

债券周刊

上周新增违约债券 4 只，金额合计 33.16 亿元，涉及企业分别为中国城市建设控股集团、康得新、山东胜通集团和华讯方舟科技，无新增违约主体。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 31 家企业共 75 只债券出现违约，违约金额为 904.717 亿元。

1、中国城市建设控股集团：“15 中城建 MTN001”未按期足额兑付本息。“15 中城建 MTN001”发行规模 18 亿元，期限 5 年，票面利率 4.93%。

2、康得新：“17 康得新 MTN002”未能按期足额偿付利息。“17 康得新 MTN002”发行规模 10 亿元，期限 5 年，票面利率 5.48%。

3、山东胜通集团：“17 胜通 MTN001”未按期足额偿付本息。“17 胜通 MTN001”发行规模 5 亿元，期限 3 年，票面利率 6.76%。

4、华讯方舟科技：“17 华讯 03”无法按期兑付本金和相应利息。“17 华讯 03”发行规模 6.6 亿元，当前余额 0.16 亿元，期限 3 年，票面利率 7%。

5、北大方正集团：子公司旭胜有限公司发行的“方正资讯 8.45%B20200714”7 月 14 日违约，分别导致旭胜有限公司 8 亿美元债券交叉违约和诺熙资本 6 笔共 13.8 亿美元债券触发交叉违约。

6、山东山水水泥集团：已与“13 山水 MTN1”等五只债券的债权人达成和解，公司根据和解协议已偿付 53.98 亿，未兑付的债券本金 14.02 亿元。

7、评级下调：标普将紫金矿业评级从 BBB- 下调至 BB+。

货币不会收紧，债市略有回暖——利率债周报

专题：理财净值化加速资金流动

不同时期股债表现。我们搜集了从2002年1月至今上证综指和10年期国债收益率数据，发现大部分时间内股债跷跷板效应均成立，少数时间该效应弱化。2004年下半年股债齐跌源于政策收紧预期，14-15年存款往理财搬家带来增量资金，推升14-15年股债双牛。

股债跷跷板合理解释。在资本市场资金存量相对稳定的情况下，出现股债跷跷板效应的概率更大，通常股债跷跷板体现为**基本面预期效应和资金轮动效应**。基本面预期效应：经济回升是股市上涨的基础，而债市却会因为经济上涨带来物价上升和政策趋紧而进入熊市，当经济低迷时股市失去上涨动力，政策放松将成为债市走牛的催化剂。资金轮动效应：如果部分资金可以在两个市场自由流动，当某个市场出现趋势性行情时候，资金会从其他市场流入该市场，带来资金的轮动。我国早年债券市场投资者基本是银行和保险，股票市场投资者主要是基金和个人投资者。后来随着市场深化，两个市场的投资者才出现一定交叉，理财资金在股票和债券资产配置比例上变化对市场轮动造成了一定影响。

资金轮动效应强化此轮债市调整。自2018年4月资管新规正式发布之后，净值型产品的发行数量不断提升，其占非保本理财比重也在逐渐提高。大部分净值型理财产品的基础资产包括同业存单、货币市场工具、银行存款以及债券投资。我们试图通过国开隐含税率、场内货基份额变化（净值型理财产品持有的基础资产变化）、理财产品发行量以及理财产品收益率水平变化这些指标来推测净值型理财产品赎回状况。我们认为随着理财净值化转型深入，资金流动性增强，股市上涨加速资金流入，表现为货币基金赎回、理财产品赎回、债券型基金赎回、股票型基金规模快速扩大等，而理财赎回又加剧了债券资产抛售，导致流动性较好的债券资产价格快速下跌，反过来又推动理财净值下跌，加速理财产品赎回。若后期因市场存在自我调整机制，股市快速上涨的趋势逆转，那么债市调整也将有所缓和。当两个市场热度明显降下来之后，这种跷跷板关系将变得没那么明显，资金将回到均衡配置状态。

上周市场回顾：资金利率续升，债市止跌反弹

由于月中缴税和政府债券发行缴款导致资金面偏紧，上周央行重启逆回购操作，MLF 等额续作当月到期量，1 年期 MLF 利率持平在 2.95%，公开市场操作净投放 5300 亿元。资金利率抬升，R001 均值上行 18bp 至 2.14%，R007 均值上行 17bp 至 2.33%。DR001 均值上行 18bp 至 2.08%，DR007 均值上行 13bp 至 2.19%。1 年期国债收于 2.33%，环比上行 1BP；10 年期国债收于 2.95%，环比下行 8BP。1 年期国开债收于 2.58%，环比上行 3BP；10 年期国开债收于 3.44%，环比上行 2BP。

本周债市策略：货币强调适度，但不会收紧，债市略有回暖

从基本面看，2 季度经济增速超预期，但从结构来看消费、制造业投资依然偏弱，此外失业率仍处于高位，在就业尚未明显改善的情况下，货币政策也不会收紧。从打击资金空转的效果来看，6 月银行股权及其他投资增速由正转负，结构性存款继续减少并回到接近 1 月末的水平，表明打击资金空转效果有所显现。当前的货币政策从灵活到强调适度，从宽货币到宽信用再到防风险，我们维持三季度 R007 中枢 2.2% 的判断。展望后续债市我们认为，债牛已过，长端利率中枢逐季上行，建议缩短久期，以票息策略为主。短期货币难收紧，十年国债利率突破 3.1% 或有交易性机会，但下行空间受限。

票息策略仍优——信用债周报

上半年城投评级调整分析。1) 城投评级调整以上调为主，且东西部省份主体出现分化。2020 年上半年被下调评级的城投公司数量为 5 家，上调 94 家；评级上调的城投主体集中在东部省份，下调主体主要在中西部省份，区域性分化较为明显，东部省份城投主体呈信用强化趋势，西部省份相对较弱。2) 2020 年上半年有 5 家城投企业主体信用评级发生下调，分别为四川金财金鑫投资有限公司、平凉文化旅游产业投资集团有限责任公司、湖南昭山经济建设投资有限公司、宿迁市湖滨新城投资开发有限公司、呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司。公司其他类型债务违约、担保风险等重大事项、业务受当地政府的支持力度以及本身的财务状况是重要的考虑因素。3) 城投主体评级上调主要包括地方政府因素与企业自身因素两方面，前者主要包括地方经济财政实力增强、政府支持（政府增资、政府资产注入、债务置换、财政补贴、股权划拨）、区域专营以及股权结构优化等优势，后者主要包括业务多元化、收入可持续性、土地储备丰富、回款状况变好、

外部增信以及财务实力增强（盈利能力增强、资本结构优化、偿债能力增强、现金流好转等）。

一周市场回顾：净供给增加，收益率上行为主。上周主要品种信用债一级市场净供给-146.12 亿元，较前一周有所增加。二级交投增加，收益率上行为主。以中票短融为例，具体来看，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 6BP，AAA 等级收益率下行 6BP，AAA-等级收益率下行 3BP，AA+等级收益率下行 5BP，AA 等级收益率上行 1BP，AA-等级收益率上行 1BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 1BP，AAA 等级收益率上行 4BP，AAA-等级收益率上行 6BP，AA+等级收益率上行 5BP，AA 等级收益率上行 4BP，AA-等级收益率上行 4BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率与上期基本持平，AAA 等级收益率与上期基本持平，AAA-等级收益率上行 1BP，AA+等级收益率上行 1BP，AA 等级收益率上行 1BP，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 等级收益率上行 7BP，AAA-等级收益率上行 6BP，AA+等级收益率上行 7BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周有 7 项信用债主体评级上调，其中城投平台 3 家，涉及主体为中建新疆建工(集团)有限公司、浙江武义农村商业银行股份有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、太原市龙城发展投资集团有限公司、六安城市建设投资有限公司、江苏如皋农村商业银行股份有限公司、恒力集团有限公司。1 项信用债主体评级下调，涉及主体为华闻传媒投资集团股份有限公司。上周新增违约债券 7 只，发行主体分别为北讯集团股份有限公司、康美实业投资控股有限公司、山东胜通集团股份有限公司、华讯方舟科技有限公司、中国城市建设控股集团有限公司、康得新复合材料集团股份有限公司，均为民营企业。

策略展望：票息策略仍优。上周信用债收益率先上后下，整体小幅上行。具体来看，AAA 级企业债收益率平均上行 2BP，AA 级企业债收益率平均上行 4BP，城投债收益率平均上行 4BP。展望后市：**信用以稳为主，票息策略仍优。**收益率大幅上行后，信用债配置价值显露。7 月债市调整加深，信用债票息策略得到市场认可，这与期限利差和等级利差大幅回落互为验证。当前时点看，利率仍有波动风险，我们建议还是以稳为主，享受票息收益为上。板块上依旧推荐城投债，从今年城投评级下调情况看，要好于去年，从评级下调的原因来看，非债券形式债务违约、对外担保风险等重大事项影响较大，今年宏观环境下，建议尤其关注后者即对外担保风险。地产债

在泰禾集团事件的冲击下收益率和利差上行，但中长期我们仍旧看好，后续可关注泰禾集团引入战投的进展以及行业政策的变化方向。

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	康美实业投资控股有限公司	医药制造业	民营企业	17 康 02EB	可交换债	2020-7-15	30	10.5	广发证券	上海	——
				17 康 01EB	可交换债	2020-6-24	20	10.5	广发证券	上海	
5	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。
6	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	
7	北京北大科技园建设开发有限公司	房地产	国有企业	18 北大科技 ABN001 优先级	资产支持证券	2020-3-30	16.91	6.8	中国银行	银行间	北大方正集团已于 2020 年 2 月 19 日被北京一中院依法裁定进入重整程序。
8	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	
9	北京桑德环境工程	水的生产和供应业	中外合资企业	20 桑德工程 EN001	置换债券	2020-6-6	2.7	——	——	——	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。
				18 桑德工程 MTN001	中票	2020-6-30	5	7.5	浙商银行	银行间	

				17 桑德工程 MTN001	中票	2020-3-6	1	6.5	浙商银行	银行间	
10	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。
11	中信国安集团	综合	公众企业	18 中信国安 MTN001	中票	2020-6-28	12	7	中信证券, 招商银行	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。
				15 中信国安 MTN001	中票	2020-4-27	30	6.5	中信银行, 中信建投	银行间	
				16 中信国安 MTN001	中票	2020-3-10	16	4.49	——	银行间	
12	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。
13	重庆力帆控股	汽车与汽车零部件	民营	18 力控 01	公司债	2020-1-15	5	7.5	长城证券	上海	5 月 19 日，力帆股份公告称，控股股东力帆控股拟通过债务重组及以资抵债的形式，解决上市公司与大股东之间约 15.29 亿元的应收账款。
14	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	
15	康得新复合材料集团股份有限公司	材料	民营	17 康得新 MTN002	中票	2020-7-14	10	5.48	中国银行, 工商银行	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。
				17 康得新 MTN001	中票	2020-2-18	10	5.5	中信银行, 浦发银行	银行间	
16	上海华信国际集团有限	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。

	公司			17 沪华信 MTN002	中票	2020-2-12	25	7.5	邮政银行,中金公司	银行间	
17	中国城市建设控股集团有限公司	土木工程建筑业	民营	15 中城建 MTN001	中票	2020-7-14	18	4.93	兴业银行,光大银行	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。
				16 中城建 MTN001	中票	2020-3-2	18	3.97	浙商银行,华泰证券	银行间	
18	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。
19	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。
20	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。
21	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。
22	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。
23	宜华企业集团	家具制造业	民营	17 宜华企业 MTN001	中票	2020-5-6	10	6.5	光大银行	银行间	首次违约。
24	东旭集团有限公司	资本货物	民营	17 东旭 02	公司债	2020-3-13	25	6.8	平安证券	上海	全国 60 多亿资产被债权人冻结之下,目前全国关于东旭集团债务相关的案件已经被归集到了东旭集团总部所在地——石家庄,由石家庄中级人民法院

				16 东旭 01	公司债	2020-1-18	9.97	7.5	华鑫证券	上海	院统一处理，以避免全国各地诉讼对东旭集团资产的拍卖处理。
				17 东集 01	私募债	2020-1-23	10.3	7.8	华龙证券	深圳	
25	东旭光电科技股份有限公司	技术硬件与设备	民营	15 东旭债	公司债	2020-5-19	9.56	6.8	中信证券华南股份有限公司	深圳	5月22日，公司公告称基于公司剥离与光电显示主业无关资产，整合、聚焦光电显示主业的战略调整规划，拟将子公司芜湖威宇 45.23%的股权转让给盛世达投资和新余纳鼎管理，转让价格为 3.7 亿元。
26	郴州市金贵银业股份有限公司	材料	民营	18 金贵 01	私募债	2020-4-27	1.1	8.7	万和证券	深圳	5月29日公告称，公司与债权人签订《债务转移暨股东代偿协议》以解决公司控股股东资金占用。
27	北京信威通信技术股份有限公司	技术硬件与设备	民营	15 信威通信 PPN001	定向工具	2020-6-1	6.5	7.5	华夏银行,北京银行	银行间	首次违约
				15 信威通信 PPN002			2.9	7.3			
				15 信威通信 PPN003			2.4	6.98			
28	*ST 盐湖	化肥与农用化工	地方国有	16 青海盐湖 MTN001	中票	2020-6-24	15	5.3	国开行,工商银行	银行间	公司于 2019 年 9 月 30 日进入破产重整程序
				15 盐湖 MTN001	中票	2020-6-11	20	4.99	中信银行,工商银行	银行间	
29	华讯方舟科技有限公司	技术硬件与设备	民营	17 华讯 03	公司债	2020-7-17	0.155	7	招商证券,华龙证券	深圳	首次违约
				18 华讯 03	私募债	2020-7-14	1	7.8	申港证券	深圳	

				18 华讯 02	私募债	2020-7-2	5	7.8	申港证券	深圳	
30	泰禾集团股份有限公司	房地产业	民营	17 泰禾 MTN001	中票	2020-7-6	15	7.5	中国国际金融, 招商银行	银行间	首次违约, “17 泰禾 MTN001”违约触发“17 泰禾 MTN002”交叉保护条款。
				17 泰禾 MTN002	中票	2020-7-6	20	7.5	中国国际金融, 招商银行	银行间	
31	山东胜通集团股份有限公司	多元化工	民营	17 胜通 MTN001	中票	2020-7-14	5	6.76	恒丰银行	银行间	2019 年 06 月 03 日, 东营中院裁定胜通集团等十一家公司进行实质合并重整。