

债券周刊

10 月 23 日，评级机构中诚信发布的《关于终止对中国中钢股份有限公司信用评级公告》显示，中钢股份于 2017 年 10 月 17 日发布《2010 年中国中钢股份有限公司公司债券 2017 年》，称“10 中钢债”付息兑付日为 2017 年 10 月 20 日。经与中钢股份沟通，截止本公告出具之日，“10 中钢债”已完成兑付事宜，且中钢股份无其他经过中诚信进行评级的债券，故决定终止对其的信用评级。至于本次兑付的资金来源，市场纷纷猜测是国企结构调整基金。2017 年 8 月 8 日，中钢股份旗下上市公司中钢国际（000928）发布的《关于股东股份质押》公告显示，中钢集团、中钢股份分别将其持有的上市公司股票办理了质押相关手续，其中中钢集团质押了 1.01 亿股，中钢股份质押了 1.83 亿股，分别占 42.89%和 45.06%。质权方均是国企结构调整基金，质押原因为可转债借款担保。

根据财汇金融大数据终端统计，截止 2017 年 8 月 31 日，违约债券数量共计 148 只，涉及违约主体 83 家，累计违约金额 597.76 亿元。而今年以来，已经发生实际违约的信用债券数量已经达到了 34 只，违约余额 272 亿元。这些违约债券共涉及 22 家主承销商投行，其中券商 10 家，银行 12 家。单一投行来说，兴业银行主承销的债券违约最多，有 9 只。

（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：本轮金融去杠杆进展如何？**

金融监管政策梳理：本轮金融去杠杆始于 16 年下半年，央行锁短放长并提出将表外理财纳入 MPA 考核，中央经济工作会议指出货币政策稳健中性，调节好货币闸门。17 年上半年金融监管协调加强，央行上调公开市场操作利率，“三会”均出台针对性的金融监管措施。17 年下半年，金融工作会议、十九大均表示加强金融监管协调。

对于本轮金融去杠杆的情况，我们从金融部门杠杆率、债市杠杆率、金融机构货币乘数三个方面来考察。第一，金融部门杠杆走稳。金融部门非存款负债与 GDP 的比值在 16 年创新高，17 年中仍维持在 131%。杠杆率走稳主因银行对银行杠杆、银行对非银杠杆和债券发行杠杆趋于下滑，体现为同业存单发行量减小并逐渐转负、同业理财规模收缩等。第二，场内债市杠杆率自 16 年明显下台阶，17 年走稳。第三，金融机构层面乘数依然高企。银行业资产与基础货币之比在 14 年末接近 6，到了 17 年 7 月突破 8 倍，但 9 月出现年内首次下滑，未来能否趋稳甚至下滑，值得关注。而实体层面货币乘数同样高企。

金融监管延续，货币政策难松。从金融部门杠杆率、债市场内杠杆率来看，杠杆企稳，但持续性还有待观察，且货币乘数依然高企，金融杠杆容易反复。11 月国务院金稳会成立，近期工作要点在于坚持稳健货币政策，强化金融监管协调，提高防范风险能力等。结合前期周小川行长关于金融风险和金融监管的表态，我们认为未来很长一段时间内金融监管都将延续，货币政策难有放松可能。

上周市场回顾：债市继续下跌

一级市场：供给继续回落，存单利率抬升。上周记账式国债发行 859 亿，政策性金融债发行 670 亿，地方政府债发行 841 亿，利率债共发行 2370 亿、环比减少 1086 亿元，净融资额 2270 亿、环比减少 169 亿。利率债认购倍数一般。同业存单发行量回落至 4417 亿元，净融资额-727 亿元，3M 股份行 CD 发行利率收于 4.70%，较前一周上行 8BP。

二级市场：债市继续下跌。1 年期国债收于 3.59%，较前一周上行 2BP；10 年期国债收于 3.90%，较前一周上行 2BP。1 年期国开债收于 4.14%，较前一周上行 7BP；10 年期国开债收于 4.59%，较前一周上行 10BP。

本周债市策略：资金面紧平衡，债市底部区域

资金面紧平衡。在国内通胀预期有所上升，海外货币政策边际收紧背景下，央行依然维持中性偏紧货币政策，放松可能性不大。银行超储低位将导致资金面处于紧平衡状态。依然维持持 R007 中枢 3.3%。

基本面仍在向下。10 月通胀略超预期，但需求端地产基建走弱，叠加基数效应，PPI 将下行，而 PPI 往 CPI 传导依然不顺畅，CPI 在明年春节前将低位徘徊，年内通胀仍不构成威胁。经济方面，10 月制造业 PMI 各分项普遍回落，库存状况恶化，工业增速料将回落。高频数据显示，11 月以来发电耗煤和粗钢产量增速依然下行，短期经济仍将拾级而下。基本面对债市仍有支撑。

债市底部区域。近期债市偏弱格局主要源自通胀预期上升、监管升级担忧以及海外货币政策逐步收紧引发资金外流的担忧，交易盘止损后观望情绪浓重。我们认为短期通胀并不构成威胁，而经济基本面仍在向下。海外政策收紧已逐步被预期，中美利差保护足够，即便 12 月美联储加息，其对国内债市影响也相对较小。综合来看，10 年期国债利率超过 3.6% 则具备长期配置价值，目前债市处于绝对的底部区域。

信用债

本周专题：地产行业信用状况跟踪。

1. 国内地产发债未松。今年前三季度地产债净融资额 2067 亿，仅为 16 年同期的两成，主因地产公司债发行锐减。地产公司债仍未放量，今年以来仅发行 780

亿，不到去年同期的 10%，17 只新发公募公司债中有 14 只是在 16 年 9 月前拿到的发行批文，审批速度非常慢。

2.开发贷回升，个贷续降。今年地产开发贷前三季度余额净减少了 500 亿，但房产开发贷增速反而回升，余额净增了 1.04 万亿。个人购房贷款增速拐头向下，前三季度余额净增 1.96 万亿，净增额同比减少 1.79 亿。

3.地产信托规模大增。房地产信托作为目前比较合规的融资渠道，发行量大幅增加。今年上半年新增地产信托产品 5033 亿，同比增加 61%，但融资成本随之抬升，新增地产集合信托平均收益率从一季度的 6.81% 上升到四季度以来的 7.29%。

4.房企债务攀升，资金积累放缓。上市公司数据显示今年地产企业经营活动现金流转负，投资活动现金流流出持续增加导致自由现金流缺口扩大，房企现金流入较去年明显回落，货币资金积累放缓，三季度上市房企货币资金规模仅增加了 89.5 亿。另一方面房企带息债务规模再创新高，3 季度末超过 2.7 万亿，同比增长 29.6%，大型房企资产负债率继续抬升。

5.债务高峰渐进，高杠杆存隐忧。国内地产存续债券中 18 年需要偿还的量有 2224 亿（包括提前兑付量），还有 4402 亿进入回售期，19 年除了到期偿还的 4155 亿，也有 4637 亿进入回售期，届时地产企业到期债务集中，偿还压力较大。地产行业繁荣发展的阶段，高杠杆可为企业带来丰厚的回报，但未来销量若出现持续下滑，随着债务到期高峰的来临，高杠杆的危险性将会增加。

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-300.1 亿元，较前一周的 815.61 亿元的净流出，上周信用债供给大幅下降。从评级来看，AA 等级占比第一为 40%。从行业来看，制造业以 26% 的占比稳居第一。在发行的 82 只主要品种信用债中有 3 只城投债，占比较前一周大幅下降。二级市场交投增多，收益率全面上行。1 年期品种中，超 AAA、AAA、AAA- 等级收益率均上行 6BP，AA+、AA、AA- 等级收益率均上行 4BP。3 年期品种中，超 AAA、AA 等级收益率均上行 4BP，其余等级收益率均上行 7BP。5 年期品种中，超 AAA 与 AAA、AA+ 等级收益率均上行 8BP，AAA- 等级收益率均上行 7BP，AA、AA- 等级收益率均上行 5BP。

一周评级调整回顾：无评级调整行动。上周市场上无公司发生评级调整行动。

投资策略：房企分化加剧。上周信用债收益率跟随利率债上行。AAA 级企业债收益率平均上行 6BP、AA 级企业债收益率平均上行 8BP，城投债收益率平均上行 11BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 关注永续债条款。14 首创 01 于 11 月 3 日进入第二个重定价周期后票面利率由 5.99% 下调至 4.98%，中债估值由 100 下跌至 98.9，持有人被动承受估值损失。该债券票面利率下调有两点特殊性，一是其基准利率的计算周期为整个重定价周期即 3 年（大部分为 5 个工作日），导致基准利率较当前利率水平低，二是利率调升机制从第五个重定价周期才开始（大部分从第二个）。目前存续的大部分永续债不会出现进入重定价周期后利率下调的情况（14 首创 02 与 14 首创 01 条款类似，仍需警惕），但需警惕行业景气度变差或企业资质恶化后 300BP 无法覆盖利差扩张的情况。

2) 房企流动性趋紧。近期投向房地产的信托产品平均收益率明显上行，用益信托网数据显示 11 月以来平均 7.6%，企业拿到的融资端的成本将会更高。媒体报道称建行理财重启房地产相关业务，但重点是为按揭贷款不到位的房企提供过桥贷款和租赁房相关业务，房企融资渠道仍难言通畅，流动性趋紧仍将持续。

3) 房企分化加剧。我们于 17 年 5 月提出，地产企业现金流将面临内外两方面的压力，一是销售回款下滑致内部现金流趋降，二是融资渠道收紧致外部筹资现金流下滑。随着流动性压力上升，融资能力弱、财务稳健度差的企业首当其冲，需警惕 16 年房地产小周期的高位借助高杠杆激进拿地、融资能力弱、或短期债务占比较高的中小型房企。

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