

债券市场信用风险防范和处置

研发部 杜永康

近年来，随着我国债券市场快速发展，其广度和深度逐步扩展。从我国债券市场违约的历史情况来看，自 2014 年“11 超日债”实质性违约以来，我国债券市场的“零违约”、“刚性兑付”被打破，债市违约逐步显现常态化发展趋势，信用事件时有发生，信用风险的防范日益重要。

债券市场信用风险主要体现在信用等级和评级展望的下调以及违约事件的发生，本文首先就这两方面对 2014~2017 年 6 月末相关债券的情况进行了梳理，从信用等级和评级展望的下调来看，均以地方国有企业和民营企业最多，且主要集中于采掘、建筑装饰、机械设备、综合、化工、钢铁、有色金属等产能过剩行业及周期性较强行业；而违约主体以民营企业最多，主要集中于采掘、化工、机械设备、商业贸易、食品饮料、综合等行业。其次，本文就债券市场信用风险事件产生的原因，从宏观和行业环境恶化、企业财务风险上升、公司治理存在漏洞、担保方履约能力、外部支持力度等五个方面进行了详细阐述。再者，对于目前违约债券的后续处置，从案例分析的角度着重讲述了目前我国违约处置实践的六种方式——寻求外部支持、行使担保权、债务重组、违约求偿诉讼、违约求偿诉讼、破产重整和破产清算，并统计了截至 2017 年 6 月末公募违约债券的兑付情况。最后，对我国债券市场信用风险防范提出了一些建议，投资者应关注宏观经济和行业风险以及公司财务风险、治理问题等，同时要充分利用国内债券市场对投资者的保护机制，也要及时关注评级机构的第三方评价。

一、 债券市场信用风险的主要表现

对于债券市场来说，信用风险是指债券发行人没有按期偿还资金而给债券持有人造成损失的可能性。在我国债券市场上，信用风险事件包括两类事件：一是，债券存续期间，因宏观环境恶化或自身经营不善等因素而致信用级别大幅下降，从投资级别降到投机级别，导致市场密切关注的风险事件；二是，债券到期时，债券发行人因自身经营问题或技术性原因导致无法偿付本息的违约事件。

（一）信用等级和评级展望的下调

作为反映债券市场信用风险的重要参考，评级机构对发行人的信用级别调整情况基本反映出了债券市场的整体信用风险结构，即信用级别或展望向下调整，发生信用风险的可能性越大。债券信用级别向下调整或展望的负面调整预示着债券发行人信用水平的下降，信用风险的上升，说明企业自身经营或行业环境发生

了一定恶化，对未来债券足额偿付能力下降，发生风险的概率上升。

（二）违约

从目前我国债券市场实践来看，由于长期以来我国债券市场处于多头监管格局，各监管机构在具体业务操作制度与规范建设方面缺乏统一性，因此市场并未对债券违约进行统一定义。目前来看，债券市场对违约事件的界定普遍以“实质性违约”为准，即债券到期时，债券发行人既不能通过自身经营获得足够的偿债资金，也不能通过外部渠道筹集足够的偿债资金，最终导致债券的本息无法足额偿付；另一方面，从信用质量评估的角度，“实质性违约”仅针对发行人信用质量恶化导致的资金偿付失约，而对于由于资金结算操作失误等原因导致的失约事件则定性为“技术性违约”。本文对违约的界定亦采用此种定义。

二、 债券市场信用风险事件梳理

（一）信用等级和评级展望的下调

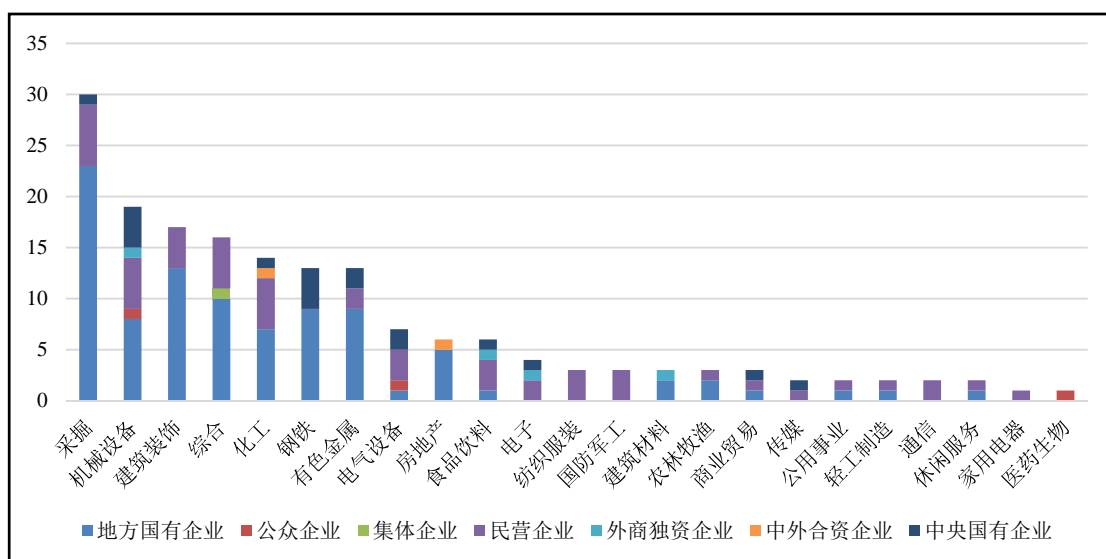
2014年1月1日~2017年6月30日，我国债券市场共有285支公募债券¹信用等级下调，涉及发行主体176家。从发行主体公司属性来看，评级下调的发行主体主要以地方国有企业和为民营企业主，分别为95家和52家，占下调总数的83.5%；其余债项级别下调主体分别为中央国有企业18家、外商独资企业5家、公众企业3家、中外合资企业2家、集体企业1家。

从评级下调债券发行人行业²分布情况来看，评级下调债券主要集中于采掘、建筑装饰、机械设备、综合、化工、钢铁、有色金属等产能过剩行业及周期性较强行业。另外，评级下调的地方国有企业主要集中于采掘、建筑装饰、有色金属、钢铁和综合等行业，而评级下调的民营企业行业分布较为分散，除采掘、建筑装饰、化工、机械设备和综合等行业相对较多外，其他行业也均不少民营企业发生违约事件。

¹ 本文评级下调债券统计已剔除集合票据、私募债、集合企业债和证监会主管ABS。

² 本文行业分类均为申万一级行业，下同。

图表 1 截至 2017 年 6 月末信用等级下调公募债券发行人行业分布情况

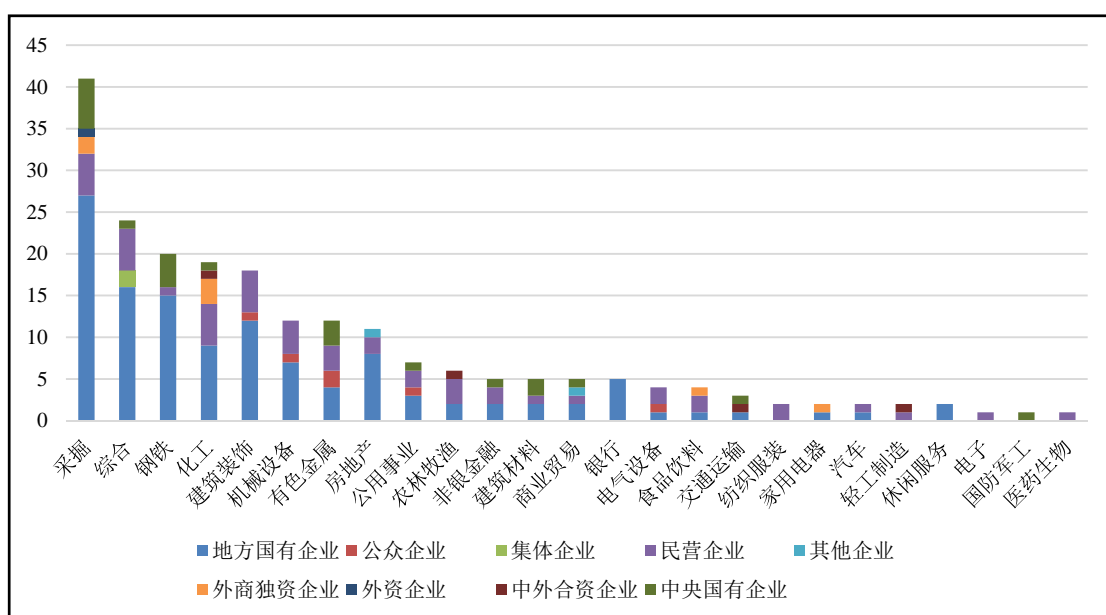


资料来源：Wind，新世纪评级整理

2014 年 1 月 1 日~2017 年 6 月 30 日，我国债券市场共有 214 家公募债券发行人主体评级展望下调。从发行主体公司属性来看，展望下调的发行主体主要以地方国有企业和为民营企业主，分别为 121 家和 49 家，占下调总数约 80%；其余主体展望下调主体分别为中央国有企业 22 家、外商独资企业 7 家、公众企业 6 家、中外合资企业 4 家、集体企业 2 家、其他企业 2 家，外资企业 1 家。

从展望下调债券发行人行业分布情况来看，展望下调主体主要集中于采掘、综合、钢铁、化工、建筑装饰、机械设备、房地产、有色金属等产能过剩行业及周期性较强行业。另外，展望下调的地方国有企业主要集中于采掘、建筑装饰、钢铁、房地产和综合等行业，而展望下调的民营企业行业分布较为分散，除采掘、建筑装饰、化工、机械设备和综合等行业相对较多外，其他行业也均不少民营企业发生违约事件。

图表 2 截至 2017 年 6 月末评级展望下调公募债券发行人行业分布情况



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）违约

2014 年 1 月 1 日~2017 年 6 月 30 日，我国债券市场³共有 99 支债券违约，违约债券发行规模合计 659.30 亿元，涉及发行主体 50 家。从单个违约主体看，截至 2017 年 6 月末违约债券本金最多的三家主体分别为中城建、云峰集团和东北特钢⁴，违约债券本金合计分别为 108.5 亿元、66.0 亿元和 71.7 亿元，涉及违约债券支数分别为 7 支、7 支和 10 支，3 家的违约金额合计约占整个市场的 30%。

从违约主体公司属性来看，截至 2017 年 6 月末，违约债券发行主体以民营企业为主，高达 33 家，占违约主体总数的 66%；其余违约主体分别为地方国有企业 7 家，中央国有企业 4 家，外商独资企业 3 家，中外合资企业、集体企业和公众企业各 1 家。总体来看，随着我国债券市场违约风险的不断暴露，“刚性兑付”渐成历史，国有企业“信仰”被打破的步伐明显加快；同时，较国有企业而言，民营企业无疑仍是违约爆发的重灾区，这主要是因民营企业虽与国有企业同处相同的宏观及中观环境，但因经营规模、再融资能力及应对突发因素的能力较弱，当出现不利情形时，很容易引起金融机构抽贷并发生资金链断裂情况。

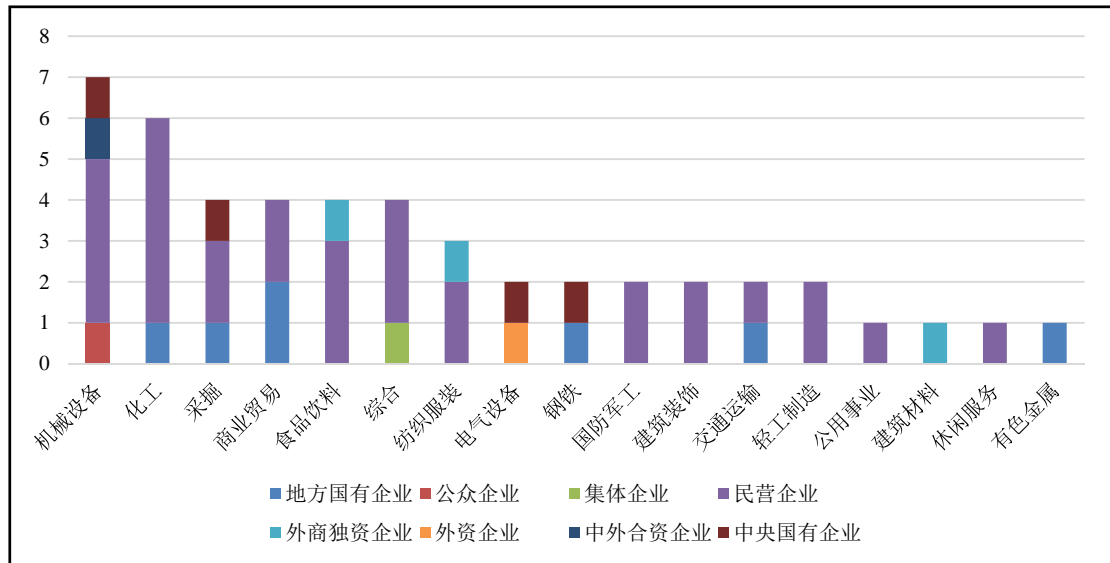
从违约债券发行人行业分布情况看，违约债券发行人主要集中于采掘、化工、机械设备、商业贸易、食品饮料、综合等产能过剩行业及周期性较强行业。债券违约的民营企业的行业分布则相对较分散，除机器设备、化工、综合和食品饮料相对较多外，还涉及国防军工、建筑装饰、商业贸易、采掘、轻工制造和纺织服

³ 本文违约部分所有统计仅针对在银行间市场和交易所市场上市的债券。

⁴ 本文中针对违约主体的名称不单独注明，均采用市场通行简称。

装等多个行业。

图表 3 截至 2017 年 6 月末违约债券发行人行业分布情况



资料来源：Wind，新世纪评级整理

从违约债券发行人地区分布情况看，2014 年 1 月 1 日~2017 年 6 月 30 日，已有 20 个省市或自治区发生债券违约，发生债券违约的区域范围不断扩张。按违约债券支数统计，辽宁省违约债券数量最多，为 18 支，其后分别为北京、江苏省、山东省、上海等。按违约主体数量统计，江苏违约主体数量最多，为 7 家，其后分别为山东省、北京、四川省等。

图表 4 截至 2017 年 6 月末违约债券及违约主体地区分布一览表

省份	债券支数	主体数量
辽宁省	18	2
北京	10	4
江苏省	10	7
山东省	10	6
上海	9	3
河北省	7	3
四川省	7	4
浙江省	5	3
内蒙古自治区	4	3
广东省	3	2
福建省	2	2
广西壮族自治区	2	1
河南省	2	2
湖北省	2	1
天津	2	2

省份	债券支数	主体数量
重庆	2	1
安徽省	1	1
吉林省	1	1
山西省	1	1
陕西省	1	1

资料来源：Wind，新世纪评级整理

三、 债券市场信用风险事件产生的原因

对于信用风险的成因，最为流行的是欧文·费雪关于“债务-通缩”过程理论。在这一理论框架下，随着企业投资和贷款需求持续疲弱，企业经营性现金流创造能力减弱，企业对筹资性现金流的依赖性不断增强，经济整体杠杆率不断攀升，从而加重企业债务负担，进而影响实体经济和银行的资产质量，推高金融体系内的不良贷款率，增加信贷风险，最终造成信用风险事件的发生。总体来说，债券市场信用风险产生的原因主要有以下五个方面：

（一）宏观和行业环境恶化

近年来，随着我国经济增速下行及经济结构的调整，中国经济进入“新常态”，宏观环境与行业环境波动下行，行业景气度不振，企业营业收入增长乏力，加之供给侧改革的不断推进，以及去产能、去杠杆政策的不断深入实施，信用风险事件在强周期性、产能过剩严重的行业（如煤炭、钢铁等）集中爆发，同时，也向景气度较差的下游行业蔓延，如造纸、纺织等。

以煤炭行业为例，其行业景气度与宏观经济周期和固定资产投资保持高度正相关性。2014年以来，受宏观经济增速放缓、固定资产投资增速下降以及能源结构调整等因素影响，煤炭下游需求疲弱，煤炭市场供给过剩矛盾日益突出，行业景气度明显下滑。尽管近期煤炭行业投资积极性明显下降，加之去产能等限制煤炭供给相关政策的出台，原煤产量增速下滑，但前期建设产能的集中释放和在建产能的陆续投产使得中短期内煤炭行业仍延续供大于求态势，煤炭价格持续下滑。受此影响，行业内企业盈利能力大幅下降，经营状况恶化，川煤集团就是一很好的例子，近年来，受累于行业景气度的大幅下滑，自身盈利状况日益恶化，新发行债券较为困难，资金链持续紧张，而且，川煤集团在建矿井投资规模大，主业经营获现能力弱化，投资成本难以如期收回，公司主要通过新增银行借款及发行债券的方式来满足资金需求，债务规模不断扩大，财务杠杆持续攀升，偿债压力大。2016年6月，公司虽然通过多方渠道筹集资金，但依然未能筹集足额偿付到期的“15川煤炭 CP001”债券本息。

（二）企业财务风险上升

债券发行人的偿债能力，包括短期偿债能力和长期偿债能力。偿债能力不足往往是信用风险事件的导火索，流动性枯竭是债券违约的直接原因。在信用风险事件爆发之前，信用风险事件主体的资产负债率往往很高，流动比率常低于 1；营业利润出现大幅下滑，盈利能力不断下降，财务状况明显恶化。以珠海中富实业股份有限公司为例。2012~2014 年，珠海中富实业股份有限公司的营业利润连续三年为负，分别为-15074.27 万元、-114857.50 万元、-379.46 万元，其流动比率分别为 1.35 倍、1.09 倍和 0.6 倍，其资产负债率由 55.18% 大幅增加至 69.67%，珠海中富的短期偿债能力逐年恶化，资产负债率大幅攀升，这成为珠海中富违约的直接原因。由于盈利能力不足，偿债能力恶化，2015 年 5 月，珠海中富无力偿付到期债券，最终违约。

（三）公司治理存在漏洞

债券信用风险事件往往与发行人的公司治理缺陷密切相关。公司治理的缺陷往往较为隐蔽，难以发现和量化评估，主要体现在企业战略决策失当与实际控制人风险等方面，以民营企业居多。

首先，民营企业的经营状况与其实际控制人的命运息息相关，一旦实际控制人出了问题，民营企业往往陷入危机之中。例如，华通路桥的董事长王国瑞协助相关部门调查，银行立即催还贷款，导致华通路桥陷入债券兑付危机；雨润食品的实际控制人祝义财被监视居住，银行纷纷停止贷款，使雨润食品的资金链骤然紧张，最终导致债券出现违约。

其次，关联方（尤其是大股东）掏空发行人的风险，即部分发行人的关联方通过关联交易掏空发行人，转移发行人的优质资产，占用发行人的资金，使发行人的资金链断裂，无法偿付到期债券。例如，天威集团的实际控制人兵装集团置换了天威集团的核心资产，使天威集团丧失了核心业务，无力偿还到期债务，最终陷入违约的泥潭；银鸽投资的第一大股东河南能化集团通过关联交易占用了银鸽投资的大量资金，使银鸽投资丧失了财务独立性，出现了兑付危机。

最后，对于经营尚可的企业，因公司治理缺陷、股权纷争、股东变更等引起的突发事件也是部分主体违约的触发因素之一。例如：河北物流因内部治理缺陷等技术性因素导致未能按期拨付兑付资金致使违约；山东山水因股权纷争，遭金融机构抽贷、压贷，融资渠道受限，资金链断裂致最终违约；中城建因股权变更，触发境外点心债交叉违约，集中兑付压力大增，加之金融机构抽贷，资金缺口较大，最终导致违约；云峰集团因绿地集团单方面解除公司股权托管，导致外部融资环境恶化，筹资活动获现受阻，最终债券连环违约。从以上案例可以明显看出，突发事件致使发行人外部融资受阻是使其违约的关键，故就主要以筹资活动实现

资金平衡的企业而言，突发事件致其违约的可能相对更高。

（四）担保方履约能力

担保方未履行担保代偿责任是债券违约的又一重要原因，相关债权全都是中小企业私募债。外部增信保证担保是中小企业私募债券降低融资成本主要的增信手段。截至 2016 年末，在存续的 319 支中小企业私募债中，有 316 支采取了增信措施，其中 301 支使用的是保证担保。因此，对于中小企业私募债而言，保证人能否履行保证担保责任，对其能否按期足额兑付至关重要。从 2016 年违约的 9 支中小企业私募债来看，均设有保证担保措施，但保证人均未履行担保代偿责任，最终导致未能按期兑付。同时，在所涉担保人中，除一般工商企业外，不乏专业的担保公司，如中海信达、中企联合、中元国信和天津海泰，且大部分担保人均有一个共同点：被列入全国失信被执行人名单。被列入全国失信被执行人名单的保证人，意味着其已基本丧失履约能力，对应的中小企业私募债最终能否按期兑付，将主要依靠发行主体自身的偿债能力，在自身偿债能力较弱的情况下，债券出现违约的可能性大幅上升。

（五）外部支持力度

外部支持力度是考察国有企业信用的重要方面，对于具有较大的社会影响力，对稳定当地就业具有重要作用，或承担着重要的社会公共职能的国有企业，在其出现经营危机时，政府不会放任不管，会在政策、资金等方面提供一定支持，以保证其正常运营。从地方政府对地方国企的支持来看，以龙煤集团与广西有色最为典型。

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。

“12 桂有色 MTN1”发行人广西有色由于经营持续低迷，偿债能力恶化，同时短期债务压力较大，因此依靠自身资金无力偿还该中期票据本息。2014 年，公司亏损高达 16.4 亿元，资产负债率高达 93.6%。2015 年第一季度末，公司短期债务高达 167 亿元，而账面资金仅不到 30 亿元，且其中大约 60% 为受限资金。但由于公司是广西壮族自治区内重要的有色金属矿产资源整合主体，同时公司其他应收款中有大量与当地国资委下属企业之间的往来款，因此当地政府对公司支

持力度较大。在广西区政府的协调之下，该中期票据本息共计 13.63 亿元得以按期足额兑付。

四、 债券市场违约事件的后续处置

（一）主要的处置途径

在我国现行的法律框架下，对于普通无增信的债券，投资者主要可以通过违约求偿诉讼和破产诉讼两条途径追偿；对于有增信措施的债券，债权人还可以直接要求担保人或通过处置抵质押物获得赔偿。从我国现有违约处置实践来看，对于违约债券的后续处置，主要有以下六种方式：

第一，寻求外部支持。大多数违约主体首选的方式是寻求外部支持，通过多方筹集兑付资金，目前已兑付的违约主体大多是通过此类方式，这对投资者而言也可以取得较高的回收率。

第二，行使担保权。对于有增信措施的债券，通过处置抵押物或者由第三方（担保方）代偿来兑付债券违约资金。

第三，债务重组。寻求战略投资者并进行债务重组，增强企业盈利能力，可以降低损失，但可能耗费较高的时间成本。

第四，违约求偿诉讼。违约求偿诉讼主要适用于债券到期时债务人还有一定偿付能力或债券相对债务人大部分债务来说到期时间较早的情况。

第五，破产重整。目前有部分违约主体已进入破产重整程序，但大部分尚未形成重整草案，处置进度明显较慢，投资人与债务人进入漫长的拉锯战，投资者 100% 回收的可能性较低。

第六，破产重整。当破产重整失败后，将进入破产清算程序。此方法简单易行，在国外债券违约处置中使用的比例也较高，但在国内应用较少，且进度缓慢。

（二）案例分析

1. 寻求外部支持

违约债券后续处置首选是投资者适度延期，争取违约发行人通过寻求外部支持、变卖资产等方式来筹集兑付资金，从而以最小的处置成本而获得最大的回收率。目前已兑付的违约主体大多是通过此类方式偿付违约本息，寻求外部支持最典型的有川煤集团、南京雨润均获政府支持，珠海中富获银行抵押贷款，华昱能源获股东兜底。

以南京雨润为例，2015 年以来，受经济增速下行以及猪肉消费增速下降影

响,南京雨润所处行业景气度下滑。与此同时,公司在全国范围内持续进行扩张,造成产能利用率严重下降。在这种情况下,该公司实际控制人的案发使得公司寻求外部流动性的难度雪上加霜。一方面,这损害了消费者以及合作方对公司品牌的认可程度;另一方面,更重要的是,这损害了公司外部融资能力。因此,公司经营持续下滑,偿债能力较弱,所发债券“15 雨润 CP001”和“13 雨润 MTN1”分别于 2016 年 3 月 17 日和 2016 年 5 月 13 日发生本息兑付违约。

其后,考虑到南京雨润在江苏省内的品牌效应与社会效应,江苏省金融办会同人民银行南京分行、江苏省银监局召开稳定雨润集团融资工作会议,明确要求各大商业银行对雨润集团提供稳定融资存量,保证合理融资增量。南京雨润于 2016 年 3 月 21 日兑付“15 雨润 CP001”全部应付利息和部分应付本金,共计 2.5225 亿元,于 2016 年 3 月 31 日兑付剩余应付本金 2.8 亿元;于 2016 年 5 月 16 日足额兑付本息 10.527 亿元。

2. 行使担保权

担保分为保证担保和抵质押担保,对应两种行使担保权方式:一是担保人代偿,如“13 大宏债”、“12 舜天债”、“13 云中债”、“14 扬州中小债”;二是处置抵质押物,如“12 圣达债”。

以“14 扬州中小债”为例,公开信息显示,2015 年 8 月,其联合发行人之一中显集团已处于破产重组状态,并涉嫌刑事案件,发行人无力偿还债券本息,2015 年度及 2016 年度的债券利息由江苏再担保代为支付并协调出具相关披露文件;同时,根据查询日期为 2015 年 9 月 17 日企业信用报告,中显集团在金融机构尚有未结清业务,不良和违约负债余额 1522.9 万元。截至 2015 年末,其另一联合发行人赛尔达资产负债率为 67.59%,有息债务合计 17214.19 万元,其中短期有息债务 13790.00 万元,规模相对较大,短期偿付压力较大;赛尔达对外提供未到期的担保金额合计为 4400.00 万元,占同期所有者权益的 37.66%,担保对象均为民营企业,面临一定的或有负债风险;同时,董事长张爱平于 2016 年 12 月 31 日因涉嫌刑事案件,被扬州市公安局拘留,目前正接受调查,现由副总经理房雪松主持公司全面工作。截至 2017 年 6 月 30 日,中显集团重组仍无实质性进展,赛尔达已处于停产状态,两家公司 2017 年度利息和回售发生的待偿本金的支付已由江苏再担保足额兑付。

就处置抵质押物而言,目前公募债券市场上尚无完整处置抵质押物的案例,如“12 圣达债”于 2015 年 12 月 5 日发生违约,2016 年第一次债券持有人会议于 2016 年 4 月 28 日召开,会议审议并通过了《关于同意采取司法手段主张债券兑付清偿的议案》等议案。天津银行成都分行代表全体债券持有人,委托国浩律

师（成都）事务所于 2016 年 7 月向四川省高级人民法院提起诉讼，将四川圣达集团有限公司及债券担保人列为被告，要求其承担债券责任，并执行质押物。2017 年 1 月，四川省高级人民法院根据当事人各方的和解协议作出并送达《民事调解书》。由于案涉债券的质押物已被查封，虽已与查封法院承办法官沟通、协调了转移处置权事宜，但截至 2017 年 6 月 30 日，仍处于等候移送处置权的审批手续过程中。整体来看，“12 圣达债”违约至今已超过十八个月，抵押物仍未处置完毕，而且抵押股权较发行时也已大幅缩水。因此，投资者需特别关注抵质押物实物安全、变现难度、评估值是否合理以及处置时可能大打折扣等问题，而且处置时间往往也比较久，对债权人的合法利益也有一定损伤。

3. 债务重组

债务重组最为典型的是中钢集团，虽然东北特钢也进行了债务重组，然而受多种因素影响，最终重组失败，进入破产重整。以中钢集团为例，2014 年下半年袭来的大宗商品寒冬让中钢集团陷入艰难处境，矿价断崖式暴跌，钢铁产能过剩及管理经营不佳，截至 2014 年 12 月末，中钢股份母公司中钢集团及其所属 72 家子公司债务逾 1000 多亿元，其中金融机构债务近 750 亿元，涉及境内外 80 多家银行，还有一些信托、金融租赁公司。此后，在银监会、国资委等部门协调下，由中国银行牵头成立了债委会，与中钢集团方面共同协商制定债务重组方案。2015 年 10 月 19 日，“10 中钢债”发生回售违约，之后并十几次延长回售登记期。2016 年 3 月末，中钢集团债务重组方案被上报到银监会、国资委等主管部门；9 月 27 日，该重组方案获正式批准。据中国银行官网于 2016 年 12 月 9 日披露称，中钢股份与中国银行、交通银行等六家银行正式签署《中国中钢集团公司及下属公司与金融债权人重组框架协议》。整体重组方案包括债务重组方案和业务重组方案两部分，债务重组方案采取“留债+可转债+有条件债转股”的模式，按回收风险对重组范围内金融债权划分层级，兼顾企业当前和未来发展需要，设计差异化方案并分两阶段实施。在第一阶段，对本息总额 600 多亿元的债权进行整体重组，分成留债和可转债两部分；第二阶段，在相关条件满足的情况下，可转债持有人逐步行使转股权。中钢集团债务重组正式获批已过去十个月，然而，“10 中钢债”的具体解决方案及债务重组进展情况至今仍未披露。

整体来看，债转股虽然对于企业的长期发展是利好，助企业以市场化之手推动其产业结构调整，然而，就债券持有人而言，因担心债务人利用债转股逃废债务，且回售期的延长对于债券十分不利，债务重组推进障碍较大，实施进展缓慢。

4. 违约求偿诉讼

“12 湘鄂债”发行人为北京湘鄂情股份有限公司（后改名为“中科云网”），

2013 年以来，该公司主营亏损，管理不佳，陷入流动性困局，信用质量明显恶化，连续被鹏元资信降级。2014 年 7 月，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，债券受托管理人广发证券要求追加增信，并获公司同意，具体包括：增加 3 家子公司股权质押和 3 处房产抵押，抵质押品合计价值约 2.55 亿元；设立三方共管的偿债资金专项账户。另外，湘鄂情治理方面也存在诸多问题，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。

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仍未筹到足额偿付资金，4 月 7 日，“12 湘鄂债”回售违约，5 月 4 日公司偿还回售本金的 35% 以及违约金，剩余未偿金额为 3.09 亿。5 月 8 日，广发证券向北京市第一中级人民法院对湘鄂情及其实际控制人提起诉讼，并申请了财产保全，偿债资金监管账户以及实际控制人持有的上市公司股票和两处房产全部被冻结。在这种压力之下，湘鄂情引入第三方战投中湘实业，11 月 21 日，湘鄂情、广发证券、岳阳市中湘实业签署《债务和解协议》，由中湘实业代偿，同时作为偿债条件，广发证券同意协助解除资产冻结，并同意湘鄂情进行资产重组。2016 年 3 月 7 日，“12 湘鄂情”连本带息包括罚金清偿完毕，从违约至全部清偿历时 11 个月。

“12 湘鄂债”是典型的违约求偿诉讼和财产保全，投资者一度冻结了实际控制人所持股票和两处房产，这也是发行人有较强动力偿付债券的原因之一。在整个违约事件前后，有两点值得借鉴：一是在违约之前、风险暴露时，和公司谈判要求追加抵质押物，这给后期申请财产保全和债务清偿都带来积极的作用；二是违约后及时申请财产保全，冻结个人关键资产，虽然财产保全并不能给予债权人优先受偿权，但它能够起到防止财产流失的作用，如果冻结的是实际控制人个人名下资产，还能对债务人形成实质性的压力，更利于促进债务清偿。

5. 破产重整

破产分为重整、清算、和解三种程序。相对于立即清算来说，重整给予债务人在一定条件下继续经营其业务的可能，因此更适合于本身经营仍有好转可能的债务人。破产重整较为成功的有二重集团和超日太阳，两家公司均在破产重整后经营恢复，扭亏为盈，不同的是超日太阳引入了新投资者，二重集团却没有。

以超日太阳为例，2012 年，随着光伏行业产能不断过剩及欧美等国对我国实行的“双反”调查，导致国内光伏行业整体低迷，超日出太阳经营业绩也随之开始大幅下滑，2011 年度、2012 年度连续两年亏损，并发生银行贷款逾期等风险事件。2013 年，由于光伏行业持续低迷，海外市场应收账款很难收回，投资者

对“11 超日债”的二次付息持怀疑态度，债券受托管理人中信建投要求公司以部分固定资产、应收账款作为补充质押并得到公司通过。2014 年 3 月 4 日，由于公司流动危机尚未化解，“11 超日债”第二期利息 8980 万元仅能偿付 400 万元，兑付比例为 4.5%，“11 超日债”正式违约；4 月 3 日，公司供货商上海毅华金属材料有限公司因未按期获得公司的偿还资金而向法院申请对超日太阳进行破产重整；6 月 26 日，法院裁定受理，指定金杜律师事务所和毕马威华振会计师事务所担任管理人，公司进入破产重整程序；之后，在上海市政府的帮助下，超日太阳引入了包括协鑫、长城资管、上海久阳等九位投资方，公司转增股本 16.8 亿股，由全体出资人无偿让渡且通过九位投资方共同支付 14.6 亿元受让，使得后续重整较为顺利；10 月 23 日，第二次债权人会议及出资人组会议表决通过了重整计划草案；10 月 29 日，管理人提交的重整计划草案获上海一中院裁定批准；12 月 17 日，“11 超日债”获得本息及罚息全额兑付，偿债资金来源于投资人出资 23 亿元，超日自己出资 5 亿元，共计 28 亿。

整体来看，超日债在政府的支持下，充分发挥其上市公司壳资源的优势，成功进行了破产重整，并完成了 100% 兑付，从债务违约到回收仅用了 288 天。同时，在引入新投资者的情况下，普通债权人受偿比例由 3.95% 上升到 30%，债券投资者获得第三方追加担保全额受偿。超日太阳重整后剥离了全部债务，14 年主业已有一定起色，股票也已申请恢复上市。

6. 破产清算

广西有色兑付危机始于 2015 年 6 月，公司发行的 13 亿元中期票据出现兑付不确定性，后因国开行提供资金，兑付危机才得以化解，但随后于当年 11 月到期的 5 亿元定向工具“14 桂有色 PPN003”未能按期兑付，构成实质性违约。2015 年 12 月 18 日，广西有色以不能清偿到期债务、公司资产不足以清偿全债务和依然存在引入第三方进行重整的可能性为由，主动向南宁市中院提出破产申请，同年 12 月 23 日，南宁中院裁定受理了公司的破产申请。随后，分别于 2016 年 2 月和 4 月到期的“13 桂有色 PPN001”和“13 桂有色 PPN002”也相继违约。

破产申请受理后，指定管理人由清算组担任，成员由自治区党委宣传部、维稳办、国资委、财政厅等 10 多个部门抽调委派，似乎显示广西地方政府对于重整仍有一定的支持力度，但在后续的重组预案制定过程中并未明显体现。同时，公告显示，截至 2015 年末，广西有色资产总额为 42.86 亿元（其中，流动资产 11.84 亿元，非流动资产 31.02 元）、负债总额为 92.91 亿元（其中，流动负债 44.82 亿元，非流动负债 48.09 亿元）、净资产为 -50.05 亿元，资产负债率为 216.77%，这表明，在提出破产申请时，广西有色确早已资不抵债。之后，经多次和债券持有人磋商，均未形成任何具有一定可行性的重整方案出台且六个月后未申请重整

延期，2016年9月19日，广西壮族自治区南宁市中级人民法院（简称“南宁中院”）在人民法院公告网刊登破产文书称，因广西有色金属集团有限公司（简称“广西有色”）及管理人未能在人民法院裁定重整之日起六个月内提出重整计划草案，也未请求延期，终止其重整程序，并宣告其破产，这意味着广西有色从破产重整进入了破产清算，成为国内首例破产清算的银行间债券市场发行人。

广西有色虽最终走向市场化处置，但一步步走向破产清算之路仍有几点值得关注：（1）破产申请前，广西有色将旗下优质资产华锡集团25%的股权通过协议转让给了广西北部湾国际港务集团有限公司（广西国资委独资企业），且未公布任何转让细节，同时，进入破产重整后，经审计调整，资产负债率大幅上升；（2）2015年4月，广西有色前董事长被立案调查后，广西国资委就已成为实际操盘者、五矿信托财产保全和浦发银行查冻资产等多个事项均未向投资人披露，且进入重整程序后的信息披露亦多有不透明，投资人对此多有不满；（3）在违约后续处置与地方企业博弈的过程中，由于信息不对称等多方原因，债权人尤其是债券投资人相对处于弱势，致使重整计划屡屡破产，最终进入破产清算。

（三）公募债券违约回收情况

在违约回收方面，由于私募债违约后进展披露不足，此部分分析仅针对公募违约债券。截至2017年6月末，就已发生实质违约的49支公募债券而言，共有20支已足额兑付违约本息。

图表5 截至2017年6月末公募债券违约回收一览表

发行人	名称	违约日期	违约类型	违约金额 (亿元)	回收金额 (亿元)
保定天威集团有限公司	11天威 MTN1	2016/2/24	本息兑付违约	10.585	0
	11天威 MTN2	2015/4/21	本息兑付违约	16.71	0
保定天威英利新能源有限公司	10英利 MTN1	2015/10/13	本息兑付违约	10.57	0
	11威利 MTN1	2016/5/12	本息兑付违约	14.861	0
春和集团有限公司	12春和债	2017/4/24	付息违约	0.42012	0
	15春和 CP001	2016/5/16	本息兑付违约	4.318	0
大连机床集团有限责任公司	15机床 CP003	2016/11/21	本息兑付违约	2.12	2.12
	15机床 CP004	2016/12/29	本息兑付违约	5.35	0
	16大机床 MTN001	2017/1/16	付息违约	0.28	0
	16大机床 SCP001	2016/12/12	本息兑付违约	5.2589	0
	16大机床 SCP002	2017/2/13	本息兑付违约	5.1578	0
	16大机床 SCP003	2017/2/7	本息兑付违约	5.0847	0
东北特殊钢集团有限责任公司	13东特钢 MTN1	2017/1/16	付息违约	0.854	0
	13东特钢 MTN2	2016/4/12	付息违约	0.9008	0
	15东特钢 CP001	2016/3/28	本息兑付违约	8.52	0

发行人	名称	违约日期	违约类型	违约金额 (亿元)	回收金额 (亿元)
	15 东特钢 CP002	2016/5/5	本息兑付违约	7.4116	0
	15 东特钢 CP003	2016/9/26	本息兑付违约	7.441	0
	15 东特钢 SCP001	2016/4/5	本息兑付违约	10.1475	0
华盛江泉集团有限公司	12 江泉债	2017/3/13	回售违约	1.77	1.77
南京雨润食品有限公司	13 雨润 MTN1	2016/5/13	本息兑付违约	10.527	10.527
	15 雨润 CP001	2016/3/17	本息兑付违约	5.3225	5.3225
内蒙古博源控股集团有限公司	16 博源 SCP001	2016/12/5	本息兑付违约	11.5445	0
	16 博源 SCP002	2017/2/3	本息兑付违约	8.3906	0
内蒙古奈伦集团股份有限公司	11 蒙奈伦	2016/5/4	付息违约	9.1968	1.1968
山东山水水泥集团有限公司	13 山水 MTN1	2016/1/21	本息兑付违约	18.9792	0
	14 山水 MTN001	2017/2/27	本息兑付违约	10.61	0
	14 山水 MTN002	2017/5/12	本息兑付违约	12.744	0
	15 山水 SCP001	2015/11/12	本息兑付违约	21.06	1.06
	15 山水 SCP002	2016/2/14	本息兑付违约	8.36	0.36
四川省煤炭产业集团有限责任公司	12 川煤炭 MTN1	2017/5/15	本息兑付违约	5.297	0.297
	15 川煤炭 CP001	2016/6/15	本息兑付违约	10.572	10.572
四川圣达集团有限公司	12 圣达债	2015/12/7	本息兑付违约	3.2175	0
武汉国裕物流产业集团有限公司	15 国裕物流 CP001	2016/8/8	本息兑付违约	4.28	0
	15 国裕物流 CP002	2016/10/28	本息兑付违约	2.14	0
协鑫集成科技股份有限公司	11 超日债	2014/3/5	付息违约	0.898	0.898
信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司	13 弘燃气	2017/6/19	回售违约	1.77	1.77
亚邦投资控股集团有限公司	15 亚邦 CP001	2016/2/14	本息兑付违约	2.159	2.159
	15 亚邦 CP004	2016/9/29	本息兑付违约	2.1156	2.1156
中国城市建设控股集团有限公司	11 中城建 MTN1	2016/12/9	本息兑付违约	16.3804	0
	12 中城建 MTN1	2016/11/28	付息违约	0.555	0.555
	12 中城建 MTN2	2016/12/19	付息违约	0.555	0
	16 中城建 MTN001	2017/3/1	付息违约	0.7146	0
中国第二重型机械集团公司	12 二重集 MTN1	2015/9/15	破产停止计息	0.565	0.565
中国中钢股份有限公司	10 中钢债	2015/10/19	回售违约	1.06	0
中科云网科技集团股份有限公司	12 湘鄂债	2015/4/7	回售违约	2.40631	2.40631
中煤集团山西华	15 华昱 CP001	2016/4/6	本息兑付违约	6.377	6.377

发行人	名称	违约日期	违约类型	违约金额 (亿元)	回收金额 (亿元)
昱能源有限公司					
珠海中富实业股份有限公司	12 中富 01	2015/5/25	本息兑付违约	3.835	3.835
	12 珠中富 MTN1	2017/3/28	本息兑付违约	6.2894	6.2894
淄博宏达矿业有限公司	15 宏达 CP001	2016/3/8	本息兑付违约	4.32	4.32

资料来源：Wind，新世纪评级整理

五、 我国债券市场信用风险防范主要措施

近年来，随着中国宏观经济持续探底，产业结构升级换代提速，供给侧改革不断深入，中国债券市场的信用风险将加速暴露，违约事件频发已然成为中国债券市场的新常态。因此，投资者应从以下四个方面注意信用风险防范。

（一）关注宏观经济和行业风险

在当前我国经济增长速度放缓、经济结构转型背景下，投资者应密切关注宏观经济和行业的变化，尤其是易受宏观经济波动影响的强周期性、产能过剩行业，如煤炭、钢铁、有色金属、建材、机械、化工等。另外，对于经济发展较为落后（如西北、西南等偏远地区）、产业结构升级较快（如长三角、珠三角、京津冀地区）、产业结构较为单一的地区，应紧密关注当地宏观经济环境和相关产业政策的变化。

（二）关注公司财务风险、治理问题等

从公司自身的角度来看，投资者应密切关注公司的财务运行状况以及公司治理问题。一方面，应及时知悉公司盈利能力、偿债能力、现金流等情况，并充分评估财报的“水分”，谨防财务造假，确保公司财务状况真实良好。如果发行人盈利能力出现大幅下滑或盈利能力较弱，发行人未来就很可能没有足够的资金来偿还到期债务，再者，若发行人短期偿债能力较弱，就会出现短期流动性紧张，难以短期内偿付到期债务，很有可能发生违约。另一方面，就一家企业而言，公司治理上的弊端往往会在面临外部负面因素影响时加倍放大。对于那些处于成熟、稳定、竞争充分行业的企业来说，激进的扩张战略常常是信用风险事件的前奏，主要体现在民营企业上，央企和地方国企较少，这主要是由于各级国资委的同意布控普遍以保证设计国计民生行业的稳定运行为目的，客观上对企业的激进策略起到了遏制作用。

（三）充分利用国内债券市场对投资者的保护机制

目前，国内债券市场对投资者的保护机制大致包括四大类。第一类，信息披

露制度，可以使投资者有效了解发行主体的经营状况及现金流情况，有利于投资者对企业的信用资质做出判断，并在可能发生信用事件时尽早采取相应措施。第二类，债券持有人、债权人会议制度，是债务融资工具持有人集体议事并表达合理意愿的平台，也是对重大事项进行有效沟通协商、增强发行人履约能力的重要议事和决策机制。第三类，受托管理人制度，当受托管理人预计发行人不能偿还债务时，可以依法申请法定机关采取财产保全措施、以自身名义代表债券持有人提起民事诉讼、保护投资者利益；目前，仅证监会对公司债的受托管理人制度做出了明确的制度性安排。第四类，特殊保护条款，是指通过对一些特殊事件或情况做出约定，如控制权变更回售条款、交叉违约条款和指标维持类条款等；当出现相应的特殊事件或情况时，投资者能够以最快的速度保护自身利益及有效控制风险。

（四）关注评级机构的第三方评价

信用评级机构作为独立的第三方，其主要职责是对影响评级对象的诸多信用风险因素进行研究、就评级对象的偿债能力和偿债意愿进行的综合性预测和评价。近年来，随着我国债券市场深度和广度的迅速发展，债券评级行业在评级技术和评级经验方面都得到了很大的提升，信用评级质量大幅提高，信用评级机构的评级结果对发行人的评价具有一定的客观性和借鉴意义。投资者应及时关注评级机构对发行人的第三方评价，特别是级别的变化情况，充分发挥信用评级机构在缓减信息不对称、揭示信用风险、提高市场交易效率等方面的功能。