

债券周刊

上周新增违约债券 5 只，违约金额合计为 68 亿元，涉及企业分别为紫光集团和天津航空，其中，天津航空是首次违约。根据 Wind 统计，2021 年至今累计已有 15 家企业共 28 只债券出现违约，违约金额合计为 316.07 亿元。

1、紫光集团：“18 紫光 PPN001”不能按期足额偿付，已构成实质性违约。“18 紫光 PPN001”发行规模 25 亿元，期限 3 年，票面利率 6.2%。

2、天津航空：“16 天津航空 MTN001”、“16 天津航空 MTN004”、“17 天津航空 MTN001”和“17 津航空 PPN001”未按期足额偿付利息和本金。“16 天津航空 MTN001”和“16 天津航空 MTN004”发行规模均为 10 亿元，期限均为 6 年，票面利率分别为 9.9%和 8.84%；“17 津航空 MTN001”和“17 津航空 PPN001”发行规模分别为 13 亿元和 10 亿元，期限分别为 6 年和 3 年，票面利率分别为 8.71%和 7.5%。

3、青海省投：预计无法按期支付港交所上市的 3 月 22 日到期、息票率 7.875% 的本金及利息。

4、评级调整：①新世纪评级将天津航空主体及“16 天津航空 MTN001”等债项信用等级下调至 C；②中诚信国际将西部航空主体及“17 西航 01”的信用等级由 BB 调降至 C；③大公下调海口美兰国际机场公司主体及相关债项信用等级至 C；④惠誉下调红星美凯龙的评级至 BB，展望负面；⑤中诚信国际调降同济堂医药主体及相关债项信用等级并继续列入可能降级的观察名单。

如何理解政府杠杆率有所降低？——利率债周报

债市展望：控制政府杠杆率利好利率债，城投债分化加剧

3月15日国常会提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。如何降低杠杆率？对债市有何影响？

我们认为狭义杠杆率可能无法降低。我们预计今年新增政府债务7.37万亿元，若名义GDP增速10%-12%测算，今年政府杠杆率增加1.6-2.4个百分点。

隐性债务严控增量，化解存量，今年或通过隐性债务的化解来实现广义政府杠杆率的下降。去年“隐债”增速料再回升，包括隐性债务的广义政府杠杆率基本呈现逐年递增趋势，在整体防风险的基调下，今年对于隐性债务严控增量，逐步化解存量的政策方面不变。借鉴15年-17年历史经验来看，今年要想降政府杠杆的几种方法：化解隐性债务，降低地方政府再融资债/到期规模比例，严控城投有息负债增速，具体来看各省多举措化解隐性债务（详见正文）。

政府控杠杆意味着基建乏力，控信用环境下利率债或受益。政府控杠杆一定程度上会压降城投平台的债务融资、增加偿债而缩减基建投向的资金，预计今年基建投资增速难以明显提升。但今年控制政府债务+房企债务的背景下，金融体系对实体产业的融资支持力度或加大。但另一方面，考虑到今年付息压力加大，若强制去杠杆可能会导致信用紧缩或系统性违约风险，所以货币政策或难以大幅收紧、政府杠杆率的管控应该也是以稳为主，整体而言利率债或将受益。

展望后续债市，我们认为3月末债市或保持稳定，主要理由是资金面平稳、供给压力不大、而1-2月经济数据也显示需求拐点或正确。展望二季度，供给和PPI将双双快速上行，仍需防范利率上行风险，我们维持全年十年期国债利率在3.0%-3.5%区间的判断不变。

对城投债的影响：时间换空间，区域分化明显。要在防风险与降杠杆之间寻求平衡，城投将不再是铁板一块，区域分化愈加明显；与此同时，防范尾部风险，一些债务负担重、财力差、金融资源不佳的地区受影响更大。

基本面：经济修复放缓，PPI同比或陡升

受就地过年提振，相对于19年同期，1-2月工业生产强、外需强、内需弱。后续经济增长主动力源依然是出口、制造业投资和消费。3月以来高频数据显示，需求平稳，生产放缓。30城商品房成交面积回落，汽车批零平稳；钢材产量减缓，耗煤量回落。物价方面，预计3月CPI企稳，PPI或将陡升破3%。

上周债市回顾：供给增加，需求较好，债市小反弹行情

海外债市：美债继续上行。我国、日本增持美债，但美国就业不及预期，3月联储议息会议维持零利率并上调经济、通胀预期，下调失业率预期，放宽SLR的政策到期未续，10年美债突破1.74%，10Y-2Y美债期限利差创五年半新高。

一级供给增加，需求较好，碳中和国开债、新增地方债发行拉开序幕，中长债齐涨。上周，利率债净供给环比增加469亿元，国债、国开债、农发债需求较好，进出口行债需求一般。值得注意的是，国开首单碳中和债发行，认购倍数高达8.19倍；新增地方债发行将开启（湖南省新增地方债、新增一般债发行规模250亿元，10年以上（不含10年）占比27%）。周一经济数据公布后债市小幅下跌，随后因资金面平稳、一级需求向好、周五中美高层战略对话言辞激烈而上涨。国债国开期限利差整体缩窄，短债和超长债收益率位于低位；10年国开隐含税率升至23%分位数。

降低政府杠杆率对城投有何影响？——信用债周报

行业利差监测与分析：1) 本周债市信用利差走阔。具体来看，等级利差有所分化，期限利差走阔。2) 产业债与城投债利差分化。本周城投债利差分化；产业债与城投债利差分化，AA+等级城投表现显著好于产业债。具体来看，截至3月19日，本周AAA级产业债-城投债利差目前在-30BP，较上周下行2BP；AA+级产业债-城投债利差目前在162BP左右，较上周下行5BP；AA级产业债-城投债利差目前在104BP左右，较上周上行20BP。3) 行业横向比较：高等级债中，钢铁、传媒是利差最高的两个行业。AAA级钢铁行业中票平均利差为162BP，AAA级传媒行业中票平均利差为120BP。其次是有色金属、化工、采掘行业，其利差均在100BP及以上。机械设备是平均利差最低的行业，目前为56BP。

一周市场回顾：净供给减少，一级市场收益率下行为主。本周主要品种信用债一级市场净供给670.8亿元，较前一个交易周有所减少。二级交投增加，二级市场收益率有所分化。

信用债：1) 收益率整体小幅震荡。本周信用债收益率整体小幅震荡，品种之间有所分化，AAA级企业债收益率平均下行1BP，AA级企业债收益率平均上行2BP，城投债收益率基本持平。2) 交易商协会发布《关于明确碳中和债相关机制的通知》。通知从碳中和债定义、募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理、存续期信息披露、存续期管理工作、鼓励措施七个角度明确了碳中和债的发行要求，是碳中和债大面积推广的“最后一环”。3) 降低政府杠杆率对城投

有何影响？3月15日国常会提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在给定赤字和GDP增长目标之后，狭义政府杠杆率压降难度较大，我们预计今年降政府杠杆率的主要方法有：降低地方政府再融资债/地方债到期规模比例，严控城投有息负债增速，通过隐性债务的化解来实现广义政府杠杆率的下降。**防范尾部风险，一些债务负担重、财力差、金融资源不佳的地区受影响更大。**在防风险的基调下，城投债务化解是一个长期过程，压降隐性债务规模不能一蹴而就，政府降杠杆对各地防控债务风险的压力不同，市场对区域的区分度也在拉大，君子不立危墙之下，建议加强对城投尾部风险的监测。

附：2021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	鸿达兴业集团有限公司	材料	民营	20 鸿达兴业 SCP002	短融	2021-2-26	10	7	建设银行	银行间	目前鸿达兴业集团存续债券 6 只, 存续规模 29.7 亿元, 今年 2 月其还有两笔债券相继到期, 分别为 3 亿元“18 鸿达 01”和 10 亿元的“20 鸿达兴业 SCP002”。
				19 鸿达兴业 MTN001	中票	2021-1-26	9	7.2	建设银行	银行间	
				18 鸿达兴业 MTN001	中票	2021-1-15	13	7	建设银行	银行间	
2	紫光集团有限公司	技术硬件与设备	中央国有企业	18 紫光 PPN001	定向工具	2021-3-16	25	6.2	中信银行, 渤海银行	银行间	截至 2021 年 1 月 14 日, 紫光集团合计负有清偿义务的已到期债务的累计金额为人民币 2,067,489,734.29 元, 公司全资子公司紫光国际控股有限公司负有清偿义务的已到期美元债合计 462,676,000.00 美元。
				19 紫光 01	公司债	2021-1-25	6	5.11	中金公司, 中信建投证券	上海	
				16 紫光 01	私募债	2021-1-14	2.95	5.6	兴业证券	深圳	
3	北京信威通信技术股份有限公司	技术硬件与设备	民营	16 信威 01	公司债	2021-1-25	5	7.5	国泰君安证券	上海	由于公司为海外项目提供担保陆续发生担保履约, 且公司正在进行的重大资产重组程序复杂, 公司融资能力受限, 公司整体资金压力大, 无法按期支付“16 信威 01”本金及利息。
4	北大方正集团有限公司	软件与服务	中央国有企业	19 方正 MTN001	中票	2021-1-28	14	5.8	北京银行, 建设银行	银行间	未按时兑付利息, 构成实质违约。
5	天津房地产集团有限公司	房地产业	地方国有企业	18 天房 02	私募债	2021-3-8	2.85	9.5	浙商证券	上海	未按时兑付本息, 构成实质违约。
				16 天房 01	私募债	2021-2-1	8.77	7.7	中信建投证券	深圳	
				16 天房 03	私募债	2021-1-26	7	7.7	中信建投证券	上海	
6	中国吉林森林工业集团有限责任公司	林业	地方国有企业	15 森工集 MTN001	中票	2021-2-7	10	10.55	兴业银行	银行间	实质违约

	公司										
7	康得新复合材料集团股份有限公司	橡胶和塑料制品业	民营	17 康得新 MTN001	中票	2021-2-18	10	5.5	中信银行,浦发银行	银行间	实质违约
8	华夏幸福基业股份有限公司	房地产业	民营	17 幸福基业 MTN001	中票	2021-2-27	18	5.8	招商证券,中信银行	银行间	触发交叉违约
9	三亚凤凰国际机场有限责任公司	航空运输业	地方国有	17 凤凰 MTN002	中票	2021-2-10	5	10.19	光大银行	银行间	未按时兑付本息, 构成实质违约。
				19 凤凰机场 SCP001	短融	2021-3-2	5	6	浦发银行	银行间	
10	海南航空控股股份有限公司	航空运输业	地方国有	19 海南航空 SCP003	超短融	2021-2-10	10	4	浦发银行	银行间	提前到期未兑付, 构成实质违约。
				19 海南航空 SCP002	超短融	2021-2-10	7.5	4.35	浦发银行	银行间	
				16 海南航空 MTN001	中票	2021-2-10	25	8.46	浦发银行,中信银行	银行间	
				15 海南航空 MTN001	中票	2021-2-10	25	8.78	浦发银行,中信银行	银行间	
11	云南祥鹏航空有限责任公司	航空运输业	地方国有	17 祥鹏 MTN001	中票	2021-2-10	5	9.9	招商银行	银行间	提前到期未兑付, 构成实质违约。
12	中融新大集团有限公司	资本货物	民营	18 中融新大 MTN001	中票	2021-3-2	15	7.5	恒丰银行	银行间	未按时兑付回售款和利息, 构成实质违约。
13	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	2021-3-1	18	3.97	华泰证券,浙商银行	银行间	未按时兑付本息, 构成实质违约。

14	中信国安集团有限公司	资本货物	公众企业	16 中信国安 MTN001	中票	2021-3-9	16	4.49	中信证券, 农业银行	银行间	未按时兑付本息, 构成实质违约。
15	天津航空有限责任公司	航空运输业	地方国有企业	16 天津航空 MTN001	中票	2021-3-13	10	9.9	工商银行, 海通证券	银行间	首次违约。
				16 天津航空 MTN004	中票	2021-3-13	10	8.84	工商银行, 海通证券	银行间	
				17 津航空 MTN001	中票	2021-3-13	13	8.71	北京银行, 中信证券	银行间	
				17 津航空 PPN001	定向工具	2021-3-15	10	7.5	天津银行	银行间	