

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

2022 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

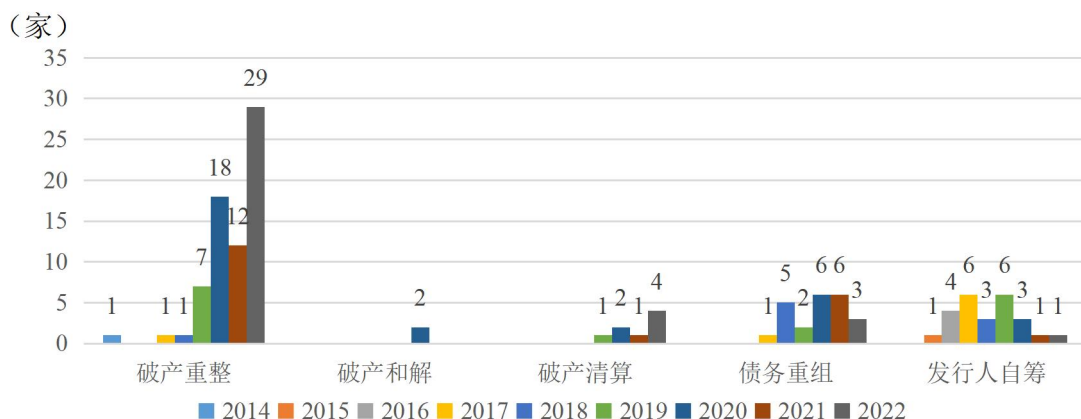
2022 年，我国违约处置及风险管理机制继续完善，推动防范和化解债券市场信用风险。2022 年我国公募债券市场进行违约处置的共有 34 家违约发行人，涉及 121 期违约债券。违约处置方式涉及破产重整、破产清算、债务重组和自筹资金。其中，采用破产重整方式的发行人家数和债券数量最多，占比达到 85.29%。从违约回收率看，我国公募债券市场违约回收率（8.09%）仍维持较低水平。

2022 年共有 8 家新增主体进入破产诉讼程序，较 2021 年（26 家）明显减少；2022 年新增完成处置的破产诉讼发行人达历史高峰（20 家），较 2021 年的（2 家）明显增加；从破产重整处置效率来看，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 578 天，均较 2021 年有所延长，处置周期整体仍然偏长；合并重整和预重整成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，但后期债务人资金回收具有一定不确定性；我国公募债券市场破产清算案例有所增加。

未来我国违约处置效率有望进一步提升，投资者保护制度有望持续健全，违约处置方式将不断丰富，信息披露制度也将更加完善，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、2022 年我国公募债券市场违约处置与回收整体情况

2022 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。监管部门通过丰富债券风险处置方式、优化风险处置措施、完善受托管理人制度和信息披露制度等推动违约处置市场化、法治化发展。根据公开数据整理，2022 年我国公募债券市场发生违约处置¹的有 34 家违约发行人，涉及 121 期违约债券。违约处置方式²涉及**破产重整**（违约发行人 29 家、涉及违约债券 94 期）、**破产清算**（违约发行人 4 家、涉及违约债券 12 期）、**债务重组**（违约发行人 3 家、涉及违约债券 13 期）、**自筹资金**（违约发行人 1 家、涉及违约债券 2 期）。整体来看，2022 年进行违约处置的案例较之前年份明显增多。其中，采用破产重整方式的违约发行人家数和涉及的债券期数仍然最多。



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 2014—2022 年我国公募债券部分违约处置方式违约发行人分布情况

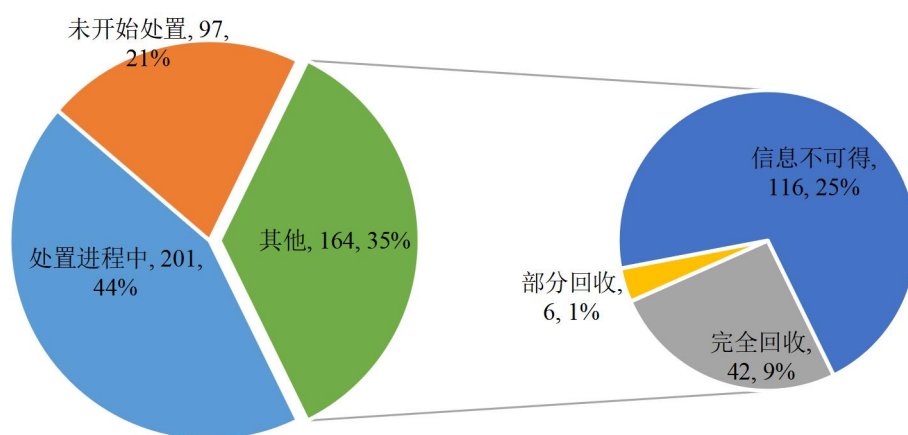
截至 2022 年末，我国公募债券市场共有 462 期债券构成实质性违约³，违约

¹ 年度违约处置统计口径为：截至 2022 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。

规模⁴合计 4575.98 亿元。从处置进程看，164 期违约债券已完成处置⁵，201 期正在处置进程中，97 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 164 期违约债券中，42 期实现全额回收，6 期实现部分回收⁶，116 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 1934.34 亿元，占公募市场整体违约债券规模的 42.27%。从处于处置进程中的 201 期违约债券回收情况来看，7 期债券已实现部分回收，剩余 194 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 1636.84 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 2022 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 2022 年末，公募债券市场整体回收率约为 8.09%⁷，较 2021 年末（8.63%）有所下降。从已完成处置的回收情况来看，回收率约为 90.72%。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。

表 1.1 2017 年—2022 年我国公募债券市场回收率情况（单位：%）

回收率	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
整体	28.11	14.91	11.17	10.65	8.63	8.09
已完成处置	99.24	98.01	98.54	93.91	98.98	90.72

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。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，为 98 期；其次为 3 年以上（24 期）和 6 个月~1 年（23 期）。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 1.2）。

表 1.2 截至 2022 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	--	1	18	79	16
债务重组	1	1	4	3	7
自筹资金	5	8	--	2	1
第三方代偿	--	--	--	14	--
求偿诉讼	1	2	--	--	--
破产清算	--	--	1	--	--

注：按违约债券期数统计

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、2022 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. 新增进入破产重整程序⁸的主体较去年有所减少，完成处置主体显著增多

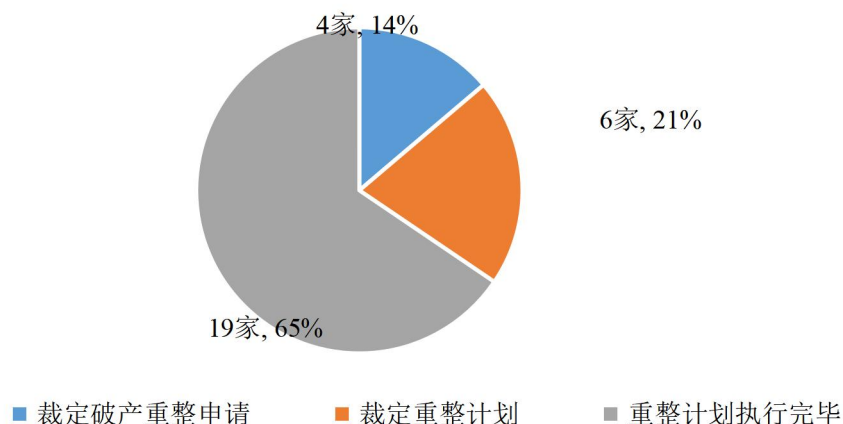
2022 年我国公募债券市场采用破产重整方式进行处置的主体中，29 家有实质性进展⁹，其中 5 家为 2022 年新增进入重整程序的主体，较 2021 年（25 家）明显减少，或受 2022 年新增违约发行人较少所致。从处置进程情况来看，在 29 家重整主体中，有 4 家发行人被法院裁定破产重整，6 家发行人正在执行重整计划，19 家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序。此外，有 2 家发行人拟进行破产重整，已被法院裁定启动预重整程序，但尚未进入破产重整程序，分别为江苏宏图高科技股份有限公司和金洲慈航集团股份有限公司。

2022 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，4 家有实质性进展，其中 3 家为新增进入清算程序的主体，较 2021 年（1 家）有所增加，1 家发行人破产清算执行完毕并被法院裁定终结破产程序。3 家新

⁸ 以法院裁定批准破产重整或清算申请为准。

⁹ 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。

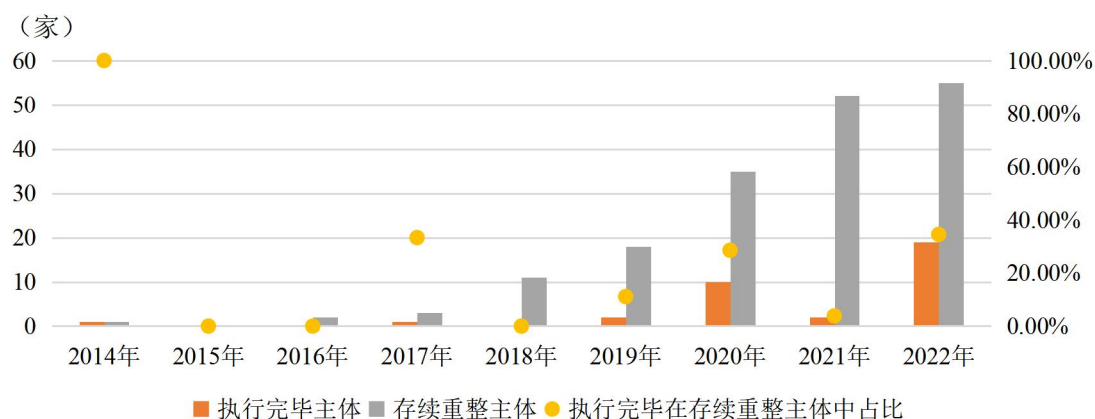
增清算主体中 1 家发行人因重整计划草案未能达成一致导致重整失败进入破产清算，2 家发行人因不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务被法院直接裁定进行破产清算。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.1 2022 年破产重整的违约发行人的处置进展情况

随着违约处置机制持续完善，完成处置的破产重整主体显著增多。从 2022 年完成破产诉讼处置的发行主体家数来看，2022 年新增完成处置发行人达历史高峰（19 家），较 2021 年的（2 家）明显增加。从执行完毕主体在存续重整主体的占比情况来看，2022 年新增执行完毕的主体占 2022 年存续重整主体中的占比为 34.55%，较 2021 年（3.85%）明显提升。



注：存续重整主体为已被裁定进入重整程序，但尚未执行完毕的主体

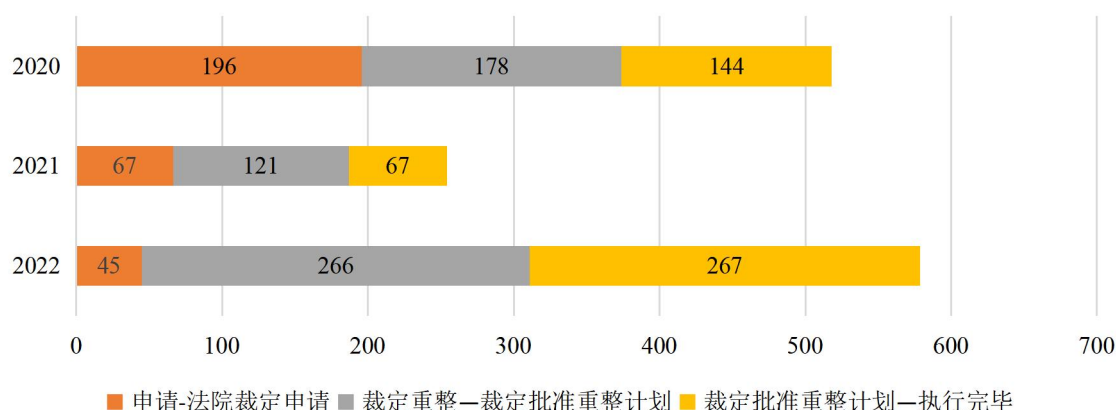
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.2 2014—2022 年我国公募债券市场破产重整存续主体及完成处置情况

2.法院裁定重整申请效率明显提升，但破产重整处置周期仍然偏长

从破产重整处置效率来看，2022 年破产重整处置周期有所延长。2022 年完成违约处置的重整发行人自被申请重整至最终处置完成平均耗时 578

天，较 2021 年（254 天）明显延长。其中发行人自申请重整至法院裁定破产重整申请平均耗时 45 天，较 2021 年（67 天）缩短了 22 天；法院裁定重整日至批准重整计划日的平均耗时 266 天，较 2021 年（121 天）延长了近 150 天；裁定批准重整计划至重整计划执行完毕平均耗时 267 天，较 2021 年（67 天）也明显延长。整体来看，申请重整至法院裁定重整的时间整体有所缩短，但法院裁定重整计划及执行重整计划耗时有所延长。分析原因，一方面受 2021 年执行完毕样本较少（仅 2 家）影响，重整程序耗时或存在一定的个例特性；另一方面，受疫情影响，多家企业在裁定重整计划及执行重整计划阶段出现延期情况。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.3 2020—2022 年破产重整方式各阶段平均耗时（单位：天）

近年来，破产重整平均处置周期整体偏长。分析内在原因，主要受以下因素影响：**第一，引入战投存在困难。**重整企业恢复发展通常需要大量的资金及时间成本，而企业重整价值具有一定的不确定性，导致投资人参与意愿较弱。此外，战投人的遴选工作不仅需对战投人资金情况进行详细的调查，还需对其参与重整的方式进行商议谈判，该过程往往耗费较长时间。**第二，重整计划难以达成共识。**重整计划方案关系到各方利益相关者的利益，同时债券持有人呈现数量众多、分散而专业性较弱的特征，在持有人表决会议中，有时难以形成协调一致的行动，或将延长处置方案达成的耗时。**第三，执行过程中资产处置存在诸多困难。**破产重整企业通常规模较大，债权债务关系复杂，资产变现存在诸多难点，导致处置耗时延长。

3.合并重整和预重整成为破产程序中的常态化处置方式

近年来，违约发行人中采用合并重整和预重整方式进行违约处置的案例进一步增加，持续推动破产程序效率提高。2022 年，新增 6 家违约主体被法院裁定进行合并重整，有效解决了集团化债务问题，提高债务处置效率。

2022 年新增 3 家发行人进行预重整处置，较前两年（均为 2 家）进一步增多。其中，**江苏宏图高科技股份有限公司、金洲慈航集团股份有限公司**目前仍处于预重整处置阶段，暂未有实质进展；**中安科股份有限公司**（以下简称“中安科”）¹⁰于 2022 年 7 月被法院裁定采用预重整方式进行违约处置，预重整模式帮助中安科更快、更顺利地通过并执行了重整计划草案，法院裁定重整申请至最终执行完毕仅耗时 49 天，大幅降低破产重整的时间和经济成本。预重整模式不仅能通过前置化程序提高重整效率，也能及时发现重整价值和重整可行性较低的企业，降低时间成本和经济成本。如 2021 年 3 月被法院裁定启动预重整程序的**腾邦集团有限公司**，因重整价值和重整可行性较低，重整程序不利于保护债权人，最终未被法院裁定受理破产重整申请。

此外，2022 年有实质性进展的重整企业中，**南京建工产业集团有限公司**（以下简称“南京建工”）**灵活搭配预重整和合并重整，助力企业化解债务危机**。南京建工于 2019 年违约，同年建工集团及其关联企业在多方主体支持下积极开展**债务重组**，成立金融机构债权人委员会并进行债务重组谈判。后为及时挽救企业，维护债权人等利益主体合法权益，南京建工向法院申请重整，并请求先行预重整。2020 年 10 月，法院决定对南京建工集团等 25 家公司启动**预重整**，预重整期间，管理人基本完成债权申报预审查、清产核资、预重整方案磋商、制定和意见征集等基础工作，有效降低了建工集团后续阶段的时间成本，同时也帮助企业实现生产经营的正常推进，提振了企业复苏的信心。此后，法院在综合考量关联企业资产混同程度、财产区分成本及债权人收益比较、整体公平清偿等因素后，审慎推进南京建工集团等 25 家公司**实质合并重整**。截至 2022 年末，南京建工集团合并重整案处于执行阶段。整体来看，南京建工集团综合运用债务重组、预重整和合并重整制度化解债务风险，为构建多层次的债务重整制度体系提供了有益借鉴。

4.重整主体清偿方案不断丰富，但后期债务人资金回收仍具有一定不确定性

近年来，破产重整处置清偿方案不断丰富。2022 年新增裁定重整计划的违约发行人中，**凯迪生态环境科技股份有限公司和中安科股份有限公司**均涉及一定额度以下现金清偿、以股抵债等多种清偿方案，在保护中小债权人的基础上，给予债权人更多选择权。

特别地，在债权债务体量大、法律关系复杂的重大破产重整案件中，越来越多的重整企业选择引入信托工具方式进行处置。如**海航集团有限公司**（以下简称“海航集团”）、**精功集团有限公司**（以下简称“精功集团”）均引入服务信托参与企业破产重整过程中。其中**海航集团**重整案件作为目前国内重整资产与

¹⁰ 2019 年，中安科违约后，为维持正常经营、恢复盈利，积极采用延长兑付期限、折价兑付和债务豁免的组合方式进行违约处置，2019 年中安科与债券持有人签署债务和解协议的债券本金共计 5.57 亿元；2020 年，中安科又新增签署债务和解协议的债券本金 3.11 亿元。

负债规模最大的上市公司重整案件，重整过程面临诸多困难，为打破困境，海航集团在传统的存续式重整模式基础上进行升级，采取“存续式重整+股权受托处置”的方式，通过新设公司作为委托人发起信托计划，以持股海航集团 321 家公司 100% 股权及对应的应收账款作为信托资产成立财产权信托，由发起人作为初始受益人将信托份额转让予债权人，在债务偿付完毕后，信托计划原状分配。该信托模式能够实现风险隔离的制度优势，最大程度帮助重整企业保全资产，促进企业较快恢复正常生产经营，同时，信托公司参与监督破产重整，也有助于保障债权人利益。**精功集团**则采取“核心资产整体重整，非核心资产单独处置”模式实施重整，在重整核心资产的同时，引入专业机构协同配合，通过设立破产重整服务信托的方式，对剩余非核心资产进行处置。该信托模式既可以促进重整核心资产交易，避免偿债资产因快速变现而价值贬损，同时在专业机构协助下，也有利于加速非核心资产的处置进程，提高重整程序运行效率。

近年来，破产重整清偿方案不断丰富，以股抵债、留债展期等多样化清偿方案逐步被重整发行人灵活运用于重整方案中，并出现兜底回购退出机制、服务信托方式参与重整等多种方式，旨在帮助企业摆脱经营困境，维持其正常经营秩序。虽然这些方案在一定程度上有利于缓解企业资金压力，但后期债务人资金回收依然具有不确定性，仍需持续关注发行人经营是否进入良性循环，盈利能力是否获得根本性改善等。

5. 我国公募债券市场破产清算案例有所增加

洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“洛娃科技”）因重整失败被法院宣告破产。2019 年 4 月，洛娃科技因短期资金链断裂陷入危机，不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，向法院递交了重整申请及证明重整可行性的相关材料，同年 5 月法院受理洛娃科技的破产重整申请。但由于两次《重整计划草案》均未获得债权人通过，最终被法院裁定终止洛娃科技重整程序并宣告破产。**武汉国裕物流产业集团有限公司**和**印纪娱乐传媒股份有限公司**均因不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务于 2022 年被法院裁定破产清算。此外，**铁牛集团有限公司**于 2020 年破产重整失败并转为破产清算，截至 2022 年末，公司财产分配方案已执行完毕，法院裁定终结破产程序。

（二）债务重组

2022 年，3 家违约企业通过债务重组方式进行违约处置。**东旭集团有限公司**（以下简称“东旭集团”）和旗下上市子公司**东旭光电科技股份有限公司**（以下简称“东旭光电”）采用债务展期、降低利率的方式偿付债务。东旭光电近年来多元化扩张加速，投资性现金流长期呈现大幅度净流出，股权高比例质押，

同时受下游需求萎缩、产品价格下降使得经营获现能力不足，引发流动性危机，2019 年 11 月以来，东旭集团和东旭光电多只债券相继违约。2022 年 9 月 29 日，东旭集团公告债务重组方案历时三年获得债权人通过。债务重组方案约定，东旭集团对全部金融债务“不打折、不逃债”，风险不外溢，将通过延长偿债期限、降低利率等多种方式予以实施。根据公开资料，公司计划从方案实施日起第七年开始偿还共计 1260 余亿元的金融债务本金，第十年还清。自 2019 年出现流动性危机以来，东旭集团从前期的业务扩张转为收缩战线聚焦主业，加强技术创新，积极开拓市场，增强产业再造能力，极大提升了债权人的信心，在地方政府介入与协调下，债务重组方案最终获得债权人认可。**整体来看，东旭集团此次通过债务重组化解危机，对于当前流动性债务压力较大的大型民营企业具有借鉴意义。**

渤海租赁股份有限公司（以下简称“渤海租赁”）通过展期方式兑付违约债券。2022 年 11 月 26 日，渤海租赁公告，经与持有人多轮沟通，公司于 2022 年 11 月 26 日与持有份额共计占比 80%的四家持有人签署了《“19 渤海租赁 SCP002”分期兑付协议》，约定在 2025 年 11 月 11 日前分期兑付本期债券，票面利率维持 3.98%不变，与持有剩余 20%份额的持有人仍在持续协商，但截至 2022 年末未公告最新协商结果。

三、2022 年主要政策变化与未来展望

近年来，随着我国债券市场违约事件常态化发生，违约处置与回收受到市场参与者的广泛关注，但我国现阶段债券市场化程度较低，违约回收处置的效率不高、进展缓慢，违约回收率仍处于较低水平。在此背景下，2022 年我国监管部门进一步完善违约处置相关制度，丰富债券风险处置方式；同时，违约发行人选择破产重整回收处置方式的案例进一步增加，市场化、法治化违约处置进程有所加快。

从违约处置制度建设来看，2022 年，我国违约处置及风险管理机制继续完善，防范和化解债券市场信用风险。具体来看，一是**丰富债券风险处置方式**。2022 年 5 月 5 日，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置换业务指引（施行）》和《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（试行）》，将债券置换业务、同意征集业务引入银行间市场，丰富发行人主动债务管理工具，同时给予投资人更多选择权，丰富债券处置的方式。二是**优化风险处置措施**。交易商协会发布银行间市场引入置换和征集业务的同时，修订了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，进一步拓宽恶意逃废债行为的范围，增强对信用增进机构的约束，强化债委会机制的作用，同时细化多元化处置措施要求，增加设置特别议案和同意征集相关内容，为防范化解

市场风险提供有力支撑。三是**进一步完善受托管理人制度**。1月17日，证券业协会修订发布《公司债券受托管理人执业行为准则》《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》与《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》，通过修订公司债券受托管理系列制度，压实受托管理人责任，强化发行人配合义务，完善市场化法治化债券违约处置机制。四是**完善信息披露制度**。3月31日，沪深交易所相继发布《自律监管指引——破产重整等事项》，立足于规范破产重整等事项信息披露，对规范推进破产重整等事项作出全方位、多维度的制度安排，维护透明市场环境，切实保护投资人合法权益。

从实践来看，破产程序逐步成为我国处置违约债券的主要方式，2022年违约发行人选择破产诉讼回收处置方式的案例进一步增加，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显著增多，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。

未来随着我国违约处置制度不断健全，债券市场统一监管进程的加快和统一执法力度的加强，我国违约处置效率有望进一步提升，投资者保护制度有望持续健全，违约处置方式将不断丰富，信息披露制度也将更加完善，我国债券违约处置机制市场化、法治化水平将进一步提升。