



中國銀行固定收益周報

2024.10.08-10.11

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 1586.18 亿元，总偿还量 1011.33 亿元，净融资额 574.85 亿元。其中，AAA 评级总发行量 1109.75 亿元，净融资额 467.48 亿元；AA+ 评级总发行量 282.20 亿元，净融资额 76.09 亿元；AA 及以下评级总发行量 194.23 亿元，净融资额 31.29 亿元。资产证券化市场本周共发行 17 单，总计 151.88 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、知识产权、CMBS 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淮安国投SCP004	5	30D	AAA	2.45%
24中建八局SCP016	20	43D	AAA	2.25%
24苏州交投SCP005	2	180D	AAA	2.15%
24广州控股SCP007	10	270D	AAA	2.39%
24青岛上合CP004	1	365D	AAA	3.00%
24皖能股MTN004	6	3Y	AAA	2.45%
24南宁城投MTN001	3	3Y	AAA	2.90%
24相城城建SCP004	5	105D	AA+	2.39%
24静安投资SCP002	10	180D	AA+	2.33%
24新华水力SCP004	15	270D	AA+	2.50%
24高淳国资SCP005	4	270D	AA+	2.57%
24永川高新CP003	10	365D	AA+	2.85%
24福建漳州MTN002A	10	3Y+NY	AA+	2.99%
24临沂投资MTN004	5	5Y	AA+	4.20%
24嘉兴高新MTN002	2	5Y	AA+	2.90%

本周一级信用债市场供需两端均呈现复苏态势。周二周三供需低迷，周四周五需求明显修复。

周二 AAA 评级南宁城投发行 3 年期中票，最终收量 2.7 倍，票面 2.9%。周三多只簿记过程中上调上限，吴中国太发行 267 天超短，上限从 2.46% 提高至 2.66%，最终仍未能收满市场量。津渤海发行 230 天超短，上限从 3% 提高至 3.8%，最终发在 3.5%，全场收量 2.2 倍。周四，中建七局发行 242 天超短，最终结果 2.39%，平估值发行。AAA 主体云能投发行 396 天中票，规模 20 亿元，全场 1.92 倍，最终定价 2.79%，略低估值发行。周五在二级低估值交易带动下，一级认购情绪火爆。苏州资产发行 220 天超短，收量 3.7 倍，最终定价 2.13，较前一日估值低超 15bps。广东电力发展双向回拨发行 5 年期和 15 年期中票，最终版规模 10 亿元和 5 亿元，全场收量超过 6 倍，分别定价在 2.47% 和 2.7%，均低于前一日估值 7bps 左右。

二级信用债方面：

本周信用债市场大幅波动，收益率先上后下，截止周六收盘各期限收益率较节前均有不同幅度的下行。具体来看，周二、周三，由于非银资金面有所收紧，以及权益市场的走强导致债市交投情绪转弱，信用债收益率整体上行；周四、周五随着资金情绪转暖，各期限收益率均出现回落，市场企稳；周六，在财政会议召开之后，受市场对权益市场情绪转变影响，收益率进一步快速下行。

截至周六收盘，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 2.069%，下行 6.1bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 2.07%，下行 8bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.095%，下行 7.5bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.252%，下行 4.8bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.343%，下行 5.7bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差为 2.5bps，走阔 0.5bp；3Y-1Y 利差为 15.7bps，走阔 2.7bps；5Y-3Y 利差为 9.1bps，收窄 0.9bp。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 2bps 至 40bps；5Y AAA 信用利差走阔 5bps 至 44bps。

展望后市，在宽货币环境及负债端赎回压力有所缓解的情况下，市场预计将进一步转暖。短期内，财政政策对实体经济的支持效果显现预计还需要一定时间，在此之前基本面的复苏有待验证，同时增量财政资金流入过程中提高了货币市场的流动性，从而对债券市场形成正面支持，信用债收益率或将有进一步下行的动力。但由于监管对长端利率的关注度并未明显减弱，仍需进一步关注央行动态，并维持适当的组合流动性水平。

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
10/8	24农发清发22(增发6)	09240422	2Y	50亿	1.753%	3.08	5.91
10/8	24农发清发17(增发2)	09240417	7Y	40亿	2.1375%	3.57	1.86
10/9	24贴现国债60	249960	0.08Y	200亿	加权1.1482% 边际1.3702%	2.44	1.67
10/9	24贴现国债59	249959	0.5Y	600亿	加权1.4137% 边际1.5155%	2.02	3.65
10/9	24附息国债16(续2)	240016	3Y	1150亿	加权1.608% 边际1.6841%	2.15	2.74
10/9	24附息国债18(续发)	240018	7Y	1000亿	加权2.0476% 边际2.0681%	2.84	1.30
10/9	24农发21(增10)	240421	1Y	110亿	1.6118%	2.55	1.21
10/9	24农发31(增发)	240431	1.05Y	40亿	1.7761%	2.03	21.00
10/9	24农发30(增发)	240430	10Y	140亿	2.2643%	1.96	4.37
10/10	24国开清发03(增发5)	092402	3Y	60亿	1.7503%	3.41	1.25
10/10	24国开清发01(增发21)	092402	7Y	40亿	2.0733%	3.46	2.50
10/10	24进出13(增发)	240313	3Y	50亿	1.7716%	4.41	1.58
10/10	24国开14(增16)	240214	3Y	20亿	1.9048%	4.94	1.70
10/10	24国开15(增18)	240215	10Y	130亿	2.1541%	3.74	9.14
10/11	24进出09(增4)	240309	1Y	90亿	1.4444%	3.54	3.32
10/11	24进出12(增发)	240312	2Y	40亿	1.6552%	5.05	2.50
10/11	24特别国债06(续发)	240000	30Y	500亿	2.2987%	2.37	1.27
10/11	24国开04(增4)	240204	2Y	80亿	1.6495%	2.51	2.57
10/11	24国开08(增17)	240208	5Y	110亿	1.7472%	3.23	1.52

利率债本周发行规模合计 4747 亿元，其中中国债供给 3450 亿元，地方债供给 297 亿元。

国债方面，周三国债招标结果一般，3年期、7年期国债实际综合略高于二级成交，加权与边际利差为7.61bps、2.05bps。28天贴现国债实际利率与二级持平，182天贴现国债实际利率较二级高了7.55bps，加权与边际利差为22.2bps、11.06bps。周五招标的30年期附息国债实际综合收益与二级持平。

政金债方面，整体招标情况较好，多低估值发行。2年、3年、5年、7年、10年期国开债较二级成交价分别下行18.05bps、11.97bps、13.28bps、2.67bps、7.09bps；1年、2年、7年、10年农发债综合收益较二级成交价分别下行22.82bps、16.7bps、7.75bps、1.97bps；1年、2年、3年口行债综合收益较二级成交价分别下行27.56bps、17.48bps、7.59bps；

地方债方面，天津发行5-20年期地方债，除10年期专项债加点20bps以外其余加点15bps，其中10年期专项和20年期需求较好。

二级利率债方面：

随着9月底央行公告降息、降准、降存量房贷利率等一揽子政策措施，债市宽货币预期兑现，股市大涨带动债市明显回调，基金、理财赎回压力也有所显现，进入10月，本周主要是围绕博弈增量政策和权益市场联动所展开。周初新闻发布会上并未提及年内增量财政政策，尽管盘中短暂转暖，但午后权益市场情绪压制下债市震荡走弱。周三开始随着权益市场逐步降温，各期限现券收益率在经历节后的市场情绪集中释放后，有所修复，其中中长期率先修复，强势明显，随后中短端在赎回压力放松以及资金面边际好转的推动下，逐渐走强，而债市也逐步走出调整，在周六财政部发布会之前，债市基本完成了对刺激政策的提前定价，收益率再次进入窄幅震荡区间。周六财政部发布会如期举行，尽管并未公布具体增发国债金额，但从发布会宣布的政策内容看来，最重要的是确立了扩张性财政的信号，当日债市整体小幅震荡，收益率基本回归当日盘初水平。

截止收盘，按照中债估值看，本周利率债收益率整体短端上行，长端下行，相较短端谨慎，中长端表现更佳，收益率曲线小幅走平。5Y以内利率债收益率相较上周上行4-8bps左右；5Y以上利率债收益率整体下行4-6bps。1Y国债活跃券240015收报1.35%，较上周上行8bps。10Y国债活跃券240011收报2.13%，较上周下行2.3bps。30Y国债活跃券240001收报2.285%，较上周下行6bps。10年国开240210收报2.22%，较上周下行2.5bps。国债期货主力合约T2412收报105.91，较上周上涨0.545元。TF2412收报104.760，较上周上涨0.255元。

展望后市，在前期降准降息落地后，资金边际好转，但基本面对边际仍旧偏弱修复，债市面临的政策、市场等扰动因素尚存。随着货币、地产等增量政策陆续落地，以及财政部发布会对于增量政策的积极表态来看，四季度财政政策跟进的概率较高，债市当前已经基本定价了财政刺激政策的预期，后续将围绕增量政策的实施进行博弈；另一方面近期稳增长政策对风险资产情绪的提振较为明显，在权益资产股债跷跷板效应以及基金、理财潜在赎回压力下，预计后市仍将延续宽幅震荡的特征。

三、境内资金市场

本周央行公开市场累计净回笼13250亿元，收益于降准落地和表外资金回笼，银行间市场流动性较为充裕，大行日均净融资在4万亿元以上，前半周资金分层有所扩大，主要因为券商两融需求旺盛，债基、货基、理财等固收类产品遭到赎回，被动提升了产品杠杆，并且产品户利率债持仓相对较少，使得非银

资金利率居高不下，R001周三升至1.85%，较节前上涨45bps。周四起伴随着权益市场降温，基金杠杆逐渐稳定，资金分层现象缓解。截至周六收盘，DR001报1.31%，R001报1.34%，已经回到合理区间。

本周存单市场跟随非银资金利率走势，二级市场方面，上半周非银资金偏紧，资金利率居高不下，国股行存单二级市场一度上行到2.02%，下半周非银资金转松，存单二级价格向一级市场价格回归。截至周六收盘国股行1年期存单收益率报1.93%，较周内高点下行10bps。一级市场方面降准刚刚落地，银行资金相对充裕，存单价格也处于相对高位，银行发行情绪不高，全周累计发行896亿元，净融资-2334亿元。

周六财政部召开新闻发布会介绍财政支持经济发展的主要措施，具体规模按照流程需要等待人大常委会审议，因此会上并没有直接提出具体数字，但表态用词较为积极，提出了一揽子增量措施，包括置换地方债、补充国有大行一级资本等等。至此，财政、货币、资本市场政策均已浮出水面，充分体现了宏观政策的一致性和针对性，显著降低了宏观的不确定性，经济增速即将进入拐点，最近的一次人大常委会在十月底，关注财政增量规模，市场基准预期是在2万亿-3万亿。

本周资金面关注因素：

第一，全周逆回购到期3469亿元，规模较小，而MLF到期7890亿元，要到25号续作，关注是否带来短期资金缺口；

第二，政府债净缴款569.7亿元，较上一周的3578.9亿元显著下降，对资金面扰动较小；

第三，同业存单到期5025.0亿元，高于前一周的3230.6亿元，到期压力小幅上升。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	10月11日	9月27日	涨跌 (bp)	10月11日	9月27日	涨跌 (bp)	10月11日	9月27日	涨跌 (bp)
1月	1.84	1.99	-15.0	1.87	2.03	-16.0	1.92	2.08	-16.0
3月	1.92	1.89	3.0	1.95	1.93	2.0	2.06	1.99	7.0
6月	1.94	1.91	3.0	2.01	1.96	5.0	2.15	2.04	11.0
9月	1.94	1.91	3.0	2.01	1.96	5.0	2.16	2.07	9.0
1年	1.93	1.91	2.0	2.01	1.96	5.0	2.18	2.09	9.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周利率互换市场震荡加剧，日间和日内的振幅均有所扩大，曲线走平。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从1.825%下行3.75bps到1.7875%，最高至1.8575%。1Y Repo从1.63%上行4bps至1.67%，最高至1.71%。1x5 Repo从19.5bps收窄至11.75bps。Shibor端，5Y Shibor从1.965%下行13.25bps到1.8325%，1Y Shibor维持在1.7%。

上周主要受股债跷跷板效应和财政政策预期的影响：一是前两个交易日，理财和债券基金季初回款较慢，甚至持续被赎回。资金面再次出现分层，非银的回购加权平均利率（R007）比银行（DR007）高出30-50bps，周三的7天定盘利率FR007为2.05%，导致期限小于1Y的品种收益率上行幅度较大，曲线大幅走平。二是发改委发布会后权益市场持续走弱，周中多家银行下调了存量房贷利率至LPR-30bps，债市利好频出，理财和债券基金的赎回相应有所放缓，债券市场开始估值修复。三是周六国新办会议上财政部虽重点强调了化解政府债务风险，较

大规模增加债务额度，但会上未正面给出增发债务规模，总体未超市场预期，市场反应不大。

展望后市，债券市场本轮回调，幅度最大时已经回到了8月底9月初的利率水平。虽然造成了理财和债基的赎回潮，但尚未达到负反馈的程度。在此次企稳后，反而会因为释放了部分风险而增加了多头的胜率。此外，财政政策的不确定性下降，力度未超预期。在央行和财政部联合工作组的运行机制下，货币政策和财政政策的配合会更加顺畅。即使后续政府债供给发力，央行也会及时配合补充流动性或者从一级交易商处买入国债以减少对债券市场的扰动。短期内，市场还有修复估值的惯性，利空暂时出尽，可适当保留多头敞口，但仍需关注机构行为和消息面。

2、外汇掉期

本周银行间人民币掉期市场曲线整体小幅上行，呈现区间震荡格局。

短端掉期价格跟随人民币资金面呈现先高后低的走势，前半周DR01和DR07从1.53%、1.70%上行至1.65%和1.85%。在银行净融出从4万亿升至4.5万亿左右时，资金价格仍在上行，显示近期主要是非银资金融入需求的大幅提升，基金、理财、保险、其他资管和券商自营日均净融入资金规模从前月的5.6万亿左右上升至6.2万亿，部分原因来自债市回调造成的赎回压力，但后半周随着利率信用债双双企稳叠加股市热度降温，资金利率随之回落。展望后市随着债市股市波动率回归均值，赎回潮将告一段落而转向股市的资金也趋于平稳，主要影响因素回到政府债发行上来，10月下旬人大常委会敲定财政增量政策前还是相对平稳的。而跟随USDCNY即期价格回到7至7.1区间震荡，美元资金面一直较为宽松，故预计短期价格会围绕-6附近震荡。

再从存单发行来看，银行集中发行1个月和跨年的3个月期限(占比79%)，也能解释近期三个月内期限一直有买盘支撑。

中长端价格我们看到十一假期公布的美国9月非农数据大幅好于预期以及9月CPI虽有回落但均高于预期，带动了美债收益率的全线反弹，使得周初中长端掉期价格较假期前有一定幅度的低开，一年期价格全周也是从周一的-1900之下上行至-1830附近，长端供求格局也有所改变，大行累计净买入1年期超过6亿而外资类机构在9个月和1年期对于前期套利交易的平盘共计卖出超25亿。以及跟对人民币即期价格走强结汇盘增多，特别是美联储降息预期从高位回落也令之前部分多头暂时离场，中长端市场短期进入区间震荡格局。

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31.2亿美元等值，其中中资约占18%发行。利差方面，亚洲(除日本)美元债券信用利差整体持稳，其中投资级利差保持在79bps水平；高收益板块利差小幅收窄1bp至481bps水平。

从中资离岸口径(不含增发及私募)来看，本周4笔中资共发行约10.4亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行板块包括金融机构和城投。中国银行/伦敦(Baa2/BBB+/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46bps至SOFR+59bps，发行实现-1bp新发溢价，为本周最大规模发行。绵阳新兴投资控股发行3年期0.45亿美元无评级固息债券，最终定价为7%。烟台国丰投资

控股集团(-/-/BBB+)发行3年期2.7亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄60bps至5.6%。深圳市福田投资控股发行3年期30亿离岸人民币无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄60bps至2.7%。

二级市场方面：本周美国经济数据的亮点是高于预期的通胀数据和每周首次申请失业救济人数的意外跃升。通货膨胀率仍在向美联储的长期目标靠拢，但它仍然相对具有粘性，因此市场经期缓和的降息节奏。本周美债收益率上升，主要是受高于预期的通胀数据推动。两年期国债收益率从3.923%上升至3.955%，而10年期国债收益率从3.981%上升约10个基点至4.085%(两周均较上周上涨)。市场对美联储降息的预期继续减弱，主要是受强于预期的经济数据推动。彭博社目前预测，11月FOMC会议降息25个基点的可能性为88%。回想一下，两周前市场预计降息75个基点，而现在市场预计可能会降息50个基点。因美联储降息已被重新定价，利差曲线已开始再次变陡，2-10年期美债利差回至14个基点。

在中国的政策刺激方案和股市的显著反弹之后，亚洲的信贷息差大多回到年初以来的窄幅水平。虽然政策对中长期经济增长影响的可持续性尚不确定，但它可能会为低评级和高贝塔信贷设定一个下限，因为市场预计，如果基本面再次恶化，监管机构将继续采取宽松的应对措施。本周是交投激烈的一周，因为市场从中国黄金周假期中回归且美债利率大幅上升。中资投资级债券涨跌不一。因利率上行收益率买家出现的背景下，科技板块成交量可观，利差曲线收窄5-10个基点。小米31在其首款电动汽车车型的利润率好于预期和利率上升后，利差收紧低于100个基点，创最低利差纪录。国企板块利差变化在-3到+3bps之间。昊华曲线收窄4bps，而国家电网曲线走宽3bps。

■ 市场观点

本周债市整体走出修复行情。节后首个交易日，上证指数高开3670点，股市情绪对债市表现形成压制，同时市场将关注点集中在发改委会议。后半周伴随权益市场降温，利空因素逐步释放，长债率先企稳，短债、存单及信用债稍有滞后，周中基本迎来全面修复，债市开始反复博弈财政部发布会的增量政策力度。周六财政部会议向市场更多传递下一步政策方向，整体基调积极有为，政策在支持经济发展、保障民生以及化解风险方面，都较为具体地阐述了如何推动经济社会发展。在此基调下，债市表现谨慎，静待后续增量政策落地。

对比本轮政策调整带来的债市波动与2022年11月的债市调整，理财破净率和规模等指标的变化都显示出本轮赎回强度明显弱于2022年11月。其次，5年、10年、30年活跃券波动率显示出当前价格波动率已回归正常区间，显示出本轮调整峰值已过此外，将波动率按期限分类，5年活跃券波动率与10年、30年差异不大，显示出理财并未出于赎回压力抛售其主要持仓期限。后续负反馈影响相对可控。

展望后市，后续两条交易主线将会反复影响债市，一是短期内财政政策的细节，本月下旬的人大常委会和政治局会议或将是市场关注的焦点。对于债市而言，规模、节奏等细节尘埃落地之前，市场仍然对政策有博弈的空间。预计在财政政策具体细节发布以前，收益率下行动力不足，市场维持震荡格局。二是政策效果的观察，9月PMI和通胀数据呈现出“弱现实”和“强预期”的特征，本周即将公布三季度GDP、9月经济数据和金融数据。由于新政出台时间较短，部分政策尚未完全落地，经济数据预计延续前期低位磨底的态势。而金融数据相较“过去时”的经济数据对反映经济景气度有一定的前瞻性，9月下旬票据利率未出现大幅下行，反而波动向上，表明银行在月末冲

信贷的意愿不强，或许指向 9 月金融数据值得期待。中期来看，本轮政策组合拳的起效周期较以往更长，在增量债券供给高峰过去之后，市场对于政策效果也可能出现阶段性的分歧，这一阶段的关注重点将转为政策落地后经济数据的边际改善情况。

● 执笔人

张婷 李欣童 王倩 寿飞飞 陈兆成 张舜
郝斯阳 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