

【债券周刊】

5月3日，盾安集团公告称，鉴于近期市场波动较大，与主承销商协商决定取消2018年度第三期超短期融资券的发行，将另择时机重新发行。18盾安 SCP003 发行金额6亿元，原定发行日为2018年5月2日与2018年5月3日。今日截止目前，盾安集团相关债券暂无成交，本月盾安集团有两只债券到期，其中17盾安 SCP008 已经发布兑付公告。17盾安 SCP008 和13盾安集 MTN1，卖出报价分别为7.2%和10%。此前，盾安集团公告称，鉴于近日有媒体刊登了有关盾安控股相关报道，且盾安控股存在重大不确定事项，公司债券“17盾安 01”、“18盾安 01”自5月4日开市起停牌。

今年以来，债券违约现象再次频发。根据 WIND 统计，截至5日，今年已有15只债券出现违约，涉及公司包括四川煤炭、大连机床、丹东港、亿阳集团、中城建、神雾环保(300156,股吧)、富贵鸟、春和集团等8家公司，涉及金额合计高达128.64亿元。对此，多位业内人士表示，随着资管新规的出炉，刚性兑付将被打破，未来债券违约现象难以避免，投资者应保持警惕。

（附件为截止到目前违约债券的信息整理）

【本周债市周报】**利率债****专题：利率市场化后期的居民资产配置**

美国：金融资产增加，倾向权益类和保险养老金、存款占比大降。美国利率市场化中后期，居民金融资产占比从1980年的62%增到1999年的70%。金融资产内部，存款占比从20%降至10%，而股票和投资基金占比从45%增加到51%，保险、养老金和标准化担保计划占比从27%增加到31%。居民增配权益类资产与80-90年代股市大繁荣与非银机构大发展息息相关。

日本：增配金融资产，保险存款增加。受地产泡沫破裂影响，日本居民非金融资产占比不断下滑，而金融资产占比从 44%（94 年）提升到 52%（2000 年）。日本居民的金融资产开始向低风险资产搬家，保险和存款占比增加，而权益、信托和债券占比开始下滑。1989 年至 2000 年，日本居民股票资产占比从 14% 骤降到 5%，保险资产占比从 19% 大幅提升到 25%。

韩国：定存和保险增加，权益资产和活期存款下降。1992（利率市场化后期）到 2003 年（利率市场化完成后第六年），韩国居民定期存款（及存单和信托）占比增加、从 48% 到 57%，而活期存款占比从 4% 降至 3%，保险占比从 18% 增加到 20%，股票等权益资产从 13% 降至 8%。定期存款的增加与利率市场化大幅推进有关，而 90 年代股市波动导致股票配置减少。

利率市场化尾声，居民增配金融资产。从美国和日本经验来看，利率市场化完成后，居民倾向于增配金融资产。而 2016 年中国家庭金融资产占比仅为 12%，远低于利率市场化完成时的美国（62%）和日本（44%）。从各类金融资产来看，美日韩居民保险资产占比均增加，但权益类和存款类资产有所不同。其中遭遇经济危机的日韩居民存款占比增加、权益类占比下滑，而美国居民大量增配权益类资产。我国居民金融资产中，保险占比远低于美日韩三国水平，未来有望继续提升。

上周市场回顾：一级需求一般，短端下行，长端震荡

上周记账式国债发行 920 亿，政金债发行 704 亿，地方债无发行，利率债共发行 1624 亿、净供给 442 亿，认购倍数整体一般，其中 7Y 国债、10Y 国开发行结果较弱。存单发行量环比减少 1598 亿，净发行-2105 亿，股份行 3M 存单发行利率上行 4BP。二级市场方面，上周资金面转松，带动短端收益率下行，长端利率震荡分化。具体来看，1 年期国债下行 6BP；10 年期国债上行 1BP。1 年期国开债下行 8BP；10 年期国开债下行 2BP。

本周债市策略：步入震荡期，调整好布局

银行大额风险暴露新规落地。5 月 4 日，《商业银行大额风险暴露管理办法》正式稿落地并将于 7 月 1 日起实施。正式稿较征求意见稿的主要变化在于放宽了对于银行投资资管产品或资产证券化产品的穿透要求、放宽了无法穿透时匿名客户的认定、延长过渡期等，有利于降低存量产品处置风险，但穿透计算风险暴露致通过同业对接非标、通过同业套利的难度加大。

短期制约因素仍在，但慢牛格局未变，调整更好布局。由于前期债市上涨过快，加上央行并未大水漫灌，经济通胀短期平稳，美债利率新高，以及信用风险升温，2 季度债市或步入震荡期。但往前看，央行货币政策难紧，社融等领先指标回落，资管新规下融资需求将趋势性下降，均意味着下半年债市还会有更大的机

会。而中国是大国经济，未来汇率将更有弹性，中美利率趋于脱钩，也将支持国内债市慢牛持续。

信用债专题：信用风险仍需警惕

专题：上市公司盈利和现金流跟踪。目前上市公司已公布 17 年年报和 18 年一季度报，本周专题我们从盈利、现金流方面进行解读。**1) 盈利持续改善，但势头渐显疲弱。**17 年 A 股非金融企业盈利增速指标均持续走高，其中净利润同比增速从 16 年的 22.7% 增加至 31.8%。但我们也注意到 18 年一季度盈利改善幅度有明显回落，净利润同比增速下滑到 23.5%。**2) 盈利状况行业间分化明显。**资源能源和原材料企业受益于供给侧改革利润增速保持在较高水平，当然随着供给侧改革效应的消退以及基数的走高，18 年一季度利润增速指标均出现明显回落。地产、消费类企业盈利增速同步性较高，17 年利润增速仍旧保持高位，但与 16 年相比有明显回落。**3) 现金流渐显紧张。**17 年年报显示 A 股非金融企业经营性现金流入同比出现回落约 6%，而投资性现金流则同比增长近 8%，导致企业自由现金流缺口明显走扩。而同时融资环境偏紧，企业筹资现金流覆盖资金缺口的能力趋弱。**4) 各行业现金流分化明显。**煤炭和钢铁行业受益于供给侧改革，17 年盈利能力进一步改善，带来经营现金流增加，同时投资支出逐年递减，自由现金流为正且较 16 年有明显增加。房地产和建筑行业自由现金流缺口进一步走扩，主要缘于经营性现金流入的大幅减少以及持续增加的投资支出，公司资金链对外部融资的依赖度增加，不利于风险的控制。

一周市场回顾：供给大幅减少，收益率上行为主。上周一级市场净供给-155.9 亿元，供给大幅减少。从行业来看，建筑业以 20% 的占比稳居第一。在发行的 81 只主要品种信用债中只有 1 只城投债。二级市场交投减少，收益率上行为主。具体来看，1 年期品种中，AAA、AAA-、AA+、AA 和 AA- 等级收益率均上行 3BP；3 年期品种中，AAA、AAA-、AA+、AA 和 AA- 等级收益率均上行 10BP；5 年期品种中，AAA- 等级收益率上行 8BP，AAA、AA+、AA 和 AA- 等级收益率均上行 6BP；7 年期品种中，AAA、AAA- 和 AA+ 收益率均上行 7BP。产业债收益率以下行为主，而城投债涨跌参半。

一周评级调整回顾：上海华信被下调。上周没有信用债主体评级上调，有 1 项主体评级下调。评级下调的发行人上海华信国际集团有限公司来自于批发和零售业，已经连续被多家评级机构、多次下调评级。上周中诚信将其信用评级从 AA- 下调至 BBB-，联合资信将其信用评级从 AA 下调至 BBB+。主要原因是公司的子公司华信国际已经出现短期债务逾期，上海华信持有华信国际的股权也已全部

处于司法冻结及轮候冻结状态，公司的资产流动性很弱，目前上海华信债务到期偿付的不确定性很高，且公司延迟披露 2017 年度审计报告。

投资策略：信用风险仍需警惕。上周 AAA 级企业债收益率平均上行 5BP、AA 级企业债收益率平均上行 5BP，城投债收益率平均上行 7BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 盾安陷债务危机。上周浙江民企盾安集团因债券未成功发行而陷入流动性危机，盾安存续债券 113 亿，其中 5 月份到期 19 亿，兑付依赖于外部支持。盾安盈利稳定，但存在过分依赖债券融资、债务短期化、多元化扩张等隐患，一旦融资环境收紧、借新还旧遇阻，便容易引发流动性危机。

2) 大额风险暴露新规落地。银保监会发布了大额风险暴露新规的正式稿，较征求意见稿的主要变化在于放宽了对于银行投资资管产品或资产证券化产品的穿透要求、放宽了无法穿透时匿名客户的认定、延长过渡期等，有利于降低存量产品处置风险，但穿透计算风险暴露致通过同业对接非标、通过同业套利的难度加大。

3) 信用风险仍需警惕。我们年初提出，今年信用风险回升，主要驱动因素是再融资难度加大导致的外部现金流萎缩。事实上，今年以来新增的债券违约主体均为民企，且不少企业经营尚可，再融资成了压垮企业的最后一根稻草。随着资管新规落地，非标萎缩仍将持续，风险偏好趋降背景下低等级债券发行仍难，信用风险仍会持续爆发，尤须警惕对非标依赖度高、对债券依赖度高且以短债为主、过去一两年内融资中银行贷款占比较低的企业。

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	是	公司债	20	5	北京	2015 年 10 月	2017 年 10 月 20 日兑付
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	
			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	

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			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	
			14 云峰 PPN002	否	PPN	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	2016-3-28	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		2016-2-24	
			12 天威 PPN001			10	3		2015-12-19	
			11 天威 MTN2			15	5		2016-4-21	
山水集团	外商独资企 业	建材	15 山水 SCP001	否	短融、 中票	20	210 天	山东	2015-11-12	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。
			15 山水 SCP002			8	270 天		2016-2-14	
			13 山水 MTN1			18	3		2016-1-21	
			14 山水 MTN001			10	3		2017-2-27	
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
			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

			15 川煤炭 PPN001	否	PPN	5	3	四川	2018-1-9	未兑付
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 2018-1-15	
			16 大机床 SCP002	否	超短融	5		大连	2017-2-11	
			15 机床 PPN001	否	PPN	5		大连	2017-2-5	
中城建	地方国有企业	土木工程建筑	12 中城建 MTN1	否	中票	10	5	北京	2016-11-28、 2017-11-28	技术性违约、2016 年 11 月 30 日兑付，后发生实质性违约。
			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	否	PPN	30		北京	2016-11-28、 2017-11-27	技术性违约、2016 年 11 月 30 日兑付，后发生实质性违约。
			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 2018-3-1	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
			12 博源 MTN1	否	中票	11	5	内蒙古	2017-11-21	未兑付
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
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	侨兴电信 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
五洋建设	民营企业	建筑	15 五洋债	否	公司债	13.6			2017-8-14	未兑付
			15 五洋 02	否	公司债				2017-8-14	未兑付
丹东港集 团	民营企业	港口	14 丹东港 MTN001	否	中票	10	5	丹东	2017-10-30 2018-1-15	除本期中票之外，丹东港发行的尚未到期的 债券还有 5 只，包括 2 只中票、2 只定向工

										具和 1 只公司债，本金总额 54.5 亿元，均未设担保。
			15 丹东港 PPN001	否	PPN					
			16 丹港 01	否	公司债					
			13 丹东港 MTN1	否	中票	9			2018-3-13	
亿利集团	民营企业	生态	14 亿利集 MTN002	是	中票	15	3		2017-11-21	技术性违约，已于次日兑付
亿阳集团	民营企业	新能源	16 亿阳 01	否	公司债	2.09	4	北京		未兑付
			16 亿阳 03	否	公司债	7.55	3+2			未兑付
			16 亿阳 04	否	公司债	12.1	5			未兑付
			16 亿阳 05	否	公司债	3.26	5			未兑付
保千里	民营企业	电子视像	16 千里 01	否	公司债	12	3	深圳	2017-11-30	未兑付利息
神雾环保	民营企业	环保	16 环保债	否	私募债	4.86		北京	2018-3-14	未兑付

