

**债券周刊**

公开数据显示，2018 年以来已经出现 6 只债券违约，涉及金额达 41.09 亿元。倘若 2018 年 3 月 1 日 16 中城建 MTN001 不能完成付息，或将成为 2018 年第 7 只违约债券。

日前，中城建公告称，“16 中城建 MTN001”应于 2018 年 3 月 1 日支付当年利息，由于公司受到评级下调等因素影响，融资受限，流动性存在一定压力，利息偿付存在不确定性。截止 2018 年 1 月末中国城建 2016 年审计工作尚未完成，无法提供审计报告，且中国城建经营和融资目前没有改善。

日前，武汉国裕物流产业集团有限公司（以下简称国裕物流集团）发布公告称，截止目前公司及下属子公司国裕物资、江裕海运及其下属子公司经纬液化气银行贷款逾期及欠息共计 6.63 亿元。本次公告显示，国裕物流集团新增中国建设银行武汉钢城 3180 万元债务，另外国裕物流集团还公布了公司 8 起未决诉讼和仲裁。

本次债务逾期已不是国裕物流集团第一次出现债务问题，影响最大的当属国裕物流旗下两只债券违约。即“15 国裕物流 CP001”和“15 国裕物流 CP002”，规模分别为 4 亿元和 2 亿元，加上截止目前的 6.63 亿元银行债务，国裕物流集团在银行和债券市场上的债务已接近 13 亿元。另外，据上述最新财报显示，国裕物流集团总负债 41.29 亿元，资产负债率高达 264.78%。而公司总负债曾在 2013 年飙升至 55.24 亿元。

（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：海外债市调整影响如何？

**海外债市集体调整。**18年开年以来，海外债市开始大幅调整，收益率上行明显。截至2月23日，美国、英国、德国、加拿大10年期的国债收益率相比17年底分别上行了48BP、35BP、23BP、30BP。

**调整原因何在？**1) 通胀预期升温，18年1月美国、欧元区、英国等CPI均超出市场预期。一方面是海外经济复苏，油价上行；另一方面，美国目前已充分就业，通过减税刺激需求反而会导致国内工资水平的上升，导致通胀预期升温。2) 货币宽松终结。美联储从15年底开始加息，目前已经加息5次，基准利率达到1.5%，今年3月加息概率也高达83%左右。而英国也于2017年11月开始加息，近期1月议息会议虽然英国央行按兵不动，但立场更偏鹰派，5月英央行加息的概率也大幅上升，08年之后全球的货币宽松正逐渐终结。

**对国内债市有何影响？**我们认为海外债市的调整未来对国内债市的影响有限：1) 目前中美利差处于02年以来的历史高位，且考虑免税因素后，中国国债利率绝对水平高，因此中美利差缩窄不会对我国债市利率下行形成明显制约；2) 我国债市17年先于海外调整，调整幅度领先全球，目前调整已基本结束；3) 美债利率的上升是对过去量化宽松政策的修正，属于“均值回归”，而我国国债利率已经显著位于均值之上；4) 欧美等国的货币政策目前处于从宽松走向正常化的阶段，因此利率上升；而我国货币政策已经从紧缩走向中性，国债利率目前也处于高位，不具备再度上行的基础。

#### 上周市场回顾：债市走平

**一级市场：地量发行。**上周记账式国债发行100亿元，认购倍数较好，政金债和地方债无发行，利率债共发行100亿元、环比减少150亿元，净供给为-246亿。同业存单发行2506亿元，环比增加1108亿元，净发行-70亿元。股份行3M存单发行利率下行2BP。

**二级市场：债市走平。**年后两个交易日资金面宽松，债市交投清淡，收益率整体与节前持平。具体来看，1年期国债收于3.38%，较前一周上行1BP；10年期国债收于3.87%，与前一周持平。1年期国开债收于4.22%，与前一周持平；10年期国开债收于4.89%，与前一周持平。

#### 本周债市策略：债市已至拐点期

**资金平稳有序。**节后央行连续逆回购操作维护银行体系流动性平稳，表明重要会议前政策维稳意图。此前央行货币政策执行报告称货币政策将保持稳健中性，实际中我们发现货币政策已由实际偏紧逐步转向中性，18年资金利率中枢将稳中趋降。

**债市已至拐点期。**从融资数据看，17年4季度以来社融增速以及银行资产增速大幅下降，意味着中国经济已经正式步入去杠杆阶段，目前中国经济主体的各种融资中，企业融资已经大幅萎缩，政府融资明显受控，而狂飙猛进的居民融资也是强弩之末，这也就意味着18年的实体融资需求将大幅下降，与之相应利率也将步入下行拐点期。从中观数据看，2月中旬地产销量、电力耗煤双双大跌转负，而春节期间传统消费表现疲软，零售餐饮和旅游企业收入均下滑，体现了举债买房对消费的挤出，经济下行压力加大。货币政策实质已回归中性，资金供需将继续改善，债市正酝酿拐点，当前为加大债市配置好时点。

## 信用债

### 本周专题：城投债投资价值跟踪。

1) 监管态度依旧强硬，债务规范逐步落实。2017年来以50号文、87号文、92号文和192号文为代表的文件，从规范融资平台、政府购买服务以及PPP融资等多方面全面围堵违规融资。几大重要会议多次强调严控增量、遏制隐性债务，显示监管态度未变。近期监管再放信号，不少地区着手摸查政府隐性债务底数，存量债务化解或将逐步落实。

2) 18年债务置换到期，城投估值承压。2018年是地方债务置换的最后一年，我们认为二轮置换几无可能，新老城投债估值均承压。

3) 再融资风险升温，打破刚兑已在路上。18年城投债到期量或继续增加，付息规模较17年也将大幅增加。地方债务规范将推升城投融资难度，金融监管下非标受限，城投平台通过非标融资的渠道将会大大受阻，再融资风险升温。近期云南资本非标违约引发市场关注，或显示政府在对国企的支持方面或面临诸多掣肘，城投信仰趋弱，打破刚兑已在路上。

4) 哪些地方风险较大？近期内蒙、天津经济数据“挤水分”，大幅调减GDP或财政数据，当然数据虚增并非个别现象，未来可能会有更多地区效仿。数据的调整影响当地城投信用资质的评估，建议关注财政收入负增或低增地区。此外，地区负债率偏高、债务额度所剩无几、城投债务到期量大且集中的地区也值得警惕。

**一周市场回顾：供给大幅下降，收益率小幅下行。**年后第一周一级市场共发行主要品种信用债173.4亿、12只，偿还量801.6亿，净供给-628.2亿元。在发行的主要品种信用债中没有城投债。二级市场收益率曲线平坦化，短端小幅上行，中长端小幅下行。具体来看，1年期品种中，AA等级收益率上行2BP，超AAA、AAA、AAA-、AA+与AA-等级收益率均上行1BP。3年期品种中，超AAA、AAA、AAA-、AA+与AA-等级收益率均下行1BP，AA等级收益率基本持平。5年期品种中，超AAA、AAA、AAA-、AA+与AA-等级收益率均下行3BP，AA等级收益率下行2BP，7年期品种中，所有等级收益率均下行3BP。

**一周评级调整回顾：西王集团被下调。**上周发生1项信用债主体评级下调。评级下调的发行人西王集团有限公司，信用评级从AA-下调至A。西王集团主体评级下调的主要原因是公司存货规模较大，债务负担仍较重，对外担保企业齐星集团有限公司发生经营风险且破产重整方案长时间未确定，公司债务负担加重，代偿风险进一步加大及公司融资渠道受到不利影响等不利因素。考虑到西王集团债务压力加大、偿债来源减少及齐星集团破产重整方案长时间不能确定等多种因素，未来西王集团的偿债能力存在进一步下滑的风险。

**投资策略：等级利差趋于上行。**上周信用债收益率小幅上行，信用利差走扩。AAA级企业债、AA级企业债收益率平均上行1BP，城投债收益率基本持平。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 信用风险上升趋势不改。上市公司年报业绩预告显示企业盈利总体向好，发布正面预告公司占比约73%，去产能行业盈利改善最为明显，而通信、家电、公用事业等行业负面预告占比较高。虽年报变现不错，但其对企业信用基本面的反映较为滞后，从更高频的工业企业经营数据看，企业盈利自17年四季度起已大幅下滑，且今年信用风险将主要体现为去杠杆引发的再融资风险，我们维持信用风险升温的判断。

**2) 期限利差扩大。**年初以来信用债期限间利差大幅上行，3 年期和 1 年期 AA+ 中票之间利差由年初的 4BP 大幅上行至 34BP，与国债间期限利差上行的趋势一致。期限利差上行，一方面是由于严监管下风险偏好较低，短久期品种更受欢迎；另一方面是由于资金面好转，货币利率下行带动短债收益率下降。

**3) 等级利差趋于上行。**我们年初预判金融监管推进和大资管退潮将导致过去几年压至低位的各种利差重趋扩大，如信用利差、期限利差、等级利差等，一季度信用利差和期限利差大幅上升，而等级间利差上升不明显。展望未来，随着资管新规落地和信用风险上升，低等级信用债将首当其冲，等级利差也将逐渐扩大。

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(亿元)	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	
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	
			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