

债券周刊

上周新增违约债券 1 只，违约金额 20 亿元，涉及企业为天津房地产集团，是首次违约。根据 Wind 统计，2020 年至今累计已有 37 家企业共 93 只债券出现违约，违约金额为 1116.8 亿元。

1、**天津房地产集团**：“16 天房 04”未按时兑付回售款和利息。“16 天房 04”发行金额 20 亿元，期限 5 年，票面利率 7.7%。

2、**渤海租赁**：“19 渤海租赁 SCP002”本金展期兑付。“19 渤海租赁 SCP002”发行规模 5 亿元，期限 270 天，票面利率 3.98%。

3、**海航控股**：递延支付“18 海航 Y1”当期利息。“18 海航 Y1”发行规模 5 亿元，期限 3 年，票面利率 7.6%。

4、**海口美兰国际机场**：“19 美兰机场 SCP001”本金展期兑付 270 天。此前“19 美兰机场 SCP001”已有过一次展期兑付 270 天，兑付日由 2019 年 12 月 14 日调整为 2020 年 9 月 9 日。

5、**桑德环境**：“17 桑德工程 MTN001”再次偿付 100 万元本金及该部分利息。本次偿付完成后，本期债券存续余额为 9750 万元。

6、**评级下调**：①穆迪将中国光大控股评级由“Baa2/P-2”下调至“Baa3/P-3”。②标普将新奥能源长期发行人信用评级降至“BBB”。

债券熊市延续，耐心等待拐点

美债继续上涨

美国批发销售数据好于预期，零售止涨回跌，就业数据下滑，实际收入明显回升，通胀高于预期。美国7月批发销售环比上升4.6%，好于市场预期。而零售销售回落，至9月5日当周红皮书商业零售销售同比降0.1%，环比降1%，均低于前值。8月实际收入数据好转，环比回升至0.3%。8月季调后CPI环比升0.4%，高于市场预期值。8月PPI同比降0.2%，降幅有所收窄。就业方面，9月5日当周初请失业金人数为88.4万人，预期84.6万人，在连续五周录得下滑后首次录得增加。

上周美国经济数据大多向好，但新刺激方案的推进举步维艰，美股原油下跌，避险情绪升温，10年期美国国债利率下行5BP至0.67%，10Y-2Y国债期限利差缩减4BP至0.54%。

外需依然强劲，内需稳健恢复

8月我国出口同比继续回升至9.5%（前值7.2%）、超出市场预期，进口同比增速小幅回落至-2.1%（前值-1.4%）、低于市场预期，我们预计海外经济生活的恢复将继续支撑我国外需改善。内需方面，从中观高频数据来看，终端需求好坏参半，高基数下35城地产销量增速回落，而乘用车销量增速仍处高位；工业生产稳中有升，样本钢企钢材产量增速明显走高，重点电厂发电耗煤增速继续上行，主要行业开工率也是涨多跌少。

物价方面，8月CPI同比回落至2.4%，PPI环比上涨0.3%，同比降幅继续收窄至-2.0%。9月以来猪价和水果价格均有所回落，蔬菜价格继续反弹，国际油价明显回落，国内煤价、钢价上涨，我们预计9月CPI同比回落至1.9%，PPI同比略降至-2.1%。海外多国的逐步解封、经济重启支撑工业品价格，但部分地区疫情仍在反复，在疫情未完全结束的情况下，需求复苏预计放缓，PPI难有大幅回升。整体来看通胀压力不大，并不会成为干扰货币政策的主要因素。

社融大超预期，货币难以放松

8月新增社融3.58万亿元，高于市场预期的2.66万亿，同比多增1.39万亿元。其中政府债券同比大幅多增，居民贷款和企业中长期贷款同比多增，

表外票据和股权融资亦同比多增，显示实体融资需求向好。社融存量增速回升至 13.3%，创 18 年 3 月以来新高。

展望未来，政府融资仍将大幅多增，而今年以来贷款利率小幅下降有望支撑居民房贷，库存周期的重启将支撑企业中长期贷款持续回升，从而带动广义货币和社融增速继续回升。而货币与社融增速的回升，将支撑下半年我国经济的继续复苏，再加上疫情导致上半年宏观杠杆率明显回升、地产融资分档调控，我们预计四季度货币政策难以放松。

但另一方面，疫情对服务业和消费的影响明显大于工业，且目前仍未消退，这导致就业依然承压。因而我们预计，在就业尚未出现明显改善的背景下，货币政策也不会立刻收紧。总体来看货币政策将维持中性，这意味着央行 7 天逆回购利率稳定在 2.2%，资金面维持紧平衡，DR007 围绕政策利率波动。

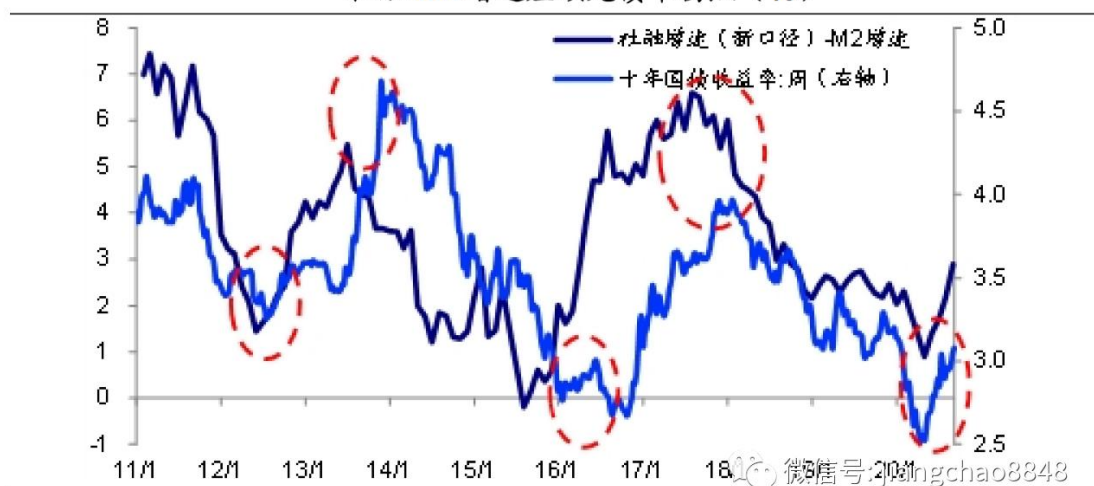
债券熊市延续，耐心等待拐点

上周前半周资金转松、股市下跌叠加利率债净发行量回落，债市情绪回暖，但周五股市反弹和社融数据大超预期导致利率纷纷上行。

社会融资规模与广义货币供应量 M2，分别反映了金融机构资产负债表的资产方和负债方，两者相互补充、相互印证，是一个硬币的两个面。银行体系资金投向非银金融机构但未流向实体经济会使得社融和 M2 产生差异，即资金脱实向虚导致社融-M2 增速差缩窄，而资金脱虚向实导致社融-M2 增速差走扩。8 月社融-M2 增速差走扩至 2.9%、创近 2 年新高，显示资金持续走向实体。

从历史走势来看，社融（新口径）-M2 增速差领先债市拐点，但领先时间差异较大。12 年 5 月社融-M2 增速差见底，领先债牛结束 2 个月；13 年 6 月见顶，领先债熊结束 8 个月；15 年 7 月该指标见底，领先债牛结束 13 个月；17 年 7 月见顶，领先债熊结束 7 个月。我们预计本轮社融-M2 增速差顶点将出现在今年 3 季度，按照过去两轮熊市领先 7-8 月的规律，则债熊结束要等到明年上半年。因此依然建议缩短久期、以票息策略为主，9 月下旬防范资金波动风险，短期维持十年期国债 3.0~3.3%的判断。

社融 M2 增速差领先债市拐点 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

一、货币利率：资金面转松

1) 资金面转松。上周央行逆回购投放 6200 亿元，逆回购到期 3900 亿元，公开市场净投放 2300 亿元。R001 均值下行 28bp 至 1.75%，R007 均值下行 13bp 至 2.27%。DR001 均值下行 25bp 至 1.7%，DR007 均值下行 6BP 至 2.14%。

2) 社融大超预期，货币难以放松。8 月新增社融 3.58 万亿元，大超预期。除了政府债券同比大幅多增外，居民贷款、企业中长期贷款、表外票据和股权融资均同比多增，显示实体融资需求向好。社融存量增速回升至 13.3%，创 18 年 3 月以来新高。展望未来，我们预计年内货币与社融增速依然持续回升，将支撑下半年我国经济的继续复苏，再加上疫情导致上半年宏观杠杆率明显回升、地产融资分档调控，四季度货币政策难以放松。但另一方面，在就业尚未出现明显改善的背景下，货币政策也不会立刻收紧。总体来看货币政策将维持中性，资金面维持紧平衡，DR007 围绕政策利率波动。

二、利率债：债市涨跌互现

1) 上周债市先涨再跌。1 年期国债收于 2.6%，环比上行 1BP；10 年期国债收于 3.13%，环比上行 1BP。1 年期国开债收于 2.81%，环比下行 4BP；10 年期国开债收于 3.68%，环比下行 1BP。

2) 未来一周国债供给减少。上周，利率债净供给为 1614 亿元，环比减少 2759 亿元；总发行量 5334 亿元，环比增加 244 亿元，其中记账式国债发行 2455 亿元，环比增加 219 亿元；政策性金融债发行 1247 亿元，环比增加 104 亿元；地方政府债发行 1633 亿元，环比减少 79 亿元。截至 9 月 11 日，未来一周国债计划发行量 1750 亿元、环比减少 705 亿元。

3) 债券熊市延续，耐心等待拐点。社会融资规模与广义货币供应量 M2，分别反映了金融机构资产负债表的资产方和负债方，银行体系资金投向非银但未流向实体会使得社融和 M2 产生差异，即资金脱实向虚导致社融-M2 增速差缩窄，而资金脱虚向实导致社融-M2 增速差走扩。8 月社融-M2 增速差走扩至 2.9%、创近 2 年新高，显示资金持续流向实体。从历史走势来看，社融（新口径）-M2 增速差领先债市拐点。我们预计本轮社融-M2 增速差顶点将出现在今年 3 季度，按照过去两轮熊市领先 7-8 月的规律，则债熊结束要等到明年上半年。因此依然建议缩短久期、以票息策略为主，9 月下旬防范资金波动风险，短期维持十年期国债 3.0~3.3%的判断。

三、信用债：收益率上行，关注流动性

1) 信用债收益率继续上行。上周 AAA 级企业债收益率平均上行 4BP，AA 级企业债收益率平均上行 4BP，城投债收益率平均上行 5BP。信用利差整体较前一周略有抬升，但各期限品种变动的幅度平均都在 10BP 以内，利差绝对水平仍较低。一级市场供需两不旺，取消发行仍多。

2) 短久期下沉节奏趋缓，震荡熊关注流动性。我们在一周前交流思考中提到，认为信用利差上下空间均有限，从近半个月的市场表现看，利差确以震荡为主。等级利差连续两周保持微幅变动，前期下沉节奏明显放缓，显示近期投资风格可能边际上转谨慎，期限利差上周也是小幅变动。上周社融数据超市场预期，经济复苏继续且有望延续至 21 年上半年，震荡熊市下信用债投资建议仍以票息策略为主，负债端稳定的账户可继续挖掘票息收益，对流动性要求较高的账户而言可适当增加安全性品种的配置。

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过 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	天津房地产集团有限公司	房地产业	地方国有企业	16 天房 04	私募债	2020-9-8	20	7.7	中信建投证券	上海	首次违约
37	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。