



中国银行固定收益周报

2024.10.14-10.18

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 3564.15 亿元，总偿还量 3130.58 亿元，净融资额 433.57 亿元。其中，AAA 评级总发行量 2263.84 亿元，净融资额 79.82 亿元；AA+ 评级总发行量 662.28 亿元，净融资额 129.48 亿元；AA 及以下评级总发行量 638.03 亿元，净融资额 224.28 亿元。资产证券化市场本周共发行 45 单，总计 496.46 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亚投行债02BC(可持续)	30	5Y	-	2.05%
24沪宁高SCP017	6	94D	AAA	2.05%
24义乌国资SCP002	14	254D	AAA	2.14%
24泉州交通SCP005	5	270D	AAA	2.10%
24闽漳龙CP001	10	365D	AAA	2.22%
24宝马中国CP001(BC)	10	365D	AAA	2.13%
24宝马中国MTN002(BC)	10	3Y	AAA	2.32%
24河钢集MTN018	10	3Y	AAA	2.68%
24桂交投MTN019A	10	3Y	AAA	2.35%
24中国电力GNO03(碳中和债)	10	5Y	AAA	2.28%
24大悦城MTN003	15	3Y+2Y	AAA	2.80%
24石交投集MTN002	10	3Y+NY	AAA	2.41%
24桂交投MTN019B	10	5Y	AAA	2.60%
24中化股MTN005	40	5Y	AAA	2.33%
24潍坊投资SCP001	3	90D	AA+	2.20%
24威宁城发CP002	4	365D	AA+	2.35%
24吴中城投MTN005	3	3Y	AA+	2.37%
24武进经发MTN008	6	3Y	AA+	2.38%
24三门峡MTN002	7	3Y	AA+	2.65%

本周一级市场主要受政策面影响较大。上周末财政部发布会提到加大地方化债力度，对城投债市场造成利好；周四住建部新闻发布会不及预期，促使债券收益率进一步降低；周五受金融街论坛年会发言影响，资金流入股市，债市走弱。

短融方面，AAA 地方国企宁沪高发行 6 亿元、94 日超短融，最终票面利率 2.05%，全场倍数 2.33 倍，较估值低 2bps。AAA 地方国企泉州交通发行 5 亿元、270 日超短融，最终票面利率 2.10%，全场倍数 3.94 倍，较估值低 8bps。

中票方面，AA+ 地方国企吴中城投发行 3 亿元、3 年期中票，最终票面利率 2.37%，全场倍数为 7.23 倍，较估值低 7bps。AAA 地方国企石交投集发行 10 亿、3+N 年永续中票，最终票面利率 2.41%，全场倍数 4.12 倍。AA+ 地方国企武进经发发行 5.5 亿元、3 年期中票，最终票面利率 2.38%，全场倍数为 8.59 倍，较估值低 2bps。

熊猫债方面，熊猫债方面，亚投行发行 5 年期可持续发展债，最终票面利率 2.05%，发行规模 30 亿元，全场 1.45 倍；宝马中国发行 20 亿、1 年期短融和 15 亿、3 年期中票，票面利率分别为 2.13% 和 2.32%，全场倍数 3.46 倍和 2.52 倍。

展望后市，近期市场关注点聚焦于月底人大常委会政策情况，在会议召开前，债市预计维持震荡式行情。

二级信用债方面：

本周信用债市场整体活跃，收益率大幅下行，期限利差和信用利差均有所收窄。具体来看，周一、周二，市场延续修复行情，在宽松资金面和配置力量走强的背景下收益率快速下行；周三起，资金面边际收敛，增量政策预期和经济数据等因素均成为市场干扰项，信用债交投活跃度小幅走弱，收益率下行速度有所减缓。

截止周五收盘，当前中短端收益率基本回到本轮调整前点位，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.97%，下行 10bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 2%，下行 7bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.01%，下行 8bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.15%，下行 10bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.23%，下行 11bps。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 1bp，收窄 1bp；3Y-1Y 利差为 14bps，收窄 2bps；5Y-3Y 利差为 8bps，收窄 1bp。信用利差方面，3Y AAA 信用债(相较同期限国开债的)信用利差收窄 8bps 至 33bps；5Y AAA 信用利差收窄 10bps 至 35bps。

展望后市，随着权益市场的冲高回落，基金赎回压力逐步缓解，对信用债需求有所修复。但近期的资金分层值得关注，非银融资需求的增加，或可能引起资产需求的回落。为防止市场供需变化引发调整，仍建议以高流动性的中高等级信用配置为主。

二、境内利率债市场

一级利率债方面：

国债方面，本周财政部共发行 6 支共 3695.7 亿元国债。周一招标的 2 年、5 年期国债综收分别较二级下行 10.63bps、4.74bps。周三招标的 61 天、91 天国债综收分别较二级下行 20.58bps、8.16bps。两期特别国债综收较二级持平。

政金债方面，国开行发行 6 支共计 420 亿元债券，除绿债外综收较二级均有所下行。进出口行发行 5 支共计 250 亿元债券，农发行发行 8 支共计 490 亿元债券，综收较二级偏低或持平。

地方债方面，本周河北、四川、青岛、内蒙、宁夏、青海、湖南 7 省/自治区共发行 511.35 亿元地方债，与同期限国债利差大多在 5bps。

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
10/14	24附息国债19(续发)	240019	2Y	1150亿	加权1.1943% 边际1.3123%	2.51	2.72
10/14	24附息国债20	240020	5Y	1040亿	加权1.3284% 边际1.4492%	2.47	1.50
10/14	24农发贴现21	240412	0.25Y	20亿	2.0545%	3.95	1.43
10/14	24农发13(增10)	240413	3Y	70亿	1.7152%	3.00	8.36
10/14	24农发15(增4)	240415	5Y	60亿	1.8577%	3.40	2.28
10/14	24农发清发09	09240409	3Y	10亿	1.6001%	3.08	1.00
10/15	24国开04(增5)	240204	2Y	80亿	1.6001%	3.08	1.00
10/15	24国开15(增19)	240215	10Y	120亿	2.1392%	3.31	1.20
10/15	24农发清发22(增发7)	09240422	2Y	40亿	1.6508%	4.66	1.07
10/15	24农发清发17(增发3)	09240417	7Y	40亿	2.0545%	4.58	1.46
10/16	24贴现国债61	249961	0.17Y	200亿	加权1.1943% 边际1.3123%	2.52	1.77
10/16	24贴现国债62	249962	0.25Y	600亿	加权1.3284% 边际1.4492%	2.00	10.00
10/16	24特别国债03(续2)	2400003	50Y	300亿	2.3252%	2.69	5.38
10/16	24农发31(增2)	240431	1.05Y	110亿	1.5145%	2.49	1.19
10/16	24进出清发07(增发11)	09240307	7Y	20亿	2.0725%	5.06	14.00
10/16	24农发30(增2)	240430	10Y	140亿	2.1984%	2.56	2.12
10/17	24国开清发02清发	09240202	3Y	50亿	1.45%	4.11	2.98
10/17	24国开清发01(增发22)	09240201	7Y	40亿	2.0092%	3.63	1.32
10/17	24进出13(增2)	240313	3Y	50亿	1.6757%	4.01	3.23
10/17	24进出11(增5)	240311	10Y	50亿	2.1519%	5.28	1.51
10/17	24国开13(增19)	240213	3Y	20亿	1.971%	4.09	1.79
10/17	24国开08(增18)	240208	5Y	110亿	1.725%	3.33	6.79
10/18	24特别国债05(续2)	2400005	20Y	400亿	2.2986%	2.46	1.01
10/18	24进出09(增5)	24030925	1Y	90亿	1.4127%	2.20	5.29
10/18	24进出12(增2)	240312	2Y	40亿	1.6078%	3.75	1.54

二级利率债方面:

本周受多重因素影响,债市情绪相较于上周有所回暖,收益率下行为主。具体而言,周内公布的9月经济数据基本符合市场预期,同时,住建部、财政部等相关部门会议中并未释放出强烈的政策刺激信号,前四天整体股市情绪较平淡。这些因素共同作用,使得债市情绪得以修复。周五上午潘行长就股市创新工具的落地情况再做介绍,A股回暖,午后在“人生能有几回搏”的鼓舞之下,权益市场再迎大涨,压制债市行情,收益率普遍上行回调。

截止收盘,按照中债估值看,利率债收益率全线下行2bps左右。10Y国债活跃券240011收报2.1125%,较前一周下行2bps。10年国开240210收报2.195%,下行2.5bps。国债期货主力合约T2412收报106.16,下跌0.16元。TF2412收报104.86,下跌0.11元。

周五各大行存款利率下调落地,在政策利率保持较低水平的情况下,短端较长期更具依赖宽松流动性下行的空间。而长端的震荡行情难改,仍需等待人大会议进一步确认方向。基本面依然疲弱的背景下,还需警惕财政增量规模对债市可能产生的潜在影响,下周地方债发行将再度放量,长端发行量较大,对政府债长端下行继续形成一定阻力。后续仍需密切关注新增债务规模的数量,以判断其对债市的具体影响。与此同时,股市的情绪可能再次高涨,也会对债市造成进一步的扰动。整体来看,在人大会议召开之前,我们建议投资者采取相对中性偏防守的策略,适当压缩持仓久期,待到利空风险消退。

三、境内资金市场

本周央行公开市场逆回购净投放6243亿,部分对冲mlf到期的7890亿。市场延续银行宽松,非银均衡的格局。资金利率窄幅震荡,DR001在1.40-1.47%之间波动,R001在1.53-1.61%之间波动。资金分层在高位企稳,DR007和R007的利差维持在20-30bps,高于9月均值15bps。十月份以来非银与银行借贷成本持续扩大,主要原因是权益市场活跃后资金由银行表外回表,流动性向少数大行集中,本周大行日均净融出维持在4.5万亿元以上的高位。非银规模在本周有所企稳,负债压力边际减弱,并且大行流动性正在向中小行传导,预计利差将在此处企稳,后续资金分层能否收敛,还需要看理财、债基规模能否再度显著回升。

本周存单市场,由于非银资金面未能明显转松,存单收益率在

高位横盘,即使周四利率债大涨,存单二级市场收益率也未跟随下行。后续存单市场需要关注两个信号,一是银行负债压力缓解,二是非银短端配置力量回升。权益市场活跃后,资金由债市流出,间接缓解了银行的负债压力,不过四季度潜在的政府债供给压力仍未确定,尤其在化债背景下,银行或需要继续承接大量的政府债发行,这使得银行负债端压力难以趋势性下降,存单的潜在供给压力仍然存在。而存单的需求方,理财产品由于规模下降,配置能力不足,也导致了存单“上有顶,下有底”的震荡格局。

10月21-25日,资金面关注因素:

第一,24日税期截止,25日为税期缴款日,与跨月资金需求重合,关注资金利率波动;

第二,全周逆回购到期9944亿元,规模显著上升,关注25号MLF续作规模;

第三,政府债净缴款2402.5亿元,较上一周的1375.4亿元上升,但总体规模不大,对资金面扰动较小;

第四,同业存单到期3970.7亿元,低于前一周的5025.0亿元,到期压力下降。

同业存单收益率曲线

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	10月18日	10月11日	涨跌(bp)	10月18日	10月11日	涨跌(bp)	10月18日	10月11日	涨跌(bp)
1月	1.74	1.84	-10.0	1.80	1.87	-7.0	1.85	1.92	-7.0
3月	1.86	1.92	-6.0	1.92	1.95	-3.0	1.97	2.06	-9.0
6月	1.93	1.94	-1.0	1.99	2.01	-2.0	2.05	2.15	-10.0
9月	1.93	1.94	-1.0	2.00	2.01	-1.0	2.10	2.16	-6.0
1年	1.93	1.93	0.0	2.00	2.01	-1.0	2.10	2.18	-8.0

四、境内衍生品市场

1、利率掉期

本周利率互换市场整体震荡,曲线走平。从市场行情来看,Repo端,5Y Repo从1.7875%下行3.75bp到1.755%。1Y Repo从1.67%上行2bps至1.69%。1x5 Repo从11.75bps收窄至6.5bps。Shibor端,5Y Shibor从1.8325%下行2.25bps到1.81%,1Y Shibor从1.7%上行5.25bps至1.7525%。

本周曲线变平一方面是中长期品种受股债跷跷板影响震荡下行,另一方面是短期品种受境外止盈盘影响情绪转弱,且在资金面分层的情况下资金价格居高不下,和固定端利率倒挂形成负Carry,导致2Y内品种的收益率从周三开始上行。周四上午,住建部等多部委负责人在国新办举办的新闻发布会上提出了一套政策组合拳,整体力度低于市场预期。周五上午,潘功胜行长在2024金融街论坛年会上提到,商业银行已经公布下调存款利率,预计21号公布的贷款市场报价利率(LPR)也会下行0.2-0.25个百分点。人民银行与证监会、金融监管总局组建了工作专班,证券、基金、保险公司互换便利已开始接受金融机构申请,股票回购、增持专项再贷款政策文件于今天发布实施。同时,5000亿互换便利操作细则出炉,其中互换质押率不超90%。

展望后市,受税期影响,资金价格或难快速下行,长期负Carry限制短期品种的下行空间。对于中长期品种,还需关注权益市场变化和降准降息等政策的落地情况。

2、外汇掉期

本周掉期曲线波动加大,曲线中长端冲高回落。供求因素取代

利率锚成为掉期中长端定价的重要因素。周内地缘政治风险持续发酵，外围市场不稳定因素增加，人民币即期汇率有所走贬，对掉期的外溢影响再次凸显。具体来看，隔夜掉期成交中枢从-5.8附近跌至-6.2，曲线各期限触及近期高点后加速下行，1年掉期成交区间[-2010, -1710]。

从流动性角度看，境内人民币、美元流动性相对充裕。掉期曲线短端周内温和下行，带动1-3个月掉期日均点数下行约0.3点。与相对稳定的短端价格相对应的是，掉期中长端波幅加大，利率锚在掉期定价中的作用似乎有所减弱。周内中美利差维持稳定，2年期中美国债利并未突破十一假期以来形成270bps至280bps区间，显示掉期供求力量变化主导了其走势。具体来看，周一为美元假日，加之掉期接近年内高点，市场情绪相对谨慎。同时，6个月、9个月期限上有大量买盘。1Y掉期成交稀疏，卖盘惜售，价格突破-1800整数关口。周二开始，即期汇率承压，掉期中长端开始呈现供大于求的格局，1年掉期在大行卖盘压制下震荡下行，三个交易日内累计下行超过200点，最低成交在-2010，为一个月来新低。

展望后市，影响掉期走势的多空因素持续交织。具体来看，一是外围环境对即期汇率的影响。周四美国公布的零售数据强劲，市场仍在交易年内降息预期减退。同时美国大选在即，中东、朝鲜半岛局势持续紧张，避险需求和选情变化都将持续对风险情绪和美元走势产生影响。人民币汇率走势将对掉期中长端产生外溢影响。二是客户远期结汇需求的变化。近期，工商企业客户远期结汇需求较先前有所增加，超远期上卖盘较重。若后续客户结汇需求持续，掉期中长端卖压料持续。三是掉期市场的供求力量可能再次出现反转。从9月下旬开始，掉期市场供求格局发生变化。随着美元利率的不断上行，人民币债券配套掉期的套利组合出现了大量获利了结需求，外资机构大量卖出3-9个月期限掉期，这也是推动1年掉期从-1800跌至-1900的主要力量。目前，此类交易平盘需求已经基本消化。若1年掉期持续下行，套利空间复现，掉期中长端的买盘料将逐步出现，1年掉期将在[-2100, -2050]一线获得支撑。综合来看1年掉期短期内将以区间震荡为主。

五、中资离岸债券

一级市场方面：本周美债收益率整体小幅下行。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45.6亿美元等值，其中中资占约43%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1bp至78bps水平；高收益板块利差收窄12bps至468bps水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周18笔中资共计发行约35.9亿美元等值债券。发行币种包括美元和离岸人民币；发行板块包括地方政府、央企、金融机构和城投。中华人民共和国海南省人民政府发行3笔离岸人民币债券，分别为3年期10亿/5年期10亿/10年期10亿离岸人民币，最终定价分别较初始价格指引收窄48bps, 50bps和50bps至2.07%, 2.15%和2.45%。中信证券（-/-/BBB+）分别发行3年期5亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄45bps至T+60bps，公允价格在T+75bps左右；和3.5年期5亿美元浮息，最终定价较初始价格指引收窄47bps至S0FR+73bps，定价与公允价格持平。这是本周最大规模发行人。中国电力建设集团（-/-/BBB）发行PerpNC5年期3亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄40bps至4.65%。肇庆国联控股（-/-/BBB-）发行3年期3亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄55bps至5.25%，发行实现约-10bps新发溢价。武

汉地铁（A3/-/A）发行3年期4亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄50bps至T+68bps，发行实现约-8bps新发溢价。宁波市海曙开发建设投资集团发行3年期1.5亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄65bps至4.65%。中国交通建设（Baa1/-/A-）发行3年期22亿离岸人民币固息债券，最终定价较初始价格指引收窄54bps至2.46%。江油市创元开发建设投资有限公司发行3年期0.42亿美元无评级固息债券，最终定价为7%，为本周最高定价发行。

二级市场方面：本周美国经济数据相对清淡。9月零售销售强劲，周初请失业金人数远低于预期，数据继续验证软着陆/不着陆的理论。本周美债收益率几乎持平，尽管零售销售报告相对强劲。2年期国债收益率目前为3.957%，低于上周的3.953%；10年期国债收益率目前为4.069%，略低于上周4.073%。近期更为坚挺的经济数据可能会转化为美联储更加耐心的立场，但投资者似乎可以接受降息预期的缓和，假设这是由于经济强劲而不是再次通胀趋势。目前，彭博预测11月联邦公开市场委员会降息25个基点的可能性为92%，而上周五为89%。到2025年，降息的可能性为150个基点，这与美联储9月份的点阵图一致。

整体宏观背景支持全球信贷市场。本周风险情绪继续以强劲的基调进行交易，投资级债券利差处于金融危机以来的低位水平。美国投资级债券指数收于81个基点，为2005年以来的最低水平。然而，在调整了评级、久期的差异后，比2021年的最低值高约11个基点。然而，亚洲投资级指数和中国美元投资级指数收于78个基点和85个基点，为该指数成立以来的最低水平。中资投资级债券走势在很大程度上与美国国债走势相关，本周利差收窄至0-3个基点。市场仍然看到科技板块有双向均衡，低beta的国企债券被提振。阿里和腾讯的利差收窄为2个基点，而小米和美团的价值保持不变。昊华和国家电网曲线收敛2-3bps。

■ 市场观点

本周，9月贸易、金融和经济数据集中发布。贸易数据显示出口和进口增长均低于预期，主要受全球需求放缓、贸易保护措施、航运不畅和人民币升值等因素影响。金融数据方面，社会融资规模和新增人民币贷款均基本符合预期，结构上出现好转。货币供应量和存款方面，M1和M2均小幅超预期，显示出“存款搬家”现象已接近尾声，同时也受到投资者开户和银证转账积极的影响。经济数据中，GDP同比增长4.6%，与预期一致。从主要指标来看，生产、消费、投资和地产均符合或超出预期，基本面出现积极变化。总体来看，9月数据反映出季节性生产旺盛与政策刺激的叠加效应。考虑到9月统计周期内基本面对政策改变的反应时间较短，而在统计数据上已出现较为明显的反馈。后续随着政策的不断加力和落地，若力度符合预期，经济循环改善的现实和预期将得到共振，9到10月可能将成为本轮经济周期的“数据底”。

市场侧，本周曲线走陡，债市由此前的超调开始逐步修复。本轮修复中10年国债表现优于30年，30Y-10Y国债利差受到基金降低久期和险资资金向权益市场转移等因素影响而走扩。此外，财政部发布会提到后续一揽子增量政策举措即将推出，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。因此，市场对后续增量财政政策仍有较强预期，30年国债下行空间相对受限。

展望后市，近期债市的潜在利空较多，投资者需保持谨慎。短期内债市不确定性来自于：（1）下周税期缴款叠加MLF续作、资金跨月，资金面扰动因素较大；（2）11月5日为美国总统大选日，将对全球金融资产价格产生影响；（3）人大将于近

期召开，届时或宣布后续增量逆周期调节政策细节，市场将反复就增量政策进行博弈。（4）临近年末，在今年全年债市表现较好的情况下，机构行为或更偏重于防守。在不确定因素较多的情况下，10月下旬预计债市将维持震荡。

● 执笔人

张婷 谢荟荟 王倩 金艺玲 徐敬旭 荀雅梅
郝斯阳 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