

# 蜂巢基金

---

2019 年信用市场研判及投资策略

蜂巢基金研究部

上海市浦东新区竹林路 101 号陆家嘴基金大厦 10 层 | 021-68886277

## 目录

|     |                                  |    |
|-----|----------------------------------|----|
| 一、  | 2018 年回顾 .....                   | 2  |
| (一) | 收益率与信用利差走势 .....                 | 2  |
| (二) | 信用违约概况 .....                     | 3  |
| 二、  | 宏观和政策分析 .....                    | 4  |
| (一) | 基本面 .....                        | 4  |
| (二) | 政策面 .....                        | 5  |
| (三) | 资金利率情况 .....                     | 6  |
| 三、  | 市场分析 .....                       | 6  |
| (一) | 供给端 .....                        | 6  |
| (二) | 需求端 .....                        | 8  |
| 四、  | 行业信用面 .....                      | 9  |
| 五、  | 信用投资策略 .....                     | 11 |
| 六、  | 其他需要关注的风险点和可能的事件 .....           | 11 |
| (一) | 信用债相关风险 .....                    | 11 |
| 1、  | 民企纾困 .....                       | 11 |
| 2、  | 信用债法律条款风险 .....                  | 12 |
| 3、  | 需要密切关注财务报表有瑕疵或有负面新闻的发行人的状况 ..... | 14 |
| 4、  | 需要警惕利用结构化模式发行债券的发行人 .....        | 14 |
| 5、  | 警惕协议式回购市场萎缩的风险 .....             | 14 |
| (二) | 其他关注点 .....                      | 14 |

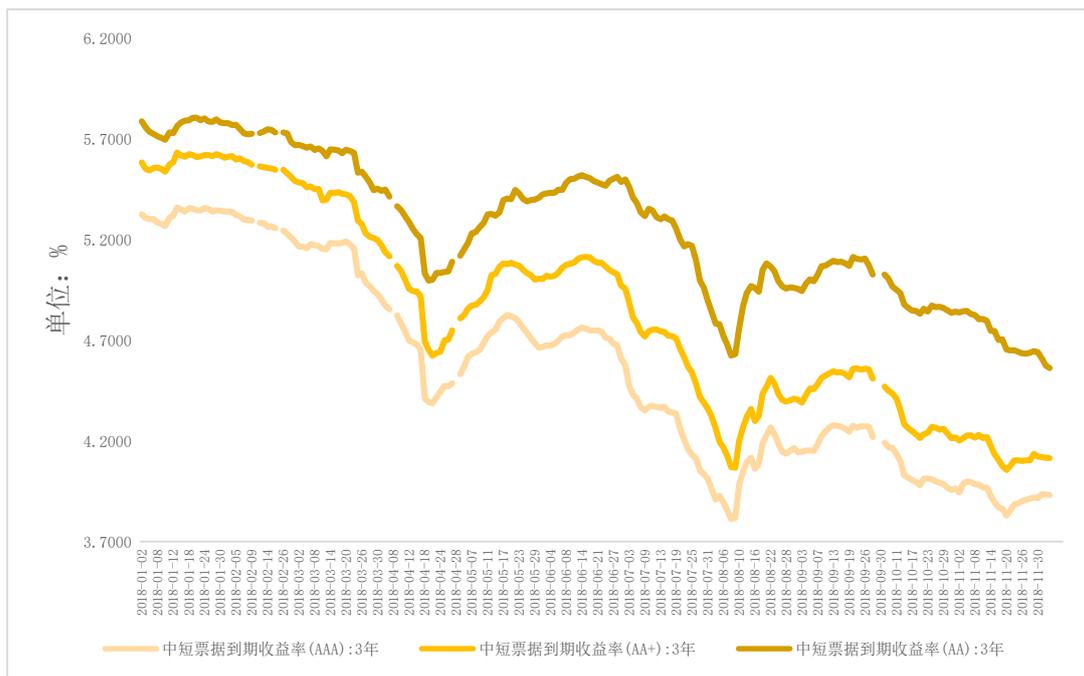
# 蜂巢基金 2019 年信用市场研判及投资策略

## 一、2018 年回顾

### (一) 收益率与信用利差走势

2018 年，国内信用市场历经起伏：上半年，先是去杠杆带来民企、城投债务问题的暴露，引发信用风险事件的点状爆发，推升信用利差；随后在国内社融回落及贸易战等因素的影响下，国内政策出现微调，一系列支持民企融资、缓释信用风险的政策和工具相继落地，叠加权益市场整体表现欠佳，资金回到债券市场，信用市场的风险偏好有所修复，信用利差压缩，收益率在震荡调整后下行。三季度伊始，结构性去杠杆仍是政策重点，叠加表外快速清理导致融资环境偏紧，紧信用环境下收益率抬升的同时再次带动利差走扩；国庆后受贸易战发酵和国内经济基本面下滑等因素的影响，宽信用政策逐步出台，收益率重回下行区间；但临近年末，信用事件再次频发，使得中低评级信用债收益率出现拐头上行迹象。

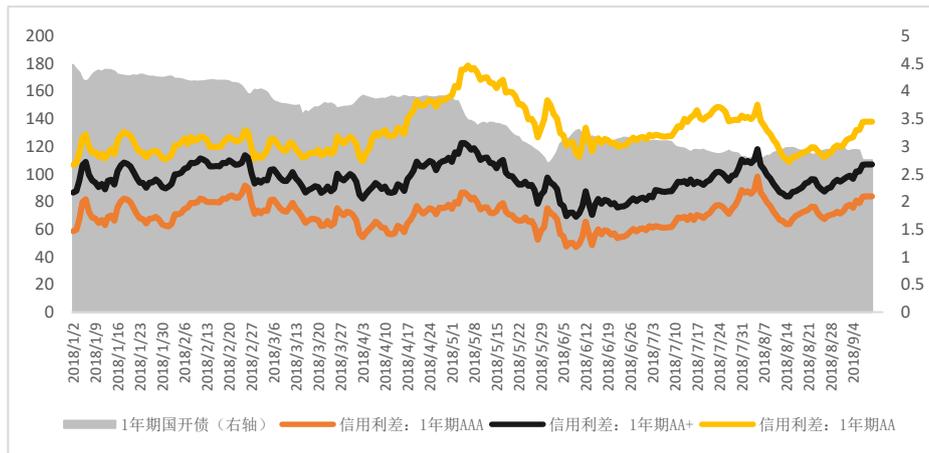
图 1：3 年期中短期票据收益率情况



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

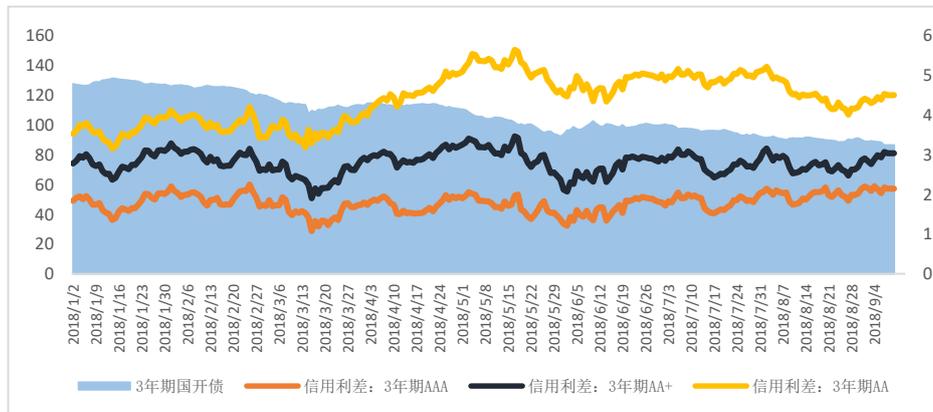
整体来看，2018 年信用债一级市场估值和二级成交收益率均处于下行趋势。但需要注意的是，一级市场中，主要是高评级发行利率下行幅度较快，低评级一级发行利率全年仍维持高位；二级市场中，整体成交流动性并未大幅增加；信用利差也基本维持高位，且临近年末仍有走扩态势。上述情况均表明全年驱动信用债收益率下行的因素主要是无风险利率或者说基准利率的下行，流动性溢价基本持平，市场风险偏好也并没有大家所想象的那样在下沉评级，否则信用利差将会收窄而并非如图所示仍处于高位。

图 2：1 年期国开债收益率与 1 年期各等级信用债利差



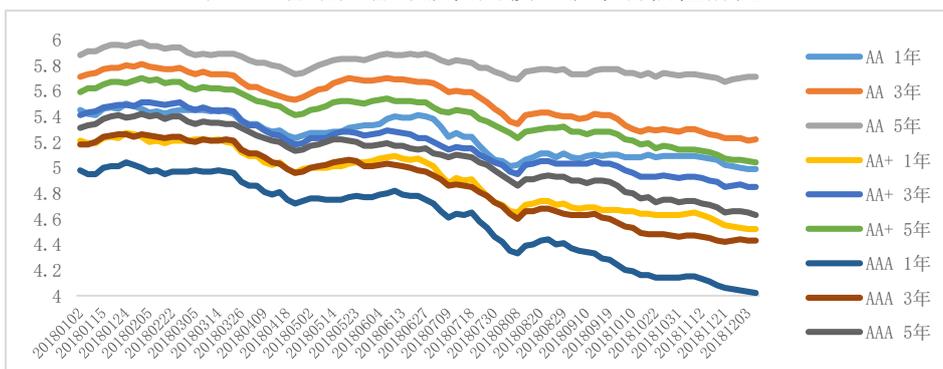
资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

图 3：3 年期国开债收益率与 3 年期各等级信用债利差



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

图 4：各期限各评级信用债一级市场估值情况



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

## (二) 信用违约概况

2018 年，在信用收缩的背景下，违约大幅增加。据 Wind 数据，截至本报告日，2018 年共有 164 只债券违约，涉及 52 个发行主体，违约债券发行总额为 1496.84 亿元，从数量上看，今年违约债券只数和违约总额均已超过 2014 年至 2017 年所有违约债券的总和，而这其中尚不包括信托、租赁等非标融资渠道发生并已被公开的风险事件。

图 5：历年信用违约情况统计



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

造成上述主体发生违约的因素，市场已有充分总结，此处不再赘述。需要明确的是，信用违约对市场的负面影响并不会因为宽信用政策的密集出台或市场资金面的相对充裕而被简单化解。从前述收益率图表中可以看到，高评级个券各期限收益率在经历趋势性的下行后往往比较稳定，信用利差也能维持窄幅波动；而低评级个券，无论是一级还是二级市场，即使在各类政策的不断鼓励下，受到的市场关注度依然较低，信用利差在经历前期走扩后仍未出现明显收窄迹象。结构性分化的背后，是市场对前期非标监管、融资环境收紧等政策持续性的担忧；是金融机构在政策指导和贷款坏账之间面临的两难选择；也是投资者对信用风险与投资收益之间的权衡结果。

总体来看，2018 年上半年金融去杠杆推进，市场环境从之前的信用扩张转为收缩，从而使得前期加杠杆用力过猛，资产质量和抗压能力较差的主体和地方融资平台率先爆雷，并通过资本市场的负反馈加剧了整体融资环境的紧张，使得信用进一步的坍塌。而下半年，在内忧外患并存的局面下，政策口径微调，去杠杆转变为稳杠杆，一刀切转变为结构化，紧信用转变为宽信用，从而为信用市场提供了喘息的机会。

但当前时点，大环境继续向下的背景下，民企历史债务问题尚未有效化解、经营水平未见明显好转；银行“嫌贫爱富”，宽信用尚未完全传导至底部；国企与城投平台纠缠不清、地方政府和融资平台存量债务压力仍然存在。因此我们认为，目前暂时性、结构性的行情并不表明整体信用环境的根本性改善，信用风险的点状爆发仍将持续；而在市场没有较大外部利好带动的情况下，信用市场风险偏好和投资者情绪的修复将是一个相对漫长的过程。

## 二、宏观和政策分析

### （一）基本面

从量、价、结构三个维度来看，宏观经济基本面处于增速换挡的节奏中，仍有下行压力。

从量上看，18 年实际 GDP 增速有望维持在 6.5%，全年四季度分别为 6.8%、6.7%、6.5% 和 6.3%（预测），整体呈下行趋势，PMI 指数从 51.6 回落到 50 的临界位置，12 月跌破荣枯

线至 49.6。由于货币传导机制的不畅、信用整体收缩和对非标业务的规范化，货币增速和社融增速也累创新低，M2 增速基本回到 8%，低于实际 GDP 增速，货币收缩明显；不过 18 年 3 月份政府工作报告中不再将 M2 增速作为政策目标，这将使得市场更关注社融。社融方面，18 年 1-11 月累计新增社融 17.64 万亿，大幅低于 17 年同期的 20.81 万亿，主要源于非标管控和房地产、地方政府融资限制下委托贷款、信托贷款和票据的缩量，贷款和债券融资有所好转，但总体的收缩也和 M2 增速下行相对应。

从价格来看，17 年呈现 PPI 高企和 CPI 低位的背离，企业利润向上游分配，18 年以 PPI 的大幅下行和 CPI 略微上行完成了修正，产业结构趋于合理，但利润分配的改善要相对滞后。2018 年前 3 季度名义 GDP 增速 9.6%，测算 GDP 平减指数在 3 左右，相比 17 年有所下行。

结构上看，对经济增长的贡献主要源于房地产投资和进出口，拖累主要来自于基建和消费。房地产投资源于三四线城市的火爆和土地出让的高企，但随着棚改的到期和居民预期的下降，下半年房地产行业进入寒冬，明年管制政策有望在地方政府的压力下逐步放松。进出口全年保持高增速，但存在加关税前的抢跑因素，PMI 的新出口订单已经在 6 月开始下滑，阿根廷会谈只达成了暂时不新增关税的协议，但第一二批 500 亿和 2000 亿美元产品关税已经开始收取，美墨加协议和新的全球贸易框架还在探索中，明年外贸的压力会进一步显现。为托底经济压力，高层出台了减税降费和增加基建等措施。

整体来看，经济增速下滑、货币收缩、资产价格下行，带来的后果是企业利润增速下滑，现金流吃紧，大部分行业负债率被动上升。

展望明年，内外部压力都很大，而可用的手段有限。全球经济回落和贸易摩擦带来的负面因素将逐步展现，外贸堪忧，唯有油价和大宗价格下行能够部分对冲进口的压力。房地产投资因房企自身资金紧张也将下行，政策会部分放松但预计不会再開“炒房”底线，消费在减税的带动下有望回暖，基建在地方政府专项债放量的带动下有望部分回升，但绝对数量不大。居民和政府整体杠杆仍处于高位，对政策的掣肘很大，政策的实际效果难以超预期，经济增速仍将逐步下滑。

## （二）政策面

下半年来，由于经济下行压力加大、海外压力因素增加、国内股票市场大幅下跌等原因，国家对经济下行压力有了更加充分的认识，并逐步出台维稳措施，政策底已经明确。但需要注意的是：政策从来不是万能的。

货币政策方面，有利之处是由于美国自身经济原因，国内面临的美联储加息和汇率等外在制约因素将有所减少，我国货币政策的独立性将增强，但同时需要注意美联储缩表的规模。基于拉绳效应，紧缩的货币政策应对经济过热效果较好，但宽松货币政策应对经济下行则容易陷入流动性陷阱，对经济增长的推动作用有限。目前，宽松的货币政策基本已到极致，明年可能再继续降准 4 次，但目前银行资金充足，资本金却不足，面对明年超过 6 万亿的非标回表和地方债增发的压力，按 6 万亿非标 100% 风险资本和 7.5% 的资本充足率计算，需要 4500 亿的新增资本，更不提大部分非标本就不符合银行表内风控，这部分资金仍需要非银来承接；资本金的不足将使得银行难以承担宽信用的职责，叠加当前信用风险仍然未充分释放，银行

也不会因为政策口号而不顾自身的经营风险。

18 年底，监管已经开始着手解决银行资本金的问题，包括采用二级债、永续债、定增等多种方式，下一步需要解决的是更加核心的银行考核指标及风险偏好的问题。目前的政策框架仍然是建立宏观审慎监管框架，通过指标考核、银行窗口和行政指导、地方设立担保机构增信等方式来试图解决中小企业融资难、融资贵的问题，但工具定价和风险职责分配的框架仍然没有理顺，在经济下行和风险增加的阶段，很难依靠这种制度来解决中小企业融资问题，我们认为信用风险仍未到拐点。

财政政策方面，中央经济工作会议强调财政政策更加积极，包括加大力度减税和增加地方专项债额度等。但财政政策面临资金的硬约束，政府支出是刚性的，难以减少，现在所做的主要是增加政府性基金预算方面的专项债额度，其本质是在会计上做文章，而实际宏观杠杆率已经较高，财政政策发力空间有限。

明年基建更强调补短板，对基建的定义已经从路桥洞转向 5G 商用、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设之上，可以看到政策的关注方向正在改变。

### （三）资金利率情况

我们认为，在明年经济压力和外部压力仍大的情况下，货币政策仍将维持偏松，流动性将保持“合理充裕”的局面，无风险利率仍然处于下行通道，并能够带动信用债收益率一同下行，另外资金市场也将维持稳定，融资成本保持低位，在客户申赎可控的情况下，可以把杠杆比例维持高位，增加杠杆利差收入。

图 6：余额宝收益率与 1 年期国开债收益率走势图



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

## 三、市场分析

### （一）供给端

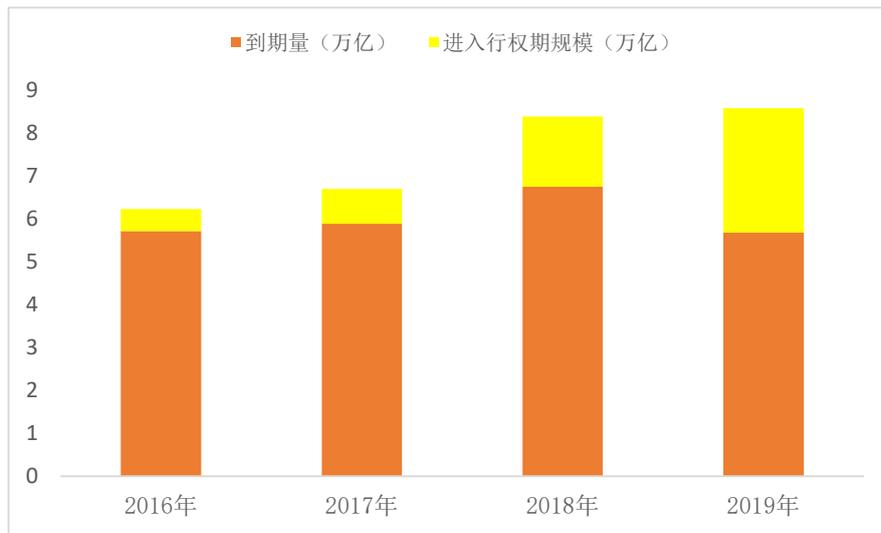
2019 年信用市场到期续发和非转标压力较大，再融资需求将继续支撑信用债供给规模，

具体来看：

一方面，2019年信用债到期规模仍大。据Wind数据，2019年约有5.67万亿信用债到期；同时有约2.9万亿的债券将进入行权期。具体到2019年各月份数据来看：几乎所有月份的到期量都在3000亿以上，其中4、5、9、10和12月份更是单月到期量突破5000亿。

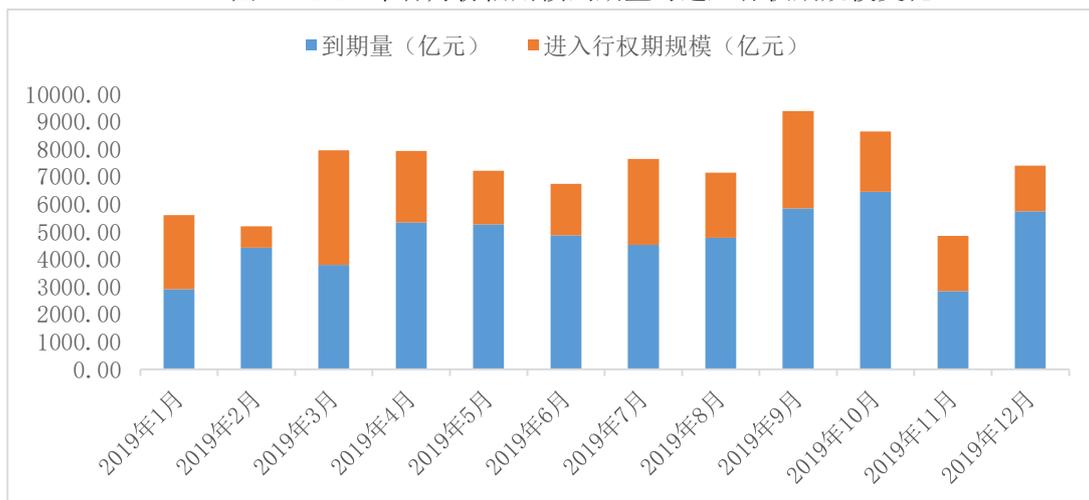
虽然在经济下行和前期去杠杆的双重冲击下，部分企业已经开始主动收缩杠杆并减少融资需求，但是整体来看，明年信用债到期偿还压力仍大，各发行主体依旧面临较重的债务偿付或借新还旧压力。

图 7：近年信用债到期量与进入行权期规模变化



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

图 8：2019年各月份信用债到期量与进入行权期规模变化



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

另一方面，根据招商证券的测算，19年非标到期量达6万亿左右，仅略低于18年的7万亿，到期高峰仍在2季度。按照监管规定，非标到期无法续作需要回表，因此多数会通过发债或资产证券化等方式来转标，信托、P2P等能够分流的资金有限，总体规模预计将会带

来大量的银行信贷压力，同时大量占用银行资本金，并推动信用债供给增加。

## （二）需求端

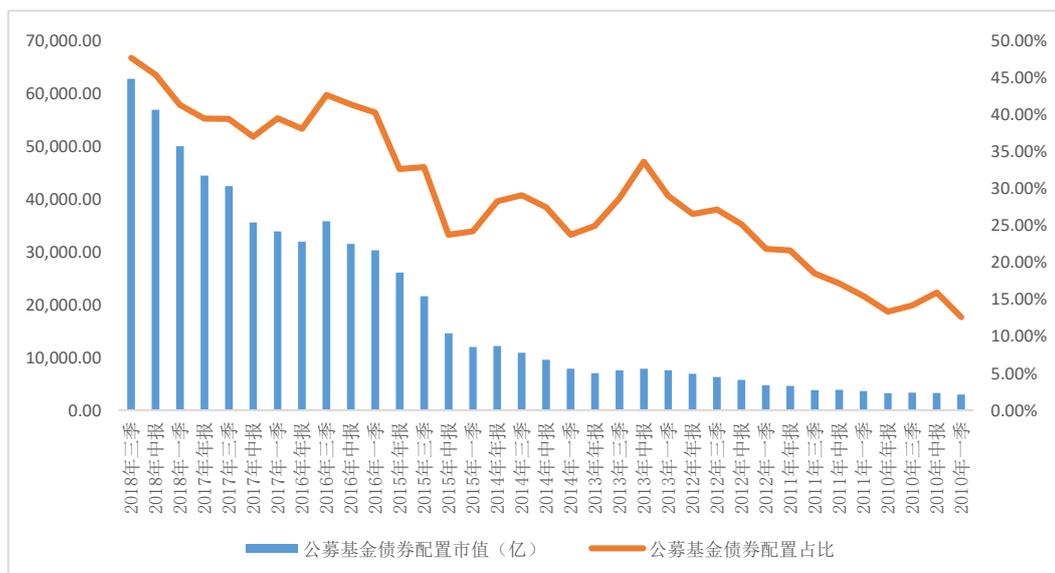
宽松的货币无处安放，叠加无风险收益率下行，配置需求仍会维持甚至比今年要高，呈现结构性资产荒的情况，但具体要分机构讨论。18年国内债券市场的主要配置机构是银行、广义基金和境外机构：境外机构以国债为主；银行自营主要投资利率债和存单，对信用债的投资集中在AAA领域；广义基金虽然占比最高，但其中风险偏好最高的券商资管和专户规模持续收缩，公募债基规模增长较快，但背后很多是银行通过公募基金避税的需求，因此整体风险偏好也不高。综上，今年债券收益率下行和公募基金的增配债券息息相关，而低资质债券信用利差拉大也与券商资管规模萎缩相关联。

表 1：各类型机构债券配置情况

| 品种   | 广义基金   | 商业银行   | 券商    | 保险   | 境外机构  |
|------|--------|--------|-------|------|-------|
| 国债   | 1,439  | 5,065  | 440   | 650  | 4,543 |
| 政金债  | 2,184  | 4,742  | 886   | 285  | 68    |
| 企业债  | -2,696 | 13     | 76    | -216 | -12   |
| 短融   | 3,260  | 1,229  | 289   | 29   | 1     |
| 中票   | 5,233  | 299    | 1,326 | -199 | 52    |
| 同业存单 | 10,580 | 4,962  | 423   | -324 | 409   |
| 合计   | 24,275 | 18,784 | 3,551 | 296  | 5,042 |

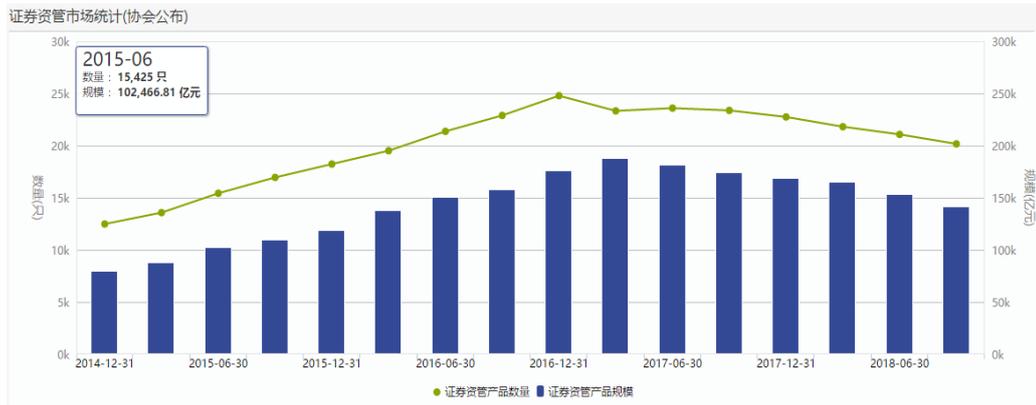
资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

图 9：公募基金债券配置市值和占比走势图



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

图 10：证券资管产品数量和规模



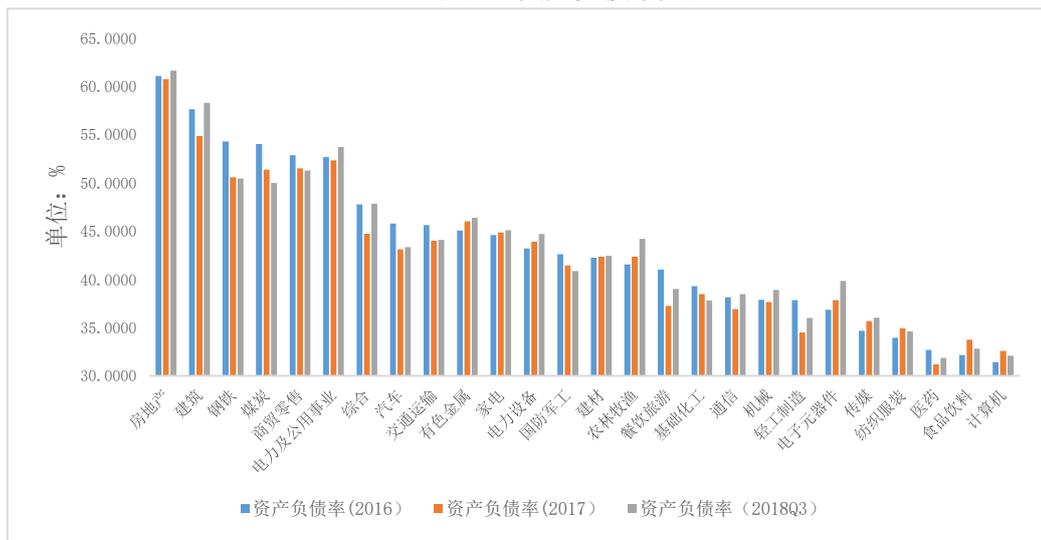
资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

整体上看，明年信用债供给将加大，但需求端维持稳定，境外机构的需求量仍低，主要需要靠国内资金消化。目前各银行已经开始补充资本金，但当前银行的风险偏好和考核指标不足以让其下沉信用评级，配置需求仍集中于高评级主体；广义基金特别是有独立风险偏好的资管资金规模难以增加，债券到期后的再配置需求也难以转向高风险债券，加上私募债的流动性和可质押性进一步下降，我们认为高收益债板块仍将承压。

## 四、行业信用面

2018 年政策经历了去杠杆到稳杠杆的转变，部分行业的整体债务水平有所改善；钢铁煤炭等过剩行业的行业集中度有所提升，落后产能正加速淘汰。但同时需要关注到：多数行业杠杆率在 2018 年有反弹趋势；此外，部分国企和地方融资平台的杠杆率仍高，区域性银行和部分金融机构在各种因素的作用下，仍有为当地企业和平台加杠杆的动机。

图 11：各行业资产负债率变化



资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

**周期行业：**钢铁、煤炭、化工、水泥等过剩和周期行业需要分等级进行甄别，同时需要

结合下游地产、基建等行业情况综合考虑。总体来看，供给侧改革带来的价格红利逐步退出，周期行业有必要向下游行业让利，但只靠这两年的盈利对高企的负债压力并没有根本性的改善，行业内部不同企业之间的信用资质仍然分化较大。从经济基本面看，目前经济下行趋势不改，2018年12月PMI更是首破荣枯线，短期内下游基建和地产难有起色；从债券收益率看，目前短久期、高评级债券已无明显信用利差优势，而中低评级，尤其是低评级个券受发行主体基本面影响，潜在的信用风险仍大。综上，我们判断明年周期行业整体机会不大，策略上拿短不拿长，不建议下沉评级拉长久期。

**建筑行业：**当前为应对经济下行压力，宏观调控的重点逐渐由去杠杆向稳增长转变，政策开始频繁释放宽松信号，基建补短板成为稳增长重点。未来若地产调控政策不放松，那么基建大概率将承担起托底经济的功能；从目前重大项目加速审批等现象也可以看出政策对基建的倾斜，因此，未来在专项债资金向投资建设端传导、信用环境逐步宽松、交通投资回暖等因素刺激下，基建投资有望带动建筑行业回暖。

但同时需要关注到，目前建筑行业垫资经营、上下游占款问题较为突出，现金流问题日益严重，一些非国企建筑公司和承接PPP项目的企业流动性已然恶化。目前行业中安全边际较高的可能仅有大央企和部分地方国企，而这两类企业整体评级较高，收益率偏低，因而配置价值不高。

PPP虽然在政策规范之后开始释放宽松信号，但受制于政府本身财政资金的下滑，且过去多年基建透支了地方财政，同时导致了地方政府隐性债务的累积，考虑到政府财政空间有限，预计资金来源问题将成为PPP发展的瓶颈。另一方面，企业对政府的应收账款和政府补贴是否能够如期收回以提振现金流，仍然具有不确定性，因此PPP相关企业目前也属于左侧，并不是最好的投资时机。不过近期政府对基金的定位开始升级，2019年可能转向特高压、5G、物联网等新基建行业，可以关注相关行业龙头公司机会，并确定订单的增加是否和后续现金流和回款安排相匹配。

**房地产行业：**强监管下进入行业下行期，大背景是人口拐点迫近、整体居民的杠杆率高企和房地产存量不断上升，房地产行业的特征是产品销售之后即成为二级市场的供应，整体的产品存量是不断上升的，而消灭产品的主要方式是政府拆迁，但会带来更多的配套新增供应。居民的购房需求呈现刚需低价房——改善房——高端住宅的上升，并通过政府棚改和投资客进行推动。整体来看，棚改已经进入收官阶段，而投资需求在持续了2年的严格调控中逐步退出，国家对住房不炒的定调将持续严格执行。由于地方政府对于土地财政的依赖仍然很大，在改善了唯GDP的考核方式之后，地方政府仍然需要为偿还债务而扩大土地出让收入，为避免系统性风险，19年房地产政策在“因城施策”的背景下有放松的趋向。

房企方面，大部分房企在15-16年扩张时发行的企业债将在明年到期或进入回售期，根据Wind数据，2019年房地产境内债券到期2898亿，进入回售期3959亿，融资环境略有放松但整体仍紧（我们认为对发改委的1806号文不宜过度解读，只能说对优质房企的融资有所改善，但不会超预期），整体偿债压力仍大。18年以来大部分房企开始主动去杠杆，拿地节奏有所放缓，开工以及推盘节奏加快，头部房企的去化水平和区域竞争力在不断加强，能够得到银行信贷的青睐，融资渠道比较畅通，整体信用风险可控。目前一二级市场地产债，尤其是民企债的估值一直处于偏高水平，因此在仔细甄别房企竞争力、经营战略、经营能力、回款能力、土地储备位置与成本和其他外部风险的基础上，可适当配置安全边际较高，同时

有较好收益率水平的短久期债。同时需要注意，18 年房价上涨最多的是三四线城市，但目前棚改已经基本完成，19、20 年目标数量为 460 万套，相比 18 年的 580 万套已经开始走低，同时货币化安置的比例也在逐步降低，对土地和项目储备集中在三四线、人口净流出的城市的房企需要谨慎。

**城投：**城投或成明年信用市场为数不多的具有投资机会和价值的行业。一方面，政策上出于对基建的支持，对城投平台和隐性债务监管口径的缓和要早于地产，且容忍度更高，地方政府的支持和救助意愿也更强；另一方面，经历过三年的债务置换和转型，多数地市级、区县城市首要平台仍将继续承担当地基建和公益性项目的投建职能，仍能获得较为稳定的地方政府财政支持。但政府对隐性负债的排查结果和问责机制仍然不明，因此对地方经济、财政实力较弱，平台产业类业务占比过大或公益性业务萎缩、平台与企业尤其是民企纠缠不清的主体，仍需谨慎。还有，城投非标项目违约增多，体现地方政府腾挪可用的手段越来越少，虽然力保公募债兑付，但非标违约对相关债券的估值影响也大，需要警惕非标占比较高的区域。

**其他行业：**我们认为每一个行业内的龙头企业都具有一定的信用安全性，但需要结合市场估值判断具体债券的投资价值。当前，由于经济大环境向下，政府处在财政吃紧的时刻，会进一步强调“开源节流”，会首先切断对收益、效率低下的补贴开支，因此需要注意警惕依赖政府补贴、依靠偷税漏税和打擦边球、依靠政策红利等不具有内生性现金流量的企业。

## 五、信用投资策略

基本面下行导致信用风险仍大，但无风险收益有望在波折中继续下行，带动整体收益率的下行。由于国家的重视和纾困政策的不断出台，2019 年信用环境不会比 18 年差，但低评级债券由于风险偏好难以回升和需求下行，预计利差仍然将维持高位；基本面尚可、流动性也不太差的中评级债券在政策的托底中会收益，但宽信用能否传导至低评级债券仍具有较大的不确定性，与其去赌，不如在中评级债券中深入挖掘。

信用债投资策略方面，我们认为明年很有可能进一步出台宽松政策，而民企和高收益债适合于做右侧，等待政策和具体措施明朗之后再下手；所以 1 季度可部分配置长久期中高等级债券，部分配置流动性好的短债，等待机会；资金面预计维持宽松，因此流动性问题不大，杠杆可以适度上升。

## 六、其他需要关注的风险点和可能的事件

### （一）信用债相关风险

#### 1、民企纾困

民企纾困政策逐步出台，但目前有实质操作的也仅有 CRMW 工具，且政策推行仍临诸多问题：首先，很多银行与企业签订的所谓战略合作协议并没有真金白银的注入，同时出于对

信用风险的担忧，机构在纾困时仍会“嫌贫爱富”，得到纾困资金支持的多是基本面有保障、尚未出现问题的企业，而真正需要用钱的企业未必能如愿拿到钱。其次，银行面临非标回表和考核等多方面因素的压力，且在资本金不足的情况下，并不会盲目跟从政策口号而不顾自身经营风险。再次，单靠行政手段“一刀切”的来化解企业融资和信用风险并非长久之计。因此，从政策宽信用到机构风险偏好的转变，再最终传导至市场风险偏好的改变仍需时间，同时市场亟待看到减税降费等长效措施的逐步推进，综合来看，目前抄底高收益民企的时机尚未到来。

## 2、信用债法律条款风险。

典型的如永续债中递延利息、可续期、利率可向下调整等条款风险。具体来看，永续债的债务人可分为“一强一弱”两类，即一类为信用资质好，基本面稳定和融资渠道畅通的主体；另一类则是主体资质较弱或有所下滑，再融资能力下降，基本面恶化的发行人。对于前者而言，在永续债存续期间基本面稳定，主体资质基本未发生明显恶化或有评级调升，仍具备较强的再融资能力；叠加永续债条款中多设有发行人利率重置机制和跳升机制，会促进该类型发行人进行赎回。而对第二类发行人而言，通常情况下与第一种情况正好相反，即发行人基本面恶化、主体资质下滑，外部评级下调，或是流动性紧张；因此，尽管面临利率跳升，但与再融资成本相比性价比较高，此时该类型发行人大概率会选择续期。

此外，对于选择续期的发行人，还需警惕募集说明书中对永续条款的设置，避免买债买成“股东”。一个典型的例子就是 15 北大荒 MTN002，这只 3+N 债券的募集说明书中约定第 1 到 12 个计息周期的 4 个重新定价周期里，发行人都没有上调 300BP 的义务，当发行人决定延期时，因此只能按照“基准利率+基本利差”的约定继续持有，最长可以不跳升利率维持 12 年。对于这类在条款设置中“布雷”的永续债，若发行人自身偿债意愿不高，或其再融资能力已明显下降，则大概率会续期至融资环境好转或不得不跳升利率为止。

由于永续债多数设置的条款为 3+N 或 5+N，因此 2015-2016 年快速发展的永续债将于 2019-2020 年陆续进入条款期，近期也可以陆续看到部分永续债开始延期或递延支付利息。下面我们梳理了部分 2019-2020 年进入条款期的永续债，其中部分发行主体的基本面情况值得警惕：

表 2：部分于 2019-2020 进入条款期的永续债

| 证券代码          | 证券简称           | 剩余期限        | 发行主体              | 主体评级 |
|---------------|----------------|-------------|-------------------|------|
| 101754045. IB | 17 中铁二十 MTN001 | 1. 6612+3+N | 中铁二十局集团有限公司       | AA   |
| 101771014. IB | 17 宜兴环保 MTN001 | 1. 8119+3+N | 中国宜兴环保科技工业园发展总公司  | AA   |
| 101660073. IB | 16 中四仪 MTN001  | 0. 8366+3+N | 中国四联仪器仪表集团有限公司    | AA   |
| 101564020. IB | 15 郑煤 MTN001   | 1. 4393+5+N | 郑州煤炭工业(集团)有限责任公司  | AA-  |
| 101754139. IB | 17 中拓 MTN001   | 1. 9626+3+N | 浙商中拓集团股份有限公司      | AA   |
| 101660017. IB | 16 浙商集 MTN001  | 0. 1818+3+N | 浙江省商业集团有限公司       | AA-  |
| 101659027. IB | 16 浙农发 MTN001  | 0. 2804+3+N | 浙江省农村发展集团有限公司     | AA   |
| 101771011. IB | 17 环太湖 MTN002  | 1. 6722+3+N | 浙江湖州环太湖集团有限公司     | AA   |
| 101758019. IB | 17 祥鹏 MTN001   | 0. 3352+2+N | 云南祥鹏航空有限责任公司      | AA   |
| 101763017. IB | 17 滇中产业 MTN001 | 1. 9681+3+N | 云南省滇中产业发展集团有限责任公司 | AA   |

|               |                |             |                       |     |
|---------------|----------------|-------------|-----------------------|-----|
| 101763014. IB | 17 云南农垦 MTN001 | 1. 9105+3+N | 云南农垦集团有限责任公司          | AA  |
| 101759049. IB | 17 云城置业 MTN001 | 1. 6804+3+N | 云南城投置业股份有限公司          | AA  |
| 101762020. IB | 17 扬州经开 MTN001 | 1. 2366+3+N | 扬州经济技术开发区开发总公司        | AA  |
| 101758014. IB | 17 扬州经开 MTN002 | 1. 2914+3+N | 扬州经济技术开发区开发总公司        | AA  |
| 101758018. IB | 17 扬州经开 MTN004 | 1. 3352+3+N | 扬州经济技术开发区开发总公司        | AA  |
| 101762034. IB | 17 扬州经开 MTN003 | 1. 3352+3+N | 扬州经济技术开发区开发总公司        | AA  |
| 101771005. IB | 17 盐城东方 MTN001 | 1. 6612+3+N | 盐城东方投资开发集团有限公司        | AA  |
| 101762012. IB | 17 徐州经开 MTN001 | 1. 2229+3+N | 徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司 | AA  |
| 101762036. IB | 17 徐州经开 MTN003 | 1. 4640+3+N | 徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司 | AA  |
| 101762047. IB | 17 徐州经开 MTN004 | 1. 5297+3+N | 徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司 | AA  |
| 101764051. IB | 17 宿迁经开 MTN001 | 1. 6420+3+N | 宿迁市经济开发总公司            | AA  |
| 101764079. IB | 17 宿迁经开 MTN002 | 1. 9818+3+N | 宿迁市经济开发总公司            | AA  |
| 101800302. IB | 18 武汉市政 MTN001 | 1. 2338+2+N | 武汉市市政建设集团有限公司         | AA  |
| 101771007. IB | 17 潍坊滨投 MTN001 | 1. 5571+3+N | 潍坊滨海投资发展有限公司          | AA  |
| 101763008. IB | 17 武清经开 MTN001 | 1. 4914+3+N | 天津新技术产业园区武清开发区总公司     | AA  |
| 101763004. IB | 17 津临港 MTN001  | 1. 4229+3+N | 天津临港建设开发有限公司          | AA  |
| 101780006. IB | 17 高教投资 MTN001 | 1. 5489+3+N | 泰州高教投资发展有限公司          | AA  |
| 101560055. IB | 15 沈机床 MTN001  | 1. 7270+5+N | 沈阳机床(集团)有限责任公司        | A+  |
| 101764026. IB | 17 袍江工业 MTN001 | 1. 4886+3+N | 绍兴袍江工业区投资开发有限公司       | AA  |
| 101764056. IB | 17 袍江工业 MTN002 | 1. 7379+3+N | 绍兴袍江工业区投资开发有限公司       | AA  |
| 101761023. IB | 17 邵阳城投 MTN001 | 1. 4804+3+N | 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司     | AA  |
| 101761042. IB | 17 邵阳城投 MTN002 | 1. 7982+3+N | 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司     | AA  |
| 101759036. IB | 17 陕西旅游 MTN001 | 1. 3352+3+N | 陕西旅游集团有限公司            | AA  |
| 101667006. IB | 16 山东公用 MTN001 | 0. 5845+3+N | 山东公用控股有限公司            | AA  |
| 101762076. IB | 17 高创建设 MTN001 | 1. 8448+3+N | 山东高创建设投资集团有限公司        | AA  |
| 101762071. IB | 17 如皋经开 MTN001 | 1. 7215+3+N | 如皋市经济贸易开发总公司          | AA  |
| 101756011. IB | 17 杭州湾 MTN001A | 1. 8174+3+N | 宁波杭州湾新区开发建设股份有限公司     | AA  |
| 101664066. IB | 16 南通高新 MTN001 | 0. 8256+3+N | 南通高新技术产业开发区总公司        | AA  |
| 101758055. IB | 17 雨花国投 MTN001 | 1. 8256+3+N | 南京雨花国投投资管理有限公司        | AA  |
| 101771012. IB | 17 龙控 MTN001   | 1. 6749+3+N | 龙城旅游控股集团有限公司          | AA  |
| 101800967. IB | 18 赣建工 MTN001  | 1. 6530+2+N | 江西省建工集团有限责任公司         | AA  |
| 101762026. IB | 17 淮安新城 MTN001 | 1. 6777+3+N | 淮安新城投资开发有限公司          | AA  |
| 101762048. IB | 17 淮安开发 MTN002 | 1. 6146+3+N | 淮安开发控股有限公司            | AA  |
| 101659035. IB | 16 湖南粮食 MTN002 | 0. 6256+3+N | 湖南粮食集团有限责任公司          | AA  |
| 101658002. IB | 16 宣化化工 MTN001 | 0. 0503+3+N | 湖北宣化化工股份有限公司          | A   |
| 101664055. IB | 16 兴发 MTN001   | 0. 7297+3+N | 湖北兴发化工集团股份有限公司        | AA  |
| 101664069. IB | 16 兴发 MTN002   | 0. 8886+3+N | 湖北兴发化工集团股份有限公司        | AA  |
| 101761009. IB | 17 春华水务 MTN001 | 1. 2886+3+N | 呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司    | AA  |
| 101761026. IB | 17 春华水务 MTN002 | 1. 5297+3+N | 呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司    | AA  |
| 101761035. IB | 17 春华水务 MTN003 | 1. 6064+3+N | 呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司    | AA  |
| 101764069. IB | 17 邯交建 MTN002  | 1. 8256+3+N | 邯郸市交通建设有限公司           | AA  |
| 101564023. IB | 15 闽建工 MTN001  | 1. 4612+5+N | 福建建工集团有限责任公司          | AA  |
| 101772008. IB | 17 盾安 MTN001   | 0. 4804+2+N | 盾安控股集团有限公司            | AA- |

|              |                |            |                  |    |
|--------------|----------------|------------|------------------|----|
| 101751028.IB | 17 蓉城文化 MTN001 | 1.7955+3+N | 成都文化旅游发展集团有限责任公司 | AA |
| 101551103.IB | 15 蓉城文化 MTN001 | 1.9379+5+N | 成都文化旅游发展集团有限责任公司 | AA |
| 101669026.IB | 16 金泰 MTN001   | 0.6585+3+N | 北京金泰集团有限公司       | AA |
| 101664025.IB | 16 安徽粮油 MTN001 | 0.8146+3+N | 安徽省安粮集团有限公司      | AA |
| 101764020.IB | 17 九华山 MTN001  | 1.4420+3+N | 安徽九华山旅游(集团)有限公司  | AA |

资料来源：Wind，蜂巢基金研究部

### 3、需要密切关注财务报表有瑕疵或有负面新闻的发行人的状况

诸如东旭、康美、洛娃这种账面资金与存量债务双高，没有合理解释且仍在公开市场持续发债的企业，都需要保持警惕，而洛娃的违约更加说明了非上市民企的财务数据可信度很差。另一方面，像永泰这种还款意愿较弱或有潜在道德风险的主体也值得关注。

### 4、需要警惕利用结构化模式发行债券的发行人。

一般情况下，参与结构化发行的发行人主要出于两种目的：降成本或保发行。对于前者尚可理解，但对于后者，多半是基本面差，市场认可度较低的发行人，如按传统方式发行则有较大概率出现募资不足、发行失败的可能，因此值得警惕。极端情况是：发行人出一半，然后通过结构化购买另一半，这相当于没有一分钱是来自于投资者的。此类发行人有很大的再融资风险。

### 5、警惕协议式回购市场萎缩的风险。

由于大集合新规要求大集合比照公募基金进行管理，今后大集合将可能无法接受私募债质押，协议式回购市场将继货币基金之后又失去另一大资金出借方，再加上近期市场对于结构化发行的关注正在加大，协议式回购市场的出钱方将会更加谨慎。

## （二）其他关注点

- 1、关注传闻的银行投资地方债风险权重下降是否能够落实，如落实，能够极大缓解银行的资本金压力。
- 2、关注资管新规的新进展，是否能够统一各项资管的税务政策（针对公募基金的免税优势），是否会因非银资金的过度萎缩而阶段性放松资管监管。
- 3、关注国家担保基金、地方担保基金的进一步纾困措施。
- 4、央行进一步降准甚至降息的行动。

## 法律声明

本报告由蜂巢基金管理有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载资料、预测及建议仅反映作者最初发布此报告日期当日的判断，可根据市场条件变化而更改。本报告已力求内容客观公正，但文中的观点仅供参考，不构成任何投资建议。投资者应当对本报告中的信息和意见独立评估，对依据本报告进行投资所造成的一切后果，本公司不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发布或传播。如引用、刊发，须获得本公司许可，任何机构及个人不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。