

债券周刊

伴随 2016 年城投债新发创下历史新高近 2.5 万亿，担保债券增量也达到高点。17 年由于市场需求低迷、地方政府债务监管趋严，城投债新发与担保债券增量也共同下降。担保公司担保 2010 年后发行的债券中一般企业债占比 87.1%，其次是私募债，占比 4.7%，短融、中票、公司债占比均不超过 3%；从期限上看，7 年期占比 82.2%，同样为企业债的主要年限，5 年占比 5.7%，其他期限占比均不超过 5%。

担保公司为企业债提供增信较多，且未来或呈上升趋势有三点原因，其一是审核效率高；其二是更便于达成增信目的；其三是信用债开展回购标准抬高，便于提升债券流动性。

近两年发生的担保公司代偿事件，品种集中在中小企业集合票据，且均为中债增进代偿案例。16 年初集中爆出的违约代偿事件，也集中反映了中小企业自身的抗风险能力相对薄弱。中债增进的职能是为中小企业债券提供增信，集合票据业务占比相对较高，因而在 16 年累计代偿率增长迅速。

15 年以后发生的担保公司违约事件有三起，两起都与已被撤销牌照的中海信达有关。中海信达大量担保私募债且此前已出现过多次担保违约的情况。11 豫中小债发生了统一担保人违约，最终以发行人兑付本息完结，没有造成更大影响。

（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：近期资金面怎么看？

节前央行定向降准政策出台，然而节后第一个交易日，资金面反而出现边际收紧，直到央行超额续作 MLF，才使资金面有所缓和。那么近期资金面怎么看？

货币政策难松，超储率位于低位。今年货币政策走势扑朔迷离，原因在于央行不再采用利率和准备金率调整等政策。节前定向降准难以演变为全面降准，更多是对贷款投向的引导，属于补短板范畴，货币不具备放水空间。而今年以来超储率始终位于 1% 左右的历史低位，资金供给整体有限。

缴税压力仍大，财政支出难超预期。10 月是季度缴税的月份，财政存款会季节性上升，我们估计 10 月的财政存款的上升额将在 6000-7000 亿左右，短期冲击流动性。财政支出方面，目前剩余的额度已较为有限。虽然四季度是财政支出季节性上升的时点，但今年财政前期支出较多，我们估算 9-12 月财政支出在 6.8 万亿左右，不及过去两年同期的 7 万亿以上，四季度财政支出或难超预期，关键还是要看央行的投放情况。

机构行为方面，大行出钱谨慎，新规制约非银。今年以来，大行资金融出普遍谨慎，一方面是银行负债端缺乏稳定的中长期资金，另一方面是 MPA 考核和监管政策的收紧。公募基金流动性新规要求私募和专户向公募基金融资需要穿透，且提高质押债券资质，抵押债券要与基金投资范围一致。这意味着这类机构向货基融资仅能质押 AA+ 及以上债券，因此非银能从货基融资受限。

短期资金仍稳，四季度防范风险。总体而言，资金面仍要看央行投放情况，预计大会期间资金面稳为主。但目前超储率仍处于低位，在国内地产泡沫严重、去杠杆是首要任务、美国加息缩表的背景下，货币政策不具备大幅放水空间，短期继续维持 R007 中枢在 3.3% 附近的判断不变。

上周市场回顾：供给回升，债市下跌

一级市场：供给反弹，存单价升。上周利率债认购倍数一般。记账式国债发行 971 亿，政策性金融债发行 770 亿，地方政府债发行 697 亿，利率债共发行 2438 亿、环比增加 1440 亿，净融资额 1488 亿、环比增加 591 亿元。同业存单发行量回升至 3110 亿元，净融资额-1117 亿元，3M 股份行 CD 发行利率收于 4.49%，较前一周上行 14BP。

二级市场：债市下跌。债市先后因为资金面偏紧、基本面超预期担忧而下跌，周五债市震荡源于央行 MLF 超额续作但外贸数据略超预期，全周收益率曲线变陡。具体来看，1 年期国债收于 3.49%，较前一周上行 2BP；10 年期国债收于 3.67%，较前一周上行 6BP。1 年期国开债收于 3.91%，较前一周下行 5BP；10 年期国开债收于 4.26%，较前一周上行 7BP。

本周债市策略：债市配置为主

基本面对债市有支撑，但无预期差。9 月以来地产销量全面下滑，金九银十风光不再，但地产投资仍具一定韧性，主要来自土地购置费同比仍高，预计 9 月地产投资增速小幅回落。通常 9 月财政支出较多，或带动基建短期反弹，而制造业投资受制

于环保限产和去产能或进一步下行，9 月出口小幅回升，9 月经济或整体稳中趋缓。经济基本面对债市有支撑，但无预期差。

债市配置为主。经济下行压力或在四季度有所显现，但政府对经济下行的容忍度在提高，意味着短期改革依然在稳定之前，货币政策难以出现松动，资金利率无法明显下行，债市交易空间受限，未来很长一段时间可能仍是以配置为主的行情，维持 10 年国债利率上限 3.6% 判断不变。

信用债

本周专题：城投债担保特征与增信效果分析。

1. 有担保城投债的结构特征。目前有担保的存续城投债占城投债总数量的 13% 左右，发行人以低等级、地级市及以下级别为主，资质较差的平台通过寻求担保以实现增信，进而降低融资成本。江苏省有担保的城投债占总样本的近 1/4。

2. 担保公司担保是主要类型。城投债担保人中有一半是专业增信或担保公司，有 28% 是地方其他城投平台，有 16% 是母公司或参股公司，此外还有一些地方国企、民企或者银行进行担保的债券，但数量较少。担保机构提供担保的城投债中有一半来自中债增信等全国性增信机构，地方性和地方成立的但业务跨区域的担保公司覆盖的城投债各占 1/4 左右。

3. 增信后收益率往往高出同等级债券。通过匹配债项评级和期限，我们得到了有担保的城投企业债与一般企业债收益率之差，发现增信后的城投债收益率高于同评级债券，比如有全国性增信机构担保的 AAA 级城投企业债中有 47% 的债券溢价在 20-60BP。我们还对比了不同担保人类型的情况，发现溢价中位数水平“地方性担保机构担保>企业（包括母公司、其他城投或地方国企）担保>全国性增信机构担保”。

一周市场回顾：供给大幅上升，收益率下行为主。上周一级市场净流出 28.9 亿元，较前一周大幅下降。在发行的 77 只主要品种信用债中有 6 只城投债。二级市场收益率上行为主，1 年期品种中，AAA 等级收益率下行 3BP，AA+ 与 AA 等级收益率均下行 7BP，AA- 等级收益率上行 12BP。3 年期品种中，AA+ 与 AA 等级收益率均上行 3BP，AAA 与 AA- 等级收益率分别上行 7BP、9BP。5 年期品种中，AA+ 与 AA 等级收益率均上行 1BP，AA- 等级收益率上行 2BP，AAA 等级收益率上行 4BP。7 年期品种中，AA+ 等级收益率下行 1BP，AAA 等级收益率基本持平。

一周评级调整回顾：恒逸评级上调。上周发生 2 项信用债主体评级上调行动（含 1 项评级展望上调），未发生主体评级下调行动。评级上调的 2 家发行人宏安投资和恒逸集团分别来自房地产和材料两个行业。重庆宏安投资评级上调的主要原因是奉

节县经济和财政实力进一步增强，公司在奉节县地位突出，政府支持力度大，此外公司土地资产较为充足。恒逸集团投资评级上调的主要原因是 PTA 和聚酯化纤行业景气度上升，公司收入和盈利双升，融资渠道通畅，偿债能力较强。此外。集团控股公司投资文莱 PMB 石化项目，投产后将解决集团 PX 原料来源瓶颈，延伸产业链或将进一步提升公司盈利能力。

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	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	
			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	否		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
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
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