

# 债市聚焦

2016.9.21-9.27

2016 年第 38 期 总第 184 期

## 政策指南

中国版 CDS 和 CLN 交易指引正式发布  
交易所收紧房地产公司债 调整准入门槛和分类  
上海清算所正式推出自贸区债券柜台业务

## 市场动向

可交换债魔方：46 只合计募集 597 亿 是此前 3 年总和两倍  
中国债券违约大增 亟须建立预警系统  
拒绝僵尸企业 一企一策实施债转股  
PPP 落地隐现三大变异 或增地方债监控盲区  
中国政府融资平台卷土重来  
广西有色初定清算方案 资产将不采取整体打包方式拍卖  
加拿大国民银行获准发行熊猫债

## 联合视点

不良资产证券化业务加速推进 不良资产处置渠道得以拓宽  
首例破产清算：债市市场化发展新标志

联合资信官方微信平台



### 联系方式

北京市朝阳区建国门外大街  
2 号 PICC 大厦 17 层  
邮编 100022  
电话 010-85679696  
www.lhratings.com

## 政策指南

### 中国版 CDS 和 CLN 交易指引正式发布

9月23日，中国版 CDS 和 CLN 交易规则正式发布。

中国银行间市场交易商协会发布《信用联结票据业务指引》、《信用违约互换业务指引》、《信用风险缓释凭证业务指引》、《信用风险缓释合约业务指引》、《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》的公告，自发布之日起实行。

文件显示，信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产，可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以及债务重组等其他信用事件；成为信用联结票据创设机构需净资产不少于 40 亿元人民币；信用风险缓释工具分为合约类产品和凭证类产品。

根据信用违约互换业务指引，信用风险缓释工具业务参与者开展信用违约互换交易时应确定参考实体（包括但不限于企业、公司、合伙、主权国家或国际多边机构），并根据债务种类和债务特征等债务确定方法确定受保护的债务范围。在现阶段，非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具，交易商协会金融衍生品专业委员会将根据市场发展需要逐步扩大债务种类的范围。

据悉，中国版 CDS 发展任重道远，需要解决的问题包括市场参与者有待丰富、信用体系仍需完善、建立健全相关法律和监管体制、构建有效的定价机制。而信用违约互换交易所蕴含的风险，主要源于交易过程中的信息不对称，需警惕这种由于交易双方的信息不对称而产生的道德风险。

（摘自华尔街见闻，张美，2016年9月23日）

[返回目录](#)

### 交易所收紧房地产公司债 调整准入门槛和分类

上海证券交易所近日实施房地产公司债券审核新政，收紧了公司债相关条件。此外，深圳证券交易所也将于近日发布监管问答。

上交所房企公司债审核新政主要为调整了发债准入门槛和进行分类管理。准入门槛为主体评级 AA 级及以上，且满足四个条件：（1）境内上市公司；（2）省级政府、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属的房企；（3）以房地产为主业的央企；（4）中国房地产行业协会排名前 100 名的其他民营非上市房企。

参照上述准入标准后，若房企被准入，则对发债房企进行分类管理。分类指标共有 5 项：（1）最近一年末总资产小于 200 亿元；（2）最近一年末营业收入小于 30 亿元；（3）最近一年末扣除非经常性损益后净利润为负值；（4）扣除预收账款后资产负债率大于 65%；（5）存货中，开发产品、开发成本、土地储备于三、四线城市占比大于 50%。

上述分类指标，若触发一项及以内为正常类，触发两项为关注类，触发三项及以上为风险类。对于正常类，上交所会给予正常审核；对于关注类，需要更详细的信息披露，细化到项目具体细节，明确一些契约条款或增信；对于风险类，原则上不受理，需要增信达到 AA+及以上再按照关注类审核的要求进行审核。

（摘自 21 世纪经济报，辛继召，2016 年 9 月 27 日）

[返回目录](#)

## 上海清算所正式推出自贸区债券柜台业务

上海清算所自贸区债券柜台业务于 9 月 23 日正式推出，为自贸区内和境外投资人提供了新的资产配置渠道。中国银行作为首家接入的承办银行，在中国人民银行批准额度内将其在银行间市场持有的存量债券划转至自贸区，通过其自贸区柜台、网站报价销售。

自贸区债券柜台业务是自贸区跨境人民币债券业务的重要组成部分。经备案的承办机构可在自贸区分行柜台面向已开立自贸区柜台债券账户的区内和境外投资人销售人民币债券，并提供做市、二级托管服务。上海清算所作为总托管机构，负责总登记和日常监测。

上海清算所推出自贸区柜台债券业务，是信用类债券首次在商业银行柜台发售，首笔交易是投资人依托自由贸易账户体系首次进行的二级市场债券交易，有

利于自贸区金改 40 条“建设面向国际的金融市场”任务要求的落实，对推动自贸区深化发展和上海国际金融中心建设具有尤其重要的意义。

（摘自金融时报，杨毅，2016 年 9 月 27 日）

[返回目录](#)

## 市场动向

### 可交换债魔方：46 只合计募集 597 亿 是此前 3 年总和两倍

截至 9 月 20 日，今年已有 29 只可交换债成功发行，另有 17 家上市公司披露其重要股东启动可交换债发程序。从数量上看，目前总计已达 46 只的可交换债发行数量远超过去三年之总和；而在规模方面，这 46 只可交换债合计募集资金约为 597 亿元，是此前三年总和的两倍。

随着 A 股市场逐渐走稳，可交换债凭借其转换灵活、发行便捷等特点迅速获得上市公司股东、私募机构等多方认可。有私募人士甚至坦言，可交换债已脱离小众状态，有望成为类似定增这样的“常用工具”。诚然，兼具股性和债性，使得可交换债日益火爆，但仅需备案和简单公告就能实施发行的“绿色通道”，也令可交换债远离了监管视线。股价浮沉之间，以可交换债融资为支点，搭配低价定增，发行人即可实现“期现套利”，又或与私募机构通过种种“隐秘手法”实现利益捆绑，搅动资本的波澜。

业内人士认为，可交换债作为创新工具有着广阔的施展空间，在员工持股、重组支付等领域都有望发挥更大的作用。但只有在“三公”的阳光下设计、实施，且令市场参与者都能观察到股票的流动路径与交易相关方的真实情况，才能清晰展现这一创新背后的风险与收益，回归这一资本工具的设置初衷。

（摘自上海证券报，邵好，2016 年 9 月 21 日）

[返回目录](#)

### 中国债券违约大增 亟须建立预警系统

2014 年以来，国内债券市场违约事件频发，近两年更呈加速递增趋势。债券

的“刚兑”神话被逐步打破，这给债券投资人和投资机构带来了困惑，对于债券投资者来说，一个风险与收益并存的时代由此开启。

### 中国债券违约现状

1、趋势：违约数量和金额过去两年持续递增。

自 2014 年超日债券违约后，市场开始出现少量债券逾期，2015 年的违约笔数和金额明显上升，累计违约 24 笔、128.7 亿元，2016 年 2 月以后违约数量和金额分别猛增至 62 笔、376.3 亿元（截至 7 月）。

2、行业：产能过剩及强周期性行业占比高。

2016 年我国经济将继续面临下行压力，传统制造业去产能和部分城市房地产去库存任务艰巨，经济增速将进一步放缓。经济下行，下游产业需求低迷，使得处于上中游的强周期产业产能过剩，产品销量及价格持续下滑，盈利能力大幅下降，债务负担加重，加上过于依赖银行融资，成为了违约高发地带。

3、性质：民营企业偏多但违约金额较小，国企、央企金额高。

从企业性质来看，在所有 37 家违约主体中，民营企业占比最大，一共 21 家；其次为地方国企 5 家；再次为央企 4 家。而其他类型的企业其股东背景与民营企业相似。从违约金额来看，地方国企（126.7 亿元）和央企（96 亿元）占据份额最高。由于私募信息的可获取性远低于公募，目前已有的统计结果表明：民营企业的私募债整体数量占比偏高，而央企和地方国企则更偏向于公募债。

4、地域：东南沿海、华北和西南省份较集中，东北地区虽违约主体家数不多但金额较大。

从债券违约企业的地域特征来看，违约主体主要分布在东南沿海（13 家）、华北（10 家）、西南（7 家），而违约金额最多的地区为华北（166.7 亿元）、东南沿海（98.5 亿元）、东北（50.7 亿元）、西南（39.6 亿元）。

5、品种：短期及超短期债券违约数量增速过快。

进入 2016 年以来，违约券种主要以短期债券为主，1 年期内的短期债务违约大幅上升。短期债券违约数占比提升了 13.5%，违约金额占比提升了 9.8%。

### 债券违约成因分析

违约事件从萌芽到最终发生的过程中所经历的发展链条，分四个阶段：风险



萌芽期、风险积蓄期、风险显现期和风险应急处置期。

在风险萌芽期，经济下行、行业不景气等外部因素埋下隐患。风险积蓄期，管理层经营不善、投资决策失误等内部因素的诱发下，违约风险逐步显性化。随后，在长期盈利能力降低、债务集中到期、融资困难等多重因素共同作用下出现流动性紧张，并形成多因素之间的恶性循环，是风险的显现期。而在风险的应急处置期：采取出售公司优质资产等方式获得流动性求生存，发生违约后债券持有人向增信机构寻求补充。

### 建立预警系统

违约风险演进过程中不同时期的诱因和表现不尽相同，但大多数环节是可以被直接或间接识别的。高风险主体主要集中在强周期或产能过剩行业，如电力、房地产、建材、多元金融服务等行业。

综上所述，我国债券市场长久以来存在刚性兑付的现象，政府及相关国企曾多次对公募债券违约风险进行兜底。但随着市场走向成熟，打破刚兑，更好地让市场决定风险和收益的平衡是发展的必然趋势。

（摘自第一财经日报，俞宁子，2016年9月22日）

[返回目录](#)

## 拒绝僵尸企业 一企一策实施债转股

随着去杠杆、去产能向纵深推进，债转股成为监管部门化解风险的工具之一，新一轮债转股正在徐徐拉开帷幕。针对当前产能过剩国企实施债转股所面临的问题、风险以及对策，专家认为，实施债转股应明确两个名单，一个是试点银行的名单，一个是债转股企业的名单。债转股的对象只能是确有改善前景的行业和企业。应该用破产法和债转股方案划清“僵尸企业”和“非僵尸企业”的边界，对于有市场前景和竞争力的企业，可划入债转股的名单，通过债转股的方式改善其治理结构，最终在资产端改善企业盈利；对于政企不分、没有市场竞争力的“僵尸企业”，应通过破产法以市场化方式加快出清。

从目前的情况看，大规模债转股的条件远非成熟。对于债转股，有三个重要的“不是”：第一，债转股不是为了简单地减轻企业融资成本，更不是为了让企

业逃废债。债转股只能在短期内给那些有发展前景的企业减负，但在长期对企业的经营提出了更高的要求。第二，债转股不是银行提高清收能力的手段。对于银行来说，债转股后将丧失资产抵押、质押权，在清偿顺序上也位列最后。因此，对于那些过剩行业的企业，应该果断清盘，避免损失扩大。第三，债转股不是降低整体宏观杠杆率的根本手段。债转股之后，银行通过附属公司从原先的债权人变为股东，看起来似乎是降杠杆了，但银行的负债端依然是包括居民储蓄存款在内的存款，整体上并未降低杠杆率。同时，债转股的对象只能是那些确有改善前景的行业和企业，因此，债转股不可能成为短期、大规模降低杠杆率的手段。由于债转股的功能是改善企业治理结构、最终在资产端改善企业盈利，对于过剩产能的行业和政企不分、难以改善治理结构的企业，不应该采用债转股。

有消息称，由发改委牵头制定的债转股方案有望 9 月下旬出台。专家表示：方案最大的看点应该是市场化以及“一企一策”，试点商业银行的名单和范围也值得期待。有两个名单很关键，一个是试点银行的名单，一个是债转股企业的名单。方案应当确定可进行债转股企业的标准。

债转股方案的出台可能加快去产能的速度，尽快完成全年目标。去产能最重要的就是“僵尸企业”的处置，应该用破产法和债转股方案来划清“僵尸企业”的边界，分清哪些是可救的企业，哪些是不可救的。对于那些有市场前景和竞争力的企业，可以划入债转股的名单，通过债转股等方式帮助企业度过短期的危机；对于一些完全停产、没有市场竞争力的“僵尸企业”，应按照破产法的方式去处理，以市场化方式重整或出清。此外，应拓宽不良资产处置的资金渠道，鼓励各类股权投资基金投资不良资产。

（摘自中国证券报，刘丽靓，2016 年 9 月 22 日）

[返回目录](#)

## PPP 落地隐现三大变异 或增地方债监控盲区

当前，中央政府高度重视 PPP（政府和社会资本合作）模式的推广，有关顶层设计正在加速推进，其已成为稳增长的重要抓手。但从具体进展来看，莫尼塔宏观研究主管钟正生认为，PPP 在运行当中存在三个“变异”，使得理想与现实

之间差距犹存：“公私合营”异化为“公公合营”、“股权投资”异化为“名股实债”、“长期投资”异化为“短期投资”。因为 PPP 多为政府与国企业的合作，真正私营资本参与的项目可能只有 10%左右。同时在政府与私营资本磨合过程中，多有固定回报的约定，社会资本和银行都会要求政府将项目支出纳入财政预算。而多数社会资本参与的主要动机是获得施工利润，投资收益占比较小，经过 2 年建设期加 3 年运营期即可收回大部分资本金。

之所以出现“政府热、民间冷”的局面，是因为政府在项目中的资本金负担不重，通常一个项目包含 30%的资本金和 70%的银行贷款，资本金中政府只需出资 20%左右，也即政府所需支付的资本金只有项目总额的 6%，甚至更低。从项目支付其线上看，PPP 可以拉长至 20-30 年，财政压力减轻现金流得到一定程度的平滑。而参与社会资本方通常是国企，因为社会资本需承担与股权份额相对应的融资责任，其融资成本低，具有先天优势。对央企来说通过 PPP 参与到大体量的基建项目中，能够起到扩张地盘的作用。

在带动经济增长方面，钟正生表示，虽然 PPP 还只是基建投资中的一个补充，但在一定程度上能够提升建设效率，已成为增量项目的主流模式。首先，政府在 PPP 模式中，一改过去四处找资金、找施工单位的形象，变身成为“甲方”，能够吸引到很多社会资本主动与之合作。其次，PPP 合约期拉长，政府对项目的掌控力有所提升，可以要求社会资本承担运营期的风险。最后，政府在 PPP 模式中，可以将好坏项目“肥瘦搭配”，打包推出，有助于增加基建项目落地量。

不过，财政部为抑制地方政府猛推 PPP 的冲动，规定 PPP 支出不得超过地方当年财政预算支出的 10%。钟正生提醒，要防止地方政府以各种形式突破红线，而且企业代替政府承担融资责任，使政府债务得以出表，未来或更加难以监控地方政府的债务问题。而且未来一旦政府无力偿还，是否需中央政府来买单都值得警惕。

（摘自和讯网，王伟，2016 年 9 月 23 日）

[返回目录](#)



## 中国政府融资平台卷土重来

经历了 2015 年的下降后，中国地方政府融资平台举债今年回升，原因是政策制定者试图利用国企对基础设施的准财政支出，缓冲私企制造业投资的放缓。

中国正在放弃通过逐步停止地方政府利用融资平台举债来加强地方财政纪律的承诺，这些平台可以让各省、市、县绕开对地方举债的限制。

在两年前出台的被称为“43 号文”的具有里程碑意义的政策指引中，中国国务院规定，地方政府融资平台（LGFV）——政府旗下的投资公司，但表面上独立于财政预算——“不得新增政府债务”。

但经历了 2015 年的下降后，预算外债务今年又出现了回升。数据显示，截至 9 月底，地方政府融资平台的净债券发行额达到了 1.07 万亿元人民币（合 1600 亿美元），高于 2015 年全年发行的 9460 亿元人民币。

这一回升反映了中国决策者提振经济的努力，他们试图利用国有企业对基础设施的准财政支出缓冲私企制造业投资的放缓。国际货币基金组织（IMF）估计，2016 年中国“扩大后的”财政赤字——包括地方政府融资平台举债以及中央和地方政府债券——将达到国内生产总值（GDP）的 10.1%，高于财政部为 2016 年确立的 3% 官方赤字目标。

有专家认为“地方政府融资平台与政府各自不同的职能被分离开。新原则是‘谁用，谁借；谁借，谁还’”，但 IMF 仍不相信地方政府融资平台的所谓独立性。IMF 估算，如果计入地方政府融资平台的债务，2016 年中国的地方政府债务将增加 4.2 万亿元人民币，远高于官方规定的今年 1.2 万亿元人民币的省级政府发债限额。

中国在经济增速放缓之际寻求戒掉预算外融资，妥协是不可避免的。由于基础设施建设是用来稳定经济的一根重要杠杆，投资需求非常大。仅靠官方债券发行额度是不够的。

（摘自英国金融时报，吴佳柏，2016 年 9 月 23 日）

[返回目录](#)

## 广西有色初定清算方案 资产将不采取整体打包方式拍卖

根据《广西有色金属集团破产财产变价方案（讨论稿）》，此次广西有色将不采取整体打包方式进行拍卖，而是直接分拆。估值 9.63 亿元的有色大厦将采取集合整体变价；国开思远股份、南宁信用社股份单独变价。应收账款采取集合整体变价；长期股权投资执行以整体为主，分拆处置为辅的原则。

根据一份预评估报告显示，广西有色总体资产的预评估价值为 59.74 亿元人民币，包括流动资产 11.83 亿元以及非流动资产 47.9 亿元。而目前，广西有色确认的债权为 145.14 亿元，其中包括有抵押的 39.36 亿元优先债和 105.78 亿元的普通债。

（摘自彭博新闻社，2016 年 9 月 26 日）

[返回目录](#)

## 加拿大国民银行获准发行熊猫债

加拿大国民银行，获准在中国银行间债券市场发行总额不超过 50 亿元人民币的人民币债券，成为首家获准发行熊猫债的北美银行。

截至 8 月 30 日，今年新发行 29 笔熊猫债，规模总计 504 亿元，超过 2015 年全年发行规模的六倍，也是历史上第一次超过离岸人民币债券。

熊猫债发行大幅攀升的最主要原因是中国境内较为低廉的融资成本。根据摩根大通今年 7 月发布的报告，中国经济持续低迷的背景下，中国境内债券收益率下降超过 150 个基点。该报告同时指出，人民币贬值预期也促使境外发行人通过发行熊猫债券直接筹集人民币，为其在中国的投资提供融资，从而避免汇率错配风险。

（摘自财新网，彭骏，2016 年 9 月 26 日）

[返回目录](#)

## 联合视点

### 不良资产证券化业务加速推进 不良资产处置渠道得以拓宽

2016年2月14日，人民银行等八部委印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出重启不良资产证券化试点；2016年2月25日，工行、建行、中行、农行、交行和招商银行6家银行获得首批不良资产证券化试点资格，总额度500亿元；2016年4月19日，中国银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和配套表格体系，政策利好促使不良资产证券化重启加速推进。2016年5月重启后的首单不良对公贷款ABS项目-中誉2016-1问世，几乎同时招商银行发起的首单不良信用卡贷款ABS-和萃2016-1成功发行，随后招商银行发起的首单不良小微贷款ABS-和萃2016-2，农业银行和建设银行发起的农盈2016-1、建鑫2016-1不良对公贷款ABS陆续发行。截至2016年9月22日，银行间市场已成功发行5单不良资产证券化产品，累计发行规模47.70亿元，基础资产涵盖对公不良贷款、小微不良贷款及信用卡不良贷款。

#### 基础资产

基础资产有中誉2016-15、和萃2016-1、和萃2016-2、农盈2016-1及建鑫2016-1的5个产品，其中，中誉2016-1、农盈2016-1及建鑫2016-1的基础资产为不良对公贷款，此类基础资产具有单户规模较大、借款人集中度较高的特点，并且，由于借款人行业、地区及担保类型的不同，基础资产的同质性较低；和萃2016-1的基础资产为不良信用卡贷款，此类基础资产为纯信用类贷款，其特点为单户占比较小、分散性好且同质性高；和萃2016-2的基础资产为不良小微企业贷款，债务人多为个人经营业主，为降低尽调及估值难度，和萃2016-2的基础资产全部为抵押物为商铺和（或）个人住房的贷款，其分散度及同质性介于不良对公贷款与不良信用卡贷款之间。

#### 回收估值

与一般信贷资产证券化项目关注入池资产的违约风险不同，不良资产证券化项目的基础资产本身就是已经违约的不良贷款，此时基础资产的关注点是不良贷

款的预期回收金额和回收时间分布。根据项目特点，评级机构会采用不同的回收现金流估值方法。针对对公不良资产证券化项目，联合资信对资产池采取逐笔估值方式，基于发起机构、评估机构、律师事务所以及会计师事务所提供的资料及意见，结合实地调查了解信息，对资产池进行估值，估值主要考虑因素包括：主债权及从债权的有效性、借款人及保证人经营情况和偿付意愿、债务人有效资产存续状况、抵/质押物或查封物的优先受偿权及变现价值、当前处置计划和处置阶段、当地经济及司法环境、其他财产线索或现金回收来源等；针对信用卡不良资产证券化项目，联合资信采取历史静态池精算统计估值方式，主要基于发起机构提供的入池资产信息和信用卡不良资产的历史回收数据，结合现场调查了解到的具体催收过程和催收管理方式，通过对信用卡不良资产历史回收数据的分析，对比资产池和历史数据的特征，对资产池回收金额进行估值；针对小微不良资产证券化项目，联合资信从审慎的角度出发，认为每个借款人项下所有贷款的回收仅来源于对其抵押物的处置收入，通过对历史数据分析，并结合对抽样资产的尽职调查，得出影响抵押物变现及回收金额的主要因素包括：抵押物受偿顺序、抵押物的评估价值、抵押物类型、抵押物面积、抵押物目前的状态、抵押物租赁期限等，联合资信在评估公司对每个抵押物的评估价值上，针对入池贷款特征设置不同的折价因子，从而预测得出入池贷款的回收金额。

从回收估值水平看，和萃 2016-2 入池贷款回收率（口径）最高，为 56.33%，和萃 2016-1 入池贷款回收率最低，为 11.53%，中誉 2016-1、农盈 2016-1 和建鑫 2016-1 介于中间。导致回收率差异的主要原因是和萃 2016-2 基础资产均附带商铺或（和）个人住宅作为抵押，该类不良贷款回收率相对较高且确定性较大，有助于提高资产池的预期现金流回收水平；和萃 2016-1 基础资产为纯信用类贷款，无抵/质押物作为担保，因而回收率低，且从发生不良到初始起算日的账龄对信用卡不良贷款回收金额影响较大，账龄越短，入池贷款后期回收金额越大；中誉 2016-1、农盈 2016-1 和建鑫 2016-1 基础资产包括保证类、抵/质押类贷款，抵/质押物一般为机器设备、土地、厂房等，抵押物处置难度较大，回收水平一般。

查看全文请点击 <http://www.chinabond.com.cn/Channel/5967205>

（摘自中国债券信息网，结构融资部屈晓灿、梁涛供稿，2016 年 9 月 22 日）

[返回目录](#)

## 首例破产清算：债市市场化发展新标志

2014年，“11超日债”无法按期全额支付利息，拉开了公募债券违约的序幕。此后，信用类债违约呈加速之势，但刚性兑付预期仍普遍存在。近日广西有色金属集团有限公司（简称“广西有色”）宣告破产，是银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业，成为我国债市市场化发展的新标志，也是债券市场走向成熟的必经之路，有利于打破“刚性兑付”信仰，消除市场扭曲，促进市场公平、健康发展。

### 破产清算是市场化发展的必然选择

近年来，随着经济改革的推进和结构调整的深化，我国债券违约现象不断出现，从私募产品到公募产品，从民营企业到国有企业，从中小企业集合票据到短期融资券、中期票据等常见券种的违约均有出现，债券违约趋于常态化。在此背景下，有序打破“刚性兑付”，消除信用市场定价扭曲，是债券市场化发展的必然选择。

近日，法院发布公告显示，因广西有色及管理人未能在人民法院裁定重整之日起六个月内提出重整计划草案，并且未申请延期，广西壮族自治区南宁市中级人民法院于9月12日宣告终止广西有色重整程序，并宣告公司破产。

分析其最终走向破产清算的原因，第一，广西有色资产负债率高达216.77%，资产处置价值已然不高，进行破产重组或会使其最终沦为僵尸企业，有可能进一步导致国有资产的流失；第二，政府如果救助，有可能助长市场的道德风险和逆向选择，破坏市场的公平性，导致债券市场资源配置不当等问题，不利于债市的长远健康发展；第三，随着近几年刚性兑付逐步打破，市场对违约和损失的容忍度在不断提升，破产清算不一定会带来很大的市场冲击，引发系统性风险的可能性不大。可以说，广西有色破产清算是市场化选择的结果，也是债市走向成熟的必经之路。

### 债市参与者应顺应市场化发展趋势

与之相契合的是，近日，银行间交易商协会发布了《投资人保护条款范例》，针对债务融资工具违约风险点，设计了“交叉保护条款”、“事先约束条款”和“控制权变更条款”，将风险事件作为持有人会议触发情形，并分别设置了相应



的投资人保护机制，进一步推动了投资人保护的规范化和制度化。

在上述背景下，我国债券市场参与者应与时俱进，适应债市市场化发展进程，共同推动债券市场健康、有序、规范发展。

首先，企业要充分认识债务风险，注意管控债务杠杆，努力提高资金、筹资和财务管理水平。企业应对未来宏观经济、行业周期进行谨慎、全面的评估，完善公司治理机制，以实现盈利和可持续发展为目标，主动、自发地寻求降杠杆、促发展路径。

其次，投资者风险意识应进一步提高。目前政府或者母公司等债券的各关联方对债券违约的救助能力和意愿趋于弱化，刚兑信仰逐渐打破，投资者应树立理性投资、风险自担的投资理念，提升自我保护意识，避免资金损失。

再次，监管机构应完善债券违约处置机制，提高事后处置效率。目前，由于我国破产申请程序繁琐，司法干预多，执行成本高，破产管理人专业程度不足、选任制度不完善，导致诉讼时间很长，重整计划效率不高。因此建议我国尽快建立一套完备、清晰的破产重整和清算等事后处置机制，推动债券违约处置制度化，降低破产审理成本，提高处置效率。

最后，金融中介机构应谨慎尽职，促进市场的有效运行。如主承销商应进一步完善业务架构、内控机制、激励机制，避免利益冲突，进一步发挥在尽职调查、信息披露、持续督导方面的作用和职责。评级机构应进一步完善评级方法，向企业基本面分析的本质回归，弱化外部支持因素对评级结果的影响，对企业信用等级调整应更加及时。

（摘自中国证券报，研究部刘艳供稿，2016年9月27日）

[返回目录](#)