

演讲 NO: 2018 年 7 月

适度债券的违约有利于促进理性风险定价

彭兴韵

国家金融与发展实验室副主任

演讲时间：2018 年 7 月 24 日 来源：金融界债券

演讲背景：2018 债券年会 7 月 19-7 月 20 日在上海举行。国家金融与发展实验室中国债券论坛首席经济学家彭兴韵做了主题演讲《违约与债券市场发展》。

演讲内容：

他说今年1月到7月1日之前已经发生了270多亿的违约，违约规模总体在不断上升的。同时违约的品种逐渐多元化，非金融企业发行的几乎所有债券都已经出现了违约。从违约绝对的占比来看，民营企业违约的占比已经超过了半壁江山，反映了我们的民营企业在货币政策紧缩的环境中面临比国有企业更为艰难的融资环境。从现在已经发生的违约来看，公开债券市场违约的发生率还是非常低的，和银行的不良率做一个简单对比，债券市场违约率是非常低的水平。但是尽管如此，仍然要特别强调的是债券的违约仍然可能向纵深发展，主要原因是基于这样三个方面。第一，宏观经济和金融环境的变化。第二，需求端约束重新成为大宗商品价格主要的影响因素。第三，企业治理与债券违约处置方式，包括债务违约的处置方式，带来的一些负向激励的机制。

从宏观经济环境来看，全球经济依然处于危机后的艰难复苏当中，虽然现在全球经济比较分化，但是总体全球经济尤其中美贸易战的背景下面临很高的不确定性。第二，基于新技术革命的全球供应链重组和制造业转移、中美贸易战和国内需求增长疲软以及严重的房地产泡沫，给未来中国的企业经营环境带来了更大的不确定性。第三，中国高杠杆本身是为违约埋下了隐患。到期债券偿还量大幅度上升，加剧了整个市场的流动性风险。未来几年非金融企业即将到期的债券偿付量大幅度增长。

另一个重要的原因，我们强调的供给侧结构性改革所带动的大宗商品价格的上涨，从而改变了一些传统的周期性行业的现金流，缓解了我们在 16、17 年债券的违约。但是随着我们供给侧结构性改革尤其是去产能供给侧结构性改革的政策将来空间被压缩的情况下，大宗商品价格可能会逐渐趋于收敛。传统周期性行业可能会面临新的经营压力。另外公司治理和已经发生的违约处置的方式所产生的负向激励，会导致部分企业违约，这就是企业对激励的反应，可能会对信用环境产生不利的影响。

违约之后处置的方式基本上是三大类，第一，通过双方的协商，通过担保和质押物变相进行偿还，还有司法诉讼，破产程序。对于违约之后的几个特点。第一，违约之后实际完成的兑付金额是比较少的。第二，民营企业在违约之后更愿意采取多方途径筹集资金继续履约。第三，自筹偿还违约回收率比较高，进入司法程序的回收率比较低。民营企业违约以后完成偿付的比例远远高于国有企业或者其他的所有制企业。民营企业在违约之后更愿意多方筹措资金完成偿付，尽量避免进入破产的程序和诉讼求偿的程序，尽量把握住对企业的控制权。

违约并不是完全的坏事。第一，违约是健康的债券市场的必要要素。第二，适度债券的违约有利于促进理性风险定价。第三，违约可以改善市场的配置效率，可以纠正不合理债券发行的机制。另外违约本身是一个健康的债券市场不可缺少的要素，对于现在的违约并不要认为它是洪水猛兽，最关键的问题在于要对违约者付出相应的代价，

如果代价低廉甚至没有代价的违约，对债券市场的信用环境是一种极大地破坏，这种情况下也是不利于债券市场资源配置效率改善的。另外违约可以促进债券市场理性风险定价，促进债券的收益率和价格能够更好地反映它的信用风险。

与此相对应的，违约有助于改善中国债券市场资源配置的效率，违约可以促使投资者审慎选择发债主体、期限，使得不同风险偏好的资金可以对应不同的风险债券。从这个意义上来说，违约是有利于供给侧结构性改革和迈向高质量发展经济的新时代的。另外违约可以在一定程度上纠正现行债券不合理发行的机制，现在很多债券融资实际上都是借新还旧，如果所有这些债务都要通过借新还旧的方式来履行偿还的义务，本身就意味着它是一种低效率的。违约使得我们过去依靠融资所产生的现金流进行债券的履约可能会产生一定的纠偏作用，与此相对应的也可以阻止我们的信用风险不断地累计。这种违约实际上我们认为它是风险逐步释放的过程。

建设更健康的债券市场新生态。第一，稳健中性的货币政策要坚持。第二，应该要改革债券市场九龙治水的局面。第三，发债企业应该把信用当成信仰。第四，完善债权人司法救济的制度。第五，加强预期管理，积极防止违约外溢和传染效应。

最后要强调的是债券违约当中应该加强预期管理，媒体当中不要过分渲染违约，要本着客观报道。