



中國銀行固定收益周報

2024.10.28-11.01

■ 市场要闻

本周，信用债市场共发行 4321.10 亿元，总偿还量 3460.59 亿元，净融资额 860.51 亿元。其中，AAA 评级总发行量 2681.25 亿元，净融资额 1264.53 亿元；AA+ 评级总发行量 734.18 亿元，净融资额 -61.12 亿元；AA 及以下评级总发行量 905.67 亿元，净融资额 -342.9 亿元。资产证券化市场本周共发行 43 单，总计 456.5 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、知识产权、类 REITs 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保利发展CP004	25	57D	AAA	2.21%
24苏州高新SCP054	3	225D	AAA	2.12%
24甬城投SCP002	10	270D	AAA	2.08%
24北京燃气SCP001	10	270D	AAA	1.90%
24国家管网CP002	40	365D	AAA	2.08%
24中交租赁MTN001	20	3Y	AAA	2.43%
24晋能煤业MTN013	12	3Y	AAA	2.56%
24广州高新MTN001	10	3Y	AAA	2.47%
24鄂交投MTN004	20	3Y+NY	AAA	2.57%
24南电GNO03	22	4.9699Y	AAA	2.26%
24恒逸SCP001(资产担保科创)	2	200D	AA+	4.20%
24吴中国太SCP013	2	266D	AA+	2.22%
24商丘发展MTN002	11	2Y	AA+	2.83%
24中山城建MTN001	6	2Y	AA+	2.35%
24粤珠江MTN009	12	3Y	AAA	3.70%
24昆山银桥MTN005	6	3Y	AA+	2.33%
24兴海控股MTN001	4	3Y	AA+	2.72%
24凌源钢铁MTN001	22	3Y+NY	AA+	4.12%
24嘉兴产业MTN003	7	5Y+2Y	AA+	2.62%

本周信用债市场认购情绪有所恢复，短融超短融多低估值发行，中票追低意愿减弱，多为高估值发行，本周超 13 只债券取消发行。

短融/超短融方面，AAA 评级 24 国家管网 CP002 发行 40 亿元，365 天短融，票面 2.08%。AA+ 地方融资平台宁波城建投资集团有限公司发行 270 天 10 亿超短，票面 2.08%，全场 3.39 倍，低估值 3bps。AAA 地方国企 24 珠海港 SCP008 发行 248 天 5 亿超短，票面 2.23%，全场 1 倍。

中票方面，AAA 评级 3 年期 24 广州高新 MTN001 发在 2.47%，全场 3.6 倍。24 张江高科 MTN003 发行 3+N 年期 8.5 亿元中票，票面 2.71%。24 信阳建投 MTN006 发行 3 年期 10 亿元中票，票面 3.43%，

展望后市，根据目前挂网情况，下周信用债一级发行量大幅提升，在财政政策落地前，收益率或维持震荡格局。

二级信用债方面：

本周信用债长短端表现分化，曲线趋陡。具体而言，在前半周，周一央行宣布启用买断式逆回购新工具，叠加整体宽松资金面

的影响，1Y 内收益率持续下行，而 1Y 及以上期限则主要受消息面及市场资产荒逻辑或发生 改变影响，机构流动性偏好有所加强，对该期限需求减弱，收益率不断走高，与无风险利率间的 信用利差亦呈升高态势。后半周，公布的 10 月份官方和财新 PMI 显示基本面边际改善，但市场对此反应相对有限，反而由于央行公告国债买卖和买断式回购数量，市场流动性保持充裕，配置需求开始回升，信用债跟随利率债走牛，各期限收益率全面下行。

截至周五收盘，3M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.95%，下行 6bps；6M AAA 中短期票据收益率收盘在 1.99%，下行 5bps；1Y AAA 中短期票据收益率收盘在 2.05%，下行 2bps；3Y AAA 中短期票据估值 2.24%，下行 2bps；5Y AAA 中短期票据估值 2.37%，持平于上周。期限利差方面，1Y-6M 期限利差在 5bps，走阔 3bps；3Y-1Y 利差维持在 20bps；5Y-3Y 利差为 13bps，走阔 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 2bps 至 40bps；5Y AAA 信用利差上升 3bps 至 50bps。

展望后市，下周有三件大事需要关注，第一是重大会议可能会公布的财政扩张具体方案，第二是美国大选结果，第三是美联储议息会议的结果。预计相关消息完全落地前，信用债走势将维持窄幅震荡。

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
10/28	24农发贴现23	2404123	0.25Y	30亿	1.3886%	2.25	6.67
10/28	24农发13(增12)	240413212	3Y	70亿	1.7985%	2.65	3.65
10/28	24农发15(增6)	24041526	5Y	70亿	1.9232%	2.44	1.13
10/29	24国开04(增7)	24020427	2Y	80亿	1.6118%	2.78	20.83
10/29	24国开15(增21)	240215221	10Y	110亿	2.167%	3.03	5.01
10/29	24农发清发22(增发9)	09240422209	2Y	40亿	1.6971%	4.37	1.53
10/29	24农发清发17(增发5)	09240417205	7Y	40亿	2.1267%	2.90	2.26
10/30	24进出清发07(增发12)	09240307212	7Y	20亿	2.1251%	3.92	3.00
10/30	24农发31(增4)	24043124	1.05Y	110亿	1.516%	2.51	2.18
10/30	24农发30(增4)	24043024	10Y	140亿	2.2452%	2.36	1.25
10/31	24进出09(增7)	24030927	1Y	70亿	1.4161%	3.99	2.40
10/31	24进出12(增4)	24031224	2Y	40亿	1.6522%	4.02	95.00
10/31	24国开清发03(增发7)	09240203207	3Y	60亿	1.754%	2.76	1.14
10/31	24国开清发01(增发24)	09240201224	7Y	40亿	2.0944%	2.12	3.78
10/31	24进出13(增4)	24031324	3Y	50亿	1.7756%	3.67	4.00
10/31	24进出11(增7)	24031127	10Y	60亿	2.244%	2.77	1.34
10/31	24国开13(增20)	240213220	3Y	20亿	1.8627%	4.98	1.75
10/31	24国开08(增20)	240208220	5Y	100亿	1.7752%	2.77	1.58
11/1	24进出12(增4)	24031224	2Y	40亿	1.6522%	4.02	95.00
11/1	24进出09(增7)	240309	1Y	70亿	1.4161%	3.99	2.40

本周一级利率债招标情绪整体向好，受跨月和缴税影响有限，利率债周内共发行 1160 亿元，本周无国债发行。

政金债方面：农发发行 1 年 2 年 3 年 5 年 7 年 10 年债券，结果均低于二级成交水平。

国开行本周共发行债券 410 亿元，其中 2 年 10 年期国开债综收较二级分别低 5bps 和 16bps。

进出口行发行1年2年3年7年10年共170亿债券，其中3年、5年口行债综收较二级分别低8bps和6bps。

地方债方面，上海、深圳、福建、厦门等17个地区发行共2190亿地方债，结果较基准加点0-15bps，其中深圳5年15年较受欢迎，平国债发行。

展望后市，人大常委会召开在时间日益接近，建议密切关注相关财政政策落地情况。

二级利率债方面：

本周债市在前半周横盘震荡，从月末之日交投才开始转暖，最终利率债较前周有所上涨。前半周股债跷跷板行情继续演绎，情绪较弱，成交清淡。期间偶有宽货币政策或财政刺激相关的小作文影响市场，但是债市总体在较窄区间内弱势波动，未受明显干扰。月底央行公布以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了5000亿元买断式逆回购操作，央行操作叠加跨月资金面宽松环境，触发债市明显好转。此外，本周官方PMI数据和财新PMI数据出炉，均站上荣枯线，超出市场预期，表明政策激励实现了向基本面的传导，不过市场并未明显受到数据冲击，总体表现平稳。

截止收盘，按照中债估值看，1Y国债收益率下行1bp，3-5Y国债收益率下行8bps左右，7Y以上期限收益率下行约3bps；国开债收益率全线下行2bps左右。10Y国债活跃券240011收报2.1225%，较前一周下行1.25bps。10年国开240210收报2.07%，下行1.05bps。国债期货主力合约T2412收报106.195，上涨0.34元。TF2412收报104.91，上涨0.315元。

展望后市，下周将召开人大常委会，美国大选也将落定，届时各类资产或将重新定价，债市也将面临较大波动。向内看，目前市场重点关注人行和财政部两部委的操作。本周央行公告开启买断式逆回购，结合其买卖国债操作，此举将持续提升其对债市收益率的直接影响力。财政方面流言纷扰，在多数机构已完成年内指标的情况下，少有投资者敢于直面财政刺激的冲击，因此本周长端收益率虽有下行，但仍未突破前期震荡下方。市场在等候大选和会议确定方向，多头的欠配压力是否能得到缓解、风险偏好是否会引发资金的重新分流尚未可知，建议交易盘主动防御，轻仓运行，减少左侧博弈、适度参与右侧交易。

三、境内资金市场

本周市场受益于月末财政资金支出等因素，流动性较前一周大幅宽松，资金利率全面下行。具体来看，央行公开市场逆回购回笼8514亿元，余额降至14001亿元，月末央行披露净买债2000亿，买断式回购5000亿。资金利率全面下行，DR001下行17bps至1.34%，DR007下行18.5bps至1.55%，R001下行14.9bps至1.48%，R007下行19.2bps至1.76%；

融资结构方面，十月份以来流动性主要集中在少数大行，中小行净融入，大行净融出依然维持稳定，日均净融出4.2万亿，中小行流动性转好，日均融出2000亿，前一周是净融入3000亿。非银融入需求保持稳定，包括基金、券商、保险在内的非银机构日均融入合计4万亿左右，与前一周持平。

存单收益率整体下行，二级市场国股行一年期存单收益率下行4bps至1.905，一级市场大行一年期存单1.90发行，市场认购情绪也十分高涨。背后原因主要是流动性的宽松以及央行买断式回购的价格，10月人民银行开展了5000亿元买断式逆回购操作，期限6个月，虽然官方未披露回购价格，但市场反馈1.85%或是中标价格之一。

下周市场流动性预计由宽松转向相对均衡，需要关注央行公开市场回笼的情况，今年以来市场流动性的特点是月末、季末等时点宽松，月初至月中可能均衡甚至紧张。主要原因是央行关键时点投放短期流动性，度过关键时点后逐渐回笼。月度来看11月资金面主要的扰动因素将是MLF到期和即将落地的新增政府债发行，11月MLF到期1.45万亿，创下历史单月记录，且错位续作仍会继续冲击资金面，预计央行会通过大量投放OMO进行过渡。当前政府债剩余发行额度不多，但市场主流观点认为11-12月会有超过2万亿的新增额度落地。不过当前市场流动性环境宽松，银行资金储备也较为充足，且年末仍有一次降准的时机，预计政府债的冲击相对可控，出现类似去年10-11月那种程度收紧的概率较低。

期限	AAA (%)			AA+ (%)			AA (%)		
	11月1日	10月25日	涨跌 (bp)	11月1日	10月25日	涨跌 (bp)	11月1日	10月25日	涨跌 (bp)
1月	1.65	1.83	-18.0	1.70	1.89	-19.0	1.75	1.94	-19.0
3月	1.87	1.92	-5.0	1.92	1.97	-5.0	1.99	2.03	-4.0
6月	1.90	1.95	-5.0	1.95	2.00	-5.0	2.04	2.07	-3.0
9月	1.90	1.95	-5.0	1.95	2.03	-8.0	2.07	2.13	-6.0
1年	1.90	1.95	-5.0	1.97	2.04	-7.0	2.09	2.14	-5.0

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下行，曲线继续走陡。从市场行情来看，Repo端，5Y Repo从1.8025%下行3.25bps到1.77%。1Y Repo从1.7175%下行4.5bps至1.6725%。1x5 Repo从8.5bps走阔至9.75bps。Shibor端，5Y Shibor从1.87%下行3.5bps到1.835%，1Y Shibor从1.8075%下行9.5bps至1.7125%。

本周主要受以下几个方面的影响：一是前半周股债跷跷板效应影响下，中长期品种跟随权益市场震荡，权益表现边际变弱导致利率市场整体下行。二是后半周资金面在跨月之后明显转松，资金价格边际下降，且短期品种下行幅度大于中长期品种。三是消息面未出现超预期的信息，导致市场对关于财政刺激计划量级的小作文反应较小。四是官方PMI数据和财新PMI数据出炉，均在荣枯线之上，虽然超出市场预期，但一两项数据指标改善还无法说明基本面就此反转，收益率并未因此出现上行。

展望后市，下周将召开人大常委会，美国大选也将出结果。在靴子落地之前，利率市场也将面临较大波动。年初以来，央行多次预警利率风险以及开展债券借贷和债券买卖操作是为了抑制由利率下行太快带来的反弹风险，更多是往增加供给的方向进行逆向调节。而上周央行公告开启买断式逆回购，结合其买卖国债操作以及近期债市买盘明显变弱的情况，更多是往增加需求消化供给的方向准备。建议控制敞口，防止消息面导致的震荡引起损益大幅波动。

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，依旧呈现区间震荡格局。

短端掉期价格在跨月因素影响下，从周三开始对应跨月期限不断走高，最终在TN期限达到近期高点-3附近，之后在跨月头寸摆布完毕以及离岸机构套利卖盘的共同作用下回到-4。同时人民币资金面持续呈现稳中偏松的格局，央行呵护跨月现金流，DR001来到1.37，在股市并未出现快速上涨的行情后，非银资

全面需求也回归正常。美元资金面一直平稳，境内外价格相差不大。

中长端一年期价格在-2200到-2100区间市场存在分析，一方面即期价格在美国大选不断 Price in 特朗普上台的背景下，USDCNY 不断上行，令长端卖盘再度涌现，全周大行累计卖出近 60 亿，周内美债收益率也小幅走高，长端价格周初在-2200 下方短暂盘整，但外资、股份制以及城商行均呈现净买入的状况，一方面客盘购汇相对较多，此外在美联储降息预期稳定的背景下，长端天点-6 卖出亏 Carry 的情况下，自营卖盘在此位置建仓概率较低。我们看到后半周一年期逐步震荡上行来到-2100 附近，特别是周五晚间美国公布最新非农就业报告，仅仅新增 1.2w，10 月就业的正贡献大部分来自教育医保（+5.7 万）与政府（+4 万），剔除休闲餐旅（因飓风扰动从+4 万跌至-0.4 万）、教育医保、政府这三个行业后，剩余行业贡献-8.1 万的就业，是 2020 年 5 月以来最差。美债收益率全线下跌，USDCNY 也在周五晚间来到 7.11 整数位置，整体掉期曲线也在尾盘来到全周高位。能否向上突破-2100 还需要看下周美国大选的冲击，对于特朗普上台的预期不断被市场消化，不排除下周结果落地后，市场相对平稳的情况。展望后市我们暂时维持区间内震荡，低点不断抬升的判断。

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 48 亿美元等值，中资占全部发行。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 2bps 至 74bps 水平；高收益板块利差收窄 31bps 至 434bps 水平。

从中资离岸口径（不含增发及私募）来看，本周 17 笔中资共计发行约 72 亿美元等值债券。发行币种包括美元、离岸人民币、欧元和日元；发行板块包括主权、超主权、央企、金融机构和城投。福清市国有资产运营投资集团发行 3 年期 20 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 50bps 至 3%。中国进出口银行（-/A+/-）发行 3 年期 10 亿美元浮息债券，最终定价较初始价格指引收窄 42bps 至 SOFR+38bps，和 3 年期 5 亿欧元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 32bps 至 MS+38bps，分别实现约-1bp 和-7bps 新发溢价。国家电力投资集团（-/A-）发行 PerpNC3 年期 10 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 35bps 至 4.95%。中华人民共和国财政部发行两笔离岸人民币固息债券，分别为 2 年期 30 亿，最终定价较初始价格指引收窄 42bps 至 1.83%，和 5 年期 20 亿，最终定价较初始价格指引收窄 40bps 至 2.05%。济南城市建设集团（-/BBB+）发行 3 年期 5.06 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 40bps 至 5%。武汉金融控股集团（-/BBB-）发行 3 年期 4.5 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 40bps 至 5.4%，实现约-10bps 新发溢价。新开发银行发行 3 年期 12.5 亿美元无评级固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 10bps 至 SOFR MS+80bps，发行实现约-10bps 新发溢价。成都交通投资集团（-/BBB+）发行 3.5 年期 3 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 30bps 至 4.9%，和 5 年期 3 亿美元固息债券，最终定价较初始价格指引收窄 30bps 至 5.05%。

二级市场方面：本周，美国经济数据喜忧参半。首先，周五的月度就业报告因受到飓风的影响而大幅低于预期。其次，职位空缺处于三年来的低点，再加上最近持续申请失业救济人数的上升趋势，表明失业者更难找到工作。最后，首次申请失业救

济人数连续第二周远低于预期，但该数据也可能受到天气的影响。除了劳动力市场，9 月份的个人消费支出报告在核心方面略有回暖，但整体同比增长 2.1% 是自 2021 年 2 月以来的最低增幅。

过去一周，美债收益率继续上升，部分原因是通胀数据强于预期，或许还有因为财政支出的预期有所上升。2 年期美国国债收益率从 4.107% 上升至 4.168%，上升约 6 个基点；10 年期美国国债收益率从 4.232 上升至 4.337%，上升约 10 个基点。不过，美债收益率可能还受到了英债收益率上升的影响。英国 10 年期国债本周触及 52 周高位，此前英国财政大臣里夫斯公布的首份预算包括支出增加、通胀预期以及英国央行降息预期放缓。

虽然彭博社的概率目前显示美联储下周降息 25 个基点的可能性为 98%，但前瞻指引/基调可能是市场关注的焦点。自上次 FOMC 会议（9 月 17 日至 18 日）以来，经济数据一直相对强劲，美联储官员此后表示，货币政策的放松可能会更加渐进。目前，彭博社预测今年降息 50 个基点，到 2025 年总共降息 125 个基点。然而，早在 9 月中旬，美联储就暗示到 2025 年将降息约 175 个基点。

与 9 月份不同，10 月份的全球信用债券市场表现受到明显的挑战性。过去两周，全球主要信用债券的总回报率基本为负。这一趋势主要由于美债利率波动突然飙升，因为投资者看到了特朗普的支持率大幅上升。与此同时，市场对美联储采取激进措施的预期有所回落，加剧了美债利率的抛售。再加上全球油价暴跌、美元持续走强（整个 10 月都在持续），给风险资产的表现带来了压力，尤其是新兴市场和亚太地区。在亚太地区，负面影响最为明显被印度尼西亚、马来西亚和澳大利亚等国的信用利差所走阔，而印度、中国和韩国等地区则相对未受影响。中国信用利差收窄 2 个基点，收于 79.77 个基点。然而，中国信用利差十分薄弱，市场担心美国总统选举的结果将带来波动。过去一周，在科技板块，腾讯和百度收窄了约 2 个基点，而高贝塔债券美团和京东收紧了 5 个基点。国企债券表现亮眼，收窄 4 个基点，HAOHUA 利差收窄 5 个基点。

■ 市场观点

本周债市情绪整体偏强，分期限来看，短端对流动性紧张的担忧逐渐消弭，周初央行公告启动买断式逆回购补充 1 年以内期限的流动性调节工具，并在月末阶段操作 5000 亿，同时月内央行公开市场国债买卖净买入 2000 亿，跨月资金面宽松。央行近期的一系列操作传递出明确的呵护资金面的倾向，后续流动性大幅收紧的可能性有限。长端方面，首先短端下行为长端打开空间；其次，全周投资者呈现出较强的看股做债的行为模式，全周股市震荡下行，助推债市情绪整体偏强；最后，有关财政刺激的传闻反复扰动长端，但终无确定性的结论落地，长端对政策刺激传闻的反应逐渐脱敏，恢复到对弱现实和宽资金交易中。

展望后市，本周海内外基本面相关的事件较多，预计全球市场都将出现较大波动。海外方面，美国总统大选即将尘埃落定，且美联储将公布最新的利率决议；国内方面，人大常委将在 11 月 4 日至 8 日召开，此前官宣的一揽子刺激政策框架将逐渐变得丰满。目前金融市场将较多筹码押注于特朗普胜选，并预计美联储将降息 25 个基点，美元、美股、黄金表现强势，美债、原油价格承压。对于国内资产而言，“特朗普交易”也对国内的股债市场形成了一定的影响，上周后半周投资者风险偏好出现下降趋势。而随着大选的逐渐临近，哈里斯胜率回升的情况下，“特朗普交易”有放缓趋势。由于大选的不确定性依

然较高,本周上半周债市预计将随着大选的开票进程继续出现相应的波动,而在大选结果落定后,国内市场预计将回到“以我为主”的交易基调,当前的核心关注点在于国内逆周期政策能否对冲内外部环境的影响。考虑到美国大选结果的扑朔迷离以及大选结果与人大财政方案公布存在时间差,预计全周债市将面临较大波动。

● 执笔人

张婷 洪豆 王倩 金艺玲 徐敬旭 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