

债券周刊

3 月 28 日，珠海中富由于资金未能及时到账，公司未能按期兑付“12 珠中富 MTN1” 票据本息。目前公司已于 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。

宝塔石化集团因合同纠纷，深圳市福田区人民法院，裁定将公司所持有的宝塔实业股份 1.25 亿股、0.43 亿股、0.31 亿股轮候冻结。截止 2017 年 6 月 1 日，深圳市福田区人民法院对宝塔石化所持宝塔实业股份已解除轮候冻结。

目前，在企业债层面，今年年初，国家发改委财政金融司副巡视员田原在 2017 年债券市场投资策略论坛上表示，2017 年将把防范企业债券领域风险放到更加重要的位置，防止出现系统性金融风险，在此基础上适度扩大企业债券发行规模。在公司债层面，今年 3 月份证监会同意中国证券业协会实施《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》。此外，沪深交易所 3 月份也发布《公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》，构建了一个以债券发行人、受托管理人为核心的债券存续期信用风险管理制度，有利于信用风险的及时发现、处置和化解。

（附件为截止到目前违约债券的信息整理）

下面是本周债市周报

本周专题：去杠杆何时结束？

上周美欧日、韩印港等发达、新兴股市悉数上涨，黄金上涨油价回落，金属价格走低，国内股跌债稳。

海外股市陆续新高。今年以来，不仅美股创出历史新高，德国股市一举超过 15 年的高点，日本股市也再度超过 2 万点，韩国、印度股市也均创出历史新高，隔壁的港股也大涨了接近 20%。从美国最新的数据来看，无论是制造业 PMI 还是新增就业都比前期高点有所下降，但整体仍处于扩张区间。而欧洲和日本经济继续改善，全

球经济整体仍在缓慢回升。潜在的风险则在于货币紧缩的节奏，美国 6 月中旬大概率再度加息。

经济下行盈利下降。与海外股市的高歌猛进相比，国内股市表现低迷。这背后应有两大主要原因：一是源于经济下行，从 3 月份开始，包括下游地产汽车、中上游发电钢铁等产销量增速持续下滑，需求回落也使得商品价格开始大幅下跌，而经济回落和价格下降共同导致企业盈利增速重新回落，4 月份的工业企业盈利增速从 24% 降至 14%，5 月份的企业盈利或重回个位数增长。

去杠杆致货币紧缩。二是源于货币紧缩，由于金融去杠杆，从货币市场到债券市场的各种利率全面上升，标志性的 10 年期国债利率从去年 3 季度最低的 2.6% 上升到了当前的 3.6%，5 年期 AA 级企业债利率从 3.6% 升至 5.7%，这就使得同为金融资产的股票估值受到严重抑制。相比之下，海外的美国哪怕在持续加息，其最新 10 年期国债利率仅为 2.2%，低于年初的 2.5%，而欧洲和日本的 10 年期国债利率还在 0 左右。

为何要去金融杠杆？由于资本市场的持续低迷，金融去杠杆引发了巨大的争议。有观点认为金融天生就是杠杆，杠杆是去不了的，没有杠杆就没有金融、没有效率。但在我们看来，金融有杠杆是正常的，但是金融高杠杆是有问题的。16 年我们的银行体系创造了 30 万亿的资产，等同于新增 30 万亿货币，但是只创造了 5.5 万亿的 GDP，多出来的货币主要流向了地产市场导致房价暴涨。正是因为金融行业天生爱加杠杆，加上过去几年的管制放松，所以才导致中国的实际货币严重超发，地产出现了严重的泡沫。所以，为了中国经济的长期健康，金融去杠杆是绝对必要的。

去杠杆何时结束？目前，市场的焦点在于金融去杠杆何时结束，我们认为有两个目标可以衡量去杠杆的效果。从宏观上看，金融杠杆率等于“金融体系总负债/GDP”，所以去杠杆的第一个目标是使得金融负债率停止上升，而这也是央行宏观审慎监管的核心要义，金融机构的信贷增速取决于经济发展需要。当前中国 GDP 名义约为 10%，而银行总负债增速在 16 年末高达 16%，到 17 年 4 月份降至 13%，这意味着还需要 3 到 6 个月左右金融体系负债扩张速度会降至 10% 左右，与 GDP 名义增速接轨。

不破不立，破而后立！但如果只是靠临时监管抑制银行扩张，例如在 13 年我们也曾经通过钱荒惩罚银行，短期内金融杠杆率确实会停止上升，但时间一长各种逃避监管创新就会层出不穷，14 年以后金融杠杆又卷土重来。所以，必须建立去杠杆的长效机制，其核心是在金融市场有效出清。纵观美日欧的去杠杆，美国和欧洲都

出现大量银行倒闭，之后经济和资本市场逐渐完全康复。而日本一直兜底银行，结果陷入长期低迷失去了30年。在过去几年，以中小银行为代表的中小金融机构是货币扩张的急先锋，但是其高速发展靠的是高息举债，因为高成本所以只能把货币投向高风险的房地产领域，导致了地产泡沫。而其高息举债背后是市场认为金融机构不会破产，假借的是政府信用，所以必须让发展严重失控的金融机构破产清算，将金融机构和政府信用切割开来，中小银行就不敢高息举债靠地产搏命，中国的金融资源才会配置到正确的方向上，中国经济和资本市场才有长期向好的希望。

一、经济：PMI 稳中有降

- 1) PMI 稳中有降。17年5月中采制造业PMI短期走平，而财新制造业PMI则跌破荣枯线、回到16年上半年水平。从分项看，两者均呈现出需求稳中趋降、生产继续放缓、价格大幅回落的景象。
- 2) 下游需求低迷。5月前三周乘用车零售增速降至-2%，5月主要58城市地产销量同比下降-22.2%，降幅比4月的-26.3%略缩窄，但仍低于3月的-19.2%。
- 3) 工业生产降温。5月发电耗煤增速从14%降至11%，6月前两天增速降至4.6%。5月上旬粗钢产量增速降至0.4%，中旬增速转负至-0.8%。
- 4) 经济继续减速。PMI等领先指标显示5月经济下滑，而从中观数据看，下游地产、汽车需求依然疲弱，中游粗钢产量和发电量增速继续下滑，而这意味着需求、生产双双走弱。

二、物价：通胀预期回落

- 1) 食品仍未止跌。上周菜价跌幅缩窄，肉价、蛋价继续下跌，食品价格环比下跌-0.6%。
- 2) CPI 低位反弹。5月商务部、统计局食品价格环比分别为-1.6%、-0.1%，预测5月CPI食品价格环比下降0.4%，5月CPI因低基数反弹至1.6%，6月继续反弹至1.8%。
- 3) PPI 稳中有降。上周钢价、煤价下跌，国际油价回落，5月以来我们监测的港口期货生资价格环比下降0.3%，预测5月PPI环比下降-0.2%，5月PPI同比涨幅降至5.7%。预测6月PPI环降0.1%，6月PPI稳定在5.8%。

4) 通胀预期回落。虽然我们预测 5、6 月 CPI 在低基数效应下将小幅反弹，但仍在 2% 以下低位，而且无论是食品价格还是工业品价格近期持续下跌，意味着通胀预期仍在持续回落。

三、流动性：去杠杆未结束

1) 利率小幅回升。上周 R007 均值上行 16BP 至 3.29%，R001 均值上行 19BP 至 2.8%，货币利率小幅回升。

2) 央行小幅投放。上周央行操作逆回购 3600 亿，逆回购到期回笼 3300 亿，整周小幅净投放货币 300 亿。

3) 汇率继续反弹。上周美元继续贬值，人民币兑美元继续反弹，在岸人民币汇率升至 6.82，离岸人民币汇率升至 6.78。

4) 去杠杆未结束。央行行长助理张晓慧在《宏观审慎政策在中国的探索》提到，中国初步形成了“货币政策+宏观审慎政策”双支柱的金融调控框架，货币政策继续主要针对宏观经济和总需求管理，侧重于经济增长和物价水平的稳定。宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系本身，抑制杠杆过度扩张和顺周期行为，侧重于维护金融稳定。当前中国宏观审慎政策的核心内容是金融机构适当的信贷增速取决于自身资本水平以及经济增长的合理需要。但 1 季度部分中小银行贷款增速超过 25%，远超 10% 的 GDP 名义增速和 10% 左右的资本充足率，这也意味着这部分银行的去杠杆仍未结束。

四、政策：发展飞地经济

1) 国企改革推进。国务院国资委召开国企改革吹风会，国资委相关负责人表示，混合所有制改革取得积极进展，中央企业混改速度明显加快，2016 年新增混合所有制改革项目数同比增长 45.6%。中央企业二级子企业混合所有制企业户数占比达到了 22.5%。

2) 债券通将启航。央行就《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》征求意见，提出符合央行要求的境外投资者可通过“北向通”投资银行间债券市场，标的债券为可在银行间债券市场交易流通的所有券种，“北向通”没有投资额度限制，“南向通”有关办法另行制定。

3) 发展飞地经济。发改委等八部门联合发文支持“飞地经济”发展，在推动长江经济带发展战略中，鼓励上海、江苏、浙江到长江中上游地区共建产业园区；在东

西部扶贫协作中，支持结对双方共建飞地园区，加强产业合作，引导企业参与，促进产业转移。

五、海外：美 5 月非农不及预期，关注欧央行下周会议

1) 美 5 月非农不及预期。在距离美联储 6 月议息会议仅剩两周之际，5 月非农就业不及预期，新增 13.8 万，为去年 10 月以来次低水平。市场另一关注的指标——5 时薪增速同比 2.5%，为去年三月以来最低值。一次数据并不能改变经济的总体状况，美联储 6 月加息概率高达 94.6%。

2) 美国制造业改善。美国 5 月 ISM 制造业指数 54.9，高于预期和前值，连续九个月高于 50 荣枯线水平，表明美国制造业继续扩张。新订单、就业和原材料库存水平都环比增长。

3) 关注欧央行下周会议。据媒体报道，欧洲央行或在 6 月 8 日会议上对经济给出更积极的评估，删掉声明中“下行风险”，改为“风险大体均衡”。还可能讨论删除一些与“如果需要，会进一步宽松”相关的措辞，这将是欧央行近来首次对此讨论，最终决定仍非常不确定。受此影响，上周欧元汇率创新高，而美元指数大幅下跌至 96 左右。

4) 欧元区 5 月 CPI 小幅回落。欧元区 5 月 CPI 同比初值增加 1.4%，略不及预期 1.5%；5 月核心 CPI 同比 0.9%，略不及预期的 1%。在欧元区通胀的组成部分中，能源价格指数上涨了 4.6%，与 4 月一样仍是拉动 CPI 的主要部分，但较 4 月出现了下滑。

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	
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
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
博源集团	民营企业	化工产品	16 博源 SCP001	否	超短融	11		内蒙古	2016-12-3	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	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

			至第七期、 侨兴电信 2014年私募 债券第一期 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