

债券周刊

上周二晚，上海清算所发布消息称，11 月 21 日是亿利资源集团“14 亿利集 MTN002”的付息兑付日，截至日终，仍未足额收到亿利资源集团支付的付息兑付资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。“14 亿利集 MTN002”为亿利资源集团 2014 年发行的一期中期票据，发行总额为 15 亿元，利率 7.5%，期限为 3 年。上清所消息发布后，亿利资源在其官网发布情况说明。说明称：11 月 21 日大额资金支付系统关闭前，所兑付中票资金有部分未能及时进入银行间市场清算所股份有限公司账户。公司将于 2017 年 11 月 22 日第一时间完成划转剩余款项，完成“14 亿利集 MTN002”兑付，并拟补偿投资者一天的利息。

11 月 21 日晚间，博源控股公告称，“12 博源 MTN1”应于 2017 年 11 月 21 日兑付本息，截至到期兑付日日终，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“12 博源 MTN1”不能按期足额偿付本金及最后一次利息，构成实质性违约。

（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：多角度看国债利率**

名义 GDP 角度：从拐点来看，名义 GDP 在 17 年中出现拐点，从绝对利率水平来看，10%~12%的名义 GDP 增速对应的十年期国债利率均值 3.5%，我们认为 18 年名义 GDP 增速将明显下行，国债利率处于顶部区域并明显超调。

调整幅度角度：从调整幅度（130~140BP）和调整时间（接近 400 天）来看，本轮债市已经创 08 年以来最大调整，利率易下难上。。

利率传导角度：10 年期国债利率与贷款利率之间联动时差在半年左右。长期国债的大幅调整意味着未来贷款利率仍有上行压力，将对经济持续形成冲击。从脱虚向实、三去一降一补的角度而言，政策也不支持国债利率大幅上行。

表内资产比价角度：17 年三季度住房贷款利率为 5.01%，扣除税收和资本占用后在 2.9%的水平，与目前十年国债利差约 100BP，远高于历史均值（25BP），并创历史新高。对于配置盘而言，当前国债利率具备较大吸引力。

期限利差角度：过去 5 年，我国 10 年国债收益率与 R007 利差均值为 20bp，我们预计 18 年上半年 R007 中枢在 3.3%左右，期限利差若为 20-40bp，那么对应 10 年国债收益率区间在 3.5%-3.8%左右。

短期债市仍在磨底。多角度看国债利率均表明当前 3.9%~4.0%的十年国债利率处于顶部区域并明显超调。但短期内经济基本面对债市影响有限，债市受资金面、情绪和监管影响更大，依然处于磨底阶段。

上周市场回顾：供给大幅收缩，债市继续调整

一级市场：供给收缩。上周记账式国债发行 471 亿，政策性金融债发行 563 亿，地方政府债发行 461 亿，利率债共发行 1495 亿、环比减少 1090 亿元，净融资额 898 亿、环比减少 1201 亿。利率债认购倍数一般。同业存单发行量回升至 5010 亿元，净融资额 821 亿元，3M 股份行 CD 发行利率上行 2BP。

二级市场：债市继续调整。1 年期国债收于 3.67%，较前一周上行 5BP；10 年期国债收于 3.95%，较前一周上行 3BP。1 年期国开债收于 4.41%，较前一周上行 18BP；10 年期国开债收于 4.82%，较前一周上行 12BP。

本周债市策略：黎明前的黑暗，债券牛市前夜

债市何时转机？关键看去杠杆的进程。本轮债市调整主要源于居民和政府部门加杠杆引发的金融监管，体现为居民信贷增速的激增，以及地方置换债券的天量发行。我们可以把去杠杆分作两步，第一步是去金融市场的杠杆，会导致金融市场利率上升。第二步是去实体经济的杠杆，这时会出现社会融资需求的回落，而债市也有望迎来转机。17 年 10 月份以来的居民贷款已经出现了明显的萎缩，且近期政府开始严格监管央企 PPP 融资，而央行资管新规也会约束各种非标融资需求，18 年的政府债务置换也即将到期，这意味着 18 年的社会及政府融资需求有望显著回落，也就是进入去实体经济杠杆的第二步。

我们预测 18 年的社融增速有望显著下滑，银行资金将再度面临无处可去的窘境，而当前的债市绝对是黎明前的黑暗。此外，我们认为中美利差理应缩窄，美国加息不是制约。而贫富差距约束下，通胀难以大幅回升。而历史经验表明利率顶点每隔 3 年出现一次，库存周期显示本轮利率顶部应该就在 17 年。在 14 年初，我们写下了“买长债，还在犹豫啥！”的豪言，而今，我们想说的是现在肯定是新一轮债券牛市前夜，不要倒在黎明前！

。

信用债

本周专题：交叉违约条款跟踪。

1.国内交叉违约条款推进。截至上周末存续债券中，已经有 552 只债券设有交叉违约条款，包括 336 只短融、185 只中票，另外还有 28 只公司债和 3 只定向工具，金额合计 5101.42 亿，占存续债券总额的 3.1%左右。分券种看，附有交叉违约条款的短融占存续短融数量的 22%，中期票据占到 5.2%。

2.添加保护条款的发行人评级偏低。添加了交叉违约条款的债券，共涉及 276 家发行主体，有 49%是 AA 级发行人，AAA 级只占到 16%。条款对发债主体债务管理能力提出更高要求，流动性较差的主体可能由于交叉违约导致多米诺效应，产生偿债危机。

3.多出现在地产、建筑和周期行业。276 家发行主体中有 167 家产业债发行人，其中 21 家来自综合行业，20 家来自采掘行业，房地产、建筑、交运行业也较多。发行人负债率偏高，今年年中平均资产负债率为 67.4%，发行人存续债券余额中 1 年内到期的占比超过 37%。交叉违约条款的设置可以保护投资者及时求偿，但是也应警惕因为连锁反应导致企业陷入流动性陷阱。

4.城投债占比 1/3。附有交叉违约条款的债券中有 1/3 是城投债，涉及 109 家发行人，有 43 家在江苏。省及省会（单列市）级别和地级市级别城投主体较多，分别有 49 和 48 家，县及县级市平台较少。省及省会（单列市）级别平台中，AAA 级的很少，只有 10 家，AA+和 AA 级平台比较多；地级市平台中也是以 AA 级为多。

一周市场回顾：供给大幅上升，收益率上行为主。一级市场净供给 170.97 亿元，较前一周的-200 亿元的净供给，上周信用债供给大幅增加。二级市场交投增多，收益率普遍上行。具体来看，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 8BP，AAA、AAA-、AA+等级收益率均上行 14BP，AA 与 AA-等级收益率分别上行 22BP、24BP。3 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 10BP，AAA 与 AAA-等级收益率分别上行 15BP、17BP，AA+等级收益率与 AA-收益率分别上行 18BP、23BP，AA-等级收益率上行 21BP。5 年期品种中，超 AAA 与 AAA 等级收益率分别上行 12BP、17BP，AAA-、AA+等级收益率分别上行 18BP、19BP，AA、AA-等级收益率均上行 25BP。

一周评级调整回顾。上周发生 1 项信用债主体评级展望上调行动，1 家主体评级下调行动。评级上调的府谷县国有资产运营有限责任公司来自电力、热力生产和供应业，上调的主要原因是公司在逾期款项处理和回收等重大事项方面取得重大进展。评级下调的广州毅昌科技股份有限公司来自于橡胶和塑料制品业，主要原因是行业竞争加剧，公司 2017 年以来收入和毛利率下滑，客户付款延期，净利润大幅亏损导致经营压力增大，负债经营程度上升导致偿债压力进一步加大等风险因素。

投资策略：信用利差仍待修复。上周信用债收益率继续大幅上行。AAA 级企业债收益率平均上行 16BP、AA 级企业债收益率平均上行 20BP，城投债收益率平均上行 24BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) PPP 监管趋严。上周国资委发布 192 号文，对央企开展 PPP 项目进行规范，要求统一审批，提出规模上限，杜绝明股实债，实行终身追责等，而央企在 PPP 成交金额中占比过半，严管从严下参与难度增加。财政部也于近期下发 92 号文规范 PPP 项目库管理，要求在 18 年 3 月底之前清退不合规项目。随着规范化加强和无风险利率提升，PPP 野蛮生长时代会将告终。

2) 亿利集技术性违约。11 月 21 日 14 亿利集 MTN002 到期后未足额兑付而违约，不过于次日兑付，公司公告称是由于资金划转时大额交易系统关闭导致违约。历史上来看，中城建和大连机床技术性违约后虽然很快兑付，但后续均出现了实质性违约，本质上是由于资金链紧张，而技术性违约后市场对其警惕性增加又提高了再融资难度，导致最终违约。流动性偏紧、债市监管趋严、市场化融资萎缩背景下，国进民退仍将持续，需继续警惕民企信用风险。

3) 信用利差仍待修复。近期信用债大幅调整，主要反映了市场对于资管新规出台后信用利差在未来一两年内将向上修复的预期，这也体现在国开债与国债利差拉大（国开债和信用债均是大资管债券配置的主要品种）。过渡期内资管机构整改转型，信用债缺乏新增配置资金，久期较长的资产还面临抛售压力，由于大资管规模爆发而被压缩到低位的信用利差将逐渐修复，而这是一个较长的过程，信用债交易性机会难现，建议关注短久期高等级的配置价值。

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

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
			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
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	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