

债券周刊

日前，恒泰证券旗下发行管理的一只 ABS——庆汇租赁一期资产支持专项计划发生利息违约，近期这只 ABS 的投资人已发起维权，欲起诉管理人恒泰证券。与此同时，恒泰证券也将关联方庆汇租赁、咸阳鸿元石化告上了法庭，日前已在北京市高级人民法院发起起诉，请求判令庆汇租赁承担连带赔偿责任，判令咸阳鸿元石化支付租金及利息等合计 530,964,900 元。

公开资料显示，庆汇租赁一期资产支持专项计划发行于 2016 年 1 月，存续期 2.83 年，底层资产是庆汇租赁对鸿元石化的融资租赁租金请求权和附属担保权益。庆汇租赁将其转让给恒泰证券后，后者对其实现资产证券化并发行管理；投资人认购的优先级规模为 4.75 亿元，鸿元石化认购的劣后级有 0.25 亿元。

起诉书显示，庆汇租赁一期 ABS 已经逾期。按照合同约定，该 ABS 的优先级“庆汇 1 优”是按季付息、到期一次性还本。自 2017 年 10 月 31 日后，恒泰证券官网便没有再公布收益分配公告。2016 年该只 ABS 的评级为 AAA，由于咸阳鸿元石油化工有限公司实际控制人风险、业务停产整改及公司相关债务人申请诉前财产保全，庆汇租赁一期 ABS 优先级本息按时足额兑付不能得到有效保障，评级机构中诚信于 2017 年 12 月直接将其评级从 AAA 下调至 B。

（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：为何近期存单量升价跌？

3 月以来，同业存单发行量大增，净融资季节性回升，与此同时，发行利率则出现明显下降，18 年以来 3M 和 6M 存单发行利率分别下行了 93BP 和 64BP，并处于近 1 年来的低位。为何存单持续量升价跌？

供给端：银行负债压力仍存，大行备案额度上升。存单量升价跌，表明一季度存单供需两端均出现一定改善。供给方面，此前的资管新规征求意见稿中限制了保本理财的发行、302 号文也约束机构加杠杆，导致银行负债端压力上升，银行也有发行存单、结构性存款等方式补充负债的需求。另外，大行备案额度较去年有所上升，而股份制银行、城商行、农商行的备案额度下降，这也部分解释了为何一季度大行发行量大增。

需求端：债市回暖，货基大幅增持。1) 18 年以来流动性改善，短端利率下降，存单发行利率同样下降。2) 存单配置主力货币基金规模大增，18 年前两月规模就增加了 1.07 万亿，带动广义基金大幅增持存单。另外，银行同样大幅增持存单。3) 债市回暖，不仅是同业存单，债券市场近期整体呈现出供需两旺的局面，利率债招投标倍数（尤其是短期利率债）普遍向好。

发行结构改善，存单回归本源。1 季度大行存单的发行量上升，中小行发行下降。体现出两点：1) 在一般存款增速下滑的大背景下，加上保本理财发行受限，即使是大行的负债端也存在一定的压力。2) 在金融去杠杆的大背景下，同业业务收缩，银行“主动发行”同业存单进行同业套利的部分逐渐缩减，因此中小行同业存单的净融资额出现同比下降。这也表明目前的同业存单已经基本回归了负债管理工具的本质作用，金融去杠杆的成效显著。

上周市场回顾：继续上涨

一级需求尚可，存单量升价跌。上周记账式国债发行 1107 亿，政金债发行 1019 亿，地方债发行 1088 亿，利率债共发行 3214 亿、净供给 2380 亿，认购倍数尚可。存单发行量环比增加 2611 亿，净发行 1454 亿，股份行 3M 存单发行利率下行 11BP。

债市继续上涨。上周短端受资金面宽松影响继续下行，贸易战先升温再缓和，通胀、出口和金融数据不及预期，国债发行放量但招标结果不差，长端小幅下行。具体来看，1 年期国债下行 6BP；10 年期国债下行 2BP。1 年期国开债下行 8BP；10 年期国开债下行 2BP。

本周债市策略：扰动即为加仓良机

存款利率趋升，贷款利率趋降。目前中国的利率依然存在着双轨制，展望未来，我们认为管制的存款利率有上升压力。但在压缩了影子银行以后，全社会的融资需求趋于萎缩，而市场化的贷款和债券利率有下行空间。

扰动即为加仓良机。社融增速从去年末的 12% 下降至当前的 10.5%，预计年末或降至 10% 甚至以下。考虑到融资和经济的对应关系，今年名义 GDP 增速可能会降至 8% 附近，经济下行压力会逐步体现。市场曾经担心通胀会成为制约债市上涨因素，但我们看到 3 月通胀已经掉头向下，4 月或维持稳定，在融资货币增速下降背景下，今年通胀压力并不大。还有一种观点认为二季度债市供给放量制约上涨，观察历史不难发现，供给从来都不是制约债市的主导因素。4 月资金面或会因税收因素出现扰动，我们认为这恰恰可能成为加仓良机，因为在融资需求带来资金供需延续的趋势下，短期扰动不足为惧。我们认为可逐步增加仓位，适当拉长久期，久期整体保持在 3-5 年或为最佳选择。

信用债

本周专题：房地产 ABS 市场初探。

(1) 房地产 ABS 快速增多。作为以资金链为生命线的房地产企业，再融资问题日趋严重，不少企业开始探索新的融资方式，在此背景下，房地产 ABS 迎来爆发式发展。17 年房地产 ABS 产品发行总额约 1751 亿元，较 16 年增长了 119%，18 年一季度虽然受春节以及监管的短期影响，房地产 ABS 发行量环比有所回落，但长期看发展空间仍大。

(2) CMBS 仍是主流，供应链 ABS 快速增加。按底层资产类别来分，房地产 ABS 可以分为四类：不动产资产证券化产品（包括 CMBS/CMBN、类 REITs），购房尾款 ABS，物业费/租金收益权 ABS 和供应链 ABS。CMBS 由于模式相对成熟、审批速度较快，是国内房地产 ABS 市场中规模最大的品种，类 REITs 和供应链 ABS 发行增长趋势明显，18 年一季度供应链保理 ABS 发行额为 174.5 亿元，成为当季供应量最大的房地产 ABS 品种。

(3) 房地产 ABS 产品特征。从期限分布来看，不动产资产证券化产品整体期限偏长，不少都在 10 年期以上，而供应链 ABS 期限相对较短，优先级以 1 年期以下为主。从评级分布来看，供应链保理 ABS 整体评级较高。

(4) 哪些地产企业在发行 ABS？传统地产龙头为地产 ABS 的主要参与方，比如碧桂园和万科发行了大量的地产 ABS 产品。新兴地产企业如自如、魔方公寓等也开始参与其中，底层资产类别逐渐丰富。

(5) 发行利率跟随基准利率变动，高于其他信用债品种。房地产 ABS 发行利率总体高于同期限同评级中票，17 年以来其与 5 年期 AAA 级中票的利差均值为 117BP。分类型看，供应链保理 ABS 利差较稳定，其他三类房地产 ABS 利差比较分散，个体差异大。

一周市场回顾：供给大幅减少，收益率下行为主。上周一级市场净供给-1325.5 亿元，较前一周的 258.8 亿元的净供给大幅减少。从评级来看，AAA 等级占比 44%。二级市场交投增加，收益率下行为主，3 年期品种下行幅度最大。具体来看，1 年期品种中，AAA 与 AA+ 等级收益率下行 5BP，AA 等级收益率下行

6BP, AA-等级收益率上行 5BP; 3 年期品种中, AAA 与 AA+等级收益率下行 13BP, AA 等级收益率下行 17BP, AA-等级收益率上行 4BP; 5 年期品种中, AAA 等级收益率下行 9BP; AA+等级收益率下行 10BP, AA 等级收益率下行 8BP, AA-等级收益率上行 9BP。

一周评级调整回顾：股权质押风险渐显。上周有 2 项信用债主体评级上调，2 项下调。评级下调的发行人中上海华信国际集团已经连续被多家评级机构、多次下调评级，本次被下调是由于公司股权质押和司法冻结可能导致华信国际股权变更，相关事件对上海华信的流动性及融资环境带来不利影响，其偿债压力进一步加大。另一家天广中茂来自于制造业，公司公告显示股东正在积极与质权人协商化解质押的公司股份面临平仓的风险，但尚未形成明确可行的解决方案，此外，公司存货和应收账款规模进一步扩大，对资金形成极大占用，回款速度慢，外部融资压力大，导致公司账面进一步紧张，对公司偿债能力造成重大负面影响。

投资策略：冰火两重天，配置中高等级。上周信用债收益率跟随利率债大幅下行。AAA 级企业债收益率平均下行 7BP、AA 级企业债收益率平均下行 8BP，城投债收益率平均下行 10BP。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 信用债发行量大增。3 月非金融信用债净增量 2700 亿，创下 16 年 10 月份以来的新高。从行业来看，净增较多的为城投和房地产行业，市场转暖后前期被压抑的融资需求集中释放，且城投地产非标转标压力较大。净增约七成为 AAA 发行人，低等级（AA 及以下）净增量仍未转正，显示信用分化加剧，市场需求仍主要集中在中高等级。

2) 关注油价上涨的配置机会。近期油价重回上升通道，若油价维持高位，将对相关行业信用资质产生影响。首先，直接利好开采企业，而油服设备行业受益滞后；其次，在油价能顺利传导的价格区间内，炼油行业受益；再次，石化产业链整体而言中上游受益，下游受损；最后，替代品产业链相对受益，如煤化工、氯碱、天然化工等行业。

3) 冰火两重天，配置中高等级。信用风险和监管冲击是今年信用债市场可能的两个风险点，未来对低等级垃圾债要高度警惕，但中高等级信用债所受冲击都相对较小。一是金融强监管下机构风险偏好降低，流动性和安全性好的中高等级信用债更受青睐。二是再融资不畅导致的企业外部现金流收缩是今年信用风险的驱动因素，而中高等级主体融资能力普遍强于中低等级。利率债收益率下行拐点已现，随着市场情绪好转，中高等级信用债配置价值凸显。

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

