

违约债券处置回收知多少

2023 年 6 月 28 日

要点

- 目前债券市场上债券违约后的处置方式以破产重整、破产清算、自行筹资等类型为主，但同时仍有较多数量的债券兑付方案未公开披露。历史的债券回收方式和回收情况或将影响投资人对未来选择不同违约处置方式的判断。
- 目前违约债券的平均现金回收率在 20%左右，其中清偿完毕的违约债券中以自行筹资方式偿付的现金回收率相对较高，回收时间主要集中于 2 年以内，而通过破产重整方式偿付的违约债券大部分以债转股的形式偿付，现金回收率较低，回收时间跨度较长。
- 采掘和金属冶炼行业受部分地方国有企业的债券清偿率较高的影响，行业内企业违约债券的整体现金回收率较高，而房地产行业由于大部分的违约债券仍处于展期状态，导致现金回收率很低，未来的现金回收率和回收时间不确定性强。

分析师

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

随着债券市场违约的常态化，债券发生违约的数量和金额越来越大，投资人对于债券违约处置回收情况的关注度也越来越高，历史违约债券的回收方式有哪些类型、回收情况如何等问题接踵而来。为了回答上述疑问，我们就 2014 年发生首只公募债券违约以来截至 2023 年 3 月中国债券市场上，公开债券的违约处置回收情况进行了统计分析，希望通过我们的研究为投资人在今后面临违约风险事件处置时提供一些借鉴，也为评级机构积累更多的历史数据，以便为高收益债券评级和回收率评级提供参考。

债券市场违约情况概览

近年来债券违约数量和金额不断增长，违约形式也发生了改变。从 2018 年开始，我国债券市场的违约债券只数和金额较之前呈现了爆发式的增长，特别是部分杠杆率高、业务竞争实力不强、融资渠道单一的生产制造类民营企业，发生债券违约的情况较多。而从 2021 年开始，受政策调整、居民需求、外部环境等因素的影响，房地产行业企业依赖高杠杆、高周转的模式无法持续，导致行业内企业债券违约事件频发。债券违约的形式近年来也呈现多样化，从传统的到期本息未兑付，逐渐出现了技术性违约、交叉违约、债务展期等多种类型。特别是从图 1 我们可以看到，近几年债券发生展期的形式越来越多，并在 2022 年出现了超过债务本息未按时兑付的情况。

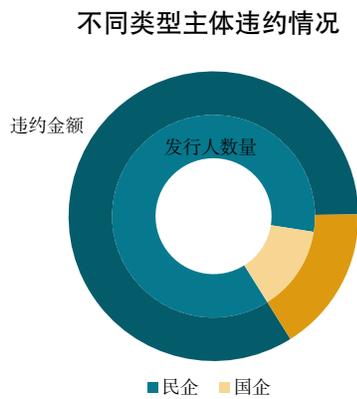
图1



注：1.债券统计范围仅包括公募债券(不包括私募债、定向工具、结构化产品等类型)，统计时间截至2023年3月22日。
 2.债券违约时间以债券到期兑付日未兑付为标准，不以交叉违约等时间为判定依据。
 资料来源：wind，标普信评根据公开信息整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

民营企业仍是债券违约的主要类型企业，国有企业特别是城投企业在公开债券市场上发生违约的情况仍很少。从2014年截至目前，债券市场上公开债券累计发生违约的发行人数量和债券违约金额中，民营企业均占到了80%以上。

图2



注：统计范围为2014年至2023年3月22日期间内公募债券发生违约的发行人以及债券发生违约的累计金额，同一家发行人多只债券违约按1家发行人统计。
 资料来源：wind，标普信评根据公开信息整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

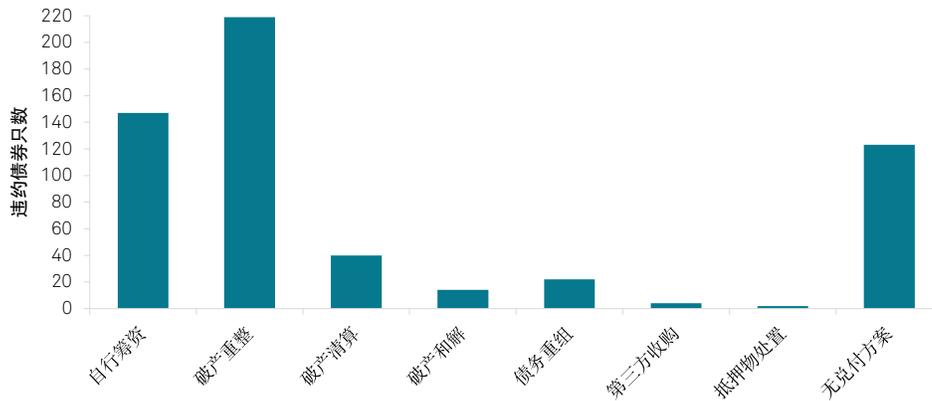
违约债券处置方式及现金回收情况

债券违约后的处置方式以破产重整、破产清算、自行筹资等类型为主，但同时仍有较多数量的债券兑付方案未公开披露，信息披露的透明度有待加强。我们一共统计了近六百只违约债券的信息，其中约有40%的债券是通过破产重整的方式来进行处置的，另外约有25%的债券通过发行人自行筹资（含债券展期类型的债券）来偿还债务，仅有不到10%的债券通过破产清算和破产和解的方式进行处置，

同时还有不到5%的债券通过债务重组、抵押物处置等方式进行处置。此外，约有20%的债券我们没有从公开信息中查到相关的处置回收信息，信息披露的透明度有待加强。

图3

违约债券的处置方式



注：债券统计范围仅包括公募债券，统计时间截至2023年3月22日。
资料来源：wind，标普信评根据公开信息整理。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

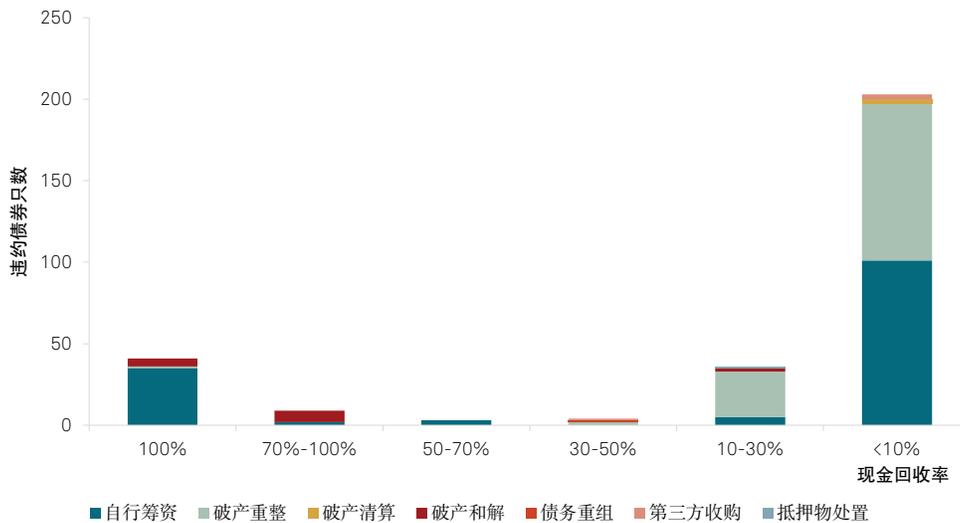
小贴士——处置方式内容简介

类型	具体内容
破产和解	<p>申请人只能是债务人。债务人可以直接向人民法院申请和解，也可以在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产前，向人民法院申请和解。</p> <p>债务人申请和解应当提出和解协议草案。由债权人会议通过和解协议的，或者债务人与全体债权人就债权债务的处理自行达成协议的，并由人民法院裁定认可的，终止和解程序。</p>
破产重整	<p>企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，依照破产法规定清理债务。</p> <p>企业法人有前款规定情形，或者有明显丧失清偿能力可能的，可以依照破产法规定进行重整。</p> <p>在法院受理破产申请后、宣告债务人破产前，当事人可以提出重整、和解。</p> <p>和解、重整成功则结束破产程序，如果和解或重整不成功，或和解协议与重整计划不能被法院认可，则人民法院直接裁定宣告破产，进入破产清算程序。</p> <p>申请人可以是债权人、债务人以及出资额占债务人注册资本十分之一以上的出资人。</p> <p>破产重整的对象适用于具有挽救价值和可能的困境企业。</p> <p>债务人可以通过无偿转让股份、债转股、向特定对象发行新股或公司债券等方式实现重整，从而恢复生产经营、清偿债务的能力。</p>
破产清算	<p>申请人可以是债权人、债务人和负责清算责任的人。</p> <p>破产清算的对象适用于不具有挽救价值的企业。</p> <p>由破产管理人/清算组对破产财产进行清算、评估、处理，并按照规定的程序和分配规则对破产财产进行分配，最终债务人不复存在。</p>
债务重组	<p>在不改变交易对手方的情况下，经债权人和债务人协定或法院裁定，就清偿债务的时间、金额或方式等重新达成协议的交易。债务重组一般包括下列方式，或下列一种以上方式的组合：（一）债务人以资产清偿债务；（二）债务人将债务转为权益工具；（三）除上述第一项和第二项以外，采用调整债务本金、改变债务利息、变更还款期限等方式修改债权和债务的其他条款，形成重组债权和重组债务。例如债务转移/转让、债务抵消、债务豁免、非现金资产清偿债务、债转股等。</p>

截至目前，违约债券的现金回收率处于较低水平。从违约债券的回收形式来看，债券发行人主要通过现金清偿、债转股、资产/抵押物处置等方式来偿还债券本息。由于债转股等方式涉及到转股价格等多个因素，本篇报告仅计算债券的现金回收情况。从有披露债券处置方式的近三百只违约债券的回收情况看，截至2023年3月末，大约有70%的债券的预计现金回收率小于10%，仅有不到15%的债券预计实现全部现金偿付（对于以破产重整等方式进行债券处置的，以重整方案中计划的现金回收情况为统计口径）。而从截至2023年3月末债券的实际现金回收率情况来看，约有80%的债券现金回收率小于10%，现金回收率在10-30%之间的债券数量占比仅为2%（预计现金回收率在10-30%之间的占比约为12%），现金回收率较低。

图4

违约债券的预计现金回收情况



注：1.债券统计范围仅包括公募债券，剔除无回收信息的债券，统计时间截至2023年3月22日。2.仅统计债券投资人现金回收部分，债转股等方式不考虑在内。如果债券以破产重整、破产清算、债务重组等方式进行，以重整方案中的计划偿付现金为准。如果债务人提供多种方式供债权人选择，按照多种方式加权平均计算回收率。现金回收率仅统计债券本金回收部分，利息相关部分均不考虑。3.现金回收率=预计全部收到的现金总额/债券违约日的债券余额。

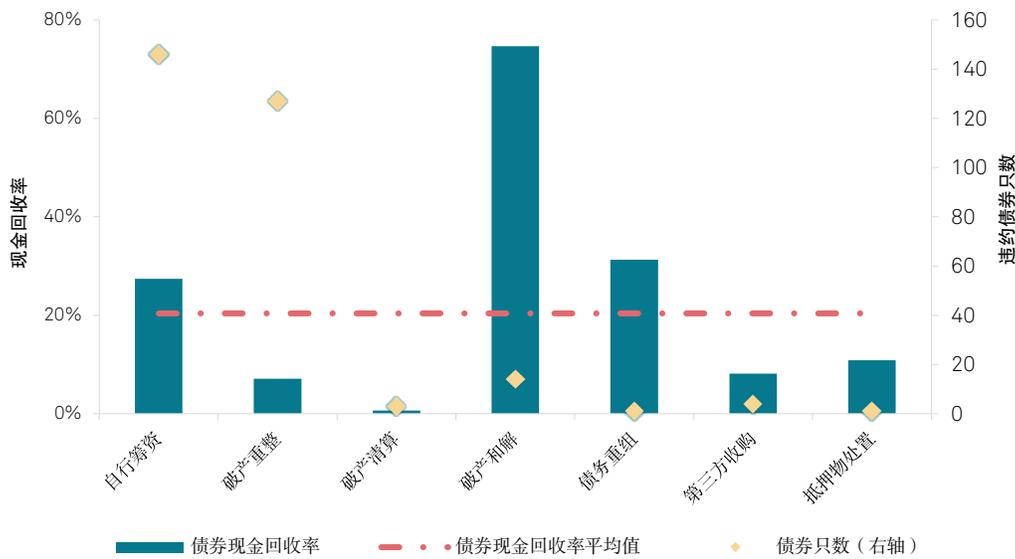
资料来源：标普信评根据公开信息整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

发行人通过自行筹资方式给与投资人现金偿付的比例相对较高。从全部兑付完毕的债券来看，绝大部分都是通过发行人自筹资金来偿付投资人的，另外通过破产和解方式进行偿付的债券现金回收率也相对较高，而通过破产重整等方式进行债务处置的，大部分是以债转股的方式偿付投资人，而仅仅对债券投资余额规模较小的（50万元以下）部分以现金方式清偿，现金清偿率较低。

图5

不同处置方式下的违约债券现金回收率情况



注：债券现金回收率指按债券只数计算的算术平均现金回收率。
 资料来源：标普信评根据公开信息整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

违约债券处置时间分布

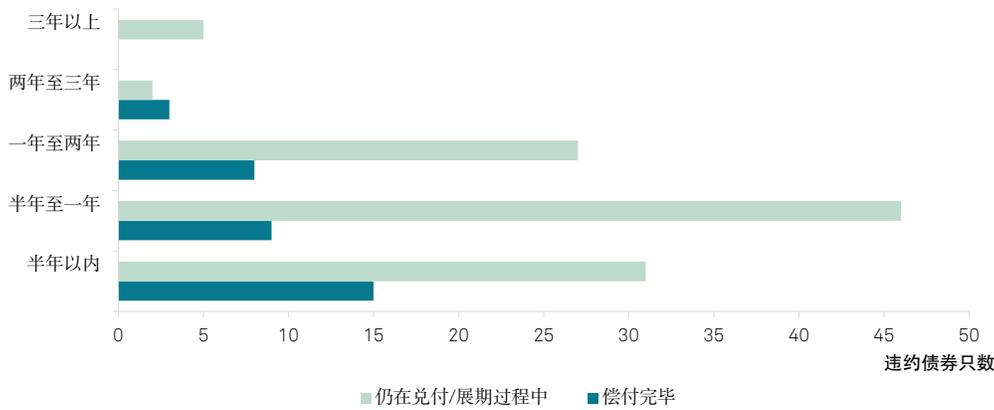
发行人通过自行筹资方式偿还债务的处置时间集中在 2 年以内，但展期形式的债券大幅增多延长了投资人的回收期限并增加了现金回收的不确定性。

通过自行筹资方式清偿完毕的债券的回收期限大部分在 2 年以内，其中约 40%的债券的清偿在半年以内完成。我们发现该类型债券一种是发生违约的时间较早，发行人对偿还债务具有较高的意愿，另一种是发行人的生产经营具有一定的可持续性，通过一定时间的恢复生产，获取现金流的能力逐渐增强，从而能够偿付未支付的债券本息。

通过自行筹资方式而截至目前仍未完成全部债务清偿的债券，绝大部分是仍处于债券展期状态的，未来偿付时间和回收情况仍面临较大的不确定性。由于债券展期的形式主要是从 2020 年开始的，2021 年和 2022 年债券展期的数量较多，因此截至目前债券的展期期限绝大多数处于 2 年以内，其中展期半年至一年的债券数量占比最高。未来展期债券的偿付时间和回收情况仍面临较大的不确定性。

图6

自行筹资类型债券回收时间跨度分布

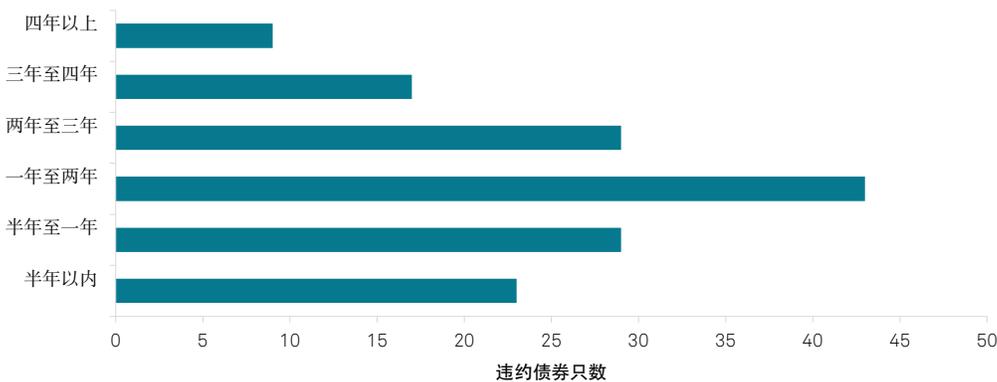


注：仍在兑付/展期过程中的债券回收时间长度为债券发生违约日至2023年4月30日的时长。
 资料来源：标普信评根据公开信息整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

通过破产重整、破产清算、债务重整等方式进行违约债券处置回收的，仅清偿方案的确定就需要花费较长时间，部分债券的清偿方案确定时间超过4年。除了自行筹资方式以外的违约债券，目前绝大部分债券仍处于清偿阶段，仅从债券违约日至处置方案确定日的时间跨度统计，约60%的违约债券需要2年的时间来确定方案，约20%的违约债券需要3年的时间来确定方案，违约处置流程时间较长。

图7

债券违约至回收方案确定时间跨度分布



注：债券回收时长以债券违约发生日至债券兑付方案确定的时间为统计期。
 资料来源：标普信评根据公开信息整理。
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

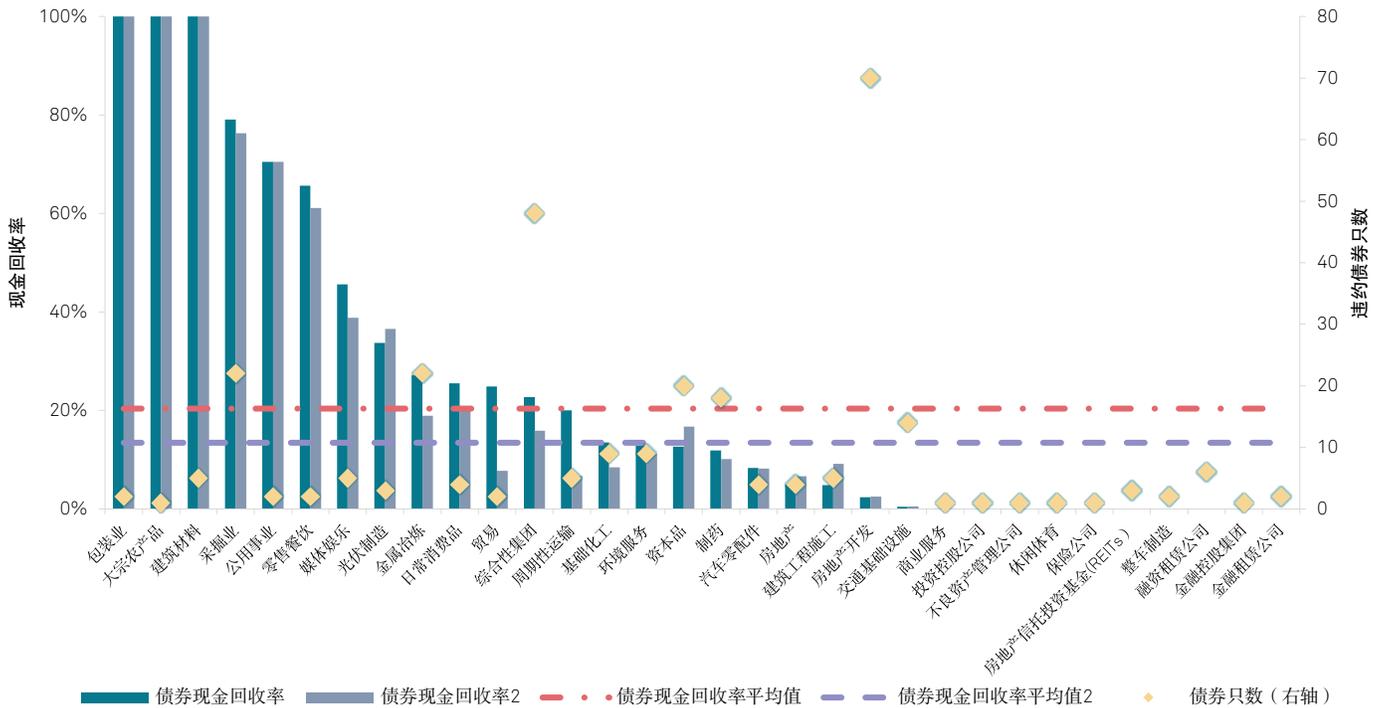
不同行业企业违约债券的现金回收情况

发生债券违约的企业涉及不同的行业，而不同行业发行人的违约债券的现金回收情况也存在显著的差异。从违约债券的发行人所涉及的行业类型来看，房地产、综合性集团和金属冶炼行业内发生债券违约的企业数量最多，而发生违约的债券只数和金额较大的行业除了上述三个行业以外，还包括采掘、

制药、资本品等行业。从违约债券的现金回收率情况看，采掘和金属冶炼行业的现金回收率相对较高，主要是由于部分地方国有企业的债券现金清偿比例较高所致，而房地产行业企业的违约债券由于绝大部分仍处于展期状态，现金回收率很低。

图8

不同行业主体违约债券现金回收率情况



注：1. 债券现金回收率指按债券只数计算的算术平均现金回收率；2. 债券现金回收率2指按违约时债券余额加权平均计算的现金回收率。

资料来源：标普信用评级根据公开信息整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。