

2016 年中国债券市场信用风险回顾与 2017 年展望

2017 年 1 月 19 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 邮箱: lianhe@lhratings.com

PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

2016 年中国债券市场信用风险回顾与 2017 年展望

作者：李振宇 夏妍妍 郝 帅

近年来，中国经济面临下行压力，在相对宽松的货币政策环境以及优化企业融资结构的背景下，债券市场发展迅速。据联合资信统计，2016 年全年，共有 3128 家主体发行主要信用债 9016 期¹发行规模达到 8.68 万亿元，发行主体家数较去年增加了 27%，发行期数和发行规模涨幅均超过 30%。截至 2016 年底，我国债券市场主要信用债存量期数和规模分别为 13074 期、15.11 万亿元。

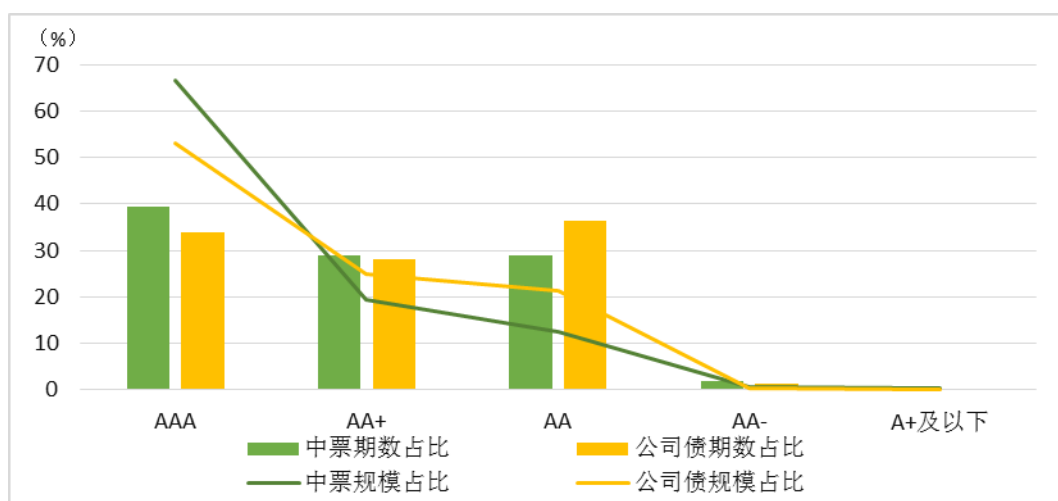
随着债券市场的扩容和不断发展，发行债券已成为企业重要的直接融资渠道。2016 年 1-11 月，我国企业债券融资规模占社会融资总规模的 19.35%，较 2014、2015 年同期分别上升 3.96 以及 0.94 个百分点。债券市场的发展对于拓宽企业融资渠道、服务实体经济发展、分散金融体系风险有重要作用。

但今年以来，我国债券市场信用风险加速暴露，发行主体信用等级下调数量显著增加，违约事件频繁发生，对债市的直接融资功能产生了不利影响。随着信用风险的加速暴露和释放，对等级下调和违约事件发生的主要特征和原因进行分析并对未来债券市场信用风险发展趋势进行预测，可以更好地为债券发行人、投资人、承销商等市场参与者提供服务，以加强内部管理，防范违约风险；同时，也可以督促评级机构改进评级方法，及时反映和揭示风险；监管层也可以进一步加强风险管控，推动债券市场的有序健康发展。

¹ 主要信用债包括：企业债、公司债（含私募债）、中期票据、短期融资券（含超短期融资债券）、资产支持证券。

一、2016 年我国债券市场信用风险概况

信用债级别主要分布在较高等级。截至 2016 年末的存量债券中，以中票²和公司债³为例，从期数来看，二者债项信用等级主要集中在 AAA 级至 AA 级，AA 级及以上债券期数均占各自券种存量期数的 98% 左右。从规模来看，高级别分布更为明显，AAA 级占中票及公司债存量规模的比例均超过 50%。存量债券主要分布在较高等级一定程度上反映了我国债券市场现阶段整体信用风险不大，相对可控。



注：公司债不包括私募债。

资料来源：联合资信 gos 系统

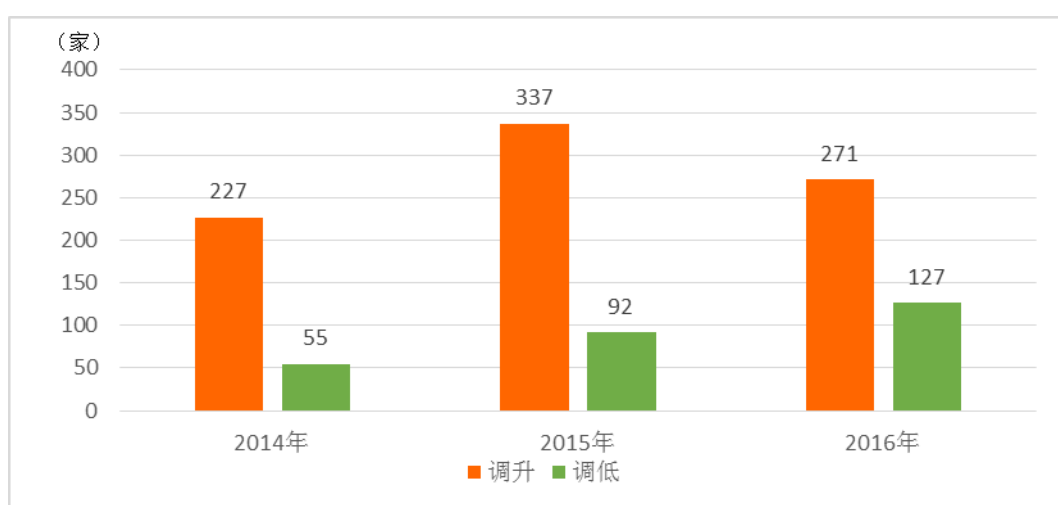
图 1 2016 年末我国债券市场中票与公司债存量的级别分布统计

2016 年，我国债券市场发行主体信用等级下调数量显著增加。今年以来，国际政治经济形势复杂多变，国内经济缓慢下行。在此背景下，我国银行间公募债券市场共有 398 家发行人主体信用等级发生调整，其中信用等级被调升的有 271 家，调升率为 5.27%，较 2015 年下降 2.14 个百分点；信用等级被

² 包含集合票据及项目收益票据。

³ 不包含私募债。

调降的有 127 家，调降率为 2.47%，高于 2015 年 0.45 个百分点。整体来看，2016 年银行间债券市场发行人主体信用等级调升趋势明显减缓，调降率创近三年新高。在评级调降的发行人中，有 34 家发行人主体发生大跨度评级调整（信用等级调整超过 3 个（含）子级），反映了在经济下行压力下部分企业基本面迅速恶化，信用风险加速暴露。其中，大部分发生大跨度评级下调的企业已触发违约。另外，共有 93 家发行人被列入评级观察名单，为近三年的最高水平。



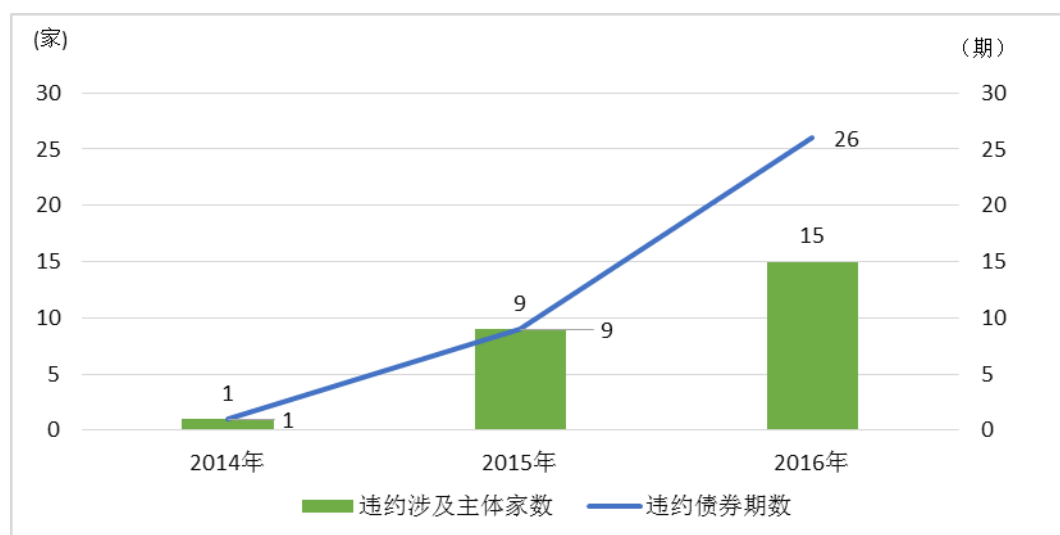
资料来源：联合资信 gos 系统

图 2 2014 年-2016 年我国银行间公募债券市场主体信用等级迁移情况

2016 年，我国债券市场违约事件大幅增加。伴随着经济结构调整、企业去杠杆的过程，我国产能过剩行业、强周期行业和抗风险能力较弱的中小企业经营面临严峻挑战，债券市场信用风险暴露速度加快，违约事件密集发生。自 2014 年我国债券市场出现首单公开债券违约事件（“11 超日债”）至今，公募债券市场共有 36 只（310.20 亿元）债券发生违约⁴，约 240 亿元尚未完全兑

⁴ 债券违约定义为：债务人未能按照合同约定支付债券本金和/或利息，不包含技术性违约。

付，回收率约为 23%，涉及违约主体 22 家。2016 年违约事件呈现大幅上升态势，公募债券市场共 26 只债券发生违约，涉及 15 家违约主体，违约债券只数为 2015 年的近 3 倍。公募市场主体违约率从 2015 年的 0.48%⁵上升到 2016 年的 0.52%。



资料来源：联合资信 gos 系统

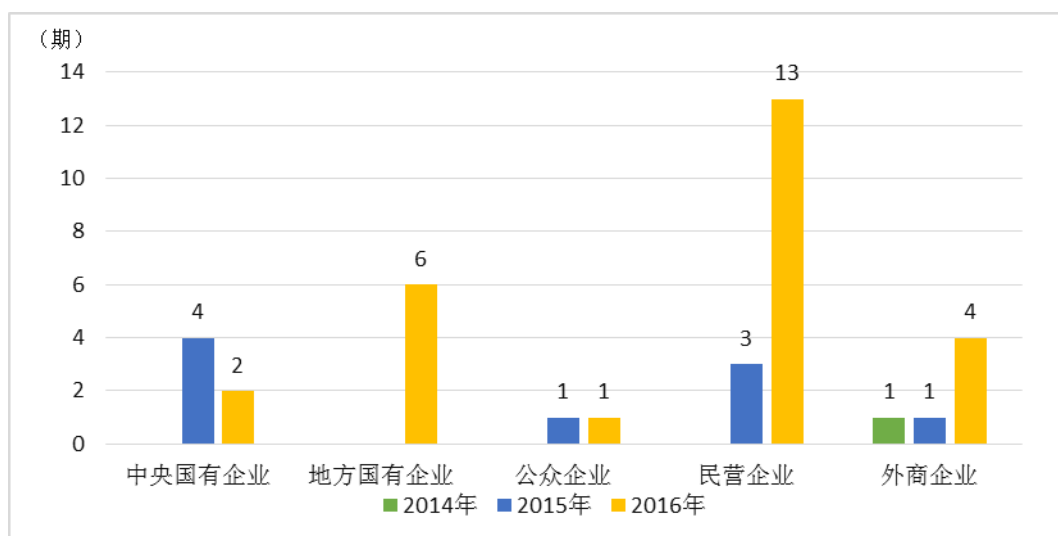
图 3 2014 年-2016 年我国公募债券市场违约事件统计

二、2016 年我国债券市场信用风险主要特征

（一）民企违约期数最多，央企、地方国企信用风险加速暴露

从违约债券主体性质来看，自 2015 年我国公募债券市场发生首例国企违约事件以来，债券违约主体从民营企业扩大到央企，2016 年地方国企开始出现债券违约，发生信用风险的企业性质呈现多元化。2016 年，央企和地方国企违约债券期数占全部违约债券期数的 30.77%，仅次于占比 50.00% 的民营企业。

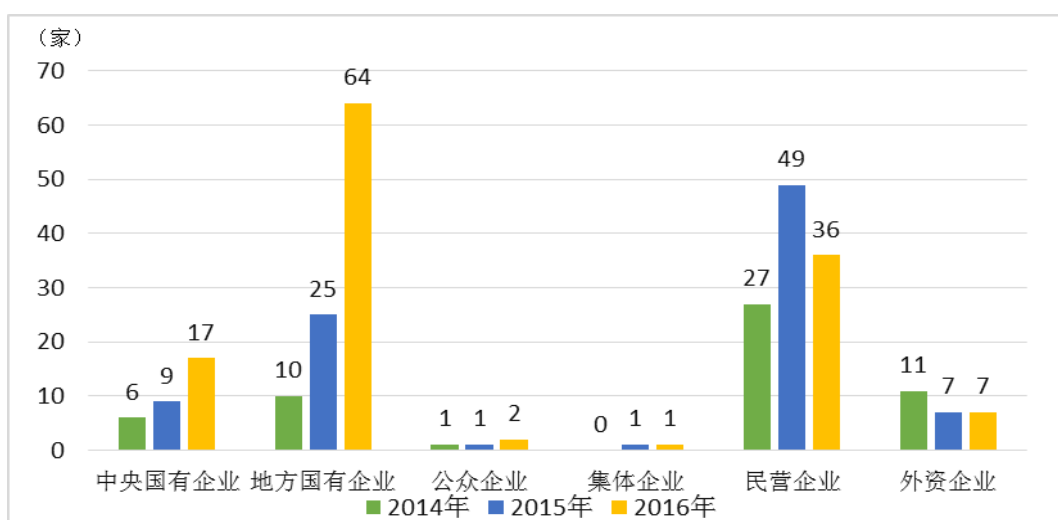
⁵ 往年发生主体违约的，在本年度再有债券发生违约，不计入本年度的主体违约样本。



资料来源：联合资信 gos 系统

图 4 2014 年-2016 年我国公募债券市场违约债券主体性质统计

等级调降方面，2016 年我国银行间公募债券市场中，地方国有企业发行人信用等级被调降数量最多，为 64 家，央企等级调降 17 家，二者占 2016 年全年主体等级调降总数的 63.78%，较 2015 年 36.96% 的占比明显增加，表明在外部支持有所弱化的情况下，央企和地方国企的信用风险有所上升。

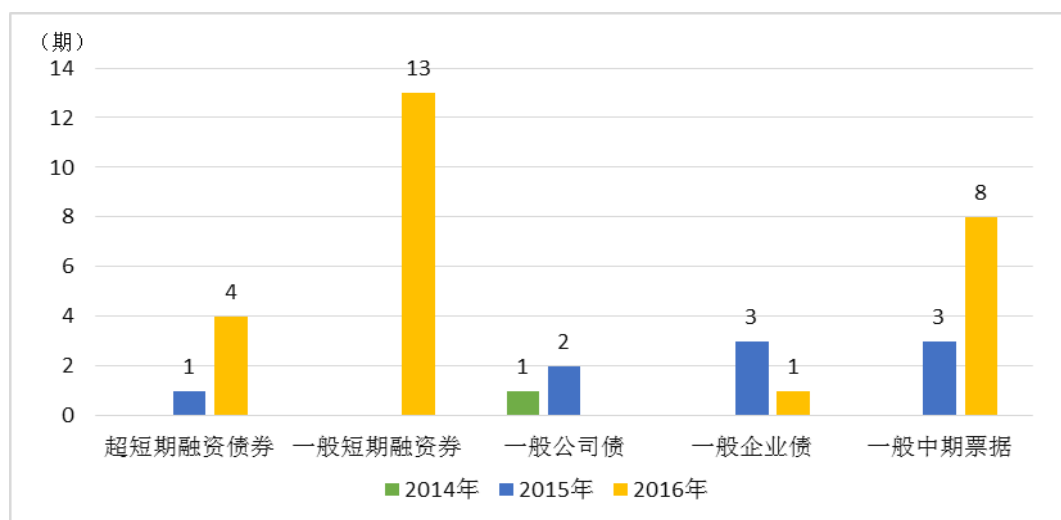


资料来源：联合资信 gos 系统

图 5 2014 年-2016 年我国银行间公募债券市场等级调降主体性质统计

（二）违约债券覆盖主要信用类债券

从违约券种来看，2015 年，包括超短融、企业债、中期票据和公司债券（不含私募债）在内的主流债券品种出现违约。2016 年，除中票、超短融的违约有所增加外，一般短期融资券首次发生违约，并且违约债券期数达到 13 期，位列所有券种第一，我国债券市场的违约债券已覆盖主要信用类债券。

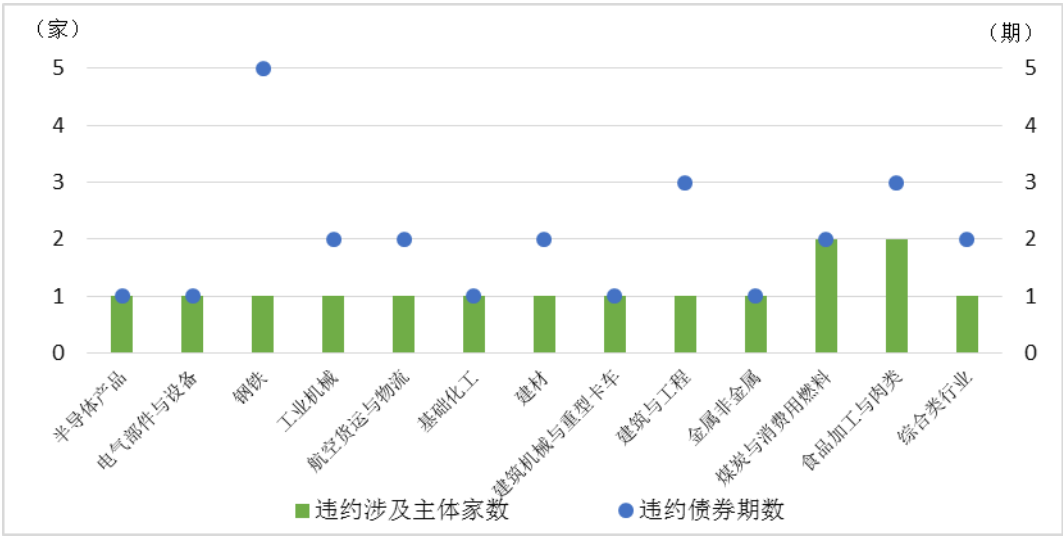


资料来源：联合资信 gos 系统

图 6 2014 年-2016 年我国公募债券市场违约债券券种统计

（三）违约涉及行业增多，产能过剩行业信用风险暴露大幅增加

随着违约事件的增加，2016 年，食品加工、基础化工、建材、建筑与工程等 9 个行业首次出现违约事件，债券市场发生违约的行业覆盖面更广。由于供给侧结构性改革的不断推进，周期性行业和产能过剩行业受到较大冲击，违约主体与等级调降主要集中在景气度低迷、产能过剩现象严重的煤炭、钢铁行业。2016 年煤炭、钢铁两大行业违约债券期数占总违约债券期数的 26.92%。从等级调降来看，煤炭、机械制造、钢铁、化工行业主体调降数量位居前列。

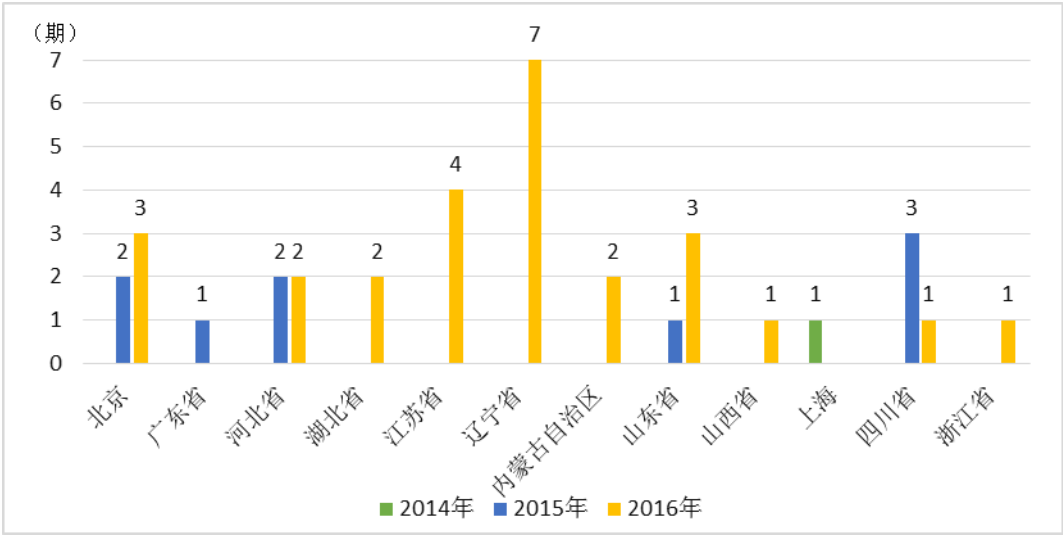


资料来源：联合资信 gos 系统

图 7 2016 年我国公募债券市场违约债券及涉及主体行业统计

（四）违约债券涉及省份范围扩大

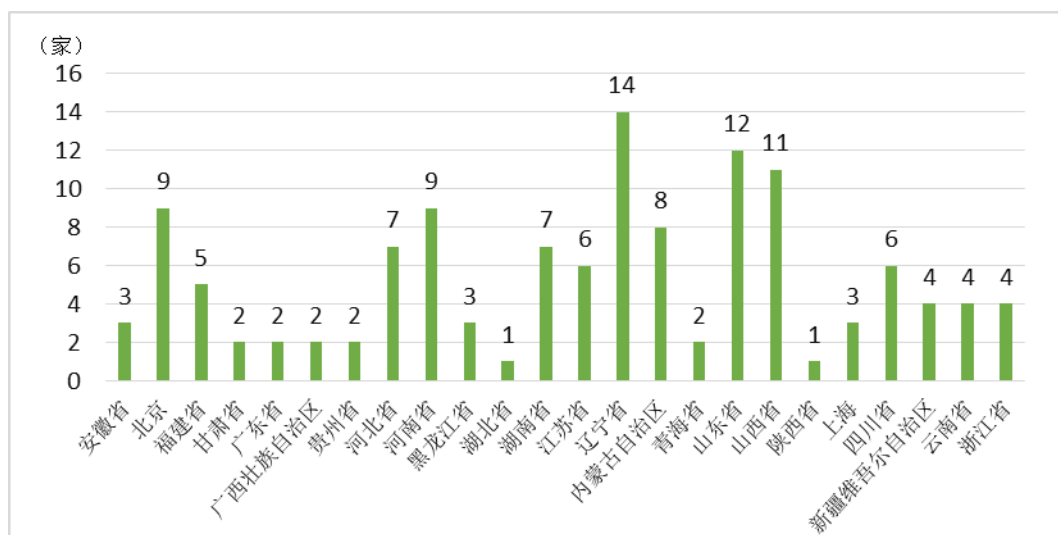
从违约债券所处省份来看，2016 年违约债券的地区分布进一步扩大，共涉及 10 个省份，较 2015 年增加一倍，辽宁、江苏、湖北、内蒙、山西、浙江 6 个省份首次发生债券违约事件。



资料来源：联合资信 gos 系统

图 8 2014 年-2016 年我国公募债券市场违约债券区域分布统计

在 2016 年等级调降的发行主体中，辽宁、山东、山西地区的主体调降数量位居前三，表明在我国经济面临下行压力的背景下，部分存在转型压力或者产能过剩行业集中的省份信用风险呈现加速暴露态势。



资料来源：联合资信 gos 系统

图 9 2016 年我国银行间公募债券市场等级调降主体区域分布统计

三、2016 年债券市场信用风险发生的主要原因

债券发生违约的直接原因是由于发行人经营与财务状况恶化，现金流紧张，当债券到期兑付时企业资金链断裂，无法按照约定还本付息，造成实质性违约。从 2016 年我国债券市场发生违约的原因看，导致企业经营与财务状况恶化的主要有以下几个方面：

宏观经济下行及行业景气下滑导致公司经营基本面恶化。在经济结构持续调整的背景下，钢铁、煤炭、水泥等产能过剩行业以及与宏观经济保持高度联动的强周期性行业，行业景气度持续减弱，短期内下游行业需求难以大幅增长，该类行业内企业面临较大的经营压力及融资压力。例如，15 川煤炭 CP001 发行人就是部分受到煤炭行业整体产能过剩、下游行业需求不振、煤炭价格大幅下跌的影响发生违约；天威集团受光伏行业产能过剩的影响持续亏损、资不

抵债，2016 年 11 天威 MTN1、11 天威 MTN2 两只债券发生违约，其中 11 天威 MTN2 是继 2015 年利息兑付违约后的本息兑付违约。

公司治理与业务经营等因素导致公司盈利能力大幅下降。虽然行业变化不大，但由于企业经营管理不善、盈利能力大幅下降甚至亏损、偿债能力下滑会导致其发生信用风险事件。例如，山东山水集团所发生的债务问题，部分原因是因为控股股权纷争未解决，公司融资渠道受到限制，导致资金链紧张。宏达集团受核心业务转让、实际控制人变更影响，偿债能力丧失，导致债券发生违约。

重大风险事件的发生对企业经营产生严重不良影响。公司实际控制人接受调查或失联可能会对企业经营带来较大影响，引起银行收贷、压贷，短期流动性风险加大，尤其是对于公司治理不完善的民营企业，实际控制人风险对企业偿债能力的冲击较大。例如，2016 年 1 月亚邦集团实际控制人、董事长许小初因个人原因，应相关部门要求协助调查，此次事件直接导致外界对亚邦集团的偿债能力产生怀疑，多家银行进行抽贷，外部融资渠道受阻，导致 2016 年亚邦投资控股集团有限公司共有两只债券发生违约。

股东或政府等外部支持的减弱或丧失导致信用风险加大。多数企业在爆发信用风险危机时，依靠自身已无法或者存在很大难度足额、按期兑付债务本息，股东支持、银行等金融机构外部流动性支持的差异在很大程度上决定了债务是否发生实质违约。股东、政府或相关利益方支持能力和意愿减弱或银行收贷、压贷等会导致信用风险加大、资金链断裂，最终发生实质违约。例如，2016 年 3 月亚邦股份发布澄清公告，称不对亚邦集团相关债券的偿付承担责任，亚邦投资控股集团有限公司股东支持减弱，同年 9 月 15 日亚邦 CP004 再次发生违约。

四、2017 年我国债券市场信用风险发展趋势

（一）我国宏观经济仍然存在下行压力

展望 2017 年，在英国脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济的缓慢复苏态势面临较大的不确定性。与此同时也存在一些积极因素，如美国经济持续复苏，日本经济复苏也有望向好发展。综合诸多因素，中国未来的经济增长仍面临着复杂多变的国际环境。从近期的数据来看，我国当前的经济呈现企稳筑底态势，2017 年将全力“稳增长”与“防风险”，一方面通过进一步的减税降费、加大基础设施建设投资以及刺激消费等措施维持经济的平稳增长，另一方面实施稳健中性的货币政策，大力振兴实体经济，引导资金脱虚向实，防范金融风险、房地产市场风险、地方政府债务风险等。总体来看，2017 年我国宏观经济仍然存在一定的下行压力，但不会出现大幅波动。

（二）行业继续分化，部分行业信用风险将进一步暴露

2017 年，在宏观经济基本面保持相对稳定的背景下，产能过剩行业、房地产行业以及国企、城投企业的信用风险将进一步暴露和释放。2017 年是我国供给侧结构性改革向纵深发展的关键之年，过剩行业“去产能”将继续推进，煤炭、钢铁行业企业的经营继续承压，信用风险较大；为了防范楼市风险以及进而引发的系统性风险，9 月以来房企债券融资收紧政策陆续出台，在未来楼市周期性转冷和已发债券集中到期的情况下，房企尤其是中小房企的经营风险和违约风险加大；国企、城投企业与地方政府的信用关联性弱化，《地方政府性债务风险应急处置预案》的出台使得城投债的刚兑信仰进一步被打破，信用风险有所上升。

（三）我国债券市场将进一步发展和完善，风险管控继续加强

2016 年以来，监管层继续鼓励债券市场的扩容和发行便利化，加大对绿色债券市场发展的支持和鼓励，进一步促进债券市场对外开放，2017 年主要趋势将得以延续，我国债券市场发行量将继续稳步增长。其中值得关注的有 PPP 项

目资产证券化的发展、高收益债能否推出、熊猫债扩容速度，以及提高类平台发行人以及房地产、过剩产能行业的债券发行门槛等的影响。

风险管控方面，2016 年以来，监管层陆续出台相关政策，强化信息披露，设计“交叉保护”等条款加强投资人保护，推出 CDS、CLN 信用风险对冲工具，预计在 2017 年将发生更大作用；评级行业监管预计会进一步加强；私募市场风险暴露增加，地方私募市场将面临整顿；债券市场交易对手风险暴露，相关监管有望加强；债转股将逐步实施，企业的财务杠杆将有所控制。这些措施都将对债券市场信用风险产生重要影响。

（四）级别调整将更加频繁，风险识别向基本面分析回归

在供给侧结构性改革向纵深发展的背景下，不同行业以及企业之间的信用风险分化将进一步加剧，债券市场违约事件频发，投资者对违约事件反应强烈，监管层出台诸多举措管控风险，加强对评级行业的监管。在市场和监管的双重压力下，为更好控制风险，为投资者服务，评级机构应加大级别调整力度，及时调整级别以反映和揭示信用风险，债券市场信用等级调整趋势将继续。

在级别调整依据方面，风险识别将向宏观、行业和企业的基本面分析回归。行业景气下滑导致公司经营基本面恶化是发生信用风险事件的重要原因之一，近两年的现实表明，行业景气度下降和强周期的企业特别是中小企业，违约风险较高。评级机构应该对每个行业的风险等级做出一定的评判。另外，对行业风险的展望要加强研究，为市场提供更多的产品。企业经营不善等自身因素是信用风险发生的直接原因。流动性压力（现金流管理）、盈利能力、债务负担或杠杆、融资环境、突发事件都可能引发企业违约事件的发生。在此背景下，违约率、级别调整与宏观经济、行业走势以及企业自身财务实力的联系日益紧密，外部支持因素的影响将弱化。

（五）中国债券市场违约事件的发生趋于常态化，刚兑信仰将进一步打破

尽管信用风险的增加对企业通过债券市场进行直接融资产生不利影响，但是信用风险的存在是市场经济发展的客观规律，违约是信用债市场的重要组成部分，是宏观经济和行业周期性变化下的必然反应，出现违约事件也是成熟市场普遍具有的特征之一。从长远来讲，打破债券刚性兑付有利于市场参与者加强对信用风险的认识及重视程度，进而采取有效措施预防和管控风险。非系统性信用风险事件的发生对于建立市场化的定价估值体系、完善市场风险分散分担机制以及提高评级的实际价值有积极意义。

一方面，监管、市场对违约的认识进一步加深。只要不发生系统性、区域性风险，违约就是可以容忍的，政府支持、救助、兜底的概率在下降，除非有恶意逃废债。投资者也开始真正关注违约，开始接受违约。因此，市场经济条件下必然存在的违约现象就会逐步常态化。另一方面，截至 2016 年底，我国债券市场将于 2017 年到期的主要信用债规模近 4 万亿元，这还不包括当年内新发且于当年内到期的短融和超短融。随着债券的到期，企业的风险会受到检验，违约风险就可能暴露。2016 年以来债券市场违约事件明显增加，表明市场规律作用下的违约事件发生已经逐步成为常态，在未来债券市场发行量稳步增长和债券集中到期的情况下，违约将更加常态化。

在对违约债券的处置上，我国已经进行了各种探索，包括收购兼并、企业重组、债务重组、破产清算等。但是与发达国家相比，我国债券市场违约处理机制还很不完善，不利于市场参与者控制风险同时提高了交易成本，未来应当进行相关研究，完善我国债券违约处理机制。