

债券周刊

春和集团公告称，“15 春和 CP001”已经发生违约。截至 8 月 20 日，春和集团涉及诉讼 59 起，所有法律诉讼已经导致公司大部分账户被查封、资产被保全；将继续筹集资金用于“15 春和 CP001”本息的兑付。

截至 2017 年 8 月 23 日，公募债市场共有 33 个发行主体出现实质性违约，涉及 77 只债券，债务总额近 600 亿元。2016 年违约主体 28 家，2017 年新增违约主体 5 家。从企业性质来看，违约主体过半数为民营企业，占比 54.5%，中央国企和地方国企占比 24.2%，其他企业占 21.3%。违约前期征兆方面，多家企业债务违约前半年出现：评级连续下调，公司业绩亏损，公司治理问题及延迟披露财报等情况。债务后续处理方面，在违约的 77 只债券中，足额偿付债券 13 只（含利息违约已足额偿付利息的债券），占总违约债券 16.88%，偿付期限平均为 67 天，最长为 390 天。偿付期限超过 10 天的主体后期大概率再次出现债务违约；此外，主体有一只债务违约后，紧接两个月内到期债务有极大概率相继违约。

（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：投资周期难言启动

近期经济基本面的分歧主要体现在：企业盈利改善后，新一轮设备投资周期能否启动？我们加以论证。

供给侧改革，盈利改善、杠杆略降。供给侧改革带来价格上涨，大幅提高了煤炭、钢铁等产能过剩行业的盈利，煤炭和黑色金属行业利润累计增速分别自 16 年 8 月和 17 年初由负转正。盈利大增带动资产负债率小降，7 月工业企业资产负债率为 55.80%、同比和环比均下滑，其中煤炭行业负债率持续下降，黑色金属行业负债率稳中略降，而企业部门杠杆率在 16 年增速变慢。

需求端偏弱，投资增长乏力。今年上半年经济稳定超预期，但步入 7 月，投资、消费和净出口三驾马车全面走弱。从中观数据来看，下游地产、家电均走弱，其中三四线城市销量已经回落到零增速。对于未来的投资增长，我们认为，棚改边际贡献

下降，叠加房贷利率逐季提升、地产融资受限，地产投资后续下行。而基建投资同样承压，源于上半年财政多用、下半年乏力，地方政府融资规范不断发力，PPP还有待观察。

设备投资周期难升，库存周期步入尾声。今年以来制造业投资保持低位，7月创一年新低，表明在产能过剩的大背景下，需求端不支持朱格拉周期重启，而金融去杠杆推进从源头抑制设备投资扩张，另外，若设备投资周期重启，则会造成新一轮产能过剩，与去产能的目标背道而驰。而从库存周期来看，库存水平与价格同比涨幅密切相关，由于高基数效应，PPI同比增速下滑的趋势明确，这也意味着库存周期已经步入尾声阶段，未来产成品库存有去化压力。

从投资、出口转向消费。从更长的视角看，随着人口红利拐点出现和城市化放缓，需求结构将从投资和出口驱动转向消费驱动，地产汽车需求将逐步向医疗养老等服务需求转换，在此过程中，经济增速下行，但质量提高。

上周市场回顾：招标偏弱，债市下跌

一级市场：供给增加，招标偏弱。上周国债和政金债中标利率大多低于二级市场，认购倍数一般。记账式国债发行460.4亿，政策性金融债发行740亿，地方政府债发行1309.1亿，利率债共发行2510亿，较前一周增加197亿。

二级市场：债市下跌。长短端利率普遍上行，主要受到央行持续净回笼、资金面偏紧、大宗价格上涨影响。具体来看，1年期国债收于3.36%，较前一周上行2BP；10年期国债收于3.63%，较前一周上行4BP。1年期国开债收于3.78%，较前一周上行11BP；10年期国开债收于4.36%，较前一周上行8BP。

本周债市策略：利率中枢趋稳，债市赚钱不易

货币利率中枢趋稳是常态。上周央行连续回收流动性并且定向续作特别国债，表明央行维持流动性中性偏紧的态度。供给侧改革、金砖会议、十九大都需要偏稳的货币环境，7月以来DR007一直在2.8-2.9%区间窄幅波动，侧面反映央行对流动性的把控。预计未来2个月这一局面将持续，维持R007中枢3.3%附近窄幅波动的判断。

债市赚钱不易。债市获利三要素杠杆、久期和资质。央行货币政策持续偏紧，导致资金利率居高不下，使得债市加杠杆策略变得无利可图；外汇占款持续减少，降准难见，超储率历史地位，市场对流动性预期较悲观，久期均较短；打破刚兑是大趋势，资质下沉面临风险渐增。整体而言17年债市赚钱不容易。9月份外部风险来自美联储缩表，内部风险来自监管加强，短期利率债仍将震荡，维持10年国债利率区间3.3-3.7%不变。

信用债

专题：产业债评级调整梳理。

1.评级上调增多，国企占比显著提升。1-7 月产业债发行人评级上调数量大幅增加，评级下调数量减少。国企发行人上调数量远远超越民营企业，下调企业结构与往年基本一致。

2.煤炭、钢铁、地产上调增多。1-7 月主体评级上调的产业债发行人中，综合行业发行人最多达 27 家，采掘和房地产行业紧随其后，分别有 22 家和 21 家，化工、钢铁在 12 家及以上。对比前两年，采掘、钢铁和地产发行人上调明显增多，而公共事业、建筑装饰和交运占比明显减少。

3.评级调整原因梳理。评级上调是对营收改善的确认。17 年上半年经济去杠杆、供给侧改革继续推进，上游钢铁、煤炭等产能过剩行业基本面持续改善，信用评级也会对其改善给予确认，从而出现评级上调的增多。在 183 家评级上调且季报数据可得的可发债主体中，营业收入同比增速的中位数在 26%左右，其中有 24 家公司的总营业收入增速突破了 100%。具体到企业层面，公司外部环境改善，业务规模扩张，营业收入及利润大幅增长，货币资金存量充裕是评级报告经常提到的理由。主体评级下调的主要原因多为公司经营性业务利润亏损，盈利能力下滑，债务规模快速增长，短期偿债压力大等。

一周市场回顾：净供给增加，收益率上行为主。净供给 293.42 亿元，较前一周的 181.51 亿元的净供给，上周信用债净供给增加。从评级来看，AAA 等级以 37%的占比位列第一。从行业来看，工业行业以 46%的占比稳居行业第一。在发行的 168 只主要品种信用债中有 20 只城投债，占比较前一周小幅上升。二级市场交投小幅下降，收益率上行为主。具体来看，1 年期品种中，除 AA-等级收益率上行 2BP 之外，其余四类等级收益率均上行 1BP；3 年期品种中，重点 AAA、AAA、AA+和 AA-等级收益率均上行 1BP，而 AA-等级收益率基本持平；5 年期品种中，重点 AAA、AAA 和 AA-等级收益率均上行 2BP，AA+和 AA 等级收益率均上行 1BP；7 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 1BP，AAA 和 AA 等级收益率均上行 1BP，重点 AAA、AA+和 AA-等级收益率基本持平。

一周评级调整回顾：评级调整数量小幅下降。上周发生 1 项信用债主体评级向下调整（为展望下调），未发生信用债主体评级向上调整。相比于前一周上调 2 项，下调 1 项，上周评级调整数量小幅下降。评级下调的发行人来自金融行业的阳光凯迪新能源集团有限公司，该公司虽然收入规模持续增长，毛利率水平较好，但公司盈利对政府补贴存在较强的依赖性。资金方面，去年 10 月其子公司非公开发行股票增强了资本实力，且公司有中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券增信，但是公司的电建 EPC 项目未收回款项大，资金占用压力和回收风险大，且公司负债规模持续扩张且有息债占比高达 85.85%，2017 年需集

中偿付 115.06 亿元有息负债，存在很大的刚性债务压力和即时偿付压力。此外，审计机构对公司 2016 年财务报告出具了保留意见，并连续 2 年对核心子公司内部控制出具非标审计意见。

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	否		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	
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	
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



债券周刊 2017年8月21日~2017年8月27日
