

**债券周刊**

委内瑞拉国有石油公司表示，委内瑞拉转移了资金，为上周五到期的债券支付 8.42 亿美元的本金。这是委内瑞拉避免陷入违约的第一步。该通知让债券市场的投资者松了一口气。这令委内瑞拉的资产价格在周五大涨。委内瑞拉的下一笔大金额债务将于 11 月 2 日到期。委内瑞拉支付本次本金的决定让投资者预计其将于 11 月 2 日进行偿付。

不过，委内瑞拉要避免违约还存在很多障碍。首先，委内瑞拉需要确保现金进入债权人的账户。近几周来，委内瑞拉官员告诉投资者，由于美国对委内瑞拉的制裁，许多国际银行拒绝参与转账，导致一些非关键的利息付款卡在了支付链条之中。特朗普于 8 月 25 日签署行政命令，其中包括禁止各方参与委内瑞拉政府和国家石油公司的新债券和证券发售交易。

中诚信研究院评级与债券部发布报告显示，三季度信用债发行规模环比大幅回升，净融资额由负转正，但仍不及去年同期规模，且三季度信用债发行成本居高不下。二级市场上，信用债成交量缩水，在债券成交总量中的占比也持续下滑。三季度信用债收益率中枢较二季度有所回落，但仍处于年内高位。整体来看收益率变化幅度不大，且各等级收益率变动趋势具有一致性。评级利差方面，因三季度债券市场信用环境持续改善，各相邻级别间利差均呈收窄趋势。

今年以来，第三季度信用环境改善趋势延续，违约现象也进一步减少。平台企业虽然仍没有发生违约，但在规范地方政府融资管理政策密集出台背景下，平台企业的风险变化越来越受到市场关注。中诚信国际研究院认为，短期内地方政府与融资平台的依赖关系仍然存在，因此平台企业整体债务违约的风险仍然较低。但随着存量地方政府债务置换即将结束，平台企业或将进入提前兑付债券的高峰期。对于未纳入地方政府债务范围的平台债务而言，在流动性趋紧及政策趋严背景下，要警惕平台企业的再融资风险。

(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：央行货币政策框架转变研究

**从数量型框架到价格型框架。**货币政策框架包括货币政策目标、货币政策工具和货币政策传导机制三个方面。从政策目标来看，央行货币政策中介目标由货币量转向利率。政策工具方面，央行创新货币政策工具，管理中短期市场利率，DR007 成为市场基准利率培育目标，利率走廊机制稳定短期利率。货币政策传导机制方面，利率渠道越来越重要。

**货币政策框架转变的原因。**第一，表外业务放大货币乘数，货币数量相关指标逐渐失效。第二，利率市场化的不断发展，使利率传导机制逐渐完善。第三，根本原因是，货币政策目标有所转变，过去稳增长和防通胀的政策目标，现在新增去杠杆和防风险。这使得总量问题转变为了结构问题。

**未来展望：双支柱调控、大水漫灌难现。**货币政策和宏观审慎政策的“双支柱”调控体系开始发挥作用。一方面，央行盯住 DR007 作为市场基准利率，公开市场操作更加精细化，精准调控银行资金成本，确保不发生系统性风险。另一方面，通过 MPA 考核等监管手段，抑制同业业务和表外业务的无序扩张，降低非银和影子银行的杠杆率。从“大水漫灌”刺激经济，到“精准调控”降低杠杆，央行的政策思路出现了明显变化。因此我们认为，在去杠杆取得显著成果，或者经济出现大幅回落之前，货币政策将不会出现大幅放松。

#### 上周市场回顾：债市大幅下跌

**一级市场：供给大增，存单价升。**上周记账式国债发行 871 亿，政策性金融债发行 788 亿，地方政府债发行 1270 亿，利率债共发行 2929 亿、环比增加 233 亿，净融资额 2806 亿、环比增加 1115 亿元。利率债认购倍数一般。同业存单发行量回落至 4433 亿元，净融资额 435 亿元，3M 股份行 CD 发行利率收于 4.54%，较前一周上行 4BP。

**二级市场：债市大幅下跌。**上周债市情绪较弱，叠加监管传言冲击，债市大幅调整。具体来看，1 年期国债收于 3.52%，较前一周上行 4BP；10 年期国债收于 3.83%，较前一周上行 10BP。1 年期国开债收于 3.98%，较前一周上行 12BP；10 年期国开债收于 4.41%，较前一周上行 9BP。

#### 本周债市策略：资金有望改善，债市配置机会

**会议强调经济质量。**十九大提出中国经济分两步走战略安排，没有再提 GDP 翻倍类目标，而更加突出经济发展质量，这意味着未来几年经济增长或延续权威人士讲话中提到的 L 型走势，大水漫灌式货币刺激和大兴基建的财政刺激均不是选项。

**资金有望改善。**过去一周资金利率回升，源于 10 月下旬进入缴税期，而通常 10 月份财政缴款超过 5000 亿，导致了资金的短期偏紧。但央行在过去 3 周持续大规模投放货币，加之 11 月以后财政将开启年末放款模式，我们认为资金状况将有望改善，维持 R007 中枢 3.3%。

**债市配置机会。**上上周债市大跌受小川行长下半年经济增速有望到 7% 的言论影响，上周大跌又受到“18 年商业银行同业负债占比指标将从目前的 33% 调整到 25%”的传言影响。虽后续央行出来辟谣，并启动 2 个月期限逆回购操作，但是债市情绪面依然偏弱，对未来资金面、监管加强以及海外债市大跌的担忧笼罩市场。我们认为短期债市超调，调整提供配置机会，3.6% 以上的 10 年期国债具备长期配置价值。

## 信用债

### 本周专题：国内 REITs 市场发展再进一步。

**1. REITs 的概念。**房地产投资信托 (REITs)，是以能够产生稳定租金收益的不动产为基础资产，以标的不动产的租金收入为主要收入来源的信托基金。海外市场 REITs 通常在投资标的和收入来源上有严格限制，比如日本市场要求至少 70% 的总资产投资于房地产、房地产租赁等房地产直接相关资产。

**2. REITs 的优势。**REITs 满足了中小投资者投资地产市场的需求，并通过多元化投资分散投资风险；通过对现存房地产的获取和经营来获利，在不改变产权的前提下提高了房地产资产的流动性和变现能力，对于有不动产运营业务的地产商而言，REITs 也可以是一种融资渠道。

**3. REITs 在国内试点与立法同时推进。**目前我国有关 REITs 的政策法规还没有正式出台，出现了多个私募 REITs 以及类 REITs 产品，包括早期的中信起航、鹏华前海万科、兴业皖新闻嘉等专项资产管理计划。近年来国家鼓励培育和发展住房租赁市场建设，租赁相关的资产证券化产品多点开花，本月“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”获深交所批准发行，保利租赁住房 REITs 也经上交所审议通过，公寓资产类 REITs 产品破冰。

**4. REITs 发展的契机和问题。**国家积极培育租赁市场下，不少房企正从“拿地卖房”的模式转向与“持有运营”并重，像万科、碧桂园、龙湖、保利等企业都在打造自己的长租公寓品牌。REITs 作为不动产证券化的重要手段，是盘活企业资产、提高不动产流动性的较好工具，这是我国发展 REITs 市场的契机。但国内有关 REITs 的

制度环境尚未建立，相关产品存在租金回报率低、双重征税、投资门槛高、未来退出不确定性高等问题。

**一周市场回顾：供给小幅上升，收益率上行为主。**上周一二级市场净供给 613.3 亿元，较前一周小幅上升，低等级债发行偏多。在发行的 170 只主要品种信用债中有 18 只城投债。二级市场交投增多，收益率上行为主，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 8BP，其余等级收益率均上行 9BP。3 年期品种中，AA 与 AA-等级收益率分别上行 8BP、2BP 和 3BP，AAA 与 AA+均上行 5BP。5 年期品种中，超 AAA 与 AA+等级收益率分别上行 10BP、4BP，AAA、AA 与 AA-等级收益率均上行 6BP。7 年期品种中，AAA、AA+等级收益率均上行 3BP。

**一周评级调整回顾：评级调整数量与上周持平。**上周发生 1 项信用债主体评级上调行动，未发生主体评级下调行动。评级上调的安康市发展投资集团有限公司发行人来自综合类，主体评级展望上调的主要原因是安康市财政实力稳步增强，政府在财政补贴和资金注入方面给予公司支持，公司资产总额和营业收入保持增长。未来随着公司在建和拟建项目的推进、项目回款的逐步到位和金融类业务的发展，公司的资产规模和收入水平有望进一步提升。

**投资策略：坚持票息策略。**上周信用债收益率跟随利率债上行，但幅度不如利率债。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 4BP，城投债收益率平均上行 4BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

**1) 中国主权美元债受追捧。**5 年期发行利率 2.196%，10 年期利率 2.687%，分别较同日同期美国国债高出 12 和 22 个 BP，认购倍数 11 倍，超出市场预期。在穆迪和标普相继下调中国主权评级后，本次发行未采用国际评级，其成功发行有利于降低中资海外债融资成本，也显示了国际机构对中国主权债投资价值的认可。中国国债收益率大幅上行后，与海外债利差进一步扩大，配置价值凸显。

**2) 周期行业龙头仍受青睐。**在我们最新的第 35 期一致预期调查中，对于最看好的信用债品种，有 58% 的受访者选择了周期行业龙头。受益于价格上涨和市占率的提高，周期行业龙头债券今年以来取得了明显的超额收益。随着环保限产和国企去杠杆的推进，周期行业龙头安全性仍较高。其次看好的是高等级国企或高等级民企，而城投债、房地产债等品种则较为悲观，显示市场对信用风险仍较担忧。

**3) 坚持票息策略。**10 月份以来，债市持续调整，但信用债与利率债出现了分化，10 年国债收益率创年内新高，而 3 年 AA+ 中票收益率离 5 月份的年内高点还有近 40BP，信用债表现明显好于利率债。10 月份以来信用债发行量仍维持在较高水平，一级市场未明显受到二级市场情绪的影响。这意味着信用债配置需求仍在，票息水位抬升后配置价值逐渐显现，也能抵抗一定幅度的利率风险，仍应以票息策略为主，寻求“稳稳的幸福”。

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	
			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	否		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
			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
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