

## 债券周刊

上周新增违约债券 3 只，金额合计 15.2 亿元，涉及为金洲慈航和安徽省外经建设，无新增违约主体。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 14 家企业共 43 只债券出现违约，违约金额为 547.2 亿元。

1、金洲慈航：公司未能如期兑付“17 金洲 01”本息，本期债券已处于实质性违约状态。“17 金洲 01”发行规模 5.2 亿元，期限 3 年，票面利率 9%。

2、安徽省外经建设：“18 皖经建 MTN002”和“16 皖经 01”未按期兑付利息。其中，“18 皖经建 MTN002”发行规模 5 亿元，期限 5 年，票面利率 7.5%；“16 皖经 01”发行规模 5 亿元，期限 5 年，票面利率 7.3%。

3、北大科技园：未按期足额偿付“18 北大科技 ABN001 优先级”资产支持票据本息。保证人方正集团及北大资源亦未承担保证担保责任，导致本期资产支持票据未能于支付日（即 2020 年 3 月 31 日）按期足额兑付优先级资产支持票据本息。

4、桑德工程：“17 桑德工程 MTN001”持有人会议审议通过展期兑付方案；桑德工程暂时无法执行展期兑付方案，后续将与本期债券持有人进一步沟通。

5、西王集团：百亿债务和解协议获债权人会议高票通过。

6、山东胜通集团：目前山东胜通集团股份有限公司等十一家公司合并重整计划（草案）已于 4 月 3 日提交东营中院。

7、评级下调事件：①中诚信国际将西部航空的主体信用等级由 AA 调降至 AA-，将“17 西航 01”的债项信用等级由 AA 调降至 AA-，并将主体和债项列入可能降级的信用评级观察名单；②惠誉将广汇汽车长期外币发行人评级由 BB- 下调至 B+；③标普将亿达中国控股的长期发行人信用评级从“CC”下调至“SD”，同时将该公司的高级无抵押票据的长期发行评级从“C”下调至“D”。

## 曲线陡峭化，关注交易机会——利率债月报

### 3月市场回顾：海外疫情蔓延，国内债市大涨

3月以来海外疫情持续发酵，资本市场巨震，避险情绪高涨，全球经济下行风险增加，各国央行纷纷推出极度宽松政策应对疫情，国内央行也通过降准、降息等手段保持流动性宽松，降低实体经济融资利率，在此背景下债市再度大涨。

货币利率方面，3月R001月均值为1.38%，环比下行34BP；R007月均值2.04%，环比下行32BP；DR001月均值为1.30%，环比下行30BP；DR007月均值1.84%，环比下行33BP。1年期国债收于1.69%，较2月末下行24BP；10年期国债收于2.59%，较2月末下行15BP。1年期国开债收于1.85%，较2月末下行30BP；10年期国开债收于2.95%，较2月末下行25BP。

### 经济和政策前瞻：外需影响可控，财政积极发力

**外需影响可控，内需有望发力。**海外疫情蔓延，外需将冲击国内经济，而长达两年的中美贸易摩擦令中国对外贸易依存度大幅下降，外需对国内经济冲击可控。如果海外疫情能够在2季度得到控制，外需对今年中国经济的拖累大约在0.85%-1.7%。预计国内全年仍可实现3-4%的GDP增长。短期国内数据看，PMI大幅回升，但并不代表制造业景气已恢复至疫情前水平，推算成同比增速仅仅比2月降幅略微收窄，显示制造业景气仍弱。从中观高频数据来看，生产表现仍然好于需求。一方面，需求初现回暖，各口径下地产销量增速普遍回升。另一方面，生产继续改善，发电耗煤增速逐旬回升，粗钢产量降幅有所收窄，汽车、钢铁等主要行业开工率也延续上行态势。

**财政积极有为，宽松力度加码。**政治局会议提出要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要积极有为，稳健的货币政策要灵活适度。相比欧美大幅依赖宽松货币政策，国内降准降息幅度有限，体现出稳健政策思路，但近期降息降准纷纷落地，显示宽松力度加码。中国政府债务率比欧美国家低，积极财政仍有空间，主要体现在三个方面：财政赤字率适度上调、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模。我们预计2020年的财政预算赤字总额为7.91万亿，同比增长约3万亿。今年新增的财政赤字占GDP的比重将接近3%，再考虑到财政政策的杠杆乘数效应，应该可以部分对冲疫情引发的经济下行压力。

## 债市前瞻：曲线陡峭化，关注交易机会

从基本面看，由于贸易摩擦升级已使国内外贸依存度大幅度下降，外需受影响程度有所下降，内需增长才是关键。国内财政政策发力，货币政策灵活配合，预计短期经济底已经过去，二季度或将回升。CPI 短期或维持高位，三四季度逐步回落，油价大跌及经济放缓令 PPI 低位时间拉长，通胀短期或继续分化。

从供需结构看，债市供给加速，但需求仍有支撑。预计 2020 年利率债净融资额或超过 8.5 万亿（不含特别国债），2 季度将是年内供给高峰。机构风险偏好下降、非标规模萎缩，机构的债券仓位普遍提升，年金和境外机构也成为了新增配置力量。此外，后续 LPR 趋降有利于提升利率债的配置价值、预计表内需求依然有支撑。

从曲线形态看，一方面，二季度基本面对债市支撑减弱，且财政加码和供给冲击对长端利率形成小幅扰动。但另一方面，央行降息降准释放流动性，带动短端利率下行，而配置需求仍在，长端利率难有大幅抬升空间。总体而言，当前债牛格局延续，在财政加码+货币宽松的组合中，预计收益率曲线将维持陡峭化，长端利率区间波动但整体中枢趋降，关注交易机会。

## 信用利差转扩，博弈情绪渐浓——信用债月报

### 3 月行业利差监测与分析

1. 信用利差走扩，高等级短久期表现更好。3 月信用债收益率震荡为主，但信用利差走扩明显，印证了我们 3 月初对信用利差再难压缩的观点；高等级短久期表现更好。2. 低等级城投债好于产业债，中高评级表现差异不大。截至 3 月末，AAA 级产业债-城投债利差在 -20BP，较 2 月底继续下行 6BP，说明 AAA 级城投债并没有特别的溢价；AA+级产业债-城投债利差在 125BP 左右，较 2 月底上行 10BP；而 AA 级产业债-城投债利差在 92BP 左右，较 2 月底上行 17BP，低评级城投债 3 月表现明显较好。3. 行业利差监测：高等级债中，有色金属、传媒、商贸是利差最高的三个行业。中等级债券中，商业贸易和综合行业利差相对较高。重点行业观察中，钢铁、采掘和房地产行业 AAA 级债超额利差保持平稳，地产低等级主体超额利差上行较明显。

3 月市场回顾：净供给增加，收益率下行为主。

3月主要信用债品种共发行14368.2亿元，到期5912.8亿元，净供给8455.39亿元，较前一个月的4241.73亿元有所增加。在发行的1449只主要品种信用债中有539只城投债，占比约37.2%，发行数量较前一个月有所增加。3月国债收益率及信用债收益率以下行为主，不同期限品种变动略有分化。

### 3月评级调整及债券违约情况回顾。

3月公告10项信用债主体评级向上调整行动，均为评级上调；公告14项主体评级向下调整行动，其中12项为评级下调，2项为评级展望下调。与前一月相比，向上调整评级数目和向下调整评级数目均有所增加。评级上调主体中有7家城投平台，评级下调主体中无城投平台。评级下调的主要品种信用债发行主体中，从行业分布来看，涉及行业包括批发和零售业，房地产业，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业以及信息传输、软件和信息技术服务业。3月违约债券15只，从违约类型来看，本息展期3只，触发交叉违约2只，涉及未按时兑付本金、本息、回售款、利息的类型10只，共涉及企业12家。3月新增违约主体4家，分别为力帆实业(集团)股份有限公司、北京北大科技园建设开发有限公司、北京桑德环境工程有限公司以及新华联控股有限公司。

### 投资策略：博弈情绪渐浓

3月信用债融资翻倍，但取消发行增多渐显博弈。3月31日国务院常务会议中提到，要引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。4月2日中国银行间市场交易商协会拟大幅扩大优质发行人范围、第一类发行人增至300家左右，且拟取消短融和中票发行人“待偿还余额不得超过企业净资产的40%”的限制，结合此前债市注册制的快速落地，政策支持信用债发展以补充企业融资的意图明确。3月信用债发行量和净融资均较2月翻倍，同时债市也出现了不少新面孔，反映了企业在债市融资的积极性较高，不过我们也观察到3月中下旬取消发行增多，3月取消、推迟发行规模接近550亿，创下19年以来新高，从结构看，中高评级占多数，且主要是国企和城投，考虑到信用债走牛尚未结束的背景，这或也反应了企业期盼更低成本融资与投资者追求收益之间的博弈。

地产融资尚无放松信号，高杠杆房企债勿过早介入。《经济参考报》4月2日刊发题为《信托公司迎窗口指导融资类监管加码》的报道称，继“去通道、控地产”以外，“逐步压降融资类信托”正成为信托监管的新目标。

据新华社报道，各地银保监局向辖区信托公司传达 2020 年信托监管要求，其中包括继续大力加强房地产信托业务管控，原则上 2020 年各信托公司房地产信托资产余额不得高于 2019 年末存量规模。目前房地产融资尚未有明确的放松信号，尽管我们依旧认为资金充裕型龙头房企仍可参与机会，但高杠杆房企债勿过早介入，后续可密切关注政策走向。

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	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	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	上海	

									证券	
			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	2020-3-15	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	
14	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。自 4 月 5 日起（因 4 月 5 日、6 日为假期，顺延至 4 月 7 日），本期债券在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台摘牌。