

债券周刊

3 月底，山东债务链危机集体爆发。齐星集团资金链断裂，山东西王食品公司因为陷入担保链而跌停，山东魏桥纺织和中国宏桥因为年报审计涉嫌财务造假审核不给予签字被停盘。曾经的中国 500 强企业山东天信集团也陷入了债务的泥潭，在东营的天信集团及关联公司中，有 7 家已进入破产重整程序。高额的负债背后，不仅有天信集团及其关联企业对银行、小额贷款公司、融资租赁公司等金融债务，还有大量的民间借贷债务。梳理从 2016 年初至 2017 年 3 月 29 日，上述 7 家企业共涉及民间借贷 10 起。

珠海中富 3 月 28 日晚间公告，公司 2012 年度第一期中期票据(12 珠中富 MTN1)应于 3 月 28 日到期兑付，现由于资金未能及时到账，公司未能按期兑付中期票据本息。12 珠中富 MTN1 固定票面利率为 6.6%，到期须兑付本金 5.9 亿元，利息 3894 万元。此外，公告称，拟向银行间市场交易商协会及全体债券持有人申请 20 个工作日的宽限期，将于 4 月 26 日前偿还全部本息。同时，公司正式提请启动信用增进程序，由担保人捷安德实业履行代偿责任。

中投证券 3 月 27 日公告称，“12 春和债”存在预计违约风险和被交易所暂停上市交易的风险。律师事务所出具关于“12 春和债”增信资产的法律尽职调查报告称，春和集团已明确提供资料的资产处于抵押、质押和司法查封冻结状态。因此，截至目前，关于“12 春和债”尚未发现切实可行的增信措施。鉴于春和集团当前经营持续严重困难且无法提供切实可行的增信措施，预计“12 春和债”2017 年年度利息偿付存在困难。

3 月 24 日，亚邦集团公告称，公司于 2016 年 12 月 28 日兑付“15 亚邦 CP004”部分本金 1.4 亿元，现公司确定于 2017 年 3 月 24 日兑付剩余本金 0.6 亿元及全部利息，自此亚邦集团违约的债券全部清偿完毕。

(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：利率市场化与银行扩张

1) **我国利率市场化基本完成。**13 年以来，我国利率市场化进程逐步推进。首先，同业存单和大额存单先后开启发行，存单交易市场逐步完善；其次，13 年 7 月贷款利率取消下限；再者，15 年央行连续降准降息的同时，存款利率上限从基准 1.2 倍、1.3 倍、1.5 倍到全部放开，意味着利率市场化基本完成。

2) **银行资产负债快速扩张。**利率市场化推进的同时，银行业竞争加剧，过去稳定的存贷息差没有了政策保证，银行不得不做大规模，实行金融版的“薄利多销”模式。13 年至 16 年，银行表内资产同比增速抬升，大型银行一般在 10-12%，而中小型银行的表内资产增速则高达 16%-26%。

3) **利率市场化催生地产泡沫。**日本利率市场化的经验表明，银行过度信用扩张会使得资产价格脱离基本面，堆积系统性风险。近年我国银行大幅扩容，也使得地产和金融市场出现泡沫。16 年我国居民中长贷增加 5.68 万亿，较 15 年的 3 万亿增长接近 1 倍，房贷放松推动地产销量回升，一二线城市房价飙涨，并向三四线传导。

4) **打破刚兑是“金融去杠杆”的根本。**杠杆和套利是银行经营的本源，利率市场化加剧了银行间竞争，放大了套利和杠杆行为。MPA 考核只是规模上对银行扩张进行管控，如果想要彻底规范杠杆和套利行为，本质仍需要让资管产品向净值型转变，禁止资金池、不准保证收益，让投资机构承担风险。只有打破刚兑、让风险定价正常化，金融杠杆才能有效去化。

上周市场回顾：一级发行减量，二级震荡调整

一级市场：发行减量，关注存单融资。上周国债中标利率有所分化，政金债中标利率普遍低于二级，10 年期国开债中标利率低于二级 4BP，认购倍数为 4.67。上周记账式国债发行 740.5 亿，政金债发行 530 亿，地方债发行 955.5 亿，利率债共发行 2226 亿，较前一周减少 713.41 亿。另一方面，上周同业存单发行 1846.10 亿，仅为前一周发行量的一半，使得存单净融资额由正转负、减少 77.7 亿。

二级市场：债市震荡调整。上周虽然资金面有所缓和，但在雄安新区设立、节后央行依然暂停逆回购的带动下，债市再次步入调整。具体来看，1 年期国债上行 8BP 至 3%，1 年期国开债上行 1BP 至 3.59%；10 年期国债上行 2BP 至 3.3%，10 年期国开债上行 1BP 至 4.07%。

本周债市策略：债市震荡，伺机而动

短期央行主导资金面。4 月公开市场有 7000 多亿到期，财政存款将回收流动性 5000 亿左右，此外，美联储缩表预期或加剧资金流出压力，资金面状况取决于央行资金投放力度。从下周开始企业缴税因素开始凸显，还有 2170 亿 MLF 到期，

若央行持续暂停公开市场操作，资金面或趋紧。依然维持 7 天回购利率中枢在 3% 的判断。

债市震荡、伺机而动。目前市场对基本面预期较为一致，并不认为短期内基本面是主要矛盾，目前央行对资金面有绝对的控制力，在面对汇率贬值压力、国内金融去杠杆、地产泡沫此起彼伏的环境下，资金面依然会维持紧平衡态势。政策仍是最大不确定性，需警惕同业存单监管导致金融杠杆断裂，带来资产抛售的风险，短期债市仍震荡等待政策落地。维持 10 年国债利率区间 3.0-3.4%。

信用债

本周专题：民营企业偿债压力简析。

1) 分行业民企债券融资特点：计算机、传媒、纺织服装、医药生物、食品饮料等下游、充分竞争行业的民营企业普遍具有低负债率、高债券融资比例的特点，应付债券占有息负债的平均比值在 40% 以上，其他行业民企债券融资依赖度多在 20%-30% 之间。应关注房地产、交通运输、钢铁等高杠杆行业民企融资压力。

2) 民企债券到期压力分析：几个债券融资受限的行业来看，地产行业存量民企债券规模很大，但年内到期量偏少，不过有 80% 的存量民企债券将在 19 年-21 年集中到期，中长期内偿债压力大。建筑材料和采掘行业民企债券年内到期量占比分别为 36% 和 54%，债务滚动压力较大。

3) 民企债券发行情况分析：新发债券期限较短，主要用于债务滚动，具体来看，2017 年以来民企通过债券融资超过 1400 亿元，所发债券有接近一半是 1 年及以下的短期融资券，主要用于偿还债务和补充营运资金。

4) 金融市场加息推升流动性风险。央行在金融市场加息导致债券利率大幅上升，推升企业债券融资的成本。相较去年，今年主要信用债品种发行利率均值明显上移。由于民企对直接融资依赖程度较高，债券融资成本上升或取消发行增加，意味着民企借新还旧难度加大，容易引发流动性风险。

一周市场回顾：供给小幅回升，收益率总体下行。本周主要信用债品种共发行 423.85 亿元，到期 572.62 亿元，净供给-148.77 亿元，较前一周负增收窄。AA 等级以 47.17% 的占比位列第一，制造业和综合类稳居行业占比前二，占比分别达到 28.3% 和 18.87%。在发行的 53 只主要品种信用债中有 1 只城投债，占比较上周大幅下降。二级市场交投下降，收益率普遍下行，具体来看，1 年期品种中，除了 AAA 等级收益率下行 10BP 之外，其余等级收益率均下行 9BP。3 年期品种除了 AAA- 等级收益率维持不变，超 AAA 等级收益率上行 1BP，AA- 等级收益率下行 10BP，其余等级收益率均下行 1BP。5 年期品种中超 AAA 等级收益率下行 3BP，

AA-等级收益率下行 9BP，其余等级收益率均下行 2BP。7 年期品种各等级收益率均下行 2BP。

一周评级调整回顾：评级调整趋缓。本周发生了 1 项主体评级向下调整。评级下调的发行人是沈阳机床有限公司，该发行人为通用设备制造业行业，上次主体信用评级为 AA-，中诚信将其评级下调至 A+。该评级下调主要基于沈阳机床及其子公司昆明机床经营持续亏损，且昆明机床于 3 月 21 日发布公告，披露在 2016 年年报审计过程中发现以往年度财务数据可能涉嫌财务违规，这将导致 2013 年公司净利润为负从而出现 2012 年到 2016 年五年连续亏损的情况，22 日证监会已对其进行立案调查，该事件对沈阳机床的经营和偿债能力产生重大负面影响。

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	
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	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	否	短融	6		武汉	2016-8-1	未兑付

			国裕物流 CP002							
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 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