

打破债券刚兑 加速市场化进程

坚持市场化原则，打破债券刚兑，允许债券违约，加速市场出清，积极意义不言而喻；同时，也要防范系统性风险，有序维护市场的公平竞争和看不见的手自我调节功能。

文 | 黄胤英

近年来，我国债券市场违约事件呈逐年增加的态势，违约率逐渐上升。从债券违约的总量来看，自2014年3月5日，由协鑫集成科技股份有限公司发行的“11超日债”，作为第一只债券违约事件爆发，截至2018年7月6日，我国债券市场发生实质违约的债券183只，违

约本金1190.61亿元。与目前近19万亿元的非金融类信用债的存量相比，累计债券违约占比不及1%。

经济下行压力加大下多种市场风险集中爆发，叠加金融去杠杆背景下货币政策、监管政策双双边际收紧，以及企业自身的经营状况恶

化,使得2017年以来的新一轮债券违约规模迅速扩张。具体来看,2017年全年,债券违约金额维持在376亿元的高位,2018年上半年,违约金额达到271亿元,已超过2017年的70%。

WIND数据显示,2017年全年包括交易所、银行间、柜台市场共计49起债券违约事件。其中,公募债券违约29起,金额达162.8亿元,私募债违约达20起,且民企违约占比较上年有所提升。从发生债券违约的行来看,过剩产能行业占比较高,如机械设备、建筑、化工等等。从发生的地理区域来看,违约金额最高的地区是北京市,违约发行主体数目最多的地区是江苏省。

2017年以来的新一轮债券违约规模增长速度明显超过前两年,并且多家上市公司亦现身其中。但整体来看,上市公司债券违约率仍处于较低水平,而且违约金额相对较小,上海证交所数据显示,上交所债券市场中的公司债违约率接近0.2%。目前上市公司债券的发行人以国有企业和AA+评级以上的资质相对较好的主体为主,违约风险相对较低。

民企违约占比显著上升

从不同类型的债券违约走势来看,近年来民企违约占比显著上升,特别是2017年以来。2015~2016年,尽管民营企业违约占主导,但是国企违约亦不少见,尤其是2016年过剩产能行业相关的大型国企违约事件频发。但步入2017年以来,民企几乎占据违约潮的绝大部分,特别是2018年上半年新增的违约主体几乎全部是民企,国企违约事件逐步减少。

从民企违约金额来看,2016年以来民营违约金额快速增长。据WIND数据统计,2014、2015年民营企业违约额仅为2.6、34.92亿元;2016年突破百亿元,违约额达160.47亿元;2017年民营企业债券违约达276.86亿元,同比

增长172.53%;2018年上半年,民营债券违约金额即达到175.21亿元,已超过2017年全年的63%。

从民企违约占比来看,2017年以来民营企业占全部债券违约金额的比例大幅攀升。2014年民营企业债券违约占比仅为19.4%;2015、2016年分别为27.82%、39.67%;而到2017年,民营企业债券违约占比大幅提高至73.64%。2018年上半年,民营债券违约金额占2018年上半年全部违约债券的66.67%。此外,在国有企业违约债券中,地方国企违约占比明显提高。而在涉外企业中,中外合资企业2018年违约金额显著增加。

分析2017年债券违约主体以及2018年新增的几家违约主体,包括亿阳集团、神雾集团、富贵鸟、上海华信国际集团、中安科、凯迪生态、中融双创科技集团、永泰能源,其中民营企业违约占比明显提高的主要原因可以归纳如下。

一是违约民企市场承受能力相对较弱。相对于国有企业,民营企业融资方面处于弱势,尤其是在当前的宏观环境下,中小民营企业具有较强的脆弱性。自2017年以来,一方面,面对经济波动,民营企业承受力较差,相对于大型国企或央企,中小民营企业的市场份额及享有资源较为有限。在当前供给侧改革、清理僵尸企业过程中,受到冲击最大的也是产能过剩行业的民营企业。与此同时,去产能推高工业品价格,对国企传统产业形成利好。另一方面,考虑到民营企业资质不强,融资渠道容易受限,尤其在去杠杆宏观环境信贷收紧下受影响较大。

二是违约民企在融资贷款过程中,涉及较多风险较大的互保联保,对外拆借资金较为集中,且货币资金比例较低,且其中受限比例较大,对债务覆盖能力较差。受限资金主要作为银行各类业务的保证金,影响企业流动性。

在资管新规落地以及金融监管趋严形势下,表外理财逐步收缩,资金部分将回流表内,叠加股市融资政策收紧,均对债市形成一定冲击。

三是民企激进投资较多，但在新规冲击下，非标等融资渠道受限。相对于国企，民企激进投资动力更强，其高层管理者的收益与公司发展成正比，而国企此方面激励相对较弱，激进投资意愿也不强。

所以说，民企一方面外部融资受限，受资管新规冲击，投资端非标严格受限，而各类企业中，民营企业对于非标的的需求较高，故新规对民企融资影响较大。而另一方面民企又具有相对较强的激进投资意愿。故在外部融资受限，且激进投次较多的双重挤压下，民企违约风险大幅提升。

表外融资收缩加剧违约

2014~2016 年的第一轮债券违约，主要原因是货币政策收紧，M2 增速下降，利率大幅上行，而 2017 年下半年以来，也就是资管新规出台后，主要是监管政策收紧，社融代表的信贷增速下滑。

金融去杠杆政策效应从货币传导到信贷，

是社融增速下降滞后于 M2 增速回落的主要原因。2016 年 8 月以来的 M2 增速下降主要归功于金融去杠杆政策，从 M2 变动的各项贡献率来看，其中，对其他金融部门债权下降较为明显，这一项带动 M2 增速同比回落 1.9 个百分点，即对 M2 增速回落的拉动较大。金融去杠杆政策效果首先体现在对其他金融同业部门的债权下降，即金融同业杠杆回落。但人民银行参事盛松成表示，伴随金融去杠杆边际效应逐步下滑，全年来看，今年 M2 增速或高于去年。在 2018 年上半年央行三次定项降准下，M2 增速维持平稳，下半年或有望抬升。

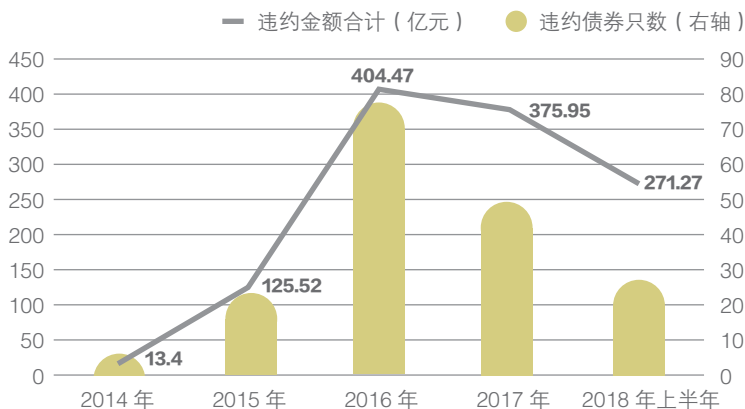
随着强监管、金融去杠杆推进，从货币增速下降逐步演化为社融增速回落，特别是净融资产大幅收缩，对民企等外部融资依赖较强的企业影响较大，加剧其违约风险，其中，以信托贷款和委托贷款为主的表外融资大幅萎缩，是带动社融增速回落的主要因素，这两项表外融资收缩主要是受金融去杠杆及严监管政策影响。而对于表外融资依赖性较强的企业，融资受限，进一步加剧其债券违约风险。这也是近两年违约债券主体中民企比例大幅攀升的主要原因之一。

在资管新规落地以及金融监管趋严下，表外理财逐步收缩，资金部分将回流表内，叠加股市融资政策收紧，均对债市形成一定冲击。

第一，资管新规可导致债券承受一定的抛售压力，而流动性相对较好的债券或更容易抛售。在资管新规发布后，表外理财被动抛售资产时，债券作为流动性较好的资产将较易最先抛售。而资质较差的债券由于流动性较差反而不易抛售，导致一些本来资质较优的债券被动减仓。这也是在 2017 年以来新一轮债券违约中，一部分资质较高的企业也出现违约的部分原因。

第二，股市融资政策趋严以及股市波动，

近年来债券违约情况



加剧上市公司债券违约风险。2018年上半年新增违约主体中，有4家是上市公司。一般而言，上市公司资质相对较好，而且其股权融资渠道具有相对优势，故上市公司债券违约风险相对较低。但受股市融资政策收紧，以及股市行情波动等因素影响，2018年上半年上市公司债券违约主体增加。

第三，表外理财资金回流到表内，而表内资金在使用时，需要考虑到缴纳准备金以及资本充足率等因素，故从可用资金规模来看，表内资金对债券需求或有所下降，对债市形成一定利空。自去年四季度以来，银行对债券的配置需求减弱是导致债券收益率快速回升的主要原因之一。而理财大幅回流存款，尽管表内对债券需求或有所增加，但从总量上来看，表内可配置资金远低于表外可使用资金，进一步压低银行对债券配置的总体需求规模。

第四，资管新规在中长期有利于降低银行负债端成本，但短期内或导致理财以及表内的负债端成本上升，而债市利率目前仍处于较低水平，与其他可配置资产相比，不再是银行最青睐的投资标的，在一定程度上，利空债市并加剧债券违约风险。资管新规规定，封闭式资管产品的期限不能少于90天，短期内，封闭式理财产品的期限将延长，即银行负债端成本短期上升，银行资产端收益率提升的动力增强，而处于较低收益率水平的债券将不作为银行最佳投资标的，或导致债券需求收缩。

打破刚兑神话

在推进市场化进程中，从2014年第一支债券违约至2018年上半年超过270亿元的债券违约规模，市场化债券违约率及违约规模上升对于打破债市刚兑意义深远。从2014年超日债违约到2017年对东北特钢破产重整案的重新裁定，公募债券刚兑的神话被彻底打破。且债券

违约处理方式向市场化目标更进一步，打破公募债券100%偿付保护，从而提高普通债权人偿付比率。

例如，2014年第一支违约债券超日债违约后的处理方式，虽然将这支公募债视作普通债权来制定重整计划，但是仍给予其特殊照顾；但是2017年以来，以东北特钢为代表的公募债违约发生时，其重组方案是将债券投资者与其他普通债权人公平对待，打破庭外对公募债券的100%偿付，进而有效提高了普通债权人的偿付比率，并从整体上降低重组成本。

一方面，坚持市场化原则，打破债券刚兑，允许债券违约，加速市场出清，积极意义不言而喻；另一方面，又要防范系统性风险，有序维护市场的公平竞争和看不见的手自我调节功能。随着债券违约事件逐步增多，如何建立及进一步完善债券市场约束机制是下一步主要工作，包括后期违约处置工作，如何进一步推动违约债券交易市场建立，加快市场出清，以改善目前信用债定价与风险匹配度较低的局面。

后期来看，既要继续坚定不移地去杠杆，也要把握好去杠杆的节奏与力度。央行工作论文表示，要合理把握去杠杆和我国经济结构转型的进程，防止信贷和投资压缩得过快，而导致债务一通缩的风险。同时还要防止杠杆率上升过快而导致债务流动性风险以及资产泡沫。如央行论文中强调“杠杆本身不是问题，关键是杠杆效率”。由市场看不见的手来选择由谁来加杠杆，谁来去杠杆，让市场发挥决定性的作用。在此过程中，要保持宏观政策的稳健中性，让政府直接资源配置最小化，并打破刚性兑付，改革金融监管体制。下一步金融去杠杆政策延续，短期内对债市或带来短期阵痛，但中长期将为债市稳健发展、缓解债市违约风险打下坚实基础。□

（作者系中国农业银行总行高级政策研究员）

下一步金融去杠杆政策延续，短期内对债市或带来短期阵痛，但中长期将为债市稳健发展、缓解债市违约风险打下坚实基础。