

2017年3月1日

分析員 劉雅瑩

## 信用違約頻現 改變內地債市運行常態

2016年4月份，以中城建、東特鋼等央企債務違約為標誌，國企剛性兌付逐漸被打破。信用事件的發酵使得市場趨於謹慎，信用債收益率向上攀升。儘管這輪信用事件的爆發一度引發市場的流動性危機，但不少投資者（尤其是境外投資者）認為這對中國的債市而言並非壞事，因為國企央企的違約加劇有助於直接打破國企“剛性兌付”，使債市回歸其本質。而2016年底，債市發生踐踏事件，多家企業取消或推遲發債，再融資壓力重獲市場關注，這或會令2017年債市違約數目再度增加。儘管如此，信用事件的爆發一定程度上還是有助於推動中國債市合理的風險定價，並且幫助投資者提高風險意識。

### 一、2016年前信用風險的緩釋大部分是通過剛兌解決

根據聯合信用評級有限公司資料，我國債券市場首次信用風險事件發生在2006年7月，福禧投資控股有限公司發行的“06福禧CP01”短期融資券陷入兌付危機。此後，2008年、2009年、2011年、2012年，和2014年，中國債券市場陸續發生了1次、2次、3次、7次及13次信用風險事件。

在2011年和2013年，都曾出現過類似2016年年底的情況，即流動性衝擊引發信用風險。2010年3季度至2011年3季度這一年間，央行通過9次提高準備金率和5次加息對抗通脹，結果令企業融資成本明顯抬升。此外，各部委對城投平臺融資的收緊，直接觸發了平臺信用風險的爆發。11年滇公路和上海申虹城投平臺爆發信用事件，最後通過地方政府協調解決。

2013年，房地產市場過熱導致非標（非標準化債券資產）興起。為限制非標擴張，銀監會出臺8號文對非標資產進行規範管理，最終導致了當年的錢荒。流動性衝擊下，民企和低等級的地方國企爆發信用風險。如2014年初中誠信託、海鑫鋼鐵等出現違約危機。2014年3月7日，由於\*ST超日無法按時支付“11超日債”8980萬元利息，“11

“超日債”成為公募債券市場首單利息支付違約的債券。儘管事情最終由以保利協鑫為首的9家重組方籌集資金解決，使\*ST超日避免進入破產清算程式。但超日的利息違約宣告中國債市零違約神話的破滅，信用風險進一步擴散。

2015年，債券市場開始零星出現更多剛性兌付被打破的跡象。年初ST湘鄂債成為首單本金違約的公募債，4月份“11天威MTN2”成為首單違約的國企債券，但債券持有人和母公司均不願兜底處理。天威集團此次的中票違約，被市場廣泛解讀為開啟了國企債券違約的先河。至此，剛性兌付這一隱形慣例已有所動搖。但就整體而言，信用債市場在2016年以前仍是偏剛兌的。而且在剛兌緩釋風險後，債券市場依然能夠繼續走強，這反映出債市定價的有效性仍然較低。

時間	企業名稱	違約產品類型	規模	解決方式
2006年	上海福禧	債券	10億	地方政府協調，中國工商銀行負責處置
2011年	滇公路	貸款	近千億	地方政府協調還款事宜
2011年	上海申虹	貸款	10億元	地方政府介入，十家銀行組團馳援
2012年	山東海龍	債券	4億	地方政府協調，恒豐銀行負責到期兌付
2012年	江西賽維	債券	4億	地方政府啟用財政資金兜底償還
2012年	新疆新中基	債券	4億	新疆建設兵團農六師國資進行兜底償還
2014年	中誠信託	信託	30億	華融資產管理公司接盤
2014年	海鑫鋼鐵	貸款	超30億	地方政府協調還款事宜
2014年	山西華通路橋	債券	4億	地方政府協調籌集資金予以償還
2014年	上海超日太陽	債券	10億	地方政府協調重組，籌集資金予以償還

資料來源：市場訊息整理，中銀香港研究

## 二、2016年債市違約事件激增 國企信仰終被打破

### 2016年4月債市爆發無序信用違約

2016年3月28日，東北特鋼宣佈構成實質性違約，成為中國債券市場上第一起地方國企違約事件。隨後，天威、鐵物資、宣化北山和海南交投接連爆發信用事件，債市出現無序違約。這些地方國企和央企信用違約的爆發，標誌著國企信仰終於被打破。由於市場擔憂情緒升溫，產品贖回明顯增加，信用風險開始引發流動性風險。這段時間，10年期國開債收益率從1月中的3.05%升至3.28%，不少企業取消發行。據統計，4月當月累計推遲或取消發行141只債券。此外，信用違約還蔓延至點心債市場。6月20日，中城建發行的點心債發生違約，未能悉數償付。

## 2016年四季度違約事件再抬頭

2016年四季度以來，監管層去杠杆態度堅決，市場流動性收緊令金融機構負債端壓力上升，進而抬升了債券收益率。與4月份不同，這次是流動性風險首先發酵，最終再度爆發信用違約事件。11月份以來，中城建和川煤出現實質性違約，河北物流和大連機床則出現“技術性違約”。其中大連機床在技術違約兌付後再次出現實質違約，並觸發交叉違約。

據統計，2016年共有79只中國企業債券發生違約，違約規模超過400億元，2016年中國違約債券數量和違約債券餘額是2015年和2014年總和的近3倍。此外，值得注意的是過去違約主體主要集中在民營企業，但2016年以來，央企、國企也開始陸續出現違約現象。統計顯示，2016年違約債券發行主體有六成左右來自央企和國企，而國企央企的總違約規模達188億元，占整個市場近一半。債市的頻繁違約亦推動信用債發行利率創年內新高。統計顯示，12月份企業債平均發行利率達5.7%，較年內均值高出200BP，而12月份公司債平均發行利率達4.8%，較年內均值高出100BP。

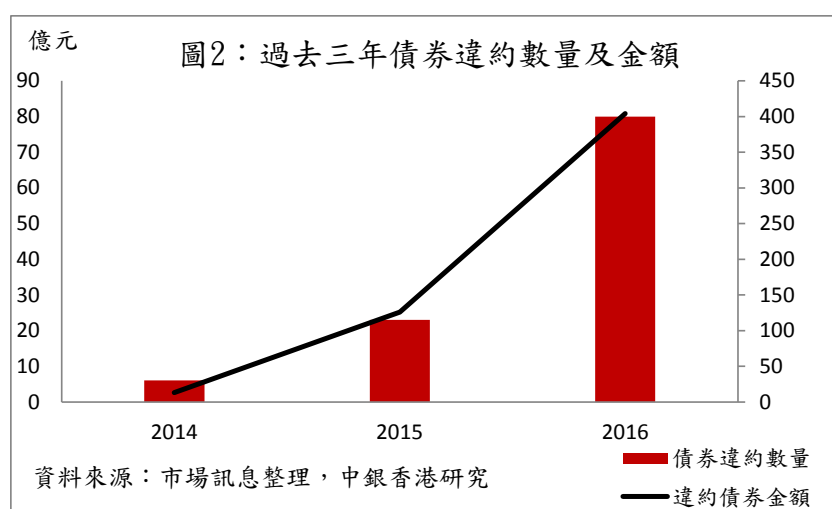
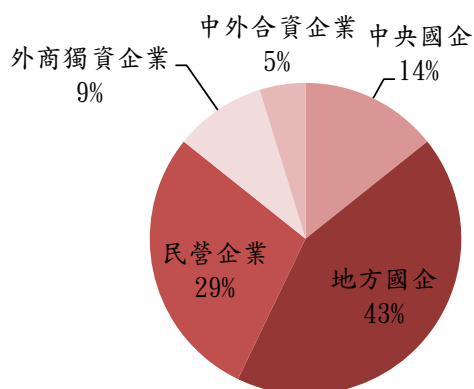


圖3：2016年違約金額超10億元的債券主體分佈

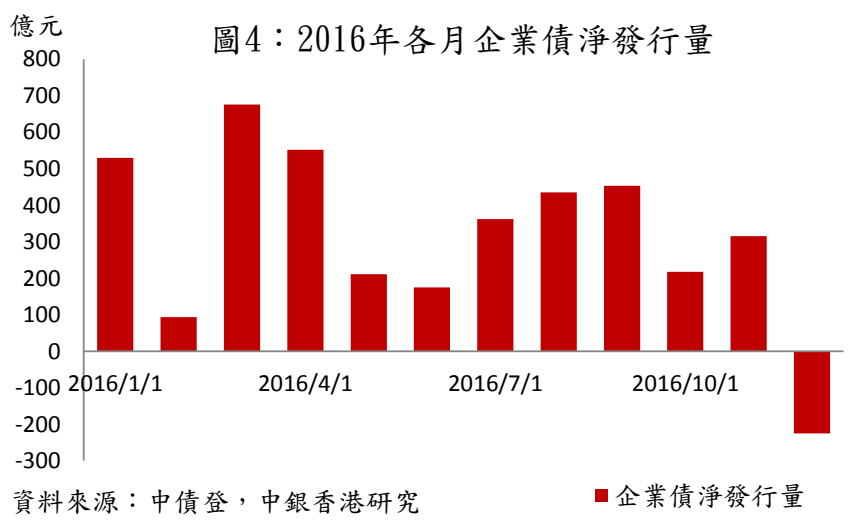


資料來源：市場訊息整理，中銀香港研究

### 推遲或取消發行的債券規模攀升 企業再融資難度加大

信用利率的飆升進一步加大了企業再融資難度，12月推遲或取消發行的債券規模激增。統計資料顯示，12月取消發行的信用債規模為725.8億元，推遲發行規模為105億元，環比分別增加3.26倍和1.48倍。由於大規模取消和推遲發行，12月企業債淨融資額罕見地跌至負區間，為淨流出225億元。在監管層去杠杆決心堅定和市場情緒偏謹慎的背景下，本輪債市的調整在短期內難以逆轉。這或導致未來一級市場的融資規模繼續低企，進而加劇債市的再融資壓力。統計顯示，將於2017年到期的主要信用債品種規模合計約4萬億元，其中至少有2.3萬億元於上半年到期。可見，若再融資環境收緊，企業償債能力很可能繼續惡化，流動性壓力的加大或引發2017年債市出現更多實質性違約事件。

圖4：2016年各月企業債淨發行量



資料來源：中債登，中銀香港研究

■ 企業債淨發行量

### 三、打破剛性兌付有助於促進市場健康發展

不可否認，打破剛兌會在短期內產生一些負面影響，包括（1）債市違約會加大一級市場的波動，推高債券發行利率及影響債券市場的融資功能；（2）降低了市場流動性，致使貨幣政策傳導機制不順暢；（3）債市波動會蔓延至其他金融市場，甚至衝擊宏觀經濟。

然而，從長遠的角度看，打破剛性兌付有助於促進市場健康發展。

**首先，違約事件有利於推動信用債投資回歸風險定價，並引導資金的合理配置。**

在國內特有的剛性兌付背景下，以往高風險高利率的債券甚少出現實質性違約，發生了風險事件通常也是由政府兜底處理，從而使投資者忽略債券的信用等級，盲目追求高利率固定收益類產品。這導致收益高、品質差的項目充斥著市場，品質高、收益低的項目卻被擠出。顯然，資產的不合理配置抬高了市場無風險資金定價，不利於市場的健康可持續發展。而2016年以來“剛性兌付”被打破，出清一批劣質的項目和企業，這將有助於逐步釋放信用風險，最終實現資源優化配置和經濟結構調整。

**其次，違約事件有助於提高投資者風險防控意識。**

政府過去的隱性擔保導致投資者盲目追求高利率固定收益類產品。然而，固定收益產品並非指保本保息，其只是約定了預期收益，因此仍然存在違約的概率。根據國際經驗來看，債務違約十分正常。國外之所以重視債券評級，也就是要以此來提示其發生違約的概率。因此，打破剛性兌付，讓投資者承擔應有風險，也是市場對非理性投資的教育，有助於提高投資者風險防控意識。

**最後，打破剛性兌付有助於推進中國債券市場的“國際化”進程。**

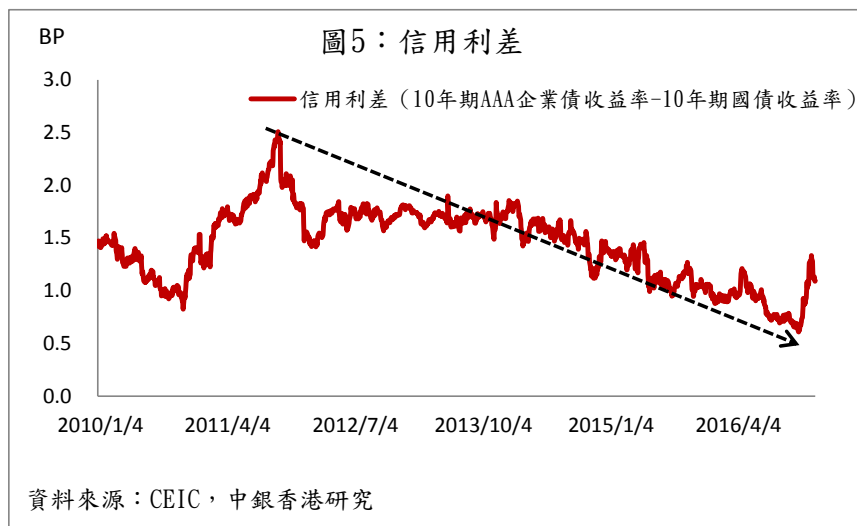
自從人民幣加入SDR以來，外資流入國內債券市場的規模有所提升。中債登資料顯示，截至2016年底，境外機構增持中國國債規模7成至4237億元人民幣，為連續第14個月增持中國國債。但境外機構增持企業債以及中期票據的金額仍在不斷下降，而外資投資占中國債市總規模的比例還非常小，目前僅有1.78%。在主要國際市場維持負利率的背景下，中國債券屬於高收益品種，卻未能吸引外資湧入。其原因除國內政策限制較多外，更重要的是國內資訊不夠透明，不準確的



信用風險定價令國際投資者卻步。可見，增加境外機構對我國信用債市場的信心十分重要，而這個過程依賴于我國信用債市場打破剛兌，並進行更有效透明的定價。

#### 四、監管層破剛兌意願明顯加強

事實上，過去幾年信用利差呈現逆經濟週期下行。以10年期AAA企業債和10年期國債的利差為例，其從2010年的250BP大幅降至2016年11月的60BP，而同期GDP增長率卻從10.6%降至6.7%。這反映出來的問題是國內債市整體仍偏剛性兌付，使得市場價格對信用風險的反映不足。2016年這兩次信用事件的集中爆發，一定程度上有助於國內債市逐步打破剛兌，進而完善債市的價格形成機制。



2016年以來，監管層破剛兌的意願亦有明顯加強，具體體現在：  
（1）在2016兩輪主要的信用事件中進行不兜底處理，逐漸提升對信用風險暴露的容忍度。（2）2016年9月中推出CDS，幫助對沖信用風險。（3）管控平臺融資，加大弱資質企業融資難度。（4）10月份出臺的債轉股指導意見中，明確地把債轉股標的企業限定為“短期遇到困難但有救助價值的優質企業”。（5）銀監會在安排部署2017年重點工作任務是表示要對“僵屍企業”穩妥有序的實現市場出清。

#### 五、完善國內債市定價機制可期

近日，人行金融市場司司長亦發文表示要進一步完善債市價格形成機制。文章指出，當前債券市場仍存在一些影響市場定價的因素，其中包括（1）地方政府債券發行還存在非市場化因素，導致市場價格扭曲；（2）信用債市場一定程度上存在隱性擔保情況。人行認為市場缺乏信用風險發現機制，使得市場定價難以準確反映企業經營的

信用風險。此外，人行亦表示當前中國債市違約風險暴露有所上升，是經濟下行週期下企業釋放長期積累的信用風險的正常現象。由此可見，監管層對違約的態度較此前已有明顯轉變，未來地方政府兜底處理違約事件的可能性將進一步降低。

**根據人行資料，債券市場定價功能的完善有以下幾個改進方向：**

**第一、強化政府債券金融公共產品功能，健全反映市場供求關係的基準收益率曲線。**

人行表示未來將提高短期國債的發行比重，保持各期限國債相對均衡穩定的發行規模和頻率，以促進國債的價格發現並提升國債基準利率的公信力。財政部國庫司副司長也在1月16日的“2017年債券市場投資策略論壇”上透露，財政部將借鑒發達國家債券收益曲線編制方法，研究並實行符合我國國情的地方債收益率曲線。可見，未來我國國債和地方債基準利率的定價將更加有效準確。

**第二、有序可控打破剛性兌付。**

人行指出，剛性兌付的預期尚未完全打破，扭曲了全社會對於風險的判斷和投資者的風險偏好。對於發生債務違約的，要按照股權優先於債權承擔償債義務的原則，依法可控、穩妥有序地實施處置。人行明確提及需打破剛性兌付，這對國內債市的發展而言是重要的突破。

**第三、穩妥發展信用風險管理工具，促進人民幣利率衍生產品進一步發展。**

2016年9月23日，銀行間市場交易商協會發佈修訂後的《銀行間市場信用風險緩釋工具試點業務規則》，並新推出信用違約互換（CDS）、信用聯結票據（CLN）等產品指引，標誌著備受市場關注的CDS市場正式面世。除了為投資者提供信用風險保護和對沖外，由於CDS等信用衍生產品可將市場參與者各自掌握的公開和非公開違約資訊集中體現在價差中，能夠動態反映違約概率和違約後損失，因此CDS在價格發現和為違約事件保險方面具有重要作用。

**第四、提高評級公司揭示信用風險的能力，漸進推動債券市場評級行業對外開放。**

人行指出，我國評級行業歷史短，在債券市場存在剛性兌付的背

景下產生了評級等級虛高和區分度不足問題，導致本應以信用資質定價的市場失去辨識依據。人行認為應漸進推動債券市場評級行業對外開放，在開放路徑上，可考慮先從熊貓債開始試點，同時扶持培育國內評級機構做大做強。

事實上，國內近期也開始為外資評級機構鬆綁。2016年12月，在發改委與商務部發佈的最新版《外商投資產業指導目錄》（徵求意見稿）中，“外資資信調查與評級服務公司”這一項已從限制外商投資的14項產業目錄裡移除了。這意味著監管層有意為外資評級機構鬆綁，打破原有國內評級機構“一家獨大”的市場格局。相信監管層是希望藉此為近期違約事件頻發的債券市場建立更加完善的評級制度，這也有助於推進信用違約互換（CDS）的有效應用及債券市場更透明準確的定價。只有當市場化的，高效透明的價格機制形成後，中國的債券市場才能引入更多境外主體參與境內債券投資，推動中國債券市場的“國際化”進程。