



中国银行固定收益周报

2024.6.3-6.7

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 4078.09 亿元，总偿还量 3074.93 亿元，净融资额 1003.16 亿元。其中，AAA 评级发行人总发行量 2972.35 亿元，净融资额 825.29 亿元；AA+ 评级发行人总发行量 627.57 亿元，净融资额 217.06 亿元；AA 及以下评级发行人总发行量 478.17 亿元，净融资额 -39.19 亿元。

■ 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水发集团SCP001	10.00	180D	AAA	2.23%
24桂铁投SCP001	12.40	180D	AAA	2.05%
24甬交投集SCP001	8.00	269D	AAA	2.10%
24滨建投SCP004	6.00	270D	AAA	2.17%
24武汉城建SCP004	10.00	270D	AAA	2.12%
24陕西建工SCP007	10.00	270D	AAA	2.42%
24津渤海SCP008	10.00	270D	AAA	2.27%
24德银股份债02	30.00	2Y	AAA	2.27%
24南山开发MTN001A	5.00	3Y	AAA	2.40%
24河钢集MTN008	10.00	3Y	AAA	2.47%
24香格里拉MTN001BC	10.00	3Y	AAA	2.50%
24巴斯夫MTN001BC	20.00	3Y	AAA	2.39%
24湘高速MTN005	20.00	3Y+NY	AAA	2.38%
24宁波轨交GNO01	20.00	3Y+NY	AAA	2.36%
24南山开发MTN001B	5.00	5Y	AAA	2.58%
24滁州城投MTN001	5.86	5Y	AA+	2.48%
24信阳建投MTN004	6.69	5Y	AA+	2.93%
24荆门城投MTN002	10.00	3Y+2Y	AA	2.46%

本周一级信用债市场供需两旺，全场认购多高倍数，发行结果多低估值。

短融/超短融方面，AA 地方国企 24 福州港务 SCP001，270 天超短，全场接近 3 倍认购，需求火爆，最终票面 2.20%。AAA 城投 24 滨建投 SCP004，270 天，6 亿元，全场收量 4 倍，票面利率 2.17%，低估值 5bps。AAA 央企华能水电发行 5 亿元 99 天超短，全场收量 4 倍，票面利率 1.96%，低估值 5bps。

中票方面，长期需求较为旺盛，多只双向回拨债券选择全部发行较长期品种。其中 AAA 央企华润股份选择 30 亿元全部回拨至 5+N 年期，最终定价在 2.43%，低估值 3bps，全场认购火爆。AAA 地方国企 24 首旅 MTN009，分别发行 3+N、5+N 两个期限，分别定价 2.38% 和 2.65%，其中 3+N 低估值 5bps，并获得超过 4 倍认购。AAA 地方国企粤交投，分别发行 5 年期、10

年期两个期限，分别定价 2.38% 和 2.68%，其中 5 年期低估值 10 年期略高估值。AAA 地方国企 24 锡产业 MTN006 发行 30 年中票，全场 2.2 倍认购，发行结果 3.23%。

金融债方面，农行发行 600 亿元 5+N 年永续债，发行结果 2.46%，较同期限国开加点 33bps。

展望后市，信用债收益率仍然处于历史低水平，资产荒行情继续，目前仍为信用债发行较好的时间窗口。

二级信用债方面：

本周在宽松的资金面环境下，信用债收益率整体下行。周内增量信息较少，主要利好来自于回购利率的下行，打开中短端收益率的下行空间。同时配置需求加持下，信用债表现好于利率债，信用利差小幅收窄。

具体来看，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.95%，持平于上周；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.97%，下行 4bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.04%，下行 3bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.18%，下行 6bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.34%，下行 4bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 7bps，走阔 1bp；3Y-1Y 利差为 14bps，收窄 3bps；5Y-3Y 利差为 16bps，走阔 2bps。信用利差方面，3Y AAA 信用利差(相较于同期限国开债)收窄 2bps 至 16bps；5Y AAA 信用利差收窄 1bp 至 23bps。

展望后市，虽本周资金利率有所下行，但季末月理财回表压力仍存，若非银杠杆率上升或将引发信用债(尤其是中短端)收益率的波动，后续需关注市场资金结构的变化。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：

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
6/3	24农发贴现08	2404108	0.25Y	40亿	1.5502%	1.97 2.76
6/3	24农发03(增11)	2404003	3Y	60亿	1.9572%	3.86 3.12
6/3	24农发05(增7)	2404005	5Y	60亿	2.0893%	4.66 10.77
6/4	24国开03(增16)	2402003	5Y	100亿	2.0237%	3.08 2.00
6/4	24国开10(增9)	240210	10Y	140亿	2.3262%	4.17 7.08
6/4	24农发清发12(增发1)	09240412	2Y	50亿	1.857%	4.12 4.69
6/4	24农发清发07(增发10)	09240407	7Y	20亿	2.216%	6.65 1.02
6/5	24贴现国债30	249930	0.08Y	200亿	加权1.0829% 边际1.1873%	3.23 1.69
6/5	24贴现国债31	249931	0.17Y	200亿	加权1.2134% 边际1.324%	3.01 19.33
6/5	24附息国债10(续发)	240010	3Y	1360亿	加权1.8749% 边际1.9396%	3.45 4.08
6/5	24农发11(增4)	240411	1Y	100亿	1.5999%	2.65 2.69
6/5	24农发10(增8)	240410	10Y	180亿	2.3962%	2.80 3.06
6/5	24进出清发07(增发3)	0924030	7Y	20亿	2.2347%	6.15 1.39
6/6	24国开清发02(增发8)	09240202	3Y	80亿	1.9142%	2.77 1.46
6/6	24国开清发01(增发4)	09240201	7Y	20亿	2.1665%	4.33 1.14
6/6	24进出03(增6)	240303	3Y	40亿	1.9174%	5.15 1.27
6/6	24进出05(增9)	240305	5Y	30亿	2.0517%	6.79 5.00
6/6	24进出10(增7)	240310	10Y	80亿	2.3825%	5.49 7.21
6/6	24国开13(增10)	240213	3Y	20亿	2.0111%	6.07 1.43
6/6	24国开10(增10)	240210	10Y	140亿	2.3185%	4.56 8.04
6/7	24贴现国债33	249933	0.25Y	400亿	加权1.433% 边际1.4748%	2.38 5.00
6/7	24贴现国债32	249932	0.5Y	300亿	加权1.4748% 边际1.4748%	2.53 1.54
6/7	24特别国债01(续发)	240000	30Y	450亿	2.5319%	4.25 9.29
6/7	24进出06(增发)	2403062	1Y	100亿	1.5491%	3.25 1.94
6/7	24进出02(增9)	240302	2Y	30亿	1.7854%	6.10 1.19

利率债本周发行规模合计 4648.54 亿元。

国债方面，财政部发行 3 年期附息国债、30 年特别国债和 28

天、63天、91天、182天期限的贴现国债，规模共计2912亿元。3年期国债边际综合收略高于二级，加权与边际利差为6.47bps。30年期基本持平二级。28天、63天、91天、182天贴现国债边际利率较二级下行16.27bps、13.66bps、11.60bps、15.55bps，加权与边际利差为10.44bps、11.06bps、10.9bps、7.53bps，显示出市场预期对短期限更为分化。

政金债方面，整体招标情况较好，多低估值发行。周一发行的3年期、5年期农发债综合收益较二级成交价下行7.03bps、7.32bps。周二发行的2年、7年农发债综合收益较二级成交价下行9.8bps、8.9bps；5年、10年期国开债较二级成交价低9.03bps、4.88bps。周三发行的1年期、10年期农发债综合收益较二级低16.51bps、2.63bps。周四发行的3年、5年、10年期口行债综合收益较二级成交价下行9.26bps、9.83bps、3.35bps；3年、7年、10年期国开债较二级成交价下行10.33bps、8.92bps、4.75bps。周五发行的1年、2年期口行债综合收益较二级成交价下行21.59bps、12.46bps。

地方债方面，本周3个省市共发行426.44亿元。其中河南债7年期加点10bps，需求较好。陕西5年期加点5bps，宁夏10年期加点10bps，需求尚可。

二级利率债方面：

本周利率债整体以震荡下行，较上周小幅走强，其中1Y和7Y表现更佳，下行3-6bps，收益率曲线小幅走陡。随着特别国债供给和地产政策调整等债市扰动陆续落地，本周在月初流动性无忧的支撑下，上半周市场交易情绪积极，长债收益率在上月末央行多次提及长端利率与经济增速相匹配的背景下，多头情绪变得相对谨慎，长债收益率下行空间有限，缺乏下探动力，震荡格局延续；而随着当下资金面保持稳定以及长端震荡，短端相对买盘积极，走势偏强。周五进出口贸易数据以及30年特别国债发行对市场影响有限。整体上本周增量信息有限，超预期因素扰动较小，多空双方趋于均衡，观望情绪浓厚。

截止收盘，按照中债估值看，利率债收益率震荡走强，曲线小幅走陡。1Y和7Y国债收益率较前一周表现强势，整体下行3-4bps，其他期限国债收益率相较上周下行2bps左右，10Y下行1bp左右，30Y国债下行2bps；1Y国开债收益率下行5bps，其他期限国开债收益率则普遍下行3-6bps左右。10Y国债活跃券240004收报2.306%，较上周下行1bp。10Y国开240205收报2.3425%，较上周下行0.5bp。30Y国债活跃券230023收报2.539%，较上周下行2.7bps。国债期货主力合约T2406收报104.90，上涨0.4元。TF2406收报103.69，上涨0.21元。

总的来说，随着5月特别国债发行落地、地产政策相继出炉、社融、M1数据不及预期等因素的出现，前期利好债市的因素并未出现逆转，基本面环境保持稳定，资金面均衡，但传闻央行买卖国债、针对长债频繁喊话以及央行对利率合意区间的管控等使得利率下行空间有限，缺乏下行动力，债市走势趋于震荡。展望后市，前期政策效果仍然有待观察，市场仍然在等待基本面给出更清晰的信号，继续关注下周社融等金融数据。

三、境内资金市场

本周央行开展100亿元7天逆回购操作，到期6140亿元，全周净回笼跨月前投放资金6040亿元。流动性边际转松，资金利率小幅下行。DR001从周一的1.73%下行至周四的1.66%，周五回升至1.73%，R001类似，从1.79%到1.72%，再到1.77%，二者中枢分别较前一周下行11bps、9bps。DR007从周一的1.81%下行至周五的1.77%，自3月份以来首度回落至7天逆回购利

率之下，R007则从1.84%下行至1.83%。由于DR利率的快速回落，而R利率基本保持稳定，二者利差走阔6bps，资金分层重现，不过仍处于相对低位。从资金供需结构来看，银行体系净融出由4月下旬以来的3万亿不到恢复至3.5万亿元以上，除大行以外的其他银行融出从上周的日均净融出438亿元大幅升至5125亿元，背后或反映银行端的存款流失压力逐步缓解，资金传导链条渐进修复。银行体系净融出的恢复带动资金价格快速下行，与非银的资金分层重现。需求方面，包括基金、理财、保险、其他资管产品和券商在内的五类非银机构在银行间市场的日均融入资金较前一周的4.7万亿元升至5.2万亿元，非银杠杆低位回升。展望下周，逆回购到期量较小，地方债发行节奏放缓，政府债净缴款保持2127.8亿元的低位，资金面或维持均衡偏松的态势。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	6月7日	5月31日	涨跌 (bp)	6月7日	5月31日	涨跌 (bp)	6月7日	5月31日	涨跌 (bp)
1月	1.86	1.73	3.0	1.92	1.79	3.0	1.97	1.84	3.0
3月	1.88	1.90	-2.0	1.94	1.96	-2.0	1.99	2.01	-2.0
6月	1.94	1.96	-2.0	2.00	2.02	-2.0	2.05	2.07	-2.0
9月	2.02	2.06	-4.0	2.08	2.12	-4.0	2.13	2.17	-4.0
1年	2.04	2.07	-3.0	2.10	2.13	-3.0	2.18	2.21	-3.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周利率互换市场整体下行，曲线变平。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从2.06%下行4.25bps到2.0175%。1Y Repo从1.8475%下行1.5bps到1.8325%。1x5 Repo从21.25bps收窄至18.5bps。Shibor端，5Y Shibor从2.1825%下行4.5bps到2.1375%，1Y Shibor从1.955%上行0.25bp到1.9575%。

本周主要受以下几方面的影响：一是流动性充裕，资金价格稳定，且现券配置需求仍然较大。二是周一早盘财新制造业PMI出炉，虽然数据出现超预期反弹，但并未对利率市场定价产生明显扰动。周五公布的5月进出口数据同比均维持正增长，其中出口数据超预期，进口数据略微偏弱。三是增量信息有限，只有周二尾盘传出央行将于周四停止公开市场逆回购操作，并与一级交易商进行首次30亿的债券买卖交易的消息，且该消息随后很快就被辟谣。

展望后市，若没有超出预期的增量信息，或者境外金融机构没有明显的交易方向，整体还是以震荡为主，需关注外围货币政策变化以及上海等特大城市的地产刺激政策效果。

2、外汇掉期

本周掉期曲线维持区间震荡。短期限掉期受到人民币资金面边际转松影响持续下行，隔夜掉期从1天-7.5附近跌至-8。周五，跨端午节小长假的四天一度跌至接近-34，隐含美元利率高达5.9%，显示仍有不少机构通过掉期市场囤积美元流动性。曲线长端方面，套利买盘需求旺盛，使得掉期中长端在大量卖盘压制下未破位下行，1年掉期周内维持在[-2930, -2880]。从天点看，目前1-3个月价格相对较高，其它期限均在-7.8以下。掉期市场有如下特点值得关注。

一是掉期中长端对美元利率变化反应钝化。宏观数据方面，周内美债收益率走出V形反转，ADP就业数据、ISM服务业PMI喜忧参半，市场交易的重点集中在4月核心PCE物价指数带来的降息预期升温。周一到周四，年内降息概率从前周的50%附近涨至74%，两年期美债收益率回到4.75%附近。1年掉期

前半周围绕-2900 展开交投。周五非农数据大幅强于预期，美债收益率强势反弹，但由于夜间流动性稀薄，1Y 掉期小幅收跌于-2910。整体来看，周内掉期中长端走势焦灼，对美债收益率反应钝化。在偏离利率平价较多的情形下，供求力量对掉期曲线的影响加大。

值得关注的是，周五数据中非农就业、时薪和失业率出现背离，同时非农与 ADP 就业数据之间的差距加大。有分析认为模型目前的非农数据模型已经无法反映实际就业情况，但无论如何，强劲的非农数据显示了美国降息路径可能更加曲折。周内加拿大央行、欧洲央行开启降息，一定程度上减轻了美国降息的外部压力。个人认为，后续仍需关注数据是否持续印证通胀回落，尤其是即将公布的美国 5 月 CPI 数据和美联储利率决议。

二是掉期的货币融通功能凸显。近期，CNH 掉期短端维持低迷，部分时间甚至低于在岸对应期限，显示人民币流动性极度充裕，已经开始外溢至离岸市场。与此对应的是，在岸美元流动性波动加大，尤其在跨月、跨节等时点，更易出现隐含美元利率远高于市场拆借利率的情况。目前掉期曲线上 1 周以内、6 个月以上价格较低，1-3 个月期限日均点数相对较高。上周开始，我们观察到部分中资机构开始大量 B/S 1-3 个月期限融入美元，而一些长期 S/B 1-3 个月期限的融入人民币的外资机构则买入更长期限掉期。以上两股力量共同推动曲线趋于平坦。掉期市场由于其期限结构相对完善、流动性较好，其隐含美元利率成为了事实上的境内美元利率曲线。掉期价格低位震荡，显示市场参与者持续定价境内美元流动性偏紧。

展望后市，由于人民币利率低位盘整，加之境内美元流动性持续偏紧，掉期曲线短期内可能难以大幅反弹。另一方面，随着通过包括债券通、CIBM、QFII 等跨境渠道参与境内资本市场外资机构的增多，其保值需求成为在岸掉期不可忽视的实需买盘。预计买、卖双方两股力量仍将持续交锋，掉期中长端较难出现趋势性行情。具体操作上仍以波段顺势为主。欧美货币政策已经开始出现分化，需密切关注美联储即将公布的利率决议表态是否偏鸽。

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 17.44 亿美元等值，其中中资约占 69% 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 76bps 水平；高收益板块利差收窄 21bps 至 484bps 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 15.9 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。中国银行/悉尼（A1/A/A）发行 3 年期 8 亿美元浮息债券，最终定价较初始价格指引收窄 45bps 至 SOFR+50bps，为本周最大规模发行，定价与公允价格一致。玖龙纸业（控股）有限公司发行 PerpNC3 年期 4 亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 25bps 至 14%，为本周最高定价发行。淄博市城市资产运营集团发行 3 年期 10 亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价为 5.8%。成都西盛投资集团发行 3 年期 8 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 22bps 至 4.98%。射阳国有资产投资集团以江苏银行备证形式发行 3 年期 19 亿日元无评级固息债券，最终定价为 1.68%。

二级市场方面：加拿大央行打响七国集团降息第一枪。欧洲央行紧随其后下调利率 25 个基点，但上调明年通胀展望。拉加

德对下次降息的时机三缄其口，据悉欧洲央行官员已几乎排除 7 月再次降息的可能性，推动的债收益率下行幅度显著小于美债利率曲线。美国制造业活动加速萎缩，劳动力市场降温，叠加支撑消费支出的主要引擎失去动力，刺激市场对美联储降息的憧憬，年内降息次数约 2 次左右，2025 年年内降息幅度增加之 133bps。本周利率水平整体呈现下行态势，美债收益率下行约 20bps。多数观察人士料日本央行将在下周会议上削减购债，对下次加息的时间线预测也在提前，日本基本薪资创三十年来最大涨幅，支持该行推进政策正常化。

信用市场方面，指数层面来看，信用利差走阔。中国和美国投资级指数走阔幅度相似，为 5bps。收益率的快速下行，获利了结这偏多。其中昊华走阔约 10bps，近期新发的资管债券走阔 7-8bps，租赁名字走阔约 5bps，科技标的走阔约 5-10bps。亚洲投资者无论在利率和信用市场上，10 年美债 4.3% 附近的水平都趋向于降低风险。韩国名字也有类似的表现，但是走阔幅度约 5bps。银行标的方面，前半周，疲软的银行浮息债券有部分投资者入场，3 年期浮息债券收窄约 2-3bps。后半周，信用债券风险情绪转弱，中国银行新发 3 年期浮息债券带动类似标的的利差走阔约 1-2bps。

■ 市场观点

在《金融时报》再度提示长端收益率风险后，本周市场在长端的交投转向清淡，与之相对，中短端交易显著活跃，表现尤为突出，截至周终，2 年、3 年和 5 年期国债活跃券收益率已低于 4 月 23 日的低点，1 年和 7 年期活跃券距离低点仅 1bp 以内。

在短端，本周资金较为宽松，DR007 自周二起低于公开市场操作利率，不同于此前资金全市场宽松或出现流动性分层现象，本轮资金宽松起始于非银，银行系统则整体维持流动性平衡。表现在资产价格上，短端利率债收益率下行幅度大于同业存单，根据中债估值，目前 1 年、2 年期国债收益率已低于公开市场操作利率，票息收益空间较为逼仄，而同业存单收益率仍在政策利率上方约 20bps，具有一定的性价比。

长端方面，在中短久期、非活跃券的价值洼地被逐渐填平后，相应期限和券种的止盈需求可能会出现，资金或轮动至前期下行受阻的长端活跃券品种再次试探。但是在经历多次敲打之后，市场的做多标杆收益率债券的情绪可能仍然比较谨慎，收益率下行的幅度预计仍然有限。在市场担忧未实质性打消之前，寻找曲线凸点买入持有、边获取票息边观望仍是较优的策略。

下周将公布 5 月通胀和金融数据，但是目前市场对交易基本面消息的意愿有所下降，消息公布可能使长端收益率有小幅变化，但料将难以形成趋势性行情。建议投资者以买入持有的思路应对下阶段行情，根据自身风险偏好谨慎参与对消息的交易和对期限和券种的轮动。

● 执笔人

张婷 李欣童 金艺玲 陈兆成 周静
蒋楠 蔡晓彤 李璐 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