



中國銀行固定收益周報

2021.8.16-8.20

■ 市場要聞

融資信息追蹤

本周，信用債市場共發行 3867.73 億元，總償還量 3199.79 億元，淨融資額 667.95 億元。其中，AAA 評級總發行量 2729.55 億元，淨融資額 660.43 億元；AA+ 評級總發行量 711.90 億元，淨融資額 176.21 億元；AA 及以下評級總發行量 426.28 億元，淨融資額 -168.68 億元。資產證券化市場本周共發行 42 單，總計 461.65 億元，基礎資產包括不良貸款、消費貸款、供應鏈保理債權、票據收益、小微貸款、應收賬款、個人住房抵押貸款、購房尾款、租賃租金等。

全國首單公共租賃住房類 REITs 產品——“國開-北京保障房中心公租房資產支持專項計劃”於 8 月 18 日成功發行，開啟了公租房私募 REITs 的新篇章。由國家開發銀行和北京金控集團擔任專項計劃統一協調人，國開證券為專項計劃管理人和主承銷機構，北京保障房中心為專項計劃資產服務機構，首都建設投資引導基金擔任基金管理人，底層資產為北京保障房中心持有的公共租賃住房。

人民銀行、發展改革委、財政部、銀保監會、證監會和外匯局六部門聯合發布《關於推動公司信用類債券市場改革開放高質量發展的指導意見》。從完善法制、推動發行交易管理分類趨同、提升信息披露有效性、強化信用評級機構監管、加強投資者適當性管理、健全定價機制、加強監管和統一執法、統籌宏觀管理、推進多層次市場建設、拓展高水平開放等十個方面，對推動公司信用類債券市場改革開放和高質量發展提出了具體意見。

■ 市場回顧

一、境內信用債市場

本周部分重點債券發行結果匯總				
債券簡稱	發行量(億)	期限	主體評級	票面利率
21 四川路橋 SCP002	5	180D	AAA	2.69%
21 金橋開發 MTN001	6	3Y	AAA	3.18%
21 徽銀租賃債 01	10	3Y	AAA	3.50%
21 滬華強 MTN001	20	3Y	AAA	3.19%
21 農銀租賃債 01	25	3Y	AAA	3.06%
21 華電股 MTN002	25	3Y	AAA	3.07%
21 興城投資 GN001	3	3Y+2Y	AAA	3.10%
21 武漢城建 MTN003	10	3Y+2Y	AAA	3.16%
21 蓉城軌交 MTN003	10	5Y	AAA	3.40%
21 郵儲銀行二級 01	500	5Y+5Y	AAA	3.44%
21 郵儲銀行二級 02	100	10Y+5Y	AAA	3.75%
21 空港興城 SCP002	4	270D	AA+	2.80%
21 上饒投資 SCP002	5	270D	AA+	2.96%
21 正泰 SCP004	5	270D	AA+	3.10%
21 平高 CP002	4.5	1Y	AA+	2.80%
21 宣城經開 PPN001	3.6	3Y	AA	4.20%
21 恒運 MTN002	8	3Y	AA	3.50%

一級信用債方面：本周協會產品發行規模超 2000 億元，配合高漲的投標情緒，收益率整體下行，各評級主體均有高倍數、低估值發行結果。

短融、超短融方面，AAA 評級主體四川路橋發行 180 天、5 億元超短融，全場收量達 3.78 倍，邊際 4 倍，最終票面利率 2.69%，較估值低約 10bps，基金機構認購踴躍。AA+ 評級主體上饒城投發行 270 天、5 億元規模超短融，全場收量達 4.2 倍，最終票面利率 2.96%，較估值低約 30bps。

中票方面，5-6 倍收量情況頻現。AAA 評級主體上海金橋出口加工區發行 3 年期、6 億規模中票，券商和基金多有認購，全場收量達 5.3 倍，最終票面利率 3.18%，較剩餘期限 3.7 年存續債券估值低 20bps。21 蓉城軌交 MTN003，5 年期、規模 10 億元，最終票面 3.4%，全場收量高達 6 倍，邊際倍數 3.64 倍。AA 評級地方國企廣州恒運，發行 8 億元 3 年期中票，截標前兩小時內大量訂單湧入，最終全場達 4.54 倍，票面利率 3.50%，接近申購區間下限，結果較同期限同評級中債收益率曲線低 32bps。

私募債方面，AA 評級主體安徽國企 21 宣城經開 PPN001 下限由 4.5% 打開至 4.0%，最終票面利率 4.2%。簿記過程中邊際倍數一度達 84 倍，全場收量達 3.67 倍。

金融債方面，郵儲銀行發行總規模為 600 億元的二級資本債，5+5 年期定價在 3.44%；10+5 年期定價在 3.75%，分別較對同期限國開曲線加點 44bps 和 57bps。

展望后市，流動性寬裕背景下，機構配置意願保持高位，信用債供需兩旺格局有望延續，發行利率預計保持低位震蕩。

二級信用債方面：本周信用債二級市場交投活躍，收益率先上后下。

短融方面，本周資金面呈先寬后緊的趨勢，市場以主承拋券為主，其中以年內到期的品種最多，整體成交收益率圍繞估值波動。按中債估值來看，3M AAA 短融收益率收盤在 2.40%，上升 1bp；6M AAA 短融收益率為 2.56%，上升 3bps；1Y AAA 短融收益率 2.67%，下行 1bp。1Y-6M 期限利差在 10bps，下行 5bps。

中票方面，周一 MLF 操作量高於市場預期，繼續維持了流動性的充裕。從周二開始交投更加活躍，交易情緒良好，成交以 1-3 年高評級債和國企債為主。按估值來看，3Y AAA 估值 3.07%，上升 2bps；5Y AAA 估值 3.35%，下行 6bps。期限利差方面，5Y-3Y 利差下行 9bps 到 27bps。信用利差方面，3Y AAA 信用債（相較同期限國開債的）信用利差擴大 4bps 到 33bps，5Y AAA 信用利差收縮 2bps 至 35bps。

由於相對比較寬鬆的資金面和股債跳板影響，本周的交投比較活躍。建議防范潛在的調回風險，維持久期中性，票息套利策略。

二、境內利率債市場

一级利率债方面:

本周长期国债招标情绪火爆,政金债中标收益率曲线呈平坦化下行态势,地方债放量发行,15年期限品种受到热捧。

国债方面,182天贴现国债边际与加权利率利差达到17bps,为年内新高,显示出一定的市场分歧;1年期发行结果符合预期,边际利率基本与二级利率持平;10年期市场需求大幅上升,认购量较上周增加749亿。

政金债方面,中标收益率曲线平坦化。国开债需求整体减弱,中短期认购量下降明显。市场对3年期农发债价格认知趋同,边际倍数高达195倍,10年期认购量大幅增加116.8亿,30年期招标相对清淡,招标后二级成交利率上行1.25bps。口行债需求稳定,招标情绪较好,5年期新券招标结束后二级利率下行1bp。

地方债方面,本周地方债放量发行,内蒙、广东、北京等发行总规模为3782亿元地方债,发行结果较基准上浮15-25bps不等,其中15年期限品种受到追捧,部分场次边际倍数达到满倍。

展望后市,下周已公告地方债发行量已超3000亿,利率债供给压力对市场的影响不容小觑。

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
8/16	21农发06(增4)	210406	3Y	50亿	2.7406%	4.09	195
8/16	21农发08(增发)	210408	5Y	60亿	3.0063%	4.01	6.76
8/17	21国开11(增3)	210211	1Y	90亿	2.1312%	3.51	15.18
8/17	21国开07(增7)	210207	3Y	60亿	2.6551%	5.27	10.44
8/17	21国开03(增24)	210203	5Y	80亿	2.8892%	5.46	1.46
8/17	21农发清发03(增发4)	092118003	2Y	40亿	2.5841%	4.54	11.44
8/17	21农发清发04(增发1)	092118004	7Y	50亿	3.1836%	3.21	1.88
8/18	21附息国债10(续发)	210010	1Y	640亿	加权2.1223% 边际2.1662%	2.57	1.88
8/18	21附息国债09(续3)	210009	10Y	640亿	加权2.8357% 边际2.8509%	5.6	1.47
8/18	21农发07(增3)	210407	1Y	60亿	2.1027%	4.03	1.23
8/18	21农发05(增13)	210405	10Y	80亿	3.2519%	4.58	2.39
8/18	21农发30(增3)	210430	30Y	30亿	3.5878%	4.76	2.58
8/19	21国开13(增15)	210213	3Y	30亿	2.7351%	7.4	1.85
8/19	21国开09(增2)	210209	7Y	30亿	3.1186%	6.75	2.64
8/19	21国开10(增11)	210210	10Y	190亿	3.1111%	4.28	1.02
8/19	21进出03(增16)	210303	3Y	20亿	2.6491%	8.62	2.19
8/19	18进出09(增22)	180309	1.8Y	20亿	2.4944%	7.15	1.16
8/19	21进出05(增12)	210305	5Y	30亿	2.9413%	8.5	1.71
8/19	21进出10(增4)	210310	10Y	30亿	3.2281%	6.42	1.88
8/20	21贴现国债40	219940	0.25Y	300亿	加权1.8155% 边际1.8617%	2.96	1.03
8/20	21贴现国债39	219939	0.5Y	450亿	加权1.9582% 边际2.1281%	2.13	8.81
8/20	21进出04(增11)	210304	1Y	30亿	2.0491%	6.18	1.34
8/20	21进出12(增20)	210312	2Y	20亿	2.3977%	8.37	1.33

二级利率债方面:本周利率债二级市场呈振荡格局,收益率总体下行。周一央行开展6000亿MLF操作,续做量超过市场预期。随后出炉的7月经济数据亦全面不及预期。但是多头情绪消散较快,对地方债放量发行、流动性紧张的担忧再占上风,当日收益率上行为主。周二资金面全天较为宽松,且“中方在台海组织军演”的消息令避险情绪有所升温,当日债券收益率下行。周三股债一齐大涨,机构认为是中央财经委员会第十次会议中提到“以经济高质量发展化解系统性金融风险,防止

在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”所致,市场对后续央行会持续呵护银行间流动性以应对地方债放量发行的信心明显增强。周四涨势延续,股债跷跷板效应显现。周五资金面边际有所收敛,于是部分止盈盘涌现,当日收益率先下后上。

截止周五收盘,10年国债210009收报2.85%,较上一周下行3.25bps;10年国开210205收报3.2175%,较上一周下行3.15bps。1Y以上各期限基本都处于3-4bps的下行幅度,收益率曲线平行下移。国债期货方面,T2112收报99.995,本周涨幅0.47%;TF2112收报100.97,本周涨幅0.27%。

本周收益率的下行超出了许多投资者的预期,收益率在周四几乎触及前期低点,不过在周五迎来小幅反弹。总体看来,尽管地方债放量发行的供给压力仍存,但是市场对央行呵护流动性的信心也更强。接下来债券收益率或保持低位震荡,建议继续保持持仓券种的流动性,并密切关注资金面变化。

利率债重点债券跟踪						
券种	期限	代码	剩余期限	收盘价		变动
				2021/8/20	2021/8/13	
国债	5Y	210002	4.55Y	2.685	2.715	-3.00
	10Y	210009	9.76Y	2.85	2.8825	-3.25
国开	5Y	210203	4.53Y	2.94	2.98	-4.00
	10Y	210205	9.52Y	3.2175	3.249	-3.15
非国开	5Y	210403	4.59Y	3.01	3.055	-4.50
	10Y	210405	9.75Y	3.2775	3.3175	-4.00

三、境内资金市场

本周央行累计开展500亿7天逆回购并续作6000亿1年MLF,有500亿逆回购及7000亿MLF到期,实现净回笼1000亿元。资金面整体前松后紧,利率水平较上周有所下行。本周伊始,市场关注点在于MLF续作。周一央行平价缩量续作MLF后,资金面随即转松。直至周四周五资金面再次收紧。截至周五收盘,R001报2.09%,一周累计下行12bps。R007报2.14%,一周累计下行7bps。

同业存单方面,本周累计公告发行约5478亿元。收益率呈下行趋势,1Y大行2.64%至2.68%波动,周二及周四市场需求较好。

央行目前保持了一定的克制,仍维持MLF利率不变。周五公布的LPR利率也继续按兵不动。虽然7月宏观经济数据的走弱,对货币政策的宽松预期有所支撑。但如果降息迟迟无法兑现,那么市场存在一定回调的可能性。从流动性总量来说,预计仍将保持合理充裕水平。建议关注央行后续公开市场操作。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	8月20日	8月13日	涨跌(bp)	8月20日	8月13日	涨跌(bp)	8月20日	8月13日	涨跌(bp)
1月	1.97	1.99	-1.8	2.03	2.05	-1.8	2.10	2.12	-1.8
3月	2.26	2.29	-3.0	2.32	2.35	-3.0	2.43	2.45	-2.0
6月	2.49	2.47	2.0	2.55	2.53	2.0	2.66	2.64	2.0
9月	2.56	2.59	-3.5	2.62	2.65	-3.5	2.75	2.76	-1.5
1年	2.65	2.67	-1.5	2.71	2.73	-1.5	2.87	2.91	-3.5

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周,利率互换市场收益率整体下行。从市场行情来看,Repo端,5Y Repo从2.71%下行3bps到本周收盘的2.68%,1Y Repo

从 2.345% 下行 2.5bps 到本周收盘的 2.32%。1x5 Repo 曲线从 36.5bps 略微变平到 36bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 3.13% 下行 3bps 到 3.10%，1Y Shibor 从 2.6075% 下行 3bps 到 2.5775%。

本周，利率互换表现强劲，主要受以下几方面的影响：第一，本周一 MLF 数据公布，央行缩量续做到期的 MLF，利率维持在 2.95% 的水平，续作量虽有所减少，但是仍超出市场预期。第二，由于强降水、台风、疫情反扑和隐性债务化解等的多重影响，7 月工业增加值、投资、消费数据均不及预期。第三，国债和地方债的放量发行并未给市场带来严重冲击，资金面超预期宽松，市场配置力量仍强，多头情绪高涨。第四，10 年期国债期货创一个多月以来最大升幅，市场情绪较暖，一些原本准备等待收益率回调后上车的机构提前上车，带来一波抢跑行情。

展望后市，Jackson Hole 会议临近，美联储“鹰派”声再起，按照目前美联储官员的表态，其已接近达成一项共识，即如果美国经济继续复苏，美联储将在大约 3 个月内开始缩减资产购买计划等。8 月 LPR 利率保持不变，意味着下半年宏观政策重心在向稳增长方向切换。本周市场收益率下行，包含了对经济增速放缓、货币政策宽松的预期。周五资金面收紧，叠加本周抢跑行情的出现，预期下周市场波动会加剧，建议要做好仓位控制，谨慎追涨。

2、外汇掉期

周一 MLF 续做规模超预期乐观，银行间市场资金面短暂偏紧后很快缓和。周中 DR001 曾一度跌落至 1.7%，DR007 跌落至 2%。同时，即期价格走高也带来一定掉期卖需出现，但最终并未形成掉期价格的有效下行。一方面是在更长时间维度上，部分机构预计中美利差最终将收窄，因此所建立的空头需要短端回补；其二是再次临近月末，境内大型机构调整美元头寸的需求支撑短端价格，令其即便是在人民币利率维持低位的情况下，掉期曲线仍然呈现易涨难跌的特点。三是离岸价格高于在岸价格，套利交易使得在岸价格受离岸牵引，难以下行。具体价格方面来看，TN 除周初短暂下行后，其他大部分时间均在 4 以上成交。2 周至一个月跨月期限附近遭遇大量买盘，跨月一天掉期成交价在 12。一年在 1585 附近反复成交。在上顶下有底的情况下，长端掉期未能走出大的趋势性行情。

展望后市，宏观经济数据不佳令市场对于后续降准乃至降息充满期待。但是政府地方债以何种数量和节奏发行、降准是以何种场景触发等一系列预期仍存在分歧，此外美联储何时缩减购债规模以及退出 QE 也有待商榷。因此，预计掉期长端将维持低波动状态，直至出现重大政策变化。而短期内，月末时点上，掉期短端价格容易上涨。交易策略上可顺势买入短期限，随后择机卖出，获胜概率较大。

五、中资离岸债券

日期	发行人	币种	发行币种	信用评级 (穆迪/标普)	货币	期限 (Y)	初始溢价	最终溢价
2021/8/18	中国财险集团	美元	3	-/A+	USD	5.00	T+100bps area	T+100bps
2021/8/18	渤海投资集团	美元	3	-/A-	USD	3.00	2.9% area	2.20%
2021/8/18	百度	美元	5.5	A3/-/A	USD	3.00	T+110bps area	T+40bps
2021/8/18	百度	美元	10	A3/-/A	USD	7.00	T+110bps area	T+110bps
2021/8/18	平安集团	美元	3	-/A-	USD	3.00	3% area	2.50%
2021/8/19	安联交安集团	美元	5	A3/-/A-	USD	4.00	T+140bps area	T+90bps
2021/8/19	山东黄金	美元	3	-/BBB+	USD	3.00	3.2% area	2.40%
2021/8/19	山东黄金	美元	5	-/BBB+	USD	3.00	3.5% area	2.80%

一级市场方面：本周亚洲（非日本）美元债券一级市场发行规模较上周 22 亿美元增长逾一倍至 46 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 67%，发行量为 31 亿美元，较上周 17.87 亿美元增长 73%。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 5bps 至 127bps 水平；高收益板块拉宽 20bps 至 834bps 水平。

本周有六家中资企业发行人进行公募新发，共计八笔债券，发行币种均为美元，主要集中在政府融资平台板块及金融板块。其中，山东黄金（-/BBB-/）发行 3 年期 3 亿规模及 5 年期 3 亿美元固定利率债券，最终定价较初始定价收窄分别大幅收窄 80bps/70bps 至 2.4%/2.8% 水平，获得市场踊跃认购，最终有效认购倍数超过 16 倍，分别实现 -30bps/-20bps 的新发溢价。首个交易日，3 年期债券上涨 0.3pt，而 5 年期债券下跌 0.2pt。金融板块方面，中国建银投资（-/-/A+）发行 3 年期 5 亿规模固定利率美元债券，最终定价较初始定价收窄 45bps 至 T+105bps，实现 -15bps 新发溢价，并获得超过 3 倍认购倍数。但首个交易日，债券拉宽 3-5bps。另外，百度（A3/-/A）发行 5.5 年期 3 亿美元及 10 年期 7 亿美元固定利率债券。其中 5.5 年期债券最终定价大幅收窄 70bps 至 T+83bps 水平，首个交易日收窄 5-7bps；而 10 年期债券最终定价收窄 32bps，首个交易日基本在发行价附近徘徊。

二级市场方面：离岸二级市场充满救助华融的消息，目前的非债务重组计划对其海外债券持有人为最佳情况，故该债券价格上涨了 20 个百分点，恢复到 4 月份前的水平。AMC 其它板块也出现反弹，CCAMCL 本周的点差为 25-50 个基点。上周五的一些获利回吐很容易被市场消化。周三，美联储 FOMC 会议纪要公布，大多数美联储官员都认为今年晚些时候应启动 Taper，10 年期美国国债收益率下降 4 个基点，盘中股市下跌约 1%，但与 2013 年相比总体还是相对温和。

科技部门再次成为加强监管的主要焦点，股市对此继续负面反应。更严厉的政策环境放缓了科技公司的扩张计划，反垄断法则使它们面临更大的竞争。由于从云板块到电子商务板块的增长放缓，阿里巴巴的收入两年来首次低于预期。

腾讯公布的季度收入为自 2019 年以来最缓，但仍表示将积极回应监管要求，且追加社会责任捐款，共计 150 亿美元。各互联网巨头也追加了社会责任捐款。债券市场表现仍优于股市。基准的 TENCNT 31 本周仅宽 5 个基点，百度如期发行 10 亿美元的多期美元债，这是其自加强监管以来的首次发债。其他行业无太大波动，目前的焦点转向 HY 特别是恒大集团，市场对其后续发展呈观望态度。

■ 市场观点

本周市场对超预期的 6000 亿 MLF 续作、明显低于预期的经济数据反应钝化，表现为利好出尽行情，但随后因资金面偏松、外围摩擦以及中央财经委员会提出化解系统性金融风险等因素，收益率出现下行。行至当下，市场略显犹豫：一方面，经济增速放缓，货币政策预期宽松，央行有意呵护流动性，市场配置力量较强，债市整体还处于牛市行情；另一方面，当前收益率处于历史低点，且其中已包含货币政策宽松预期，下行空间不大，市场止盈情绪较高，一旦出现不利因素，市场波动较大。策略上我们建议还是暂时以观望为主，不要盲目追涨，下周继续关注资金面情况。

● 执笔人

马晨 徐家盛 王璐珩 陈荃 陈丹颖 樊懿辉 李泽
朱宇奇 吴燧源 林子莹 David Warren 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: Xinquan Liu 刘新铨 电话: 010-66595079

彭博: Xinquan Liu

邮箱: liuxinquan_hq@bankofchina.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