

联合 研究报告

2014.03.11

超日债违约标志债券市场发展新起点



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

超日债违约标志债券市场发展新起点

联合资信评估有限公司 李丹 聂逆

近日，上海超日太阳能科技股份有限公司（以下简称“上海超日”）发布无法在 3 月 7 日全部兑付“11 超日债”第二期利息的公告。根据联合资信“2012 年违约事件为债券市场敲响风险警钟”一文中最严格的违约定义，此次“11 超日债”不能按时付息事件可认定为是我国公募债券市场上首例债券违约事件。因此，我国债券市场第一次正式、公开、实质性的债券违约事件发生。这一违约事件的发生为我国债券市场敲响了风险警钟，标志着我国债券市场迎来新的发展起点，债券市场将进入一个新的历史发展阶段，具有里程碑、拐点等重大意义。

首例实质性债券违约，偶然还是必然？

市场对此次“11 超日债”违约应该是早有预期的，但也抱着幻想。早在去年“11 超日债”第一期兑息时，市场就对“11 超日债”是否会发生兑息违约而倍加关注，最终上海超日以变卖海外资产兑付了第一期利息。随后公司主体和“11 超日债”的信用等级被信用评级机构双双下调至 CCC 级。在此后的一年中上海超日经营状况没有得到改善，市场对“11 超日债”触发信用风险的预期始终较大。由于宏观经济下行、行业景气度低迷以及经营管理不善等因素，上海超日从 2011 年起连年亏损，根据近日披露的业绩快报显示，上海超日归属上市公司净利润为亏损 13.3 亿。因 2011~2013 年连续三年亏损，*ST 超日股票和“11 超日债”将有可能在年报披露后暂停上市。上海超日依靠自身实力已经无法偿还其所有债务，发生债务违约几乎是必然的。

然而，近年发生了多起信用风险事件，但最终都没有发生实质性债券违约，因而市场仍在猜测债券违约是否会发生，是否继续演绎神话。因此，当上海超日发布无法兑付利息的公告时，“11 超日债”违约事件便成为了一个不在市场预期中的预期。这实际上是因为市场对信用风险暴露的忽视已趋向常态化，一时还难以适应。根据最新消息，上海超日高管称，“这次违约完全是个意外，本来这次付息是和另一家公司包括相关政府部门协商好了的，相关付息方案都已经做好

了，只是因为对方在 4 日早上突然变卦，我们才不得不违约。”因此，在一定意义上讲，超日债券违约具有一定的偶然性。

虽然超日债的违约有一定的偶然因素，但债券市场发生违约事件是必然的，这是市场经济规律的必然结果。信用风险的存在是市场经济发展的客观规律，在市场经济中，企业面临多重风险，经营失败和困难是自然现象；在债券市场中，行业、企业等因素导致的企业债务偿还困难是必然的；政府、银行、承销商等不可能一直兜底风险，否则债券市场就很难健康发展；没有违约事件的发生，就无法在市场中确立风险意识，无法合理风险定价、难以建立健全违约事件处置机制，债券市场就难以成熟，其发展也会受到极大的制约。

风险兜底不再会是唯一选择

这一违约事件表明，较长时期存在的政府兜底风险的惯例被打破。我国债券市场的发展是随着改革开放逐步发展起来的，地方政府出于维护国有企业声誉、维护地区金融、信用环境、保持地区就业稳定以及经济成本的衡量等原因，在较长时期内都对债券的风险采取了兜底的做法。但是，这次违约事件的出现，将对地方政府有很大的启示，风险兜底并不是唯一的选择，风险暴露出来的成本可能更低。

在政府风险兜底可选择的前提下，随着债券市场的不断扩容，中低信用等级发行人的加入，债券发行主体的整体信用等级由最初的较高等级逐渐向下迁移，这必将使得投资者面临更多的实际的违约风险。在宏观经济、行业景气程度较低的情况下，产能过剩行业及经营管理较差的企业面临的信用风险将上升。因此，未来我国债券市场发生违约事件的概率在提高，债券违约事件将逐步常态化。

未来债券市场将更健康

随着对本次违约事件的讨论、思考，债券市场的投资者对风险的认识将会更深刻。债券违约已经现实存在，应理性认识违约的存在，应更加重视风险与收益的权衡。因此，债券市场的风险偏好可能会发生一定的改变，一段时期内债券市场信用风险利差可能会增大。但从长远来看，本次违约事件对建立市场化的定价估值体系、完善市场风险分散分担机制、提高信用评级的实际价值均具有积极意

义。

随着市场接受债券违约，对违约风险能够更好定价，我国债券市场将迎来更大的发展空间，而不是相反。在能够识别风险、合理对风险定价的基础上，高收益债将更易被各方接受，其发展就具有了一定基础；同时，我国进入债券市场的潜在门槛应该进一步降低。因此，债券市场违约机制的建立将促进我国债券市场更健康、更快地发展。

评级行业违约率约束时代开启

这一违约事件，将促使我国评级机构更加重视行业、企业等基本面的分析，更加重视跟踪分析的投入，提高跟踪分析的质量，提高跟踪分析的敏感度和及时性。随着违约事件的不断出现，我国评级行业违约率检验机制将逐步建立，通过违约率对评级机构的行为进行约束将成为可能，市场对评级机构的正向激励约束机制作用将逐步发挥，将引导评级行业更健康发展。