

论文 NO. 2018 年 6

发表时间：2018 年 6 月 16 日

信用债频违约的当下与未来

郑联盛

国家金融与发展实验室金融法律与金融监管研究基地 研究员

范云朋

中国社会科学院研究生院 博士生

摘要：自 2014 年“超日债”违约首次打破刚性兑付以来，债券违约事件屡见不鲜且愈演愈烈。2018 年前 5 个月债券市场违约规模已经超过 2017 年的总和，尤其是信用债的违约让很多投资者“踩雷”。在此背景下，理清信用债违约的根源、把握发展趋势、推出积极措施，成为政府和市场关注的焦点。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

信用债违约高发，根源在哪？

截至 2018 年 5 月 25 日，我国债券市场上共 11 家发行人的 19 只债券发生违约，涉及本金总额约 170 亿元。其中，以丹东港集团和大连机床集团的债券违约尤为严重。同时，多家民营企业债券也发生了违约，都给投资者带来了较为严重的损失。

综合来看，新一轮债券违约具有较为鲜明的特点。

一是信用债违约密集高发。此前由于信用债的收益率较高，信用债投资是投资者尤其是机构投资者“胜出”的法宝，但是，2018 年信用债违约成为“重灾区”。

二是民营企业信用债违约明显增多。2018 年以前，信用债违约中，国有企业的违约问题较为凸显，但是，今年以来信用债违约中，新增民营企业较多。

三是本轮信用债违约中，上市公司牵涉较多，资质相对优良的上市公司“沦陷”于违约泥潭。

四是信用债违约的行业结构从周期性向非周期性蔓延，呈现多个行业多发违约的状况。

结合本轮债券违约的特征可见，本轮债券违约潮与 2014-2016 年“打破刚兑”的债券违约潮有相似之处，又不尽相同。两轮债券违约潮的相同点在于显著的信用风险。2014-2016 年“打破刚兑”的债券违约潮主要是宏观经济下行，以煤炭、钢铁、有色金属为代表的强周期性行业不景气，产能过剩，企业财务成本过高，盈利能力下降，个

别企业无法负担债券本息偿付。本轮信用债违约风险产生的过程中，非金融企业债务融资工具以其一次注册、多次发行的优势被地方国企、上市公司和其他企业充分利用，以 2-3 年为一个周期，进行滚动发行和借新还旧，较好地解决了企业发债融资的需求，但是，这种“滚动性”使得债券信用风险不断累积，最终演变成信用风险和债券违约事件，并在近期集中爆发。

本轮信用债违约具有更加多元且复杂的根源。

第一，面临系统性金融风险应对的压力，货币政策呈现一定边际趋紧的态势，这使得无风险收益上移，风险溢价提升。但是，作为金融稳定的基础政策之一，货币政策合理趋紧不是信用风险的根源，只是加速了信用风险的暴露。

第二，金融去杠杆政策是本轮债券违约的诱因之一。金融去杠杆的核心在于降低金融空转水平，但金融去杠杆实际上会挤压债券市场的流动性并提升风险溢价，“负债荒”和“资产荒”相互强化，风险溢价相对更高的民营企业信用债风险暴露更为显著。2017 年以来，民营企业的信贷融资亦处于相对更加困难的境况。

第三，利率倒挂是债务违约的市场动因。利率倒挂体现在两个方面：一是短期利率高于中长期利率，这使得民营企业以至金融机构难以通过短期流动性安排来平抑期限错配；二是债券发行利率高于贷款利率，使民营企业等发债主体陷入发债融资的成本困境。

第四，债券滚动发行机制是本轮债券违约的重要体制根源。滚动

发行使得企业具有较好的融资机制，但是，这种机制需要匹配良好的信用利差定价和信息披露机制。由于有待完善的定价、评级和信批机制，前期企业信用利差可能被低估，而绝大部分信用风险集中在滚动发行期的最后阶段，信用较弱、流动性难以补充的微观主体集中爆发信用风险，这也是本轮信用债违约中民营企业违约问题较为凸显的重要原因。

市场化违约，或将成常态

未来，刚性兑付的约束将日益淡化，市场化违约或将成为常态。过去以发行人、承销人和评级机构利益捆绑来保障刚性兑付的机制将面临日益显著的市场约束，债券市场规模的扩大和信用利差定价市场化的深入，使得刚性兑付打破的压力日益提升。刚性兑付模式将被弱化，债券违约事件是市场出清的必然选择，也是债券市场化与法治化的必由之路。

另外，信用利差定价将进一步市场化，市场内生淘汰机制将更显著。债券市场尤其是信用债市场的信用利差定价相对不合理，信用利差没有能够有效动态反映举债主体的信用状况并对其信用风险进行有效定价，形成利差定价相对趋同的状态，投资者亦较难甄别真正的信用风险。未来，随着风险定价尤其是风险溢价定价的深化，信用利差在信用风险中的决定功能将逐步被强化。

与此同时，信用利差将可能进一步扩大甚至被扭曲，需警惕被市场暂时“抛弃”的风险。随着利率市场化、金融去杠杆和货币政策与

监管政策相对趋紧，民营企业的信用利差可能被过度放大甚至被扭曲而被债券市场“抛弃”，这将导致民营企业的融资难问题更加凸显。这个问题可能同样会表现在地方政府的融资平台上。

改革措施仍需强化

首先，从信用债市场自身改革发展来说，首要任务是避免“劣币驱逐良币”。中介机构、评级机构需要对发行人的信用风险有足够的认识并进行充分的披露，否则一级市场资质低、数量大的发行必然会导致二级市场的相对供给过剩以及信用风险的爆发。本质上，国内债券市场不缺投资资金，但是，缺乏资质较好的债券以及定价有效的债券。其次，继续弱化隐性担保，强化市场纪律。坚决打破政府隐性担保，减少政府行政干预，使市场发挥主体作用。同时，增强评级机构的独立性，完善企业信息披露制度，强化市场纪律约束，提升市场主体信用风险管控水平。最后，信用债券违约的市场化处置机制需进一步完善。

随着刚性兑付逐步被打破，债券违约成为市场的一种常态，建设一个有序、顺畅、合理的债券违约处置及恢复机制是缓释债券违约冲击以及重塑微观主体经济活力的基本保障。一是借鉴国际债券保险经验，健全我国信用债保险产品。二是加强我国信用互换市场建设，提高信用衍生工具定价的准确性和信用风险分散的有效性。三是探索建立违约债券转让市场，采用违约债券集中处理的模式，建立一个违约债券转让市场，以应对债券违约风险爆发。

从债券市场整体而言，同样需要进一步完善市场化机制改革。一是构建全国统一的债券市场体系，打破不同债券市场定价交易的相对隔离，形成一个定价有效的统一市场体系。二是强化国债收益率曲线建设。国债是无风险收益率的核心，合理顺滑的国债收益率曲线是债券市场定价有效的基础。三是加强信用利差有效定价机制建设，既要使得不同微观主体的信用风险得到信用利差的有效反映，还要使得微观市场主体的信用利差定价不发生系统性或结构性扭曲。