



中國銀行固定收益周報

2024.8.19-8.23

■ 市場要聞

本周，信用債市場共發行 4,969.88 億元，總償還量 3,653.35 億元，淨融資額-711.30 億元。其中，AAA 評級發行人總發行量 3437.20 億元，淨融資額-621.19 億元；AA+評級總發行量 779.89 億元，淨融資額-61.32 億元；AA 及以下評級總發行量 752.79 億元，淨融資額-28.79 億元。資產證券化市場本周共發行 55 單，總計 540.57 億元，基礎資產包括消費貸款、小微貸款、應收賬款、供應鏈保理債權等、不良貸款等。

■ 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 供銷 SCP001	10	252D	AAA	2.10%
24 贛粵 SCP003	10	270D	AAA	1.97%
24 徐州交通 CP003	2	365D	AAA	2.05%
24 貴州高速 MTN008	10	2Y	AAA	2.11%
24 榮盛 MTN002	10	3Y	AAA	2.28%
24 青島海控 MTN003	7	3Y+NY	AAA	2.47%
24 雲能投 MTN019	20	4Y	AAA	2.48%
24 中電投 MTN018	20	5Y	AAA	2.10%
24 東方國際 MTN002	10	5Y	AAA	2.09%
24 福瑞能源 MTN003	10	5Y+NY	AAA	2.30%
24 渝高速 MTN005	8	10Y	AAA	2.50%
24 曲文投 SCP002	17	270D	AA+	2.99%
24 魯商 SCP007	5	270D	AA+	2.58%
24 重慶物流 SCP002	5	270D	AA+	2.14%
24 洛陽城鄉 CP001	5	365D	AA+	2.07%
24 水電八局 MTN001 (科創票據)	5	3Y+NY	AA+	2.57%
24 渝醫葯 MTN004	5	5Y	AA+	2.74%

信用債認購情緒降溫，多數高估值發行。市場追低意願減弱，本周超 20 只債券取消發行。

超短融方面：AAA 地方國企 24 皖國資 SCP001，發行規模 4.5 億元，期限 270 天，最終定價在 2.0%，低估值約 7bps。AAA 央企 24 華能水電 SCP007，發行規模 10 億元，期限 93 天，最終定價在 1.94%，高估值 2bps。

中票方面：AAA 民企 24 榮盛 MTN002，發行規模 10 億元，期限 3 年，最終定價在 2.28%，低估值 4bps。AAA 地方國企陝延油發行双向互撥永續中票，全場 4 倍左右，其中，3+N 年期發行 5 億元，最終定價在 2.18%，低估值約 2bps，5+N 年期發行 10 億元，最終定價在 2.29%，高估值約 2bps。AAA 地方國企首鋼發行双向互撥中票，3 年期發行 20 億元，定價在 2.2%，高估值 3bps，10 年期發行 10 億元，定價在 2.6%，高估值 7bps。

金融債方面，南京銀行發行 5+5 年期 150 億元二級資本債，票面利率 2.25%，較同期限國開曲線加點 28bps。

展望后市，收益率調整過程中，月末信用債認購情緒預計繼續承压。

二級信用債方面：

在債券市場監管影響未完全消散的背景下，本周信用債市場觀望情緒較濃，成交量縮小，收益率呈上行趨勢，其調整幅度大於利率債。資金面持續收斂影響短端情緒，同時由於市場偏謹慎的情緒導致信用債流動性減弱、收益率波動加大，由此本周中長端拋壓更重，利差走闊更為明顯。

截至周五收盤，3M AAA 中短期票據收益率收盤在 1.94%，上行 4bps；6M AAA 中短期票據收益率收盤在 1.99%，上行 5bps；1Y AAA 中短期票據收益率收盤在 2.02%，上行 5bps；3Y AAA 中短期票據估值 2.11%，上行 5bps；5Y AAA 中短期票據估值 2.22%，上行 6bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差維持在 4bps；3Y-1Y 利差為 8bps，收窄 1bp；5Y-3Y 利差為 12bps，走闊 1bp。信用利差方面，3Y AAA 信用債(相較同期限國開債的)信用利差走闊 8bps 至 23bps；5Y AAA 信用利差上升 9bps 至 27bps。

短期內觀察資金面及資金價格趨勢，並關注央行進一步的操作。在進一步信號出現前，宜優先考慮流動性相對好的資產，建議維持適當久期和杠桿率。

二、境內利率債市場

一級利率債方面：

本周利率券發行結果匯總							
標招日	債券簡稱	債券代碼	期限	發行量(億)	中標利率	全場倍數	邊際倍數
8/19	24 農發貼現 16	2404116	0.25 Y	20 億	1.2977%	3.63	2.47
8/19	24 農發 13 (增 4)	240413	3Y	40 億	1.7833%	4.68	1.00
8/19	24 農發 05 (增 17)	240405	5Y	40 億	1.9197%	5.47	1.27
8/20	24 國開 08 (增 8)	240208	5Y	110 億	1.8802%	2.79	1.61
8/20	24 國開 15 (增 9)	240215	10Y	160 億	2.1742%	2.31	2.69
8/20	24 農發清發 22 (增發 1)	09240422	2Y	40 億	1.747%	3.41	24.67
8/20	24 農發清發 07 (增發 21)	09240407	7Y	20 億	2.0499%	5.19	10.00
8/20	24 國開綠債 01 清發	092402001	3Y	120 億	1.63%	3.08	2.26
8/21	24 特別國債 04 (續 2)	240000	30Y	450 億	2.3641%	3.01	1.13
8/21	24 農發 21 (增 4)	240421	1Y	100 億	1.5595%	1.76	2.11
8/21	24 農發 20 (增 7)	24042027	10Y	140 億	2.2328%	2.13	8.66
8/22	24 國開清發 01 (增發 15)	09240201	7Y	50 億	2.0354%	2.51	1.10
8/22	24 進出 03 (增 16)	240303	3Y	30 億	1.6887%	6.93	1.00
8/22	24 進出 11 (增發)	240311	10Y	50 億	2.196%	4.86	4.80
8/22	24 國開 14 (增 13)	240214	3Y	30 億	1.8433%	3.15	1.09
8/22	24 國開 15 (增 10)	240215	10Y	160 億	2.1755%	2.08	1.30
8/23	24 進出 09	240309	1Y	80 億	1.45%	2.58	1.70
8/23	24 進出 02 (增 13)	240302	2Y	20 億	1.5788%	6.02	1.30
8/23	24 貼現國債 50	249950	0.25 Y	300 億	加權 1.3867% 邊際 1.4734%	2.43	16.67
8/23	24 貼現國債 49	249949	0.5Y	650 億	加權 1.4292% 邊際 1.5033%	2.27	5.92
8/23	24 附息國債 17	240017	10Y	1300 億	加權 2.1115% 邊際 2.14%	2.54	2.23
8/23	24 國開 08 (增 9)	240208	5Y	110 億	1.8599%	2.24	1.24
8/23	24 國開 16 (增 3)	240216	10Y	20 億	2.3135%	2.09	16.67

利率債周內共發行 6003 億元，招標情緒整體向好。

國債方面：1300 億元新發 10 年期附息國債的加權利率 2.11%、邊際利率 2.14%，450 億元續發 30 年期特別國債的綜收基本持平二級，認購量環比下降 700 多億元。

政金債方面：國開行 3 年期綠債招標結果 1.63%，低估值近 30bps；周二、周四 10 年期國開債綜收分別較二級低 1.9bps

和 2.6bps。口行发行 3 年和 10 年期共 80 亿元口行债，综收分别较二级低 18.4bps 和 1.5bps。1 年、3 年、5 年和 10 年期农发债综收分别较二级低 4.7bps、8.6bps、5bps 和 0.6bp。

地方债方面：北京、吉林等 12 个地区发行 1957 亿元地方债，除 5 年期山西一般债加点 31bps 外，其余结果较基准均加点 5bps。

展望后市，重点关注 MLF 续作叠加月末资金面波动导致短端招标情绪的变化。

二级利率债方面：

本周债市震荡上涨，前半周交投清淡，后半周情绪转暖，最终收益率下行。前半周市场所受扰动较少，周一金融监督管理总局公告 9 月 1 日起新备案的普通型保险产品预定利率上限为 2.5%，对长债形成一定支撑。周二 8 月 LPR 报价出炉，1 年和 5 年期以上品种均维持不变，基本符合市场预期。两则消息未对多空双方产生太多影响，总体上交易需求寡淡，市场连日地量成交。转折发生在周三尾盘，金融时报对交易商协会领导专访采访稿发布，其称当前市场存在认识上的误区，短期和超长期国债利率影响因素不同，央行对长期国债利率进行风险提示，并未设置长期国债利率区间。稿件发布后债市情绪明显回暖，交投活跃度提升，收益率应声而下。受到采访稿的影响，尽管资金面总体收敛，利率债曲线仍陡峭化运行。

截止收盘，按照中债估值看，利率债收益率普遍下行，国债下行幅度大于国开债，3Y 国债收益率下行 9bps，其他期限国债下行 4bps 左右；国开债收益率全线下行 2bps 左右。10Y 国债活跃券 240011 收报 2.1475%，较前一周下行 3.55bps。10 年国开 240210 收报 2.222%，下行 2.05bps。国债期货主力合约 T2409 收报 105.95，上涨 0.321 元。TF2409 收报 104.58，上涨 0.225 元。

交易商协会领导的采访稿发布后，市场活跃度有所提升。具体来看，由于长债存在较大的卖盘压力，交投重点在于 5Y 及以内期限的中短债。展望后市，结合基本面进一步回暖的宽货币需求，以及更为明期的美联储降息预期，交易员们开始押注进一步放宽的货币政策，后续中短债买盘可能继续保持积极态势。临近月末，短期内资金面存在不确定性，兼具安全性和博弈属性的 5Y 左右中端债券或将更受青睐。而短债和长债的走势则需要等待资金面的实质性变化。

三、境内资金市场

本周政府债净缴款由前一周的 6150 亿大幅下降至 704 亿，资金面扰动因素有所减少。不过在巨额逆回购到期的背景下，央行周一至周四持续净回笼流动性，全周累计净回笼 3471 亿元，资金利率伴随央行净回笼一度收敛。DR001 从 1.69% 上行至 1.81%，R001 从 1.76% 上行至 1.89%，不过两者中枢较前一周分别下行 9bps、7bps。DR007 从 1.73% 上行至 1.85%，R007 从 1.83% 上行至 1.92%，二者均值分别较前一周下行 6bps、4bps。银行同业存单发行继续提速，本周发行规模由 4330 亿显著增加至 7380 亿，净融资额由 -1984 亿转正至 349 亿，主要发行期限仍为 1 年且期限占比有所提高，股份制 AAA/1Y 发行利率周内从 1.91% 不断上行至 1.97%。展望下周，政府债净缴款再度回升至 4540.3 亿，其中周一净缴款 2172.2 亿，时点较为集中，同时 MLF 也推迟至周一续作，叠加跨月因素的影响，对资金面扰动或有所上升，需关注央行资金投放情况。

同业存单收益率曲线

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	8月23日	8月16日	涨跌 (bp)	8月23日	8月16日	涨跌 (bp)	8月23日	8月16日	涨跌 (bp)
1月	1.85	1.78	7.0	1.88	1.81	7.0	1.93	1.86	7.0
3月	1.86	1.83	3.0	1.90	1.86	4.0	1.95	1.91	4.0
6月	1.94	1.90	4.0	1.97	1.93	4.0	2.03	2.00	3.0
9月	1.96	1.92	4.0	2.00	1.96	4.0	2.06	2.03	3.0
1年	1.96	1.93	3.0	2.01	1.98	3.0	2.09	2.06	3.0

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先上后下，窄幅震荡，曲线继续走平。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 1.84% 下行 1.25bps 到 1.8275%。1Y Repo 从 1.76% 上行 1bp 到 1.77%。1x5 Repo 从 8bps 收窄至 5.75bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 1.905% 上行 2bps 到 1.925%，1Y Shibor 从 1.8225% 上行 4bps 到 1.8625%。

上周主要受以下几方面的影响：一是周五之前央行在公开市场操作上都是净回笼，资金面虽然不紧张，但资金价格不低。FR007 和 Shibor 3M 分别上行 6bps 和 0.6bp，挂钩 FR007 的短期品种连续两、三周出现负 Carry 的情况，有 Carry 的累积，如果不是特别确定的下行机会，利率互换的支付固定利率方胜率更大。1Y REPO 由于期限短对当下尾盘利率变化更加敏感，导致 1Y 和 5Y REPO 的利差缩窄。二是受之前央行一系列调控操作的影响，市场情绪突变谨慎，现券交易需求寡淡，成交量断崖式萎缩。在周三金融时报对交易商协会领导徐忠的采访稿发布之后，现券流动性才逐步好转，利率互换收益率也随之下行。

周五美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上宣布政策的调整时机已到。美国的通货膨胀已明显下降，劳动力市场不再过热，接下来政策的主要目标或从控制通胀偏向于提振就业，具体还要看接下来的数据变化以及和风险之间的平衡。从汇率上来看，8 月初开始，人民币兑美元一路升值，央行在汇率上的压力已有所缓解。本月最后一周，重点还是需要关注公开市场操作的 7 天逆回购续作量和价格。上周五已经由净回笼转为净投放，本周资金面大概率仍然有呵护，但是跨月因素导致 FR007 走高，负 Carry 的情况或使利率互换收益率下行空间有限。MLF 的政策利率意义被削弱，才放到了 25 日（本月顺延至 26 日）续作，目前的利率明显偏离了市场水平，降 MLF 利率的概率较大，但实质影响和信号意义都有限。周六，金融时报的一篇文章再提警惕单边一致行为造成债市“踩踏”风险。市场实际已经开始出现了一些分化，不再是一致预期，这反而是有助于市场健康安全发展的状态。短期内，利率互换市场仍以震荡为主。

2、外汇掉期

本周银行间人民币掉期市场曲线继续上行。

短端由于人民币资金面先松后紧，政府债净缴款从前周的 6000 亿下降至 700 亿，但逆回购持续到期前四个交易日累计回笼 5886 亿，周五才净投放 2415 亿元，人民币资金面也主要跟随回笼情况逐步收紧，DR001 从周一的 1.69% 上行至 1.81%，DR007 也从 1.73% 上行至 1.85%，全周短期限相对前周有所上行，ON/TN 日内多次来到 -7 之上，最高在 -6 有部分成交，且跨月期限也逐步上行，美元境内外短期拆借利率再度下行，隔夜来到 5.38，跨月也从之前的 5.6 之上回落，叠加在一起，USDCNY 短端价格稳步走升，但展望下周政府缴款有 4540 亿，相较于本周还是大幅增加的，而周一 MLF 续作量成为关键点，

以及逆回购存量较大，仍然显示银行存在一定的资金缺口，如果本月底美元不出现异常，则跨月行情将由人民币资金面主导。

长端方面，近期供需变化成为主导走势的主要因素，全周大行累计买入 5.5 亿股份制也由前一周的净卖出转为净买入超 2 亿，外资类机构站到 Offer 一侧，全周累计卖出 8.37 亿，在整体交易量萎缩的市场中，容盘推动的大行买入促使全周虽然美元利率涨跌互现但逢低买入居多，造成掉期长端易上难下。此外，周五的杰克森霍尔会议成为牵动美元利率市场的锚，市场普遍预期鲍威尔将释放鸽派信息，但对于年内降息幅度存在分歧。最终，周五晚间鲍威尔发表了名为“Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy”的演讲，明确表示“现在是调整政策的时候了，前进的方向很明确，降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡”，通胀沿着可持续的路径回归 2%，上行风险减弱；劳动力市场已经不太可能继续推升通胀，就业下行的风险在增加。这与周内公布的 2023 年 4 月至 2023 年 3 月非农就业新增人数下修 81.8 万呼应上了，换个角度下修了 28.2%，这也是降息方向明确的主要因素。但方向是明确的但节奏并未明示，数据依赖、风险平衡这些熟悉的词汇再度出现，市场对于降息路径大概判断有两种，一种是每次 25 个基点，稳健降息避免通胀反复，二是每次 50 个基点快速将政策利率向中性利率靠拢，避免经济衰退。最终路径确认可能最快要看 9 月的点阵图了，单从本次鲍威尔的讲话很难发掘 50-50 降息的可能，讲稿一多半篇幅是赞扬美联储对抗通胀的成功以及为什么在 2020 年杰克森霍尔会议认定“暂时性通胀”，把通胀上行的责任从大规模印钞推卸到疫情和俄乌冲突造成的供应链压力及劳动力退出市场。

说回市场，讲话后美元利率、美指纷纷下行，但 9 月降息 50 个点的概率仍未 36.5%，但年内降息 100 点概率为 100%，所以未来四个月我们的基准将是降息 100 点，展望后市长端掉期价格已经在美联储降息预期和市场供需结构快速变化的共同作用下快速向利率平价回归，9 月如果额外因素没有入场，则市场定价逻辑将延续八月情形，稳步上行概率相对较高。

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 18 亿美元等值，其中中资约占 95% 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 89bps 水平；高收益板块利差走宽 21bps 至 530bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 15 笔中资共计发行约 29 亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行板块包括地方政府、城投和金融机构。中华人民共和国广东省政府发行 2 笔离岸人民币国债，包括 2 年期 15 亿和 3 年期 10 亿离岸人民币国债，最终定价均较初始价格指引收窄 40bps 至 2.15% 和 2.2%。中国银行/迪拜(A1/A/A) 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，发行实现-3bps 新发溢价。中航国际租赁 (Baa1/-/-) 发行 3 年期 3 亿美元国债，最终定价较初始价格指引收窄 43bps 至 T+82bps，发行实现-3bps 新发溢价。交银金融租赁 (A3/-/A) 发行一笔双年期债券，为本周规模最大的发行，包括 3 年期 4 亿美元浮息债券和 3 年期 2.5 亿美元国债，最终定价分别较初始价格指引收窄 50bps 和 40bps 至 SOFR+75bps 和 T+65bps，分别实现 0-5bps 和 -5bps 新发溢价。威海城市投资集团发行 3 年期 5 亿离岸人民币无

评级国债，最终定价较初始价格指引收窄 10bps 至 4.7%。潍坊市城市建设发展投资集团 (-/-/BB+) 发行 3 年期 2.7 亿美元国债，最终定价为 7.5%，为本周最高定价发行。

二级市场方面：受 FOMC 7 月会议纪要和鲍威尔在杰克逊霍尔发表的温和讲话的支撑，美债利率曲线本周牛陡。7 月份的会议纪要表明，委员会对通胀回到 2% 的信心已经增强，“绝大多数”与会者认为 9 月份的降息“可能是合适的”。周五，鲍威尔也承认“政策调整的时机已经到来”——暗示政策制定者将在 9 月份即将召开的会议上降息。此外，鲍威尔似乎为降息 50 个基点 (0.50 个百分点) 而不是通常的 25 个基点 (0.25 个百分点) 的可能性留下了空间。本周，2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期国债收益率分别下降了 15 个基点、12 个基点、9 个基点和 5 个基点，10 年期基准利率收盘在 3.8%。前端收益率的下降更为明显。彭博预测 9 月份降息 50 个基点的可能性从周五的 26% 增加至 33%。本周，中资投资级债券交易清淡，因市场关注周五鲍威尔的讲话。科技板块交易较市场来说表现相对较好，低贝塔的名字债券利差收敛 2-3 个基点，小米因二季度财务较好而收敛 3-4 个基点。金融、AMC 板块有双向交易，但卖盘占优势，信达、东方中短端利差走阔 3-5bps。新债方面，新发行的中资债券在二级市场上均表现不佳。交银租赁 (BCLMHK FRN/FXD 27s) 利差走阔 10 个基点，中国银行利差走阔 5 个基点。

■ 市场观点

本周利率债市场延续谨慎情绪，各期限活跃券成交量保持低位徘徊。周三交易商协会领导的采访短暂激发了市场的交易热情，但是市场交投情绪的回暖并未一蹴而就，长端活跃券全周日均成交笔数较前一周继续下滑。

伴随现券成交量的下降，现券一级、二级市场分别出现了相应的变化。一级招标发行方面，招标发行的边际利率与当日同期限活跃券二级价格之间的利差通常反映了市场给予新券上市流通后的流动性溢价。8 月 23 日招标发行的十年国债新券 240017 边际利率为 2.14%，仅较当日活跃券 240011 中债估值低 0.69bp。低于 2024 年招标发行的一二级利差均值 1.7bps。二级市场方面，流动性的缺乏使得市场价格深度不足，难以较好发挥价格发现功能。自 8 月 5 日至 9 日这一周起，长端活跃券的二级买卖价差（当日 bid 中位数与 ofr 中位数的差值）明显上升。买卖价差的拉大使得交易盘完成每一笔交易需要额外付出摩擦成本，侵蚀波段交易的收益。而交易盘的买卖行为本身也在为市场提供流动性，波段交易收益压缩，使交易盘离场观望，市场进一步失去了流动性的“润滑剂”。

在当前成交量仍处低位之际，若无重大空出现，收益率预计将维持期间震荡。摩擦成本较高的情况下，波段交易要求的赔率相应上升，性价比下降。投资者可继续保持票息策略，减少额外交易产生的成本。

此外，投资者需要尤其提防预期外的事件引发集中的避险情绪，在价格深度不足的情况下，单边行情的出现容易引发自我强化，收益率的上调或将异常猛烈。展望后市，可能的利空来源于跨月资金的收紧以及监管压力测试升级等等。潜在的大幅调整将使投资者止损点的设置和果断执行在此时尤为重要。

● 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 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