

债券周刊

4 月 12 日晚，东北特殊钢集团有限责任公司（简称“东北特钢”）公告称，公司 2013 年第二期中期票据（简称“13 东特钢 MTN2”），应于 2017 年 4 月 12 日兑付利息。鉴于公司已于 2016 年 10 月 10 日进入重整程序，目前重整工作仍在进行当中，“13 东特钢 MTN2”不能按期足额兑付利息，已构成实质性违约。据悉，本期债券发行总额 8 亿元，发行期限 5 年，债券利率 5.63%。

在东北特钢再现债券违约的同时，因齐星事件被卷入市场关注西王集团也被纳入信用评级观察名单。4 月 12 日，西王集团有限公司发布关于被纳入信用评级观察名单的公告。公司称，因齐星集团有限公司发生债务危机，大公国际认为，作为债务担保人的西王集团对齐星集团担保的 29.073 亿元债务代偿责任并未纳入其偿债来源计划，能否对突发代偿责任在短期内做出切实有效的偿债来源安排，对其整体债务偿还能力有直接影响。因此，大公国际将西王集团纳入信用评级观察名单。

（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：美国利率市场化反思**

美国利率市场化过程中，主动负债大增，存贷利差先降后升。美国利率市场化始于 1970 年，成于 1986 年。期间银行主动负债大增，存款占比由 73 年初的 90% 下降到 87 年的 78%，而同业借款从 7% 增加到 16%。利率市场化使得银行负债成本抬升，叠加美联储加息，存款利率上升幅度远大于贷款利率，使得存贷利差大幅缩窄，而后随着利率下降而回升。

风险偏好抬升，地产贷款高增。面对资金成本上升的压力以及激烈竞争，商业银行普遍提高资金的运用效率，增加贷存比，并且增配高收益资产。这体现为房地产贷款比重持续增加，1987 年房地产贷款比重已经超过了工商业贷款，而到了 1990 年房地产贷款大幅上升至 40%。与此同时非银机构崛起，金融部门非存款负债占 GDP 的比重从 70 年的 25% 飙升至 90 年的 127%。

地产风险积聚，储贷危机爆发。由于金融杠杆攀升、大量信贷投向地产领域，80 年代美国地产市场繁荣发展。1986 年美国取消了对地产投资的税收优惠，叠加空置率高企、联储加息，地产市场景气度下滑，不良贷款严重，最终导致银行业危机。1985 年到 1990 年共有 2000 余家美国商业银行和储贷机构破产。

利率市场化下，信贷扩张过度催生地产泡沫。利率市场化下银行风险偏好提升，由于银行过度扩张，带来资产泡沫，央行不得不收紧货币，最终引发危机。美国 89 年储贷危机、日本 90 年代地产泡沫、亚洲金融危机都或多或少与利率市场化推进下银行增加地产领域信贷有关。我国利率市场化基本完成，银行资产负债快速扩张，主动负债增加，也使得地产和金融市场出现泡沫。目前货币政策趋紧，金融监管全面从严，意味着资产泡沫承压。

上周市场回顾：一级招标偏弱，二级震荡调整

一级市场：发行加量，招标偏弱。上周政金债中标利率低于二级市场，但财政部 6 个月贴现国债的中标利率高于二级 9BP，认购倍数为 1.46，市场情绪谨慎，招标结果偏弱。上周记账式国债发行 521.3 亿，政金债发行 978.9 亿，地方债发行 1416.3 亿，利率债共发行 2916.5 亿，较前一周增加约 690 亿。而同业存单发行量回升，上周发行 4873 亿，净融资 1761 亿。

二级市场：债市继续震荡调整。上周银监会频频发文对银行资产业务进行监管，债市小幅震荡调整。具体来看，1 年期国债上行 4BP 至 3.03%；1 年期国开债上行 8BP 至 3.67%；10 年期国债上行 6BP 至 3.36%；10 年期国开债上行 2BP 至 4.08%。

本周债市策略：警惕监管升级，债市震荡调整

监管升级成趋势。上周银监会发布 6 号、46 号文和 53 号文，提出治理银行套利、防控十大类风险和“四不当”整治，涉及银行各类资产。对信贷资产强调地产融资趋严，地方债务严控；对债券类资产提出控制回购杠杆，产品杠杆设上限，产品底层资产杠杆穿透；对理财重申 16 年 7 月理财新规各项规定；对同业业务严格监管，包括控制同业增量、穿透管理不得多层嵌套、治理同业空转行为。后续需要关注政策执行力度，若严格执行，金融去杠杆将带来资产价格调整。

等待监管细则落地。15-16 年利率市场化带来银行息差收窄，倒逼银行扩张资产负债表套利，同业存单爆发式增长，催生地产和金融市场泡沫。近期监管开始不断升级，未来 MPA 考核和大资管新规约束表外理财扩张、同业存单监管约束表内同业扩张，资金流向将从表外回归表内、小行回归大行，资产配置将从高风险往低风险转移，利率债长期受益。但短期债市仍会面临资金面、监管细则落地带来赎回冲击风险，短期债市震荡、等待政策落地，上调 10 年国债利率区间 3.1-3.5%。

信用债

本周专题：再议民企债券信用风险。

1. 债券融资低迷，非标融资回升。3 月社融规模 2.12 万亿，信贷短期仍弱，结构上贷款规模同比稍弱，债券融资显著减少，同时委托贷款、信托贷款和未贴现票据三类非标融资规模快速增长。

2. 民营企业对债券融资的需求相对迫切。3 月份民营企业是主要的债券净融资方，当月债券净融资接近 300 亿元；地方国有企业向来是信用债融资主力，但 3 月份净融资额只有 131 亿元，低于民营企业；央企信用债净融资额还是为负，净融出 196 亿。考虑到目前信用债融资成本较高，相比较而言，民营企业对于债券融资的需求更为迫切。

3. 国企盈利改善远好于民企。供给侧改革主要是垄断国企受益，议价能力不强的中下游行业，产品缺乏涨价基础，但成本又在上升，因而利润受挤压。1-2 月国企实现营业收入和利润总额同比增速均远高于民企，且规模以上工业企业中，超过一半的利润增量来自于供给侧改革相关行业。

4. 民企债券仍应警惕风险。上周我们曾梳理了发债民营企业行业分布情况以及对债券融资的依赖度，指出下游、充分竞争行业的民营企业普遍具有高债券融资比例的特点，债券利率上升将显著增加这些企业的融资成本。本周则从融资情况、企业盈利改善方面指出民营企业的弱势地位。民营企业所发债券仍应以防范风险为主。

一周市场回顾：供给上升，收益率整体上行。一级市场净供给 304.9 亿元，较前一周本周信用债供给大幅上升。AAA 等级以 33% 的占比位列第一，建筑业与制造业稳居行业占比前二。在发行的 137 只主要品种信用债中有 15 只城投债，占比较上周大幅下降。二级市场交投增加，收益率整体上行，其中 1 年期品种中，除了超 AAA 等级收益率基本持平，其余等级收益率均上行 1BP。3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 3BP，AA- 等级收益率上行 1BP，其余等级收益率均上行 4BP。5 年期品种中除了超 AAA 等级收益率上行 4BP，其余等级收益率均上行 5BP。7 年期品种收益率整体上行，幅度均为 2BP。

一周评级调整回顾：评级调整数量有所增加。本周发生了 4 项信用债主体评级向上调整，同时发生 2 项主体评级下调。评级展望上调的发行人共 4 家，均为产业债发行人，无城投债发行人。各主体评级上调在于发行人所处行业阶段性回暖。本周评级下调的发行人一为翔鹭石化股份有限公司，为制造业发行人，评级由 A+ 下调至 A-，主因公司目前尚处于停产阶段，复产时间仍不明朗，企业经营处于停滞状态，财务压力有所加大，公司整体抗风险能力持续减弱。发行人二为信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司，为电力、热力、燃气及水生产和供应业发行人，评级由 BBB+ 下调为 BB，主要原因是发行人存在多笔不良和违约债务，且多次被列入失信被执行人名单，截至目前公司经营情况并未改善、资金链紧张。

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	否	中票	5.9	5	珠海	2017-3-28	未兑付
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	
			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	
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	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	
			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	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	船舶	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
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

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	
中城建	地方国有企业	土木工程建筑	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
博源集团	民营企业	化工产品	16 博源 SCP001	否	超短融	11		内蒙古	2016-12-3	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	侨兴电讯 2014 年私募债券第一期至第七期、侨兴电信 2014 年私募	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

			债券第一期 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