

中国金融条件指数周报

(2023年2月20日-2023年2月24日)

银行间市场资金面持续紧张，年内股债融资均遇冷

1. 在2月20日至2月24日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为0.05，较前一周上升0.15，年内指数在0上下保持窄幅震荡。从指数的成分指标来看，上周货币市场资金面偏紧张是带动指数上行的主要因素。央行连续两周净回笼近2000亿元，R007与DR007利率持续高于2%的政策利率并且呈现波动上升的趋势。从债券指标来看，年内信用债与国债之间的利差持续下行，整体信用环境有所改善。
2. 过去两周，虽然央行通过7天逆回购投放了巨量的短期资金，但我们在对比了投放资金与逆回购到期资金之后发现，央行已连续两周净回笼资金近1800亿元。银行间市场整体资金面仍偏向紧张，上周隔夜回购利率与7天回购利率呈现分化走势，具体表现为R001与DR001利率周内下降70bp以上，而R007与DR007利率仍处于波动上升通道。在资金面偏紧的情况下，此类需求与供给错配的现象时有发生，金融机构更愿意出借隔夜资金而非更长期限资金，去年12月底DR007与DR001之间的差值一度高达200bp以上。
3. 上周，债券市场发行额与净融资额均较前一周有所下降。其中，债券市场总发行额为1.25万亿元，较前一周下降3265.92亿元；债券市场总净融资额为-905.46亿元，较前一周下降6523.01亿元，阻断了此前连续三周债券市场巨量净融资的趋势。目前，债券收益率普遍高于去年同期水平，发债主体“借新还旧”的意愿不强，年内债券市场整体融资情况依然偏向冷清。从债券二级市场来看，自春节假期结束之后，国债与信用债走势出现明显的分岔，中长端国债收益率在2月前三周保持平稳之后在上周明显抬升，信用债收益率在2月则一路下降，带动信用债与国债利差持续收窄。
4. 上周，A股融资下滑，单周融资额由前一周的258.99亿元下降至56.40亿元。从二级市场来看，上证综指与中小板指、创业板指呈现分化走势，其中上证综指均值较前一周上升0.7%，中小板指和创业板指均值分别较前一周下降1.0%和2.8%。上周A股成交量与市盈率同步下降。

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	6
4. 股票市场	7
4.1 一级市场	8
4.2 二级市场	8

图表目录

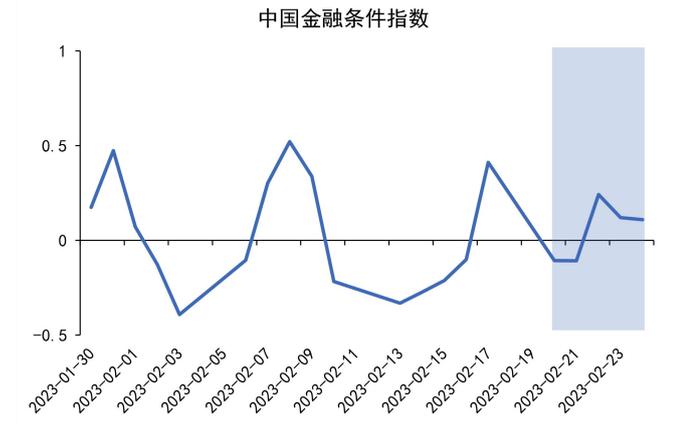
图表 1: 上周, 金融条件指数均值较前一周上升	3
图表 2: 货币市场指标是带动指数上行的关键因素	3
图表 3: 今年年内, 金融条件指数围绕 0 上下波动	3
图表 4: 上周, 央行逆回购投放量达 1.49 万亿元, 周内净回笼资金 1720 亿元	4
图表 5: 上周隔夜回购利率明显下降	5
图表 6: 7 天回购利率仍处于波动上升通道	5
图表 7: 上周债券市场发行与净融资均下降	6
图表 8: 债券市场融资增速较往年下滑	6
图表 9: 短端国债收益率较去年下半年明显抬升	6
图表 10: 自 1 月下旬起, 国债期限利差持续下降	6
图表 11: 上周 AA 级信用债收益率下降	7
图表 12: 中票等级利差自 2 月起持续下降	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: 上周 A 股融资较前一周显著下降	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 月起回落	8
图表 18: 上周 A 股交易量与市盈率同步回落	8

1. 中国金融条件指数概况

在2月20日至2月24日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为0.05，较前一周上升0.15，年内指数在0上下保持窄幅震荡。

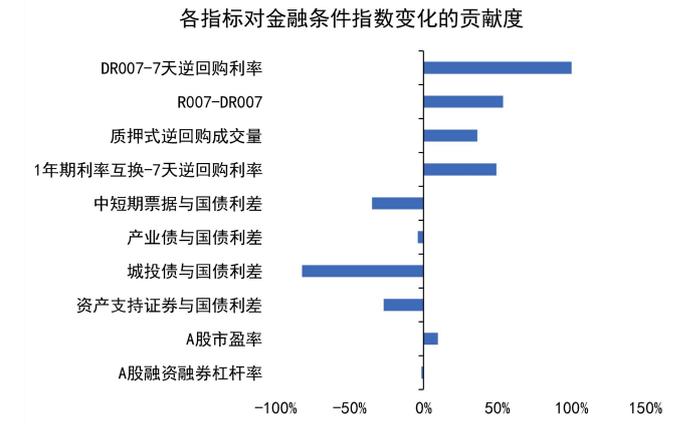
从指数的成分指标来看，上周货币市场资金面偏紧张是带动指数上行的主要因素。央行连续两周净回笼近2000亿元，R007与DR007利率持续高于2%的政策利率并且呈现波动上升的趋势。从债券指标来看，年内信用债与国债之间的利差持续下行，整体信用环境有所改善。

图表1：上周，金融条件指数均值较前一周上升



来源：Wind、第一财经研究院

图表2：货币市场指标是带动指数上行的关键因素



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。今年年内，中国金融条件指数围绕0这个分界线窄幅波动。

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

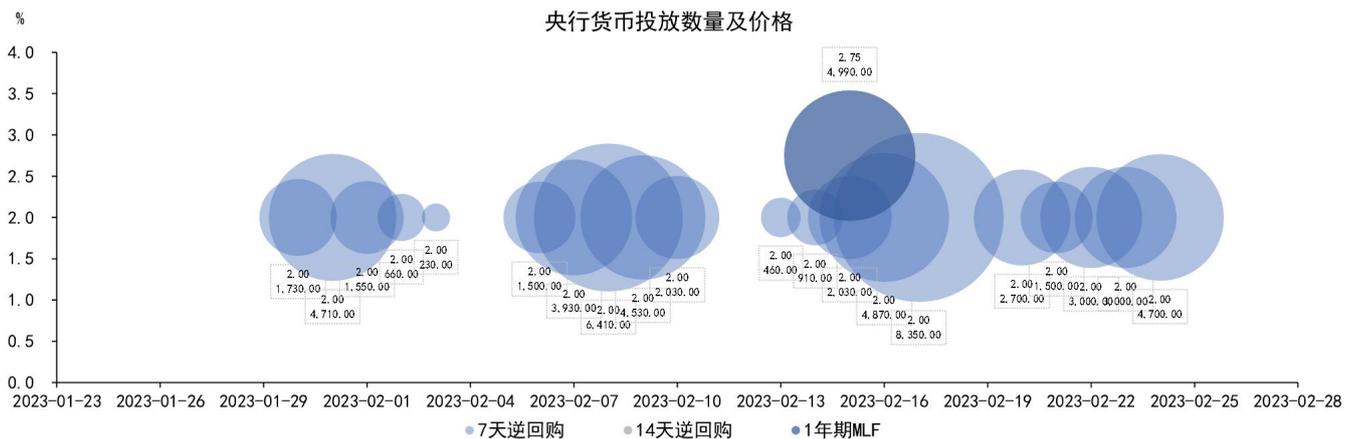
过去两周，虽然央行通过7天逆回购投放了巨量的短期资金，但我们在对比了投放资金与逆回购到期资金之后发现，央行已连续两周净回笼资金近1800亿元。银行间市场整体资金面仍偏向紧张，上周隔夜回购利率与7天回购利率呈现分化走势，具体表现为R001与DR001利率周内下降70bp以上，而R007与DR007利率仍处于波动上升通道。在资金面偏紧的情况下，此类需求与供给错配的现象时有发生，金融机构更愿意出借隔夜资金而非更长期限资金，去年12月底DR007与DR001之间的差值一度高达200bp以上。

2.1 央行公开市场操作

上周，央行周内连续投放巨量7天逆回购，在2月20日至2月24日的5个交易日里，央行7天逆回购投放量分别为2700亿元、1500亿元、3000亿元、3000亿元以及4700亿元。

虽然近期央行连续投放巨量短期资金，但从投放量和到期量之间的对比来看，央行最近两周在资金投放上呈现出边际收紧的趋势。例如，在2月13日至2月17日当周，央行逆回购投放量达到16620亿元，当周逆回购到期量为18400亿元，央行周内净回笼资金1780亿元；在2月20日至2月24日的当周，央行逆回购投放量为14900亿元，当周到期量为16620亿元，央行周内净回笼资金1720亿元。

图表4：上周，央行逆回购投放量达1.49万亿元，周内净回笼资金1720亿元



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

在央行连续的资金净回笼背景下，银行间市场整体流动性偏紧，隔夜回购利率与7天回购利率呈现分化走势。上周，隔夜回购利率下降幅度明显，R001利率由2.29%下降至1.54%，DR001利率由2.15%下降至1.44%，两者回落幅度均达到70bp以上。然而，7天质押式回购利率仍然处于波动上行通道，上周R007利率由2.36%上升至2.56%，DR007利率由2.14%上升至2.26%。

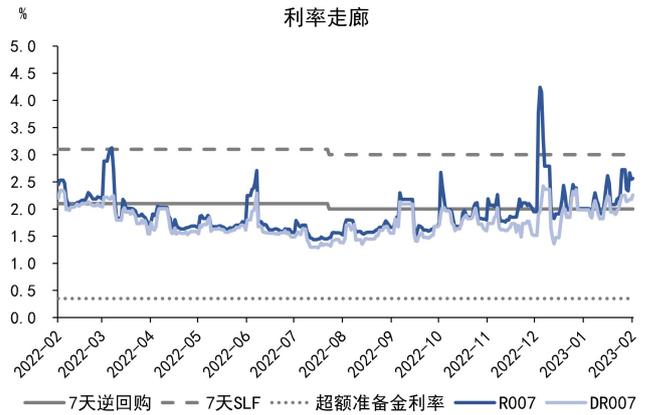
从历史经验来看，隔夜回购利率下行并不一定会带动7天回购利率同步下降，在银行间市场资金面较为紧张的情况下，有可能出现金融机构只愿出借隔夜资金而不愿出借更长期限资金的局面。例如，在去年12月26日至29日期间，隔夜回购利率降至1%以下，而7天回购利率达到4%以上，DR007与DR001的差值一度达到200bp以上。

图表 5：上周隔夜回购利率明显下降



来源：Wind、第一财经研究院

图表 6：7 天回购利率仍处于波动上升通道



来源：Wind、第一财经研究院

3. 债券市场

上周，债券市场发行额与净融资额均较前一周有所下降。其中，债券市场总发行额为 1.25 万亿元，较前一周下降 3265.92 亿元；债券市场总净融资额为 -905.46 亿元，较前一周下降 6523.01 亿元，阻断了此前连续三周债券市场巨量净融资的趋势。目前，债券收益率普遍高于去年同期水平，发债主体“借新还旧”的意愿不强，年内债券市场整体融资情况依然偏向冷清。

从债券二级市场来看，自春节假期结束之后，国债与信用债走势出现明显的分歧，中长端国债收益率在 2 月前四周保持平稳之后在上周明显抬升，信用债收益率在 2 月则一路下降，带动信用债与国债利差持续收窄。

3.1 债券市场发行

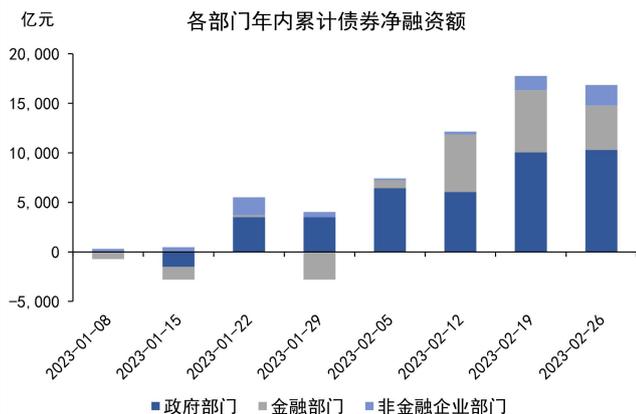
上周，债券市场发行额与净融资额均较前一周有所下降。其中，债券市场总发行额为 1.25 万亿元，较前一周下降 3265.92 亿元；债券市场总净融资额为 -905.46 亿元，较前一周下降 6523.01 亿元，阻断了此前连续三周债券市场巨量净融资的趋势。

从发债主体来看，金融部门依然是大头，上周同业存单发行规模达到 5463.70 亿元，但同业存单偿还规模高达 7215.80 亿元。非金融企业部门融资有一定程度的改善，已连续三周实现净融资，年内累计净融资额突破 2000 亿元，占整个债券市场净融资比例超过 12%。

从年内来看，债券市场累计净融资额达到 1.69 万亿元，其中政府部门累计净融资为 1.03 万亿元，占比为 61.12%；金融部门累计净融资为 4483.10 亿元，占比为 26.59%；非金融企业部门累计净融资为 2070.64 亿元，占比为 12.28%。

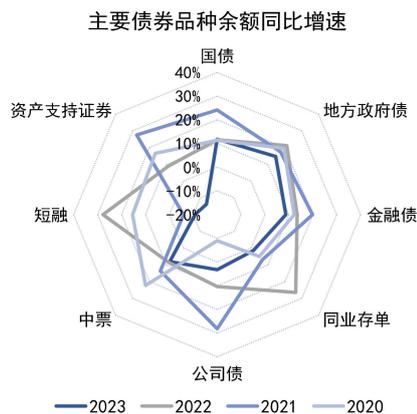
债券市场自去年 11 月起面临剧烈调整，中长端债券收益率上升幅度显著，融资成本上升带动债券发行状况遇冷，虽然今年年内债券收益率表现趋于稳定，但债券收益率普遍高于去年同期水平，发债主体“借新还旧”的意愿不强，年内债券市场整体融资情况依然偏向冷清。从债券余额同比增速来看，截至 2 月 24 日的一周，政府部门债券余额同比增速为 13.5%，较 2022 年同期增速下降 3.5 个百分点；金融部门债券余额同比增速为 6.5%，较 2022 年同期下降 10.8 个百分点；非金融企业部门债券余额同比增速降至 -0.6%，较 2022 年同期增速下降 10.5 个百分点。

图表 7：上周债券市场发行与净融资均下降



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。

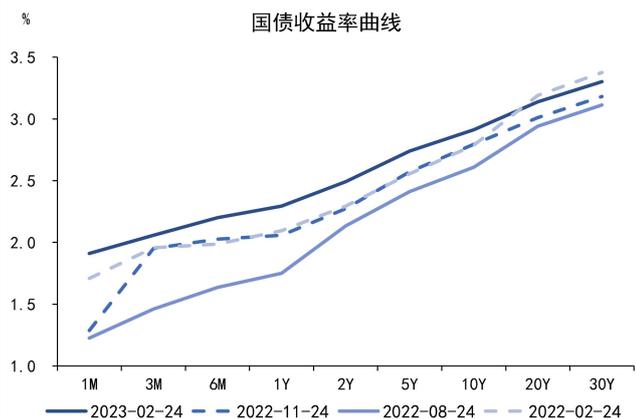
3.2 债券收益率走势

3.2.1 利率债

上周，各期限国债收益率普遍上升。从短端来看，1月期和3月期国债收益率相对保持稳定，仅上升0.28bp和1.51bp，6月期和1年期国债收益率上升明显，分别为8.31bp和9.75bp。上周，中长端国债收益率是自2月以来首次出现较为明显的抬升，5年期、10年期以及30年期国债收益率分别上升4.19bp、2.06bp和1.86bp。

国债期限利差自1月中旬以来持续下降。截至2月24日的当周，10年期与1年期国债的期限利差均值为66.23bp，较前一周下降约4.59bp。从年内来看，国债期限利差已累计下降12bp以上。

图表 9：短端国债收益率较去年下半年明显抬升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 10：自1月下旬起，国债期限利差持续下降



来源：Wind、第一财经研究院

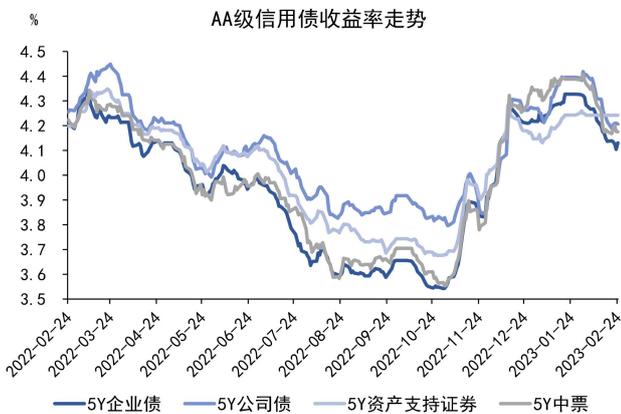
3.2.2 信用债

上周，高等级信用债与低等级信用债收益率呈现分化走势，AAA级信用债收益率普遍上升，AA级信用债收益率普遍下降。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上升1.40bp、2.99bp和2.84bp；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0.6bp、0.95bp和

0.16bp。

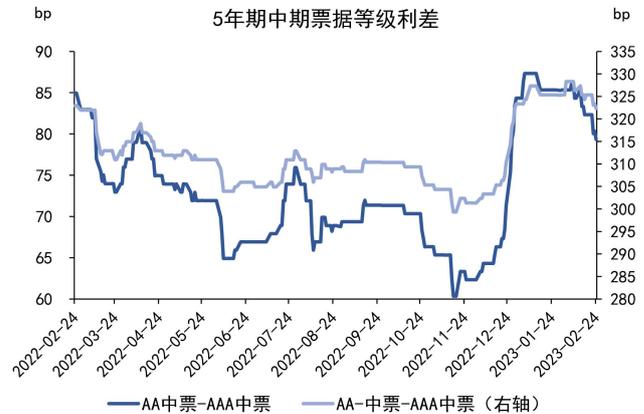
自2月起，信用债等级利差持续下行。从中票等级利差来看，截至2月24日，AA级中票与AAA级中票之间的利差为79.33bp，AA-级中票与AAA级中票之间的利差为322.33bp，两者均较前一周下降3bp。

图表 11：上周 AA 级信用债收益率下降



来源：Wind、第一财经研究院

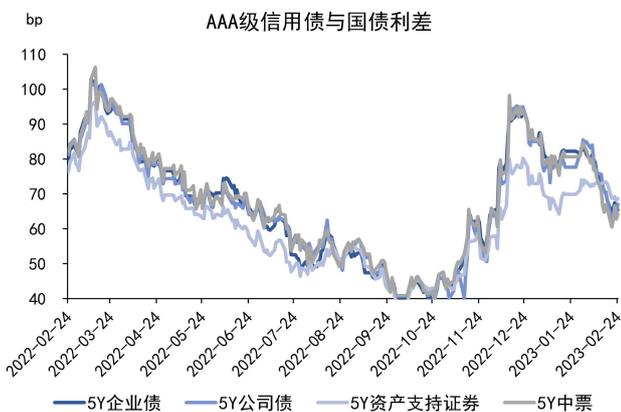
图表 12：中票等级利差自 2 月起持续下降



来源：Wind、第一财经研究院

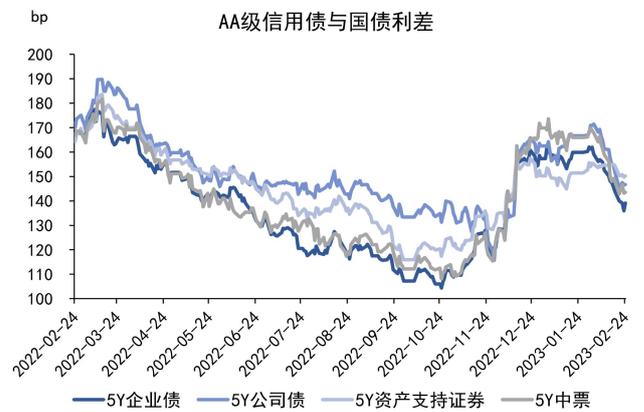
上周，信用债与国债收益率差普遍下行，AA级债券与国债收益率差的下降幅度更大。在AAA级债券中，企业债与国债收益率差下降2.79bp，公司债与国债收益率差下降1.20bp，中票与国债收益率差下降1.35bp。在AA级债券中，企业债与国债收益率差下降4.79bp，公司债与国债收益率差下降5.14bp，中票与国债收益率差下降4.35bp。

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

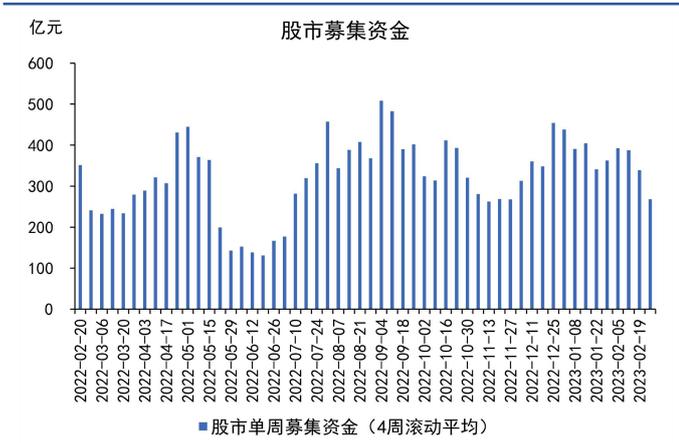
4. 股票市场

上周，A股融资下滑，单周融资额由前一周的258.99亿元下降至56.40亿元。从二级市场来看，上证综指与中小板指、创业板指呈现分化走势，其中上证综指均值较前一周上升0.7%，中小板指和创业板指均值分别较前一周下降1.0%和2.8%。上周A股成交量与市盈率同步下降。

4.1 一级市场

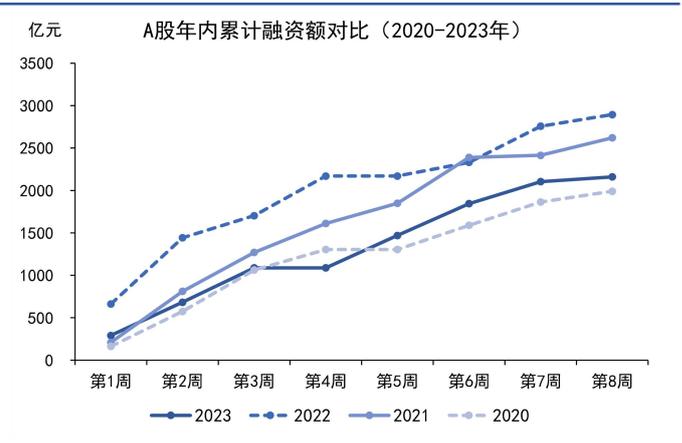
上周，A股融资总额仅为56.40亿元，较前一周下降202.59亿元。从4周滚动平均融资额来看，2月A股融资趋势较1月有所回落。截至2月26日，A股年内累计募集资金2160.66亿元，低于2022年与2021年同期水平。

图表 15：上周 A 股融资较前一周显著下降



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



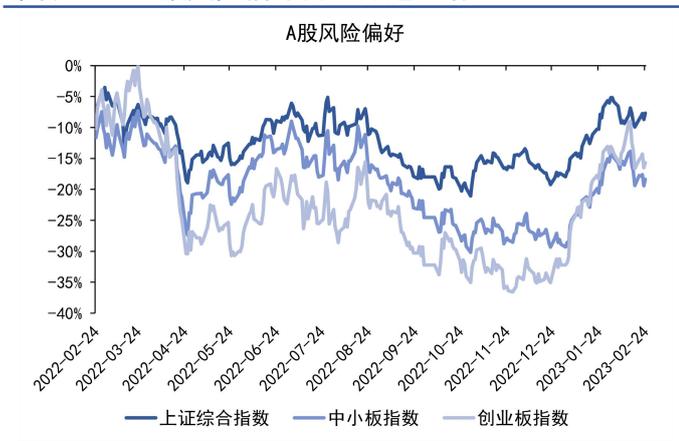
来源：Wind、第一财经研究院

4.2 二级市场

上周A股股指呈现分化走势，其中上证综指均值较前一周上升0.7%，中小板指和创业板指均值分别较前一周下降1.0%和2.8%。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，截至2月24日，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-8.19%、-18.20%和-15.29%。

上周，A股整体成交量回落，日均成交量由前一周的9900亿元下降至8398亿元，其中2月24日成交量仅为7274亿元。A股平均加权市盈率同步回落，由前一周的18.98下降至18.76。

图表 17：A 股风险偏好自 2 月起回落



来源：Wind、第一财经研究院

图表 18：上周 A 股交易量与市盈率同步回落



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。