

债券周刊

12 月 18 日晚间，中国城市建设控股有限公司（以下简称：中城建）发布公告称，由于中城建资金链紧张，应于 12 月 17 日兑付的 10 亿元“12 中城建 MTN2”，截至兑付日日终，未能按照约定将兑付资金按时足额划至托管机构，已构成实质违约。目前的中城建，因控股股权纠纷，融资渠道受限，导致资金链十分紧张。另外，多起债务诉讼，中城建的部分银行账户及资金已被查封或保全。

根据同花顺统计，11 月份以来，已经有 15 只债券违约，涉及金额逼近 150 亿。由于违约频发，债券市场出现大规模延迟或取消发行的情况，今年已经有 760 只债券出现上述问题，涉及规模高达 7062.63 亿元，比去年同期的 583 只和 5475.62 亿元，不论是数量上还是规模上都出现了上升。仅有 33 只债券表示推迟或者取消发行的原因为发行人自身因素，其余 700 多家公司则将责任归咎于是市场因素。

取消发行规模最大的公司为渤海银行，渤海银行今年 10 月底公告称，由于市场出现波动，经与簿记管理人协商一致决定暂时取消 2017 年金融债券发行，择时重新发行，该债券的发行总额为 150 亿。浙商银行的情况也如出一辙，11 月 20 日公告取消 2017 年浙商银行第一期金融债券发行，规模为 100 亿。

（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：从中央经济工作会议看债市走向

经济注重质量。会议强调高质量发展，意味着 18 年的经济增速目标或被继续淡化，大力刺激投资的情况较难出现，政府对经济波动的容忍度有所提高。

财政政策：赤字率或维持，国债增量平稳。会议强调积极财政取向不变，但力度不及去年，强调优化支出结构。预计 18 年财政赤字率或维持在 3% 的水平，预计 18 年国债净发行量相对于 17 年增加 1500~1600 亿左右。

货币政策：管住货币闸门，资金面紧平衡。18 年货币政策从灵活适度、稳健中性变为保持中性，从调节好货币闸门变为管住闸门。预计 18 年货币政策将保持中性偏紧，而银行流动性管理规定下，银行负债端竞争或导致季末时点流动性压力加大。但央行通过公开市场操作削峰填谷，叠加央行自动质押新规防范中小行流动性风险的发生，预计 18 年资金面紧平衡。

去杠杆政策延续，但逐渐转向实体去杠杆，实体去杠杆融资需求向下。防范化解重大风险位居“三大攻坚战”首位，重点是防控金融风险。这意味着未来几年去杠杆依然是主要任务之一。我们认为去杠杆分为两步，第一步是金融去杠杆，当前 M2 增速持续降至个位数，反映金融去杠杆初见成效。第二步是实体去杠杆，目前仍需调控。银监会近期出台《关于规范银信类业务的通知》，加强银信通道类业务的监管，叠加资管新规控制理财嵌套、非标资产期限错配，表外融资增速趋降。贷款方面，今年以来居民短贷增速飙升，但政府开始监管消费贷，预计 18 年地产销售大幅负增，居民新增贷款有望下降。

债市慢牛格局。随着表外和居民融资增速趋降，18 年社融增速有望向下和名义 GDP 增速接轨。银行出于支持实体经济、贷款派生存款、满足监管指标、维护对公客户等因素，依然首选配置贷款；对于债券而言，银行出于满足流动性监管要求，更倾向于配置利率债，其中地方债有价格（免税后）和派生地方财政存款的优势，但考虑到 18 年地方债供给或边际下滑，表内国债配置需求或边际好于 17 年。展望 18 年，社会融资需求缓慢回落，叠加银行为满足流动性新规仍有利率债配置需求，随着基本面向下，债市慢牛有望逐渐回归。

上周市场回顾：曲线仍在走平

一级市场：发行放量，存单价升。上周记账式国债发行 676 亿，政策性金融债 730 亿，地方政府债无发行，利率债共发行 1406 亿元、环比增加 231 亿元，净供给环比增加 594 亿。周四国开认购倍数较好，国债非国开认购倍数分化。同业存单发行量环比减少 124 元，3M 股份行 CD 发行利率大幅上行 13BP。

二级市场：曲线仍在走平。上周年内资金较松但跨年资金紧张，利率债交投清淡，短端利率上行，长端略有下行，曲线继续走平，印证我们的观点。具体来看，1 年

期国债收于 3.8%，较前一周上行 2BP；10 年期国债收于 3.88%，较前一周下行 1BP。1 年期国开债上行 11BP；10 年期国开持平。

本周债市策略：流动性继续改善，国债慢牛可期

此前央行表示在岁末年初银行体系流动性需求增强之时，央行会灵活开展公开市场操作保障银行体系合理流动性需求。下周有超万亿财政存款将投放市场，流动性将继续改善。进入 18 年一季度普惠金融政策实施，也将继续改善流动性环境。短期 DR007 利率仍稳定在 2.8%-2.9% 附近，预计 R007 中枢仍在 3.3% 附近。对于债市，目前长端利率下行受制于银行配置盘较弱以及对经济下行幅度的担忧。经济下行将是缓慢过程，债市将呈现慢牛格局。

信用债

一周专题：地方债发行回顾与 18 年展望。

1. 地方债发行情况回顾。2015 年实际发行的地方政府债规模有 3.8 万亿，其中地方政府一般债券发行规模 2.81 万亿，专项债券 0.99 万亿；用于置换的规模合计为 3.2 万亿，新增券的规模为 0.6 万亿。16 年实际发行地方政府债 6.04 万亿，同比大增，其中一般债券 3.61 万亿，专项债券 2.43 万亿，专项债占比有明显提升；用于置换的规模合计 4.87 万亿，新增券的规模为 1.17 万亿。今年截至 12 月 22 日，地方政府一般债券已经发行 2.41 万亿，专项债发行 2.11 万亿，合计发行 4.23 万亿；置换类地方债合计发行 2.68 万亿，新增债合计发行接近 1.82 万亿。今年地方债发行量较 16 年有明显的减少，从结构上看，置换债发行量锐减，而新增债发行量快速增加。

2. 18 年地方置换债规模约 2 万亿。2016 年地方政府债务余额为 15.32 万亿元，减去地方政府债券形式的债务规模 10.63 万亿元，得到 16 年底剩余需要置换的全部债务规模为 4.69 万亿元。今年已经发行了 2.68 万亿置换债，不考虑财政收入还款，目前剩余需置换的债务规模应该在 2 万亿左右，即为明年地方置换债的发行规模。

3. 18 年地方新增债发行量估算。地方新增一般债发行量与地方财政赤字以及债券到期量相关。如果 18 年全国财政赤字率仍为 3%，那么地方财政赤字规模可能在 9180 亿左右，加上 5000 亿左右的一般地方债到期量，18 年地方新增一般债券发行量可能达到 1.4 万亿。新增专项债方面，随着地方政府融资的进一步规范，融资任务还将更多的从城投平台转移到地方债和 PPP 上，需要地方债的进一步扩量，地方一般债受制于赤字率的约束，因此我们预计专项债的额度会进一步增加。但同时专项债也要受制于地方政府性基金财力、债务率以及债务增速，16 年地方专项债务限额同比增速为 6.4%，17 年限额增长 12.4%，明年如果增速进一步提高至 15%，限额净增应该在 1.09 万亿。加上 18 年 1600 亿的专项债到期量，新增专项

债发行量应该在 1.25 万亿左右。综上，我们预计 18 年地方债发行量约 4.65 万亿，净增 4 万亿。

一周市场回顾：供给大幅上升，收益率上行为主。上周主要品种信用债净供给 112.47 亿元，较前一周增加。从评级来看，AAA 与 AA 等级占比并居第一为 40%。在发行的 63 只主要品种信用债中有 12 只城投债。二级市场交投增多，收益率平坦化上行，1 年期品种收益率大幅上行，中长端品种收益率上行幅度相对较小，具体来看，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 16BP，其余等级均上行 14BP。3 年期品种中，全部品种均上行 2BP。5 年期品种中，除超 AAA 等级收益率上行 6BP 外，其余等级收益率均上行 1BP。7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 6BP，其余等级收益率上行 3BP。品种看，地产债和煤炭债上周表现相对较好。

投资策略：信用仍需谨慎。上周信用债收益率继续与利率债背离，信用利差走扩，AAA 级企业债收益率平均上行 5BP、AA 级企业债收益率平均上行 5BP，城投债收益率平均上行 7BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

- 1) 信托通道业务受限。**银监会发布《中国银监会关于规范银信类业务的通知》，重点加强了对银信通道类业务的监管，强调不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等领域。今年以来以信托贷款为代表的非标类融资增速较快，房地产行业对其依赖度明显提高，而随着资管新规从需求端规范、银监会从供给端规范，非标融资将明显受限，地产、融资平台等流动性压力趋升。
- 2) 防范地方债务风险。**中央经济工作会议提出“切实加强地方政府债务管理”，意味着明年规范地方政府债务的各项措施将继续推进。而近期贵州、江苏等省份对财政部反馈的地方违规举债问题作出处置，对涉事政府官员进行了问责，这也是继年初山东、重庆等地后又一次由财政部主导的督查整改，对地方政府举债行为的督查将常态化，城投债金边属性将继续弱化。
- 3) 信用债仍需谨慎。**目前 4% 左右的 10 年期国债利率已经远超历史平均水平，而 18 年的经济通胀环境应对国债有利，因而我们认 18 年慢牛回归可期。但是对于低等级的信用债，我们认为依然需要谨慎，因为目前的信用利差属于历史平均水平，但在经济下行的背景下信用利差的保护依然不够，资管新规下信用债需求趋降，存量产品处置还可能导致抛售，信用利差存在继续上行的风险。

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

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	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	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。
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