



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

彭兴韵

国家金融与发展实验

“中国债券论坛”秘书长

彭兴韵：

中国企业债券违约，来得比人们预想的要快、要猛烈。自2014年3月超日债违约以来，目前在银行间和交易所发行的已违约信用债共有27只，涉及主体21家，其中有8只债券完成兑付，还有19家悬而未决。总体而言，中国违约信用债分布具有强周期性和产能过剩行业的特征。光伏、运输、采掘、钢铁等行业违约较多。在已经违约的21个发行主体中，产能过剩行业的发行主体占比70%以上。当然，违约并不局限于强周期性行业，现在已经扩展到食品饮料、运输等非周期性行业。随着经济的下行或者在一个时期保持L型增长态势，非产能过剩的发债主体也会面临事件冲击导致流动性收紧而出现违约的风险。

更具体地，可以将中国已有的企业债券违约大致分为四类。

第一类是行业景气度低迷类。该类型的违约路径可以做如下刻画。经济下行，下游产业需求低迷，使得处于上中游的强周期产业（如煤炭、钢铁、有色、新能源、化工等多个行业）产能过剩，行业产品价格持续下降，企业盈利能力下降，经营亏损导致资产大幅缩水；但由于工资刚性和各类税费使得营业成本没能随产品价格下行而成比例地下降，大幅侵蚀企业利润；但由于在上一景气中进行了大规模投资，债务规模大幅攀升，短期债务集中到期引起流动性风险快积聚，最终导致发债

主体自身偿债能力下降甚或资不抵债。此种类型的违约主要集中产能过剩行业，如煤炭、钢铁、光伏、化工等，发行人性质包括民企、央企、地方国企，但以央企及地方国企为主。总体而言，这类违约企业资产负债率普遍较高，个别企业高于90%甚至已经大大超过100%；流动比率、速动比率绝大部分都小于1，经营活动现金流量净额/带息债务小于0.1，即不论是存量资产的偿债能力，还是经营创造现金流，都难以有效偿还存量债务。换言之，此类违约是由债券发行人的财务状况持续恶化引起的。

第二种类型的违约是企业经营不善与突发性的风险事件冲击叠加引起的。此类违约酝酿时间较短，事前更不可测。之所以不可预测，是因为它们的财务指标并没有显示出长久的恶化，这和行业景气长期低迷类违约很不相同。发行人的资产负债率并不很高，整体处于较为合理的范围内，速动比率也各不相同，大致在0.5-1.0之间，流动比率多数大于1，长短期偿债指标明显好于第一类违约企业。但大多数发行的经营活动现金流净额/带息债务依然小于0.1，这表明，债务的流动资金保障非常脆弱，一旦因公司治理或股权问题等产生突发性的事件冲击，就很容易导致流动性紧张和导致违约。

这类违约主要以民营企业为主，股东背景较弱，发行人自身的经营能力一旦受制于核心资产，一旦核心资产被剥离，债券信用就主要依赖于内部及外部担保。但遗憾的是，此类企业普遍受到股权事件、公司管理等冲击，内部担保形同虚设；发生违约后外部偿债担保也难以发挥信用缓冲的作用，无法通过有效的融资活动提供偿债资金。例如，在此类违约中，银行可用授信额度与带息债务总额之间的比率，绝大部分都低于1，有的甚至不到0.2。一旦爆发违约风险，投资者对于债务偿还的保障性的就大大降低。

第三类是由外部信用支持风险而导致的违约。在此类违约中，主要是由子公司与母公司之间关联关系而爆发违约风险。根据母子公司之间的相对强弱，可分为母强子弱型和母弱子强型。前者以国企较多，侧重实质性担保。但由于子公司对集团的重要性下降而遭母公司“弃子”，使得母公司不愿意为子公司的债务履行担保责任。例如，天威集团是河北天威保变的母公司，但作为上市公司的天威保变，其第一大股东是兵装集团，但兵装集团不愿为天威的违约兜底。再如云峰作为绿地的子公司，因其在绿地战略地位迅速下降，使得绿地并

不愿意为云峰的违约承担责任。

母弱子强型就要是集团中优质子公司属于上市公司，但由母公司发债。此类以民企较多，通过上市公司股权质押成为其重要的融资方式。例如，宏达矿业作为淄博宏达的子公司，对母公司的利润贡献度达到40%以上。2015年3月淄博宏达发行4亿元短期融资券，受钢铁业过剩产能的拖累，经营陷入困境，银行抽贷，恶化了流动性，其对子公司的股权质押比例已经达到91.1%，最优质的资产早已被冻结，2015年底不得不转让核心子公司宏达矿业41%左右的股权偿还部分巨额有息债务，结果丧失了对上市公司宏达矿业的控制权。

第四类就是另类违约。另类违约一般不涉及应付本息的拖欠，主要包括二级市场债券暂停交易或提前还款。此类违约虽不危及债券持有人的本息安全，但任何违背债券合约条款的行为，均应视为违约。例如，“15铁物资SCP004就由于其发行人业务规模萎缩、效益下滑，需对债务偿付安排进行论证，申请暂停当天债券交易。暂停交易即便不是实质违约的前兆，它也使债券完全丧失了流动性，使持有人无法通过市场交易而变现。提前偿付也日渐成为债券市场的新现象，如“14宣化北山债”、“14海南交投MTN001”两只城投债均宣布提前偿付。提前偿还虽不会导致投资者的本息损失，但让它们承担了再投资风险。

回顾过去一段时间中国信用债市场违约的发展过程，不难发现，它是从民企到央企、再到地方国企的演变过程；从无法支付当期利息、到本息皆无力偿还，投资者潜在损失越来越大的过程；从公司债到中票PPN、再到短融的期限“由长及短”的过程；违约风险有逐步向评级高、股东背景较强的方向演化的趋势。总之，违约的演变过程告诫债券投资者：违约，一切皆有可能。

中国当下的债券违约是全球经济复苏乏力的背景下展开的，只是全球信用债违约上升的一个组成部分。标准普尔4月份发布的数据显示，今年以来全球企业已有大约500亿美元的债务违约，违约企业数量创出2009年金融危机高峰以来的最高水平。其中，能源行业违约最多、金属、矿产和钢铁行业违约数量位居第二，全球最大私营煤企皮博迪能源公司等均榜上有名。可以说，周期性行业违约成为全球信用债券违约的共同特征，在全球低迷的经济中，中国企业债券违约并不“孤单”。

全球经济不振的外因，再加上国内经济进入增速换挡的内因，共同构成了

国内信用债违约的大环境。违约是信用真面目的一个侧面，即便在经济景气时期，也可能有企业的非系统性因素而导致点状式的违约，但违约由点到面的铺陈而呈现系统性的特征，那一定会伴随着不那么令人愉悦的宏观经济环境；换言之，系统性的违约不过是宏观经济景气下降甚至衰退的一个镜像。国内外均是如此。过去数年里，中国经济增长率呈现逐级下滑之势，需求不振，投资萎靡，对中间投入品需求的大幅减少导致PPI长达四年多的负增长，企业债务融资的实际利率高企，构成了中国企业债券信用状况的大气候与大环境。

宏观经济与需求不振所形成的冲击，在不同行业间的分布并非均匀的。那些所谓强周期性行业和小企业，更容易受到不利冲击的影响，因此，债券违约具有重要的行业性根源。需求不振导致强周期性行业（如钢铁、煤炭和水泥等）出现了严重的过剩产能，设备利用率严重不足。例如，钢铁行业的高炉开工率不足80%，浮法玻璃的设备利用率仅为60%多。大量的设备闲置意味着，通过举债融资而形成的产能无法转化为有效的产出和持续经营现金流。因此，大举借债而形成产能过剩的行业，持续大面积亏损是一个普遍现象。例如，据统计，钢铁行业的上市公司中，亏损公司数量占据了三分之一。这表明，举债者要么通过经营活动筹措偿债资金无落，要么通过新的筹资而偿债。但“拆东补西”的举债-偿债模式不过是苟延残喘的伪信用罢了。

正如前文所述债券违约的不同类型时所强调的，企业过高的杠杆率、治理机制不完善、持续亏损、经营活动与投融资活动现金流较低，是信用债违约最主要的微观原因。在第一类债券违约中，资产负债率普遍很高，经营状况随宏观与行业大环境而不断恶化。除此之外，不完善的公司治理机制与不断恶化的财务状况相结合，正成为一些企业违约的直接推动因素。这在民营企业中更为普遍。在民营企业中，实际控制人对企业经营往往具有决定性的影响，一旦其出现意外，企业资信就会迅速地恶化，再也得不到银行信贷支持，导致资金紧张甚至资金链断裂，最终导致债券违约。尤其是，当实际控制人意外与企业持续亏损碰撞在一起，就会使企业的信用迅速瓦解。典型的例子如南京雨润。也有民营企业是因为股权纷争，实际控制人缺位导致债券违约的，如山水集团。债券违约对经济会产生什么影响？债券违约不仅影响债券市场本身，还会对宏观经济与其它金融市场产生负面冲击。

首当其冲的自然还是债券市场本身。债市违约拖累一级市场，影响债券市场的融资功能。2016年前四个月，因违约而推迟或取消发行的债券大幅增加，各月分别为387亿元、111亿元、484亿元和1144亿元，推迟或取消发行的债券只分数分别为39只、21只、61只和118只。推迟或取消债券发行，使得企业筹资活动现金流下降，进一步可能加剧违约风险。不仅如此，由于违约提高了债券的风险溢价，使得债券发行利率水涨船高，不利于“降成本”。例如，今年二月至四月的企业债券的平均发行利率分别为3.9558%、4.4158%和4.9464%，企业债券发行利率呈逐月上升之势。另外，鉴于到期债务积压，加之实体经济投资机会不多，很多企业募集资金目的主要是偿还银行借款或者缓解流动资金紧张，导致债务发行短期化趋势越来越明显。据统计，1年以内品种占比已由2011年的17.26%提高到了2016年3月末的24.68%，而10年期以上券种占比则进一步下降到6.34%。债券发行期限的短期化，意味着未来更大的短期偿债压力。

违约冲击的当然不只是债券发行市场。二级市场也难以幸免。从2014年初开始至2016年初，由于经济下行压力和宽松货币政策的影响，债券市场演绎了是长的牛市行情，无论是利率债还是信用债，收益率不断下行，相应地带动了债券发行利率下降。但债券市场因信息不对称的影响，违约事件增加使得风险溢价上升，不仅会极大地影响债券市场的总体收益率，还会影响债券市场的相对收益率。前者表现为债券市场收益率中枢的整体上移，后者则表现为信用利差因违约率上升而走阔。债券收益率中枢的整体上移意味着过去两年的债券牛市正受到违约风险的压制，信用利差的扩大则意味着不同信用级别的债券走势将出现新的分化。

以债市首例公募债“11超日债”违约为例。2014年3月4日超日债违约前一周，银行间企业债信用利差基本呈缩小之势。其中，1年期缩小5-26BP，3年期缩小17-23BP，5年期缩小1-16BP。但在超日债违约后一周，信用利差迅速扩大，尤其是短期品种。1年期扩大5-15BP，3年期扩大9-21BP，5年期除AA-评级缩小6BP外，其余扩大7-15BP，当时各主要期限和等级企业债信用利差均位于历史3/4位数以上。违约3周后，利差扩大到最大值，1年期AA级中票收益率最大上行了46BP，其他期限品种收益率上行15-25BP不等。

进一步地，债券市场的信用风险、价格风险（收益率风险）和流动性风险

是相辅相存的。信用风险上升导致收益率水平上升，债券市场的流动性并因此而下降，流动性下降会反过来导致流动性溢价上升和债券价格下跌，并强化信用风险。实际上，自中国出现信用债违约以来，许多违约债券暂停交易，使其完全丧失了流动性；违约也导致了债券成交量的萎缩。须知，金融市场得以良好地定价的首要条件便是良好的流动性，从而使得债券价格得以更好地反映发行人的资信状况，并由此引导债务资本的流动。然而，债券市场的动荡导致社会对信用的定价出现混乱，使得金融市场系统性风险偏好下降，由于不完全信息的影响，债券价格就可能对企业资信做出错误地反应。

违约不仅影响了债务市场的总体收益率水平，还会通过金融加速器机制对宏观经济造成严重的冲击。大面积的债券违约会恶化金融市场的信息不对称问题，使得企业外部融资的风险溢价相应大幅上升，这会给企业投资带来较大打击，从而使宏观经济对违约率和风险溢价的变化做出非线性的反应。这就是国外的债务违约严重地拖累宏观经济的重要原因和机制。当然，债务违约导致的风险溢价上升并不局限于债务证券市场本身，违约高发最终使所有金融资产的风险溢价上升，冲击传染至其它金融市场，如股票与外汇市场。因此，违约率大幅攀升往往会同时伴随着股票市场大幅下挫、汇率贬值等等金融市场的多重过度反应。这一点，中国2013年发生的“钱荒”，实际上有过深刻的教训。

在讨论债券违约可能形成的方方面面不利冲击之时，我们也应当肯定其积极的一面。违约固然是不受人待见的，但债券违约并不全是恶魔，违约本身就是信用表现的一个方面。中国债券市场长期的“刚兑”使得中国债券市场脱离了其应有的最重要的特征：信用风险。打破刚性兑付和适度违约，可以还原信用的本来面目，有利于发挥投资者的约束，让债券投资者在资产配置中更在谨慎而充分地利用各类信息进行鉴别和筛选，使债券市场收益率更好地与信用风险、企业资金使用效率相匹配，债券收益率（利率）可更真实地反应企业筹资的使用效率，因此，适当的违约将促使债券市场的价格信号可以引导市场资源配置效率的提高。正是在这个意义上，违约是中国走向成熟市场经济所不得不经历的浴火与炼狱。

接下来一段时间，中国债券市场信用状况将会如何演绎，我们可以从宏观和微观两个层面做不同的考察。总体来讲，中国企业债券的信用前景并不乐观。

宏观经济的走向仍是决定债券市场总体信用状况的系统性因素。但是，很遗憾的是，宏观经济环境不易改善，潜在增长率下降、全球供应链重组和国际产业转移的新趋势、中国日益重视的“清洁的增长”和“清廉的增长”对GDP挤水份等诸多供给面的约束，使得中国正在告别过去那种高的增长时代。虽然有人说今年以来的增长“超预期”，但这种乐观是极其脆弱的，因为政府投资虽然拉动了全社会固定投资增长率的回升，仍难掩民间投资的悲观情绪。近期房地产市场的回暖难以形成新一轮的持续性景气周期，因而它也难以向过去十余年里那样带动与之相关的上下游产业的需求。尽管一二线城市的房地产价格出现不同程度地上涨，房地产新开工面积和投资升温，但与居民收入水平格格不入的房地产价格极大地抑制了居民的有效需求，因此，房地产繁荣中的“高房价”终将埋葬房地产业的繁荣，更何况，中国依然有庞大的高库存压力需要消化，因此，企望房地产投资回升带动制造业走出困境不切实际。

房地产投资的回升难掩制造业陷入冰窟的尴尬，工业企业主营收入增长陷于停滞。衰退性顺差延续，中国的进出口增长率仍处于下降通道中。中国经济贸易依存度下降，反映了2008年以来中国在全球经济再平衡中付出的巨大成本，全球供应链重组使中国出口导向型增长难以为继。这是导致中国制造业陷入不可逆转困境的国际因素。再者，虽然2016年以来大宗商品价格出现了大幅上涨，在一定程度上有利于扭转通缩和改善相关行业企业的现金流，但这是在去库存与所谓供给侧改革的噱头下的短期上涨，并没有真实需求上涨的基础，因而也难以持久。这与上次商品牛市则是库存压力较轻、涌现的新需求截然不同。这即是说，我们是无法寄希望于商品价格持续性上涨来改善企业现金流、从而改善企业的信用状况的。

面对经济下行和高杠杆，未来的宏观经济政策取向对信用前景会产生重要影响。在增速放缓与高杠杆积累的风险充满矛盾之际，政府的宏观经济政策选择再也不像过去低债务率下那样得心应手，政府不得不在增长与去杠杆之间加以权衡。那么，未来宏观政策到底是为了增长而不惜牺牲金融稳定还是以更加不可控制在金融风险的积累而换取短期的增长呢？对此，前不久的权威人士事实上给予了明确的答复。他说：“去杠杆，要在宏观上不放水漫灌，在微观上有序打破刚性兑付”；“要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、

做大分母降杠杆的幻想。”既然通过加码宽松货币政策做大分母降杠杆的路走不通，那就只剩下缩减分子的唯一道路了。缩减分子是什么？那就是债务紧缩。但债务紧缩不可避免的后果之一，就是一段时期违约率的上升。

在这样的宏观环境下，众多发债企业的财务状况又令人沮丧。诸多企业面临巨大的短期偿债压力。在我们统计的1160余家非金融企业中，短期债务与总债务之比超过50%的达831家，其中163家企业超过90%。不单如此，发债企业的偿债能力总体上又显得比较脆弱。首先，相当一部分发债企业资产负债率奇高，仍有85家发债企业的资产负债率超过80%；15家企业的资产负债率超过90%。其中，新疆八一钢铁、云南云维、江苏舜天船舶资产负债率分别高达107%、138%和285%。。其次，货币资金与总债务、货币资金与短期债务之比都非常低，筹措偿债资金的压力较大。第三，近一半发债企业主营业务利润增长率为负。最后，信用债负面评级呈现逐年上升之势，2011-2015年信用债负面评级只数分别为6只、10只、39只、162只和197只，2016年截至到5月9日的负面评级信用债为37只。

总之，无论是宏观环境，还是发债企业自身的微观因素，都不利于我们对中国信用债券市场的前景做出乐观的展望。或许，中国债券市场正在以人意想不到的速度挥别一直被人诟病的“刚兑”，迎来“违约”的新常态。这是中国债券市场走向成熟不得不经历的磨难。我们希望，在经历违约潮之后，中国能够树立起信用契约精神，债券市场稳健发展的基础更加牢固。

扩大债券融资是中国金融改革的重要方向，这并不会因为近期的债券违约增加而改变。但不断增加的债券违约提醒我们需要创造更好条件，促进债券市场稳健发展。为促进企业债券市场健康发展提出了以下若干建议：

第一，稳健的宏观经济政策是债券市场健康发展的重要条件。事实证明，过度刺激的宏观经济政策虽在短期内达到了GDP增长之效，却加剧了经济周期波动和长期风险。正如权威人士所言“避免用‘大水漫灌’的扩张办法给经济打强心针，造成短期兴奋过后经济越来越糟。”宏观刺激措施往往纵容企业过度举债，尤其是，政府不当的产业政策往往导致某一行业的债务急剧扩张，中国的光伏产业、钢铁产业的债务违约，均和宏观刺激下的债务扩张所形成的债务积压脱不了干系。

第二，发债企业应把“信用”当作“信仰”，严格树立信用契约精神。为此，企业的谨慎举债是防止信用风险、促进债券市场稳健发展的第一道防线。这就发债企业应对自身负债能力和未来的前景有谨慎的充分评估，包括宏观经济、行业周期等。如今违约的大多数发债企业过去在扩张周期都对未来有过于乐观的预期。同时，完善的公司治理机制有助于降低举债风险，也有助于防止将偿债能力寄托于实际控制人身上。

第三，中介应尽心尽职地履行其不可回避的义务，对提供中介服务时可能存在的“利益冲突”要保持克制之心。在金融市场的运行中，中介机构是投融资活动的桥梁和组织核心。在债券市场上主要的中介机构包括主承销商、评级公司和担保公司，其中最为核心的是债券主承销商，应在尽职调查、信息披露、持续督导方面尽责。但国内部分承销机构在业务架构、内控机制、激励机制上存在弊端，重发行而轻后续督导，忽视项目质量，尽职调查流于形式。一旦出现违约，主承销机构的信誉其实也难免受到牵累。为了提供承销机构的服务水平，监管部门应从监管规则、违规惩罚等规则上入手，提高主承销商违规成本；主承机构应着眼于长远发展，注重品牌形象的建设，从激励机制、组织架构、内控机制入手，促进业务团队切实关注发行人的后续发展与投资者的权益维护，增强业务发展的可持续性。

信用评级是债券资信的基础衡量标准，但中国评级的虚高现象是路人皆知的事实，评级结果缺乏指导性，不能准确地反映发行的资信状况。而且，评级具有严重的滞后性，往往是发行人出现了某种不利冲击之后，评级机构才相应地调整其评级。作为信息的第三方生产者，评级机构当客观和公正，同样需要克服利益冲突，不能仅着眼于发债企业当时的状态，应根据其所处行业、企业自身的管理和产品特征做出前瞻性的评级。

完善担保人约束对债券市场的稳健发展同样重要。第三方担保是债券信用增级的重要手段。当债券违约时，担保人对违约风险具有缓释作用。但是，在部分债券违约中，担保机构存在“担而不保”，使投资者的利益受到了严重损害。鉴此，应强化对担保机构的监管要求，促使担保机构更尊重契约精神，切实履行担保责任。

第四，完善债权人司法救济制度，破产和解、破产重整和破产清算都应当

成为保护投资者最后机制。正如权威人士如言，“处置‘僵尸企业’，该‘断奶’的就‘断奶’，该断贷的就断贷，坚决拔掉‘输液管’和‘呼吸机’”。破产是保障债权人权益万不得已的措施，也是对过度举债而又无法有效率地使用资本的企业实施的必要惩戒措施。但中国尚未有效地实践破产，结果债权人承担风险比普通股的风险还要大，导致很多时候债券的风险溢价比普通股还要高，这扭曲了股票与债券的市场定价机制，也助长了股票市场的投机。

第五，加强投资者保护工作。中介机构的尽职尽责、破产制度都是债券投资者保护机制，但这里主要强调完善信息披露和投资者保护条款。虽然现行信息披露制度形式完备，但存在突出问题：信息披露缺乏具体要求，执行力度严重不足，披露质量不佳，重大信息披露不及时或不披露也时有所见，财务数据的定期披露频率过低或滞后时间过长。这些弊病使得债券投资者不能及时地获取债权人的信息，并不能对潜在的信用风险做出及时的评估和反应。鉴此，我们建议强制要求债券发行人提高信息披露的及时性和频率，按月公告主要财务数据；实行违约可能的预披露等。

另外还需完善投资者保护条款。借鉴国外债券市场的经验，引入交叉违约、加速清偿、限制性条款等偿债保障条款。作为事前防范规则，限制条款、交叉违约、加速清偿等偿债保障条款的主要目的，在于维持发行人的风险水平并保障投资者在发行人信用状况发生重大改变时享有退出选择权。在处理违约时，预期违约与现实违约应该享有同等的保护权利。但在实践中，由于债务人负有不同期限的偿债义务，当剩余期限较长的债券持有人发现债务人前续债务出现违约时，但由于其持有的债券尚未到期而不被认同为违约，这给剩余期限较长的债券持有的权利保护带来了非常大的障碍。因此，当债务人出现率先对已到期债务违约时，在债权保护方面应对所有债券持有人有通盘考虑，这就需要对“违约”给予更好的法律定义。同时改进债券持有人会议制度，使其切实发挥其在保护投资者利益的作用。当现出违约时，同一发行不同债券的持有人应享有同等的权利。

最后，我们想强调的是，债券市场的创新应在不放大风险、减少风险传染的前提下进行。过去，我们曾把中小企业集合债当作债券市场重要的金融创新，但事实证明，这种创新固然在一段时期降低了债券发行的难度，但导致了一些

企业在信用方面搭便车的行为，乃至潜在的违约风险很高。针对当下违约上升的趋势，开始兴起了不良资产证券化，甚至监管当局鼓励保险公司开展信用保险。这样的金融创新只是转移了信用市场的风险，信用风险并没有因此而消失，相反，它加剧了违约风险爆发后的传染性，对长期金融稳定的有不利影响，应当引起高度警惕。

李扬：

刚刚兴韵给了我们一个全面的图景，对当前债券市场存在的问题进行了全面的了解，我觉得做的挺好的。

他刚才谈到了前景问题，债务紧缩等等，我觉得我们面对这种情况应当非常明确的认识到我们处在危机中，债券市场违约问题，银行信贷不良资产增加的问题，还有影子银行中很多风险的问题，很集中的反映了随着中国经济的下滑，金融风险逐渐暴露。大家都知道最近中国金融风险，特别是债券违约，受到国际高度关注，国际货币基金组织最新的报告中列了专章讲中国，英国《经济学家》有篇专文讲中国，其它还有很多。围绕债务问题，金融风险的问题，我们实验室最近也出了一系列的东西，包括债转股，包括去杠杆，我们会不断推出一些成果。

大家应该非常明确，我们目前就是要处理危机的问题。要处理危机，就需要拿出一些资产，拿出一些优良资产，解决不良资产。这一点非常明确。

第二点，这样一些债务的处理，信贷，还有债券，一定要和企业改革密切联系在一起。如果你处理债务变成了让企业可以逃废债，那就不是一个好的政策。“权威人士”在那篇文章中用了很多的话表达了这样的意思，就是，该死就得死，该惩罚就得惩罚，绝对不能通过金融的手段让他们苟延残喘，绝不允许破坏整个的市场规律。