债券周刊

4 月 18 日，亿阳集团发布“16 亿阳 04”兑息公告，称目前无法支付本期债券利息及相关手续费。“16 亿阳 04”是亿阳集团 2016 年发行的公司债，期限为 5 年，本期“16 亿阳 04”将在 4 月 23 日付息，利息和手续费合计 8591.43 万元。

据 Wind 数据统计，今年以来，四川煤炭、大连机床、丹东港、亿阳集团、中城建、神雾环保等 6 家公司旗下债券先后出现违约事件，涉及“16 环保债”、“16 亿阳 04”、“16 丹港 01”等共 12 只债券，金额约 102 亿元。

近日公告预警其公司债“16 洲际 01”偿付存在不确定性的洲际油气，目前已被联合评级下调主体和债项的信用等级。“16 洲际 01”将于 4 月 29 日到期，其发行规模 7 亿元，期限 2 年，票面利率 7.5%，是无担保债券。面临即将到来的偿付压力，洲际油气近日公布称，将力争通过发行境外债券兑付本期债券的本金及利息，为避免可能出现的时间差，同时向金融机构借款以应对。

亿阳集团则宣布与华融华侨资产管理股份有限公司合作推进重组疏解违约。目前亿阳集团的债券兑付只能等待法院结果，现在北京市高院已查封亿阳集团的一些房产、银行账号等，也冻结了亿阳集团持有的上市公司股权。

（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：利率市场化后期的资本市场表现

利率市场化最后一步往往是放开短期存款利率。美国利率市场化始于 1970 年，成于 1986 年，共花了 16 年；日本利率市场化从 1977 年到 1994 年历时 17 年；韩国利率市场化经历了两轮改革，整个进程总计花了 16 年（1981 年-1997 年）。利率市场化顺序往往是先长期大额后短期小额。

美国：美联储先降息后加息，股债整体走牛。美国利率市场化完成的最后 1 年还处于降息周期，债市因 1986 年连续 6 次降息而大幅走牛，十年期美债利率下行 215BP；利率市场化完成的后 3 年联邦基金目标利率整体抬升 240BP，但 2 年期和 10 年期美债上行幅度远不及基准利率调整幅度、分别上行 145 和 70BP。而股市整体上涨，期间在 87 年和 89 年出现过明显调整。

日本：资产泡沫破裂，央行宽松，债市上涨，股市震荡下跌。日本利率市场化在 1994 年完成，当时日本资产泡沫破裂，银行不良率飙升。1994 年至 1996 年，日本 10 年期国债下行 274bp，日经 225 指数下跌 28%。

韩国：改革收官遇到金融危机，债市走牛股市震荡。韩国在 97 年完成利率市场化，但不幸遇到东南亚金融危机。面临货币贬值、资本外流的压力，韩国央行大幅提高基准利率，但随着经济下行压力加大、企业破产出现，央行转向宽松，债市由熊走牛，而股市宽幅震荡。

利率市场化收官，伴随着债市走牛。美日韩经验表明，利率市场化的最终放开，往往伴随着货币宽松，进而带来债券牛市，而股市表现分化。背后主要逻辑在于，利率市场化过程中，机构间竞争加剧，引发金融机构扩大杠杆、提升风险偏好，容易催生资产泡沫，这导致货币政策收紧。一旦外部环境巨变或资产泡沫破灭，央行不得不转向宽松的货币政策，进而导致利率下行。

上周市场回顾：央行降准，债市大涨

上周央行下调部分金融机构存准金率 100BP，公开市场也加大资金投放力度，整周公开市场净投放 4700 亿。但由于降准要到 25 日实施，因此受月末缴税影响，资金短期偏紧。央行降准 100BP 以置换 MLF，债市大涨。1 年期国债下行 20BP；10 年国债下行 19BP。1 年期国开下行 12BP；10 年国开下行 22BP。

本周债市策略：拥抱债市慢牛，短期上涨过快

降准并非大幅放水。本轮降准与此前三次存在明显差异，以往是准备金率全面下调，而本轮降准的资金主要用于置换商业银行的 MLF，释放增量资金仅为 4000 亿，且刚好与 4 月中下旬的缴税对冲，综合来看央行并未大水漫灌。在存款利率上浮背景下，降准有助于减缓银行负债端成本走高的速度，也传递出央

行呵护资金面的信号，货币宽松、广义信用收紧将是今年主旋律。央行呵护加上融资需求走低，未来资金供需格局将继续改善。

拥抱慢牛，短期上涨过快。18 年去杠杆从金融转向实体，地产销量持续低迷，基建投资放缓，1 季度 GDP 名义增速 10.2%，已较去年 4 季度明显回落，为债市提供基本面支撑。央行通过降准细心呵护资金面，加上融资增速新低造就的资金供需格局改善，为债市提供资金面支撑。我们认为债券牛市已经确认，建议拥抱债市慢牛。但从短期来看，由于央行并未大幅放水，加之 4 月份以来经济和通胀下行的势头放缓，以及美国利率创新高，均制约国内短期利率下行。因此我们认为债市慢牛格局未变，短期上涨过快以后不排除调整可能，而债市回调则是布局良机。

信用债

专题：解锁消费金融 ABS

消费金融 ABS 发展迅速。消费金融业务尤其是互联网金融的繁荣促进了消费金融 ABS 的井喷式发展，2017 年消费金融 ABS 发行额 4434 亿元，同比大幅增长 335.57%。18 年一季度发行额 313 亿元，同比略有回落，主要受监管影响。银监会 2017 年 12 月发布了《关于整顿“现金贷”业务的通知》，明确了小贷公司的 ABS 融资不得出表并对融资杠杆比率进行了限制，监管要求短期内导致发行量的回落，但长期看，我们认为有利于消费金融 ABS 的健康发展。

消费金融 ABS 都有哪些？谁在发行？按基础资产类别来分，消费金融 ABS 可以分为信用卡贷款 ABS、消费性贷款 ABS、小额贷款 ABS、应收账款 ABS 和信托受益权 ABS。信用卡贷款 ABS 的发行主体为银行，消费性贷款 ABS 主要是银行和消费金融公司，小额贷款 ABS 发行主体主要是阿里系小额贷款公司，应收账款 ABS、信托受益权 ABS 发行主体目前主要是京东系公司。从 17 年发行额来看，小额贷款 ABS 发行 2759 亿元，占所有品种的 62%。其次是信用卡贷款 ABS，17 年发行 1310 亿，占所有品种的 21%。

消费金融 ABS 产品特征。消费金融 ABS 整体期限偏短，大多为 3 年以下，消费性贷款和信用卡贷款其优先档多数在 1 年以内。信用卡贷款和消费性贷款整体评级相对较高，A 档均为 AAA 级，应收账款类和信托受益权类消费金融 ABS 有不少低评级产品。

发行利率与信用利差。消费金融 ABS 发行利率平均高出同期限同评级中票约 90BP，这一利差随着产品发行增多而趋于缩窄。不同产品间利差也有不同，相比之下小额贷款 ABS 利差偏高，其他几类消费金融 ABS 利差比较分散，个体差异大。

一周市场回顾：供给大幅减少，收益率下行为主。上周一级市场净供给 662.5 亿元，较前一周的 992.9 亿元的净供给大幅减少。在发行的 255 只主要品种信用债中有 34 只城投债。二级市场交投减少，收益率下行为主。具体来看，1 年期品种中，AAA、AAA-与 AA+等级收益率均下行 25BP，AA 等级收益率下行 20BP，超 AAA 等级收益率下行 16BP，AA-等级收益率下行 6BP。3 年期品种中，AA+等级收益率下行 28BP，AAA 与 AAA-等级收益率均下行 26BP，超 AAA 等级收益率下行 23BP，AA 等级收益率下行 15BP，AA-等级收益率下行 5BP。5 年期品种中，超 AAA、AAA、AAA-与 AA+等级收益率均下行 30BP，AA 等级收益率下行 20BP，AA-等级收益率下行 15BP。7 年期品种中，AAA、AAA-与 AA+等级收益率均下行 28BP，超 AAA 等级收益率下行 26BP。

一周评级调整回顾：旭辉集团被上调。上周有 1 项信用债主体评级上调，没有信用债主体评级下调。评级上调的发行人旭辉集团股份有限公司来自于房地产业，信用评级从 AA+上调至 AAA。评级调整给出的主要理由为：17 年在房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的背景下，旭辉集团通过较快的项目周转速度，实现快速去化，销售业绩大幅增长；公司自有资本实力增强，流动性持续充足，加之其项目储备区域布局优势明显，能够为其未来业务发展提供有力保障。

投资策略：降准利好优质信用债。上周信用债收益率跟随利率债大幅下行。AAA 级企业债收益率平均下行 27BP、AA 级企业债收益率平均下行 20BP，城投债收益率平均下行 19BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1）审计署剑指地方违规举债。4 月 18 日审计署发布 17 年四季度国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果，披露了 5 个省的 6 个县市存在违规增加政府隐性债务、2 个省存在虚增财政收入的情况。其中，除了融资租赁、贷款等融资形式，湖南邵阳城建所发中票也首次被点名。

2）关注协会后续政策。中票发行过程中并未出现违规担保，被纳入隐性债务意味着审计标准趋严，募集资金用于公益性项目且还款依赖于财政资金的都可能面临增加政府隐性债务的风险。交易商协会也可能据此收紧融资平台短融中票发行门槛，而 3 月以来城投净融资上升主要就体现在短融中票，若发行门槛提高，城投再融资风险将进一步上升。

3）降准利好优质信用债。一方面，央行称降准主要是关注到了缓解小微企业融资难、融资贵的问题，意味着央行有意降低实体融资成本，而信用债利率作为市场化的融资成本有望逐步下行；另一方面，降准提高货币乘数，促进表外转表内，银行表内配债资金增加，从而增加对于优质信用债的配置需求。

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

			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