

债券周刊

3 月 14 日晚间，神雾环保（300156.SZ）公告称，应于 2018 年 3 月 14 日前支付其 2016 年非公开发行公司债券（“16 环保债”）的回售本息合计约 4.86 亿元，但截至 3 月 14 日，未能如期兑付“16 环保债”回售本金和利息。

“16 环保债”是神雾环保于 2016 年发行的一笔私募债，发行规模 4.5 亿元，票面利率 8%，期限 3 年，同时附第二年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。3 月 14 日，神雾环保方面表示，本次违约是因为流动性紧张。

联合信用评级已将神雾集团主体长期信用等级由 A-下调至 BBB，并将神雾集团发行的“16 神雾债”债项信用等级由 A-下调至 BBB，同时继续将神雾集团主体长期信用等级及其发行的“16 神雾债”债项信用等级列入信用等级观察名单。

丹东港集团近半年连续发生 4 次债券违约，其中“13 丹东港 MTN1”应于 3 月 13 日到期，发行总额为 9 亿元，票面利率为 5.67%，应付利息 5103 万元。不过截至 3 月 13 日，丹东港集团仍未按约定将这只债券的本金和利息按时足额划至托管机构，该债券被宣布构成实质违约，一同被宣布违约的还有 3 月 10 日到期的 10 亿元中期票据“15 丹东港 MTN001”。

3 月 15 日据上海清算所官网消息，丹东港集团有限公司今日发布关于涉及重大仲裁及资产查封的公告。公告称公司于 3 月 8 日收到辽宁丹东市中级人民法院民事裁定书，丹东市中级人民法院审查认为，申请人丹东银行股份有限公司的申请复核法律规定，依法裁定：共计查封公司价值 48.93 亿元财产。申请人认为公司资金链断裂，无法履行还款义务。

（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：银行资本困境对债市的影响

目前资本充足率情况如何？截至 17 年底，银监会口径的商业银行资本充足率 13.65%、一级资本充足率 11.35%、核心一级资本充足率 10.75%，均高于监管要求，压力不大。但根据我们统计的 123 家银行截至 17 年 3 季度的资本充足率情况，发现有 21 家存在达标压力，主要是一级资本较缺乏。而只通过未分配利润来补充资本，难以支撑银行资产的扩张速度。

金融严监管下的银行资本困境：第一，表内非标监管穿透带来资本压力。根据我们的测算，表内非标完全穿透，将新增风险加权资产 5.3 万亿左右。第二，表外非标回表带来资本压力。如果表外理财的非标资产全部回表，预计会新增 3.4 万亿的风险加权资产，加上表内的 5.3 万亿，风险加权资产将增加 8.7 万亿（约增长 7.1%）。第三，代持等规避监管的方式受限。302 号文使银行无法通过代持等违规手段使信贷资产出表，也就无法通过虚减风险加权资产的规模来应对资本充足率的考核，或将加剧部分银行缺资本的困境。

银行资本困境对债市的影响。一方面，缺资本背景下，银行发行并互相持有各类资本补充工具，如永续债、优先股、二级资本工具，会挤占其他类型债券的配置额度。但另一方面，从资本节约角度来看，银行或增配利率债，加上国债还有免税的优势，因此利率债会受到表内配置资金的青睐。更为重要的是，银行资本困境将使融资需求下滑。从 18 年前两个月的金融数据可以看出，一方面非标已经在逐渐回表，融资需求转移到了表内信贷；另一方面，受到银行资本的约束，表内信贷的增加难以完全对冲非标规模的收缩，整体的融资规模有明显的下降趋势，有利于打开利率的下行空间。

上周市场回顾：资金面窄幅波动，国开跌国债涨

二级市场：国开跌国债涨。上周经济数据超预期，十年国开发行量从 70 亿增至 90 亿，国开国债表现分化。具体来看，1 年期国债收于 3.32%，较前一周上行 6BP；10 年期国债收于 3.82%，较前一周下行 1BP。1 年期国开债收于 4.15%，较前一周下行 4BP；10 年期国开债收于 4.84%，较前一周上行 4BP。

一级市场：存单“量价齐跌”。上周记账式国债发行 500 亿，政金债发行 869 亿，地方债发行 894 亿，利率债共发行 2263 亿、净供给为 1192 亿。认购倍数尚可，其中短期政金债需求不错。同业存单发行 5620 亿，环比减少 2702 亿、但绝对量仍不少，净发行 1638 亿。股份行 3M 存单发行利率下行 7BP。

本周债市策略：调整就是配置机会

未来一周将迎来美联储议息会议，对于此次美联储加息预期已较为充分，此前我们做过一致预期调查，62%的投资人认为央行会小幅上调公开市场操作利

率，这意味着即便国内央行顺势上调 OMO 利率，对市场的实质影响也有限。随着季末因素逐步到来，资金面或有扰动，但在央行积极投放、财政存款下发等因素下，资金利率整体仍将在窄幅波动的轨道上运行。

近期经济数据短期虽超预期，但存在疑虑，后续开工旺季或呈现旺季不旺局面，对债市支撑并未发生实质变化，数据公布后债市表现平稳即可佐证。在去杠杆的大背景下，无论是央行对未来货币低增速是新常态的定位，还是两会首次未定任何货币、融资增速目标，以及郭主席关于企业、政府和居民都要去杠杆的讲话，其实都意味着社会融资增速的下滑是必然的趋势。这也就意味着今年债市的机会是确定的，如果因为短期经济、通胀数据超预期导致债市调整，那么肯定是配置的好机会。

信用债

本周专题：从股权质押看民企信用风险。1) 部分主体再融资风险升温。当前的融资环境仍然相对偏紧，质押新规下新增股票质押融资规模可能不增反降，质押比例高出 50% 的股票其大股东无法进行新的质押融资，推升企业再融资风险。此外，过高的质押比例会使控股股东处于失去控制权的风险中。2) **上市公司母公司的几个危险信号。**近年来已经有不少信用事件发生在上市公司母公司身上，而通常这些公司股权质押比例都非常高，比如亚邦集团、淄博宏达、亿利集团、亿阳集团等，上周出现私募债违约的神雾环保也是上市公司，其母公司神雾集团对该期违约债券提供担保，但集团所能提供的支持十分有限：神雾集团持有神雾环保和神雾节能的股份质押比例高达 99.78% 和 96.36%，且相当大的部分近期被司法冻结；截至 17 年年中母公司报表中货币资金仅有 7.17 亿，合并利润也主要来源于上市公司，若因股权质押失去控制权，集团资质将严重下挫。投资时建议关注以下危险信号：盈利能力子强母弱；债务集中在母公司而货币资金集中在上市子公司；母公司所持股权质押比例高，存在较大规模的资金占用。3) **哪些发债主体值得我们关注？**截至 3 月 16 日 A 股市场共有 142 家上市公司股票质押比例超过 50%，其中有 21 家的大股东有存续债券，多为 AA 级及以下的民企发行人，且质押股票占其持有总数的比例普遍较高。部分发行人盈利能力明显子强母弱，单一上市公司贡献度超过 50% 的有 13 家，且优质资产集中在子公司而母公司货币资金较少、债务负担重，具体筛选企业见正文，建议关注其再融资和流动性风险。

一周市场回顾：供给大幅增加，收益率小幅调整。上周一级市场净供给 1202.6 亿元，较前一周的 304.2 亿元的净供给大幅增加。在发行的 218 只主要品种信用债中有 6 只城投债，占比较前一周大幅减少。二级市场交投减少，收益率小幅调整。具体来看，1 年期品种中，AAA- 等级及以上收益率基本持平，AA+ 与

AA-等级收益率均下行 2BP，AA 等级收益率上行 1BP。3 年期品种中，AA+ 等级及以上收益率均上行 2BP，AA 与 AA-等级收益率均上行 1BP。5 年期所有品种收益率均上行 1BP，7 年期品种中，超 AAA 等级收益率上行 1BP，其他品种收益率均上行 2BP。产业债和城投债收益率均以下行为主。

一周评级调整回顾：神雾科技集团评级被继续下调。本次评级调整主要是由于神雾集团上市子公司神雾环保流动性资金紧张，未能如期兑付神雾环保 2016 年非公开发行的“16 环保债”公司债回售本金和利息合计 4.86 亿元。而神雾集团对该债券有全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，“16 环保债”所出现的实质性违约反应神雾集团整体流动性紧张，神雾集团整体偿债能力减弱。

投资策略：信用利差仍趋上行。上周信用债收益率微幅上行，AAA 级企业债收益率平均上行 1BP、AA 级企业债收益率平均上行 1BP，城投债收益率平均下行 2BP。。下一步表现如何？建议关注以下几点：

1) 16 环保债回售违约。由控股股东神雾集团担保的 16 环保债回售违约，发行人借壳上市以来经营业绩持续高增长，但关联交易占比高、客户集中度高、资金链紧张等业务特征遭市场质疑。控股股东所持有上市公司股份绝大部分已经质押，股价下跌后面临丧失控制权风险。神雾系尚有小公募 16 神雾债和私募可交债 16 神雾 E1 存续，需密切关注后续兑付风险。

2) 风险偏好仍低。我们最新一期的债市一致预期调查结果显示，对于最看好的信用债品种，选择高等级国企债的投资者占比超过七成，而对于民企债、低等级债、城投债都不太看好，意味着投资者风险偏好仍低，安全性券种受青睐。近期民企信用违约事件频发，二季度融资环境难有好转，而债券到期量仍大，信用风险仍将呈上升态势。

3) 信用利差仍趋上行。年初以来信用债表现弱于利率债，信用利差小幅上行，展望后市，利差依然趋升，信用弱于利率仍将大概率持续，一是资管新规即将落地，监管影响或从情绪冲击转化为实际抛压；二是这轮调整以来，信用利差升幅有限，目前仍处于历史较低水平；三是投资者普遍更偏好利率和转债，我们最新的调查结果显示，看好信用债的投资者占比仅 23%，远低于可转债（58%）和利率债（32%）。

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

