



中国银行固定收益周报

2023.11.20-11.24

■ 市场要闻

融资信息追踪

本周，信用债市场共发行 5,170.20 亿元，总偿还量 3,859.79 亿元，净融资额 1,310.41 亿元。其中，AAA 评级总发行量 3,682.70 亿元，净融资额 1,218.28 亿元；AA+ 评级总发行量 658.99 亿元，净融资额 70.01 亿元；AA 及以下评级总发行量 828.51 亿元，净融资额 22.13 亿元。资产证券化市场本周共发行 46 单，总计 484.55 亿元，基础资产包括不良贷款、汽车贷款、类 REITs、消费贷款、小微贷款、租赁租金、应收账款、供应链保理债权、商业房地产质押贷款等。

■ 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
23苏高新SCP042	2	116D	AAA	2.51%
23金隅SCP005	20	179D	AAA	2.49%
23宁夏国资SCP002	4	270D	AAA	2.80%
23济南高新SCP007	12	270D	AAA	2.83%
23水发集团CP002	15	366D	AAA	3.27%
23中电路桥MTN001	7	2Y+NY	AAA	3.18%
23五矿集MTN003	10	2Y+NY	AAA	3.17%
23中化股MTN004	10	2Y+NY	AAA	3.12%
23晋能煤业MTN010	20	2Y+NY	AAA	3.50%
23法兴中国债01	5	3Y	AAA	3.15%
23晋能电力MTN018	20	3Y	AAA	3.25%
23临港经济MTN003	10	3Y+NY	AAA	3.35%
23京国资MTN001A	15	10Y	AAA	3.22%
23京国资MTN001B	10	15Y	AAA	3.32%
23盐城东方SCP004	6	150D	AA+	2.88%
23晋江城投SCP003	5	270D	AA+	2.85%
23海峡银行小微债03	20	3Y	AA+	2.88%

信用债方面，根据协会数据，本周簿记发行 242 只，发行规模 2284.1794 亿。市场情绪在周一至周三较为活跃，周四至周五略有走弱，城投债需求较好。

短融超短方面，23 水发集团 CP002，AAA 评级，发行规模 15 亿，1 年期，票面利率 3.27%，低估值 29bps，全场认购倍数高达 9.07 倍。23 盐城东方 SCP004，AA+ 评级，发行规模 6 亿，期限 150 天，票面利率 2.88%，大幅低估值约 32bps，全场认购倍数 5.1 倍。

中票方面，23 临港经济 MTN003，AAA 评级，3+N 年永续中评，发行规模 10 亿，票面利率 3.35%，低估值 7bps，且比上月发行低 15bps，永续利差约 30bps，全场倍数 3.42 倍。23 五矿集 MTN003，AAA 评级，2+N 年永续债，发行规模 10 亿，票面利率

3.17%，低于估值 3bps，永续利差 29bps，全场认购 2.98 倍。23 中化股 MTN004，AAA 评级，2+N 年永续债，发行规模 10 亿，票面利率 3.12%，持平估值，全场认购 2.46 倍。中央汇金增发 3 年期中票，增发规模 150 亿，增发收益率 2.78%，低估值 3bps，全场 2.74 倍。

金融债方面，本周工行分两期发行合计 500 亿绿色金融债，3 年期，票面利率均为 2.70%。浙商银行发行 100 亿二级债，5+5 年期，票面利率 3.50%，持平估值。

本周一级市场城投债持续火爆行情，但随着资金面边际收紧，二级市场收益率上行，一级市场情绪减弱。未来关注房地产融资政策落地及政治局会议定调。预计短期内城投债情绪维持高位，利率维持窄幅波动。

二级信用债方面：

本周资金面边际收敛，资金利率有所抬升，同时消息面上房企“白名单”、金融工作报告中所提及的“资金空转”问题等均影响了债市情绪，信用债收益率全线上行，曲线走平。

按中债估值来看，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 2.61%，上行 6bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 2.65%，上行 4bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.72%，上行 4bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.91%，上行 6bps；5Y AAA 中短期票据估值 3.08%，上行 2bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差维持在 7bps；5Y-3Y 利差为 17bps，收窄 4bps。信用利差方面，3Y AAA 信用债（相较同期限国开债的）信用利差收窄 4bps 至 33bps；5Y AAA 信用利差收窄 7bps 至 41bps。

整体来看，当前基本面偏弱、各方面政策尚未传导起效，此背景下当前长端上行压力相对较小。然而，月末资金面扰动仍将持续，面对“资金空转”问题预计央行的操作将偏谨慎，资金利率难以回落至 8 月底前的低水平。与此同时，银行负债端压力下，存单发行价格的提价开始向短久期品种发展，由此对二级短端造成了压力。时值年末，如理财规模出现波动，信用债短端需求同样也会受到一定的影响。在多重影响作用下，短期内信用债短端收益率将持续高位震荡。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：

利率债本周发行规模合计 7210.8782 亿。政金债老券增发和 10 年国债新发受到较多关注。

国债方面，财政部发行 91 天、1 年、5 年和 10 年付息国债，发行规模合计 4253 亿。周三发行的 5 年期边际综收低于二级市场 1bp，1 年期边际综收高于二级市场 1bp；周五发行的 91 天贴现边际综收较二级上行 4bps，10 年期新发边际综收与二级市场持平。

政金债方面，国开行各期限增发 8 只债券，规模合计 380 亿。1 年期、10 年期增发结果较好，增发综收分别低于二级市场

15bps、12.6bps。剩余1年老券增发综合收低于二级市场27bps。

进出口行各期限发行3只债券，规模合计150亿。1年、5年和7年期债券增发综合收分别低于二级市场29bps、10bps和8bps。

农发行各期限增发7只债券，规模410亿，2年和7年期债券增发综合收与二级市场持平，3年期老券增发综合收益分别较二级市场低11bps。

地方债方面，本周7个省市共发行2017.8782亿元。天津个别5年期较国债均值加点9bps，重庆、新疆、青海个别期限加点15bps、17bps，其余各省市各期限较国债均值加点在20bps-36bps。

下周进入月末，国债仅发行1期贴现且规模回落到520亿，地方债计划发行约700亿。建议密切关注月末政治局会议情况和央行操作带来的资金面情绪变化。

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)	中标利率	全场倍数	边际倍数
11/20	23农发13(增9)	230413	3Y	60	2.4855%	2.69	2.39
11/20	23农发15(增8)	230415	5Y	70	2.6263%	2.71	3.49
11/21	23国开11(增10)	230211	1Y	90	2.1746%	2.8	2.29
11/21	23国开07(增19)	230207	3Y	50	2.3753%	4.8	11.53
11/21	23国开08(增25)	230208	5Y	60	2.4643%	4.24	1.48
11/21	20国开04(增26)	200204	7Y	20	2.2853%	7.2	5
11/21	23农发清发12(增发12)	09230412	2Y	50	2.4592%	2.51	3.52
11/21	23农发清发07(增发11)	09230407	7Y	30	2.7781%	4.62	38.33
11/22	23附息国债24(续发)	230024	1Y	1150	加权2.2827% 边际2.3204%	3.16	4.11
11/22	23附息国债22(续发)	230022	5Y	1150	加权2.5229% 边际2.5387%	5.2	3.48
11/22	23农发21(增8)	230421	1Y	80	2.2954%	2.06	1.41
11/22	23农发20(增5)	230420	10Y	100	2.847%	3.19	1.14
11/22	17农发05(增33)	170405	10Y	20	2.3666%	9.82	4.44
11/23	20进出07(增20)	200307220	7Y	50	2.4766%	3.84	2.72
11/23	23国开16(增3)	230216	1Y	40	2.2698%	3.48	1.49
11/23	23国开06(增22)	230206	1Y	40	2.0729%	3.7	2.5
11/23	21国开18(增20)	210218	3Y	50	2.1929%	2.75	1.2
11/23	23国开15(增9)	230215	10Y	30	2.6618%	8.31	10
11/24	23进出06(增9)	230306	1Y	80	2.2013%	2.33	2.31
11/24	22进出05(增20)	220305	5Y	20	2.4075%	7.79	2.07
11/24	23贴现国债75	239975	0.25Y	800	加权2.3391% 边际2.3993%	2.32	2.85
11/24	23附息国债26	230026	10Y	1150	加权2.67% 边际2.69%	4.74	29.58

二级利率债方面:

本周债市持续下跌，收益率曲线走平。周内债市交投情绪谨慎，虽然资金总体平稳，但是市场普遍对后续的资金状况存有疑虑，银行间负债不稳定性推动了存单以较高利率发行，短债收益率持续走升。长端受到短端带动的同时，也受到增量地产政策的影响。市场消息显示监管机构正在起草一份房企白名单，以进一步改善对房地产行业的融资支持，周三深圳宣布降低二套房首付比例到40%，另有传闻称银行可向房企释放无抵押贷款。陆续释放的地产利好政策对长债的运行形成压制。

截止收盘，按照中债估值看，1Y国债收益率上行21bps，3-5Y国债和5Y内国开债收益率上行10bps左右，7-10Y利率债收益率上行5bps左右。超长期利率上行3bps左右。10Y国债活跃券230018收报2.707%，下行5.3bps。10年国开230210收报2.8025%，上行4.95bps。国债期货主力合约T2312收报101.81，下跌0.4元。TF2312收报101.655，下跌0.45元。

平坦化的曲线背后反映了银行的资金压力，各银行机构以同业存单的形式扩张债务，以期获得稳定负债。且市场普遍预期的增量货币政策迟迟未到，使得投资者对后续的国债等大量一级供给的承接心存隐忧，短端收益率持续上行。展望后市，临近年末，存单的发行节奏或放缓，个别机构年末增配需求增加，

供需的平衡或许会有所改善。但是若无降准或降息等货币政策推出，资金成本大概率下行受阻，债市亦难以达成突破。长债而言，虽然基本面温和改善的预期没有发生变化，但政策的频繁推出给市场增加了不稳定性。总体而言，后续债市可能仍以区间震荡为主。

三、境内资金市场

公开市场方面，本周央行累计开展21670亿元7天期逆回购，累计到期17610亿元，另有500亿元国库现金定存到期，累计净投放3560元。本周银行间货币市场平衡偏紧，周五有所转松，DR001周一至周四在1.89-1.90%区间运行，周五下跌至1.83%，DR007周一至周四1.98-2.04%区间运行，受跨月影响，DR007周五上涨至2.18%。虽然本月央行超量续作MLF，公开市场亦有连续的净投放，但市场先后受到税期缴款，地方政府发债规模较大等因素的影响，货币市场利率居高不下，DR007的月均值处于近4个月的高位。后续包括年内的国债增发，商业银行的“开门红”信贷投放诉求以及有可能的加大对地产公司的支持都将对资金面形成扰动。从政策方面来看，中央金融工作会议强调要保持流动性合理充裕，预计央行仍会呵护市场，维持公开市场净投放，不排除年内或明年一季度继续降准。另外，临近月末，有上个月的前车之鉴，预计本月末市场流动性将平稳过渡。

同业存单方面，一级市场本周较为疲弱，市场累计公告发行量3100亿元，较上周下降5644亿元，股国大行发行寥寥，发行价格维持高位，3个月以及6个月期限的发行利率进一步上涨到2.57-2.6%附近。临近年末，存单配置需求有所放缓。一是从银行需求来看，投资存单总体并不利于满足MPA考核要求，资本新规落地也对需求端产生一定影响。二是理财和货基规模或将呈现季节性回落，对存单配置支撑力度预计均会进一步减弱。在银行仍有较大的中长期资金需求的背景下，预计存单利率短期难以下降。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	11月24日	11月17日	涨跌(bp)	11月24日	11月17日	涨跌(bp)	11月24日	11月17日	涨跌(bp)
1月	2.32	2.19	12.9	2.38	2.25	12.9	2.43	2.30	12.9
3月	2.59	2.49	9.9	2.65	2.55	10.0	2.71	2.64	6.9
6月	2.61	2.54	7.0	2.68	2.62	6.0	2.76	2.74	2.0
9月	2.61	2.55	6.1	2.70	2.65	5.1	2.78	2.77	1.1
1年	2.62	2.56	5.8	2.71	2.67	3.8	2.82	2.80	1.8

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上行。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从2.4025%上行9.25bps至本周收盘的2.495%，1Y Repo从2.065%上行10bps至本周收盘的2.165%。1x5 Repo从33.75bps收窄至33bps。Shibor端，5Y Shibor从2.71%上行7bps到2.78%，1Y Shibor从2.3325%上行6.5bps到2.3975%。

上周市场主要受以下几方面的影响。一是上周资金面处于一个紧平衡，月末因素影响在后半周已有显现，FR007从周四的2.25%上升71bps至周五的2.96%。二是关于地产方面的利好消息不断传出，商业银行或将加大对地产行业的支持。

整体来看，近期利率互换市场主要还是围绕资金面波动。有上个月底的前车之鉴，部分资金或已提前跨月，月末料将平稳过渡。商业银行还是有发行同业存单的刚性需求，一二级价格都居高不下。策略上，经济基本面影响暂时有限，短端利率暂时

难以下降，利率互换市场收益率曲线短期内仍较为平坦。

2、外汇掉期

银行间掉期市场上冲势头未能延续，全周呈现弱势震荡，价格缓慢走低。其中一年掉期价格在[-2500, -2590]运行。

从人民币利率变化来看，短端期限方面，TN 围绕-7 交投，一个月以内的掉期价格表现尚属稳定。但人民币流动性存在边际趋紧的迹象。央行在上周三短暂结束净回笼后，在周四重启净投放，并在周五继续加码呵护流动性，实现公开市场在当周净投放 4060 亿元。价格水平来看，R001 维持在 2% 以下。R007 因月末原因走高至 2.5% 上方。同样受跨月因素影响的 R014 同样上涨至 2.7%。目前逆回购未到期量约为 2.1 万亿元，属于较高水平，十月末资金面异动还历历在目，下周需要关注市场各方情绪和央行公开市场投放的情况。

中长端的故事涛声依旧。故事双方仍然是套利盘买方和大型机构卖方的博弈。中美关系缓和，美国降息成为市场热论的，并且认为是板上钉钉的话题，即便美联储仍未明确承认紧缩过程即将落下帷幕。外部压力缓和促使人民币即期汇率出现较大幅度升值，升值幅度最高到 2%。市场认为和即期紧密负相关的卖盘会逐渐淡出。但市场事实并非如此，一年掉期价格依旧被压制在偏离利率平价较大的位置。考虑到本轮人民币升值还有类似于 carry trade unwind 的成分，并且市场上可能还有较多的美元空头暂未平仓，中国仍处于探底过程，因此个人认为人民币自此开启升值周期还需要一段时间的确证。

综上所述，我们认为掉期价格曲线，短端会因为人民币流动性变化而波动，谨慎掌握和控制短端现金流。长端方面则继续保持耐心。逢低逐步买入是个不错的选择，需要注意的是长端卖盘脉冲式的出现所导致的估值亏损。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美债收益率小幅走高。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 25.96 亿美元等值，其中中资占约 88.84% 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 4bps 至 107bps 水平；高收益板块收债 30bps 至 821bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 12 笔中资共计发行约 31.03 亿美元等值债券。发行币种包括美元、离岸人民币和日元；发行板块包括金融机构和城投。主要发行包括，中国建设银行/迪拜(A1/-/-)发行 3 年期 6 亿美元浮动息债券，最终定价较初始价格指引收窄 45bps 至 SOFR+65bps，持平公允价格。中国建设银行/香港 (A1/-/-) 发行 3 年期 5 亿美元固定息债券，最终定价较初始价格指引收窄 45bps 至 SOFR+50bps，持平公允价格。中国建设银行/卢森堡 (A1/-/-) 发行 3 年期 3 亿欧元固定息债券，最终定价较初始价格指引收窄 15bps 至 MS+75，低于公允价格 13bps。华泰证券 (-/BBB+/-) 发行 3 年期 8 亿美元浮动息债券，最终定价为 SOFR+90，低于公允价格 15bps。

二级市场方面：本周美元利率区间震荡。虽然联储会议纪要并未给市场太多影响，但每周初请失业金申请人数、通胀预期和 UMich 情绪指数显示出美国经济在货币政策收紧的背景下仍然具有韧性。10 年利率从一度跌至 4.36% 但再再度拉升至 4.48%，2 年利率在 4.84% 至 4.96% 区间成交。利率曲线小幅走平，2 年 10 年围绕 -48bps 的水平震荡。美元利率区间震荡，信用风险情绪继续走强，美国投资级信用债收窄约 5bps，亚

洲投资级信用利差收窄约 5bps。具体板块来看，因小米和百度公布了与预期一致或略好于预期的三季度财报，TMT 板块向好。腾讯、阿里利差收窄 4-6 个基点，小米因财报因素利差大幅收窄 10 个基点，联想、美团等 BBB 评级的债券也有不同程度的收窄。金融板块，整体波动有限，价格持稳。房地产板块有好消息。中国监管机构正在起草一份 50 家房地产企业名单并进行融资支持。据说，万科、新城和龙湖都在白名单上。同时周四有新闻称，监管要求银行向房地产企业提供无抵押贷款。万科、龙湖长期限债券上行 5-10pts。新发市场中，建行新发债券二级市场表现较弱，上市首日走阔 1bp。

■ 市场观点

本周基本面较为平静，统计数据缺席，于是政策预期成为了博弈的主战场。前有 50 家房企白名单和支持房地产领域的“三个不低于”要求的出台；后有点名“资金空转”。在尚未有实质性细则政策出台的当下，市场基于线性外推和过往的相似表态解读为多重利空。同时，经过央行超额续作 MLF 和近期大额 OMO 操作后，市场对于长期限、大力度的流动性宽松预期变得谨慎，此前博弈降准降息的多头彻底离场。长端利率在 2.65% 附近盘踞多时后于周内快速上行约 5bps，短端上行幅度更大，曲线进一步走平。债市整体波动率较前几周上升，主要是由于具体信息不明朗的环境下各方博弈造成的拉扯。随着上述信号对应的具体政策逐渐落地，预期逐渐统一，我们认为利率的波动区间将逐渐收敛。本周将跨月，月底前 OMO 到期规模在 1.5 万亿左右，经历过上月跨月风波和“资金空转”的表态之后，本月的跨月资金面预计将进一步传达央行对当前流动性的态度，值得重点关注。

● 执笔人

马晨 刘新铨 魏尧 戴依洋 徐敬旭 金艺玲
郝斯阳 蔡晓彤 吴燧源 孙璇 王彤 黄一晟

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