中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 11 月 24 日　　2020 年第 53 期（总第 322 期）

全面辩证看待债券市场违约问题*

2020 年 12 月 23 日，中国铁路物资集团有限公司（简称“中国铁物”）非公开发行公司债券（第一期）成功发行。时隔 4 年，曾一度引发债券市场波澜的“中国铁物”重返债券市场，为国有企业通过改革、改制、重组实现债务可持续发展提供了成功范例，不仅得到了资本市场的认可，也给当前受“违约风暴”影响的债市注入信心。

债券违约是在债券市场逐步成熟的过程中难以避免的现象，打破国企“刚性兑付”也是供给侧结构性改革的应有之义。但由于国企的负债规模普遍极大，有的甚至在千亿以上，哪怕仅有违约风险而没有发生实质性违约，都会引发市场巨震。受经济周期和市场信心等影响，短期内债券违约现象依然可能出现，但我国债券市场长期行稳至远的改革与发展更值得关注。未来，需要做到长短搭配、标本兼治，在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置、债券可持续方式创新等深层次领域的改革。

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：陈卫东　李佩珈　汪惠青
中国银行研究院
电　话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审　稿：周景彤
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　对外公开
**　全辖传阅
***　内参材料

全面辩证看待我国债券市场违约问题

2020 年 12 月 23 日，中国铁路物资集团有限公司（简称“中国铁物”）非公开发行公司债券（第一期）成功发行。时隔 4 年，曾一度引发债券市场波澜的“中国铁物”重返债券市场，为国有企业通过改革、改制、重组实现债务可持续发展提供了成功范例，不仅得到了资本市场的认可，也给当前受“违约风暴”影响的债市注入信心。

债券违约是在债券市场逐步成熟的过程中难以避免的现象，打破国企“刚性兑付”也是供给侧结构性改革的应有之义。但由于国企的负债规模普遍极大，有的甚至在千亿以上，哪怕仅有违约风险而没有发生实质性违约，都会引发市场巨震。受经济周期和市场信心等影响，短期内债券违约现象依然可能出现，但我国债券市场长期行稳至远的改革与发展更值得关注。未来，需要做到长短搭配、标本兼治，在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置、债券可持续方式创新等深层次领域的改革。

一、2020 年我国债券违约的新变化

自 2014 年“11 超日债”成为我国首例违约债券以来，债券市场违约现象频现，“刚性兑付”的预期不断被打破，债券违约日益增多出。特别是 2020 年以来，受新冠疫情冲击下经济下行、企业经营困难增多等多重因素影响，债券市场的违约也出现了新的变化。

第一，债券违约数量增多，违约金额增大。从违约数量来看，2014 年，共有 6 只债券出现违约，随后违约数量快速攀升。2018 年受金融去杠杆政策影响，债券违约数量激增至 125 只。截至 12 月 10 日，2020 年当年新增违约债券 134 只。**从违约金额来看，**2014 年债券违约债券金额为 13.4 亿元，到 2019 年达 1496.04 亿元。单只债券违约的平均金额由 2014 年的 2.23 亿元上升至 2020 年的 11.2 亿元。

第二，民营企业是违约主体，2020 年高评级债券违约数量骤增。从发行主体的企业性质来看，债券违约主要集中在民营企业。2014 年初至 2020 年 12 月 10 日，出现

违约的 757 只债券中，71.2%由民营企业发行，7.40%和 11.89%分别由中央和地方国有企业发行（图 1）。就违约债券余额而言，民营企业占比达 66.3%，中央和地方国有企业分别为 12.67%和 13.59%。但是 2020 年以来，中央和地方国有企业债券违约数量骤增。与之相比，2020 年民营企业的违约数量仅为 2019 年的 1/2。民营企业和国有企业在违约金额上的差距也由 2019 年的 7.7 倍缩小至 2020 年的 1.1 倍（图 2）。

第三，债券违约与区域经济环境存在相关性。经济发达地区的企业较多，发行债券数量较多，债券违约余额也较高，但违约比例较低。据统计，截至 2020 年 12 月 10 日，华东与华北地区虽然存在违约债券数量较多（分别达 183 和 149 只），涉及金额也较大（分别为 1454.26 亿元和 1588.83 亿元），但余额违约率和发行人违约比例都较低（表 1）。东北地区债券违约情况较严重，违约债券余额、余额违约率和发行人违约比例在全国范围内都属高值。违约事件频发对当地政府和企业的信誉和形象造成负面影响，使东北地区长期面临“投资不过山海关”的发展窘境进一步强化。此外，受海航集团债的持续负面影响，海南省余额违约率达 11.88%，发行人违约比例达 36.36%，在全国均属最高。

图 1：债券违约发生数量、金额和主体

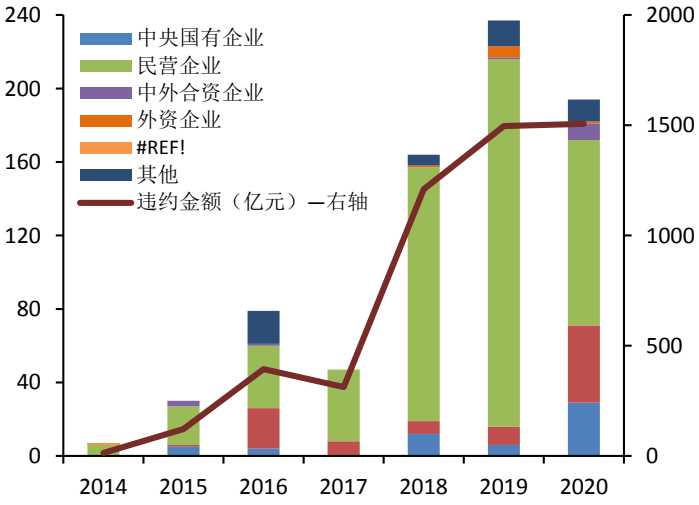
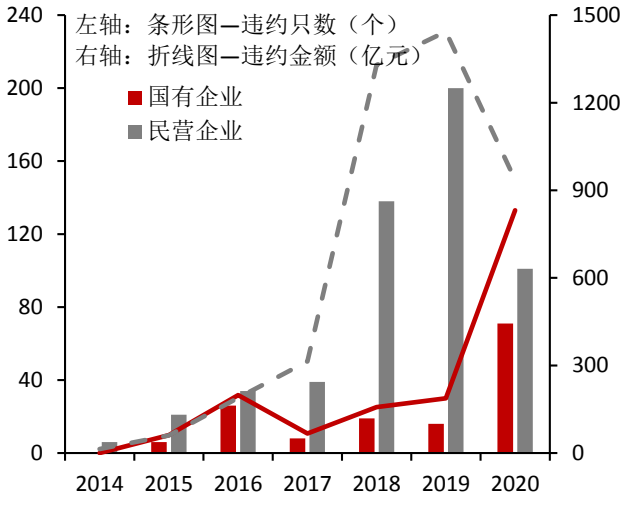


图 2：国有企业和民营企业债券违约情况



资料来源:Wind，中国银行研究院

表 1：违约债券地域分布情况

		违约只数	违约债券余额（亿元）	余额违约率（%）	违约发行人（个）	发行人违约比例（%）
华北地区	北京	87	1012.29	0.83	21	3.94
	天津	9	65.85	0.61	8	5.3
	河北	21	240.04	4.77	5	4.9
	山西	19	226.9	3.52	2	2.3
	内蒙古	7	43.75	3.92	5	9.62
东北地区	辽宁	47	380.85	10.56	9	9.09
	吉林	5	29.4	1.54	4	7.84
	黑龙江	10	57.24	6.03	3	9.09
华东地区	上海	31	434.74	1.29	10	2.97
	江苏	36	216.49	0.69	12	1.52
	浙江	39	260.53	1.22	10	1.62
	安徽	25	164.19	2.49	6	2.78
	福建	14	144.77	1.18	7	3.57
	山东	41	233.54	1.42	14	3.46
华中地区	河南	16	86.4	1.42	9	5.73
	湖北	9	65.87	0.82	4	1.73
	湖南	3	9.95	0.12	1	0.43
华南地区	广东	32	247.16	0.63	15	2.86
	广西	2	10	0.29	1	1.03
	海南	12	111.13	11.88	8	36.36
西南地区	重庆	5	23.3	0.25	4	2.12
	四川	11	50.1	0.57	5	1.67
	云南	1	1.15	0.03	1	0.93
西北地区	陕西	2	8.5	0.14	2	1.6
	甘肃	6	26.6	1.76	2	5.26
	青海	3	61.75	9.02	1	5
	宁夏	4	24	7.43	3	15
	新疆	2	10.5	0.42	2	2.13

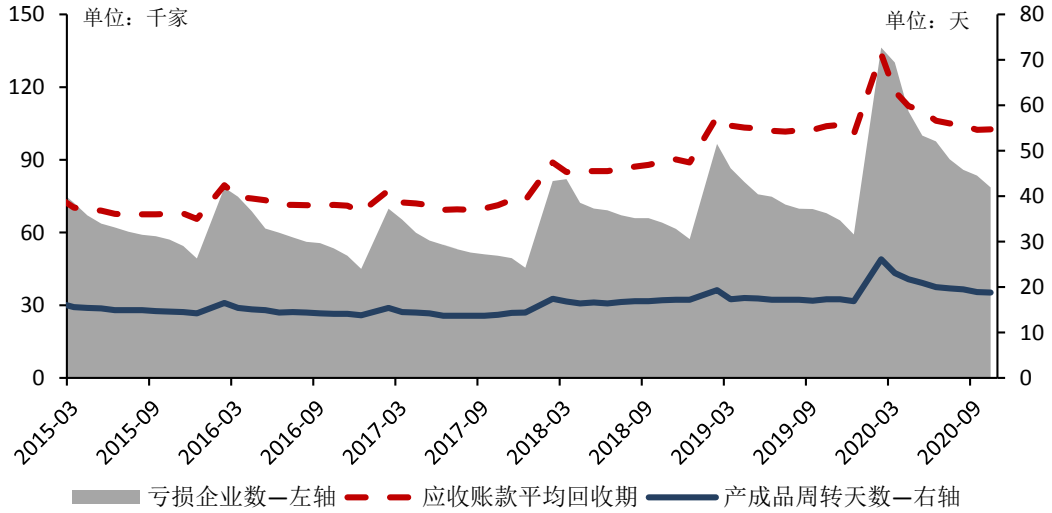
资料来源:Wind，中国银行研究院

二、近期高评级债券违约增多的原因

与 2018、2019 年主要以民企集中爆雷现象不同的是，今年国有企业债券违约明显增多，且其中多数是信用评级为 AAA 级的债务人，如紫光集团、盐湖工业、华晨集团、永城煤电控股集团等。这些国企的负债规模普遍较大，有的甚至在千亿以上。引起高评级国有企业债券违约增多的原因主要有：

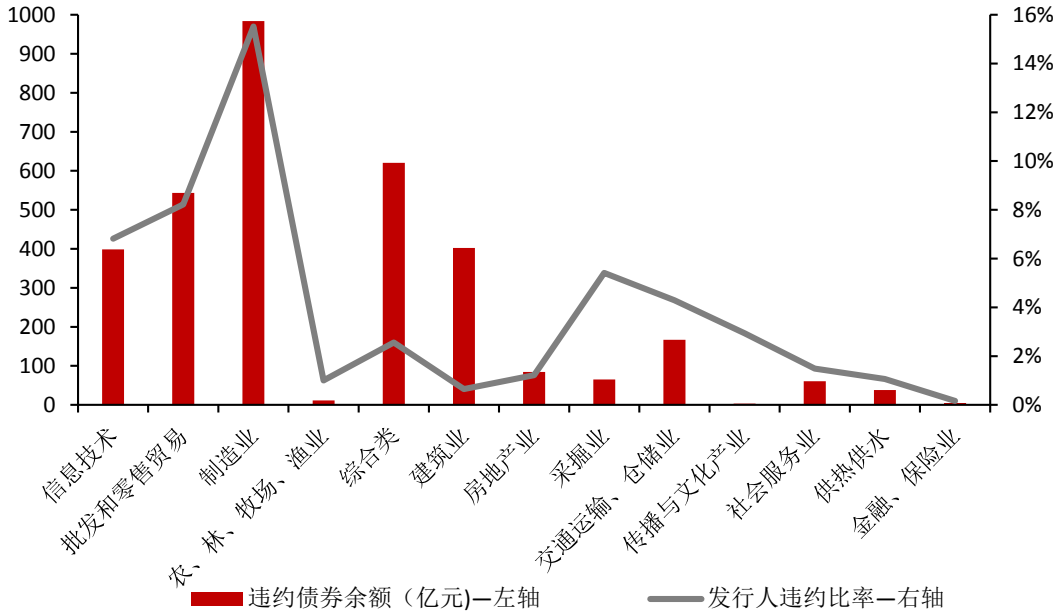
第一，经济下行叠加疫情冲击，企业经营能力下降，应收账款周期拉长，还款压力加大。疫情影响下，不少企业经营依然困难，企业盈利能力较弱。据统计，2020 年亏损企业数量创近五年来新高。截至 10 月末，工业企业累计亏损达 78573 家，同比增加 15.56%；工业应收账款平均回收期为 54.7 天，相比今年年初 71.3 天的回收期虽然明显下降，但仍是近年来的相对高点（图 3）。此外，疫情对不同行业的经营产生差异化影响，家用电器、电气设备等顺周期行业基本面较好，而能源、制造业、采掘业等传统或产能过剩行业的行业性亏损加剧，违约风险不断增加。据统计，截至 2020 年 12 月 10 日，制造业的违约债券余额和违约比率均属行业最高，分别是 983.92 亿元和 15.52%（图 4）。在此背景下，部分属于能源、制造业等传统领域且长期高杠杆运行的地方国企，经营性现金流明显不足，更容易出现违约情况。

图 3：工业企业经济效益指标变化



资料来源:Wind，中国银行研究院

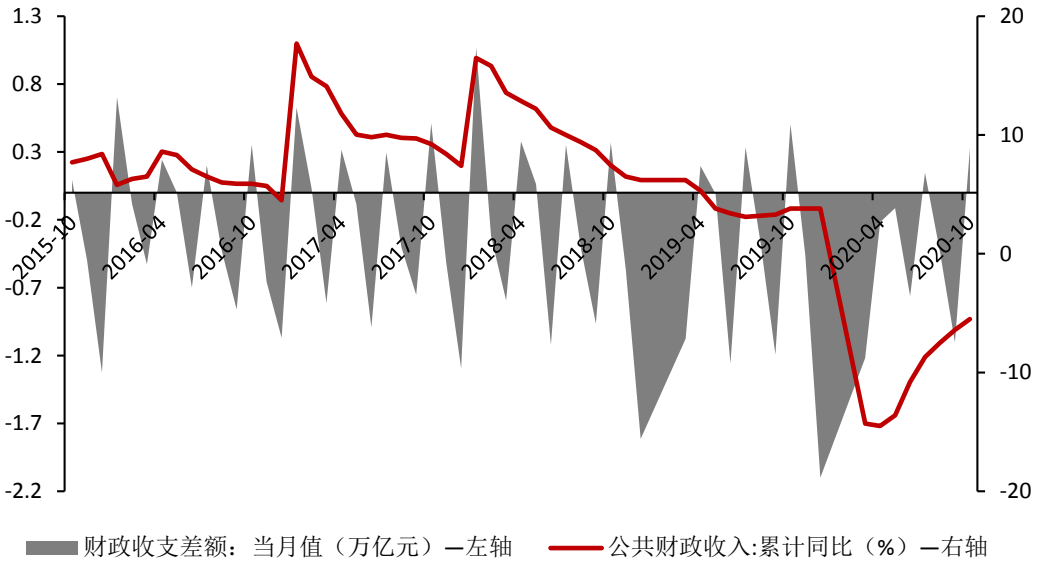
图 4：违约债行业分布情况



资料来源:Wind，中国银行研究院

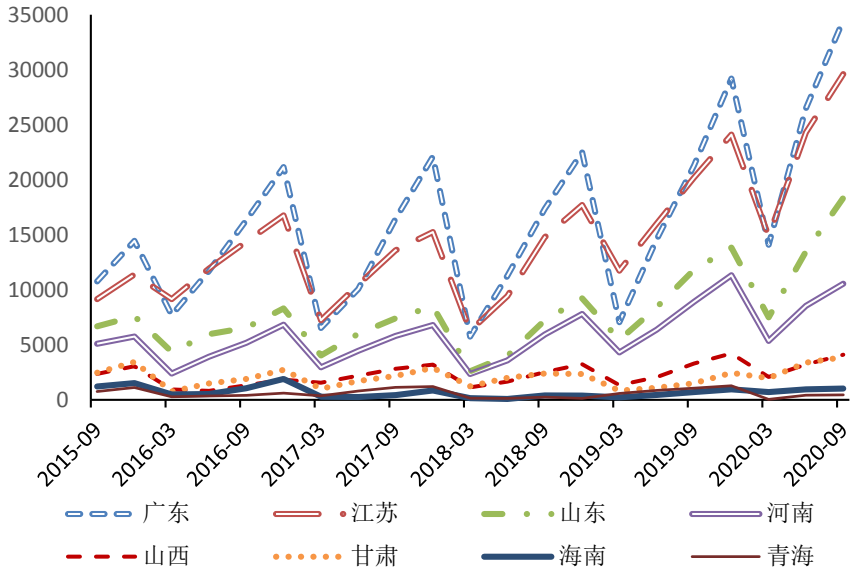
第二，地方政府财政收支压力明显增加，企业融资渠道收紧。一是疫情冲击导致财政收入减少，可用于支持地方国企的财政资金腾挪空间有限，部分地方国企失去政府的兜底。据统计，2020 年财政赤字规模 3.76 万亿，赤字率升至 3.6%。财政收入同比降幅为近 5 年来最高水平。虽然自 5 月以来出现好转，但恢复速度有放缓趋势（图 5）。**二是**金融去杠杆、影子银行整顿等引发金融市场风险偏好下降，影响了部分经济相对落后省份的社会融资，使相关企业融资难度增大（图 6）。据统计，2020 年三季度，广东省、江苏省和山东省的社会融资规模排前三，分别达 34492.34 亿元、29592.18 亿元和 18342.55 亿元，且持续保持较高的增长速度。而经济相对落后的青海（449.34 亿元）、甘肃（3875.67 亿元）等省份的社会融资规模和增速都比较低。

图 5：国家财政收支状况变化趋势



资料来源:Wind，中国银行研究院

图 6：部分省份社会融资规模变化情况



资料来源:Wind，中国银行研究院

第三，部分企业有恶意“逃废债”的倾向。今年二季度以来，我国经济复苏步伐明显加快，大多数企业的经营状况都在持续好转，此时突然出现大面积围绕与经济复苏的走势出现背离，让人质疑其违约背后的真实原因。先后有多家自媒体爆料，部分

违约企业事先都存在转移优质资产的迹象。例如，华晨集团在违约前夕的 9 月底，注册成立了辽宁鑫瑞汽车产业发展公司，将其持有的港股上市公司 15.35 亿股股份转让给鑫瑞汽车，这种转让核心资产的做法，遭到了市场的普遍质疑，认为其存在“逃废债”的嫌疑。永煤集团同样被质疑存在资金占用、转移资产、不诚信发债等问题。11 月 10 日，永煤集团发布公告称，其 10 亿元的“20 永煤 SCP003”债券到期无法偿付本息，构成实质性违约。但是 2020 年三季末，永煤集团发行人账面总资产达 1726.50 亿元，货币资金高达 480 亿元，永煤的资金余额应足够偿付此次 10 亿短融。

四是部分企业的信用评级虚高，不能起到风险预警作用。通常来说，AAA 级公司债评级只会授予财务实力最强、违约风险最小的债券发行人，过去很少发生 AAA 级债券直接违约的现象。而国内评级机构迫于业绩压力，存在过度迎合客户评级要求的现象，使得 AAA 信用评级占比虚高。据统计，2019 年中国约有 32.48%的债券发行人被评为 AAA 级，占全部债券发行额的 60%。今年在疫情之下仍有大量债券发行人被评为 AAA 级，其发行额占全部债券发行额的比重为 62.56%。反观美国，2019 年 AAA 级债券余额占全部债务发行额的比例仅为 0.9%。

三、理性看待当前债券市场的违约风险

债券违约是在债券市场逐步成熟的过程中难以避免的现象，打破国企“刚性兑付”也是供给侧结构性改革的应有之义。受经济周期和市场信心等影响，短期内债券违约现象依然可能出现，但我国债券市场长期行稳至远的改革与发展更值得关注。因此，对当前的债市违约风险频发的问题，要理性看待。一方面，既要高度关注债券违约引发的连锁效应，防止风险向股票和信贷等市场传递，尤其是防止当前投资者信心不足引发的债市融资规模收缩问题。另一方面，也要充分看到，当前信用债违约仍是公司层面的个别独立风险事件，绝大多数地方国资国企仍有足够的债务稳健性，且中国债券市场违约水平整体处于较低水平，风险相对可控。

（一）债市融资规模缩减，流动性风险上升

由于近期违约多发、部分国企违约超市场预期，债市恐慌情绪蔓延，市场风险偏

好降低，同行业、弱资质国企、相关区域发行主体的信用债受到市场抛售。债市低迷情绪同时也拖累了一级市场融资。2020 年 11 月，企业债券融资明显下降，当月企业债券净融资 862 亿元，同比减少 2468 亿元。自永煤违约次日（11 月 11 日）至 2020 年 12 月 8 日，取消发行的信用债数量约 80 只[1]，涉及计划发行规模约 972.20 亿。此外，随着市场情绪的发酵，信用风险事件也影响了北京、广东和江苏等发行信用债较多的省份，以上三地涉及取消发行规模分别为 154 亿、108.5 亿、100.7 亿，合计 363.2 亿，约占取消发行规模的四成。

（二）投资者信心受到重创，信用环境或将明显恶化

自 2014 年“超日债”违约以来，中国债券市场违约事件时有发生，违约常态化已是现实。考虑到疫情影响之下世界经济持续低迷，中国经济下行压力仍存、未来违约事件也可能阶段性增加。应该说，市场对此有相应的认知和预期。但当前部分企业借经济下行之名，行恶意“逃废债”之实，这使得市场普遍担心企业的“逃废债”行为会引起更多效仿者，如果不加以制止，将带来对整个信用体系信心的崩溃，对全社会的信用扩张带来不利影响。

（三）相对于全球水平，我国债券违约率并不算高

若按照 2020 年违约发生金额/2020 年信用债新增发行额计算，我国 2020 年信用债违约率为 2.39%，虽然较去年(1.6%)有所攀升，但是远低于世界其他国家。根据穆迪 2020 年三季度研究报告显示，全球投机级别信用债违约率为 6.6%，为新冠疫情爆发前 3.3%的两倍，其中美国投机级别信用债违约率甚至超过 8%。

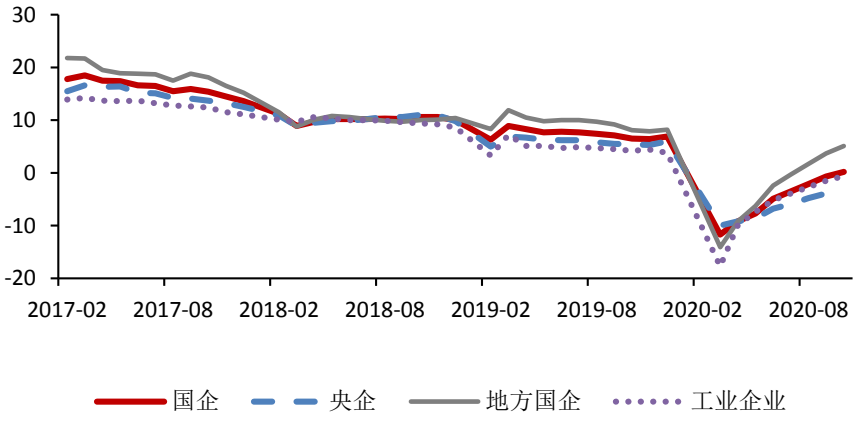
（四）当前信用债违约仍是公司层面的个别风险事件，我国国有企业整体经营能力较好，仍有足够的债务稳健性

受疫情冲击，2020 年工业企业营业收入整体下滑，但国企处于持续恢复通道。2020 年前 10 个月，国企整体营业收入已实现 0.2%的正增长，同期工业企业营业收入

[1] 其中有四家（商古开发、开封城运、新惠建投、河南交运）是豫籍地方国企。

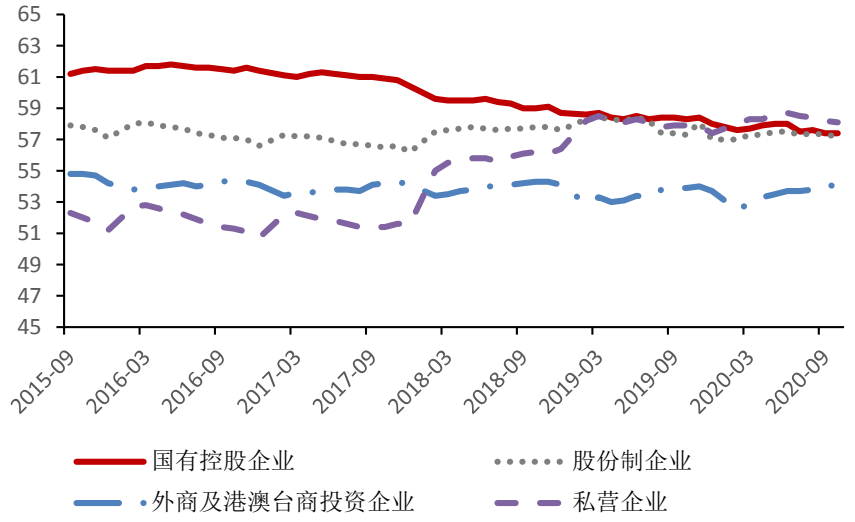
增长仍然为负(-0.6%)。其中，地方国企的营业收入同比增长 5.1%，增幅更大（图 7）。从资产负债率来看，国有企业资产负债率整体较为稳定，债务偿付压力未见明显上升。2020 年 10 月末，国有企业资产负债率为 57.4%，虽然高于外商及港澳台商投资企业(54%)以及股份制企业(57.2%)，但低于私营企业(58.1%)，也是自身历史低值（图 8），表明国有企业杠杆率正得到有效控制，未来潜在债务风险趋降。

图 7：企业营业收入同比变化情况



资料来源:Wind，中国银行研究院

图 8：企业资产负债率变化情况



资料来源:Wind，中国银行研究院

四、规范债券市场发展、维护债券市场稳定

前不久召开的中央经济工作会议提出“打击各种逃废债行为”，这对规范债券市场发展、维护债券市场稳定意义重大。未来，需要落实会议要求，在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置等深层次领域的改革，做到长短搭配、标本兼治。具体来看要做好以下几个方面的工作：

一是要加强对国企风险的排查摸底，防止更多企业“逃废债”。近期众多高评级国企出现债务违约的根本原因，一方面在于发行主体自身经营中长期存在的问题——部分地方性国企存在核心业务板块长期经营不善、管理混乱、盲目涉足资本市场并购扩张、产权不清晰等问题，长期高杠杆运行，经营性现金流明显不足，逐步滑落至投机性融资或庞氏融资阶段；另一方面在于国内评级机构对企业的信用评级长期虚高，导致一些获得 AAA 评级的企业，其信用评级与实际经营能力存在较大不匹配，市场遴选机制失灵。借着此次国企违约风暴，需要加强对国企风险的排查摸底，及时出清虚高评级的企业，使市场能回归更合理的投资与估评体系。

二是强化中央、地方、各部委的联动，避免出现区域性金融风险。高评级的国有企业债券一旦发生违约，涉及的利益主体更加复杂，地方政府比任何机构都更熟悉当地企业的经营情况，且对国有企业债券是否偿付具有较大影响力。一方面，要充分发挥地方政府的属地管理优势，做到风险的早发现、早识别，避免出现区域性金融风险。另一方面，要充分发挥主管部门的优势，在发债的市场准入、绩效考评等方面给予差异化要求，做到有奖有罚，督促企业不能恶意“逃废债”。此外，对当前债券违约风险引发的流动性紧张问题，需要央行及时加大流动性投放，避免流动性风险演化为金融风险。

三是通过改革、改制、重组等方式实现债务可持续发展。国有企业是我国经济的重要组成部分，在促进经济发展、解决就业民生、推动科技创新等方面都发挥着重要作用；且因其规模普遍较大，其发展的稳定性对资本市场也有较大影响。因此需要积极探索更优化的方式，对经营历史和发展前景较好、但短期遇到经营困难的企业提供

债务可持续支持，维护经济社会和资本市场的稳定。同时也要注意加强监管，避免部分企业借债务可持续之名，行“逃废债”之实。

四是提高“逃废债”违法成本，防止其侵权行为扩大化。部分主体恶意“逃废债”与其违法成本较低等有关。为此，要借鉴国际经验，提高其损害投资者利益的成本，并通过在债券发行中加入限制性条款，达到保护债券持有人权利的目的。所谓限制性契约条款，指发行人一旦出现侵害债权人利益的行为时，通过对其再举债、支付股利等后续行为进行限制 ，防止其侵权行为扩大化。

五是进一步强化信息披露和评级制度建设，发挥好其风险监测和风险预警的功能。信用评级和信息披露等是事前事中防范违约风险的重要约束机制，有助于增强投资者的风险识别能力。当前，部分债券发行人在信息披露时隐瞒重要信息，不披露重大事项，故意误导投资者等行为时有发生，这严重损害了投资者利益。与此同时，债券信用评级存在评级差异化不足、区分度不足和公信力不强等问题，“AAA 评级”、“AA+评级”等中高评级泛滥，不能有效反映发行主体的真实资质差异。未来，要增大信息披露违规成本，提高相关主体信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性，加强对信用评级机构的规范和监督，增强信用评级的风险揭示功能。

六是健全债券人持有会议制度，为控制风险提供制度保障。债券持有人会议制度是债券持有人与企业协商的重要平台，是构建违约风险处置的重要一环。但实际运行过程中，由于债券持有主体多元、债券持有人会议难以得到及时召集。例如，银行间市场规定，非金融企业债务融资工具持有人需单独或合计持有 30%以上才能提议召开持有人会议，在一定程度上降低了持有人会议的效率。未来，需要进一步增强债券持有人会议对发行人的法律强制约束力，适度调低债券持有人会议的召开及表决机制门槛，使持有人会议真正成为债券投资者集体决议的平台。