

## 债券周刊

上周无债券违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 24 家企业共 55 只债券出现违约，违约金额为 672.152 亿元。

1、四川省煤炭产业集团：因未能清偿到期债务且明显不具备清偿能力，公司及子公司被申请重整。

2、山东胜通集团股份：合并重整草案获表决通过。

3、评级下调事件：①联合资信将中融新大集团主体及“17 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN002”信用等级下调至 BB。②中诚信国际下调吉林森工集团主体及“15 森工集 MTN001”信用等级至 C。③穆迪将富力地产的企业家族评级由“Ba3”降至“B1”，富力地产(香港)的企业家族评级由“B1”降至“B2”，评级展望均调整为负面。④据中新经纬，北京鸿坤伟业房地产公司旗下多只债券的中债隐含评级从“AA-”被下调至“A+”。Wind 数据显示，在此次中债隐含评级下调前，鸿坤伟业多只债券均出现了短期被集中报卖的现象。

## 资金中枢趋升，债市防范风险——利率债月报

### 5月市场回顾：资金中枢回升，债市熊平行情

5月债市大幅调整，主要原因包括：第一，4月底武汉解禁、北京下调应急响应级别。第二，国内降息持续落空，央行连续37个交易日暂停逆回购操作，资金利率中枢明显抬升。第三，两会召开使得积极财政政策落地，利率债供给创历史新高。第四，海外复工复产逐渐开启，风险偏好回升。

货币利率方面，R001月均值为1.3%、上行24BP；R007月均值为1.62%、上行5BP；DR001月均值为1.24%、上行25BP；DR007月均值为1.54%、上行8BP。1年期国债收于1.6%，环比上行46BP；10年期国债收于2.71%，环比上行17BP。1年期国开债收于1.79%，环比上行60BP；10年期国开债收于2.99%，环比上行17BP。

### 经济和政策前瞻：经济继续改善，资金中枢趋升

经济继续改善，关注PPI见底。5月以来供需两端均继续改善，发电耗煤增速大幅回升转正，样本钢企产量增速保持平稳，主要行业开工率也普遍上行，35城地产销量降幅继续收窄，乘用车批零增速较4月一升一降，但均好于3月的水平。领先指标社融增速在4月持续回升至12.0%，2季度外需降内需升，经济恢复已成定局。通胀方面，5月以来食品价格环比继续下跌，预计5月CPI同比继续回落至2.8%；OPEC+减产协议开始生效，国际油价触底反弹，国内煤价、钢价小幅回升，预计5月PPI同比或稳定在-3.1%，PPI同比低点或在4-5月，而后降幅收窄。

财政成为主角，资金中枢趋升。下半年将是财政和货币齐发力的政策组合，其中财政成为主角。2020年新增财政赤字1万亿，新增地方政府专项债券1.6万亿，新增抗疫特别国债1万亿。我们预计2020年利率债净融资额近10万亿，不含特别国债的净融资额接近9万亿，均创历史新高。为了配合政府债券发行、推动实体融资利率下行、引导货币社融增速明显高于去年，货币依然维持宽松。但另一方面，货币利率下行也存在三方面制约。一是债市杠杆抬升，体现为4月广义基金杠杆创13年以来同期新高、R001成交量不断突破历史新高、R001成交量占比在4月下旬触及12年牛尾高点，央行金融市场司副司长提示债市杠杆率上升的风险。二是货币政策进入观察期，短期中美摩擦和避险情绪使得人民币或存贬值压力，制约货币大幅宽松。三是市场利率持续低于政策利率早已隐含了降息预期。综合而言，政

府工作报告强调要防止资金空转，在前期宽货币逐渐传导至实体的过程中，6月资金利率中枢或继续抬升。

### 债市前瞻：债市牛熊转换，防范风险为上

从GDP领先指标社融来看，社融信贷持续超增，预示2季度以后的经济增速有望缓慢回升。从通胀来看，此次新冠疫情爆发以来全球放水幅度前所未有、美欧金融监管放松、逆全球化风声再起，虽然短期PPI位于通缩区间，但长期通胀风险抬升。从广义资金供求来看，社融-M2增速一定程度可以代表资金供需缺口，且领先债市拐点，12年5月、15年7月、18年12月该指标阶段性见底，分别领先债市调整2个月、13个月和2个月，我们预计社融-M2增速差将于4月见底，预示后续债牛渐入尾声。从供需来看，5月中长期债券需求转弱，超长期债券需求旺盛，我们预计6月政府债券供给量为年内次高，银行、保险等配置户的政府债券配债需求会对政策性金融债形成挤出效应，资金利率中枢抬升制约债市杠杆率攀升，进而影响非银债券需求。因此我们依然认为当前债市处于牛市和熊市的转换期，长端利率较难突破前低，建议防范风险为主。

### 净融资回落，但宽信用仍在——信用债月报

**5月行业利差监测与分析。**信用利差在月底被动收窄，各品种选择上偏好中高等级短久期策略。产业债与城投债利差分化。截至5月末AA+级产业债-城投债利差评级在91BP左右，较4月底下行1BP，基本持平；而AA级产业债-城投债利差目前在121BP左右，较4月底上行27BP。行业利差监测上来看，高等级债中，休闲服务行业利差最高，化工、传媒、商业贸易行业利差也相对较高。中等级债券中，综合行业利差最高，利差约为506BP。重点行业观察中，钢铁、采掘行业及地产行业利差及超额利差均收窄。

**5月市场回顾：净供给减少，交投减少，收益率上行为主。**5月主要信用债品种共发行7171.95亿元，到期5302.15亿元，净供给1869.8亿元，较前一个月的8170.79亿元大幅减少。在发行的652只主要品种信用债中有178只城投债，占比约27.3%，发行数量较前一个月有所减少。5月主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交18331.16亿元，与前一月27490.94亿元的成交额相比，5月成交有所减少。相比4月29日协会估值，5月（5月29日）中信用债估值收益率上行为主。

**5月评级调整及债券违约情况回顾。**5月公告28项信用债主体评级向上调整行动，均为评级上调；公告7项主体评级向下调整行动，6项为评级下调，1项为评级展望下调。与前一月相比，向上调整评级数目均增多而向下调整的减少。评级上调主体中均有城投平台而下调的主体中没有。评级下调的债券发行主体中，从行业分布来看，涉及行业包括批发和零售业、农林牧渔业、采矿业、房地产业及制造业。5月新增违约债券3只，涉及企业共3家，就企业性质来看，均为民营企业；就是否为上市公司来看，上市共1家；就违约类型来看，均为未按时兑付本息。5月新增违约主体1家，为宜华企业(集团)有限公司。

### **投资策略：净融资回落，但宽信用仍在**

**1) 上周信用债市场大幅调整。**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10BP，AA级企业债收益率平均上行8BP，城投债收益率平均上行8BP。

**2) 金融办公室发布11条金融改革措施。**上周央行网站上刊登名为《金融办公室发布11条金融改革措施》的文章，其中披露近期拟发布《标准化债权类资产认定规则》，19年10月央行发布的征求意见稿中，已经基本明确了标准化债权类资产的认定范围和认定条件，本次认定规则的终稿我们认为可能变化不大，或继续对少数未明确品种加以界定，包括同业借款和协议存款是否可列在豁免非标范围内，如果还是未能豁免，银行理财投资同业借款、协议存款将受到较大影响。此外标准化票据大概率会明确划分为标准化债权，本次金融办公室拟发布的措施中还包括《标准化票据管理办法》，“支持将票据作为基础资产打包后在债券市场流通，支持资产管理产品投资标准化票据”。

近年来推动“非标转标”的监管方向未放松，一方面加强非标投资约束，包括落实期限匹配和投资占比约束、收缩标债认定标准等，另一方面打开转标前门，比如债市注册制落地、放开发债额度占比指标、交易所推出短期融资券品种以及标准化票据、资产支持证券的不断探索和规范，都是为非标转标打好铺垫。如果从信用债作为转标渠道来说，以往对非标融资依赖的主体信用资质可能偏差，可能不满足发债条件或者不容易被债市参与者认可，前者有种可能会通过适当放松发债门槛加以推进，进一步丰富信用层次，后者则可能会继续丰富债市参与结构，比如去年8月份发布的《关

于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》，就放松了银行参与交易所债券市场的限制。未来信用债市场发展期待更多政策红利。

**3) 5月净融资回落，宽信用信号仍明显。**5月主要品种信用债净融资额不到2000亿，较3-4月份大幅减少，但近期政策表态看，宽信用信号愈加明显，支持企业扩大债券融资的大方向没变，政策或将持续助力信用债供给增加，信用债可能短期内受配置需求边际减少、债市调整等影响，整体收益率处于较低水平也导致吸引力不强，但中长期看仍期待信用基本面修复与融资政策红利。

**附：2020年至今违约债券的相关信息统计**

序号	发行人	行业	公司性质	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。
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	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	上海

证券											
				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。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	
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。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。
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	股东违规担保3.9亿,公司曾提示终止上市风险。
9	中信国安集 团	综合	公众企业	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	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。
				16 中信国安 MTN001	中票	2020-3-10	16	4.49	—	银行间	
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	重庆力帆控	汽车与汽	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

	股	汽车零部件										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。
12	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		
13	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。
14	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		
15	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。
16	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。
17	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。
18	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。
19	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。

20	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。
21	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。
22	东旭集团有限公司	资本货物	民营	16 东旭 01	公司债	2020-1-18	9.97	7.5	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。
				17 东集 01	私募债	2020-1-23	10.3	7.8	华龙证券	深圳	
23	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。
24	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。