

中国金融条件指数周报

(2023年2月13日-2023年2月17日)

2月债市融资集中回暖，市场交易乐观情绪收敛

1. 在2月13日至2月17日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.09，较前一周下降0.26，年内指数在0上下保持窄幅震荡。从指数的成分指标来看，上周债券市场信用利差收窄是带动指数下行的关键因素。上周，央行逆回购到期量近2万亿元，债券市场连续三周融资规模回暖，银行间市场资金面偏紧，主要货币市场利率先低后高。自2月起，信用债表现持续回暖，带动信用债与国债之间的信用利差走低。
2. 上周，央行通过逆回购操作净回笼资金1780亿元，同时超额续作1年期MLF约2000亿元。虽然央行将短期资金置换成更为稳定的1年期MLF资金，但似乎并未抚平银行间市场资金面的波动。上周银行间市场整体资金面偏紧，具体体现在银行间质押式回购成交量下降、主要货币市场利率上行，上周最后一个交易日R007与DR007利率分别收于2.72%和2.25%，两者均高于政策利率水平。
3. 债券市场总发行额与总净融资额均较前一周有所上升。其中债券市场总发行额为1.58万亿元，债券市场总净融资额为5620.18亿元。过去三周，债券市场单周净融资额分别为6193.34亿元、4725.95亿元以及5620.18亿元，远超2022年约2000亿元的单周平均净融资额，债券市场发行集中回暖是近期银行间市场资金面偏紧的因素之一。从债券二级市场来看，利率债与信用债呈现分化走势。从利率债来看，受银行间市场资金面偏紧的影响，1年期以下的短端国债收益率自春节节后不断上升，银行间机构由去年的“加杠杆”变为今年的“去杠杆”；与去年11月-12月相比，今年年内中长期国债收益率表现较为平稳，反映市场对于后续经济复苏的乐观情绪有所收敛。从信用债来看，信用债收益率自2月起持续下行，且AA级信用债下行更加明显，带动信用利差收窄。
4. 上周，A股融资总额为258.99亿元，为今年年内最低单周融资额。从二级市场来看，下周主要股指普遍下跌，上证综指、中小板指和创业板指数分别较前一周下降1.1%、2.9%和3.8%。截至上周，A股加权平均市盈率为19，较年初上升11.8%，但这并未带动A股杠杆率的显著提升，A股融资余额与融券余额的差值为1.37万亿元，低于2022年1.43万亿元的均值。

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

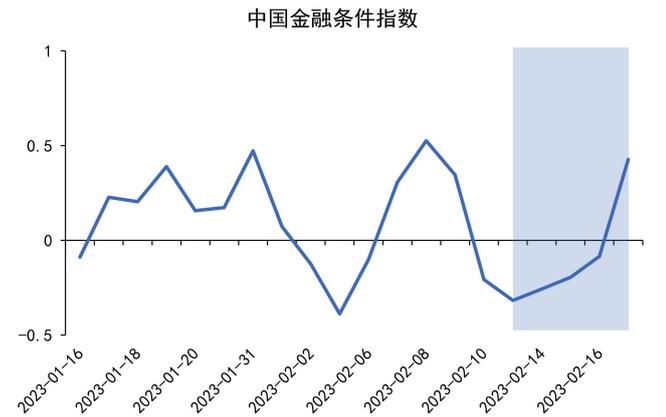
图表 1: 上周, 金融条件指数均值较前一周走低	3
图表 2: 债券市场指标是带动指数下行的关键因素	3
图表 3: 今年年内, 金融条件指数围绕 0 上下波动	3
图表 4: 上周, 央行逐日提高 7 天逆回购投放规模, 并超额续作 1 年期 MLF	4
图表 5: 质押式回购利率呈现波动上升趋势	5
图表 6: 节后 R007 与 DR007 利率普遍高于政策利率	5
图表 7: 国债发行是拉动债券融资增加的主要动力	6
图表 8: 债券市场融资增速较往年下滑	6
图表 9: 短端国债收益率波动幅度较大	6
图表 10: 今年年内, 国债期限利差持续下行	6
图表 11: 上周信用债表现持续回暖	7
图表 12: 自 2 月起, 中票等级利差呈现下降趋势	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: 上周 A 股融资走低	8
图表 16: 年内 A 股累计融资额不及 2021 年与 2022 年	8
图表 17: A 股风险偏好自 2 月起下行	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13日至2月17日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为-0.09，较前一周下降0.26，年内指数在0上下保持窄幅震荡。

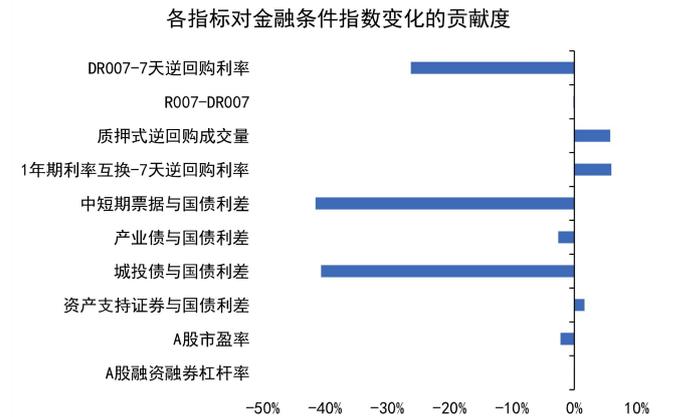
从指数的成分指标来看，上周债券市场信用利差收窄是带动指数下行的关键因素。上周，央行逆回购到期量近2万亿元，债券市场连续三周融资规模回暖，银行间市场资金面偏紧，主要货币市场利率先低后高。自2月起，信用债表现持续回暖，带动信用债与国债之间的信用利差走低。

图表 1：上周，金融条件指数均值较前一周走低



来源：Wind、第一财经研究院

图表 2：债券市场指标是带动指数下行的关键因素



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，央行通过逆回购操作净回笼资金1780亿元，同时超额续作1年期MLF约2000亿元。虽然央行将短

期资金置换成更为稳定的1年期MLF资金，但似乎并未抚平银行间市场资金面的波动。上周银行间市场整体资金面偏紧，具体体现在银行间质押式回购成交量下降、主要货币市场利率上行，上周最后一个交易日R007与DR007利率分别收于2.72%和2.25%，两者均高于政策利率水平。

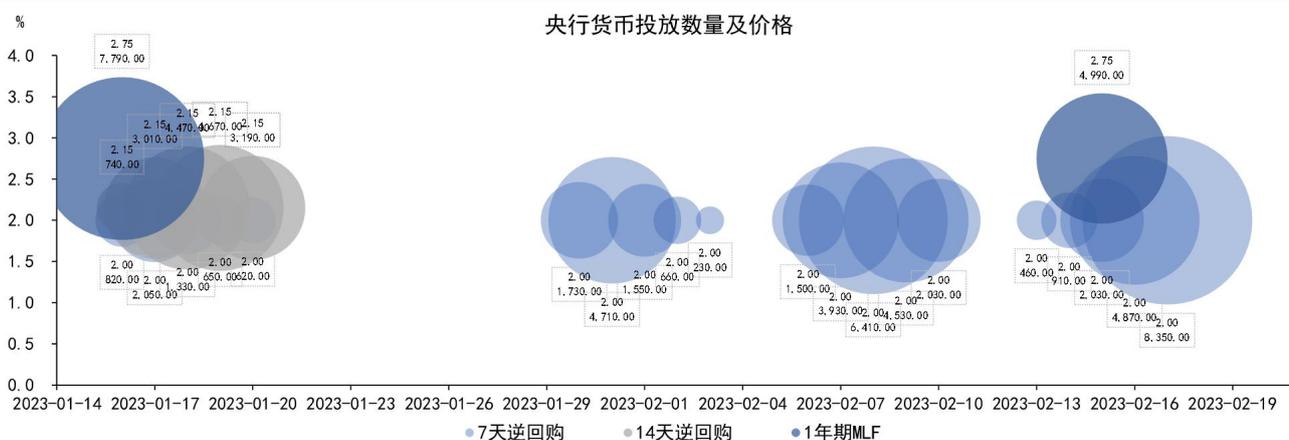
2.1 央行公开市场操作

上周，央行逐日扩大7天逆回购投放量，2月17日单日投放量达到8350亿元，整周投放量达到1.66万亿元，但考虑到上周有1.84万亿元的逆回购到期，因此上周央行公开市场操作实际净回笼1780亿元。

此外，上周2月15日有3000亿元的1年期MLF到期，同日央行通过1年期MLF向市场投放资金4990亿元，虽然央行超额续作规模近2000亿元，但似乎并没有抚平银行间市场短期的资金利率波动。

本周首个交易日，央行通过7天逆回购单日投放2700亿元，截至2月20日上午11点，DR001利率处于2.2%上方，R001利率高于2.6%，表明银行间市场仍然存在资金面偏紧的情况。

图表4：上周，央行逐日提高7天逆回购投放规模，并超额续作1年期MLF



来源：Wind、第一财经研究院

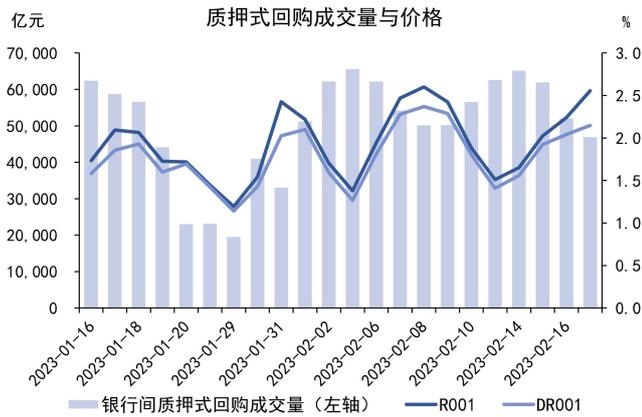
注：纵轴为OMO及MLF操作利率，单位为%；气泡大小为OMO及MLF操作数量，单位为亿元。

2.2 货币市场成交量与利率

上周，银行间质押式回购成交量周内逐渐下降，由2月14日的6.5万亿元下降至2月17日的4.7万亿元，低于今年年内的日均成交量5.5万亿元。

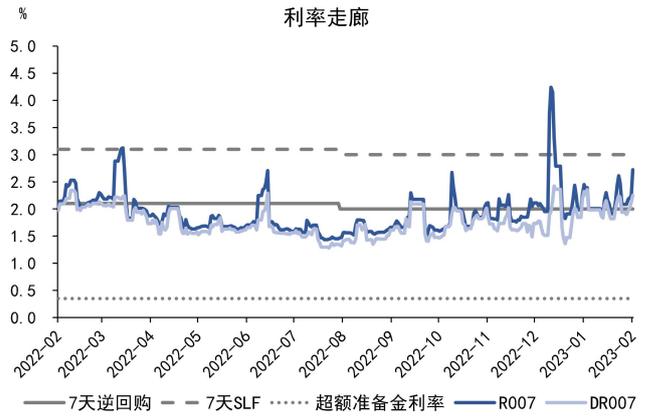
从年内来看，银行间市场回购利率呈现波动上升的趋势。上周，随着银行间质押式回购成交量下降，主要货币市场利率均上行，R001利率与DR001利率分别由2月13日的1.51%和1.41%上升至2月17日的2.56%和2.15%；R007与DR007分别由2月13日的2.09%和1.90%上升至2月17日的2.72%和2.25%，两者均高于2%的政策利率水平。

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，债券市场总发行额与总净融资额均较前一周有所上升。其中债券市场总发行额为 1.58 万亿元，较前一周上升 3467.34 亿元；债券市场总净融资额为 5620.18 亿元，较前一周上升 894.23 亿元。过去三周，债券市场单周净融资额分别为 6193.34 亿元、4725.95 亿元以及 5620.18 亿元，远超 2022 年约 2000 亿元的单周平均净融资额，债券市场发行集中回暖是近期银行间市场资金面偏紧的因素之一。

从债券二级市场来看，利率债与信用债呈现分化走势。从利率债来看，受银行间市场资金面偏紧的影响，1 年期以下的短端国债收益率自春节节后不断上升，银行间机构由去年的“加杠杆”变为今年的“去杠杆”；与去年 11 月-12 月相比，今年年内中长期国债收益率表现较为平稳，反映市场对于后续经济复苏的乐观情绪有所收敛。从信用债来看，信用债收益率自 2 月起持续下行，且 AA 级信用债下行更加明显，带动信用利差收窄。

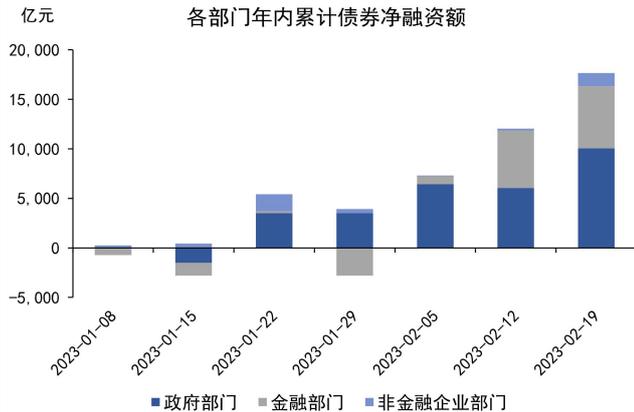
3.1 债券市场发行

上周，债券市场发行额与净融资额均较前一周有所上升。其中，债券市场总发行额为 1.58 万亿元，较前一周上升 3467.34 亿元；债券市场总净融资额为 5620.18 亿元，较前一周上升 894.23 亿元。从发债主体来看，上周政府部门净融资额达到 4013.57 亿元，其中中国债净融资额较前一周大增至 2869.30 亿元；金融部门上周净融资额仅为 466.6 亿元，虽然同业存单发行规模巨大，达到 6042.70 亿元，但多数为到期滚动发行；非金融企业部门上周净融资 1140.01 亿元，为今年第二次单周融资规模超过 1000 亿元。过去三周，债券市场单周净融资额分别为 6193.34 亿元、4725.95 亿元以及 5620.18 亿元，远超 2022 年约 2000 亿元的单周平均净融资额，债券市场发行集中回暖是近期银行间市场资金面偏紧的因素之一。

从年内来看，债券市场累计净融资额达到 1.77 万亿元，其中政府部门累计净融资为 1.0 万亿元，占比为 56.98%；金融部门累计净融资为 6276.2 亿元，占比为 35.55%；非金融企业部门累计净融资为 1318.60 亿元，占比为 7.47%。

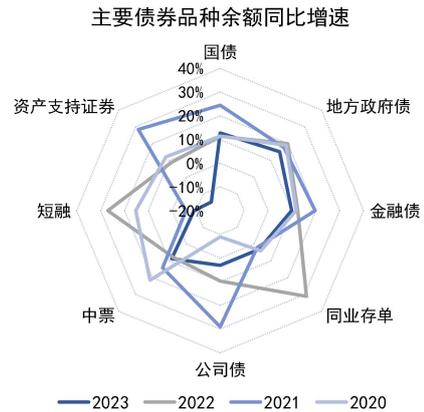
从债券余额同比增速来看，债券市场自去年 11 月起面临剧烈调整，中长端债券收益率上升幅度显著，融资成本上升带动债券发行状况遇冷，然而随着今年年内债券二级市场表现趋于稳定，政府部门与金融部门债券余额同比增速有所回暖，但依然不及往年。截至 2 月 19 日的一周，政府部门债券余额同比增速为 14.1%，较 2022 年同期增速下降 2.0 个百分点；金融部门债券余额同比增速为 7.7%，较 2022 年同期下降 10.0 个百分点；非金融企业部门债券余额同比增速降至 -0.5%，较 2022 年同期增速下降 9.8 个百分点。

图表 7：国债发行是拉动债券融资增加的主要动力



来源：Wind、第一财经研究院

图表 8：债券市场融资增速较往年下滑



来源：Wind、第一财经研究院
注：数据截至年内同期水平。

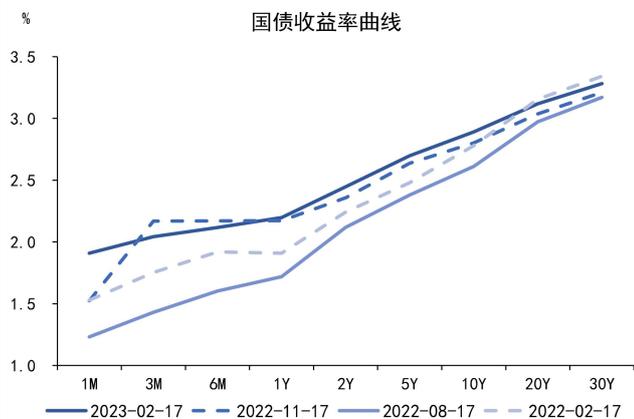
3.2 债券收益率走势

3.2.1 利率债

上周，各期限国债收益率涨跌不一。短端国债收益率依然受到银行间市场资金面偏紧的影响，自2月初起，1年期以下国债收益率不断上行，加上银行间市场质押式回购成交量整体均值水平较去年有所下降，我们认为今年年内银行间市场参与机构由去年的“加杠杆”转为“去杠杆”。上周，1年期、3年期、6年期以及1年期国债收益率分别上升14.15bp、5.79bp、5.12bp和2.91bp。从中长期来看，自11月上旬政治局会议提出“优化防控措施二十条措施”到12月上旬国务院联防联控机制落实“十条优化措施”，中端国债收益率均值有所抬升，反映市场对于后续经济复苏的乐观情绪，而从今年年内中端国债收益率表现较为平稳，市场乐观情绪有所收敛，经济复苏程度仍需得到后续经济数据的验证。上周，5年期与10年期国债收益率分别下降3.7bp和0.97bp，20年期和30年期国债收益率分别上升1.54bp和2.99bp。

从年初以来，国债期限利差持续收窄，这主要是由于短端国债收益率不断上升而长端国债收益率保持稳定所导致的。截至2月17日的当周，10年期与1年期国债的期限利差均值为70.81bp，较前一周下降3bp左右。

图表 9：短端国债收益率波动幅度较大



来源：Wind、第一财经研究院

图表 10：今年年内，国债期限利差持续下行



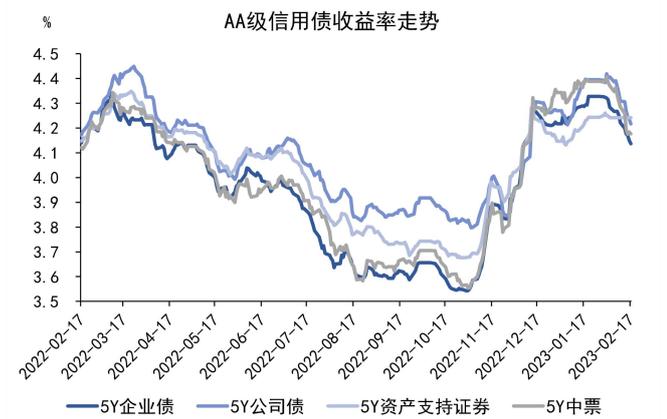
来源：Wind、第一财经研究院

3.2.2 信用债

自春节假期之后，信用债表现持续回暖，上周AAA级信用债与AA级信用债收益率同步下行，并且AA级信用债收益率下行更加明显。具体来看，在AAA级债券中，5年期企业债、公司债与中票的收益率分别下降7.53bp、7.68bp、4.54bp和8.85bp；在AA级债券中，5年期企业债、公司债与中票的收益率分别下降8.53bp、9.22bp和10.85bp。

自2月起，低等级信用债与高等级信用债之间的信用利差呈现下行趋势。从中票等级利差来看，截至2月17日，AA级中票与AAA级中票之间的利差为82.33bp，AA-级中票与AAA级中票之间的利差为325.33bp，两者均较前一周下降约2bp。

图表 11：上周信用债表现持续回暖



来源：Wind、第一财经研究院

图表 12：自2月起，中票等级利差呈现下降趋势



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7.68bp，公司债与国债收益率差下降7.83bp，中票与国债收益率差下降9.0bp。在AA级债券中，企业债与国债收益率差下降8.68bp，公司债与国债收益率差下降9.37bp，中票与国债收益率差下降11.0bp。

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

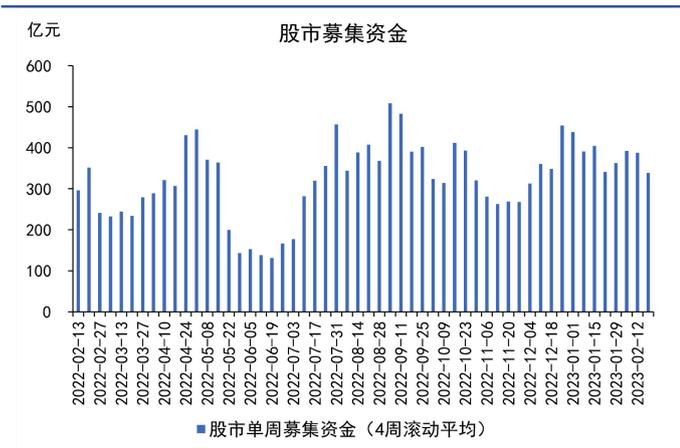
上周，A股融资总额为258.99亿元，较前一周下降116.75亿元，为今年年内最低单周融资额。从二级市场

场来看，下周主要股指普遍下跌，上证综指、中小板指和创业板指数分别较前一周下降1.1%、2.9%和3.8%。截至上周，A股加权平均市盈率为19，较年初上升11.8%，但这并未带动A股杠杆率的显著提升，A股融资余额与融券余额的差值为1.37万亿元，低于2022年1.43万亿元的均值。

4.1 一级市场

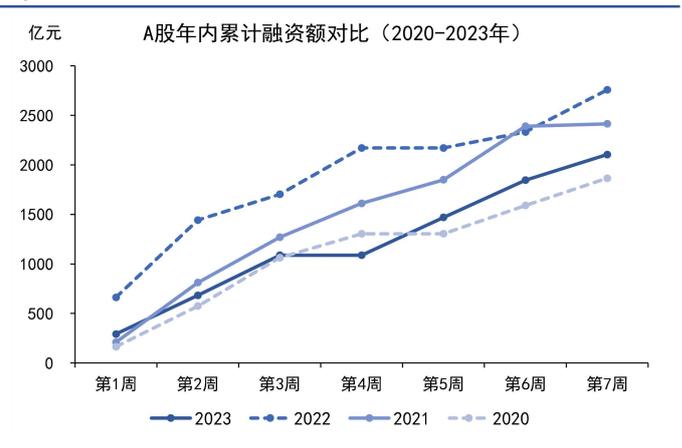
上周，A股融资总额为258.99亿元，较前一周下降116.75亿元，为今年年内最低单周融资额。截至2月19日，A股年内累计募集资金2104.26亿元，低于2021年与2022年同期。

图表 15：上周 A 股融资走低



来源：Wind、第一财经研究院

图表 16：年内 A 股累计融资额不及 2021 年与 2022 年



来源：Wind、第一财经研究院

4.2 二级市场

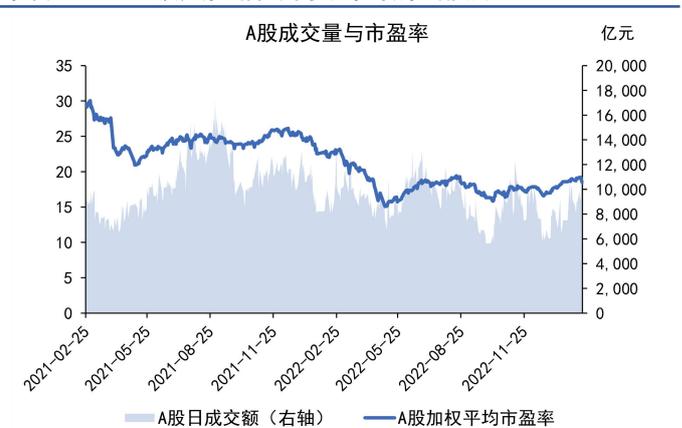
上周，A股主要股指均走跌，其中上证综指、中小板指和创业板指数分别较前一周下降1.1%、2.9%和3.8%。从主要股指风险溢价（股指同比变化减去10年期国债收益率）来看，A股风险偏好自2月起持续下行，上证综指、中小板指和创业板指的周内平均风险溢价分别为-8.33%、-16.09%和-12.21%。

图表 17：A 股风险偏好自 2 月起下行



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

上周，A股日均成交量为9900亿元，较前一周上升1237亿元，其中2月16日A股成交量突破1万亿元。

A股加权市盈率基本与前一周保持稳定，截至2月19日的一周，A股经各板总市值加权调整的市盈率约为19，较年初上升11.8%。尽管年内A股市盈率上升明显，但并未带动A股杠杆率的显著提升，截至2月19日，A股融资余额与融券余额的差值为1.37万亿元，低于2022年1.43万亿元的均值。

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。