



中国银行固定收益周报

2024.8.12-8.16

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 4766.06 亿元，总偿还量 3752.26 亿元，净融资额 1013.81 亿元。其中，AAA 评级总发行量 3442.18 亿元，净融资额 1081.69 亿元；AA+ 评级总发行量 600.56 亿元，净融资额 -176.44 亿元；AA 及以下评级总发行量 723.33 亿元，净融资额 108.56 亿元。资产证券化市场上周共发行 59 单，总计 565.62 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鲁钢铁SCP010	10	246D	AAA	2.05%
24南昌轨交SCP004	6	250D	AAA	2.03%
24中铝资本SCP003	5	267D	AAA	2.08%
24津渤海SCP010	10	270D	AAA	2.33%
24萧山国资CP001	5	365D	AAA	1.99%
24龙岩文旅MTN003	5	3Y	AA+	2.14%
24上海电气MTN001	10	3Y	AAA	2.20%
24徐工集团MTN002(科创票据)	6	5Y	AAA	2.12%
24天津轨交MTN007	6	5Y	AAA	2.43%
24华发集团MTN013	15	5Y	AAA	2.68%
24苏交通MTN011	20	10Y	AAA	2.40%
24扬城建MTN005	10	15Y	AAA	2.55%
24崇川国资SCP001	3	270D	AA+	2.03%
24河北国控MTN001	5	3Y	AA+	2.65%
24历下控股MTN003	3	5Y	AA+	2.45%
24晋江城投MTN001	18	5Y	AA+	2.39%

央行大额逆回购呵护下，税期资金面平稳宽松，信用债一级认购情绪相对稳定，短端优于长端。

超短融方面：AAA 评级石家庄交通投资发展集团发行 270 天、10 亿元超短融，全场 3.09 倍，边际 3.55 倍，票面利率 2.10%。AAA 评级泉州交通发行 5 亿、270 天超短融，全场 4.2 倍，票面利率 1.95%，低估值 5bps，理财和基金参与较多。

中票方面：中冶周一发行 10+N 年期、12 亿元永续中票，全场 1.16 倍，票面利率 2.75%，高估值达 20bps。深圳鲲鹏股权投资同时发行 20 亿、10 年和 10 亿、20 年中票，10 年期票面利率 2.54%，高估值 3bps；20 年期票面利率 2.70%。江苏交通控股发行 20 亿元、10 年期中票，全场 3.55 倍，票面利率 2.40%，低估值 1bp。

金融债方面，浦发银行发行总规模 400 亿元二级资本债，5+5 年期票面利率 2.17%、10+5 年期票面利率 2.30%，较国开曲线

分别加点 28bps 和 10bps

展望后市，积极的资产配置需求将匹配保持高位的信用债供给。

二级信用债方面：

本周信用债市场继续随利率债波动，收益率整体上行。具体来看，周一债市延续弱势，收益率快速上行，随后市场情绪企稳，各期限表现各异，1Y 内收益率随资金面转松而整体下行；1Y 以上收益率表现震荡，周二周三在金融数据和大额净投放的作用下配置买盘积极，收益率回落，而周四开始各方面传闻再度导致市场情绪走弱，收益率小幅上扬。

按中债估值来看，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.9%，上行 2bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.94%，上行 4bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 1.97%，上行 5bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.06%，上行 2bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.16%，上行 5bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 3bps，走阔 1bp；3Y-1Y 利差为 9bps，收窄 2bps；5Y-3Y 利差为 10bps，走阔 2bps。信用利差方面，3Y AAA 信用债（相较于同期限国开债的）信用利差收窄 2bps 至 15bps；5Y AAA 信用利差走阔 2bps 至 18bps。

展望后市，短期内债市情绪将继续围绕央行操作而波动，而本周相关传言如成真或可能导致资管规模增速有所下降，从而引发信用债供需发生变化。因此，继续建议维持适当的杠杆水平和组合久期。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：

利率债周内共发行 7754 亿元，其中国债单日招标金额在周三达到历史最高的 4010 亿元，利率债一级招标情绪波动明显。

国债方面：需求整体较好，招标情绪火热。周三，4 期附息国债的单日招标金额达到历史最高的 4010 亿。1 年、3 年和 7 年边际和加权利差在 10bps、6bps 和 4bps，综收分别低于二级 11.1bps、8.8bps 和 7.2bps；20 年期特别国债招标结果为 2.33%，为历史新低。

政金债方面：需求多数偏弱，除新发 10 年口行债外，招标情绪整体维持低位。国开行周二、周四连发两只 10 年国开债 240215，合计认购量较上周下降超 100 亿元，综收分别低于二级 2.8bps 和 1.8bps。口行本周新发 10 年口行债 240311，招标结果 2.17%、综收约 2.19%，低于二级老券达 4.6bps。农发债需求亦有所降温，1 年、10 年期认购量分别减少 31 亿和 159 亿，综收低于二级 9.6bps 和 1.5bps。

地方债方面：河南、河北等 9 个地区发行 2129 亿元地方债，结果较基准加点 5 或 10bps。

展望后市，下周宏观数据进入相对真空期，监管表态将继续影响招标情绪。

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
8/12	24农发贴现15	2404115	0.25Y	20亿	1.3179%	3.62	1.00
8/12	24农发13(增3)	240413	3Y	40亿	1.8009%	4.25	1.00
8/12	24农发05(增16)	240405	5Y	50亿	1.9662%	4.38	1.33
8/13	24国开08(增6)	240208	5Y	90亿	1.8897%	2.78	2.88
8/13	24国开15(增7)	240215	10Y	150亿	2.2146%	2.92	1.80
8/13	24农发清发22	09240422	2Y	40亿	1.73%	3.89	1.34
8/13	24农发清发07(增发20)	09240407	7Y	20亿	2.0535%	6.11	2.67
8/14	24附息国债15(续发)	240015	1Y	1230亿	加权1.3889% 边际1.4871%	2.19	1.11
8/14	24附息国债16	240016	3Y	1230亿	加权1.62% 边际1.68%	2.84	3.09
8/14	24附息国债13(续2)	240013	7Y	1100亿	加权1.9691% 边际2.0135%	3.21	1.11
8/14	24特别国债05	2400005	20Y	450亿	2.33%	2.80	1.44
8/14	24农发21(增3)	240421	1Y	100亿	1.4525%	1.95	1.33
8/14	24农发09	240409	3Y	20亿	1.95%	2.21	3.33
8/14	24农发20(增6)	240420	10Y	130亿	2.1991%	2.06	1.13
8/14	24清发清发07(增发9)	09240307	7Y	20亿	2.0152%	5.25	2.12
8/15	24国开清发02(增发18)	09240202	3Y	100亿	1.7769%	2.12	37.57
8/15	24国开清发01(增发14)	09240201	7Y	50亿	2.0287%	2.42	1.34
8/15	24清发03(增15)	240303	3Y	30亿	1.7109%	6.61	7.78
8/15	24清发11	240311	10Y	50亿	2.1700%	4.75	2.08
8/15	24国开13(增15)	240213	3Y	20亿	1.8588%	3.78	1.00
8/15	24国开15(增8)	240215	10Y	140亿	2.2069%	2.35	2.51
8/16	24贴现国债48	249948	0.25Y	300亿	加权1.328% 边际1.4169%	2.50	1.61
8/16	24国开08(增7)	240208	5Y	130亿	1.8952%	2.04	1.73
8/16	24清发08(增4)	24030824	1Y	80亿	1.3958%	3.49	19.55
8/16	24清发02(增12)	240302	2Y	20亿	1.6041%	7.93	6.67

二级利率债方面:

继上周债市持续调整之后,本周债市震荡加剧。周内债市仍受到监管相关消息的影响,上周五《2024年第二季度中国货币政策执行报告》发布,提及长端利率下行对资管产品的风险,周一即有基金的防御性卖盘出现;周二中证报发文提到长债利率回归合理区间,债市交投回暖;周四关于公募免税取消和银行收紧SPV的传言逐步传开,国开债出现剧烈抛盘,尽管税收优惠消息被辟谣,公募监管的后续担忧仍存,周五债市运行仍略显谨慎。与此同时,资金面对债市亦产生较大扰动,周初资金面收敛,叠加税期临近,使得短债受挫幅度大于长端。基本而言,本周金融数据和经济数据出炉,数据显示7月份复苏平缓,基础仍需巩固,对债市形成一定支撑。

截止收盘,按照中债估值看,利率债收益率上行为主,10Y以上收益率上行1bp左右,7Y以内收益率上行5bps左右。10Y活跃券收益率有小幅走低,10Y国债活跃券240011收报2.183%,较前一周下行1.7bps。10年国开240210收报2.2425%,下行1.25bps。国债期货主力合约T2409收报105.695,下跌0.245元。TF2409收报104.385,下跌0.07元。

随着债市运行趋于箱体震荡,本周交投清淡,交易需求明显下滑,各期限成交量均大幅缩水。此次债市回调之后,各机构纷纷降低仓位、降低久期,清淡的交易或将持续。周五有传言称本月将有增发国债计划,同时后续将有对激进债券交易的监管,利空消息层出不穷,市场扰动颇多。值得关注的是,公募监管相关的传闻可能对债市造成更加深远的影响。并且,如今2024年的进度条已经推进到8月,财政政策发力的可能性在加大。另一方面,资金面或在央行呵护下保持平稳,收益率大幅上行的可能性也较小。建议交易盘在调整好账户久期的基础上保持谨慎,多看少动。

三、境内资金市场

本周政府债净缴款规模6150亿元,为今年以来的单周最高值,且缴款日期集中在下半周,与税期、MLF到期等因素共同形成对资金面的压力。尽管央行将续作MLF日期延后至26日,但从周二起加大了逆回购投放力度,全周共开展15449亿元7天逆回购操作,全口径净投放11226.1亿元,流动性由紧转松,资金利率逐步下行。DR001和R001分别从1.96%、2.0%下行至1.7%和1.77%,均值较前一周分别上行19bps、16bps;7天资金利率则相对平稳,DR007和R007分别从1.91%、1.94%下行

至1.84%和1.87%。周四晚间央行行长潘功胜接受新华社采访时再次提到将继续坚持支持性的货币政策立场,配合完成全年经济目标任务,反映出尽管央行不断提示长端利率风险,但以收紧流动性的方式触发市场调整的可能性极低,预计未来仍将保持流动性的合理充裕。同业存单方面,上周发行规模由3455亿增加至4330亿,净融资额由-2054亿增加至-1984亿,主要发行期限为1年,股份制AAA/1Y发行利率上行3bps至1.91%。下周逆回购到期量较高,但政府债净缴款将大幅下降到704亿,整体扰动因素减弱,考虑到央行对资金面态度偏呵护,流动性大概率将保持平稳。

同业存单收益率曲线									
期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	8月16日	8月9日	涨跌(bp)	8月16日	8月9日	涨跌(bp)	8月16日	8月9日	涨跌(bp)
1月	1.78	1.75	3.0	1.81	1.79	2.0	1.86	1.84	2.0
3月	1.83	1.79	4.0	1.86	1.82	4.0	1.91	1.87	4.0
6月	1.90	1.86	4.0	1.93	1.90	3.0	2.00	1.95	5.0
9月	1.92	1.89	3.0	1.96	1.93	3.0	2.03	1.98	5.0
1年	1.93	1.89	4.0	1.98	1.94	4.0	2.06	2.00	6.0

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,曲线走平。从市场行情来看,Repo端,5Y Repo从1.87%上行3bps到1.84%。1Y Repo从1.7625%下行0.25bp到1.76%。1x5 Repo从10.75bps收窄至8bps。Shibor端,5Y Shibor从1.92%下行1.5bps到1.905%,1Y Shibor从1.84%下行1.75bps到1.8225%。

本周主要受以下几方面的影响:一是市场的防御性行为导致长债卖压沉重,且周中恰逢税期和mlf到期,周一公开市场操作净投放量才700多亿,周一市场对当周资金面不乐观,资金价格走高,上周收益率的顶峰也是出现在周一,最高到过1.91%附近。二是周二开始,央行在公开市场操作上持续放量净投放,一方面资金面压力得到缓解,另一方面也代表监管态度有所缓和,且金融数据未出现超预期的改善,激进的买盘不等到8月15日观察mlf续作情况就开始抢跑超跌反弹,收益率下行超6bps。三是周四股债跷跷板效应明显,且市场关注点在关于监管要求浙江部分农商行将公募基金纳入spv并限制免税额度的传言,导致5Y REPO收益率上行2bps。

此轮走势和4月底央行预警长债风险后又反弹的情况类似,幅度较上轮有所减弱。利率走廊的区间也有所收窄,随着中期借贷便利mlf等工具的调控作用被弱化,以公开市场操作7天逆回购为主要政策利率的由短及长的利率传导机制已形成。此举强化了央行对于整条利率曲线的把控力,波动幅度被限制在较窄的范围内也可以有效防范化解系统性金融风险,尤其可以有效保护中小银行。潘行长在上周新华社的采访中再次提到,将逐步淡化数量目标的关注,更加注重价格型调控工具,在财政真正发力之前需要更加关注每日的公开市场操作情况。短期内,仍以震荡为主。

2、外汇掉期

本周银行间人民币掉期市场曲线整体上行。

短端由于人民币资金面相对前周收紧,而美元境内外资金面均相对较松,短端价格一度回到天点-6,本周政府债净缴款6150亿为年内单周最高,同时叠加税期因素,人民币资金面略紧,但央行自周二开始大规模投放,全周累计投放1.5万亿,资金利率也逐步走低,DR001自周一高点1.96%下行至1.70%附近,

DR001 页从 1.91% 下行至 1.84%，短端 ON/TN/SN 天点也从许久不见的-6 回归到周五的-7.5 一线。展望下周人民币资金面在政府债缴款压力下降的背景下相对本周将有所放松，但逆回购余额较高按时资金面仍存在一定缺口，临近月末估计宽松程度有限，而部分券商机构已提前准备跨月美元头寸，本周 2 周期限到期日跨 9 月末，价格并未完全跟随短端价格大幅走升，市场对于人民币资金面收紧程度预期稳定，而对于美元资金面收紧的不确定性仍存忌惮，非对称的风险仍是价格可能扭曲的温床，建议提前布局跨月头寸。

长端价格周内呈现区间震荡，上涨幅度和动力较前周有所减弱，全周在-2430 到-2350 区间内交投，在客盘偏购汇以及即期汇率稳定在 7.1-7.2 的短期合意区间震荡的背景下，我们观察到 1 年期外资机构净头寸几乎为 0，而大行全周累计净买入 14 亿全部由股份制银行提供对手盘，长端交投已经从大行卖出外资买入的套利模式转换为成交量下降的客盘驱动模式。而价格波动更多收到周日美元利率变化，周二鹰派的亚特兰大主席博斯迪克暗示仅支持年内 12 月降息 25 个基点，周三鸽派的亚特兰大主席古尔比斯表示需要更加关注劳动力市场，提示美联储目前落后于形势，必要时需要降息 50 个基点；市场焦点无疑集中在 9 月降息幅度，8 月的非农就业报告将成为关键，如果延续 7 月的疲软则 50 个基点并非没有可能；退一步看 7 月非农之后市场 PRICE IN 年内降息 100 个基点，还剩下三次会议如果 9 月一步到位降息 50 个基点，那后面的决策倾向势必回调，按照近两年鲍威尔领导的美联储在利率政策的决策态度，似乎 50-25-25 并不合理。本周最重要的 7 月 CPI 数据，呈现多元化的一面，既有反弹的住房通胀，又有进一步通缩的车辆价格，还有走平的能源分享，房、车、油各自呈现的异质性还在延续；最后公布的 7 月零售数据全面大超预期，环比增长 1%，8 月密歇根大学消费者信心指数也超预期和前值，使得 1 年期和 5 年期通胀预期均略高于市场预期。再者，美联储青睐的核心 PCE 数据，2024 年剩下的几个月将面临不利的基数效应，同比读数很难看到大幅改善，更有可能在近期水平基础上反弹。

综上，长端价格虽然在 8 月以来表现为易上难下，但一年期价格已经来到去年 12 月时的高点-2350 位置，个人观点短期面临回调，特别是进入 9 月后有更多不确定因素回归。接下来的周末 Jackson Hole 全球央行会议，将展示欧美央行在年底前的利率路径，进一步释放 9 月至年底的降息步伐，OIS 市场不断定价美联储年内降息幅度，最新已从非农后的 106 个点回落至 90 点，所以我们预计短期掉期价格面临回调概率增大。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美债收益率随经济数据的公布而区间内波动。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 21 亿美元等值，其中中资占约 75% 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 4bps 至 88bps 水平；高收益板块利差收窄 24bps 至 507bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 12 笔中资共计发行约 30 亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行板块包括央企、城投和金融机构。中国交通建设（-/-A/-）发行 3 年期 28 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 42bps 至 2.88%，为本周最大规模离岸人民币的发行。农业银行迪拜分行（A1/-/-）发行 3 年期 4 亿美元浮息债券，最终定价较初始价格指引收窄 50bps 至 SOFR+55bps。

中国银行法兰克福分行（A1/A/A）发行 3 年期 25 亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 42bps 至 2.68%。河南投资集团（-/-A）发行 3 年期 3.45 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 60bps 至 5.10%。

二级市场方面：本周数据的亮点是温和的通胀数据和强劲的消费者数据，均支持经济软着陆和美联储 9 月降息。此外，初请失业金人数连续第二周低于预期，这有助于缓解对失业率上升的担忧。美债收益率较上周变化不大。两年期美债收益率小幅上升至 4.085%，上周五为 4.057%。受温和的通胀数据影响，基准的 10 年期美债收益率本周大部分时间都在下跌，但在周四上午强劲的零售数据公布后，该国债收益率跃升，最终收于 3.905%，略低于上周五的 3.942%。在本周公布强劲的零售销售报告后，市场对美联储可能降息的预期有所缓解。彭博预测 9 月份降息 50 个基点的可能性从周五的 54% 降至 26%。目前的可能性显示，今年剩余时间将降息 75-100 个基点。

本周中资投资级整体走强，利差明显收窄 2-5bps。科技板块，腾讯、阿里固有买盘支持利差收窄约 5bps。金融名字，如中国工商银行、中国银行、交行租赁均利差收窄 3-5bps。资管板块，信达和东方的 5 年期债券有私行客户买入。

■ 市场观点

本周债市先上后下。周初市场谨慎情绪下收益率大幅回调，10Y 国债于 2.24% 附近震荡，而后央行大额净投放叠加经济数据偏弱，多头热情重燃，10Y 国债活跃券收益率下行至 2.17%~2.20% 区间震荡。全周受消息面影响，债市波动较大。

稳增长与金融市场防风险的平衡，是导致债市出现急涨急跌的重要因素。本周，市场传闻监管对部分金融机构开展交易合规性检查，同时对部分机构长久期可能带来的风险保持关注。本周三，《金融时报》进一步提示金融机构需注意交易合规性。

防风险背景下，投资者情绪偏向谨慎，交易盘入场兴趣受到抑制，活跃国债流动性大幅下降，本周五活跃国债成交量均小于 500 笔。国开债整体交投情绪尚可，本周 10Y 国开债活跃券平均成交笔数大于 1600 笔。国债与国开债成交量的背离可能源于防风险背景下，金融机构对于国债交易对手管理更为严格，交投趋于谨慎。

此外，本周 10Y 国债新老券收益率倒挂值得关注。本轮利差倒挂，一方面来自于新券交易需求下降，新老券成交量差距不大，另一方面，市场央行借券、卖债的担忧仍存，新券由于存量较为集中，更容易成为操作的对象而被抛售。当前，新老券利差倒挂已达 1.9bps，倒挂的修复需要等待国债交易需求复苏以及防风险的后续动作。

展望后市，考虑到当前金融安全的政策导向，央行加强对机构债券投资行为的监管仍是现在进行时。在支持性的货币政策立场之下，央行监管旨在营造良好的货币金融环境，等待与财政配合的时间点，而非引导利率发生趋势性逆转。短期内，由于债市流动性的收缩，市场的价格深度可能变浅，波动和反复性或有所增强，投资者需要关注资金利率变化，若资金面边际收紧，债市可能仍将承压。9 月后，需要关注财政发力、美联储货币政策调整等因素对债市定价中枢的影响。建议投资者保持谨慎，快进快出。

● 执笔人

张婷 徐家盛 王倩 金艺玲 徐敬旭 冯璐梦
蒋楠 蔡晓彤 毛盛 杜爽 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