

债券周刊

上周新增违约债券 3 只，金额合计 47 亿元，涉及企业 3 家，分别为*ST 盐湖、中信国安集团和康美实业投资控股。其中康美实业投资控股是首次违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 28 家企业共 65 只债券出现违约，违约金额为 795.562 亿元。

1、*ST 盐湖：截至 6 月 24 日日终，上清所未收到“16 青海盐湖 MTN001”的付息资金。“16 青海盐湖 MTN001”发行规模 15 亿元，期限 5 年，票面利率 5.3%。

2、中信国安集团：截至 6 月 28 日日终，上清所未收到“18 中信国安 MTN001”的付息资金。“18 中信国安 MTN001”发行规模 12 亿元，期限 3 年，票面利率 7%。

3、康美实业投资控股：截至回售资金兑付日，公司未能筹集“17 康 01EB”的回售本金和利息。“17 康 01EB”发行规模 20 亿元，期限 3 年，票面利率 10.5%。

4、北大方正集团：诺熙资本 2.5 亿美元债违约，将导致“诺熙资本 4.75%B2021”等 3 笔债券交叉违约，上述债券均由方正集团提供无条件且不可撤销担保。

5、海隆控股：公司 1.65 亿美元票据的预期违约将导致“海隆控股 8.25%N2022”交叉违约，“海隆控股 8.25%N2022”自 6 月 22 日起暂停交易。

6、江海证券：由于债券自营、资产管理、股票质押三大核心业务存有违规问题，将暂停上述三大业务 6 个月。

7、评级下调：①中诚信国际将宜华生活的主体信用等级由 A 下调至 B。②穆迪将海隆控股评级由“B3”下调至“Caa3”；惠誉将海隆控股评级由“CC”下调至“RD”。③标普将北京汽车集团及其核心子公司北京汽车股份的长期发行人信用评级由“BBB+”下调至“BBB”。④联合评级将蓝盾股份主体信用等级由 AA 下调至 AA-。

利率冲高回落，关注交易机会——利率债周报

专题：债市牛转熊过程中的利率波动

4月末以来债市持续下跌，本次专题分析2005年以来债市牛转熊过程中的利率调整情况。

回顾历史，债市牛转熊过程中的债市下跌可以分为两个阶段：第一阶段是牛尾利率探底前的调整。调整幅度相对较小，都在20-40BP左右，但调整时间长短不一，如果是经济回暖预期，则会调整超过3个月，如果是资金面、供给等因素则调整时间在1个月左右。债市调整结束的原因往往来自于此前调整因素的“证伪”，包括通胀再度回落、基本面下行、货币继续宽松，当然也有避险情绪发酵，海外联动等短期利好因素。

第二阶段是利率探底后债市以不同姿势“熊”起。债市转熊主要有两种“姿势”，一是因经济转暖和资金面偏紧的小幅度调整，可以看作是熊市的“热身”阶段。例如，10年7月至8月，因洪涝灾害导致食品价格上涨推升通胀预期，加上央行资金净回笼，10Y国债收益率在20天内从牛市最低点爬升14BP。16年8月至9月经济转暖，央行“锁短放长”，提高货币市场利率中枢，10Y国债收益率在一个月左右调整15BP。

二是经济过热、通胀持续升温，央行采取紧缩性的货币政策导致的大跌，调整幅度均超过70BP，10Y国债收益率曲线以陡峭姿势进入熊市。如05年10月通胀预期加强，央行表达对低利率的担忧，央票利率大幅上行，公开市场大幅净回笼，叠加美联储持续加息，两个月左右爬升72BP。10年8月至11月国内物价持续上涨，CPI同比增长超预期，央行多次提准加息以抑制通胀，调整时期持续三个月，10Y国债上行79BP。

上周市场回顾：资金先紧后松，利率冲高回落

上周央行开展逆回购操作5000亿元，无逆回购到期，公开市场操作净投放5000亿元。资金面先紧后松，R001均值下行7bp至1.89%，R007均值上行28bp至2.32%。DR001均值下行6bp至1.85%，DR007均值上行14bp至2.13%。此外，6月LPR报价利率与5月持平。

上周债市先是因为资金面收紧和5Y国开招投标大幅低于预期而下跌，十年国债利率突破2.90%的关口，随后又跟随资金面转松、招投标情绪回暖而上涨。截至6月24日，1年期国债收于2.15%，环比上行3BP；10年期国债

收于 2.86%，环比下行 1BP。1 年期国开债收于 2.29%，环比下行 1BP；10 年期国开债收于 3.14%，环比下行 2BP。

本周债市策略：债市“跌破 2.9%”，关注交易机会

以 4 月 8 日十年国债利率降至 2.48% 的低点计算，本轮债市下跌时长超过 75 天，跌幅达到 43BP，从历史上的债市牛转熊来看本轮债市下跌时长和下跌幅度均不低。展望 7 月债市，制约利率下行的因素包括：基本面处于改善格局、政策利率下调空间有限、政策重心向防风险倾斜、供给压力依然较大。利多因素为：资金利率跨过半年末将季节性回落、国常会提出的降准或在近期落地缓和资金面紧张、债市持续调整市场开始关注短期利率顶部。因此，虽然我们认为本轮债市的长端利率低点已过，但牛熊转换中也有阶段性交易机会，目前十年国债收益率突破我们给出的短期上限 2.9%~3.0% 后可适当关注机会，但利率下行空间不可高估。

信用债补跌，利差反弹——信用债周报

本周专题：房地产融资高频跟踪。1) 境内债融资大幅回落。地产债融资 3、4 月份最疯狂，5 月以来大幅回落，6 月截止 27 日境内地产债发行量仅有 285 亿，到期量有 267 亿，净融资额接近回落到 0。2) 境外债逐渐恢复。5 月以来境外债融资逐渐回暖，地产债发行量逐渐回升，6 月以来截止 27 日地产境外债发行量已经超过本月到期量，净融资转正。中短期海外地产债融资风险已经大幅缓解。3) 信托融资控规模，未有明显增加。综合今年以来的政策表态看，非标监管趋严，房地产类项目是非标产品的一大主力，未来势必会受到非标融资压降的影响。6 月截止 27 日房地产集合信托共成立 438 亿规模，较 5 月环比继续回落，同比也是大幅减少，说明房地产信托融资确实已经在经受着融资压降的影响。4) 银行贷款政策延续。二季度地产复工进度较快，贷款增速也有望回升。从终端消费来看，6 月 30 大中城市商品房日均成交面积同比已经转正，需求也比较坚挺，居民中长期信贷新增规模依旧保持往年同期水平。

一周市场回顾：净供给减少，收益率上行。上周主要品种信用债一级市场净供给 363.35 亿元，较前一周有所减少。二级交投减少，收益率上行为主。具体来看，以中票短融为例，1 年期品种中，AAA 等级收益率上行 13BP，AA+ 等级收益率上行 14BP，AA 等级收益率上行 10BP；3 年期品种中，AAA 等级收益率上行 11BP，AA+ 等级收益率上行 13BP，AA 等级收益率上行 8BP；5 年

期品种中，AAA 等级收益率上行 10BP，AA+ 等级收益率上行 11BP，AA 等级收益率上行 12BP；7 年期品种中，AAA 等级收益率上行 2BP，AA+ 等级收益率上行 4BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周有 27 项信用债主体评级上调，其中城投平台 18 家。8 项信用债主体评级下调，涉及主体为蓝盾信息安全技术股份有限公司、江门市科恒实业股份有限公司、宜华生活科技股份有限公司、重庆钢铁集团矿业股份有限公司、海航基础产业集团有限公司、深圳市索菱实业股份有限公司、重庆爱普地产(集团)有限公司、四川科伦药业股份有限公司。上周新增违约债券 3 只，发行主体分别为青海盐湖工业股份有限公司、中信国安集团有限公司和康美实业投资控股有限公司。

策略展望：信用债补跌，利差反弹。上周信用债收益率大幅上行，具体来看，AAA 级企业债收益率平均上行 8BP，AA 级企业债收益率平均上行 7BP，城投债收益率平均上行 9BP。上周利率债呈现“过山车”行情，收益率先上后下，三个工作日下来关键期限品种收益率多有下行，而信用债收益率则是一路向上，最后一个工作日跌幅加深，信用利差大幅走阔，5 月底这一轮债市调整以来至上周初，信用债收益率上行幅度不及利率债、信用利差被动压缩回落至较低水平，上周信用债利差走阔后目前关键期限品种信用利差又回到 5 月水平。

发改委拟创新品种，鼓励县级平台发债。6 月 24 日国家发改委公布《关于向社会公开征求对《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引（征求意见稿）》，发行主体界定为“市场化运营的公司法人主体”，并未限制必须是县级平台，不过要求募集资金主要用于县城（含县级市城区）建设项目。征求意见稿提到“对已取得本专项企业债券发行注册通知的募投项目，优先安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金，以支持募投项目所需资金的足额到位”，地方财政上的支持无疑对该品种提供了更高的吸引力。

尾部风险仍在，政策呵护或可期。自政策基调从宽货币向宽信用转换以来，债市经历了一波调整，信用债二级市场收益率上行逐渐传导至一级市场，推升发债融资成本。6 月以来信托产品也屡屡出现问题，非标融资市场上的尾部风险依旧不小。近期银保监会回应市场对暂停融资类业务的担忧，虽然表明不会一刀切，但还是强调会逐步压缩违规融资类业务规模。我们认为债市融资受阻、非标风险频出的状态不利于宽信用发力，未来不排除政

策会对融资环境有呵护，比如监管对于资管新规延期的可能性一直没有更为确切的回应，现在离过渡期结束只有6个多月时间，我们认为这可能会成为影响下半年市场的一个较大因素。

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 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。
				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 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 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。
16	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	
17	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。

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。
				16 东旭 01	公司债	2020-1-18	9.97	7.5	华鑫证券	上海	
				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	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

	公司								公司		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	