

债券周刊

上周新增违约债券 5 只，金额合计 44.6 亿元，涉及企业 4 家，分别为力帆股份、中信国安集团、印纪传媒和新华联控股。其中力帆股份是首次违约。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、力帆股份：公司未能按期兑付“16 力帆 02”债券本息。“16 力帆 02”发行规模 11 亿元，期限 4 年，票面利率 7.5%。

2、中信国安集团：“16 中信国安 MTN001”不能按期足额偿付利息，已构成实质性违约。“16 中信国安 MTN001”发行规模 16 亿元，期限 5 年，票面利率 4.49%。

3、上清所公告，未收到“17 印纪娱乐 MTN001”付息兑付资金。“17 印纪娱乐 MTN001”发行规模 4 亿元，期限 3 年，票面利率 6.3%。

4、新华联控股：“15 新华联控 MTN001”违约导致“19 新华联控 SCP002”、“19 新华联控 SCP003”交叉违约。“19 新华联控 SCP002”发行规模 10.1 亿元，期限 270 天，票面利率 7.8%；“19 新华联控 SCP003”发行规模 3.5 亿元，期限 270 天，票面利率 9%。

5、北大方正未于破产申请受理日（2 月 19 日）足额兑付“19 方正 MTN002”，构成实质性违约。“19 方正 MTN002”发行规模 15.5 亿元，期限 3 年，票面利率 6.5%。

6、三亚凤凰国际机场：“19 凤凰机场 CP001”本息到期兑付存在不确定性。

7、上海华信国际集团：法院裁定受理公司破产清算。

8、大公下调山东如意科技集团主体及相关债券的信用评级，评级展望调整为负面。

9、证监会恢复审查融创房地产集团有限公司公开发行公司债申请。

短期债牛延续，但性价比降低——利率债周报

专题：专项债如何发力？

专项债发行明显加速。2020年1-2月累计发行地方政府债12229.9亿，同比增加56.36%。年初至3月19日共发行地方债13763亿元，其中专项债10134亿、占提前下达专项债额度的78.6%，一般债3628.8亿元、占提前下达一般债额度的65%。

利差收窄，倍数略降。从利率来看，专项债发行利率跟随市场利率下行，与国债利差有所收窄，导致发行倍数相对于去年同期有所下降。此外，目前发行的专项债全部为新增债券。

专项债投向基建比例明显提高。受政策引导，截至3月19日，发行的10134亿元专项债中，85.3%的资金投向基建。而2019年专项债投向基建的比例仅为25%左右。基建专项债中，交通运输类占比最大（32.5%），即轨道交通、收费公路、铁路、物流和停车场等；基础设施建设占比22.3%；园区建设占比7.2%；生态环保占8.7%；能源水利占比3.5%；市政建设占2.5%；城乡建设4%；其他基建占比19.4%。2019年专项债70%的资金投向土储和棚改，因此专项债对基建投资拉动有限。今年在政策加持下，专项债对基建投资的拉动作用有望明显增强。

上周市场回顾：资金利率上行，债市有所分化

资金利率上行。央行连续三周暂停逆回购操作，上周逆回购既没有投放也没有回笼。R001均值上行22bp至1.81%，R007均值上行3bp至2.21%。DR001均值上行24bp至1.75%；DR007上行19bp均值2.12%。

上周债市分化。上周，1年期国债收于1.92%，环比上行1BP；10年期国债收于2.68%，环比上行5BP。1年期国开债收于2.09%，环比上行4BP；10年期国开债收于3.06%，环比下行8BP。

本周债市策略：短期债牛延续，但性价比降低

定向降准落地，宽松仍将延续。央行3月13日宣布，将于3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，释放长期资金4000亿元，并对符合条件的股份行额外定向降准1个百分点，释放长期资金1500亿元。两者合计释放资金5500亿元。定向降准每年可直接降低相关银行付息成本约85亿元，额外给股份行降准有利于引导贷款

报价下行，降低实际贷款利率。当前内部外部面临不同形势，预计国内将保持流动性充裕，而后续宽松的幅度将取决于海外疫情影响的程度。

短期债牛延续，但性价比降低。近期海外流动性风险升温，国内的外资卖盘也有小幅增加。但我们认为国内流动性充裕，而且市场相对封闭，因而不会有流动性危机。短期内，基本面和政策面对债市偏利好，货币宽松、金融监管放缓与配置需求有望部分对冲供给冲击，中美利差和期限利差保护较足，债市短期依然有支撑。但国内基本面也不支持央行像国外央行一样大幅降息使得利率大幅下降。当前利率债相对于贷款和A股的性价比有所下降，且30年国债成交量数据已经在2月份释放出牛尾信号，中期需防范基本面修复、宽松政策衰减对利率的冲击。

耐心等待，择机配置——信用债周报

专题：房企债市融资情况跟踪

1) **境内债融资边际好转。**首先是地产债发行量上，1-2月均保持了220亿左右的规模，3月前两个周地产债发行量已经超过420亿。其次从净融资来看，1月和2月地产债净融资连续两个月为正，3月份地产债偿付压力不大，大概不到230亿，预计净融资还会较1-2月有大幅回升。**不过地产发债限制政策尚未放松。**近期成功发债的企业看多半是国企和央企，民企地产债偏少，且是AAA级和AA+级的主场。**融资成本分化明显。**资质靠前的龙头房企融资成本非常低，发行的短融不少利率已经到了2时代。当然也有房企融资成本很高，分化明显。2) **ABS产品可做融资补偿，近期较少。**3) **境外地产债节前井喷，近期缓和。**2019年国内地产企业境外发债融资规模创历史新高，净融资超过480亿美元，在境内融资收紧的情况下，境外发债是重要的融资补充。2020年1月份境外地产债发行量创下历史新高，发行了近160亿美元，当月净融资126亿美元。2月以来发行量明显回落。**境外融资成本分化更为明显。**比如1月下旬恒大发行的4年期美元债，利率高达12%；而同样是1月份龙湖集团发行的7年期美元债利率只有3.375%，比同时期国内还要低不少。总的来说，今年疫情冲击销售回款下，房企融资需求旺盛，近期尽管融资政策并未有改变，但房企境内债市融资边际好转，不过企业间差异明显，分化依旧是主旋律。

一周市场回顾：净供给增加，收益率上行为主。

上周主要品种信用债一级市场净供给 2591.52 亿元，较前一周增加。二级交投增加，收益率上行为主。具体来看，1 年期品种中，超 AAA、AAA、AAA- 等级收益率下行 2BP，AA+ 等级收益率下行 1BP，AA 等级收益率下行 1BP，AA- 等级收益率上行 8BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 7BP，AAA、AAA- 等级收益率上行 6BP，AA+ 等级收益率上行 7BP，AA 等级收益率上行 4BP，AA- 等级收益率上行 6BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 3BP，AAA 等级收益率上行 4BP，AAA- 等级收益率上行 7BP，AA+ 等级收益率上行 8BP，AA 等级收益率上行 3BP，AA- 等级收益率上行 6BP；7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 2BP，AAA 等级收益率上行 2BP，AAA- 等级收益率上行 2BP，AA+ 等级收益率上行 1BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周公告 2 项信用债主体评级向上调整行动，均为评级上调。评级上调的主体中有 1 家城投平台。公告三项主体评级向下调整行动，一家为评级展望负面，两家为评级下调。与上一个交易周相比，评级下调数目减少。评级下调的主体中无城投平台。上周 4 只债券出现违约，无新增违约主体。

策略展望：耐心等待，择机配置

国发 4 号文发布，试点地区用地审批权下放。3 月 12 日国务院发布《关于授权和委托用地审批权的决定》（国发【2020】4 号）（以下简称“国发 4 号文”），特别关注的是，将法定属于国务院的永久基本农田转建设用地审批权和永久基本农田、永久基本农田以外的耕地超过三十五公顷、其他土地超过七十公顷的征地审批权授予部分试点省、自治区、直辖市人民政府，8 个地区先行试点 1 年。这一变动是在前期新修订的土地管理法上的再次突破，或与疫情冲击、需加大基建建设有关，下放用地审批权则有助于提高效率，保障建设用地的及时供应。另外疫情多少削弱了地方财力，下放用地审批权有助于地方政府调节建设用地指标，根据自身情况调节土地收入。尽管只是 8 个地区试点，但释放出了积极的信号，政策对城投债偏利好，对房地产行业的影响还有待观察。

仍看好地产债，可耐心等待、择机配置。政策方面，上周深圳市住建局称支持房地产企业加快复工复产，切实拓展居住用地供应渠道；具备房地产开发一级资质的企业，可申请解冻不超过预售资金总额的 20%。不过还是有个别地方出台稳定房地产政策文件被叫停。地产融资端的政策仍旧偏紧，此前出现了部分银行下调首付比例的消息陆续被否认。整体来看，地产政

策的定力目前还比较强，尚没有出现大幅放松的迹象。尽管疫情对地产销售冲击较大，但年后地产债并未受影响，收益率跟随市场大幅下行，一是债市配置力量较强，二是地产债整体风险可控，疫情前房企资金链相对健康，受疫情冲击部分企业有流动性压力，但可通过减少拿地得到缓解，且地产企业资产流动性高，抗风险与处置风险的能力也是有目共睹。最后虽然地产融资政策仍偏紧，但复工复产、加快推地、资金的灵活使用方面的政策，都还是被认可的。展望未来，我们对地产债仍旧偏积极，若因个别事件冲击有所调整，可择机配置。

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	
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	