

债券周刊

上周无违约债券。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 5 家企业共 29 只债券出现违约，违约金额为 404.4 亿元。

1、北大方正集团：2 月 26 日，北京市第一中级人民法院向北大方正集团有限公司管理人下达《复函》，北京一中院经研究，批复许可北大方正集团有限公司重整期间继续营业。

2、北大科技园建设开发有限公司：未能按期足额支付“18 北大科技 ABN001 优先级”回售资金，且差额补足义务人方正集团及北大资源亦未履行差额补足义务。本期资产支持票据回售数量为 1691 万份，未偿本金余额合计为 16.57 亿元。

3、宁夏远高实业集团：公司与“19 远高实业 CP001”债券持有人签署展期兑付协议，本期债券到期日由 2020 年 2 月 27 日变更为 2020 年 5 月 27 日。

4、北京桑德环境工程：①延期兑付“19 桑德工程 SCP001”本金，将本期债券兑付日由 2020 年 2 月 25 日变更为 2020 年 11 月 20 日，延期期间利率变更为 7.0%。②因公司流动性紧张，应于 3 月 6 日兑付的“17 桑德工程 MTN001”存在兑付风险。

5、中国城市建设控股集团：“16 中城建 MTN001”应于 2020 年 3 月 1 日支付该期债券当年利息，本期债券利息偿付存在不确定性。

6、评级下调事件：①万达集团：穆迪将山东万达集团评级下调至 B3，列入负面观察名单。②标普将亿达中国评级从“CCC-”下调至“CC”，展望负面。③联合资信、联合评级均将北大方正集团主体长期信用等级由 B 下调至 C。

短期顺势而为，中期风险仍存——利率债月报

2月市场回顾：宽松对冲疫情，债市大幅收涨

为了对冲疫情对经济和市场的影响，央行加大公开市场投放力度，并降低逆回购和 MLF 利率 10BP，来维稳流动性。2 月上旬受国内疫情、央行宽松等因素影响，债市大幅下行，随后步入震荡，2 月末由于海外疫情发酵、美债利率创新低，债市继续上涨。

货币利率方面，2 月 R001 月均值为 1.72%，环比下行 19BP；R007 月均值 2.36%，环比下行 31BP；DR001 月均值为 1.60%，环比下行 31BP；DR007 月均值 2.17%，环比下行 23BP。1 年期国债收于 1.93%，较 1 月末下行 25BP；10 年期国债收于 2.74%，较 1 月末下行 26BP。1 年期国开债收于 2.15%，较 1 月末下行 25BP；10 年期国开债收于 3.2%，较 1 月末下行 21BP。

经济和政策前瞻：经济下行压力，政策更加积极

PMI 历史新低，通胀分化加剧。受新冠肺炎疫情影响，2 月全国制造业 PMI 大幅回落至 35.7%，重回荣枯线以下，并创下历史新低，前两月均值创 14 年以来同期新低，指向经济短期面临较大压力。但 2 月底复工复产初现改善迹象，体现为农历口径下发电耗煤降幅收窄，近半数省份的规模以上工业企业复工率已超过 60%。通胀方面，近期食品价格出现小幅回落，但仍然处于较高水平，2 月 CPI 或将维持高位。而国际油价继续下跌，国内经济短期下行压力，带动工业品价格回落，通胀短期或继续分化。

财政更加积极，货币更加灵活。政治局会议强调，积极的财政政策要更加积极有为。减收增支的背景下，2020 年目标赤字率或明显抬升，不排除突破 3% 或发行特别国债的可能。2 月以来，官方对于货币政策的定调更加积极。今年央行降成本目标明确，未来 LPR 利率的下行一方面需要央行宽松来降低银行负债成本，另一方面需要银行让利，未来 LPR 报价加点数的下调可期。我们预计在疫情影响明显消除前，货币仍会保持阶段性宽松，随着 2019 年普惠金融定向降准动态考核释放长期流动性，资金利率有望维持低位。

债市前瞻：利率下行未止

美债屡创新低，降息预期飙升。由于海外新冠肺炎疫情远超市场预期，全球避险情绪继续升温，十年美债利率屡创历史新低，3 个月与 10 年期美债收益率曲线继续倒挂。从历史看，10Y-3M 美债曲线倒挂往往预示着美联储

加息步入尾声或者是降息周期即将开启。美联储主席鲍威尔发布声明称，美联储将会密切监控疫情的进展以及对于经济前景的影响，后续会采取合适的工具和行动支撑经济。2月底，市场预期美联储3月降息概率为100%。

短期顺势而为，中期风险仍存。目前长端利率均创本轮牛市新低，其中10年国债利率距离16年低点仅剩10BP。展望3月，从基本面看，2月PMI创下历史新低，经济下行压力不减；从中美利差来看，十年中美国债利差创17年末以来新高，在美债屡创历史新低的背景下，我国长债利率仍有下行空间；从期限利差来看，10Y-1Y国债利差依然在80BP~90BP之间，目前货币政策阶段性宽松仍将维持，短端利率有望保持低位，期限利差保护仍足；从银行比价关系来看，随着贷款利率下行，表内国债性价比提升，债市出现大幅调整的概率不大。但在政策支持力度加大、复工复产进度加快、利率位于低点的背景下，中期需防范基本面修复后利率的上行风险。

利差再回低位，信用依旧分化——信用债月报

2月行业利差监测与分析。1. 信用利差收窄，偏好高等级短久期策略。受疫情影响，2月货币政策维持阶段性宽松，信用债收益率下行，信用利差冲高后回落、整体收窄，等级利差与期限利差略有走扩。2. 不同等级产业债与城投债利差分化。具体来看，截至20年2月末，AAA级产业债-城投债利差在-15BP；AA+级产业债-城投债利差在115BP左右，较1月底下行7BP；而AA级产业债-城投债利差在74BP左右，较1月底上行9BP。3. 重点行业利差变动：采掘、钢铁债利差收窄，超额利差也稳中有降低；地产债显然也并未受到疫情明显的冲击，而且近期还受益于各地利好政策，利差和超额利差均以下行为主。4. 行业横向比较：从绝对水平看，高等级债中，有色金属、传媒和商业贸易是利差最高的三个行业。中等级债券中，综合行业和有色金属行业利差相对较高。AA级低等级债券中，建筑装饰行业利差最高，其次是公用事业和休闲服务业。

2月评级调整及债券违约情况回顾。2月公告4项信用债主体评级向上调整行动，均为评级上调；公告6项主体评级向下调整行动，其中5项为评级下调，1项为评级展望下调。评级上调和下调的主体中均无城投平台。2月违约债券27只，涉及企业共5家。违约债券中有23只是北大方正集团的。2月新增违约主体3家，其中2家违约类型为本息展期，分别为北京桑德环境工程有限公司和宁夏远高实业集团有限公司；1家违约类型为未按时兑付回售款和利息，违约主体为康美药业股份有限公司。

投资策略：利差再回低位，信用依旧分化

1) 信用债市场回顾。上周信用债市场收益率整体下行，AAA 级企业债收益率平均下行 7BP，AA 级企业债收益率平均下行 8BP，城投债收益率平均下行 5BP。回顾整个 2 月份，信用债收益率大幅下行，信用利差在节后第一周冲高后，从第二周上半周开始快速回落，2 月末已回落至近一年以来的低位。

2) 房企分化格局，挖掘把握机遇。上周各地支持房地产的政策仍有在推出，与此前集中在土地市场和复工政策不同，出现了一些需求端的，包括地方政府是否对公积金贷款政策的调整，以及银行贷款层面是否有改变等。部分信息使得市场上出现了房市需求端放松预期。我们认为靠刺激地产拉动经济的可能性并不大，一是目前央行的态度并没有变，二是 2 月 28 日河南省政府约谈驻马店人民政府主要负责同志，有一定信号意义，三是关于部分银行公告的首付比例问题，此前监管文件曾提到在非限购城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。因此在非限购城市最低 20% 的首付比例并非是政策上的调整。在房住不炒的大基调下，发债房企依旧是分化的格局，房企资金为王逻辑不变，近期土地市场特别是一二线土地市场活跃度增加，利好资金充裕的房企特别是融资力强的国企，抓住窗口增加优质储备；此外尽管我们认为未来地产政策不会有大宽松大刺激，但因地制宜、有针对性的支持政策还会有推出，对于资金实力强的企业依旧是利好。而中小房企及资金链紧张的高杠杆企业受销售回款影响，除了努力增加融资外，也有减少开支的压力，信用资质相对会有所弱化。

3) 城投勿盲目下沉。近期 AA 级城投债交易活跃增加，关于疫情对城投债的影响，我们的观点依旧是短期利好，中长期偏利空。疫情后一方面稳基建重要性提升后保障城投再融资的必要性增加，融资环境向好，但另一方面也不得不考虑其对地方政府财力、公司经营造成的影响。城投债依旧建议短久期为上，同时警惕尾部风险，切勿盲目下沉。

附：2020 年至今违约债券的相关信息统计

序号	发行人	行业	公司属性	债券名称	债券分类	发生日期	余额(亿元)	票面利率	主承销商	上市交易所	最新进展
1	安徽省外经建设(集团)有限公司	建筑与工程	民营	18 皖经建 MTN001	中票	2020-1-16	5	7.3	徽商银行	银行间	公司债务委员会已成立, 已召开了债权人大会。目前积极处置相关资产, 包括海外资产。
2	西王集团有限公司	食品加工与肉类	民营	19 西王 SCP003	超短融	2020-2-10	5	7.75	建设银行, 光大证券	银行间	11 月 8 日, 西王集团董事长王勇和副董事长王棣分别将所持西王集团 61726.6 万股和 3546.02 万股股权转让给邹平市国有资产投资控股有限公司。
				16 西王 01	公司债	2020-1-20	10	7.8	国海证券	上海	
				19 西王 SCP002	超短融	2020-1-13	5	7.75	建设银行, 中信建投证券	银行间	
3	大连天神娱乐股份有限公司	互联网和相关服务	公众企业	17 天神 01	公司债	2020-1-20	10	7.79	光大证券	深圳	据 21 世纪经济报道称, 天神娱乐此前与部分机构持有人沟通, 拟通过债转股方式解决偿债问题, 提出了定增还债、市场化债转股等方案, 不过目前尚未确定。
4	康美药业股份有限公司	医药制造业	民营企业	15 康美债	公司债	2020-2-3	24	6.33	广发证券	上海	2 月 3 日晚间, 康美药业再度发布公告表示, 公司已于 2020 年 2 月 3 日筹集到 11.3 亿元, 该项资金将用于 15 康美债回售本息兑付。
5	北大方正集团有限公司	软件和信息技术服务业	中央国有企业	18 方正 MTN002	中票	2020-2-19	14	5.99	建设银行, 北京银行	银行间	2 月 19 日, 北大方正的重整申请被北京一中院受理, 指定北大方正清算组担任北大方正管理人, 清算组由人民银行、教育部、相关金融监管机构和北京市有关职能部门等组成。
				16 方正 08	私募债	2020-2-19	6	4.8	方正证券承销保荐, 海通证券	上海	
				18 方正 01	私募债	2020-2-19	4	6	方正证券承销保荐, 海通证券	上海	

				18 方正 14	私募债	2020-2-19	20	6.5	方正证券承销 保荐, 海通证 券, 中信建投	上海	
				19 方正 D2	私募债	2020-2-19	5	6.15	国泰君安, 方正 证券承销保荐, 海通证券	上海	
				19 方正 MTN001	中票	2020-2-19	14	5.8	建设银行, 北京 银行	银行间	
				18 方正 MTN001	中票	2020-2-19	12	6.1	建设银行, 北京 银行	银行间	
				19 方正 D1	私募债	2020-2-19	10	6.2	华西证券, 华金 证券, 恒泰长财 证券	上海	
				18 方正 07	私募债	2020-2-19	20	6.8	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				19 方正 MTN002	中票	2020-2-19	15.5	6.5	浙商银行, 中国 进出口银行	银行间	
				19 方正 02	私募债	2020-2-19	15	6.3	方正证券承销 保荐, 海通证 券, 中信建投	上海	
				18 方正 02	私募债	2020-2-19	17.3	6.8	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				17 方正 01	私募债	2020-2-19	8	6.2	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	

				18 方正 13	公司债	2020-2-19	20	6.05	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				18 方正 12	公司债	2020-2-19	12	6.05	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				18 方正 10	私募债	2020-2-19	23.5	6.68	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				19 方正 CP001	短融	2020-2-19	30	6.3	上海银行, 中国 国际金融	银行间	
				16 方正 PPN001	定向工具	2020-2-19	20	4.5	北京银行, 平安 银行	银行间	
				16 方正 01	私募债	2020-2-19	12.9	6.5	海通证券	上海	
				18 方正 09	公司债	2020-2-19	20	6.2	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				18 方正 03	私募债	2020-2-19	1.1	6	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	
				16 方正 02	私募债	2020-2-19	15.1	6.5	海通证券	上海	
				18 方正 05	私募债	2020-2-19	30	6.8	方正证券承销 保荐, 海通证券	上海	