

债市违约：没淋到雨不代表没下过雨

作者：董云峰 来源：第一财经日报 时间：2013 年 4 月 11 日

在去年的中国债券市场，曾出现过多起信用风险事件。虽然这些信用事件最终均以如期兑付告终，但无论从债券本身还是发行人角度来看，违约实际上已经出现了。在屋檐的庇护下，没有淋到雨，不代表就没下过雨。这正是当前信用市场的真实写照。

在去年的中国债券市场，曾出现过多起信用风险事件。虽然这些信用事件最终均以如期兑付告终，但无论从债券本身还是发行人角度来看，违约实际上已经出现了。根据联合资信评估公司（下称“联合资信”）的最新研究，按照“严格”的违约定义标准，去年我国共有 4 期债券违约，7 家发行人违约。

联合资信将违约定义标准分为“宽松”与“严格”两类。其对“宽松”的定义是债券未能如期兑付且在宽限期内（通常 1~2 个工作日）未及时纠正的情况视为债券违约。根据这一定义，上述债券最终都兑付了，并未出现违约，故违约率依然为零。

在结合国内外违约定义的基础上，联合资信认为，所谓“严格”的违约定义标准，是指债务人发生下列任何一种情况均视其发行的债券违约：一是债务人未能按照合约规定兑付或延期兑付；二是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步；三是债务人申请破产或进入破产清算程序；四是债务人明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；五是债务人的其他金融债务发生违约，如对商业银行的实质性信贷债务逾期 90 天以上。另外，如果债券具有担保，在债务人发生上述三、四或五的情况时，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券不被视为违约。

在“严格”标准下，鞍钢未按协议约定，延期一日交付资金，其发行的债券应被视为违约；山东海龙、江西赛维和新中基明显丧失偿债能力，虽以兜底方式解决，其发行的债券仍属违约；4 家中小企业虽然书面承认自身无力偿还债务，但担保人如期代偿本息，因此未发生违约。

据此，联合资信认为，2012 年我国银行间债券市场共有 4 期债券发生了违约。若以债券期数为基础进行统计，总体债券违约率为 0.17%；若以债券发行规模计算，则总体债券违约率为 0.12%。

从发行人主体信用质量的角度考虑，山东海龙、江西赛维、新中基 3 家公司和 4 家中小企业无法依靠自身实力偿债，可认定发生了主体违约；鞍钢主要是因操作问题延迟支付债券本息，其本身信用质量良好，主体未发生违约。因此，2012 年我国银行间债券市场共有 7 家发行人发生了主体违约，总体发行人违约率为

0.49%。

据《第一财经日报》记者了解，中诚信的一位高管近期亦在一个内部场合谈到，2012 年真正的发行人违约事件已经出现了，去年的 4 只中小企业集合类债券，应该说发行人都违约了，但是债项本身并没有违约。该人士认为真正的、实质上的违约事件还没有出现。

需要指出的是，联合资信的这次研究颇具新意，在我国债券市场尚属首次。尽管其统计口径以及违约事件的判定等或需进一步研究和论证；而且此次违约统计样本少且没有历史数据的积累，统计结果具有一定局限性。

联合资信相关人士称，随着我国债券市场违约率统计的启动，将吸引更多的投资者研究违约事件、违约定义，深化对风险事件的认识和理解。本次违约率统计，在一定程度上将为市场更好地了解信用风险提供参考，具有一定的警示作用。

“2012 年我国债券市场出现了可以统计的违约率，这将成为我国债券市场发展的新起点。从这个意义上说，2012 年是我国债券市场发生质变的一年。”上述人士说。

现实如何呢？每次发生信用事件，投资者何尝不是提心吊胆，2011 年夏天信用债市场的“草木皆兵”即是明证。可是，人们既期待一个违约常态化的健康市场，又希望自己不是踩到地雷的人。

所谓“山雨欲来风满楼”，但在利益与考核之下，谁能想得那么长远呢？