



中國銀行固定收益周報

2023.11.13-11.17

■ 市場要聞

融資信息追蹤

信用債市場共發行 3,983.05 億元, 總償還量 3,186.06 億元, 淨融資額 797.00 億元。其中, AAA 評級總發行量 2,992.30 億元, 淨融資額 1,193.57 億元; AA+ 評級總發行量 460.73 億元, 淨融資額 -76.12 億元; AA 及以下評級總發行量 528.82 億元, 淨融資額 -321.66 億元。資產證券化市場本周共發行 32 單, 總計 253.07 億元, 基礎資產包括不良貸款、汽車貸款、知識產權、消費貸款、小微貸款、租賃租金、應收賬款、供應鏈保理債權等。

■ 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
23甘肅建設SCP004	5	150D	AAA	4.00%
23淮南礦SCP002	15	270D	AAA	2.79%
23五礦集MTN002	14	2Y+NY	AAA	3.16%
23長沙銀行小微債	40	3Y	AAA	2.79%
23中化工程MTN001	14	3Y+NY	AAA	3.20%
23中電國際MTN002	15	3Y+NY	AAA	3.30%
23交行二級資本債01A	150	5Y+5Y	AAA	3.30%
23交行二級資本債01B	150	10Y+5Y	AAA	3.40%
23永鋼CP001(科創票據)	1	30D	AA+	3.50%
23寧波建工SCP004	4	270D	AA	2.92%
23鎮海投資CP002	3	366D	AA+	2.82%
23樂清國投CP002	4	366D	AA+	2.79%
23瘦西湖MTN004	6	3Y	AA+	3.25%

信用債方面, 全周標招情緒較好, 呈現出信用下沉和拉久期的策略特點, 城投和高資質永續債受到追捧。短融、超短方面, 甘肅建設發行 150 天, 5 億元超短, 票面發在下限 4%, 全場倍數 28.56 倍, 邊際倍數 26.7 倍。由寧波交通投資集團提供擔保的 AA 評級城投寧波建工, 發行 270 天超短, 規模 4 億元, 票面 2.92%, 全場倍數 4.6 倍。AA+ 市級城投樂清國投, 發行規模 4 億元短融, 票面 2.79%, 全場 4.9 倍, 本次發行結果低發行人預期 1bps, 並與其 9 月發行的短融票面持平。AA+ 評級地方城投閩漳龍, 發行 366 天短融, 最終結果 2.8%, 低估值發行, 全場 4.33 倍, 市場需求較好。中票方面, 中電國際發行 15 億元、3+N 年期永續債, 最終定價在 3.30%, 永續利差為 42bps 左右, 低估值 9bps。中化工程發行 14 億元、3+N 年期永續債, 最終定價在 3.2%, 永續利差為 32bps 左右, 銀行理財和保險認購踴躍。AAA 央企五礦集團發行 14 億元、2+N 期限永續債券, 票面 3.16%, 低估值 4bps, 永續利差約 33bps。金融債方面, 交通銀行 5+5 年和 10+5 年期二級資本債分別定價在 3.3% 和 3.4%。長沙銀行發行 40 億元 3 年期小微債, 最終

票面 2.79%, 較同期限國開加點 32bps, 全場 5.4 倍, 農商、基金參與踴躍。

展望后市, 債市預計將圍繞資金面進行博弈, 隨着國債增發逐步落地, 預計資金利率中樞向下的空間可能較為有限。

二級信用債方面:

本周信用債收益率整體下行。其中, AA- 中長端收益率下行最為明顯, 相較而言, 高等級品種波動幅度相對偏小, 期限利差有小幅走闊, 但整體處於歷史較低水平, 曲線結構較為平坦。

按中債估值來看, 3M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.56%, 上行 2bps; 6M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.61%, 下行 4bps; 1Y AAA 中短期票據收益率收盤在 2.68%, 下行 1bp; 3Y AAA 中短期票據估值 2.85%, 下行 3bps; 5Y AAA 中短期票據估值 3.06%, 下行 1bp。期限利差方面, 1Y-6M 期限利差在 7bps, 走闊 4bps; 5Y-3Y 利差為 21bps, 走闊 2bps。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 37bps; 5Y AAA 信用利差走闊 1bp 至 48bps。

本周從 MLF 超額投放量級以及近幾日稅期期間資金面變化來看, 整體流動性正趨於穩定, 資金面對債市影響在邊際淡化。周內公布的社融和經濟數據對債市影響有限, 反而更多的被各方面暫無法確認的消息面所影響, 而下周整體缺乏基本面指引, 收益率將主要在外部和風險資產的變化中維持震蕩。

二、境內利率債市場

一級利率債方面:

本周利率券發行結果匯總						
標招日	債券簡稱	債券代碼	期限	發行量 (億)	中標利率	全場倍數 邊際倍數
11/13	23農發13(增8)	230413	3Y	65.9	2.4824%	3.49 3.69
11/13	23農發15(增7)	230415	5Y	74.1	2.6358%	2.59 11.49
11/14	23附息國債25	230025	3Y	1150	加權2.3907% 邊際2.41%	4.17 3.03
11/14	23附息國債19(續2)	230019	7Y	1150	加權2.6304% 邊際2.6451%	4.74 1.78
11/14	23國開11(增9)	230211	1Y	90	2.1608%	3.68 34.25
11/14	23國開07(增18)	230207	3Y	50	2.3812%	4.95 6.74
11/14	23國開08(增24)	230208	5Y	60	2.4438%	4.92 1.08
11/14	20國開04(增25)	200204	7Y	20	2.3416%	10.26 2.63
11/14	23農發清發12(增發11)	09230412	2Y	50	2.1600%	2.76 1.37
11/14	23農發清發07(增發10)	09230407	7Y	30	2.7892%	4.04 1.57
11/15	23農發21(增7)	230421	1Y	80	2.2298%	2.61 1.53
11/15	23農發20(增4)	230420	10Y	100	2.8418%	3.19 1.82
11/16	23國開16(增2)	230216	1Y	40	2.1716%	4.3 6.96
11/16	23國開06(增21)	230206	1Y	30	1.9612%	6.16 1.76
11/16	21國開18(增19)	210218	3Y	40	2.0667%	4.69 1.26
11/16	23國開14(增16)	230214	3Y	20	2.5345%	6 6
11/16	23國開15(增8)	230215	10Y	40	2.6372%	6.37 104
11/16	23進出15(增12)	230315	5Y	30	2.564%	7.05 2.38
11/16	20進出07(增19)	200307	7Y	40	2.4231%	5.11 2
11/17	23貼現國債74	239974	0.25Y	800	加權2.2804% 邊際2.3219%	2.96 17.27
11/17	23貼現國債73	239973	0.5Y	800	加權2.3225% 邊際2.3601%	3.33 1.07
11/17	23進出06(增8)	230306	1Y	80	2.1172%	4.09 16.67

本周利率債共發行 6513 億元, 收益率震蕩調整。國債整體發行結果符合市場預期, 例如, 3 年期、7 年期附息國債邊際與加權利差僅 2bps 以內, 綜收與二級基本持平。政金債方面, 農發債整體認購量略高於上周, 短期標招更佳。1 年和 3 年期農發債綜收低於二級 5.9bps、2.6bps, 5 年-10 年期農發債

则与二级基本持平。国开债发行结果较好，例如1年、3年、5年、7年期国开债中标收益率分别较上周下行1.1bps、1.7bps、1.8bps和3.9bps，考虑承销费后的综收较二级下行5.4bps-15.6bps不等。口行债方面，5年期口行债中标收益率较上周下行2.3bps，综收较二级低5.9bps。地方债方面，山西、湖南等地共发行1653亿元，其中宁波债和3年期限的云南债按指导价发出，其余均超指导价发出。宁波债发在国债前5日均值+5bps的位置，3年期云南债需求火爆，发在国债全五日均值+20bp的下限位置。山西债加点20bps-33bps，湖南债加点24bps-28bps，内蒙古债10y加点+32bp发出。

建议后续关注下周LPR和税期临近对资金面的扰动。

二级利率债方面：

本周利率债收益率曲线走陡，短端快速下行，中长端变动不大。周内社融数据、经济数据等均有发布，数据总体在市场预期值附近，继续印证经济温和复苏，消费引领增长。不过债市对相关数据反应钝化，长债全周窄幅波动。短债较长端交投明显更加积极，周三央行超额续作MLF，操作规模创2016年以来最大，净投放量达到6000亿元，利率维持不变。且资金面总体平稳宽裕，存单发行节奏放缓，一级市场扰动较小。此前大幅上行的短债在本周友好的资金环境中快速回落。

截止收盘，按照中债估值看，1Y国债收益率下行11bp，3Y国债收益率下行5bp，1-3Y国开债收益率下行3-4bp，其他期限利率债收益率涨跌互见。10Y国债活跃券230018收报2.654%，下行0.85bp。10年国开230210收报2.753%，上行0.55bp。国债期货主力合约TL2312收报99.73，上涨0.4元。T2312收报102.2，上涨0.035。TF2312收报102.125，上涨0.065元。

近期的10Y国债230018始终在2.64%-2.68%之间窄幅波动，增量利好或利空消息都不足以使其突破这一区间，可见市场对基本面较高的一致性预期。相较而言，短债的震荡更加剧烈。回顾8月以来短端大幅上行的驱动因素，一级市场的扰动不可忽视，如今地方债和存单的发行节奏放缓，有利推动了短债的修复。另一方面，随着外部均衡压力缓和，货币政策配合财政政策、支持基本面好转的动力增强，资金面存在边际转松的可能性，且本周放量发行MLF，给银行间注入大量流动性，投资者总体对后续短债市场更加乐观。2010年至2023年间，10Y-1Y国债的期限利差基本在50-100bp之间波动，目前其利差为53bp，基本位于区间下沿，后续期限利差走阔的动力仍充分。

三、境内资金市场

公开市场方面，本周央行累计开展17610亿元7天期逆回购及14500亿元MLF操作，共有12500亿元逆回购和8500亿元MLF到期，累计净投放11110亿元。本周央行连续五日维持净投放，并且超量续做MLF，体现了央行对流动性的呵护，不过本周适逢税期走款，全周流动性仍平衡偏紧，价格有所上升，DR001大致运行在1.86-1.90%，DR007大致运行在2.00-2.04%，截至本周收盘，DR007报1.88%，累计上行19bp，DR007报2.02%，累计上行17bp。

同业存单方面，一级市场整体发行需求较大，本周累计公告量为8744亿元。募集期限主要集中在6m和1y，发行价格分别在2.54%和2.57%附近，价格与上周基本持平，量价整体仍处于高位，反映出银行有较高的中长期资金需求。

展望后市，下周7天期逆回购到期量总计17610亿元，周一至周五分别到期1130、4240、4950、3770、3520亿元。1万亿元

国债预计于11月中下旬启动发行，年内内债和地方债发行量较大，中长期流动性仍有一定压力，资金价格可能维持高位。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	11月17日	11月10日	涨跌(bp)	11月17日	11月10日	涨跌(bp)	11月17日	11月10日	涨跌(bp)
1月	2.19	2.14	5.0	2.25	2.20	5.0	2.30	2.25	4.9
3月	2.49	2.50	-0.9	2.55	2.57	-1.9	2.64	2.67	-2.9
6月	2.54	2.57	-3.0	2.62	2.65	-3.0	2.74	2.76	-2.0
9月	2.55	2.57	-1.9	2.65	2.67	-1.9	2.77	2.79	-1.9
1年	2.56	2.58	-1.5	2.67	2.68	-0.5	2.80	2.81	-0.5

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窄幅震荡。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从2.405%下行0.25bps至本周收盘的2.4025%，1Y Repo从2.0475%上行1.75bps至本周收盘的2.065%。1x5 Repo从35.75bps收窄至33.75bps。Shibor端，5Y Shibor从2.715%下行0.5bps到2.71%，1Y Shibor从2.3475%下行1.5bps到2.3325%。

本周市场主要受以下几方面的影响。一是上周三央行超额续作MLF，稳定了资金面，对短期利率有一定提振作用，但降准在近期落地的预期也随之弱化。二是数据密集发布，10月经济数据和金融数据均未出现明显超预期的情况。

整体来看，近期利率互换市场主要还是围绕资金面波动。外围主要经济体通胀情况有所缓解，人民币汇率压力边际降低。公开市场本周将有17610亿逆回购和500亿元国库现金定存到期，央行预计继续呵护资金面。现货方面，12月中旬之前，商业银行还是有发行同业存单的刚性需求。此外，还需关注一万亿特别国债的发行时间，以及是否有降准等配套货币宽松政策。策略上，经济基本面影响暂时有限，资金面扰动因素仍在，利率互换市场短期内仍以震荡为主。

2、外汇掉期

本周银行间掉期市场长端低开高走，从-2700一路来到最高-2515，多头狂欢的盛宴是否就此拉开？

先说短端资金面情况，虽然央行公开市场操作超额投放，但税期以及政府债净发行规模提升等因素，基本对冲了投放带来的宽松效果，央行上周累计投放超过万亿但短端人民币全周表现出偏紧状态，R001维持在2%附近，R007在2.24-2.25%的高位区间波动。大行净融出规模从周初的4.28万亿下降至3.7万亿，股份制净融出小幅增加，城商行融入需求减小，使得银行体系净融出水平维持在3.8万亿落地于前周4.05万亿的水平上。这也使得短端TN周一早盘短暂成交过-7.2之后一直维持在-7之上，日内一度上冲至-6.3的近期高点。周中MLF6000亿增量投放，相当于降准25bp，但MLF成本在2.5%对商业银行来说虽然对冲了中长期资金缺口但成本并不低。我们看到1年期国有行存单发行利率不降反升，周二从2.54%升至2.57%也能窥探些许。市场对于降准未能超预期落地解读为央行对流动性的支持可能还是一个由弱及强寻找市场需求平衡点，避免金融套利的大方向。人民币整体短端利率未明确回落，长端也保持在2.65%上线震荡。

外部市场，周二晚间公布的美国10月CPI环比+0.23%，同比+4%，市场稍早担心的短期通胀反弹并未出现，业主等价租金大幅回调15个基点给去通胀的进程扫清了很大障碍。结合月初的非农数据新增仅15万，失业率升至3.9%，10月制造业

PMI 意外下滑至 46.7，暗示了经济放缓愈发明显。2023 年 12 月最后加息的可能性愈发降低，这也增加了明年重启加息的门槛，与此同时，利率期货隐含明年 5 月降息概率超过 50%，2024 年全年降息四次。美债利率出现一波快速下行，10Y 期美债收益率从 10 月 19 日高点 4.98% 下行至 11 月 17 日的 4.44%，跌幅达 54 个点，其中实际利率下行 33bp，盈亏平衡通胀下行 21bp，这也对应了近期就业市场降温，通胀回落的经济数据。直接带动 USDCNY 即期从 7.3 大幅回调，周五尾盘人民币走升至 7.20 附近。带动了整体掉期曲线上移，短端企稳长端快速上行，目前偏离利率平价相对较远的 1Y 期上行幅度较大，尾盘最高成交在 -2515。

此外，周中最为重要的事件便是 APEC 峰会，中美两国领导人在旧金山举行会晤，可以说是从年初三月的冲突边缘回到谈判桌上来，但博弈的底层矛盾并未改变，就像囚徒困境中，双方都知道合作对大家都有好处但仍会处于保护自己，担心对方先行动而选择不合作。这一点在芯片、人工智能、量子计算等技术竞赛中体现的淋漓尽致。

展望下周，美债收益率的回落带动中美利差的收窄可以说是市场预期依旧的靴子落地，但美国经济数据确实是逊于预期但只能说是从之前过好的高温数据中降温，还没到生病需要吃药的地步，目前市场预期明年降息四次，个人观点跑的有些快有点远了，降息预期也只能说是通胀下行的降息不是经济衰退的降息，所以短端利率回落带动人民币兑美元即期汇率的走强，可能还会有反复。对应掉期长端 1Y 也会呈现震荡上行但过程仍旧曲折的态势。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美债收益率整体下行。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 货币债券发行规模为 9 亿美元等值，其中中资占约 77% 发行。利差方面，亚洲（除日本）美元债券信用利差波动不一，其中投资级利差收窄 3bps 至 113bps 水平；高收益板块扩宽 3bps 至 862bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 7 笔中资共计发行约 12.58 亿美元等值债券。发行币种包括美元、离岸人民币和港币；发行板块包括金融机构和城投。主要发行包括，中国农业银行/伦敦（A1/-/-）发行 3 年期 3 亿美元浮息债券，最终定价较初始价格指引收窄 45bps 至 SOFR+60bps。中国农业银行/香港（A1/-/-）发行 2 年期 3 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 42bps 至 SOFR+58bps，较两年期浮息债券收债 2bps。中国农业银行/香港（A1/-/-）发行 2 年期 15 亿港元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 35bps 至 4.75%，该笔债券为年内第二笔中资银行港币债券发行。济南轨道交通（-/-/A-）发行 364 天 2.1 亿美元固息债券，最终定价为 6.7%。

二级市场方面：本周宏观经济数据层面，受到美国 CPI/PPI/零售销售不及预期，以及就业市场呈现疲软态势的影响，叠加英国疲软的零售数据，美债/德债/英国国债利率大幅下挫。利率曲线小幅走平，2 年 10 年围绕 -40bps 的水平震荡。信用市场方面，受到美债利率快速下行的影响，风险情绪整体走强。美国投资级信用债收窄约 6bps，亚洲投资级信用利差收窄约 5bps。具体板块来看，高波动标的包括科技板块、资管板块以及 haohua 等名字表现突出。科技板块中，BAT 收窄约 3-7bps，BBB 标的收窄幅度不一，约 3-10bps；其中在实钱买盘的追逐下，联想 9 年期债券收窄幅度约 10bps。阿里受到业绩不及预期以及马云出售股份的影响，信用利差波动有限。资管板块方

面，华融更名影响显著，整条曲线一度上涨 2-6pts，后有所回落。信达曲线进一步收窄，幅度约 3-7bps。3-5 年期表现良好。租赁板块小幅收窄，10 年期中银航空租赁小幅收窄 3bps。新发市场中，中行和农行新发浮息债券二级市场表现较弱，上市首日走阔约 3-5bps。曲线方面，伴随利率下行，投资者坚持短久期债券，有一定拉长久期的动能。超长久期的债券也有一定的表现。

■ 市场观点

本周的交易逻辑在于降息与降准的落地与否，以及观察经济数据的修复程度。但是降准与降息均未出现，因此在 15 号前后利率震荡上行，但在经济数据出炉后，市场发现由于去年的低基数，10 月的同比数据维持了增长，但环比的改善并不显著，这一趋势可能延续至年底。拉动经济最为重要的引擎之一——固定资产投资在 10 月持续回落，虽然这代表后续政策预期仍有较大的空间，但在刺激政策出台前，市场对货币流动性宽松的预期将更为强烈，因此多头总体仍在控制局面，后半周利率又回到了 MLF 公布之前的水平。我们可以看到期货的走势较现券更为强势，市场上真正的空头力量并不多，更多买盘是在博弈出手的时机。纵观 11 月，虽然前有资金面扰动、政府债券发行扰动，后有国际局势的变化，但十年国债波动区间非常狭窄，除非有可预期的较大利空或者利好，否则这一走势可能将维持，债市将保持窄幅波动的状态。

● 执笔人

马晨 仓硕 曹喆 戴依洋 徐敬旭 金艺玲 郝斯阳
蔡晓彤 毛盛 王彤 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