

债券周刊

上周新增违约债券 1 只，金额 6.49 亿元，涉及企业为中融新大集团，是首次违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 19 家企业共 48 只债券出现违约，违约金额为 596.222 亿元。

1、中融新大集团：“18 中融新大 MTN002”未足额偿付利息及回售部分本金。“18 中融新大 MTN002”发行规模 10 亿元，期限 4 年，票面利率 8%。本期应偿付利息 7500 万元，实付利息 4869 万元，应偿付回售本金 3.508 亿元。

2、北大方正集团：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；定于 4 月 30 日上午召开第一次债权人会议。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。

3、山东山水水泥集团：截至 3 月 31 日，公司已与所有债券持有人达成和解，涉及债券本金 68 亿元。公司根据和解协议已偿付 50.21 亿，未兑付的债券本金 17.79 亿元。

4、金地集团：收到监管函，要求核实将“18 金地 03”公司债券利率调降至 1.5%是否符合约定。

5、保定天威集团：河北省保定市中级人民法院裁定批准重整计划草案。

6、评级下调事件：①联合资信将中融新大集团主体长期信用等级由 AA+ 下调至 A，将“17 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN001”和“18 中融新大 MTN002”的信用等级由 AA+ 下调至 A，评级展望由稳定调整为负面。②中证鹏元将新纶科技主体长期信用等级由 AA 下调至 A+，评级展望由稳定下调至负面。③中诚信国际将宜华集团主体信用等级由 AA- 下调至 A，将“17 宜华企业 MTN001”和“17 宜华企业 MTN002”的债项信用等级由 AA- 下调至 A，同时将公司主体及上述债项信用等级继续列入可能降级的观察名单。④惠誉将世纪阳光长期发行人违约评级从 B 下调至 B-。⑤惠誉将金轮天地控股长期外币和本币发行人违约评级由 B 下调至 B-。⑥惠誉将海隆控股长期发行人违约评级 (IDR) 由 B+ 下调至 B。

长端下行受限，曲线延续陡峭——利率债周报

专题：人民币国际化、汇率与债市需求

货币与综合国力。经济、军事和货币实力是世界强国的象征，并互相支撑。18世纪英国工业产值、对外贸易和军事实力独领全球地位。英国国债吸引力来自英国经济军事实力、稳定的社会政治环境和成熟的金融市场。英国遵循工业强国—贸易投资强国—金融货币强国的发展轨迹。1944年布雷顿森林会议最终确定由美元取代英镑成为国际货币体系的核心，美元和黄金挂钩，其他货币与美元挂钩。这一结果与美国经济实力强大不无关系。一个国家的综合实力强盛起来之后，这个国家的货币就会成为全球追捧的储备货币。

美元和美元实力。美国发行美元不但可以弥补经常账户的逆差，还可以获得可观铸币税，由此推动了美国经济的繁荣，也使得美国有财力供养世界上最强悍的军队。经济实力和军事力量的交相呼应反过来又催生了全球各国中央银行和投资机构对美元的青睐，美元被视为最后的避风港。美元吸引力何在？对海湾地区产油国家而言，美国提供安全庇护。亚洲国家外汇储备积累主要源于贸易顺差，此外美元是国际贸易结算货币首选。

汇率与特定发展阶段对应。过去40年间，中国对外经济政策的核心是鼓励对外贸易、吸引外资和控制外汇。2005年之后低估的固定汇率不利于产业升级，也不利于发展出一个可持续的、对外较少依赖的经济增长模式，中国对外经济政策开始出现一系列的调整。2005-2013年人民币进入渐进升值阶段，从2014年年初开始进入了一个新时期，央行从日常干预中淡出，汇率波幅扩大。同时，中国人民币国际化步伐加快，很多政策和改革都围绕人民币国际化来展开，包括要素市场化配置改革、资本项目可兑换政策、金融市场开放政策、跨境贸易人民币结算业务完善、双边本币互换、一带一路政策等等。人民币国际化的各项政策措施将有助于人民币币值坚挺，为人民币成为储备货币做好准备。

汇率稳定与国内债市需求。短期美国仍将维持超低利率政策，预计美元指数趋势上会向联邦基金利率靠拢，美元币值难以长期坚挺，预计未来人民币将有序升值，而人民币资产价值将有所凸显。我们认为在人民币汇率有望稳定且有序升值、国内金融业对外开放步伐加快、国内债券市场收益率

仍较高的背景下，境外机构配置中国债券力度还会显著上升，成为国内债市需求的重要力量。

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 TMLF 到期 2674 亿元，续做 561 亿元，共计净回笼 2113 亿元。

债市利率下行。上周债市利率继续下行。1 年期国债收于 1.13%，环比下行 10BP；10 年期国债收于 2.51%，环比下行 5BP。1 年期国开债收于 1.2%，环比下行 4BP；10 年期国开债收于 2.8%，环比下行 4BP。

本周债市策略：长端下行受限，曲线延续陡峭

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 利率等降息方式、再贷款再贴现来抵御经济下行压力，总体流动性处于极度宽裕状态，超储利率下调到 0.35% 也打开了利率走廊下限，短端利率已经降至过去 10 年来最低点，后续继续下行的力量可关注降息步伐。从长端来看，一季度经济底已经出现，后续随着复工复产进度完成，经济会逐步改善，而财政发力保基建动力足，长端利率下行受限，曲线陡峭化将维持一段时间。后续关注全球大宗商品走势对通胀的影响、国内财政发力对经济拉动及存款基准利率变动可能性。

利差继续拉高——信用债周报

本周专题：PPN 品种研究。1) PPN 是重要的债务融资工具。截至 2020 年 4 月 24 日，PPN 累计发行 6591 只，累计发行规模 5.5 万亿，市场存量 2.2 万亿。2019 年共发行 6181 亿元，超过一般短期融资券和企业债，是重要的非金融企业债务融资工具。发行主体地方国企为主，城投 PPN 近一半。2) 债项评级占比不到 0.8%。PPN 发行时交易商协会没有强制评级要求。截至 4 月 24 日，累计发行的 6591 只 PPN 中仅有 76 只有债项评级，占比 1.2%。除去有担保的 PPN 来看，累计发行的 6423 只 PPN 中仅 51 只有债项评级，占比不到 0.8%，除 1 只债项评级为 AA-，其余均在 AA 及以上。从债项评级与主体评级的比较看，债项评级均不低于发行时的主体评级。3) PPN 与公募债券及私募公司债的利差比较。从存量样本 PPN（剔除有担保、含权以及浮动利率品种）与同期中债中短期票据到期收益率利差情况看（因为债项评级偏少，所以用主体评级作为同评级的比较），截至 4 月 24 日，AA 主体利

差为 280BP，AA+和 AAA 主体利差分别为 150 和 110BP。而与同样是私募的私募公司债品种比起来，PPN 收益率要更低一些。

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 2190.06 亿元，较前一周 1794.22 亿元有所增加。二级交投减少，收益率下行为主。中票短融为例，1 年期品种中，AAA 等级收益率下行 5BP，AA+等级收益率下行 2BP，AA 等级收益率下行 4BP，AA-等级收益率下行 2BP；3 年期品种中，AAA 等级收益率下行 13BP，AA+等级收益率下行 12BP，AA 等级收益率下行 11BP，AA-等级收益率下行 5BP；5 年期品种中，AAA 等级收益率下行 15BP，AA+等级收益率下行 11BP，AA 等级收益率下行 8BP，AA-等级收益率下行 6BP；7 年期品种中，AAA 等级收益率上行 4BP，AA+等级收益率上行 5BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周 2 家信用债主体评级下调，分别为中融新大集团有限公司和深圳市新纶科技股份有限公司。上周新增违约债券 3 只，分别为 19 新华联控 SCP002、18 新华联控 MTN001 和 18 中融新大 MTN002。上周新增违约主体 1 家为中融新大集团有限公司，违约类型为未按时兑付回售款和利息。

策略展望：利差继续拉高

1) **收益率分化性下行，信用利差继续探高。**上周信用债收益率整体下行，品种间有所分化，3 年期和 5 年期表现好，1 年期短久期品种收益率也是下行为主，5 年期以上长久期品种收益率依旧上行。上周国债利率继续下行，信用债表现相对比较平淡，信用利差继续探高，平均抬高了 10BP 左右。

2) **地产关注融资结构与再融资能力。**梳理年后房地产融资变动，可以发现地产企业在境内债券市场实现了大量融资，年后累计净融资上千亿，3、4 月份最疯狂；信托融资控规模的基调下，未有显著增加；疫情冲击销售和施工下，银行信贷略有回落，由于近期对小微贷款的支持力度较大，而企业投资意愿并不高，可能存在通过小微业务绕道流入房地产市场的情况，根据 21 世纪经济报道，4 月 20 日人民银行深圳分行发布通知要求深圳各银行自查今年以来发放的房抵经营贷，我们认为或许也是察觉到有这种可能；境外债自 2 月底以来受到美元流动性冲击，再融资变得困难，特别是 4 月份以来发行尚未解冻。总的来说，整体融资环境还是偏宽松，有助于缓解流动性压力。但同时我们发现企业融资能力分化，债市融资也在向头部聚

集，中小房企较为困难；此外融资渠道并非全面放松，融资结构对房企影响较大，投资建议关注主体融资结构与再融资能力的差异。

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	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	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过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	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。