



中國銀行固定收益周報

2024.2.26-3.1

■ 市場要聞

本周，信用債市場共發行 4,361.74 億元，總償還量 3,238.611 億元，淨融資額 1,123.14 億元。其中，AAA 評級總發行量 3,075.44 億元，淨融資額 1,473.19 億元；AA+ 評級總發行量 724.66 億元，淨融資額 209.53 億元；AA 及以下評級總發行量 561.64 億元，淨融資額 -559.58 億元。資產證券化市場本周共發行 24 單，總計 201.68 億元，基礎資產包括消費貸款、小微貸款、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				
債券簡稱	發行量(億)	期限	主體評級	票面利率
24華為SCP001	30	270D	AAA	2.12%
24鄂長投CP001	10	366D	AAA	2.39%
24冀交投MTN002	20	3Y	AAA	2.98%
24湖交投MTN002	10	3Y+2Y	AAA	2.62%
24義烏國資MTN001	7	5Y	AAA	2.83%
24華潤MTN001	20	10Y	AAA	2.72%
24蜀道投資MTN003	15	10Y	AAA	2.93%
24常熟城投CP001	10	209D	AA+	2.38%
24吳中國太SCP003	2	252D	AA+	2.39%
24海安開投SCP002	5	270D	AA+	2.50%
24嘉公路SCP001	5	270D	AA+	2.40%
24鑫泰SCP002	4	270D	AA+	2.50%
24寧夏農墾SCP002	3	270D	AA+	2.52%
24通匯投資MTN001	3	3Y	AA+	2.95%

年第二周信用債供給較上周繼續增長，共發行 3164 億元，認購情緒較好

長期中票收到追捧，市場整體追低力度大，全場倍數均較高。

短融/超短融方面，AA+ 的 24 寧夏農墾 SCP002 發行 3 億元，270 天，票面 2.52%，全場 2.6 倍。AAA 的 24 華為 SCP001 發行 30 億元，270 天，票面 2.12%，全場 3.5 倍。AA+ 嘉興市高等級公路投資有限公司發行 5 億元，270 天超短融，票面 2.4%，全場接近 6.64 倍。短融/超短融方面，AAA 甘肅省公路航空旅遊投資集團有限公司 10 億元，270 天超短融，票面 2.53%。與估值持平。

中票方面，AAA 評級 3+N 年期 24 陝有色 MTN001 發在 2.80%，全場 2.15 倍。AAA 評級 10 年期 24 冀交投 MTN002 發在 2.98%，全場 2.6 倍。AAA 評級的 24 中建投資 MTN001 發行 5 年期 20 億元中票，票面 2.84%，全場 3 倍。24 通匯投資 MTN001，

級 AA+ 發行 3 年中票，票面 2.95%，全場認購倍數 1.95 倍。

展望后市，根據掛網情況，下周信用債供給力度不減，理財基金踴躍認購下，信用債供需兩旺格局有望延續，發行利率預計震盪下行。

二級信用債方面：

本周信用債收益率震盪下行，曲線呈平坦化態勢。具體來看，周初先是在降息預期和資產荒邏輯下延續上周的上漲行情，隨後各方面消息不斷，權益市場走勢偏強，加上兩會臨近，引發止盈情緒逐漸聚積。但資產配置需求仍舊較強，信用債表現較利率債相對穩定，止盈節奏較緩，直至周五市場才有小幅的調整。

截至周五，3M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.24%，下行 1bp；6M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.25%，下行 3bps；1Y AAA 中短期票據收益率收盤在 2.3%，下行 1bp；3Y AAA 中短期票據估值 2.48%，下行 4bps；5Y AAA 中短期票據估值 2.63%，下行 6bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 5bps，走闊 2bps；5Y-3Y 利差為 15bps，收窄 2bps。信用利差方面，3Y AAA 信用債（相較同期限國開債的）信用利差收窄 7bps 至 24bps；5Y AAA 信用利差收窄 4bps 至 30bps。

展望后市，下周兩會期間市場情緒可能較為敏感，再考慮到整體收益率水平較低，或可能面臨階段性調整。但我們仍舊持債市反轉風險可控的觀點，因此建議關注市場調整期間的買入機會。

二、境內利率債市場

一級利率債方面：

本周利率債共發行 2347.27 億元，主要來自地方債，月末最后一周無附息國債發行，利率債總發行量較上周減少 4052 億元。

國債方面：本周僅發行兩期貼現國債，91 天貼現國債邊際利率較二級成交低 19bps，180 天貼現國債邊際利率較二級成交低 24bps。

政金債方面：國開行、口行、農發行分別發行 5 支共 450 億元、6 支共 340 億元，4 支共 340 億元債券，整體需求尚可。

3 年、5 年、10 年、20 年國開債綜收均低於二級市場成交，符合市場預期。農發債需求一般，366 天農發債結果低於成交水平 20bps，10 年農發債結果與二級水平持平。2 年農發清發債綜收較二級高 7bps、7 年農發清發債綜收較二級低 4bps。進出口發行 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年債券，綜收分別較二級低 14bps、6bps、3bps、6bps、1bp 和 5bps。

地方債方面：內蒙、寧夏、福建、河北、海南、陝西、四川、北京、浙江共發行 44 支 2104 億地方債，結果較基準加點 5-18bps 不等，整體需求一般，多支發行結果不及預期，其中四川 30 年需求較好，下限 23 倍左右。

展望后市，跨月後流動性預計維持合理充裕，兩會進入第二周，招標利率預計有下行空間。

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
2/26	23农发13(增17)	230413	3Y	70亿	2.1465%	5.36	1.21
2/26	23农发15(增16)	230415	5Y	80亿	2.3013%	4.96	2.54
2/27	24国开02(增6)	240202	3Y	100亿	2.0819%	3.75	29.17
2/27	24国开03(增发)	240203	5Y	110亿	2.1882%	3.92	1.14
2/27	24农发清发02	092404	2Y	60亿	2.08%	3.84	6.5
2/27	23农发清发07(增发19)	092304	7Y	30亿	2.4456%	6.48	2.44
2/28	24农发01(增发)	240401	1Y	110亿	1.6459%	2.99	9.12
2/28	23农发20(增14)	230420	10Y	110亿	2.5142%	4.41	1.57
2/29	23国开清发20(增发11)	09230220	20Y	20亿	2.551%	10.6	1.37
2/29	23进出13(增9)	230313	3Y	60亿	2.1073%	3.41	2.13
2/29	23进出15(增18)	230315	5Y	40亿	2.2595%	5.6	1.6
2/29	23进出11(增23)	230311	10Y	90亿	2.4835%	4.6	3.9
2/29	24国开13(增3)	240213	3Y	20亿	2.2589%	4.57	3.46
2/29	24国开05(增6)	240205	10Y	200亿	2.3812%	3.08	1.23
3/1	24进出01(增3)	240301Z3	1Y	80亿	1.621%	3.13	1.65
3/1	23进出12(增3)	230312	2Y	50亿	2.0484%	2.48	1.14
3/1	24进出07(增发)	240307	7Y	20亿	2.4217%	5.56	1.37
3/1	24贴现国债12	249912	0.25Y	400亿	加权1.3373% 边际1.4169%	2.76	63.33
3/1	24贴现国债11	249911	0.5Y	300亿	加权1.4253% 边际1.5155%	2.79	1.89

二级利率债方面:

本周债市剧烈震荡,收益率先下后上,曲线走平,最终短端收益率较上周上行,长债收益率有所下行。跨月期间资金面总体平稳,债市交投情绪积极。上周末有新闻报道保险公司存款严格纳入同业存款考核,此前银行理财套壳保险资管配置的存续规模预估在2万亿左右,考核指标的变化可能使得这部分资金转而投向超长利率债品种,“资产荒”逻辑明显强化。各类基金买盘涌入超长端进行配置,引领了本周多数时段的TKN行情。周五PMI数据公布,综合PMI报50.9,非制造业PMI超预期扩张,叠加跨月后资金面边际收敛、A股表现强势,且下周有重要会议召开,当天止盈盘出货明显,利率债大幅回调。

截止收盘,按照中债估值看,5Y内国债收益率上行1bp左右,10Y国债收益率下行3bps,30Y国债收益率走低9bps;中短端国开债走势强于国债,1Y国开债收益率下行5bps,3Y国开债收益率上行3bps,5Y国开债收益率下行2bps,7-30Y国开债收益率下行5bps左右。10Y国债活跃券230026收报2.375%,下行2.4bps。10年国开230210收报2.5175%,较前一周下行7.5bps。30Y国债活跃券230009收报2.51%,下行8.65bps。国债期货主力合约TL2406收报106.15,上涨0.41元。T2406收报103.64,下跌0.165元。TF2406收报102.85,下跌0.215元。

近期超长债是市场上绝对的明星标的,随着地产下行、信用利差收缩、高票息债券供给减少,机构纷纷增强纯债策略,向久期要收益,周内超长债急涨。如今多数机构已追涨入场,击鼓传花继续下行的承接资金有限,周五利率债也迎来了明显的回调。但是从周五30Y地方债的行情看,配置需求依然旺盛,多头仍保持相当强势。展望后市,基本面增长温和,PMI数据显示制造业复苏偏弱,且地产销售数据不及预期,我们认为债市明显转向的风险相对可控。另一方面,随着债市振幅加大,交易盘来回博弈,机构的短期行为变化较快,要警惕重要会议期间的新增政策对市场的扰动,在交易中保持谨慎乐观。

三、境内资金市场

本周市场流动性整体宽松,跨月资金供给充裕,资金利率窄幅

波动,周五融资需求有所增多。公开市场方面,上周央行以净投放为主,跨月结束后转向净回笼,全周累计投放逆回购资金11640亿元,到期5320亿元,净投放6320亿元。

资金利率方面,本周资金利率波幅不大,截至周五收盘,DR001报1.70%,全周在1.63%-1.81%之间波动,R001报1.82%,全周在1.77%-1.92%之间波动。DR007报1.82%,全周围绕央行7天逆回购利率波动,最低触及1.77%,最高报1.93%。R007周五收盘报1.99%,全周在1.99%-2.15%之间波动。DR007和R007之间的利差在跨月后降至17bps。

资金融出方面,银行体系资金供给充裕,日均净融出额4.4万亿,与前一周基本持平。周三至周五净融出量都在4.5万亿以上,周五为最高点4.6万亿元。大行融出量稳定,基本在4.4-4.8万亿元之间波动,日均4.6亿元,中小银行由前一周的日均净融入转为净融出1000亿元左右。

同业存单方面,本周一级市场发行5734亿元,净融资431亿元,净融资额较前一周有所下降。存单发行加权利率低位震荡,报2.24%,较前一周下行2bps。二级市场方面,1年期AAA级存单收益率上行至2.245%,较前一周上行1bp。

本周逆回购到期1.16万亿元,主要集中在周一到周三。政府债周度净缴款降至910亿元,前一周是2252亿元。

同业存单收益率曲线

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	3月1日	2月23日	涨跌(bp)	3月1日	2月23日	涨跌(bp)	3月1日	2月23日	涨跌(bp)
1月	1.81	2.00	-19.1	1.87	2.06	-19.1	1.92	2.11	-19.1
3月	2.14	2.15	-1.0	2.20	2.21	-0.9	2.25	2.26	-1.0
6月	2.18	2.21	-3.5	2.24	2.27	-3.5	2.31	2.37	-6.5
9月	2.21	2.22	-1.2	2.27	2.28	-1.2	2.34	2.38	-4.2
1年	2.25	2.23	1.8	2.32	2.31	0.7	2.41	2.44	-3.2

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震荡上行。从市场行情来看,Repo端,5Y Repo从2.15%上行3.25bps至2.1825%,1Y Repo从1.9325%上行2bps到1.9525%。1x5 Repo从21.75bps走阔到23bps。Shibor端,5Y Shibor从2.355%上行1.5bps到2.37%,1Y Shibor从2.1525%上行0.75bp到2.16%。

上周主要受以下几方面的影响:一是受市场止盈情绪影响,前两个月的收益率下行为20年一遇的大行情,主要博弈经济基本面和双降预期,目前降准降息均已落地,利率进一步大幅下行初显乏力。二是A股走势良好,股债跷跷板效应导致利率市场有所回调。三是周五公布的非制造业PMI数据超预期扩张,综合PMI为50.9,在荣枯线之上。

展望后市,资金面和权益市场大概率会继续被呵护,市场高度关注即将召开的两会,或在政策面对利率市场预期产生扰动。建议适当控制敞口,关注即将公布的价格指数和交易盘行为。

2、外汇掉期

本周银行间外汇掉期震荡下行。其中一年掉期在-2650至-2730之间波动,短端隔夜价格从-6.8跌至-7.3,中间端各期限跟随波动。主要影响因素有:

本周人民币国债利率破位下行,10年期国债跌破2.4%的有效点位后,顺势下杀到2.35%。30年期国债更为夸张,从2.58%一路跌破2.5%的整数关口,最低跌至2.48%。而央行仍在呵护跨

月资金，净投放资金使得 dr001 跨月价格平稳在 1.8%附近。掉期曲线各期限随之下跌。

除了境内人民币利率因素外，境外掉期由于临近月末，机构报表，隔夜掉期从之前的升水跌至-10 一天，境内外价格倒挂，助推境内掉期价格跌至-7 以下，最低至-7.4 一天，使得曲线承压。

上周美国方面基本符合预期，耐用品订单、世界大型企业研究会消费者信心指数、周度 MBA 抵押贷款申请指数等走弱，而核心 PCE 价格指数环比、个人收入环比较好，美债收益率维持震荡偏弱，对掉期影响不大。

买卖强弱力量基本均衡，但日内波动较大。双方博弈加深，大行也改变了之前一直净卖出，也在某些时段改为净买入，而市场传言部分外资机构在-2700 以下位置有止损操作。买卖双方拉锯加大了市场波动，使得一年掉期维持百余点震荡。

中国股市结束 8 连阳，开启震荡模式，境外资金依旧加速流入。根据沪港通数据，北向资金本周净买入 288 亿元，其中 2 月 29 日单日净买入 166 亿元，为近 1 个月最大单日净买入。上证指数强势收在了 3000 点以上，使得人民币汇率阶段性压力缓和，掉期市场大行卖压稍减。

美国数据好坏参半，债券收益率上行动力减弱。目前利率掉期市场预测美国今年有 3 次降息，7 月首次降息 25 基点的概率为 100%。下一步将关注 3 月美联储关于减量量化紧缩的讨论，料将为目前震荡的市场指明方向。

展望 3 月，中国方面持续加码稳定房地产的一系列政策，货币政策助力实体经济融资成本，资本市场在国家队的呵护下料恢复正常水平，还需等待更多的经济数据以验证经济复苏状况。人民币利率料维持目前水平交投。而美国方面则是持续焦灼，需要等待更多数据或者事件的指引。美债收益率料将震荡。人民币掉期市场还将在目前的水平震荡，价格水平主要受到多空买卖力量影响，建议谨慎操作。

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 货币债券发行规模约为 23.79 亿美元，其中中资占约 30%发行。利差方面，亚洲（除日本）美元债券信用利差整体走宽，其中投资级利差走宽 1bp 至 93bps 水平；高收益板块利差走宽 6bps 至 598bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 9 笔中资共计发行约 13.3 亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行版块包括城投和金融机构。天风证券（-/-/BBB-）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 50bps 至 6.8%，为本周最大规模和最高定价发行，最终定价与公允价格一致。重庆市涪陵实业发展集团发行 3 年期 12.6 亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 10bps 至 4.2%。陕西金融资产管理（-/-/BBB）发行 3 年期 2 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 50bps 至 6%。福建省晋江市建设投资控股集团发行 364 天 1.58 亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 55bps 至 6.35%。湛江市基础设施建设投资集团发行 3 年期 14.2 亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 35bps 至 3.95%。江苏海晟控股集团发行 3 年期 10 亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 40bps 至 3.6%。

二级市场方面：本周发达国家无风险利率窄幅震荡，曲线在前一周五的平仓交易中，推动美国 2y10y 曲线倒挂一度达到-45bps 的倒挂位置，而本周曲线小幅陡峭化。数据层面，美国 PCE 月环比为 0.4%，个人收入增长强劲，支出略有疲软。本周耐用品订单指数整体疲软，消费者信心指数下降。数据表现不一的情况下，本周市场对年内美联储降息预期幅度徘徊在 78-84bps 区间，10 年美债仍然维持 4.22%-4.31% 的区间波动。联储官员的讲话中体现了联储保持谨慎的态度，政策转向上保持耐心。

信用市场方面，美国投资级信用利差指数本周走阔约 7bps，亚洲信用投资级信用利差指数整体保持不变。亚洲信用市场整体上是综合收益率买家跟随利率变动而调整信用利差。本周一基准利率处于低位，周一早盘卖盘较多，信用利差整体走阔 3-5bps，主要由高波动债券带领。随后在 10 年美债在 4.3% 附近徘徊，信用利差整体收窄。全周来看，科技板块中，低波动名字本周收窄约 2-3bps，高波动标的小幅走阔。国企板块，低波动名字整体不动，吴华先宽后窄，全周收窄幅度约 2bps。资管标的交投相对活跃，短久期标的因其较高的收益率受到欢迎，本周收窄约 6-10bps，长久期波动有限。新发市场表现活跃，亚洲新发中日本 SUMITR 5-10 年表现优异，收窄约 6-12bps。HSBC 新发债券，3 年期高级债表现突出，但是 TLAC 债券由于过窄的发行呈现卖压。菲律宾首都银行二级表现整体呈现上涨态势，幅度约为 0.3-0.7pt。

■ 市场观点

本周短端基本忠实于资金面，长端在交易盘的博弈下逐渐失锚，30Y 国债与 MLF 一度形成倒挂，10Y 国债与 MLF 的倒挂幅度一度与 2021 年以来的极值 17bps 十分接近。市场利率与政策利率的利差极致倒挂的情况下，配置资金的成本收益比恶化，入场承接的意愿被进一步打压。存量的交易资金互相博弈造成市场的剧烈波动。

展望后市，备受瞩目的两会即将召开，尽管从此前的政治局会议传递出的政策基调并未出现显著变化，但是随着债市情绪有所收敛，市场可能于利空信息更敏感。尤其是对于一些可能出现的新提法，市场需要解读的时间，而在市场给予充分定价之前，新增信息可能再次导致市场的大起大落。

伴随两会召开、政策的落地，财政支持经济的力度可能也将开始加大。在过去的 1 至 2 月，政府债发行进度偏慢，发行规模和净融资规模均低于去年同期，且前两个月地方债发行规模尚未超过一季度计划的一半。因此，3 月可能迎来政府债发行放量。供给增加也有可能对债市构成压力。

在需求端，从近期政府债发行情况来看，在前期利率快速下行期间，仍有大量配置盘尚未入场，这部分需求或能有效承接增量供给。因此，我们预计未来一段时间，债市可能从交易盘的击鼓传花转向配置盘对合意入场点位的博弈，而利率债招标发行情况或是下一阶段值得重点关注的风向标。

● 执笔人

张婷 洪豆 王倩 金艺玲 徐敬旭 曹喆 郝斯阳
蔡晓彤 李喆学 孙奕文 孟睿 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： Jiasheng Xu 徐家盛 电话： 010-66595027

彭博： Jiasheng Xu

邮箱： murphy@bank-of-china.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： NAN XIANG 向男 电话： +852 39828845

彭博： NAN XIANG

邮箱： xiangnan@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