

在剛剛過去的11月，內地資本市場最引人關注的大事件——非信用債市場的違約莫屬。擁有國企背景及AAA評級的永城煤電、紫光集團、華晨汽車集團等相繼發生債務違約，引發了債券市場的劇烈動盪，二級市場信用債價格連續多日大跌，個別債券價格一度跌至10元之下，信用債二級市場波動也蔓延至一級市場，不少公司先後發布公告暫停或取消近期發債計劃。受訪專家認為，此次信用債市場風險事件主要是有國企背景高評級債券接連違約所觸發。隨着監管層表態維穩市場、央行呵護市場流動性、永煤債違約處置等，近期債券市場情緒逐步平復，短期違約事件演變成系統性風險的概率較低。從長期來看，如果永城煤電等債券的違約事件處置得當，將有助於推動信用債市場進一步完善和成熟。

香港商報記者 朱輝豪

國企剛兌 接連被打破

1 近期信用債違約頻現：11月10日，永城煤電公告稱，因流動資金緊張，「20永煤SCP003」未能按期足額償付本息，已構成實質性違約，違約本息金額共計10.32億元；11月16日，中國芯片製造商清華紫光集團和汽車廠商華晨汽車集團雙雙宣布違約。華晨集團公告稱，已構成債務違約金額合計65億元。11月20日，華晨集團正式進入破產重組程序。

Wind數據顯示，今年以來共有120隻債券發生違約，合計債券餘額達1369.56億元。與去年全年184隻債券違約，違約餘額1494.04億對比，今年全年數量上比去年大概有較大幅度的下降，但規模上目前已相差不大。到年底，總體違約規模有可能超過去年，違約金額或再創新高。

值得注意的是，與2018年主要由民企違約造成的信用風險事件不同，近期的信用債市場的劇烈震盪，主要是由上述等一些具有國企背景的高評級信用債的違約所導致。Wind數據顯示，截至2020年12月2日，除城投外的國企逾期本息（不含本息展期及技術性違約）共計1070.75億元，已兌付共計61.56億元，償還比率約5.75%，整體來看償還比率較低。除去城投企業，內地共有28家國企發生過信用債違約事件（不含本息展期及技術性違約），違約債券118隻，已完全兌付的債券區區7隻。

隨着國企信用債違約金額及數量大幅上升，市場此前形成的國企剛兌的信仰被顛覆。光大銀行金融部市場分析師周茂華在接受本報記者採訪時表示，近期內地信用債違約事件頻發，尤其是高評級地方國企違約令市場意外。他指出，這些企業之所以爆雷，有突發疫情衝擊、經濟放緩與行業周期性低迷等客觀原因，但「外因需要通過內因起作用」，根本上反映這些企業經營不善、造血能力不足，內部經營管理不佳，盲目「鋪攤子」導致資產負債結構失衡，甚至不排除部分企業存在「逃廢債」等違法行為。

接受本報記者採訪的武漢科技大學金融證券研究所所長董登新認為，隨着剛兌信仰被打破，債券違約風險逐漸暴露在投資者面前，這是債券市場化發展的一個過程。「今年的債券違約相對比較集中，或者說數量有所增加，但相比債券發行的總規模以及餘額存量規模，目前債券違約的比例依然是非常低的。」董登新說。

國企剛兌打破 價格連續大跌

信用債市場平地驚雷

債市劇烈震盪影響深遠

2 上述具有國企背景高評級債券接連違約，令市場大呼意外，中國信用債市場在11月中旬陷入劇烈動盪之中，市場恐慌情緒持續蔓延，造成二級市場債券價格連續多日大跌。而信用債價格的大幅下跌，引發相關聯的債券基金淨值下降，導致債基遭遇贖回，進一步引發債基拋售流動性較好的債券以應對贖回，造成更大範圍債券價格下跌。

與此同時，信用債違約的擔憂情緒亦蔓延到債券一級發行市場，不少擬發行債券利率走高或取消發行。Wind數據顯示，受信用債危機影響，自11月10日以來，不到一個月時間已經有459隻債券推遲、發行失敗或取消發行，計劃發行規模達1838.9億元。較前期每個月推遲、發行失敗或取消發行規模都要大。單就11月份來看，推遲、發行失敗或取消發行的數量為562隻，計劃發行規模為2104.4億，創年內新高。

除了大規模取消債券發行外，信用分層也在加劇，一些弱資質主體的信用風險溢價明顯走闊，發債成本

出現上升。此外，隨着債市擔憂情緒蔓延，其他同行業、同資質或同地域發行主體的信用債也受到波及。業內人士指出，近期幾大主體的違約激起千層浪，影響已經遠不限於相關主體存量券，除了率先波及到的同省、臨省、同行業主體債券外，還導致機構風險偏好下降，入庫標準收緊，進一步加劇信用分層，同時一定時間內造成買押券標準提升、融資變難，產品贖回壓力增加。

周茂華指出，近期高評級信用違約事件一度引發信用債市場劇烈波動，華晨、永煤等幾隻債券價格在盤中接連暴跌，事件餘波逐步擴散至一些債券基金、地方城投債等，信用債二級市場波動也蔓延至一級市場，有不少公司先後發布公告暫停或取消近期發債計劃，其中不乏優質的企業債券融資受拖累。但從近期各市場表現看，此次信用債違約對市場影響整體局勢性，市場波動更傾向短期恐慌情緒釋放，隨着央行呵護市場流動性，監管層表態，永煤債違約處置等，近期情緒逐步平復。

2020年11月境內債券市場違約情況

時間	違約主體數量 (家)	涉及違約債券規模 (億元)	新增違約主體數量 (家)	新增違約主體涉及違約的債券規模 (億元)
2020年11月	8	266	5	238
2020年10月	5	47	3	15
2020年1-11月	32	1093	24	614

數據來源：Wind，剔除重複統計數據。未包括展期兌付的債項。

「逃廢債」成監管重點對象

3 面對國有企業接連違約引發的巨震，國務院金融穩定發展委員會主任劉鶴11月21日主持召开會議，研究規範債券市場發展、維護債券市場穩定工作。會議指出，近期違約個案有所增加，是周期性、體制性、行為性因素相互疊加的結果。要堅持穩中求進工作總基調，按照市場化、法治化、國際化原則，處理好發展與防風險的關係，推動債券市場持續健康發展。

業內人士根據近期債券違約個案的相關信息分析，認為相關發行主體涉嫌以資產重組為名轉移優質資產、國有大股東挪用佔用資金、成立新公司隱匿資產等方式「逃廢債」，使得投資者利益受損和信心受挫，嚴重破壞了市場健康運行生態。

面對市場質疑的「逃廢債」行為，金融委會議要求秉持「零容忍」態度，依法嚴肅查處欺詐發行、虛假信息披露、惡意轉移資產、挪用發行資金等各類違法違規行為，嚴厲處罰各種「逃廢債」行為，保護投資人合法權益。就在華晨集團宣布進入破產重組程序當日，中國證監會公告對華晨集團出具警示函並立案調查，並對有關債券涉及的中介機構同步核查。上交所也向華晨集團相關債券受託管理人招商證券出具監管警示函。

在金融委出手維護債市後，越來越多的積極信號開始出

現，雲南、河南等多地喊話債券投資人，為本省企業站台，試圖安撫市場。比如，雲南省國資委稱，雲南省三家省屬企業雲投集團、能投集團、康旅集團企業代表對近期市場狀況、債務狀況、融資計劃等問題與投資機構進行了交流互動，對近期市場熱議問題與有關領導進行了深入有效溝通；河南省副省長王新偉到企業調研時稱「信用是企業的生命，嚴厲處罰各種「逃廢債」行為」。

周茂華指出，近年來，監管層針對「逃廢債」行為出臺了一系列舉措，例如：明確「逃廢債」行為，將「逃廢債」行為納入統一徵信系統，法院依法凍結、劃扣老賴資產等。未來為進一步加大「逃廢債」打擊有效性，確實保護投資者合法權益，營造誠信經營環境，一是細化逃廢債行為的認定標準；二是加強行業自律和監督，強化信息披露和市場化約束機制；三是加強多部門協同合作，形成監管與打擊惡意「逃廢債」行為的合力。

「在債券投資當中，投資者要有風險意識，要關注發債企業的經營狀況，尤其是企業的信用等級，以此防範風險。」董登新表示，從監管層的角度而言，對於債券違約主體存在的欺詐發行、惡意「逃廢債」等違法違規行為，要加強監管，並給予嚴厲打擊，保護投資人的合法權益。

債市違約風險整體可控

4 為遏制信用風險擴散，人民銀行近期已經通過釋放流動性平復市場情緒，包括加大逆回購的力度、超額續作MLF（中期借貸便利）等，並且為中小銀行提供多方位的流量支持。分析人士指出，隨着金融委表態後地方政府化解國企債務風險的支持意願可能增強，加上央行釋放流動性呵護市場態度明顯，中國債券市場風險整體可控。

「目前國內信用債市場逐步回歸平穩，投資者信心與流動性在逐步恢復，一級市場發行量逐步上升，二級市場交投逐步活躍，但結構分化特徵明顯，部分行業景氣度低迷，資產負債結構失衡、盈利能力不佳等特徵的債券需求依然低迷。」周茂華表示，整體上，近期債市違約風險可控：一是近期信用債違約屬於「個案」，並非系統全面問題暴露；二是國內經濟復蘇態勢良好，生產基本恢復至正常，內需復蘇步伐持續加快，國有企業經營整體狀況逐月改善；三是從國內金融機構各項指標基本符合監管要求，金融體系整體保持穩健。

董登新認為，從今年違約的比例來看，中國的債券市場違約風險整體可控。「從性質上判斷，目前國內出現

的企業債的違約，不管是國企債還是民企債的違約，整體的風險依然是可控的。但近期的債券違約事件，也提醒監管層需要加大對風險的防範，尤其是對發行環節上存在的欺詐或者是不誠信等違法違規行為要加強監管。」董登新說。

出臺評級機構監管政策

董登新指出，隨着中國債券市場規模的不斷擴大和市場化程度的提高，未來債券違約的現象也許還會增加，但只要保持在一個適度的區間，整體的風險就處於一個可控的範圍。

申萬宏源固收首席分析師孟祥娟認為，從長期來看，永城煤電和華晨集團債券的違約事件處置得當，有助於推動信用債市場進一步完善和成熟。展望後續，監管可能出臺更健全完善的債券發行、託管、信息披露等制度，保護債權人的利益；信用債發行定價將更加市場化，民企與非民企之間的利差或收窄；相關部門有望出臺針對評級機構的監管政策。

