

研究报告

2016年第87期

2016.09.15

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

债券违约加速扩散 警惕风险向银行传导

要点

- 长期以来，当企业尤其是国企债务到期无法兑付时，总有大股东、政府等其他主体的接盘兜底。在种种隐形担保支撑下，债券市场在2014年以前一直没有发生过发行主体实质性违约。“刚性兑付”助推企业发债动力，信用债市场迅速扩大，企业杠杆快速攀升，违约风险逐渐积累。随着经济周期调整和政府财政收支压力加大，政府对债券违约的容忍度明显提高。失去隐性担保后的信用债违约事件频频发生，并以加速度向非周期行业和下游企业扩散，地方国企成为多发带。债务违约的大面积扩散将对债券发行和流通市场产生不良影响，债券市场融资功能有可能被削弱。目前信用利差尚处低位，随着未来债务到期压力加大，利差将出现趋势性上升，企业融资成本上升，进一步加大违约风险，并可能对银行贷款质量产生负面影响。信用债的大面积违约还将使商业银行理财产品出现收益下降甚至到期不能兑付的风险。银行在企业信用债的承销、托管等过程中，如果信息披露、尽职调查工作存在疏忽，当企业信用债出现违约时，将可能承担相应的责任，形成重大声誉风险。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

债券违约加速扩散 警惕风险向银行传导

2014年3月，“11超日债”宣告违约，成为信用债市场首例违约事件，标志着长期以来我国债券市场“刚性兑付”的神话被打破。此后，债券违约不断浮出水面，并迅速向各类企业和行业扩散。尤其是今年，违约事件明显向国字头企业集中，地方国有企业违约多发，风险持续释放。

一、我国债券市场发展概况

作为主要的直接融资市场，我国债券市场的起步要早于股票市场。1950年，为支援解放战争，恢复发展经济，我国发行了一种以实物为计算标准的公债——人民胜利折实公债，其募集和还本付息均以实物为计算标准以避免受到物价水平波动的影响。之后，为加快国家经济建设，在1954-1958年间连续五次发行“国家经济建设公债”。1958年以后，我国进入“大跃进”时期，经济秩序混乱，国债发行被迫暂停，直到1981年1月《中华人民共和国国库券条例》颁布，财政部才恢复发行国债，主要采取行政摊派方式，由财政部门直接向认购人（主要是企业和居民个人）出售。1988年，我国尝试通过商业银行和邮政储蓄的柜台销售方式发行实物国债，国债一级市场初步形成。同年，财政部在全国61个城市进行国债流通转让试点，中国国债二级市场（柜台交易市场）初步形成。1996年末，中央托管机构成立，债券市场由此进入快速发展期。

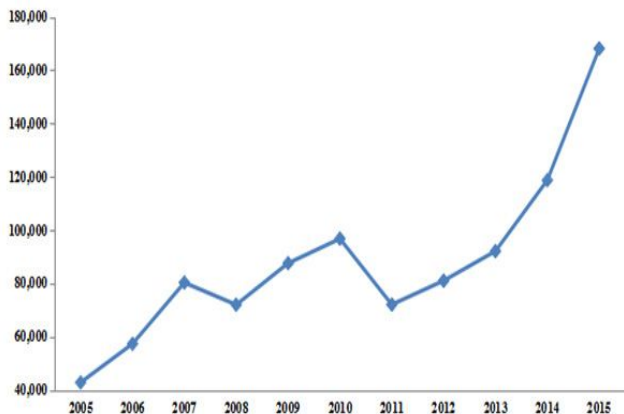
经过二十年发展，我国债券市场逐步成长为仅次于美国和日本的全全球第三大债券市场。尤其是最近一年多时间里，债券发行量加速增长，2015年共发行各类债券16.82万亿元，同比增长53.12%（见图1）。截至2016年7月末，我国债券市场市值为42.4万亿元。债券发行加速主要是受地方政府债和公司债大量发行的影响。2015年，我国开始允许省级地方政府发债，地方债发行呈现井喷之势。地方政府债券全年共发行3.84万亿元，几乎是2014年的10倍；地方债占有所有债券的比重已达15%，仅次于金融债与国债。2015年1月，证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，放宽发行主体至全部公司制法人（除地方融资平台），促使公司债发行量迅猛增长，尤其是2015年7月以后，



公司债发行量明显超过中票、短融等，全年发行量接近 1 万亿元，创历史新高。

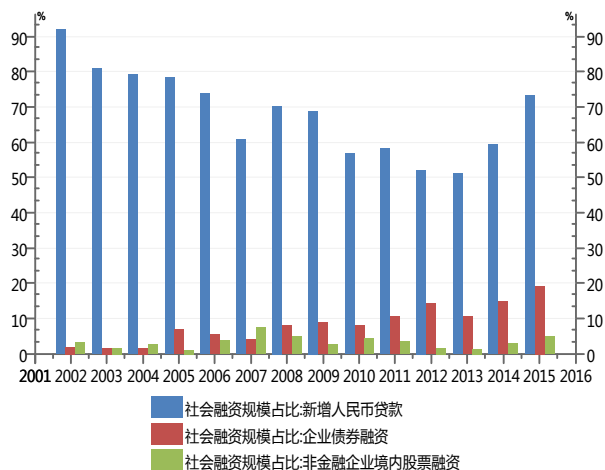
债券市场的扩容为我国经济发展提供了大量资金，2008 年后，债券融资规模已大大超过股票融资规模，企业债券融资在社会融资规模中的占比从 2002 年的 1.8% 上升到 2015 年的 19.1%（见图 2）。

图 1 2005-2015 年债券市场发行量（单位：亿元）



数据来源：《中国债券市场概览 2015》

图 2 社会融资规模结构（单位：亿元）



数据来源:Wind资讯

债券可按照发行主体的信用等级分为利率债和信用债。利率债是指债券利率水平与无风险利率接近的债券种类，包括国债、央行票据、地方政府债等。由于这类债券背后具有政府信用，债券风险很小，收益率较低，接近无风险利率水平。与利率债对应的是信用债。信用债没有国家信用作背书，发行人是具有法人资格的企业、公司制法人，债券违约可能性较高，因此信用债的利率水平要在无风险利率水平上加上一个风险溢价，风险溢价的高低由发行人的信用等级所决定，信用越高，溢价越低。近年来我国信用债的发行量快速增长，2013 和 2014 年，债券发行量中几乎一半都是信用债（见图 3）。截至 2016 年 6 月，债券存量中信用债占比已经达到 35%。

2014 年起，债券市场进入偿债高峰期，偿还期集中到来与企业经营形势恶化叠加，极大地影响了企业的偿债能力。2014 年 3 月 4 日晚，深交所上市公司 *ST 超日发布公告，称其无法按照原定付息日全额支付当期利息共 8980 万元，仅能按期支付共计人民币 400 万元。至此，“11 超日债”正式宣告违约，成为

国内首例违约的公募债券，这也是我国公司债券市场历史上首个付息债务违约事件，拉开了信用债违约的序幕（见图4）。

图3 债券发行结构

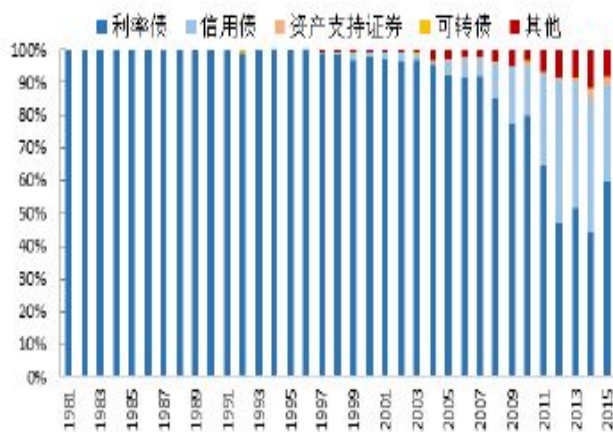
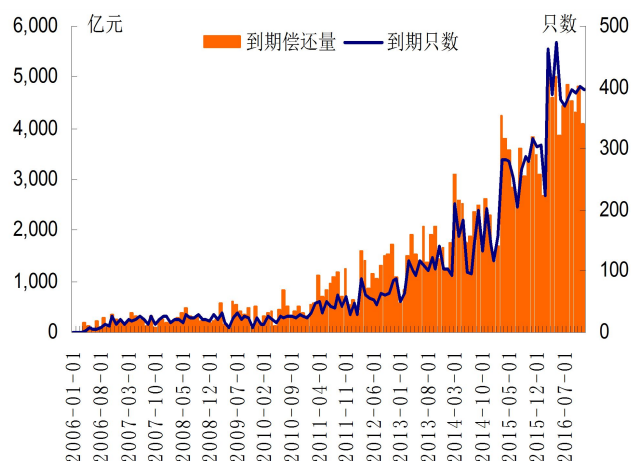


图4 信用债到期情况



二、截至目前信用债违约的几大特点

（一）违约事件加速暴露

2014年3月至2016年8月末，我国共发生信用债违约事件68起，违约金额共计386.31亿元。若以半年为一个时间段衡量，违约事件正在以加速的态势发生（表1阴影部分），涵盖短期融资券、超短融、中期票据、企业债、私募债等全部债权品种。

表1 信用债违约情况

	2014 上半年	2014 下半年	2015 上半年	2015 下半年	2016 上半年	2016 年 7-8 月
违约债券只数	1	4	7	13	38	5
违约金额	10	1.6	32.9	86.7	237.11	18

数据来源：Wind 资讯



（二）顺周期、过剩产能行业是违约多发区

截至 8 月末，按照信用债违约金额排序，排在前十位的发债企业中，属于产能过剩行业的有 6 家，房地产行业 1 家，贸易公司 1 家（上海云峰集团），食品行业与新能源行业各 1 家。在全部信用债违约金额按行业分布图中，钢铁、电气部件与设备、贸易公司与工业品经销商、建材分别占到 17.5%、15.9%、15.3% 和 11.9%，四个行业债券违约金额在全部信用债违约金额中已占到 60.6%。其中，上海云峰作为一家贸易公司，主营能源、物流、汽车、房地产四大板块，资金多投向能源矿产和房地产行业。可见，信用债违约多发于强顺周期行业，经济增速的下滑使这些顺周期行业首当其冲，债券违约风险明显上升。随着信用债违约的扩大和蔓延，违约行业逐步从强周期性和产能过剩行业向运输、食品饮料等非周期性行业扩展，信用风险从上游行业向中下游行业暴露，评级被下调的企业出现了向食品饮料等中游行业企业扩散的迹象。

图 5 违约金额前十名企业

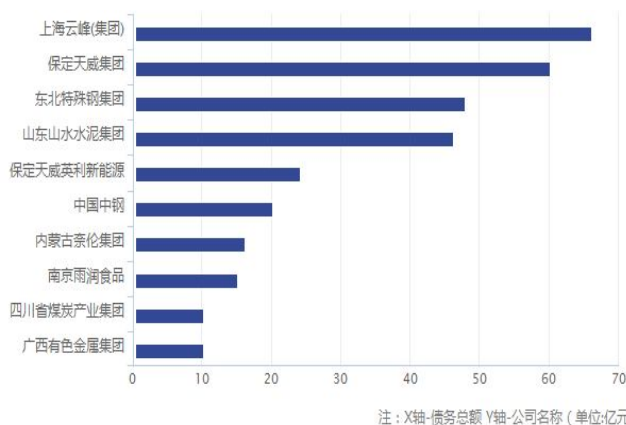
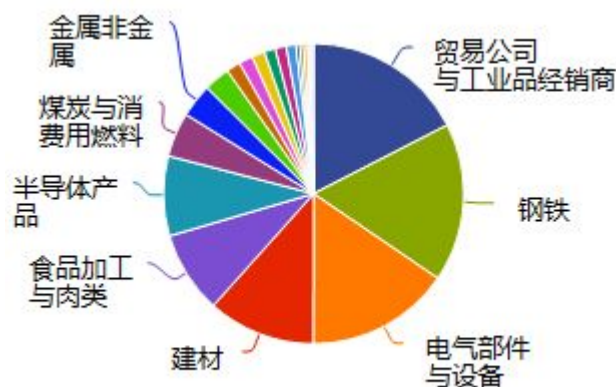


图 6 债券违约的行业结构



（三）由民企向国企蔓延，地方国企成违约主体

本轮信用债违约始于民营企业。2016 年以前，信用债违约多局限于民营企业，25 例违约事件中民营企业占 15 例，违约金额占 24%；国有企业违约仅 5 例，但体量较大，违约金额占比 44%。2015 年 4 月，保定天威集团发行的“11 天威

MTN2”未能按期兑付利息，成为首例国有企业债券违约事件，标志着信用债违约从民企向国企扩散。进入2016年以后，国有企业（包括地方国有企业和中央企业）违约事件明显增多，年初至8月末，43只违约信用债中有20只为国有企业发行，违约金额占比升至64.6%。其中，地方国有企业债务违约增速又快于中央企业。2016年以前，地方国企信用债违约仅1例，违约金额3亿元；2016年前八个月已有16只债券违约，金额总计123.7亿元；同期中央企业信用债违约4只，金额41亿元。地方国企已成为债务违约的主体。

2014年3月至2016年8月末，68只违约信用债中，由民营企业发行的占47%，国有企业发行的占37%，其中地方国企发行占25%，中央企业占12%。尽管国有企业债务违约事件少于民营企业，但从金额看，68只债券违约金额386.31亿元中，国有企业违约金额就占57.7%，其中地方国企占32.8%，中央企业占24.9%。而民营企业违约债券金额占比仅为17.1%。

图7 违约债券的企业类型结构（按违约债券只数）

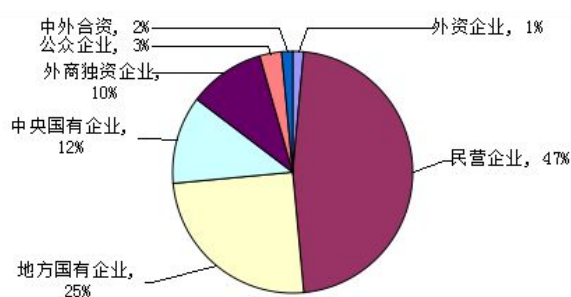
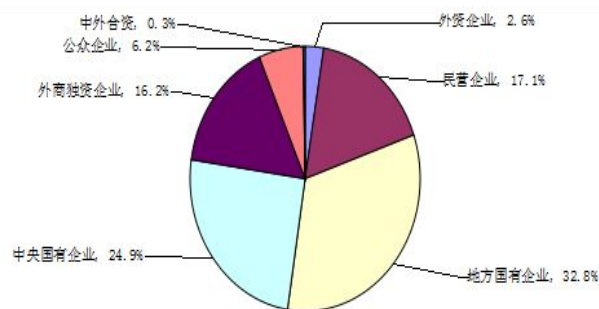


图8 违约债券的企业类型结构（违约金额）



（四）违约周期明显缩短

根据wind资讯信用债违约数据，可计算出截至今年8月末发生违约的68只信用债，从起息日到发生违约的平均间隔大约为两年（794天）。其中，2014年以前发行的信用债平均违约周期为三年（1112天），2014年以后发行的平均



违约周期大幅缩短为1年（415天）。可以推断，近两年来经济下滑和结构调整对信用债违约具有比较显著的影响。

三、信用债违约集中爆发的原因

从“刚性兑付”到“援助但不兜底”。长期以来，在国内债券市场上，当企业尤其是国企债务到期无法兑付时，为了挽救信用、稳定市场、保护企业及投资者，总有大股东、政府等其他主体的接盘兜底。在种种隐形担保的支撑下，国内债券市场在2014年以前一直没有发生过发行主体实质性违约，即便偶尔出现信用事件，也都在刚性兑付的环境下化解，债券收益并不反映其风险，债券持有人总能稳得信用利差¹。债券违约时，刚性兑付固然能够暂时保护投资人利益，缓解社会矛盾和维稳压力，但却使投资者逐渐丧失了市场风险的判断和认识能力，助长不理性投资和投机心理。更重要的是，刚性兑付使各类企业债务融资的可得性大大提高，推高了杠杆率，债务风险逐渐积累。2015年，我国大型煤炭企业亏损面超过90%，负债总额却同比增长10.4%至3.68万亿元，90家大型煤炭企业负债总额高达3.2万亿元；一季度末，39家上市煤炭企业平均资产负债率为59.16%，超过70%警戒线的有10家。当前我国钢铁行业负债总额已超过3万亿元，2015年中国大型钢铁企业平均资产负债率也已高达70%。

债券市场的良性发展必须打破“刚兑”，这已成为各界共识，也正在成为现实。政府对债券违约的容忍度明显提高，谈到近期几起违约事件时，财政部负责人直言“援助但不兜底”，“权威人士”在人民日报指出，“有序打破刚性兑付”，“局部的风险该释放的也要及时释放，打破刚性兑付，反而有利于降低长期和全局风险”。当然，经济的转向使地方政府财政收支压力不断加大，为债务兜底的能力越来越弱也是打破刚性兑付的一个促成因素。政府态度的转变使发行企业一时间要全部承担起还债的责任，习惯了政府兜底的企业多年来没有培养起债务处置能力，或者还幻想政府最后来“救火”。尤其是国有企业，长期凭借国

¹ 信用利差是指信用债收益率与市场无风险收益率之间的利差，可以理解为对投资者承担的违约风险的补偿。国外通常的计算方法是用信用债收益率减去相同期限的国债收益率。

家信誉借债和还钱，缺乏财务硬约束，在违约处置方面明显落后于民营企业。已经兑付的公募违约债中除“15华昱CP001”为央企发行人外，其余均为民营企业。

经济周期调整暴露企业过度举债风险。在经济繁荣时期，刚性兑付下激发的非理性债券投资需求与企业债务融资需求往往不会大量暴露，因为只要企业保持稳定的盈利增长，具备债务偿还能力，即使存在一定程度的过度融资，也可以较快实现资金腾挪消化风险。一旦经济运行转向，再叠加债务集中到期，这些风险就会集中爆发，通过市场成倍地放大，引起信用萎缩，并沿着产业链波及更多的行业。当前我国信用债违约的引发点就是受经济周期因素影响，煤炭、钢铁、光伏、化工等产能过剩行业企业盈利水平大幅下降，甚至出现巨额亏损，导致这些企业发行的信用债券首先出现违约。

国内评级机构专业化程度较低增加债券违约风险。企业发债时，需要对发债主体、担保主体进行信用评级，信用债风险溢价的高低与债券评级直接相关。目前我国主要的信用评级机构主要包括中诚信国际、联合资信、大公国际等评级公司，其评级质量可信度不高，难以为投资者全面准确揭示债券市场风险。截至2016年9月6日，银行间债券市场的信用债券主体评级中，AA（含）以上的债券占比高达92%，远远高于美、日债券市场同级别企业占比。并且，同一家公司发行的债券在国外的评级往往低于国内，比如万科发行的债券在国外评级为BBB+，在国内却达到了AAA。国内评级偏高的原因一是我国大部分债券采取发行人付费模式，评级公司存在迎合发行人需求的动力，加上刚性兑付背景下债券违约率低，评级机构基本不用担心债券违约对自身将产生的不良影响。原因二是评级技术和能力较弱，在国际上得不到广泛承认，国内信用评级业经过近三十年的发展，目前注册备案的信用评级机构有上百家，但至今没有一家是得到广泛认同的信用评级机构。

四、关注信用债违约带来的影响

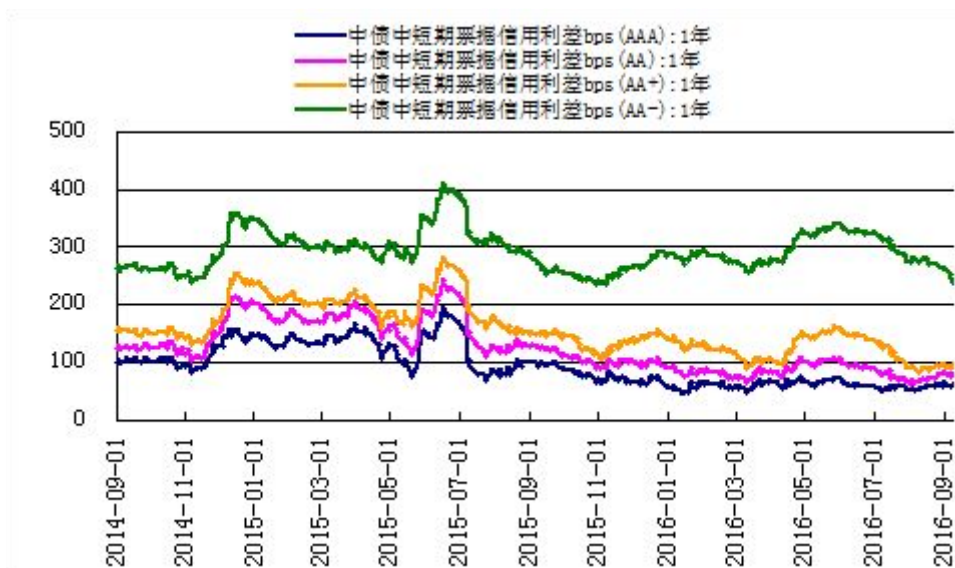
首先，一级市场和二级市场均受到影响。受债券违约事件影响，今年以来债券信用等级下调更趋频繁，前8月已有逾两百只债券的债项评级被调低。债



券发行受到明显影响，2016年上半年共发生335起债券推迟或发行失败事件，超过2015年和2014年。从二级市场看，今年四季度中低评级的债券到期量较大，债券违约风险可能进一步加大。如果部分违约债券暂停交易，完全丧失了流动性，会导致包含该债券的投资组合产品（比如基金）在面临赎回时无法及时回收流动性，投资人只能被迫卖出其他相关债券；信用风险的上升还会降低投资者风险偏好，降低债市流动性，使金融市场失去合理定价的基础。

其次，不利于企业降低融资成本，进一步加大违约风险。通常情况下，违约事件不断发酵会带来投资者风险偏好下降，对信用债要求索取更高的风险溢价作为补偿，带动信用利差上升，企业融资成本上升，进一步削弱债务偿还能力，加大债务违约风险。但目前来看，市场资金总体充裕，资产荒使债券尤其是中高评级债券吸引力依然较强，信用利差暂时还没有发生持续显著扩大。但信用利差未覆盖债券违约风险，这本身就是金融市场定价机制失效的一个表现，给债券市场埋下新的风险隐患。随着违约面积继续扩大尤其是地方国企债务风险集中暴露，信用利差趋势性上升不可避免。

图9 中短期票据信用利差



第三，警惕风险向商业银行传染。尽管商业银行在债券募集中只承担债券承销、资金托管等义务，对企业债务的最终偿还不承担实质性的偿付或担保责

任，但在企业债违约事件中仍难以完全置身事外。一是企业信用债违约风险会波及到银行信贷资产。在经济下行、企业融资困难的背景下，企业往往寻求多元化的融资渠道，债务组成中既有银行贷款，也有债券融资。企业信用债违约风险上升会加剧市场恐慌情绪，降低投资者风险偏好，企业综合融资成本上升，融资难度加大，进一步削弱企业盈利能力和偿债能力，使商业银行的信贷资产面临更大风险。二是为应对资产荒，银行理财产品对于享有刚性兑付优势的债券的投资比重有所上升，刚性信仰被打破后，商业银行理财产品会出现收益下降甚至到期不能兑付的风险，尤其是当投资组合中遇到有债券暂停交易，投资者赎回量增大，银行将面临的流动性风险上升。投资者尤其是个人投资者对于购买理财产品的风险意识还不强，当银行理财产品收益率出现较大下滑，银行往往成为“刚性兑付”的承担者。三是银行在企业信用债的承销、托管等过程中，如果信息披露、尽职调查工作存在疏忽，当企业信用债出现违约时，将可能承担相应的责任，形成重大声誉风险。