



中国银行固定收益周报

2024.8.26-8.30

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 5127.43 亿元，总偿还量 4493.5 亿元，净融资额 633.93 亿元。其中，AAA 评级总发行量 3364.18 亿元，净融资额 936.86 亿元；AA+ 评级总发行量 734.42 亿元，净融资额 -113.05 亿元；AA 及以下评级总发行量 1028.83 亿元，净融资额 -189.89 亿元。资产证券化市场本周共发行 72 单，总计 809.33 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深业SCP002	30	223D	AAA	2.17%
24山东发展SCP001	5	240D	AAA	1.97%
24青岛海控CP002	10	1Y	AAA	2.23%
24贵州高速MTN009	10	3Y	AAA	2.36%
24首都机场MTN004(绿色)	15	3Y	AAA	2.02%
24越秀集团MTN007(绿色)	7	5Y	AAA	2.19%
24福州地铁GN003(碳中和债)	8	5Y	AAA	2.34%
24济南高新MTN003	20	5Y	AAA	2.20%
24金桥集团MTN002A	10	5Y	AAA	2.37%
24金桥集团MTN002B	4	10Y	AAA	2.68%
24赣水投MTN005A	6	10Y	AAA	2.75%
24赣水投MTN005B	4	15Y	AAA	2.89%
24成都公交GN003	2	180D	AA+	2.19%
24晋中公用SCP001	3	270D	AA+	2.25%
24青岛金水MTN002	5	5Y	AA+	3.70%
24如皋交通MTN002	4	5Y	AA+	2.54%

信用债认购情绪降温，多数高估值发行。前三天市场追低意愿较弱，后两天有所升温。本周超 10 只债券取消发行。

短融/超短融方面：AA+ 评级 24 连云港 SCP003 发行 5 亿元 93 天超短融，票面 2.1%。低自身估值 6bps。AAA 天津市地下铁道集团有限公司发行 7 亿元，365 天短融，票面 2.20%，低估值 8bps。24 深燃气 SCP006，AAA，267 天超短融，10 亿元，票面 2.10%，与自身估值持平。AA+ 的 24 深业 SCP002 发行 30 亿元，223 天超短融，票面 2.17%，全场 1.71 倍。

中票方面：24 越秀集团 MTN007（绿色），AAA 评级，5 年，发行金额 7 亿元，最终票面 2.2%，自身估值 10bps。AAA 济南高新控股集团有限公司发行 20 亿元，5 年中票，票面 2.68%。全场 2.22 倍。AAA 济南高新控股集团有限公司发行 20 亿元，5 年中票，票面 2.68%。全场 2.22 倍。AAA 24 深圳资本 MTN002 发行 106 亿元，5 年中票，票面 2.33%。全场 4.34 倍，符合发行人预期。AAA 评级 3 年期 24 贵州高速 MTN009 发在 2.36%，全场 3.43 倍，边际 3 倍，与估值基本持平。

展望后市，月末最后一天股债同涨，下周跨越净回笼将大幅到期，需注意公开市场操作和机构行为。

二级信用债方面：

本周信用债收益率先上后下，全周收益率收涨，曲线小幅走陡。具体来看，周一、周二资金面收敛，同时在基金赎回压力延续，信用债抛压较重，收益率快速上行；周三，资金面转松，信用债开始止跌企稳；周四、周五，基金赎回压力得到缓解，收益率小幅下行。

截至周五收盘，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.97%，上行 3bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 2.01%，上行 2bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.06%，上行 3bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.14%，上行 3bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.27%，上行 4bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 5bps，走阔 1bp；3Y-1Y 利差维持在 8bps；5Y-3Y 利差为 13bps，走阔 1bp。信用利差方面，3Y AAA 信用债（相较同期限国开债的）信用利差走阔 4bps 至 27bps；5Y AAA 信用利差上升 3bps 至 30bps。

展望后市，基金负债端赎回压力下降后，预计信用债市场将有所修复。但季末月出于对负债端稳定性的考虑，市场对长端预计维持偏谨慎态度，而在配置需求下买盘将集中于中短端，由此预计曲线将进一步走陡。

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
8/26	24农发贴现17	2404117	0.25Y	20亿	1.3078%	3.41	1.00
8/26	24农发13(增5)	240413	3Y	40亿	1.7954%	3.79	3.33
8/26	24农发05(增18)	240405	5Y	30亿	1.8982%	5.58	3.25
8/27	24国开08(增10)	240208	5Y	110亿	1.8793%	2.05	2.88
8/27	24国开15(增11)	240215	10Y	160亿	2.197%	1.98	1.05
8/27	24农发清发22(增发2)	092404	2Y	40亿	1.7801%	3.20	5.00
8/27	24农发清发绿债01(增发2)	092404	2Y	30亿	1.4553%	3.87	2.69
8/27	24农发清发07(增发22)	092404	7Y	20亿	2.0657%	4.69	1.09
8/28	24进出绿色债02	09240302	2Y	20亿	1.32%	5.38	1.57
8/28	24农发21(增5)	240421	1Y	110亿	1.5769%	1.92	2.62
8/28	24农发20(增8)	240420	10Y	140亿	2.2377%	1.88	3.37
8/29	24国开清发03	092402	3Y	90亿	1.8000%	1.91	1.16
8/29	24国开清发01(增发16)	092402	7Y	50亿	2.055%	2.45	5.50
8/29	24国开13(增16)	240213	3Y	20亿	1.8965%	5.13	13.00
8/29	24国开15(增12)	240215	10Y	160亿	2.2185%	2.48	4.31
8/30	24国开08(增11)	240208Z	5Y	110亿	1.9021%	3.30	6.80

利率债周内共发行 1160 亿元，招标情绪整体向好，本周无国债发行。

政金债方面：国开行 5 年期招标结果 1.90%，低估值近 5bps；周二发行的 5 年、10 年期国开债综合收较二级分别低 10bps 和 6bps。周四发行的 3 年、7 年、10 年期国开债综合收均高于二级市场成交。91 天、2 年、3 年、5 年 7 年和 10 年期农发债综合收分别较二级低 41bps、10bps、7bps、6bps 和 7bps。

地方债方面：西藏、浙江等 14 个地区发行 4900 亿元地方债，结果较基准均加点 3-6bps。

展望后市，央行买卖国债正式进入实操阶段，资产荒格局仍在

继续，收益率曲线或将逐渐恢复向上倾斜。

二级利率债方面：

本周随着监管对长端利率态度较前周有所缓和，债市进入调整行情，整体交投情绪谨慎。从本周走势来看，收益率出现小幅分化，长端上行，短端下行。周一公布 MLF 平价缩量续作，市场短暂调整后收益率整体在 1bp 左右窄幅波动。之后两日尽管工业企业利润增速超预期，叠加流动性平稳宽松，现券情绪一度小幅回暖，但近日以来的信用债调整仍明显压制市场情绪，信用债的卖压开始传导至利率债，带动债市情绪走弱。周三晚间消息称央行官网增设“公开市场国债买卖业务公告”栏目，央行买卖国债得到进一步推进，之后债市现券收益率偏弱震荡。周五央行发布公告，当月开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为 1000 亿元，意在稳定市场预期，推动利率曲线陡峭化，受此影响中短债尾盘情绪好转。

截止收盘，按照中债估值看，本周利率债收益率长短两端小幅分化，曲线小幅走陡峭。其中中长端震荡走弱，整体上行 1-3bps，5Y 以内国债收益率相较于上周下行 1-4bps 左右；5Y 以内国开债收益率整体上行 1-2bps。7Y 国债活跃券 240006 收报 2.055%，较上周上行 1.75bps。10Y 国债活跃券 240011 收报 2.1625%，较上周上行 1.5bps。30Y 国债活跃券 230023 收报 2.3575%，较上周上行 2bps。10 年国开 240210 收报 2.2430%，较上周上行 2.2bps。国债期货主力合约 T2409 收报 105.720，较上周下跌 0.225 元。TF2409 收报 104.530，较上周下跌 0.05 元。

回顾本周市场，前期监管对债市风险提示聚焦于长端及超长端，且当前利多利空因素都有所弱化，短端在资金面宽松的提振下表现优于长端，曲线走陡。目前多空双方博弈下市场整体保持窄幅震荡，尚无明确交易主线，缺乏趋势性下行动力，因此市场相对谨慎。此外，随着央行本周启动公开市场国债买卖操作，维护正常的国债收益率曲线，不仅意味着货币政策工具进一步扩容，使国债的期限利差保持在正常水平，同时也向市场传递对短期国债和长期国债的态度。展望后市，此轮债市调整预计尚未结束，从债市利率形态看，近期仍处于波动调整阶段，债市企稳也仍有待观察，后市仍需密切关注监管政策的走向，对收益率曲线的引导以及债市调整所带来的阶段性冲击。

三、境内资金市场

本周政府债净缴款由 704 亿再度激增至 5288 亿，与跨月重叠。央行加大了公开市场操作投放力度，共开展 14018 亿 7 天逆回购操作，到期 11978 亿，净投放 5040 亿元，同时在周一如期续作了 3000 亿 MLF。在央行的呵护下，市场流动性自周二开始快速转松，DR001 从周一的 1.86% 下行至周二的 1.66%，而后周三至周五下行至 1.50-1.53% 低位震荡，达到今年以来最低点。R001 走势类似，两者中枢均较前一周下行 13bps。7 天跨月资金利率也稳步下行，DR007 自周一的 1.96% 回落，周三开始稳定于 7 天逆回购利率 1.70% 水平附近。不过 R007 与 DR007 利差最高上行至 18bps，资金分层现象再现，而今年 4 月以来非银资金相对充裕，跨月时点二者利差也多在 10bps 以下。此外，银行金融出现规模本周小幅回升至 3.5-4 万亿，大行和股份行融出均有所恢复。同业存单方面，本周发行规模由 7380 亿发大幅回落至 4118 亿，净融资额由 349 亿减少至 -349 亿，1Y 存单发行规模最高，6M 存单净融资额最高。股份制 AAA/1Y 发行利率位于 1.95%-1.99% 的高位区间。下周逆回购到期量较大，不过政府债净缴款规模为 -1460 亿元，且经历了月末的财政支出的流动性补充，都将有利于资金利率保持低位。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	8月30日	8月23日	涨跌 (bp)	8月30日	8月23日	涨跌 (bp)	8月30日	8月23日	涨跌 (bp)
1月	1.74	1.85	-11.0	1.78	1.88	-10.0	1.83	1.93	-10.0
3月	1.86	1.86	0.0	1.89	1.90	-1.0	1.94	1.95	-1.0
6月	1.96	1.94	2.0	2.00	1.97	3.0	2.06	2.03	3.0
9月	1.97	1.96	1.0	2.02	2.00	2.0	2.08	2.06	2.0
1年	1.97	1.96	1.0	2.04	2.01	3.0	2.11	2.09	2.0

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，曲线变陡。从市场行情来看，Repo 端，5Y Repo 从 1.8275% 上行 1.25bps 到 1.84%，最高到过 1.86%。1Y Repo 从 1.77% 下行 2.5bps 到 1.745%。1x5 Repo 从 5.75bps 走阔至 9.5bps。Shibor 端，5Y Shibor 从 1.925% 上行 1bp 到 1.935%，1Y Shibor 从 1.8625% 下行 0.25bp 到 1.86%。

本周主要受以下几方面的影响：一是受跨月因素影响，资金价格前高后低。二是同业存单发行价格持续攀升，且信用利差在之前过度收缩后有所恢复，导致中长期期限的信用债收益率上行，悲观情绪蔓延到利率品种。直到周三央行在公开市场净投放超 1 万亿之后，市场情绪才有所恢复，信用债在阴跌多个交易日后止跌回稳。三是央行在周五收盘前发布了国债买卖业务公告，2024 年 8 月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期期限国债并卖出长期期限国债，全月净买入债券面值为 1000 亿元。此消息一出，各期限利率应声而下，尤其是短期品种。

展望后市，银行资金供给重返高位，大行净融出回至 3.6 万亿元以上，存单一级发行利率不再加价，还需观察大额融出的可持续性。本周央行公开市场将有 14000 亿元逆回购到期，需关注逆回购叙做情况。现阶段央行“买短卖长”国债的操作，使货币政策工具箱进一步丰富，也具有一定的信号意义。一方面，净买入国债也是向市场投入流动性，与中期借贷便利不同的是，向银行买债释放的资金并无成本也没有到期日，能够缓解银行负债端的压力。另一方面，在长短期上的相反操作，也反映出对于曲线形态的要求。国债 10Y-1Y 期限利差依旧在 60-70bps 的常规走廊区间波动，尚未引导长短利差进一步走阔。短期内，利率互换主要品种收益率仍以震荡为主。

2、外汇掉期

本周人民币掉期曲线整体震荡上行，掉期中长端不断刷新年内高点。其中 1Y 掉期从接近 -2300 涨至 -2030，6 个月、9 个月期限较上周涨幅约 150 点，3 个月上涨约 60 点。市场参与者不断定价美联储降息，市场流动性稀薄，卖盘兴趣寥寥，掉期中长端在少量买盘推动下即持续上行。

从人民币、美元的相对流动性角度看，临近月末，市场一度担心美元流动性趋紧，加之人民币流动性维持充裕，前半周掉期短端持续受到压制，隔夜掉期一度成交在 -10 点一天，隐含美元隔夜利率超过 6.5%。周四、周五市场参与者跨月头寸布局完成，隔夜掉期开始回归利率平价水平。在经历了 7 月末境内美元流动性急剧收缩、曲线中短端垮塌的极端行情后，掉期交易员对于流动性的变化更为敏感，都倾向于提前准备跨月、跨节等时点的头寸，使得市场短端流动性相对平滑，并未出现跨月极端行情。

从利差角度看，目前美元利率期货隐含年内降息 100bps，人民币掉期市场对于美联储年内降息的定价已经较为充分。8 月

以来，1年、2年期中美国债利差收窄约30bps，1年掉期从-2850一线涨至-2030，上行幅度已经超过利率锚的变动，反映市场参与者在进一步定价掉期曲线回归利率平价。以1y SOFR OIS和7D repo IRS作为利率基准指标看，目前1年掉期较利率平价偏离幅度已经收窄至不足300点，与CNH 1年掉期的价差也收窄至约200点（CNH 1Y-CNY1Y）。2015年811汇改后，境内外1年掉期价差中位数约为311点，平价数约为460点。同时，考虑到境内美元流动性易紧难松的特征，掉期中长期上行空间可能较为有限。

从成交量看，近两周1年掉期成交量较7月同期显著减少，稀薄的流动性使得掉期价格更容易在短小时内出现大开大合的走势。从供求角度看，买卖双方交投意愿都不强。随着1Y掉期价格快速向利率平价靠拢，先前市场上流行的买入1年期NCD配套1年掉期的交易组合套利空间急剧收窄。若美元融资成本为1Y SOFR OIS，超额收益从7月末的超过110bps，降低至80bps附近，外资机构买盘兴趣减少，部分机构甚至开始对已开仓的交易获利了结。同时，随着美元降息预期升温，国内企业美元回流，境内美元流动性紧张局面明显缓解，市场参与者B/S掉期融入美元的兴趣减弱，部分中资机构反而开始大量S/B 1个月到3个月期限的掉期，也对掉期长端起到一定支撑。目前，市场上中长期限卖盘多为止盈盘，买盘则以实需平盘力量为主，自营投机力量多为追高买入，综合来看买盘力量略胜一筹，导致掉期易上难下。

周五美国公布的通胀数据整体增长温和，个人收入数据疲弱，更加夯实了美联储9月降息的基础。数据发布后，美元利率整体变动不大。从去年下半年开始，掉期市场存在“人民币贬值，掉期下行”的共生关系，而人民币升值是否必然伴随掉期上涨反而值得商榷。展望后市，目前市场参与者头寸相对较轻，对于消息面更加敏感，需要密切关注美国降息预期是否会出现反复以及境内美元流动性的边际变化。同时，若人民币汇率持续升值，可能带来一定的远期客户结汇，继而可能对掉期价格产生影响。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美债收益率整体上行。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55亿美元等值，其中中资约占30%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3bps至86bps水平；高收益板块利差收窄14bps至516bps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22亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行板块包括城投和金融机构。远东宏信（-/BBB-/）发行3.5年期5.5亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄35bps至T+235bps，为本周最大规模发行。赤壁城市发展集团发行3年期2.298亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价为6.5%，为本周最高定价发行。中银航空租赁（-/A-/A-）发行7年期5亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄35bps至T+105bps。赣州城投集团（-/BBB-/）发行3年期1.5亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄65bps至5.95%。荆州市城市发展控股集团（-/BBB-/）发行3年期1.55亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄60bps至6.4%。济南金融控股集团发行3年期2.83亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄40bps至6.3%。

二级市场方面：本周的美国经济数据在很大程度上支持了“软着陆”理论。美国第二季度GDP向上修正，消费者信心健康，

首次申请失业救济人数表现良好。美债收益率周比周变化不大，尽管收益率曲线继续逆转。2年期美债收益率从上周五的3.913%降至3.908%，而10年期美债收益率目前为3.87%，较上周五的3.807%略有上升。市场对美联储可能降息的预期基本保持不变。亚洲新兴市场和亚太发达地区的债券利差存在明显差异，后者在本周大部分时间表现不佳。投资者对根据久期或信用评级来选择债券的策略继续观望，反而因新供应增加，更多将重点放在一级市场上。新债券定价后，市场需求明显改善，尤其是对期限较短债券的需求。在韩国、日本和澳大利亚方面，债券仍在区间波动，市场偏好8-10年期债券。在中国内地和香港方面，相对于对利率更敏感的债券（如太古（Swire）和长江基建（CKH），高贝塔的债券（如中国科技）的利差更为坚挺。

中资科技行业债券的基本面因业绩好坏不一而较为分化。阿里巴巴和百度公布的业绩较弱，同时，腾讯、小米、联想和美团公布了强劲的业绩，收入分别同比增长8%、32%、20%、21%和22%。因此，腾讯、小米、联想和美团的曲线收敛了4-6个基点，而阿里巴巴和百度的曲线几乎没有变化。国企板块，市场偏好买入5至30年的中长端，卖出短端债券，国家电网曲线利差走强3个基点。在一级市场方面，中银航空租赁新债发行价为10年美债利率加95个基点，二级交易利差走阔了1-3个基点。

■ 市场观点

本周10年国债收益率波动仍然维持在2.14-2.19%范围内。由于交易清淡，市场缺乏流动性导致日内的波幅加大。相比利率债，信用债投资者交易属性更强，但是与此同时负债端稳定性更弱；加之信用债流动性逊于利率债，因此周内信用债波动更为剧烈。

本周债市主要关注以下几个焦点。一是银行长期流动性摩擦与委外投资的赎回担忧。下半年政府债发型提速、MLF大额到期且与续作存在时间差，叠加9月季末流动性考核压力可能导致理财回表现象。理财和基金的负债端稳定性可能会经受较大的挑战，赎回压力和性价比挖掘的反复叠加流动性尚未回暖，信用债和长端利率债等博弈属性较强的品种可能经历收益率的上蹿下跳。二是周五央行公告的公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期限国债，8月净买入债券面值为1000亿元。我们认为，央行此举一方面向市场投放长期流动性，另一方面有助于维持倾斜向上的收益率曲线。后续在进一步的货币宽松落地之前，长期流动性紧平衡的情况以及监管对长端收益率的合意区间预计都将与当前类似，公开市场国债买卖的方向可能将维持当前的模式。三是周末公布的制造业PMI数据弱于预期且环比下滑0.3个百分点至49.1%，分项表明内需不足的境况延续，且对供给、价格和库存都产生影响，出现被动补库的情况。为完成全年的增长目标，后续政策进一步加力的可能性变大。

展望后市，我们认为中短端国债的有一定的确定性；长端面临基本面的现实与预期的博弈，以及银行长期流动性管理和公开市场国债买卖操作的不确定性，短期内可能维持区间震荡的行情。长期来看，下半年货币政策进一步宽松可期，收益率预计仍将行于下行通道。

● 执笔人

张婷 洪豆 王倩 金艺玲 陈兆成 徐子仪
蒋楠 蔡晓彤 李璐 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