



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

高占军：

首先祝贺一下国家金融与发展实验室智库讲坛开张了，而且这次开张选了一个债券市场的主题，我也很想祝贺一下国家金融与发展实验室和第一创业证券做的中国债券论坛。钱总在开场中也提到怎么样看待中国债券市场的问题，李老师和钱总都是很有责任感、使命感的，他们在做中国债券市场，是中国债券市场之幸，这是我的比较深的一个感觉，实实在在的。

刚才兴韵讲了一个专题，这个专题做得很好，从违约的类型、违约的原因、违约的影响、违约的分布和前景，讲得非常清楚，尤其是最后这部分，讲到违约的前景和分布的时候建立了一些模型，从各个角度去分析，我觉得非常到位，不仅仅对我们从宏观的角度、整体的角度把握债券市场的风险，同时也很具有实操性。

我们谈债券市场违约的时候，最近15年中国债券市场经历了三次信用重估。15年超日债违约的时候，大家讲这是中国的雷曼事件，其实远远不是，小题大做。最近15年的这三次违约，第一次是2008年金融危机期间，这次违约主要是来自外界的影响，当时有很多例子，因为那时候债权人还是比较强大，尤其是大的银行，组织债权委员会来和企业对峙，政府多方面介入，都对付了，那次外部冲击最后都化险为夷。第二次信用重估是2011年，大家提城投债色变，我们现在看到城投债的信用利差在市场上基本是最低的，因为有地方政府的举债，地

高占军

国家金融与发展实验室

高级研究员

中信证券董事 总经理

方政府的置换，整体系统性的把地方政府以及城投企业的金融风险给释放出来，所以现在信用利差是最低的。但是在2011年可不是这个样子，因为2011年是一个宏观调控的背景，同时因为整个城投企业和地方债务大家比较担心风险，一些监管部门、主管部门开始介入，而我们分析城投债报表，系统性的还不起钱，那样一个市场环境、宏观调控的环境加上信用债本身的问题，大家不知道谁来解决。市场上的机构，一天无论什么价格能够卖掉5000万就卖掉5000万基本上不计价格，那时候也有很多委托人，池子里如果有城投债一定要卖掉，没有条件，就是出清，所以那时候信用利差扩的很大。第三次信用重估就是现在，现在这轮重估从2013年开始，到现在开始白热化，是不是到了白热化的地步还不知道。2014年上半年大家对中国债券市场的信用风险已经比较关注了，去年4月份前后我连续参加了三次关于债券、信托方面的讨论会，评估违约的风险究竟会有多严重，是不是会有系统性的蔓延，当时会上讨论的结果，没有问题，打破刚性兑付是好事情，不会有系统性问题，可以有序释放风险，当时是那样一个结论。

最近两三年如果大家关注两会的政府工作报告，总理不止一次讲过我们这么大的经济体，出现一点局部性违约有什么问题。所以这一轮信用的重估有这样一个大背景，从现在这个时点来看，也有一个很重要的市场条件，这个市场条件很重要，因为最近这两年债券市场收益率下降的很快，收益率基本是历史最低，收益率曲线的平坦化程度，去年下半年，长端下来以后也非常平坦，另外一个，信用利差，无论是从AAA还是AA+，还是AA，一直在往下，信用利差都是比历史上过去十几年平均水平低很多，历史平均水平我们测算是60到70基点，现在AAA产品的信用利差就是30、40个基点，大概是这样一个水平。所以信用利差也是最低。

在这种情况下，如果债券出现流动性风险，出现违约风险，它的冲击比较强。今年4月份的冲击就是一个很好的样板，收益率一下子上升到70、80基点，那时候大家都想把信用债赶紧卖掉，流动性枯竭。所以我觉得一个是对违约的担心，一个是流动性的风险，在这样一个市场条件下达到一种极致。最近市场当然稍微有一些回暖，但是离原先还差很远，大家目前仍然比较谨慎。

我们在去年12月份曾经提过债券市场泡沫的问题。我们担心三件事情，一

是2016年货币政策的操作可能不如市场预期宽松，二是债券发行压力可能会持续加大，三是信用风险的蔓延。

我们现在的经济指标有一些很不错，尤其是今年一季度，指标不错怎么会大面积出现违约呢？很多人觉得不可理解，我觉得这个很好解释。我们看几个关键的指标，第一个指标，比如说ROE，所有非金融的上市公司2015年底的水平是4.8，上一年的水平是6.1，再上一年的水平是8点几，再上一年的水平是9到10，基本上最近几年在台阶式下跌，2015年的时候步幅一下子拉大，还有像存货的周转、应收账款的周转这样一些指标，其实也急剧恶化，应收账款的周转以前平均90多天、100天，现在就需要140天、150天。另外，债务的压力还是很重，国家金融与发展实验室推出的《国家资产负债表》里面有中国非金融企业的的数据，我印象很深的是关于非金融企业大的资产负债表，里面债务和负债分的很清楚，债务之外的负债企业之间的信用其实扩张很快，对于应收账款、存货的数据都是成序列的，大家看看那个会很有感触。另外一张表就是有关非金融企业资产负债表，截止到2014年的数据，资产是340万亿左右，负债200多万亿，资产负债率60%，整个中国非金融企业目前是这样的状态。在这么大的债务体量下，我们从整个债务的角度，每年利息负担就是8万亿，相当于我们一年如果有16万亿社会融资总量，一半支付利息。财经杂志上姜建清的一篇文章讲的是银行贷款，现在的银行贷款做的不是增量管理，是存量管理，什么概念？我有相当大的一部分是要为贷款客户做再融资，如果我不做再融资，他可能就会撑不下去。

最近国际货币基金组织在今年4月份《全球金融稳定报告》里面，专门的篇幅，有十几张的表和图，非常细的看中国的情况，跟踪中国2000多家企业的样本，它的债务情况会怎么样。大家可能也看到了，现在银行业可能存有风险的不良资产是1.3万亿美元，如果有一半违约可能是7000亿美元，这个数字可能占GDP的7%，占到我们现在资产规模的5%，这些数据尤其是IMF的数据和官方统计不太一致，中间不一致在哪里，我们需要找出来，我们需要客观的判断。无论怎样，目前企业的经营状况和债务状况确实是比较严重的。这种情况下出现一些违约，我觉得到了一定的程度可能是压都压不住。当然我们有能力、有空间，让它有序的释放，但是现在这个能量其实很大。我们看银行业不良贷款，

不良贷款就是企业的不良债务，现在银行业的不良贷款是1.3万亿左右，去年一年产生的不良资产4000亿，和之前相比已经是几何基数的增长，今年如果增加8000亿，以我们现在拨备覆盖率180%，就是1.5、1.6万亿，这是什么概念？去年中国的银行业加在一起的净利润是1.6万亿，所以一年下来，拨备如果提足，我们银行业有可能不挣钱了，再往后就有可能亏损。所以大家最近看到监管层面在讨论是不是把拨备覆盖率往下调，现在政策的线是150，实际的线是180，再往下调50个点，就是120、130。三年前中国银行业拨备覆盖率300%，过去两年每年降50个点，其实就是这样一种状况。在这样的情况下，我很同意李老师讲的，我们现在对于信用的问题，目前金融领域比较核心的问题，我们要非常认真的去看待，确实是我们面对了一个不同的世界。

另外一个层面，和兴韵刚才的报告有点相关，我们谈债券违约，我们面对的是什么样的一个市场，你给了很多指标，我想从另外一个角度给大家几个数字，我们现在所有债券的余额是54万亿，54万亿里面把国债、政策性金融债、央行票据、同业存单等都拿掉，真正称之为信用债的是16.9万亿，这16.9万亿涉及到4200家发债主体，发了1.5万只。刚才兴韵其实也是面对这个样本从各个角度做了一个分析，他的方法非常好。

我们也做过类似的测算，和你那个角度可能不太一样，可以作为一个补充。我们把现在可能在显的债券做了一系列的指标，我们做了一个筛选，我们筛选出八大行业，煤炭，钢铁，贵金属，化学原料、化学制品、化学纤维，船舶，制造，机床和重型机械，这八大行业里面，他们的债券规模有多少？1.6万亿，1.6万亿占16万亿10%，1.6万亿里面国企有多少？国企和民企不能用以前的眼光去看，国企是1.45万亿，占到接近90%。中低评级的占多少？中低评级指的是AA和AA以下的是3000亿，占比18%左右，低评级的AA-及AA-以下的是600亿。如果用16.9万亿做基数，大家把我刚才讲到的低评级作为一个对象，中低评级的债券占中国所有信用债的比例是1.82%，AA-及AA-以下占0.34%。

在我的分析里面，有两块没有包含，一个是16.9万亿的信用债里面，有1万多亿没有评级，另外中高评级的一些企业也在出现违约问题，我们还特意把二十家左右的违约企业做了特点分析，我们叫违约的经验模式。这个特点是不仅有民营，也有国企，而且国企越来越多。第二个，看违约的民企，违约率和

恢复率不是一个概念，违约了最后可能也还钱，那些民企很多最后都是还钱了，那两个没有还钱的都是很特别的情况，国企的违约增加了，但国企这一块真的不知道什么时候能还钱，我指个别国企。我们看违约的经验模式的时候，我们的看法和思路应该会有些变化。

在这样一个大的背景和环境，信用的分化是很明显的。如果划两条曲线，就会非常清楚的看到区别，这两条曲线主要想揭示的就是信用分化当前到了什么程度。我用两个指标，一个是AAA产品和AA+产品的信用利差，另外一个AA和AA-产品的信用利差，一个是相对中高评级，一个是中低评级，我们现在看到的结果是中高评级的信用利差目前是50个基点，水平最近几年一直往下走，中低评级的信用利差在往上走，2004年以来从50个基点到现在接近200个基点，其实这就是一种信用分化，这种信用分化有利于我们看清楚风险在什么地方。我们也看到一些比较高评级的企业发行债券最后定价比估值高出400个基点，为什么？比如AA+的产品，中债的估值是4，你这个发债企业发的债也是AA+，估值为什么是8，其实在这个市场里面信用定价也是有体现的，流动性的因素是不是能够支持其实还很难说真正反映了市场对它的定价，有可能会更高，也说不定。

目前这轮违约，虽然我们觉得压力很大，但是有序解决的方式也不是没有机会，也不是没有办法。最主要是两个方面，一是怎么样能够避免企业逃废债，李老师刚才说的非常清楚，如果我们让逃废债继续下去，让大家肆意破坏市场纪律，我们过去几十年改革的成果真有可能毁于一旦，这是我们真真切切的感受，没有这样一个市场纪律，谈何金融，谈何经济。二是我们在违约逐步释放的时候还是要有一些策略和方法，同时背后的一些法律和诉讼程序要跟进。因为现在据我们了解，有一些违约想诉讼，诉讼无门，没有人接。我们也有破产法，但是破产法出台之后，破产案例逐年减少。这些都是比较核心的问题需要我们去看待，我就讲这些。

李扬：

谢谢占军对问题进行了深入地讨论。他的角度是另外一个角度，对金融风险谈的比较多，我以为，这方面是应该强调的。现在的风险非常之大，所以我

在一开始就说，目前我国表明上存在很多问题，然而，拨开迷雾看本质，我们的经济实际上已经陷入危机，我们的所有政策，实际上就是要解决危机中的问题，总之，对于我们经济究竟处于什么状态，我们必须要有明确认识。

占军刚刚提到工行董事长姜建清。去年上半年，我们俩在一块开会谈了半天，主要是算账，算金融危机的账。我那时候就觉得，现在国家最需要算的大账，就是要估量到底有多少不良资产，进一步，我们能拿出多少优良资产去冲销它们。他说他算了一下，上一轮，即上世纪末本世纪初，为解决不良资产，国家前前后后用了5万亿元，还没有解决完。而且，注意到上一轮和这一轮的经济发展背景不同。上一轮处置不良资产之后，国民经济接着来了一个大发展，13%、14%的增长，在这种背景下，什么不良资产都变成优良资产了。这一背景在本轮没有，这一轮，我国的经济增长率是不断地从6.9到6.5甚至到5点几，逐渐下滑。上一轮清除不良资产用了5万亿，那么本轮需要多少？这个账应当算算。我们新的《中国国家资产负债表》不久就会出来，在那个框架下，大致上能够说的清楚。还是那句话，如今我们要做的事情是解决市场中逐渐暴露的不良资产问题，债转股，只是围绕这个目标而展开。债转股不能破坏市场纪律，不能破坏法治，这时基本的前提。

我们认为要谈这个问题，要让大家知道，中国的金融其实是处在危机之中。老百姓说，出来玩儿总是要还的，看来，我们没有逃过这一劫。我始终是乐观主义，所以我说有这么多问题不怕，因为它们无非只是走向更好前景的必由之路。我们一定要在政策设计上让这个钱不白花，这个教训不要浪费。处置危机花这么多钱，不要把这次危机的经验浪费了，所以，我对任何破坏市场纪律和法治的行为都深恶痛绝。

可以总结出这样几句话：

第一，中国金融体系进入了一个要紧的时期，这个时期风险会逐渐地暴露。

第二，恐怕我们要花一段时间去解决不良资产问题。

第三，我们一定要抓住这样一个机会，按照规矩办，按照市场经济所应当有的规矩去办，绝对不能说在这里面给出一个特例，给出什么其他的处理。如果我们付出这么多的代价，但却没有换回一个更加有效的市场体系，整个中国

经济的前景就堪忧了。反之，如果我们能够唤起大家的忧患意识，有助于更理性地制定政策，那我们今天这个会就开的非常有建设性。