

债券周刊

上周无债券违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 13 家企业共 40 只债券出现违约，违约金额为 532 亿元。

1、海航酒店控股集团：“14 海航酒店债”持有人会议审议通过利息递延支付议案。本期债券 2019 年 3 月 25 日至 2020 年 3 月 24 日的利息递延至 2020 年 9 月 24 日支付 50%，2020 年 12 月 24 日支付剩余 50%，且递延期间不另计利息。

2、广汇集团：完成首笔境外债券交换要约。3 月 23 日广汇集团成功完成本金额 5894.8 万美元 2021 年 9 月到期的“交换要约新票据”的交割，整个交易历时近 1 个月。本次“交换要约新票据”将用于交换广汇集团于 2020 年 3 月 30 日到期的 高级美元债。

3、华讯方舟科技：全资子公司南京华讯方舟通信设备有限公司因资金紧张出现部分债务逾期，逾期贷款本金 5150 万元。

4、中泰信托“恒泰 18 号”逾期案，西宁市中级人民法院判令被告青海省投在判决生效后十日内支付原告中泰信托回购基本价款及回购溢价款 4.9 亿元，以年利率 6.525% 计算违约金。

5、评级下调事件：①穆迪将泰禾集团的长期公司家族评级从 B3 下调至 Caa1，评级展望由稳定下调至负面；②穆迪将山东如意科技集团企业家族评级（CFR）从 Caa1 下调至 Caa3，评级展望维持负面；③穆迪将天齐锂业企业家族评级从 B2 下调至 Caa1，评级展望为负面；④惠誉将云南省城市建设投资集团长期本外币发行人评级由 BBB 下调至 BBB-，评级展望为负面；⑤标普将易居(中国)企业控股有限公司评级从 BB 下调到 BB-，评级展望为稳定。

债市供给加速，利率区间波动——利率债周报

专题：金融危机中的美债走势

2020年由于新冠疫情影响，美国国债市场显现出由避险情绪驱动到流动性驱动的模式。我们考察了美国历史上的金融危机时刻（股市大跌+GDP由正转负），发现美国在金融危机发生期间，美债收益率有相似的演变路径。

大萧条、次贷危机期间，美国国债收益率都是先在避险情绪下逐渐走低；随后出现流动性危机，导致美债被抛售，收益率迅速走高；之后在经济衰退的预期及美联储的引导下收益率再次走低。

80年代中后期发生的储贷危机，由于危机逐渐显现并逐渐严重，并不存在某一个爆发时点，并没有呈现出和大萧条与次贷危机相同的演变路径。由于当时对经济的悲观预期，10年期美债收益率保持平稳，而1年期美债收益率随联邦基金利率波动，10-1年美债收益率曲线在1989年倒挂。之后长端利率在经济衰退的背景下跟随美联储的宽松政策而下行。

上周市场回顾：资金利率下行，债市止跌回升

资金利率下行。上周央行继续暂停逆回购操作，公开市场净投放为0。R001均值下行9bp至0.96%，R007均值下行8bp至1.77%。DR001均值下行9bp至0.89%；DR007均值下行22bp至1.5%。

供给减少，需求较好。上周，利率债共发行2199亿元，净供给为442亿元。其中，记账式国债发行150亿元，环比减少860亿元；政策性金融债发行1063亿元，环比减少129亿元；地方政府债发行986亿元，环比减少250亿元。从投标倍数看，中长久期政金债配债需求改善，其中7年期国开债认购倍数高达7.73。

债市止跌回升。上周海外宽松政策持续加码，国内宽松预期升温，债市呈现牛陡行情。1年期国债收于1.74%，环比下行13BP；10年期国债收于2.61%，环比下行7BP。1年期国开债收于1.89%，环比下行14BP；10年期国开债收于2.99%，环比下行6BP。

本周债市策略：债市供给加速，利率区间波动

财政积极有为，债市供给加速。政治局会议要求适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方专项债规模。我们预计2020年赤字率有望升至3.5%，特别国债发行量或不低于1万亿元，新增专项债额度或提升至3.3万亿元。

对应 2020 年利率债净融资额或超过 8.5 万亿（不含特别国债），规模仅次于 16 年，较 19 年大幅增加 2.3 万亿。按照季节性规律，2 季度将是年内供给高峰，预计净发行量接近 2.58 万亿、同比大增 7000 亿。

特别国债主要为定向发行，影响有限。我国共发行过三次特别国债，分别是 98 年新发、07 年新发和 17 年到期续发。发行方式主要为定向发行，三次定向发行占比分别为 100%、87%和 86%，因此对资金面影响较为有限。从债市表现来看，定向国债的当年首次发行对债市形成了小幅扰动，后续发行影响递减，并没有改变债市走势。

利率区间波动。利率债供给后续加速加量，但货币宽松对冲和配置力量平稳，预计供给冲击仅对债市形成小幅扰动，债市调整有顶。与此同时，货币宽松相对克制，利率大幅下行空间受限，债市区间波动，调整中关注交易机会。

安全为上——信用债周报

专题：节后信用事件及 4 月到期压力分析

1) 2 月以来主要信用事件回顾。节后截至 3 月 27 日，新增实质违约及展期的主体有 9 家，其中展期超过一半。从违约债券总量来看，2 月以来违约债券总量较多，主要是北大方正相关债券。此外出现了债券置换的方式，主要是 17 桑德工程 MTN001 和 17 华昌 01。展期或者债券置换是与现有投资者协商延长支付时间或以新债置换旧有债务，这种情况是否会越来越多，以及其反映的发行人本身的经营以及流动性问题值得关注。**2) 4 月偿付压力分析。**4 月产业债到期量前三的行业为公用事业、综合和采掘行业，就性质来看，民企债到期量占比小，绝大多数是国企债到期。从集中度来看，部分主体短期内偿债压力相对较大。再考虑回售量，预计 4 月实际产业债回售量在 430 亿左右，综合、建筑装饰、房地产是进入回售期金额最多的三个行业。

一周市场回顾：净供给减少，收益率下行为主

上周主要品种信用债一级市场净供给 1319.84 亿元，较前一周 2052.63 亿元有所减少。二级交投增加，收益率下行为主。具体来看，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 14BP，AAA 等级收益率下行 9BP，AAA-等级收益率下行 7BP，AA+等级收益率下行 5BP，AA、AA-等级收益率下行 1BP；3 年期品种中，超 AAA、AAA 级收益率下行 15BP，AAA-等级收益率下行 14BP，AA+等

级收益率下行 11BP，AA、AA-等级收益率下行 7BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 11BP，AAA 等级收益率下行 10BP，AAA-等级收益率下行 9BP，AA+等级收益率下行 6BP，AA 等级收益率上行 1BP，AA-等级收益率下行 2BP；7 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 6BP，AAA 等级收益率下行 3BP，AAA-、AA+等级收益率下行 4BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周公告有 1 项信用债主体评级上调，有 3 项信用债主体评级下调。主体评级上调数量持平，下调数量有所减少。评级上调的 1 家发行主体为城投平台，评级下调的主体中无城投平台。上周无新增违约债券和新增违约主体。

策略展望：安全为上

信用债收益率整体下行。上周信用债市场收益率再次下行，AAA 级企业债收益率平均下行 8BP，AA 级企业债收益率平均下行 4BP，城投债收益率平均下行 4BP。

美联储直接购买投资级债券，挽救企业债流动性。上周海外市场变动依旧是市场关注焦点，近期美国企业债券市场利差飙升，资金踩踏出场，针对债市的问题，上周美联储推出新的工具 SMCCF，宣布可直接购买投资级企业债券，尽管目前政策力度尚显不足，但政策空间还有，未来可能视情况继续加码。从市场反应看对于缓解企业债券市场流动性危机有一定成效，投资级及高收益债市场已经均有好转。不过我们认为，美国企业债市场蕴含的风险，来自于长期低利率环境下的过度债务融资，19 年三季度末美国企业部门杠杆率已经超过 08 年的峰值达到 75.3%，美联储的工具只能充当救火队长，给予企业暂时的流动性支持，但债务堆积的风险绝不会通过放水来解决，有效控制住疫情，使得未来经济免于陷入长期衰退，才有可能以时间换空间，逐步消化债务问题。

政治局财政政策更积极，城投债可继续关注。3 月 27 日政治局会议召开，会议在财政政策上表述更为积极，提出要适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。今年以来疫情带来的信用冲击不得不重视，当前信用债投资建议还是以安全为上，城投债在今年境况整体偏利好，融资环境确定性向好，业务受冲击整体有限且受益于后期基建项目的增加，政治局财政政策基调更积极，有助于缓解疫情和减税降费对地方财力的冲击，建议在控制久期的前提下可继续关注，负债端稳定的投资者可考虑资质下沉。

附：2020 年至今违约债券的相关信息统计

序号	发行人	行业	公司性质	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	
6	新华联控股有 限公司	资本货物	民营企业	15 新华联控 MTN001	中票	2020-3-6	10	6.98	招商证券,招商 银行	银行间	首次违约。受新型冠状病毒肺炎疫情不可抗力因素的严重影响,公司所属文化旅游、商业零售、景区景点、酒店餐饮、石油贸易等业务遭受重创。
				19 新华联控 SCP002	超短融	2020-3-10	10.1	7.8	—	银行间	
				19 新华联控 SCP003	超短融	2020-3-10	3.5	9	—	银行间	

7	北京桑德环境工程	水的生产和供应业	中外合资企业	17 桑德工程 MTN001	中票	2020-3-6	1	6.5	浙商银行	银行间	首次违约。共有 11 家持有人参与置换，置换金额合计为 4 亿元，占置换标的发行金额比例为 80%；未参与置换的持有人共 2 家，未参与置换金额为 1 亿元，占置换标的发行金额比例为 20%。
8	天广中茂股份有限公司	专用设备制造业	公众企业	16 天广 01	公司债	2020-3-5	12	6	广发证券	深圳	公司面临资金短缺、回售款项仍在筹集当中。3 月 3 日，天广中茂大股东邱茂国违规担保涉及总担保金额已经从 1 亿元升级至近 4 亿元。
9	中信国安集团	综合	公众企业	16 中信国安 MTN001	中票	2020-3-10	16	4.49	—	银行间	中信国安 2 月 26 日晚间公告称，中信国安子公司拟择机出售三六零不超 4436.92 万股股票。
10	印纪娱乐传媒股份有限公司	媒体	民营	17 印纪娱乐 MTN001	中票	2020-3-10	4	6.3	民生银行	银行间	公司正常融资功能基本丧失，短期流动性较为紧张。
11	力帆股份	汽车制造业	民营	16 力帆 02	公司债	2020-2-15	11	7.5	—	上海	首次违约。
12	康得新复合材料集团股份有限公司	材料	民营	17 康得新 MTN001	中票	2020-2-18	10	5.5	中信银行,浦发银行	银行间	康得新于近日收到张家港市人民法院和苏州市中级人民法院的合计 18 份《执行决定书》。18 起案件的案由包括了金融借款合同纠纷、公司债券交易纠纷、建设工程施工合同纠纷等，涉及金额合计逾 30 亿元。
13	上海华信国际集团有限公司	能源	民营	17 沪华信 MTN001	中票	2020-2-12	25	7.88	邮政银行,中金公司	银行间	2020 年 2 月 12 日，法院裁定受理公司破产清算。
				17 沪华信 MTN002	中票	2020-2-12	25	7.5	邮政银行,中金公司	银行间	