



中國銀行固定收益周報

2024.3.25-3.29

■ 市場要聞

本周，信用債市場共發行 4831.75 億元，總償還量 5824.26 億元，淨融資額 -992.51 億元。其中，AAA 評級總發行量 2896.58 億元，淨融資額 -333.11 億元；AA+ 評級總發行量 1100.45 億元，淨融資額 198.52 億元；AA 及以下評級總發行量 834.72 億元，淨融資額 -857.92 億元。資產證券化市場本周共發行 56 單，總計 416.4 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、類 REITs、商業房地產抵押貸款等。

■ 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
24京城建SCP001	15	270D	AAA	2.11%
24象嶼MTN002A	10	2Y+NY	AAA	3.19%
24豫航空港MTN004	10	3Y	AAA	3.10%
24深圳特發MTN002	7	3Y	AAA	2.64%
24曲文控MTN001	3	3Y+2Y	AAA	4.25%
24象嶼MTN002B	5	3Y+NY	AAA	3.50%
24蜀道投資MTN005	15	10Y	AAA	2.98%
24衢州國資SCP001	8	180D	AA+	2.10%
24鐘山資產CP001	1	365D	AA+	2.29%
24溧陽城建CP002	2	365D	AA+	2.35%
24泉國投MTN001	10	3Y	AA+	2.78%
24鹽城海瀛MTN001	5	3Y	AA+	2.80%
24宜春交通MTN001	6	3Y+2Y	AA+	2.79%

本周信用債發行規模 3,099.8535 億元，較上周環比減少約 400 億元，其中中票供給量佔了 1/3，持續了近期的高佔比。一級配置需求旺盛，追低情緒較前期有所收斂，整體延續了近期供需兩旺的態勢。

短融方面，AA+ 央企 24 電建租賃 SCP002 發行 2 億元、78 天超短融，最終票面 2.48%，全場 2.15 倍。AA+ 江蘇縣級城投 24 東泰投資 SCP004 發行 4 億元、98 天超短融，最終票面 2.41%，較上周五定價的 100 天超短 24 東泰投資 SCP003 票面上行 1bp，較剩餘 0.16 年債券估值低 4bps，全場 2.9 倍。AAA 評級地市級城投 24 武漢城建 SCP002 發行 7 億元、270 天超短融，最終票面 2.38%，低估值 1bp，全場 3.8 倍，需求較好。

中票方面，AA+ 蘇州區級城投 24 相城城建 MTN003 發行 12.4 億元、3 年期中票，最終票面發在 2.73%，持平估值，全場 4.8 倍需求火爆，銀行理財參與認購。AAA 評級地方國企 24 鄭州地鐵 GNO01 發行 5 億元、3+N 年期永續中票，最終票面 2.83%，低估值 4bps，全場 3.98 倍需求較好。AAA 地方國企 24 蜀道投

資 MTN005 發行 15 億元、10 年期中票，最終票面 2.98%，低估值 5.79bps，全場 2.29 倍，保險、城農商行參與認購。AAA 評級地方國企 24 粵財投資 MTN001 發行 15 億 5 年、5 億 15 年期雙向回撥中票，票面分別為 2.57%、3.17%，其中 5 年期票面低估值 15bps。

金融債方面，24 浦發銀行債 02 發行 300 億元、3 年期債券，最終票面 2.38%，低估值 8bps，較 2 月底發行的 24 浦發銀行債 01 票面上行 3bps，較國開曲線加點 16bps。24 興業消費金融債 02 發行 15 億元、3 年期債券，最終票面 2.55%，低估值 9bps，較 2 月底發行的 24 興業消費金融債 01 票面上行 2bps，較國開曲線加點 36bps。

展望后市，短期內在經濟緩慢復蘇、資金面整體充裕的背景之下，債市回調動能有限，預計短期內將維持區間震盪行情。

二級信用債方面：

季末最後一周，受資管規模波動影響，配置需求整體較小，信用債市場偏清淡。由於跨季流動性對市場的影響相對有限，短端收益率較以往波動有所減少。中長端則是受匯率波動和地產相關等各方面消息擾動下先是弱勢震盪，至周五隨資管機構完成跨季進度、資金面轉松，資產需求開始增加，推動各期限收益率小幅下行。

截止周五，3M AAA 中短期票據收益率收盤在 2.25%，上行 2bps；6M 和 1Y 均下行 1bp，分別收盤在 2.29% 和 2.33%；3Y AAA 中短期票據估值 2.5%，下行 2bps；5Y AAA 中短期票據估值 2.62%，與上周持平。期限利差方面，1Y-6M 期限利差維持在 4bps；3Y-1Y 利差維持在 18bps；5Y-3Y 利差為 12bps，走闊 2bps。信用利差方面，3Y AAA 信用債（相較同期限國開債的）信用利差在 33bps；5Y AAA 信用利差在 36bps，均走闊 4bps。

展望后市，4 月初資產需求將繼續回升，有利於支撐信用債市場。但後續債券供給量的增加、匯率對貨幣政策操作的約束，將成為市場擾動因素，預計收益率走勢震盪。與此同時，基本面的邊際變化也值得關注，建議繼續保持適當倉位。

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 3,742.6529 億元，無國債發行，供給主要來自於地方債，其發行量達 2,472.6529 億元。

政金債方面，標榜情緒尚可，短端標收收益率下行，長端走勢較為糾結，綜收均低於二級成交利率。

國開行各期限增發 6 只債券，規模合計 550 億。3-5 年期綜收低於二級市場 4-6bps，10 年期綜收低於二級 2-3bps，20 年期綜收較二級基本持平。20 年期標收收益率較上周上行 1.4bps。值得關注的是，為支持重大基礎設施建設，本周國開行增加了 10 年期品種的發行規模至 300 億元，分別於周二、周四分兩次各 150 億元發行。國開行提速發行長期限品種或為特別國債減輕供給壓力。

进出口行各期限发行 6 只债券，规模合计 360 亿。1 年综收较二级价格下行 16.91bps，2-3 年综收较二级价格下行 9-13bps，5-7 年综收较二级价格下行 2-5bps，10 年综收较二级价格下行 2.71bps。

农发行各期限增发 6 只债券，规模 360 亿，1 年综收较二级价格下行 15.24bps，2-3 年综收较二级价格下行 9-10bps，5-7 年综收较二级价格下行 7-8bps，10 年综收较二级价格下行 2.88bps。

地方债方面，本周 11 个省市共发行 2472.6529 亿元。北京、江苏、深圳、宁波、浙江各期限较国债均值加点 0-5bps，广东、吉林、山东、陕西、湖南加点 5-20bps，广西加点 20-21bps。值得关注的是，广东 30 年加点 19bps，相较之下同一日发行、且供给量更大的山东 30 年仅加点 17bps。

今年一季度地方债供给量同比减少 25%。展望后市，考虑到后续特别国债及地方债的发行，债市在供给方面料将承压。建议关注利率债的发行节奏。

本周利率债发行结果汇总							
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
3/25	24农发03(增2)	240403	3Y	50亿	2.123%	4.76	1.36
3/25	23农发15(增20)	230415	5Y	60亿	2.2641%	5.11	1.39
3/26	24国开02(增2)	240202	3Y	100亿	2.3267%	2.93	1.22
3/26	23国开08(增29)	230208	5Y	120亿	2.4298%	3.21	1.31
3/26	23农发清发22(增发3)	092304	2Y	80亿	2.3118%	2.76	1.02
3/26	23农发清发07(增发15)	092304	7Y	30亿	2.6576%	5.49	14.2
3/27	24农发01(增5)	240401	1Y	90亿	1.6235%	3.47	67
3/27	23农发20(增18)	230420	10Y	90亿	2.4472%	4.61	4.37
3/28	23国开清发20(增发15)	09230220	20Y	20亿	2.6181%	5.81	4.64
3/28	23进出13(增13)	230313	3Y	50亿	2.0074%	5.34	2.24
3/28	24进出05(增2)	240305	5Y	40亿	2.2557%	5.15	1.11
3/28	23进出11(增27)	230311	10Y	120亿	2.4426%	2.71	1
3/28	24国开13(增5)	240213	3Y	20亿	2.2012%	4.25	2
3/28	24国开05(增11)	240205	10Y	150亿	2.3566%	2.81	13.48
3/29	24进出01(增7)	240301	1Y	100亿	1.5838%	2.84	1.04
3/29	24进出02(增2)	240302	2Y	30亿	2.0013%	5.04	3.14
3/29	24进出07(增5)	240307	7Y	20亿	2.3937%	5.83	5.75

二级利率债方面：

本周债市震荡上涨，短端政金债表现强势，曲线略有走陡。上周五国常会强调房地产“事关经济社会发展大局”，提及优化房地产政策，使得周初债市交投谨慎。后半周有银行调降存款利率和央行购债等传闻影响市场行情，尽管股市反弹部分压制债市，债市总体仍表现积极。且临近月末，资金面在央行呵护下运行平稳，短债涌入基金等买盘，收益率下行更快。周末 PMI 数据出炉，制造业 PMI 指数报 50.8%，非制造业 PMI 指数为 53%，数据显示产需双双回暖，经济景气水平回升。

截止收盘，按照中债估值看，3Y 内利率债收益率下行 4-7bps，5Y 以上利率债收益率下行 2bps 左右。10Y 国债活跃券 230026 收报 2.3325%，下行 0.25bp。10 年国开 230210 收报 2.41%，较前一周下行 1.5bps。30Y 国债活跃券 230023 收报 2.46%，下行 2.25bps。国债期货主力合约 T2406 收报 104.11，上涨 0.22 元。TF2406 收报 103.205，上涨 0.235 元。

本周长债转向震荡行情，短债受益于宽裕的资金面而有所下行，曲线呈牛陡态势。从长债走势可见，市场对于基本面的交易已产生分歧，多空双方焦灼对峙，周末的 PMI 数据为后续的交易提供了新的锚点，尽管基本面修复的持续性仍待验证，但是短期内这一数据仍将给债市带来明显扰动。另外，从季末时点的资金面可见央行呵护流动性的态度明确，“融资成本稳中有降”

的背景下，长期看收益率难有大幅上行趋势。总体而言，短期内建议关注基本面的预期差变化，在回调中寻找机会。

三、境内资金市场

3 月最后一周资金面相对稳定，跨季资金供给较为充裕，资金利率的波幅小于去年同期。公开市场方面，央行公开市场逆回购投放 8500 亿元，到期 220 亿元，国库定存到期 500 亿元，合计净投放 7780 亿元。

资金利率方面，银行机构间资金利率相对稳定，非银机构的资金利率上行幅度较大。具体来看，DR001 在 1.71-1.78% 之间波动，均值较前一周下行 2bps，R001 在 1.9% 附近波动，跨季最后一天上行 25bps 至 2.17%。DR007 在 1.90-2.0% 之间波动，R007 上行幅度较大，周一到周四在 2.3-2.4% 波动，周五大幅上行 43bps 至 2.81%。DR007 和 R007 的利差在周五上行至 80bps，上行幅度虽然较多，但去年 3 月跨季时两者利差在 150bps 左右，相比之下今年跨季资金波动相对可控，资金分层现象也有所缓解。

资金融出方面，上周银行体系日均净融出额 4.7 万亿元，日均净融出额较一周增加 7000 亿元，季末最后两天日均净融出额维持在 5 万亿元左右。其中，大行资金融出依然稳定，日均净融出额 4.8 万亿元，较前一周增加 3000 亿元。城农商行的资金需求有所下降，日均净融入 3700 亿元，较前一周下降了 1600 亿元。整体来看大行资金供给充裕，股份行融出能力恢复，使得此次跨季资金波动相对较低。

同业存单方面，上周一二级市场发行金额和净融资额均较前一周有比较大的下降，全周总公告发行 4416 亿元，净融资-755 亿元。加权发行利率为 2.21%，较前一周小幅下行 2bps，加权发行期限 6.9 个月，与前一周持平。二级市场方面，1 年期 AAA 同业存单到收益率窄幅震荡，周五小幅下行至 2.23%，较前一周下行 2bps。

本周资金面关注因素，第一，3 月是财政支出大月，月末的财政支出对 4 月的流动性构成支撑。第二，全周逆回购到期 8500 亿元，周三、周日到期量较大，分别为 2500 亿元和 4000 亿元，关注央行公开市场续做情况。第三，本周同业存单到期 592 亿元，较前一周的 5171 亿元大幅下降，存单到期压力有明显的缓解。节前只有三个交易日，预计资金面仍将维持平稳。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	3月29日	3月22日	涨跌(bp)	3月29日	3月22日	涨跌(bp)	3月29日	3月22日	涨跌(bp)
1月	1.89	2.14	-25.0	1.95	2.20	-25.0	2.00	2.25	-25.0
3月	2.07	2.10	-3.0	2.13	2.16	-3.0	2.19	2.22	-3.0
6月	2.17	2.17	0.0	2.24	2.23	1.0	2.30	2.29	1.0
9月	2.22	2.19	3.0	2.29	2.25	4.0	2.36	2.31	5.0
1年	2.23	2.25	-2.0	2.29	2.31	-2.0	2.36	2.40	-4.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周利率互换市场收益率先上后下。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 2.1625% 下行 3bps 到 2.1325%，最高到过 2.1875%，1Y Repo 从 1.9775% 下行 3.5bps 到 1.9425%，最高到过 2.0075%。1x5 Repo 从 18.5bps 走阔到 19bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 2.3625% 下行 2.25bps 到 2.34%，1Y Shibor 从 2.165% 下行 2.5bps 到 2.14%。

本周主要受以下几方面的影响：一是季末因素影响，周一开始7天回购即可跨季，FR007开始明显走高，至周三达到极值。随着机构逐步完成跨季，资金价格在最后两天逐渐回落。二是现券配置盘的“抢跑”行情，带动利率衍生品收益率尤其是短期限品种在最后2、3个交易日下行。三是股债跷跷板效应影响，A股市场周内先跌后涨。

展望后市，周五财政部公布了二季度的国债发行计划，其中提到超长期国债发行安排另行公布，且4月单只普通国债规模或扩张，市场解读为可能是为发行超长期特别国债做准备。然而资产荒现象还未有缓解，供给的增长速度暂时无法弥补需求缺口。此外，经济基本面也暂无反转迹象，利率互换市场收益率上行空间暂时有限。

2、外汇掉期

本周银行间人民币掉期市场波动扩大，短端和长端走出不同叙事。

短端临近月末，周初境内美元拆借价格小幅上涨，大行融出稀少导致部分机构提前准备跨节资金，给市场营造一片美元资金面趋紧的氛围，周二跨月的一周期限(11D)最低成交在-95(天点-8.6)，基本日内成交价格都在-82(天点-7.5)之下，隔夜开盘在全周低点-7.2，之后国开等机构融出美元资金，短端价格企稳走高，直到本周五主要机构美元资金安排提前完成，后两个交易日临近月末人民币资金相对美元更为趋紧，同时USDCNY/USDCNH走高，离岸短期价格由贴水转为升水，带动境内短期价格持续走高，TN涨至-6.7，叠加部分外资1个月买盘较重，1个月内掉期点上行幅度较大，天点均来到-7上方。

长端价格周内还是呈现易下难上的局面，周一人民币中间价的定价令周五部分市场臆测的可能不攻自破，短线大量长端的买入的开始平盘离场，长端从前一周五收盘的-2618一路下跌至-2690一线。周初美元资金面趋紧并未传导至一年期限，而周中有消息释放央行可能会参与二级市场买卖债券，中国版QE成为市场热议话题，导致长端人民币利率再度下行，但这则由《南华早报》率先报道的标题新闻，实则是一则旧闻，截取自去年10月30日中央金融工作会议上的一段讲话，“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”，当时会议的本意是如何改善央行的公开市场操作，而不是要量化宽松。但这则标题新闻正好发布在沪指再度跌破3000点后，贴合了投资者对于重大刺激措施的迫切愿望。金融市场就是这样，先不管是不是真的，当下我认为你有，那你就是“有的”。

周五尾盘逢希望复活节假期，香港假日令长端买盘缺失，长端价格基本被压制在-2670之下。周五晚间鲍威尔在旧金山联储接受公共电台“Marketplace”节目采访，讲话可以说保持了近期“战略模糊”的状态，表示过早降息将会带来极大的干扰，但等待太久可能对经济和劳动力市场造成不必要的损害。听完此话，可能近期每一份研报都可以宣称自己看对了，因为现状就是鲍威尔仍在降息预期和通胀改善放缓之间协调，换句话说现阶段美联储决定降息的核心因素回到通胀持续的风险，而不是经济大幅放缓的风险。因为年初以来多项经济数据已经反复证明了美国软着陆稳落地，只要通胀数据下滑降息决策就能落地。

综合来看，中美利差在近期仍保持相对高位且没有快速收窄的趋势，美元资金面趋于紧张可能在二季度成为大概率背景，美债净发行量由正转负，如果缩表节奏不变，叠加4月中旬的个人所得税缴纳，离岸美元短端边际收紧压力越来越大，会在一定程度上传导至境内。短期内依旧维持-2700到-2600的款区

间震荡判断，一旦跌破不排除止损盘涌出造成的跌幅扩大成交量稀少的极端情况，如有机会触及-2800一线则建议坚定接盘买入1/3仓位，时间窗口可能在多家央行率先与美联储降息的时点。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美债收益率窄幅震荡，周度变化不大，其中短年期小幅收益率上升，长年期小幅下行。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40.5亿美元，其中中资占约10%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86bps水平；高收益板块利差走宽11bps至587bps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11.3亿美元等值债券。发行币种包括美元、日元和离岸人民币；发行板块主要为城投，也有材料、必需消费品。成都天府新区投资集团(-/BBB)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5.45%，为本周最大规模发行，实现-15bps新发溢价。中国宏桥集团发行364天3亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄50bps至7.75%，同样为本周最大规模发行，也是本周最高定价发行。淄博城市资产运营集团发行3年期15.33亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价为5.8%。新希望集团以农业银行备证形式发行3年期9.76亿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50bps至3.3%。镇江文化广电产业集团以上海银行备证形式发行3年期75亿离岸日元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄5bps至1.65%。

二级市场方面：本周恰逢西方复活节，交易周较短。宏观经济数据为，新建住宅年率小幅上升；前值上修，耐用品订单环比上行但是前值下修，芝加哥PMI大幅低于预期；消费者信心指数表现不一，大型企业消费者信心指数低于预期，密歇根大学消费指数高于预期，密歇根1年和5年的通胀预期整体下行。劳动力市场方面，首申与上周基本持平。个人下收入环比增幅小幅下行，但是个人支持环比上行。PCE整体符合预期，但是周五全球市场休市，市场未能反映PCE数据。利率市场方面，美国国债收益率窄幅震荡，但是由于年内降息预期收窄至67bps，曲线整体平坦化，2y10年报收于-42bps。

信用市场方面，亚洲信用市场在假期之前相对安静。科技板块在前两个交易日有部分卖压，全周整体在+/-2bps，高波动的科技名字收窄2-4bps。金融标的方面，二级资本工具信用利差波动有限，资管标的收窄约2-5bps。韩国标的方面，新发的韩国石油固息债表现一般，浮息债收窄约13bps。新发的AIA次级债收窄约7bps。

■ 市场观点

本周基本面有确定性的新增消息不多，市场对增量信息亦将信将疑，10Y国债活跃券230026基本维持在2.30-2.35%区间震荡运行。短端表现整体强于长端。

从成交情况来看，10Y和30Y期限的主要活跃券成交笔数较前一周有所下降，基金、理财逐渐转向短端，债市观望情绪渐浓。在此情形下，收益率的风吹草动可能导致场外观望者一拥而上，加强追涨杀跌的倾向。因此，尽管长端周内波动区间在5bps左右，但是每日日内的波动均在2bps左右。截至本周收盘，债市对未来的走向似乎仍未达成一致。

造成上周收益率波动的主要因素为一则“央行在停止20年后

重新启动国债交易”的消息，事实上这则消息来自于去年中央金融工作会议上提出的“在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”的表述。我们认为，在短期内我国货币政策仍将维持稳健的主基调，在货币政策空间尚且宽裕的情况下，面对特别国债增发带来的流动性缺口，降准和 MLF 可能仍将是央行应对的主要手段，央行在二级市场通过买断国债释放流动性的可能性并不大。

此外，股债跷跷板效应在上周较为显著，A 股经历前期深 V 反弹后继续向上的动能有待补充，叠加美元走强带来人民币汇率及境内风险资产承压，股市出现一定程度的回调，并伴随波动加大，风险偏好收缩对债市形成利好。

周末，3 月 PMI 数据公布，制造业 PMI 为 50.7%，显著高于市场预期；且从分项看，生产指数和新订单指数回复速度较快，显示出产需两旺的局面。鉴于目前债市处于十字路口，建议关注债市对基本面信息的反馈是否能转化为趋势性行情。我们认为，当前基本面的影响仍处在积累量变的过程，债市可能继续在等待一个更贴近市场运行的将量变转化为质变的引爆点。因此，下周市场可能延续震荡趋弱的行情。

● 执笔人

张婷 邹雨汐 王倩 金艺玲 徐敬旭 傅吉娜
郝斯阳 蔡晓彤 毛盛 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