

债券周刊

几天前一只 5 亿元本金的债券违约还未平息，丹东港集团有限公司又陷入另一只债券的兑付危机中。1 月 22 日，丹东港发布公告称，因公司债务负担较重，流动性持续紧张，近日将到期的“16 丹港 01”存在付息的不确定性。业内人士指出，短期内丹东港还有近 20 亿元到期债券，偿还压力颇大。

1 月 15 日，春和集团公告称，近日公司收到宁波市中级人民法院应诉通知书，国开证券已向宁波中院提起民事诉讼，要求兑付“15 春和 CP001”短期融资券本金 5000 万元及相应利息、违约金。

根据春和集团 2017 年 12 月 27 日发布的《关于 15 春和 CP001 违约后续进展情况的公告》，因债务问题，其银行账号及所有名下固定资产均已被法院查封或保全，未被采取强制措施部分的资产均已抵押在银行名下。截至报告期（2017 年 12 月 27 日），集团共有银行负债约 69.73 亿元。且公司大量裁员，集团本部已停止运营，仅能维持日常运营的需要。也就是说，国开证券此时进行诉讼，将难以进行相应的诉前财产保全。

截至 2017 年 10 月 20 日，其可查询的作为被告的诉讼已达 66 起。其中，案件已判决并且原告胜诉的诉讼占比超过 2/3。春和集团亦坦言，其公司各项诉讼案件陆续开庭审理、执行，已审结案件中，大部分判决结果均为公司败诉。在目前已披露的 66 起诉讼原告名单中，尚未有证券公司身影。目前来看，国开证券是首家向春和集团提起诉讼的券商。

（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：非标的未来走向和影响

16 年底一行三会率先针对基金子公司，清理银基通道。随后在 17 年底 18 年初，接连发布 55 号文和 2 号文，用以整顿银信通道业务和委托贷款业务。自此通道业务被全面扼制，非标规模将大幅下降。

非标转标或成主要出路。途径主要有两个：一是通过银登中心，银监会 82 号文明确规定，银登中心是实现信贷资产收益权的非标转标的官方渠道。二是通过资产证券化（ABS），也可以直接实现非标转标。但无论是银登中心、还是 ABS，进行非标转标均存在诸多限制，未来非标规模收缩已成定局。

非标收缩之下，社融将受到直接冲击。非标融资是 17 年社融的重要支撑，其规模收缩会直接导致社融的下降。尽管非标缩减会带来资金回流表内，但考虑到银行目前缺负债、缺资本的困境，非标回表带来的信贷投放压力，会加剧银行缺资本的困境，影响 18 年的信贷增量。此外，考虑到目前房贷利率明显上升，18 年居民信贷也将面临回落，社融增速将趋于下降。

上周市场回顾：资金宽松，债市上涨

一级市场：需求不错。上周记账式国债发行 500 亿，政金债发行 670 亿，地方债无发行，利率债共发行 1170 亿元、环比增加 230 亿元，净供给-543 亿。认购倍数整体较好，显示一级需求不错。同业存单发行 5524 亿元，环比增加 2842 亿元，净发行 1067 亿元。股份行 3M 存单发行利率下行 2BP。

二级市场：债市上涨。在央行前期加大资金投放以及向降准实施影响下，资金面呈现宽松迹象。受资金面宽松、一级招标结果不错等因素影响，长短端利率纷纷下行。具体来看，1 年期国债收于 3.52%，较前一周下行 4BP；10 年期国债收于 3.94%，较前一周下行 4BP。1 年期国开债收于 4.27%，较前一周下行 8BP；10 年期国开债收于 5.08%，较前一周下行 5BP。

本周债市策略：货币不会更紧，债市拐点在望

银行超储回升，货币利率回落。1 月货币利率均值比 17 年下半年明显下降，并非跨年效应可以解释，最根本的原因是流动性改善、超储率出现了明显回升。我们估算 1 月的超储率在 1.6% 以上，显著高于 17 年同期以及全年平均水平。

经济通胀回落，汇率由贬转升，货币回归中性。17 年 4 季度以后，从进口、消费、企业利润增速的下滑，以及财政增速的跳水，重卡、铁路货运量增速的转负等来观察，经济增长的高点明显已经过去，下行压力逐渐加大。而由于 PPI 的大幅下行，即便未来 CPI 温和回升，以 GDP 平减指数为代表的总体通胀压力仍将稳步回落。从汇率来看，年初以来人民币汇率由贬转升，意味着央行跟随美国加息的压力已经大幅减弱甚至消除，未来中美货币政策有望逐渐脱钩。而随着金融监管的全面

加强，央行货币政策也有望回归管理经济、通胀运行的主业。因此我们认为 18 年以来央行的货币政策操作已经由实际偏紧回归中性，因而 18 年的金融市场流动性也有望好于 17 年，对于债市而言，这意味着年初以来短债的上涨只是一个开始，债市的拐点已经渐行渐近。

交易中短久期。在数据真空期，各种关于 1 月信贷额的信息满天飞，监管在年前也将处于相对平稳状态，再叠加年初配置行情，近期债市做多情绪略有抬头。后续仍需关注融资趋势以及通胀走势，短期可以配置 3 年以内的高等级企业债和利率债，享受货币利率短期宽松带来的机会。

信用债

本周专题：18 年信用债到期压力分析。

1.还本付息逐年增加，公司债压力凸显。存量信用债 18 年偿还量约 3.47 万亿，考虑到年内发行且到期的短融后可达 4.33 万亿，比 2016 和 2017 年略低，但仍远高于其他年份。18 年付息规模预计超过 5495 亿，较 17 年增长 9.4%。分券种看，公司债偿还规模可能翻倍，存续公司债在 18 年到期规模为 4233 亿，还有 9886 亿进入回售期，总偿还规模或较 17 年翻倍；企业债、中票 18 年到期量与 17 年基本持平，短融趋于减少。

2.钢铁、煤炭债化解存量，压力仍高。18 年钢铁债偿还量或在 1665 亿左右，较 17 年稳中略降；煤炭债偿还量约 3363 亿，较 17 年略有增加，截至 17 年底煤炭债存量接近 7500 亿，庞大的债务给未来几年带来了较大的偿付压力。

3.地产债迎来到期和回售双高峰。存续地产债中，18 年需要偿付的规模为 2532 亿，较 17 年大增 60%，2019-2021 年需要偿付的规模分别为 3998 亿、5463 亿和 5386 亿，地产债将迎来到期高峰。此外，存续地产债在 18 年进入回售期的超过 4000 亿，19 年有 4500 亿，规模之大史无前例，这是因为地产公司债往往采取 3+2、2+1 年等期限结构，15-16 年地产公司债井喷后，会在 18-19 年集中进入回售期。

4.城投债到期量不减，提前偿还或大幅增加。存续城投债中 18 年需要偿付的量有 1.35 万亿，考虑到年内发行且到期的短融，18 年城投实际偿付量或与 17 年（1.48 万亿）持平。存续城投债在 18 年付息规模约 2584 亿，比 17 年付息压力明显增加。此外，18 年是地方债务置换的最后一年，城投债提前偿还量或大幅增加，据不完全统计 17 年已经有 1555 亿的城投债发布拟提前偿还公告，我们预计 18 年提前偿还的规模可能在 3780 亿左右。

一周市场回顾：供给小幅上升，收益率涨跌互现。上周一二级市场净供给 344.2 亿元，较前一周小幅上升。在发行的 92 只主要品种信用债中有 12 只城投债。二级市场交投增加，收益率涨跌互现。1 年期品种中，各等级收益率均上行 5BP。3 年期品种中，AA 等级收益率上行 4BP，AA+ 等级收益率上行 3BP，AA- 等级收益率上行 2BP，

AAA 等级收益率上行 1BP。5 年期品种中，AA+ 与 AA 等级收益率均上行 5BP，AA- 等级收益率上行 4BP，AAA 等级收益率上行 3BP。

一周评级调整回顾：浙江商业下调。上周发生 1 项信用债主体评级上调和 1 项主体评级下调。评级下调的发行人是浙江省商业集团有限公司，信用评级从 AA 下调至 AA-，主因剥离家电销售业务后商贸流通板块的利润将降低，2016 年公司保险业务赔付支出规模扩大，后续追偿具不确定性，子公司浙商财险受到监管处罚，17 年 1-9 月净利润亏损，经营性净现金流持续流出，涉诉金额较大，部分款项面临一定回收风险。

投资策略：信用利差仍趋上行。上周信用债收益率小幅上行，信用利差主动走扩。整体来看，AAA 级企业债收益率平均上行 1BP、AA 级企业债收益率平均上行 2BP，城投债收益率平均上行 3BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 债转股落地或将加速。发改委等七部委联合发布《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，提出允许实施机构发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股，债转股落地速度或将加快，预计主要以私募基金对接项目的形式开展，利于企业降杠杆。转股债权以银行贷款为主，未包括债券类债权，而债转股对信用资质提升有利，可关注债转股企业债券的交易性机会。

2) 交易所推出三方回购。上交所上周推出三方回购，现有的交易所质押式回购中，目前新发债券只有债项 AAA、主体 AA 及以上的才能入库，而三方回购放开了担保品范围，低等级信用债、私募债也被纳入，折扣率设定上也宽松很多，此举有利于提高低等级信用债的流动性。但影响或有限，一是目前已有质押式协议回购；二是货币基金等资金融出方对低等级和私募债等作为质押品有限制。

3) 信用利差仍趋上行。刘鹤达沃斯论坛讲话中提到，“刚性兑付”和“隐性担保”的市场预期正在改变，这对防控金融风险创造了重要的心理条件。由此看来，资管新规意在打破资管产品的刚性兑付，地方政府债务规范化则是为了弱化城投债务的隐形担保预期，如中央强调对地方债务不兜底，云南等地在省两会上表态不会为州市县债务埋单。自 17 年 10 月以来，信用利差已上行约 50BP，而刚兑打破和隐性担保的弱化都意味着信用风险上升，信用利差上行趋势仍将延续。

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	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贷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	2107-2-5	
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	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。
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	北京		未兑付
			16 亿阳 04	否	公司债	12.1	5	北京		未兑付
			16 亿阳 05	否	公司债	3.26	5	北京		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