



中国银行固定收益周报

2024.9.2-9.6

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 2683.04 亿元，总偿还量 2878.53 亿元，净融资额-195.49 亿元。其中，AAA 评级总发行量 1578.35 亿元，净融资额-283.72 亿元；AA+评级总发行量 634.04 亿元，净融资额 112.32 亿元；AA 及以下评级总发行量 470.65 亿元，净融资额-24.09 亿元。资产证券化市场本周共发行 36 单，总计 393.99 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豫交投SCP001	10	175D	AAA	1.91%
24五凌电力SCP001(资产担保科创)	4	181D	AAA	1.97%
24深圳特发SCP001	12	268D	AAA	2.07%
24宣城投资SCP002	10	270D	AAA	2.09%
24桂交投CP006	15	365D	AAA	2.13%
24宝钢MTN001(科创票据)	50	2Y	AAA	2.09%
24国泰租赁MTN001	5	3Y	AAA	2.45%
24晋能煤业MTN012(科创票据)	20	3Y+NY	AAA	2.40%
24五矿集MTN003	20	3Y+NY	AAA	2.28%
24南通城建MTN001	7	5Y	AAA	2.29%
24青岛国信MTN008	5	5Y	AAA	2.45%
24洪市政MTN007	10	10Y	AAA	2.62%
24长寿投资SCP003	5	270D	AA+	2.22%
24盐城港CP002	5	365D	AA+	2.19%
24山西文旅MTN010	6	2Y+1Y	AA+	2.45%
24咸宁城发MTN001	6	3Y+2Y	AA+	2.30%

本周信用债一级市场招标情绪逐渐修复，整体尚可。

超短融/短融方面，AAA 地方国企苏州交投发行 2 亿、180 天超短融，全场 5.7 倍，最终票面 1.95%，低估值 7bps。AA+地方国企盐城港发行 5 亿元、366 天短融，全场 4.34 倍，最终票面 2.19%，低估值 3bps。

中票方面，AAA 地方国企泉州交通发行 5 亿元、3 年期中票，全场 6.6 倍，最终票面 2.15%，低估值 3bps。AAA 地方国企鲁能电力发行 10 亿、5 年中票，全场 2.54 倍，最终票面 2.40%，低估值 1bp。

展望后市，8 月 PMI 数据显示需求持续下滑，美联储降息预期升温，后续关注存量房贷利率下调情况。

二级信用债方面：

本周信用债市场情绪整体较好，曲线平坦化下行。尽管资金面前松后紧，但并未对资管产品负债端的企稳产生实质影响。信用债需求保持稳定，叠加市场对货币政策的宽预期升温、权益市场表现弱势，推动信用债收益率下行。后半周利率品的波动

对信用品的影响有限，长端买盘依然积极，信用利差有所收窄。

截至周五收盘，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.94%，下行 3bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 2%，下行 1bp；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.01%，下行 5bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.09%，下行 5bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.19%，下行 8bps。期限利差方面，1Y-6M 曲线平坦，期限利差在 1bp，收窄 4bps；3Y-1Y 利差维持在 8bps；5Y-3Y 利差为 10bps，收窄 2bps。信用利差方面，3Y AAA 信用债(相较于同期限国开债的)信用利差走阔 1bp 至 28bps；5Y AAA 信用利差收窄 2bps 至 28bps。

展望后市，季末月资管产品负债端压力仍存，市场仍将面对考验，长端信用利差持续压缩可能性较小，同时监管对长端利率的关注度未减，需谨防随时调整的可能。短期内仍然建议控制久期，并提升组合流动性。

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	
9/2	24农发贴现18	2404118	0.25Y	30亿	1.2977%	3.14	2.09	
9/2	24农发13(增6)	240413	3Y	50亿	1.7561%	4.02	2.79	
9/2	24农发15	240415	5Y	40亿	1.88%	4.54	11.25	
9/3	24国开04	240204	2Y	50亿	1.66%	3.72	1.80	
9/3	24国开08(增12)	240208	5Y	110亿	1.8351%	3.48	1.24	
9/3	24国开15(增13)	240215	10Y	150亿	2.1836%	3.32	1.33	
9/3	24农发清发22(增发3)	09240422	2Y	60亿	1.7077%	2.68	1.03	
9/3	24农发清发07(增发23)	09240407	7Y	30亿	2.0325%	4.06	14.17	
9/4	24进出清发07(增发10)	09240307	7Y	20亿	2.0148%	5.24	4.50	
9/4	24贴现国债51	249951	0.17Y	350亿	1.225%	2.20	8.91	
9/4	24附息国债16(续发)	240016	3Y	1370亿	1.4705%	2.61	2.41	
9/4	24农发21(增6)	240421	1Y	90亿	1.4931%	2.83	2.23	
9/4	24农发20(增9)	240420	10Y	120亿	2.2146%	2.48	63.90	
9/5	24国开清发03(增发1)	09240203	3Y	50亿	1.703%	3.74	1.71	
9/5	24国开清发01(增发17)	09240201	7Y	50亿	2.0091%	3.13	3.00	
9/5	24进出03(增17)	240303	3Y	30亿	1.6278%	5.71	1.82	
9/5	24进出11(增2)	240311	10Y	60亿	2.1749%	5.29	2.81	
9/5	24国开14(增14)	240214	3Y	30亿	1.8774%	4.03	6.58	
9/5	24国开15(增14)	240215	10Y	150亿	2.1669%	2.70	1.01	
9/6	24进出09(增发)	240309	1Y	90亿	1.4130%	2.91	2.50	
9/6	24进出02(增14)	240302	2Y	40亿	1.5795%	5.13	2.69	
9/6	24贴现国债53	249953	0.25Y	450亿	加权1.332% 边际1.4007%	2.55	1.43	
9/6	24贴现国债52	249952	0.5Y	650亿	加权1.3812% 边际1.4443%	2.39	1.20	
9/6	24特别国债04(续3)	240000	30Y	600亿	2.3062%	2.63	1.32	
9/6	24国开08(增13)	240208	5Y	110亿	1.8232%	2.35	2.68	

本周利率债共计发行 5089.01 亿元，由国债、地方债和政金债构成，招标情绪整体较为积极。

国债方面，长短端情绪分化，30 年期特别国债综收较二级基本持平，3 年期、182 天、91 天和 63 天国债边际综收较二级分别低 7.9bps、6.88bps、8.80bps 和 19.50bps。

政金债方面，国开债需求尚可，口行债、农发债需求较好。国开债方面，2 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国开债综收较二级分别低 5.78bps、1.32bps、2.37bps、0.94bp 和 2.32bps，3 年期浮息国开债综收较二级高 17.6bps。口行债方

面，1年期、2年期、3年期、7年期和10年期口行债综收较二级低18.77bps、12.72bps、14.57bps、4.69bps和3.47bps。农发债方面，1年期、2年期、3年期、5年期、7年期和10年期农发债综收较二级分别低10.96bps、5.74bps、6.35bps、4.39bps、2.34bps和0.58bp。

地方债方面，本周共发行306.81亿元地方债，整体需求尚可。贵州、湖南结果较基准均加点5bps。

展望后市，周内收益率曲线整体下行，主要受8月PMI显著弱于预期以及财政部不会超财力出台政策报告的支撑，后续可关注月中公布的经济数据。

二级利率债方面：

进入9月以来，随着央行买卖国债落地和资金面的逐步好转，债市行情逐渐向基本面回归，交易情绪逐步缓和，总体走势偏震荡。市场在前期监管“买短卖长”的思路带动下，本周中短债整体下行，而长端震荡，收益率曲线小幅走陡。周初两日，市场在前周PMI数据较弱以及国债买卖落地等消息带动下，债市情绪延续改善，债市由跌逐步转涨。此后长短两端在周中出现小幅分化，收益率一波三折，消息面称中国考虑分两步下调存量房贷利率，以及特别国债卖盘报价压制市场情绪，债市快速走弱。但央行表示目前降准仍有空间，提振宽货币预期，推动债市走强，周五延续前一日情绪，最终窄幅震荡至尾盘。总体上看监管指导和机构的试探行为，牵动着整个市场。

截止收盘，按照中债估值看，本周利率债收益率长短两端均小幅下行，相较长端谨慎，中短端表现更佳，曲线小幅走陡峭并整体下移3-7bps。5Y以内国债收益率相较上周下行5-10bps左右；5Y以内国开债收益率整体下行2-7bps。3Y国债活跃券240016收报1.545%，较上周下行10.5bps。10Y国债活跃券240011收报2.133%，较上周下行3.2bps。30Y国债活跃券230023收报2.307%，较上周下行5.3bps。10年国开240210收报2.213%，较上周下行2.9bps。国债期货主力合约T2409收报106.24，较上周上涨0.52元。TF2409收报104.980，较上周上涨0.45元。

随着8月末央行公布国债“买短卖长”操作，市场普遍推断监管对收益率曲线调控更倾向于保持合理陡峭形态，债市重回交易经济基本面和货币政策的逻辑，体现出短端博弈和长端震荡的走势，展望后市，外部基本面弱修复、公开市场国债买卖操作等不确定性因素仍存，因此随着长端收益率日趋下行，多头情绪谨慎收敛，中短债活跃度更高，多空双方博弈下市场仍然难以摆脱震荡格局。

三、境内资金市场

跨月后，资金面受到前期末财政支出支撑而大幅转松，不过央行周一至周四持续回笼资金，仅周五转为净投放，全周累计净回笼11916亿元，流动性伴随央行的净回笼由均衡逐步趋紧。DR001从1.52%震荡上行20bps至1.72%，R001从1.61%上行22bps至1.83%。7天资金利率则相对平稳，DR007围绕公开市场操作利率1.70%窄幅震荡，R007在1.83-1.87%之间波动，资金分层有所扩大。同业存单方面，上周发行规模由4132亿增加至6672亿，净融资额由-404亿增加至4662亿，主要发行期限为1年，股份制AAA/1Y发行利率上行3bps至1.98%。下周，政府债净缴款将由-1110亿大幅提升至5458亿元，同时临近中秋假期和税期，对资金面的扰动或有所上升，仍需关注央行流动性投放的力度与形式。尽管本周央行表示降准还有空间，但考虑到接下来几个月的MLF到期量较高且操作

时点延后，央行也提到年初降准的政策效果仍在持续显现，预计后续降准用于对冲MLF到期的可能性更高，短期内仍将运用公开市场逆回购工具来保持银行间流动性的合理充裕。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	9月6日	8月30日	涨跌 (bp)	9月6日	8月30日	涨跌 (bp)	9月6日	8月30日	涨跌 (bp)
1月	1.86	1.74	12.0	1.89	1.78	11.0	1.94	1.83	11.0
3月	1.88	1.86	2.0	1.91	1.89	2.0	1.96	1.94	2.0
6月	1.96	1.96	0.0	2.00	2.00	0.0	2.05	2.06	-1.0
9月	1.97	1.97	0.0	2.02	2.02	0.0	2.07	2.08	-1.0
1年	1.97	1.97	0.0	2.03	2.04	-1.0	2.10	2.11	-1.0

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，曲线变平。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从1.84%下行8.25bps到1.7575%。1Y Repo从1.745%下行4.75bps到1.6975%。1x5 Repo从9.5bps收窄至6bps，曾一度低至4bps的极限。Shibor端，5Y Shibor从1.935%下行10.5bps到1.83%，1Y Shibor从1.86%下行7.25bps到1.7875%。

本周主要受以下几方面的影响：一是月末因素的影响已消除，前半周资金价格走低，市场情绪和交易量均有回暖。二是周三临近尾盘，有消息称监管机构考虑将存量房贷利率下调80个基点的方案，引导中长期利率互换品种收益率下行。三是周四开始，资金面有所收敛，资金价格走高，午后出现24续作特别国债01的卖盘，且卖出方是大行，国债期货开始跳水，利率互换收益率开始上行。下午国新办召开的“推动高质量发展”系列主题新闻发布会中，央行货政司司长邹澜再度提及降准还有一定空间，一定程度上缓解了市场的恐慌情绪，收益率重又回落。

周五公布的美国非农就业数据继续走弱，对美联储降息的预期有所增加。国内目前主要看两个因素，一个是政府债的供给情况，另一个是银行的负债压力。短期内，银行的盈利压力不大，主要问题是负债，监管层既不想资金空转，也不想存款搬家现象更严重。直接降息会导致资管产品的业绩进一步提升，和存款的利差扩大，加重存款流失。降准则是在补充长期流动性的同时，刺激银行增加中长期贷款投放。展望后市，利率互换市场整体较为乐观，资金面或对收益率形成短期扰动影响。

2、外汇掉期

本周人民币流动性略微收紧，央行在跨月后开始回笼多余的短期流动性，Dr001在1.5%启稳后逐步升至周五的1.7%附近，而人民币中两端持续下行，30年期国债创新低跌破2.3%。曲线普遍下行，然而存单价格并未跟随下行，其中1年大行NCD仍在1.95%附近。

境内美元流动性波动较大，时紧时松，美债收益率全周下行，2y美债收益率从3.92%降至3.7%一线，下跌超过20个基点。中美利率双降，美元利率下降速度更快，利差收窄。

受此影响，人民币掉期曲线震荡加大，并继续呈现陡峭化，短端下跌，长端上涨。全周整体是先跌后涨。0N价格在-7至-9之间宽幅波动。周五天点跌至-10，主要是由于大行美元流动性收紧。tn和sn天点围绕-8波动，流动性较好。

1-3个月在前两天跟随曲线下跌，3个月最低跌至-670，天点

7.36，周五回升到高点-7.15。

1年期受到外资客盘卖出的影响，前两天跌幅超过200点，一度跌破-2200，最低至-2240。但是随着美元利率持续下跌和降息预期浓厚的影响，后三天逐步收复失地，收回了100点，最终成交在-2130附近。

超远期方面，外资买盘依旧需求旺盛，而卖盘稀少。2y从周初的-3000跌至-3300，周五回到-3150；3y期限-4200附近。4年期限有小量卖盘需求，但买盘稀少。

我们认为，美国9月有望降息25个基点，未来降息路径虽不明朗，但是100个基点的空间还是存在的。而中国经济恢复仍旧不稳，政策仍需加码，短期看利率仍有一定下降空间。中美利差收窄，掉期仍将震荡上移。

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92亿美元等值，其中中资占约15%发行。利差方面，亚洲（除日本）美元债券信用利差整体走宽，其中投资级利差走宽7bps至92bps水平；高收益板块利差走宽56bps至572bps水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周10笔中资共计发行约22亿美元等值债券。发行币种包括美元、离岸人民币和日元；发行板块包括央企、城投和金融机构。青岛城市建设投资集团（-/-/BBB+）发行3年期6亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄60bps至5.75%，为本周最大规模发行，实现-5~-15bps新发溢价。中国电力建设集团（-/-/A-）发行3年期5亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄40bps至T+60bps。江苏中扬清洁能源发展以江苏银行备证形式发行3年期104亿日元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄10bps至1.6%。广发控股（-/BBB/-）发行3年期3亿美元浮息债券，最终定价较初始价格指引收窄48bps至SOFR+67bps，发行实现-3bps新发溢价。黄石产投控股集团发行3年期9亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价为6.4%，为本周最高定价发行。

二级市场方面：本周美国经济数据的重点是疲软的劳动力市场数据。虽然过去四周初请失业金人数相对较低，但周五公布的非农就业报告和JOLTs数据显示，失业金人数正在放缓。市场对美联储可能降息的预期较上周温和转变，主要受本周疲弱的就业市场数据推动。彭博社对9月份降息50个基点的预测从上周五的31%降至目前的74%。美债收益率本周跌至52周新低，收益率曲线正在继续正常化。两年期美债收益率从上周五的3.91%降至3.632%，10年期美债收益率从上周五的3.911%降至目前的3.671%。中国弱于预期的经济数据，加上房地产开发商的合同销售量再次下降，重新引发了投资者对整个亚太地区增长可持续性的担忧。亚太地区债券市场对美债利率走势的依赖又将情况变得复杂。从收益率来看，信用利差已经走阔到2024年1月的水平；从绝对收益来看，亚太地区和新兴市场的信用利差已恢复到2024年8月之前的水平。这表明投资者可能会谨慎的采取防御姿态。由于周一美国假期和周五台风袭击香港，中国投资级债券交易并不繁忙。尽管美国利率上涨超10个基点，信用利差扩大3-6个基点。在科技板块方面，即使穆迪将美团的评级上调至Baa2，同时标准普尔将小米的前景上调至积极，但美团的利差依旧走阔了4个基点，而小米利差几乎没有变化。其他低贝塔的科技公司，如腾讯/百度/阿里巴巴，利差则走宽2-3bps。上半年资产管理公司的盈利仍

受到房地产市场的拖累。中国信达宣布净利润同比下降47%，至22亿元人民币，符合盈利预警。中国东方上半年净利润同比下降37%至5亿元人民币。中国长城净利润同比下降81%至人民币2亿元。相反，中信金控（华融）的资本充足率因其投资账目的非现金会计重估而出现意外地回升。四家资管公司债券均走宽，HRINTH曲线走阔幅度甚至超过了20个基点。

■ 市场观点

本周曲线走陡，收益率整体震荡下行。短端方面，在央行买短卖长以及跨月资金面转松的共同影响下，短端国债的期限利差以及相对国开的品种利差进一步走阔。长端方面，全周收益率震荡下行，存量房贷降低传言以及24续作特别国债01出现卖盘等事件对长端构成扰动。

短端方面，8月30日，央行公告于8月买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入1000亿元。在此消息影响下，市场“做陡曲线”情绪不断发酵，短端需求相应抬升。全周1Y/2Y/3Y国债分别下行至1.43%、1.435%和1.545%，与资金利率倒挂程度进一步加深。

随着国债买卖被纳入央行流动性投放工具箱，市场预期买入短端国债将成为央行向市场灵活投放流动性的支持方式。短端国债的买盘支撑逻辑也将发生相应变化，由此前税收、资本占用、流动性考核带来的比价优势，转为央行可能的流动性投放带来的供求关系变化。

长端方面，前半周在8月PMI数据以及存量房贷调降传言影响下，市场普遍对增量宽松政策有较大期待，10Y国债逐步探至阶段性低点2.1150%。后半周，24续作特别国债01出现卖盘，首笔成交在2.125%，周五收于2.16%，但对活跃券240011的收益率影响有限。

展望后市，在支持性货币政策的呵护下，广谱利率仍将处于下行过程，但债市震荡或将加剧。内需修复承压的背景下，市场将会反复博弈降准、降息预期以及财政政策发力，美联储货币政策转向也会对债市投资者情绪带来扰动。同时，9月作为传统财政大月，叠加MLF到期与续作的空窗期，资金面将面临较大扰动，进一步放大市场波动。从曲线形态上来看，投资者或避开10Y关键期限的现券交易，转向7年或更长久期品种，收益率曲线在10年区域可能形成凸点。在9月资金稳定性季节性偏弱的背景下，央行可能通过公开市场买入短期限国债投放流动性，对1-3Y期限债券形成支撑。后续投资者应密切关注24续作特别国债01（2400101）与当前10Y活跃券2400011价差情况。下周重点关注CPI、PPI、社融等金融数据，交易盘跟随市场情绪灵活操作，严格止盈止损。

● 执笔人

张婷 代伟华 王倩 金艺玲 陈兆成 罗婉仪
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