

债券信用事件的触发因素及市场影响：案例分析

陈林峰、曾诚、李诗

内容摘要：

中国债券市场发展在过去的 8 年内发展迅速，规模逐渐增大，品种也得到不断的丰富，债券监管制度也得到了不断完善。但近两年来，不断扩大的债券市场也积累了一定的风险，各类信用事件不断发生，部分信用风险的暴露波及到局部市场，从而导致市场的波动。本文从实务的角度，分析信用事件的触发因素和市场影响。本文第一部分描述了中国债券市场的发展历程，回顾了债券市场的规模扩大和产品创新，同时对中国债券市场的监管条例进行梳理；接下去用三个部分详细分析了信用事件的触发因素和市场影响，其中第二部分总结了信用事件类型与触发因素，以及市场对信用事件的看法；第三部分信用评级机构对信用事件采取的评级行动及其风险演化，以及风险事件后一、二级市场的变化；最后我们总结了信用事件的特征和市场影响，并对未来的债券市场风险进行了展望。

关键词：债券市场、信用事件、评级行动

引言

中国债券市场的飞速发展，形成了银行间市场和交易所市场两个市场，从传统渠道发行的企业债，到银行间债券市场的短融、中票、资产支持票据以及信用风险缓释工具，再到交易所的公司债、可转债和高收益私募债等多元化、多品种的债券，信用类债券规模余额达到 8.98 万亿元，占我国债券市场整体余额四分之一，显然这是一个高速发展的债券市场。随着我国经济实力的增强和人民币走向国际化，我国通过债券市场进行融资的需求已经越来越迫切，债券融资的品种已经越来越丰富，从政府的债券发展到金融机构和大型企业的债券，再到中小企业和小微企业的私募债，同时香港的离岸人民币债券市场也发展迅速。

但是中国债券市场发展的滞后也是不容否认的，从国际上看，诸如欧美日等发达国家债券市场规模应该是股票市场的数倍的量级判断，中国的债券市场还有着巨大的发展空间。当然仅仅量的扩充是不够的，需要从债券市场的体系、制度、规则、机制等方面加以建设和完善，诸如债券的市场化运作、统一的监管架构和体系、政府信用与民间信用的转变、债券结构中的信用债比重、资产证券化和衍生产品的创新、信用评级机构的独立公正性、投资者权益的主体地位、风险自律防范和控制、违约与破产的实施与把控等等，形成一个具有规模、良好基础和制度完善的债券市场。

近两年，不断出现的信用事件对债券市场的发展，也是一个不可忽视的重要问题。近几年债券市场的扩容，使整体债券市场也积累了一定的信用风险，各类信用事件发生的频率已

有所提高，部分债券信用风险的暴露波及到局部市场，从而导致市场的波动。信用事件导致市场对风险的重视，同时部分债券的违约风险已经引起了市场的注意。

从欧美日等国家对违约的态度来看，在美国，无力偿债的公司通常会宣布破产，或者进行清算，或者通过偿债计划进行重组。但在发生严重的宏观经济困难时，政府也通过联邦预算的透明方式来支持最大的银行和较大的汽车公司；另一方面，欧洲大陆往往倾向于支持银行和国内产业领军企业，有时通过预算，有时通过政府相关的金融机构，有时通过向私营金融机构施压来提供帮助；日本企业过去高度依赖自身对私营金融机构和政府机构的影响，向实际破产的公司提供支持；从 1998 年开始，也借鉴美国开始实行完全自由的市场经济，通过市场化手段来承担违约的影响。在发生困难的时候，有政府管制的干预可以防止恶性倒闭事件，所以政府干预在某个方面是有益的。然而这种干预也造成难以中止的不良循环，带来道德风险，扭曲投资激励机制，产生巨大的风险，导致公众经济利益蒙受损失，并最终使市场停滞。

政府支持即将破产的公司或机构，从而改变了市场运行规则，为市场体系增加了新的不确定性，以及造成风险/回报行为的变化。投资者、信用评级机构及其他市场评论者会把更多的分析重点放在评估某一公司获得政府支持的可能性和力度之上，而不是以分析该公司的信用风险为主。为了中止上述不良循环，政策制定者在努力减少市场上“大到不能倒”的困局。他们通常避免作出明确的担保，希望通过有效的监管和社会责任等手段，在危机发生之前整顿市场纪律和完善法制建设。这种方法导致投资者无法确定政府是否会提供支持。如果投资者像在雷曼兄弟案例中一样判断失误，而政府并没有提供支持，那么市场很可能会停滞，直到市场参与者再次认为他们已经理解新修改的市场运行规则为止。

目前有迹象表明中国在走管制信用道路。综合几个信用事件来看，无论是城投债、短融、中小企业集合债，山东海龙、江西赛维以及新中基在面临无法到期兑付危机时，全部得到了地方政府的担保代偿，而云城投、四川高速作为地方融资平台，更是得到政府的全盘兜底，来避免违约事件的发生。在这个过程中，公共财政资金不仅用于国企，也用于私营企业。这种管制信用方法可能会支持社会政策，但对债券市场的良性发展也许并不理想。如果中国继续沿着保护债券持有人的道路走下去，那么道德风险会不断上升。我们认为有必要对现有的信用事件进行分析总结，从而加强市场对违约风险的认识，也为应对可能发生的违约事件做足准备。

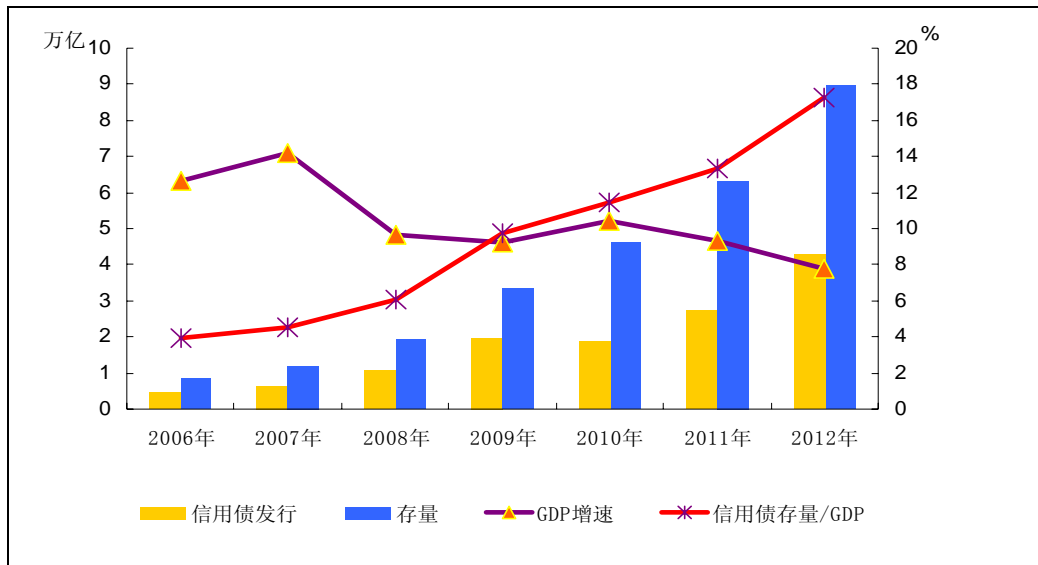
一、债券市场的历史发展概述

在这一部分，我们首先回顾一下中国债券市场发展的历史和产品创新，同时对中国债券市场的监管条例进行梳理。

(1) 中国债券市场发展的历史回顾

从 2006 年开始，信用债存量规模一路攀升，从 8536 亿元发展到 2012 年的 8.98 万亿元，增加约 8.13 万亿元，年均增速达 1.35 万亿元。2012 年我国经济整体增速放缓，全年为 7.8%；信用债券发行量突破 4 万亿，达到 4.26 万亿元，增长 54.6%；信用债券存量达到 8.98 万亿元，较 2011 年增长 42.0%。截止到 2012 年底，信用债存量占 GDP 比例已达 17.29%，是 2006 年 3.95% 的 4.4 倍。2013 年第一季度，GDP 增速进一步下降到 7.7%，信用债券发行量约为 1.2 万亿元，较 2012 年第一季度增长 53.87%。

图 1 2006-2012 年中国债券市场发行规模、GDP 增速以及信用债存量



数据来源：国家统计局、中债登

随着资本市场的发展，社会融资结构呈现多元化。2012 年，银行贷款占比已经降至 52.04%，企业加速了债券融资的扩容，债券融资规模逐年上升，占比从 2002 年的 1.6% 升至 2012 年的 14%。2013 年的中央经济工作会议上强调了要适当扩大社会融资总规模，切实降低实体经济发展的融资成本，也是为今年继续推进企业债券融资定下了基调。随着债券市场规模的增长，近几年信用事件发生的频率已有所提高，部分债券的违约风险已经引起了市场的注意。我们认为有必要对现有的信用事件进行分析总结，从而加强市场对违约风险的认识，也为应对可能发生的违约事件做足准备。

通过对过去 5-7 年发生的几起信用事件的分析，我们发现当前债市的信用风险来源主要有以下几个方面：(a) 城投债发行主体信用资质下移，城投债及主体发生重大事项时，信息披露不及时等现象普遍存在；(b) 产业债中部分周期性行业风险释放，债券信用风险逐步加大；(c) 在目前的信用环境下，民营企业债券发行人信用风险变化值得关注；(d) 非公开定向债务融资工具和交易所中小企业私募债发行时，可以不公开发行业主体的财务信息和信用评

级等，信息披露不足，信用风险需特别关注。

(2) 债券产品创新

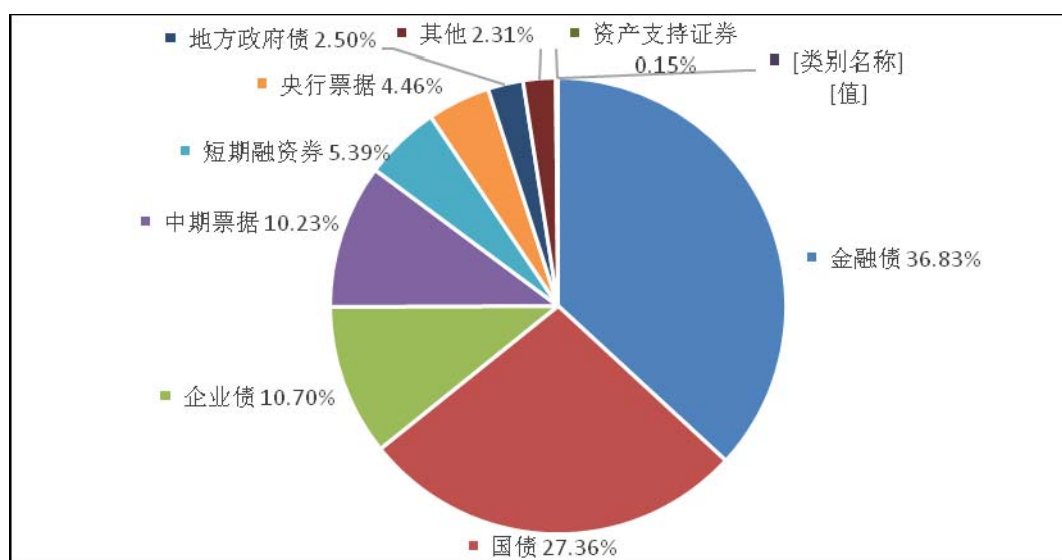
从 2005 年发行第一只短期融资券到今天短短八年时间，中国债券市场的债券品种得到了极大地丰富，产生了包括中期票据、超短融、CRM、集合票据以及中小企业私募债等在内的十多个品种。从发行总量来看，信用产品的发行量从 2006 年的 0.48 万亿到 2012 年的 4.26 万亿，平均每年增加 0.63 万亿，增长了近 9 倍。早期由于发行的信用品种较少，2006 年的短期融资券的发行量占了信用产品发行总量的近三分之二，达到 61.18%。而随着品种的不断丰富，企业债券和中期票据发行量的不断增加。到 2012 年，信用债券市场逐步形成了以企业债券、中期票据和短期融资券为主，商业银行债、公司债券、集合票据等其他产品为辅的多元化产品结构。

表 1 主要信用债品种及其监管机构

监管机构	监管信用债品种
中国人民银行	中期票据、集合票据、短期融资券、资产支持证券、非银行金融机构债
中国证券监督管理委员会	公司债、中小企业私募债、可转债、可分离转债
中国发展和改革委员会	企业债、集合债

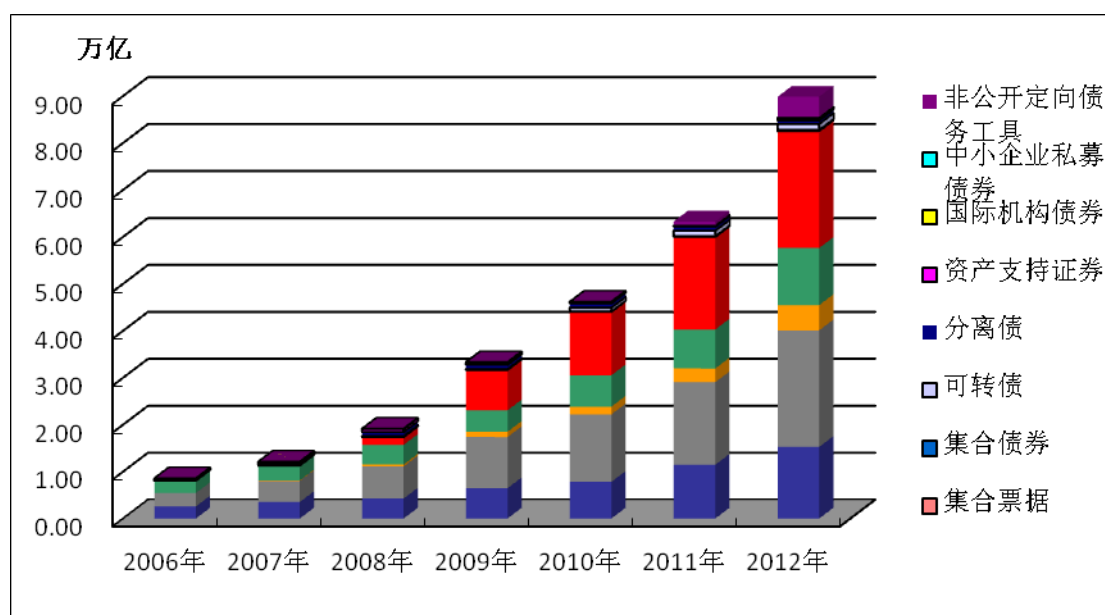
数据来源：监管机构官方网站、中诚信国际整理

图 2 按类型分类债券存量占比（2013 年一季度末）



数据来源：国家统计局、中央国债登记结算有限责任公司

图3 2006年以来主要信用品种发行额度变化趋势



数据来源：国家统计局、中债登

随着产品不断创新，当前债券市场呈现出发行主体多元化、担保方式多样化、期限结构逐步完善、信用级别差异性逐步显现、发行量爆发式增长等特点。面对市场结构的复杂化，我们也应注意到随之而来的市场风险结构的复杂化。债券市场容量的剧增促进了各机构的固定收益及理财业务大发展，并逐步进入良性发展轨道。面对日益丰富的产品，如何利用债券品种的信用级别差异有效地管理和平衡资产组合的风险和收益也是各机构甚至更广泛的投资者需要关注的重要问题。

(3) 市场监管制度

虽然二十世纪八十年代中国就已经发行了第一只企业债，但由于监管规则的滞后和不完善，信用债市场的发展一直较为缓慢，直到2005年新修订的《证券法》和《公司法》发布，央行在银行间债券市场推出短期融资券，市场又在随后几年发布了一系列促进债券市场发展的政策，信用债市场才又迎来了新的发展阶段。目前债券市场的监管规则分为四个层次，分别为国家法律、行政法规、各监管部门出台的部门规章、自律性组织出台的中介机构业务规则 and 操作流程等。

正如附表所示，中国的信用债市场处于多头管理的局面：在一级市场上，中期票据、短期融资券等品种由央行管理，公司债券、可转债、中小企业私募债等品种由证监会管理，而最受市场关注的企业债券，主要由国家发改委进行监管。在二级市场上，债券交易的场所主要由央行监管的银行间债券市场和证监会监管的交易所债券市场组成。由于发行和流通环节均有多个监管机构，且各机构发布的监管规则不尽相同，债券市场尚未形成统一的监管体系。多头监管对市场的运行效率存在着一定的影响，也造成了场外交易的银行间债券市场和场内

的交易所债券市场长时间存在割裂的现象，市场间的债券流通极为不便。

在企业发行债券的众多要素中，信用级别作为影响企业融资成本的关键因素，越来越受到市场的重视，因而对信用评级行业的规范也成为了监管部门的重要任务之一。在评级行业发展的过程中，同样受着多头监管的困扰。企业债的发行归由国家发改委管理，其颁布的《企业债券管理条例》也将评级机构纳入监管范围，此后这部分评级业务改由国家发改委监管。2005年短期融资券推出后，中国人民银行根据颁布的《短期融资券管理办法》，开始对短期融资券的评级业务进行监管。而2007年公司债启动之后，证监会颁布了《证券市场资信评级业务管理暂行办法》，也开始对评级机构实施从业牌照管理。由于各个监管机构对各自管理的债券品种设立了不同的发行标准，评级机构的合规成本大大增加。而对评级机构监管规则的不统一也阻碍了评级行业与国际评级监管的接轨。2011年底，国务院批准央行作为信用评级行业的主管部门，但到目前为止，评级机构多头监管的格局仍没有改变。我们也注意到，各监管主体在各自的监管范围内通过出台相关监管指引，在一定程度上引导评级机构的市场行为，促进了评级市场的良性发展。2012年8月底，央行发布了《信用增进机构业务规范》和《信用增进机构风险管理规范》等两项行业标准，对信用增进的内涵、信用增进的基本方式、风险管理体系框架等都作出明确的界定。2013年1月，银行间交易商协会发布实施《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》，要求评级机构严格将市场拓展和评级业务分离，禁止采取级别保证等不正当竞争手段承揽业务；另外，为防止发行人选择性披露对自己有利的评级结果，规定其对同一债项委托多家评级机构时，应披露所有评级结果。保证信用评级独立性、增强评级质量控制和提高评级透明度是监管层对评级机构的要求，也是信用评级行业的发展方向。

二、信用事件分析

（1）信用事件类型、触发因素及发生率

自2006年“福禧事件”以来，债券市场信用风险事件不断发生，总体来看2010年及以前主要是由于债券的程序违规导致债券延期支付，如08鞍钢MTN1、07宣城投债，其发债主体未能按合同在规定时间内还本付息，导致市场一度出现违约恐慌。而关注近两年引发信用事件的原因，2011年的信用风险事件基本以政策性事件为主，主要是城投债暴露出风险，具有代表性的事件是云城投和四川高速，二者均存在违规转优质资产的问题。2012年的信用事件则多是以经济环境变化引致的发行人财务因素触发为主，主要是经济下滑、行业低迷引起的公司还债困难。其中江西赛维最后由政府兜底，而中小企业集合票则由担保公司代偿。综合几个信用事件来看，无论是城投债、短融、中小企业集合债，山东海龙、江西赛维以及新中基在面临无法到期兑付危机时，全部得到了地方政府的担保代偿，而云城投、四川高速作为地方融资平台，更是得到政府的全盘兜底，通常意义上的债券违约并未发生。

通过对近期的风险事件分析，引发信用事件的触发因素主要有：

第一是城投公司违规转资产。如 2011 年 4 月，四川成渝高速在债权人未知悉的情况下，将核心资产转让给四川省政府的另一家平台公司——四川省交通投资集团。银行间市场交易商协会对发债公司做出了史上最严厉的惩罚，对发债主体处以警告和注销其剩余 10 亿元发债额度。同年 7 月 25 日，云城投集团发布公告称，云南省决定组建云南省能源投资集团有限公司，组建方案涉及公司部分资产划转。而云南省政府早在 2011 年 4 月 26 日召开常务会议时，即决定组建云能投，云城投集团 3 个月后才披露该信息，凸显了监管方面的漏洞。公告一出，引发市场对云南省城投债的整体恐慌，连带引发了整个债券市场对城投债的抛售。

第二是城投公司贷款违约。2011 年 6 月，云南省公路开发投资有限公司被爆出信用违约事件。据称 2011 年 4 月，云南路投向债权银行发函，表示“即日起，只付息不还本。”最终，云南省政府做出了增资垫款承诺并要求企业撤回公函，承担还款责任。

第三是产业类债券因发行人财务状况恶化导致无力还债。以江西赛维为例：江西赛维 2011 年和 2012 年经营性净现金流持续为负，亏损巨大。2011 年公司净利润为-54.9 亿元，公司净资产收益率-117.3%。公司主体级别自 2012 年 6 月接连三次下调，从 AA 降至 BBB+，最终在政府支持下如期兑付。

第四是中小企业集合债现金流紧张，债券本金或利息由担保代偿。以 10 京经开 SMECN1 发行人之一康特荣宝为例：康特荣宝 2012 年 10 月 19 日公告称，由于现金流较为紧张，短期偿债压力较大，公司无法将应兑付本息足额存入偿债准备金账户。公司 2012 年一季度末现金流由正转负，达到-1.29 亿元。公司是小公司，发债总量仅为 2000 万元，再融资能力弱，因此无法偿还。

综合来看，一方面是发债公司的违规操作且信息披露不及时，另一方面是发行人财务状况恶化导致无法偿付。前者需要借用制度的力量予以纠正和督促，而后者则是符合正常经济规律的信用事件，需要市场正确的认识和理解。

随着债券发行量大幅上涨，信用风险事件呈上升趋势，但总体数量依然有限。我们以 2011 年和 2012 年市场发行的短期融资券、中期票据、企业债、集合票据以及集合债为基础，并剔除因程序违规造成的债券违约案例，计算信用风险事件发生概率。如表 2、3 所示，以市场发行期数及风险债务数量为依据，2011 年和 2012 年风险事件率均为 0.24%；以债券发行规模及风险事件涉及的债务规模为依据，2011 年和 2012 年风险事件率分别为 0.13%、0.02%，远小于 2012 年我国商业银行不良贷款率 0.95%。

表 2：风险事件率（按支数）

	2011			2012		
	发行期数	风险债务	风险事件	发行期数	风险债务	风险事件

		支数	率(1)		支数	率(1)
信用债	1269	3	0.24%	2059	5	0.24%

数据来源：CCXE、中诚信国际整理

表 3：风险事件率（按规模）

	2011			2012		
	总规模(亿元)	风险债务规模(亿元)	风险事件率(2)	总规模(亿元)	风险债务规模(亿元)	风险事件率(2)
信用债	20931.71	28	0.13%	31295.1	5.4	0.02%

数据来源：CCXE、中诚信国际整理

(2) 市场对风险事件的一般看法

根据市场的参与者不同，我们分别从投资者、监管机构和其他市场参与者的角度，来总结他们各自对信用事件的看法。

首先，作为投资者，在 2012 年以前，对债券市场的风险认识很低，基本认为市场是无风险的，发生任何意外情况都会由政府“兜底”，因而对高收益的产品基本没有违约的心理准备。而经历了最近的几起信用事件以后，投资者已经认识到债券市场存在信用风险，监管机构对于市场发生违约事件的容忍度有所放宽，进而在投资时能够有意识地关注风险定价，寻找风险和收益的平衡关系。

从监管机构的角度看，过去的债券市场是一个零违约容忍的市场。监管机构一方面希望能够加快债券市场的发展，降低发债门槛，为社会融资提供更直接的渠道；另一方面也希望规避一切风险，保证市场的稳定性，尽可能代替发生信用事件的企业对债券进行支付。随着市场规模的不断扩大，同时也借鉴发达国家资本市场的经验，监管机构认为现在的中国债券市场已经可以承担部分信用债发生违约，暴露其存在的风险，并尽量利用市场化的手段来解决兑付危机。与此同时，还要把好债券发行关，强化发行和信息披露机制，充分发挥信用评级的作用，从而促进债券市场的健康发展。

相比之下，市场分析人士对信用风险的认识较早，多数人认为债券违约事件的发生是符合市场发展规律，有利于债券市场发展，走向成熟的。而市场对违约的承受能力，是要通过建立健全市场机制，不断完善直接融资金融体系，同时促进整个市场对风险的正确认识来一步步加强的。这其中具体包括建立有效的风险分散和转移机制，设立多元的市场风险对冲体系，从而减小个别事件对整个市场的过分冲击。同时完善违约救济制度，保证投资人的利益能得到适当补偿。除此之外，在降低债券市场系统性风险的同时，个案风险的逐步释放也应

引起相关人士的注意。

三、信用支持结构与信用事件影响

(1) 信用支持机构影响债券信用风险

近年发生的信用风险事件主要集中在以担保公司提供担保的中小企业集合债,以及债券本身无担保条款,但具有国企背景或地方政府提供隐性保障的券种,虽然这类事件最终都以地方政府、担保公司等第三方机构兜底告终,但债券发行人实际已经发生违约。

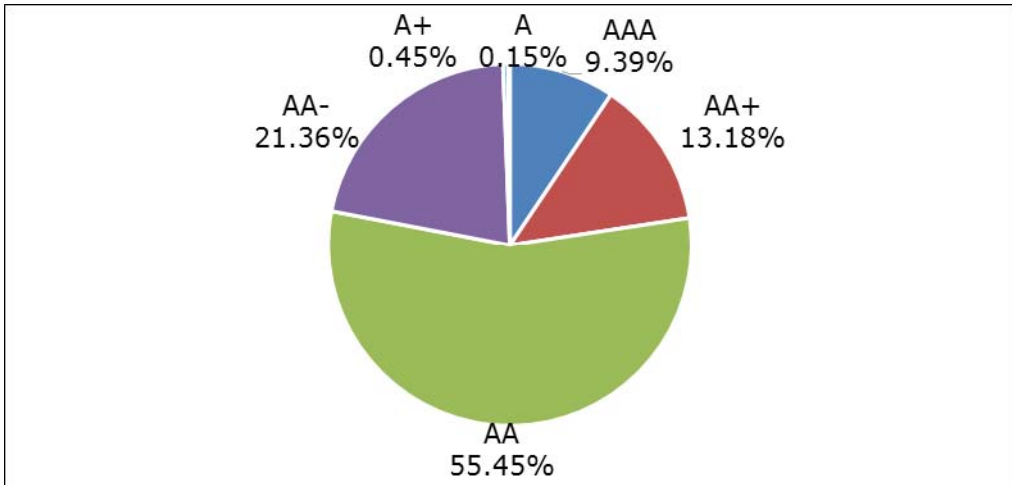
在进行信用评级时,信用支持主体差异是判断发行人违约和债券违约的重要市场因素。对政府信用支持类债券而言,应关注政府支持能力,即行政级别和财政实力。“11海龙CP01”最终成功兑付及凸显了国企在政府隐形担保、银行贷款支持等方面具备的优势。对于担保公司支持类而言,债券能否顺利偿付关键在于担保人能否及时足额进行代偿。因此,要重点考察担保条款的设置及担保人代偿能力对违约规模的覆盖程度。

从理论角度来看,债券信用支持可以通过保证担保、质押担保和抵押担保三种方式。保证的常见增信方式有:第三方机构担保保证和专业增信担保机构保证。在实务操作中,主要以专业增信机构、担保公司、平台类公司(城投类)、基建类公司、实业公司、国有资产管理投资公司、铁路建设基金等提供保证。抵押、质押担保则需分别通过土地、房产等抵押物,股权、应收账款等质押物作为债权担保,当债券发行人不能履行债务时,债权人(债权代理人)有权以该财产变现后的价款优先偿债。总体来看,不同信用类型支持的信用风险事件的影响存在一定差异,我们将在后文中具体阐述各信用风险事件和信用支持对于债券一、二级市场利率的影响。

(2) 信用支持对债券发行级别及市场利率影响

由于各监管部门针对债券发行约束不同,市场上各券种运用担保支持情况存在较大差异:目前,短融、中票基本为无担保,而近半数企业债、公司债有担保。同时,针对企业债担保条件不断细化,根据2012年12月发改委下发的《关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》,“资产负债率成为企业发债的一个重要考量标准,资产负债率在80%至90%之间的发债申请企业,原则上必须提供担保措施”。2012年至2013年4月24日期间,银行间市场企业债使用保证担保、抵押担保、质押担保的分别占债券总数的21.36%、12.4%、1.67%。

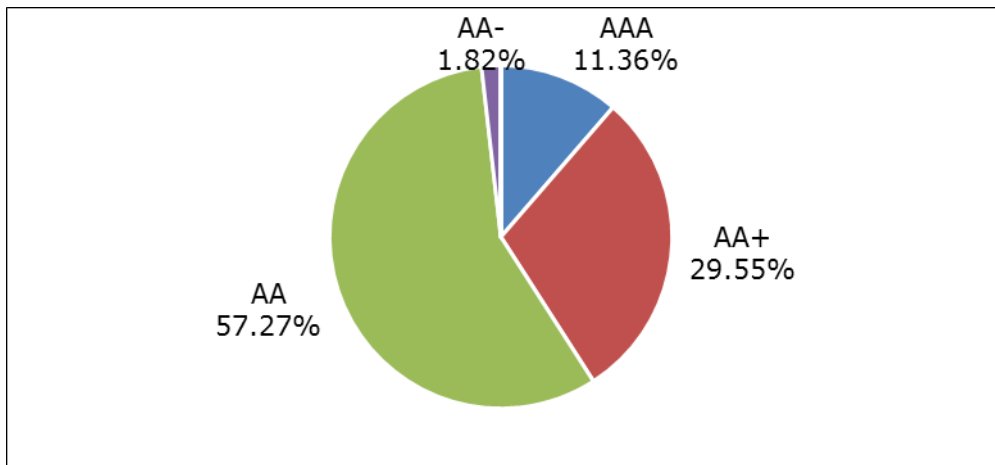
图4 企业债债项级别分布



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

与主体级别相比，信用支持对企业债债项级别影响明显，如图所示，高等级（AAA 和 AA+）显著上升，整体占比上升 18.34%；AA 等级占比基本维持不变；AA-等级下降了接近 20%，而低级别（A+和 A）完全向高等级迁移。从增级效果来看，抵、质押担保对低主体等级债务增级效果更好，总体债项等级分布趋向 AA 级以上的高等级分布。

图 5 企业债债项级别分布



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

为检验信用增信对债券发行利率是否产生影响，我们以抵押担保为例，选取同一天发行，除担保方式之外，债券发行要素（除债券实际发行规模以外，发行日期、债券期限、付息方式、承销方式、含权类型）相同的两支债券的发行利差和二级市场利差进行比较。如表 4 所示，“13 湘潭高新债”为土地使用权抵押，信用增级方式在等级上得到体现，但是在发行利率和市场利率方面信用保障效果并不明显，一级市场发行利差达 21BP，反映出主体级别间的差异；而二级市场上，信用支持在两只债券的利差水平方面的表现并不显著。

表 4 抵押担保与无担保债券发行要素（以 7 年期企业债为例）

	13 湘潭高新债	13 渭南债
发行人	湘潭高新集团有限公司	渭南市城市建设投资开发有限责任公司
发行规模	8 亿	12 亿
发行日期	2013-01-15	2013-01-15
债券期限(年)	7	7
票面利率(%)	6.9	6.69
付息频率	一年一次	一年一次
信用评级	主体 AA-；债项 AA	主体 AA；债项 AA
信用增进方式	抵押担保：土地使用权	

数据来源：CCXE、中诚信国际整理

四、评级行动与信用事件风险演化

我们总结 2011 年 1 月之后发生的 9 起信用风险事件，根据发行券种进行分类，并选取三起无担保债券信用风险实例分析评级行动、信用风险事件演化以及市场利率变动情况。总体来看，评级机构第一次评级行动普遍存在一定滞后性，信用风险事件出现一段时间之后采取行动，一般先列入信用观察名单，后续进行下调等级或展望。另一方面，市场对于不同信用支持结构的债券违约事件反映存在较大差异，市场对于拥有政府隐性担保背景的债券风险预期已大大降低，评级行动对市场利率影响并不明显。

2011 年 4 月山东海龙爆出公司出现巨额亏损，联合资信于 2011 年 6 月 24 日将“11 海龙 CP01”列入观察名单，并在此后多次调整主体级别及展望。在首次评级行动发生期间，二级市场收益率上涨 3.32%，可见当时市场警惕性较高，且对债务人能否如期偿还债券态度较为悲观。同年 9 月 15 日联合资信下调评级展望，22 日之后，“11 海龙 CP01”就没有任何成交量放出。该支债务最终由公司控股股东潍坊市国资委进行担保，恒丰银行提供了此次兑付的资金。

图 6 09 海龙 CP001 二级市场到期收益率（%）

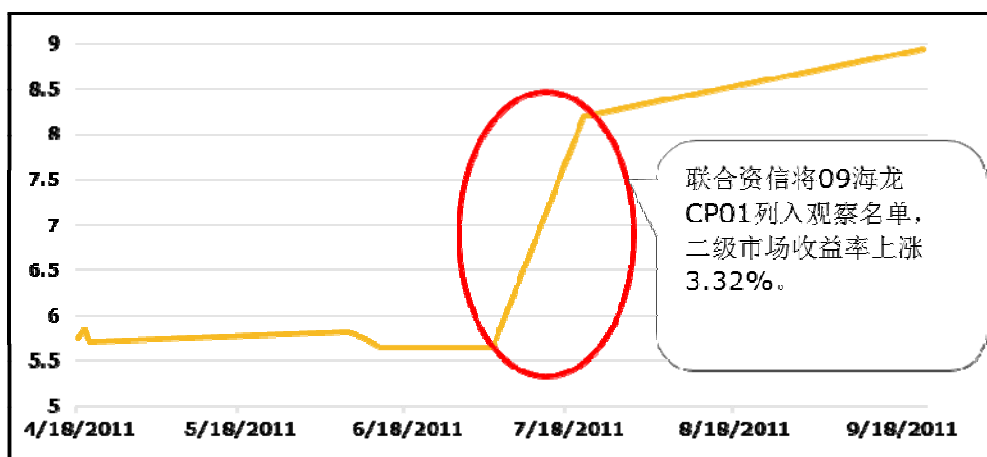
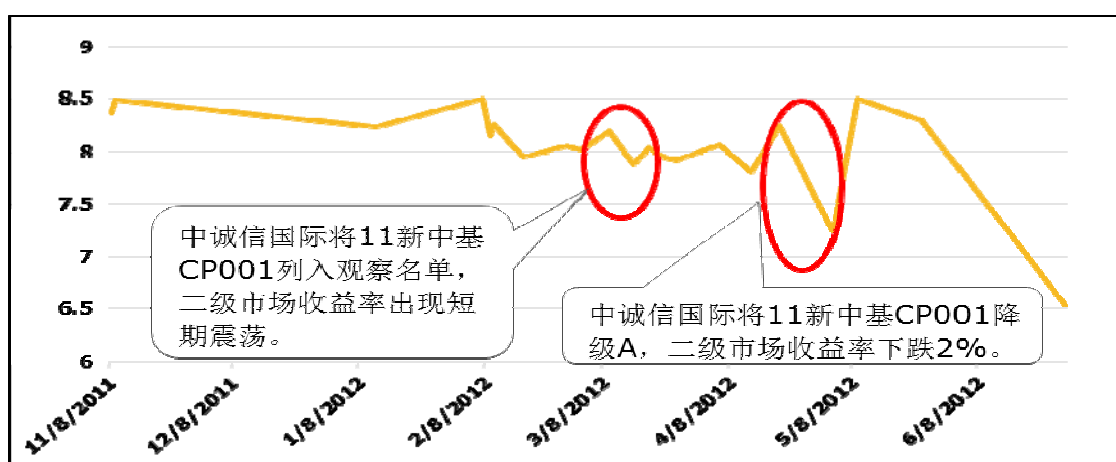


图7 11新中基 CP001 二级市场到期收益率 (%)

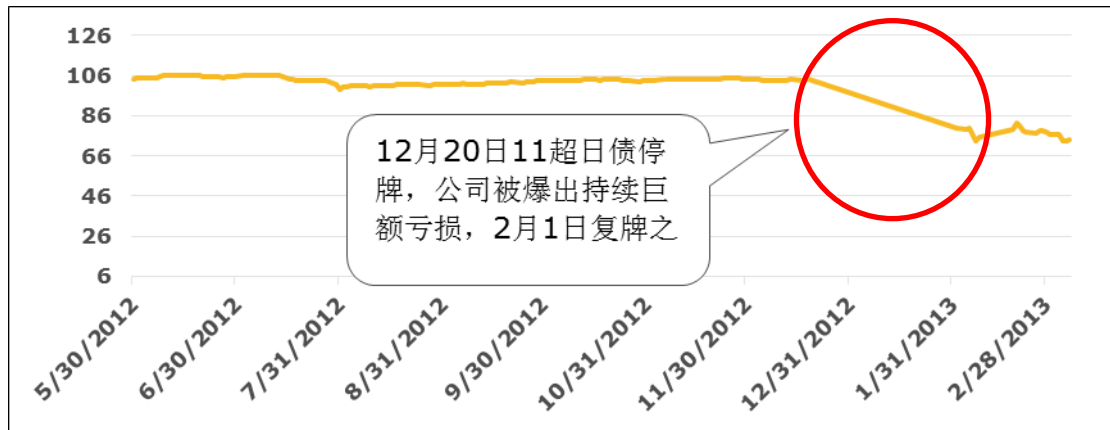


数据来源：CCXE、中诚信国际整理

时隔一年，市场对于新中基信用风险事件反应则形成鲜明对比。2012年3月28日，在新中基爆出巨额亏损、财务信息不实等信息后，中诚信国际将“11新中基 CP001”列入观察名单，二级市场收益率出现短期震荡，但此后采取降级行动期间，二级市场收益率下跌2%。新疆中基集团作为农六师国资下属上市公司，具有政府支持背景，市场在一再强化的兜底预期面前，投资者对于违约的担忧越来越迟钝，这与2011年夏天犹如“惊弓之鸟”形成巨大反差。最终，如市场所预期，该项债务由新中基母公司代偿债务。

市场对于同样被爆出巨额亏损的“11超日债”显得缺乏信心。2012年12月19日债券停牌，同月27日信用评级公司采取降级行动，2013年2月1日复牌后连续三跌停，跌幅达23.26%。反观公司信用支持结构，“11超日债”无担保，且公司股东结构较复杂，缺乏地方政府“隐性担保”优势，因而市场对地方政府是否会再次兜底存有疑虑。

图8 超日债二级市场到期收益率 (%)



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

(2) 信用事件对一、二级市场影响

历次信用风险事件市场影响存在一定差异，为充分分析市场影响，理清市场反应趋势，我们选取发生时点较早、市场关注度较高、影响时间较长的云投集团信用事件进行分析。总体来看，信用风险事件可对一级市场发行量、发行利率，以及二级市场交易利率、债券配置产生一定影响，以“云投债”事件为例，该事件对发行量、发行利率及机构投资者债券选择等方面均造成一定影响。当然，信用事件对一、二级市场的影响很大程度上取决于市场对风险的认识，“云投债”事件之后政府多次兜底行为已导致市场警惕性降低，此后信用事件影响相对降低。

1. 一级市场：发行量大幅萎缩，利率上升

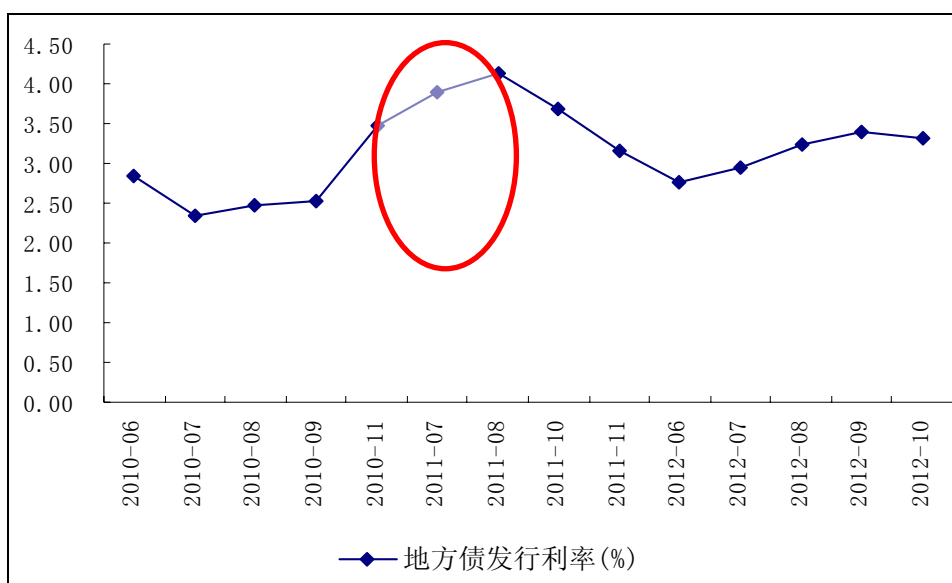
2011年7月云投集团公司信用事件，对一级市场引起较大影响。城投债市场方面，7月至10月，一级市场发行量大幅缩减（图9），8-10月城投类企业债总共发行5支。同时，此次市场恐慌波及中央代发的地方债。同年7月12日发行的三年期地方债“11地方债02”未能招满，认购率95.8%，是近三年来唯一一次认购率不足100%的地方债，且中标利率高于市场预期均值。

图9 风险事件后城投债发行只数



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

图 10 风险事件后城投债发行利率



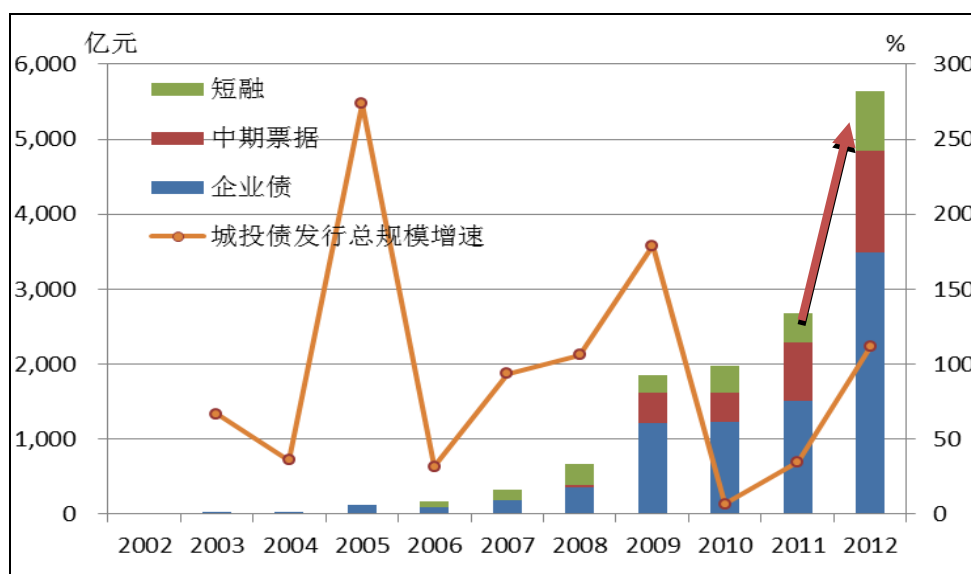
数据来源：CCXE、中诚信国际整理

市场利率方面，“10 云投债（主体 AA、债项 AA+）”事件提高了同级别城投债一级市场的发行利率。2011 年 6 月至 10 月，债项级别为 AA+ 的城投债发行利率从 6.53% 大幅上升至 7.71%；主体级别为 AA 的城投债发行利率从 6.42% 大幅上升至 7.71%，此后持续保持在 7.90% 上下。当然，这一利率变化发生在国内货币政策由适度宽松向稳健的宏观背景之下，但投资者对地方政府债务及城投债风险担忧加剧，无意导致城投债券发行的风险溢价提升。

“云投债”事件之后，市场对企业债，尤其是城投债的风险底线有了更加清晰的认识，政府兜底使市场警惕性普遍下降。2012 年尽管也有山东海龙、江西赛维等城投类短期融资

券违约，但对市场影响远不及云投债，城投类企业债成为市场投资的热点。

图 11 2012 年城投债发行规模暴增 111%

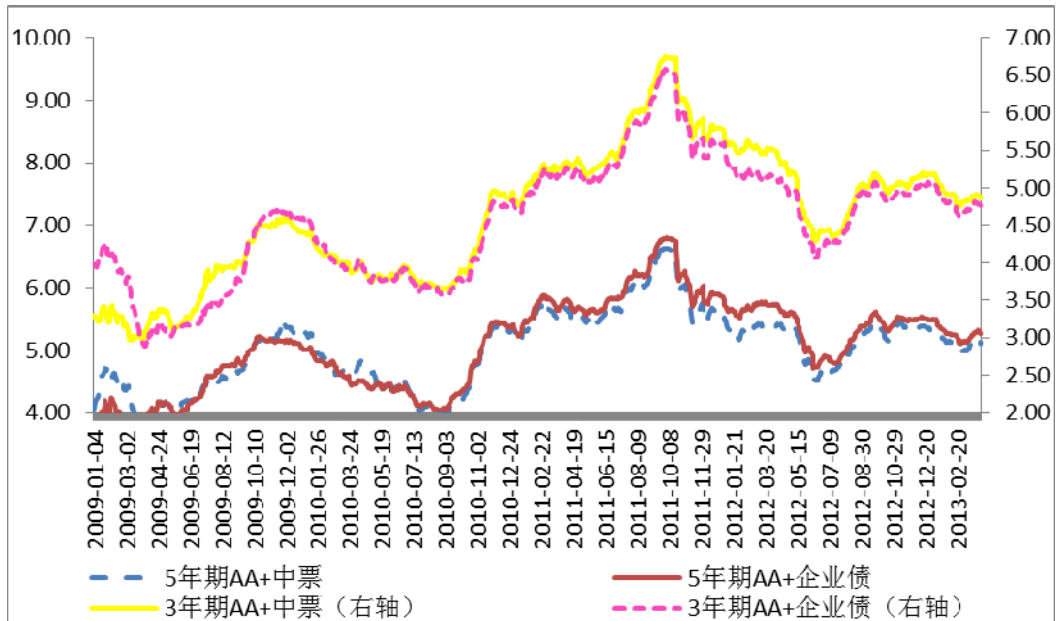


数据来源：CCXE、中诚信国际整理

2. 二级市场：债券品种、级别选择受影响

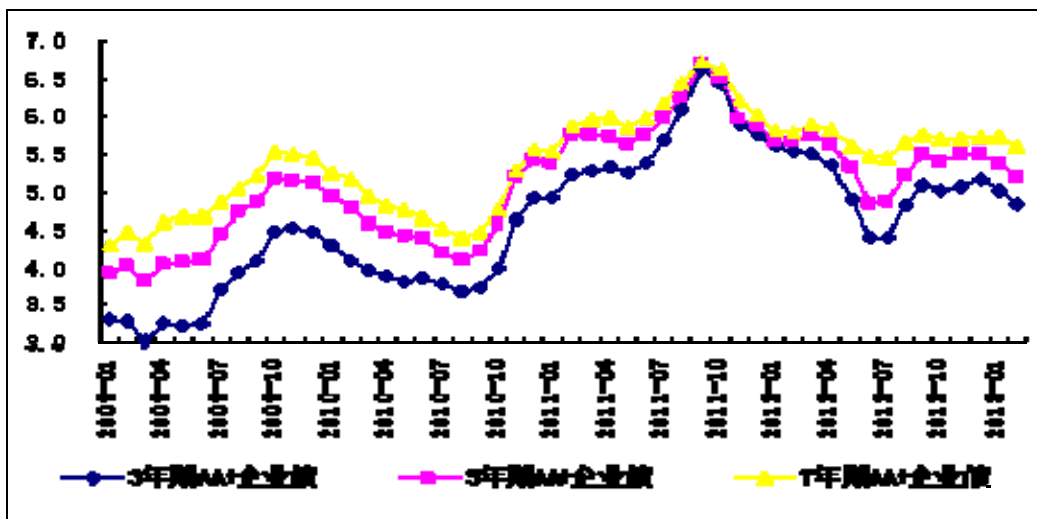
我们将二级市场影响分为（1）债券品种选择；（2）企业债期限选择；（3）同期限企业债级别选择；（4）个债利率变化四方面。在券种选择方面，云投债事件后机构投资者更加倾向于中票、短融。以中票为例（图 12），2011 年 10 月之前，市场对 3 年期和 5 年期企业债和中票方面的配置操作基本相同，二者的收益率基本持平。而在 2011 年 10 月至 2012 年 3 月期间，3 年期企业债和中票的利差一度增至 36BP，5 年期企业债和中票的利差一度增至 34BP，表明市场更倾向于配置中票。企业债期限选择方面，市场对 3 年期、5 年期、7 年期企业债配置无太大异动（图 13）。2011 年云投债信用事件后，市场发行的低级别企业债数量增加并受到追捧，而 AAA 高等级信用债供不应求，收益率曲线出现明显陡峭化下行的趋势，AA-和 AAA 企业债之间的信用点差达到 289BP，较 7 月扩大了 128 个 BP，并在 2012 年 3 月达到 349 个 BP 的历史最高点。（图 14）

图 12 二级市场企业债和中票利率



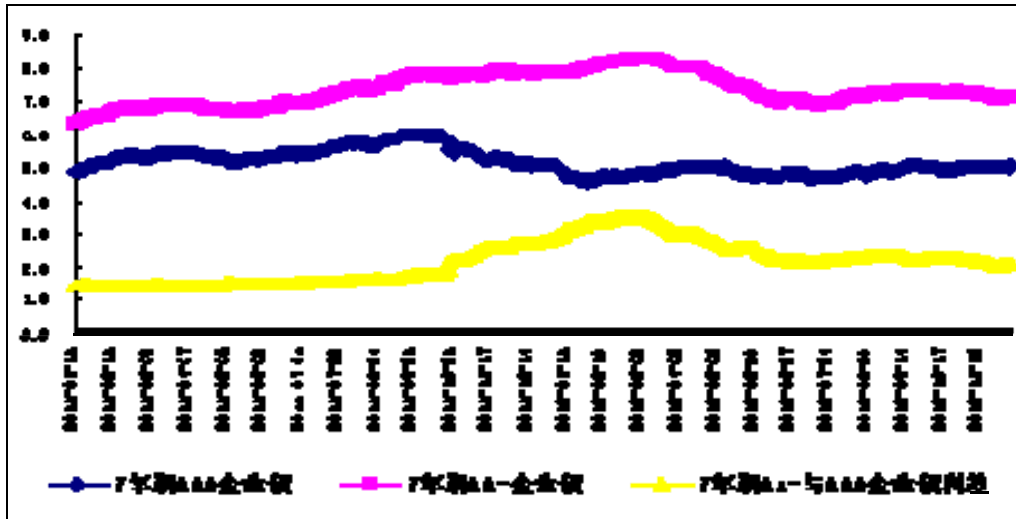
数据来源：CCXE、中诚信国际整理

图 13 二级市场企业债期限利率变化



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

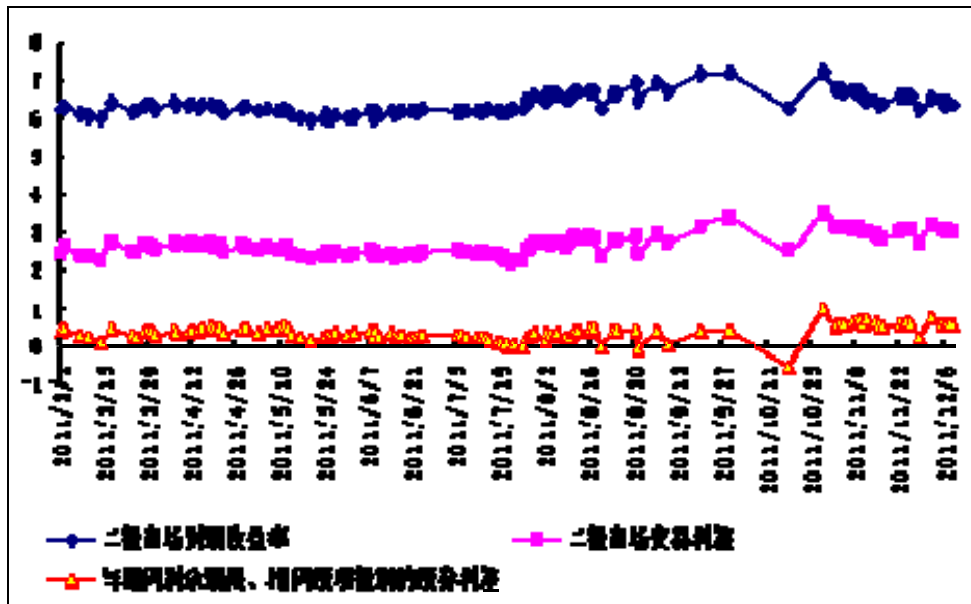
图 14 各级别七年期企业债利率及利差



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

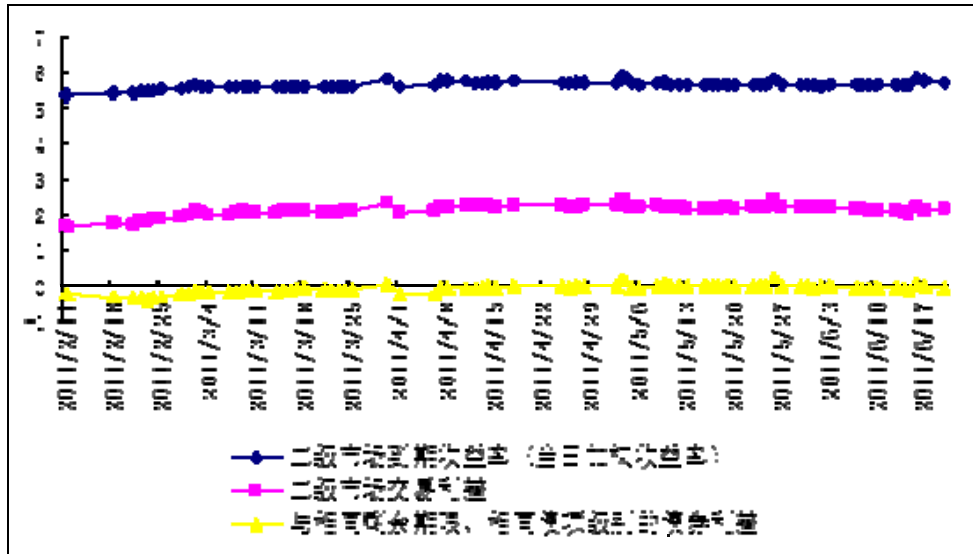
就个债而言，2011年云投债二级市场利差并未明显变化，始终维持在2.37%-2.47%上下，与相同剩余期限、相同债项级别的债券利差始终维持在17BP-25BP之间。这一方面，与城投债的持有机构的投资策略有关，一方面与债券市场个券交易不活跃有关。这一情况与同年4月发生的“四川高速”风险事件相同。

图 15 “云投债”事件后二级市场到期收益率、交易利差与债券利差



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

图 16 “川高速”事件后二级市场到期收益率、交易利差与债券利差



数据来源：CCXE、中诚信国际整理

（五）信用事件小结和未来信用趋势的展望

总体来看，2011年至2012年间，市场对信用风险事件的反应发生较大逆转。在2012年之前，信用风险事件并不频繁，以城投类债券违规操作为主，市场因担心公司违规操作降低债券质量，普遍反应剧烈，包括以及市场发行量和发行利率，以及二级市场债券产品选择等方面均受影响。此后监管部门出台多项指引规范城投类债券资金运作、信息披露等操作。进入2012年，风险事件逐渐增多，主要为平台发行的短融和中小企业发行的集合债。除中小企业集合债以外，其余债券均无明确的担保条款，但最终城投类债券均由政府、母公司兜底，而中小企业集合债均由担保公司代偿，市场在政府隐性担保的预期下降低了债券违约的风险敏感性，具有政府背景的低信用债券品种大受追捧，投资冒险行为得到鼓励。

长期来看，信用事件屡被化解现象并不符合信用债务市场的发展方向，正如前文所述，企业是否具有政府背景支持因作为企业信用的一大考量因素，但其不应掩盖债券发行人自身信用资质这一因素的重要性。事实上，就市场定价来看，目前运用担保增级手段的债券，其一级发行及二级流通利率并未显示出明显优势。如果市场不能提高对于违约事件的容忍度，系统风险逐渐堆积，那么风险暴露后给市场带来的冲击可能大于“云投债”事件的影响。

未来的债券市场在允许“市场力量”发挥作用与“管制经济”之间的矛盾将逐步缓和，允许违约的出现，具有流动性和深度的资本市场以透明性、稳定性、以及公正和可预见的方式实现可持续发展，发挥信用评级公司在市场中的作用，披露信息，消除市场的不对称性，揭示市场中的信用风险。

附注：

表 5： 2005 年以来信用债市场主要监管规则

时间	发布机构	监管规则
2004. 12	中国人民银行	《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》
2005. 04	中国人民银行、中国银监会	《信贷资产证券化试点管理办法》
2005. 05	中国人民银行	《短期融资券管理办法》
2005. 10	国务院	《中华人民共和国证券法》（2005 年修订）
2005. 10	国务院	《中华人民共和国公司法》（2005 年修订）
2007. 08	中国证监会	《公司债券试点办法》
2008. 01	国家发改委	《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》
2008. 04	中国人民银行	《中期票据业务指引》
2008. 04	中国人民银行	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》
2009. 11	中国银行间市场交易商协会	《银行间债券市场中小非金融企业集合票据业务指引》
2009. 11	中国银行间市场交易商协会	《银行间债券市场债券交易自律规则》
2012. 06	深圳证券交易所	《深圳证券交易所公司债券上市规则》（2012 年修订）
2012. 08	中国银行间市场交易商协会	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》

数据来源：中国人民银行、中国证监会、中国外汇交易中心、国家发改委