

债市聚焦

2017.8.16-8.22

2017 年第 33 期 总第 229 期

政策指南

发改委：防范企业债券违约风险，加大重点项目支持力度
《融资担保公司监督管理条例》发布

市场动向

五省市尝鲜“市政债”，已发行 435 亿元
全国首笔绿色短期融资券成功发行
上半年中资美元债发行量翻 10 倍：银行放量、城投近乎绝迹
首单运用区块链技术的交易所 ABS 获批

风险事件

22 个月等待后，“10 中钢债”可以回售了

联合视点

“2017 年上半年中国债券市场信用风险回顾与展望”论坛顺利召开
2017 年第二季度宏观经济报告
绿债政策利好不断，发行规模环比大增
债券违约市场化、法治化处置时代到来

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
lianhe@lhratings.com

政策指南

发改委：防范企业债券违约风险，加大重点项目支持力度

8月15日，国家发改委办公厅发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》（简称《通知》）。《通知》明确，积极防范企业债券领域地方政府债务风险。做好存量企业债券涉及的地方政府债务风险的排查化解，在企业债券申报中严格防范地方政府债务风险。

明确发债企业和政府权责

此次，国家发改委从存量企业债券以及新发行企业债券两方面防范风险。

《通知》称，做好存量企业债券涉及的地方政府债务风险的排查化解。如企业已发行的企业债券涉及政府性债务，省级发展改革部门应主动配合相关部门，指导发债企业和中介机构依法依规做好地方政府债务风险的排查化解。

在企业债券申报中严格防范地方政府债务风险。企业新申报发行企业债券时，应明确发债企业和政府之间的权利责任关系，实现发债企业与政府信用严格隔离，严禁地方政府及部门为企业发行债券提供不规范的政府和社会资本合作、政府购买服务、财政补贴等情况。对不符合以上规定的，省级发展改革部门应不予转报。

《通知》还强调，加强事中事后监管，防范企业债券违约风险，要求省级发展改革部门主动加强与有关部门和单位的沟通协调，对企业债券发行后资金使用情况跟踪检查，对违规行为进行及时纠正，涉嫌犯罪的移送司法机关依法处理，充分保障债券投资者的合法权益。对出现偿债风险的存量债券，省级发展改革部门应提前介入，充分运用市场化、法治化手段，指导企业和中介机构制定完备的偿债方案，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

力挺雄安新区等项目建设

《通知》还指出，对雄安新区及国家级新区等重点地区项目建设加大支持力度，鼓励符合条件的主体发行企业债券融资，推进重点项目建设，省级发展改革部门可主动探索，协调有关部门在降低债券发行成本等方面进行支持。

据分析称，雄安新区的地位比肩深圳特区和浦东新区，建设所需资金体量巨大。经测算，预计雄安新区在中期（5年内）和长期（20年内）中基建投资总额分别为 937.5 亿元和 12000 亿元。基于雄安新区的较高定位，可以通过开发性贷款、商业银行贷款、债券等方式获得融资。

（摘自每日经济新闻，张钟尹，2017 年 8 月 16 日）

[返回目录](#)

《融资担保公司监督管理条例》发布

8 月 2 日，国务院总理李克强签署国务院令，公布《融资担保公司监督管理条例》（简称《条例》），自 2017 年 10 月 1 日起施行。

《条例》规定，国家推动建立政府性融资担保体系，发展政府支持的融资担保公司，建立政府、银行业金融机构、融资担保公司合作机制，扩大为小微企业和“三农”提供融资担保业务的规模并保持较低的费率水平。各级人民政府财政部门对主要为小微企业和“三农”服务的融资担保公司提供财政支持。政府支持的融资担保公司应当增强运用大数据等现代信息技术手段的能力，为小微企业和“三农”融资需求服务。纳入政府推动建立的融资担保风险分担机制的融资担保公司，应当按照国家有关规定降低对小微企业和“三农”的融资担保费率。

融资担保行业对于发展普惠金融，促进资金融通，特别是解决小微企业和“三农”融资难融资贵问题具有重要作用。近年来，我国融资担保行业在较快发展的同时，也存在监督管理不到位、经营行为不规范不审慎、为小微企业和“三农”服务的意愿有待增强和能力有待提高等问题。《条例》的发布有利于加大政策扶持力度，完善监管制度，有效防范风险，促进融资担保行业健康发展，更好地为小微企业和“三农”服务。

中国社科院金融研究所银行研究室主任曾刚表示，担保的主要作用是承担剩余风险，并且通过这种剩余风险的承担、以比较低的商业成本来完成风险分担，撬动商业性金融进入到政策引导的领域，比如小微企业。因此，政府应该更好发挥风险承担和引导的作用，在一定的基础、范围和准则之下，带动更多的商业金融机构介入融资链条，形成多层次的融资体系，真正缓解企业融资难、融资贵的

问题。

中国银行国际金融研究所研究员高玉伟认为，发展融资担保，仅靠市场会遇到商业性盈利难题，应要求政府给予一定补贴或优惠，并对费用进行适当监管。目前重点在于，鼓励社会资本参与，建立一定数量分布广泛的专业化担保机构，切忌盲目求大求全。

（摘自经济参考报，林远，2017年8月22日）

[返回目录](#)

市场动向

五省市尝鲜“市政债”，已发行 435 亿元

截至 8 月 15 日，北京、厦门、福建、河北、广东五省市共发行土地储备专项债券 371.8 亿元，广东发行了首批收费公路专项债券 63 亿元。部分省份还披露了具体地块未来预期收入，均能覆盖债券本息支出。

项目收益自求平衡

地方政府专项债的特点终于凸显出来。从 7 月 14 日到 8 月 10 日，北京、厦门、福建、河北、广东陆续发行土地储备专项债共 31 只，债券金额共计 371.8 亿元，评级均为最高等级的 AAA。五省市发行的土储债，基本是打包一批，最终使用者均为地市级政府。如 8 月 10 日，广东省发行首批共计 20 只土地储备专项债，涉及广州、珠海、云浮、揭阳等 20 个地级市的土储项目。

债券信息披露文件中，列明了债券资金投入的具体项目，未来偿债资金来源也给出了具体说明，这在以前是从未有过的。这意味着信息更为透明，地方政府专项债券的“专项”用途得以凸显。如福建发行的 10 亿元土储债，募集资金主要用于福州市三叉街旧街改造项目，规划用途为商住类用地及配套。项目总用地 505.39 亩，土地收储资金需求 97.99 亿元，预期收益 101.08 亿元。

地块的预期收益从哪里来？专家表示，历史数据表明，地方土地价格有涨有跌，撰写评级报告里涉及地块未来预期收益，基本是按照周边地块历史平均成交价来定。8 月 10 日，广东发行了首批收费公路专项债券 63 亿元，使用者为省本

级政府。海南紧接其后，于8月17日发行20亿元收费公路专项债券，投入项目为跨市县的高速公路等，使用者同样为省本级政府。海南20亿元收费公路专项债券资金用于四个项目，分别是万宁至洋浦高速公路、琼中至乐东高速公路、文昌至琼海高速公路、交通扶贫六大工程。据海南披露的“收益和融资平衡方案”显示，按照海南全省近年车辆通行附加费收入年均增长6.5%的水平推算，预计债券存续的7年时间里，省本级车辆通行附加费收入合计221亿元；按照近期地方债年化利率4%推算，这批债券本息支出共计25.6亿元（20亿元本金+5.6亿元利息），收入足以覆盖本息支出。

利率差异不大

可以发现，打包发行的不同地级市项目，尽管财力差异很大，但债券发行利率差异不明显。如7月14日发行的一批北京土储债，涉及东城、朝阳、大兴、石景山不同区，但5年期债券利率为3.54%、3.55%，基本没有差异。再如8月10日，广东发行的20只土储债，5年期中标利率为清一色的3.8%。

若与同期普通专项债比较，这些“特别品种”的专项债发行利率不大“特别”。如7月14日，北京发行首批土储债的同时，还发行了一批普通专项债，5年期普通专项债券发行利率也为3.55%，与土储债利率相当。7月21日，福建发行的5年期土储债利率为4.06%，而当天发行的福建5年期专项债利率分别为3.96%，稍高10BP。

目前，仅广东一家发行了收费公路专项债。从广东实践来看，收费公路专项债发行利率与普通专项债差异不大。8月10日，广东发行的7年期收费公路专项债券利率为3.99%；一天之后的8月11日，广东又发行了一批专项债，7年期专项债券利率仍为3.99%。

专家表示，目前来看，土地储备和收费公路专项债券与普通专项债的差异并没有体现出来，市场对此还有一个认知过程。市场对土地储备专项债的风险判断，主要还是基于发行主体，即省级政府的信用资质，并未落到项目资金使用方即市县政府身上。

中国版“市政债”试行办法虽然要求落实债券资金使用方（市县政府或省本级政府）的偿债责任，但按照我国现行预算法规定，只有省级政府才能发行地方

政府债券，“市政债”的发行仍由省级政府（以及有权限的计划单列市政府）发行，再转贷市县政府使用。

（摘自 21 世纪经济报道，周潇泉，2017 年 8 月 16 日）

[返回目录](#)

全国首笔绿色短期融资券成功发行

日前，在人行天津滨海新区中支的积极推动下，天津滨海新区企业申请的“绿色短期融资券”在全国银行间市场注册并发行成功，这是全国银行间市场火电行业的首单绿色债券，同时也是全国银行间市场首单绿色短期融资券。

绿色债券是近年来中国银行间市场的创新业务项目，本次申请注册规模为 10 亿元，首次发行金额为 2 亿元，市场利率为 4.74%，用于通过直接融资方式改善并优化公司整体的融资结构，中信银行天津分行为本次债券发行的主承销商。在人行天津分行的指导下，人行滨海新区中支多次赴企业实地考察，了解生产经营及资金需求情况，密切关注主承销商为企业设计的发行方案，实时跟进注册进度，协助完善申请资料，持续提供政策支持。

（摘自金融时报，李庶民，2017 年 8 月 18 日）

[返回目录](#)

上半年中资美元债发行量翻 10 倍：银行放量、城投近乎绝迹

随着国内融资环境的收紧，今年以来，中资企业海外发债的势头颇猛。“今年上半年亚洲区 G3 债券（指以美元、日元或欧元计价的债券）发行状况良好，整体较去年增长 82.1%，属于亚洲地区较好的年景。从占比来看，中资企业发行的美元债约占 60%，为亚洲地区最高。”德意志银行资本市场北亚区总监李民宏表示，2017 年中资企业美元债发行规模较大，在很大程度上因为“2016 年发少了。”彭博数据显示，2017 年上半年，中资美元债发行 1334 只，规模总计 1682 亿美元。相比 2016 年同期的 144 只和 560 亿美元，发债数量翻了近十倍，发债规模大约翻三倍。其中，银行发行的美元债占比最高达 46%，市场人士分析，这主要得益于监管的宽松和银行资本补充压力的综合驱动；房地产企业发行规模占

比 15%，位居第二；而 2015-2016 年间风头无两的城投类美元债，今年几乎绝迹，上半年仅发行了 2 只，总规模 8 亿美元。

短期海外融资需求高涨

中资美元债数量快速增长的背后，债券期限开始呈现短期化趋势，这源于监管部门的收紧。专家指出，2017 年上半年，发行期限在一年以内的美元债数量和占比明显增多，共 985 只，占总发行量的 73.84%；相比之下，2015 年债券发行期限均在一年及以上，2016 年上半年发行 3 只期限 1 年以内的美元债，下半年增长到 118 只，占总发行量的比重超过四分之一。“从境外借入一年期以上资金，需要得到发改委的批复，而一年期以下不需要。”业内人士解释，“因此在境内融资环境趋紧的情况下，企业海外短期融资需求高涨。”

发债主体结构上也发生较大变化。2016 年，共发行 42 只城投类美元债券，总规模 125.8 亿美元，较 2015 年同比增长 86.37%。但 2017 年上半年，城投美元债仅发行 2 只，规模 8 亿美元。“境外投资者对国内城投公司美元债需求还是比较强的。”业内人士表示，由于城投美元债存在隐性政府担保，具有高票息、低风险的特征，但随着政策加码，今年海外投资者的需求难以得到满足。

银行海外发债占比 46%

今年上半年，中资银行共发行美元债 768 亿美元，占比 46%；排在第二位的是房地产公司，规模 244 亿美元，占比 15%。中资银行海外融资在成本上具有优势，而近两年在资本监管趋严的背景下，部分银行资本补充压力突出，叠加央行、发改委和外汇管理局对银行海外发债政策的进一步宽松，共同推动 2017 年银行海外发行美元债热情高涨。

业内人士表示，银行发美元债单笔规模也较大，且银行作为发债主体的下沉，例如，德意志银行近期主承销的重庆银行美元债是该银行的首只海外债券，之后徽商银行、南阳银行等均发行了同类债券。

房地产企业的海外融资，则遭遇一定程度的限制。2015-2016 年间，恰逢证监会改革公司债，房企借势发行大量公司债，甚至出现国内发债融资提前偿还海外高息美元债的情况。但 2016 年下半年以来，监管逐步收紧房企发债，中资房企美元债发行大幅复苏。

2017 上半年，房企发行美元债数量，已超过 2016 年全年；募资规模 244 亿美元，高出 2016 年全年发行规模近 75%。但二季度以来，发改委对房企海外债批文收紧，房企美元债的期限开始变短，规模也在下降。

专家称，从二季度房企美元债期限分布来看，期限大于 10 年的数量和规模都逐年减少，债券平均期限有所下降，期限在一年内的债券占比提升。二季度发行一年期以下债券 5 只，发行审批流程受监管调控明显。

（摘自 21 世纪经济报道，黄斌，2017 年 8 月 18 日）

[返回目录](#)

首单运用区块链技术的交易所 ABS 获批

“百度-长安新生-天风 2017 年第一期资产支持专项计划”近日获得上海证券交易所出具的无异议函，发行总规模 4 亿元，产品分为优先 A 级（85%，AAA 评级）、优先 B 级（6%，AA 评级）和次级三档，基础资产为汽车消费信贷。

该产品由百度金融旗下西安百金互联网金融资产交易中心有限公司担任技术服务商和交易安排人，长安新生（深圳）金融投资有限公司作为原始权益人和资产服务机构，天风证券股份有限公司担任计划管理人。

据了解，在本项目中百度金融作为技术服务商搭建了区块链服务端 BaaS（Blockchain as a Service）并引入了区块链技术，项目中的各参与机构（百度金融、资产生成方、信托、券商、评级、律所等）作为联盟链上的参与节点。区块链技术作为独立的底层数据存储和验证技术，具有去中介信任、防篡改、交易可追溯等特性，能够实现交易过程中，各节点共同维护一套交易账本数据，实时掌握并验证账本内容。

今年 5 月，百度金融与佰仟租赁、华能信托等在内的合作方联合发行国内首单 4.24 亿元场外区块链技术支持的个人消费汽车租赁债权私募 ABS 项目。公开数据显示，百度金融自 2016 年 10 月开展场外 ABS 业务，主要发力消费金融市场。目前，百度金融创设的场外消费金融资产证券化业务规模已达 80 亿元人民币。

此外，“百度有钱花”还在上交所发行了两期教育分期资产证券化产品，规模共计 12.45 亿元。

（摘自上海证券报，2017 年 8 月 21 日）

[返回目录](#)

风险事件

22 个月等待后，“10 中钢债”可以回售了

经过 22 个月的长久等待之后，投资者终于迎来“10 中钢债”的回售行权日。

8 月 18 日，中国中钢股份有限公司公告称，“10 中钢债”设有投资人回售选择权，投资人回售申请开始日 2015 年 9 月 30 日，投资人回售申请截止日 2017 年 8 月 18 日，回售价格 100 元，行权日 8 月 21 日，未回售部分债券利率 5.30%，经相关主管部门批准，发行人可转售或注销回售的债券。

2015 年 10 月 19 日，中钢股份发布公告称，将延期支付规模 20 亿元人民币的“10 中钢债”本期利息。该债券发行规模 20 亿，票面利率 5.30%，由中钢股份的母公司中钢集团提供无条件担保。

鉴于宏观经济环境及公司发展状况，评级机构于 2015 年 10 月 20 日调降中钢股份主体信用等级为 CC，并将中钢股份列入可能降级观察名单；调降“10 中钢债”的债券等级为 B，并将“10 中钢债”列入观察名单。

2015 年 12 月 9 日，中钢 600 亿债转股方案落定。中国银行官网披露的文章称，中国银行、交通银行、国家开发银行、农业银行、进出口银行和浦东发展银行等六家银行与中钢集团正式签署《中国中钢集团公司及下属公司与金融债权人债务重组框架协议》，这也意味着中钢市场化债转股启动。

今年 6 月 22 日，评级机构曾因中钢股份无法提供评级材料延迟披露“10 中钢债”2017 年度评级报告。

（摘自经济观察网，蔡越坤，2017 年 8 月 21 日）

[返回目录](#)

联合视点

“2017年上半年中国债券市场信用风险回顾与展望”论坛顺利召开

2017年8月18日，由联合信用评级有限公司（简称“联合评级”）与联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）共同举办的“2017年上半年中国债券市场信用风险回顾与展望论坛”在金融街威斯汀大酒店顺利召开。300余位领导和专家出席了论坛，联合评级总裁万华伟主持了论坛。

联合评级总裁万华伟发表了开幕致辞。首先，万华伟简要介绍了论坛的两家主办方——联合评级和联合资信的业务范围、发展历程和市场地位。万华伟指出，2017年上半年，在经济政策的推动下，我国债券市场不断推出创新债券品种，并加快了国际化进程；但与此同时，我国债券市场不断出现违约事件。本次论坛特邀业内专家共同回顾2017年上半年债券市场的信用风险、分析债券市场的变化、关注行业动态，力求做到信用风险早关注、早辨识、早应对，为投资者提供更加专业的信用风险预判。

联合评级副总裁艾仁智博士发表了“2017年债券市场半年度信用风险回顾与展望”的主题演讲。她回顾了上半年债券市场，又展望了下半年信用风险状况。

中信证券资产管理部总监黄德龙博士发表了“债券违约案例研究及2017年下半年信用风险展望”的主题演讲。他总结了2017年上半年信用风险的三点特征，然后分析了近期违约的几家公司，最后对下半年的信用风险进行了展望。

联合评级总裁助理、工商评级总监刘晓亮发表了“2017年地产行业半年度回顾与展望”的主题演讲。他对房地产行业运行特点及下半年趋势分别从政策、投资、销售和库存四个方面进行分析。

联合资信工商二部总经理李小建做了“2017年煤炭行业半年度回顾与展望”的主题演讲。他从行业现状、行业政策、发债存续企业的信用评级分布、级别分布以及利差等方面介绍了上半年煤炭行业的发展情况。

联合评级工商评级总监周焮发表了“2017年上半年城投行业市场回顾及展望”的主题演讲，从2017年上半年城投债的融资环境、城投债的发行情况、城投企业的信用及财务表现、城投债信用风险展望等四个方面进行了深入的分析。

联合信用评级结构融资评级部的评级总监张连娜女士发表了“2017 年上半年资产证券化市场回顾与展望”的主题演讲。她分析了资产证券化产品的评级分布与迁徙状况，最后分享了对资产证券化市场的展望以及风险提示。

论坛圆桌讨论阶段由联合评级副总裁艾仁智博士主持，来自中信证券、富荣基金、天风兰馨资管、中再资产和建信信托的专家围绕“2017 年下半年债券市场及投资板块风险分析”话题进行了热烈的讨论。

查看全文请点击 http://www.ce.cn/xwzx/kj/201708/21/t20170821_25145686.shtml

(摘自中国经济网，2017 年 8 月 18 日)

[返回目录](#)

2017 年第二季度宏观经济报告

本季度，全球经济整体仍处于复苏之中，部分国家特别是经济复苏势头良好的国家货币政策有紧缩的趋势。在此背景下，我国外贸持续改善，但全球货币政策的分化使得我国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。

本季度，我国继续推进供给侧结构性改革，实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行延续了 2016 年下半年以来稳中有进、稳中向好的态势，经济发展的稳定性、协调性和可持续性增强。

本季度，我国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势继续好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓，通胀水平整体保持温和上涨；就业水平相对稳定。从三大产业来看，本季度，我国农业生产形势较好；工业生产加快，企业利润快速增长；服务业继续保持较快增速，第三产业贡献率进一步提升，产业结构持续改善。从三大需求来看，房地产开发投资增速有所放缓，技术改造带动制造业投资增速回升；居民消费稳步增长，升级类商品消费增长加快；进出口快速增长，外贸持续改善。

展望未来，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，我国今年下半年经济增速或将低于上半年，但基于上半年经济运行总体稳中向好、供给侧结构性改革成效显著，我们维持对全年经济增速保持在 6.5% 以上的判断，预计今年经济增速将在 6.7% 左右，继续保持平稳较快增长；物价运行仍将基本保

持平稳，失业率总体保持稳定。

查看全文请点击 http://www.sohu.com/a/165674088_238300

（摘自搜狐网，研究部夏妍妍、刘艳供稿，2017年8月18日）

[返回目录](#)

绿债政策利好不断，发行规模环比大增

2017年7月以来，我国绿色债券支持政策进一步加码，多地政府先后推出绿色金融配套措施。具体来看，广东出台绿色金融试验区细则，为落户于广东绿色金融改革创新试验区的企业在资金奖励、上市支持、产业扶持、简化审批、创新服务等多个方面予以支持。甘肃成立绿色金融专业委员会和绿色金融研究中心，规划、协调和推动全省绿色金融工作。福建出台《福建省绿色金融体系建设实施方案》，推动建立绿色金融多元化支持体系。新疆发布《自治区构建绿色金融体系的实施意见》，明确自治区绿色产业和项目界定，确定重点支持领域，为其在债券发行、信贷、基金、上市等多方面的融资活动提供服务。贵州印发《贵安新区建设绿色金融改革创新实验区任务清单》，有序推进贵安新区绿色金融改革创新试验区的建设。

在政策的推动下，我国绿色债券市场蓬勃发展。按照起息日统计，2017年7月，我国共新发10期绿色债券，发行规模为162.70亿元，绿色债券发行量较上月（5期和55.50亿元）有较大上升。新发绿色债券涉及券种包括商业银行债、公司债、企业债、中期票据、私募债和资产支持证券，其中绿色企业债发行量最大（3期和47.70亿元）。“17义乌国资GN001”为首单县级绿色永续票据，“中投证券-武汉地铁信托受益权一期绿色资产支持专项计划”为首单轨道交通行业的绿色资产证券化产品。将7月新发绿色债券的发行利率与其起息日前后十五天内起息的同期限、同级别、同券种的债券平均发行利率相比，具有可比债券的6只绿色债券中，有5只绿色债券具有成本优势。

2017年1~7月，我国绿色债券（不含资产支持证券）共发行43期，发行规模达到825.6亿元，涉及发行人30家，发行家数已超过2016年全年数量（29家），发行期数和发行规模分别占2016年全年的87.76%和41.60%。另外，2017年1~7月，我国债券市场共发行3单绿色资产证券化产品，发行总规模为62.5

亿。总结 2017 年 1~7 月新发绿色债券的特征发现，绿色金融债仍是发行量最大的券种，商业银行占据绿色债券市场的主导地位，银行间市场仍是绿色债券的主要发行场所；近半数绿色债券具有一定的发行成本优势；绿色债券募集资金主要投向节能以及生态保护和适应气候变化领域；69.78%的绿色债券进行了第三方认证评估；新发绿色债券仍主要集中在 AAA 级；发行人多为国有企业；北京地区绿色债券发行量在全国位居首位。

随着各地政府绿色金融相关鼓励政策的出台和落地，我国绿色债券市场将进一步发展和完善，绿色债券发行量有望继续保持增长势头，更多地区绿色发行人将参与到绿色债券市场，推动绿色债券市场多元化发展。

（摘自金融界，研究部林青、杨津晶供稿，2017 年 8 月 21 日）

[返回目录](#)

债券违约市场化、法治化处置时代到来

日前，东北特钢债权人会议表决通过了公司破产重整计划草案，待法院批准后将进入执行阶段。这是我国市场化、法治化方式处置债券违约的典型案列，有望进一步打破刚兑信仰，加快债券市场的“市场化”进程，推动我国债券市场与国际惯例接轨。

近年来，在我国宏观经济增速下行背景下，债券市场违约事件多发，债券违约不再视为黑天鹅事件，而呈常态化发展趋势，一直被市场所诟病的刚性兑付逐渐被打破。但是，在债券市场市场化进程不断推进的同时，刚性兑付的阴影并没有完全消散，市场化和法治化方式处置违约债券仍需进一步实践，债券市场的市场化、法治化和透明化建设任重道远。

债券违约市场化、法治化处置经验不足

从 2014 年我国债券市场发生首例公开违约事件以来，截至目前公募市场共有 49 期债券发生兑付违约，涉及发行人 24 家，违约主体类型涵盖民营企业、地方国有企业甚至央企，债市违约风险逐渐暴露。与此同时，违约债券的处置方式和回收情况受到越来越多的投资人关注。截至 2017 年上半年，我国债券市场对无担保债务违约后的回收大多是靠自主协商的方式，存在较多非市场化干预的情况，违约处置环节的刚性兑付预期仍然较大，通过破产方式处置违约债务的案例

较少，我国公募债券市场进入破产程序的只有协鑫集成科技股份有限公司、保定天威集团有限公司和东北特殊钢集团有限责任公司等少数发行人，其中保定天威的破产重整程序仍在进行中。

破产重整机制是在市场化条件下处置违约债券的标准化路径

对无担保债券违约后的回收，债权人可以通过自主协商和司法诉讼两种方式追偿债务，其中司法诉讼包括破产重整、破产清算、破产和解和求偿诉讼。从国外经验来看，通过破产重整偿还债务是发达债券市场普遍采用的标准化违约处理机制。这种制度不仅解决了债券市场对违约事件的市场化处理方式的问题，同时又为投资者提供了维护其合法权益的有效途径。

现阶段我国通过破产程序退出市场的企业较少，据公开数据，2016 年我国仅有约 5000 家企业申请破产，相较发达国家每年十余万件的数量少之又少。当前，我国在大力推进供给侧结构性改革，积极鼓励通过市场化和法治化的方式处置僵尸企业和资不抵债的国有企业。债券市场应积极推进违约债券的市场化、法治化处置模式。目前来看，我国债券市场仍缺乏与《破产法》相配套的法律法规，对债券发行人破产偿债机制的相关法律条文存在许多空白。我国债券市场的违约后续处置机制亟待总结相关案例并予以完善。

近期，我国在推动市场化、法治化方式处置违约债券、保护投资人利益方面不断做出努力。监管部门就日前出现的“15 五洋债”和“15 五洋 02”违约事件表示：“始终支持投资者通过合法方式维护自身合法权益，要求相关主体通过法治化、市场化方式做好债券违约处置。”此外，最高人民法院近日下发《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》，意见指出充分发挥破产程序在依法处置“僵尸企业”中的制度功能，对于已不具备市场竞争力和营运价值的僵尸企业，及时进行破产清算，有序退出市场；同时规范各地金融审判，根据金融机构分布和金融案件数量情况，在金融案件相对集中的地区选择部分法院设立金融审判庭，探索实行金融案件的集中管辖。

我国债市对外开放需要更加完善的制度化建设

随着我国债券市场对外开放进程不断深化，越来越多的境外投资者将参与到我国债券市场当中。但我国债券市场的基础设施建设仍有待完善，特别是在信息披露规范、市场透明度、风险管控力度、违约处置规范程序等方面的法律规定还

存在不足，使得境外投资人对违约后的保护是否与境内投资人一致存在疑虑，这将降低我国债券市场对境外投资人的吸引力，阻碍我国债券市场的国际化发展，因此，我国应从现有的破产案例中汲取宝贵经验，加强法律法规的建设和细化工作，建立标准化的违约处置制度，为境外投资者营造公平、公正、规范的市场氛围，促进我国债券市场更加健康、有序地发展。

（摘自金融界，研究部郝帅供稿，2017年8月22日）

[返回目录](#)