



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

【2019年2季度】

NIFD 季报

主编：李扬

债券市场

彭兴韵

韩梦彬

2019年8月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度4月份发布。

摘要

2019 年第二季度我国债券市场发行 11.43 万亿元，总偿还量 8.53 万亿元，净融资额 2.89 万亿元。随 2019 年第一季度资产规模 5000 亿元以下金融机构发行的同业存单也被纳入 MPA 考核，上半年同业存单发行额同比下降。截至二季度末，我国债券市场规模达 91.07 万亿元，已经超过日本，成为仅次于美国的全球第二大债券市场。在存量债券中，金融债、地方政府债位居前两大债券类别，并且在“开前门、堵后门”的政策影响下，地方政府债仍以较快速度增长。第二季度收益率较一季度小幅上升，期限利差下行，信用利差也在震荡下行。

2019 年前两季度，我国债券市场的违约相对于 2018 年第四季度虽然有所缓解，但整体风险水平仍处历史高位。据不完全统计，第二季度，我国债券市场共发生 34 次债券违约事件，新增违约金额 187 亿元，新增首次违约企业 8 家。截至第二季度末，债券市场违约金额达到 2214.2 亿元，累计违约企业数量 139 家。

虽然债券市场的违约在金额和企业数量上有所好转，但风险依然需要引起重视。在债券违约企业方面，民营企业仍是违约主角，新增违约继续向民营企业集中；上市企业违约金额占比下降，但依然需要重视上市企业违约导致的连锁反应；违约企业越来越集中在经济发达区域，并且所涉及

本报告负责人：彭兴韵

国家金融与发展实验室

副主任

本报告执笔人：

● 韩梦彬

国家金融与发展实验室

中国债券论坛研究员

【NIFD 季报】包含 9 个

板块，分别为：

1. 全球金融市场
2. 国内宏观经济
3. 中国资金流动
4. 宏观杠杆率
5. 中国财政运行
6. 房地产金融
7. 债券市场
8. 股票市场
9. 金融机构动态

行业越来越分散。在违约债券品种方面，公司债仍是违约大户，短融、中票违约回落；沪深交易所违约金额增多；高等级债券发行主体违约风险渐显；违约风险较高的有担保债券违约金额同比增加。

债券违约后续处置出现一些新的变化，债务展期、撤销回售、场外兑付增多。债务展期能够为发行人筹资赢取时间，在一定程度上减轻发行人短期偿债压力，但最终能否兑付存在不确定性。部分发行人与投资者协商撤销原本已申报的回售金额，并且商议回售本金或到期利息不通过中国结算公司进行派发，而是在场外兑付，这些方式并不是有效的债务违约处置途径，而是发行人在试图掩盖债券违约风险，有规避监管的嫌疑，严重损害投资者的合法权益。

2019 年第二季度，多部门发布债券违约处置文件，完善债券违约处置机制。例如，沪深交易所推出违约债券转让服务；全国银行间同业拆借中心、上海清算所、中央结算公司分别发布债券回购违约处置；央行发布违约债券转让业务征求意见稿。债券违约处置机制的建立，有利于引导专业资产机构等多元化主体参与违约处置过程，帮助投资者及时处置不良债券，提高违约债券处置效率，促进债券市场有效出清；有利于健全债券市场的交易流通机制，化解债券市场积累的风险，促进债券市场合理定价，提高金融服务实体经济能力。

目 录

一、债券市场概况	1
(一) 债券市场发行及存量规模	1
(二) 债券市场收益率变化	4
(三) 债券市场新增违约情况	7
二、债券市场违约分析	10
(一) 违约企业分析	10
(二) 违约债券分析	13
(三) 违约事件类型分析	16
三、债券违约后续处置	16
(一) 债务展期增多，但最终效果存疑	16
(二) 撤销回售、场外兑付增多，兑付情况未知	17
(三) 担保方对待违约表现不同，技术性违约凸显现金流紧张	18
(四) 多部门发布违约债券处置文件，建立债券违约处置机制	19
四、违约债券发行人案例分析	20
(一) 中国民生投资股份有限公司，新晋违约大户	20
(二) 洛娃科技实业集团有限公司，破产重整	22

一、债券市场概况

（一）债券市场发行及存量规模

2019 年第二季度，我国债券市场发行 11.43 万亿元、偿还 8.53 万亿元，净融资额 2.89 万亿元。2019 年第二季度，我国债券市场总发行金额 11.43 万亿元，总偿还量 8.53 万亿元（包括到期、提前到期、回售和赎回），净融资额 2.89 万亿元，环比分别增长 8.83%、15.17%、-6.36%。净融资额连续三个季度下滑，本季度出现下滑主要源于债券偿还量的快速增加。

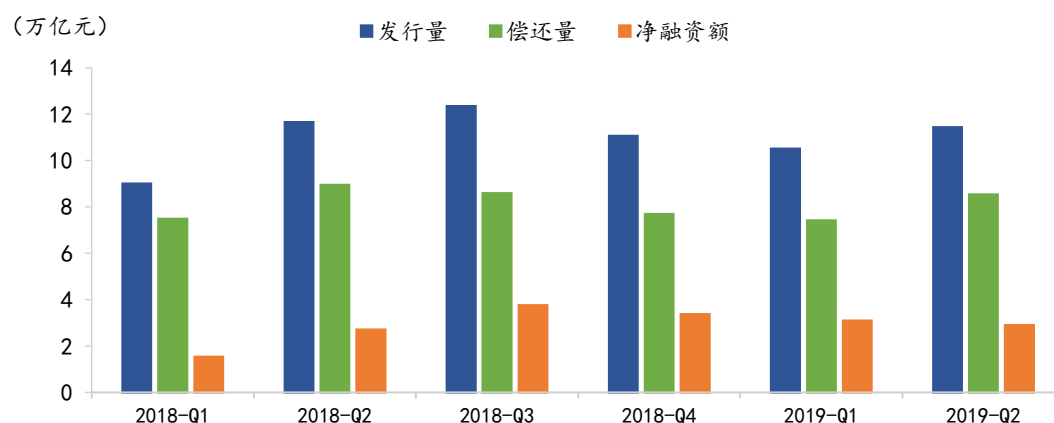


图 1 债券市场发行与到期

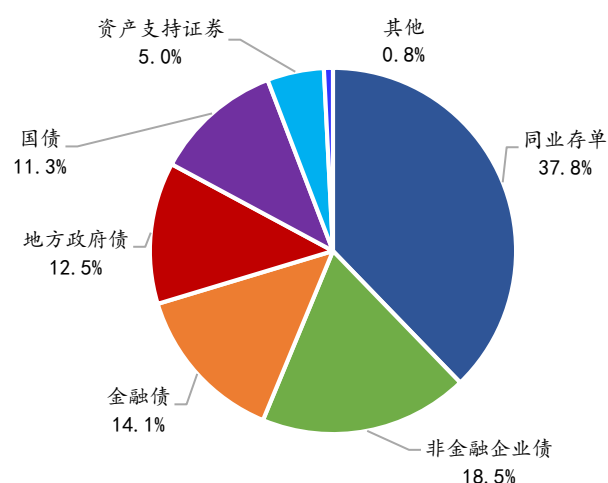


图 2 债券市场发行结构 (2019-Q2)

¹ 本文作者：韩梦彬，国家金融与发展实验室助理研究员。

同业存单、非金融企业债为前两大发行债券类别。在 11.43 万亿元发行金额中，同业存单发行 4.32 万亿元，占比 37.8%，为第一大发行债券类别；非金融企业债发行 2.11 万亿元，占比 18.5%，为第二大发行债券类别；金融债发行 1.61 万亿元，占比 14.1%；地方政府债发行 1.43 万亿元，占比 12.5%；国债发行 1.30 万亿元，占比 11.3%；资产支持证券发行 0.57 万亿元，占比 5.0%。

同业存单监管趋严，发行增速放缓。自 2018 年第一季度起，央行把资产规模 5000 亿元以上金融机构发行的同业存单纳入 MPA 考核，2019 年第一季度，资产规模 5000 亿元以下金融机构的同业存单也纳入 MPA 考核。随着监管趋严，同业存单发行额出现下降，2019 年第一季度、第二季度同比增速下降为 -23.0%、-23.0%。

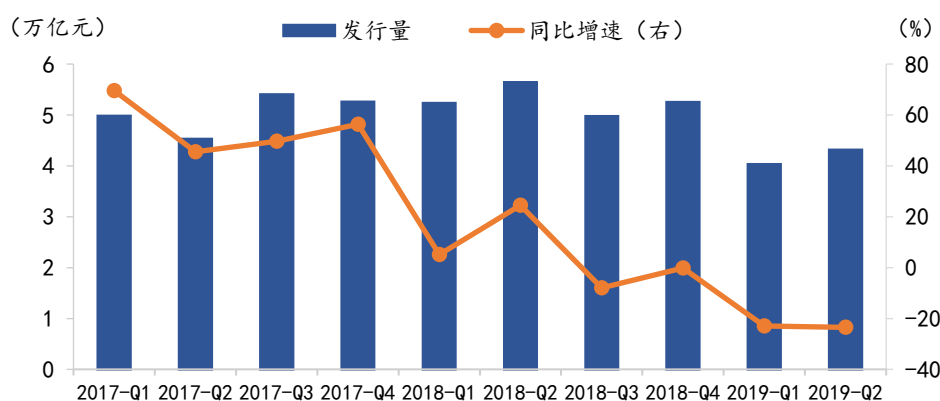


图3 同业存单发行规模

截至 2019 年第二季度末，我国债券市场规模达 91.07 万亿元。经过数十年的发展，截至 2019 年第二季度末，我国债券市场规模已达 91.07 万亿元，已经超过日本，成为仅次于美国的全球第二大债券市场。此外，2019 年 4 月 1 日起，人民币计价的中国国债和政策性银行债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在 20 个月内分步完成。这是我国债券首次纳入国际主流指数，被完全纳入全球综合指数后，人民币计价的中国债券将成为继美

元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。

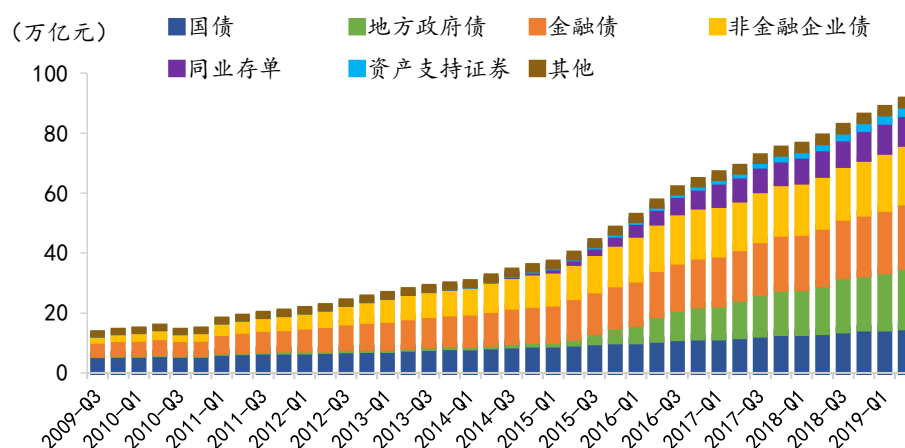


图4 债券市场存量变化

在存量债券中，金融债、地方政府债、非金融企业债位居前三甲。2019年第二季度末，我国债券市场所有类型债券存量91.07万亿元。其中，金融债（含政策银行债）、地方政府债、非金融企业债分别以21.52、20.10、19.53万亿元位居存量债券规模前三名，分别占存量债券的23.6%、22.1%、21.4%；国债存量规模15.40万亿元，同业存单存量规模9.94万亿元，资产支持证券存量规模2.94万亿元。

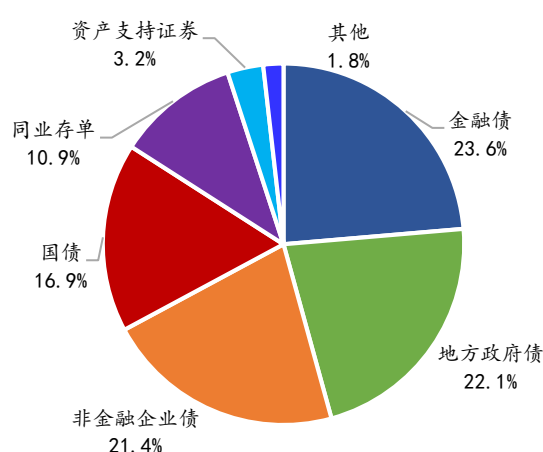


图5 债券市场存量结构 (2019-Q2)

地方政府债增长势头强劲。在存量债券中，虽然目前金融债为第一大债券类别，但值得注意的是，随着财政部采取“开前门、堵后门”措施，规范和加强地方政府债务管理，导致地方政府债

近几年得到快速发展，与存量金融债的差距越来越小。截至 2019 年第二季度，地方政府债规模较 2018 年年底增长 11%，增速超过其他几大债券类别，并且接近目前第一大规模金融债增速的 2 倍。

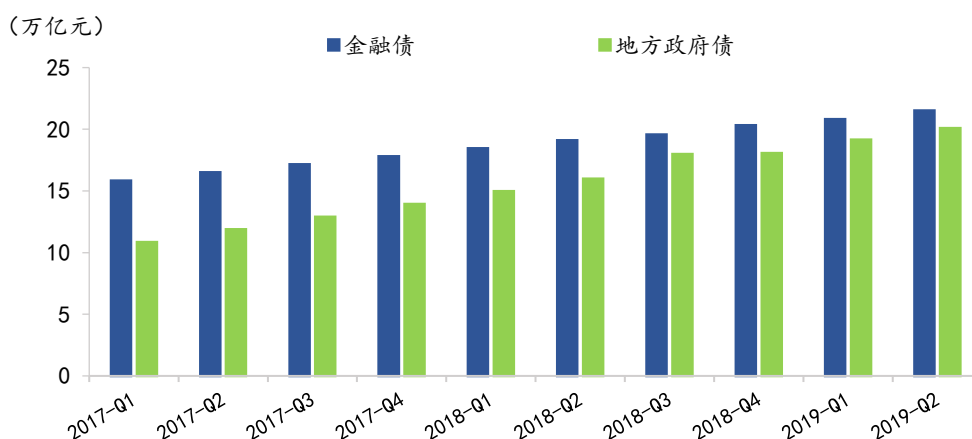


图 6 金融债与地方政府债存量规模

（二）债券市场收益率变化

由于 2019 年第一季度的众多经济数据好于预期，使得市场前期对经济悲观的看法获得修正，加上央行两次辟谣降准，4 月份债券市场收益率出现上行。但经济基本面仍处于下行趋势，5 月初，央行宣布定向降准，并分三个批次进行，债券市场收益率也在 5、6 月份下行。整体来看，第二季度收益率较一季度小幅上升，期限利差呈下行趋势，信用利差在第二季度也震荡下行。

2019 年第二季度，债券市场收益率在期初上行后震荡下行，整体较一季度小幅上升。2018 年我国债券市场收益率呈下行趋势，2019 年第一季度，我国债券市场收益率呈平坦化的曲线形态，2019 年第二季度，债券市场收益率整体较一季度上升。从上行幅度看，从一季度末至二季度末，利率债如 1 年期、10 年期国债分别上行 21bp 和 16bp，1 年期、10 年期国开债分别上行 17bp 和 3bp，信用债如 1 年期 AAA 企业债几乎持平、5 年期 AAA 企业债小幅上行 4bp。

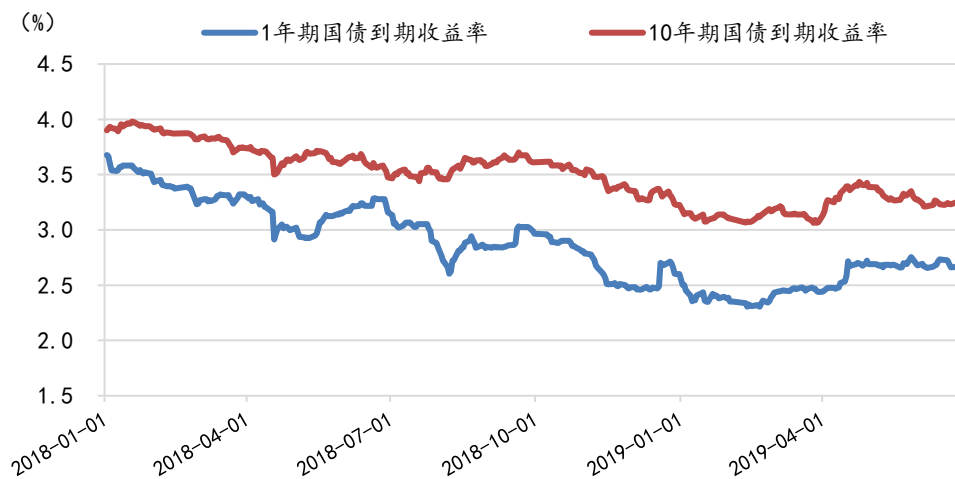


图7 国债收益率曲线变化

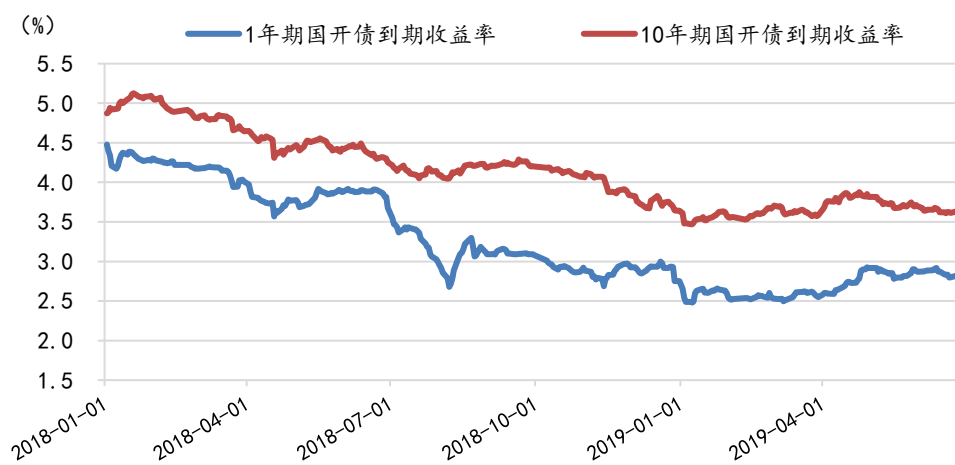


图8 国开债收益率曲线变化

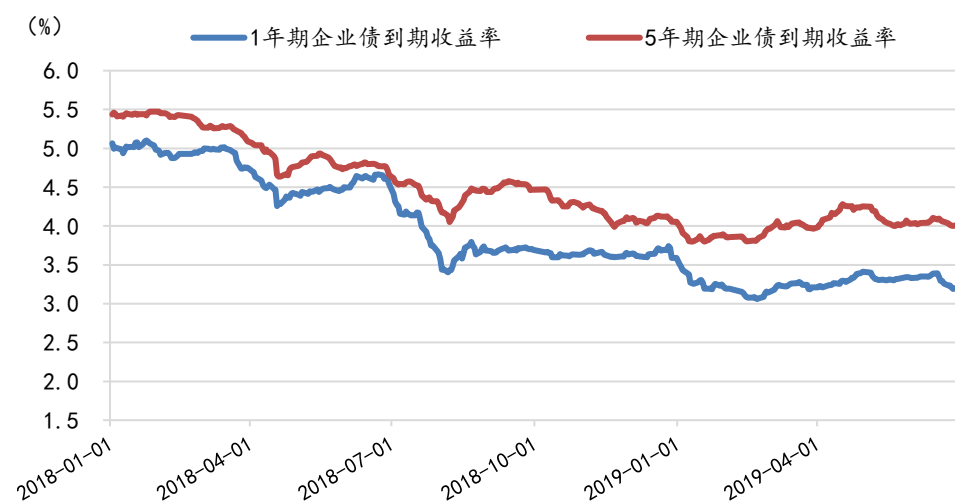


图9 企业债收益率曲线变化

期限利差呈下行趋势。2018 年，期限利差整体走扩，并且波动幅度较大。2019 年第一季度，随着 10 年期和 1 年期国债到期收益率趋于平稳，期限利差小幅波动。4 月初，长期利率上升引起期限利差扩大；4 月中旬，短期收益率上升，但并没有带来长期收益率同幅度上涨，致使期限利差缩小；其后，随 10 年期国债到期收益率的下降，期限利差由 4 月中的高点 84bp 到 6 月末缩小至 58bp。

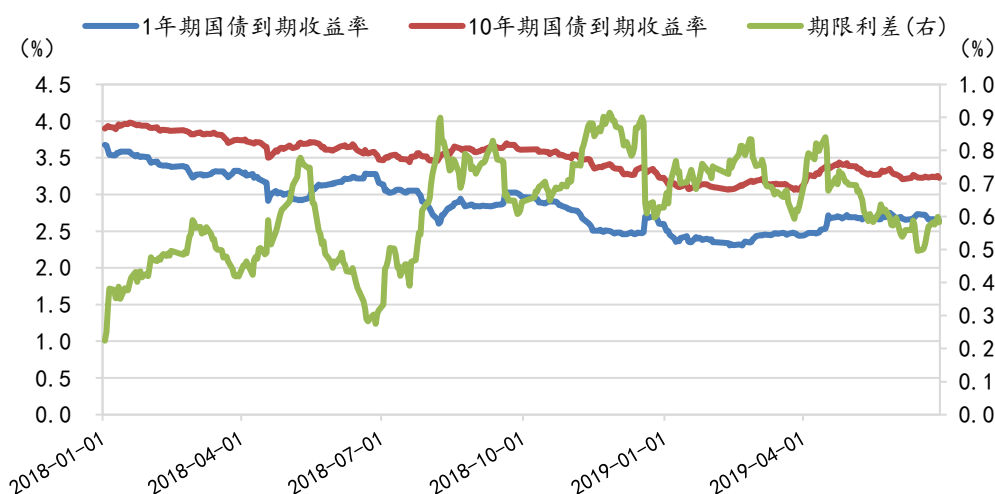


图 10 利率走势及期限结构变化

信用利差震荡下行。2019 年第一季度，与 2018 年年末相比，不同期限的信用利差表现分化，短期如 1 年期 AAA 企业-国债、1 年期 A-国债信用利差下降，长期如 10 年期 AAA 企业-国债、10 年期 A 企业-国债信用利差上升。第二季度，不同期限信用利差震荡下行。二季度末，1 年期 AAA 企业-国债信用利差环比下降 22bp、5 年期环比下降 6bp、10 年期环比下降 16bp；1 年期 A 企业-国债信用利差环比下降 8bp、5 年期环比下降 11bp、10 年期环比下降 13bp。

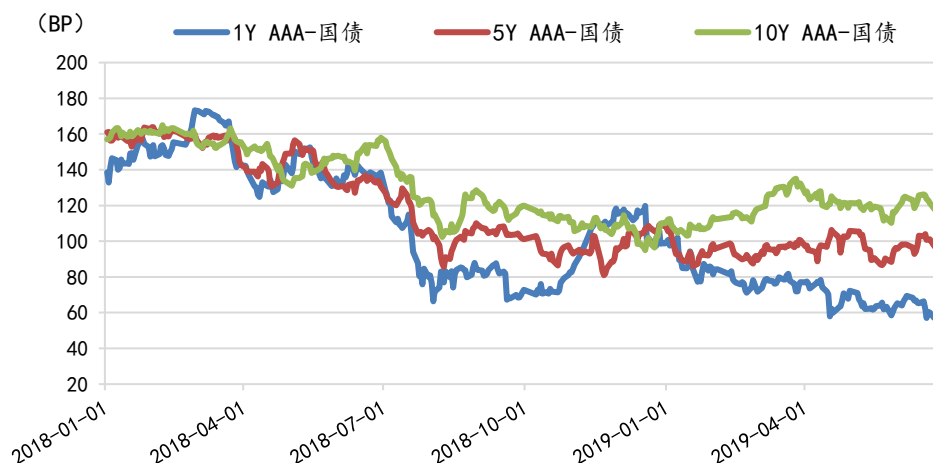


图 11 不同期限信用利差：AAA-国债

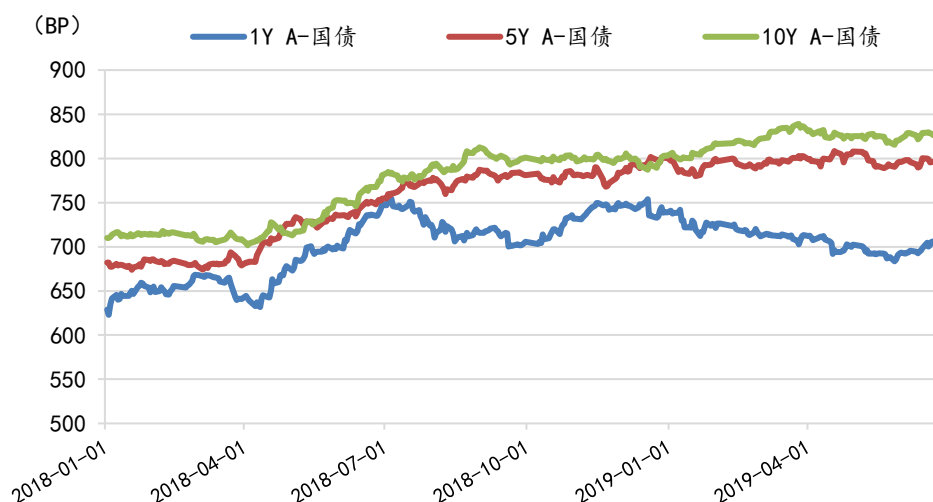


图 12 不同期限信用利差：A-国债

(三) 债券市场新增违约情况

2019 年第二季度，债券市场新增违约事件 34 次。2019 年第二季度，共发生 34 次债券违约事件。其中，26 次由无法按时偿还本息导致违约，7 次违约由无法按时付息引起，1 次是本金违约，违约事件涉及 24 家发行人的 34 只债券。截至二季度末，共有 3 只债券完成兑付，其中，2 只债券是技术性违约，1 只债券是担保方代偿。

表 1 新增违约事件（2019-Q2）

发生日期	违约债券	违约金额 (亿元)	发行人	企业属性	是否 上市	发行时 主体评级	最新进展
2019-04-01	16 永泰 01	8.17	永泰能源股份有限公司	民营企业	上市	AA+	债务展期
2019-04-01	16 庞大 02	5.5123	庞大汽贸集团股份有限公司	民营企业	上市	AA	债务展期
2019-04-04	18 永泰能源 MTN001	0.375	永泰能源股份有限公司	民营企业	上市	AA+	实质违约
2019-04-08	16 民生投资 PPN002	9.0423	中国民生投资股份有限公司	民营企业	非上市	AAA	实质违约
2019-04-08	17 金洲 01	5.5588	金洲慈航集团股份有限公司	民营企业	上市	AA	实质违约
2019-04-08	16 海空 01	3.195	海航航空集团有限公司	国有企业	非上市	AA	场外兑付
2019-04-11	16 众品 01	0.172	河南众品食业股份有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-04-12	16 盛润债	5.23938	河南盛润控股集团有限公司	民营企业	非上市	AA	场外兑付
2019-04-14	16 新控 02	14.5734	新光控股集团有限公司	民营企业	非上市	AA	破产重整
2019-04-15	17 丰盛 01	0.592	南京建工产业集团有限公司	民营企业	非上市	AA	债务展期
2019-04-22	13 云中小债	1.1549	昆明积大制药股份有限公司	民营企业	非上市	A	担保方代偿
2019-04-22	18 民生投资 SCP004	15.7212	中国民生投资股份有限公司	民营企业	非上市	AAA	技术性违约
2019-04-25	18 北讯 03	0.61	北讯集团股份有限公司	民营企业	上市	AA	实质违约
2019-04-28	15 中信国安 MTN001	1.95	中信国安集团有限公司	公众企业	非上市	AA+	实质违约
2019-04-28	16 新控 03	11.556	新光控股集团有限公司	民营企业	非上市	AA	破产重整
2019-04-28	16 新光债	1.146	新光控股集团有限公司	民营企业	非上市	AA	破产重整
2019-04-28	15 新光 01	2.7225	新光控股集团有限公司	民营企业	非上市	AA	破产重整
2019-05-06	16 雏鹰 02	6.8352	雏鹰农牧集团股份有限公司	民营企业	上市	AA	债务展期
2019-05-13	16 同益 01	3.24	同益实业集团有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-05-13	16 洛娃科技 MTN001	4.7385	洛娃科技实业集团有限公司	民营企业	非上市	AA	破产重整
2019-05-20	16 永泰 02	14.9425	永泰能源股份有限公司	民营企业	上市	AA+	债务展期
2019-05-28	18 民生投资 SCP005	15.7767	中国民生投资股份有限公司	民营企业	非上市	AAA	技术性违约
2019-05-30	16 配投 01	4.9032	深圳市大富配天投资有限公司	民营企业	非上市	AA-	债务展期
2019-06-03	16 凯迪债	10.9448	阳光凯迪新能源集团有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-06-03	16 华业 02	0.7595	北京华业资本控股股份有限公司	民营企业	上市	AA	实质违约
2019-06-05	17 刚泰 01	5.398	刚泰集团有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-06-10	17 腾邦 01	1.125	腾邦集团有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-06-17	17 丰盛 02	3.21	南京建工产业集团有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-06-17	14 华阳经贸 MTN001	6.5875	中国华阳经贸集团有限公司	国有企业	非上市	AA	实质违约
2019-06-20	16 三胞 02	4.0145	三胞集团有限公司	民营企业	非上市	AA	实质违约
2019-06-21	17 沪华信 MTN001	1.97	上海华信国际集团有限公司	民营企业	非上市	AAA	实质违约
2019-06-21	16 银亿 04	5.71588	银亿股份有限公司	外资企业	上市	AA	实质违约
2019-06-26	14 雏鹰债	8.6821	雏鹰农牧集团股份有限公司	民营企业	上市	AA-	实质违约
2019-06-27	18 中信国安 MTN001	0.84	中信国安集团有限公司	公众企业	非上市	AA+	实质违约

注：对于发行人被法院裁定受理破产的债券，未到期的债券，在破产申请受理时视为到期；对于债务展期、撤销回售、场外兑付的债券，本报告全部按违约进行统计，并按原展期金额、回售金额、场外兑付金额计算违约金额。

债券市场新增违约金额 187 亿元，新增首次违约企业 8 家。2018 年第三季度至 2019 年第二季度，债券市场新增违约金额分别为 323、464、417、187 亿元，同期的新增首次违约企业数量分别为 16、20、17、8 家。我国债券市场违约风险虽然较 2018 年下半年有所缓解，但整体风险依然处于历史高位，仍需要警惕债券违约风险的再次上升。

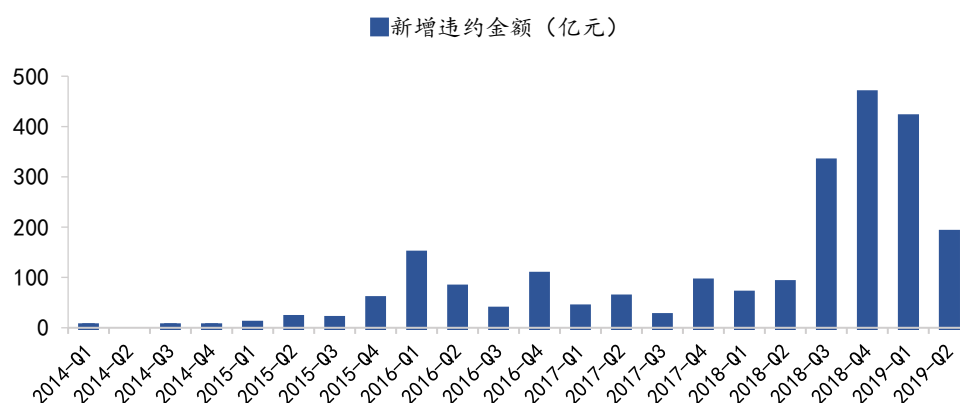


图 13 新增违约金额

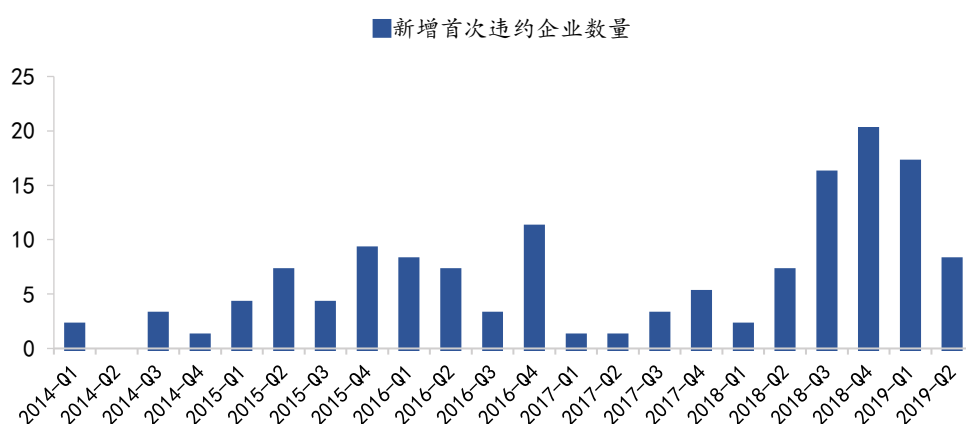


图 14 新增首次违约企业

截至 2019 年第二季度末，我国债券市场违约金额达到 2214.2 亿元，累计违约企业数量 139 家。债券违约经过近一年的快速增长，截至 2019 年第二季度末，我国债券市场违约金额达到 2214.2 亿元，累计违约企业数量达到 139 家。违约金额排名前三的分别为上海华信国际集团有限公司、永泰能源股份有限公司、新光控股集团有限公司，三者违约金额均超过 100 亿元，上海华信国际集团有限公司更是超过 200 亿元。

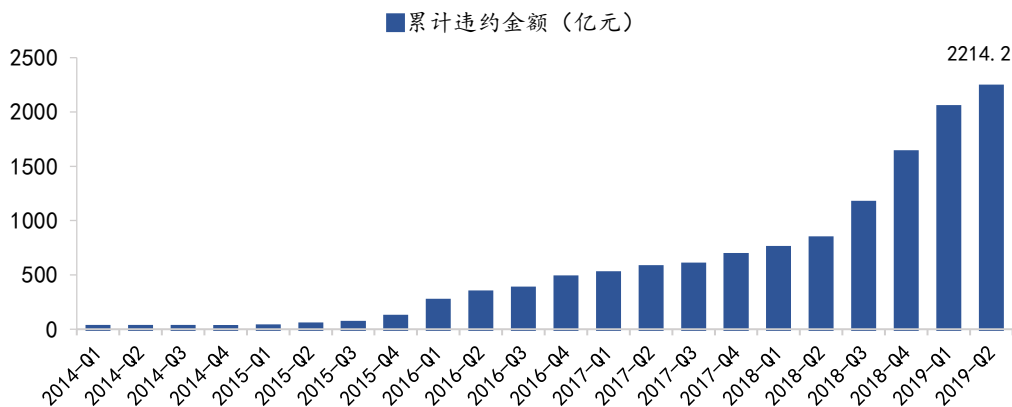


图 15 累计违约金额

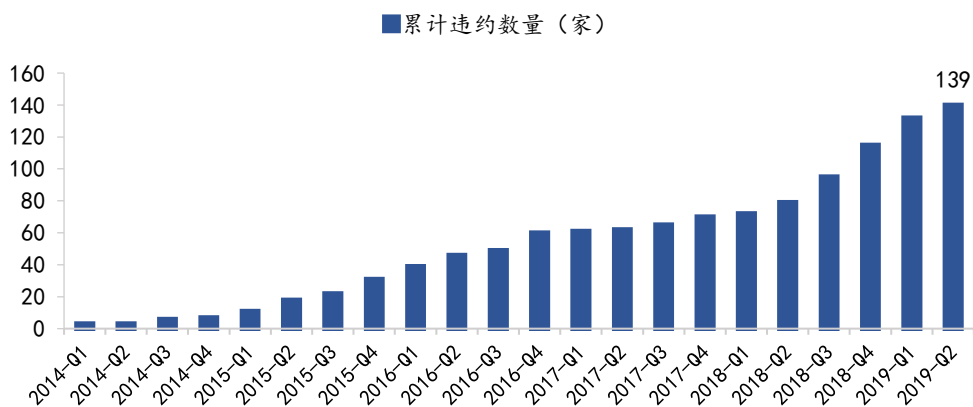


图 16 累计违约企业数量

二、债券市场违约分析

(一) 违约企业分析

民营企业仍是违约主角，新增违约继续向民营企业集中。2018 年上半年以来，在特殊的经济金融环境下，民营企业在经营发展中遭遇了极大的困难，在新增违约金额中，2018 年民营企业占比 76%。进入 2019 年，民营企业依然违约频发。2019 年第一季度，新增违约金额中民营企业占比为 77%，第二季度上升为 90%。造成这一现象的原因是多方面的，国际经济环境变化影响民营企业生产经营、政策落实不到位导致民营企业融资困难、经济结构转型升级加重民营企业负担，此外，前期经营粗放、负债过高等也造成民营企业在最近一年出现违约潮。

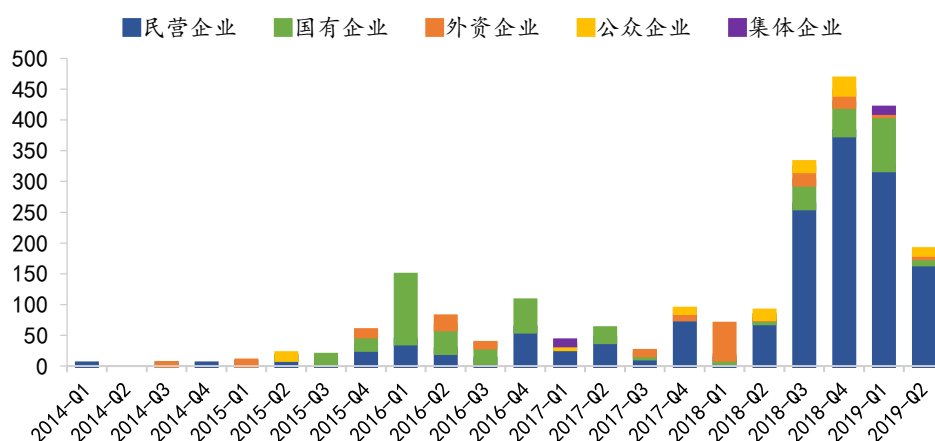


图 17 新增违约金额（企业属性）

上市企业违约增多，风险值得重视。2018 年之前，上市企业累计违约金额 15.7 亿元，占债券市场违约金额的比例为 2%。在 2018 年复杂的国内外经济环境下，A 股市场持续非理性下行，上市企业尤其是上市民营企业由于具有过高的股票质押率，股票质押爆仓风险大涨，企业流动性陷入危机，引发债券大面积违约。2018 年上市企业新增违约金额暴增至 300 多亿元，占新增违约金额的比例飙升至 33%。为缓解上市企业流动性风险，2018 年 10 月前后，我国开启了一场纾困上市民营企业的全国性行动，再加上 2019 年初 A 股行情回暖，上市企业的流动性风险逐渐缓解，2019 年第一季度上市企业违约占比下降为 20%。不过随着第二季度 A 股市场回调，上市企业违约占比再次出现上涨，上市企业违约导致的连锁反应。

违约企业越来越集中在经济发达区域。经济越发达的区域，其融资需求越多，从而违约金额也就越多。经过前几年的去产能、去杠杆、去库存等一系列供给侧结构性改革之后，债券市场的违约逐渐回归正常化，经济越发达的区域，新增违约金额就越多。如我国东部、中部的违约金额，相对东北、西部占比较大。

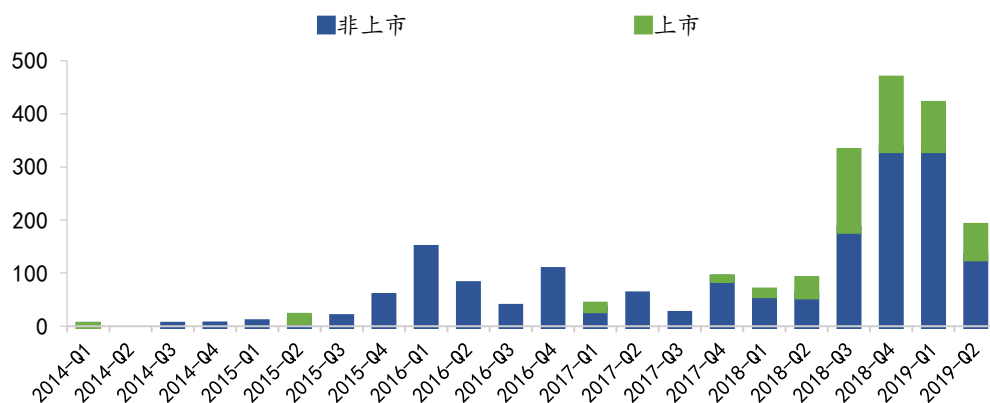


图 18 新增违约金额（上市情况）

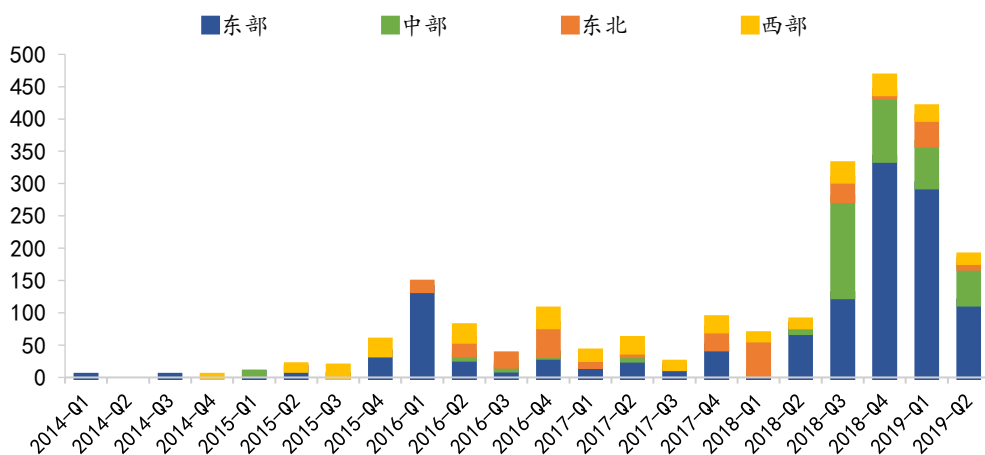


图 19 新增违约金额（区域）

违约所涉及行业越来越分散。随着债券违约逐渐常态化，违约所涉及的行业越来越多。根据 wind 行业分类标准，共有 11 个一级行业。从 2014 年至 2019 年上半年，违约企业所属的行业类别个数从最初的 5 个增长到 10 个。违约企业行业的增多带来行业违约金额的分散。2016 年 77% 的违约金额集中在工业、材料领域，2017 年 61% 的新增违约来自工业，2018 年能源领域的违约金额占比为 39%，2019 年上半年，新增违约金额最多的工业领域占比下降为 20%，行业分布越来越分散。

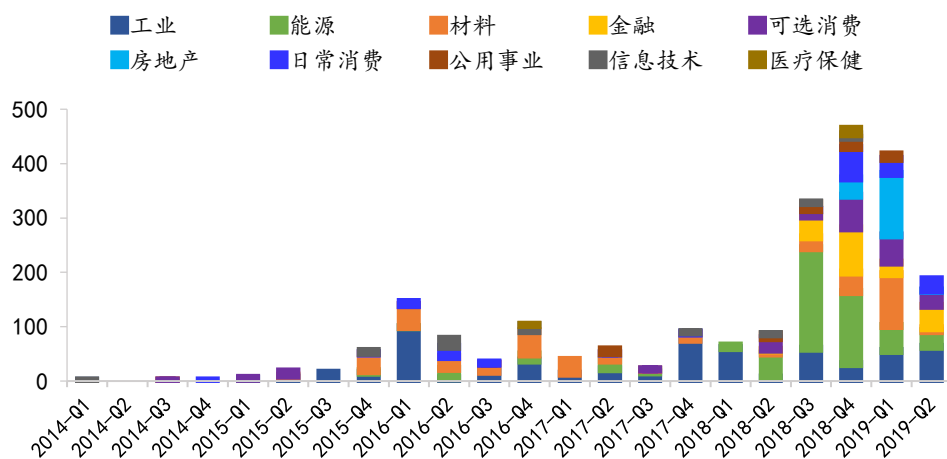


图 20 新增违约金额（行业）

（二）违约债券分析

公司债仍是违约大户，短融、中票违约回落。2018 年之前，违约债券类别主要集中在中期票据、定向工具。在 2018 年特殊的经济金融环境下，企业的流动性遇到困难，首先波及的是短期融资债券，其违约金额最先增加，随后中期票据也出现较多违约，作为大多数以民营企业为发行主体的公司债，也不可避免地受民营企业的牵连发生大规模违约。进入 2019 年后，我国经济金融环境有一定好转，短期融资券违约随即减少，中期票据也有所回落。但由于民营企业违约势头不减，公司债违约金额仍然占据新增违约金额较大比重。

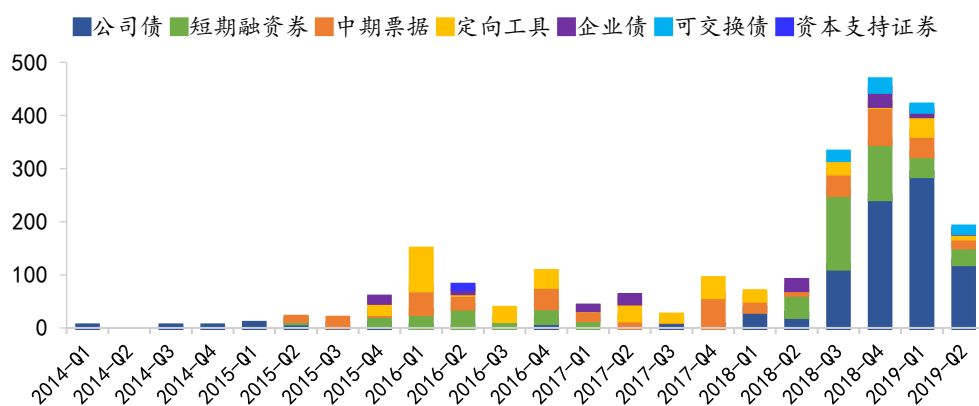


图 21 新增违约金额（债券类别）

沪深交易所违约金额增多，证监会指导沪深交易所推出违约债券转让服务。国内债券交易主要在银行间市场与交易所市场，股权交易中心的交易金额极小。不同类别的债券，其交易场所有所不同，公司债、可转债、可交换债在证券交易所发行和交易，短期融资券、中期票据、定向工具在银行间市场发行和交易，企业债、资产支持证券在两个市场均可交易。2018 年以来，由于公司债违约事件的频繁发生，沪深交易所新增违约金额较银行间显著增多。2019 年第一季度，沪深交易所新增违约金额占 71%，第二季度为 69%。为化解债券违约风险、保护投资者合法权益，2019 年 5 月 24 日，证监会指导沪深交易所分别联合中国结算发布了《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》，对违约债券等特定债券的转让、结算、投资者适当性、信息披露等事项作出安排。

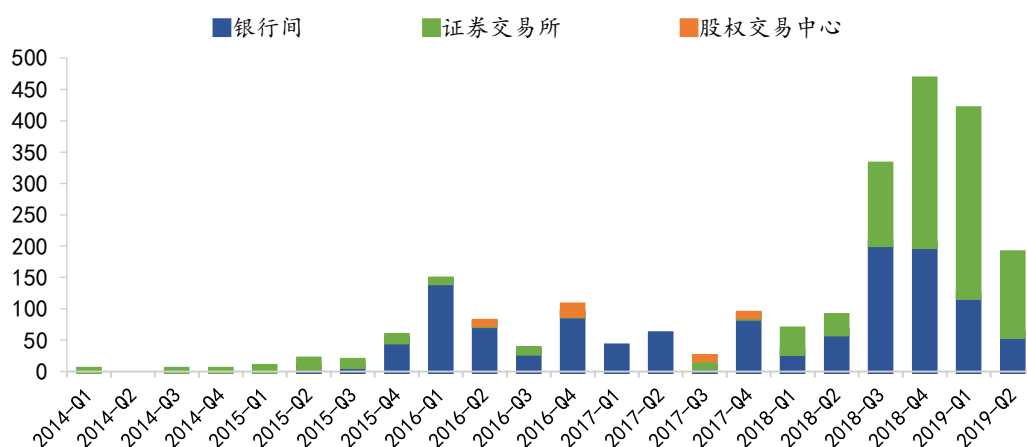


图 22 新增违约金额（交易场所）

高等级债券发行主体违约风险渐显，其影响不容小觑。近年来，违约债券发行时主体评级逐渐向高等级蔓延，AA、AA+甚至 AAA 发行主体也出现违约。2018 年第二季度，我国债券市场首次出现发行时主体评级为 AAA 最高等级的债券违约，其发行人为上海华信国际集团有限公司；2019 年第一季度，中国民生投资股份有限公司名下债券出现违约，使其成为第二家违约债券发行时主体评级为 AAA 的企业。截至 2019 年第二季度末，上海

华信国际集团有限公司以 200 多亿元的违约金额位居第一大违约企业，且一直未兑付；中国民生投资股份有限公司以 70 多亿元位居第七大违约企业，未兑付金额 9 亿元。由此可见，高评级主体因其发行的金额往往较大，一旦发生违约将对债券市场产生很大影响。

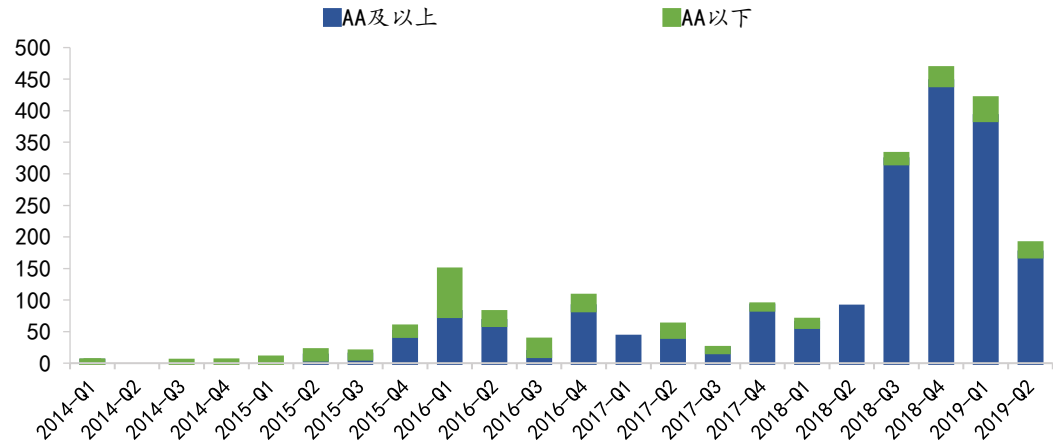


图 23 新增违约金额（发行时主体评级）

违约风险较高的有担保债券违约金额同比增加。发行时主体评级越低的债券，其违约风险越高，就越需要为发行设置增信条款。在目前违约的债券中，发行时主体评级为 BBB-、BBB、A-、A 的债券，均有担保措施，此外，2014、2015 年的债券违约也集中在有担保债券。2019 年上半年，在违约债券中具有连带责任担保、质押担保、抵押担保债券的违约金额占比较 2018 年同期增加。

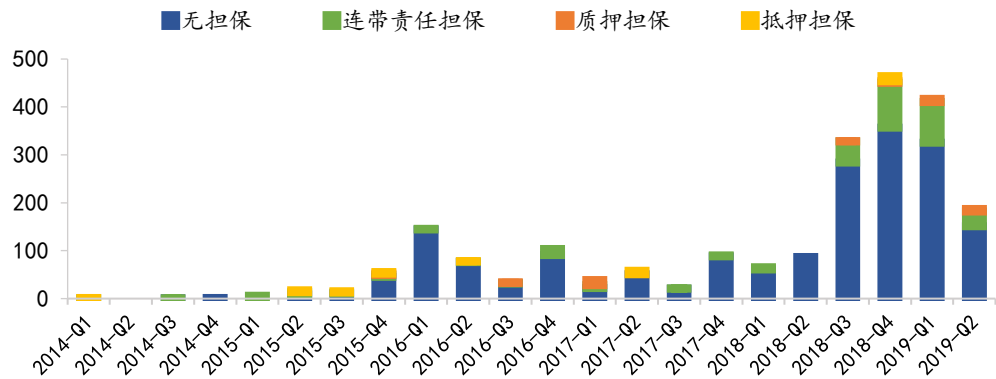


图 24 新增违约金额（担保情况）

（三）违约事件类型分析

随着违约事件的不断发生，市场避险情绪增加引发债券提前到期和投资者行使回售选择权，导致发生更多的本金、本息违约。一只债券出现违约，同一发行人名下的其他债券可能会触发交叉违约而提前到期；债券发行主体出现高风险事件，也可能导致出现债券持有人会议决定债券提前到期的情形；具有回售选择权的债券，其持有人也有可能在债券正常到期前行使回售权。无论是债券正常到期、提前到期还是回售，都需要债券发行人支付全额或部分本金，导致本金、本息违约事件的增加。

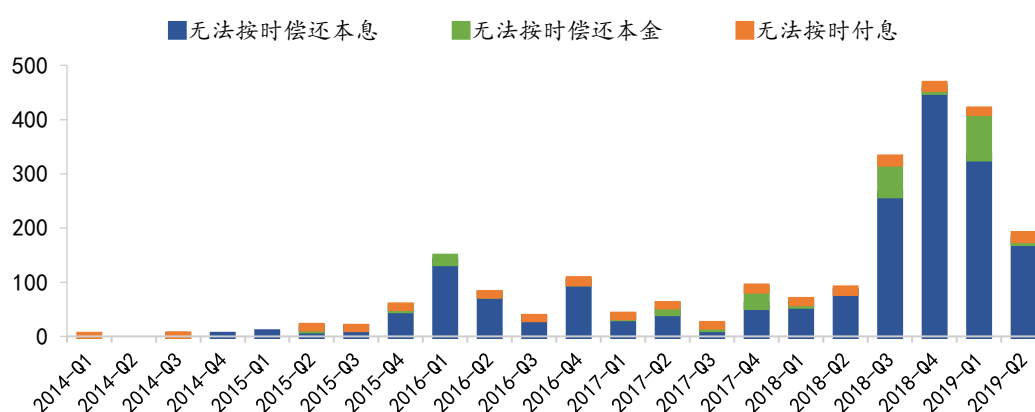


图 25 新增违约金额（事件类型）

三、债券违约后续处置

（一）债务展期增多，但最终效果存疑

在债券到期后，部分债券发行人与投资者协商一致，并达成债务展期方案。“18 北讯 03”、“16 配投 01”、“17 丰盛 01”、“16 雏鹰 02”在债券到期后，都发布了延期兑付具体时间。“16 永泰 01”、“16 永泰 02”的发行人也与投资者达成债务和解方案，其本金分 3 次进行偿付，1 年后兑付本金的 10%，2 年后兑付本金的 20%，3 年后兑付本金的 70%。

也有部分债券发行人试图与投资者达成债券和解方案，但结果不甚理想。“16 庞大 02”在本息到期后公司称将延期兑付，但

具体事宜将与持有人另行协商。“14 雏鹰债”本息到期后，公司一直积极与债券持有人沟通商议本次债券展期事项，截至目前，已经有部分债券持有人（合计持有本次债券占本期债券余额约为 98%）同意本次债券展期，尚有部分债券持有人（合计持有本次债券占本次债券余额约为 2%）未同意本次债券的展期方案。

达成债务展期的债券，其后续兑付仍存在疑问。2019 年 4 月 25 日，“18 北讯 03”无法按时偿付利息，债券持有人会议同意将此次付息日延期 2 个月。6 月 25 日，发行人称公司未能按时足额支付利息，“18 北讯 03”在债务展期后构成事实违约。“16 配投 01”于 2019 年 5 月 30 日本息到期，之后全体“16 配投 01”债券持有人一致同意将本息兑付日延期至 2019 年 6 月 30 日前，随着兑付期限的临近，债券持有人会议又将“16 配投 01”的本息兑付日延期至 2019 年 7 月 12 日前。经过两次债务展期，“16 配投 01”能否进行兑付还有待进一步观察。

（二）撤销回售、场外兑付增多，兑付情况未知

“16 天房 02”的投资者撤销 75%回售申报，发行人选择场外兑付。2019 年 3 月 18 日，“16 天房 02”的发行人天津房地产集团有限公司发布公告称，据中国结算深圳分公司提供的数据，“16 天房 02”的回售申报金额为 76.96 亿元（发行金额 82 亿元），后经协商一致，投资者申请撤销部分回售申报，最终回售金额为 19.45 亿元。发行人还称，回售本金将通过场外根据支付协议安排兑付事宜。

“12 三胞债”的发行人对机构投资者进行场外兑付。2019 年 3 月 19 日，“12 三胞债”未按时兑付本息，构成违约。发行人发布公告称，对于个人投资者，将委托中国结算上海分公司办理个人投资者资金划付及相应债券的注销；对于机构投资者，将自行与机构投资者沟通协商解决。

“16 海空 01”的投资者撤销 100%回售申报，发行人选择场外兑付。2019 年 4 月 4 日，“16 海空 01”的发行人海航航空

集团有限公司发布公告称，“16 海空 01”的回售申报金额 3 亿元（发行金额 3 亿元），后经协商一致，投资者向深交所撤销 100%回售申报。发行人还称，本期债券回售资金不通过中国结算深圳分公司进行派付，由发行人自行派发。2019 年 4 月 8 日为“16 海空 01”的付息日，发行人称利息也将进行场外自行派发。

“17 金洲 01”的投资者撤销 80%回售申报，后经两次债务展期，最终仍构成实质违约。2019 年 4 月 8 日，“17 金洲 01”未按时兑付回售款和利息。据中国结算深圳分公司提供的数据，“17 金洲 01”的回售申报金额 5.2 亿元（发行金额 5.2 亿元），后续经发行人与投资者协商一致，投资者向深交所撤回 80%回售申报，最终回售金额 1.04 亿元。即使撤销大部分回售，发行人仍无法按时兑付剩余回售款。经协商，兑付日延期至 2019 年 4 月 15 日，之后，再次延期至 2019 年 5 月 15 日。2019 年 5 月 15 日，“17 金洲 01”的发行人未按时兑付回售款和利息，构成实质违约。

“16 盛润债”的投资者撤销 97%回售申报，发行人选择场外兑付。2019 年 4 月 12 日，“16 盛润债”的发行人河南盛润控股集团有限公司发布公告称，据中国结算深圳分公司提供的数据，“16 盛润债”的回售申报金额为 5.23938 亿元（发行金额 6.5 亿元），后续债券持有人撤销部分回售申报，最终回售金额为 0.13362 亿元。发行人还称，本次利息已于场外足额兑付，回售本金将通过场外根据支付协议安排兑付事宜。

（三）担保方对待违约表现不同，技术性违约凸显现金流紧张

有担保的债券到期后，担保方表现不同。“18 永泰能源 MTN001”应于 2019 年 4 月 4 日付息，由于发行人流动性紧张，未能按时兑付利息，发行人向信用增进方永泰集团有限公司和王广西先生进行了通报，提请其履行代偿义务，但信用增进方因近

期流动性紧张，目前无法代偿。与此不同，“13 云中小债”的担保方履行了代偿义务。“13 云中小债”有 6 个发行人，其担保人为昆明产业开发投资有限责任公司。2019 年 4 月 22 日，因经营不善，发行人中的维和药业公司、天浩金属公司无法按时支付本金及利息，随后担保人为其代偿本息合计 11,549.00 万元。

民生投资不断出现技术性违约，流动性紧张，存续债券兑付不确定性增加。2019 年 4 月 22 日、5 月 28 日，中国民生投资股份有限公司名下的两只债券“18 民生投资 SCP005”与“18 民生投资 SCP004”到期，皆因发行人资金划转不及时，导致技术性违约。这不是民生投资的第一次违约事件，早在 2019 年 1 月 29 日，民生投资就因未按时兑付“16 民生投资 PPN001”首次违约，后经债务展期于 2019 年 2 月 14 日完成兑付。此外，2019 年 4 月 8 日“16 民生投资 PPN002”违约，至今未兑付。

（四）债券违约处置机制进一步完善

证监会指导沪深交易所推出违约债券转让服务。2019 年 5 月 24 日，证监会指导沪、深交易所分别联合中国结算发布了《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》，对违约债券等特定债券的转让、结算、投资者适当性、信息披露等事项作出安排。特定债券主要指在沪、深交易所上市或挂牌，但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券，主要包括已发生兑付违约的债券，以及存在债券违约情形的发行人发行的其他有关债券等。

三部门发布债券回购违约处置细则。2019 年 6 月 16 日，为进一步提升银行间市场回购违约处置效率，保障银行间债券市场交易平稳有序开展，经中国人民银行批复同意，全国银行间同业拆借中心发布《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》，上海清算所发布《银行间市场清算所股份有限公司债券回购违约处置业务实施细则（试行）》和《银行间市场清算所股份有限公司回购债券拍卖处置业务实施细则（试行）》，中央结算

公司发布《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》。

央行发布违约债券转让业务征求意见稿。2019年6月28日，为健全债券违约处置机制，保护投资人合法权益，根据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》等有关规定，中国人民银行起草了《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。央行在征求意见稿中对银行间债券市场到期违约债券转让业有关事宜进行公告，包括到期违约的定义、违约债券转让与结算的途径、发行人与中介机构的义务、投资者的风险防范、交易平台和托管机构的责任等。

四、违约债券发行人案例分析

（一）中国民生投资股份有限公司

中国民生投资股份有限公司成立于2014年5月，是全国工商联发起组织成立的首家民营大型投资公司。由总理签字批准，前民生银行董事长董文标担任董事长，史玉柱、卢志强、孙荫环等59家民企大腕成为股东，主营股权投资、资产管理、公务机运营、新能源开发、不动产投资运营、物业管理、融资租赁、保险和再保险及海外投资并购等国际化业务。截至2019年第二季度末，中国民生投资股份有限公司以72.1亿元违约金额新晋违约金额前十名。

表2 中国民生投资股份有限公司

企业信息	企业属性	是否上市	违约总金额	已兑付金额
	民营企业	非上市	72.1002 亿元	63.0579 亿元
违约债券	违约时间	违约债券	违约金额	兑付金额
	2019-01-29	16 民生投资 PPN001	31.56	31.56
	2019-04-08	16 民生投资 PPN002	9.0423	0
	2019-04-22	18 民生投资 SCP004	15.7212	15.7212
	2019-05-28	18 民生投资 SCP005	15.7767	15.7767

主营业务较多，受宏观经济、国家政策影响较大。近几年，国内宏观经济下行叠加供给侧改革，不少行业受此影响。发行人业务板块众多，尤其是资产管理和投资、综合物业销售及管理业务等板块受宏观经济面变动及二级市场波动影响较大。主营业务中新能源、综合物业销售及管理、资本管理与投资等业务属典型的周期性行业，其发展与国家宏观经济政策及产业政策密不可分。宏观经济和国家政策可能会对部门业务造成负面影响，进而影响发行人的营业收入增长和盈利增长。

公司整体负债水平较高，盈利能力较弱。发行人负债规模增长较快，资产负债率不断上升。2015年至2018年上半年，公司负债规模由988亿元上升至2321亿元，资产负债率由67.2%升至75.0%。在债务扩张的同时，净利润与现金流却表现不佳。归母净利润在2015年为47亿元，2018年上半年不到5亿元；2015-2017年，经营活动现金流持续为负，2018年上半年，由于融资租赁业务及投资业务的经营支出减少，经营活动现金流由负转正。

公司发行债券用途的变化彰显流动性困难，短期偿债压力较大。2015年12月至2018年12月，公司共发行482.5亿元债券，发行债券的主要用途由最初的补充公司现金流到补充公司流动资金和偿还贷款，到全部用于偿还金融机构借款，再到全部用于偿还超短期融资券。2018年12月至2019年上半年，仅债券就有116.6亿元余额到期，2019年下半年，公司仍有40.75亿元债券余额到期。

民生投资转让股权、成立债委会，解决流动性困难。为提升公司现金状况和营运资金、缓解公司的现金流压力，2019年2月19日，中国民生投资股份有限公司发布公告称，公司及子公司与绿地地产签署了《股权转让协议》，绿地地产收购转让方持有的标的公司50%股权及转让方对标的公司的全部债权，双方协商确定的交易价格为121亿元。此外，公司也成立了由股东代表、

董事局、监事会、经营层组成的应急管理委员会，集中了股东和公司等各方力量，共同解决目前公司所面对的流动性困难。

（二）洛娃科技实业集团有限公司

洛娃科技实业集团公司成立于 1995 年，主要经营范围包括：生产化工材料、日用化学制品，货物进出口、代理进出口、技术进出口，房地产开发，物业管理等。洛娃集团公司 2016 年进入个人用品行业新三板公司前三，2018 年 10 月入选《2018 北京民营企业百强榜单》，两个月后，却爆出债务危机并最终引起破产。

表 3 洛娃科技实业集团有限公司违约信息

企业信息	企业属性	是否上市	违约总金额	已兑付金额
	民营企业	非上市	49.886 亿元	0.225 亿元
违约债券	违约时间	违约债券	违约金额	兑付金额
	2018-12-06	17 洛娃科技 CP001	3.225	0.225
	2018-12-24	18 洛娃科技 MTN001	3.0953	0
	2018-12-25	15 洛娃 01	10.5752	0
	2018-12-25	16 洛娃 01	10.2621	0
	2018-12-25	17 洛娃 01	12.6249	0
	2019-02-28	16 洛娃科技 PPN001	5.365	0
	2019-05-13	16 洛娃科技 MTN001	4.7385	0

盈利能力急剧下滑，流动性面临危机。洛娃集团公司提交的财务报表显示，归母净利润在 2017 年为 5.2 亿元，2018 年由正变负变为-14.3 亿元，同比下降 373%；经营活动现金流在 2017 年为 12 亿元，2018 年为 1.88 亿元，下降 84%。洛娃集团公司诉称，经营活动现金流中的部分资金作为银行贷款保证金无法支取，其余资产变现困难或者短时期变现将大幅度贬值。

短期偿债压力大增，公司现金流严重不足。2018 年 12 月 6 日是“17 洛娃科技 CP001”的到期兑付日，洛娃集团公司应付本息金额 3.225 亿元，但截至兑付日终了，公司未能足额偿付“17 洛娃科技 CP001”本息，构成实质性违约。此次违约触及“18 洛

娃科技 MTN001”的交叉违约条款约定情形，“18 洛娃科技 MTN001”于 12 月 24 日提前到期兑付，发行人再次增加 3.0953 亿元违约金额。2018 年 12 月 25 日，“15 洛娃 01”、“16 洛娃 01”和“17 洛娃 01”的债券持有人会议均通过加速清偿议案。一个月内的到期债务金额接近 40 亿元，但公司仅有 1.88 亿元的现金流，且部分资金无法支取。

持续经营存在重大不确定性，2018 年年报被出具“无法表示意见”。针对洛娃集团公司 2018 年的财务报表，中兴华会计师事务所出具“无法表示意见”的审计报告。审计方认为洛娃集团公司资金短缺，无法偿付到期债券，涉及较多的司法诉讼，部分银行账户被司法冻结，生产经营受到不利影响，持续经营存在不确定性，并且截至审计报告日，公司的持续经营仍然存在重大不确定性，形成无法表示意见的基础。

2019 年 5 月 13 日，法院裁定破产重整申请。2018 年 12 月 27 日，洛娃科技实业集团公司作出临时股东会决议，全体股东一致同意申请公司破产重整。2019 年 4 月，申请人洛娃科技实业集团有限公司以不能清偿到期债务并且缺乏清偿能力为由，向北京市朝阳区人民法院申请破产重整。2019 年 5 月 13 日，北京市朝阳区人民法院裁定受理洛娃科技实业集团有限公司的破产重整申请。根据《企业破产法》第四十六条规定：“未到期的债权，在破产申请受理时视为到期。附利息的债权自破产申请受理时起停止计息。”

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，如若转载、引用，请与我们联系协议授权。

制作单位：国家金融与发展实验室。