

作者：简尚波  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 违约债券转让：业务要点、试水成效及发展前景

### 摘要

18年下半年以来，外汇交易中心、北金所、沪深交易所推出的“债券匿名拍卖”“违约债券动态报价转让”“特定债券转让结算”“债券回购违约转让”等业务，是银行间和交易所违约债券转让业务兴起的标志性事件。违约债券转让业务的兴起，鲜明地顺应了近期中国信用债违约常态化以及违约债券流通受阻的现实背景。

各机构违约债券转让业务均取得良好开局。一是从机制设计来看，各具特色：（1）交易中心债券匿名拍卖设计双向定价、集中竞价等环节以收拢报价区间，iDeal匿名聊天功能能对竞价失败的债券继续促成买卖；（2）北金所通过指定的动态报价系统，促成受让者在自由报价期与限时报价期内动态报价，能吸引投资人参与价格发现及定价过程，最终通过“竞价--价高者得”的方式确认受让方；（3）沪深交易所针对公司债券中的“特定债券”进行挂牌转让时，转让不设价格涨跌幅限制，投资者可根据实际情况自行协商转让价格。

二是从市场实践来看，截至目前，外汇交易中心通过债券匿名拍卖达成交易的债券达19只，其中违约券10只；北金所官网累计发布11笔到期违约债券转让公示，标的包括永泰能源、华业资本的6只债券，合计面额7.08亿元，转让底价合计3.12亿元；沪深交易所做出特定债券转让安排的债券中，处于存续期且已违约的债券有13只。案例数据显示，违约债券转让业务对个券成交起到明显促进作用。

鉴于中国信用债违约进入常态化、现行违约券流动性依然不强、监管部门重视违约券流动性改善、市场参与者对违约券增强流动性的需求迫切等多方面原因，中国违约债券转让业务将具有良好发展前景，至少可表现为业务覆盖范围拓宽、市场参与主体进一步多元化、交易定价市场化水平增强等方面。

### 相关研究报告：

- 1.《国企光环再度破碎，民企违约率持续下行--第三季度违约分析》，2019.10.17
- 2.《评级下调对债券价格的影响》，2019.09.23
- 3.《冰淇淋引发的债券违约事件——天宝食品债券违约分析》，2019.06.15
- 4.《信用评审中如何排查“或有负债”？——上市公司违规担保实务案例分析》，2019.05.23

2018年5月以来，中国外汇交易中心、北京金融资产交易所（北金所）、沪深交易所先后推出“债券匿名拍卖业务”“违约债券动态报价转让”“特定债券转让结算服务”以及“债券回购违约处置”服务，对于增强违约债券交易市场流动性、完善违约债券定价机制、维护违约债券投资者权益，以及增强高风险、低流动债券投资吸引力从而促进高收益债券市场发展等具有积极意义。本文重点分析了各机构的违约债券转让业务要点、业务试水成效及发展前景，以供投资者参考。

## 一、业务兴起背景

### （一）违约债券市场逼近千亿级

2014年以来，伴随我国信用债发行数量大幅增加，以及信用债券种创新发展，我国存量信用债违约现象持续不断发生，尤其自2018年下半年以来，受到中美贸易摩擦等错综复杂的外部环境影响，我国宏观经济季度同比增速呈现下行态势。受此影响，图1显示，我国信用债违约事件数量于2018年三季度开始呈现井喷式增长并且维持高位震荡，违约债券金额也呈现同步变化。截至2018年末，处于存续期的当年新增违约债券93只、期末余额893.84亿元，截至2019年12月10日（简称考察日），处于存续期的当年新增违约债券107只、期末余额919.99亿元。违约信用债市场逼近千亿级，对于违约债券转让业务兴起具有催化作用。

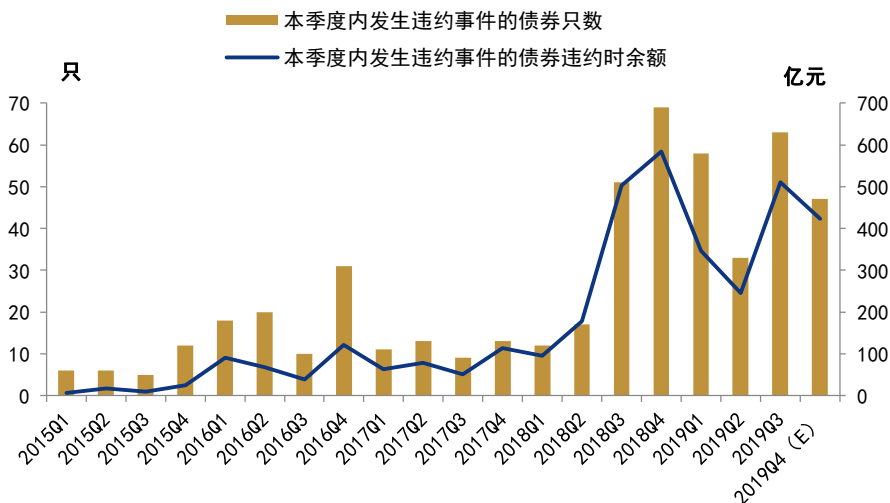


图1：近年以来各季度中国信用债违约频率变化

注：2019Q4预测数据，系根据10月1日至12月10日违约债券数量及违约时余额平均水平进行预测。对于各季度内违约债券违约时余额统计，如同一只券在本季度内重复发生违约事件的，统计最早发生违约事件时的债券余额。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

### （二）违约债券流动性约束显著

受制于违约债券存在停牌、摘牌机制，其中私募债、定向工具非公开流通，以及违约回收效果整体欠佳、持有风险较高等因素，违约债券在交易市场流动性大幅度低于同期未违约同类债券水平（详见图2）。而摆脱这一流动性束缚困局，大幅提升违约债券在交易市场的流动性，有利于维护持有者权益，增强违约债券投资吸引力，促进中国高收益债券市场发展，而这客观需要优化违约债券交易机制。

具体来看，图2关于违约券与非违约券相同时间口径内的交易活跃度对比表明，已违约各类债券在违约后的指定期间内，换手率均明显低于同期未违约同类债券，而这受到了违约券上述流动性约束的影响。

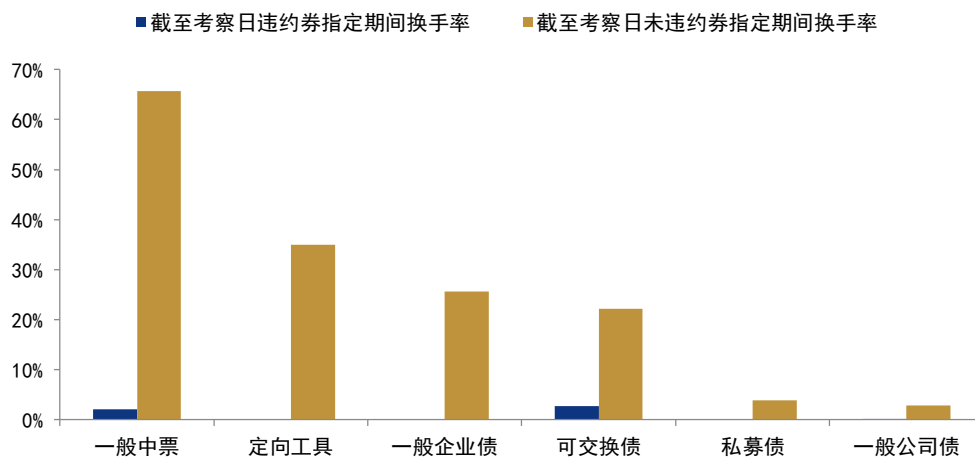


图2：违约债券违约后指定期间的换手率与非违约同类债券比较

注：可转债违约券只有1只样本，区别意义不大，未统计。指定期间系19年7月1日至12月10日。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 二、业务运作现状

针对日趋增大的违约债券市场和违约债券流动性偏弱的现状，2018年以来，人民银行在银行间债券市场组织开展了到期违约债券转让业务试点，探索到期违约债券处置机制，证监会指导沪深交易所开展了违约债券转让、结算服务。在总结初步经验基础上，人民银行于19年6月发布《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。

### （一）外汇交易中心：债券匿名拍卖

匿名拍卖是中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（简称交易中心）于2018年6月针对高收益、低流动性债券推出的交易机制，根据中汇交发〔2018〕192号文及其配套细则<sup>1</sup>来看，匿名拍卖标的包括但不限于违约债券、受违约影响的债券、资产支持证券次级档等。

从债券匿名拍卖流程来看，交易中心综合运用预申报、申报、双向定价、集中竞价等环节，汇集市场流动性，收拢价格区间，推动高收益、低流动性债券供需双方达成交易。对于集中竞价环节没有匹配成交的债券，通过iDeal匿名聊天功能促成买卖双方一对一协商，以促成更多交易。其中，在预申报环节，参与机构向交易中心提交匿名拍卖申报意向，经交易中心预匹配形成可申报债券列表并向参与机构公布，以吸引更多买卖方参加拍卖。

18年7月至今，交易中心共计组织了6批次债券匿名拍卖活动，进入拍卖的债券共计124只次（15宏图MTN001等债券在不同批次均参与拍卖）；达成交易的债券19只，包括违约债券10只（其中，拍卖时已违约的债券9只）。违约债券成交价格3元至70元不等，初始面额均为100元。

表1：外汇交易中心通过匿名拍卖达成交易的部分债券案例

拍卖时间	债券代码	成交价格 (元)	双向报价区间 (元, 闭区间)	首次违约发生时间
2018.9.27	16洛娃科技 MTN001	70	70, 80	2019.6.24
2019.2.27	17康得新 MTN001	30.01	23.33, 49	2019.2.15
	17永泰能源 MTN002	30	21, 38.5	2018.7.5
2019.4.18	15宏图 MTN001	26	15, 35	2018.12.10
2019.10.23	15宏图 MTN001	11.25	6.495, 12.5	2018.12.10
	15盐湖 MTN001	30	23.33, 38.33	2019.9.30
	16青海盐湖 MTN001	30	21, 38.475	2019.9.30
	17沪华信 SCP003	3	3, 17.5	2018.6.25
	17众品 MTN001	5	3.495, 10	2019.1.18
2019.12.4	18盛运环保 SCP001	5.01	3, 17.5	2018.10.9
	16宏图高科 MTN001	18	12.5, 29	2019.7.22

资料来源：中国外汇交易中心，Wind 资讯，远东资信整理

从违约债券匿名拍卖前后的成交对比来看，图3所示“17康得新 MTN001”“15盐湖 MTN001”“17众品 MTN001”“15宏图 MTN001”等案例、表1所示“18盛运环保 SCP001”等案例均可表明，违约债券匿名拍卖当日成交情况明显好于债券违约当日至匿名拍卖前一日成交情况。例如，“17康得新 MTN001”“15盐湖 MTN001”在违约后、匿名拍卖前没有任何交易，但匿名拍卖当日成交数千万元，表明匿名拍卖业务显著增强了一批违约债券的交易活跃度。

<sup>1</sup>系指18年5月中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心发布的《关于开展债券匿名拍卖业务的通知》（中汇交发〔2018〕192号）及《全国银行间同业拆借中心债券匿名拍卖实施细则(试行)》《债券匿名拍卖业务投资者风险承诺函》等配套文件。

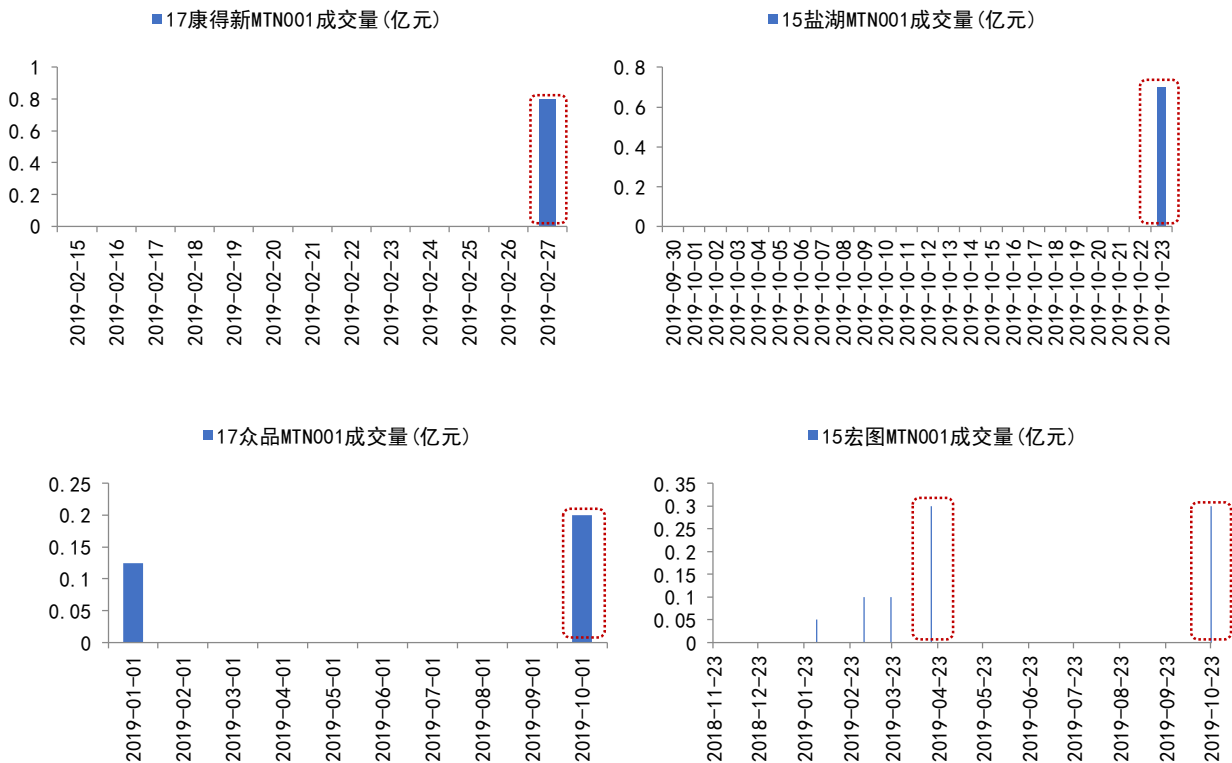


图3：违约债券在启动匿名拍卖后成交明显变得活跃

注：1.成交柱状图横轴起点为本债券首次违约日，wind 资讯无数据的，取违约前后距离违约日最近的1日，横轴尾点为匿名拍卖日。2.红色虚线框中的柱子高度代表违约债券匿名拍卖当日成交金额。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

除此之外，全国银行间同业拆借中心于19年6月发布了《回购违约处置实施细则（试行）》（中汇交发〔2019〕196号），旨在进一步提升银行间债券市场回购违约处置效率。根据交易中心官网公告来看，《细则》颁布后，自19年7月份至今，交易中心共计组织了12批次回购违约匿名拍卖，涉及回购债券26只，完成了多笔违约回购交易的处置，有效维护了违约回购交易各方的利益。

## （二）北金所：动态报价转让

为落实人民银行“完善违约债券处置机制，提高违约债券处置效率”精神，北金所依托国有金融资产转让及不良资产处置经验，引入私募基金、地方资产管理公司及非金融机构合格投资人等参与主体，推出了以动态报价机制为核心的到期违约债券转让业务。参与违约债券竞买的受让方在经过审核后，通过北金所指定的动态报价系统，在自由报价期与限时报价期内进行动态报价，最终成交价不低于公布的转让底价。其中，非金融机构合格投资人到北金所指定场所参加转让，金融机构及非法人产品通过交易中心参加转让。该动态报价机制能够吸引对违约债券标的感兴趣的投资人参与价格发现及定价过程，最终通过“竞价—价高者得”的方式确认受让方。



19年1月至今，北金所官网累计发布11笔到期违约债券转让公示，标的包括永泰能源、华业资本的6只债券，合计面额7.08亿元，转让底价合计3.12亿元。据媒体报道，截至19年5月底，北金所动态报价共达成违约债券转让4笔，转让券面总额约4.5亿元。

表2：北金所官网公示的违约债券动态报价转让情况（金额单位：万元）

公示时间	债券代码	转让底价	转让券面总额	保证金
2019.1.29	17 永泰能源 MTN001	1768.33	3200	354
2019.3.12	17 永泰能源 MTN001	2750	5000	550
2019.3.12	17 永泰能源 CP004	11000	20000	2200
2019.5.10	18 永泰能源 CP002	3995	8500	799
2019.5.10	18 永泰能源 CP003	2820	6000	564
2019.5.10	18 永泰能源 MTN001	3857	17141.99	3500
2019.6.14	17 华业资本 CP001	40	500	40
2019.9.10	18 永泰能源 CP002	940	2000	188
2019.9.10	18 永泰能源 CP002	2585	5500	517
2019.9.10	18 永泰能源 CP003	470	1000	94
2019.9.10	18 永泰能源 CP003	940	2000	188
合计	/	31165.33	70841.99	8994

资料来源：北金所，远东资信整理

此外，经人民银行同意，北金所于19年9月发布《债券回购违约处置实施细则（试行）》，意在提升银行间市场回购违约处置效率。根据《实施细则》，北金所为符合条件的意向受让方开通动态报价权限，组织意向受让方使用指定系统平台参与动态报价环节，对拟处置标的债券进行转让，受让方可匿名参与竞价。根据《实施细则》，转让底价不低于转让公示起始日前30个交易日合理平均成交价的80%；前30个交易日无成交价的，不低于转让公示起始日前1个交易日市场平均估价的80%。北金所《实施细则》发布后，北金所官网10月份发布“18吉林铁投PPN002”债券回购违约处置公告，后因回购交易双方就回购违约处置达成一致而终止。

### （三）沪深交易所：特定债券转让

19年5月，上交所、深交所分别联合中国结算发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》（合称《通知》），明确交易所违约债券转让机制，为探索建立市场化、法治化违约处置机制提供实践场所。

根据《通知》，特定债券主要指在沪深交易所上市或挂牌，但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券，包括已发生兑付违约的债券，以及存在债券违约情形的发行人发行的其他有关债券等。此外，兑付存在重大不确定性且发行人或受托管理人发布公告明确提示风险的债券，或存在不能按约定分配收益等情形的资产支持证券，可参照《通知》进行转让。

根据《通知》，特定债券进行转让时，在证券代码维持不变的前提下，简称前将冠以“H”字样；转让不设价格涨跌幅限制，投资者可根据实际情况自行协商转让价格；特定债券仅安排在固定收益证券综合电子平台转让；投资者持有的某特定债券数量少于最低申报数量的，可一次性全部卖出；符合沪深交易所《债券市场投资者适当性管理办法》规定的合格机构投资者可以受让特定债券，原持有特定债券的非合格机构投资者可以选择继续持有或卖出。

《通知》发出以来，凯迪生态/阳光凯迪/银亿股份/南京建工/三胞集团/盛运环保/腾邦集团/神雾科技/中基投资等企业违约债券代码简称前被冠以“H”字样，表明进入沪深交易所特定债券转让安排。其中，截至本文考察日处于存续期的包括“H5 银亿 01”“H6 凯迪 02”“H7 丰盛 01”等 13 只债券，如表 2 所示。

表 3：考察日处于存续期的沪深交易所特定债券情况

债券简称	考察日 余额(亿元)	考察日 剩余期限(年)	考察日 主体评级	发行人	债券类型
H5 银亿 01	3	1.04	C	银亿股份	一般公司债
H6 凯迪 02	2	1.75	C	凯迪生态	一般公司债
H6 凯迪 03	6	0.01	C	凯迪生态	一般公司债
H6 凯迪债	18	1.48	C	阳光凯迪	一般公司债
H6 银亿 04	7	1.53	C	银亿股份	一般公司债
H6 银亿 05	4	1.59	C	银亿股份	一般公司债
H6 银亿 07	4	1.69	C	银亿股份	一般公司债
H7 丰盛 01	8	0.34	C	南京建工	私募债
H7 丰盛 02	3	0.52	C	南京建工	私募债
H7 丰盛 03	2	0.88	C	南京建工	私募债
H7 丰盛 04	2	0.99	C	南京建工	私募债
H7 三胞 02	0.577	0.76	C	三胞集团	私募债
H7 盛运 01	4.55	0.28	C	盛运环保	一般公司债

资料来源：Wind 资讯，沪深证券交易所，远东资信整理

#### （四）各机构业务模式比较

综上所述，交易中心、沪深交易所、北金所等各机构违约债券转让业务均已进入常态化，依托相应的系统平台，不定期、集中组织了违约债券转让业务活动，部分债券成功达成交易，实现了成交量直线上升。但各机构的业务模式至少存在以下差异：

**一是适用对象。**沪深交易所的特定债券针对已违约和存在违约风险的公司债券；交易中心、北金所则针对银行间债券，交易中心标的包括违约债券、受违约影响的债券、低流动性债券，北金所标的则明确为到期违约债券。

**二是竞价方式。**沪深交易所规定转让价格申报无涨跌幅限制从而增加风险定价弹性空间；北金所强调最终成交价不低于公布的转让底价；交易中心强调在集中竞价阶段，参与机构可在双向报价阶段确定的价格区间内报价，交易系统根据价格优先、时间优先，以最大匹配量原则计算统一成交价，并强调单笔报价量最小 1000 万元，强调

禁止随意报价或有意误导市场。从上述沪深交易所和北金所竞价机制比较来看，北金所强调的成交价不低于底价的规定，相对不利于灵活定价。

**三是业务操作平台。**交易中心的匿名拍卖在同业拆借中心本币交易系统进行；北金所业务在指定的动态报价系统进行报价，其中，金融机构及非法人产品通过同业拆借中心报价；沪深交易所业务则需分别通过沪深交易所债券交易系统进行。

**四是业务特色。**交易中心的债券匿名拍卖设计双向定价、集中竞价等环节以收拢报价区间，iDeal 匿名聊天功能能对竞价失败的债券继续促成买卖；北金所通过指定的动态报价系统，促成受让者在自由报价期与限时报价期内动态报价，能吸引投资人参与价格发现及定价过程，最终通过“竞价--价高者得”的方式确认受让方；沪深交易所针对公司债券中的“特定债券”进行挂牌转让时，转让不设价格涨跌幅限制，投资者可根据实际情况自行协商转让价格。

### 三、业务方兴未艾

鉴于中国信用债进入违约常态化以来，市场参与者对于到期违约债券转让需求日益迫切，同时考虑当前违约债券转让业务刚刚起步，而监管部门着手推动违约债券转让业务发展，我国违约债券转让业务将面临良好前景，具体做出以下几点推断。

#### （一）覆盖范围继续拓宽

从个券案例效果来看，现行违约债券转让业务对于具体个券的流动性带来了明显改善（见图3）。而从整体效果上，由于违约债券转让业务刚刚兴起，业务覆盖范围还较为狭窄，还远远没有覆盖数以千亿级的违约债券市场，从而表明这一业务市场还有广阔发展空间。除规模空间扩展之外，从结构完善的视角来看，除了公司债、一般中票、短融等之外，违约债券转让业务还需要往低流动性、高风险的资产证券化产品、非标债权资产等其他信用债（包括已违约债券、未违约但风险偏高债券）领域深入拓展。

#### （二）参与主体更趋多元

目前，参与违约债券转让业务的投资者包括私募基金、资产管理公司、非金融机构合格投资人等，已经呈现出一定的多元化特点，未来这一趋势将进一步加强。例如，随着中国债券市场加速对外开放，违约债券转让业务在吸引境内投资者参与的同时，或将吸引大量境外投资者参与，从而提升竞价机制活跃度。

#### （三）市场化水平有所增强

现行各机构的违约债券转让业务，由参与主体竞价交易，有利于提升违约债券估价和交易市场化程度。随着违约债券转让制度进一步完善和转让业务实践进一步深入，违约债券转让业务市场化运作能力将得到进一步完善，如竞价机制更为灵活多样、竞价主体数量增多且类型更丰富等。而违约债券业务市场化的深入发展，能为高收益债券市场发展提供有利条件，进而为完善我国信用债发行和定价的市场化水平提供有利条件。此外，违约债券转让业务



的发展将推动信用风险缓释工具等信用衍生品开发和运作实践，而信用衍生品市场发展或将与违约债券转让业务发展形成互为促进格局。

### 【作者简介】

简尚波，上海财经大学经济学硕士，研究部高级研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。