

债券周刊

5 月 24 日，盾安集团的“13 盾安集 MTN1”9 亿中票已经兑付完毕。除已经到期兑付的“17 盾安 SCP008”和“13 盾安集 MTN1”外，目前，盾安集团仍在存续的债券有“17 盾安集 MTN1”、“16 盾安 MTN001”等 9 只，债务规模共 94 亿元。其中集中在今年到期的债券规模共计 54 亿元。目前，大公国际资信评估有限公司已经将盾安集团主体信用等级调整为 AA-，评级展望调整为负面。

5 月 21 日，上海华信国际集团有限公司公告，公司无法按期足额偿付应于当日兑付的 2017 年度第二期超短期融资券（17 沪华信 SCP002），本金及利息共计 20.89 亿元。主因近年来依靠举债快速扩张，且债务结构中短期债券占比较高，17 年底以来负面传闻不断，叠加融资环境趋紧，再融资压力大增。主体信用评级上周被联合信用评级有限公司从 B 下调至 C，被中诚信国际信用评级有限责任公司从 BB 下调至 CC。

5 月 22 日，川煤集团公告称，“12 川煤炭 MTN1”应于 2017 年 5 月 15 日兑付本息 5.297 亿元，发行人仅兑付了当期利息 0.297 亿元，未能按期足额兑付本金 5 亿元。截止目前，川煤集团自 2016 年以来已有 6 次违约，违约金额高达 45 亿元。

截至 5 月 25 日，今年已有 11 家主体的 21 只债券违约，涉及金额超过 190 亿元。

（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：流动性管理规定正式稿点评**

5 月 25 日《商业银行流动性风险管理办法》正式稿公布，自 2018 年 7 月 1 日起施行。正式稿相较于 17 年 12 月披露的征求意见稿有所放松，具体来看：**第一**，优质流动性资产充足率和流动性匹配率过渡期均放宽。**第二**，

流动性匹配率（LMR）考核标准放宽，分子端新增来自央行资金、分母端将 7 天以内同业资金运用折算率大幅调为 0，均有利于银行提升 LMR，但降低 3 个月以内存款折算率将降低银行的 LMR 指标。再加上流动性匹配率在 2020 年前为监测指标，而非监管指标，总体而言该指标要求放宽。

第三，优质流动性资产充足率除了放松过渡期要求，对于优质流动性二级资产增加了铁道债，并将信用债改为“非金融机构发行的信用债”，分母端增加了投资金融工具一项。优质流动性资产充足率弥补规模 2000 亿以下的小行不受 LCR 考核的缺陷，正式稿要求放宽有利于缓解中小银行考核压力。**第四**，赋予资产规模新增到 2000 亿元的银行一定的缓冲期。删除了“商业银行应当持续达到本办法规定的流动性风险监管指标最低监管标准”的表述。

加强流动监管，回归业务本源。无论是征求意见稿还是正式稿，《商业银行流动性风险管理办法》对于银行流动性管理的态度维持不变，即加强流动监管，限制同业扩张，鼓励传统信贷、债券投资，约束期限错配。

监管靴子一一落地，态度边际放松。无论是此次《流动性风险管理办法》正式稿，还是此前的《大额风险暴露管理办法》正式稿、《资管新规》正式稿，均较监管部门披露的征求意见稿出现放松。结合一季度货币政策执行报告肯定金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效，并将未来政策思路中的“稳增长、去杠杆、防风险”调整为“稳增长、调结构、防风险”，这意味着金融监管不再大幅收紧，反而出现边际放松迹象，各类文件一一落地也有利于缓解市场情绪。

无风险利率趋降。今年市场上开始出现真正意义上的垃圾债，高风险利率明显上升。而国债国开债等安全资产表现较好，对于银行而言还能节省风险资本、改善流动性指标。再加上各类资管机构都在回归净值型管理，也使得其投资风险资产的偏好大幅下降，最终结果推动安全资产利率下降。

上周市场回顾：债市反弹，需求较好。

在利率债发行量缩减、资金面宽松、美债利率下行、黑色系商品下跌等利好因素带动下，上周债市反弹。具体来看，1 年期国债上行 5BP；10 年期国债下行 10BP。1 年期国开债下行 3BP；10 年期国开债下行 14BP。一级市场方面，记账式国债发行 100 亿，政金债发行 779 亿，地方债发行 1039 亿，利率债共发行 1918 亿、净供给 1486 亿，认购倍数整体较好。存单发行量环比减少 1063 亿，净发行-224 亿，股份行 3M 存单发行利率上行 4BP。

本周债市策略：长期依旧看好。

上周五公布的《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿明显放松，有利于减轻银行考核压力、稳定市场预期，后续债市主要矛盾回归资金面和基本面。当前货币政策削峰填谷、难有大幅放松，经济通胀短期反弹，

再加上季末考核等因素，债市或处于震荡格局。但展望下半年，名义 GDP 向下、融资供需缺口收窄的趋势延续，在打破刚兑的背景下，中国债市利率正在重新定价，风险利率趋升，而无风险利率趋降。同时中国政府会采取扩大进口而非减少出口的方式应对中美贸易战，这意味着汇率不会升值而是保持弹性，与此相应中国将拥有独立的利率政策，中美利率长期趋于脱钩，美国加息不影响中国国债利率下降。因此中长期来看，慢牛格局未变，调整更好布局。

信用债

本周专题：从最新财报看发债房企信用基本面。

- 1) **盈利水平稳定增长，持续性存疑。**我们筛选出了存量非城投房地产债的发行主体，其中 161 家已披露年报。分析发现，17 年样本房企营业收入同比增长 15.6%，归母净利润同比增长 34.3%，盈利继续增长；但销售回款速度自 17 年下半年以来出现拐点，房企库存压力显著增大。
- 2) **自由现金流缺口走扩，企业资金趋紧。**17 年货币资金规模同比增长 16.6%，较 16 年增速回落 38.9 个百分点。资金流入规模收窄，经营净现金流同比下滑 76.9%；17 年土地投资力度维持高位，资金流出端增速明显，17 年投资活动产生的现金流同比增长 45.8%，自由现金流缺口走扩。同时遭遇融资收紧，筹资净现金流增速同比回落 28.4 个百分点，企业资金面趋紧。
- 3) **债务结构短期化，净负债率显著提升。**17 年企业净负债率创新高达到了 93.7%，同比增加 5.5 个百分点；短期有息债务占总息债务的比值达 32.4%，较 16 年增加 8.0 个百分点。
- 4) **短期偿债能力回落，长期偿债能力持续下降。**受货币资金增速的回落以及房地产企业债务结构的短期化的影响，货币资金对短期债务覆盖能力的减弱，该比值由 16 年的 1.69 大幅下降到 17 年的 1.19；样本房企（存货+货币资金+投资性房地产-预收账款）/有息债务比例逐年下降，长期偿债能力进一步减弱。

一周市场回顾：供给小幅减少，收益率下行为主。上周一二级市场净供给-252.53 亿元，较前一周小幅减少。从评级来看，AAA 等级占比第一为 56%。在发行的 95 只主要品种信用债中有 9 只城投债。二级市场交投减少，收益率下行为主。具体来看，1 年期品种中，AA 和 AA-等级收益率均上行 11BP，AA+等级收益率基本持平，AAA 级收益率下行 2BP；三年期品种中，AA-等级收益率下行 1BP，AA 等级收益率下行 4BP，AA+等级收益率下行 9BP，AAA 等级收益率下行 10BP；5 年期品种中，AA-等级收益率上行 3BP，AA

等级收益率下行 5BP，AA+ 等级收益率下行 10BP，AAA 和 AA- 等级收益率均下行 13BP；7 年期品种中，AAA 和 AA- 等级收益率均下行 1BP。

一周评级调整回顾：信用主体上调增多。上周有 9 项信用债主体评级上调，其中有 6 家主体评级从 AA 上调至 AA+，2 家从 AA- 级上调至 AA 级，1 家从 AA+ 级上调至 AAA 级，涉及行业包括采矿业、制造业、批零、城投和房地产业。此外有 2 项信用主体评级下调，新疆金特钢铁股份有限公司来自批发和零售业，信用评级从 B- 下调至 CC，主要原因是公司目前已处于停产状态，并且预计在未来可见预期内并不会得到好转；公司现阶段银行贷款已经全部违约，且所有银行账户已被法院查封。上海华信国际集团有限公司来自批发和零售业，信用评级上周被联合信用评级有限公司从 B 下调至 C，被中诚信国际信用评级有限责任公司从 BB 下调至 CC，主要原因是“17 沪华信 SCP002”未能按期足额偿付，已构成实质性违约。

投资策略：坚守中高等级。上周信用债收益率跟随利率债下行，AAA 级企业债收益率平均下行 6BP，AA 级企业债、城投债收益率基本持平。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 融资趋紧致股债联动性增强。东方园林因债市融资压力增大而股价大跌，而近期盾安、华信等上市公司股价也因债券风险事件而大跌，股债联动性增强的背后，是在融资环境趋紧的大背景下，流动性压力已成为评判公司未来经营的重要因素，尤其是对于再融资压力较大的民企而言。而对于上市公司，股债联动性增强意味着股债投资者的行动一致性上升，反过来又会进一步加大其流动性压力。

2) 沪华信债券违约。沪华信是主营能源贸易的民企，目前存续债券高达 276 亿。5 月 21 日公告 17 沪华信 SCP002 到期不能兑付本息，构成实质性违约。主因近年来依靠举债快速扩张，且债务结构中短期债券占比较高，17 年底以来负面传闻不断，叠加融资环境趋紧，再融资压力大增。

3) 坚守中高等级。今年以来信用债市场呈现冰火两重天，高等级信用债一级市场需求较好，净发行量较去年大幅上升，二级收益率跟随利率债大幅下行，而低等级信用债净发行量仍未转正，很多主体因需求不足而取消发行，信用利差逆势上行。我们多次强调，今年信用债将因资管新规落地后风险偏好下降、再融资压力致信用风险上升而产生分化，未来这两大因素仍将持续发酵，仍应坚守中高等级不动摇。

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

			16 神雾 E1	否	可交换 债					
*ST 中安	民营企业		15 中安消	否	公司债	0.91			2018-5-7	未兑付
凯迪生态	民营企业		11 凯迪 MTN1	否	中票	6.57			2018-5-7	未兑付
上海华信			17 沪华信 SCP002	否	短融	20		上海	2018-5-21	未兑付