

债券周刊

富贵鸟股份有限公司 3 月 27 日发布提示性公告称，对处于回售登记期的“14 富贵鸟”，公司选择不上调票面利率。截至目前，公司回购资金及利息尚无确切安排，本期债券回售资金偿付存在重大不确定性。

因回售而“折翼”的不止富贵鸟一家。年初至今，已经违约或出现兑付风险的发行人亿阳集团、金特钢铁等都是在回售环节引爆风险。债券回售兑付压力提前到来，让公司债务风险一下子暴露在人前。

另外，今年应重点关注房地产债券回售兑付压力。数据显示，今年共有 1861 亿元房地产领域债券进入回售期，主要集中在 8 月份到年末。

根据丹东港在 3 月 15 日发布的公告，丹东银行已于 2018 年 2 月 7 日向丹东市仲裁委员会提出仲裁请求，请求解除丹东银行与丹东港之间的《综合授信合同》及《流动资金借款合同》，并宣布借款全部到期。仲裁申请涉及金额为本金约 47.39 亿元，利息约 1.06 亿元，追索费用约 4844.21 万元。理由是丹东银行认为丹东港集团资金链断裂，无法履行还款义务。目前丹东市仲裁委员会已受理该仲裁申请。

受丹东港信贷规模大、贷款客户集中度高问题牵连，3 月 23 日，联合资信发布公告称，决定将丹东银行股份有限公司长期信用等级由 AA-调整为 A+，“16 丹东银行二级”债项信用等级由 A+调整为 A，并将其列入信用评级观察名单。

（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****3 月市场回顾：一级需求较好，债市顽强上涨**

利率债供给增加，需求较好。3 月利率债净供给 2669 亿元，较上月增加 1292 亿元，招标倍数向好。国债发行 2100 亿元，净回笼 287 亿元；政策性金融债发行 3992 亿元，净供给 1046 亿元；地方政府债发行 1910 亿元，无到期。3 月存单净供给 3165 亿，3M 股份行 NCD 平均发行利率下行 18BP。

债市顽强上涨。3 月末，1 年期国债收于 3.32%，较 2 月末上行 9BP；10 年期国债收于 3.74%，较 2 月末下行 8BP。1 年期国开债收于 4.01%，较 2 月末下行 17BP；10 年期国开债收于 4.65%，较 2 月末下行 16BP。此外，20 年国开债和国债分别下行 13BP 和 8BP。

4 月货币政策前瞻：宽松格局不改

汇率保持稳定，中美利率脱钩。在过去人民币对美元大幅贬值的预期下，央行的利率政策和美国挂钩，因此被迫跟随美国上调利率。但如今人民币兑美元大幅升值，而且为了应对美国挑起的贸易战，人民币兑美元宜保持稳定、而不宜再大幅贬值。那么央行的利率政策就可以和美国逐渐脱钩。

交叉任命有利于政策协调贯彻。国务院副总理刘鹤强调要保持货币政策稳健中性，保持流动性合理稳定。央行行长易纲首次公开讲话表示，货币政策总体松紧适度，确保 M2、贷款和总融资合理增长。郭树清担任央行党委书记、副行长，意味着从宏观到微观审慎监管协同性将有所加强，政策摩擦将减少。

宽松格局不改。今年以来央行一直维持中性格局，3 月先是象征性跟随美国上调公开市场利率 5BP，缩小政策利率与市场利率之间的差距，货币投放并未加码。但是从货币市场表现看，季末货币利率惯性冲高，但无论是 R007 还是 DR007 的升幅都低于去年同期。种种迹象表明当前的流动性改善并非源于央行放松了货币政策，而是源于资金需求下滑，对影子银行的从严监管大幅减少了无效融资需求，这也就意味着 4 月流动性有望继续宽裕。

4 月债市前瞻：债市长期向好，调整即可配置

在我们看来，本轮债市上涨的主要原因不是央行放水，主要归功于两大变化，一是社会融资需求的下滑，二是人民币汇率的改善。具体来看：

资金供给未增，融资需求下滑，银行表内增持。1 季度央行依然大幅净回笼货币，2 月份银行的储备资产比去年 12 月下降了 22000 亿，说明超储率依然位于历史低位，资金供给非但没有改善、甚至还有所收紧。而从融资数据来看，今年前两个月新增社会融资 3.71 万亿，同比减少 5800 亿。由于影子银行全面监管，表外融资大幅萎缩，过去 4 个月同比减少 1.9 万亿。而且又没有全部回到表内，这意味着银行表内资产出现空缺，因而银行在前两月明显增配债券。

汇率预期改善，境外机构增持。托管数据显示，境外机构是增持债券的另一大主力，18 年前两月增持债券接近 1300 亿。过去因为担心人民币大幅贬值，外资机构对买债心存疑虑。但在人民币汇率稳定之后，汇率对冲成本下降，加上

中国在降债务、去杠杆，货币政策和利率有望和美国脱钩，买中国的债券也可以对冲美国加息的风险，因此海外机构买债的热情在升温。

债市长期向好，调整即可配置。社会融资需求下滑和人民币汇率改善背后的原因则是我们强调高质量发展，不再走靠债务堆积和货币贬值发展经济的老路。因此，我们认为利率的下行拐点已经出现，债市长期向好。但由于短期上涨过快，加上经济数据、金融监管等因素的冲击，不排除会有调整出现，若有调整就是配置的好机会。

信用债

3 月行业利差监测与分析。**1.信用利差全面下行。**3 月债市情绪回暖，信用债收益率跟随利率债下行，信用利差高位回落。3 年期和 5 年期 AA+ 等级中票信用利差较 2 月底分别下行 37BP 和 18BP；**2.等级利差小幅压缩，期限利差冲高回落。**3 月信用债等级利差略有压缩，1 年期和 5 年期品种 AA 级与 AAA 级中票利差较 2 月底均下行 5BP；3 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较 2 月底下行 6BP；各期限信用债品种收益率均有下行，但中上旬 1 年期短久期品种收益率下行较快，期限利差被动走扩，下旬受季末资金紧平衡影响，短端利率上行，中长久期品种收益率则继续下行，期限利差重新回落。**3.产业债-城投债利差继续收窄。**今年来，监管再显控债务决心，城投债刚兑预期进一步弱化，城投债与产业债之间的利差趋于缩窄。截至 3 月底 AAA 级产业债-城投债利差较 2 月底缩窄 7BP，目前平均只有 2BP；AA+ 级产业债-城投债利差目前在 35BP 左右，较 2 月底缩窄 6BP；AA 级产业债-城投债利差目前在 28BP 左右，较 2 月底缩窄 15BP。**4.重点行业利差变动：**钢铁、采掘行业利差下行，超额利差基本持平；有色和建材行业利差下行；地产利差出现分化，高等级地产债利差下行，中低等级地产债利差反弹回升。**5.行业横向比较：**高等级债中，地产、商贸仍然是利差最高的行业；中等级债券中，房地产、钢铁行业利差相对较高；低等级债券中，采掘利差最高，其次是化工、商业贸易和地产行业。3 月各行业利差普遍下行，分等级品种看：高等级债中房地产下行幅度最大。AA+ 级债券中，除房地产行业利差上行外，其余行业利差均下行。AA 等级债券中，除化工和食品银行行业利差上行外，其余行业利差均下行。

3 月市场回顾：净融资增加，收益率全面下行。3 月主要信用债品种净供给 2938 亿元，较前一个月的 207 亿元大幅上升，在发行的 704 只主要品种信用债中有 217 只城投债，占比约 31%，较前一月有所下降。二级市场共计成交 17089 亿元，较前一月成交额大幅增加；3 月国债短端收益率小幅上行而长端收益率大幅下行，曲线变平，信用债收益率跟随下行，1 年期品种中，AAA 等级收益率下行 22BP，AA+ 与 AA 等级收益率下行幅度分别为 29BP 和 27BP，

AA-等级收益率下行 19BP；3 年期品种中，AA-等级收益率下行 19BP，AA 级及以上收益率下行幅度在 27BP-33BP 之间；5 年期品种中，AA-等级收益率下行 7BP，AA 等级及以上收益率下行幅度在 21BP-23BP 之间；7 年期品种中，AAA 等级收益率下行 20BP，AA+等级收益率下行 21BP。

3 月评级调整回顾：7 家上调、2 家下调，评级上调的发行人有 4 家城投公司，共同点是区域经济及财政实力稳步增长，为公司业务发展提供了良好的外部环境。评级下调的主体中为神雾科技集团和上海华信，均在 3 月被连续下调评级。

投资策略：高等级可适当拉长久期。上周信用债收益率大幅下行，信用利差主动压缩。AAA 级企业债收益率平均下行 9BP、AA 级企业债收益率平均下行 11BP，城投债收益率平均下行 2BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 资管新规即将落地。资管新规已由深改委会议审议通过，级别之高超市场预期，预计将于近期公布。与征求意见稿相比，打破刚兑大方向不变，但可能会在过渡期、非标估值等方面有所放宽，有利于降低市场流动性冲击，长期来看，新规主要遏制非标，但资金回表后对债券等标准化资产配置力度将加大。

2) 地方债务监管再升级。财政部发布 23 号文，进一步规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为，将资本金审查从 PPP 项目扩大到参与地方建设的国有企业，规范国有金融企业中介业务（如融资平台债券募集说明书中不得披露地方财政等数据）。23 号文是地方债务规范化监管动作的延续，城投债刚兑预期进一步弱化，城投债与产业债之间的利差趋于扩大。

3) 高等级可适当拉长久期。这一轮债券走牛以来信用债表现不及利率债，但我们认为高等级信用债亦具备较强的利率债属性，受信用风险和资管新规的影响都相对较小，后续信用利差有望下降，高等级可适当拉长久期。一是目前机构久期均不长，随着债市情绪好转，拉长久期是合理选择，我们最新问卷调查也显示投资者最偏好的组合久期由 1 年以下升至 2-3 年。二是三年期高等级信用债与贷款之间的利差目前大幅倒挂，此前主要通过贷款利率上升来修复，随着贷款上浮比例的逐渐提高，进一步上行难度增大，或倒逼信用债利率下行。

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

			15 川煤炭 PPN001	否	PPN	5	3	四川	2018-1-9	未兑付
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 2018-1-15	
			16 大机床 SCP002	否	超短融	5		大连	2017-2-11	
			15 机床 PPN001	否	PPN	5		大连	2017-2-5	
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 2018-3-1	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 2018-1-15	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。
			15 丹东港 PPN001	否	PPN					
			16 丹港 01	否	公司债					
			13 丹东港 MTN1	否	中票	9			2018-3-13	
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
亿阳集团	民营企业	新能源	16 亿阳 01	否	公司债	2.09	4	北京		未兑付
			16 亿阳 03	否	公司债	7.55	3+2			未兑付
			16 亿阳 04	否	公司债	12.1	5			未兑付
			16 亿阳 05	否	公司债	3.26	5			未兑付
保千里	民营企业	电子视像	16 千里 01	否	公司债	12	3	深圳	2017-11-30	未兑付利息
神雾环保	民营企业	环保	16 环保债	否	私募债	4.86		北京	2018-3-14	未兑付

