

## 债券周刊

上周新增违约债券 1 只，金额 5 亿元，涉及企业为永泰能源，无新增违约主体。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 15 家企业共 44 只债券出现违约，违约金额为 552.2 亿元。

1、永泰能源：上清所公告称未收到“18 永泰能源 MTN001”付息资金。“18 永泰能源 MTN001”发行规模 5 亿元，期限 3 年，票面利率 7.5%。

2、海航集团：将“16 海航集团永续期债 01”于 2020 年 4 月 14 日应付的 1.244 亿元利息进行递延支付，自 2020 年 4 月 14 日起，本期债券基本利差将上调 300 个基点至 656 个基点，基本利差调整后票面利率为 9.22%。

3、河南国控集团：针对债务化解工作，和 7 家银行进行了座谈，稳住存量的前提下，各家银行不采取法律措施追讨债务。

4、鹏博士：“18 鹏博债”回售资金筹措存在一定的不确定性。

5、海航控股：“19 海南航空 SCP002”本息到期兑付存在不确定性。

6、天津市房地产信托集团：“16 房信 01”等债券偿债保障措施发生重大变化。上述债券由天津房地产集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。天房集团控股上市公司天房发展于近期接到监管部门通知，天房集团所持有天房发展的股份被司法冻结。

7、评级下调事件：①新世纪评级下调上海新黄浦实业集团主体及“16 黄浦置业 MTN001”债项评级至 AA-；②惠誉将阳光 100 中国控股的信用评级从 CCC+ 下调至 CCC-；③惠誉将丽丰控股长期本外币发行人评级下调至“B+”；④惠誉将远东宏信评级从 BBB- 下调至 BB+，评级展望为负面；⑤标普将神州租车公司评级降至 B-，列入负面信用观察名单；⑥穆迪将广西金融投资集团公司列入下调观察名单。

## 曲线陡峭化，关注交易机会——利率债周报

### 专题：赤字率扩张对债市的影响

赤字率扩张时期债市如何表现？利率大多下行，前期曲线牛陡，后期牛平或熊陡。90年代以来，中国实际赤字率经历了四轮扩张，背景均是经济和核心通胀下行，央行大多采用宽松的货币政策，债券收益率大多在波动中下行。其中，98-00年、15-16年和18年至今，赤字率扩张时期对应债券牛市，前期呈现牛陡行情，后期呈现牛平行行情。但08-09年，由于积极财政带动经济复苏，货币先松后紧，债市先走牛然后转熊，曲线牛平-牛陡-熊陡。

发行特别国债如何影响债市？由于特别国债主要为定向发行，历史上三次定向发行占比分别为100%、87%和86%，因此对债市影响较为有限。从债市表现来看，定向国债的当年宣布发行和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。其中07年特别国债的发行计划和首次发行均对债市有所冲击；17年特别国债的续发对债市冲击较小。

牛市中，供给冲击仅仅扰动市场，但并不是决定因素。从历史经验来看，债券供给加大时，债券收益率的确会有不同程度的上行。但是债市供给并非债市主要矛盾，关键还是看货币政策走向、经济基本面情况以及配置需求是否能跟上。如15年6月的地方债供给冲击和18年8月的专项债供给冲击均对当时的债牛有所扰动，收益率小幅上行，但是由于当时宽松的货币环境，债牛延续。

### 上周市场回顾：资金利率下行，债市短端利率下行

资金利率大幅下行。上周，央行未展开逆回购操作，公开市场净回笼700亿元。资金利率先下后上，R001均值下行29bp至1.12%，R007均值下行46bp至1.54%。DR001均值下行27bp至1.04%；DR007下行43bp均值1.4%。

债市牛陡行情。受益于央行降准、降超储利率，上周债市先涨后跌，整体呈现牛陡行情。1年期国债收于1.24%，环比下行42BP；10年期国债收于2.54%，环比下行6BP。1年期国开债收于1.31%，环比下行42BP；10年期国开债收于2.85%，环比下行10BP。

本周债市策略：债市情绪高涨，牛陡行情延续

**促进利率并轨，央行再谈存款利率。**《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》于4月9日发布，该意见指出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”。当前LPR远高于AA短融和中票利率，这意味着贷款利率下行空间仍存，也意味着MLF调降仍有空间。从银行负债角度看，五大行和农商行存款占比在八成左右，股份行和城商行存款占比也在六成以上，因此降低存款成本有利于促进贷款利率下降。如何降低存款成本？可能的政策包括：第一，直接降低存款基准利率，但从利率比较、政策表态来看，近期降低存款基准利率概率不大；第二，放松监管，例如放宽流动性监管指标，缓解银行“拉存款”的压力，央行4月10日表态不会放松同业负债占比监管指标；第三，行政指导，例如加强结构性存款监管、限制高息揽储、下调存款上浮比例；第四，银行收益率下降，倒逼降低负债成本。

**债市情绪高涨，牛陡行情延续。**上周期限利差走阔，10-1年国债、国开债最大利差分别走阔至132BP和157BP，创本轮牛市以来最高值。30年期国债成交量、隐含税率、隔夜回购成交量三大指标显示，债市情绪高涨，其中后两个指标距离上轮牛尾还有距离。展望4月，我们认为牛陡行情延续。第一，资管新规和MPA考核时代，期限错配、同业套利受限，机构对短久期债券的增配抬升期限利差中枢。第二，财政加码+货币宽松的组合中，收益率曲线维持陡峭化，长端利率区间波动但整体中枢趋降。

## 收益率在下，利差未缩——信用债周报

**本周专题：上市公司业绩预告透露了什么？**截至4月10日，共有2301家A股上市公司公告了19年全年业绩预告，1010家A股上市公司公告了一季度业绩预告。1) **一季度业绩预告较差。**19年预喜（续盈、扭亏、预增、略增）公司占到六成，而20年一季度预喜公司占比仅有37%，其中略增的占到14%。2) **行业表现差异：**以目前披露的情况看，医药生物、电子、食品饮料行业一季度业绩预告情况较好，农林牧渔和轻工制造业预警占比也较低，不过预亏占比不低，可能反映内部分化明显。受疫情直接冲击的建筑、建材、纺织服装、交运、休闲服务、商贸等行业业绩预告差，也是预期之中，此外家用电器表现也差。因为目前有不少公司还未披露一季度业绩预告，所以样本的有限性可能影响最终结果。3) **再议疫情对企业基本面的影响。**债券投资角度上，利润的变化如果只是阶段性的，对主体资质的影响主要体现在对现金流上的冲击。疫情对企业的冲击是普遍存在的，当然分化始终

存在，不同行业受影响程度不同，同一行业内个体的差异也十分明显，比如复工复产的进度差异、对成本的控制能力、利润的可调节空间等。同时，外部环境对企业信用资质影响也十分重要，近期融资环境大幅宽松，有助于缓解企业流动性冲击。

**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 1434.74 亿元，较前一周 1081.86 亿元有所增加。二级交投减少，收益率下行为主。中票短融收益率全面下行，短久期品种下行幅度更大，具体来看，1 年期品种中，超 AAA、AAA 等级收益率下行 37BP，AAA-、AA+ 等级收益率下行 32BP，AA、AA- 等级收益率下行 24BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率下 32BP，AAA、AAA-、AA+ 等级收益率下行 31BP，AA、AA- 等级收益率下行 16BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 24BP，AAA 等级收益率下行 18BP，AAA-、AA+ 等级收益率下行 19BP，AA、AA- 等级收下行 9BP；7 年期品种中，AAA、AAA-、AA+ 等级收益率下行 19BP。

**一周评级调整及违约情况回顾：**上周公告有 2 项信用债主体评级上调，有 2 项信用债主体评级下调。评级上调的 2 家发行主体为城投平台，评级下调的主体中无城投平台。上周新增违约债券 1 只，为 18 永泰能源 MTN001，发行主体为永泰能源股份有限公司，违约类型为未按时兑付利息，逾期利息 3750 万元。

**策略展望：收益率在下、利差难缩**

1) 收益率跟随下行，信用利差未缩。上周信用债收益率“猛下”一波，AAA 级企业债收益率平均下行 23BP，AA 级企业债收益率平均下行 13BP，城投债收益率平均下行 18BP。4 月开头央行宽松继续加码，清明节前迎来双降，打开了货币利率下行的空间，信用债收益率跟随无风险利率大幅下行，不过信用利差整体并没有明显压缩。品种上依旧是流动性较好的中短久期、高等级表现较好，等级利差和期限利差被动拉开。

2) 融资宽松下城投亦有分化，区域差异愈加明显。4 月 9 日瓦房店沿海项目开发有限公司公告称公司刚发行的 20 瓦房 02 通过 17 瓦房 02 旧债换新债的方式 1:1 认购。今年以来桑德环境在银行间市场、华昌达在交易所市场均开先河完成了置换，而瓦房店开发此次置换如成功则应该是城投平台第一家。瓦房店市近年来经济、财政增速均不理想，公司营业收入主要来源是海域租赁，毛利率低且回款较差、近年来账龄有增加，利润依赖外部支持。公司债务到期集中，3 月底偿还了 3 亿的私募债，本月除了这次拟置

换的 4 亿私募债，还有一只 3 亿的私募债到期，19 年三季度末公司账面货币资金仅有 4.94 亿，兑付难度大，为此公司在 4 月 7 日发行了 3 亿的 20 瓦房 01，票面利率 7.5%，当前融资环境下这一利率或许也反映了公司再融资存在一定困难。今年城投整体融资环境向好，缓解了债务风险，个别地区还提出了清退 8% 以上融资目标，但依旧存在分化，风险地区低资质平台再融资仍然较难，未来区域间的差异会愈加明显。

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。
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