



中国银行固定收益周报

2021年1月25日-1月29日

市场要闻

融资信息追踪

信用债市场共发行 5345.38 亿元，总偿还量 3132.06 亿元，净融资额 2213.32 亿元。其中，AAA 评级总发行量 3334.27 亿元，净融资额 1850.85 亿元；AA+ 评级总发行量 869.31 亿元，净融资额 480.43 亿元；AA 及以下评级总发行量 1141.80 亿元，净融资额 -117.96 亿元。资产证券化市场本周共发行 25 单，总计 422.91 亿元，基础资产包括个人住房抵押贷款、汽车贷款、企业贷款、供应链债权、商业房地产抵押贷款、应收账款、小额贷款、票据收益、棚改/保障房、租赁租金、购房尾款等。

交易商协会进一步规范债务融资工具发行企业无偿划转，明确各方权责义务，强化投资者权益保障。交易商协会强调，将继续加强对违规无偿划转事项的处分力度，依据相关自律规则给予自律处分或自律监管措施；涉嫌违法违规的，可移交有关部门进一步处理。

交易商协会将进一步研究降低债务融资工具发行环节强制评级要求，持续加强评级行业自律管理，引导评级机构更多从投资人角度出发揭示风险，促进评级行业和债券市场高质量健康发展。

新世纪评级公告称，将海航集团和海南航空控股股份有限公司的主体信用等级调降至 AA 级，并同时上述信用等级列入评级观察名单。

市场回顾

一、境内信用债市场

一级信用债方面：

本周信用债发行量与上周基本持平，延续了一月份供给持续旺盛的态势；本周总偿还量不高，净融资额较之前有大幅提升。但需求端差强人意，随着政策预期转向以及资金面收紧，投资人追低情绪较为谨慎，发行利率多数呈上行态势，取消发行也屡见不鲜。从期限来看，短融发行规模减少，中票有所增加；目前市场出现分化，短融受隔夜利率提升以及同业存单利率上行的影响，整体发行情况不佳，发行结果普遍高于估值，中票受市场波动影响相对较小，受投资人关注度较高。

短融方面，AAA 国企中交三航发行了 0.24 年 10 亿元超短，票面利率 2.98%，较估值高 2bps；AAA 国企广新控股发行 58 天 10 亿元超短融，票面 2.7%，较估值高 7bps；AA+ 民企荣盛控股发行 270 天 5-10 亿元动态调整超短融，最终募满 10 亿，票面 4.1%，较估值高 3bps；AAA 国企深能源发行 30 亿元 1 年期短融，全场倍数较低，最终票面 3.4%，较估值上行 25.53bps；

中票方面，AAA 国企金融街资本发行 10 亿元 3+2 年中票，认购火爆，最终票面 3.68%，全场倍数超 3 倍，较估值低 7bps；AAA 国企淮南矿业发行 15 亿元 3 年期中票，票面 4.28%，认购较踊跃，全场倍数超 2 倍，较上周发行结果下行 4bps；AAA 国企广州金融发行 5 亿元 3 年期中票，票面 3.75%，较估值下

行 4bps；铁道发行 200 亿元 5 年期中票，本次采用上清所招标方式发行，最终票面 3.53%，较估值上行 6.92bps。

展望后市，在短端收益率不断上行而长端收益率相对稳定的情况下，期限利差缩窄。如资金面继续保持紧平衡，中票发行利率或将面临一定上行压力。

本周部分重点债券发行结果汇总

债券简称	发行量 (亿)	期限	主体评级	票面利率
21广新控股SCP004	10	58D	AAA	2.70%
21东吴证券CP001	20	70D	AAA	3.00%
21中交三航SCP001	10	88D	AAA	2.98%
21中泰证券CP001	25	90D	AAA	2.85%
21银河证券CP002	30	90D	AAA	2.95%
21国信证券CP002	35	90D	AAA	2.89%
21国投SCP001	10	210D	AAA	2.99%
21荣盛SCP002	5	270D	AAA	4.10%
21南京地铁SCP003	7	270D	AAA	2.95%
21深能源CP001	30	364D	AAA	3.40%
21首旅MTN003	5	3Y	AAA	3.80%
21广州金融MTN001	5	3Y	AAA	3.75%
21淮南矿MTN002	15	3Y	AAA	4.28%
21招银租赁债01	40	3Y	AAA	3.60%
21金融街资MTN001	10	3Y+2Y	AAA	3.68%
21龙城发展PPN002	15	3Y+2Y	AAA	4.39%
21铁道MTN002	200	5Y	AAA	3.53%
21侨口国资MTN001	4	3Y	AA	4.60%

二级信用债方面：本周信用债二级市场交投不活跃，收益率曲线平坦化调整。短端方面，资金面紧张，资金成本不断上行，投资者情绪悲观，成交收益率显著上升。长端方面，市场抛压较重，推动收益率整体上行。具体来看，AAA 6m CP 的中债估值从 2.77% 上行至 3.25%；AAA 1y CP 的中债估值从 2.95% 上行至 3.25%；AAA 3y MTN 的中债估值从 3.54% 上行至 3.67%；AAA 5y MTN 的中债估值从 3.70% 上行至 3.82%。

展望后市，资金面依然是当前影响信用债走势的最主要因素之一，建议投资者继续关注资金成本的变化情况。考虑期限利差，近期收益率曲线形态迅速扁平化，长端有向上调整的压力。因此交易策略方面，建议控制仓位久期，适度降低 3-5 年期品种仓位。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：本周利率债供给较上周略有回落，在资金利率不断飙升的情况下，投资人投标情绪清淡，整体参与量下降明显，各期限的发行利率均有不同程度上行。

国债方面，本周总供给量较上周减少 1350 亿元，仅周五发行 200 亿元 91 天贴现国债，发行利率较上周上行 73.44bps。

政金债方面，本周公告发行 1400 亿元，较上周减少 285.5 亿元。其中中国开本周二、周四常规发行 1、3、5、7、10 年期债券，发行结果较上周分别上行 34.39bps、6.06bps、2.27bps、持平、0.49bp；周五央行净投放 980 亿，国开在深交所新发 3 年、5 年两期各 20 亿元债券，发行结果明显好转，中标利率分别为 2.93%、3.15%，发行结果较周二的两期同期限增发债

分别下行 10.8bps、8.21bps。

农发行发行 1、2、3、5、7、10 债券，其中 3、5 年期在周一发行，发行结果较上周分别下行 1.33bps、0.3bp；此后收益率开始转向上行，周二、三发行的 1、2、7、10 年期，收益率较上周分别上行 18.3bps、8.86bps、2.2bps、3.4bps。

进出口行周四发行的 0.25、3、5、10 年期利率上行最为明显，发行结果较上周分别上行 13.52bps、17.96bps、12.2bps、5.13bps；周五增发的 1、2、7 年期发行结果较上周分别上行 26.8bps、15.86bps、4.02bps。

地方债方面，本周发行 1525.9874 亿元，总供给量较上周增加 597.6174 亿元。除青海债加点 30bps、安徽债加点 27bps 以外，北京、山东、福建、重庆、贵州、云南均为前 5 日国债均值加点 25bps。

展望后市，从周五的流动性释放和辟谣 SLF 加息来看，央行既要保证资金面稳定，还要适当放大资金利率波动来抑制过高的杠杆率；同时春节前各机构面临资金流动性压力，应重点关注央行跨春节投放力度。

本周利率券发行结果汇总									
招标日	债券简称	债券代码	期限	发行量(亿)	中标利率	全场倍数	边际倍数		
1月25日	20农发07(增16)	200407	3Y	80亿	3.0206%	3.88	1.74		
1月25日	20农发08(增9)	200408	5Y	80亿	3.2324%	4.01	1.23		
1月26日	21国开02(增3)	210202	3Y	80亿	3.038%	4.61	3.61		
1月26日	20国开12(增24)	200212	4.46Y	110亿	3.2321%	5.31	1.83		
1月26日	21国开04(增3)	210204	7Y	40亿	3.3809%	6.76	1.5		
1月26日	20农发清发03(增发10)	092018003	1.62Y	50亿	2.9866%	4.59	2.26		
1月26日	20农发清发02(增发27)	092018002	6.30Y	60亿	3.4998%	3.7	3.75		
1月27日	20农发09(增6)	200409	1Y	60亿	2.5635%	4.41	2.06		
1月27日	20农发10(增8)	200410	10Y	110亿	3.6456%	3.89	2.29		
1月28日	21国开01(增发)	210201	1Y	110亿	2.7939%	3.67	1.04		
1月28日	20国开15(增12)	200215	10Y	190亿	3.5617%	3.94	2.96		
1月28日	21进出663	210366	0.25Y	30亿	2.1322%	5.78	2.5		
1月28日	20进出13(增14)	200313	3Y	60亿	3.1888%	2.81	1		
1月28日	20进出15(增13)	200315	5Y	70亿	3.3435%	3.99	1		
1月28日	20进出11(增7)	200311	10Y	70亿	3.6595%	3.88	1		
1月29日	21贴现国债05	219905	0.25Y	200亿	加权2.6657% 边际2.7218%	4.68	1.42		
1月29日	21进出664	210366	0.5Y	30亿	2.5009%	5.77	10		
1月29日	20进出14(增7)	200314	1Y	50亿	2.6422%	3.47	1.11		
1月29日	21进出02(增3)	210302	2Y	40亿	3.0437%	3.92	1.38		
1月29日	21进出07(增3)	210307	7Y	40亿	3.453%	3.99	1		

二级利率债方面：本周利率债收益率全周上行。由于处于经济数据及供给空窗期，影响本周债券市场走势的主要逻辑是货币政策有所收敛带来的资金面紧张。周一早盘央行公开市场 20 亿元投放显示其精准操作思路不变。随后国债期货低开并未突破前期震荡区间，市场情绪较为谨慎，现券收益率有所上行。但此时市场依然对春节前资金面紧张情况的不可持续抱有期待，午盘后国债期货拉高并突破前高，带动中长端现券收益率小幅下行。整体看尽管短端品种表现弱势，但中长端现券收益率变动幅度并不大，且国债期货表现强于现券。周中随着央行超出市场预期连续大幅净回笼，隔夜利率持续走高，严重打击了市场多头的信心，卖盘纷纷涌现。总体来看，隔夜利率的居高不下导致短端品种收益率大幅上行，带动曲线各期限现券收益率整体上行。且国债期货主力合约 T2103 也大幅下行并跌破前期震荡区间。尽管周五净投放，但因月末效应，资金面依然维持紧平衡，高居不下的资金利率更是让买盘望而却步，现券走势仍然疲弱，盘中更是脆弱的被 SLF 上调的谣言影响收益率一度大幅上行，但随着央行对 SLF 利率变动进行辟谣，市场情绪有所提振，现券收益率跌势企稳并有所下行。截至本周收盘，10Y 国开 200215 收报 3.5825%，较上周五上行 7.75bps，

10Y 国债 200016 收报 3.175%，较上周五上行 5.75bps。

展望后市，我们建议保持谨慎，需密切关注央行公开市场操作情况，在控制风险的同时把握交易机会。

利率债重点债券跟踪						
券种	期限	代码	剩余期限	收盘价		变动
				2021/1/29	2021/1/22	
国债	5Y	200013	4.7Y	2.975	2.905	7.00
	10Y	200016	9.8Y	3.175	3.1175	5.75
国开	5Y	200212	4.5Y	3.325	3.215	11.00
	10Y	200215	9.7Y	3.5825	3.505	7.75
非国开	5Y	200405	4.2Y	3.36	3.255	10.50
	10Y	200404	9.2Y	3.67	3.62	5.00

三、境内资金市场

本周央行开展了 3840 亿逆回购操作，另有 6140 亿逆回购和 2405 亿 TMLF 到期。在公开市场操作净回笼的影响下整周资金面都较为紧张，回购利率大幅上行。R001 连续五天上行收报 6.59%，这也是 2013 年钱荒以来的新高。R007 收报 4.39%，创 2019 年以来新高。短期内流动性难言乐观。

同业存单方面，本周实际发行 4084 亿元，较上周有所增加。其中 28 日国股行 3M 存单在 2.95% 位置吸引了大量需求。但随着资金面的大幅收紧，需求迅速萎靡。回购利率的高企将继续迫使短端曲线重定价。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	1月29日	1月22日	涨跌(bp)	1月29日	1月22日	涨跌(bp)	1月29日	1月22日	涨跌(bp)
1月	3.45	2.29	116.0	3.55	2.39	116.0	3.60	2.44	116.0
3月	3.07	2.47	60.0	3.17	2.57	60.0	3.22	2.62	60.0
6月	3.07	2.62	45.0	3.19	2.72	47.0	3.29	2.80	49.0
9月	3.07	2.71	36.0	3.19	2.81	38.0	3.29	2.93	36.0
1年	3.08	2.85	23.0	3.20	2.97	23.0	3.30	3.09	21.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周，利率互换收益率上行，曲线继续变平。从周度行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 2.845% 上行 11bps 到周五收盘的 2.955%，1Y Repo 从 2.48% 上行 14.5bps 到周五收盘的 2.625%。1x5 Repo 从 36bps 收平至 33bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 3.41% 上行 13bps 到 3.54%，1Y Shibor 从 2.91% 上行 16bps 到 3.07%。

本周收益率波动巨大，周初央行货币政策委员会委员马骏表示货币政策应适度转向，点燃市场对货币政策“转弯”的恐慌。前四天，央行公开市场操作连续净回笼，资金面异常紧张，国债期货大跌，利率互换收益率大幅上行。周五央行公开市场操作转为净投放，资金面早盘本稍有好转，但中午有谣言称 SLF 利率提高，市场脆弱情绪引导收益率再次上行，5y repo 成交 2.99% 高位。央行辟谣后市场情绪平复，收益率转而下行。

展望后市，货币政策宽松的局面已经一去不返，即便资金面有所缓和，但转弯的大方向已经较为确定。周日有 PMI 数据出炉，经济复苏或接棒资金面成为新的交易重点。预计利率互换收益率将在目前的较高位置震荡喘息。

2、外汇掉期

上周银行间掉期市场成交活跃，掉期曲线上行幅度较大，主要原因是人民币资金面整体偏紧，资金利率大幅上行所致。

本周央行全口径净回笼 4705 亿元，创新下近三周新高。临近月底和春节时点，净回笼所带来的流动性冲击较大，银行间资金市场明显收紧，DR001 刷新近六年高点，并一度超过 SLF 利率走廊上限。非银机构融入隔夜成本至少在 6% 以上，甚至 10% 也有成交。人民币利率的大幅上行令利差走阔，带动掉期价格快速走高。短端方面，成交日均点数在 +7 以上。跨月底的三天叠加月度考核影响，最高价格上涨至 +80，隐含人民币融资成本在 15% 左右。同时，部分机构前期所建立的 1-3 个月空头头寸受到挤压，止损盘亦加强价格水平的支撑。1 年掉期受到短端推动也大幅抬升，周五收高至 +1600。剔除天数变化影响，一年全周涨幅约 200bps。

展望后市，根据往年经验，预计跨月后资金面将有改善，不过仍需关注央行针对春节期间开展的流动性投放操作。

五、中资离岸债券

日期	发行人	类型	发行年期	债项评级 (穆迪/标普/惠誉)	货币	规模 (亿)	初始定价	最终定价
1/25	中梁控股	固息	364天	-/-/BB+	USD	2.50	8.2% area	7.800%
1/25	富力地产	固息	2.5	-/-/BB+	USD	5.00	12.3% area	11.750%
1/26	中信银行伦敦	固息	3	Baa2/BBB+/BBB	USD	2.00	T+120bps area	T+77bps
1/26	中信银行伦敦	固息	5	Baa2/BBB+/BBB	USD	3.50	T+130bps area	T+89bps
1/26	越秀房地产信托基金	固息	5	Baa3/-/-	USD	4.00	T+275bps area	T+225bps
1/26	新城发展	可变速	5.25 NC3.25	Ba2/-/BB+	USD	4.04	5% area	4.600%
1/26	中骏集团	可变速	5NC3	B2/-/-	USD	3.50	6.3% area	6.000%
1/26	正荣地产	可变速	5.25 NC3.25	B2/-/BB+	USD	3.00	7.2% area	6.700%
1/27	海南农垦	固息	3	Baa2/-/BBB	USD	3.00	3.5% area	3.000%
1/27	泰州海陵 (浙商银行备证)	固息	364天	-/-/-	USD	0.28	2.4% area	2.380%
1/27	泰州华信药业 (江苏银行备证)	固息	3	-/-/BB+	USD	0.60	2.7% area	2.600%
1/28	中国银行香港分行	固息	3	A1/A/A	USD	5.00	T+110bps area	T+67bps
1/28	招银国际租赁	固息	5	Baa1/-/-	USD	4.00	T+195bps area	T+160bps
1/28	招银国际租赁	固息	10	Baa1/-/-	USD	4.00	T+230bps area	T+192.5bps
1/28	中国金茂	可变速	PerpNC5	Ba2/-/-	USD	5.00	-	6.000%

一级市场方面：

本周尽管市场情绪受到宏观因素影响较为疲弱，但一级市场新发较前周有所增长。亚洲（非日本）美元债券发行规模从前周 83 亿美元增长 48% 至 123 亿美元，其中中资美元债公募发行（不含增发及私募）在亚洲（非日本）发行中占比 40%，发行量 49 亿美元，较前周 43 亿美元增长 14%。根据彭博统计，一月份亚洲（非日本）美元债券发行规模为历史新高，达到 560 亿美元，较去年 466 亿美元增长 20%。利差方面，亚洲（非日本）美元债券信用利差表现不一，投资级利差收窄 2bps 在 142bps 水平；高收益板块，整体拉宽 13bps 至 657bps 水平。

本周共十三家中资发行人参与公开市场发行，共计十五笔债券，发行币种均为美元，发行板块主要为地产企业、金融机构及政府融资平台。金融机构方面，中国银行发行首笔玉兰债，三年期固息债券最终价格较初始价格收窄 43bps 至 T+67bps 水平，最终订单认购倍数超过 2.4 倍，实现 1bp 新发溢价，首个交易日在发行价附近交易。中信银行伦敦发行 3 年及 5 年期固息美元债券，最终价格较初始价格分别收窄 43bps、41bps，实现 -3 及 -1bp 的新发溢价，首个交易日收窄 1-3bps。招银国际租赁发行 5 年期及 10 年期固息美元债券，定价水平在 T+160bps 及 T+192.5bps，较 IPG 水平收窄 35bps、37.5bps，实现 -5 及 -2.5bps 新发溢价。政府融资平台方面，两家泰州企业分别以备证结构发行小规模债券，主要采用以基石订单投资为主的发行模式。另外，多家地产参与一级新发，包括中梁控股、富力

地产、正荣地产等。

二级市场方面：中资美元债市场在快速收窄两周之后，本周市场表现较为乏力，各板块表现不一。除个别名字仍然有所表现外，大部分板块在周一进一步上涨后，结束上涨行情。目前市场以获利了结和观望情绪为主。

二级市场方面，本周拜登表示对 1.9 万亿财政刺激计划持开放态度，使得市场质疑财政刺激前景。市场情绪一度转弱，带动股票和债券等资产一度疲软。

指数来看，美国投资级指数本周走阔 2bps，亚洲和中资投资级美元债指数收窄 2bps。美亚投资级利差进一步下降至 46bps 位置。在经历了较快的收窄后，本周中资美元债市场暂歇。投资人角度，伴随着美债利率牛平走势，投资人获利了结倾向较为明显。此前表现较好的名字略有走阔。制裁方面，MSCI 等指数表示递延删除军方名单证券至 5 月 27 日，吴华本周曲线有一定的表现，中短端在长期无人问津的情况下，本周收窄 5-10bps。三峡仍然鲜有卖家，而买家对于短久期加仓需求明确。主要板块方面，本周资管板块振幅较大，中短久期加仓需求明确，长久期区间振幅达 10bps，整周来看，曲线变陡，整体收窄 2-5bps。租赁板块本周虽有新发带动但是整体安静，基本围绕上周收盘位置波动。科技板块方面，个别债券有做市商空头回补，而大多数名字调整有限，在上周收盘 +/-5bps 区间内波动。低波动名字方面，国企板块小幅收窄 2-3bps，银行板块 3 年内需求十分旺盛，5 年需求稍弱。城投板块，本周市场需求仍然旺盛，义乌、国惠等名字本周上涨 0.2-0.4pts。

■ 市场观点

本周央行先连续四天大额净回笼，周五虽再度恢复净投放，但未缓解市场紧张情绪，资金面整体偏紧，DR001 首次突破 SLF 利率走廊上限。我们认为，本周流动性收紧可能因为：1、调控股市和房市，抑制资产价格过快上涨；2、稳杠杆，防止宏观杠杆率继续抬升；3、财政存款投放错位；4、信用违约事件有所缓和。下周随着财政资金投放，资金面紧张局面或略有缓解，但此次央行明确保持“结构性流动性短缺”的态度，预计资金利率中枢难以回到之前低位，资金面大概率将保持紧平衡，在短端收益率大幅上行的情况下，长端也将面临一定的上行压力，建议对债市保持谨慎。

● 执笔人

刘晓宇 徐苏 魏尧 应宸杰 宋颖杰 徐梦笛 曲嘉
丁昂 吴燧源 林子莹 孟睿 叶美林

复核： 夏季

审核： 何琮

● 免责声明

本报告由中国银行股份有限公司撰写，报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

● 中国银行固定收益销售联系人

北京

联系人：Sijing Huang 黄思婧 电话：010-66595065

彭博：SJHUANG35

邮箱：huangsijing_hq@mail.notes.bank-of-china.com

北京办公地址：北京市西城区复兴门内大街1号，2F

上海

联系人：Phil Chen 陈兆成 电话：021-20592807

彭博：Zhaocheng Chen

邮箱：ficc.shu@bankofchina.com

个人邮箱：chenzhaocheng@bankofchina.com

上海办公地址：上海市浦东新区银城中路200号，9F

香港

联系人：Charles Yang 杨展 电话：+852 39828851

彭博：Charles Yang

邮箱：Yangzhan@bocgroup.com

伦敦

联系人：Jiachen Shen 沈佳辰 电话：+44 20 3192 8265

彭博：JSHEN888

邮箱：jiachen.shen@bankofchina.com

新加坡

联系人：Min Jin 金珉 电话：+65 64129833

彭博：JIN MIN

邮箱：jinmin01@bankofchina.com