

中国金融条件指数周报

(2023年3月13日-2023年3月17日)

流动性紧张驱动央行降准，股债“跷跷板”再现

1. 在3月13日至3月17日的当周，第一财经研究院中国金融条件指数日均值为-0.21，较前一周上升0.29，年内指数下降0.16。从指数的成分指标来看，上周银行间市场流动性趋紧是带动指数上行的关键因素。从货币市场来看，上周主要利率快速上行，隔夜回购利率较前一周上升50bp以上。从债市和股市来看，中长端利率债与信用债连续回暖，股市指数回调、市盈率下降，债市与股市之间存在“跷跷板”现象。
2. 上周，银行间市场流动性再度趋紧，从周中开始，主要货币市场利率加速上行，R001与DR001利率升至2%以上，两者均值分别较前一周快速上升54bp和53bp。为对冲流动性紧张的局面，央行也加大了公开市场操作投放，在3月15日至3月17日期间，央行每日通过7天逆回购投放规模均达到1000亿元以上，也终结了此前连续四周货币净回笼的趋势。从年内来看，流动性紧张的情况时有发生，主要货币市场利率波动上行。3月17日，央行突发公告，将于3月27日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，旨在为银行间市场提供更为长期、稳定且便宜的资金。
3. 上周，债券市场总发行额与净融资额均较前一周显著上升。其中，总发行额为1.89万亿元，较前一周上升5197.94亿元；总净融资额为4675.43亿元，较前一周上升2045.65亿元。过去两周，债券市场累计净融资额达到6379.58亿元，这可能是带动货币市场利率上行的主要因素之一。值得注意的是，非金融企业部门内，短融年内累计净融资已达到3298亿元，但同期公司债与中票的表现较为平淡，这表明企业短期经营活动已有所改善，但中长期信心仍显不足。从债券二级市场来看，上周短端国债收益率上升而中长端国债收益率下降。短端国债收益率主要受银行间市场流动性趋紧影响，至于中长端债券，我们认为近期影响中长端国债收益率持续下行的关键因素有两个：一是今年政府工作报告将经济增长目标设定在5%，这一目标相较于此前市场预期略显保守和稳健；二是2月公布的1、2月经济数据整体显示经济“弱复苏”，经济回暖的强度仍有待观察。
4. 上周，A股融资依然处于较为低迷的状态，当周融资总额仅为189.4亿元，从4周滚动平均融资额来看，A股融资自2月起呈现趋势性下滑。从二级市场来看，上周A股主要指数普遍走低，但风险偏好较3个月前已大幅上升。上周，A股日均成交量小幅上升至8844亿元，市盈率下降至17.8。

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 货币市场成交量与利率	4
2.2 央行公开市场操作	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

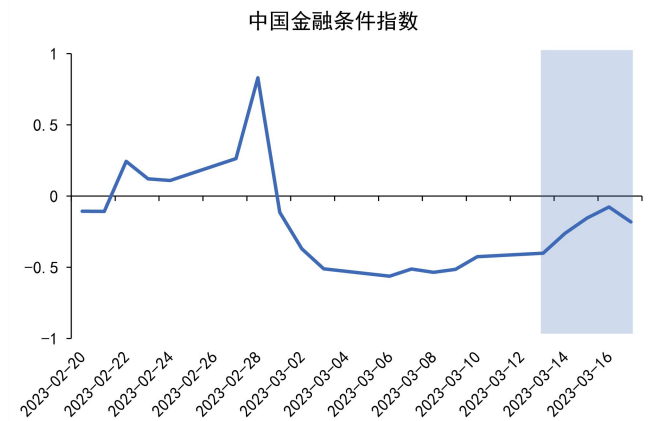
图表 1: 上周, 金融条件指数均值较前一周上升	3
图表 2: 流动性紧张是带动指数上行的关键因素	3
图表 3: 今年年内, 金融条件指数整体围绕 0 上下波动	3
图表 4: 上周质押式回购量跌价升	4
图表 5: R007 与 DR007 均处于政策利率上方	4
图表 6: 上周, 央行终结此前连续四周货币净回笼, 回归货币净投放	5
图表 7: 上周债券市场发行与净融资均显著上升	6
图表 8: 多项债券余额同比增速弱于往年	6
图表 9: 国债收益率曲线基本和去年同期持平	6
图表 10: 年内国债期限利差收窄	6
图表 11: 上周 AA 级信用债持续回暖	7
图表 12: 中票等级利差保持稳定	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: 自 2 月起, A 股融资呈现趋势性下滑	8
图表 16: 年内 A 股累计融资额不及 2021 年和 2022 年	8
图表 17: A 股风险偏好较 3 个月前大幅上升	8
图表 18: A 股成交量上升, 市盈率下降	8

1. 中国金融条件指数概况

在3月13日至3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-0.21，较前一周上升0.29，年内指数下降0.16。

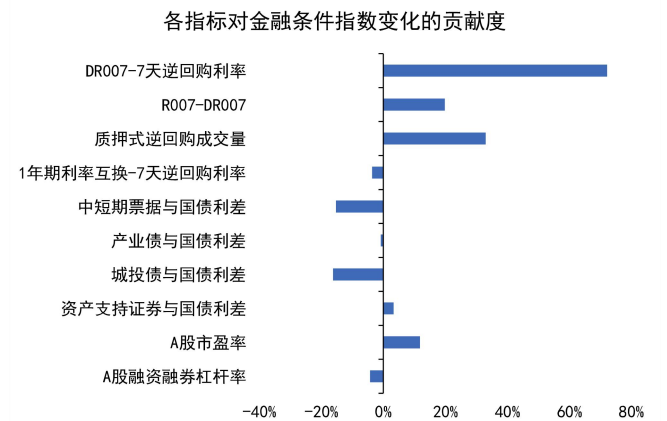
从指数的成分指标来看，上周银行间市场流动性趋紧是带动指数上行的关键因素。从货币市场来看，上周主要利率快速上行，隔夜回购利率较前一周上升50bp以上。从债市和股市来看，中长端利率债与信用债连续回暖，股市指数回调、市盈率下降，债市与股市之间存在“跷跷板”现象。

图表 1：上周，金融条件指数均值较前一周上升



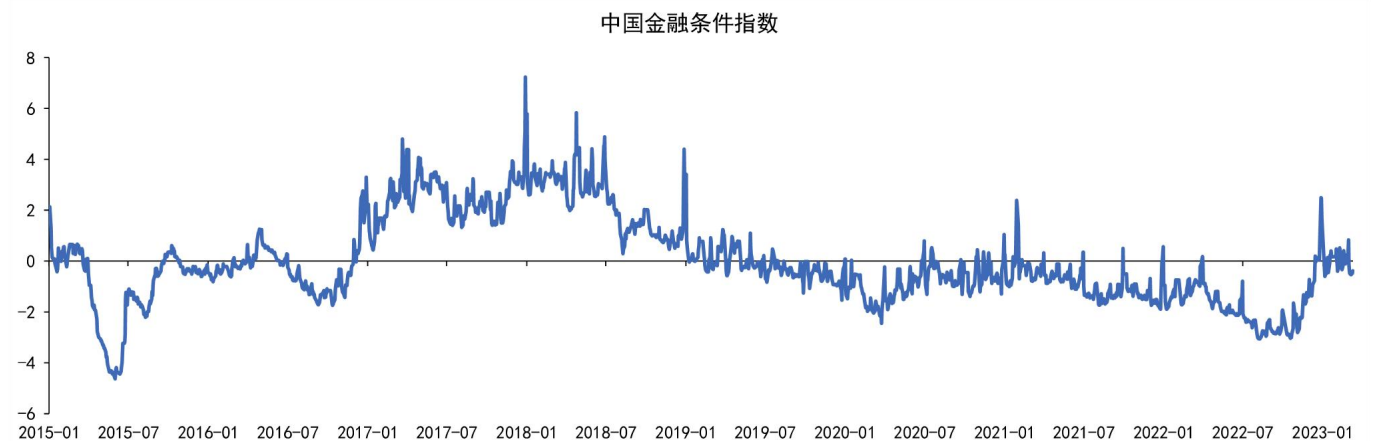
来源：Wind、第一财经研究院

图表 2：流动性紧张是带动指数上行的关键因素



来源：Wind、第一财经研究院

图表 3：今年年内，金融条件指数整体围绕 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

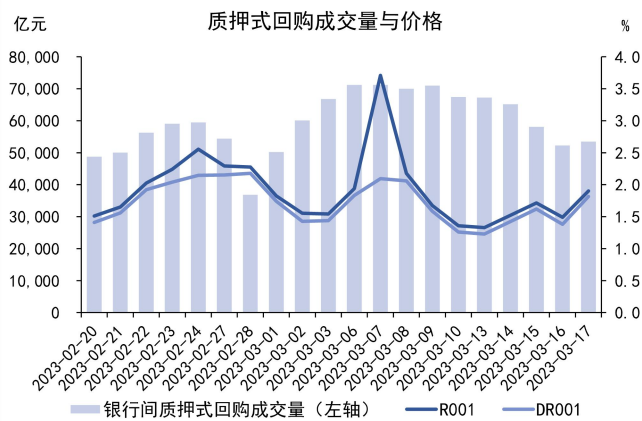
上周，银行间市场流动性再度趋紧，从周中开始，主要货币市场利率加速上行，R001 与 DR001 利率升至 2% 以上，两者均值分别较前一周快速上升 54bp 和 53bp。为对冲流动性紧张的局面，央行也加大了公开市场操作投放，在 3 月 15 日至 3 月 17 日期间，央行每日通过 7 天逆回购投放规模均达到 1000 亿元以上，也终结了此前连续四周货币净回笼的趋势。

从年内来看，流动性紧张的情况时有发生，主要货币市场利率波动上行。3月17日，央行突发公告，将于3月27日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，旨在为银行间市场提供更为长期、稳定且便宜的资金。

2.1 货币市场成交量与利率

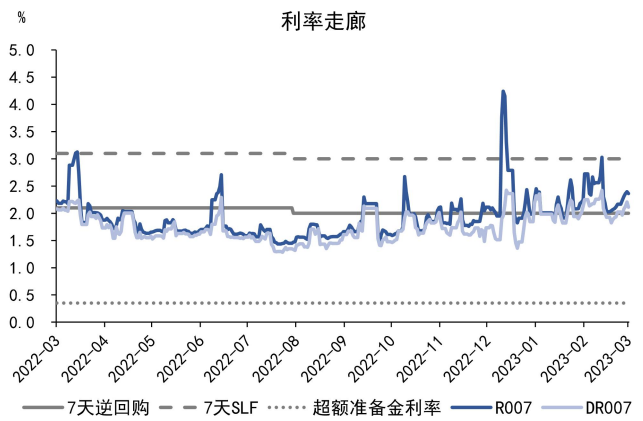
上周，自周中开始，银行间市场流动性趋紧。从成交量来看，上周日均质押式回购成交量为5.9万亿元，较前一周下降约1.1万亿元。从主要货币市场利率来看，上周R001与DR001利率于3月15日起升至2%以上，两者周内均值分别达到2.13%和2.02%，分别较前一周上升54bp和53bp；R007和DR007利率处于政策利率上方，两者均值分别为2.33%和2.1%，分别较前一周上升23bp和18bp。

图表 4：上周质押式回购量跌价升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 5：R007 与 DR007 均处于政策利率上方



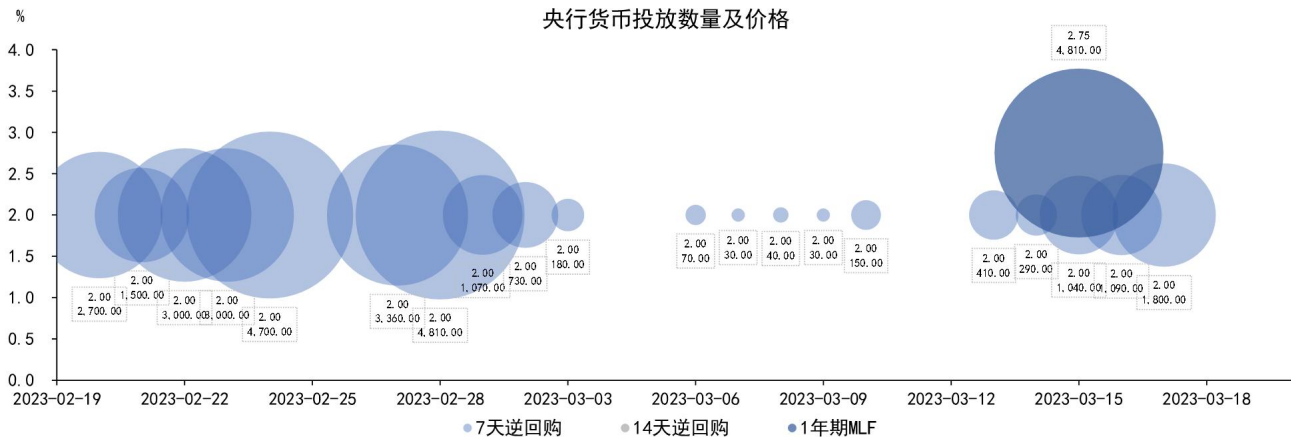
来源：Wind、第一财经研究院

2.2 央行公开市场操作

为对冲银行间市场流动性紧张的局面，央行也于上周周中开始扩大流动性投放。自3月15日起，单日7天逆回购投放升至1000亿元以上，3月15日至3月17日期间，7天逆回购投放规模分别为1040亿元、1090亿元以及1800亿元。这也是在央行此前连续四周主动净回笼资金之后，再次进行货币净投放。此外，3月15日，央行超额续作1年期MLF。

3月17日，央行突发公告称，将于3月27日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。我们在《央行降准成因与后续展望》中对央行此次降准的背景、动机以及后续操作进行了研判。我们认为，央行此次降准操作的首要目的是为了为了解决年内银行间市场流动性偏紧、流动性不稳定的问题，而从全年的角度来看，此次降准也是针对年内融资需求高增、银行流动性可能存在缺口所采取的主动应对。

图表 6：上周，央行终结此前连续四周货币净回笼，回归货币净投放



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。

3. 债券市场

上周，债券市场总发行额与净融资额均较前一周显著上升。其中，上周债券市场总发行额为1.89万亿元，较前一周上升5197.94亿元；债券市场总净融资额为4675.43亿元，较前一周上升2045.65亿元。过去两周，债券市场累计净融资额达到6379.58亿元，这可能是带动货币市场利率上行的主要因素之一。值得注意的是，非金融企业部门内，短融年内累计净融资已达到3298亿元，但同期公司债与中票的表现较为平淡，这表明企业短期经营活动已有所改善，但中长期信心仍显不足。

从债券二级市场来看，上周短端国债收益率上升而中长端国债收益率下降。短端国债收益率主要受银行间市场流动性趋紧影响，至于中长端债券，我们认为近期影响中长端国债收益率持续下行的关键因素有两个：一是今年政府工作报告将经济增长目标设定在5%，这一目标相较于此前市场预期略微保守和稳健；二是2月公布的1、2月经济数据整体显示经济“弱复苏”，经济回暖的强度仍有待观察。

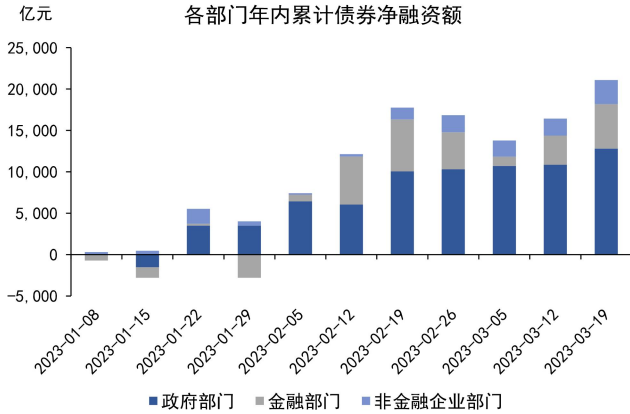
3.1 债券市场发行

上周，债券市场发行额与净融资额均较前一周显著上升。其中，上周债券市场总发行额为1.89万亿元，较前一周上升5197.94亿元；债券市场总净融资额为4675.43亿元，较前一周上升2045.65亿元。过去两周，债券市场累计净融资额达到6379.58亿元，这可能是带动货币市场利率上行的主要因素之一。

从发债结构来看，上周政府部门、金融部门以及非金融企业部门均实现净融资。从政府部门来看，上周国债和地方政府债发行节奏加快，两者分别净融资1437亿元和968亿元；金融部门内，同业存单和政策性银行债分别净融资1202亿元和1375亿元；从非金融企业部门来看，短期融资券的发行和净融资表现较为亮眼，年内短融累计净融资已达到3298亿元，但同期公司债与中票的表现依然较为平淡，两者年内净融资额仅为-110亿元和443亿元，这表明企业短期经营活动已有所改善，但中长期信心仍显不足。

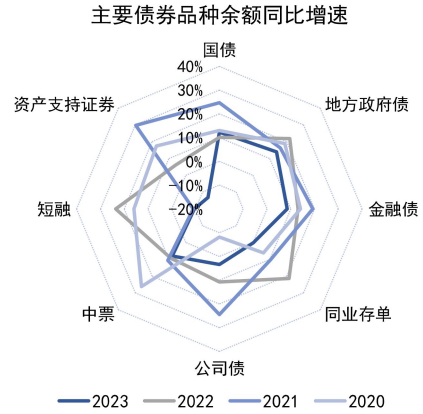
年内，多项债券余额同比增速弱于往年。截至3月19日的一周，政府部门债券余额同比增速为13.3%，较2022年同期增速下降3.4个百分点；金融部门债券余额同比增速为5.9%，较2022年同期下降9.7个百分点；非金融企业部门债券余额同比增速降至-0.4%，较2022年同期增速下降9.9个百分点。

图表 7：上周债券市场发行与净融资均显著上升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 8：多项债券余额同比增速弱于往年



来源：Wind、第一财经研究院
注：数据截至年内同期水平。

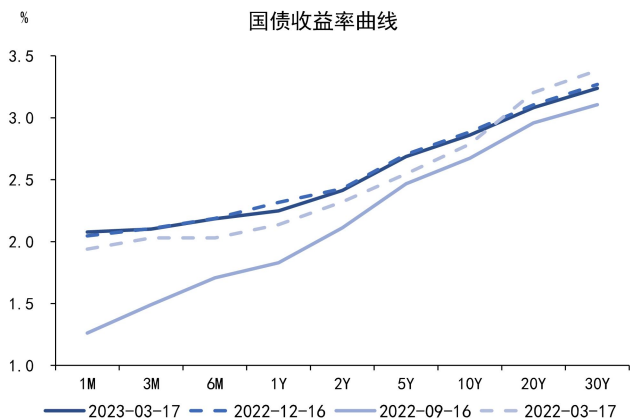
3.2 债券收益率走势

3.2.1 利率债

上周，各期限国债收益率涨跌不一，短端国债收益率上升而中长端国债收益率下降。从短端来看，受银行间市场流动性趋紧影响，1 月期、3 月期国债收益率均值分别上升 18bp 和 4.8bp。从中长端来看，5 年期、10 年期以及 30 年期国债收益率均值分别下降 1.1bp、1.2bp 和 2.3bp。我们认为近期影响中长端国债收益率持续下行的关键因素有两个：一是今年政府工作报告将经济增长目标设定在 5%，这一目标相较于此前市场预期略微保守和稳健；二是 2 月公布的 1、2 月经济数据整体显示经济“弱复苏”，经济回暖的强度仍有待观察。

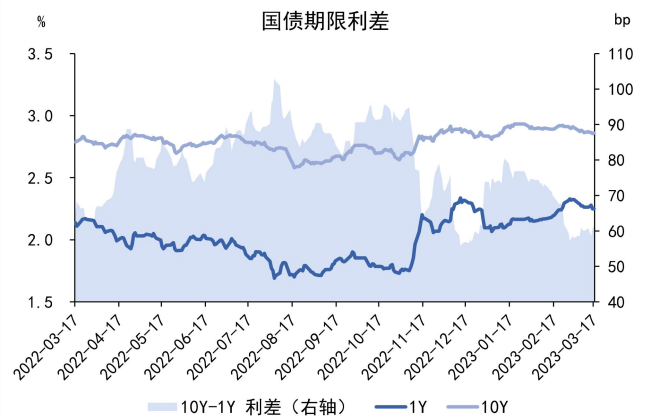
从年内来看，中长端国债收益率经历了先升后降的趋势，目前已经回落至年初水平附近，而短端国债收益率受银行间市场流动性紧张的影响而持续走高，国债期限利差收窄。截至 3 月 17 日的当周，10 年期与 1 年期国债的期限利差均值为 60.1bp，较前一周基本保持平稳，年内下降 12.7bp。

图表 9：国债收益率曲线基本和去年同期持平



来源：Wind、第一财经研究院

图表 10：年内国债期限利差收窄



来源：Wind、第一财经研究院

3.2.2 信用债

上周，信用债收益率普遍下跌。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均值分别下降2.1bp、2.5bp、4.1bp和3.3bp；在AA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均值分别下降1.7bp、5.2bp、3.7bp和4.1bp。

信用债的等级利差保持稳定。从中票等级利差来看，截至3月17日，AA级中票与AAA级中票之间的利差为73.3bp，AA-级中票与AAA级中票之间的利差为314.3bp。

图表 11：上周 AA 级信用债持续回暖



来源：Wind、第一财经研究院

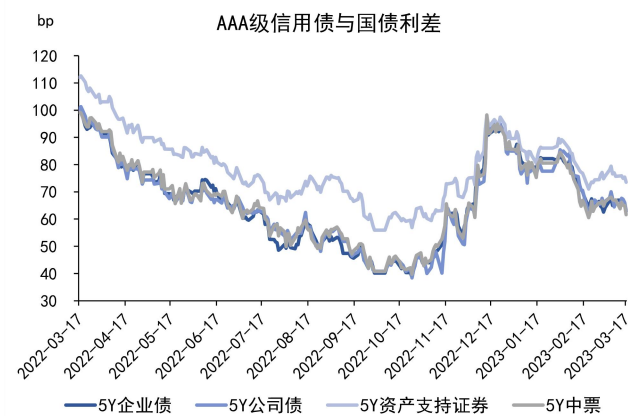
图表 12：中票等级利差保持稳定



来源：Wind、第一财经研究院

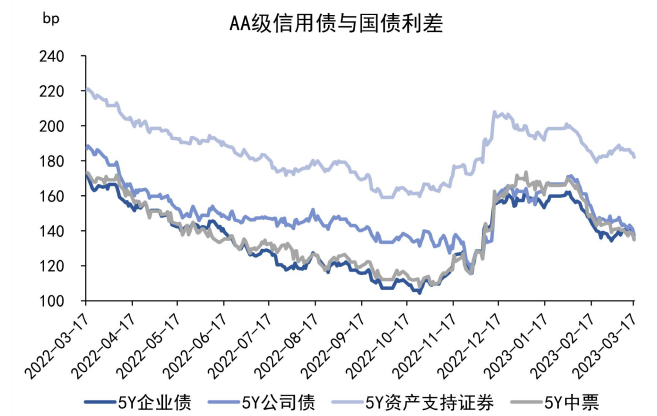
上周，信用债与国债收益率差同样普遍下行。在AAA级债券中，企业债与国债收益率差下降1bp，公司债与国债收益率差下降1.5bp，资产支持证券与国债收益率差下降2.2bp，中票与国债收益率差下降3.1bp。在AA级债券中，企业债与国债收益率差下降0.6bp，公司债与国债收益率差下降4.2bp，资产支持证券与国债收益率差下降2.6bp，中票与国债收益率差下降3.1bp。

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

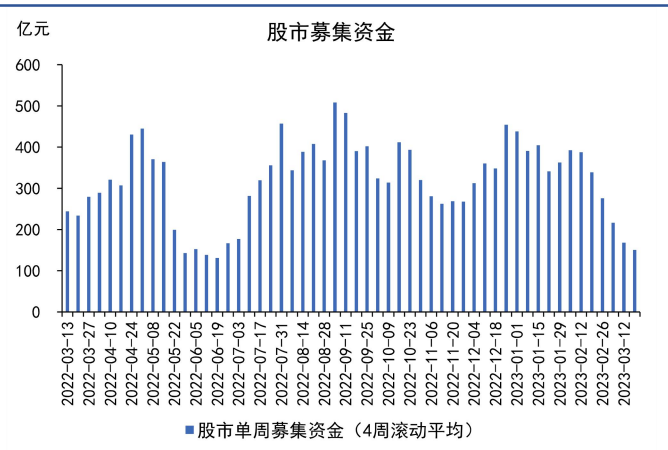
上周，A股融资依然处于较为低迷的状态，当周融资总额仅为189.4亿元，从4周滚动平均融资额来看，A股融资自2月起呈现趋势性下滑。从二级市场来看，上周A股主要指数普遍走低，上证综指、中小板指和创业

板指数均值分别较前一周下降 0.9%、2.3%和 2.5%，但风险偏好较 3 个月前已大幅上升。上周，A 股日均成交量小幅上升至 8844 亿元，市盈率下降至 17.8。

4.1 一级市场

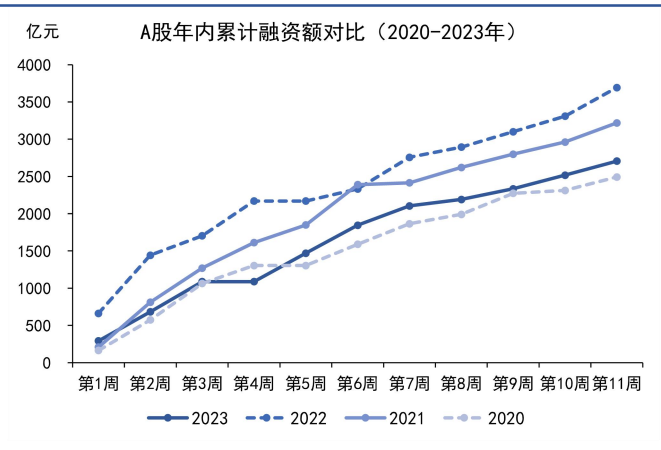
上周，A 股融资总额仅为 189.4 亿元，和前一周基本持平。从 4 周滚动平均融资额来看，A 股融资自 2 月起明显下滑。截至 3 月 19 日，A 股年内累计募集资金 2706 亿元，低于 2021 年和 2022 年。

图表 15：自 2 月起，A 股融资呈现趋势性下滑



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 年和 2022 年

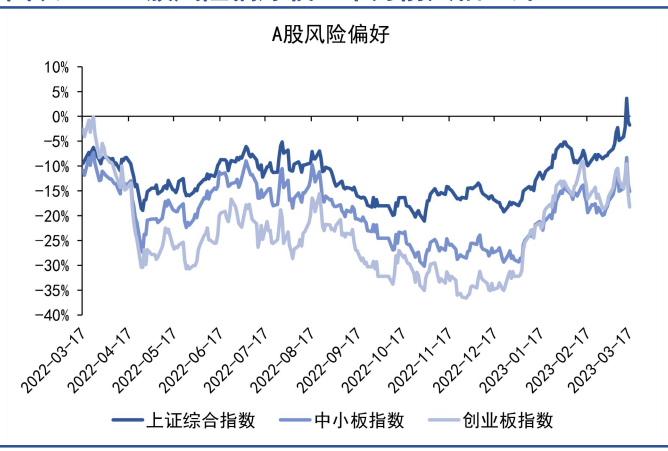


来源：Wind、第一财经研究院

4.2 二级市场

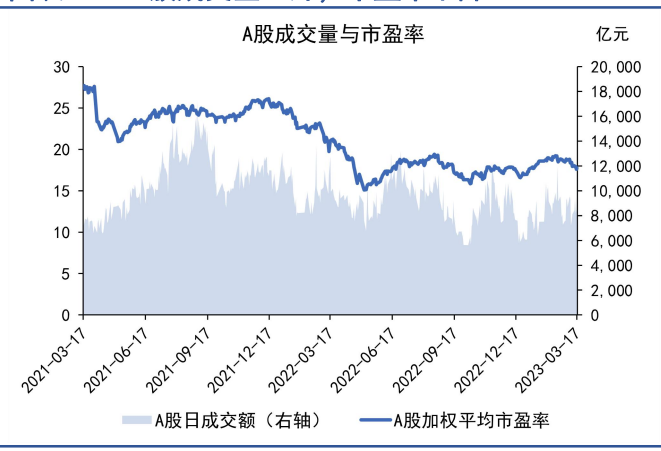
上周，A 股主要股指均较前一周走低，上证综指、中小板指和创业板指数均值分别较前一周下降 0.9%、2.3%和 2.5%。从主要股指风险溢价（股指同比变化减去 10 年期国债收益率）来看，3 月 A 股风险偏好已较去年 12 月大幅走高，截至 3 月 17 日，上证综指、中小板指和创业板指的周内平均风险溢价分别为 -1.1%、-12.8% 和 -13.9%。上周，A 股成交量上升，日均成交量由 8357 亿元上升至 8844 亿元。A 股加权市盈率较前一周小幅下滑，由前一周的 18.4 下降 1.5% 至 17.8。

图表 17：A 股风险偏好较 3 个月前大幅上升



来源：Wind、第一财经研究院

图表 18：A 股成交量上升，市盈率下降



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。