

债券周刊

上周新增违约债券 2 只，违约金额合计为 7.95 亿元，涉及企业为紫光集团和*ST 信威，无新增违约主体。根据 Wind 统计，2021 年至今累计已有 3 家企业共 3 只债券出现违约，违约金额合计为 20.95 亿元。

1、紫光集团：“16 紫光 01”不能按期足额兑付本息，已构成实质性违约。“16 紫光 01”发行规模 50 亿元，期限 5 年，票面利率 5.6%。

2、*ST 信威：子公司北京信威无法按期支付“16 信威 01”本金及利息。“16 信威 01”发行规模 5 亿元，期限 5 年，票面利率 7.5%。

3、北大方正集团：725 家债权人向方正集团管理人申报 736 笔债权，申报债权金额共计 2347 亿元。

4、华晨汽车集团：目前累计申报金额约为 96.5 亿元。

5、山东山水水泥集团：公司根据和解协议已偿付 60.34 亿债券。

6、隆鑫控股：公司债务逾期总金额超 60 亿元。

7、评级调整：①大公将亿利资源集团公司主体及相关债项信用等级下调至 AA；②穆迪上调新城发展和新城控股企业家族评级至 Ba1，展望稳定；③新世纪评级下调鸿达兴业集团主体及相关债项评级至 C；④中诚信国际将太安堂主体及“16 太安债”信用等级下调至 BBB-，并列入可能降级的观察名单；⑤中诚信国际将华夏幸福评级展望由稳定调整为负面。

从 08 年以来债熊规律看当前债市位置——利率债周报

债市展望：从 08 年以来债熊规律看当前债市位置

本轮熊市正接近最短或最小熊市。08 年以来的四轮熊市平均持续时间 1 年零 2 个月，利率平均上行 121BP，本轮熊市调整幅度（87BP）和持续时间（9.7 月）均低于以往，距离最短熊市（09 年 1-11 月）仅剩 16 天，距离最小熊市（10 年 7-8 月）仅差 8BP。相对于历史熊尾，本轮利率还有上行空间、曲线偏陡。如果将 10Y 国债利率距每轮熊市顶部 20BP 时期定义为熊市尾部，近三轮熊尾长端利率均超调至历史均值以上，熊市的结束都是熊平的姿态。本轮熊市当前高点（20 年 11 月 19 日 3.35%）仅位于 38%分位数，1 月 22 日国债 10Y-1Y 利差为 67BP，高于近三轮熊尾利差 25BP 以上。

从经济指标看，同比拐点早已预期，环比拐点还需确认。PPI、地产投资、信贷增速、社融增速、社融-M2 增速差均领先或同步债熊拐点，但领先时间差异较大。本轮经济同比拐点因疫情扰动市场已有充分预期，如信贷顶点在 20 年 Q3、社融顶点在 20 年 Q4、地产投资顶点在 Q1、PPI 顶点在 Q2，因此市场更加重视环比拐点，经济环比的拐点在 20Q4 还是 21Q2 目前还需要进一步确认。从熊尾高频信号隐含税率看，市场情绪还未到最悲观时刻。隐含税率呈现出“牛市收窄，熊市走扩”的特征，当前隐含税率稳定在 11~12%、10Y 国开国债利差 40~45BP，距离熊尾信号（隐含税率超 20%、利差超 90BP）还有较大距离。此外，08 年以来的熊转牛日历月均集中在 8 月或 11 月。

综合来看，我们依然认为当前债市处于熊市磨顶阶段，维持春节前十年期国债收益率 3.1%~3.3%区间、全年 3.0%~3.5%区间判断。

基本面：投资放缓，消费偏弱，PPI 或转正

20 年四季度 GDP 数据超预期，12 月投资增速回落，社零消费偏弱。其中，房地产投资、制造业投资当月增速仍位于高位，基建投资增速明显下滑。1 月以来，从中观高频数据来看，30 城市商品房成交面积同比显著回升、环比增速转负，汽车批发、零售表现低迷；样本钢企钢材产量同比增速回落，沿海八省月耗煤量同比增速回升，全国高炉开工率环比同比均回落，PTA 产业链负荷率趋降。物价方面，预计 1 月 CPI 同比或降至 0%，PPI 同比或转正至 0.8%。

上周债市回顾：供给增加，需求尚可，短债跌长债涨

海外债市：美债窄幅震荡。20 年 11 月我国为六个月以来首次增持美债，日本连续四个月减持美债。当前美国制造业前景向好，就业数据略有改善，但疫情影响仍大，上周 10 年美债利率下行 1BP，10Y-2Y 美债期限利差缩窄 1BP。

货币市场：资金面均衡偏紧。上周，央行逆回购投放 6140 亿元，逆回购到期 160 亿元，公开市场净投放 5980 亿元。资金中枢明显上移，R001 均值上行 97BP，R007 均值上行 61BP，DR001 均值上行 92BP，DR007 均值上行 43BP 至。3M Shibor 利率、3M 存单发行利率均先降后升。

一级市场：供给增加，需求尚可。利率债净供给环比增加 700 亿元。一级市场招投标显示，国债、国开债需求较好，农发债需求尚可，口行债需求分化。

二级市场：短债跌长债涨。上周公布的经济数据好坏参半，国内疫情偶发，但债市供给增加，受缴税期影响，资金利率抬升，机构去杠杆，短债大幅调整。1Y、10Y 国债收益率分别上行 7BP、下行 3BP，1Y、10Y 国开债收益率分别上行 4BP、下行 4BP。债市收益率整体位于低位，国债关键期限利率均位于 35%分位数下方，国开债所处分位数水平整体更低。期限利差方面，10Y-1Y 国债利差缩窄。隐含税率方面，10 年期国开债隐含税率位于 24%分位数，其余关键期限隐含税率也均在 10%分位数以下。

收益率走势转上，再融资债用途扩大——信用债周报

行业利差监测与分析：1) 本周债市信用利差走扩。具体来看，信用债等级利差收窄，期限利差分化。2) 产业债与城投债利差收窄。本周末城投债 AAA 级利差为 108BP，较上周上行 6BP；城投债 AA+级利差为 153BP，较上周上行 4BP；城投债 AA 级利差为 249BP，较上周上行 10BP。具体来看，截至 1 月 22 日，本周末 AAA 级产业债-城投债利差目前在 -29BP，较上周下行 4BP；AA+级产业债-城投债利差目前在 158BP 左右，较上周下行 5BP；AA 级产业债-城投债利差目前在 9BP 左右，较上周末下行 11BP。3) 行业横向比较：高等级债中，钢铁、有色金属是利差最高的两个行业。AAA 级钢铁中票平均利差为 149BP，AAA 级有色金属行业中票平均利差为 107BP。其次是传媒、化工、采掘和商业贸易行业，其利差均在 85BP 及以上。医药生物是平均利差最低的行业，目前为 42BP。

一周市场回顾：净供给增加，收益率上行为主。本周主要品种信用债一级市场净供给 516.51 亿元，较前一个交易周有所增加。二级交投减少，收益率上行为主。具体来看，以中票短融为例，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 6BP，AAA 等级收益率上行 3BP，AAA-等级收益率上行 1BP，AA+等级收益率较上周

持平，AA 等级收益率下行 4BP，AA-等级收益率上行 4BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 5BP，AAA 等级收益率上行 8BP，AAA-等级收益率上行 9BP，AA+等级收益率上行 1BP，AA 等级收益率较上周持平，AA-等级收益率上行 7BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 3BP，AAA 等级收益率上行 2BP，AAA-等级收益率上行 1BP，AA+等级收益率上行 2BP，AA 等级收益率上行 1BP，AA-等级收益率上行 1BP；7 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 1BP，AAA 等级收益率较上周持平，AAA-等级收益率下行 1BP，AA+等级收益率较上周持平。

信用债：再融资债用于偿还存量政府债务？1) 本周信用债收益率走势分化。

本周信用债收益率品种之间有所分化，AAA 级企业债收益率平均上行 3BP，AA 级企业债收益率平均下行 3BP，城投债收益率平均上行 5BP，信用利差震荡走扩。

2) 20 年 12 月以来地方政府债发行破 3000 亿，用于偿还存量债务的再融资债 4573 亿（已发 3047 亿，计划 1526 亿）。截至 1 月 22 日，全国 23 个省份已发行或者计划发行用于偿还存量政府债务的再融资债券，其中已发行用于偿还存量政府债务的再融资债券 3046.76 亿元，另有计划发行再融资债 1526 亿元，将全部用于偿还存量政府债务。以往再融资债定义为偿还到期地方政府债券，会披露所偿还债券的明细表，而去年 12 月以来发行的部分再融资债用途改为“偿还存量债务”，并且没有披露偿还明细。我们判断本次发行的用于偿还存量政府债务的再融资债券部分或与隐性债务化解有关，但目前并无政策文件直接证明，有待观望。2020 年底最新披露的建制县试点包括浙江温州市鹿城区等，具体文件需等待各地最新财政预决算报告与政府工作报告的披露情况，后续密切关注各地区建制县试点范围与隐性债务化解进度。

附：2021 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	鸿达兴业集团有限公司	材料	民营	18 鸿达兴业 MTN001	中票	2021-1-15	13	7	建设银行	银行间	目前鸿达兴业集团存续债券 6 只，存续规模 29.7 亿元，今年 2 月其还有两笔债券相继到期，分别为 3 亿元“18 鸿达 01”和 10 亿元的“20 鸿达兴业 SCP002”。
2	紫光集团有限公司	技术硬件与设备	中央国有企业	16 紫光 01	私募债	2021-1-14	2.95	5.6	兴业证券	深圳	截至 2021 年 1 月 14 日，紫光集团合计负有清偿义务的已到期债务的累计金额为人民币 2,067,489,734.29 元，公司全资子公司紫光国际控股有限公司负有清偿义务的已到期美元债合计 462,676,000.00 美元。
3	北京信威通信技术股份有限公司	技术硬件与设备	民营	16 信威 01	公司债	2021-1-25	5	7.5	国泰君安证券	上海	由于公司为海外项目提供担保陆续发生担保履约，且公司正在进行的重大资产重组程序复杂，公司融资能力受限，公司整体资金压力大，无法按期支付“16 信威 01”本金及利息。