

◆ 专题研究

中国债券市场信用状况与风险事件分析

武博夫 李育/文

自从2014年3月“11超日债”利息违约以来，中国债券市场开始步入违约常态化阶段。截至2015年年中，债券市场已经发生二十余起信用风险事件，其中有4支公募债券及十余支私募债券发生实质性违约，涉及到的发行人主体也从民营企业波及到国有企业、乃至中央国有企业。从经济环境背景看，信用风险事件的频繁发生是当前宏观经济增速放缓的结果，而允许市场上信用质量较差的企业有序违约，则是中国债券市场发展的必经之路。

一、中国债券市场信用质量现状

自2005年以来，中国债券市场取得了长足的发展，债券类别愈发多样化，发行主体范围广泛。截至2015年6月末，中国债券市场存量债券共计13,719支，存量余额40万亿元。其中，信用类债券¹12,835支，存量余额达到17.5万亿元。伴随信用类债券发行种类的增多与发行数量的增加，作为中国企业重要的直接融资渠道，信用类债券的风险质量也成为中国经济增长与经济发展结构转型的重要指标。

2012年以来，伴随中国宏观经济增长速度的放缓与结构化转型的加深，我们可以观察到中国债券市场的信用质量具有加剧分化的趋势，债券市场发行人的主体评级上调、下调幅度开始加大。2013年，公开发行债券市场上共有48家债券发行人被下调主体级别，2014年为83家（含担保公司2家），2015年上半年为39家（含担保公司1家）。自2014年年初至2015年年中，债市市场上共有103家企业的主体评级被下调，数量较2013年及之前增幅较大，涵盖的行业范围也更为广泛。其中，共有15家企业的主体评级被连续下调。在2014年以来最终发生违约的信用风险事件中，其债券发行人普遍经历了多次级别下调，或者单

¹包含短期融资券、超短期融资券、中期票据、中小企业集合票据（含区域集优中小企业集合票据）、非政策性融资券（商业银行债券、非银行金融机构债券）、企业债券（含政府支持机构债券）资产支持证券、资产支持票据和非公开定向债务融资工具

次下调多个子级。

在这些下调主体中，制造业占据了绝大部分比例。其中，矿业、五金、建材和机械制造等重工业部门最为明显。另一方面，不同所有制结构的企业之间，信用质量也产生了分化。总体来看，国有企业、尤其是中央国有企业的信用质量较民营企业有极大的优势。**AAA与AA+**级别的债券发行主体中，国有企业占据了多数。自从**2014**年年初以来，评级下调的债券发行主体中，民营企业与地方国有企业占据了绝大多数份额。

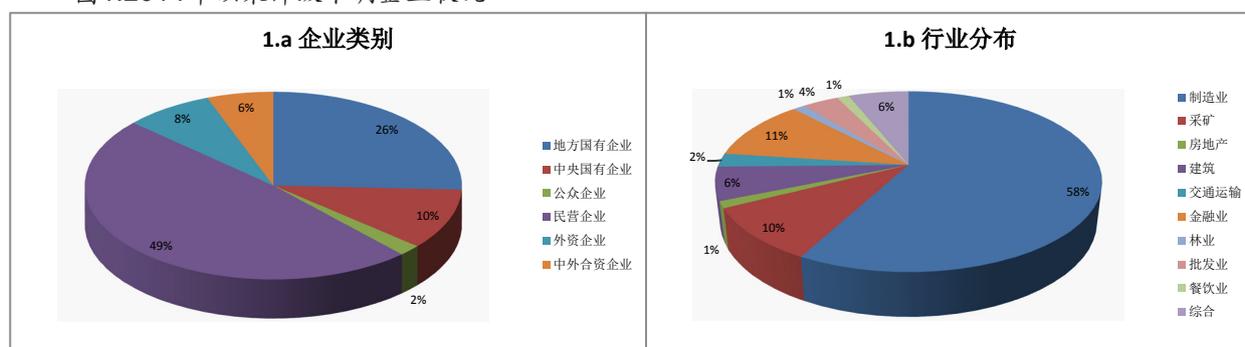
表1：企业性质与级别分布（截至2015年7月10日）

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB及其他
中央国有企业	201	77	70	15	7	-	-	4
地方国有企业	256	477	1205	278	24	2	2	3
民营企业	7	57	230	167	30	3	2	21
中外合资企业	8	12	23	10	1	-	-	1
外商独资企业	3	13	22	10	1	-	-	2
集体企业	-	1	8	6	-	-	-	-
公众企业	28	16	13	6	1	1	-	-
其他企业	-	1	7	2	2	-	-	-
合计	503	654	1578	494	66	6	4	31

数据来源：Wind 资讯

总的来说，中国债券市场发行人主体信用质量的分化的主要原因是不同企业之间资本实力、竞争力与外部支持力度不同。越是资本雄厚、经营业绩良好的企业，如中央国有企业、大型地方国有企业和部分具有技术、市场优势的民营企业，其信用等级越高，信用质量越好；而小型地方国企、小型民营企业的信用质量有恶化的趋势，这既体现在下调主体评级的高比例上，也体现在违约主要是中小企业私募债券的违约上。

图1:2014年以来评级下调企业状况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

另一方面，债券市场发行人信用质量的分化也在产业组织上有明显体现，不同行业之间的信用质量变动趋势有明显的差别。总的来说，2012年以来制造业的信用风险逐渐增大，首先体现在光伏等新兴产业上，这也是最早爆发公募债券实质性违约的行业。传统制造业行业，如矿业、钢铁、有色金属、机械制造等，产业链之间相关性强，容易受到联动影响；而第三产业与轻工业的信用质量分化并没有显著特征。

截至2015年年中，就已发生的信用风险事件与信用等级调整趋势来看，中国债券市场从整体上仍保持稳定。与已发行信用类债券的整体体量相比，信用风险事件只占据了很小的一部分，暂时还不必有形成系统性风险的担忧。然而，随着违约事件逐渐步入常态化，不同债券发行人之间因为自身信用质量不同而产生的等级分化将会延续。

二、违约风险的累积与传导

2014年至今的违约事件中，违约事件的传导路径主要包含两个阶段：第一个阶段主要体现在宏观层面与外部因素，企业受到行业景气度波动的影响，经营状况恶化，造成营业收入下降，同时投资成本难以如期收回，偿债压力剧增；第二个阶段则更多取决于企业自身素质，包括资本实力、能否取得外部融资援助、经营策略的变动等，这反映了中国债券发行企业在制度环境与运营模式上暴露出的问题。

从中国债券市场历史上的信用风险事件案例来看，信用事件的爆发主要集中在2010年、2011年、2012年以及2014年至今。其中，2010-2011年的信用事件爆发主要是因为地方融资平台的资产划转与置换风险，2012年则主要集中在光伏行业等新能源领域。随着2013年以来货币政策的逐渐收紧，银行信贷供给下降弱化了发行人的外部融资能力。可以认为，2012年光伏行业信用风险事件的发生是当前违约事件常态化的一次“预演”——在下行的经济形势下行业风险的累积，将造成企业融资成本加大，偿债能力受到损害。这一路径与后来发生的违约事件如出一辙。

2014年以来，信用风险事件集中爆发与中国宏观经济周期波动的大背景紧密相关。自2012年以来，中国宏观经济增长速度持续放缓。从微观层面上，原有的地方经济增长支柱产业普遍面临经营业绩的下滑和投资回报率的下降，造成偿债压力上升。在已发生的信用风险事件中，新能源、化工、机械等工业部门行业占据了绝大比例。这些行业与宏观经济周期联动性强，普遍具有固定资产投资规模较大、投资回报周期长、资产负债率相对较高等特点，也是产能过剩问题的重灾区。近年来，中国经济增长模式的平稳转型成为中国宏观经济政策制定者的主要挑战，产能过剩背后意味着信贷政策与产业经济政策亟需调整，以达到调整经济增长结构的目的。在下行的宏观经济与行业周期面前，企业的经营管理能力与公司治理水平会面临更大的考验，这对于资金密集型行业的企业尤为关键。盲目的规模扩张会对现金流的稳定性有更高的要求，同时会使得企业的信用风险在面临行业不景气时加速放大。

当信用风险累积到第二个阶段时，企业自身经营状况与战略管理可能会成为信用风险事件爆发的“最后一根稻草”。以熔盛重工为例，2008年以来船舶制造行业面临全球性的行业低谷期。然而在国际海运业与船舶制造业长期低迷的行业环境下，熔盛重工并未采取谨慎、稳健的财务政策，反而逆风而行，积极拓展订单，进而造成更严重的资金缺口。2012年以来，随着行业环境进一步的恶化，熔盛重工等船舶制造企业在合同中不得不被动提高资金垫付比例，最高可超过订单款项的90%。这意味着拥有巨大规模订单的熔盛重工面临更大的资金缺口，也意味着公司不得不提高自己的财务杠杆，筹资压力进一步加大，从而导致了信用风险事件最终的爆发。

三、造成信用风险事件的主要因素

（一）行业风险与行业景气度

行业因素是中国债券市场信用风险产生的主要直接原因。一方面，如前所述，2012年以来宏观经济增长放缓对企业信用质量产生了普遍的影响，而行业因素是其在微观层面主要的传导路径之一；另一方面，行业因素对企业信用质量的影响是全方面的，即使是信用质量较高的企业，也会因为行业周期的变动受到影响，乃至遭遇降级。此外，对于部分产业结构较为单一的地区，行业风险会直接影响地区经济活力与经济增长。

行业风险与行业周期、产业组织和宏观经济整体环境等因素密切相关。我们可以认为，中国宏观经济面临的结构性问题是债券市场信用风险事件爆发的原因之一。2012年以来，与中国经济面临的过度投资问题相呼应，债券市场面临的行业风险主要集中在钢铁、水泥、有色金属、机械制造等产能过剩问题严重的工业部门行业，尤其是以光伏行业为代表的新兴产业。

作为一项资本、技术密集型的新兴产业，中国光伏产业在2004年后开始飞速发展，2007年已经成为世界最大的太阳能电池生产国，产业链规模庞大。但中国光伏产业从前端原材料、技术设备的采购到最终产品光伏电池组件的销售都深深地依赖海外市场，由于行业下游光伏发电市场成本高昂，国内需求发展缓慢，产品需求仍然依赖欧美市场，也为后期风险的爆发埋下伏笔。在光伏行业发展初期，高利润、高补贴等因素诱导了大批中国企业进入市场，形成了供大于求的产业格局。到2012年之后，一方面是过剩的产能，另一方面是国际金融危机后海外市场需求大幅萎缩，多晶硅价格从2008年超过400美元/公斤的高点跌至不足20美元/公斤，远低于大部分企业的成本线，给无序扩张下的光伏企业带来了致命的打击。

作为一门新兴产业，光伏行业的发展较传统制造业更为迅速，产业组织结构并不稳定，所以面临危机时受到的负面影响也比传统制造业更剧烈。相比而言，传统重工业与制造业所面临的信用风险更能反应出当前中国经济结构转型过程中所面临的问题与挑战。与

光伏行业不同的是，信用风险并未在传统制造业产生行业性与区域性的集中爆发，这主要是因为中国经济在增速放缓的同时总体保持稳定，行业短期去库存压力尚处于可接受范围。以船舶制造、有色金属、机械制造等行业为例，信用风险事件在小范围内的局部发生可以认为是去库存周期内的必然现象。

（二）公司治理与企业战略

对于一家企业来说，公司治理上的弊端会在面临外部负面因素影响时加倍放大。对于处于成熟、稳定、竞争性强行业的企业来说，激进扩张战略常常是信用风险事件的前奏。这主要体现在民营企业上，因为各级国资委的统一布控普遍以保证涉及国计民生行业的稳定运行为目的，客观上对国有企业的激进战略起到了遏制作用。除前文中提到的熔盛重工因财务策略激进导致的违约风险之外，最典型的便是中科云网的转型失败。

中科云网科技集团股份有限公司原为北京湘鄂情股份有限公司，于2012年4月5日发行5年期无担保公司债券4.80亿元，发行时鹏元资信给予AA主体评级，评级展望为稳定。债券发行后，公司酒楼业务收入下滑明显，2013年上半年度公司营业利润与净利润均为亏损，鹏元资信于2013年6月将公司主体评级下调至AA-，评级展望调整为负面。2013年末，公司酒楼持续停业，盈利能力迅速下降，为改善现状，公司通过收购进入环保、影视、互联网领域，并宣布与中科院合作建立大数据实验室，同时更名为中科云网科技集团股份有限公司。由于公司主营业务持续亏损，同时业务转型前期投入较大，公司债务负担明显加重。2014年2月，鹏元资信将公司主体评级下调至A级，评级展望为负面。此后其主体评级被多次连续下调，直至违约事件发生。

“12 湘鄂债”是公募债券本金违约的第一单，2013年以来中科云网（原“湘鄂情”）主营亏损，管理不佳，陷入流动性困局，具备了信用质量恶化的典型特征。由于公司管理者公司战略过于激进，跨行转型不断受挫，造成自有资金严重不足。

与此同时，公司治理方面也存在一些问题，公司和实际控制人涉嫌违规被证监会立案调查导致定增受阻、融资渠道受限。2014年10月12日，中科云网被中国证监会立案调查，直接导致公司定增方案无法实施。12月26日，公司实际控制人孟凯因涉嫌违反证券法律法规也被证监会立案调查，其所持有的股份也全部处于质押状态且部分股份被限制交易。截至2015年4月6日，公司通过大股东财务资助、处置资产、回收应收账款等方式已收到偿债资金1.61亿元，但尚有2.41亿元资金缺口，构成实质性违约。

四、国有企业与民营企业信用质量的分化

对于单个企业来说，我们试图寻找普遍因素（宏观经济波动、行业周期、区域经济发展等）之外对企业信用质量与信用风险产生影响的因素。可以认为，企业的所有权与股权治理体制对企业获得外部支持的能力有显著的影响，这首先体现在国有企业与民营企业信

用质量的分化上。

国有企业比民营企业更容易获得各级国资委更雄厚稳定的资本支持，具有产业布局和产业组织上的优势。对于偿债能力陷入困境的企业，能否及时地获得外部支持不但决定了企业能否继续维持运营，更决定了信用风险事件是否会最终演变为违约事件。一般而言，国有企业可以从三个维度进行分类：**1、按企业市场地位或竞争程度分类**，即根据企业的法律地位、竞争性以及产品价格管制与否，将企业分为垄断性国企和竞争性国企。垄断性国企的经营能力普遍强于竞争性国企，政府对垄断性国企的支持力度大大强于竞争性国企，天威集团就属于竞争性国企；**2、按利益属性和赋予目标分类**，即将国有企业划分为承担特定任务的国企、有战略利益的商业性国企和以投资者利益为主的纯粹商业性国企三类。一般来讲，政府对承担特定任务的国企和符合国家战略方针的商业性国企的支持要明显强于纯粹商业性国企。**3、按法律地位和持股比重分类**，即将国企划分为政府直接管辖的国企、具有独立法人地位的国企、公私合营的国有股份公司三类。

从企业性质看，除天威集团、二重集团与广西有色以外，爆发信用风险事件的企业如超日太阳能、华锐风电、湘鄂情、蒙奈伦、中澳控股、珠海中富等均为民营企业。与国有企业相比，民营企业能够获得的政府支持有限，同时在企业陷入经营困境后易受到银行抽贷等金融机构融资收紧行为影响，从而导致资金周转困难、现金流枯竭并进一步加剧偿付危机；同时民营企业发行人偿付能力主要取决于自身资金状况及股东支持意愿及实力，相较于国企其偿付意愿和动力相对不足。工业部门行业资金需求量大，行业景气程度与获得银行贷款的能力息息相关，这又直接受到货币政策与地方产业政策的影响。对于地方政府而言，工业部门企业，尤其是大中型国有企业在经济增长、纳税和解决就业等问题上具有不可替代的地位。

从产业结构上，市场地位较高的垄断性国企的信用质量要普遍强于市场占有率较低的国企。一方面，垄断性国企多处于自然垄断行业，规模较大，融资渠道多元化，抗风险能力强；另一方面，对于那些关系到国家战略布局、重大民生问题的重要性国企，政府会持续支持；对于某些竞争性国企，政府逐渐减少干预，回归于市场，支持力度也会一定程度上减弱。相比而言，对于地方国有企业，地方政府会更多考虑企业信用风险对地方经济的影响，从而采取救助措施。我们从两个方面考虑国企对地方政府的贡献：第一、国企对地方政府的税收贡献。这是较为明显的参考标准，企业对地方政府税收贡献越大，关系越紧密，当遇到经营危机时，政府支持的力度也会越大；第二、提供就业的人口。

以国企龙煤集团为例，龙煤集团是黑龙江省唯一的大型省级煤炭生产企业，吸纳了全省约20万就业人口，受煤炭行业景气度下行影响，龙煤集团自2012年以来持续亏损，2014年以来吨煤开采成本与售价倒挂，2014年公司陷入深度亏损，对权益侵蚀很大，资产负债率接近90%，自身偿债能力极弱。但是考虑到其社会重要性，黑龙江省政府于2014年10月印发《关于支持龙煤集团改革发展政策措施的通知》，实际控制人黑龙江省政府对龙煤集

团支持意愿明确，对拓宽龙煤集团资金链具有积极作用，截至目前为止，龙煤集团存续期内债务和债券仍正常还本付息。

除此之外，从已经发生的信用风险事件中，国有企业之间获得外部援助的机会也不尽相同。对国有企业的援助与产业政策密不可分。以天威集团与广西有色为例，前者作为中央国有企业兵装集团的子公司，在税收等因素上地方的贡献不如后者，因此很难像后者那样由地方政府牵头，在违约事件濒临爆发的最后时刻得到银行体系的援助。此外，天威集团主营的新能源行业已经经历了多年的过度扩张，在产业布局上缺乏政策支持。作为国资委直属的中央国有企业，天威的母公司兵装集团会更多从产业结构和产业组织布局上来制定公司治理政策，因此在企业经营面临困难、舍弃主营光伏行业的子公司，割裂、隔离信用风险，也属于预料之中。在11天威MTN2因无法按期兑付利息，成为首例国企违约债券后，市场逐渐意识到，政府不再会为全部国企兜底。政府对国企的支持力度会随着国企改革和政府财政体制改革而发生分化。

长期以来，出于稳定市场、控制风险扩散等因素的考虑，政府主导的银行体系与各级国资委、国有企业会对因为发行人产生偿债危机的信用产品进行救援和兑付，即所谓“刚性兑付”现象。从短期和局部来看，违约事件得以避免发生，投资人的利益得到了保护；但是从长远来看，这并不利于中国债券市场发挥其发现、辨别风险的功能，也不利于信用风险的及时暴露。甚至，有观点认为，刚性兑付的存在实际上只是将信用风险从企业层面转移到了银行体系，有造成系统性风险的可能。这也说明，对于中国金融政策的制定者和债券市场的监管者而言，建立健康、稳定、市场化的直接融资体系仍将是一个长远的目标。

五、总结

自2005年以来，中国债券市场发展迅速，发行数量和发行规模增长明显，可以较好的为企业提供直接融资渠道。同时，自2012年以来，债券发行主体之间的风险结构开始产生分化，部分信用风险较高的企业产生了信用风险事件，乃至造成违约。

截止至目前为止，债券市场的违约事件仍然保持在可控范围之内，我们可以排除违约事件造成系统性风险的可能。事实上，通过市场化途径来甄别并释放当前宏观经济环境下逐渐累积的信用风险，有利于债券市场的可持续发展。

与此同时，中国债券市场的健康发展在很大程度上取决于监管体制的良好运行。在市场化运作机理的约束下，通过释放违约风险，有利于完善资本市场定价机制，使我国债券市场达到风险与收益的匹配。

附录一：主要信用风险事件中发行人主体评级下调情况

信用事件爆发时间	债券简称	下调后主体评级	下调日期	发行时主体评级	首次评级日期	评级机构
2011年6月	11海龙CP01	CCC	2012/2/15	A+	2008/6/30	联合资信
2012年3月	11新中基CP001	CC	2010/10/11	AA-	2010/6/4	中诚信国际
2014年3月	11超日债	C	2014/5/21	AA	2011/7/13	鹏元
2014年7月	13华通路桥CP001	BB+	2014/7/16	AA-	2013/1/22	联合资信
2014年10月	08二重债	CC	2015/6/29	AA	2008/6/23	中诚信国际
2014年11月	11华锐01	BBB	2014/11/21	AAA	2011/9/2	联合信用
2015年4月	12湘鄂债	CC	2015/4/3	AA	2011/12/20	鹏元
2015年4月	11天威MTN2	C	2015/4/2	AA+	2011/1/5	联合资信
2015年5月	12中富01	CC	2015/5/26	AA	2011/12/26	中诚信证券
2015年6月	12桂有色MTN1	BB	2015/6/8	AA	2012/2/16	大公国际

附录二：公募债券主要信用风险事件原因与后续处理对照

信用事件爆发时间	债券简称	评级机构	主营业务	企业性质	信用事件	后续处理
2006年7月	06福禧CP01	远东	高速公路投资运营	民营企业	违规借贷社保基金，公司资产被法院冻结	董事长被捕，评级公司被暂停业务
2011年6月	11海龙CP01	联合资信	纺织品原材料生产	地方国有企业	遭受证监会调查，会计信息披露存在重大瑕疵，资不抵债	公司破产重组，债券按时兑付
2012年3月	11新中基CP001	中诚信国际	番茄加工及贸易	地方国有企业	遭证监会调查，资不抵债，多笔贷款违约	债券按时兑付
2014年3月	11超日债	鹏元	光伏	民营企业	产能过剩，业绩下滑，利息违约	破产重组，债券本息逾期后于14年10月份由担保公司全额代偿
2014年7月	13华通路桥CP001	联合资信	基础设施建设	民营企业	公司高管被调查，短期偿债能力下降	地方政府提供支持，债券按期足额兑付
2014年10月	08二重债	中诚信国际	机械制造	中央国有企业	产能过剩，连续亏损，贷款逾期	-
2014年11月	11华锐01	联合信用	风电机组制造	民营企业	公司盈利连续恶化，债券暂停交易	拓展风电机组运维业务，盈利状况有所好转
2015年4月	12湘鄂债	鹏元	餐饮	民营企业	主营业务盈利能力恶化后转型失败，本息违约	无法按期足额偿付

2015年4月	11天威MTN2	联合资信	光伏	中央国有企业	巨额亏损, 计提大量资产减值, 利息违约	无法按期足额偿付
2015年5月	12中富01	中诚信证券	饮料包装	民营企业	本金违约	控股股东股份被冻结, 无法按期足额兑付
2015年6月	12桂有色MTN1	大公国际	有色金属	地方国有企业	产能过剩, 长期亏损, 流动性恶化	地方政府提供支持, 债券本息由银行代偿

附录三：2014年以来中小企业私募债违约风险事件案例

时间	债券简称	行业	担保人	违约事件	原因	处理方式	实质性违约
2014年4月	13中森债	化工	中海信达担保有限公司	未能按期兑付利息	产能过剩, 流动性紧张	担保人代偿	否
2014年4月	12华特斯	化工	天龙控股集团有限公司	按期兑付本息存在不确定性	破产重组	担保人代偿	否
2014年4月	12金泰01/02	机械设备	-	未能按期兑付本息	合同纠纷, 陷入民间借贷与联保互保	宣布无法兑付本息	是
2014年7月	12津天联	化工	天津海泰投资担保有限公司	未能按期兑付本息	法律诉讼, 董事长失联	担保人未足额代偿	是
2014年8月	13华珠债	纺织服装	中海信达担保有限公司	未能按期兑付利息	资金紧张	宣布无法兑付本息	是
2015年1月	12东飞01	机械设备	东台市交通投资建设集团有限公司	未能按期兑付本息	资金链断裂	宣布无法兑付本息, 担保人拒绝代偿	是
2015年2月	12致富债	纺织服装	中海信达担保有限公司	未能达成回购协议, 未能按期兑付本息	资金链断裂	宣布无法兑付本息, 担保人拒绝代偿	是
2015年2月	12蓝博01	机械设备	中海信达担保有限公司	未能按期兑付本息	债务逾期, 资金紧张, 资产受限	宣布无法兑付本息, 担保人拒绝代偿	是
2015年2月	12蒙恒达	交通运输	东胜诚投有限责任公司	未能按期兑付利息	现金流紧张	担保人未能提供代偿	是
2015年4月	13大宏债	纺织机械	射阳县城市投资发展有限责任公司	业务停滞, 贷款逾期	行业不景气	担保人逾期提供代偿	否
2015年6月	12桂有色MTN1	大公国际	有色金属	地方国有企业	产能过剩, 长期亏损, 流动性恶化	地方国有企业	地方政府提供支持, 债券本息由银行代偿