

债券周刊

2017 年 12 月 26 日，山西七大主力煤企之一——晋能集团和农银投资在太原签署市场化债转股战略合作框架协议。这是农银投资在全国首单参与的“普通股权投资还债”市场化债转股项目。

过去数年，山西煤企负债率普遍较高，产业转型升级所需资金空缺较大。2017 年以来，在“煤炭去产能”“供给侧结构性改革”等多重利好作用下，山西煤企效益回升，走出最困难时期。几天前，山西官方发布数据显示，截至 11 月底，山西省属国企累计实现营业收入 1.1 万亿元人民币，同比增长 2.1%；实现利润总额 122 亿元人民币，同比增长 29.8 倍，创 2013 年以来最佳业绩。此间，山西煤企借助产业恢复利好，积极推进市场化债转股，借此降低企业负债率和杠杆水平，化解经营风险。

26 日当天，晋能集团总会计师与农银投资党委委员申克功代表双方签署了战略合作协议。根据协议约定，农银投资分阶段、分步骤为晋能集团提供市场化债转股资金 100 亿元人民币。同时，农银投资将为晋能集团提供意向性额度，重点支持其在深化改革、转型升级、降低杠杆等方面的金融需求。

（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

17 年 12 月市场回顾：利率震荡，曲线变平

一级市场：供给回落，存单价升。12 月利率债净供给 3257 亿元，较上月减少 4361 亿元。同业存单总发行量环比增加 2054 亿，净融资额-1086 亿。3M 股份行 CD 发行利率均值为 5.06%，较 11 月均值上行 27BP。

二级市场：利率震荡，曲线扁平。债市经历了 10 月、11 月的剧烈调整后，在 12 月进入窄幅震荡模式。长端收益率窄幅震荡，短端收益率因资金面约束整体抬升，因此收益率曲线更加平坦，甚至出现倒挂。12 月末，1 年期国债收于 3.79%，较 11 月末上行 15BP；10 年期国债收于 3.88%，较 11 月末下行 1BP。1 年期国开债上行 18BP；10 年期国开债与 11 月末持平。

18 年 1 月货币政策前瞻：保持中性

中央经济工作会议定调 18 年货币政策从灵活适度、稳健中性变为保持中性，从调节好货币闸门变为管住闸门，从“维护流动性基本稳定”变为“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”。而央行指出货币政策维持稳健中性；银监会指出，要深入整治银行业市场乱象，坚定不移推动去杠杆去产能，更加有效地降低实体经济融资成本。从具体操作来看，12 月央行上调公开市场操作利率 5BP，而央行负责人称利率上行是对美国加息的正常反应，有助于避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷，上行幅度低于市场预期。我们认为，18 年经济下行压力加大，限制央行紧缩空间，且中美利差处于高位，人民币贬值风险可控。未来央行公开市场调整利率更多是应对美联储加息、压缩操作利率和市场利率的利差、控制金融机构过度扩张。

18 年 1 月债市前瞻：资金面紧平衡，债市回归慢牛

资金面紧平衡。1 月流动性面临缴准、缴税、购汇额度重新开放等压力，月末逐渐面临春节前取现压力，但我们认为人民币汇率稳定背景下购汇压力或好于去年，年初将有 3000 亿左右准备金定向释放。另外，央行临时准备金动用安排有利于缓解大行和股份行春节前取现压力，且资金成本低、无需质押券、期限 30 天，最多可释放 1.47 万亿临时流动性；自动质押融资业务有利于中小行日间流动风险。预计 1 月资金面维持紧平衡，大行和小行、银行和非银之间流动性分层局面或持续，短期 DR007 利率仍稳定在 2.8%-2.9% 附近，预计 R007 中枢仍在 3.3% 附近。

去杠杆影响减弱，融资需求回落。未来几年去杠杆依然是主要任务之一，但我们认为去杠杆分为两步，第一步是金融去杠杆。当前 M2 增速持续降至个位数，和 GDP 名义增速基本接轨，反映金融去杠杆初见成效，去杠杆政策逐渐转向实体经济去杠杆。银监会近期加强银信通道类业务的监管，资管新规控制理财嵌套、非标资产期限错配，表外融资增速趋降。贷款方面，政府开始监管消费贷、地产销量负增，居民新增贷款有望下降。因此，随着表外和居民融资增速趋降，一定程度利好

利率债，一是银行出于改善流动性指标的目的仍有利率债配置需求，二是国债等无风险产品的税后利率明显高于贷款利率。

展望 2018，债市充满希望。从年度来看，2016、2017 年的 10 年期国债利率分别上升了 20、90bp，而在过去 15 年还从来没有出现过连续 3 年债市下跌。而从基本面的走势来看，汇率升值抑制出口扩张，利率大幅上升对投资消费都有影响，再加上去产能步入尾声阶段，18 年的经济增速、商品价格涨幅、企业盈利增速大概率重新走弱，而这将在基本面上对债市形成强劲支撑，我们相信 18 年的债市将充满希望。

信用债

12 月信用利差监测：

1. 12 月信用利差小幅上行。12 月信用债调整趋缓，中长期品种收益率小幅上行，信用利差基本持平；1 年期品种受流动性影响明显，收益率在 12 月中旬开始大幅上行，但信用利差仅较 11 月微幅上行。

2.1.2 等级利差基本持平，期限利差窄幅震荡。1 年期短期品种 AA 级与 AAA 级中票利差较 11 月底上行 1BP；3 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较 11 月底下行 2BP；5 年期 AA 级与 AAA 级中票利差较 11 月底下行 2BP。期限利差看，5 年期和 3 年期 AAA 中票的期限利差较 11 月底上行 5BP；5 年期和 1 年期 AAA 中票期限利差较 11 月底下行 7BP。

3. 12 月城投债利差微幅上行，产业债-城投债利差继续缩窄。AAA 级产业债-城投债利差目前在 4BP 左右，较 11 月底下行 6BP；AA+级产业债-城投债利差目前在 32BP 左右，较 11 月底下行 8BP；AA 级产业债-城投债利差目前在 49BP 左右，较 11 月底下行 17BP。

4. 重点行业利差变动：钢铁债分化出现，AA+级钢铁债利差上行，AAA 级持平。中高等级煤炭债相对较好，但下行幅度不如有色、建材等行业。地产债信用利差高位回落。

5. 行业横向比较：高等级债中，房地产、钢铁仍是行业利差最高的行业，建筑装饰、医药生物、交通运输等行业平均利差相对较低。中低等级债券中钢铁、采掘利差相对较高。12 月 AAA 等级债券中房地产行业利差下行幅度最大，AA+级债券中医药生物行业上行幅度最大，AA 等级债券中采掘行业上行幅度最大。

12 月市场回顾：供给减少，交投降低，收益率涨跌互现。12 月主要信用债品种净供给-293.1 亿元，较前一个月的-154.4 亿元大幅下降。在发行的 300 只主要品种信用债中有 110 只城投债。12 月二级市场共计成交 12010.1 亿元，较前一月小幅下降。1 年期品种中，超 AAA、AAA、AAA-、AA+、AA 和 AA-等级收益率分别上行 19BP、13BP、17BP、18BP、14BP 和 16BP；3 年期品种中，超 AAA 等级收

收益率上行 6BP，AAA 等级收益率与上期持平，AAA-和 AA+ 等级收益率依次上行 1BP、2BP，AA 和 AA- 等级收益率分别下行 1BP 和 2BP；5 年期品种中，超 AAA 和 AA+ 等级收益率均上行 8BP，AAA 和 AAA- 等级收益率分别上行 6BP 和 7BP，AA 和 AA- 等级收益率分别上行 4BP 和 1BP；7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 9BP，AAA、AAA- 和 AA+ 等级收益率均上行 4BP。

12 月评级迁徙评论：信用评级调整数目减少。 本月共公告有 4 项信用债主体评级向上调整，全部为评级上调。同时，公告有 1 项主体评级向下调整。与上月相比，向上调整、向下调整评级数目均有所减少。从公司类型来看，评级上调的主体有 2 家为城投平台，评级下调的主体中没有城投平台。主体评级下调的发行人上海美特斯邦威服饰股份有限公司，公司主体评级下调的主要原因是国内外品牌竞争压力持续加大，营业利润出现亏损，转型效果尚未完全呈现，存货存在跌价风险以及存在短期偿债压力等不利因素。

投资策略：信用风险重回上升通道。 上周信用债收益率继续上行，信用利差小幅走扩，AAA 级企业债收益率平均上行 4BP、AA 级企业债收益率平均上行 4BP，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) 2017 信用债净融资大降。 2017 年信用债总发行量 5.39 万亿，较 2016 年下降 36%，已经回到 2014 年的水平，而净融资量仅 721 亿，仅占上年同期的 2.36%。下降的主要原因是资质较好的央企、国企等由于债券和贷款利率倒挂而转向贷款，而资质较差的民企等债券又发不出来。展望 2018，信用债与贷款利率的倒挂或将持续，而市场对信用风险的担忧仍在上升，信用债净融资或难有明显起色。

2) 资管增值税推升信用利差。 资管产品各类底层资产中，对于利息收入，国债、地方债、金融债等均免征增值税，而信用品（信用债、非标、保本理财产品等）则均需缴纳，信用债相对于利率债的税后收益率下降，如对于 3 年 AA+ 信用债，目前收益率约 5.5%，资管产品需要缴纳的增值税为 18BP。当前 3 年 AA+ 信用债与 3 年国开债的利差约 75BP，考虑增值税后，若要维持这一利差水平，其税前收益率需为 5.69%，较现有收益率提高 19BP。

3) 信用风险重回上升通道。 2017 年信用风险整体可控，信用债市场仅新增 4 个违约主体，均为民企，未有超预期信用债违约发生。但展望 2018，信用风险将重回上升通道，一是 2018 年信用债到期量（扣除短融超短融）较 2017 年仍在上升，信用债再融资压力将继续上升，尤其是对那些有债券集中到期的中小民企；二是银监会将对信托强力监管，非标融资难度加大，地产、融资平台等对非标融资依赖度高的行业流动性风险上升；三是经济下行压力加大，企业盈利和经营现金流趋降。

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

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	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	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