

## 债券周刊

日前，大同证券与亿阳集团产生了 5,700 万元的债权转让纠纷。9 月 21 日，上海市黄浦区人民法院根据大同证券的申请，冻结了亿阳集团的手中的全部亿阳信通股票。

没多久，“富国天启-亿阳集团流动资金贷款资产管理计划”这款产品被爆出了问题。富国天启是一家资产管理公司，9 月 28 日和 10 月 12 日，富国天启在其官网分别公告了这款产品从第八期一直到第十一期的逾期兑付情况说明。

根据公开资料，富国天启-亿阳集团流动资金贷款资产管理计划为债权基金，2016 年 8 月 1 日起售，投资期限分 12 个月和 18 个月，规模依次为 2 亿和 1 亿，每半年付息，100 万起购。目前仍在销售的为富国天启-亿阳集团 18 月。

除了债务问题，亿阳集团的兑付压力也不只是“富国天启-亿阳集团”这一个。亿阳集团今年和去年还发行了“中江信托—金鹤 140”等多只产品。腾云资产为壹财富旗下资产管理公司，其所发行的腾云资产—天山 5 号已经出现违约。亿阳集团发表声明称，应在 9 月 21 日支付的 700 多万的贷款利息将延期至 10 月。

东北特钢债券违约事件的余波仍未消散。经纬纺机 10 月 20 日晚披露，公司今年第三季度新增计提资产减值准备 1.02 亿元。

据公告，经纬纺机第三季度计提减值准备金额最大的一项，即公司旗下中融基金管理有限公司关于基金产品“中融货币市场基金”的往来款 6312 万元。因产品风险资产东北特钢债券完成破产清算，经纬纺机根据预计可回收金额，计提资产减值损失 4522.9 万元。另外，经纬纺机各子公司在第三季度共计提了存货跌价准备 3188.02 万元。

2016 年 10 月 10 日，大连市中院裁定对东北特钢实施重整；今年 8 月 11 日，大连市中级人民法院裁定批准东北特钢重整计划，其中，锦程沙洲、本钢板材为东北特钢重整的投资人，重整完成后，锦程沙洲将持有东北特钢 43% 股权，本钢板材持有 10%，债权人的持股比例约为 47%。

(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：债市大幅调整，未来何去何从？

债市大幅调整主因部分经济金融数据超预期，以及周小川行长关于经济增速的发言引起恐慌。节后两周十年国债和国开债收益率分别抬升 11BP 和 13BP，其中 10Y 国债收益率在 10 月 17 日触及 3.74%、创 14 年 12 月下旬以来新高。债市调整源于 9 月外贸、金融数据和 PPI 数据超预期，叠加周小川行长关于 GDP“下半年有望实现 7%”的表述，而非资金面扰动。这体现在短端利率稳定，DR007 与 R007 利差收窄，长端利率抬升，曲线变陡，但期限利差仍处于低位水平。

对于未来政策面，我们认为货币政策中性，金融监管趋严。十九大提出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，上层对经济下行容忍度提高，而未来去杠杆将进入攻坚阶段，货币总闸门受控、难以大幅放松，短端利率难以出现大幅下行。此外，十九大提出“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，银监会主席表示金融监管趋势会越来越严，金融监管仍是风险点。

对于未来基本面，我们认为需求回落支持长端利率往下。通胀方面，历史经验表明货币增速不上升就难以见到 CPI 的显著回升，在人口老龄化、贫富差距扩大、终端需求偏弱的背景下，短期内 PPI 高企 CPI 低迷的格局仍将持续。经济增长方面，3 季度 GDP 增速出现本轮复苏周期的首次下滑，其中制造业投资仍未启动，而库存周期已至尾声，出口贡献显著下降，再加上地产销售转负，地产投资的拖累也终将体现。

曲线中期平坦化，但短期超调带来机会。从美国经验来看，美国国债曲线扁平化持续时间在 9 个月到 21 个月之间不等，且货币不松，曲线难陡。受制于货币政策稳健中性，短端利率难下，但基本面对长端的支撑逐渐增强，因此收益率曲线或维持扁平化趋势。美国加息缩表会压缩中美利差，美债利率明年如果到 3%，届时国内利率下行空间受到制约。在货币政策没有大幅放松、超储率低位的背景下，债市整体赚钱不易，票息策略整体是最佳策略。但短期债市明显超调带来交易行情。

**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。**上周利率债中标利率均低于二级市场，但认购倍数一般。记账式国债发行 1082 亿，政策性金融债发行 791 亿，地方政府债发行 823 亿，利率债共发行 2696 亿、环比增加 257 亿，净融资额 1690 亿、环比增加 202 亿元。同业存单发行量回升至 5293 亿元，净融资额 352 亿元，3M 股份行 CD 发行利率收于 4.50%，较前一周上行 1BP。

**二级市场：债市下跌，曲线变陡。**上周受益于央行加大投放和国库定存招标利率下行，短端利率下行，但长端明显抬升。1 年期国债收于 3.48%，与前一周持平；10 年期国债收于 3.72%，较前一周上行 5BP。1 年期国开债收于 3.86%，较前一周下行 5BP；10 年期国开债收于 4.31%，较前一周上行 6BP。

### **本周债市策略：资金以稳为主，超调带来机会**

当前货币总闸门受控，资金偏紧格局或维持，10 月上中旬央行公开市场超量投放维稳资金面，下旬资金面仍有望维持平稳，短期继续维持 R007 中枢在 3.3% 附近的判断不变。上周 10 年国债利率一度创下 3 年新高，源于周小川行长关于经济增速的发言引起恐慌，但三季度 GDP 增速降至 6.8%，制造业、基建和地产投资增速均全线下滑，基本面对债市的支撑正在逐渐体现。我们认为短期债市明显超调，4 季度债市正在从配置向交易行情转化，维持 10 年期国债利率上限 3.6% 的判断不变。

## **信用债**

### **本周专题：高收益债初探**

- 1.高收益债以 AA 级私募为主。**我们以中债估价收益率高出同期限国开债收益率 400BP 为标准筛选得到 698 只存量高收益债，分析其结构发现私募债、定向工具合计占到总数量的 67%，公募债在数量上只占 33%。无评级债券较多，有评级的债券以 AA 级最多。期限偏短，剩余期限集中在 2 年以内。
- 2.地产债是重要组成部分。**各行业中地产高收益债最多，占总数量的 17%，总金额的 43%，120 只地产高收益债中有 40% 是大房企贡献的，包括万达、融创、绿地、泰禾等，另外 60% 来自中小房企。
- 3.周期性行业的中小企业偏多。**综合以及周期性行业中的采掘/煤炭、化工、有色也有不少高收益债。煤炭行业高收益债有接近 80 只，主要是一些中小煤企已经出现信用事件的企业。钢铁高收益债相对较少，相关发行人有天津钢管、西宁特钢、八钢公司、包钢股份等。综合来看，周期性行业的高收益债以中小企业为主，不过也不乏资质较好的个券，比如淮北矿业、永城煤电都有存续的高收益债。建议精细化择券，注重考查企业资产质量和负债情况，非受限、易变现资产多，有第三方担保或抵质押担保以及设有投资者保护条款的债券更安全。
- 4.城投高收益债或将增多，谨慎为上。**有 41 只城投债也出现在我们的高收益债样本中，分别来自东三省（10 只）、贵州（8 只）、江苏（9 只）、四川（4 只）、重庆（4 只）、云南、湖南和河南，多是 AA 级及以下的低等级平台。随着城投的

金边属性逐渐减弱，未来会有更多的城投通过提供高溢价实现融资，我们建议谨慎为上，一是政府信用分离会越来越严格，二是高溢价可能反映了平台较差的再融资能力。

**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 543.6 亿元，较前一周的 9.1 亿元的净供给，上周信用债供给大幅上升。二级市场交投增多，收益率上行为主，其中 3 年期券种上行幅度最大。具体看，1 年期品种中，AA+、AA 等级收益率分别上行 4BP、1BP，AAA 等级收益率上行 6BP，AA-等级收益率与上期基本持平。3 年期品种中，AAA 等级收益率上行 10BP，AA+等级收益率与 AA-收益率均上行 8BP，AA 等级收益率上行 5BP。5 年期品种中，AAA 等级收益率上行 4BP，AA+、AA-等级收益率均上行 2BP，AA 等级收益率与上期基本持平。7 年期品种中，AAA、AA+等级收益率均上行 6BP。

**一周评级调整回顾：评级调整数量持平。**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。评级上调的永城煤电控股集团有限公司发行人来自煤炭行业，主体评级展望上调的主要原因是公司受益于 2016 年下半年以来煤炭价格回升，盈利改善，且公司保持了煤炭储量与产能规模较大、品种优良以及优越的地理位置的相关优势。

**投资策略：龙头择优配置。**上周信用债跟随利率债调整，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 2BP，城投债收益率平均上行 3BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

**1) 湛江新域遭重罚。**湛江新域发布公告称其下属子公司因违规填海被罚 29.4 亿，占到湛江新域净资产的 65%，而其账面资金仅 7.6 亿，罚款支付严重依赖外部支持。考虑到其是湛江经开区投融资主体，且企业债是 14 年前的老债，政府可能会对债券偿付进行支持，但该事件若进一步发酵，将对弱势的城投债估值造成进一步冲击。

**2) 私募债流动性溢价提升。**今年 7 月以来新发券中，5 年期 AA+级 PPN 和私募债票面利率均值较一般公司债分别高出 38BP 和 57BP。金融去杠杆下部分机构可能有抛售 PPN 和私募债的需求，提供的流动性溢价较高，对流动性要求不高的配置型机构可关注相关投资机会。

**3) 龙头择优配置。**今年以来周期性行业龙头债券表现较佳，主因价格上涨后盈利改善明显。展望未来，环保压力和限产政策下，盈利现状有望持续。尽管钢铁、煤炭债利差较年初已经大幅缩窄，但目前绝对水平仍较高，尚有配置价值；此外化工、有色等周期性行业信用改善的龙头企业也推荐配置。

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