

债券周刊

3 月 20 日，柳州化工公告称，因无力清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，柳州中院已裁定公司重整，公司债券“11 柳化债”及其利息存在不能全额清偿的风险；法院已通知截至目前持有公司债券的债券持有人向管理人申报债权。另外，公司存在因重整失败而被宣告破产的风险，公司债券将可能被终止上市交易。

公开资料显示，“11 柳化债”是*ST 柳化于 2012 年 3 月发行的一笔规模 5.1 亿元的公司债券，票面利率 7%，债券期限为 7 年。*ST 柳化的第一大股东柳州化学工业集团提供连带责任保证担保。

目前，*ST 柳化被起诉案件涉及的诉讼达 66 起，涉及金额合约 4.7 亿元。*ST 柳化提起诉讼案件涉及的诉讼金额（仅本金）合计 1.1 亿元，累计涉及诉讼（仲裁）的本金合计 5.8 亿元。然而，*ST 柳化 2017 年经审计净资产仅为 3863.41 万元。

2018 年初以来，国内信用债市场已有 35 家发行主体出现不同类型的负面事件，而债券违约主体则已有 6 家，合计违约金额近 95 亿元。虽然爆发区域性、系统性债券违约潮的可能性不高，但随着国内固收领域市场化程度的不断提升、“信仰”幻影的破灭，以及淘汰落后产能、去杠杆政策的不断推进，债券违约将逐渐成为一种常态化现象。

（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：如何看待 3 月存单放量？**

3 月同业存单发行量大增，存单余额创新高。截至 3 月 23 日，3 月同业存单发行量达到 2.07 万亿、比去年同期增加 3200 亿元，净发行量高达 8000 亿、比

去年同期增加 2500 亿元、并创下 17 年 7 月以来新高。截至 3 月 23 日，我们统计的同业存单余额为 9.04 万亿、创历史新高。

一季度存单发行放量主要靠大行贡献。一季度（截至 3 月 23 号）国有银行发行量为 3984 亿元，环比增加 305%，同比更是大增 650%；股份制银行、城商行以及农商行的同业存单发行量分别环比下降 6%、10%、26%，同比变动分别为 1%、-6%和-32%。国有银行存单发行量大增，带动发行量占比从 17Q4 的 2%增加至 18Q1 的 8%，而农商行占比从 11%降至 8%。从备案额度来看，国有银行的备案额度较去年有所上升，而其他类银行备案额度均有所下降。

为何大增？一方面，资金面明显改善，同业存单利率走低，一级市场短期利率债招投标倍数较好，为存单发行提供较好的利率环境。因此银行有动力通过发行存单改善季末指标、补充负债。另一方面，存款增长缓慢，保本理财受限、30 号文限制回购杠杆，银行通过存单和结构性存款缓解负债压力。

未来走向如何？供需两头受限，利率短稳长降。过去一年半，同业存单的相关监管政策不断收紧，无论是发行端（MPA 考核、同存备案新规、流动性新规等）还是投资端（理财新规、证监会对货基投资同存作出限制等），尤其是对中小行影响较大。去年四季度同存量缩价涨，而今年一季度呈现量涨价跌，且本轮存单放量主要靠大行贡献，农商行和城商行发行量同比环比均下降。随着资产端压力减轻和套利空间的缩窄，银行同业负债去杠杆或将逐渐从被动转向主动去杠杆，利率短稳长降。

上周市场回顾：债市全面大涨

一级需求旺盛，存单利率大降。上周记账式国债发行 500 亿，政金债 952 亿，地方债 424 亿，利率债共发行 1876 亿、净供给 469 亿，认购倍数较好。存单发行量环比减少 652 亿，净发行 623 亿，股份行 3M 存单发行利率下行 52BP。

债市全面大涨。上周资金面宽松，央行“佛系加息”5BP，加上中美贸易争端引发避险情绪升温，债市大涨。具体来看，1 年期国债收于 3.24%，较前一周下行 8BP；10 年期国债收于 3.70%，较前一周下行 12BP。1 年期国开债收于 3.94%，较前一周下行 21BP；10 年期国开债收于 4.66%，较前一周下行 18BP。

本周债市策略：债牛强势来袭

央行政策态度未变。在人民币汇率稳定前提下，央行货币政策更多考虑国内环境，将在国内经济、通胀和宏观杠杆之间进行权衡。目前国内经济和通胀均有回落压力，而对居民、企业和政府杠杆的控制也是重要任务，因此维持稳健货币政策仍是未来一段时间权衡各种目标的必然选择。短期看，出于防范系统性风险的角度，央行仍会削峰填谷，维持流动性偏宽松状态。

债牛强势来袭。债市一月初以来持续反弹，主因资金面宽松以及银行资产配置调整。在美联储加息预期落地和中美贸易战升级之时，债牛强势来袭。往后看，3 月国内经济倒春寒，出口形势受贸易战和欧洲经济转弱影响，通胀短期不是主要矛盾。银行表外非标受限，表内贷款额度受限，对未来经济基本面较悲观的情况下，配置活跃起来，交易盘近期也加大做多力度，债牛确定性越发明确。

信用债

本周专题：短融信用利差走扩，未来怎么看？

1) 年初以来短融利差逆势走扩。国内信用利差一般呈现跟随式走势，牛市中利差缩窄，熊市中走扩，而年初以来信用债市场表现明显逊于利率债，短融利差并未跟随短期国债收益率的下行而下行。短融利差逆势走扩的时期很少，其他两个类似的时段分别是 2009 年下半年和 2011 年上半年，09 年下半年短融利率和短期国债反方向变化，主要因为非市场化因素的影响，包括监管和对发行利率的窗口指导；2011 年春节后至 5 月中旬，在基本面支撑下利率债阶段性回暖，但短融中票面临供给冲击，且二季度开始信用事件增多，导致信用利差被动走扩。信用债走势除了由基本面和政策面因素主导外，还要关注供给压力、信用风险、监管以及机构配置力量变化等因素的影响。

2) 机构配置力量改变，信用债交投低迷。年初以来央行货币政策转向中性，流动性相对充裕，但信用债市场交易并没有因此活跃起来。从配置力量看，监管趋严和金融去杠杆持续发力，债市配置力量也将逐渐回表，17 年下半年以来广义基金对信用债增持量大幅回落，商业银行和保险自营资金则从大幅的减持逐渐成为信用债的新增资金，但增量远远不足以弥补因广义基金配置减少带来的缺口。信用债配置力量的减弱也是其表现逊于利率债的原因。

3) 信用事件频发推升信用利差。年初以来信用事件频发，除了此前曾违约过的大机床、川煤集团、丹东港，新增违约主体亿阳集团和神雾环保，此外富贵鸟和上海华信债券大跌也引发对信用风险的担忧。

4) 未来怎么看？一方面，利率拐点已现，债市情绪会有明显好转；另一方面还应继续防范信用风险。推荐增加高等信用债的配置，降低低等级债配置；久期偏好适度拉长，本轮债市上涨是从短久期开始，逐渐传导至中长端，随着买盘力量不断放大，中高等级期限利差或还有下行动力。

一周市场回顾：供给大幅减少，收益率陡峭化下行。

上周一级市场净供给 686.1 亿元，较前一周的 1172.1 亿元的净供给大幅减少，在发行的 185 只主要品种信用债中有 19 只城投债，占比大幅减少。二级市场交投增加，收益率下行为主，且短端下行幅度更大。具体来看，1 年期品种

中，AA+等级收益率下行 18BP，AA 等级收益率下行 17BP，AAA 等级收益率下行 16BP，AA-等级收益率下行 11BP。3 年期品种中，AA+等级收益率下行 14BP，AAA 等级收益率下行 12BP，AA 等级收益率下行 8BP，AA-等级收益率下行 3BP。

一周评级调整回顾：多家公司被上调。

上周发生 5 项信用债主体评级上调。相比前一周，上周信用评级调整事件数量有所增加。评级上调的发行人为新光控股集团有限公司、天津临港投资控股有限公司、凤台县华兴城市建设投资有限公司、浏阳市城市建设集团有限公司以及钟祥市城市建设投资公司。其中新光控股集团主体评级从 AA 上调至 AA+，其债券此前曾出现暴跌，评级上调后出现量价回升。

投资策略：增配中高等级。

上周信用债收益率大幅下行，AAA 级企业债、城投债收益率平均下行 8bp，AA 级企业债收益率平均下行 7bp。下一步表现如何？建议关注以下几点：

- 1) 富贵鸟公告回售。**上周 14 富贵鸟发布回售公告，市场一度解读为兑付资金已经筹措，但第二天公司又发布公告提示兑付风险，称兑付本息尚无明确安排。净价也出现了大幅波动。发布回售或兑付公告只是根据信息披露规则而必须履行的程序，并不意味着一定会顺利回售，事实上，历史上曾出现多次发布了兑付公告仍违约的情况，如东特钢、川煤等。
- 2) 信用债发行回暖。**截至 3 月 24 日，一季度信用债净发行 1905 亿，较 17 年一季度（-1352 亿）明显回升，但较 15 和 16 年仍有较大差距。发行回暖一方面由于收益率稳中有降，结构配置意愿上升，另一方面表外非标压缩后，一部分融资需求转向债券。展望未来，发行转暖的趋势仍将持续，但出于金融监管和信用风险的担忧，低等级发行量仍难有起色。
- 3) 增配中高等级。**利率拐点已现，利率债牛市行情呼之欲出。而信用债一方面应该继续防范信用风险，降低低等级债券配置。但中高等级信用债也具备很强的利率债属性，在债券牛市中也会跟随利率债上涨，因此应该增加中高等级信用债配置。

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

			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	2017-2-5	
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 2018-3-1	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 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。
			15 丹东港 PPN001	否	PPN					
			16 丹港 01	否	公司债					
			13 丹东港 MTN1	否	中票	9			2018-3-13	
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			未兑付
			16 亿阳 04	否	公司债	12.1	5			未兑付
			16 亿阳 05	否	公司债	3.26	5			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
神雾环保	民营企业	环保	16 环保债	否	私募债	4.86		北京	2018-3-14	未兑付

