



# 中国银行固定收益周报

2024.5.20-5.24

## ■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 4,385.62 亿元，总偿还量 2,935.29 亿元，净融资额 1,450.33 亿元。其中，AAA 评级发行人总发行量 3,414.76 亿元，净融资额 1,642.56 亿元；AA+ 评级总发行量 513.43 亿元，净融资额 -39.1 亿元；AA 及以下评级总发行量 457.44 亿元，净融资额 -153.12 亿元。资产证券化市场上周共发行 31 单，总计 331.3 亿元，基础资产包括消费贷款、小微贷款、应收账款、供应链保理债权等、不良贷款等。

## ■ 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
24沪电力SCP011	26	79D	AAA	1.79%
24苏州高新SCP027	2	184D	AAA	1.90%
24陕西建工SCP006	10	270D	AAA	2.58%
24山东港口MTN002	5	3Y	AAA	2.33%
24津城建MTN019A	5	3Y	AAA	2.76%
24鲁信MTN002	7	3Y	AAA	2.35%
24津城建MTN019B	10	5Y	AAA	3.55%
24中铝集MTN001(科创票据)	15	5Y	AAA	2.50%
24云能投MTN012B	10	5Y	AAA	3.50%
24兴业银行二级资本债	200	5Y+5Y	AAA	2.50%
24英特集SCP001	3	178D	AA+	2.12%
24津南城投CP001	11	365D	AA+	2.29%
24株洲高科MTN006	4	3Y	AA+	2.81%
24莫干山MTN003	5	3Y+2Y	AA+	2.33%
24成华棚改MTN001	6	5Y	AA+	2.60%
24六合新城MTN002	5	3Y	AA	2.43%

信用债方面，在资产荒仍未改善的情况下，投资人情绪保持活跃，长端收益率小幅下行，曲线走平，短券多定价发行。短融超短方面，24 镇江交通 SCP006, AA+ 市级城投，270 天，规模 3.5 亿元，最终票面 2.18%，全场倍数 4.88 倍。本次发行结果较其剩余期限为半年的超短估值低 2bp。AA+ 城投云南资产发行 2.5 亿元 270 天超短，票面 2.77%，全场 2 倍。中票方面，AAA 评级央企中电投，3+N 年和 5+N 年期双向回拨，发行规模分别为 8 亿元和 12 亿元，3+N 年期票面利率 2.4%，低估值 5bps，5+N 年期票面利率 2.56%，均低于估值 2bps。AAA 评级城投津城建发行 3 年期、5 年期双向回拨中票，规模各 5 亿元和 10 亿元，最终发在 2.76% 和 3.55%，3Y 期低估值 5bp，5Y 期基本持平于估值。诚通控股再次发行 10 年、30 年中票，规模分别为 40 亿和 20 亿，分别发在 2.87% 和 3.23%，均低于上一日估值。铁道债方面，昨日招标发行 10 年期和 30 年期铁道债，规模合计 100 亿元。10 年期票面 2.5%，低估值 5bp，全场 2.4 倍；30 年期票面 2.69%，高估值 1bp，全场 2.8 倍。金融债方

面，兴业银行发行今年第一期二级资本债，规模 300 亿元，期限为 5+5 年，最终定价在 2.5%，较国开曲线加点 35bps。北京银行发行 100 亿元 3 年期金融债，票面 2.25%，较国开债加点约 16.5bps，低估值约 3bps。南京银行发行 260 亿元 3 年期金融债，票面为 2.24%，较国开曲线加点 17.5bps。

展望后市，在宽货币预期下，预计债市维持积极行情，但月末流动性或对市场形成一定扰动，建议关注后续央行公开市场操作。

#### 二级信用债方面：

本周信用债交投情绪整体偏弱，收益率平坦化下行。具体来看，资金面受税期扰动有所波动，但其影响相对有限，短端收益率窄幅波动；中长端表现较短端稳定，地缘政治引发避险情绪升温，加上股债跷跷板作用下收益率平稳下行。

截至周五收盘，3-6M AAA 中短期票据收益率持平于上周，分别收盘在 1.97%、2.01%；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.06%，下行 1bp；3Y AAA 中短期票据估值 2.27%，下行 4bp；5Y AAA 中短期票据估值 2.41%，下行 4bp。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 5bps，收窄 bps；3Y-1Y 利差为 21bps，收窄 4bps；5Y-3Y 利差为 14bps，走阔 1bp。信用利差方面，3Y AAA 信用债(相较同期限国开债) 信用利差收窄 4bps 至 20bps；5Y AAA 信用利差收窄 3bps 至 26bps。

展望后市，从本周增量信息来看，缺乏有效信号来主导市场变化，各类影响因素保持不变。因此我们维持此前的判断，即资产需求主导信用债市场，收益率在低位维持震荡格局。

### 二、境内利率债市场

#### 一级利率债方面：

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
5/20	24农发贴现06	2404106	0.25Y	40亿	1.4088%	2.87 3.5
5/20	24农发03(增9)	240403	3Y	70亿	1.9959%	3.3471 2.3612
5/20	24农发05(增5)	240405	5Y	80亿	2.151%	2.9662 2.2656
5/21	24国开03(增14)	240203	5Y	100亿	2.0683%	2.84 1.06
5/21	24国开10(增5)	240210	10Y	160亿	2.3434%	2.87 3.26
5/21	24农发清发02(增发11)	09240402	2Y	60亿	1.8922%	2.7583 1.7857
5/21	23农发清发04(增发7)	092318004	3Y	20亿	2.0226%	4.405 1.1667
5/21	24农发清发07(增发8)	09240407	7Y	20亿	2.2615%	4.755 1
5/22	24进出清发07(增发1)	09240307	7Y	20亿	2.3059%	4.21 4
5/22	24附息国债09(续发)	240009	1Y	1210亿	加权1.5244% 边际1.5793%	2.5509 1.0189
5/22	24附息国债08(续发)	240008	5Y	1210亿	加权2.033% 边际2.0655%	3.8345 1.5462
5/22	24农发11(增2)	240411	1Y	110亿	1.6204%	2.4464 1.0368
5/22	24农发10(增6)	240410	10Y	190亿	2.4344%	2.2426 1.6723
5/23	24国开清发02(增发6)	09240202	3Y	90亿	1.9957%	2.21 3.61
5/23	24进出03(增5)	240303	3Y	40亿	1.9881%	5.89 2.02
5/23	24进出10(增5)	240310	10Y	100亿	2.4214%	4.46 2.79
5/23	24国开13(增9)	240213	3Y	20亿	2.0859%	4.6 2.63
5/23	24国开10(增6)	240210	10Y	160亿	2.3357%	3.24 6.54
5/24	24贴现国债29	249929	0.25Y	300亿	加权1.3992% 边际1.4573%	2.6123 2.0971
5/24	24附息国债11	240011	10Y	1360亿	加权2.27% 边际2.29%	3.63 5.8
5/24	24特别国债02	240000	20Y	400亿	2.49%	4.337 1.0509
5/24	24进出04(增4)	240304Z4	1Y	100亿	1.5799%	2.609 4.615
5/24	24进出02(增7)	240302	2Y	40亿	1.8456%	4.2225 1.1272

前周地产政策密集发布，债市利空出尽，但受到税期因素扰动，本周利率债一级震荡调整。国债供给总计 4480 亿元，其中 1 年期、5 年期、10 年期附息国债边际综收分别低于二级成交

8.3bps、4.2bps 和 3.4bps。加权与边际利差分别为 5.5bps、3.3bps 和 2bps，20 年期限国债时隔九年再次发行，发行规模为 400 亿元，较高的全场倍数和 2.49% 的边际利率，显示出一定的定价分歧。政策性金融债方面，短期限发行结果较好，例如 1-2 年农发债考虑综收后的收益率较二级低 4.4bp-7.9bps，7-10 年期则在 1bp 以内。国开债方面，3 年、10 年期国开债中标收益率基本持平于上期，其中 3Y 期在中债和上清所分别发行共计 110 亿元，考虑承销费后的综收较二级下行 2.8bps-8.2bps。3 年期和 10 年期口行债考虑综收后的收益率则较二级低 4.6bps 和 1.2bps。地方债方面，本周供给 1154 亿元，7 年期浙江债、5 年期新疆债和 30 年期海南债、湖南债受投资人追捧。

展望后市，下周地方政府债供给明显提速，需关注流动性对长端收益率的扰动情况。

### 二级利率债方面：

本周增量信息偏少，债市交投清淡，各期限收益率窄幅波动，最终较上周涨跌互见。税期影响之下周内资金面边际变化加剧，短债受到波及，较中长债走势更为震荡。此外，股债跷跷板效应亦有所体现，后半周 A 股受挫成为债市多头短暂发力的抓手。与多数利率债清淡的行情相比，新发特别国债在本周受到普遍的市场关注。周中上交所 24 特国 01 二度大涨引发两次临时停牌，复牌之后该券净价快速回落，这一市场异动推动银行间的特别国债交易更加活跃，且该券与普通 30Y 国债利差扩大，已形成一定的流动性溢价。周五发行第二批特别国债，20Y 特别国债需求旺盛，全场倍数创有数据以来新高。

截止收盘，按照中债估值看，利率债收益率普遍较前一周的收盘点位仅有 3bps 以内的变化，30Y 超长国债和国开债的估值收益率下行 3-4bps。10Y 国债活跃券 240004 收报 2.3105%，上行 4.5bps。10 年国开 240205 收报 2.4105%，较前一周上行 5.5bps。国债期货主力合约 T2409 收报 104.305，上涨 0.255 元。TF2409 收报 103.41，上涨 0.115 元。

总体而言，本周是特别国债发行计划落地和重磅地产政策落地之后，政策空窗期间窄幅震荡的一周。展望后市，特别国债和地方债的发行都提上日程，供给端的增加会对市场产生一定扰动，不过利率债的发行往往会配合宽松的货币环境，市场对宽货币政策的预期也正在累积，多空之间的博弈可能导致震荡加剧。与此同时，手工补息的取消使存款向非银机构转移，非银机构的资金成本与 DR 倒挂，打开短端利率的下行空间，后续随着宽货币升温，短债收益率或进一步走低；而长债受制于宽信用政策、财政政策的发力，以及监管的久期指导，利率下行受阻，后续曲线或有走陡之势。

### 三、境内资金市场

本周市场流动性整体均衡，央行公开市场逆回购操作保持低位，全周投放 100 亿元，到期 120 亿元，实现净回笼 20 亿元。税期走款影响较弱，资金利率短暂波动后恢复平稳，DR001 从周一的 1.72% 上行至周二的 1.76%，而后维持在 1.76-1.77% 附近窄幅震荡，R001 从 1.76% 上行至 1.81%，而后也维持在 1.80-1.81% 附近，二者中枢分别较前一周上行 3bps、2bps。DR007 从周一的 1.81% 上行至周二的 1.85%，而后趋于下行，周五收至 1.82%，R007 也收于 1.82%，二者均在略高于 7 天逆回购利率位置波动，利差维持在 0 附近，资金分层基本消失。从资金供需结构来看，在手工补息整改、非银加杠杆套息空间较小等因素的持续影响下，银行体系融出继续下滑，本周日均融出 2.8 万亿元，低于前一周的 3.0 万亿元；同时非银机构资金相

对充裕，14 至 21 天跨月融出价格一度优于银行类机构。政策方面，国家发改委等四部门联合对 2024 年降成本重点工作做出了部署，继续提出“推动贷款利率稳中有降”，“在保持商业银行净息差基本稳定的基础上，促进社会融资成本稳中有降”，引发市场对新一轮政策的宽松预期。展望下周，全周逆回购到期 100 亿元，同业存单到期 3211 亿元，显著低于前周的 6546 亿元，到期压力预计不大。不过下周临近月末，叠加地方债发行提速，政府债券净融资额将从本周的 2043.5 亿元大幅上升至 5466 亿元，创下去年 10 月以来的新高，且主要集中在周一和周三，多重影响下资金面的波动需要关注。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	5月24日	5月17日	涨跌 (bp)	5月24日	5月17日	涨跌 (bp)	5月24日	5月17日	涨跌 (bp)
1月	1.73	1.77	-4.0	1.79	1.83	-4.0	1.84	1.88	-4.0
3月	1.90	1.89	1.0	1.96	1.95	1.0	2.01	2.00	1.0
6月	1.96	1.96	0.0	2.02	2.02	0.0	2.08	2.08	0.0
9月	2.07	2.08	-1.0	2.13	2.14	-1.0	2.19	2.20	-1.0
1年	2.09	2.09	0.0	2.15	2.17	-2.0	2.21	2.25	-4.0

## 四、境内衍生品市场

### 1、利率掉期

本周利率互换市场整体窄幅震荡，曲线变平。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 2.0825% 下行 1bp 到 2.0725%。1Y Repo 从 1.85% 上行 1.25bps 到 1.8625%。1x5 Repo 从 23.25bps 收窄至 21bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 2.21% 下行 0.5bp 到 2.205%，1Y Shibor 从 1.9725% 上行 2.25bps 到 1.995%。

本周主要受以下几方面的影响：一是税期影响较弱，资金面稳定。二是增量信息较少，继续看多和看空的理由都不充分，市场机构大多认为近期以小幅震荡为主。

展望后市，月末叠加现券供给放量因素，或出现资金面短期变紧的情况，但央行可通过公开市场操作调节，流动性方面的压力有限。供给方面，5 月最后一周地方债净发行规模将跃升至 4066.3 亿元，为 2024 年以来单周发行规模峰值。且上周五发行的首支 20 年特别国债，中标利率略高于预期。加之上周同业存单一级市场供需两旺，频繁出现大规模发满的现象。这些仅能使之供不应求的问题有所缓解，对于现券配置来是个机会，难以造成利率大幅上行。

### 2、外汇掉期

本周人民币流动性宽松，美债收益率上涨，中美利差走阔，掉期曲线承压，全线下跌，其中 1 年期从周一的 -2870 跌至周五的 -2940，全周振幅接近 70 点，不过周五尾盘在套利买盘的推动下，回升到 -2900 附近，跌幅收窄。短期限，隔夜价格跌至 -7.3 附近，1 个月跌至天点 7.45，3 个月跌至 7.6 附近，6 个月跌至 7.9。

超远期方面跌幅更大，2y 从周初的 -4820 跌至周五的 -4980；3y 期限从周初的 -5850 跌至周五的 -6050 左右。

具体来看，有以下几个特点：

(1) 市场在跌破 -2900 后，继续冲击 -3000 点整数关口，但是这次市场参与者都比较冷静，并没有出现止损踩踏，甚至在 2900 以下买方越买越多，空头卖出也比较谨慎。

(2) 境内外价差继续收窄。虽然人民币汇率依然承压，但是境外价格下跌较多，1 年期掉期价差收窄到 930 点。

(3)受地缘政治影响，中国股市下跌，风险情绪走低，部分交易者跟随大行卖出掉期。

近期热点:美国经济显示韧性 中国数据好坏参半,总体向好。

美联储公布的会议纪要显示,虽然利率维持高位不变,但美国放缓了缩表,每月被动缩表 600 亿美元国债减少到 250 亿美元;美联储认为 PCE 和核心 PCE 会缓慢回落,要在 2026 年才能回到 2%的水平。再加上上周美国经济数据还不错,美债市场对此反应是利率维持高位要更久,2y 国债收益率从周初的 4.85%涨至 4.95%,人民币外汇掉期超远期也跟随下跌了相应的幅度。

中国方面,央行下调了首付比例和贷款利率,各地也是纷纷放开限购,有条件的地区开始购买存量住宅以托底楼市,虽然政策效果显现需要一定时间的观察,但是股票投资者信心大涨,房地产股纷纷反弹 30-50%。

存款搬家再现。4 月人民币存款大幅减少了 3.92 万亿元,住户和企业存款双双下滑,存贷去向出了提前偿还贷款和跨境支付外,还可能分流去了理财。据中信证券测算,4 月理财市场规模增加 2.95 万亿。理财资金的增加进一步推动债券收益率下行,以及股票市场上涨。

商务部周五的数据显示,4 月外商对华投资连续第四个月放缓,为 81 亿美元,同比下降了 36%,是 2019 年以来的第二低数值,此前央行公布的一季度新投资流入规模下降了 56%,也彼此呼应,进一步凸显了国内经济的和汇率的压力。

展望未来:

综合来看,我们认为,美国通胀虽然具有粘性,但就业市场在逐步降温,房租也在高位回落,高利率对美国经济的负面影响在逐步显现,消费者信心也有一定动摇,今年降息预期可能再度升温。中国市场方面,在政策的持续支持下,经济基本面呈现缓慢复苏,股债汇三个市场联动越来越紧密,部分外资开始唱多和做多中国资产,汇率有望企稳,掉期市场在 2900 震荡结束后,有望开启新的方向。

## 五、中资离岸债券

**一级市场方面:** 本周美债收益率周度上行。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 货币债券发行规模约为 32.4 亿美元等值,其中中资约占 70%发行。利差方面,亚洲(除日本)美元债券信用利差整体收窄,其中投资级利差收窄 2bps 至 76bps 水平;高收益板块利差收窄 9bps 至 496bps 水平。

从中资离岸口径(不含增发及私募)来看,本周 13 笔中资共计发行约 33.6 亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币;发行板块包括金融机构和城投。山东高速(A3/-/A-)发行 PNC3 年期 9 亿美元固息债券,最终定价较初始价格指引收窄 45bps 至 6.5%,为本周最大规模发行,实现 10-20bps 新发溢价。中信建投证券(-/-/BBB+)发行 3 年期 5 亿美元浮息债券,最终定价较初始价格指引收窄 48bps 至 SOFR+67bps,发行实现-3bps 新发溢价。泉州城建集团发行 3 年期 15 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 3.4%,无新发溢价。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 40bp 至 6.5%。中国信达(-/BBB+/A-)发行 5 年期 8 亿美元固息债券,最终定价较初始价格指引收窄 45bps 至 T+130bps。重庆市潼南区建设工程(集团)发行 3 年期 4.8 亿离岸人民币无评级固

息债券,最终定价为 7.8%,为本周最高定价发行。

**二级市场方面:** 美债利率曲线在高于预期的 PMI 数据后回弹并变得更平,中资信用债利差整体不变至收窄。投资级科技板块收窄 1-3bps, beta 国企名字如 haohua 走宽 2-4bps, bocavi 曲线不变至收窄 1bp。银行浮息债价格稳定, AMC 板块如信达曲线收窄 1-3bps。新发信达资管收窄约 9bps。国企永续债价格稳定, 25/26 年 call 的有买盘。

中资 at1 价格有支撑,有实钱账户的买盘如 BCHINA 3.6 PERP / ICBCAS 3.58 PERP, 中资 T2 利差不变至收窄 1-2bps。澳洲银行 Tier 2 整体收窄 2-4bps 如 ANZ 34/ NAB 37 均有实钱账户的买盘。

城投板块稳定, CNSHAN 4.3 perp 在山高公布新发后有买盘,新发的 CNSHAN 6.5 PERP (9 亿美金定价 6.5%) 由于市场化定价和客户的实际需求比较高,二级表现较好上涨 0.70pt。

## ■ 市场观点

经过此前密集的数据公布和政策出台,本周的市场新增消息较少,运行稍显平淡。10 年期限维持在 2.3%附近波动,日内波动大多在 1bp 以内。

目前市场主要缺乏带动收益率摆脱前期震荡区间的催化剂,在曲线中枢基本稳定的情况下,博弈或将围绕期限和券种展开。期限方面,长端若无强烈的新增信息料将继续维持稳定;在短端,市场对货币宽松的预期仍存,而下周将迎来跨月,随着政府债发行提速,资金在某些时点有略微收紧的迹象,建议关注月末时点的资金面以及央行公开市场操作情况对短端的扰动。而在券种方面,特别国债的发行及上市打开了超长端择券的博弈空间。第一,30 年特别国债上市流通后受到市场关注度以及交易所行情的影响,与当前活跃券 230023 的利差走阔,但是目前 2400001 的存量仍有待后续续发提升,流动性溢价未来可期,当前 1.5bps 的利差有一定的性价比,但并不高,建议进一步关注新券交易活跃情况;相比之下,周五 20 年特别国债招标加权于 2.49%,当日 20 年国债中债估值为 2.467%,且考虑到今年 20 年特别国债新发将对流动性有较大改善,20 年特别国债在短期博弈利差的机会可能更大。

综上所述,展望下周,建议关注跨月资金面情况以及 20 和 30 年期限特别国债的交易情况。另外,下周基本面将迎来部分数据,周一将公布 4 月工业企业利润数据,周五将公布 5 月 PMI 数据,建议保持关注。

● 执笔人

张婷 仓硕 王倩 金艺玲 徐敬旭 冯璐梦  
蒋楠 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