

第一财经研究院中国金融条件指数周报（2019年3月4日—3月8日）

2019 货币政策基调：稳杠杆

自从 2018 年政府工作报告对 M2 及社融增速不再设置具体数值，而改为“保持规模合理增长”的描述之后，货币政策中介目标就一直处于较为模糊的状态，但今年这个情况将有所改变。

在今年的政府工作报告中，明确提出“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与名义 GDP 增速匹配”，而在近期举行的“金融改革与发展”会议上，易纲行长也以此来阐述“松紧适度”的货币政策，这个定义基本可以作为今年货币政策中介目标的最佳注解。

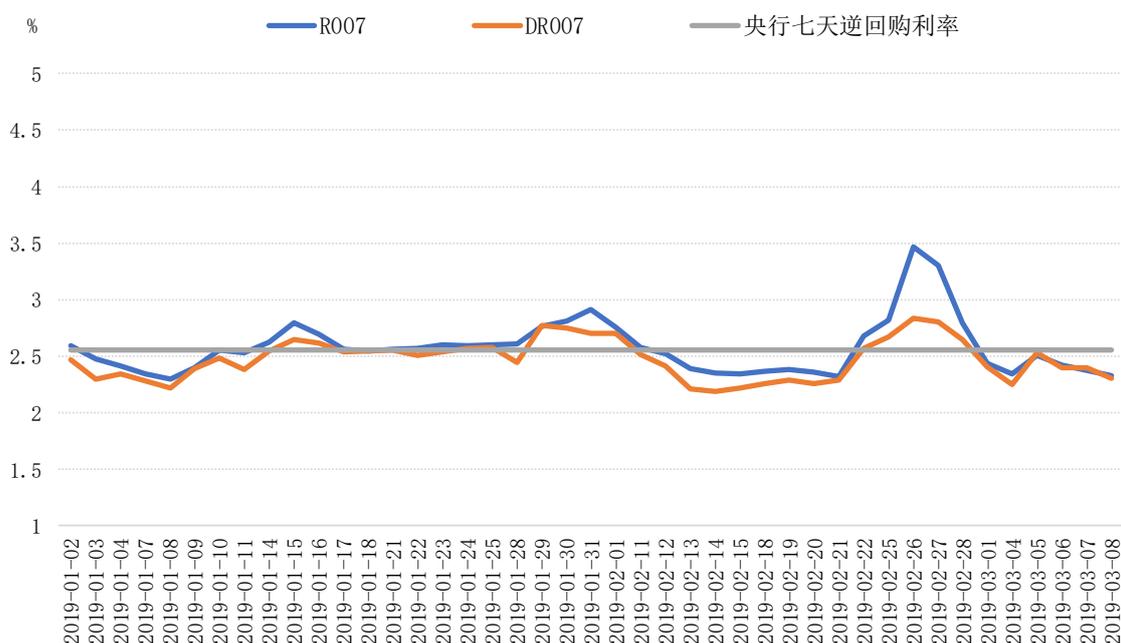
从更直观的观测角度来看，“M2 与社融增速大体与名义 GDP 增速保持一致”意味着中国宏观杠杆率（政府、居民及非金融企业信用占名义 GDP 比例）将保持在较为平稳的状态，即每单位 GDP 所需要的信贷资源是稳定的。随着今年政府工作报告对 GDP 增速目标下调至 6%-6.5%，我们预计今年社融增速保持在 9%-10%是较为合意的水平。

展望 2019 年货币政策，受制于稳杠杆的基调，今年央行进一步宽松的力度或低于市场预期。4 月下旬，随着一季度整体经济数据出炉，并且中美领导人就贸易摩擦或签署新的协议，将是观察未来货币政策走向的重要节点。

当前中国金融条件总结：

银行间市场流动性充裕。自 2019 年 1 月央行全面降准之后，银行间市场流动性进一步改善。除月末受到考核等因素影响，机构流动性略呈紧张态势之外，无论是银行间质押式回购利率（R007）还是存款类机构质押式回购利率（DR007）在多数情况下均低于央行 2.55% 的七天逆回购利率。这一现象也引发了市场对于央行是否会随行就市降低公开市场操作利率的猜测。

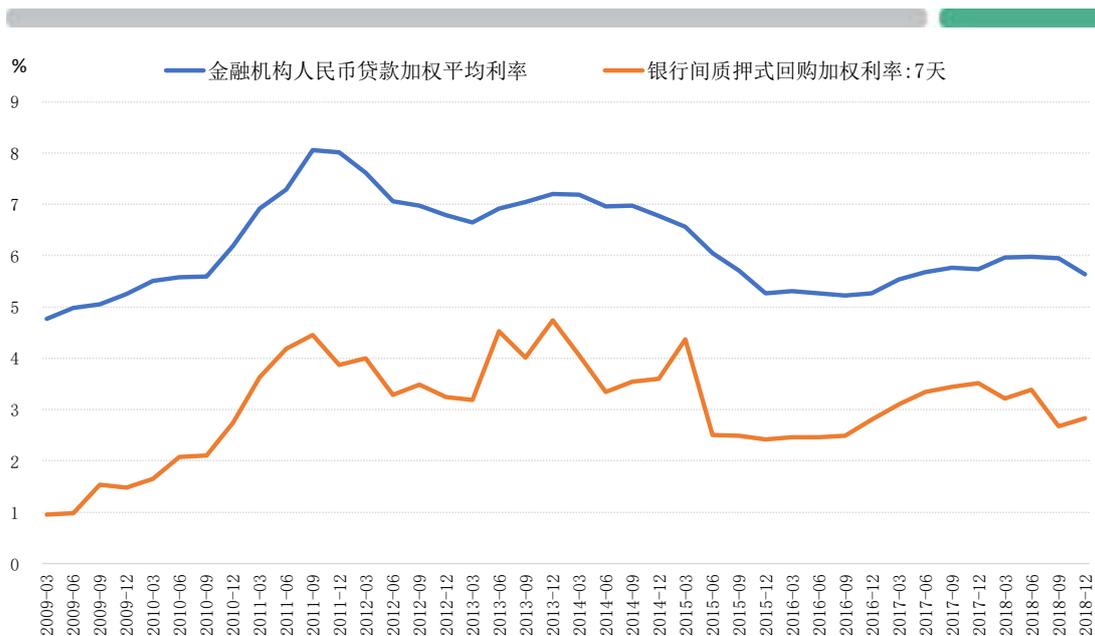
图 1：银行间市场流动性充裕



资料来源：Wind、第一财经研究院

广谱利率呈下行态势，但低评级债券风险溢价仍处于高位。央行四季度货币政策执行报告显示，金融机构人民币贷款加权平均利率降幅明显，由第三季度的 5.94% 下降 31bp 至 5.63%。虽然人民银行并未对存贷款基准利率进行调整，但在定向降准等流动性政策以及再贷款、再贴现、定向中期借贷便利（TMLF）等结构性政策的推动下，金融机构人民币贷款的利率依然显著下降，并且贷款利率的走势与银行间质押式七天回购利率的走势相一致，而后者是目前最能反映货币政策直接效果的指标之一。

图 2：广谱利率呈下行态势

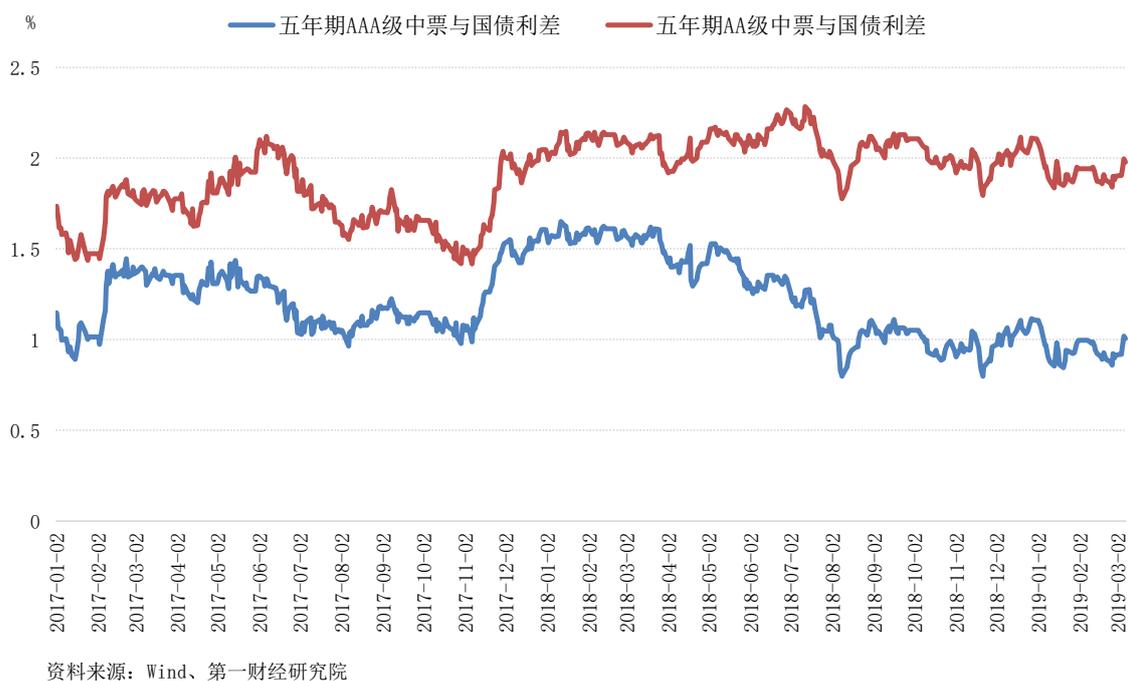
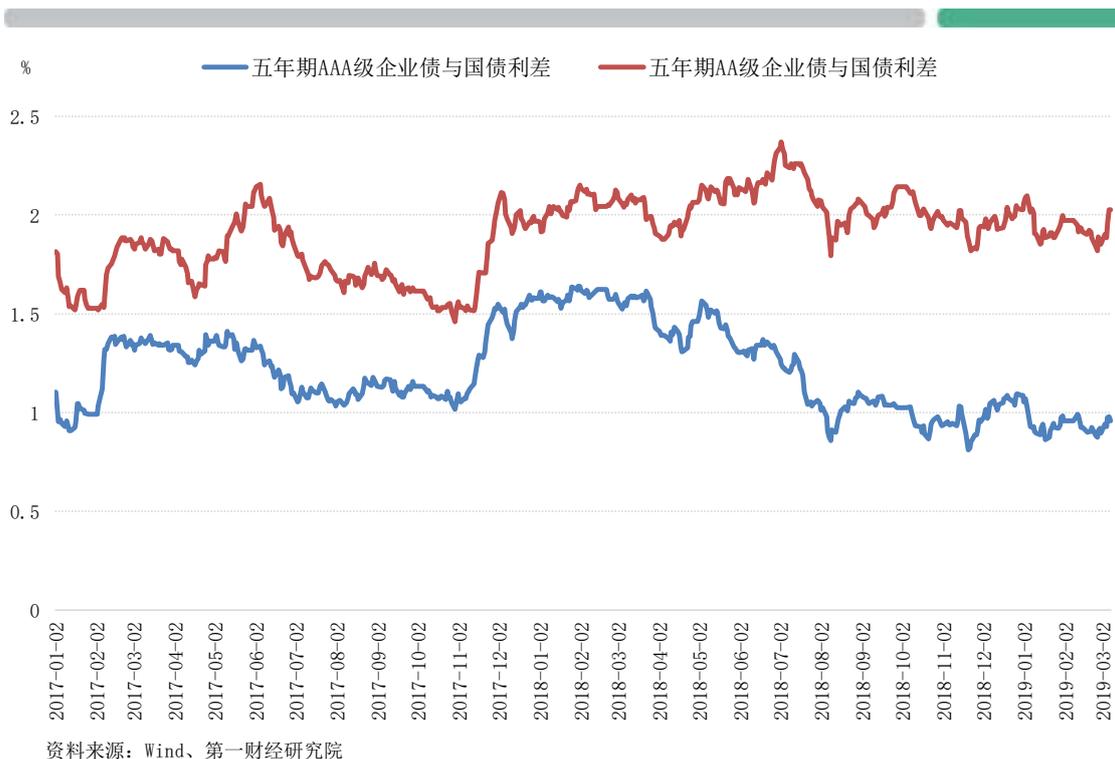


资料来源：Wind、第一财经研究院

虽然总体利率走势向下，但低评级债券的风险溢价仍处于高位，表现为 AA 级公司类信用债券的风险溢价与 AAA 级公司类信用债券的风险溢价不断呈分化走势。自 2018 年起，央行发布了一系列针对民营企业及中小企业融资的政策，并且把 AA+级以及 AA 级的公司信用类债券（包括企业债、中票、短融等）均纳入了央行的合格担保品范围，以期望疏通从“宽货币”到“宽信用”的货币政策传导渠道。从目前的结果来看，低评级债券的“宽信用”效果不及预期，这即是实体经济部分企业融资成本依然较高的反映，也是未来供给侧结构性改革的重点。

易纲行长特意强调改革才是降低风险溢价的解决途径。第一个途径是利率市场化改革，即消除利率决定过程中的垄断性因素，通过更充分的竞争及更准确的风险定价，使得风险溢价降低。第二个途径是供给侧结构性改革，通过提高信息的透明度、完善破产制度、提高法律执行效率以及降低费率等措施降低企业的实际交易成本，使风险溢价降低。

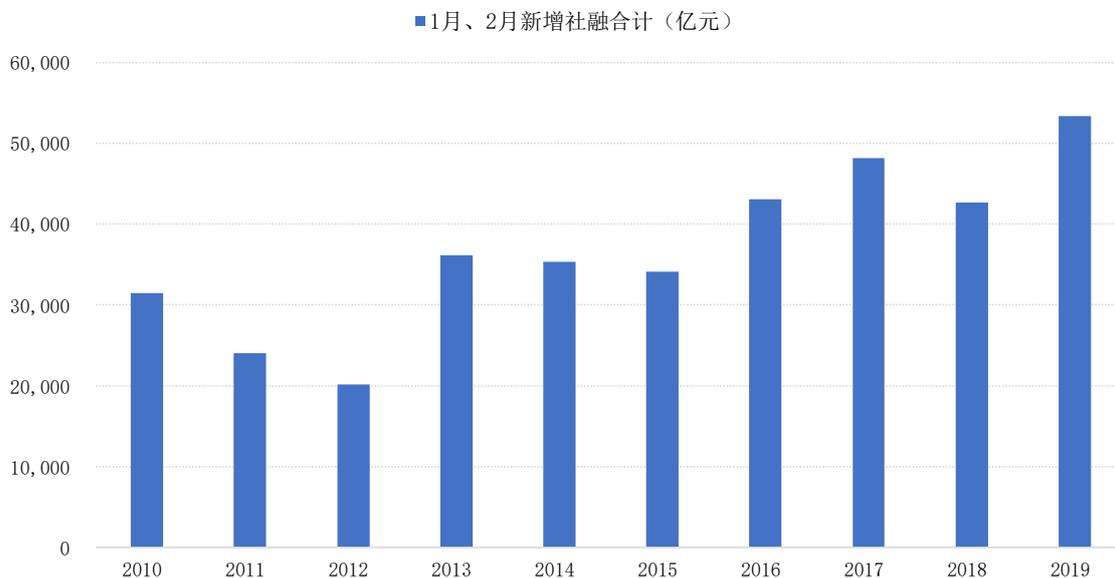
图 3：低评级债券风险溢价仍处于高位



社融收缩趋势得到遏制，应重点关注一季度整体数据。2月新增社融为7030亿元，其中人民币贷款为7641亿元，债券融资为805亿元，股票融资为119亿元，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票等表外业务均持续负增长态势。由于1月社融高增存在季节性因素，而2月数据受到春节扰动，因此我们将1、2月数据合并起来观察。从合并数据来看，今年1、2月新增社融总计约53382

亿元，较去年 1、2 月合并数据增长 25%，社融收缩的趋势有所遏制。

图 4：社融收缩趋势得到遏制

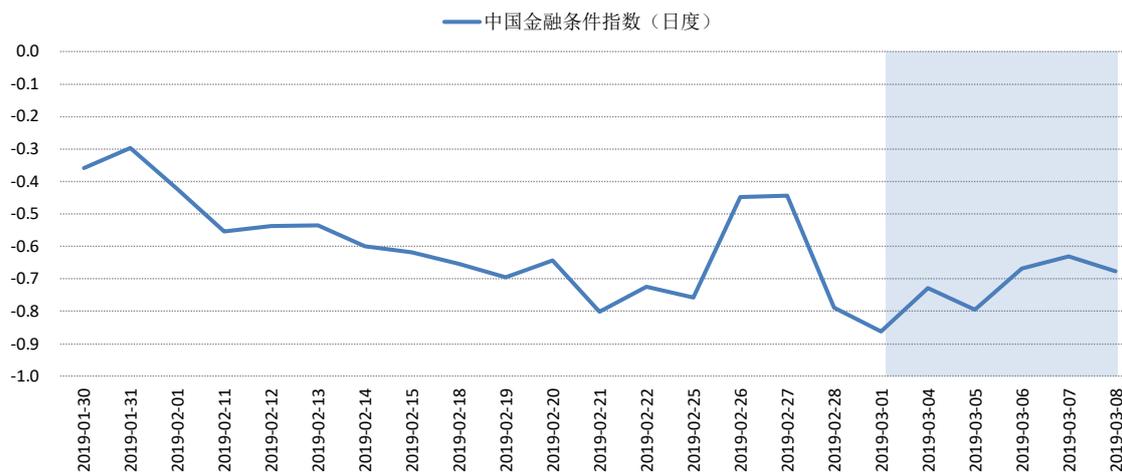


资料来源：Wind、第一财经研究院

第一财经研究院金融条件指数周报：

截至 2019 年 3 月 8 日的一周，第一财经研究院中国金融条件日度指数的均值较前一周下降 0.04，收于-0.70；2 月月度指数较 1 月下降 0.08，收于-0.77。

图1：中国金融条件指数日度走势（2019年1月30日 - 2019年3月8日）



资料来源：第一财经研究院

图2：中国金融条件指数日度走势（2015年1月5日 - 2019年3月8日）



图3：中国金融条件指数月度走势（2008年9月 - 2019年2月）



表1：货币市场利率周度均值与变化（3月4日 - 3月8日）

利率	均值	变化
R001	2.12 %	-51.22 bp
R007	2.39 %	-56.92 bp
DR007	2.37 %	-29.86 bp
Shibor 3M	2.75 %	-0.18 bp
IRS 1Y	2.63 %	2.45 bp

资料来源：Wind、第一财经研究院

表2：债券市场收益率周度均值与变化（3月4日 - 3月8日）

收益率	均值	变化
1Y 国债	2.45 %	6.23 bp
5Y 国债	3.07 %	2.77 bp
10Y 国债	3.18 %	0.47 bp
6M 同业存单	2.83 %	3.23 bp
5Y 政策性金融债	3.51 %	3.79 bp
5Y 地方政府债	3.36 %	4.97 bp
5Y 城投债	4.21 %	14.5 bp
5Y 企业债	4.02 %	8.8 bp
5Y ABS	4.12 %	8.3 bp
5Y 中票	4.03 %	9.54 bp
1Y 短融	3.21 %	7.74 bp

注：同业存单、地方政府债、城投债、企业债等券种评级均为AAA。

资料来源：Wind、第一财经研究院

“第一财经研究院中国金融条件指数系列”包含基于交易数据的日度指数以及综合交易数据和统计数据的月度指数。指数值为标准分数（z-score），高于零的数值代表相对紧缩的金融环境，低于零的数值代表相对宽松的金融环境。日度指数将 2015 年 1 月 5 日至今的均值设为零，月度指数将 2008 年 9 月至今的均值设为零。第一财经研究院每周公布日度指数，每月公布月度指数。

