



中国银行固定收益周报

2021年2月8日-2月20日

■ 市场要闻

融资信息追踪

信用债市场共发行 1543.71 亿元，总偿还量 2429.14 亿元，净融资额-885.43 亿元。其中，AAA 评级总发行量 831.46 亿元，净融资额-534.49 亿元；AA+评级总发行量 379.50 亿元，净融资额 42.60 亿元；AA 及以下评级总发行量 332.75 亿元，净融资额-393.54 亿元。资产证券化市场近两周共发行 3 单，总计 19.67 亿元，基础资产包括供应链债权、购房尾款、票据收益。

■ 市场回顾

一、境内信用债市场

一级信用债方面：节前一级市场需求较弱，投资人观望居多，利率走低意愿不强，整体簿记倍数不高，多只债券发行结果不及预期，且有多达 16 支债券取消或推迟发行，合计 92 亿元。

短融及超短融方面，AAA 评级的 21 盐城资产 CP001 发行 10 亿，全场认购约 1.2 倍，发行人预期 4% 以内，不过最终发在 4.18%，只低于其私募债估值 10bps，不及预期。中票方面，AAA 评级的 21 川高速 MTN001 发行规模 15 亿，期限 3 年，票面 3.90%，全场 1.11 倍，与其估值基本持平。AA+评级的 21 福清国资 MTN001 发行 9.5 亿 3 年期中票，为该发行人 2 年来首次发行，票面利率 4.43%，参与机构较多，全场倍数接近 2 倍，低于发行人预期 17bps。

2 月 9 日，三峡集团、华能国际、国家电投集团、南方电网、四川机场集团、雅砻江水电等 6 家企业注册的首批碳中和债成功发行。首批项目均为 2 年及以上中长期债务融资工具，发行金额 64 亿，项目募投均为低碳减排领域。发行项目市场认购踊跃，发行量较大的三峡集团，发行规模 20 亿，全场倍数 2.435 倍。国家电投集团、华能国际也有 2.7 倍多的认购。在 2030 年碳达峰，2060 碳中和的目标下，预计之后会有更多主体参与相关绿色债券发行。

金融债方面，浙商证券在节后发行 88 天券商短融，规模 15 亿，得益于节后流动性情况较好，全场接近 3 倍，最终票面利率 2.98%，为 2 月同期限券商短融最低。大概率成为下周中信建投、申万宏源等发行的参考。

展望后市，市场供给量仍需时间恢复，短期需关注资金面的边际变化。而中长期方面，春节期间我国消费数据较好，叠加国际市场通胀预期升温，10 年美债升破 1.3% 等事件都对国内债券市场形成一定牵制，若无政策利好，预期市场收益率易上难下。

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 浙商证券 CP001	15	88D	AAA	2.98%
21 盐城资产 CP001	10	1Y	AAA	4.18%
21 中电投 GN001	6	2Y	AAA	3.40%
21 雅砻江 GN001	3	3Y	AAA	3.65%
21 四川机场 GN001	5	3Y	AAA	3.60%
21 华能 GN001	10	3Y	AAA	3.45%
21 川高速 MTN001	15	3Y	AAA	3.90%
21 三峡 GN001	20	3Y	AAA	3.45%
21 南电 GN001	20	3Y	AAA	3.45%
21 福清国资 MTN001	10	3Y	AA+	4.43%

二级信用债方面：近两周信用债二级市场交投一般，收益率曲线略有走陡。

短融方面，春节前后资金面整体偏松，短融买盘相对活跃，收益率整体呈下行态势；因 3m 以内的品种更受欢迎，收益率下行幅度也更大。从中债估值来看，3m AAA 评级品种在 2.87% 附近，较两周前下行 17bps，6m AAA 评级品种在 3.1% 附近，下行 3bps。

中票方面，受到假期影响，市场交投整体清淡。节前，市场交投围绕短久期品种，但买卖双方对峙较为坚持，收益率小幅震荡；节后市场交投虽有所恢复，但买盘情绪偏弱，收益率较节前走高约 3-4bps。从中债估值来看，3y AAA 评级收益率在 3.73%，较前两周上行 3bps，5y AAA 品种上行 2bps 至 3.87%。

展望后市，短融品种方面要继续关注央行的态度和资金面的边际变化，建议快进快出；中票方面，关注经济基本面对债券市场的影响，在当前期限利差和信用利差较窄的情况下，建议对长端保持谨慎。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：受假期因素影响，仅有贴现国债、国开债和农发债发行，整体招标情绪一般。

节前，国开行发行 2 年、5 年、7 年期国开债，总规模 170 亿；农发行发行 1 年、3 年、5 年和 10 年期农发债，总规模 220 亿。随着假期临近，市场投标情绪减弱。农发债 5 年、10 年期综合收益较二级市场低 2bps，但全场参与量较此前发行减少较多。节后第一个工作日，国开行发行 1 年、3 年和 10 年期国开债，总规模 360 亿，增发综收与同期二级市场基本持平。财政部发行 91 天贴现国债，发行规模仅 200 亿，发行利率低于市场预期，边际利率低于二级市场成交约 8bps。

展望后市，资金面中性格局或将保持至两会期间。另外，下周发行的附息国债发行规模有所下降，3 只总规模 1330 亿元，单只规模下降到 500 亿元以内，减缓了市场供给压力。市场收益率中枢预计保持相对稳定。

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
2月8日	21农发01(增发)	210401	1Y	30亿	2.7719%	4.55	2.89
2月8日	20农发07(增18)	200407	3Y	50亿	3.281%	3.98	4.26
2月8日	20农发08(增11)	200408	5Y	60亿	3.413%	3.92	1.73
2月8日	20农发10(增10)	200410	10Y	80亿	3.7076%	2.88	2.79
2月9日	21国开12(增发)	210212	2Y	30亿	3.0774%	6.69	3.53
2月9日	20国开12(增26)	200212	4.39Y	110亿	3.3675%	4.48	2.32
2月9日	21国开04(增5)	210204	7Y	30亿	3.5122%	6.13	1.25
2月18日	21国开01(增3)	210201	1Y	90亿	2.6568%	3.99	1.04
2月18日	21国开02(增5)	210202	3Y	80亿	3.2359%	4.92	1.11
2月18日	20国开15(增14)	200215	9.66Y	190亿	3.7265%	3.47	2.01
2月19日	21贴现国债08	219908	91D	200亿	加权1.9564% 边际1.9994%	3.35	19.33

二级利率债方面：跨春节假期的两周，利率债市场交易较为清淡。从曲线上看，根据中债估值，短端收益率下行，中长端收益率上行，曲线走陡。从利差上看，国开3Y-1Y与2Y-1Y期限利差已至相对高位。截至2月20日收盘，10Y国债200016收报3.2575%，较2月5日收盘上行4.5bps；10Y国开200215收报3.74%，较2月5日收盘上行6.25bps。

假期前4个交易日，经济数据相继公布，市场表现出对于通胀的担忧，中长端收益率小幅上升2-3bps，而短端收益率在流动性宽松的环境下大幅下行5-10bps。春节假期间，海外大宗商品、权益市场表现强劲，10年美债收益率一度突破1.30%，风险偏好的回暖带动节后第一个交易日收益率曲线整体上行5bps。随后资金面继续保持宽松，短端收益率下行幅度大于中长端，曲线继续走陡。

展望后市，短期内继续关注央行操作及资金面的变化，市场依然缺乏利率下行的触发因素，预计维持震荡格局，建议根据收益率曲线变化进行利差交易。

利率债重点债券跟踪

券种	期限	代码	剩余期限	收盘价		变动
				2021/2/20	2021/2/5	
国债	5Y	200013	4.7Y	3.045	3.045	0.00
	10Y	200016	9.7Y	3.2575	3.2125	4.50
国开	5Y	200212	4.4Y	3.43	3.42	1.00
	10Y	200215	9.7Y	3.74	3.6775	6.25
非国开	5Y	200408	4.6Y	3.46	3.455	0.50
	10Y	200410	9.7Y	3.76	3.73	3.00

三、境内资金市场

公开市场方面，自2月7日起两周内人民银行共开展公开市场操作2800亿元，对冲6600亿元逆回购到期；此外2月18日还进行了2000亿MLF操作，利率2.95%不变，完全对冲到期量，两周公开市场共计净回笼3800亿元，资金面整体保持宽松。截止2月20日，R001收报1.44%，R007收报2.04%。在经历了多年罕见的1月底流动性紧张局面后，央行在月初进行了持续的公开市场投放，叠加月初财政支出，保障了跨春节流动性无虞。由于今年春节取现需求大幅减少，央行并未动用诸如CRA等创新型金融工具，也没有超额投放MLF，延续了1月以来通过公开市场逆回购操作精细调控资金面的风格。同时央行在等额续做MLF后通过旗下媒体《金融时报》表示市场不应过度关注央行操作数量，而应关注于操作利率，意图引导市场预期趋于中性。

虽然有春节假期因素影响，近两周同业存单一级市场仍然较为活跃，需求主要集中在3M与1Y期限上。具体来看，国股行3M期限发行利率在2.87%-2.95%之间盘整，发行人与投资人围绕2.92%的位置有一定拉锯，说明市场并不认为目前3M期限能轻易突破2.95%的关键点位；国股行1Y期限发行利率从3.11%

缓慢抬升至3.16%位置，保持上行趋势。展望后市，央行大概率在货币政策操作上继续保持中性，如果回购利率随着税期临近缓慢抬升，3M期限存单利率可能跟随长期限进一步上行。

同业存单收益率曲线

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	2月19日	2月5日	涨跌(bp)	2月19日	2月5日	涨跌(bp)	2月19日	2月5日	涨跌(bp)
1月	2.30	2.65	-34.3	2.40	2.77	-36.3	2.45	2.82	-36.3
3月	2.80	2.87	-7.5	2.90	2.99	-9.5	2.95	3.06	-11.5
6月	2.91	2.99	-7.7	3.01	3.09	-7.7	3.07	3.16	-8.7
9月	3.02	3.03	-0.9	3.12	3.13	-0.9	3.20	3.21	-0.9
1年	3.07	3.08	-0.8	3.17	3.20	-2.8	3.25	3.28	-2.8

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

利率互换收益率震荡运行。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从3.0425%上行2.75bps到本周收盘的3.07%，1Y Repo从2.685%下行0.25bp到本周收盘的2.6825%。1x5 Repo收在38.75bps。Shibor端，5Y Shibor从3.64%下行1bp到3.63%，1Y Shibor从3.15%下行4.5bps到3.105%。

春节假期期间美债收益率持续上行，十年期美债收益率已经向上突破1.3%，其背后反映的是疫情好转之后全球经济的复苏和通胀高企的预期。而国内的利率市场同样有类似的预期，在全球主要经济体经济企稳的背景下，国内经济稳中向好的局面有望延续，推动国内利率市场上行。而后续由于央行通过旗下媒体《金融时报》表示市场不应过度关注央行操作数量，而应关注于操作利率，缓解了市场对于OMO净回笼的担心，市场情绪边际修复。

展望后市，未来3至6个月仍处于经济复苏较快的时期，货币市场刺激政策退出只是时间问题，应看到基本面的强劲。利率市场仍处于寻顶的过程中，有较大的上行压力。但从短期来看，市场情绪的修复将带来短期的交易机会。

2、外汇掉期

春节前后，银行间外汇掉期市场整体价格水平先下后上，价格主要影响因素是人民币资金边际变化所致。

在经历1月底人民币流动性紧张局面之后，2月初央行持续进行公开市场投放，叠加财政支出。此外，由于今年部分居民就地过年，银行资金备付压力减小，因此银行体系流动性逐渐向好，DR001跌至2%以下，DR007亦回落至2.2%左右，带动掉期隔夜价格跌至4以下，而跨春节的日均价格由7跌至4左右，并一度成交至2，为近年来最低，其他短端价格跟随下行。由于短端的快速下行，1年掉期由1700上方跌至1630附近。春节后第一天由于流动性工具集中到期，在央行未进行完全对冲的背景下，市场紧张情绪短时内占据上风，掉期隔夜涨至4.5左右，短端和长端走势共振上行，1年最高触及1760，为去年11月以来新高。周五情绪逐渐平缓，隔夜在4左右企稳，1年围绕1720震荡。1个月收于150，3个月收于468。

虽然10年美债收益率在春节期间出现上行，但是尚未对美元流动性现状产生影响。人民币资金利率将继续主导掉期走势。在外汇掉期和货币市场联动日渐紧密的前提下，对于央行的动向和资金利率变化需要保持密切关注。展望后市，随着税期临近，如果央行投放维持谨慎，短端价格可能或随着资金利率上行而抬升，届时整体掉期区间或将维持高位震荡，并保有进一步小幅上行的可能。

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
2/9	华信药业(香港)有限公司	固息	3	-/-/BB+	USD	1.46	-	5.00%
2/9	珠海华发实业股份有限公司	固息	1	-/-/-	USD	2.00	4.1% area	3.60%
2/18	平安海外控股	固息	10	Baa2/-/-	USD	2.50	T+215bps area	T+172bps

一级市场方面：

适逢境内春节假期，一级市场整体较为安静。近两周亚洲（非日本）美元债券发行规模仅 10.36 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 51%，发行量 5.96 亿美元。利差方面，亚洲（非日本）美元债券信用利差整体收窄，投资级利差收窄 6bps 至 131bps 水平；高收益板块整体收窄 17bps 至 616bps。

近两周共三家中资发行人参与公开市场发行，共计发行三笔债券，发行币种均为美元。其中，平安海外控股（Baa2/-/-）发行 10 年期固息美元债券，最终定价较初始定价收窄 43bps。由于近两周一级供给量较小，叠加基金类客户配置需求强烈，该项目获得投资人的积极认购，共获得超过 16 倍的认购倍数，其中基金类投资人占比高达 71%，保险类客户占比达到 14%。随着节后市场逐步恢复，预计下周一级市场将加快发行节奏。

二级市场方面：受春节假期影响，中资外币债市场在节日前后交易清淡，市场流动性直至本周三、四才有所恢复，但周五再度变差。相对于节前水平，彭博/巴克莱中资美元债投资级指数回报为 0.02%，高收益率指数相对较好，两周回报达到 0.36%。从市场情绪来看，受假期海外股市稳步上涨的影响，市场风险偏好整体并未减弱，尤其是零售投资者节后仍以加仓为主，机构投资者反而较为安静。从供需角度来看，节日附近一级供给较少，对市场形成利好，但下周开始市场供给将陆续重启，供给的规模及发行人类型将对特定的板块形成潜在的影响。从信用角度来看，虽然年前有华夏幸福及海航重组等信用事件，但市场预期整体信用风险可控，尤其是 IG 板块大规模违约风险概率较小。从地缘政治角度来看，拜登政府上台之后，中美之间虽暂无太多改善，但继续恶化的趋势有所缓解，尤其是双方元首年前重启沟通对未来定下基调。相关制裁名单重新调整也并非没有可能，近期亚洲投资者对于制裁名单的发行体仍逢低买入，利差相较去年末大幅收窄。如 HAOHUA 长端利差在 2 月份再度收窄近 50bps。市场下周起逐步恢复正常流动性，随着各类投资者重返市场，加之供给面的重启，预期相关波动性将有所回升，但考虑到基本面因素，利差在波动中收窄趋势仍是大概率判断。

■ 市场观点

今年春节前央行流动性投放与往年相比较为克制，春节后央行等量续作 MLF，且在公开市场连续净回笼，释放中性信号。但 2 月 18 日央行转发《金融时报》文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况，使得市场心态有所好转。我们认为，这可能是 1 月中旬以来，市场对资金面的预期过度偏紧，央行希望传递维稳信号。下周将迎来税期，资金面料将保持紧平衡。同时，春节假期国内消费表现好于预期、海外通胀预期升温、大宗商品价格上涨、美债收益率上行突破 1.3%，创 2020 年 2 月 26 日以来的最高水平等因素将对国内债市形成一定的负面扰动，人民币债券收益率短期内易上难下。

● 执笔人

刘晓宇 刘新铨 陈荃 应宸杰 闫欣 蒋辰
顾怡杰 杨宁 吴燧源 林子莹 赵颺 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