

债券周刊

内蒙古博源控股集团有限公司 14 日发布公告，提示即将到期的该公司 2012 年度第一期中期票据到期兑付存在不确定性。博源控股称，该公司 2012 年度第一期中票 12 博源 MTN1 应于 2017 年 11 月 21 日兑付本息，由于目前公司流动性不足，资金链紧张，原计划的资金筹措方案尚未落实，虽然公司正在通过多种渠道积极筹措偿债资金，但本期中票到期兑付仍存在不确定性。12 博源 MTN1 于 2012 年 11 月发行，期限 5 年，票面利率 6.8%，发行总额 11 亿元，本月 21 日到期应付本息总额 11.748 亿元。博源控股已有债券违约纪录在身。2016 年 12 月、2017 年 2 月，博源控股发行的两只超短期融资券到期后均未按时足额完成兑付。截至目前，博源控股发行的尚未到期的债券共 2 只，除了“12 博源 MTN1”之外，还有 2018 年 7 月将到期的 8 亿元的“13 博源 MTN001”。

11 月 20 日，中国城市建设控股集团公告称，由于中城建控股股权纠纷，融资渠道受到限制，导致资金链紧张，同时公司正面临多起债务诉讼，部分银行账户及资产已被查封或保全。应于 11 月 27 日付息的“14 中城建 PPN004”存在不确定性。早在 2016 年 11 月 28 日，“14 中城建 PPN004”就发生未能按时付息，但其于 2016 年 11 月 30 日延期完成了付息。

2018 年公司债迎来偿付高峰，值得重点关注。2016 年以前公司债年均偿还量不到 1000 亿元，2017 年偿债规模超过 3000 亿元，2018 年将超过 4300 亿元，其中一半以上为私募债，整体资质不如公募市场。2018 年需要重点关注公司债市场，特别是私募债的违约风险。

（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：中美利差收窄是否制约国内债市？

债市 10 月大幅下跌。我国债市近期大幅下跌，10 年国债收益率一度突破 4%，创近三年来新高。除对基本面的担忧、对金融监管的担忧、交易盘过于拥挤、市场情绪脆弱等因素外，近期 10 年美债利率大幅上行也是影响因素之一。

2010 年以后中美利差相关性较强、利差提升，而之前相关弱、利差较窄。今年以来中美利差再度走扩，目前已达到 160bp 左右，处于历史较高水平。我们回顾中美利差历史走势发现，2010 年之前，中美国债利率的相关性较弱，但利率中枢相差不大，利差均值为 -50BP 左右；2010 年后中美利率相关性明显较强，而利差均值也大幅上升至 120BP 左右。

中美利差为何走扩？08 年之前，中美均实行常规型的货币政策，政策目标以通胀为主，因此十年国债收益率跟随通胀波动明显。而 08 年后，美国开启量化宽松，13 年底才开始逐步退出，国债利率也大幅下降至历史新低。而我国于 09 年开始大幅降息，但 13 年后开始加速利率市场化，国债利率虽然跟随货币政策波动，但相对于美债中枢没有明显下降，这导致中美国债利差中枢抬升。另外，随着我国债市对外开放，中美国债联动性也在增强。

中美利差会制约国内债市吗？我们认为目前中美利差已处于历史较高水平，利差的保护足够。而美国货币政策正常化后，中美利差即使有所缩窄也只是从“非正常水平”走向“正常水平”，对国内债市影响较小。而目前经济基本面向下，需求下滑、通胀也难以回升，国内债市短期显著超调。我们认为，当前 10 年期国债和国开债利率明显处于超调水平，具备长期配置价值。

上周市场回顾：供给仍在回落，债市先跌后涨

一级市场：供给仍在回落，存单利率抬升。上周记账式国债发行 772 亿，政策性金融债发行 530 亿，地方政府债发行 1283 亿，利率债共发行 2585 亿、环比增加 215 亿元，净融资额 2100 亿、环比减少 170 亿。利率债认购倍数一般。同业存单发行量回升至 4900 亿元，净融资额 104 亿元，3M 股份行 CD 发行利率收于 4.89%，较前一周上行 19BP。

二级市场：债市先跌后涨。上周一和周二资金面偏紧，债市情绪偏弱，在经济金融数据利好的情况下债市仍大幅调整，5Y 和 10Y 现券收益率一度破 4%；后半周受到央行加大投放、国开首单换券操作等因素影响，收益率整体下行。具体来看，1 年期国债上行 2BP；10 年期国债上行 2BP；1 年期国开债上行 9BP；10 年期国开债上行 11BP。

本周债市策略：资金面或缓和，债市底部震荡

资金面或缓和。央行货币政策报告显示去杠杆仍是主要方向，货币政策难松。但目前中美利差处于高位，人民币币值稳定，资本流出压力不大，国内在货币政策维持中性偏紧格局之下，随着税收因素消退，下旬财政存款投放，资金面或有所缓和，依然维持 R007 中枢 3.3%。

债市底部震荡。目前经济基本面仍在向下，但对债市边际影响不明显，短期债市受资金面影响，情绪驱动为主，呈现底部震荡格局。资管新规落地，整体看比之前传

言略松，短期靴子落地或带来博弈行情，但是长远看，随着资管业务规范，资管规模爆发式增长告一段落，债市配置需求趋降，债市大水牛难再现。从目前利率水平看，10 年期国开债收益率已经到了 4.7%，不仅与国债利差快速扩大，而且与住房贷款平均利率利差也在缩小，明显处于超调水平，具备长期配置价值。

信用债

专题：地方债务置换跟踪。

1. 地方债置换进度。2016 年地方政府债务余额 15.32 万亿元，减去地方政府债券形式的债务 10.63 万亿元，16 年底剩余需要置换的政府债务规模为 4.69 万亿。17 年地方债置换额度市场预计是 3 万亿，目前已经发行了 2.4 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 2.3 万亿左右，推测置换结束时间至少会在 18 年中以后。

2. 城投债置换可能的量。截止上周末城投债余额 7.03 万亿，15 年以前发行、2018 年中以后到期的规模为 1.8 万亿，假设 30% 纳入政府债务，那么在 2018 年有置换需求的规模在 5400 亿元左右。如果是在 18 年底置换结束，那么有置换需求的量在 5000 亿左右。

3. 三季度开始城投债置换加速。三季度开始公告提前偿还的城投债增多，据我们不完全统计，截至目前今年累计有 75 只城投债发布公告拟提前偿还，金额接近 700 亿，其中 32 只已经完成提前偿付。近期公告的提前偿付方案绝大多数是以估值偿还，避免了投资者的折价损失。自身经营不善、地区支持力较弱的城投更有动力推动提前偿还，今年公告提前偿还城投债，辽宁省有 25 只，规模占比高达 37%，河南省、贵州省也较多。从主体评级看，有七成是 AA 级评级，AA+ 级只占 12%，没有 AAA 级城投债，资质偏低。

4. 城投债有估值调整压力。随着政府债务置换接近尾声，公告提前偿还的城投债会更密集，还有越来越多的城投平台宣布退出地方融资平台职能，这都在改变着市场对城投债的预期，城投债长期面临估值调整的压力。

一周市场回顾：供给小幅上升，收益率上行为主。上周一级市场信用债净供给-201 亿元，较前一周的 300 亿的净融出规模有所缩窄。在发行的 115 只主要品种信用债中有 7 只城投债。二级市场收益率上行为主，1 年期品种中 AAA 等级收益率上行 13BP，AA+ 和 AA 等级收益率均上行 15BP，AA- 等级收益率上行 6BP。3 年期品种中 AAA 等级收益率上行 15BP，AA+、AA 与 AA- 等级收益率均上行 18BP。5 年期品种中，AAA、AA+、AA 与 AA- 等级收益率分别上行 13BP、17BP、9BP 和 11BP。7 年期品种中 AAA、AA+ 等级收益率均上行 13BP。

一周评级调整回顾：评级调整数量上升。上周发生 1 项信用债主体评级展望上调行动，2 项信用债主体评级下调行动。评级下调的发行人中国吉林森林工业集团有限责任公司来自农林牧渔业，主体评级下调主因集团 2017 年以来经营业绩大幅下滑、债务规模较大且短期债务占比较高，再融资能力受限令流动性压力进一步增

加。评级下调的发行人湖北宜化集团有限责任公司来自制造业，主体评级下调主因集团今年前三季度经营业绩亏损且目前债务规模偏大。公司亏损主要系新疆宜化停产及相关尿素装置停车技改。此外，公司目前正在进行的控股股权转让事宜最终结果尚存在不确定性。

投资策略：资管格局重塑，信用分化加剧。上周信用债收益率大幅上行，信用利差主动扩张。AAA 级企业债收益率平均上行 13BP、AA 级企业债收益率平均上行 13BP，城投债收益率平均上行 13BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 资管新规落地。央行联合三会和外管局发布资管新规，整体而言，内容和发布时间均未超预期，允许一层嵌套、允许设立子公司进行第三方监管等弱于此前预期，但金稳委成立后监管协调加强、强调违规行为处罚、建立统计信息系统等可能使新规执行力度超出目前市场预期。

2) 非标首当其冲。资管产品投资非标时，非标的终止日需晚于产品到期日或开放日，短期限理财通过资金池投资长久期非标的路被完全堵死，影响有三：一是理财投资非标难度加大，资产端收益下降倒逼理财收益率下行；二是非标需求趋降，地产、城投等流动性风险升高；三是标债配置占比上升或支撑债市配置需求。

3) 信用分化加剧。大资管规模爆发致信用利差从 14 年以来大幅压缩，目前也依旧处于历史较低水平，而新规后这一过程或将逆转，资金有望从表外回归表内、委外规模趋降，清理通道和穿透式监管将降低债市加杠杆能力，债券配置需求趋降，信用债负面影响大于利率债。而在信用债内部，资金回流伴随风险偏好的降低，高收益、长久期、非公开等品种等将首当其冲，信用债等级间利差和期限利差面临走扩压力。

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

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。
-------	------	----	---------------	---	----	----	---	----	------------	--