

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

2023 年度我国公募债券市场违约 处置和回收情况研究

联合资信 研究中心 | 林 青 | 郝 帅 | 刘晓光 | 薛逸竹



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



摘要

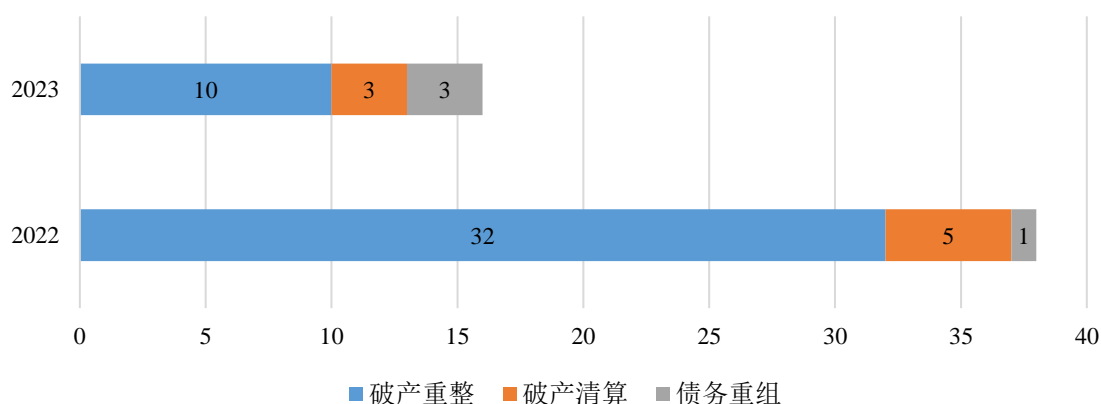
2023 年，我国违约处置及风险管理机制继续完善，推动防范和化解债券市场信用风险。2023 年我国公募债券市场进行违约处置的共有 16 家违约发行人，涉及 57 期违约债券。违约处置方式涉及破产重整、破产清算、债务重组。其中，采用破产重整方式的发行人家数和债券数量最多，占比均超 50.00%。从违约回收率看，我国公募债券市场违约回收率（7.84%）仍维持较低水平。

2023 年我国公募债券市场采用破产重整方式进行处置的主体中，有 10 家有实质性进展，较 2022 年（31 家）明显减少；从破产重整处置效率来看，法院裁定重整申请的效率明显提升，但自发行人被申请重整至重整计划执行完毕平均耗时分别为 669 天，较 2022 年有所延长，处置周期整体仍然偏长；合并重整和预重整仍为破产程序中的常态化处置方式，重整清偿方案不断丰富，多种处置方案灵活搭配，有利于企业回归健康可持续发展轨道，但后期债务人资金回收具有不确定性；我国公募债券市场破产清算案例有所增加。

未来随着我国债券市场违约处置市场化程度不断提高，债券市场统一监管进程加快和统一执法力度加强，我国违约处置效率有望提升，投资者保护制度有望持续完善，信息披露制度及违约债券交易机制也将更加完善，我国债券违约处置机制市场化、法治化水平将进一步提升。

一、2023 年我国公募债券市场违约处置与回收整体情况

2023 年，我国违约债券处置制度建设进一步完善，市场化、法治化违约债券处置的基本标准和流程持续健全，债券持有人会议等投资者保护制度及信息披露制度进一步完善。根据公开数据整理，2023 年我国公募债券市场发生违约处置¹的有 16 家违约发行人，涉及 57 期违约债券，较上年（38 家，116 期）均大幅减少。违约处置方式²涉及**破产重整**（违约发行人 10 家、涉及违约债券 29 期）、**破产清算**（违约发行人 3 家、涉及违约债券 22 期）、**债务重组**（违约发行人 3 家、涉及违约债券 6 期）。整体来看，2023 年进行违约处置的案例较之前年份明显减少，破产重整仍然为主要处置方式。



注：1.破产重整、破产和解和破产清算的数据统计以当年发生的最新进展为准，不重复统计；2.其他违约处置方式根据发生实际回收金额的实际偿还年份分别统计；3.根据最新的信息披露情况，本报告对往年数据进行追溯调整，以下同

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 1.1 2022 年和 2023 年我国公募债券违约处置方式违约发行人分布情况（单位：家）

截至 2023 年末，我国公募债券市场共有 484 期债券构成实质性违约³，违约规模⁴合计 4751.20 亿元。从处置进程看，176 期违约债券已完成处置⁵，210 期正

¹ 年度违约处置统计口径为：截至 2023 年末我国公募违约发行人中，统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。

² 债券违约处置方式内容详见《我国债券违约处置方式和回收情况研究》

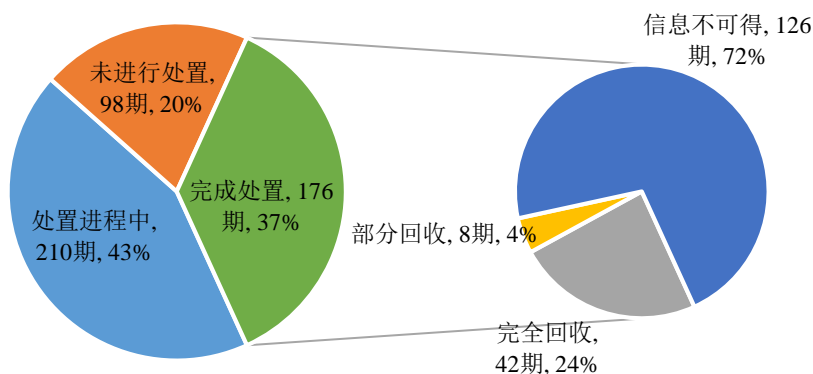
<http://www.lhratings.com/lock/research/16955fb67de>。

³ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券/主体发生违约：一是债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；二是债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：一是如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；二是合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。

⁴ 包括违约利息和本金。

⁵ 违约处置完成的认定标准为：破产重整方式处置完成，以法院公告宣布终结破产重整程序为准；其他方

在处置进程中，98 期违约债券尚未有公开的处置信息。从回收情况看，已完成处置的 176 期违约债券中，42 期实现全额回收，8 期实现部分回收⁶，126 期违约债券由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模（详见图 1.2），已处置完成的违约债券共涉及违约规模 2122.45 亿元，占公募市场整体违约债券规模的 44.67%。从处于处置进程中的 210 期违约债券回收情况来看，9 期债券已实现部分回收，剩余 201 期债券未有回收金额或由于信息披露较少等原因无法获悉回收规模，共涉及违约规模 1857.68 亿元。



注：“信息不可得”指已完成违约处置，但由于信息披露等原因无法获悉回收规模，本文下同
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 1.2 截至 2023 年末我国公募债券市场违约债券处置和回收情况

根据现阶段可获取的回收规模数据简单估算，截至 2023 年末，公募债券市场整体回收率约为 7.84%⁷，较 2022 年末（8.09%）有所下降。从已完成处置的回收情况来看，回收率约为 87.12%。受我国违约回收处置进展缓慢、历时较长，回收处置的信息披露不完整等因素影响，回收率的简单统计准确性较低，此外，近年来我国破产重整案例不断增多，重整计划中多将债券与其他债权进行合并处置，因此债券的回收金额无法准确计算，也在一定程度上影响回收率统计的准确性。

为帮助投资者更好地识别债券违约损失风险，优化资金配置，联合资信探索适用于我国债券市场的回收率测算方法⁸。根据联合资信回收率预测结果⁹，以 2023 年破产诉讼执行完毕的 2 家企业测算回收率（见下表），上海华信国际集团有限公司和中信国安集团有限公司的预测回收率结果分别为 16.40% 和 9.86%，

式处置完成，以 Wind 或官方渠道公告处置完成为准。

⁶ 包括已处置完成但未实现全额回收和未处置完成但实现部分回收的情况。

⁷ 公募债券市场回收率为回收规模与违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。

⁸ 详见专题研究《借他山之石，探违约回收之路——我国违约债券回收率测算》

<https://mp.weixin.qq.com/s/2dT9iAa8nbCyXHZ5svb7Pg>

⁹ 联合资信回收率预测结果基于市场有效性假说和破产清算假设下资产变现偿还债务理论，利用大数据等先进的信息技术手段，测算过程综合宏观环境、行业风险、企业经营状况、财务状况、交易价格、市场舆情等多种因素，并对变现率进行乐观、中性、悲观假设，最终在专家调整的基础上得出合理的回收率预测结果。

与市场交易价格法计算的回收率误差不超过 5%。

表 1.1 2023 年部分样本的联合资信回收率预测结果

发行人	预测回收率	市场交易价格回收率
上海华信国际集团有限公司	16.40%	12.06%
中信国安集团有限公司	9.86%	14.00%

注：市场价格是市场参与者在债券违约前后对债券回收价值的客观评价，联合资信回收率预测结果在无实际回收信息的情况下，优先选用可靠的违约债券交易价格作为主体/债券的回收率

从已完成处置的回收情况来看，回收期限为 1~3 年的债券数量最多，其次为 3 年以上和 6 个月~1 年。从不同处置方式来看，采用破产重整和债务重组方式的回收期限仍然较长，自筹资金和第三方代偿等方式耗时较短（详见表 1.1）。

表 1.2 截至 2023 年末违约债券回收期限分布情况

违约处置方式	回收期限				
	<10天	10天~6个月	6个月~1年	1~3年	3年以上
破产重整	--	3	17	73	32
债务重组	1	1	4	3	8
自筹资金	5	8	--	3	--
第三方代偿	1	2	--	--	2
破产清算	--	--	--	3	11
求偿诉讼	--	--	1	--	--
处置抵质押物	--	1	--	--	--
破产和解	--	--	--	2	--

注：按违约债券期数统计；债券采用多种方式进行处置时，则按不同处置方式分别纳入统计，即同一债券可被多次计数

资料来源：联合资信回收率预测产品整理

二、2023 年我国公募债券市场违约处置主要特征与案例

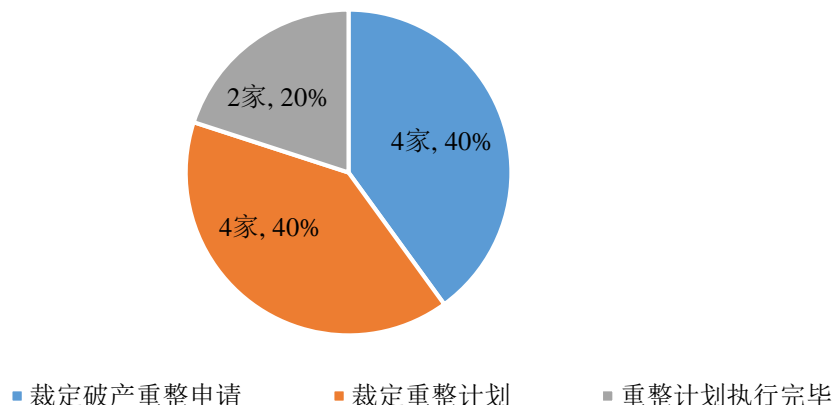
（一）破产诉讼

1. 破产重整违约处置的发行人较上年大幅减少，处置进展不及预期

2023 年我国公募债券市场采用破产重整方式进行处置的主体中，10 家有实质性进展¹⁰，较上年（31 家）大幅减少。从处置进程情况来看，在 10 家重整主体中，有 4 家发行人被法院裁定破产重整，4 家发行人正在执行重整计划，2 家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序。此外，有 2 家发行人拟进行破产重整，已被法院裁定启动预重整程序，但尚未进入破产重整程序，分别为

¹⁰ 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。

正源房地产开发有限公司和泛海控股股份有限公司。



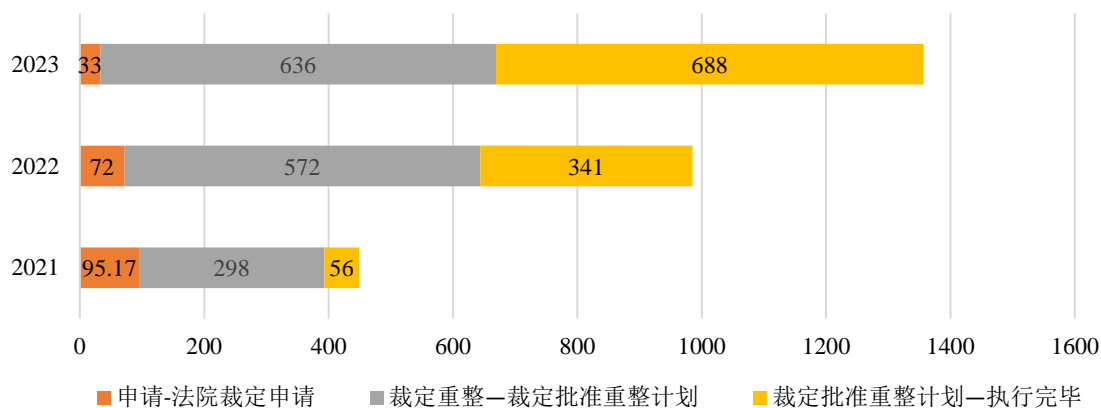
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.1 2023 年破产重整的违约发行人的处置进展情况

从破产重整处置效率来看，2023 年法院共裁定 4 家¹¹违约发行人进入破产重整程序，其申请破产重整日至法院裁定破产重整日的平均耗时为 33 天，较 2022 年缩短了 39 天；2023 年处于执行重整计划阶段的 5 家发行人中，法院裁定重整申请日至批准重整计划日的平均耗时为 636 天，较 2022 年（572 天）有所延长；2023 年重整计划执行完毕的发行人共 2 家，其批准重整计划至重整计划执行完毕平均耗时 688 天，较 2022 年（341 天）大幅延长。整体来看，法院裁定重整申请的效率明显提升，但破产重整处置周期仍然偏长。

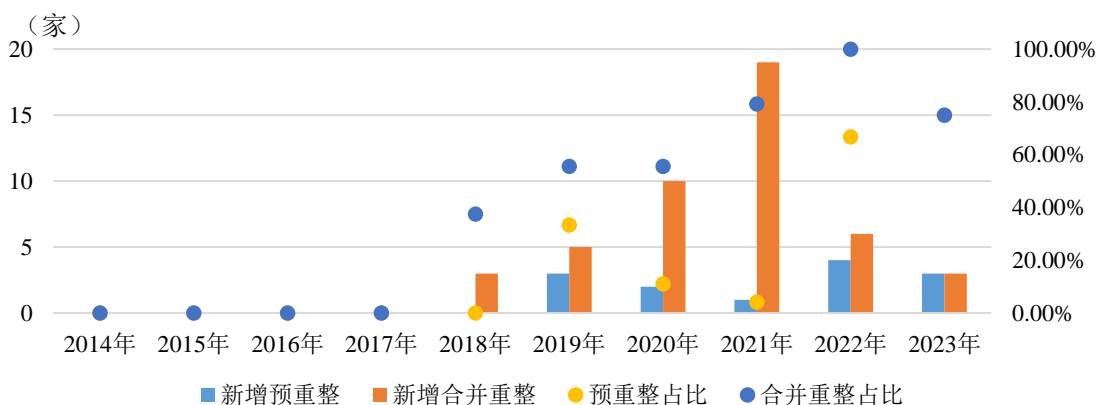
合并重整和预重整仍是常态化处置方式，助力破产处置效率提升。2023 年，新增 3 家违约主体被法院裁定进行合并重整，新增 3 家发行人进行预重整处置，其中，中天金融集团股份有限公司（以下简称“中天金融”）于 2023 年 5 月被法院裁定采用预重整方式进行违约处置，2023 年 11 月已被法院裁定合并重整；正源房地产开发有限公司、泛海控股股份有限公司目前仍处于预重整处置阶段，暂未有实质进展。

¹¹ 指在 2023 年被法院裁定进入破产重整程序的发行人，包含后续已进入重整计划执行阶段或重整计划执行完毕的发行人。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.2 2021—2023 年破产重整方式各阶段平均耗时（单位：天）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.3 2014—2023 年我国公募债券市场新增裁定预重整及合并破产重整情况

2. “出售式重整”提高重整效率，协助企业回归健康可持续发展轨道

中信国安集团有限公司（以下简称“中信国安”）2022 年 1 月因不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，被法院裁定进行重整。2023 年 1 月，法院裁定批准中信国安集团有限公司、中信国安有限公司等 7 家企业实质合并重整计划草案，并终止重整程序。特别地，本次重整中信国安采取的是“出售式重整”方式，即将债务人优质资源、营业事业剥离对外出售给他人，使得原有营业持续，出售获得对价以及未剥离的不良资产处置所得作为偿债资金用于清偿债务，处置完毕后注销法人资格，这与常见的存续式重整有所不同。这种方式有助于挽救重整企业优质资产，隔离债务人自身风险，促进企业较快恢复正常生产经营。

根据《重整投资协议》，包括原中信国安及其子公司在内的 7 个重整主体，以保留资产和选择留债清偿的债务整体打包，设立中信国安实业，进而通过股权受让、增资及以股抵债等方式，中信国安实业最终由中信集团和转股债权人共同持股。2023 年 11 月，法院批准重整计划执行完毕，该重整模式有效缩短了重整

时间，提高了重整效率，为我国后续破产重整实践提供重要参考。

3. 2023 年新增进入破产清算程序的主体较上年有所减少

2023 年我国公募债券市场采用破产清算方式进行处置的主体中，3 家有实质性进展，其中 2 家为新增进入清算程序的主体，较 2022 年（3 家）有所减少。

成龙建设集团有限公司（以下简称“**成龙集团**”）因重整失败被法院再次裁定破产清算。2021 年 9 月，法院裁定受理债权人对成龙集团破产清算的申请，此后，成龙集团为最大程度维护债权人利益、提升清偿率，向法院申请转为重整，法院于 2021 年 11 月裁定对成龙集团进行重整的申请；2021 年 12 月，法院裁定批准重整计划草案并终止成龙建设集团有限公司重整程序，但重整计划并未能顺利推进执行，2023 年 1 月法院再次裁定受理义乌市义浩建材厂等二十三名申请人对成龙集团的破产清算申请，公司再次宣告破产，截至年末暂无相关进展信息。

鸿达兴业集团有限公司因不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务于 2023 年被法院裁定破产清算。

上海华信国际集团有限公司于 2019 年破产重整失败并转为破产清算，2023 年 2 月，关联企业实质合并破产清算工作已完成，变价归集的破产财产的分配方案已经执行完毕，法院裁定终结破产程序。

（二）债务重组

2023 年，公募债券市场仅 3 家违约企业持续推进债务重组进程，分别是金鸿控股集团股份有限公司（以下简称“**金鸿控股**”）、三胞集团有限公司（以下简称“**三胞集团**”）和渤海租赁股份有限公司（以下简称“**渤海租赁**”）。渤海租赁已按分期兑付计划完成三期资金支付，与持有剩余 20% 份额的持有人仍在持续协商，截至 2023 年末暂未签署协议。金鸿控股和三胞集团前期均采用债务重组方式对债券进行处置，根据自身的实际情况和债务结构特点，制定灵活、个性化的债务重组方案，得到了债权人的认可和支持。虽然债务重组让出险企业获得阶段性的稳定，也在一定程度上保证了债权人的利益，但截至 2023 年末，仍无实质性进展。

金鸿控股采用展期、分期、折价兑付等方式对债务进行重组，后多次调整清偿方案，仍无法按约定偿还。2018 年 10 月，金鸿控股与债券持有人达成了“展期+分期兑付+质押增信”方案，偿债资金来源于资产处置。但由于资产处置回款不及预期，至 2019 年末金鸿控股仅偿付 35% 的债券本金及相应利息，未能按照方案偿付 50% 债务。2020 年 8 月，公司公告第二次债务清偿方案¹²，对剩余债券

¹² 2020 年 8 月 5 日，金鸿控股就债务逾期后的清偿事宜制定了第二次清偿方案，约定了两种清偿方案：

本息进行“六折偿付+展期四年”，即债权人可选择剩余债务本金及利息按六折一次性偿付或展期四年分期偿还。截至 2023 年 6 月 30 日，选择方案一的债权人已清偿完毕，而选择方案二的债权人，金鸿控股在 2021 年及 2022 年依约偿还两期债务后，未能于 2023 年偿还第三期债务。2023 年 9 月 4 日，金鸿控股制定了债务清偿方案三¹³，对尚拖欠的 38.5% 债务本金及相应利息再次展期，但仍未能按照约定在 2023 年 11 月 30 日偿还原债务本金的 16.5% 及相应利息。截至 2023 年底，债权人拟启动诉讼维权。

三胞集团受前期激进多元化扩张，债务负担过重，叠加电子商务冲击和上游行业低迷影响，核心业务板块营业收入下降，盈利能力下滑，偿债压力巨大，2019 年，三胞集团陷入流动性危机，无法按时偿还债务。根据公开信息，三胞集团重组计划从制定到表决通过历时超过三年，《三胞集团有限公司重组计划》于 2021 年 11 月 30 日获得金融债委会表决通过，核心条件是**普通债权全额留债，展期八年**，三胞集团将清理处置留存业务资产白名单以外的非主营业务资产，所得款项用于清偿债务，同时中国华融将作为战投方为三胞集团提供增量纾困资金 80 亿元，用于资产修复、债务清偿。受制于重组约束力不强、各参与方诉求不同等因素，截至 2023 年末，重组计划签署比例为 67%，推进解封解冻以及落实纾困政策实施条件的工作未有实质性进展。

三、2023 年主要政策变化与未来展望

2023 年，我国监管部门继续出台相关制度文件及指导政策，进一步完善违约处置机制体制，规范信息披露和存续期管理制度，违约发行人采用司法程序进行违约处置的案例不断增加，市场化、法治化违约处置进程有所加快。具体来看：

一是**健全债券违约风险处置机制**。2023 年 6 月，证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》，指出持续完善市场化、法治化、多元化的债券违约风险化解机制，健全违约债券转让机制，完善债券购回、债券置换、回售转售等债务管理工具相关制度安排，支持市场主体在平等协商的基础上通过债券展期、债务重组等方式化解风险，推动通过金融机构债权人委员会、破产重整等方式有效出清违约债券。上述政策的发布有助于进一步完善市场化、法治化的债券违约处置机制，加大投资者保护力度，提升债券市场出清效率。

二是**优化债券集体行动机制**。2023 年 12 月，交易商协会发布《银行间债券

方案一为债务余额及利息在 2020 年 9 月 30 日前一次性清偿；方案二为总债务本金的 55% 及相应利息的清偿展期至 2024 年 6 月 30 日，分别于 2021 年 6 月 30 日、2022 年 6 月 30 日、2023 年 6 月 30 日和 2024 年 6 月 30 日按照 10%、20%、30%、40% 的比例清偿。

¹³ 2023 年 9 月 4 日，金鸿控股公布《调整后的“15 金鸿债”及“16 中油金鸿 MTN001”债务清偿方案》，约定 2023 年 11 月 30 日前，偿还债务本金的 16.5% 及相应利息，2024 年 6 月 30 日前，公司偿还债务本金的 22% 及相应利息。

市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》（以下简称《持有人会议规程》和《同意征集指引》），同时配套发布三项示范文本。《持有人会议规程》重点围绕持有人会议“召开针对性不强”“召集程序灵活性不够”“决议达成难度较大”三大核心问题，对持有人会议的召开情形、召集程序、表决机制等内容进行了优化，区分了强制召开情况与提议召开情形，调整表决机制，并为特别议案设置总表决权过半数的底线要求，同时在提升召集程序灵活性的基础上，强化对关键程序的保护。《同意征集指引》也就实施事项、表决比例等条款进行了同步调整。三项示范文本为募集说明书条款约定及存续期信息披露文件编制提供了参考范例，保障披露文件与新规的一致性。上述政策的发布有助于更好的发挥持有人集体行动机制在债券风险及违约处置中的重要作用，推动企业开展主动债务管理和债务风险化解，提高风险及违约处置效率。

三是加强债券存续期管理机制。2023 年 4 月，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期业务规则》，进一步清晰界定各类参与主体的职责定位、工作内容和权利义务。**一是**明确发行人是存续期工作的第一责任主体，提出诚信守约要求，丰富对于违约失信行为的管理工具；**二是**按照“为谁服务、对谁负责”的原则区分主承销商与受托管理人的存续期职责差异，其中受托管理人为持有人服务，对持有人负责，职责包括管理处置担保物、代为参与债务重组及司法程序等。**三是**增强存续期工作机制灵活性，满足市场多元化需求。新规施行后，结合银行间债券市场的“机构投资者市场”特征，发行人或持有人可以根据需要自主决定聘请受托管理人。**四是**丰富交易商协会存续期自律管理的制度工具，搭建了违约、违规行为分类处理机制。上述政策的发布有助于优化债务融资工具存续期工作机制，加强债券市场信用风险管控，保护投资者合法权益。

四是完善信息披露制度。**银行间市场**，2023 年 7 月，交易商协会发布《募集资金相关存续期信息披露文件示范文本》，在现有《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露文件示范文本（2022 版）》的基础上，增加了 2 类募集资金相关示范文本，分别适用于存续期募集资金用途变更以及变更或新增募集资金监管账户/专项账户的情形，有助于进一步规范发行人的信息披露行为，提高债券存续期的信息披露质量，加强债券市场债务风险管控。2023 年 11 月，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》，明确企业信息披露的一般规则以及发行和存续期的信息披露事项，有助于进一步规范银行间债券市场非金融企业债务融资工具发行人和其他信息披露义务人的信息披露行为，保护市场参与者的合法权益。**交易所市场**，2023 年 5 月，上交所发布《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第 1 号——公司债券持续信息

披露（2023 年修订）》，主要修订了四方面内容：一是优化整合前期信息披露规范要求；二是聚焦风险导向、优化披露标准，新增可能导致公司信用类债券加速清偿、成立金融机构债权人委员会等披露事项等；三是进一步强化信息披露规范性要求，明确发行人及其关联方境内外信息同步披露标准等；四是明确破产环节和市场化重组的披露要求，充分考虑主体破产、被托管或接管情况下的披露要求等。同日，深交所发布《公司债券存续期监管业务指引第 1 号——定期报告》（以下简称《定期报告指引》）和《公司债券存续期监管业务指引第 2 号——临时报告》（以下简称《临时报告指引》），《定期报告指引》进一步细化了定期报告披露要求，强化发行人整体经营情况和风险水平揭示，突出重大变化分析，并明确发行人进入破产或市场化重组程序的披露要求。《临时报告指引》一是进一步优化了信息披露框架，二是以风险揭示为导向，强化了发行人的信息披露要求，三是专章规范破产和市场化重组程序的披露要求，四是专章明确了增信主体重大事项信息披露要求，五是专章明确专业机构履责事项信息披露要求。上述措施有助于进一步规范债券发行人和其他信息披露义务人的信息披露行为，提升市场透明度，保护投资人的合法利益不受侵害。

从实践来看，破产程序已逐步成为我国处置违约债券的主要方式，近年来我国公募债券市场破产诉讼回收处置案例进一步增加，同时，随着违约处置机制持续完善，完成处置的破产诉讼主体逐步增多，违约发行人清偿方案也不断丰富。但现阶段破产程序仍存在处置回收期限较长、后期资金回收不确定性高等问题。未来随着我国债券市场违约处置市场化程度不断提高，债券市场统一监管进程加快和统一执法力度加强，我国违约处置效率有望提升，投资者保护制度有望持续完善，信息披露制度及违约债券交易机制也将更加完善，我国债券违约处置机制市场化、法治化水平将进一步提升。