



新华社图片

### 积极“排雷”

Wind数据显示,截至目前,2019年信用债违约只数和规模分别为164只、1293.98亿元,而2018年全年违约只数和金额分别为125只和1209.61亿元。2019年债券违约只数和规模已超过2018年,为近年较高水平。数据显示,2015年、2016年和2017年,违约债只数分别为27只、56只和34只,违约金额也仅有121.77亿元、312.49亿元和393.77亿元。央行发布的报告认为,债券市场违约风险有向其他市场传导的趋势,从已发生的违约案例看,部分上市企业因债券违约而出现股价下跌,面临股票质押融资爆仓风险。

据海通证券统计,2019年信用债违约呈现如下特征:第一,民企违约潮持续,地方国企违约有所增加。第二,城投债信仰仍在。今年以来出现多起融资平台非标违约,但城投债仍未发生实质性违约,城投债信仰再度强化。第三,花式违约增多。本息展期作为首次违约方式的债券明显增多,而除了技术性违约、本息展期外,今年还有不少场外兑付、要求撤销回售以及永续债展期或利息递延等看上去不是违约的“违约”。

在债券违约高发的情况下,如何“避雷”也成为各家机构最为关注的话题。记者采访多家机构发现,不断提高信评和投研能力是“避雷法宝”。

某公募基金固收团队负责人张华(化名)告诉记者,公司在研究和信评方面投入了大量资源,公司现有的信用分析师就接近20人。“我们并不排斥风险,研究的目的和研究的价值在于通过深度研究来实现价值判断。因此,我们并不是单纯的防风险,而是在控制风险的同时,挖掘结构性失衡所带来的投资机会。”张华表示,对所有主体进行基本面分析,并通过动态跟踪,把握整个市场投资机会,同时防范市场风险。

“我们首先会从宏观层面进行判断,给出行业准入或禁入的调整,在大的框架下,对投资标的准入标准进行严格把控。”某债券私募负责人介绍,在评级方面,外部评级仅是一个参考,会按照内部评级来选择标的。此外,公司将信用研究分为事前、事中和事后。在投资前,会对标的进行定量和定性研究,对公司基本面进行自下而上的考量后提交信评报告,产生初选结果;之后,会进行第二阶段的讨论,由投资部

和信评委员会进行集中讨论,投资经理和信评研究员作出决议,再筛选出入库名单;第三阶段,则由投决委员会进行最终裁定,产生备选标的池。投资完成后,信评研究员将对标的进行持续跟踪。

除积极“排雷”之外,一些机构也敏锐地嗅到了民企债的投资机会。例如,嘉实基金率先在业内推出了首只民企债基金——嘉实民企精选一年定期开放型债券型基金,并于11月18日起发行。在业内人士看来,市场波动、行业性质、企业性质、担保问题等多种因素可能导致债券风险被高估,导致民企债券价格偏低。随着时间推移,这些投资机会正逐步显现出来,当前是一个难得的时间窗口。

### 处置方式多样化

“踩雷”后如何妥善处置,尽可能将声誉、收益等风险降到最低,是各家机构不得不面对的问题。

有业内人士告诉记者,某券商资管产品“踩雷”后,会选择让券商自营资金将这一违约债券接走。而一些公募基金如果“踩雷”,产品净值会出现大幅下跌,如果“踩雷”的债券规模不大,一般会选择用公司自有资金先买下这只违约债券。如果规模较大,则会选择让产品亏损,但这时就会出现大额赎回,影响公司的声誉。

事实上,除“踩雷”机构外,债券违约主体也在积极探寻处置方式。东方金诚首席债券分析师苏莉指出,过去国内债券违约后的处置方式主要有第三方代偿、发行人自筹资金(变卖资产、其他第三方融资等)、协调和解、资产重组、破产清算等,其中以资产重组居多。例如,8月5日,东方园林发布了《详式权益变动报告书》(以下简称《报告书》),披露公司涉及控股权转让的交易细节。东方园林控股股东何巧女以协议转让的方式向北京朝汇鑫企业管理有限公司(以下简称“北京朝汇鑫”)转让5%的公司股权,并且何巧女及其丈夫唐凯还另外将16.8%的公司股份表决权委托给北京朝汇鑫行使。根据《报告书》,北京朝汇鑫为朝阳区国有资本经营管理中心全资子公司,而此次交易并非北京市朝阳区国资委首次驰援东方园林,同属朝阳国资旗下的北京市盈润汇民基金管理中心曾于2018年12月入股东方园林,成为公司的战略股东,持股占总股本的5%。也就是说,通过此次交易,朝

# 债券违约频频 机构“排雷”手段全上

□本报记者 张凌之 郭梦迪

12月2日至3日,两天之内六单债券违约,但这仅仅是2019年信用债违约的一个缩影。Wind数据显示,截至目前,今年以来信用债违约数量与规模均创近五年新高,分别为164只和1293.98亿元。

在此背景下,不断提高信评和投研能力成为机构应对债券违约的必要手段。而面对已经违约的债券,金融机构也有“制胜法宝”,同时,违约债券市场化处置机制正在加速完善。

值得关注的是,央行11月底发布的《中国金融稳定报告(2019)》(下称“报告”)也关注了债券市场违约风险。报告指出,2019年公司信用类债券到期兑付较为集中,债券市场仍面临违约风险加大的压力。下一步,应继续完善债券违约处置机制,畅通违约债券司法救济渠道,切实防范债券市场违约风险,维护债券市场平稳运行。

的建设不仅包含违约债券转让机制的构建,还应该包含相关司法保护体系的完善以及信用对冲工具制度的完善。

### 短期信用风险可控

临近年末,不少机构都格外关注2020年信用风险将如何演变。海通证券研报指出,短期内信用风险相对可控。尽管经济数据还有反复,企业盈利和现金流继续受到考验,但经过两年的持续“爆雷”,存续民企债中有瑕疵的高风险主体减少,去杠杆转为稳杠杆,央行引导实体融资成本回落,民企融资端也将逐渐看到效果,而且今年年底和明年一季度低资质主体信用债到期压力较小,短期内信用风险整体可控。

海通证券进一步指出,尽管民企有融资劣势,但相较于国企更有经营效率,历史包袱少,转型更灵活。特别是在地方债融资体系建立以后,城投平台长期地位下降,信用债投资将会回归企业自身基本面,经营健康的民企地位终将会提升。今年民企备受诟病的问题还有财务造假、信息不对称下的道德风险以及部分主体逃废债。对这些问题可以有针对性地进行制度建设,帮助市场信心修复。

值得关注的是,央行日前发布的报告也提及了债券市场违约风险分析及应对措施。报告指出,下一步,应持续加强债券市场制度建设,进一步完善违约债券处置机制,提高违约处置效率,推动市场应对和化解风险的能力不断提升。

一是保持稳健的货币政策松紧适度,发挥货币政策的结构优化作用,为债券市场营造适宜的发展环境。

二是不断完善配套政策,引导金融机构高度重视并积极推广民营企业债券融资支持工具,推动支持工具增量、扩面惠及更多企业。

三是不断强化信息披露要求,提高信息披露质量,完善细化持有人会议和受托管理人制度安排。同时,督促发行人和主承销商、会计师事务所、律师事务所、评级机构等中介机构尽职履责,持续提高投资人保护力度。

四是完善到期违约债券交易机制安排,引导更多的专业化投资者参与违约债券处置,提高风险出清效率。

五是畅通债券违约司法救济渠道,推动解决主承销商或受托管理人的诉讼地位和债券纠纷案件的管辖问题,提升案件审理的专业化程度和破产重整进程的效率。

兴业证券研报也指出,债券违约处置机制