



中國銀行固定收益周報

2023.5.8-5.12

■ 市場要聞

融資信息追蹤

本周，信用債市場共發行 1,404.99 億元，總償還量 2,718.02 億元，淨融資額-1,313.03 億元。其中，AAA 評級總發行量 817 億元，淨融資額-1,038.77 億元；AA+ 評級總發行量 295.37 億元，淨融資額-104.11 億元；AA 及以下評級總發行量 292.62 億元，淨融資額-170.75 億元。資產證券化市場本周共發行 13 單，總計 191.18 億元，基礎資產包括小微貸款、租賃租金、應收賬款、供應鏈保理債權、商業房地產抵押貸款、類 REITs 等。

■ 市場回顧

一、境內信用債市場

一級信用債方面：

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
23华能SCP010	40	21D	AAA	1.97%
23沪电力SCP008	25	72D	AAA	2.40%
23豫航空港SCP004	10	180D	AAA	4.73%
23昆明轨道SCP001	10	270D	AAA	5.99%
23中电投MTN016	8	2Y+NY	AAA	3.02%
23龙岩汇金SCP002	5	118D	AA+	2.59%
23滨州城建SCP001	3	180D	AA+	3.00%
23通顺交投CPO01	10	366D	AA+	3.00%
23威海产投MTN001	6	2Y	AA+	3.50%
23江宁国资MTN001	5	2+NY	AA+	3.56%
23新投MTN001	5	3Y	AA+	3.50%

受刷报因素影响，本周一级信用债供给量较少，共 66 只公募债发行，市场认购踊跃，短端中多低估值发行，受到投资人欢迎。短融/超短融方面，AA+滨州城建投资集团发行 3 亿元，180 天超短融，票面 3.0%。AAA 上海电力股份有限公司发行 25 亿元，72 天超短融，票面 2.4%，全场接近 2 倍。AAA 的 23 昆明轨道 SCP001 发行 10 亿元，270 天，票面 5.99%，全场 1.48 倍。AA+ 的 23 通顺交投 CPO01 发行 10 亿元，1 年期短融，票面 3.0%，全场 3.6 倍。中票方面，威海产业投资集团发行 2 年期中票，债券债项 AAA，主体 AA+，发在下限 3.5%。AA+ 新疆投资发展（集团）有限责任公司发行 3 年期 5 亿中票，票面 3.5%，全场 2.7 倍，低估值 24bps，AA+ 评级 2+N，23 江宁国资 MTN001 发在 3.56%，全场 2 倍。AAA 评级 2+N 年期 23 中电投 MTN016 发在 3.02%，全场 3.07 倍。展望后市，就目前已知的下周挂网情况来看，市场供给量保持低位，在流动性维持充裕充裕背景下，整体认购情绪预计保持积极态势。

二級信用債方面：

本周資金面整體寬松，隨著數據公布、下調存款利率等利多因素下，信用品各期限整體上漲。市場開始對基本面利好鈍化，部分買盤表現得略顯保守，止盈情緒升溫，中長端表現不及短端，尤其 3Y 期限收益率下行幅度大幅減少，而 1Y 內品種下行幅度大於上周，曲線在短端略有走陡。

按中債估值來看，3M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.3%，下行 13bps，6M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.41%，下行 10bps，1Y AAA 中短期票據收益率收盤在 2.55%，下行 8bps。1Y-6M 期限利差在 15bps，上升 2bps。按中債估值來看，3Y AAA 中短期票據估值 2.9%，下行 3bps，5Y AAA 中短期票據估值 3.1%，下行 6bps。期限利差方面，5Y-3Y 利差為 20bps，縮窄 3bps。信用利差方面，3Y AAA 信用債（相較同期限國開債的）信用利差走闊 4bps 至 38bps；5Y AAA 信用利差在 45bps，持平上周。

展望後市，基本面上經濟暫處於弱復蘇階段已被達成共識且短期內大幅反轉概率較小；資金面上，雖有央行回籠和繳准等引發的微小干擾時而發生，但短期內貨幣政策難以收緊，對整體寬松基調的判斷維持不變。因此判斷債券收益率大幅上行的風險較小，將繼續維持底部震蕩。下周可關注 MLF 續作情況。

二、境內利率債市場

一級利率債方面：

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
5/8	23农发05	230405	3Y	66.2亿	2.55%	4.1	1.05
5/8	23农发03(增发)	230403	5Y	73.8亿	2.71%	5.48	1.02
5/9	23国开01(增发10)	230201	1Y	100亿	2.1376%	3.52	7.57
5/9	23国开02(增发14)	230202	3Y	100亿	2.4743%	4.43	3.2
5/9	23国开03(增发16)	230203	5Y	130亿	2.6217%	3.79	1.67
5/9	23农发清发02(增发6)	092318002	2Y	70亿	2.4257%	4.64	3.06
5/9	23农发清发01(增发7)	092318001	7Y	40亿	2.8302%	5.02	8.33
5/10	23贴现国债27	239927	0.08Y	200亿	加权1.2757% 边际1.3346%	5.73	5.84
5/10	23贴现国债28	239928	0.17Y	200亿	加权1.5693% 边际1.6137%	4.74	2.08
5/10	23附息国债08(续发)	230008	5Y	850亿	加权2.5114% 边际2.5248%	5.73	4.84
5/10	23进出清发01(增发2)	092303001	3.25Y	20亿	2.5363%	5.96	9.15
5/10	23农发贴现13	2304113	0.25Y	30亿	1.7582%	4.48	8.18
5/10	23农发06	230406	1Y	90亿	2.11%	3.65	2.3
5/10	23农发02(增发8)	230402	10Y	130亿	2.8965%	3.63	116.25
5/11	23进出03(增发3)	2303032	3Y	50亿	1.8505%	5.91	3.64
5/11	23进出05(增发13)	230305	5Y	60亿	2.6405%	4.99	1.57
5/11	23进出10(增发12)	230310	10Y	120亿	2.8657%	3.32	1.06
5/11	23国开清发01(增发16)	092302001	7Y	40亿	2.8136%	3.75	15.75
5/11	23国开13(增发7)	230213	3Y	20亿	2.5484%	8.35	3.29
5/11	23国开05(增发10)	230205	10Y	190亿	2.8135%	3.27	1.87
5/11	21国开20(增发28)	210220	20Y	30亿	3.0951%	4.88	7.41
5/12	23贴现国债29	239929	0.25Y	400亿	加权1.6655% 边际1.7207%	3.35	1.7
5/12	23附息国债11	230011	3Y	850亿	加权2.3026% 边际2.32%	4.28	3.33
5/12	23进出01(增发8)	230301	1Y	80亿	2.027%	3.75	1.15
5/12	23进出02	230302	2Y	40亿	2.35%	5.57	2.42
5/12	23进出07(增发2)	230307	7Y	20亿	2.793%	6.93	2.5

本周利率債共發行 3860 億元，勞動節後第一周整體標購情緒踴躍。國債方面，短期限國債認購情緒火爆，28 天和 63 天發行邊際較二級低 41bps 和 30bps，3 年、5 年期國債邊際接近二級成交。政金債方面，國開債均為增發且發行結果綜收均低於二級市場成交，符合市場預期。農發債短端整體認購情緒較好，92

天、366 天结果低于成交水平 24bps 和 15bps，中长期农发债综收基本与二级持平。口行债方面本周发行 480 亿，其中 3 年、5 年、10 年综收分别较二级低 8bps、6bps 和 5bps。地方债方面，深圳、湖北、辽宁、广西、湖南共发行 24 支 697 亿地方债，其中湖北 30 年、湖南 30 年需求较好，边际分别为 32.38 倍和 23.3 倍。展望后市，下周已知公告的地方债发行量为 2414 亿，节后第二周供给量抬升，市场价格短期限内窄幅震荡。

二级利率债方面：

本周利率债继续向好，收益率曲线走陡。周内资金面保持充裕，短端交投情绪相对积极。长端受益于利好数据而持续探底：周二公布的出口数据仍有韧性，但进口数据不佳指向内需羸弱；周四通胀数据公布，四月 CPI 降至 2 年来新低，报 0.1%。同日下午社融数据公布，贷款数据表现不佳。且有协议和通知存款纳入存款利率自律机制进一步推升多头情绪。全周 MLF 降息预期高涨。与此同时，随着 10Y 国债收益率突破 2.7%，止盈情绪开始影响市场，长端走势不再单向下行，震荡逐渐加剧。

截止周五收盘，按照中债估值看，5Y 内国债和国开债的收益率走低 5-8bps，5Y 以上关键期限利率债收益率下行 2-4bps。10 年国债活跃券 230004，收报 2.705%，下行 2.5bps；10 年国开 230205，收报 2.8675%，下行 2.6bps。国债期货主力合约 TL2306 收报 97.35，下跌 0.1 元。T2306 收报 101.755，上涨 0.1 元。TF2306 收报 101.885，上涨 0.145 元。

目前看来，地产仍在磨底，A 股走势趋弱，经济修复动能不高，基本面改善温和。下周的 4 月经济数据将落地，预计表现一般。投资者对此“弱现实”已作出定价，因此经济数据的出炉对债市的边际影响可能有限。我们认为收益率的进一步下行阻力偏大，若要在此基础上继续下行，需要资金面超预期宽松。建议关注 MLF 续作情况，以及税期的资金面情况，警惕大幅回调。

三、境内资金市场

本周央行累计开展 100 亿元 7 天逆回购，到期 360 亿元，净回笼 260 亿。资金面供需两旺，整体较宽松，日内往往减点成交。大行净融出回升至 4 万亿水平，市场成交量及回购余额分别上升至 8 万亿及 11 万亿。隔夜期限价格小幅下行，本周 DR001 均值为 1.23%。且全市场成交占比上升至 90% 以上。截至本周收盘，DR001 报 1.32%，累计上行 9bps。DR007 报 1.81%，累计上行 3bps。

同业存单方面，一级市场累计公告 5853 亿，且在二级市场带动下，发行收益率整体下行。3M 期限在周二需求较好，募集在 2.3% 位置。其余交易日则供需清淡，周五二级成交在 2.2%。1Y 期限方面，周三周四二级利率持续下行，1Y 发行收益率相应回落至 2.42%-2.43% 位置。周五小幅反弹，1Y 募集在 2.43%-2.44%。下周大行及股份释放可用额度约 2765 亿。

展望后市，下周公开市场到期 120 亿元，政府债券净缴款约 4036 亿元。周二有 1000 亿 MLF 到期，周四为缴税截止日。资金面存在收紧的可能，市场杠杆或将回落。且当前市场存在一定的降息预期，建议关注央行相关操作。

同业存单收益率曲线

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	5月12日	5月5日	涨跌 (bp)	5月12日	5月5日	涨跌 (bp)	5月12日	5月5日	涨跌 (bp)
1月	1.94	2.07	-13.0	2.00	2.13	-13.0	2.05	2.18	-13.0
3月	2.19	2.34	-15.0	2.25	2.40	-15.0	2.37	2.50	-13.0
6月	2.29	2.40	-11.0	2.35	2.46	-11.0	2.47	2.56	-9.0
9月	2.38	2.49	-11.0	2.45	2.55	-10.0	2.58	2.66	-8.0
1年	2.43	2.52	-9.0	2.50	2.62	-12.0	2.66	2.74	-8.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周，利率互换市场收益率大幅下行。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 2.705% 下行 10.5bps 至本周收盘的 2.60%，1Y Repo 从 2.2575% 下行 12.75bps 到本周收盘的 2.13%。1x5 Repo 从 44.75bps 变陡到 47bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 3.0675% 下行 9.75bps 到 2.97%，1Y Shibor 从 2.48% 下行 10.25bps 到 2.3775%。

本周，利率互换市场主要受以下几方面的影响：首先，资金面持续宽松，资金价格下降导致融资成本降低，全市场隔夜回购加权平均利率从 1.5% 降到 1.25%，全市场 7 天回购加权利率在 1.9%-2.0%；其次，由于部分银行下调存款利率点燃的多头情绪持续蔓延，国债期货再次触及前期高点，每一次小幅回调之后会迎来更大的涨幅，前期踏空或者仓位不足的机构本周跑步进入现货市场，使此轮行情表现出一种现货带动衍生品的现象；最后，周四公布的社融数据远不及预期，进一步验证下行趋势，再次坚定多头信念。

综上所述，社会总需求不足，银行缩表趋势已初露端倪，存款利率下降叠加债市走强，会增加“存款搬家”的程度，且权益市场近期走势较弱，直接效果是理财规模增长较快，理财主要配置方向为 3 年内信用债，之后信用利差或有所减小，利差缩小到一定程度或带动利率品种下行。策略方面，由于前期涨幅过快，后续增长速度或有所放缓，但还未有明显的转向信号，注意控制交易节奏。

2、外汇掉期

本周银行间掉期市场维持震荡，其中一年掉期价格波动区间在 [-1930, -1820]。美联储加息周期进入最后时段的进程相对确定，但确切的机会及时点则处于模糊状态。非农以及 CPI 数据令加息预期出现波动，但波动相对温和。人民币流动性则保持宽裕，一定程度上令掉期曲线承压。

具体价格方面，周五晚间超出预期的非农数据使得押注美联储年内降息热情下降，美元 IRS 利率上行，掉期于 -1820 跌至 -1845。人民币隔夜利率则保持在 1%，叠加美元拆借市场偏紧张，隔夜掉期成交价格大幅低于利率评价水平。这一市场行情一直延续至周三早盘，彼时一年掉期最低探至 -1930。周三午后美元流动性紧张情况似乎得到缓解，掉期价格走升至 -1895。周四晚间美国 CPI 数据符合预期，但对于市场而言并未形成太大波澜。周五市场出现关于中国央行或将调整 MLF 利率的传言，带动掉期尾盘下跌，一年掉期最低成交至 -1930。

展望后市，需要继续关注美国经济数据表现和重要官员对于当下通胀水平的表态以确认美债收益率的顶部。此外，中国经济复苏处于换挡期，关注国内货币政策的动向。

五、中资离岸债券

一级市场方面：美债收益率整体小幅上行。根据彭博“亚洲除

日本 G3 货币债券” 排行榜，本周亚洲（非日本）G3 货币债券发行规模由前周 9 亿美元等值回升至 21.74 亿美元等值，其中中资发行占比约 77%。利差方面，亚洲（非日本）美元债券信用利差走势不一，投资级利差收窄 1bp 至 136bps 水平；高收益板块走宽 25bps 至 1037bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 6 笔中资共计发行约 21.87 亿美元等值债券。发行币种包括离岸人民币和美元；板块包括城投和金融机构。中国进出口银行（-/A+/-）发行 3 年期 15 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 40bps 至 T+35bps，为本周最大规模发行，实现-5bps 溢价。湘潭城乡建设发展集团以长沙银行备证形式发行 3 年期 7.133 亿离岸人民币无评级固息自贸区债券，最终定价为 4.5%。海通证券（-/BBB/-）发行 3 年期 28 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 35bps 至 3.2%，发行实现-10bps 溢价。长兴城市建设投资集团有限公司以南京银行备证形式发行 3 年期 2 亿离岸人民币无评级固息自贸区债券，最终定价为 3.75%。陕西省西咸新区空港新城开发建设集团以南京银行备证形式发行 3 年期 5000 万美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 30bps 至 6.2%，公允价格在 6.3% 水平，这是本周定价最高的发行。成都新津城市产业发展集团以成都银行备证形式发行 3 年期 7.07 亿离岸人民币无评级固息自贸区债券，最终定价为 3.8%。

二级市场方面：美国通胀显露放缓迹象，4 月 CPI 同比涨幅回落至 5% 以下，市场预期 9 月份开始降息。欧元区消费者通胀预期显著攀升，行长拉加德称遏制通胀的努力尚未结束，多位官员暗示紧缩周期可能会持续到夏季之后。美债和德债仍在区间内窄幅震荡。

信用市场方面，美国和亚洲投资级指数变动不大。亚洲市场方面，低买高卖的区间交易模式仍在。低波动板块整体仍在小幅收窄。科技板块信用利差波动主要跟随利率变动。资管板块在周五有一定程度的收窄。金融板块方面，租赁和部分券商名字仍有买盘。短久期标的卖压整体仍然较大。新发中国进出口银行二级市场表现卖压较大，较新发水平走阔约 3bps，但是综合收益率整体下行。

■ 市场观点

债市下行的底在哪里？从套利空间看这取决于短端的下行动能何时衰竭，基本面只决定了债市下行的开端，但无法给出持续时间。从同业存单的角度看，目前点位虽仍有下行空间，但已经逐步逼近去年四季度 2.41% 的低点，而资金利率的中枢较去年四季度已有显著抬升，因此除非超预期降息出现，否则同业存单继续快速下行已有阻力。相应地，中长端债券主基调是低位运行，但已经处于下行周期的中后阶段。此前每逢回调均有未上车的资金买入，也使长债逐步逼近去年低位。目前短端经过快速下行，套利空间逐渐逼仄，因而长端的下行动能释放过程也将随后进入瓶颈期。而前半月，地产销售超季节性回落，工业生产多数回落，水泥、钢铁等建材等需求走弱，但经济的韧性未必如高频数据那般出现断崖，温和回暖的概率大于继续恶化的概率。数据上看，2023 年 2 月开始居民存款增速已经开始逐渐回落，内生动能或将在二季度末有所好转。因而我们建议短期内把握节奏，债市底部就在不远处了，一个月内若接近去年低点谨慎为上。

● 执笔人

马晨 洪豆 王文静 戴依洋 徐敬旭 金艺玲 李泽
蔡晓彤 吴燧源 孙奕文 孟睿 钮锴

复核： 陈天翔

● 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