



# 中国银行固定收益周报

2021年2月22日-2月26日

## 市场要闻

### 融资信息追踪

信用债市场共发行 2660.17 亿元，总偿还量 2887.62 亿元，净融资额-227.45 亿元。其中，AAA 评级总发行量 1955.50 亿元，净融资额 321.46 亿元；AA+ 评级总发行量 315.10 亿元，净融资额-3.07 亿元；AA 及以下评级总发行量 389.57 亿元，净融资额-545.84 亿元。

国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》。意见指出，大力发展绿色金融。发展绿色信贷和绿色直接融资，加大对金融机构绿色金融业绩评价考核力度。统一绿色债券标准，建立绿色债券评级标准。发展绿色保险，发挥保险费率调节机制作用。支持符合条件的绿色产业企业上市融资。支持金融机构和相关企业开展绿色融资。推动国际绿色金融标准趋同，有序推进绿色金融市场双向开放。推动气候投融资工作。

东方金诚公告称，鉴于华夏幸福到期债券兑付存在重大不确定性，存续中期票据存在交叉违约风险，东方金诚决定将其主体信用等级由 A 下调至 B，评级展望为负面，同时将“17 幸福基业 MTN001”信用等级由 A 下调至 B。

资产证券化市场本周共发行 17 单，总计 313.77 亿元，基础资产包括不良贷款、个人住房抵押贷款、供应链债权、信用卡分期、小额贷款、应收账款、消费贷款、票据收益、租赁租金等。

## 市场回顾

### 一、境内信用债市场

**一级信用债方面：**信用债方面，根据协会数据，本周簿记发行 148 只，发行规模 1859.21 亿。2 月受到假期影响，全月发行 448 只，规模 4248.94 亿元。本周一级发行情况出现分化，180 天以内超短融、城投 PPN 受到投资人关注，频频出现全场认购 4 倍以上的火爆情况。中票方面则情绪较弱，2 年及 3 年期中票发行利率高于中债估值。

短融超短融方面，180 天内超短融较受欢迎，AAA 国企基本在 3% 以内发行。180 天以上债券中，21 首钢 SCP003，期限 267 天，发行规模 20 亿，票面利率 3.23%，与其剩余半年的超短融估值持平，票面利率低于预期。另外，民企荣盛发行 270 天超短融，发行规模 10 亿，票面利率 4.2%，低于估值 4bps。

中票方面，期限利差走扩，AAA 中票发行情况一般。21 南电 MTN004，3 年期，发行规模 40 亿。票面利率 3.66%，高估值 9bps。21 广州地铁 MTN004，2 年期中票，发行规模 25 亿。票面利率 3.52%，高估值 5bps。目前 AAA 中债估值 2 年期与 1 年期期限利差较大，建议关注。

PPN 方面，银行理财投资需求较大，本周多只城投 PPN 发行结果超预期。江宁城建发行 8 亿，3 年期 PPN，票面利率 4.15%，全场倍数 4.2 倍，利率低于发行人预期，且此票面利率与其公募债券估值持平。21 徐州交通 PPN001，3 年期发行规模 5 亿。

全场倍数超过 4 倍，票面利率 4.10%，比其公募债券估值低 10bps 左右，比其私募债估值低 40bps 左右。

金融债方面，本周券商短融集中发行，且得益于流动性宽松，票面利率逐步走低。从中信建投周一的 2.89%，下行至光大证券周四的 2.77%，一周内下行 12bps。其余国元证券、东吴证券等均低估值发行。

3 月两会召开期间资金面预期会维持较为宽松的状态，但两会后地方债将放量发行，对市场形成一定的供给压力。另外，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元的刺激政策，通胀压力下美债持续走高，国内债市也将承受压力，预计长端收益率易上难下。

### 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 济南城建 SCP002	10	30D	AAA	2.60%
21 东吴证券 CP002	15	74D	AAA	2.77%
21 国元证券 CP001	15	90D	AAA	2.89%
21 光大证券 CP002BC	15	91D	AAA	2.77%
21 申万宏源 CP002BC	30	91D	AAA	2.84%
21 中信建投 CP003	45	91D	AAA	2.89%
21 厦国贸 SCP006	5	150D	AAA	3.50%
21 首钢 SCP003	20	267D	AAA	3.23%
21 荣盛 SCP003	5	270D	AAA	4.20%
21 广州地铁 MTN004	25	2Y	AAA	3.52%
21 徐州交通 PPN001	5	3Y	AAA	4.10%
21 陕延油 MTN001	20	3Y	AAA	3.88%
21 南电 MTN001	40	3Y	AAA	3.66%
21 南京交建 MTN001	10	5Y	AAA	4.00%
21 柯桥开发 SCP003	4	240D	AA+	3.52%

**二级信用债方面：**信用债市场交投比较平稳，短端和中长端活跃度有所分化，收益率整体下行。

短融方面，受益于宽松的资金面和较低的融资成本，市场整体活跃，特别是 3 月底和 6 月底之前到期的高评级品种投资人需求较高，买盘以基金和银行为主。成交收益率逐步走低。从中债估值来看，截至周五 3m AAA 评级品种收益率为 2.8%，6m AAA 品种为 3.02%，均较前一周下行 9bps。

对比之下，中票市场交投一般，收益率震荡下行。市场成交集中在 3y 以内的品种，特别是 2y 附近的 AAA 评级品种受到银行、基金等机构的追捧；4-5y 的品种交投清淡，反映出投资者对长端依然保持谨慎。从中债估值来看，截至周五，3y AAA 评级品种的收益率为 3.70%，较前一周下行 3bps，5y AAA 品种下行 1bp 至 3.86%。

从收益率曲线来看，当前 1-3y 较为陡峭而 3-5y 较为平坦，特别是 5y 和 3y 的期限利差仅为 16bps，仅处于 2014 年以来 30% 的历史分位。此外，3y AAA 品种的信用利差为 48bps，而 5y AAA 品种的信用利差为 41bps，分别位于 2014 年以来的 62.2% 和 29.3% 的历史分位，5y 的信用利差保护明显弱于 3y 的品种。因此，无论从期限利差还是信用利差来看，2-3y 的品种相对

价值较高，而 5y 品种风险较大。此外，3 月份信用债到期量较大，信用风险也值得警惕。因此，对于后市我们保持相对谨慎的态度，建议缩短持仓久期、严格控制信用资质。

## 二、境内利率债市场

**一级利率债方面：**本周利率债发行规模提升至 3170.5 亿元，短期限发行情况好于中长期。财政部发行 3 期附息国债和 1 期贴现国债。得益于本周市场流动性较好，短期贴现国债发行情况好于预期，边际利率低于二级市场成交 4bps。附息国债单只发行规模较少，在 450 亿元以内，发行情况基本符合预期，考虑承销费后边际综合利率与二级市场持平。

国开行周四新发 10 年国开债，发行规模 190 亿元，发行利率低于预期，综收较二级市场下行 4bps。此外，周五续发 3 年并新发 5 年国开债，相关债券为京津冀协同发展专题“花瓣债”，发行规模合计 226 亿元。发行结果较好，3 年期综收较二级市场下行 6bps，5 年新发债综收较二级下行 8bps。

进出口行各期限增发 7 只债券，并发行了第 6 期 92 天贴现债券，规模合计 449.2 亿。贴现债发行情况较好，到期收益率 1.96%，低于同期限国开成交利率 15bps。农发行各期限增发 8 只债券，规模 565.7 亿，中短期限增发情况好于长期，1 年期增发综收较二级下行 4bps。

下周国债发行规模有所提升但仍在市场接受范围内，目前市场主要担忧美债收益率上行的传导以及两会后地方债发行的供给压力。预计长端收益率短期内下行动能较弱。

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22日	20农发07(增19)	200407	2.45Y	80亿	3.2176%	3.93	3.25		
2月22日	20农发08(增12)	200408	4.58Y	80亿	3.4144%	4.25	1.31		
2月23日	21国开01(增4)	210201	1Y	148.5亿	2.569%	4.44	1.19		
2月23日	21国开04(增6)	210204	7Y	31.1亿	3.5032%	7.93	1.23		
2月23日	20农发清发03(增发12)	092018003	2Y	50亿	3.0199%	4.24	3.38		
2月23日	21农发清发01(增发1)	092118001	7Y	50亿	3.5356%	2.56	3.25		
2月24日	20附息国债18(续3)	200018	1.79Y	450亿	加权2.6658% 边际2.6989%	2.94	3.21		
2月24日	20附息国债13(续4)	200013	4.66Y	450亿	加权2.9681% 边际2.9972%	3.14	1.24		
2月24日	20附息国债16(续3)	200016	9.73Y	430亿	加权3.2105% 边际3.2389%	3.81	2.84		
2月24日	21农发01(增2)	210401	1Y	60亿	2.5559%	3.38	12.54		
2月24日	19农发08(增35)	190408	5.40Y	40亿	3.3934%	3.53	1.21		
2月24日	20农发10(增11)	200410	9.67Y	100亿	3.704%	3.12	1.14		
2月24日	16农发18(增22)	160418	5.16Y	30亿	3.3912%	5.01	1.55		
2月25日	21进出666	2103666	91D	40亿	1.9656%	5.12	1.14		
2月25日	20进出13(增16)	200313	3Y	60亿	3.1633%	3.59	1		
2月25日	20进出15(增15)	200315	5Y	60亿	3.3972%	3.13	1		
2月25日	20进出11(增9)	200311	10Y	60亿	3.7302%	2.7	1		
2月25日	18进出10(增26)	180310	7.08Y	30亿	3.5401%	4.9	2.63		
2月25日	21国开12(增2)	210212	2Y	30亿	2.9001%	10.28	1.05		
2月25日	21国开05	210205	10Y	190亿	3.66%	4.43	2.94		
2月26日	21国开02(增6)	210202	3Y	112.5亿	3.0525%	5.72	2.17		
2月26日	21国开03	210203	5Y	113.5亿	3.3%	5.19	43.67		
2月26日	20进出14(增9)	200314	247D	50亿	2.4608%	3.59	1		
2月26日	21进出02(增5)	210302	2Y	40亿	3.0041%	4.29	1.24		
2月26日	21进出07(增5)	210307	7Y	30亿	3.5365%	3.75	1		
2月26日	21贴现国债09	219909	91D	200亿	加权1.9001% 边际1.9508%	3.05	1.14		

**二级利率债方面：**本周利率债收益率曲线走陡，市场走势主要受通胀预期变化与资金面情况的影响。中长端方面，市场交投谨慎，但随着对通胀的担忧有所消减以及 A 股高位回落，收益率上行动能受到一定制约。短端方面，流动性受税期影响并不明显，整体保持合理充裕，买盘踊跃。根据中债估值，中长端收益率本周上行 1-3bps，短端下行 1-2bps。其中，10Y 国债 200016 收报 3.2775%，较上周五上行 2bps；10Y 国开 200215 收报 3.7475%，较上周五上行 0.75bp。展望后市，投资者应关注 3 月初两会的政策引导，包括货币政策走向及地方债供给等

信息，预计市场短期内维持震荡格局，建议合理控制久期及头寸，谨慎操作。

利率债重点债券跟踪						
券种	期限	代码	剩余期限	收盘价		变动
				2021/2/26	2021/2/20	
国债	5Y	200013	4.7Y	3.065	3.045	2.00
	10Y	200016	9.7Y	3.2775	3.2575	2.00
国开	5Y	200212	4.4Y	3.41	3.43	-2.00
	10Y	200215	9.6Y	3.7475	3.7400	0.75
非国开	5Y	200408	4.6Y	3.435	3.460	-2.50
	10Y	200410	9.7Y	3.76	3.76	0.00

## 三、境内资金市场

本周央行开展了 700 亿逆回购操作，另有 1000 亿逆回购到期，净回笼 300 亿。税期并未给流动性带来很多扰动，流动性维持平稳偏宽松格局，仅在最后一个工作日跨月时点略有收敛。截至周五，R001 收报 2.21%，较上周上行 39bps。R007 收报 2.37%，上行 32bps。

同业存单方面，本周实际发行量达 11560 亿，行情较为火爆。二月份相对平稳的资金面和低位震荡的回购利率刺激了存单投资需求。但是投资者对长期限存单依旧较为谨慎，曲线短端下行，长端上行，整体明显走陡。

展望后市，投资者整体对中长期货币政策并不乐观，投资仍将集中于短端的确定性。陡峭的曲线料将持续，直到央行重新收紧资金，引导回购利率上行。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	2月26日	2月19日	涨跌(bp)	2月26日	2月19日	涨跌(bp)	2月26日	2月19日	涨跌(bp)
1月	2.00	2.30	-30.5	2.10	2.40	-30.5	2.17	2.45	-28.5
3月	2.65	2.80	-14.9	2.75	2.90	-14.9	2.82	2.95	-12.9
6月	2.81	2.91	-10.8	2.91	3.01	-10.8	2.98	3.07	-9.8
9月	2.96	3.02	-6.0	3.06	3.12	-6.0	3.13	3.20	-7.0
1年	3.09	3.07	1.8	3.19	3.17	1.8	3.29	3.25	3.8

## 四、境内衍生品市场

### 1、利率掉期

利率互换收益率上行。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 3.0425% 上行 3.25bps 到本周收盘的 3.075%，1Y Repo 从 2.685% 上行 0.25bp 到本周收盘的 2.6875%。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 4bps 到 3.11%。

本周的主要矛盾主要来自全球市场“再通胀”交易的持续升温，驱动大宗商品价格上涨及美债收益率大幅上行。触发了 A 股调整，且风险偏好的回落也一定程度上利好利率市场。而全球基本面修复及通胀预期则使得长端收益率略有上升，利率曲线整体走陡。

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。

### 2、外汇掉期

本周银行间市场呈现小幅波动的格局。本周收盘价格为：一个月收于 158，三个月收于 456，六个月收于 877，一年收于 1699。

短期限方面，本周为二月最后一周，人民币资金面总体维持平

衡。跨月期限成交量较大，供需均衡，日均点从7个点一天下降到5个点一天，价格稳中有降。一个月至三个月期限总体跟随长端震荡，波动较小。值得注意的是当相关短期限远端到期日涵盖月末或季末关键时点时，市场买盘踊跃，对价格形成支撑。该现象反映了在当前人民币资金面维持平衡，tn 价格稳定在4个点一天的状态下，随着国内经济继续回暖，市场预期人民币资金面在中期一旦收紧，掉期短端和季末价格可能出现较大的涨幅。进入三月，随着二月末中国央行公开市场操作的资金到期回笼，人民币资金面可能趋紧，短期限价格上行可能性更大。

长端方面总体维持小幅震荡的格局。前半周一年期价格主要跟随人民币债券利率小幅波动，围绕1715成交。周五由于美债长端利率出现大幅上行，并且传导至两年期美债收益率，一年掉期价格早盘低开低走回落50余点至1675附近。由于利差下行幅度有限，一年掉期价格超跌反弹，回到1700收盘。长端美债收益率的上行近期有向短端美债传导的趋势，预计若中美利差继续缩窄，一年掉期价格会出现回落。

## 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
2021/2/22	中国奥园	固息	6NC4	-/-/BB	USD	3.50	6.2% area	5.900%
2021/2/23	中国农业银行新加坡分行	固息	3	A1/-/-	USD	3.00	T+105bps area	T+60bps
2021/2/23	中国农业银行新加坡分行	固息	5	A1/-/-	USD	3.00	T+115bps area	T+70bps
2021/2/23	中国农业银行澳门分行	固息	2	A1/-/-	HKD	30.00	0.95% area	0.660%
2021/2/24	国泰君安国际	固息	5	-/BBB+/-	USD	4.00	T+190bps area	T+142.5bps
2021/2/24	远东宏信	固息	3	-/BBB/-	USD	5.00	T+285bps area	T+240bps
2021/2/24	富力地产	固息	3.5NC2.5	-/-/B+	USD	3.25	12% area	11.625%
2021/2/25	国银租赁	固息	3	A2/-/A+	USD	5.00	T+155bps area	T+115bps
2021/2/25	国银租赁	固息	5	A2/-/A+	USD	5.00	T+165bps area	T+130bps
2021/2/25	青岛华通国有资本运营	固息	3	-/-/BBB	USD	6.00	3.35% area	2.980%
2021/2/25	花样年控股	固息	3NC2	-/-/B+	USD	2.50	11.6% area	11.350%

### 一级市场方面：

节后一级市场重启，尽管本周市场情绪较为波动，但发行人仍积极参与。亚洲（非日本）美元债券发行规模攀升至81亿美元，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49.7%，发行量40.25亿美元。彭博数据显示，本月中资离岸债券发行规模达到113亿美元，较2020年224亿美元同比下降49%，利差方面，亚洲（非日本）美元债券信用利差整体表现不一致，投资级利差收窄1bp至130bps水平；高收益板块整体拉宽10bps至610bps水平。

本周共八家中资发行人参与公开市场发行，共计十一笔债券，发行币种包括美元及港币，金融机构及地产企业为主要发行板块。金融板块方面，投资人积极参与新发项目，并且在新发带动下，整体板块表现较好，呈收窄态势。其中，中国农业银行（A1/-/-）发行3年期3亿规模、5年期3亿规模固息美元及2年期30亿规模固息港币债券，最终定价较初始定价收窄45bps、45bps及29bps，根据彭博统计，分别获得5倍、3.7倍及6.8倍认购倍数。其首个交易日，3年期及5年期债券分别收窄5-7bps、3-5bps。国泰君安国际（-/BBB+/-）发行5年期4亿规模固息美元债券，最终定价较初始定价收窄47.5bps，获得投资人踊跃认购，共获得6.6倍认购倍数，首个交易日收窄3-5bps。地产板块，有三家发行人参与一级市场，包括中国奥园、富力地产及花样年控股，基金类投资人占比均超过60%。另外，青岛华通发行3年期6亿规模固息美元债券，最终定价较初始定价收窄37bps，获得超过5倍认购，其中79%为银行类投资人。

**二级市场方面：**在经历为期三周的大涨之后，本周中资美元债市场在美债利率的大幅波动下，避险情绪渐长，其中前期表现优异的标的本周有不小卖压；股票市场也在基准利率的波动下有所回调，带动科技板块的债券有所下跌。

二级市场方面，本周市场主要关注点为美债利率的快速上升导致的风险情绪转弱。全球股票市场的大幅下挫引导债券市场在后半周较快的走弱。整体来看，前半周10年美债在1.3%-1.4%附近徘徊，仍在投资者的预期范围内，中资美元债投资级市场整体在年内较窄的水平震荡。随着10年美债利率突破1.5%的心理关口，利率曲线前端快速上行，叠加股票市场的持续下跌，后半周市场的风险情绪有所恶化。指数上来看，美国投资级债券本周信用利差变动有限，亚洲投资级美元债和中资投资级信用利差整体均收窄4-5bps。板块来看，资管板块本周值得关注，该板块前期领涨市场，本周在市场走弱的过程中率先走弱。此外，受到有关华融重组的不确定消息影响，华融的卖压陡增，资管板块在本周前半周波动有限，后半周走阔15-25bps。租赁板块，长端走阔幅度也约20bps。高波动金融板块回吐前期不少涨幅。科技板块方面，伴随着科技股整体大幅下挫，以BABA和TENCNT为主的10年期债券本周走阔8-15bps，此外，类似于美团等此前的活跃名字，本周卖压显著，走阔近30bps。整体来看，本周的市场回调主要因基准利率上行过快导致的风险情绪走弱，曲线快速陡峭，导致投资者降久期的需求普遍较强，长端活跃券的卖压凸显。信用曲线方面，短端表现整体稳定，信用曲线走陡显著。展望后市，EFPR数据显示，上周流入新兴市场的资金出现净赎回状态，为年内首次，利率过快上升有可能会进一步带来资金流出，需持续关注。目前久期风险整体较高，信用债市场有进一步走阔的压力。

### ■ 市场观点

本周债市在资金面和再通胀预期升温的主导下呈现震荡格局，前四天资金面平稳宽松，周五因为处于月末，资金面偏紧。再通胀预期升温下美债收益率飙升，一度突破1.6%，对人民币债券收益率有一定推升作用，但因目前国内外政策节奏不太一致，短期内对国内债市影响程度有限，后续需要重点关注通胀预期是否演变为实际通胀。当前地方债发行还未开启，后续债券供给压力可能到来。当前从基本面看债市不利因素较多，短线交易较难。下周将召开两会，政策将逐步明朗，关注届时的政策发布情况。



## ● 执笔人

刘晓宇 刘新铨 荀雅梅 应宸杰 闫欣 蒋辰  
曲嘉 杨宁 贲一鸣 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