

中国金融条件指数周报

(2022年12月26日-2022年12月30日)

流动性分层现象缓解，高等级信用债率先回暖

1. 在2022年12月26日至12月30日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为1.91，较前一周大幅上升1.86，年内指数上升2.87。从指数的成分指标来看，银行间市场流动性紧张是导致指数大幅上升的关键因素。临近年末，金融机构的超额准备金需求激增而供给有限，导致市场拆借行为减少，虽然央行已加大公开市场操作力度，仍不足以抚平市场的资金需求，尤其对于并非央行一级交易商的非银金融机构而言，年末资金借贷成本高昂，导致R007与DR007之间的差值上升幅度显著。
2. 上周，央行继续通过“7天逆回购+14天逆回购”的组合扩大流动性投放，日均投放规模在2000亿元左右，但投放重点从14天逆回购转向7天逆回购。银行间市场仍然存在流动性紧张的情况，主要体现在周内质押式回购成交量下滑幅度明显并且伴随着货币市场利率的走高。上周，R007利率先升后降，DR007利率一路走高，两者之间的差值由最高228.77bp下降至42.61bp，这表明存款性金融机构通过融出资金缓解了非银金融机构的流动性紧张局面，存款性金融机构与非银金融机构之间的流动性分层现象有所缓解。
3. 上周，债券市场总发行额较前一周有所下降，而净融资额较前一周有所上升。其中，上周债券市场总发行额为9765.08亿元，较前一周下降848.73亿元；上周债券市场总净融资额为2182.26亿元，较前一周上升1245.54亿元。上周金融部门净融资额增幅显著，由单周719.30亿元的净融资额上升至2720.90亿元，增幅基本都由同业存单所带动；非金融企业部门连续8周债券净偿还，反映实体部门对于后续经济前景并不乐观。
4. 从债券二级市场来看，此前短端国债收益率持续大幅上升的情况已有所缓解，上周短端国债收益率普遍下行，1月期国债收益率下降幅度显著，达到93.54bp；中长端国债收益率表现相对平稳。信用债市场整体有所回暖，尤其高等级信用债表现更佳，AAA级信用债收益率与信用利差普遍下降，而AAA级信用债与AA级信用债之间的分化表现带动等级利差持续上行，且上行幅度显著，自12月起，AA级中票与AAA级中票之间的等级利差累计上升幅度达到20bp。

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.....	8
4.1 一级市场.....	8
4.2 二级市场.....	8

图表目录

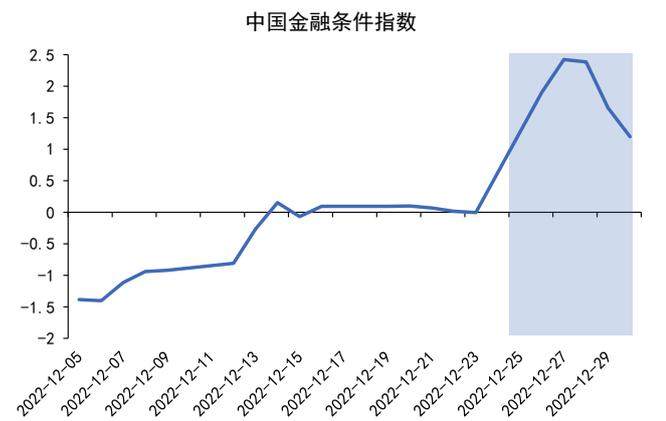
图表 1: 年末, 金融条件收紧幅度显著.....	3
图表 2: 货币市场流动性紧张是主导因素.....	3
图表 3: 中国金融条件指数年内呈现先降后升的 V 型走势.....	3
图表 4: 临近年末, 央行调整公开市场操作结构, 增量 7 天逆回购投放而减量 14 天逆回购投放.....	4
图表 5: 月末银行间市场存在流动性紧张情况.....	5
图表 6: 货币市场流动性分层的现象有所缓解.....	5
图表 7: 非金融企业部门债券融资年内遇冷.....	6
图表 8: 今年债券市场融资增速较往年显著下滑.....	6
图表 9: 短端国债收益率波动幅度较大.....	6
图表 10: 上周短端国债收益率下降幅度显著.....	6
图表 11: 上周国债期限利差上升.....	7
图表 12: 上周国开债与国债利差有所抬头.....	7
图表 13: 上周 AAA 级信用债持续回暖.....	7
图表 14: 中票等级利差上升幅度显著.....	7
图表 15: 上周 AAA 级信用债与国债利差下行.....	8
图表 16: 除中票外, AA 级信用债与国债利差下行.....	8
图表 17: 12 月底 A 股融资较月初有所回暖.....	8
图表 18: 年内 A 股累计融资额不及 2021 年.....	8
图表 19: 上周 A 股指数较前一周小幅上升.....	9
图表 20: A 股风险偏好持续在低位徘徊.....	9
图表 21: 上周 A 股成交量下行, 市盈率上行.....	9
图表 22: A 股融资融券比例窄幅震荡.....	9

1. 中国金融条件指数概况

在2022年12月26日至12月30日的当周，第一财经研究院中国金融条件日度指数均值为1.91，较前一周大幅上升1.86，年内指数上升2.87。

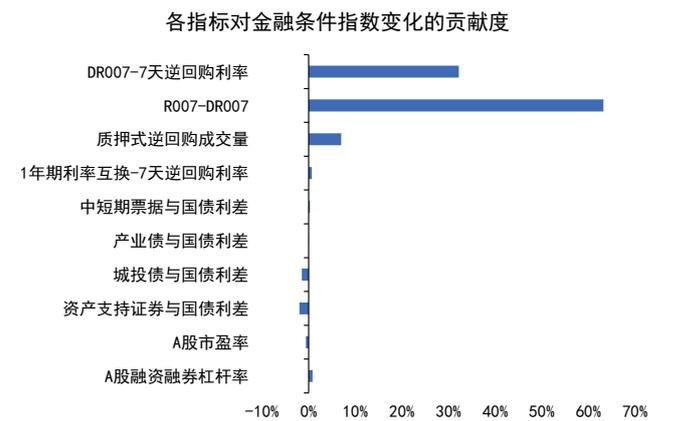
从指数的成分指标来看，银行间市场流动性紧张是导致指数大幅上升的关键因素。临近年末，金融机构的超额准备金需求激增而供给有限，导致市场拆借行为减少，虽然央行已加大公开市场操作力度，仍不足以缓解市场流动性紧张，尤其对于并非央行一级交易商的非银金融机构而言，年末资金借贷成本高昂，导致R007与DR007之间的差值上升幅度显著。

图表 1：年末，金融条件收紧幅度显著



来源：Wind、第一财经研究院

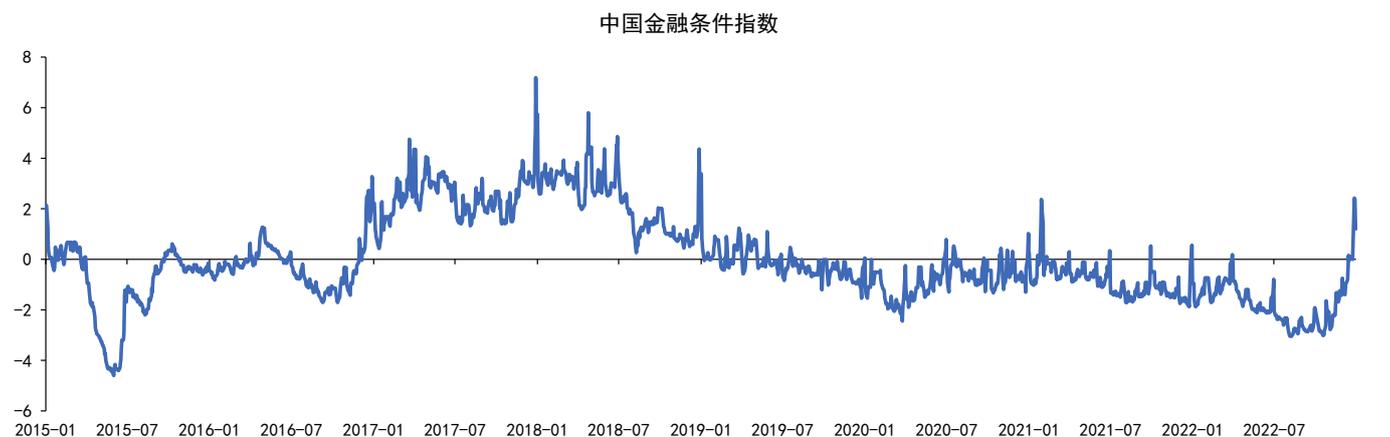
图表 2：货币市场流动性紧张是主导因素



来源：Wind、第一财经研究院

从2022年年内走势来看，中国金融条件指数呈现先降后升的V形走势。自10月下旬起，中国金融条件指数从-3.0的低位快速上升，截至2022年12月30日，指数升至1.20，金融条件自2022年12月下旬起由宽松转向紧缩。与此同时，金融条件指数的波动性近期也在快速上升，截至2022年12月30日，指数30天滚动波动性由9月下旬的18%上升至120%，指数波动性的持续上升同样预示着金融条件的收紧。

图表 3：中国金融条件指数年内呈现先降后升的V型走势



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

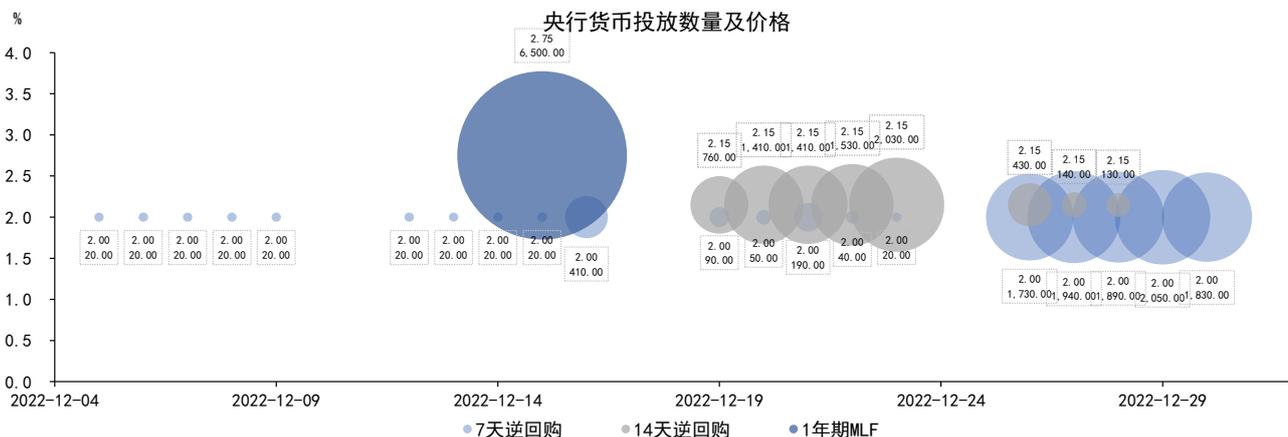
上周，央行继续通过“7天逆回购+14天逆回购”的组合扩大流动性投放，日均投放规模在2000亿元左右，但投放重点从14天逆回购转向7天逆回购。

银行间市场仍然存在流动性紧张的情况，主要体现在周内质押式回购成交量下滑幅度明显并且伴随着货币市场利率的走高。上周，R007 利率先升后降，DR007 利率一路走高，两者之间的差值由最高 228.77bp 下降至 42.61bp，这表明存款性金融机构通过融出资金缓解了非银金融机构的流动性紧张局面，存款性金融机构与非银金融机构之间的流动性分层现象有所缓解。

2.1 央行公开市场操作

上周，央行继续扩大公开市场操作力度，采取“7天逆回购+14天逆回购”的投放组合。从总量上来看，上周公开市场操作日均投放量维持在2000亿元左右；从组合结构上来看，随着临近年末，央行减少了14天逆回购的投放量而扩大了7天逆回购的投放量，在2022年12月26日至12月29日期间，14天逆回购投放由430亿元逐步下降至0，而7天逆回购投放由1730亿元上升至2050亿元。

图4：临近年末，央行调整公开市场操作结构，增量7天逆回购投放而减量14天逆回购投放



来源：Wind、第一财经研究院

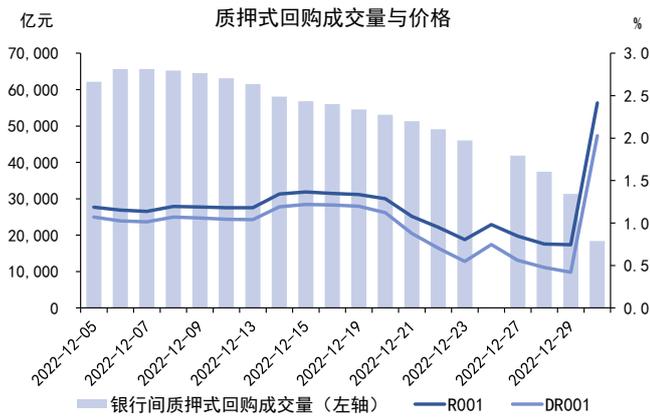
注：纵轴为OMO及MLF操作利率，单位为%；气泡大小为OMO及MLF操作数量，单位为亿元。

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减少，并伴随着货币市场利率走高，这表明即使在央行扩大流动性投放的背景下，资金面紧张的情况依然存在。从成交量来看，上周银行间质押式回购成交量由4万亿元以上下降至1.8万亿元，市场拆借活动显著收缩。从资金成本来看，隔夜回购利率R001与DR001同步从历史最低水平快速反弹，两者分别从2022年12月26日的0.98%和0.75%上升至2022年12月30日的2.42%和2.03%。

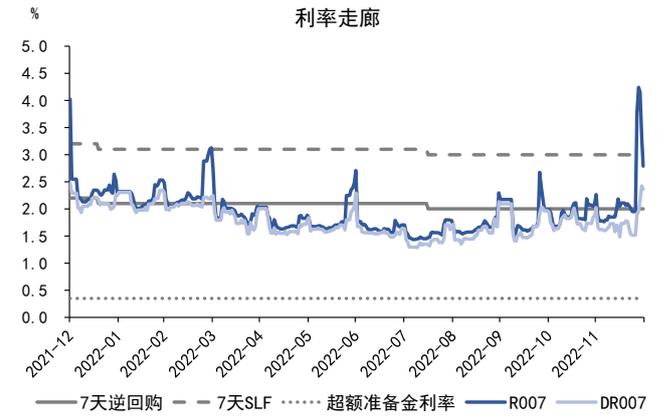
此外，上周R007与DR007走势分化，存款性金融机构与非银金融机构之间的流动性分化现象有所缓解。上周，R007利率先升后降，2022年12月27日升至周内高点4.24%之后下降，12月30日R007利率收于2.79%；DR007利率则一路上行，由2022年12月26日的1.90%上升至12月29日的2.42%，12月30日略有回落至2.36%；周内，R007与DR007之间的差值由12月27日的高点228.77bp下降至12月30日的42.61bp。R007与DR007的分化走势表明，以大行为首的存款性金融机构作为央行OMO、MLF等操作的主要对象，通过银行间拆借行为缓解了非银金融机构的流动性紧张局面。

图表 5：月末银行间市场存在流动性紧张情况



来源：Wind、第一财经研究院

图表 6：货币市场流动性分层的现象有所缓解



来源：Wind、第一财经研究院

3. 债券市场

上周，债券市场总发行额较前一周有所下降，而净融资额较前一周有所上升。其中，上周债券市场总发行额为 9765.08 亿元，较前一周下降 848.73 亿元；上周债券市场总净融资额为 2182.26 亿元，较前一周上升 1245.54 亿元。上周金融部门净融资额增幅显著，由单周 719.30 亿元的净融资额上升至 2720.90 亿元，增幅基本都由同业存单所带动；非金融企业部门连续 8 周债券净偿还，反映实体部门对于后续经济前景并不乐观。

从债券二级市场来看，此前短端国债收益率持续大幅上升的情况已有所缓解，上周短端国债收益率普遍下行，1 月期国债收益率下降幅度显著，达到 93.54bp；中长端国债收益率表现相对平稳。信用债市场整体有所回暖，尤其高等级信用债表现更佳，AAA 级信用债收益率与信用利差普遍下降，而 AAA 级信用债与 AA 级信用债之间的分化表现带动等级利差持续上行，且上行幅度显著，自 2022 年 12 月起，AA 级中票与 AAA 级中票之间的等级利差累计上升幅度达到 20bp。

3.1 债券市场发行

上周，债券市场总发行额较前一周有所下降，而净融资额较前一周有所上升。其中，上周债券市场总发行额为 9765.08 亿元，较前一周下降 848.73 亿元；上周债券市场总净融资额为 2182.26 亿元，较前一周上升 1245.54 亿元。从发债主体来看，上周金融部门净融资额增幅显著，由单周 719.30 亿元的净融资额上升至 2720.90 亿元，增幅基本都由同业存单所带动；政府部门上周净融资 1967.37 亿元，基本由国债发行所带动；非金融企业部门上周净偿还 2506.00 亿元，是自 11 月起连续第 8 周净偿还，反映实体部门对于后续经济前景并不乐观。

从年内来看，政府部门依然是拉动债券融资增长的主要动力。截至上周，政府部门年内净融资额占债券市场整体总净融资额比较达到 63.8%，该比例远超过 2021 年底的 43.82% 和 2020 年底的 46.6%。金融部门年内净融资额占总净融资比重为 34.2%，较 2021 年底的 41.1% 小幅回落。年内，非金融企业部门净融资额占总净融资额的比重下降幅度显著，由 2 月最高接近 50.0% 下滑至年末的 2.0%，尤其是企业债与资产支持证券几乎全年处于净偿还状态，实体部门债券融资遇冷。

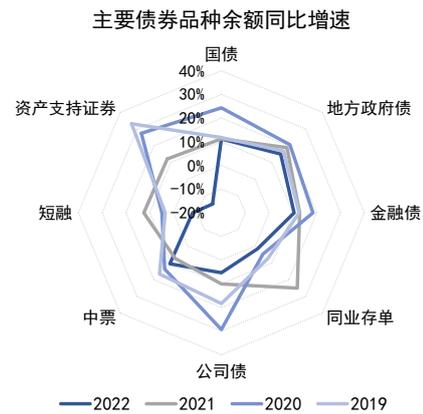
从债券余额同比增速来看，今年年内各部门债券余额增速均显著低于往年。截至 2022 年 12 月 30 日的一周，政府部门债券余额同比增速为 13.4%，较 2021 年同期增速下降 2.0 个百分点；金融部门债券余额同比增速为 7.7%，较 2021 年同期下降 8.7 个百分点；非金融企业部门债券余额同比增速仅为 0.9%，较 2021 年同期增速下降 7.9 个百分点。

图表 7：非金融企业部门债券融资年内遇冷



来源：Wind、第一财经研究院

图表 8：今年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

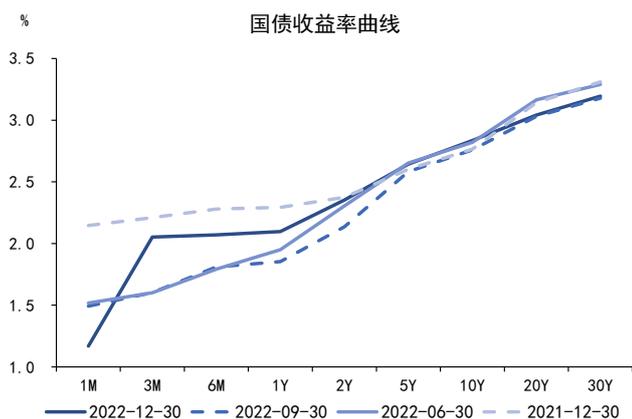
3.2 债券收益率走势

3.2.1 利率债

上周，各期限国债收益率涨跌不一。从短端来看，虽然银行间市场仍然存在流动性紧张的情况，但此前短端国债收益率大幅上行的情况已有所缓解，上周1年期以下国债收益率普遍下行，1月期国债收益率的下行幅度尤为显著，达到93.54bp，3月期、6月期和1年期国债收益率的下行幅度分别为6.84bp、9.76bp和13.00bp。中长端国债收益率相对保持稳定，上周5年期和10年期国债收益率分别上升3.84bp和1.02bp，30年期国债收益率下降2.00bp。

上周短端国债收益率下行带动国债期限利差上升。截至2022年12月30日的当周，10年期与1年期国债的期限利差均值为64.64bp，较前一周上升6.78bp。从年内来看，国债期限利差先升后降，于10月下旬最高升至95bp以上后回落。

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：上周短端国债收益率下降幅度显著



来源：Wind、第一财经研究院

图表 11：上周国债期限利差上升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 12：上周国开债与国债利差有所抬头



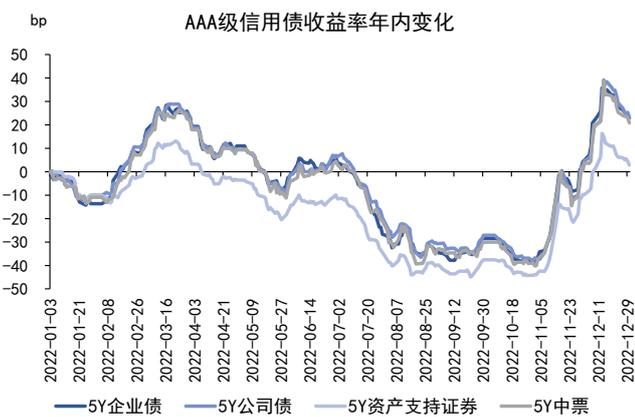
来源：Wind、第一财经研究院

3.2.2 信用债

上周，高等级信用债持续回暖，而低等级信用债表现相对稳定。具体来看，在 AAA 级债券中，5 年期企业债、公司债、中票与资产支持证券的收益率分别下降 4.66bp、6.10bp、4.54bp 和 3.35bp；在 AA 级债券中，5 年期企业债和公司债收益率基本与上周保持稳定，两者分别上升 0.34bp 和 0.59bp，5 年期资产支持证券收益率下降 3.35bp，中票收益率上升 8.46bp。

高等级信用债与低等级信用债之间的分化表现带动等级利差持续回升，且回升幅度明显。从中票等级利差来看，截至 2022 年 12 月 30 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 323.33bp，两者均较前一周上升 13bp。

图表 13：上周 AAA 级信用债持续回暖



来源：Wind、第一财经研究院

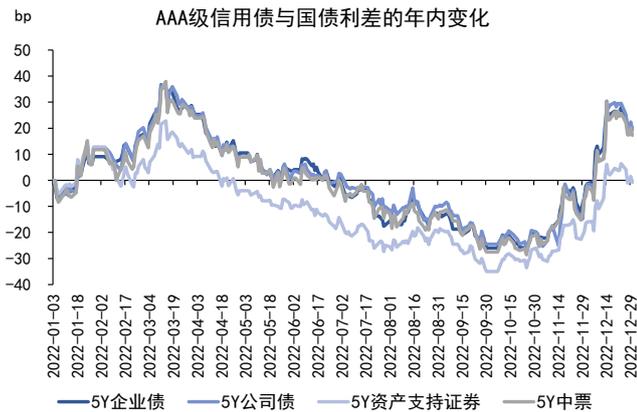
图表 14：中票等级利差上升幅度显著



来源：Wind、第一财经研究院

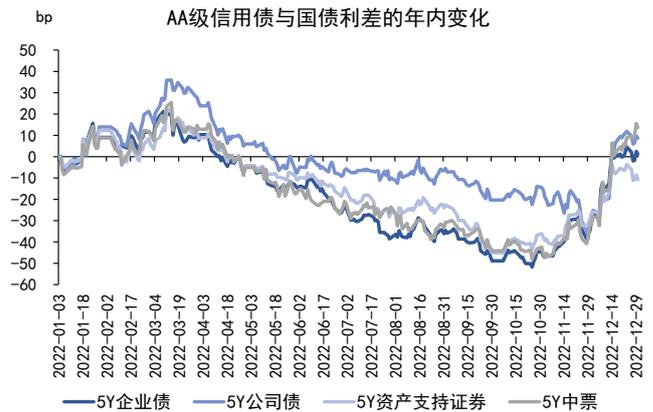
上周，信用债与国债收益率差普遍下行，信用债市场有所回暖。在 AAA 级债券中，企业债与国债收益率差下降 8.50bp，公司债与国债收益率差下降 9.94bp，资产支持证券与国债收益率差下降 7.19bp，中票与国债收益率差下降 8.38bp。在 AA 级债券中，企业债与国债收益率差下降 3.50bp，公司债与国债收益率差下降 3.25bp，资产支持证券与国债收益率差下降 7.19bp，中票与国债收益率差上升 4.62bp。

图表 15: 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 16: 除中票外, 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 股融资下滑, 单周融资额由前一周的 659.33 亿元下降至 277.13 亿元。从二级市场来看, 上证综指、中小板指数和创业板指数分别较前一周上升 0.3%、0.3%和 0.5%。A 股成交量进一步回落, 日均成交量由 6457 亿元下降至 6360 亿元, 但成交量下降速度有所放缓。截至 2022 年 12 月 30 日的一周, 经各板总市值加权调整的市盈率约为 17.00, 较前一周上升 1.1%。

4.1 一级市场

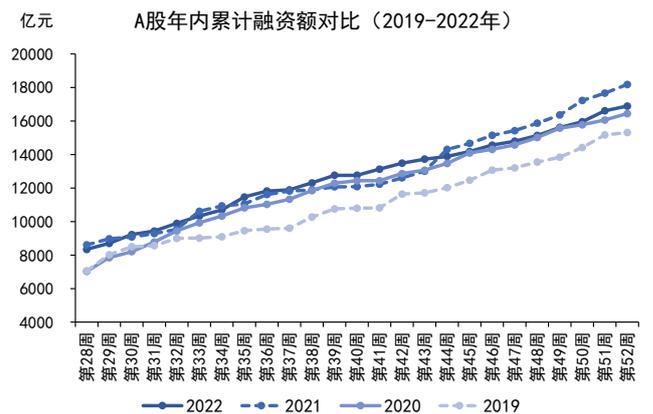
上周, A 股融资总额仅为 277.13 亿元, 较前一周下降 381.45 亿元。从 4 周滚动平均融资额来看, 上周 A 股融资相较于前几周有明显回暖。截至 2022 年 12 月 30 日, A 股年内累计募集资金 1.69 万亿元, 略低于 2021 年同期, 与 2020 年同期持平。

图表 17: 12 月底 A 股融资较月初有所回暖



来源: Wind、第一财经研究院

图表 18: 年内 A 股累计融资额不及 2021 年



来源: Wind、第一财经研究院

4.2 二级市场

上周 A 股股指较前一周小幅上升, 其中上证综指、中小板指和创业板指数分别较前一周上升 0.3%、0.3%和 0.5%。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 股风险偏好持续在低位徘徊,

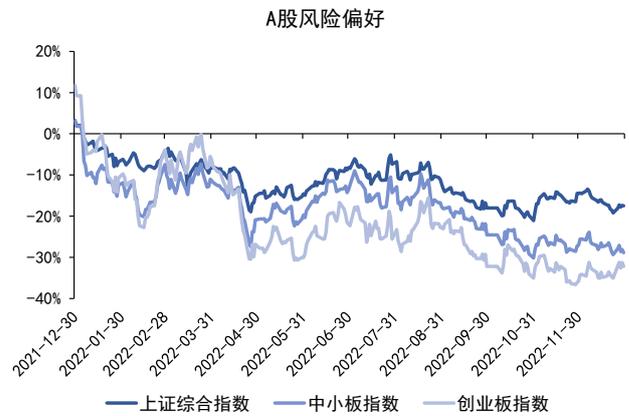
上证综指、中小板指和创业板指的周内平均风险溢价分别为-17.61%、-28.10%和-31.88%。

图表 19：上周 A 股指数较前一周小幅上升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 20：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 股整体成交量继续回落，日均成交量由 6457 亿元下降至 6360 亿元，但成交量下降速度有所放缓。A 股加权市盈率基本与前一周保持稳定。截至 2022 年 12 月 30 日的一周，经各板总市值加权调整的市盈率约为 17.00，较前一周上升 1.1%。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 1.71%。

图表 21：上周 A 股成交量下行，市盈率上行



来源：Wind、第一财经研究院

图表 22：A 股融资融券比例窄幅震荡



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。