

## 中国金融条件指数周报

(2023年2月6日-2023年2月10日)

### 信用环境改善，年内银行超储率或将下降

1. 在2月6日至2月10日的当周，第一财经研究院中国金融条件月度指数均值为0.16，较前一周上升0.03，年内指数上升0.21。从指数的成分指标来看，上周货币市场紧张是带动指数上行的主要因素。银行存在超储率下降的可能性，具体体现在银行间市场质押式回购成交量下降、货币市场利率上升以及同业存单发行规模大增等。另一方面，债券市场指标一定程度上对冲了货币市场紧张对指数的负面影响，上周信用债走势回暖、信用债与国债利差明显下行。
2. 上周，央行逆回购投放规模大增，整周投放量由前一周的8880亿元上升至1.84万亿元。与此同时，主要货币市场利率呈现波动上升的趋势。从春节后的10个交易日数据来看，R007利率有9个交易日收于2%的政策利率上方，DR007利率有7个交易日收于2%的政策利率上方，货币市场整体流动性较节前偏向紧张。央行短期资金投放规模上升通常对应着银行超储率下降和货币市场利率上行，年内央行OMO操作与MLF操作组合的余额均值显著高于去年平均水平。随着经济活动的复苏，我们预期今年银行信贷投放以及实体经济资金需求将会回暖，银行超储率较去年底有所下降。
3. 债券市场发行规模平稳，总发行额为1.23万亿元，较前一周上升2380.12亿元；总净融资额为4725.95亿元，较前一周下降1467.39亿元。上周债券市场发行主要由金融部门所拉动，单周同业存单发行规模高达8054.50亿元。银行对于资金需求大增，从侧面印证银行超储率下降。从债券二级市场来看，上周利率债与信用债呈现分化走势。国债收益率曲线全面走高，短端国债收益率受货币市场紧张影响，走高幅度更为显著。从信用债来看，AA级债券收益率下降幅度较AAA级债券更为显著。债券市场整体走势展现出信用环境改善、风险偏好上升的特征。
4. 上周，A股融资总额为368.94亿元，其中IPO单周融资大增至118.97亿元，A股今年年内累计融资额不及往年。从二级市场来看，上周A股主要指数均走跌，创业板指数下跌幅度更大。上周A股日均成交量由此前的9841亿元回落至8663亿元，A股市盈率小幅上升0.13%至18.9。

#### 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.....        | 4 |
| 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

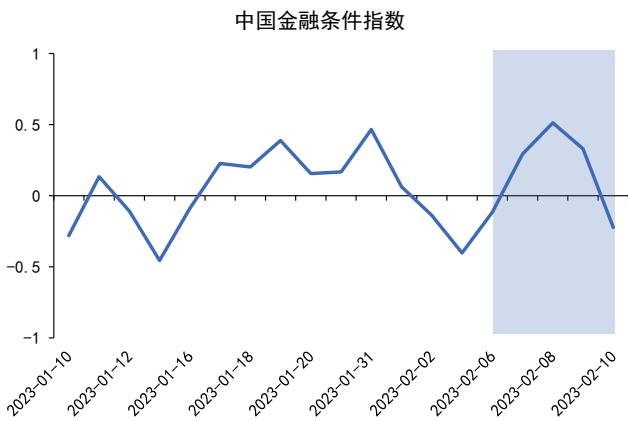
|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 图表 1: 上周金融条件指数先升后降.....               | 3 |
| 图表 2: 货币市场利率走高带动指数上行.....             | 3 |
| 图表 3: 今年年内, 金融条件指数围绕 0 上下波动.....      | 3 |
| 图表 4: 上周, 央行扩大 7 天逆回购投放规模.....        | 4 |
| 图表 5: 质押式回购利率呈现波动上升趋势.....            | 5 |
| 图表 6: 节后 R007 与 DR007 利率普遍高于政策利率..... | 5 |
| 图表 7: 上周金融部门债券净融资额大增.....             | 6 |
| 图表 8: 债券市场融资增速较往年显著下滑.....            | 6 |
| 图表 9: 短端国债收益率上升幅度大于长端国债.....          | 6 |
| 图表 10: 上周国债期限利差小幅下降.....              | 6 |
| 图表 11: 上周信用债行情回暖.....                 | 7 |
| 图表 12: 中票等级利差小幅下降.....                | 7 |
| 图表 13: 上周 AAA 级信用债与国债利差下行.....        | 7 |
| 图表 14: AA 级信用债与国债利差下行.....            | 7 |
| 图表 15: 近期 A 股融资有回暖迹象.....             | 8 |
| 图表 16: 年内 A 股累计融资额不及往年.....           | 8 |
| 图表 17: 上周 A 股风险偏好快速回落.....            | 8 |
| 图表 18: A 股风险偏好持续在低位徘徊.....            | 8 |

## 1. 中国金融条件指数概况

在2月6日至2月10日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为0.16，较前一周上升0.03，年内指数上升0.21。

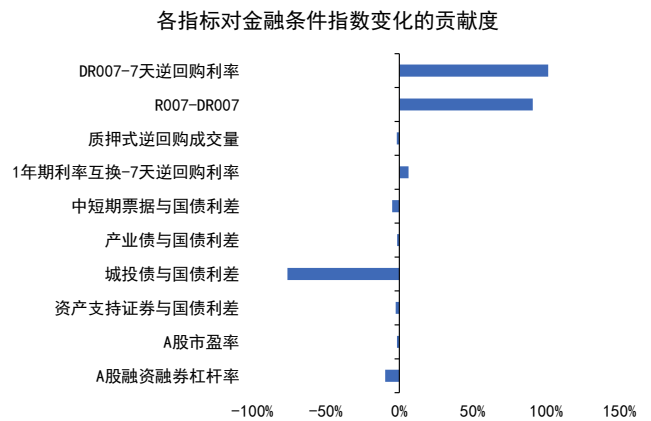
从指数的成分指标来看，上周货币市场紧张是带动指数上行的主要因素。银行存在超储率下降的可能性，具体体现在银行间市场质押式回购成交量下降、货币市场利率上升以及同业存单发行规模大增等。另一方面，债券市场指标一定程度上对冲了货币市场紧张对指数的负面影响，上周信用债走势回暖、信用债与国债利差下行幅度明显，债券市场信用环境有所改善。

图表 1：上周金融条件指数先升后降



来源：Wind、第一财经研究院

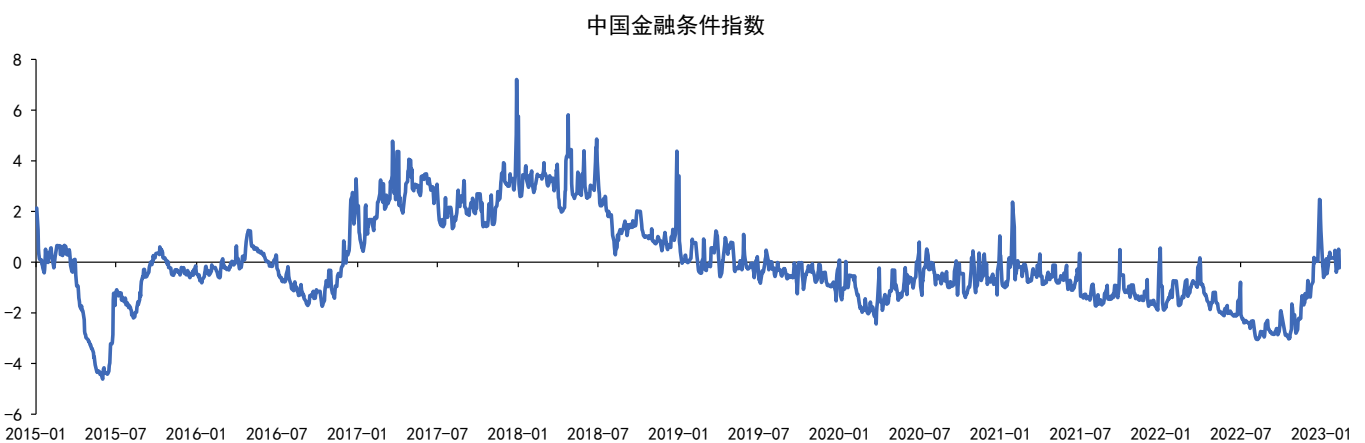
图表 2：货币市场利率走高带动指数上行



来源：Wind、第一财经研究院

从历史数据来看，以2015年至今的指数走势作为参考范围，目前中国金融条件指数处于稳健中性水平。从最近一轮宽松周期来看，中国金融条件指数于去年10月底达到阶段性底部，并且自11月上旬国务院联防联控机制发布优化防控二十条措施以来，金融条件指数呈现快速上升的趋势，目前指数处于稳健中性区间。

图表 3：今年年内，金融条件指数围绕0上下波动



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，央行逆回购投放规模大增，整周投放量由前一周的 8880 亿元上升至 1.84 万亿元。与此同时，主要货币市场利率呈现波动上升的趋势。从春节后的 10 个交易日数据来看，R007 利率有 9 个交易日收于 2% 的政策利率上方，DR007 利率有 7 个交易日收于 2% 的政策利率上方，货币市场整体流动性较节前偏向紧张。

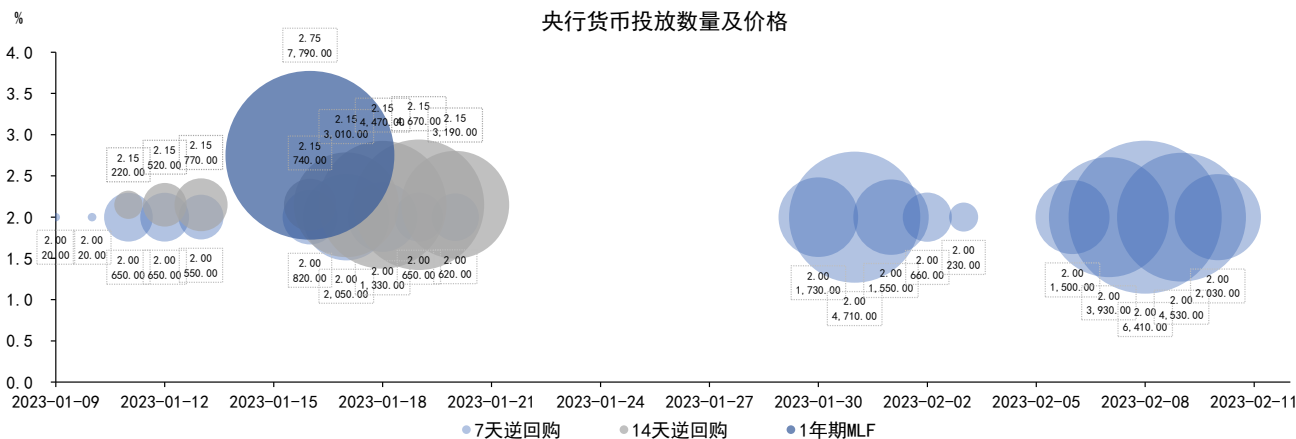
央行短期资金投放规模上升通常对应着银行超储率下降和货币市场利率上行，年内央行 OMO 操作与 MLF 操作组合的余额均值显著高于去年平均水平。随着经济活动的复苏，我们预期今年银行信贷投放以及实体经济资金需求将会回暖，银行超储率较去年底有所下降。

### 2.1 央行公开市场操作

上周，央行扩大了 7 天逆回购操作规模，2 月 8 日单日 7 天逆回购投放量达到 6410 亿元，整周投放量总和达到 1.84 万亿元。

央行短期资金投放规模上升通常对应着银行超储率下降和货币市场利率上行。从银行资金需求面来看，银行超储率的升降变化通常对应着债券认购、信贷投放、居民及企业转账等需求。从年内来看，央行 OMO 操作与 MLF 操作组合的余额均值达到 6.1 万亿元，显著超过去年每日 5.1 万亿元的组合余额均值，这意味着今年年内银行超储率大概率较去年平均水平有所下降，考虑到今年年内债券发行规模几乎与去年同期持平，超储的下降可能意味着银行信贷投放的增加以及实体经济资金需求的上升。

图表 4：上周，央行扩大 7 天逆回购投放规模



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

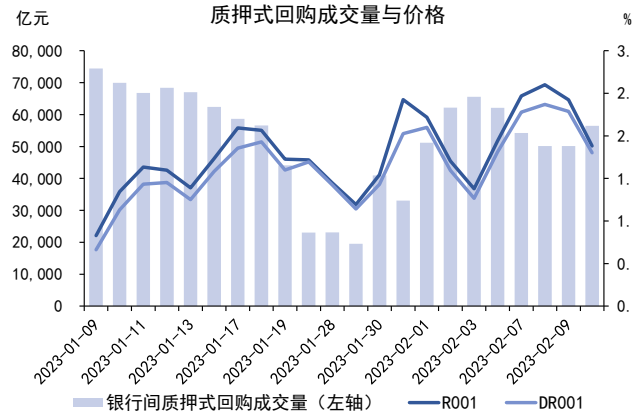
上周，日均银行间质押式回购成交量为 5.4 万亿元，与今年年内的平均水平持平，较去年下半年的平均水平有所下滑。自去年 6 月起，单日银行间质押式回购成交量多数时间达到 6 万亿元以上，日均回购成交量达到 5.9 万亿元，而在今年春节节后，银行间质押式回购成交量呈现小幅下降趋势。

从年内来看，银行间市场回购利率呈现波动上升的趋势。上周，银行间隔夜回购利率先升后降，R001 利率与 DR001 利率分别于 2 月 8 日达到周内高点 2.60% 和 2.37%，在央行释放巨量逆回购投放之后，隔夜回购利率下行，R001 利率与 DR001 利率分别于 2 月 10 日收于 1.88% 和 1.80%。

7 天回购利率与隔夜回购利率的走势较为趋同，年内均有波动走高的迹象。上周，R007 利率与 DR007 利率

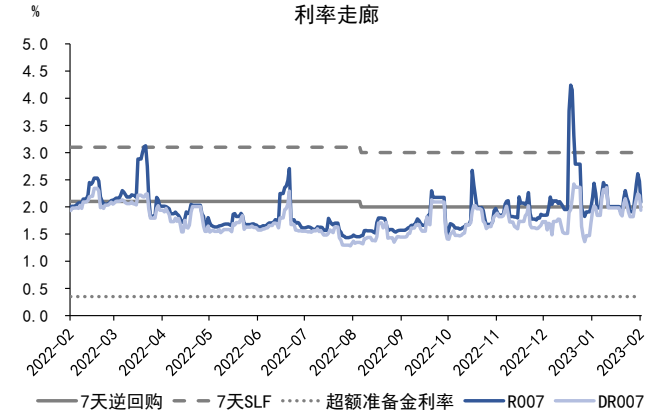
同样在2月8日达到周内高点2.61%和2.24%后回落。从春节后的10个交易日数据来看，R007利率有9个交易日收于2%的政策利率上方，DR007利率有7个交易日收于2%的政策利率上方，货币市场整体流动性较节前偏向紧张。

图表5：质押式回购利率呈现波动上升趋势



来源：Wind、第一财经研究院

图表6：节后R007与DR007利率普遍高于政策利率



来源：Wind、第一财经研究院

### 3. 债券市场

上周，债券市场发行规模平稳，总发行额为1.23万亿元，较前一周上升2380.12亿元；总净融资额为4725.95亿元，较前一周下降1467.39亿元。上周债券市场发行主要由金融部门所拉动，单周同业存单发行规模高达8054.50亿元。银行对于资金需求大增，从侧面印证银行超储率下降。

从债券二级市场来看，上周利率债与信用债呈现分化走势。国债收益率曲线全面走高，短端国债收益率受货币市场紧张影响，走高幅度更为显著。从信用债来看，AA级债券收益率下降幅度较AAA级债券更为显著。债券市场整体走势展现出信用环境改善、风险偏好上升的特征。

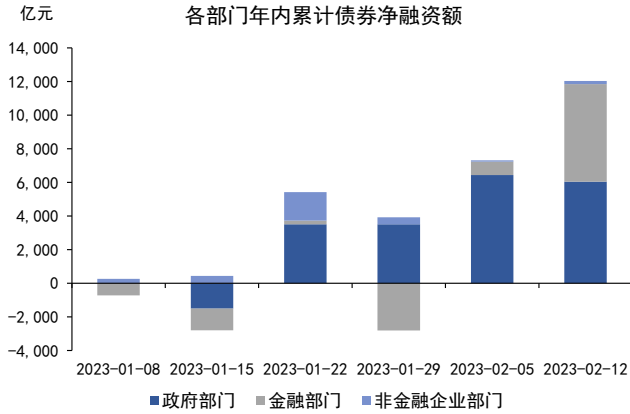
#### 3.1 债券市场发行

上周，债券市场发行额较前一周有所上升，而净融资额则较前一周有所下降。其中，上周债券市场总发行额为1.23万亿元，较前一周上升2380.12亿元；债券市场总净融资额为4725.95亿元，较前一周下降1467.39亿元。从发债主体来看，上周金融部门单周债券发行总量为9848.10亿元，占全市场债券发行比重达到约80%，是带动上周债券发行的主要动力，其中同业存单单周发行规模大增，达到8054.50亿元。

从年内来看，债券市场累计净融资额为1.20万亿元，其中政府部门累计净融资为6043.91亿元，占比为50.23%；金融部门累计净融资为5809.60亿元，占比为48.28%；非金融企业部门累计净融资为178.59亿元，占比仅为1.48%。

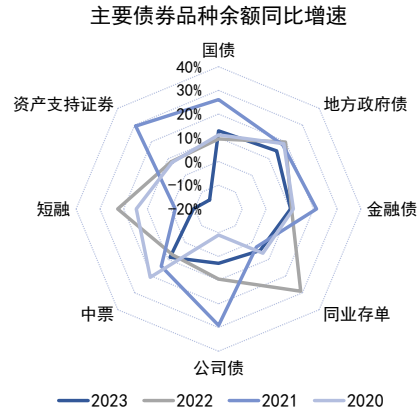
从债券余额同比增速来看，债券市场自去年11月起面临剧烈调整，中长端债券收益率上升幅度显著，融资成本上升带动债券发行状况遇冷，随着今年年内债券二级市场表现趋于稳定，政府部门与金融部门债券余额同比增速率先回暖。截至2月12日的一周，政府部门债券余额同比增速为13.9%，较2022年同期增速下降1.3个百分点；金融部门债券余额同比增速为8.5%，较2022年同期下降7.3个百分点；非金融企业部门债券余额同比增速降至-0.5%，较2022年同期增速下降9.1个百分点。

图表 7：上周金融部门债券净融资额大增



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  
注：数据截至年内同期水平。

### 3.2 债券收益率走势

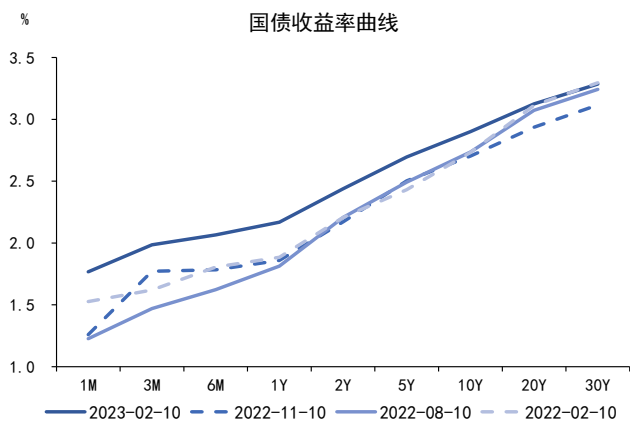
#### 3.2.1 利率债

上周，短端国债收益率受货币市场紧张影响而上行，中长端国债收益率表现较为稳定。从短端来看，上周1月期、3月期以及6月期国债收益率分别上升19.80bp、13.43bp和5.36bp；从中长端来看，5年期、10年期以及30年期国债收益率分别上升0.4bp、0.6bp和0.27bp。

与3个月前相比，整体国债收益率曲线的上行幅度显著。截至2月10日，1月期国债收益率收于1.77%，较3个月前上升超过50bp；1年期国债收益率收于2.17%，较3个月前上升超过30bp；10年期国债收益率收于2.90%，较3个月前上升约20bp。

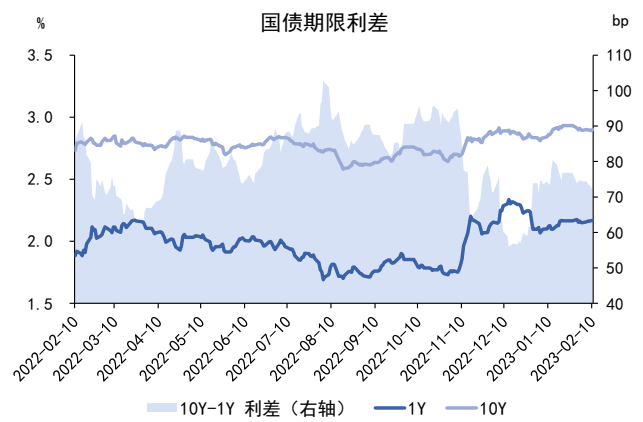
由于短端国债收益率上升幅度大于长端国债收益率，上周国债期限利差小幅下降。截至2月10日的当周，10年期与1年期国债的期限利差均值为73.37bp，较前一周下降1.0bp。从年内来看，国债期限利差先升后降，于1月中旬最高升至80bp以上后回落。

图表 9：短端国债收益率上升幅度大于长端国债



来源：Wind、第一财经研究院

图表 10：上周国债期限利差小幅下降



来源：Wind、第一财经研究院

### 3.2.2 信用债

上周，信用债行情有所回暖，各品种信用债收益率普遍下行。具体来看，在AAA级债券中，5年期企业债、公司债与中票收益率分别下降5.14bp、8.51bp和7.54bp；在AA级债券中，5年期企业债、公司债和中票收益率分别下降6.14bp、9.79bp和8.54bp。

从中票等级利差来看，截至2月10日，AA级中票与AAA级中票之间的利差为84.33bp，AA-级中票与AAA级中票之间的利差为326.33bp，两者分别较前一周下降1bp和2bp。

图表 11：上周信用债行情回暖



来源：Wind、第一财经研究院

图表 12：中票等级利差小幅下降



来源：Wind、第一财经研究院

上周，信用债与国债收益率差下行幅度显著。在AAA级债券中，企业债、公司债、中票与国债收益率差分别下降5.54bp、8.91bp和7.94bp；在AA级债券中，企业债、公司债、中票与国债收益率差分别下降6.54bp、10.19bp和8.94bp。

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：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

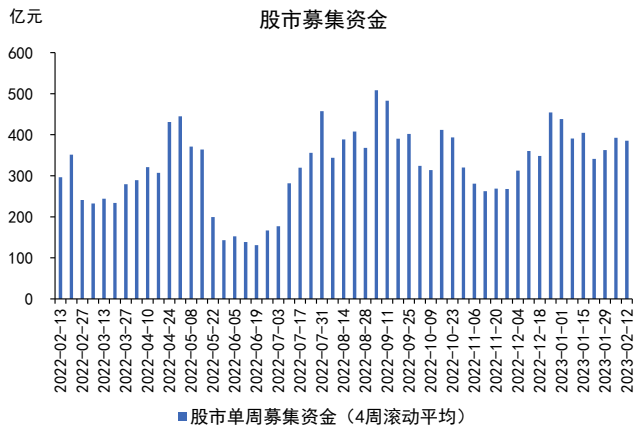
上周，A股融资总额为368.94亿元，其中IPO单周融资大增至118.97亿元，A股今年年内累计融资额不及往年。从二级市场来看，上周A股主要指数均走跌，创业板指数下跌幅度更大。上周A股日均成交量由此前的

9841 亿元回落至 8663 亿元，A 股市盈率小幅上升 0.13% 至 18.9。

## 4.1 一级市场

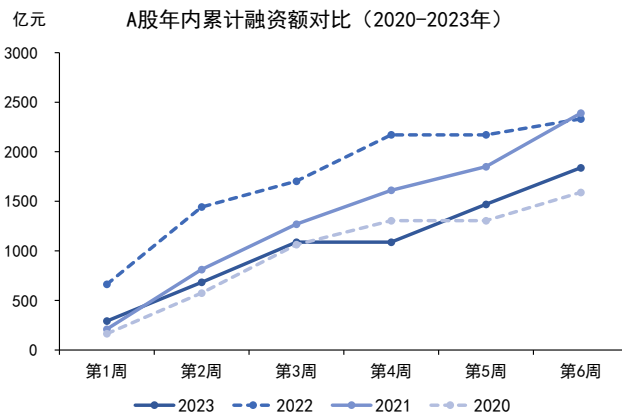
上周，A 股融资总额为 368.94 亿元，其中 IPO 单周融资大增至 118.97 亿元。截至 2 月 12 日，A 股年内累计募集资金 1838.46 亿元，低于 2022 年与 2021 年同期水平。

图表 15：近期 A 股融资有回暖迹象



来源：Wind、第一财经研究院

图表 16：年内 A 股累计融资额不及往年



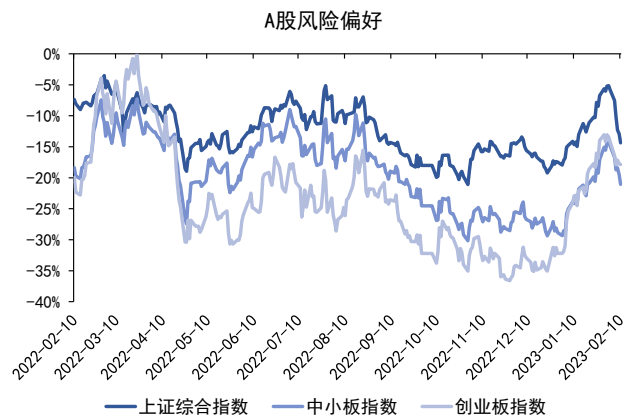
来源：Wind、第一财经研究院

## 4.2 二级市场

上周 A 股股指较前一周下降，其中上证综指、中小板指和创业板指数分别较前一周下降 0.1%、1.0% 和 1.3%。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 股风险偏好快速回落，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 -11.46%、-18.87% 和 -17.43%。

从成交量来看，上周 A 股日均成交量仅为 8663 亿元，较前一周日均成交量下降约 12%。从市盈率来看，上周 A 股经各板总市值加权调整的市盈率为 18.9，较前一周小幅上升 0.13%。

图表 17：上周 A 股风险偏好快速回落



来源：Wind、第一财经研究院

图表 18：A 股风险偏好持续在低位徘徊



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。