

债券周刊

上周无债券违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 20 家企业共 50 只债券出现违约，违约金额为 636.222 亿元。

1、5 月 15 日，“15 营口沿海 MTN001”本息兑付资金已划至上交所。此前中诚信国际称营口沿海开发建设集团货币资金为 0.37 亿元，不足以覆盖即将到期的本息，公司偿债资金落实存不确定性。

2、5 月 13 日上午，中国信达资产管理股份有限公司江苏省分公司与三胞集团在南京签署战略合作协议。中国信达将向三胞集团提供规模近百亿元的流动性支持。三胞集团债务重组启动在即。

3、交易商协会公告，对兴业银行、中信证券予以警告，责令进行全面深入的整改，因在部分债务融资工具选聘主承销商投标过程中，中标承销费率远低于市场正常水平，预估承销费收入远低于其业务开展平均成本。

4、评级下调事件：①标普将宜华集团评级下调至 SD，随后撤销评级；②联合评级将贵人鸟主体信用等级由 CC 下调至 C。③因融资渠道减弱，惠誉四日内两度下调泰禾集团评级，将其评级下调至 CC；联合资信将泰禾集团主体长期信用等级由 AA+ 下调为 AA-。④穆迪将正通汽车评级由 B2 下调至 B3，展望仍为负面。⑤惠誉将美年健康信用评级从 BB 下调至 BB-。⑥中诚信国际下调内蒙古矿业集团主体及“15 蒙矿集 MTN001”的信用等级至 BBB。

利好有限，警惕风险——利率债周报

专题：信托非标转标，增加债券配置

资管新规配套细则——信托新规。自 2018 年 4 月 27 日资管新规发布以来，各资管机构（商业银行理财业务、证券期货机构、商业银行理财子公司、保险公司、信托公司）配套细则陆续出台，内容一脉相承，逐步细化。

信托新规核心看点在私募定位和非标限制：一、坚持私募定位。资金信托面向合格投资者以非公开方式募集，投资者人数不得超过 200 人。否定了此前关于资金信托公募的消息。突破 200 人限制实际操作中困难重重。通过银行理财子公司公募然后投资集合资金信托计划绕开 200 人限制会受到公募理财在投资集中度和期限匹配上的限制。而同一家信托公司通过设立多个资金信托投资同一个非标项目受到资管新规约束。**二、对投资非标做出明确比例和集中度限制。**信托公司管理的全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的 50%。信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的 30%。一直以来信托投资非标并没有比例限制，部分信托公司非标投资占比较高。未来非标投资将会被压缩。按照央行标准化资产征求意见稿来看，债券类资产除了现金存款和证券化资产外，都是非标。

信托转型，非标转标增加债券配置。2018 年-2019 年金融去杠杆，导致信托事务管理类资产规模（通道业务为主）大幅缩减，信托总资产余额也出现下降，2019 年资产规模降幅有所收窄。此次信托新规定定位私募性质将加大信托公司做大规模的难度，此外新规对集合信托投资单一非标占净资产的比例作出 30%的限制，将使得信托公司非标业务被大幅压缩，资产结构调整在所难免。新规规定固收类资金信托放开正回购可融入资金，鼓励信托公司发展债权类信托业务，促进信托公司发展债券投资类主动管理业务，以债券为代表的标准化资产逐步受到重视。

上周市场回顾：资金继续宽松，债市调整

资金继续宽松。4 月央行降准释放 2000 亿资金在上周实施，上周央行继续暂停逆回购操作，进行 1000 亿元 MLF 操作，部分对冲 2000 亿 MLF 到期，公开市场净回笼 1000 亿元。

债市利率继续调整。受到海外复工预期、货币金融数据抬升等影响，上周债市继续调整。1年期国债收于1.22%，环比上行1BP；10年期国债收于2.68%，环比上行4BP。1年期国开债收于1.39%，环比上行6BP；10年期国开债收于2.96%，环比下行1BP。

本周债市策略：利好有限，警惕风险

从短端来看，国内央行通过降准、定向降准、降低MLF/逆回购招标利率/LPR从基本面看，4月CPI继续下降，而PPI跌幅有所扩大，通胀整体下行，但是进入5月欧美各国计划逐步重启经济，OPEC+减产协议开始生效，国际油价触底反弹，国内煤价持平，钢价小幅回升，PPI将有所回升，各国央行在疫情期间均大幅放水，我国广义货币增速连续2个月大幅回升，下半年通胀风险或有所上升。此外，1季度经济底已现，内需好转，2季度经济将逐步恢复。从资金面看，货币配合财政发力的政策思路不变，资金面将维持宽松，但边际上力度减弱。从配置力量看，外资债市配置力量依然较高，信托新规将促进信托资金非标转标，但由于总体规模受影响，对债市贡献有限。银行购债增速放缓，表内资金受限于国债和地方债供给压力。综合来看，基本面减分，资金面平分，政策面平分，5月债市处于牛市和熊市的转换期，短债优于中长债。

注重息差保护——信用债周报

专题：ABS产品利差与风险事件回顾

1) 企业ABS和ABN利差可观，信贷ABS利差相对较窄。以5年以内AAA的产品为例，企业ABS与同期限同等级的中票利差17年以来平均大约在75-150BP之间。2) 国内ABS违约事件相对较少，目前有大成西黄河2014-1、庆汇2016-1和18北大科技ABN001优先级构成实质性违约。评级下调的资产支持证券中底层资产为基础设施收费的占比相对较高。总结经验，对于基础设施收费权ABS，应关注基础资产的经营风险和集中度风险。其经营风险往往受所处区域宏观环境、行业景气度、市场供需情况、持续运营能力等因素影响；集中度风险方面应考虑付费使用者的地域分布、行业分布和人群分布的集中度。外部增信强于内部增信，关注点不应仅停留在增信的形式上，需关注实际增信效果。对于融资租赁ABS，应关注基础资产集中度风险。一是考虑承租人的集中度风险，包括单一承租人的偿付占比情况、承租人客户性质、行业分布、地区分布情况等，若租赁款项主要集中某一

承租人或承租人客户性质单一，则不利于风险分散。基础资产要求单个承租人最高集中度一般不能超过 50%；二是考虑租赁资产集中度风险，若租赁资产单一，主要依赖某一业务的经营，则面临一定的经营风险。

一周市场回顾：净供给减少，收益率上行为主

上周主要品种信用债一级市场净供给-305.46 亿元，较前一周 208.25 亿元有所减少。二级交投增加，收益率上行为主。中短期票据收益率全面上行。具体来看，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 4BP，AAA 和 AA-等级收益率上行 3BP，AAA-和 AA+等级收益率上行 2BP，AA 等级收益率上行 1BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 8BP，AAA 和 AAA-等级收益率上行 7BP，AA+和 AA-等级收益率上行 6BP，AA 等级收益率上行 5BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 5BP，AAA 和 AA 等级收益率上行 11BP，AAA-等级收益率上行 13BP，AA+和 AA-等级收益率上行 12BP；7 年期品种中，超 AAA 和 AAA 等级收益率上行 8BP，AAA-和 AA+等级收益率上行 10BP。

一周评级调整及违约情况回顾

上周公告 1 项信用债主体评级向上调整行动，为评级上调；公告 3 项主体评级向下调整行动，2 家为评级下调，1 家为评级展望下调。与前一周相比，评级向上调整数目持平，评级向下调整的数目增加。评级上调的 1 家主体是城投平台，评级向下调整的 3 家主体中无城投平台。上周无违约债券和新增违约主体。

策略展望：注重息差保护

上周信用债收益率继续调整，AAA 级企业债收益率平均上行 7BP，AA 级企业债收益率平均也上行 7BP。展望未来：

1) 资金信托新规影响几何？5 月 8 日下午，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，明确规定：“资金信托面向合格投资者以非公开方式募集，投资者人数不得超过 200 人。”此外还设定了信托非标资产投资比例限制，“信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额，不得超过信托公司净资产的 30%。信托公司管理的全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的 50%。”房企是资金信托融资的重要参与者，新规对于房企融资会带来重大影响，特别是 30%的单一融资人限制，

不少大型房企的融资产品面临整改压力。不过预计新规不会立刻实行，总的来说，资金信托新规对房企融资影响短期有限、长期较大，房企融资需加快“非标转标”，对非标融资依赖度高的主体未来融资竞争力弱化。

2) 信用债关注息差保护。上周信用利差整体再度小幅走高，长久期品种信用利差上升幅度更大。展望未来，未来经济复苏预期加强，但进度存不确定性，市场预期可能会有反复；货币政策是否恢复常态化还有待观察；上半年信用债供给小高峰 3-4 月已过，未来供给压力或边际好转。信用债利差目前已经被拉开，相比于利率债的性价比得以修复，不过目前收益率水平还较低，或影响到市场投资热情。信用债建议自下而上加大挖掘力度，关注息差保护。

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	16 皖经 01	公司债	2020-3-30	5	7.3	中金财富,东兴证券	上海	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。
				18 皖经建 MTN002	中票	2020-3-30	5	7.5	徽商银行	银行间	
				18 皖经建 MTN001	中票	2020-1-16	5	7.3	徽商银行	银行间	
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	山东省邹平市人民法院裁定认可和解协议。
				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	①“15 康美债”利息全额支付。②康美药业日产百万医用口罩生产线 3 月 17 日正式投产。
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	①截至 4 月 19 日, 共有 434 家债权人向管理人申报了 438 笔债权, 申报债权金额共计 1628.26 亿元。②管理人于 4 月 20 日发布关于招募战略投资者的公告, 要求原则上, 最近一年经审计的资产总额应不低于 500 亿元或净资产不低于 200 亿元。
				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	上海

证券											
				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。因受新型冠状病毒肺炎疫情不可抗力因素的严重影响,公司部分业务遭受重创,经营回款大幅减少。据悉,今年1至2月,新华联经营回款降幅超过60亿元。
				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。中诚信国际大幅下调桑德环境工程主体及相关债项信用等级,将桑德工程的主体信用等级由AA下调至B。
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	股东违规担保3.9亿,公司曾提示终止上市风险。
9	中信国安集团	综合	公众企业	15 中信国安 MTN001	中票	2020-4-27	30	6.5	中信银行,中信建投	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过4436.92万股股票。
				16 中信国安 MTN001	中票	2020-3-10	16	4.49	—	银行间	
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	民营	16 力帆 02	公司债	2020-3-15	11	7.5	—	上海	首次违约。4月15日,拟向控股股东转移8.66亿元债务;4月16日,将

		业									公司及其7家子公司对润鹏地产的合计约1.22亿元债务转移给大股东力帆控股，最终形成力帆控股对力帆股份1.22亿元的债权。
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	
14	中国城市建设控股集团有限公司	土木工程 建筑业	民营	16 中城建 MTN001	中票	2020-3-2	18	3.97	浙商银行,华泰证券	银行间	公司将继续与股东保持沟通，使用包括但不限于股东增资、股东借款、股东担保等方式筹集偿债资金。同时，公司也在谋求按照法律程序主动出售部分资产用于偿还债务。
15	金洲慈航集团股份有限公司	其他制造业	民营	17 金洲 01	公司债	2020-4-3	5.2	9	华泰联合证券	深圳	“17 金洲 01”已处于实质性违约状态。
16	永泰能源股份有限公司	煤炭开采 和洗选业	民营	18 永泰能源 MTN001	中票	2020-4-7	5	7.5	上海银行,华泰证券	银行间	永泰能源一边对部分违约债券进行延迟分期付款，一边加紧自身资产处置动作。据相关统计数据显示，截至2019年6月，永泰能源与债券持有人签订协议，对共计40亿元的“16 永泰 01”、“16 永泰 02”、“16 永泰 03”债券进行延迟分期付款。
17	南京建工集团	土木工程 建筑业	民营	H7 丰盛 01	私募债	2020-4-13	8	7.9	招商证券	深圳	3月2日，四川信托发布了一款产品，融资方是丰盛控股有限公司的全资子公司。融资方将南京市雨花台区核心位置成熟商业抵押给四川信托，抵押物估值约16.16亿元。
18	华泰汽车集团	汽车制造业	民营	16 华泰 01	公司债	2020-4-14	11.53	7.2	英大证券	上海	2019年7月，富力集团与华泰汽车达成战略合作，富力集团将参股华泰汽车，在新能源汽车、智能网联、无人驾驶等领域开展合作。

19	中融新大集团	资本货物	民营	18 中融新大 MTN002	中票	2020-4-20	6.492	8	恒丰银行	银行间	首次违约。
20	宜华企业集团	家具制造业	民营	17 宜华企业 MTN001	中票	2020-5-6	10	6.5	光大银行	银行间	首次违约。