



中國銀行固定收益周報

2023.5.15-5.19

■ 市場要聞

融資信息追蹤

本周，信用債市場共發行 3195.68 億元，總償還量 2606.87 億元，淨融資額 588.81 億元。其中，AAA 評級總發行量 2412 億元，淨融資額 838.05 億元；AA+ 評級總發行量 305.58 億元，淨融資額 -122.36 億元；AA 及以下評級總發行量 478.1 億元，淨融資額 -126.88 億元。資產證券化市場本周共發行 21 單，總計 317.92 億元，基礎資產包括消費貸款、小微貸款、租賃租金、應收賬款、不良貸款、供應鏈保理債權、汽車貸款、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华能水电GN009	3	120D	AAA	2.33%
23青岛海控SCP002	10	265D	AAA	2.85%
23豫航空港SCP005	10	270D	AAA	4.87%
23光大绿环GN001	10	3Y	AAA	3.20%
23河钢集MTN007	10	3Y	AAA	3.76%
23渝高速MTN001(乡村振兴)	5	5Y	AAA	3.24%
23铁道09	70	10Y	AAA	2.99%
23铁道10	130	30Y	AAA	3.27%
23苏交通MTN001A	10	3Y	AAA	2.80%
23苏交通MTN001B	10	10Y	AAA	3.39%
23瀚瑞投资SCP006	2	180D	AA+	3.80%
23晋中公用SCP001	2	270D	AA+	2.83%
23淮北建投MTN003	5	2Y	AA+	4.40%
23合川投资SCP002	7	270D	AA	4.50%

本周后半周信用债供给逐步放量，一级市场情绪踊跃，大幅低估发行屡见不鲜。短融方面，23 豫航空港 SCP005，AAA 地方国企，270 天，动态发行发满 10 亿，票面利率 4.87%，低于估值 12bps。中票方面，23 苏交通 MTN001A，3 年，5 亿，最终票面 2.80%，低于 2.4 年债券 5.5bps。23 苏交通 MTN001B，10 年，15 亿，全场 3.91 倍，最终票面 3.39%，创下 10 年期中票最低票面记录。23 豫交投 MTN004，3+N 年普通永续，票面 3.36%，低于估值 1bp，永续利差 30bps。国铁集团发行 10 年期、30 年期铁道债，10 年期票面利率 2.99%，低估值 1bp；30 年期票面利率 3.27%，高估值 2.5bps。金融债方面，光大

银行、民生银行 3 年期金融债均定价 2.68%。进出口行 5+5 年二级资本债定价 3.13%，较 5 年期口行债加点约 40bps。

展望后市，无增量因素下信用债一级市场预计仍将保持火热行情。

二級信用債方面：

本周債券市場在各方面情緒主導下走出窄幅震盪走勢，信用債收益率較上周小幅波動，期限利差變動幅度較小，3-5Y 期信用利差幾無變化。

按中債估值來看，3M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.29%，下行 1bp，6M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.38%，下行 3bps，1Y AAA 中短期票據收益率收盤在 2.55%，與上周持平。1Y-6M 期限利差在 18bps，走闊 3bps。按中債估值來看，3Y AAA 中短期票據估值 2.92%，上行 3bps，5Y AAA 中短期票據估值 3.11%，上行 1bp。期限利差方面，5Y-3Y 利差為 19bps，小幅縮窄 1bp。信用利差方面，3Y AAA 信用債（相較同期限國開債的）信用利差維持在 38bps；5Y AAA 信用利差上升在 45bps。

展望后市，当前债券市场博弈情绪占主导，在趋势性方向上，无基本面和货币政策等方面的增量信息支撑，短期内仍以震荡为主。此外，近期理财规模有所回升，在基金和理财等资管配置压力有利于信用市场，可继续关注流动性较好的资产并控制久期。

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
5/15	21农发09(增发16)	210409	3Y	40亿	2.3634%	4.18 1.54
5/15	23农发05(增发)	230405	3Y	60亿	2.5019%	3.77 2.1
5/15	23农发03(增发9)	230403	5Y	70亿	2.6553%	3.91 1.5
5/16	23国开06	230206	1Y	120亿	2.1%	3.78 11.64
5/16	23国开02(增发15)	230202	3Y	100亿	2.4314%	3.65 53.87
5/16	23国开03(增发17)	230203	5Y	120亿	2.5765%	3.33 1.51
5/16	23农发清发02(增发7)	092318002	2Y	70亿	2.3957%	3.8 2.12
5/16	23农发清发01(增发8)	092318001	7Y	40亿	2.8099%	4.82 1.27
5/17	23附息国债05(续2)	230005	2Y	850亿	加权2.183% 边际2.2297%	4.66 5.32
5/17	23附息国债06(续2)	230006	7Y	850亿	加权2.6575% 边际2.6721%	4.68 1.69
5/17	23进出清发01(增发3)	092303001	3.25Y	20亿	2.516%	4.95 2.5
5/17	23农发06(增发)	230406	1Y	90亿	2.1436%	2.49 2.75
5/18	23国开清发01(增发17)	092302	7Y	40亿	2.8125%	3.33 1.63
5/18	23国开13(增发8)	230213	3Y	20亿	2.5911%	6.08 12.2
5/18	23国开10	230210	10Y	200亿	2.82%	3.31 3.41
5/18	21国开20(增发29)	210220	20Y	30亿	3.119%	5.28 2
5/18	23进出03(增发4)	230303	3Y	50亿	2.5278%	4.21 1.39
5/18	23进出05(增发14)	230305	5Y	60亿	2.6974%	3.82 1.2
5/18	23进出10(增发13)	230310	10Y	120亿	2.9194%	3.1 2.85
5/19	23贴现国债30	239930	0.25Y	400亿	加权1.6436% 边际1.6882%	3.97 5.36
5/19	23附息国债09(续发)	230009	30Y	230亿	3.0775%	4.21 1.38
5/19	23进出01(增发9)	230301	1Y	50亿	2.015%	6.05 1.09
5/19	23进出02(增发)	230302	2Y	50亿	2.3889%	5.28 1.29
5/19	23进出07(增发3)	230307	7Y	20亿	2.8112%	5.36 5.25

國債招標結果整體符合預期。周三 2 年、7 年國債邊際綜合收益率分別低於二級 1.3bps、0.5bp，周五 30 年國債綜收低於二級 0.3bp，91 天貼現國債邊際綜合收益率低於二級 22.2bps。政金債方面，本周整體認購情緒轉弱，單支認購量平均低於上

周50亿元左右，收益率以环比上行为主，但综收基本均低于二级。1年期低于二级6-12bps左右，2-7年低于二级2-3bps左右，10年及以上政金债除10年国开债低于二级3.3bps其余基本持平二级。地方债方面，广东、安徽等地区发行地方债2824亿元，广东债均较国债五日均值加点下调为5bps。

展望后市，在深圳、广东等地区陆续调整地方债一级定价规则后，发达地区或将跟进降低地方债融资成本。

二级利率债方面：

本周利率债震荡盘整，股债跷跷板效应显著，收益率先上后下，最终收益率和上周相比小幅走升。此前部分投资者预期的政策利率降息在本周并未实现，周一MLF小额超量续作，利率保持不变。周二公布经济数据，验证了当下经济分化复苏的态势，符合市场的低预期，但是由于先前市场对基本面的定价已较为充分，债市短暂走出“利好出尽”的行情。此外，人民币汇率破7整数关口也影响了市场对后续货币政策的预期，止盈情绪占据上风。总体而言，前半周利率债下跌为主。后半周，随着股市回落，在无明显利空的情况下，观望买盘再行买入，利率债小幅上涨。

截止周五收盘，按照中债估值看，各期限利率债收益率普遍上行1bp左右。10年国债活跃券230004，收报2.715%，上行1bp；10年国开230205，收报2.8775%，上行1bp。国债期货主力合约TL2306收报97.27，下跌0.05元。T2306收报101.715，上下跌0.015元。TF2306收报101.86，下跌0.025元。

本周利率调整，我们认为主要原因是先前“涨多了”，止盈情绪主导卖盘出货。比较超预期的触发因素则是汇率压力增大，国内经济趋弱、美联储态度偏鹰、以及海外软着陆预期抬头等多原因影响之下，人民币汇率破7。但是我们认为汇率压力对货币政策的传导较有限，“以我为主”平稳充裕的资金环境仍有望延续。而另一方面，基本面的增长斜率较难在短期内大幅改善，空头支点不足。展望后市，在无超预期政策出台的情况下，我们认为市场偏强震荡的概率仍大。

三、境内资金市场

公开市场方面，本周央行累计开展100亿元7天逆回购，到期120亿，净回笼20亿。MLF操作维持平价增量，本周到期1000亿，续作量为1250亿。货币市场方面，（1）资金面整体维持宽松，但周五午盘受税期走款影响，整体收紧。其余交易日较为稳定。（2）市场成交活跃，市场成交量及回购余额均维持高位。质押式回购日均成交量在7.8万亿，其中隔夜占比90%以上。资金供给充裕，非银需求旺盛，大行净融出余额在4万亿。（3）隔夜价格上行明显，但跨月价格不贵。本周DR001均值为1.46%，较上周均值上行28bps。14天跨月价格2.0%左右。截至本周收盘，DR001报1.40%，累计上行9bps。DR007报1.87%，累计上行7bps。

同业存单方面，本周一二级市场整体活跃，累计公告5779亿元，其中大行及股份制公告2363亿。二级收益率先上后下。周一MLF降息落空后，存单开始小幅回调，至周四上行至2.48%左右，周五成交在2.47%。一级发行收益率走势与二级保持一致。周四周五两天市场需求较好，1Y周四提价至2.49%有大量募集，周五募在2.47%。3M周四募在2.25%，周五回落至2.23%。下周存单到期量较大，大行及股份制释放可用额度约5600亿元。

展望后市，下周公开市场累计到期100亿，政府债券净缴款约2624亿元。税期走款影响持续，资金价格暂时或难以回落，但流动性总量较为充裕，平稳的格局有望延续。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	5月19日	5月12日	涨跌 (bp)	5月19日	5月12日	涨跌 (bp)	5月19日	5月12日	涨跌 (bp)
1月	1.96	1.94	2.0	2.02	2.00	2.0	2.07	2.05	2.0
3月	2.22	2.19	3.0	2.28	2.25	3.0	2.33	2.37	-4.0
6月	2.31	2.29	2.0	2.37	2.35	2.0	2.45	2.47	-2.0
9月	2.41	2.38	3.0	2.48	2.45	3.0	2.57	2.58	-1.0
1年	2.46	2.43	3.0	2.53	2.50	3.0	2.67	2.66	1.0

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出前高后低的震荡走势。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从2.63%下行2.5bps至本周收盘的2.605%，1Y Repo从2.165%下行2.75bps到本周收盘的2.1375%。1x5 Repo从46.5bps变陡至47.25bps。Shibor端，5Y Shibor从2.96%上行0.75bp到2.9675%，1Y Shibor从2.385%下行0.25bp到2.3825%。

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，7天回购利率和3M shibor都暂不具备大幅上行的条件；其次，本周二公布的4月工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额数据均低于预期；最后，上周利率的快速下行存在“抢跑”行情，本周一到四的走势则包含了“止盈”因素，直到周五午盘后，海外资金在大量做多5y repo，使得利率互换市场收盘利率恢复到了上周五的收盘利率附近。

综上所述，之前商业银行存款利率下调导致的“快牛”暂时告一段落，短时间内没有明显的上行或下行影响因素，短期内以震荡为主，后期主要关注大资金的配置方向以及债券供给情况。策略方面，在趋势不明显的情况下，交易情绪容易放大震荡的幅度，短期内存在日内或周内的交易机会。

2、外汇掉期

本周掉期曲线触底回升，人民币资金面维持宽松及美元利率走升共同推动掉期下行。其中隔夜掉期最低跌至一天-8点附近。1年掉期周内震荡下行，周五在跌至年内低点-2185后触底回升，周五收报-2110。超远期受卖盘打压下行幅度更甚，曲线形态整体陡峭化。

本周掉期下行主要原因有如下两点：一是中美利差倒挂加大。尽管中国降息预期落空，但在中国经济弱复苏前景下，人民币利率将在较长时间维持相对低位成为市场共识。美元方面，市场前期过于乐观的降息预期有所消退。联邦基金利率期货显示美联储7月加息25bps的概率超过了20%，而一周前市场还预计7月将降息。在此背景下，中美利差重新走阔，2年期中美国债利差倒挂超过200bps。利差走阔带动人民币即期汇率走贬的同时，也对掉期曲线形成压制。二是供需因素驱动。从外汇局银行代客远期结售汇数据看，从去年10月开始已经连续7个月实现净结汇，月度远期净结汇规模从去年底的不足150亿美元上涨至4月的接近300亿美元。同时，即期汇率持续上行，客户远期逢高结汇意愿较浓，供需失衡导致掉期曲线持续承压。

在以上因素共同推动下，掉期曲线周内持续下行，周五1年掉期跌至-2185的年内低点。周五下午，央行发布新闻称“强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏”、即期汇率

应声走强，人民币掉期中长端触底回升，1 年掉期反弹至-2110。

展望后市，中美利差走阔并未得到根本扭转，掉期曲线可能仍将维持低位宽幅震荡。需要密切关注中美货币政策走向，同时警惕预期反转对市场目前较为拥挤的空头头寸形成挤压。

五、中资离岸债券

一级市场方面：美债收益率整体上行。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 21.74 亿美元等值继续升至 31.29 亿美元等值，其中中资发行占比约 25%。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 5bps 至 131bps 水平；高收益板块走宽 37bps 至 1074bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 8 笔中资共计发行约 14.5 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。主要发行有，中银航空租赁（-/A-/A-）发行 5 年期 5 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 40bps 至 T+120bps，为本周最大规模发行。山东高速集团有限公司（A3-/A）发行 3 年期 3 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 60bps 至 5.1%，为本周最高定价发行。重庆市涪陵实业发展集团有限公司发行 3 年期 11.4 亿离岸人民币无评级固息自贸区债券，最终定价为 4.9%。中国信达（香港）控股有限公司发行 3 年期 15 亿离岸人民币无评级固息自贸区债券，最终定价较初始价格指引收窄 35bps 至 3.7%。仙居县城市建设发展集团有限公司以杭州银行备证形式发行 3 年期 7.78 亿离岸人民币无评级固息自贸区债券，最终定价较初始价格指引收窄 20bps 至 3.7%。

二级市场方面：宏观市场方面，本周美联储鹰派言论不断，市场加大对 6 月加息的押注。债务上限问题悬而未决。美国利率市场随着大规模的一级新发债券，推动利率不断上行。曲线平坦化。年内降息预期从此前的 70bps 调整为周五收盘的 50bps。

信用市场方面，本周随着利率的逐步走高，投资者加仓热情更为踊跃。美国投资级指数收窄 2bps，亚洲投资级指数收窄约 5bps。市场无惧利率上行，国企标的进入市场最窄水平。先正达申请上交所主板上市，推动曲线收窄约 10bps。收到积极风险情绪的影响，科技板块本周收窄 2-5bps。韩国、澳洲等金融机构名字本周小幅收窄。整体上，买盘相对旺盛。

■ 市场观点

近期市场对经济的预期转弱，主要源于多项经济指标低于预期。因此可以看到近两个月以来 10 年期国债利率持续下行，且在 4 月下旬利率加速下行，结合股票方面，近一段时间 A 股震荡回调，股债的相反表现反映了投资者对国内经济是否能够有效复苏的疑虑。这决定了这一阶段的利率走势以低位震荡为主。但是综合股债来看，由于市场已经定价了经济数据，而在基数效应下，接下来除非环比继续保持弱势，否则底部就在附近，因此利率下行的动能有所限制。建议近期以防守为主，特别是长久期债已经交易较为拥挤的情况下，需适当控制久期。

● 执笔人

马晨 赵红彬 周静 戴依洋 徐敬旭 金艺玲 李泽
蔡晓彤 李璐 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