

债券周刊

上周无债券违约。根据 Wind 统计, 2020 年至今累计已有 13 家企业共 40 只债券出现违约, 违约金额为 532 亿元。

1、山东如意科技集团: 公司与全部持有人达成利息延期支付协议, 约定“19 如意科技 MTN001”本期利息延期 3 个月至 2020 年 6 月 15 日完成支付。

2、三亚凤凰国际机场: 交通银行公告称, “19 凤凰机场 CP001”持有人会议通过本金展期兑付议案, 本金兑付展期一年, 展期后债券兑付日为 2021 年 3 月 21 日, 展期期间按照利率 7.3% 计息。

3、北大科技园建设: 未能按期足额支付《华能信托·北大科技园经营物业单一资金信托信托贷款合同》项下剩余贷款本金及利息。该合同剩余未偿本金 17.55 亿元, 剩余未偿利息约 3829 万元。

4、华昌达: 公司拟以非现金方式对“17 华昌 01”本金进行债券置换。置换债券简称为“20 华昌置”, 置换规模 2.39 亿元, 以 1:1 等比例按面值置换“17 华昌 01”, 置换债券到期日 2021 年 3 月 23 日。

5、北大方正集团: 截至 3 月 19 日, 共有 26 家债权人向管理人申报了 27 笔债权, 申报债权金额共计 73.47 亿元。

6、信用下调事件: ①中证鹏元下调科陆电子主体长期信用等级和“17 科陆 01”信用等级。②惠誉将泛海控股长期外币发行人评级(IDR)和高级无抵押评级从 B- 降至 CCC+。③联合评级将力帆股份公司主体长期信用等级由“BBB”下调至“C”, 同时将“16 力帆 02”公司债券的信用等级由“BBB”下调至“C”。④东方金诚将新华联文旅主体信用等级由 AA 下调至 AA-, 评级展望调整为负面; 同时将“15 华联债”信用等级由 AA 下调至 AA-。

静观其变——利率债周报

专题：国富国穷的秘密

此次我们探究不同国家兴衰的秘密所在，参考美国哈佛大学历史学和经济教授戴维·S·兰德斯著作《国富国穷》，此书因其主旨宏大，思想精深，被西方学界誉为划时代的《新国富论》。

葡、西扩张与衰败。葡萄牙首先发起了海洋航行，进行了海外殖民地扩张，葡萄牙靠与印度进行香料贸易赚取高额差价，后因英国荷兰介入，香料生意逐渐衰落。葡萄牙对异教徒迫害，科学研究和学术探讨陷于衰退。西班牙不断开拓美洲大陆，进行海外殖民扩张，掠夺金银财富。西班牙对异教徒进行迫害，束缚了先进技术传播。由于西班牙和葡萄牙都创建了帝国，所以他们不乏资本，但资本在经济增长中的作用需要辩证去看。

英国工业革命改变格局。17世纪荷兰和英国人均收入增速飞快。荷兰人擅长做生意，荷兰是工业、商业和思想交流的一个枢纽，习惯于经济、学术和宗教信仰上的多样性。英国16世纪开始的对外扩张为国内积累了大量资本，而国内宗教改革又为工业革命扫清道路。18世纪初英国在各方面遥遥领先，机械化导致高工资，高工资导致对制造品更大需求，有效需求导致更大繁荣。

追赶英格兰。从体制文化和资金上看，英国有别于其他国家难以追赶的优势，而在知识上却被逐步赶超。科学和技艺的联姻被称为第二次工业革命，德国搭上了这趟列车。日本在明治维新时期搭上了工业化列车，加上对科技和教育的重视，日本经济也一度繁荣，但与美国竞争激烈，在尼克松冲击和石油危机之后，经济拐点开始向下。美国经济的崛起主要表现在提供标准化商品的新型生产体系上，二战扩大了美国经济市场，90年代抓住了IT产业。

大国变迁之启示。西班牙、葡萄牙曾经称霸全球，当工业革命来临时却被英国取代，第二次工业革命使德国、日本超越英国。随着二战结束，西欧国家元气大伤，美国迎头赶上。我们从大国变迁中得到启示：国与国之间的竞争长期存在；国家走向兴旺的原因包括掠夺、贸易、工业制造业、新知识和新科技应用、劳动者素质加重视吸收外来技术知识、战争获利加生产方式创新等。一个国家被另一个国家赶超的原因包括宗教迫害、限制知

识传播、旧势力过于强大、收入增长后人们放弃努力工作而过上享乐生活、战争因素等。

上周市场回顾：资金利率下行，债市震荡

资金利率下行。上周央行 MLF 投放 1000 亿元，降准落地释放长期资金 5500 亿元。资金利率方面，R001 均值下行 77bp 至 1.04%，R007 均值下行 36bp 至 1.85%。DR001 均值下行 78bp 至 0.97%；DR007 下行 40bp 均值 1.71%。

上周债市分化。1 年期国债收于 1.87%，环比下行 6BP；10 年期国债收于 2.68%，环比上行 1BP。1 年期国开债收于 2.03%，环比下行 6BP；10 年期国开债收于 3.05%，环比下行 1BP。

本周债市策略：观望为主

受疫情冲击影响，1 季度经济或现负增长，专项债发行加速，但由于基建专项债项目资本金比例平均仍在 50% 以上，且近 7 成为已动工项目，建设周期也较长，短期对基建撬动作用不可高估。全球经济一体化格局下，海外疫情迅速蔓延对国内经济将产生部分影响，短期国内经济较难出现强劲反弹。全球央行集体降息抵御流动性冲击，国内货币环境也将偏宽松，基本面和政策面对债市仍有保护，中美利差和期限利差保护较足，债市短期大幅调整概率不高，但配置性价比下降，中期防范基本面修复、宽松政策衰减对利率的冲击。

信用债少动多看——信用债周报

专题：海外高收益债市场及中资美元债情况

1) **高收益债市场承压。**能源公司是美国高收益债发行重要主体，油价下跌叠加疫情扩散导致风险偏好下降，同时全球流动性紧张，对高收益债板块产生较大影响。以高收益能源债信用利差为例，截至 3 月 19 日平均信用利差约为 22.7%，已经达到 08 年 3 月以来的最高点。未来高收益债市场利差能否止住上行有所回落，还要看油价以及流动性等问题后续的演变。总体而言，风险仍然很大。2) **中资美元债近期大幅调整。**市场恐慌及外汇市场美元流动性短缺情况对美元资产产生一定影响，中资美元债亦不能幸免。从结构来看，中资美元高收益债中能源行业占比非常低，主要为房地产行业。整体看 3 月以来截至 19 日，Markit iBoxx 中资美元房地产高收益级别指数跌幅有 15%。从存量来看，中国恒大、佳兆业集团、碧桂园等企业存量中资美元债相对较多，并且不同主体收益率受到冲击影响分化明显，市场

认可度相差较大。同时部分企业境内债券和美元债估值收益率相差巨大。从历史违约情况来看，仅考虑中资美元公司债，除 18 年外整体违约情况相对较少。

一周市场回顾：净供给减少，收益率继续小幅调整，以上行为主

上周主要品种信用债一级市场净供给 2131.39 亿元，较前一周 2591.52 亿元有所减少。二级交投增加，收益率上行为主。具体来看，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 7BP，AAA 等级收益率下行 9BP，AAA-等级收益率下行 6BP，AA+等级收益率下行 5BP，AA 等级收益率持平，AA-等级收益率上行 5BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率持平，AAA 等级收益率上行 2BP，AAA-、AA+和 AA 等级收益率上行 6BP，AA-等级收益率上行 11BP；5 年期品种中，超 AAA 和 AA-等级收益率上行 9BP，AAA 等级收益率上行 14BP，AAA-和 AA+等级收益率上行 15BP，AA 等级收益率上行 1BP；7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 5BP，AAA 和 AAA-等级收益率上行 8BP，AA+等级收益率上行 6BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周公告有 1 项信用债主体评级上调，有 5 项信用债主体评级下调。主体评级上调数量减少，下调数量有所增加。评级上调的 1 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 2 家违约主体。其中，山东如意科技集团有限公司的违约类型为本息展期，力帆实业(集团)股份有限公司违约类型为未按时兑付本息。山东如意科技集团有限公司为中外合资企业，主营纺织服装制造。除此次展期债券外，公司尚存未到期债券余额共计 44.03 亿元。力帆实业(集团)股份有限公司为民营企业，主营发动机、摩托车和汽车的生产、销售。除此次实质违约债券外，公司无尚存未到期债券。

策略展望：少动多看

2020 年专项债不得用于土储、棚改。据 21 世纪经济报道，近期监管部门已下发要求，明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、城镇老旧小区改造等领域项目。过去两年土储、棚改专项债占到专项债的大部分额度，这一变动有助于提高专项债对基建投资的拉动效果。对城投债的影响整体不大，城投承接项目的类型可能会有较大改变，土储、棚改项目或将减少，而且从城投自身出发，不能再通过申请土储、棚改专项债额度来获得资金支持，或需要积极准备其他基建类项目以获取额度。

中资美元债跌出“性价比”？近期美国高收益债利差持续飙升，上周美股再次熔断等事件，引发全面流动性危机的担忧，在此背景下中资美元债继续走弱。而同期，境内债市虽然也连续两周小幅调整，但幅度很有限，外围的影响主要还在情绪面，所以出现了同一主体境内债、境外债收益率出现巨大的差异，尤其是部分房地产企业境内外债收益率差异可达10%以上。我们认为，中资美元债近期之所以大跌，主要是对流动性危机的担忧，而非对企业信用面的怀疑，中资企业主要业务和融资还是在中国境内，国内至少融资端没有大问题，一是国内银行体系融资占大头，直接融资占比较小，所以银行体系不出大问题都可以稳得住，而且国内债市融资也没有受到明显影响。我们建议适当关注相关参与机会，后续中资美元债走势主要取决于这一波流动性冲击的缓解，还需密切观察，整体来说还是以少动多看为宜。

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	18 皖经建 MTN001	中票	2020-1-16	5	7.3	徽商银行	银行间	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。
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	2020-2-15	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	