史低位。此外，R007与DR007之间的差值由前一周最高228.77bp下降至41.72bp，显示银行间市场流动性分层的现象显著缓解。

货币市场利率下行的主导因素依然是短期内资金供需的不匹配。从供给端来看，此前因考核要求或为企业以及居民转账需求所留存的储备资金被释放，叠加此前央行大量的流动性投放，目前银行间市场资金面充裕。从需求端来看，新年首周新债发行量和净融资量大幅降低，企业和居民的转账需求同样较年底回落，银行间市场资金需求显著收缩。

## 2.1 央行公开市场操作

由于自12月19日起，央行连续两周通过14天逆回购以及7天逆回购投放大量流动性，上周截至1月6日，共有1.66万亿元逆回购到期。即使如此，上周银行间市场流动性依然平稳，央行显著收缩公开市场操作投放量，仅采取常规的7天逆回购操作，并且投放量由1月3日的500亿元下降至1月6日的20亿元，7天逆回购利率维持在2.0%。

图表4：跨过年末，央行显著收缩公开市场操作投放量，转为常规的7天逆回购操作



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。

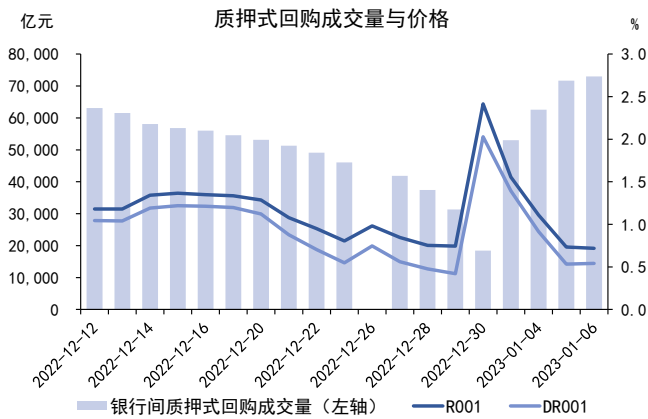
## 2.2 货币市场成交量与利率

上周，银行间市场拆借成交量显著回暖，质押式回购成交量由1月3日的5.3万亿元快速反弹至1月6日的7.3万亿元这一历史高位。同时，隔夜回购利率再度回落至历史最低水平，上周R001利率由1月3日的1.56%下降84bp至1月6日的0.72%，DR001利率由1.39%下降85bp至0.54%。

其他主要货币市场利率同步回落，R007与DR007均值分别由前一周的3.65%和2.16%下降至1.90%和1.48%。R007与DR007之间的利差也显著收缩，由前一周最高值228.77bp下降至41.72bp，表明非银金融机构与存款性金融机构之间的流动性分层现象显著缓解。

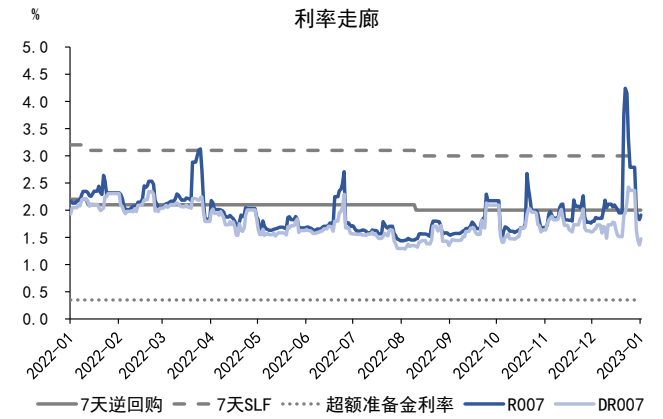
货币市场利率下行的主导因素依然是短期内资金需求与供给的不匹配。从供给端来看，跨过年末关键节点，此前因考核要求或为企业以及居民转账需求所留存的储备资金被释放，叠加此前央行大量的流动性投放，目前银行间市场资金面充裕。从需求端来看，上周为新年第一周，新债发行量和净融资量大幅降低，企业和居民的转账需求同样较年底回落，银行间市场资金需求显著收缩。

图表 5：银行间质押式回购成交量显著回暖



来源：Wind、第一财经研究院

图表 6：主要货币市场利率回落



来源：Wind、第一财经研究院

### 3. 债券市场

上周由于是新年第一周，债券整体发行情况有所收缩。上周债券市场总发行额仅为 2510.19 亿元，较前一周下降 7254.89 亿元；债券市场总净融资额为-469.58 亿元，较前一周下降 2651.85 亿元。值得注意的是，上周非金融企业部门净融资 256.42 亿元，结束了此前连续 8 周的净偿还趋势。

从利率债走势来看，跨过年末关键时点，包含 1 月期、3 月期在内的短端国债收益率的波动性较大，但从趋势上看，短端国债收益率较 3 月前有明显提升，中长端国债收益率则持续保持平稳。信用债市场全线回暖，其中高等级信用债的表现普遍好于低等级信用债，并带动信用利差走高。

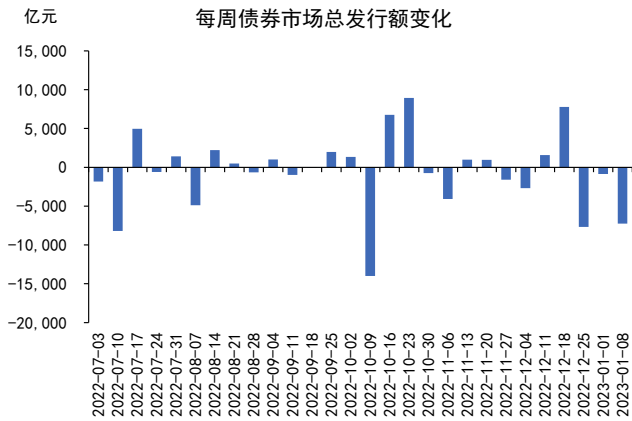
#### 3.1 债券市场发行

上周，债券市场总发行额和总净融资额均较前一周下降。其中，上周债券市场总发行额仅为 2510.19 亿元，较前一周下降 7254.89 亿元；上周债券市场总净融资额为-469.58 亿元，较前一周下降 2651.85 亿元。

从发债主体来看，上周新债发行主要集中在金融部门和非金融企业部门。金融部门上周发行债券 1326.50 亿元，其中 1125.50 亿元是同业存单；非金融企业部门上周发行债券 1183.69 亿元。从净融资额来看，新年首周，非金融企业部门净融资 256.42 亿元，结束了此前连续 8 周的净偿还趋势。

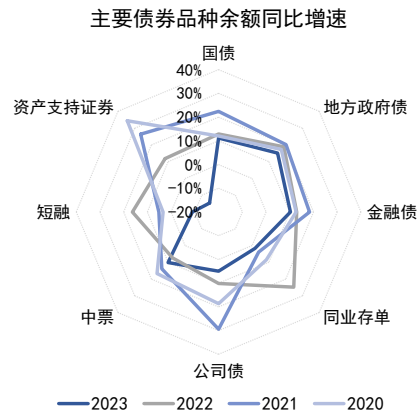
从债券余额同比增速来看，自去年下半年起，各部门债券余额增速均显著低于往年。截至 1 月 6 日的一周，政府部门债券余额同比增速为 13.4%，较 2022 年同期增速下降 2.8 个百分点；金融部门债券余额同比增速为 7.6%，较 2022 年同期下降 8.8 个百分点；非金融企业部门债券余额同比增速仅为 0.5%，较 2022 年同期增速下降 8.6 个百分点。

图表 7：上周债券市场发行和净融资额较前一周下降



来源：Wind、第一财经研究院

图表 8：债券市场融资增速较往年显著下滑



来源：Wind、第一财经研究院

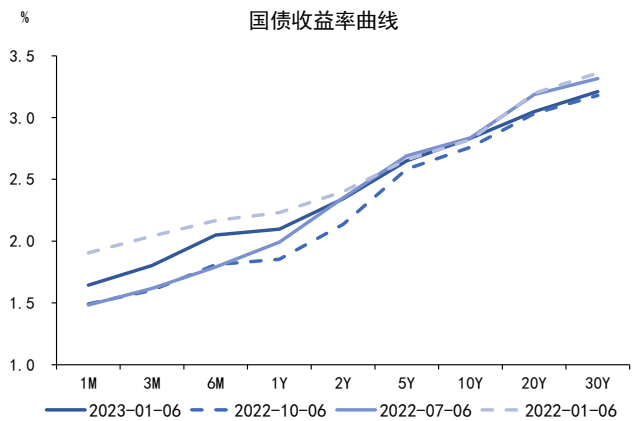
## 3.2 债券收益率走势

### 3.2.1 利率债

上周，各期限国债收益率涨跌不一。经过跨年节点，短端国债收益率的波动性较大，例如 1 月期国债收益率于 12 月 22 日达到 2.20%，后于 12 月 30 日跌至 1.17%，最后于 1 月 6 日收于 1.64%；3 月期国债收益率由 12 月 30 日的 2.06% 下降 24.97bp 至 1 月 6 日的 1.80%；6 月期国债收益率的走势相对较为平稳，较上周下降 2.08bp。中长端国债收益率基本保持平稳，其中 5 年期国债收益率较上周上升 0.49bp，10 年期国债收益率较上周下降 0.25bp，30 年期国债收益率较上周上升 1.54bp。

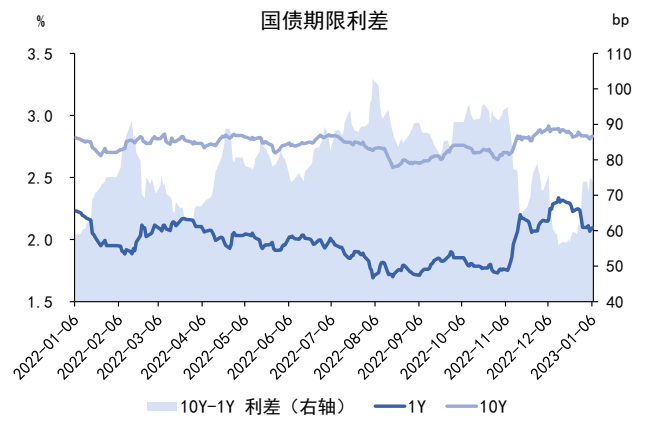
上周国债期限利差保持平稳。截至 1 月 6 日的当周，10 年期与 1 年期国债的期限利差均值为 73.58bp，较前一周下降 0.26bp。

图表 9：短端国债收益率较 3 月前上行



来源：Wind、第一财经研究院

图表 10：上周国债期限利差保持平稳



来源：Wind、第一财经研究院

### 3.2.2 信用债

上周，信用债市场几乎全线回暖。具体来看，在AAA级债券中，5年期企业债、公司债、资产支持证券与中票的收益率分别较前一周下降3.92bp、7.94bp、2.89bp和6.76bp；在AA级债券中，5年期企业债收益率较前一周上升2.08bp，5年期公司债、资产支持证券与中票的收益率分别较前一周下降5.72bp、0.33bp和3.76bp。

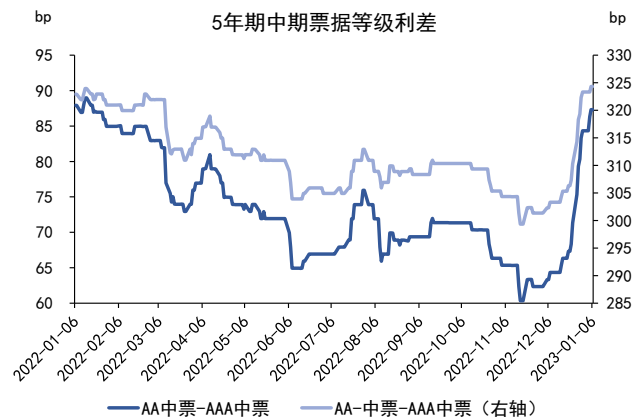
由于高等级信用债表现优于低等级信用债，两者之间的信用利差持续回升，但上周利差回升速度有所放缓。从中票等级利差来看，截至1月6日，AA级中票与AAA级中票之间的利差为87.33bp，AA-级中票与AAA级中票之间的利差为324.33bp，两者均较前一周上升3bp。

图表 11：上周信用债市场几乎全线回暖



来源：Wind、第一财经研究院

图表 12：中票等级利差的上升速度有所放缓



来源：Wind、第一财经研究院

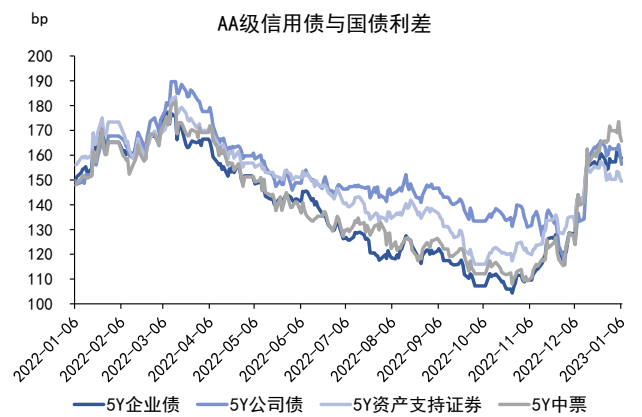
上周，信用债与国债收益率差普遍下行。在AAA级债券中，企业债与国债收益率差下降4.41bp，公司债与国债收益率差下降8.43bp，资产支持证券与国债收益率差下降3.38bp，中票与国债收益率差下降7.25bp。在AA级债券中，企业债与国债收益率差上升1.59bp，公司债与国债收益率差下降6.21bp，资产支持证券与国债收益率差下降0.82bp，中票与国债收益率差下降4.25bp。

图表 13：上周 AAA 级信用债与国债利差下行



来源：Wind、第一财经研究院

图表 14：除企业债外，AA 级信用债与国债利差下行



来源：Wind、第一财经研究院

## 4. 股票市场

上周 A 股二级市场表现较好，多个指标指向市场有好转迹象。具体来看，上周 A 股风险偏好有明显提升，

上证综指、中小板指和创业板指数的风险溢价分别较前一周上升 2.70%、3.83%和 6.82%；A 股日均成交量上升至 8161 亿元；经各板总市值加权调整的市盈率约为 17.48，较前一周上升 2.8%。

#### 4.1 一级市场

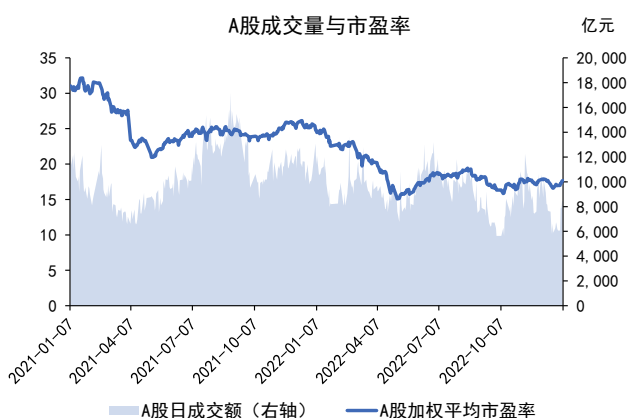
上周，A 股融资总额仅为 197.36 亿元，较前一周下降 79.76 亿元。从 4 周滚动平均融资额来看，上周 A 股融资相较于前几周有所回落。

#### 4.2 二级市场

上周 A 股股指较前一周上升，其中创业板指的上升幅度较为显著。具体来看，上证综指、中小板指和创业板指数分别较前一周上升 0.1%、0.1%和 0.9%。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 股风险偏好有明显提高，上证综指、中小板指和创业板指数的风险溢价分别较前一周上升 2.70%、3.83%和 6.82%。

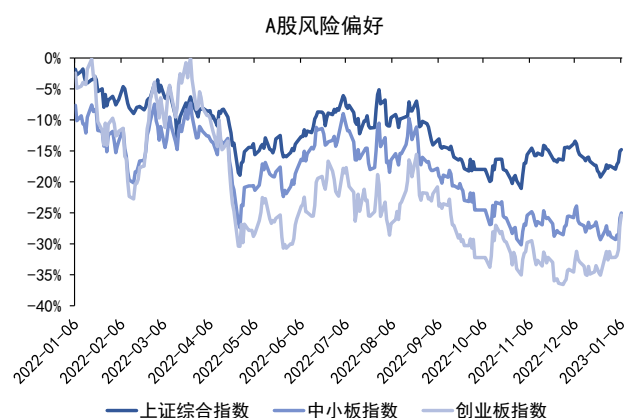
上周，A 股整体成交量有所回暖，日均成交量由前一周的 6360 亿元上升至 8161 亿元。市盈率与成交量同步回暖，截至 1 月 6 日的一周，经各板总市值加权调整的市盈率约为 17.48，较前一周上升 2.8%。A 股融资融券比例窄幅震荡。上周融资与融券的余额差值基本保持在 1.35 万亿元左右，占 A 股总市值比例为 1.67%。

图表 15：上周 A 股成交量和市盈率同步回暖



来源：Wind、第一财经研究院

图表 16：上周 A 股风险偏好明显提升



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。