



今年第四季以來，多個3A級國企債接連爆雷違約，引發市場憂慮。華晨集團更宣布破產重組。

違約風波

內地債市違約規模連續第三年突破千億元(人民幣，下同)規模，尤其進入2020年四季度後，國有企業異軍突起成為違約主力軍，河南永煤、華晨集團、清華紫光等多個3A級國企債接連爆雷違約，令內地25萬億元的非金融企業信用債市場信心大挫。有經濟學者擔心，倘發生高評級債大規模違約，或動搖債市的信用體系。近日中央已出手整肅債市，繼國務院金融委會議旗幟鮮明提出嚴懲逃廢債後，中證監上周末宣布對永煤及相關審計機構立案調查，試圖重振市場信心。

香港文匯報記者 海巖 北京報道

只有違約的有序性得到維護，才有利於強化市場紀律，讓中國債市更健康地發展。」光大證券首席債券分析師張旭說，最近一段時間，個別AAA級主體的違約破壞了之前市場的有序性，結果是將提高債券市場整體的融資成本和難度。

「一旦高評級債券大規模出現違約，很可能意味着債券市場的信用體系不再具有代表性或需要重組，使得這個市場定價失去指導方向和信心。」中國社科院金融所研究員彭興韻表示，高評級債券違約可能動搖整個債市的信用體系。

彭興韻說，早前國務院金融委開會維護債券市場，將近期債市違約定性為「周期性、體制性、行為性因素相互疊加的結果」，其中「行為性」首次提出，揭示出近期違約背後具有「逃廢債」等市場亂象的特徵。

永煤作為河南省地方煤炭企業，在上一輪新債發行20天後且賬面資金充足之下毫無預警而直接公告債券違約，華晨集團則是剝離盈利資產後宣布破產重組，令市場不得不擔憂地方政府在收入下滑、債務管控趨嚴的背景下，或有更多主動「逃廢債」，增加地方平台公司或地方國企違約出清的壓力和動力。

中央重拳出擊 消除風險隱患

此次中央整頓債市出手力度超過以往，不僅證監會表態「與相關金融管理部門密切協同，按照國務院金融委『零容忍』的工作要求，依據《證券法》等法律法規嚴肅查處相關違法違規行為」，銀行間市場交易商協會在此之間已對永煤、華晨集團及相關債券主承銷商、信用評級機構等中介機構進行自律調查。

日前有媒體報道，永煤涉嫌違規行為包括逃廢債、結構化發行、欺詐發行、操縱市場、未盡職調

查、財務報表造假、虛假評級、信息披露不真實不及時等。

彭興韻預計，根據金融委會議精神，後續監管部門將在保持流動性合理充裕，進行風險隱患的摸底排查，對債市進行一次大整頓，對一批違法違規案件進行處罰，同時對發債相關信息披露等監管提高和調整標準，遏制逃廢債傾向，重塑市場信用。

今年主要國企違約事件

時間	違約主體
11月	清華紫光、河南永城煤電
10月	華晨集團、瀋陽盛京能源
8月	天津房地產信託、瀋陽機床
3月	北大科技園
2月	北大方正
1月	青海省投資集團、青海鹽湖

整理：海巖

債市主管部門表態

國務院金融委	秉持「零容忍」態度，維護市場公平和秩序，嚴厲處罰各種「逃廢債」行為。
央行行長易綱	穩步打破剛性兌付，該誰承擔的風險就由誰承擔，逐步改變部分金融資產風險名義和實際承擔者錯位的情況。
中證監	按照國務院金融委「零容忍」的工作要求，依據《證券法》等法律法規嚴肅查處相關違法違規行為，保護投資人合法權益，推動債券市場健康穩定發展。
發改委	針對個別苗頭性風險隱患，密切關注相關債券的付息兌付工作，督促制定化解方案。

整理：海巖

中央部委出手 嚴懲逃廢債

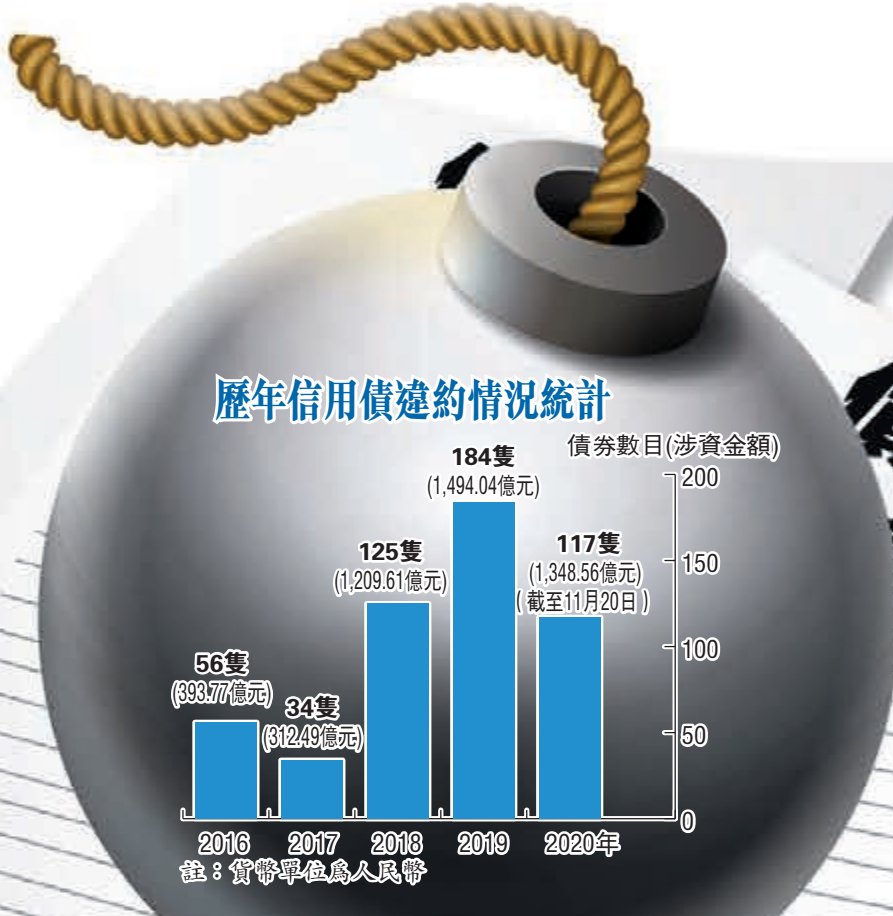
高信用債接連違約 衝擊市場信用體系

永煤債券違約風波開始於11月10日。當日傍晚，永煤公告稱10億元「20永煤SCP003」到期無法償付本息，構成實質性違約，引發債市連鎖衝擊，全國煤炭類債券以及河北、山西、雲南等地國企債均受波及，一級市場近百隻債券被迫推遲或取消發行，二級市場遭拋售大跌；而後又有華晨集團宣布破產重組，福建福晨集團、東旭光電科技、清華紫光等相繼違約。

此後國務院金融委會議明確依法嚴肅查處欺詐發行、虛假信息披露、惡意轉移資產、挪用發行資金等各類違法違規行為，並嚴厲處罰各種「逃廢債」行為，給市場吃了一顆定心丸。兩天後永煤提出的50%兌付加50%270天展期的方案獲得了持有人全票通過，雖然違約個案不過10億元，但這家3A級國企信用債在毫無預警情況下的違約風波，對中國信用債市場的衝擊並未結束。

專家：有序違約助市場成長

打破兌付一直是監管部門推動債券市場化的方向，但此番違約風潮引發政府及市場的擔憂。華晨集團、永煤控股、清華紫光等AAA級國資背景主體相繼爆發債務違約，「有序的違約有助於市場成長，無序的違約會令10餘年積累的信用毀之一炬。



區域風險頻現 債券融資成本升



彭興韻稱，此次國務院金融委發聲規範債市發展，旨在打擊違法違規和逃廢債行為，維護信用債市場穩定。

高級別國企信用債引發債市震盪，投資者用腳投票。中國社科院金融所研究員彭興韻說，「違約不可怕，怕的是地方政府幫助企業逃廢債、破壞債市規則。一旦地方國企破壞市場規則，違約處理不當，將直接影響地方金融信用，造成區域性融資環境惡化，融資成本提升甚至融資停擺。」

永煤違約後 豫國企融資難

永煤債券違約半月以來，河南只有一家非金融企業債券發行成功，累計30餘億元(人民幣，下同)債券發行被取消，初嘗苦果。據業內測算，永煤違約後，河南省屬國有企業普遍會出現融資困難，平均融資成本至少升高200個基點，河南國企財務成本本年增40億元。

地方國企違約處理不當，造成當地融資環境惡化，早有前車之鑒。2016年東北特鋼實質性違約，信用斷崖式下跌，導致銀行全部停貸，當地政府和企業發債，被市場投資者視為禁地。華晨集團作為內地第一梯隊的汽車集團企業，在遼寧省國資體系內具有重要地位，此番違約亦超出市場預期，勢必進一步削弱東北區域信用。

彭興韻還說，此次國務院金融委發聲規範債市發展，旨在打擊違法違規和逃廢債行為，維護信用債市場穩定，避免風險擴散進而引發區域金融穩定性風險，打破剛兌、市場化出清是貫穿始終的原則。經濟下行期，寬鬆政策退出期，勢必帶來債券違約周期性的爆發增長。

專家認為，此次債券波動中，山西省通過國有運營平台力保債信，貴州省直接通過茅台發債建立資金池救濟內企業，本質上只是當前的債權人短期得利，長期而言債務危機仍存，債務風險的化解有待企業運營及盈利的真正改善。

政策收緊 企業償債壓力增

未來一段時間信用債市場風險仍將上升。建行金融市場部研究員李思琪分析指，從基本面向看，全球疫情二次暴發令全球經濟前景不確定性大增；內地局部地區疫情反覆，輸入性風險和出口及外需不確定性增加，再加上前期寬鬆政策逐步回歸正常，企業盈利及償債壓力都將增大。

此外，房地產行業債務風險再被關注。李思琪指，房地產融資政策持續收緊，行業信用風險增大。今年7月，泰禾集團債權違約，成為首個違約的全國前50開發商，隨後恒大、富力及泛海亦紛紛被下調評級或出現估值波動，房地產行業的信用分化加劇。

此外，在新一輪的去槓桿和防風險背景下，境內信用債流動性緊張局面必然會傳導至境外，李思琪預計，在後續寬鬆貨幣政策逐步退出的過程中，中資美元債可能迎來一波違約風潮。

市場誘人 外資為何不敢買信用債？

中國已是全球第二大債券市場，包括利率債、信用債和同業存單在內的債市規模高達112.46萬億元(人民幣，下同)，信用債存單達38.34萬億元，其中非金融企業信用債25萬億元。受新冠疫情影響，今年以來非金融企業的信用債融資累計達到4.35萬億元，遠遠超過2019年同期的2.65萬億元，佔全部新增社會融資規模的14.02%，違約率穩定在1%左右，低於穆迪統計的全球企業債違約率1.6%的平均水平，也遠低於商業信貸資產2%左右的不良率。不過，對於這個收益相對高、違約率偏低的25萬億大市場，目前海外投資者卻不敢輕易觸及。

中國社科院金融所研究員彭興韻指出，現在外資進入中國債市，有通過債券通、銀行間債券市場(CIBM)計劃、QFII和RQFII，也有部分委託國內機構投資者進行投資。長期看，海外機構對

中國的信用債投資肯定感興趣，但是目前的評級體系不完善及加上擔憂市場流動性，外資可能更願意投資利率債。

違約處置非市場化成障礙

另外，專家還指，阻礙外資進入信用債市場的，並不是打破剛兌的風險，反而是違約後續處置的諸多非市場化的阻礙。數據顯示，目前違約債券通過訴訟、仲裁等市場化手段處置的比例不到50%，而具有政府背景的違約信用債券則主要採取延期、追加擔保、重組、置換、破產等非市場化手段，導致債券違約市場效率低下。

此外，相較於信貸類資產一般增信手段而言，信用債市場基本沒有擔保或風險緩釋措施比較缺乏，導致信用債券在清償順序上無優先權，甚至有可能會面臨無財產可執行的尷尬境地。

「違約企業司法重組案中，從中介選聘、資產評估到戰投引進方面，均是企業主導，地方政府干預，而金融機構債委會

的分量不夠，債券持有人多是靠邊站。」專家還指出，今年最高人民法院出台《全國法院審理債券糾紛案件座談會紀要》，要求在債券發行人所在地進行訴訟，就往往意味着地方保護主義更嚴重，容易受到行政干預。

需完善機制 建立市場信心

彭興韻說，違約的本質是破舊立新，在註冊制情況下，通過違約來強化出清，促進經濟循環，符合暢通內循環的精神，中長期來看具有國家戰略意義。近年來國家在政策層面一直為推動市場化違約鋪墊制度基礎，建立債券違約轉讓機制、推動市場化違約常態化。在中國債券市場加大開放、外資持續淨流入的當下，整肅信用債市場紀律，引導和監督違約企業，遏制惡意逃廢債，維護債權人合法權益，做到「責者有責、買者自負」，才能給予包括外資在內各類投資者市場信心。

香港文匯報記者 海巖