

债券周刊

东北特钢公告称，“15东特钢PPN002”应于2017年7月17日兑付本息，鉴于本公司重整工作仍在进行中，重整计划草案尚未经第二次债权人大会表决通过，“15东特钢PPN002”不能按期足额偿付本息，已构成实质性违约，“15东特钢PPN002”发行规模8.7亿元，期限2年。外媒称，东北特钢超过50万元的普通债权现金清偿率计划在22.09%。

标准普尔将大连万达商业地产股份有限公司列入负面观察名单，评级为“BBB-”；标普认为万达商业资产出售损害了公司稳定性，预计万达商业合约销售额和收入将下滑。另外万达六个境外投资项目的融资确已受到严格管控。

经研究调查，中诚信将铁法煤业有限责任公司主体信用等级由AA+调降至AA；评级展望由负面调整为稳定；将“12铁煤MTN1”和“13铁煤MTN1”的信用等级由AA+调降至AA。

春和集团公告称，公司正在积极寻找解决债务危机的有效办法，并尽可能对有效资产加以利用，减少各项成本支出，维持企业基本的运行需求。并将加快追讨公司对外应收款项，用以偿还债务。

(附件为截止到目前违约债券的信息整理)

下面是本周债市周报

利率债

专题：利率债下半年供给情况分析

国债：供给创新高。17年财政赤字额度为15500亿元，根据国债净融资额占财政赤字的95%的比例计算，17年国债的融资额约为14700亿。而今年国债到期量为24300亿，所以总发行量约为39000亿，再创历史新高。而17年上半年国债共发行了14429亿，因此下半年的发行量为24571亿左右，如果剔除特别国债到期的影响，则发行量约为17600亿。

关注特别国债续作。我们认为，特别国债续作最可能采取的方式是将大部分特别国债仍定向发行（央行 PSL 等方式对接），这样既解决了财政压力，又不会冲击市场。考虑到农行已经上市，央行或借道政策性银行来购买特别国债。不管采用何种方法，特别国债的续作情况都值得后续继续关注。

政金债：发行量下降，下半年压力不大。我们统计了过去三年政金债的发行情况，发现政金债上半年的发行量占全年总发行量的比重基本在 57%-60% 左右。而 17 年上半年政金债的发行量为 16493 亿，按照这一比例计算，17 年全年的发行量将在 2.9 万亿左右，净融资额约为 8200 亿。而下半年政金债的发行量约为 12500 亿，相比 16 年同期减少 1000 亿左右，供给压力不大。

地方债：下半年供给上升，挤占配置额度。17 年地方政府财政赤字加专项债额度为 16300 亿，按 90% 的使用率计算，全年地方债新增融资额约为 1.47 万亿，发行量为 1.7 万亿。而我们估计 17 年地方债的置换额度约在 3.3 万亿左右，故全年地方债发行量约为 5 万亿。下半年预计发行 3.14 万亿，相比去年和前年同期有明显上升，或对市场造成一定冲击。

利率债供给压力仍存。我们估计 17 年下半年利率债的发行量为 6.15 万亿（不考虑特别国债续作），相比去年和前年同期有所增加，尤其是国债和地方债供给压力较大。债市短期仍需谨慎，维持 10 年国债利率区间 3.3-3.7%。

上周市场回顾：一级供给下降，二级短端利率下行

一级：供给下降。上周政金债的中标利率低于二级市场，国债中标利率有所分化，认购倍数一般。上周记账式国债发行 715 亿，政策性金融债发行 700 亿，地方政府债发行 2602 亿，利率债共发行 4016 亿，较前一周减少 1049 亿。同业存单的发行量有所下降，上周发行 3990 亿，净融资额为 1281 亿。

二级：短端利率下行。上周债市小幅震荡，短端利率随资金面缓和而下行，长端窄幅波动。具体来看，1 年期国债收于 3.4%，较前一周下行 5BP；10 年期国债收于 3.58%，较前一周上行 2BP。1 年期国开债收于 3.69%，较前一周下行 9BP；10 年期国开债收于 4.18%，较前一周上行 1BP。

本周债市策略：监管压力仍在，利率中枢难降

利率中枢难降。近期美元贬值幅度加大，资金外流压力进一步缓解，国内经济依然稳定，防范化解系统性金融风险，需要管住基础货币投放和信用派生，央行短期货币政策没有放松理由。7 月最后一周公开市场仍有约 7000 亿到期，资金松紧主要看央行，预计随着缴税等因素过去，资金面会有所缓和，但利率中枢难以明显下降，预计 R007 中枢将维持在 3.3% 左右。

监管压力仍在。6 月银行对非银债权同比增速回升至 17.3%，环比增加 1.4 万亿，金融会议后银监会强调要加强同业、杠杆和表外业务整治，意味着金融去杠杆并未结束，监管仍是最大不确定因素。基本面短期仍稳健，对债市利好不足。央行对资

全面的精细操作确保货币利率中枢在高位，抑制肆意加杠杆行为。短期债市仍将在震荡中等待拐点。维持10年国债利率区间3.3-3.7%。

信用债

城投转型的安排与难点。16年底以来经济企稳下，政策从稳增长过渡到防风险，规范地方政府融资再发力。一方面以88号文、50号文、87号文为代表的监管政策频出，构建“地方债+PPP”的新型投融资模式；另一方面对违法违规举债行为惩戒力度加大、问责到人。城投融资平台的定位终结，走到了转型的路口。

可能路径有三：1)仅有融资功能的空壳城投平台将予以清理；2)兼有政府融资和公益性项目建设运营职能的平台公司剥离融资功能后转为公益类国有企业；3)有市场竞争力的商业化平台转型为一般企业。

难点在于存量债务和后续偿债能力。未纳入政府债务剩余债务如何解决是转型难点。对于公益类项目，政府可能会落实合同，通过履行配置资产、授予特许经营权、支付政府购买服务及财政补贴资金等对偿债给予支持，但整体思路还是希望城投能具有自我存续功能，以解决存量债务和建立后续偿债能力。

有关转型路径的几点猜想

猜想一：空壳城投平台将被清理。仅有融资功能的空壳平台如果不转型为实体运营的企业，将会面临被清理的命运。

猜想二：资源整合重组为公益类国企。转型路径之一可能是多个城投平台通过合并重组改造成规模相对大的公益类国有企业，比如像重庆水务与重庆水利投资公司那样，将拥有相似业务的城投公司合并；或者像亳州建安控股那样将地区多个板块的城投平台划入一个平台，组建业务多元化集团。

猜想三：多元化发展实现业务转型。不少城投公司在转型中会进行多元化业务拓展。比如由马鞍山城投改制的江东控股，业务布局从单一的基建、公共事业拓展到了汽车制造、地产等多个领域，这些新增业务构成了集团营业收入的主要来源。多元化发展要考虑业务的相关性，多数城投会基于原有基建、土地业务进行拓展，也有城投为摆脱局限，涉足一些高新技术产业、制造业等。转型后公益资产和经营资产的管理可以参考上海城投的“三分法”，进行分类管理。

猜想四：有条件的可以考虑金控平台。通过布局金融或建立金控平台来促进公司的资本运作，可能是城投转型的方向之一。大型城投公司可采取参股控股的方式布局金融行业，比如渝富集团、天津泰达；中小城投布局金融板块的时候，多会选择参股一些中小型金融公司，比如萍乡市汇丰投资。

猜想五：可转型为市场化的经营性国企。具有相关专业资质、市场竞争力较强的平台公司，可转型为一般企业。成功转型的例子比如重庆交旅、重庆能投。

融资平台转型中的城投债投资

城镇化中后期更可能去做转型。城投公司与地区城镇化发展阶段密切相关，城镇化建设中后期城建压力减轻，政府对城投依赖性变小，更可能去推动转型。

地方财政实力仍旧重要。尽管债务上不再兜底，但政府仍可以通过业务往来、政府补贴、设立或参股担保公司对城投进行有限担保为城投偿债提供支持。地方财政实力决定了政府对城投公司的支持力度。

区县级与省市级城投资质分化加剧。地方债发行主体为省级地方政府，市县政府融资需委托省级政府代为发债，无论是对资金额度还是时间上的掌控都变差了。值得注意的是有些低级别（eg.区县级）的城投会挂靠在高行政级别部门，投资时要透过现象看本质，确定城投背后的实际财政支持力度。

甄别企业资质，关注公益性成分。城投债投资告别信仰时代，个体资质逐渐分化。总体而言，公益性项目为主的城投会得到政府更多的信用支持，安全边际较强；那些在地区有垄断地位、或是规模最大的城投公司往往是重点打造平台，转型过程中会得到政府更多偏向，比如划入资产、进行注资。

转型循序渐进，存在过渡期。城投平台是央地财事权不匹配的产物，这种失衡没有改变之前，政府很难与城投脱离。目前地方稳增长压力不大，有利于城投转型，但“限额制地方债+PPP”体系较难满足地方投融资需要，如果未来在财权分配上有更多调整，比如允许地方征收房产税，将是城投转型有力的助推剂。



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日

颜色标识：民营企业 中央国有企业 中外合资企业 地方国有企业 外商独资企业 未兑付										
发行人	企业性质	行业	债券名称	是否兑付	违约债券类型	规模(亿)	期限(年)	区域	发生日期	后续处理
超日太阳	民营企业	新能源	11 超日债	是	公司债	10	5	上海	2014年3月	14年10月公布重组方案，债券全额兑付
中科云网	民营企业	餐饮	12 湘鄂债	是	公司债	4.8	5	北京	2015年4月	通过重大资产出售和债务重组完成资金筹集，3月9日完成兑付
珠海中富	民营企业	轻工制造	12 中富 01	是	公司债	5.9	3	珠海	2015年5月	向银行抵押贷款筹足本息，15年10月兑付
			12 珠中富 MTN1	是	中票	5.9	5	珠海	2017-3-28	公司已于4月18日兑付“12 珠中富 MTN1”全部利息 3894 万元，并于5月2日兑付部分本金 3.8 亿元，于6月1日兑付剩余本金 2.1 亿元。截至目前“12 珠中富 MTN1”本息已全部兑付。
中国二重	中央国有企业	机械设备	12 二重集 MTN1	是	中票	10	5	成都	2015年9月	控股股东国机集团在二级市场收购债券但仅兑付本金
天威英利	中外合资企业	新能源	10 英利 MTN1	否	中票	10	5	保定	2015年10月	截止 16.3.28 第三次持有人会议，仍有 3.57 亿元本金到期未兑付
			11 威利 MTN1			14	5		2016-5-12	
中钢股份	中央国有企业	钢铁	10 中钢债	否	公司债	20	5	北京	2015年10月	追加担保，一再延长回售期
四川圣达	民营企业	化工	12 圣达债	否	公司债	3	6	成都	2015年12月	通过资产重组等方式筹措资金但仍未兑付
东北特钢 集团	地方国有企业	钢铁	13 东特钢 MTN2	否	短融、中票	8	5	大连	2016-4-12	2016年10月10日，东北特钢集团正式进入破产重整程序。2017年1月6日公告称，黑龙江省齐齐哈尔市中院已指定了东北特钢三家子公司的破产重整管理人。
			15 东特钢 SCP001			10	90 天		2016-4-5	



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日

			15东特钢 CP001		8	1		2016-3-28		
			15东特钢 CP002		7	1		2016-5-5		
			15东特钢 CP003		7			2016-9-26		
			14东特钢 PPN001		3	2		2016-6-6		
			13东特钢 PPN001		3	3		2016-7-11		
			15东特钢 PPN002		8.7	2		2016-7-18		
			13东特钢 PPN002		3			2016-9-6		
			13东特钢 MTN1		14	5		2017-1-16		
			13东特钢 MTN2		8	5		2017-4-12		
			15东特钢 PPN002		8.7	2		2017-7-17		
广西有色	地方国有企业	金属非 金属	13桂有色 PPN001	否	PPN	5	3	南宁	2016-3-9	进入破产重组
			13桂有色 PPN002			5	3		2016-4-22	



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日

华昱集团	中央国有企业	煤炭	15 华昱 CP001	是	短融	6	1	深圳	2016-4-6	目前，经公司通过多重渠道筹措资金，已于2016年4月13日足额偿付15华昱CP001本息。中煤集团为华昱能源作担保，中煤财务有限责任公司借给华昱能源6亿元用于偿还本金，华昱能源自己出资偿还利息和违约金。
南京雨润	外商独资企业	食品加工与肉类	15 雨润 CP001	是	短融	5	1	南京	2016-3-17	公司确定于2016年3月21日兑付15雨润CP001的全部应付利息和部分应付本金，共计2.5225亿元。随后，公司在2016年3月31日兑付了剩余应付本金2.8亿元。雨润提供了一块徐州的地块作为抵押物后，银行增加了新的贷款，从而为债券兑付提供了资金来源
			13 雨润 MTN1	是	中票	10	3		2016-5-13	已于5月16日上午完成兑付
宏达矿业	民营企业	石矿	15 宏达 CP001	是	短融	4	1	山东	2016-3-8	2016年3月10日，淄博宏达发布公告称，于2016年3月11日足额偿付15宏达CP001本息。“15宏达CP001”在当地政府的介入和积极协调下得以足额兑付。
上海云峰	民营企业	批发业	15 云峰 PPN001	否	PPN	10	2	上海	2016-2-29	仍未兑付
			15 云峰 PPN005			10	1		2016-2-29	
			15 云峰 PPN003			10	1		2016-2-29	



债券周刊 2017 年 7 月 17 日~2017 年 7 月 23 日

			14 云峰 PPN002		10	3		2016-2-29	
			14 云峰 PPN001		6	3		2016-2-29	
			14 云峰 PPN003		10	3		2016-2-29	
天威集团	中央国有企业	电器部件与设备	13 天威 PPN001	否	中票、 PPN	10	3	保定	发行人申请破产重组；11 天威 MTN2 由主承建行出资，兑付了 8550 万元的到期利息
			11 天威 MTN1			10	5		
			12 天威 PPN001			10	3		
			11 天威 MTN2			15	5		
			15 山水 SCP001	否	短融、中 票	20	210 天	山东	截至目前，15 山水 SCP001 和 15 山水 SCP002 的利息(不包含逾期违约金)已由股东代付。而 15 山水 SCP001 和 15 山水 SCP002 的本金，以及 13 山水 MTN1 的本息仍在拖欠中。公司因债券违约及拖欠货款已被多家债权人和供应商起诉，部分银行帐号及资产已被查封或保全。各诉讼案件正陆续开庭审理，部分诉讼法院已经判决，涉及金额约 24 亿元，判决结果均为公司败诉，即将进入执行程序。
山水集团	外商独资企业	建材	15 山水 SCP002			8	270 天		
			13 山水 MTN1			18	3		
			14 山水 MTN001			10	3		



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日

亚邦集团	民营企业	综合类行业	15 亚邦 CP001	是	短融	2	1	江苏	2016-2-14	目前，经公司通过多重渠道筹措资金，已于2016年3月10日足额偿付15 亚邦 CP001本息。
			15 亚邦 CP004	是	短融	2.1			2016-9-29	2016年12月28日兑付部分本金，2017年3月24日兑付剩余本金及全部利息
奈伦集团	民营企业	农牧产品加工	11 蒙奈伦债	否	企业债	8	7	内蒙古	2016-5-4	未兑付
春和集团	民营企业	国防军工	15 春和 CP001	否	短融	4	1	浙江	2016-5-16	在5月16日正式公告未能按时兑付出现违约后，工商银行已组织投资者召开两次持有人会议，但双方协商并不顺利。于6月17日再次召开持有人会议
			12 春和债	否	企业债	5.4	6		2017-4-24	未兑付
上海市建设机电	民营企业	机械设备	12 沪机电	否	私募债	1.6	2	上海	2016-5-13	未兑付
天津市泰亨气体	民营企业	气体	12 泰亨债	否	私募债	0.8	3	天津	2016-5-10	未兑付
中联物流	民营企业	工业	13 中联 01	否	私募债	0.2	2	北京	2016-3-13	未兑付
中成新星	民营企业	石油	12 中成债	否	私募债	0.6	3	北京	2016-3-10	未兑付
中国铁路物资	中央国有企业	铁路物资和钢铁、矿产品	15 铁物资 SCP004、15 铁物资 SCP006 等 9 期	是	短融	168		北京	2016-4-11	8月13日，中国铁物成功兑付了2016年到期的全部68亿元债券，支付债券本息70.46亿元
川煤集团	地方国有企业	煤炭	15 川煤炭 CP001	是	短融	10	1	四川	2016-6-15	于7月27日兑付本息和违约金



债券周刊 2017 年 7 月 17 日~2017 年 7 月 23 日

			13 川煤炭 PPN001	否	PPN	10	3	四川	2016-12-26	未兑付
			12 川煤炭 MTN1	否	中票	5		四川	2017-5-15	仅兑付利息 0.297 亿元
云南煤化	地方国有企业	煤炭	15 云煤化 MTN001 等 4 只	是	中票	55		云南	2016-6-27	将票据转让给了圣乙投资
武汉国裕	民营企业	船舶	15 国裕物流 CP001、15 国裕物流 CP002	否	短融	6		武汉	2016-8-1	未兑付
河北物流	地方国有企业	物流	15 冀物流 CP002	是	短融	1.5	1	河北	2016-11-17	系统原因，延期一天已兑付
大连机床	混合制经济企业	机床	15 机床 CP003	是	短融	2		大连	2016-11-21	系统原因，延期一天已兑付
			16 大机床 SCP001	否	超短融	5		大连	2016-12-12	目前没有明确公开的具体情况，大连市政府成立了专门的工作组，将于近期出台全面的债务解决方案，涉及债券、银行贷款以及其他债务，方案中不包含债转股等内容，预计会有新的投资者参与重组，企业不会走破产重整的司法程序。
			15 机床 CP004	否	超短融	5	1	大连	2016-12-29	
			16 大机床 MTN001	否	中票	4	5	大连	2017-1-16	
			16 大机床 SCP002	否	超短融	5		大连	2017-2-11	
			15 机床 PPN001	否	PPN	5		大连	2107-2-5	



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日

中城建 地方国有企业	土木建筑工程建筑	12 中城建 MTN1	是	中票	10	5	北京	2016-11-28	11月30日兑付	
		11 中城建 MTN1	否	中票	15.5	5	北京	2016-12-9	未兑付	
		12 中城建 MTN2	否	中票	10	5	北京	2016-12-19	未兑付	
		14 中城建 PPN004	是	PPN	30		北京	2016-11-28	11月30日兑付	
		14 中城建 PPN003	是	PPN	20		北京	2016-11-28	11月30日兑付	
		16 中城建 MTN001	否	中票	18		北京	2017-3-1	未兑付	
		14 中城建 PPN002	否	PPN	15	3	北京	2017-6-12	未兑付	
		15 中城建 MTN001	否	中票	18		北京	2017-7-14	未兑付	
博源集团	民营企业	化工产品	16 博源 SCP001	是	超短融	11		内蒙古	2016-12-3	本息已于7月13日足额兑付
广州华工百川	民营企业	机械设备	13 百川债	是	私募债	2		广州	2016-12-16	2016年12月16日兑付本金2亿元，债券利息延期至2017年7月14日
山东迪浩	民营企业	加工制造	14 迪浩债	是	私募债	0.1	2	山东	2016-11-14	14迪浩债于2016年11月14日到期，但因公司资金筹划的原因，剩余320万元于2016年11月17日兑付



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日

东兴金满堂	民营企业	批发和零售贸易	北部湾启航债-金满锐溢	是	私募债	0.11		东兴	2016-6-17	"北部湾启航债-金满锐溢"已于2016年6月17日到期，发行人已于6月17日支付到期利息，本金延期至7月21日支付，延期期间(6月18日至7月20日，共计33日)债券利息按16.5%/年计算。
侨兴电信/电讯	民营企业	通信	侨兴电讯2014年私募债券第一期至第七期、侨兴电信2014年私募债券第一期至第七期	否	私募债	11.46		惠州	2016-12-15	侨兴私募债第一期、第二期的投资人已于2016年12月28日拿到了预赔付款，招财宝称协调各方尽快赔付第三期至第七期
金乡华光	民营企业	农产品	13华光04	否	私募债	0.2		山东	2016-9-21	未兑付
华珠鞋业	外商独资企业	鞋类	13华珠债	否	私募债	0.8		福建	2016-8-22	未兑付
佳源乳业	民营企业	食品加工与肉类	14佳源债	否	私募债	1.5		河南	2016-7-28	与债券持有人在河南平顶山市召开了河南佳源乳业股份有限公司“14佳源债”2016年第一次债券持有人会议。公司经与债券持有人协商后，债券持有人同意将本期债券兑付利息及本金日由2016年7月30日延期至2016年8月22日。
益通路桥	民营企业	公路与铁路	14益优02	否	私募债	0.7		鄂尔多斯	2016-5-29	大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划实质性违约
华盛江泉	集体企业	材料	12江泉债	否	公司债	8	7	临沂	2017-3-13	未兑付



债券周刊 2017年7月17日~2017年7月23日
