

债券周刊

2018 年伊始，债券市场已现三起违约事件，1 月 18 日，四川省煤炭产业集团有限责任公司（简称“四川煤炭”）公告称，受煤炭行业产能过剩、煤价下跌、新发行债券困难等多方面因素影响，公司资金链紧张。公司虽多方筹集资金，但截至 2018 年 1 月 9 日终，公司依然未能筹集足额偿付资金。“15 川煤炭 PPN001”不能按期足额偿付，已构成实质性违约。

从违约时间来看，“15 川煤炭 PPN001”应为 2018 年第一只违约的债券，且就在“15 川煤炭 PPN001”违约后的第 6 天，即 1 月 15 日，“14 丹东港 MTN001”和“16 大机床 MTN001”同时发生违约。

“14 丹东港 MTN001”原本应于 1 月 13 日付息及兑付本金，“16 大机床 MTN001”应于 1 月 14 日兑付利息，两者皆因遇节假日顺延至 1 月 15 日兑付，但最终都未能按期足额偿付资金，构成实质性违约。

Wind 数据显示，2017 年 10 月 30 日，丹东港集团发行的“14 丹东港 MTN001”违约；自 2016 年 6 月 15 日“15 川煤炭 CP001”违约以来，四川煤炭已有 6 只债券违约；自 2016 年 11 月 21 日“15 机床 CP003”违约以来，大连机床也有约 9 只债券违约。

（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：社融结构分析之委托贷款和信托贷款

2013 年是信托和委托贷款发展的黄金时期。2013 年全年委托贷款新增 2.55 万亿，是 2012 年的 2 倍，信托贷款新增 1.8 万亿，比 2012 年上升 43%。但非标融资的兴起带来了 M2 增速的飙升，引发通胀预期大幅抬升。而非标融资背后大多对接基建和地产领域，导致实体经济进入了加杠杆的过程。

非标监管历程。1) 13-14 年：收紧资金源头，严控增量。投资非标的增量资金主要来自银行理财资金和同业资金。而 2013 年的 8 号文和 2014 年的 127 号文，分别针对理财资金和同业资金购买非标进行了约束，从资金源头上严控非标增量。

2) 17-18 年：清除通道，回归本质。17 年底 18 年初，针对银信业务和委托贷款业务的新规陆续出台，明确了非标的穿透监管，对通道业务加强风险管控，杜绝监管套利。非标套利链条将被全面扼制，规模有望大幅下降。

债市影响如何？短期来看，监管政策的密集出台会影响债市的投资情绪，同时需求收缩之下，债市容易被“误伤”。但非标监管收紧之后，其规模必然会大幅下降，将直接影响到实体经济融资，金融去杠杆也将转向经济去杠杆。我们认为，18 年融资需求将面临回落，利率也将打开下行空间。

上周市场回顾：长债利率新高

一级市场：倍数尚可，存单价升。上周记账式国债发行 300 亿，政策性金融债发行 640 亿，地方政府债务无发行与到期，利率债共发行 940 亿元、环比减少 318 亿元，净供给 241 亿，环比增加 1420 亿。认购倍数整体尚可。同业存单发行 2682 亿元，环比减少 983 亿元，净发行-2064 亿元，股份行 3M 存单发行利率上行 12BP。

二级市场：长债利率新高。上周受美债下跌、周末银监 4 号文发布、经济数据好于预期、资金面偏紧等因素影响，债市悲观情绪延续，国开隐含税率继续拉大。具体来看，1 年期国债收于 3.56%，较前一周下行 2BP；10 年期国债收于 3.98%，较前一周上行 5BP。1 年期国开债收于 4.35%，较前一周下行 2BP；10 年期国开债收于 5.13%，较前一周上行 13BP。

本周债市策略：债市熬冬待春，3 年攻守兼备

近期监管层频繁发声控制宏观杠杆率，人民日报专访中郭主席提到目前银行业资金脱实向虚势头得到初步遏制，未来仍需着力降低企业负债率，抑制居民部门杠杆率，配合地方政府整顿隐性债务。从这几个目标来看，货币政策唯有偏紧来配合。但是随着去杠杆深入，融资需求降低又会增加资金供给，缓和因政策偏紧导致的资金面紧张，我们认为 18 年资金面有望好于 17 年。短期来看，央行宣布预计普惠金融定向降准将于下周四全面实施，意味着将有 3000 多亿资金将释放。此外央行

公告将在春节前择时启用临时准备金动用安排，意味着在央行呵护下，货币市场将平稳运行。

上周股债表现依然是一边是火焰一边是海水，债市情绪继续走弱，国开和国债表现持续分化。但在农历新年前央行通过多种手段维稳资金面，债市短端已经表现出企稳迹象。近期监管在对各种通道业务下重手，非标资产萎缩或成趋势，而利率上行也对企业债券融资及居民房贷产生很大影响，后续融资收缩或是确定性趋势，将逐步对经济产生负面影响，加上近期各省纷纷挤出经济、财政数据水分，经济下行压力仍大。但真正的拐点仍有待于 3 月份经济数据的落地，年初信贷冲动和经济复苏等预期的证伪。短期内，可以从现金为王切换到配置 3 年期以内的高等级企业债和利率债，享受货币利率企稳带来的机会。

信用债

本周专题：油价上涨对哪些行业有利，哪些不利？

1) 石油开采及相关设备行业受益，炼油业务受损。石油开采是油价上涨最直接的受益者，与石油开采相关的设备行业和油服行业也会受益，不过相对滞后些。炼油业成本上升拉低盈利能力，主营炼油业务的上市公司毛利率与油价呈现明显的反向相关。

2) 石化产业链中上游受益，下游受损。油价上涨推升石油化工的成本，但是由于大部分石化产品价格几乎完全是由成本推动的，因此部分产品反而会受益于价格上涨趋势确立带来的补库需求，比如在 2010 年油价上涨期间，涤纶、氨纶生产企业销售毛利率分别有 3.7 和 6.5 个百分点的提升。而下游环节往往受原材料涨价影响盈利受损，比如服装纺织。

3) 消费端直接受损：航空、运输行业。原油价格的上涨，与原油价格挂钩的成品油价格也会提高，以汽油、柴油、煤油为燃料的交通运输业成本增加，盈利受挤压。

4) 煤化工、气头化工相对受益。作为替代生产工艺，煤化工和气头化工长期受益，以煤化工为例，近几年以煤基替代石油化工产品为主的新型煤化工技术逐渐发展起来，这种替代程度是有限制条件的，只有油价高到一定程度，煤制油产品才有一定的竞争力。目前 70 美元/桶的油价下，部分煤炭成本低廉的煤制油企业可以盈利，但也并没有高出盈亏平衡点很多，未来盈利面的扩大以及盈利的持续性也要看油价是否能够维持在盈亏点水平之上。**5) 新兴能源与节能行业相对受益。**水电、风电、核电等新兴发电方式的电力企业以及新能源汽车相对受益。

一周市场回顾：供给大幅上升，收益率小幅上涨。一级市场净供给 337.7 亿元，较前一周的-103.7 亿元的净供给，上周信用债供给大幅上升。从评级来看，AAA 等级占比第一为 42%。从行业来看，综合类以 23%的占比稳居第一。在发行的 110

只主要品种信用债中有 16 只城投债，占比较前一周小幅上升。二级市场交投增加，收益率小幅调整，1 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 3BP，AAA、AAA-、AA+、AA 与 AA- 等级收益率均基本持平。3 年期品种中，超 AAA 于 AA+ 等级收益率基本持平，AAA、AAA-、AA、AA- 等级收益率均下行 1BP。5 年期所有品种收益率基本持平。7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 4BP，AAA、AAA- 与 AA+ 等级收益率均上行 3BP。

一周评级调整回顾：没有主体发生评级调整。上周没有信用债主体发生评级调整。

投资策略：城投债投资价值趋降。上周信用债收益率小幅上行，但上行幅度不及利率债，信用利差被动压缩。整体来看，AAA 级企业债收益率平均上行 1BP、AA 级企业债收益率平均上行 1BP，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) 云南国资信托逾期。云南国有资本运营有限公司本应于 17 年 12 月到期兑付的两笔信托出现逾期，后于 1 月 16 日兑付。该公司原名圣乙投资，主营国企股权投资、不良资产处置等，曾承接了云煤化的债券债务。公司称信托逾期主因政府资金审批程序尚未完成，显示政府在对于国企的支持方面或面临诸多掣肘。虽该公司不属于一般意义上的城投公司，但该事件也将对城投信仰和国企偏好形成冲击。

2) 经济挤水分加剧地方债务压力。近期内蒙、天津等地主动披露经济数据注水，挤水分的过程中，经济、税收数据下台阶，将直接影响地方债限额和城投债发行量，内蒙等原本负债率较高的地区还可能面临债务存量超出限额，山西、重庆、广西、内蒙古等地区债务余额离限额的空间也十分有限，若经济数据挤水分，将面临较大的债务压力。

3) 城投债投资价值趋降。短期来看，资管新规、信托贷款新规、委托贷款新规等加大了非标发行难度，上周保监会也发文收紧险资参与融资平台业务，且债务置换将于今年到期，城投流动性风险上升；中期来看，城投债违约不可避免，信仰破灭后城投债面临价值重估；长期来看，地方债、PPP 等前门开启，加上经济增长更注重质量，地方政府对融资平台依赖度下降。

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	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	
			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。
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