债券周刊

上周新增违约债券 2 只，违约金额 22.2 亿元，涉及企业为南京建工产业集团和铁牛集团，其中铁牛集团是首次违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 36 家企业共 92 只债券出现违约，违约金额为 1096.8 亿元。

1、南京建工产业集团：“16 丰盛 03”未能按时付息，构成实质违约。“16 丰盛 03”发行规模 22 亿元，期限 5 年，票面利率 7.9%。

2、铁牛集团：“16 铁牛 01”未能按时兑付本金，构成实质违约。“16 铁牛 01”发行规模 15 亿元，期限 3 年，票面利率 7.5%。2020 年 8 月 31 日，法院裁定受理铁牛集团重整申请。

3、海口美兰国际机场：“19 美兰机场 SCP001”应于 9 月 9 日兑付本息，由于公司流动性紧张，本期债券本息兑付存在不确定性。本期应付本息金额 10.48 亿元。

4、评级下调：①联合评级下调铁牛集团及债项评级至 C。②穆迪将南通三建企业家族评级降至 Caa2，展望为负面。③标普将富力地产长期发行人信用评级由 B+降至 B。④标普将 361 度发行人信用评级降至 B-，展望为负面。⑤中诚信国际将河南盛润控股集团主体信用等级由 AA 调降至 AA-。

防范交易盘降杠杆风险——利率债周报

专题：中介目标看货币政策走向

央行货币政策多目标体系。20 世纪“大萧条”以来全球货币政策大致经历了三个阶段的演进。第一阶段是 20 世纪 80 年代以前，货币政策目标比较多，侧重于货币刺激经济增长，最终出现了严重的“滞胀”。第二个阶段是 20 世纪 80 年代至 2008，反通胀成为货币政策的主要目标，主要发达经济体迎来了低通胀、高增长的“大缓和”时代。因盯住低通胀而形成的宽松货币条件，助推了资产泡沫和金融风险。第三个阶段是 2008 年国际金融危机以来，全球着力完善金融监管框架并强化宏观审慎管理，货币政策再次转向刺激经济增长，非常规货币政策正趋于“常态化”。全球货币政策目标开始复杂化，美联储将目标定为保持低通胀和充分就业。通常，中国的货币政策有四个目标：低通胀、适度经济增长、创造就业机会和保持国际收支平衡，2008 年金融危机之后货币政策目标多了金融稳定，还把结构改革发展作为央行的重要目标，由此形成了多目标体系。

中国货币政策框架。央行货币政策框架包括中介目标、最终目标以及货币政策工具。央行动用货币政策工具影响利率或者货币供给量等货币变量，通过这些变量的变动，间接的影响产出、就业、物价和国际收支等最终目标，因此利率（利率走廊）、货币供给量变动（社融）被称为货币政策中介目标。货币政策和宏观审慎双支柱框架，成为中国货币政策完整框架。

从货币政策报告读央行政策变动。洞察央行中介目标的变动是理解货币政策转向的关键。我们从央行货币政策报告中看到：第一、货币政策方向不会频繁变动，过去几年货币政策放松和收紧周期通常超过一年。第二、总量中介目标排序变动与政策走向有一定相关性。2015 年到 2016 年货币由放松逐步收紧，总量目标的表述逐渐后移，而在 18 年下半年开始政策逐步放松，伴随着总量目标逐步前移。第三、2020 年二季度货币政策报告里面把总量目标放在最前面，而把流动性和价格型目标放在后面，这意味着至少从目前的表态来看，说货币政策转向仍尚早，继续关注三季度货币政策表态的变化。5-8 月货币政策的略收紧只能看成是货币政策回归常态化，后续是否收紧仍未有定论。

上周市场回顾：资金面偏紧，十年国债跌破 3.1%

上周央行公开市场净回笼 4700 亿元，债市利率总体上行。1 年期国债环比上行 10BP，10 年期国债环比上行 6BP；1 年期国开债环比上行 2BP，10 年期国开债环比上行 7BP。利率债净供给为 4372 亿元，环比增加 1589 亿元，从招投标结果来看，上周 7 年期农发债、国债需求较差。截至 9 月 4 日，未来一周国债计划发行量 1970 亿元、环比减少 230 亿元。

本周债市策略：防范交易盘降杠杆风险

近两周债市连续破位，十年国债跌破 3.1%，国开国债利差持续扩大。在基本面再度回落、社融增速趋势性回落、货币再度转松、利率超调至历史中位数之前，当前的债市熊市仍将延续，依然建议缩短久期，以票息策略为主。从机构杠杆率来看，8 月配置型机构整体降杠杆，而交易类机构“逆势”加杠杆，广义基金杠杆率已经回到 17 年同期水平。5 月以来存单替换结构性存款的行为会恶化部分中小行的流动性指标，叠加超储率位于低位，流动性分层现象加剧，预计 9 月中下旬 R 与 DR 的利差可能有走扩风险。这将引发交易类机构降杠杆，从日度高频数据看，9 月前 4 个交易日隔夜回购成交量占比已经较 8 月同期下降 1 个百分点。后续需防范资金和债市波动风险，短期维持十年期国债 3.0~3.3%的判断。

分化延续，注重挖掘——信用债周报

本周专题：A 股 2020 年中报盈利与现金流分析。1）利润：二季度盈利回暖。截止目前 A 股上市公司中报基本披露完毕，二季度非金融企业业绩降幅明显收窄，20Q2 单季归母净利润同比增速回升至-2.4%，上半年累计增速-25.1%。行业看，上半年通信、农林牧渔利润增速最高，其中通信行业主要是二季度以来受益于数字经济的快速增长以及新基建政策的迅速铺开；农林牧渔主要是猪价高企以及对内消费的增长，不过该板块二季度增速较一季度有明显回落，其中畜牧业二季度归母净利增速环比下降，渔业大幅转负，而种植业与农产品加工好转。消费者服务、交通运输、综合、商贸零售行业受疫情冲击相对较大，归母净利润增速下滑明显且修复较慢，尤其是消费者服务和交运行业（航空机场、公路铁路表现较差）远未修复。房地产行业上半年归母净利润同比下降 21.8%，主要是一季度受疫情影响，二季度单季增速已经收窄至-7%。**2）现金流：自由现金流缺口同比放大，筹资规模快速扩张。**20 年上半年 A 股非金融企业经营净现金流同比减少 1723 亿元，投资净现金流出较去年同期增加 2509 亿元，自由现金流缺口放

大；同时筹资现金流同比大幅增加 9239 亿元，覆盖资金缺口能力强化。中微观数据反映企业筹资活动普遍增加，同时在行业分布上有一定的分化，交运、房地产、石油石化及建筑行业自由现金流缺口扩张速度较快，同时筹资现金流同比增加的规模靠前，而汽车行业自由现金流缺口有所收窄，筹资步调也有所放缓。

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 257.2 亿元，较前一周有所增加。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，超 AAA 等级收益率上行 12BP，AAA 等级收益率上行 12BP，AAA-等级收益率上行 14BP，AA+等级收益率上行 14BP，AA 等级收益率上行 12BP，AA-等级收益率上行 12BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 20BP，AAA 等级收益率上行 18BP，AAA-等级收益率上行 17BP，AA+等级收益率上行 17BP，AA 等级收益率上行 9BP，AA-等级收益率上行 10BP；5 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 17BP，AAA 等级收益率上行 9BP，AAA-等级收益率上行 10BP，AA+等级收益率上行 10BP，AA 等级收益率上行 9BP，AA-等级收益率上行 9BP；7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 6BP，AAA 等级收益率上行 5BP，AAA-等级收益率上行 5BP，AA+等级收益率上行 5BP。

一周评级调整及违约情况回顾：上周无信用债主体评级上调，有 2 项信用债主体评级下调，涉及主体为铁牛集团有限公司和江苏南通三建集团股份有限公司。上周新增违约债券 1 只。发行主体为南京建工产业集团有限公司。该公司主要针对城镇化建设等综合开发型项目进行投资，在南京及周边城市投资保障房、基础设施、能源站等项目的建设，业务主要涵盖建筑业、物资贸易行业及房地产行业三大板块。目前，该公司存续债券 4 只，余额共 37 亿元。

策略展望：分化延续，信用债注重挖掘

展望后市，我们认为信用利差上下空间均有限，信用债投资仍以票息策略为主，行业间、企业主体间的分化延续，建议注重个体信用挖掘。板块方面，城投安全性逻辑仍在，短久期下可适度下沉，地产债面临融资边际收紧的影响，但对稳健的主体影响不大，其他产业债关注盈利、现金流修复主线，轻配行业龙头。

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	大连中院于 7 月 31 日已正式裁定受理公司重整。
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	7 月 30 日，ST 康美公告称，公司因可能涉及托管及后续重组被批准停牌，最迟将停牌至 9 月 3 日。这次重组接盘的“绯闻对象”为广东国资，如若国资进场，康美药业将获得重生机会。
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	
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 MTN002	中票	2020-8-3	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。
				18 中信国安 MTN001	中票	2020-6-28	12	7	中信证券,招商银行	银行间	
				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	民营	16 力帆 02	公司债	2020-3-15	11	7.5	——	上海	

		业									
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	15 中城建 MTN001	中票	2020-7-14	18	4.93	兴业银行,光大银行	银行间	因多笔债券违约多家机构向法院提起诉讼。
				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	8 月 10 日公告称，近日豫煤矿机申请对公司司法重整，是否进入重整程序存在不确定性。
20	南京建工集团	土木工程建筑业	民营	16 丰盛 03	公司债	2020-9-1	22	7.9	第一创业证券	上海	联合评级维持南京建工产业集团主体及相关债券信用等级为 C。
				18 丰盛 01	私募债	2020-7-20	5	7.5	第一创业证券	上海	
				H7 丰盛 01	私募债	2020-4-13	8	7.9	招商证券	深圳	
21	华泰汽车集团	汽车制造业	民营	16 华泰 02	公司债	2020-7-28	10	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。
				16 华泰 01	公司债	2020-4-14	11.53	7.2	英大证券	上海	
22	中融新大集团	资本货物	民营	17 中融新大 MTN001	中票	2020-7-20	15	7.4	恒丰银行	银行间	首次违约。
				18 中融新大 MTN002	中票	2020-4-20	6.492	8	恒丰银行	银行间	
23	宜华企业集团	家具制造业	民营	17 宜华企业 MTN002	中票	2020-7-27	10	5.8	光大银行	银行间	首次违约。

				17 宜华企业 MTN001	中票	2020-5-6	10	6.5	光大银行	银行间	
24	东旭集团有限公司	资本货物	民营	15 东旭集	公司债	2020-7-30	19.245	7	华鑫证券	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 02	公司债	2020-7-27	7.23	7.8	华鑫证券, 华信证券	上海	
				17 东旭 01	公司债	2020-3-13	25	6.55	平安证券	上海	
				17 东旭 02	公司债	2020-3-13	25	6.8	平安证券	上海	
				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公司	深圳	8 月 16 日公告，与安阳城乡一体化示范区管委会签署投资合作协议书，共同投资 20 亿元建设新型光电显示材料产业园项目。
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 02	公司债	2020-7-20	5.4	7	招商证券, 华龙证券	深圳	首次违约

				17 华讯 03	公司债	2020-7-17	0.155	7	招商证券, 华龙证券	深圳	
				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 01	私募债	2020-8-14	8.18	7.5	国泰君安, 中投证券	深圳	首次违约，“17 泰禾 MTN001”违约触发“17 泰禾 MTN002”交叉保护条款。
				18 泰禾 02	私募债	2020-8-24	15	7.5	中国金融	深圳	
				18 泰禾 01	私募债	2020-8-3	15	7.5	中国金融	深圳	
				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	
				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。
32	洛娃科技实业集团有限公司	食品制造业	民营	18 洛娃科技 MTN001	中票	2020-8-3	3	8	宁波银行	银行间	公司及其关联公司在管理人监督下自行管理财产和营业事务；债权认定工作基本完成；对外债权及财产追收工作仍在进行中；没有重大资产处置事项，发行人涉及境外重整事务，因受境外疫情影响，进展缓慢。
33	北京华业资本控股股份有限公司	房地产业	外资企业	15 华业债	公司债	2020-8-5	13.4576	8.5	国金证券	上海	——
34	北讯集团股份有限公司	资本货物	民营	18 北讯 04	私募债	2020-7-16	5.375	7.8	瑞信方正证券	深圳	——
35	天津市房地产信托集团	资本货物	地方国有企业	16 房信 01	公司债	2020-8-24	2	7.9	浙商证券	上海	首次违约
36	铁牛集团有限公司	汽车制造业	民营	16 铁牛 01	私募债	2020-8-24	0.2	7.5	华福证券	上海	首次违约。2020 年 8 月 31 日，法院裁定受理铁牛集团重整申请。