

债券周刊

上周新增违约债券 1 只，金额 11.53 亿元，涉及企业为华泰汽车集团，无新增违约主体。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 16 家企业共 45 只债券出现违约，违约金额为 563.73 亿元。

1、北大方正集团：鉴于公司已于 2 月 19 日被北京市第一中级人民法院依法裁定进入重整程序，故公司存续期内的债券均暂无法兑付兑息。

2、华泰汽车集团：“16 华泰 01”未按时兑付回售款和利息，构成实质违约。“16 华泰 01”发行规模 20 亿元，期限 5 年，票面利率 7.2%。

3、海航集团：①“13 海航债”持有人会议通过本息递延支付议案，递延至 2021 年 4 月 15 日支付。“13 海航债”发行规模 11.5 亿元，当前余额 3.904 亿元，期限 7 年，票面利率 7.1%。②海航集团就“13 海航债”发文严肃批评财务总监及相关人员。

4、海航控股：“19 海南航空 SCP002”已支付当期利息，本期债券兑付日期自 4 月 17 日起展期 270 天，兑付日调整为 2021 年 1 月 12 日。“19 海南航空 SCP002”发行规模 7.5 亿元，期限 270 天，票面利率 4.35%。

5、天房发展：全资子公司天津华景地产 3 年期 5 亿元规模“合众-天房天津瑞景商业不动产债权投资计划”还款展期约一年。该计划的投资资金固定年利率由 6.8%变更为 8.8%。

6、西王集团：山东省邹平市人民法院裁定认可和解协议。

7、新光控股集团：公司向金华中院提出申请，请求金华中院将新光控股等四家公司适用关联企业实质合并破产方式进行审理。4 月 10 日，金华中院回复称正在对管理人提请的上述申请依法进行审查。

8、评级下调事件：①惠誉将 MI 能源长期发行人违约评级 (IDR) 从 CC 下调至 C，因其未能按期于 4 月 12 日偿还美元优先票据当期利息，共计 1700 万美元。②穆迪 4 月 8 日将巨星医疗控股有限公司企业家族评级 (CFR) 和高级无抵押评级从 Ba3 下调至 B1，评级展望维持“负面”。③惠誉将中国体育用品生产商 361 度国际有限公司的长期外币发行人违约评级 (IDR) 从“BB-”下调至“B+”，展望“稳定”。

短期牛陡行情，长端空间受限——利率债周报

专题：近几年牛陡曲线的几个变化

第一，近6年牛陡之后都是牛平。以2014年为分界线，14年以前牛陡之后往往是熊陡或者熊平，主因通胀或经济反弹带动货币收紧，如果货币先收紧则熊平（05年、12年），如果货币收紧滞后于基本面反弹则熊陡（09年）。但14年以后牛陡之后都是牛平，源于牛陡后货币持续宽松，基本面持续下行，期限利差压缩。

第二，牛市拉长，利差收窄。1) 牛陡的顶点趋降，10-1年国债利差历史均值为196BP，而本轮牛陡的顶点没有超过140BP。2) 利差均值从09年起不断下滑。从09年的180BP，降到2014年以来的70BP以下。3) 牛市时间拉长。近三轮牛市时长分别为247、316和999天，本轮牛市已超过了810天。

变化原因：由于经济结构、人口结构变化等原因，我国经济增速放缓，宽松政策延长，且宽松对经济的刺激效果越来越弱。经济增速下滑使得利率中枢趋降，长端利率上行有顶；而宽松政策的延长，使得政策利率趋降，短端下行空间越来越小，于是“牛陡”越来越不陡，牛市越来越长。与此同时，这样的变化在美欧等发达经济体更加明显。

第三，但近两年监管因素抬升期限利差。本轮牛市的期限利差中位数远高于上一轮牛市，或与金融监管有关。（1）16年底~17年，货币收紧+金融严监管，限制同业套利和过度加杠杆，债市杠杆率下降，于此同时中长期纯债基金和偏债混和基金久期有所下降。（2）货基强监管+理财新规给了银行现金类理财和短期纯债基金迅速扩张的机会，整体利好债券，尤其是短债。

上周市场回顾：资金继续宽松，债市分化加剧

资金继续宽松。上周央行开展中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，MLF到期2000亿元，共计净回笼1000亿元。同时定向降准实施，释放长期资金约2000亿元。R001均值下行15bp至0.97%，R007均值下行2bp至1.52%。DR001均值下行14bp至0.9%；DR007上行2bp均值1.42%。

债市分化加剧。上周长端利率小幅上行、短端利率继续下行。1年期国债收于1.23%，环比下行1BP；10年期国债收于2.56%，环比上行2BP。1年期国开债收于1.24%，环比下行7BP；10年期国开债收于2.84%，环比下行2BP。

本周债市策略：短期牛陡行情，长端空间受限

货币宽松配合财政发力。上周 MLF 投放 1000 亿元不及到期量的 2000 亿，中标利率跟随下调 20bp 至 2.95%。MLF 缩量原因在于本周有 2000 亿定向降准资金释放，而非货币边际收紧。4 月 17 日政治局会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。我们认为，积极财政政策是未来政策发力重点，体现在，第一，提高赤字率，第二，发行抗疫特别国债，第三，增加地方政府专项债券。货币维持宽松来配合积极财政，政治局会议明确提出降息降准，这意味着后续 MLF 降息、降准（定向降准）政策可期。

短期牛陡行情，长端空间受限。历史经验表明，政府债券扩张前期，曲线倾向于牛陡，牛陡是否会向熊平或熊陡转变，要看经济是否复苏或流动性是否突然收紧。当前经济下行压力+对冲债券供给冲击+促进 LPR 利率下降，货币宽松延续，牛陡之后走向熊市概率不大。但受制于二季度供给冲击、经济反弹还未被证伪、货币宽松相对克制，长端利率大幅下行受限。预计收益率曲线维持陡峭化，长端利率区间波动但中枢下行，期限利差有小幅压缩空间，中短端确定性机会或大于长端。

曲线陡峭化，利差较难缩——信用债周报

本周专题：债券市场外还有哪些潜在风险？1) 中小银行不良率抬头。2019 年虽然商业银行的不良贷款率总体保持稳定，但是以中小银行为主的部分银行出现了不良贷款率提升的情形，个别银行不良率偏高。2020 年受新冠疫情冲击，潜在的中小企业和个人贷款违约率预期将会提升，出口企业贷款不良率压力也较大，接下来一两个季度会持续反映出来，资产质量差、抗风险能力弱的中小银行不排除会出现更多的信用风险。2) 非标融资尾部风险。当前经济承压明显，宽信用政策力度加强但短期较难渗透到中小企业，信用分层存在，政策上对非标融资依旧是控规模基调，非标融资市场上的尾部风险依旧不小。平台和地产公司是非标融资中的重要组成部分，均需关注尾部风险。3) 股权质押比例较低。18 年股权质押风险暴露后，政策疏导效果较好。尽管近期股市震荡，但股权质押风险整体较小。4) 现阶段风险相对可控。过去的几年里影子银行规模已大大减少，各类暴雷事件释放出前期积累的风险，如 P2P 暴雷、股权质押爆仓、债券市场民企违约潮等等。当然受疫情冲击，信用较薄弱的主体加剧了资金紧张和风险化解

难度，在此背景下确实也会带来信用风险的升温，缓解尾部风险还需政策积极引导。

一周市场回顾：净供给增加，收益率下行为主。上周主要品种信用债一级市场净供给 1794.22 亿元，较前一周 1434.74 亿元有所增加。二级交投增加，收益率下行为主。中票短融收益率下行为主，短久期品种下行幅度更大，具体来看，1 年期品种中，AAA 等级收益率平均下行 11BP，AA+ 等级收益率平均下行 15BP，AA 和 AA- 等级收益率平均下行 8BP；3 年期品种中，AAA 等级收益率下行 9BP，AA+ 等级收益率下行 3BP，AA 等级收益率持平，AA- 等级收益率下行 4BP；5 年期品种中，AAA 等级收益率下行 8BP，AA 和 AA- 等级收益率下行 3BP，AA+ 等级收益率上行 1BP；7 年期品种中，AAA 和 AA+ 等级收益率上行 6BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周无信用债主体评级上调和评级下调行动。上周新增违约债券 3 只，分别为 19 海南航空 SCP002、13 海航债以及 16 华泰 01。上周新增违约主体 2 家，分别为海南航空控股股份有限公司和海航集团有限公司，违约类型均为本息展期。

策略展望：曲线陡峭化，利差较难缩

曲线继续陡峭化，信用利差仍未回落。上周信用债收益率呈现先上后下行行情，全周看短久期品种收益率下行，长久期品种多为上行，收益率曲线继续陡峭化。信用利差整体继续走扩，目前信用利差已经接近历史中值水平，3 年期 AA 级中票利差已经回到 19 年初的位置，期限利差也已经拉至新高。

协会发文放松发行条件。上周交易商协会发布《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程（2020 版）》，优化完善注册发行制度，将原来“两类”架构升级为“两层四类”，相较于 16 版成熟层企业在分类指标上的限制整体上有所减少，有望扩容，更多的企业能享受便利、自主的注册发行条件；基础层企业发行限制也有所减少，发行条件整体放松。

如何看待后续信用利差走向？展望未来，供给端来看，3 月以来随着债市注册制落地及配套措施的推出，叠加近期企业融资需求旺盛，信用债供给较多，一定程度上也助推了信用利差的走扩，在宽信用背景下，预计未来政策仍将引导信用债扩容，供给压力始终存在；需求端来看资本市场资金充裕，配置力量强的格局仍会持续一段时间；信用风险来看，经过过去几年的风险暴露，信用债市场存量风险已经大大减少，超预期违约事件发生概

率不大，未来对信用债市场影响较大的风险来源可能有两点，一是花式违约刷新下限，影响投资者对发行人信心的信心，二是其他市场的风险传导，比如受疫情冲击较大的、社会信用环节中较薄弱的中小企业、外贸企业以及个人信用，违约风险大幅提高，有可能会通过影响中小银行以及面向尾部客户的非银金融企业资产质量而传导。目前信用利差已经接近历史中值，我们认为一段时间里还是会因为供给压力以及对信用风险的顾虑，利差压缩空间有限，不过考虑到货币短期也不会收紧，市场存量风险已经大幅减少，信用利差继续大幅走扩的推力也不足。

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	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	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	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。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。4 月 15 日,拟向控股股东转移 8.66 亿元债务;4 月 16 日,将公司及其 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	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。
15	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
16	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。