



中国债券论坛

中国企业债券违约：现状、前景与应对

国家金融与发展实验室

2016 年 5 月 18 日

中国债券论坛

中国企业债券违约：现状、前景与应对

陈尚前

第一创业证券董事总经理

陈尚前：

首先非常感谢李扬老师和彭教授给我们这么好的机会，能够和大家一起分享交流一下。

刚才彭教授的报告，昨天我也细细的学习了一下，讲的非常全面，特别是对中国债券市场违约的情景、现状、应对进行了全面阐述，正文出来会看到更加精彩的讲述。

我从业以来一直做债券管理，更多的是市场投资者，我更多会从债券投资实务角度谈谈我的看法，不一定对，供大家分享参考。

我想谈五点个人看法。

第一，因为我是98年从业做债券的，那时候到现在18年了，信用违约也是债券资产管理遇到的新问题。我个人把债券资产管理从实务的角度分三个阶段。

97年之前，债券是一个投机性的工具，最典型就是327国债事件，它更多的是一个交易工具。

98年以后成立了债券市场到05年，是规范发展的阶段，我们投资策略是以利率管理为主导的阶段。这个阶段的特点和当时中国的经济状况密切相关。我跟高博士当时开会的时候也聊过，中国98年到后面10年好光景，是半封闭的经济体，所以中国采取了外向型经济为导向，参与全球化分工，中国是世界工厂。我们跟国际金融市场、跟国际政策相关性没那么强，所以中国财政和货币政策特别有效，我们那时候做债券的是黄金时代，我们

用美林时钟判断中国宏观经济处于什么阶段，经济景气，通胀要来了，我们就降久期，买短期债，短期国债、短期金融债，经济衰退，政府要采取扩张性的财政和货币政策，这时候我们加久期，成功率比较高。

到了05年之后，我个人认为这个阶段有新的变化，就是第三个阶段，信用债出来了，或者叫名义的信用债，CP短期融资券，长江电力第一只公司债，短融出来了。这个阶段到现在，特别是到去年，第三阶段的第一个子阶段，我们的信用还是政府隐性担保，或者叫政府隐性信用债，我们这个阶段的策略实际上还是以久期策略为主导，还是做期限调配，对信用风险担心不多。这个阶段里面有几个策略，从资产管理角度，一是中低等级+高杠杆，比如城投债7年期+高杠杆。当时我也担心，因为信用风险在不断的累计会不会出现问题，最后发现每次都化险为夷；二是自上而下，类似资产配置来做，这个策略就是相对对宏观把握很高，但是难度越来越大，因为中国08年以后融入全球，中国金融市场开放程度越来越高，外国经济的变化、外国美元政策变化对中国产生了很大的影响，中央政府也在边干边学，有时候一个经济周期三年到五年，有的时候一年就走完了，我们作为参与者也比较难做。我说的刚才这个策略波动比较大。从去年开始，信用违约正式开始暴露，进入了第二个子阶段，中国的标准化债券市场进入了纵深发展，信用开始暴露，信用市场开始市场化定价。这个阶段，我认为时间还很长，这种市场化定价不是一蹴而就的，信用利差在某种角度还在收窄，在信用风险暴露的情况下，这里面有市场本身发展、市场结构、投资者结构、工具等等多方面综合影响。这是我个人第一个看法，中国进入了一个信用违约出现的纵深发展阶段。

第二，我谈一下信用风险暴露的原因。

我个人从两个角度。一是08年到去年之前，信用还是伪信用，还是政府隐性，因为过去中国还属于高速增长，是一种粗放式增长，中国投资回报率很高，对于企业加杠杆而言，企业投资回报ROE远远高于财务成本，它只要能够融到钱，保持投资回报率很高，就扛过去了，信用风险暴露的可能性非常小，这是粗放式高速增长的一个状态。现在进入新常态，经济转型，中国进入中速增长的阶段，整个社会投资回报率下降，由于利率市场化，过去30年的改革开放实际上牺牲了储蓄者，现在利率市场放开了，利率降下来很难，要还原

来储蓄者的补偿。一方面整个社会资金成本由于储蓄者收益率下降比较慢，另外一方面全社会投资回报率下降比较快，所以企业的财务成本实际处于利差不断收窄甚至倒挂的状态。信用不怕短期就怕持续。11年是城投债危机，13年是流动性危机，经济是很差，但是扛过来了，因为把短期流动性滚动起来，能够输血，就能够生存，但是这两年扛不下来了，一方面利差收窄，另一方面持续通过短钱来扛，难以为继。

二是过去长期积累的信用风险集中暴露，过去由于政府维稳或者其他需要要求刚兑，这个过程中，中国以政府信用为主体的债务融资方式，包括银行的间接融资，包括信用标准化市场，还是政府信用为主，要保持刚兑。还有就是彭兴韵博士讲的，我们过去对标准化债券投资者保护和基础设施严重不足，我们没有真正的破产法，破产法是对债务人最好的宪法，对标准化债券投资者没有一个保护法，包括其他基础设施更没有，包括破产流程、程序、债券投资者大会等等，这些都是空白，或者都是一个需要未来我们不断去推动的过程。这些因素综合起来，遇到了大的宏观转型，必然导致了一个风险，在这个集中时点暴露。13年也可能暴露，但是由于政府政策原因，到15年、16年开始集中暴露，这个暴露是必然的，但是时机的确不好把握。

第三，我想谈一下对信用风险的一个看法。这个彭博士谈了很多，非常精彩，我对此做一个补充。

一是信用风险是宏观经济系统性风险的反映，通过金融加速器导致了一个正反馈或者负反馈的作用。之前中央政府一直提的不能导致系统性风险暴露，如果现在不控制好，很有可能通过金融加速器形成集中的系统性风险暴露，这个暴露是我们整个金融系统不能承受之重。

二是信用违约具有高峰厚尾和聚集性发生的特点，美国垃圾债08年前10年违约率非常低，但是2008年集中暴露，中低等或者垃圾债在经济稳态状况下违约率很低，但是一旦遇到大金融危机，所有东西全部暴露，中国现在就是这个状态。李老师刚才提到，我们现在就是债务危机的状态，这种危机状态极容易持续性、大规模、集中爆发信用违约。这个特点对我们投资非常重要。前面十年没有违约或者违约率很低，是不是不做风险管理了？不能这样，因为你不知道哪一次系统性风险会暴露，哪一年会暴露，我们必须要坚持一个投资原则

去把握好每个阶段。

三是信用风险不是单一的，当信用风险全面爆发的时候一定是流动性风险同时发生，屋漏偏逢连夜雨，流动性风险甚至利率风险一定会同时发生，我们一定要把握好全面的风险。

第四，中国债券市场信用风险定价以及信用市场化处于过程之中，一是我们受宏观经济影响比较大，这个阶段还会时间比较长。二是一个市场从原来相对封闭的忽然走向市场化，它一定是一个渐进的过程。因为这个市场各个基础设施、参与主体、工具、投资者结构都是有一个适应、学习、完善的过程。从去年以来，信用已经开始暴露，大家都在谈信用风险。一季度，三年期的AA和国债之间利差还保持在历史比较低的分位，为什么？主要是投资者结构的原因。

还有一种原因，今年大规模委外，大规模开展，很多大行、中小银行不断增加资金，去年是试水，今年大规模开展。这些钱通过市场化的投资管理机构进入市场。我们看到中国的标准化债券市场，过去以银行为主导，银行是配置，买入持有，成本计价，但是大规模委外改变了市场的一个策略，从配置向交易驱动，要盯市了。银行给我们钱一年一结算，到时候根据当年收益率来计算超额业绩。现在大部分机构变成交易驱动的机构，这样在某一种短期局部情况下，出现可能不合理。一季度来了钱就要配，债券的时间价值很高，不能拿太短的东西，配的过程中在某一个阶段点利差会收窄，未来会慢慢恢复到常态。这是我们的看法，不一定对。还有一点，因为信用利差包含着流动溢价和违约溢价，过去信用利差更多是反应流动性溢价。

第五，机构投资者在未来信用市场大发展状态下，我们怎么做管理，这个可能和这个话题相关性不是很强，我谈一下我们的看法。

前面提到我们过去更多的是承担利率风险和流动性风险，但是未来信用风险一定是我们机构投资者非常非常重要的收益和风险来源。如果把这块风险管理得当，会产生很多的收益点。有些人已经发高收益基金了，高收益产品了，这未来是一个非常大的产品系列。但是需要时间和过程。这里面有一个重要的影响，机构投资者考核业绩和标准。我在基金做过，包括券商，管一个大的债券基金，能给客户赚1亿，但是组合有1000万违约了，我可能都得下岗，我要在二级市场波动一下，亏1000万，最后赚9000万，没有问题，因为最后算的是整

个组合的收益率，而不是中间某个产品违约了，我可能买20只产品，出现1000万的违约，理论上还要再考虑回收率，可能50%回收，我只亏500万。但是公募基金现在就明确了，一旦出现这种问题，你可能就得下岗，导致大家都会一旦有风吹草动都会抛售，但是反过来，抛售这种制度上的约束也实际上带来很好的交易性机会，谁走在前面谁得益。这是我的一个看法。

对于信用风险管理总结了三句话，严格入库，组合适度分散，动态调整。首先我们做债券的避免违约是关键，谁也不愿意踩雷，严格入库非常重要，你有没有一个非常严格的标准跟你产品的风险度、投资范围和收益各方面综合起来的库，这个库或者名单是非常重要的。因为债券评估评价都是相对评价，并不是说打80分，这个债券就不会违约，这个80分，相对于市场几千只债中可能在80分位数，违约的概率很小。如果整个组合容忍度比较低，80分以上才买，最后都是高等级为主，如果容忍度适当，愿意承担一定的风险，可能60分、70分以上，这个标准是核心，未来信用的标准是每家机构的核心。第二，信用债集中持有不能带来持续超额回报。比如一个组合就买一个债，收益率很稳定，实际上这个风险巨大无比，我们做信用管理，不知道哪一年信用风险会暴露，在管理过程中，我们一定要分散，但是不能过度分散，因为过度分散管理成本过高。信用研究这几年刚刚开始，不像股票研究已经十几二十年了，对信用真正有研究的支持非常少，从研究的管理成本来看，也只需要适度分散。集中持有不能带来超额回报是跟信用产品的特点相关，信用品有一个特点是负偏态分布，你买一个5%的债，三年，你的收益就是5%，今年赚6%，明年赚4%，后年1%或2%，平均也就是5%，但是一旦违约可能50%、100%的损失，所以是一个负偏态的分布，上涨收益有限，下跌风险无限。股票正好相反，股票是正偏态，对股票而言，最重要是抓黑马，抓不到黑马，赚不到钱，但是对债券、信用，实际是避免踩雷，一旦集中持有几只品种，踩了一个雷，很有可能整个收益覆盖不了所有风险。最后一点，动态调整，因为信用长期持有一定面临违约上升的风险。以前美国的通用汽车，多牛，某一阶段它的信用评级比美国国债还高，后来破产违约了。我们的信用评级最高等级是3A，企业一旦出现信用质量下降，风险上升，长期持有信用债是面临违约上升的风险，对信用组合要跟踪它的质量变化，进行动态调整。

以上是我从投资者的角度讲的，不一定成熟，供大家参考，谢谢。

李扬：

评论非常专业，而且很全面，如果说彭兴韵只是给了一个总图景，你的评论就是在一些领域给了深度的挖掘。有几点值得注意。

第一，市场违约非常明确的就是信用违约。信用这个事儿我们一直在讲，因为以前全社会的信用都由政府信用罩着，各主体的信用不大显现，现在放出来了，随着“让市场在资源配置中起决定性作用”的路子展开，信用的评价就应当放给市场，风险的评估就应放给市场。对这段时间发生的违约问题，我们必须认真分析，发掘它背后的真正意义。刚才的分析表明，这一违约，事实上开创了中国债券市场发展的新阶段，这就是，各种经济主体的信用直接面对市场，由市场来评价并给出价格，这在以前是没有的，因为我们过去的信用都是国家信用。现在，债券市场率先把这个事揭示出来，而且，看起来，这种事情将会常态化。这对中国的债券市场乃至整个金融市场的发展，都是好事情。

在中国，我们很多广为流传的道理都是扭曲的，甚至是误解。比如，大家一般都说利率是货币的价格，这其实是错的。利率是信用的价格，对此，弗里德曼就曾经多次说过，货币的价格是通货膨胀，而信用的价格才是利率，所以才会有信用高、信用低的利率选择问题。在中国，这种理念没有很牢固地树立，我以为，从此以后我们必须牢固树立。这个问题非常值得我们关注，我们整个的研究都应该把力量往这上面偏。和第一创业合作，因为他们在市场上感觉到信用风潮滚滚而来。这是我们经济走向成熟化的一个必然阶段，经受信用风险的冲击，是我们走向发达市场经济不可少的一个磨难，这点值得我们注意。

第二，信用风险一旦走到前台，确实就会和别的风险交织。最近的风险可能是流动性风险。流动性风险我们出现过两次，就是在政府严厉控制的流动性体系中也搞过两次，大家不知道风险在哪里，监管当局也受到很大的冲击。他的讲话愈发证明了今天以这个论题作为实验室第一期讲坛是正确的。