



中国银行固定收益周报

2022.3.7-3.11

■ 市场要闻

融资信息追踪

本周，信用债市场共发行 3935.32 亿元，总偿还量 3300.83 亿元，净融资额 634.49 亿元。其中，AAA 评级总发行量 2694.8 亿元，净融资额 492.36 亿元；AA+ 评级总发行量 698.12 亿元，净融资额 121.13 亿元；AA 及以下评级总发行量 542.4 亿元，净融资额 21.01 亿元。资产证券化市场本周共发行 17 单，总计 246.00 亿元，基础资产包括消费贷款、供应链保理债权、小微贷款、应收账款、不良贷款、汽车贷款、租赁租金等。

■ 市场回顾

一、境内信用债市场

一级信用债方面：

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
22市北高新SCP002	3	270D	AAA	2.40%
22南部新城CP001	6	365D	AA+	3.00%
22锡产业SCP004	4	270D	AAA	2.17%
22乌经开CP001	8	365D	AA+	2.76%
22吴中国太CP001	5	365D	AA+	2.75%
22安徽港航MTN001	7	3Y	AAA	3.25%
22航天电子SCP002	10	180D	AA+	2.60%
22湘投SCP001	5	270D	AA+	2.77%
22淮北建投SCP002	5	270D	AA+	3.49%
22嘉定国资MTN001	3	3Y+2	AA+	3.35%

信用债供给逐步抬升，但资金面紧平衡，投标情绪周内维持清淡，认购倍数普遍不高，中低评级主体收量相对较好。

短融/超短融方面：AA+重庆市南部新城产业投资集团发行 1 年期短融，票面利率 3.0%，达到小区间下限，低估值近 70bps，全场 3 倍左右。AA+淮北市建投控股集团发行 270 天、5 亿超短融，券商认购踊跃，全场 3.4 倍，最终票面利率 3.49%，低估值 25bps。

中票方面：AA+评级的 22 芜湖建设 MTN001，10 亿元、3 年，票面 3.35%，低估值约 6bps，全场 4.14 倍。双向互拨品种中：央企长江电力 3 年期 20 亿，全场 2.41 倍，票面利率 3.09%，低估值约 2bps；5 年期 10 亿，全场 3.82 倍，票面利率 3.44%，低估值约 5bps，保险机构参与认购。招商蛇口发行 3 年/5 年双向互拨中票，两档收量均超 2.5 倍，分别高估值定价在 3.2% 和 3.55%。

担保债券依然受到投资人热捧，由淮安市投资控股集团担保的

22 白马湖 PPN001，全场 5.8 倍、边际 5.7 倍，最终发在中购区间下限 5.0%。AA+苏高新国资担保，AA 苏州科技城发展发行的中票全场收量超 3 倍，票面利率 3.58%。

金融债方面：兴业银行同时发行 3 年期房地产并购和普通金融债，规模分别为 100 亿和 300 亿，最终分别定价在 3.00% 和 2.96%，较国开曲线加点 31 和 27bps。东方资产管理发行 3 年期 100 亿元金融债，全场 2 倍，票面利率 3.15%，低估值发行，较国开曲线加点 43bps。

展望后市，信用债供给预计保持高位，临近缴税截止日，资金面的边际变化将继续影响投标情绪。

二级信用债方面：债市连日调整，信用债抛压甚于利率债，本周信用债收益率全线大幅走升。前半周短融表现平稳，但是中票受债市整体表现疲弱的波及，在震荡中显上行之势。从周四开始，资金面平衡趋紧，短融上行速度加快。最终收益率曲线与上周基本平行。短融和中票成交活跃的行业与往日趋同，均为电力、地产和交运业，绿债、碳中和债活跃度有所提升。城投和非城投的成交量较平衡。永续债和二级资本债亦上行明显。按中债估值来看，3M AAA 短融收益率收盘在 2.52%，上行 9bps；6M AAA 短融收益率为 2.58%，上行 8bps；1Y AAA 短融收益率 2.74%，上行 11bps。1Y-6M 期限利差在 17bps，上升 3bps。按中债估值来看，3Y AAA 估值 3.12%，上行 8bps；5Y AAA 估值 3.55%，上行 10bps。期限利差方面，5Y-3Y 利差走阔 2bps 至 44bps。信用利差大幅走阔，3Y AAA 信用债（相较同期限国开债的）信用利差走阔 12bps 至 48bps；5Y AAA 信用利差走阔 13bps 至 77bps。

周五利率债收益率在双降预期和不及预期的社融数据推动下快速转向下行，全面收复本周前几日的失地，但是信用债尚未快速交投反应，从中债估值看，周五仍是以上行为主。展望后市，首先我们认为信用债价格对利率债会有一定的跟随，但是另一方面，信用债的流动性较利率债并无优势，在政策仍不明朗的情况下，买盘的积极性也会更有限。本周前半周的熊陡走势或许会成为后续继续调整的常见形态，建议在本次价格修复的机会中调整持仓，缩短久期配置。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：本周利率债共发行 4793 亿元，一级招标情绪较弱，招标曲线整体走平。

国债需求一般，发行结果不及预期，各期限付息国债招标结果均高于二级水平，其中 1 年、30 年期的二级成交利率在招标结束后继续上行 3bps 和 1.25bps。

政金债方面：国开债中短端认购较为踊跃，1 年、3 年和 5 年期认购量合计增加 198 亿元，综收较二级分别低 9.26bps、3.92bps 及 1.53bps；长端需求下降，10 年期认购量明显减少 118 亿元，综收较二级低 1.7bps。1、2 年口行债及 5 年农发债认购量出现一定程度下滑，其余期限需求相对稳定，两品种 10 年期综收较二级分别低 0.74bp 和 0.63bp。

地方债本周合计发行 1352 亿元，结果较基准加点 15bps 或

25bps。除 30 年外，其余期限认购情绪整体一般。

展望后市，地方政府专项债发行节奏预计在 3 月中下旬加速，此外需关注本轮多地散发疫情对经济生产的冲击，以及 2 月金融数据公布后市场对宽信用预期的修正程度。

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		
3/7	22农发03	220403	3Y	40亿	2.6100%	3.84	2.63		
3/7	22农发02(增2)	220402	5Y	50亿	2.8490%	3.63	3.63		
3/8	22国开01(增7)	220201	1Y	90亿	2.0068%	4.18	1.32		
3/8	21国开18(增13)	210218	3Y	95.1亿	2.4912%	3.4	2.72		
3/8	22国开03(增2)	220203	5Y	100亿	2.7171%	3.63	2.68		
3/8	22农发清发01(增发3)	92218001	2Y	40亿	2.4847%	3.34	6.79		
3/8	22农发清发02(增发3)	92218002	7Y	40亿	3.0124%	3.9	6.67		
3/9	22附息国债01(续2)	220001	1Y	730亿	加权2.0271% 边际2.0719%	2.7	1.17		
3/9	22附息国债03(续发)	220003	10Y	730亿	加权2.8129% 边际2.8381%	3.33	7.76		
3/9	22农发01(增4)	220401	1Y	60亿	2.1090%	3.34	2.13		
3/9	21农发10(增14)	210410	10Y	70亿	3.1887%	3.19	6.08		
3/10	22贴现国开01	227701	0.25Y	30亿	1.5294%	5.41	3.89		
3/10	22国开04(增2)	220204	7Y	30亿	2.9973%	6.16	1.46		
3/10	22国开05(增7)	220205	10Y	200亿	3.0733%	2.92	1.43		
3/10	22进出666	2203666	0.25Y	50亿	1.5623%	3.61	15		
3/10	21进出13(增15)	210313	3Y	40亿	2.5804%	4.02	1.02		
3/10	22进出05(增5)	220305	5Y	70亿	2.8845%	2.84	15.22		
3/10	22进出10	220310	10Y	70亿	3.1800%	3.38	1.2		
3/11	22贴现国债10	229910	0.25Y	400亿	加权1.8313% 边际1.886%	2.79	4.71		
3/11	21附息国债14(续5)	210014	30Y	200亿	3.4184%	4.05	27.21		
3/11	22进出01(增4)	220301	1Y	60亿	2.1893%	2.07	1.56		
3/11	22进出02(增发)	220302	2Y	30亿	2.5405%	3.65	2.79		

二级利率债方面：本周利率债波动剧烈，最终收益率全线下行。直到周五之前，利率债总体走势疲弱。上周末政府工作报告出台，周央行上缴超一万亿结存利润、大宗冲高回落、CPI 和 PPI 数据出炉等事件均未对债市构成利好。周五上午市场仍然抛压承重，但是下午频传降准降息，买盘开始入场，此后金融数据出炉，社融、新增人民币贷款等数据全面不及预期，各券收益率跳水下行。

截至周五收盘，10 年国债 210017 收报 2.79%，较上周下行 3.75bps；10 年国开 210215 收报 3.10%，下行 2.2bps；中端利率债下行 3-5bps。国债期货方面，T2206 收报 100.22，周涨幅 0.45%；TF2206 收报 101.66，上涨 0.48%。

二月的社融数据扭转了市场对于经济底的判断，也重燃了市场对于宽货币政策的期待，债市局面在周五开始扭转。从短期看，降准降息很有可能会进一步触发快牛行情，市场普遍预期双降近在咫尺，而如果下周预期落空，那么市场也可能在预期落空与仍持续预期中走出震荡行情。但是从中长期而言，稳增长才是政策真正的落脚点，我们上周就提出过，走在前面的宽货币，或许不是加仓入场的信号，而是提供更好卖点的一个机会，如今我们依然维持这一观点。

利率债重点债券跟踪						
券种	期限	代码	剩余期限	收盘价		变动
				2022/3/11	2022/3/4	
国债	5Y	210011	4.7Y	2.5125	2.5775	-6.50
	10Y	210017	9.9Y	2.79	2.8275	-3.75
国开	3Y	210218	2.8Y	2.585	2.63	-4.50
	5Y	210208	4.5Y	2.74	2.815	-7.50
	10Y	210215	9.8Y	3.1	3.122	-2.20
非国开	5Y	210408	4.5Y	2.86	2.915	-5.50
	10Y	210410	9.7Y	3.16	3.2025	-4.25

三、境内资金市场

本周央行累计开展 500 亿元逆回购，有 3800 亿元到期，净回笼 3300 亿元。尽管周初有大额净回笼，本周资金面整体保持

平稳偏松。隔夜及 7 天 DR 中枢上移。加权利率保持稳定，在 5bps 极差内窄幅波动。全市场成交金额维持较高水平，均值在 5 万亿以上。截至本周收盘，DR001 报 2.03%，累计上行 14bps。DR007 报 2.10%，累计上行 7bps。

同业存单方面，本周一级市场累计公告发行约 7841 亿元，其中大行及股份行公告约 4244 亿元，基本持平本周释放额度。光大、兴业可用额度继续减少，农行本周虽有较多可用额度释放，但发行较少。本周除周三受到到期日影响外，其余日期发行人提价到位，基本有较多需求。收益率则继续呈现上行态势，1Y 存单发行收益率从 2.6% 上行 2bps 至 2.62% 位置。但周五午盘，降准降息预期再度升温，二级市场有成交在 2.60%。下周大行及股份行释放可用额度约为 2746 亿元，新增供给潜在压力不大。其中中行、浦发、平安释放较多。发行收益率上行的势头或暂时得到缓解。

下周影响流动性的因素有：(1) 公开市场 500 亿到期。(2) 政府债券净缴款较多，约 3598 亿元。其中周四约 1564 亿元。

(3) 周二为缴准日及缴税截止日。且当天有 1000 亿 MLF 到期，需关注续作作量。1 月宽信用初见成效后，政策进入观察期。但周五公布的 2 月社融数据走弱，市场再次形成降准降息预期。美联储 3 月议息会议在即，或对货币政策有一定制约。关注市场预期差的变化。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	3月11日	3月4日	涨跌(bp)	3月11日	3月4日	涨跌(bp)	3月11日	3月4日	涨跌(bp)
1月	2.37	2.29	8.0	2.43	2.35	8.0	2.48	2.40	8.0
3月	2.38	2.32	6.0	2.44	2.38	6.0	2.49	2.43	6.0
6月	2.49	2.44	5.0	2.55	2.50	5.0	2.65	2.59	6.0
9月	2.55	2.51	4.0	2.62	2.57	5.0	2.72	2.67	5.0
1年	2.61	2.58	3.0	2.68	2.66	2.0	2.78	2.76	2.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周，利率互换市场收益率呈现先上后下的震荡格局。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 2.61% 下行 6.25bps 到本周收盘的 2.5475%，1Y Repo 从 2.22% 下行 5bps 到本周收盘的 2.17%。1x5 Repo 曲线从 39bps 变平到 37.75bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 3.04% 下行 2bps 到 3.02%，1Y Shibor 从 2.5125% 下行 1.25bps 到 2.50%。

本周，利率互换市场收益率呈现先上后下的震荡格局，主要受以下几方面的影响：首先是政策方面，周二晚间央行公告上缴 1 万亿结存利润，这一举措，在货币政策上相当于一次 0.5% 的全面降准，在财政支出的支持上，也相当于增加 1% 的赤字率，这一消息降低了市场原本对于后续降准或降息的预期。加上周三国债招标的结果偏弱，发行利率较高，带动了二级市场债券利率的上行，利率互换收益率也随之上行。其次是受到海外局势的影响，周二乌克兰总统泽连斯基称克里米亚独立等问题可以讨论，俄乌问题迎来曙光，避险情绪有所缓和，海外债市收益率上行，带动国内市场的收益率上行。但是周四的俄乌外长会谈未达成停火协议，乌外长称会谈进展“困难”。加上美国 CPI 再创 40 年新高达 7.9%，欧央行会议也略微超了市场预期加速结束资产购买计划，一系列的事件导致海外债市收益率上行，美债更是冲高至 2.0% 关口。最后是受到了 2 月社融数据和市场传言的影响。周四下午开始市场上流传着社融数据将公布且超出预期的传言，导致市场宽信用情绪升温，利率互换收益率快速上行。周五早盘情绪继续发酵，5Y Repo 最高成交在 2.6425%。直到周五下午，国债期货一路拉升，市场上开始

流传因社融不佳，而且可能双降的传言，利率互换收益率快速下行。最终下午 16 点公布的社融数据远不及预期，而且信贷结构上也是问题重重，居民贷款和企业中长贷数据非常差，企业贷款改善主要靠企业短贷和票据冲量。最终 5Y Repo 下行 9.75bps，报收在 2.5475%。

展望后市，结合 1、2 月社融数据来看，社融多增 4518 亿，政府债多增的 5294 亿是主要支撑，居民端贷款拖累明显。当前稳增长力度仍不足，需要更多的货币和地产政策的支持，降准或降息的空间或进一步打开，宽货币尚未结束。虽然周五晚间并没有宣布降准，市场降准预期的落空可能给下周市场带来一定的回调。但根据 2014-2015 年及 2019-2020 年两轮降息周期来看，一般需要 3 次降息才有望显效。本轮后续重点关注本月 MLF 和 LPR 利率是否会有所调降，如果利率并未调降，那么金融数据不佳的情况下，市场宽货币预期仍在，预计短期将继续维持区间震荡；若是利率有所调降，也要注意利好出尽带来的收益率探底后上行。策略方面，上周提到的短期震荡中期偏空，5Y Repo 互换在 2.65% 下方做波段的策略在本周有成效。后续建议根据 MLF 续作情况合理调整仓位方向，若 MLF 未调降，继续维持短期内区间震荡的观点。

2、外汇掉期

掉期市场价格全周震荡下行。短端方面，人民币资金面维持平衡，银行间一天质押回购利率主要成交在 2% 上方，掉期 tn 单日价格成交在 3.85 附近，相对利率平价水平的溢价在 0.4 个百分点左右，从中期看属于较低水平。跨季末一天价格成交在 23 附近，对一个月附近价格形成支撑。市场对跨月价格较高的定价使得三个月内短端价格在长端下行的过程中体现出一定的黏性，下跌往往滞后于长端。在岸美元流动性出现实质性收紧前预计短端价格将不断获得买盘支撑。长端价格总体受美债收益率影响全周总体走弱。本周超长端实需买盘力量减弱，美债两年期收益率上行，临近周末市场存在人民币政策宽松预期，在上述因素影响下掉期一年价格全周下行 100 点。两年价格也从 1920 附近回落至 1750 附近成交。下周市场将迎来美联储会议，如果美联储如期加息，预计曲线短端的价格波动会放大。长端价格会受人民币资金面政策预期、美债短端收益率和掉期短端价格的影响，预计将宽幅震荡，需要关注美联储官员对于年内加息路径的表态，目前一年价格定价了五次美联储加息，如果市场对于其年内加息预期超过 6 次，掉期长端将继续下行。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美国公布的通胀数据创 40 年新高，美债收益率大幅上行。亚洲（非日本）美元债券一级发行规模在中资发行人的支撑下有所回升，从上周 14.8 亿美元增加至 33 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）发行中占比达 55%，发行量为 18 亿美元，较上周 11 亿美元上升 63%。利差方面，亚洲（非日本）美元债券信用利差整体呈拉宽态势，投资级利差拉宽 12bps 至 164bps 水平；高收益板块，整体拉宽 116bps 至 1202bps 水平。

本周共十二家中资发行人参与公开市场发行，发行板块集中在政府融资平台，发行币种为美元及人民币。其中，政府融资平台方面，河南省铁路建设（A2/-/-）发行 5 年期 1 亿规模固息美元债券，最终定价在 T+150bps 水平。绍兴柯桥国投（-/-/BBB）发行 3 年期 3 亿规模，最终定价较初始定价收窄 15bps 至 3% 水平，实现零新发溢价。另有多笔无评级政府融资平台发行，包括平度城投、嵊州城建、宁海国投等。其他板块方面，申万宏源（Baa2/BBB/-）发行 3 年期 3 亿规模固息美元债券，

最终定价较初始定价收窄 40bps，为本周收窄幅度最大的项目，实现 -5 至 -10bps 新发溢价。上汽通用汽车金融发行 3 年期 10 亿人民币债券，最终定价在 3%。

二级市场方面：本周中资美元债市场波动因素较多。地缘政治持续发酵引发的避险情绪；市场传言中国国企拟投资俄罗斯能源与金属公司的相关股权，引发国际资金担忧相关企业被美国制裁，中国国企标的遭到抛售；市场传言镍价暴涨，建银国际未能按时追加保证金导致银行板块整体受挫，AT1/T2/高级债券呈现显著的估值调整；中概股退市担忧成为对市场的另一重击，科技板块在周五整体走阔 15-25bps。全球利率方面，欧元区拟发行联合债券为能源和国防提供资金，成为本周推动利率上行的第一波动力。此后美国高企的 CPI，ECB 也因通胀高企也意外转鹰，将全球利率水平进一步推高。截至周五收盘，利率水平已经回到了战争爆发之前的水平。然而，利率上行并未持续推升风险情绪，信用债券在周四小幅反弹后，再度疲软。

从指数来看，美国投资级指数本周走阔 11bps，中资投资级指数走阔 20bps。具体板块来看，国企板块本周调整幅度十分显著，油气标的走阔 10-25bps，高波动标的本周则一度走阔 30-35bps。金融标的来看，租赁和资管板块流动性有限，估值整体走阔 20-40bps。银行板块中，二级资本工具本周显著走阔 15bps，高级债券走阔 5-10bps，券商走阔 3-10bps 不等。主权债券走阔 3bps。科技板块本周再度成为重灾区，头部标的走阔 25-40bps；高波动标的流动性有限，走阔约 40-80bps。流动性方面，市场流动性较为一般，头部国企仍然有双向交易，科技板块的流动性整体较差；曲线方面，短端呈现双向交投，中长端基本上以卖压为主，做空与空头回补交织，推动市场估值调整；投资者方面，国际资金持续减仓，中资银行选择性加仓。

■ 市场观点

政府工作报告强化了稳增长的预期。其中，财政发力进一步确认，不过工具使用上有所变化：第一，财政结余下赤字率虽下调，但是预算支出规模比去年扩大 2 万亿元以上；其二，3.65 万亿新增专项债叠加去年四季度开工淡季发行的专项债，显示基建仍是重要抓手；其三，财政收入端的发力超预期，2022 年预计退税减税约 2.5 万亿元，减税降费刺激增强，将有力纾困制造业企业。此外报告中提到“扩大新增贷款规模”，宽信用仍有较大空间。

● **执笔人**

马晨 徐家盛 荀子安 傅吉娜 徐敬旭 李泽 朱宇奇
贲一鸣 林子莹 孟睿 钮锴

审核： 夏季

● **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: Allen Guo 郭启伦 电话: +852 39828852

彭博: Allen Guo

邮箱: guoqilun@bocgroup.com

伦敦

联系人: Xiaoyu Liu 刘霄羽 电话: +0044 20 72828706

彭博: Xiaoyu Liu

邮箱: Xiaoyu.liu@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