



# 中國銀行固定收益周報

2023.9.18-9.22

## ■ 市場要聞

### 融資信息追蹤

本周，信信用債市場共發行 5018.12 億元，總償還量 3410.28 億元，淨融資額 1607.83 億元。其中，AAA 評級總發行量 3168 億元，淨融資額 1025.33 億元；AA+ 評級總發行量 987.33 億元，淨融資額 449.02 億元；AA 及以下評級總發行量 862.79 億元，淨融資額 133.48 億元。資產證券化市場本周共發行 50 單，總計 442.16 億元，基礎資產包括消費貸款、小微貸款、租賃租金、應收賬款、供應鏈保理債權、不良貸款、類 REITs、商業房地產抵押貸款、棚改/保障房等。

## ■ 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				
債券簡稱	發行量 (億)	期限	主體評級	票面利率
23津城建SCP062	15	45D	AAA	3.19%
23魯高速股SCP007	10	88D	AAA	2.41%
23濰博城運MTN004A	10	1Y+1Y	AAA	3.20%
23濰博城運MTN004B	10	2Y	AAA	3.95%
23深圳地鐵MTN003A	10	2Y	AAA	2.78%
23京能國際MTN001	10	2Y+NY	AAA	3.68%
23華能MTN015	20	2Y+NY	AAA	3.08%
23冀建投MTN001A	5	3Y	AAA	3.05%
23甬開投MTN002	10	3Y	AAA	2.95%
23冀建投MTN001B	5	10Y	AAA	3.55%
23深圳地鐵MTN003B	15	10Y	AAA	3.27%
23平湖國資SCP003	6	265D	AA+	2.72%
23贛州城投SCP003	5	270D	AA+	2.90%
23花園CP002	5	365D	AA+	5.00%
23寧波經開CP001	10	366D	AA+	2.68%
23信陽建投MTN006	4	3Y	AA+	5.20%

信用債方面，根據協會數據，本周簿記發行 295 只，發行規模 2319.18 億。市場情緒在週一至週三較弱，週四至週五略有恢復，城投債需求較好。

短融超短方面，23 平湖國資 SCP003，AA+ 評級，發行規模 6 億，期限 265 天，票面利率 2.72%，低估值 3bps，全場認購倍數 4.57 倍。23 寧波經開 CP001，AA+ 評級，發行規模 10 億，期限 1 年，票面利率 2.68%，低估值 10bps，全場認購倍數 4.18 倍。

中票方面，23 深圳地鐵 MTN003，AAA 評級，2 年和 10 年期，發行規模 25 億，票面利率 2 年期 2.78%，10 年期 3.27%。票面利率持平估值，全場認購 3.42 倍。23 華能 MTN015，AAA 評級，發行規模 20 億，2+N 年永續中票，票面利率為 3.08%，低估值 2bps，全場 3.675 倍。

金融債方面，本周中行發行 600 億二級資本債，5+5 期限和 10+5 期限各 300 億，票面利率 5+5 期限為 3.25% 持平估值，10+5 期限為 3.37%，由於發行規模較大略高於估值。建行發行 300 億永續債，票面利率 3.37%，持平估值。交行發行 300 億金融債，票面利率 2.70%，持平估值。

進入季末，由於資金面預期不明，投資人普遍較為謹慎，一級配置需求減弱。關注下週央行跨季的操作及市場情緒變化。

#### 二級信用債方面：

本周信用債各期限走勢分化，曲線結構化走陡。具體來看，1Y 內品種受資金面影響，前半周收益率大幅上行，隨著央行 OMO 持續投放，週三起資金面邊際轉松，短端情緒有所修復，收益率開始窄幅震盪；1Y 以上收益率走勢震盪，週初情緒較弱導致收益率上行，隨後股債跳躍板作用下信用債收益率先下後上。

按中債估值來看，3M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.38%，上行 5bps；6M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.48%，上行 2bps；1Y AAA 中短期票據收益率收盤在 2.54%，下行 1bp。3Y AAA 中短期票據估值 2.84%，下行 2bps；5Y AAA 中短期票據估值 3.05%，上行 1bp。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 6bps，收窄 3bps。5Y-3Y 利差為 21bps，走闊 3bps。信用利差方面，3Y AAA 信用債（相較同期限國開債的）信用利差收窄 3bps 至 38bps；5Y AAA 信用利差收窄 1bp 至 47bps。

展望後市，匯率帶來的資金面壓力有所緩解，同時央行近幾日持續加大投放減輕了市場流動性壓力，但最後一周各非銀機構跨季需求下資金利率難以走低，由此可能帶來信用債中短品種的交易機會。與此同時，鑑於四季度理財規模將迎來增長期，對信用債需求有一定的支撐，可考慮適當買入，但建議控制整體久期，避免收益率波動加大而承受估值風險。

### 二、境內利率債市場

#### 一級利率債方面：

利率債本周發行規模合計 8708.6386 億。國債發行量大增，對市場情緒有一定影響。

國債方面，財政部發行 91 天、182 天貼現和 1 年、2 年、5 年和 10 年附息國債，發行規模合計 5950 億，附息國債單只發行量為歷史新高 1150 億，182 天貼現債發行量也為歷史新高 950 億。週三發行的 1 年、10 年期邊際綜收較二級市場上行 1bp；週五發行的 2 年、5 年期邊際綜收較二級上行 6bps 和 1bp。

政金債方面，國開行各期限增發 7 只債券，規模合計 450 億。週二的短期限發行結果較好，1 年、3 年和 5 年債券增發綜收分別低於二級市場 15bps、9bps 和 9bps。其餘期限增發綜收低於二級市場 2-5bps。

進出口行各期限發行 5 只債券，規模合計 200 億。2 年期、3 年期增發綜收較二級市場下行 8bps，其餘期限增發綜收低於

二级市场 2-5bps。

农发行各期限增发 7 只债券，规模 410 亿，中短期增发情况好于长期，1 年、3 年、5 年期债券增发综合收益分别较二级市场低 6bps、9bps 和 6bps。其余期限低于二级市场 1-4bps。

地方债方面，本周 8 个省市共发行 1690.4386 亿元。除浙江债、上海债以外均有发飞，安徽、天津、青岛、青海、湖北等部分期限较国债均值加点在 20bps-30bps。

下周面临季末，无国债供给，但地方债发行计划达到 3500 亿元以上，建议密切关注季末央行操作以及资金面情绪变化。

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(亿元)	中标利率	全场倍数	边际倍数
9/18	23农发13(增2)	230413	3Y	50亿	2.3876%	3.99	17.27
9/18	23农发15(增发)	230415	5Y	70亿	2.5684%	3.26	3.33
9/19	23国开11(增2)	230211	1Y	100亿	2.1289%	2.48	23
9/19	23国开07(增11)	230207	3Y	60亿	2.3559%	3.53	1.09
9/19	23国开08(增17)	230208	5Y	80亿	2.4755%	3.35	1.69
9/19	23农发清发12(增发4)	09230412	2Y	50亿	2.3774%	2.44	1.1
9/19	23农发清发04(增发3)	092318004	3Y	20亿	2.4321%	1.32	3.89
9/19	23农发清发07(增发3)	09230407	7Y	30亿	2.77%	3.69	4.06
9/20	23附息国债16(续2)	230016	1Y	1150亿	加权2.1636% 边际2.2355%	2.26	2.9
9/20	23附息国债18(续发)	230018	10Y	1150亿	加权2.6436% 边际2.6669%	3.16	9.72
9/20	23农发21	230421	1Y	80亿	2.18%	3.51	1.07
9/20	23农发10(增14)	230410	10Y	110亿	2.828%	3.68	1.94
9/21	23国开清发02(增发7)	092302002	7Y	15亿	2.7495%	5.83	10.5
9/21	23国开清发20(增发9)	0923022	20Y	25亿	2.9969%	4.47	37
9/21	23进出03(增20)	230303	3Y	30亿	2.3564%	7.53	1.41
9/21	23进出15(增7)	230315	5Y	40亿	2.5533%	4.49	3.5
9/21	23进出11(增11)	230311	10Y	60亿	2.8172%	5.7	1.01
9/21	23国开13(增17)	230213	3Y	20亿	2.3974%	4.36	2.17
9/21	23国开15(增2)	230215	10Y	150亿	2.6715%	2.82	1.65
9/22	23贴现国债60	239960	0.25Y	400亿	加权1.6955% 边际1.81%	2.35	1.57
9/22	23贴现国债59	239959	0.5Y	950亿	加权2.0726% 边际2.1545%	2.33	1.78
9/22	23附息国债20	230020	2Y	1150亿	加权2.22% 边际2.28%	2.46	1.4
9/22	23附息国债21	230021	5Y	1150亿	加权2.48% 边际2.50%	3.06	1.41
9/22	23进出06(增3)	230306	1Y	50亿	2.0972%	3.29	2.56
9/22	23进出02(增17)	230302	2Y	20亿	2.2857%	6.28	1.86

## 二级利率债方面：

本周利率债收益率波动上行，曲线进一步走平。债市节奏逐步进入跨季跨长假模式，本周交投主要围绕资金面展开博弈。资金面总体上前紧后松，但跨月资金仍然较贵，情绪以谨慎为主。基本面似乎阶段性企稳，但本周公开数据偏少，市场对此尚未予以反映。周中另有股市、地产等方面的传闻引发债市阶段性调整。

截止周五收盘，按照中债估值看，1Y 利率债收益率上行 5-7bps，受到国债放量发行的影响，中端国债收益率较政金债上行更快，3-7Y 国债上行 3-4bps，3-7Y 国开债上行 1-2bps。10 年国债活跃券 230012 收报 2.69%，上行 2.25bps。10 年国开 230210 收报 2.775%，上行 1bps。国债期货主力合约 TL2312 收报 98.55，下跌 0.67 元。T2312 收报 101.615，下跌 0.215 元。TF2312 收报 101.785，下跌 0.155 元。

当前曲线非常平坦，期限利差处于历史极低水平，做陡曲线胜率较高。与此类似，此前国开国债利差就已处于较低水平，近期国债发行放量后本周利差进一步收窄，后续利差走扩也是大概率事件。从政策传闻对市场的影响看，目前政策仍是影响市场的关键变量，后续政策或继续发力，仍需关注一揽子化债、地产、城中村等领域政策。资金方面，虽然总体上流动性合理充裕的取向不变，但是后续资金面可能受到一级供给等扰动。总体而言，债市后续可能进入偏弱震荡区间。

## 三、境内资金市场

本周央行加大公开市场投放力度，累计开展 7660 亿元 7 天逆回购及 4900 亿元 14 天逆回购，到期 7040 亿元，净投放 5520 亿。资金面整体先紧后松。周一至周三持续受税期走款影响。在前期降准的补充下，本月大行税期融出下滑幅度不大，资金面紧张程度有限。但市场利率上行较快，周三隔夜加权突破至 2.02%，为近 3 个月以来新高。周四起资金面转松，大行融出恢复至 4 万亿以上，匿名供给充裕，减点成交。非银跨月价格在 3.0% 左右。截至本周收盘，DR001 报 1.69%，累计下行 6bps。DR007 报 2.20%，累计上行 29bps。

同业存单方面，一级市场供需两旺，累计公告量达 8407 亿元。3M、6M 以及 1Y 期限均有较多募集。其中短端 3M、6M 收益率与资金面较为一致，整体先上后下。3M 从 2.3% 上行至 2.34%，后又回落至 2.3%。6M 则在 2.38%-2.4% 区间窄幅震荡。长端 1Y 收益率维持在 2.47%，后下行至 2.45% 位置。下周大行国股到期量为 2522 亿，整体压力不大。

展望后市，下周公开市场到期 7660 亿，政府债券净缴款上行至约 3415 亿元。央行有望继续加大投放力度，维护流动性总量充裕，但市场利率或难有较大回落。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	9月22日	9月15日	涨跌(bp)	9月22日	9月15日	涨跌(bp)	9月22日	9月15日	涨跌(bp)
1月	2.49	2.39	9.6	2.55	2.45	9.6	2.64	2.50	13.6
3月	2.30	2.26	4.0	2.36	2.32	4.0	2.46	2.40	6.0
6月	2.39	2.37	2.3	2.46	2.43	3.3	2.56	2.52	4.3
9月	2.43	2.41	1.9	2.50	2.48	1.9	2.60	2.57	2.9
1年	2.44	2.44	0.0	2.53	2.51	2.0	2.65	2.60	5.0

## 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震荡走势。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 2.465% 上行 0.75bp 至本周收盘的 2.4725%，1Y Repo 从 2.025% 上行 1.25bps 到本周收盘的 2.0375%。1x5 Repo 从 44bps 收窄至 43.5bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 2.76% 下行 2bps 到 2.74%，1Y Shibor 从 2.265% 下行 0.25bp 到 2.2625%。

本周市场主要受以下几方面的影响：首先，周一周二资金面较为紧张，资金利率上行，周三开始资金面转松，市场对季末资金面的担忧有所缓解；其次，股债跷跷板效应，在连续有利好助力权益市场的情况下，A 股在本周五前仍然下跌，一度跌破 3100 点，周五 A 股大涨，利率有所回调。

整体来看，短期内资金面将保持平稳，潜在风险在于地方政府的化债方案是否会对未来资金面产生影响。此外，实际经济好转情况尚不明确，四季度政策和经济基本面之间还存在博弈。策略方面，短期来看，在目前的点位上波动，若回调，则会达到多头的心理价位，若反弹，则会触发止盈交易。

### 2、外汇掉期

本周银行间掉期市场走势开始分化。短端价格在人民币资金面趋紧的背景下逐渐抬高，长端价格则在中美利差走阔以及部分日内交易因素的影响下缓慢下行。一个月掉期价格波动范围在【-217，-189】，一年掉期价格波动区间为【-2535，-2645】。

短端价格方面，时值国庆长假前，存款类和非银类机构跨月资金安排压力较大。中国央行在公开市场连续五日净投放，累计

达到 5520 亿。周内 DR001 由 1.9% 下降到 1.7%，但跨季资金仍然比较坚挺，非银机构跨季成本在 3.1%。从掉期价格变化来看，隔夜掉期是跟随 DR001 的回落而下降的，周五收于 -6.8 左右，明显低于周初的 -6.3。但一周乃至一个月掉期价格因包含跨国庆时段而缓慢走高，国庆日均价格已经达到了 -6.4 左右，且暂未看到明显的回落迹象。

长端价格方面，美联储 9 月 20 日的 FOMC 会议声明维持利率水平不变，但上调了明后两年的政策利率预期。随后美联储官员发表鹰派言论，美债收益率走高。中国方面利率维持稳定，中美一年期利差倒挂程度达到约 320bps。此外，部分卖盘增加了掉期的价格压力，导致一年掉期全周下行约 100bps 至 -2645。离岸方面，一年掉期价格约为 -1660，两地价差约为 970bps，价差水平达到 2022 年 10 月以来新高。离岸人民币流动性紧张程度延续，离岸掉期价格依然易上难下。推测部分机构正在进行买入在岸掉期/远期，卖出离岸掉期/远期的策略，因此在岸掉期买盘比较踊跃。此类操作一定程度上限制了一年掉期价格下行空间。

下周为国庆长假前最后一周。首要关注的是人民币资金利率变化以及各行的司库盘是否会进行大规模操作。如果跨长假资金价格持续走高，而公开市场投放有限，且包括大行在内的各家机构司库使用隔夜掉期进行资金管理的话，其短端价格会出现较为极端的行情。交易策略上仍是以控制现金流规模为主，并在最后一至两个交易日视情况卖出短端，押注价格回落。

中长端情况则相对复杂。一方面，受制于短端价格影响以及离岸带动，掉期价格可能会上行。另一方面，最近两个星期以来的持续卖压未看到退却的迹象。因此预计中长端走势或将比较纠结。期间关注即期汇率变化以及包括美国耐用品消费订单、PCE 等经济指标对于美国利率预期的影响。

## 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（除日本）G3 货币债券发行规模由前周 53.2 亿美元等值回落至 40.5 亿美元等值，其中中资占约 14% 发行。利差方面，亚洲（除日本）美元债券信用利差走势不一，其中投资级利差维持在 124bps 水平；高收益板块走宽 6bps 至 958bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 10 笔中资共计发行约 21.3 亿美元等值债券。发行币种包括离岸人民币和美元；发行板块包括主权和城投。主要发行有，中华人民共和国财政部在澳门特区发行 50 亿离岸人民币固息国债，包括 2 年期 40 亿和 5 年期 10 亿，最终定价分别较初始价格指引收窄 35bps 和 32bps 至 2.4% 和 2.68%，这是本周最大规模发行。甘肃公路航空旅游集团（-/-/A+）以邮储银行备证形式发行 3 年期 18.6 离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 10bps 至 4%，发行实现 -10bps 新发溢价。漳州市九龙江集团（-/-/BBB+）发行 3 年期 21.3 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 50bps 至 4.2%。徐州经济技术开发区国有资产发行 3 年期 3.9 亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 30bps 至 6.5%。西安航天高技术产业发展集团以长安银行备证形式发行 3 年期 1 亿美元无评级固息债券，最终定价为 7.1%，为本周最高定价发行。

**二级市场方面：**鹰派美联储推动 9 月点阵图下调明年降息预期，利率市场大幅上行。上调明年经济预期，调降失业率，曲线显著陡峭化。日本央行按兵不动。一定程度缓解了当前利率市场的紧张情绪。在美债利率快速上行的情况下，虽然美股下

挫，但是信用债市场情绪则相对稳健。指数层面上，亚洲离岸投资级信用债指数收窄 1bp，美国投资级信用利差指数也有同等幅度的收窄。具体表现方面，韩国金融机构标的整体呈现收窄，韩国进出口银行收窄 1-2bps，韩国中小企业银行发行 5 年期债券，上市后收窄 5bps。泰国盘谷银行前半周走阔 3-5bps，后小幅收窄 1-2bps。中资标的方面，利率上行之，综合收益率买家不断。国企板块收窄 2-8bps。科技板块中，前半周在市场情绪较为紧张的情况下，一定程度的走阔，幅度约 2-5bps，但是后半周信用利差收窄，全周来看，科技板块收窄幅度约 2-10bps。资管标的中，华融公布了公开市场债券回购方案，推动曲线上涨 3-5pts。推动其他资管名字也有所表现，信达曲线收窄约 10bps。本周前端曲线的二级资本工具收窄约 5-10bps。

## ■ 市场观点

上周，房地产行业迎来了一系列政策调整。多地持续跟进地产需求侧放松政策，其中广州成为年内首个放松限购的一线城市。此外，长沙、武汉、无锡等地亦取消了特定区域内住房限购政策。可以看出政策调整的方向主要是为了稳定房地产市场，有利于改善房地产市场的供求关系，释放市场需求。同时伴随中秋国庆假期临近，居民出行相关链条消费亦有望再次冲高，共同带动信贷增长的实质性改善。但基建项目、房地产开发项目可能仍然偏冷。中期看，8 月改善的持续性则需要进一步观察，重点在于刚需群体购房成交能否助推改善型购房需求的顺畅落地，进而启动房地产链条，并带来居民收入、消费的改善，假如反馈迟缓则预计政策端将继续加力。落在债市上看，利率仍在目前位置震荡整理，由于房地产政策的影响利率向上波动仍有可能出现，但若年内最后仍出现一次降息，博弈空间依旧存在，基于目前的情绪和 A 股的点位，我们预判 2.65% 到 2.70% 是主要震荡区间。



● 执笔人

马晨 刘新铨 周静 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