

债券周刊

2 月 5 日，山西国际电力集团有限公司（以下简称山西国际电力集团）发布公告称，三级子公司山西国锦煤电有限公司（以下简称“国锦煤电”）应于 2018 年 1 月到期的相关债务未能清偿，已构成债务违约。

公告中三级子公司山西国锦煤电有限公司未能清偿的到期债务包括：工银金融租赁有限公司租金 339.12 万元；太平石化金融租赁有限责任公司租金 2824.19 万元；渤海银行股份有限公司太原分行银行承兑汇票 1086.21 万元；

公司及所属子公司未能清偿的已到期债务累计金额为 17956.02 万元，包括公司三级子公司山西晋煤铁路物流有限公司逾期委托贷款 11712.50 万元、长治市欣隆煤矸石电厂有限公司逾期委托贷款 1994 万元及本公告所述未清偿到期债务。

山西国际电力集团表示，截至公告出具日，公司累计未清偿到期债务占比较小，对公司生产经营、财务状况及偿债能力无重大影响。因相关逾债务人为我公司控股子公司，可能对公司整体资信或信用情况造成一定的负面影响。

2 月 7 日消息，大连机床公告称，“15 机床 PPN001”应于 2 月 5 日付息兑付，由于公司被大连中院依法裁定进入重整程序，目前重整工作仍在进行中，“15 机床 PPN001”不能按期足额兑付本金及利息。

另外，大连机床尚未到期兑付债券余额共计 8 亿元人民币，而这 8 亿到期剩余期限均不足一年。16 大机床 MTN001 发行金额为 4 亿元，2019 年 1 月 14 日到期；15 大机床 MTN001 发行金额为 4 亿元，2018 年 7 月 30 日到期。

（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：债券借贷业务的现状和发展

债券借贷业务简介。债券借贷是指债券融入方以一定数量的债券为质押物，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还相应质物的债券融通行行为。我国债券借贷业务在 2006 年 11 月正式推出，2012 年之后才开始进入快速发展期。

债券借贷业务的作用。对于借方来说，通过债券借贷借入流动性较好、折算率更高的利率债，用于质押融资；还可以直接做空债券，获取套利收益。对于贷方来说，债券借贷可以盘活存量资产，获取额外收益。而对于债券市场来说，债券借贷业务可以提高市场流动性和有效性，修复利差，降低债券市场风险。

债券借贷业务的现状。1) 参与机构多元化，包括大型商业银行、股份制银行、城商行、外资机构、证券公司等。2) 券种较为集中。债券借贷的成交券种主要是利率债，17 年国债、政金债和地方债的债券借贷成交量占比达到 99%。3) 期限以中短期为主。债券借贷主要以 1 个月、14 天和 2 个月为主。一般短期借贷的目的是质押融资，而中长期借贷则出于交易策略和卖空目的。

债券借贷业务的未来发展。我们认为，未来债券借贷业务需要更为规范化，如推出债券借贷的标准协议文本、引入第三方机构对借入方的担保品进行集中管理、加强借贷业务的风险管控，完善履约保障机制等。此外，债券借贷业务也或向转让式借贷方向发展，有助于我国的债券市场进一步与国际接轨。

上周市场回顾：一级需求不错，二级继续上涨

一级需求不错。上周记账式国债发行 700 亿，政金债发行 917 亿，地方债发行 158 亿，利率债共发行 1775 亿元、环比增加 227 亿元，净供给 905 亿。认购倍数整体尚可，一级需求依然不错。同业存单发行 5255 亿元，环比增加 570 亿元，净发行 1539 亿元。股份行 3M 存单发行利率下行 7BP。

债市继续上涨。上周股市大跌，跷跷板效应之下债市情绪继续回暖，加之资金面依旧平稳，债市利率普遍下行，尤其是 10 年国开利率大幅下降至 5% 以下。具体来看，1 年期国债收于 3.39%，较前一周下行 5BP；10 年期国债收于 3.88%，较前一周下行 3BP。1 年期国开债收于 4.24%，较前一周下行 4BP；10 年期国开债收于 4.94%，较前一周下行 10BP。

本周债市策略：债市拐点提前

节前节后资金面平稳。各家机构节前资金安排已妥，后续逆回购到期量逐步减少，回笼压力也有所降低，节前资金面应无忧。节后现金回流与临时准备金额度到期对冲，公开市场回笼量少，超储率不会出现大幅下行，流动性供需格局继续向好，货币利率或持续位于低位。

债市拐点提前。此前，我们判断 1 季度可以增配 3 年期以内的债券，理由是央行货币政策已经从实际偏紧回归中性，但是配置长久期的债券仍需等到 3 月份，因为经济数据走势还不明朗，需要等到 1 季度银行信贷冲动释放之后才会迎来债市拐点。但目前全球股市下跌，风险偏好大幅下降，通胀风险大幅降温，而国内高利率与高债务的矛盾越发不可调和，我们认为债市拐点有望提前到来，建议增配 10 年期国债

和国开债，可以从 1-3 年短久期策略升级到 3-5 年的中长期，如果今年想赚取绝对收益，利率债将是必选品种，但基于信用风险或将爆发，我们对低等级信用债券依然谨慎。

信用债

本周专题：近期信用风险事件梳理及启示。

1) 近期风险事件回顾。近期各类风险及违约事件层出不穷，大机床、丹东港和川煤集团再度出现债券兑付或付息违约；亿阳集团回售违约，在此之前公司已经深陷债务纠纷，主体评级连续下调；保千里利息违约一方面是公司流动性本就紧张，实际控制人被调查更是加剧了再融资难度，目前公司经营、融资均陷困境，未来债券本金兑付存较大不确定性；云南资本非标逾期，尽管后续已经完成偿付，但对城投信仰有很大冲击；吉林森林集团永续债放弃赎回、票面利率跳升超出市场预期。

2) 给我们带来哪些启示？再融资不畅或是推升信用风险的主要驱动因素。上一轮信用违约高峰出现在 15-16 年，主因企业盈利下滑导致内部现金流弱化。今年企业盈利远好于上一轮，但金融强监管下再融资不畅带来的外部现金流收缩将成为新的驱动因素。近期的信用事件，多数违约主体此前已经发不出债券，再融资的恶化成为违约的导火索。**近期风险事件仍旧集中在民营企业。**一是民营企业融资环境明显收紧，目前市场对民企债规避情绪较重，容易形成恶性循环。二是民企控制人风险依旧值得警惕。**城投债风险渐显。**随着地方债务规范的趋严，城投债信仰趋弱。近期云南资本被爆非标逾期，尽管该公司不属于一般意义上的城投公司，但也显示出政府对于城投或者说国企的支持方面，可能面临诸多掣肘。此外，上市公司遭监管层处罚、供给侧改革行业中弱势企业受损等问题也值得密切关注，吉林森林永续债延期是新出现的风险类型，相关风险值得进一步研究。

一周市场回顾：供给大幅上升，收益率整体下行。一级市场净供给 930.3 亿元，较前一周的 215.2 亿元的净供给，上周信用债供给大幅上升。从评级来看，AAA 等级占比第一为 37%。从行业来看，建筑业以 25% 的占比稳居第一。在发行的 127 只主要品种信用债中有 14 只城投债，占比较前一周大幅下降。二级市场交投增加，收益率整体下行。

一周评级调整回顾：评级调整数量上升。上周发生 2 项信用债主体评级上调，同时发生 2 项信用债主体评级下调。相比上周，本周信用评级调整事件数量有所上升。评级上调的发行人为中国重型汽车集团有限公司、四川蓝光发展股份有限公司，分别来自于制造业、房地产业，信用评级均从 AA+ 上调至 AAA。评级下调的发行人浙江古纤道新材料股份有限公司、湖北宜化化工股份有限公司，均来自于制造业，信用评级均从 AA- 下调至 A。

投资策略：监管冲击持续。上周信用债收益率跟随利率债下行，AAA 级企业债收益率平均下行 2BP、AA 级企业债收益率平均下行 2BP，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) 多地政府摸底隐性债务。年初以来，据我们不完全统计，至少已有内蒙、重新、四川、山东、浙江等省财政厅开展了政府隐性债务的清理核查工作，市场憧憬是否有第二轮债务置换，我们认为这种可能性很低。一是本次核查或与政府换届有关，如内蒙强调“新官要理旧账”原则，根本目的在于遏制隐性债务扩张以打好防风险

攻坚战，内蒙便叫停了部分基建项目；二是隐形债务一般是政府担保债务或救助责任债务，均不符合《预算法》精神，也与地方债务规范化背道而驰。

2) 警惕永续债陷阱。15 森工集 MTN001 到期未赎回引发市场关注永续债延期风险，国内永续债在条款设计上往往对发行人有利，比如有些永续债规定可赎回日为首个周期末以及此后每一个付息日，或者符合一定条件便可提前赎回，投资者可能面临提前结束投资的风险；再比如规定一定条件下可以无限期延付利息、票面利率调整设置的上浮基点过小，均可能反映了发行人延期的意愿。此外，国内永续债设置条款中，极少有添加投资者保护条款（比如交叉违约），一旦出现风险投资者无法及时维权。

3) 严监管冲击信用债。据财新报道，资管新规或将在两会前落地，而银监会近期要求农村金融机构压缩同业理财业务，显示金融严监管仍将持续，而金融监管对信用债影响远大于利率债，一是银行理财资产配置中信用债和非标分别占 34.08%和 16.22%，占比半壁江山，而非标流动性较差，流动性压力下信用债将首当其冲；二是资金回表后将更偏好利率债，信用债需求或将大幅下降；三是非标收紧，再融资压力加大将推升信用风险。

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	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
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					
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	北京		未兑付
			16 亿阳 04	否	公司债	12.1	5	北京		未兑付
			16 亿阳 05	否	公司债	3.26	5	北京		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