



中国银行固定收益周报

2024.7.22-7.26

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 4638.44 亿元，总偿还量 4126.36 亿元，净融资额 512.08 亿元。其中，AAA 评级总发行量 2935.24 亿元，净融资额 695.18 亿元；AA+ 评级总发行量 754.44 亿元，净融资额 121.09 亿元；AA 及以下评级总发行量 948.76 亿元，净融资额 -304.2 亿元。资产证券化市场本周共发行 63 单，总计 731.95 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日照港SCP001	8	270D	AAA	2.05%
24天津轨交CP001	6	365D	AAA	2.06%
24大唐新能MTN001	10	3Y	AAA	2.08%
24东浩兰生MTN001	10	3Y	AAA	2.03%
24浦东开发MTN002	10	3Y	AAA	2.10%
24广晟MTN001	15	5Y	AAA	2.23%
24招商公路MTN002	10	5Y	AAA	2.23%
24兴湘投资MTN002	6	5Y	AAA	2.20%
24蜀道投资MTN011	20	10Y	AAA	2.45%
24渝富MTN003	15	10Y	AAA	2.52%
24大唐集MTN005	20	10Y+NY	AAA	2.53%
24苏州港SCP002	4	268D	AA+	2.00%
24格盟SCP001	2	270D	AA+	2.05%
24金港MTN004	5	3Y	AA+	2.17%
24金开能源GN002(碳中和债)	5	3Y	AA+	2.20%
24北辰建设MTN001A	2	3Y	AA+	2.80%
24浏阳城建MTN002	7	5Y	AA+	2.28%

本周一级信用债供给量环比抬升，在资金面紧平衡及央行降息的背景下，认购情绪持续向好，低估值、高倍数的发行结果呈现。

短融方面，市场化供给较少。AAA 评级地方国企 24 日照港 SCP001 发行 8 亿元、270 天超短融，最终票面为 2.05%，全场 3.58 倍需求较好，银行理财、基金参与认购。AA+ 地方国企 24 安徽港口 SCP001 发行 5 亿元、270 天超短融，最终票面 1.9%，较剩余 5 天的存续债券估值低 8.4bps，全场 3.52 倍。

中票方面，发行规模占比仍偏高，延续近期供需两旺态势。AAA 地方国企 24 蜀道投资 MTN011 发行 20 亿元、10 年期中票，最终票面 2.45%，低估值 3bps，较上周发行结果下行 12bps，全场 4 倍。AAA 央企中电投分别于周一、周三截标两只 3+N、两只 5+N 年期永续中票，3+N 年票面分别为 2.14%、2.13%，体现出上半周长端招标收益率小幅下行，5+N 年票面均为 2.26%。AAA 央企 24 大唐集 MTN005 发行 20 亿元、10+N 年期永续中票，

最终票面 2.53%，全场 2.58 倍，低估值 2.6bps。

熊猫债方面，新开发银行发行 80 亿元、3 年期债券，最终票面 2.03%，全场 1.69 倍，较国开曲线加点 15bps，与剩余 2.15 年的存续债券估值持平。

金融债方面，交通银行发行 200 亿元 5+5 年期、100 亿元 10+5 年期二级资本债，票面分别为 2.18%、2.37%，较国开曲线加点 22.5bps、8.7bps，高估值 0.2bp、3bps，招标结果较 3 个月前下行逾 20bps。中国银行本周五发行 300 亿元、5+N 年期永续债，最终票面 2.19%，较国开曲线加点 26.5bps，较 7 月 10 日发行的 500 亿元、同期限工行永续债票面低 16bps，利差收窄 2.9bps。

展望后市，伴随降息落地，中短端收益率仍有一定下行空间，长端建议持续关注政策面消息，预计短期内将维持窄幅震荡格局。

二级信用债方面：

本周在央行一系列宽货币政策刺激下，债市整体走强，信用债收益率平坦化下行。具体来看，周一央行下调 7D 逆回购和 LPR 利率，助推中长期收益率于当日下行 2-3bps，随后两日市场维持暖势，收益率窄幅波动，周四央行超预期下调 MLF 利率再次点燃做多情绪，中长端利率进一步下行。相较而言，短期限收益率下行幅度不及中长端，主要由于 7 月中月以来资金面维持均衡，资金利率中枢并未跟随一系列的降息而出现明显的下行，由此影响短端表现。

截至周五，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.9%，持平与上周；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.94%，下行 2bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 1.95%，下行 4bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.02%，下行 9bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.14%，下行 10bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 1bp，收窄 2bps；3Y-1Y 利差为 7bps，收窄 4bps；5Y-3Y 利差为 11bps，收窄 1bp。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 1bp 至 15bps；5Y AAA 信用利差收窄 1bp 至 21bps。

展望后市，虽然当前支撑债市的各项因素未发生实质变化，但央行对超长端收益率指导态度坚决，如利率品发生调整，或将带动信用收益率的波动，尤其在资金利率中枢未能明显下行情况下，平坦的收益率进一步下行受阻，同时在止盈盘的调整压力下，收益率波动概率加大。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：

本周一级利率债供给量合计 6417.6902 亿元，较上周大幅增加，认购情绪较好，招标收益率整体下行。

国债方面，本周财政部发行 5 只共计 3050 亿元债券，其中 91 天、182 天贴现国债边际利率较二级价格下行约 16bps，1 年、7 年边际综合较二级价格下行 3bps、1.3bps，周三新发 30 年国债边际综合持平二级，体现出长端情绪仍偏谨慎。

政金债方面，本周发行 17 只共计 1240 亿元政金债，综收均低于二级市场水平，短期限品种偏离更多。具体来看，91 天、1 年期低于二级 12-17.8bps，2 年、3 年低于二级 5.1-9bps，5 年、7 年低于二级 4.7-5.4bps，10 年期低于二级 2-3bps。

从招标收益率来看，各期限收益率均下行。值得关注的是，周二 10 年期国开债招标收益率较上周下行 3.3bps，在 MLF 超预期降息 20bps 的政策助推下，周四 10 年期国开债招标收益率进一步下行 1.7bps，同日招标的 10 年期口行债招标收益率较上周下行 5.9bps。

地方债方面，本周甘肃、山西、深圳、山东、陕西发行 39 只，发行量为 2127.6902 亿元，整体需求较好。招标收益率较国债均值加点 5-10bps。

本周央行降息带动债市情绪走强。展望后市，当前利率债供给仍偏慢，在资产荒、经济弱修复、权益市场表现不及市场预期的背景下，债市供需两旺格局料将持续。

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		
7/22	24农发贴现12	2404112	0.25Y	20	1.3886%	4.31	3.00		
7/22	24农发13	240413	3Y	50	1.8%	4.33	2.80		
7/22	24农发05(增发13)	240405	5Y	50	1.9208%	4.57	1.22		
7/23	24国开08	240208	5Y	90	1.8500%	3.05	1.43		
7/23	24国开15(增发)	240215	10Y	150	2.2274%	3.07	3.75		
7/23	24农发清发12(增发7)	092404	2Y	50	1.6861%	4.66	7.74		
7/23	24农发清发07(增发17)	092404	7Y	20	2.0541%	7.63	2.14		
7/24	24附息国债15	240015	1Y	930	1.36%	2.87	1.19		
7/24	24附息国债13(续发)	240013	7Y	820	加权1.9892% 边际2.0126%	3.85	2.01		
7/24	24特别国债04	2400004	30Y	550	2.47%	3.32	12.20		
7/24	24农发21	240421	1Y	80	1.45%	3.59	1.81		
7/24	24农发20(增发3)	240420	10Y	110	2.2615%	3.59	2.95		
7/25	24国开清发02(增发15)	09240202	3Y	110	1.7608%	2.48	4.94		
7/25	24国开清发01(增发11)	09240201	7Y	40	2.0286%	3.05	1.15		
7/25	24进出08(增发)	240308	1Y	90	1.4453%	3.09	2.55		
7/25	24进出03(增发12)	240303	3Y	40	1.7415%	5.45	3.10		
7/25	24进出10(增发13)	240310	10Y	70	2.244%	4.66	14.31		
7/25	24国开14(增发11)	240214	3Y	30	1.8604%	4.20	1.25		
7/25	24国开15(增发2)	240215	10Y	150	2.2107%	2.82	1.29		
7/26	24贴现国债42	249942	0.25Y	300	加权1.2392% 边际1.3119%	3.02	5.05		
7/26	24贴现国债41	249941	0.5Y	450	加权1.3345% 边际1.4443%	2.25	1.16		
7/26	24国开08(增发)	240208Z	5Y	90	1.8299%	2.95	1.65		

二级利率债方面：

本周债市大涨。周一早间央行公布 OMO 利率调降 10bps 至 1.70%，大幅超出市场预期，此后 1 年和 5 年期 LPR 随之下调 10bps，共同打开了中短端下行空间。另一方面，金融时报等各大媒体解读央行 OMO 降息称：7 天期逆回购操作利率下行，并不代表长债收益率下行空间打开，相关表态使得前半周的长端交投情绪稍谨慎。周四 MLF 操作利率下降 20bps，且存款降息的消息也同步发酵，共同推动长债补涨，前半周走陡的收益曲线在后半周趋平。

截止收盘，按照中债估值看，利率债收益率全线下行 5-9bps。10Y 国债活跃券 240011 收报 2.1825%，较前一周下行 7.15bps。10 年国开 240210 收报 2.255%，下行 7.2bps。国债期货主力合约 T2409 收报 105.925，上涨 0.495 元。TF2409 收报 104.425，上涨 0.33 元。

本周央行降息对债市构成直接利好，但是相对来说央行针对长债的交易态度仍不积极，因此中短端的持仓更为安全。展望后市，下周市场或将再次聚焦于 7 月份经济数据，目前收益率整体已处于较低水平，若数据好于预期将引起市场回调，若差于

预期可能引发更有力的政策响应。另外后续重要会议结束，发债节奏可能提速，也会对债市的流动性产生扰动。总体而言，当前市场情绪较为乐观，收益率有望保持低位运行，但是要增量利空政策保持警惕。

三、境内资金市场

本周迎来全面降息，央行先后调降 7 天公开市场逆回购利率、1 年和 5 年期 LPR、主要期限 SLF 各 10bps，并开展了月内第二次 MLF 操作 2000 亿元，下调 MLF 利率 20bps；同时公开市场投放操作更加精细，全周全口径累计投放 11847.5 亿元，净回笼 682.5 亿元，显示政策发力稳增长、保持银行间流动性合理充裕的态度。受此影响，周初资金面迅速转松，利率集体下行超过 15bps。DR001 和 R001 分别来到 1.66%、1.73%，而后低位震荡；DR007 和 R007 则保持在略高于政策利率 1.70% 的水平波动，下半周跨月行情开启后市场需求增加，7 天资金利率大幅上行至 1.9%-2.0% 区间。同业存单方面，上周同业存单发行规模由 7371 亿升至 7977 亿，净融资额由 1693 亿减少至 217 亿，主要发行期限为 1 年，股份制 AAA/1Y 发行利率下行 7bps 至 1.9%。展望下周，同业存单到期 2444 亿，压力大幅缓解，不过全周逆回购到期 9847.5 亿元，规模较大，叠加跨月因素，流动性波动或有所放大。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	7月26日	7月19日	涨跌(bp)	7月26日	7月19日	涨跌(bp)	7月26日	7月19日	涨跌(bp)
1月	1.77	1.82	-5.0	1.81	1.85	-4.0	1.86	1.90	-4.0
3月	1.82	1.85	-3.0	1.85	1.89	-4.0	1.90	1.94	-4.0
6月	1.88	1.93	-5.0	1.92	1.97	-5.0	1.97	2.02	-5.0
9月	1.90	1.96	-6.0	1.94	2.01	-7.0	2.00	2.06	-6.0
1年	1.90	1.97	-7.0	1.95	2.01	-6.0	2.01	2.06	-5.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周利率互换市场收益率整体震荡下行，曲线继续走平。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 1.96% 下行 8.5bps 到 1.875%。1Y Repo 从 1.83% 下行 7.25bps 到 1.7575%。1x5 Repo 从 13bps 收窄至 11.75bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 2.0325% 下行 9.25bps 到 1.94%，1Y Shibor 从 1.905% 下行 7bps 到 1.835%。

上周主要受以下几方面的影响：一是周一央行宣布公开市场 7 天逆回购操作利率由此前的 1.8% 调整为 1.7%。随后，7 月 LPR 出炉，1 年期和 5 年期以上品种均下调 10bps。二是周四国有大行集体官宣下调存款利率。三是周四早盘，央行意外开展 2000 亿元人民币 1 年期 MLF 操作，利率 2.3%，较之前下降 20bps。

展望后市，汇率上的压力暂时性缓解，给了央行进一步政策宽松的空间。上周央行一系列的操作也是越发明晰了交易的主线，还是经济基本面，这也是过去半年的逻辑主线。此外，银行的压力不论从存款数量上还是从净息差上都没有缓解，存款搬家现象将更加明显，关键时点上的资金价格波动可能会变大。但整体上短期内没有明显的利空因素。

2、外汇掉期

本周人民币流动性均衡，Dr001 在 1.7% 附近，受中国央行降息 10 个基点的影响，曲线普遍下行，其中 1 年 NCD 下到 1.9% 附近，10 年国债至 2.2% 附近；境内美元流动性持续紧张，sofr rate 维持在 5.34%，受美国通胀超预期下降的影响，美债利率

普遍下行，2y 美债收益率从 4.5% 降至 4.4% 一线，下跌超过 10 个基点。中美利率双降，利差略有收窄。

受此影响，人民币掉期曲线陡峭化，短端下跌，长端上涨。0N 价格从 -8.3 逐步下滑。周四跌至 -8.6，周五开盘加速下滑，on 价格从 -28 低开，一路跌至 -45，随后在市场传言工行出隔夜美元，市场回调，尾盘收至 -26，天点在 -8.6。tn 和 sn 天点最低跌至 -21，隐含美元收益率超过 12%。3 个月天点从 -8.2 跌至 -8.4；6 个月天点跌至 -8.3；1 年期前三天 -2930 附近成交，周四受人民币即期汇率大幅升值和美元利率下降影响，开始走升，一路涨至 -2870，周五开盘回落至 -2920，收盘在 -2910，全周涨幅约 30 点，天点在 -8。

超远期方面出现分化，2 年上涨，3 年下跌。2y 从周初的 -5000 涨至 -4850；3y 期限成交在 -6100-6000 附近。2x3y spread 从 -1000 跌至 -1150。

人民币掉期具体来看，有以下几个特点：

1、掉期曲线陡峭化，短端和长端定价逻辑分化。短期市场持续定价美元紧张和人民币宽松，隔夜天点持续下跌，逢月末等特殊时点，市场易出现极端行情，导致市场上部分交易对手止损盘出现，进一步加剧了市场波动。而长端市场主要逻辑在于中美利差和供求关系，多空双方都在谨慎观察市场的边际变化，目前暂唯有特别主流的趋势交易。套利交易仍占主导。

2、境内外 1 年期外汇掉期价差基本不变，维持 1200 点。

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 36 亿美元等值，其中中资约占 50% 发行。利差方面，亚洲（除日本）美元债券信用利差走势不一，其中投资级利差走宽 2bps 至 84bps 水平；高收益板块利差基本维持在 487bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 11 笔中资共计发行约 31 亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行板块主要包括金融机构和城投。交通银行/香港 (A2/-/-) 发行多币种债券，为本周最大规模发行人，包括 3 年期 5.5 亿美元浮息债券，最终定价较初始价格指引收窄 50bps 至 SOFR+55bps，发行实现 -1bp 新发溢价；3 年期 8 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 52bps 至 2.83%，发行实现 3bps 新发溢价；2 年期 27 亿港币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 42bps 至 4.08%，发行实现 -7bps 新发溢价。珠海华发集团 (-/-/BBB-) 发行 PerpNC3 期限 19 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 25bps 至 6%。中升集团控股 (-/BBB/-) 发行 3.5 年期 6 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 37bps 至 T+198bps，为本周最大规模单笔发行。中国农业银行/香港 (A1/-/-) 发行 3 年期 20 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 55bps 至 2.8%，发行实现 -5bps 新发溢价。东兴证券 (-/-/BBB-) 发行 3 年期 5.3 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 50bps 至 5.3%。江苏双湖投资控股集团发行 3 年期 5.5 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：本周美国经济数据的亮点是美国第二季度 GDP 的强劲增长，以及每个人预期的通胀数据，这些数据可能足以让美联储在 9 月份降息。市场仍然认为，美联储在 9 月份降息几乎是肯定的。彭博对 9 月份降息的预测仍停留在理论上的

100%，与上周五相同。周三，纽约联邦储备银行前行长 Duple 表示，他已经改变了主意，美联储现在需要降息，以避免经济衰退。本周，两年期美国国债收益率大幅下降，从 4.51% 降至目前的 4.39%，这是自 2 月份以来的最低水平。10 年期美国国债收益率与上周基本持平，为 4.21%。中国方面，继 7 天回购利率降息后，中国央行将一年期和五年期 LPR 下调了 10 个基点。周四，再将一年期 MLF 利率下调 20 个基点至 2.3%。一连串的降息表明，在中国第二季度 GDP 低于预期之后，政府越来越迫切地要支持经济增长。其他数据也突显出中国经济的疲弱，6 月零售销售、工业生产和房地产投资放缓。上周投资级中资美元债市场稳定，利差涨跌互现。资管板块的二级市场交投活跃，投资者追逐利差机会。信达表现落后，价差扩大了 5 个基点。实力较强的国有企业和主要科技股仍受青睐，利差与上周持平。

■ 市场观点

本周宏观数据缺席，但是债券市场热情高涨，主要围绕对货币政策新一轮宽松展开交易。周一，7 天公开市场逆回购操作利率率先下调 10bps，各期限 LPR，SLF 跟随下调 10bps；周三国有六大行步调一致下调存款挂牌利率，1 年期及以下下调 10bps，1 年期以上下调 20bps。周四，MLF 超预期加场操作，净投放 2000 亿元中长期流动性，同时操作利率相较 OMO 非对称下调 20bps 至 2.3%。伴随着降息的落地，人民银行发布公告称“有出售中长期债券需求的中期借贷便利 (MLF) 参与机构，可申请阶段性减免 MLF 质押”。市场担忧这将使得中长期债券的供给边际增加，因此降息后的初期短端快速下行，在 2 天内几乎定价全部 10bps 的降幅。长端经历数日的犹豫后，在后半周 MLF 降息、存款利率调降、以及金融时报未提及长债等消息的刺激下迎来补涨。

我们认为，本次降息属意料之外、情理之中。当下，经济增速边际放缓，政策支持必要性上升；境内外货币政策取向出现收敛迹象；二十届三中全会胜利召开，打响政策发力的发令枪。种种因素均指向货币政策发力的可行性和必要性上升。

对于债市而言，随着信贷增量主要转为需求约束，居民端加杠杆的需求降低，而政府端接替居民端成为加杠杆的主要力量。新增人民币贷款占社融的比重有下降趋势，政府债净融资占比波动上升，甚至阶段性成为拉动社融的主要力量。信贷对货币政策中价格型指标的敏感性降低，“长端政策利率变动影响信贷，并通过信贷和债券的比价效应传导至债券市场”的路径在第一步受阻。在货币总量基本稳定，信贷扩张有限的情况下，债券市场供求成为债市收益率定价的主要因素。这也一定程度上解释了此前作为 LPR 定价锚的 MLF 未降息时，10 年国债收益率却因“资产荒”与 MLF 利差不断走阔的现象。因此，未来的一段时间，MLF 等中长端货币价格指标对债市收益率的指引作用或将削弱，货币总量型工具和财政发力的相位差则可能值得更多关注。然而，近期 MLF 虽已褪去政策利率光环，但市场对其边际变化的重视程度仍有一定惯性，对收益率的影响可能经历逐渐从主导因素变为情绪催化剂的过程。

短期来看，尽管 MLF 的锚有所淡化，央行债券买卖和预期管理的力度成为扰动长端收益率的新影响因素；相比对货币政策量价的博弈，市场对这一新变量仍在适应过程中。当前 10 年期国债收益率下破 2.2% 创下新低，下周主要关注央行对收益率的现状是否有新的明确表态，以及从跨月资金中传递出的信号。

● 执笔人

张婷 邹雨汐 王倩 金艺玲 徐敬旭 魏尧
蒋楠 蔡晓彤 李喆学 孙奕文 孙璇 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