

## 2012 年违约事件为债券市场敲响风险警钟

作者：李振宇 李丹 聂逆 来源：金融时报 时间：2013 年 4 月 11 日

**编者按** 2012 年我国银行间债券市场发生了多起信用风险事件。对此，很多机构以及专业媒体从不同侧面对这些事件给予了分析。但是像联合资信评估有限公司这样对违约率进行综合统计和系统分析，在业内和市场尚属首次。此举的意义不仅在于填补了我国债券市场违约率统计分析的空白，更在于其为提高投资者风险意识和评级行业的规范水平，进而促进我国债券市场健康发展提供了重要启示和借鉴。

受宏观经济、行业景气度、自身经营管理水平和技术操作等因素的负面影响，2012 年我国银行间债券市场发生了多起信用风险事件：鞍山钢铁集团公司（以下简称“鞍钢”）未按约定时间交付发行额为 50 亿元中期票据的本息兑付款，造成市场投资者对债券违约的猜测和担忧；山东海龙股份有限公司（以下简称“海龙”）、江西赛维 LDK 太阳能高科技有限公司（以下简称“赛维”）和新疆中基实业股份有限公司（以下简称“新中基”）3 家企业经营状况和财务状况严重恶化，其所发行的 3 只发行额均为 4 亿元的短期融资券出现兑付危机，最终通过非常规的方式如期兑付；3 只中小企业集合票据和 1 只中小企业集合债券的发行企业中分别有 1 家企业，其债券本金和/或利息的兑付因自身无力还款而由担保公司进行代偿 [四家公司分别是北京地杰通信设备有限公司（“10 中关村”联合发行人之一）、北京康特荣宝电子有限公司（“10 京经开 SMECN1”联合发行人之一）、哈尔滨惠佳贝食品有限公司（“10 黑龙江 SMECN1”联合发行人之一）和常州高力彩钢板有限公司（“11 常州 SMECNII001”联合发行人之一）]。

2012 年发生的多起信用风险事件给市场带来不同程度的影响，很多机构从不同侧面对这些事件进行了分析。本文将尝试以不同标准的违约定义对上述事件是否属于违约事件进行判定，并根据不同的判定标准统计 2012 年我国银行间债券市场的年度违约率，统计样本范围包括企业债、中期票据、短期融资券、非政策金融债、资产支持证券和中小企业集合票据及集合债券。

### 一、债券违约率统计

#### 1、以宽松的违约定义标准衡量，2012 年债券违约率依然为零

我们认为宽松的债券违约定义标准是：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。按照这个定义，海龙、赛维和新中基 3 家企业发行的 3 只短期融资券的债券本息均如期兑付，未发生债券违

约；4 家中小企业发行的集合债券本金和/或利息由担保公司进行了代偿，债券如期兑付，未发生债券违约；鞍钢虽未按协议约定提前一日交付兑付款，但其债券本息在债券到期日如期兑付，也没有发生债券违约。因此，根据宽松的违约定义标准，2012 年我国银行间债券市场未出现违约事件，2012 年我国银行间债券市场债券违约率依然为零。

## 2、以严格的违约定义标准衡量，2012 年共有 4 期债券违约

根据国际上通行的债券违约定义和我国银行间债券市场对违约事件的定义，我们认为严格的违约定义标准是，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支付或延期支付债券本金和/或利息，包括在宽限期内的延期支付；二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地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（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；三是债务人申请破产或进入破产清算程序，被接管，被停业或关闭；四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，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。但是如果债券具有担保，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。

如果按照这个严格标准，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。海龙、赛维和新中基 3 家企业在债券存续期内已出现经营亏损严重、贷款逾期未还、资不抵债等明显丧失偿债能力的情况，其发行的债券依靠非常规的偿债方式最终如期兑付，因此也可判定海龙、赛维和新中基 3 家企业发行的债券均发生了违约。4 家中小企业虽然书面承认自身无力偿还债务，但由于债券具有担保并由担保人如期代偿本息，因此 4 家中小企业发行的债券未发生违约。

根据上述严格的违约定义标准和对 2012 年信用风险事件的分析，可以判定 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，2012 年我国银行间债券市场总体债券违约率为 0.17%（以债券期数为基础统计的违约率等于当年发生违约的债券期数除以年初具有有效债项评级的债券期数总和）；中长期债券违约率为 0.06%，AAA 级债券违约率为 0.11%；短期债券违约率为 0.50%，短期债券中的 A-1 级债券违约率为 0.34%、B 级债券违约率为 100%。若以债券发行规模为基础进行统计，市场总体债券违约率为 0.12%（以发行规模为基础统计的违约率等于当年发生违约的债券发行金额除以年初具有有效债项评级的债券发行金额总和）；中长期债券违约率为 0.12%，AAA

级债券违约率为 0.16%；短期债券违约率为 0.15%，短期债券中的 A-1 级债券违约率为 0.10%、B 级债券违约率为 100%（见表 1）。

## 二、发行人主体违约率统计

如果从发行人主体信用质量的角度考虑，我们认为债务人发生上述严格的债券违约定义中的任何一种情况，可判定为债务人主体发生违约。按照这个标准，海龙、赛维、新中基 3 家公司和 4 家中小企业因经营和财务出现严重问题，无法依靠自身实力偿债，可认定其发生了主体违约；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，依靠自身实力能够偿还债券本息，主体未发生违约。因此我们判定，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，市场总体发行人违约率为 0.49%（主体违约率等于当年发生违约的债券发行人家数除以年初具有有效主体评级的债券发行人家数总和），AA 级发行人违约率为 0.24%，AA-级发行人违约率为 0.37%，BBB+级发行人违约率为 2.13%，BBB 级发行人违约率为 5.77%，BB+级发行人违约率为 6.67%（见表 2）。

## 三、信用风险给市场的警示

上述统计方法、标准、结果在我国债券市场尚属首次，统计口径、违约事件的判定等可能还需要进一步研究和论证。同时，由于此次违约统计样本少且没有历史数据的积累，目前还很难对统计结果进行比较分析，统计结果具有一定局限性，不能简单得出很多结论。

尽管如此，此次违约率统计分析，对于我国债券市场健康发展、投资者风险意识的提高和评级行业的规范发展具有重大意义。第一，填补了我国债券市场违约率统计的空白。一直以来，由于我国债券市场没有发生过债券违约（公开和透明的），债券市场违约率的统计一直是空白，经常受到各界的诟病。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。第二，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。第三，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。随着我国债券市场的深入发展，违约事件将逐步常态化，这将不断丰富违约率统计的基础，积累更多的违约率数据。投资者需要进一步关注违约率统计，重视其揭示信用风险的作用。第四，违约率统计是对评级机构的重要约束机制。在我国开展违约率统计，将逐步建立对评级机构评级结果进行检验、客观评价的重要基础，从而促进评级机构规范发展。

表 1 2012 年我国银行间债券市场债券违约率统计表

债券类型	债券数量 (期)	债券规模 (亿元)	宽松标准统计的违约率 (%)	严格标准统计的违约率			
				违约数量 (期)	按期数统计的 违约率 (%)	违约规模 (亿元)	按规模统计的 违约率 (%)
总体	2401	51309.78	0.00	4	0.17	62	0.12
中长期债券	1803	43429.18	0.00	1	0.06	50	0.12
AAA	886	32056.03	0.00	1	0.11	50	0.16
短期债券	598	7880.60	0.00	3	0.50	12	0.15
A-1	597	7876.60	0.00	2	0.34	8	0.10
B	1	4.00	0.00	1	100.00	4	100.00

数据来源：中国债券信息网、中国货币网和上海清算所网站、联合资信整理。

注：债券数量和债券规模按 2012 年年初具有有效债项级别的债券统计，债项级别为 2012 年年初级别。

表 2 2012 年我国银行间债券市场主体违约率统计表

发行人主体级别	发行人数量(家)	违约发行人数量(家)	发行人主体违约率(%)
总体	1419	7	0.49
AAA	209	0	0.00
AA+	229	0	0.00
AA	411	1	0.24
AA-	269	1	0.37
A+	67	0	0.00
A	27	0	0.00
A-	38	0	0.00
BBB+	47	1	2.13
BBB	52	3	5.77
BBB-	52	0	0.00
BB+	15	1	6.67
BB	3	0	0.00

数据来源：中国债券信息网、中国货币网和上海清算所网站、联合资信整理。

注：发行人数量按 2012 年年初具有有效主体级别的发行人统计，发行人主体级别为 2012 年年初级别。