

债券周刊

自 2014 年“11 超日债”出现实质性违约以来，违约事件的发生已经成为债券市场的常态。对于建筑施工行业，截至目前，公开市场上共发生违约债券 11 只，违约债券金额共计 152 亿元，涉及发行主体共 3 家，分别为华通路桥、五洋建设和中城建。违约主体相对较少，发生违约的原因可以从两个方面进行分析，一是作为导火索的突发事件的发生，二是企业自身运营存在的财务风险。

华通路桥董事长因涉嫌违法被调查、五洋建设因违规使用募集资金被多次列入失信被执行人名单、中城建控股股东发生多次变动，这些公司管理层面的波动对公司业务的稳定发展、经营效率都带来了较大的负面影响。而对于竞争激烈、项目周期长和垫资经营的建筑施工企业，在融资渠道狭窄、外部资金支持有限的背景下，上述冲击导致公司内外部资金连接不畅，进而引发债券违约。

由此可见，特别是民营的建筑施工企业，公司的内部管理不善、企业经营过度依赖实际控制人、资金压力大、融资渠道面窄是导致其违约事件发生的主要诱因。对于发生违约的三家主体来说，除了突发事件的发生，其自身运营存在的财务风险也是导致违约发生的重要原因。

考虑到建筑施工企业经营性负债偿还相对刚性，经营现金流动负债比可以用来衡量建筑企业的流动性风险。当企业短期偿债能力大幅降低、经营性净现金流持续降低时，对债务及利息的保障程度亦持续下降，伴随着公司新签合同额的释放及工程施工垫款的增加，公司资金压力较大的情况短期内难以改善。上述三家企业在违约发生前的经营现金流动负债比均呈现较差的状态。

对于高度依赖现金周转、资金占用明显、对外部融资依赖较高的建筑行业而言，充足的项目储备及业务规模的快速扩张，有助于增强企业综合竞争力，但同时也会给其资金周转带来一定压力。因此，对于建筑施工企业的信用风险，我们不仅要看其资产、收入的规模及增速，同时更应该关注其资金的使用、回流情况以及外部融资能力。

(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：银行负债成本分析

上半年股份行和城商行负债成本明显抬升。17 年上半年，A 股和 H 股上市银行中，五大行、股份行（9 家）、城商行（13 家）和农商行（7 家）计息负债成本分别为 1.73%、2.41%、2.66% 和 2.27%。其中五大行负债成本环比下行 1BP，股份行、城商行和农商行负债成本分别上行 23BP、20BP 和 15BP。

从结构来看，债券发行和同业负债成本明显抬升。债券发行方面，上半年中小行成本率在 4% 左右，其中农商行大幅抬升 54BP，股份行城商行抬升近 40BP。同业负债方面，上半年银行同业负债成本均抬升，中小行成本率在 3.1%~3.5%，其中股份行大幅抬升 76BP，城商行农商行抬升 30~37BP。存款利率方面，城商行平均成本抬升 5BP，其他类银行下降 6~9BP。

金融监管严控银行扩张，同业负债规模收缩，银行负债成本或趋稳。过去尽管净利差缩窄，银行仍有动力忍受高负债成本，追求规模和利润增长。而 MPA 监管约束银行广义信贷扩张、大资管新规限制资金空转和同业套利、商业银行流动性新规防止期限过度错配并约束同业负债扩张，因此银行扩规模行为受到严格约束。17 年半年报和三季度报均显示银行同业负债同比负增长，金融加杠杆的趋势得到约束。未来，随着同业负债规模的收缩，同业负债成本和以同业存单为代表的债券发行成本有望企稳，而存款需求和价格有望双升但幅度有限，整体而言银行负债成本或走稳。

上周市场回顾：净供给回升，国开国债分化

一级市场：净供给回升，存单利率下行。上周记账式国债发行 771 亿，政策性金融债发行 580 亿，地方政府债发行 209 亿，利率债共发行 1559 亿、环比减少 378 亿元，净融资额 1157 亿、环比增加 70 亿。利率债认购倍数分化。同业存单发行量回升，3M 股份行 CD 发行利率较前一周下行 1BP。

二级市场：国开国债表现分化。上周资金面宽松、黑色系商品下跌，央行孙国峰关于货币政策言论和银监会流动性新规对债市有所扰动，国开债置换带动现券利率下行。具体来看，1 年期国债收于 3.75%，较前一周上行 12BP；10 年期国债收于 3.91%，较前一周上行 2BP。1 年期国开债收于 4.52%，较前一周上行 1BP；10 年期国开债收于 4.77%，较前一周下行 4BP。

本周债市策略：利率曲线平坦

资金面波澜不惊。下周美国加息概率大，但我们认为央行跟随加息的理由还不充分，一是美加息预期大幅上升之际资本未出现大幅流出迹象，二是中国利率已经显著超调，加之目前国内经济出现放缓压力，因此美国加息对我国资金面影响有限。12 月中旬为缴税时间窗口，加上央行近期公开市场克制的投放态度，资金面或维持紧平衡。进入下旬后随着财政大量投放，资金面或再次转暖。总体而言，十二月的资金面依然波澜不惊。短期依然维持 R007 中枢 3.3%。

近期利率债短端上行，而长端缓慢下行，期限利差再度被压缩，曲线呈现平坦化趋势，我们认为未来曲线还有变平的空间和时间。首先，去杠杆短端利率难下，而长端利率与持续回落的基本面不相称。其次，去杠杆背景下金融机构资产调整，短期冲击债券，中长期反而利好债券。源于表外规范资管产品，理财规模收缩反而利好存款回流表内；而表内居民信贷明显回落、政府严控地方投资冲动，随着融资需求回落，表内配债资金有望增加。最后，扁平的收益率曲线有利于去杠杆。从美国的历史经验看，每一次曲线扁平可以长达 2-3 年，甚至会出现倒挂。而中国 10 年期国债利率仍比 1 年期高 20bp，而且扁平时间不过半年。

信用债

本周专题：资产新规对信用债影响几何？

1. 资产新规梳理。《指导意见》的基本原则是为了防控风险，资产管理业务的风险一是来自于表内资产出表蕴含的风险。二是来自于期限错配带来的流动性风险，三是多层嵌套带来的监管风险。《指导意见》重在打破刚兑和期限管理、消除多层嵌套，对信用债的影响我们主要关注一下三个方面：

2. 理财规模趋降，对信用债需求减少。对银行表外理财而言，主要靠的是对居民保本保收益的刚兑承诺，打破刚兑、实施净值化管理后，不排除银行理财的整体规模会萎缩。信用债和非标是理财产品重点配置资产，理财产品规模趋降，对信用债需求整体减少。

3. 配置力量重回表内。银行理财规模如果出现萎缩，减少部分对应的资金配置需求如何满足？我们认为资金可能会回归存款、大额存单等，重新回到银行表内，当然也有部分资金可能转向货币基金或债券基金等替代产品。如果资金回流，其配置无非贷款和债券两大类。明年经济将进入实体去杠杆阶段，信贷需求减少、地方投资冲动趋弱、非标融资受到监管，对银行资金占用减少，对债市的配置将增强。

4. 资金风险偏好降低，信用利差趋于走扩。过去几年大资管的发展带来的配置资金以及资金风险偏好的提高，是信用利差持续降低并维持在历史低位的重要原因。公允价值计量下波动小的品种会更受欢迎，利率债和高等级信用债相对配置增加，风险较高的低等级信用债偏好降低，信用利差趋于走扩。

一周市场回顾：供给大幅上升，收益率上行为主。上周净供给 73.58 亿元，较前一周供给大幅上升。从评级来看，AAA 等级占比第一为 43%。从行业来看，建筑业以 21% 的占比稳居第一。在发行的 89 只主要品种信用债中有 14 只城投债。二级市场交投增多，收益率多数下行。1 年期品种中，AAA、AA- 等级收益率均下行 12BP，AA+、AA 等级收益率分别下行 10BP、14BP。3 年期品种中，超 AAA、AA+ 等级收益率基本与上期持平，AAA 与 AA- 等级收益率均下行 2BP，AA 等级收益率下行 4BP。5 年期品种中，AA- 等级收益率下行 5BP，AAA、AA+、AA 等级收益率分别下行 6BP、3BP、7BP。7 年期品种中，超 AAA 等级收益率下行 4BP，其余品种下行 7BP。

一周评级调整回顾：精功集团主体评级展望上调。上周发生 1 项信用债主体评级展望上调行动，未发生主体评级下调行动。评级上调的精功集团主要从事钢结构建筑、装备制造及绍兴黄酒等业务，主体评级上调的主要原因是公司是国内钢结构行业中领先企业，具有技术与经验优势；黄酒业务在业内处领先地位，在省内市场占

有率第一；子公司会稽山绍兴酒股份有限公司分别收购乌毡帽酒业有限公司和唐宋酒业有限公司等，拓宽公司在新兴市场的销售渠道。

投资策略：攻坚实体去杠杆。上周信用债收益率跟随国开债下行，AAA 级企业债收益率平均下行 7BP、AA 级企业债收益率平均下行 8BP，城投债收益率平均下行 6BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 资管新规冲击难免。银行资管对资管新规的影响十分担忧，主要集中在存量非标处置、过渡期较短、公允价值估值、理财法律主体地位、对债市冲击等方面。存量资金池清理转型过程中，可能形成“负债端接续不上-抛债-债市下跌-客户赎回-负债端更难接续”、“负债端不稳定-赎回委外-抛债-债市下跌-加大赎回”等循环，而资管产品多配置信用品，信用利差趋于上行。

2) 地方债务严监管持续。审计署于 12 月 8 日发布《2017 年第三季度国家重大措施贯彻落实情况跟踪审计结果》，通报了九江、韩城、兰州、长沙、海口等地违规举债的案例，主要出具了以财政资金偿债的承诺函，债务形式包括通过融资平台贷款、产业基金、向企业借款等。结合近期 PPP 监管趋严、中央叫停地方基建项目等，规范地方债务的政策力度将持续，城投债金边属性将继续弱化。

3) 从政治局会议看信用债。政治局会议提出要打赢“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。防风险需要使宏观杠杆率得到有效控制，意味着实体去杠杆将是明年政策重心，融资需求回落将利于利率中枢下行，而国企降杠杆下信用资质将提升，也意味着防范地方债务风险将持续推进，城投债金边属性将继续弱化。强调污染防治意味着环保限产、去落后产能等措施将继续发力，受益于集中度提升和盈利改善，周期性龙头企业债券仍有配置价值。

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	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
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