

交叉违约条款威力初显

——债券特殊条款系列专题之一

投资要点:

- **什么是交叉违约条款?** 交叉违约是指一项债务合同下的债务人,在其他合同或类似交易中出现了违约,那么本合同也将视为违约。对于投资者而言,交叉违约条款使其在面对风险事件时,可以及时寻求救济措施,与其他债权人处于同等地位。对于发行人而言,交叉违约条款对其债务管理能力提出更高要求,流动性较差的主体可能由于交叉违约导致多米诺效应,产生偿债危机。
- **交叉违约的法理依据。** 从法律基础来看,交叉违约条款来源于英美法上的预期违约制度,大陆法上与交叉违约条款有关系的是不安抗辩权制度,合同成立后,后履行方财产状况恶化可能危及先履行方的债权实现时,先履行方可以主张不安抗辩权,在对方未履行给付或提供担保前,拒绝履行自己的债务,但是将不安抗辩权作为交叉违约的法律依据并不妥当。
- **交叉违约条款在境外的发展。** 交叉违约条款在境外债券市场中较为普遍,在美国债券市场活跃公司债中有占总数 49% 的债券附有交叉违约条款;我国企业海外存量债券中,附有交叉违约条款的债券数量占比约 45%,以能源和制造业发行人为多。此外,交叉违约条款多见于国际贷款协议中,救济措施一般是加速到期。
- **交易商协会力推交叉违约条款。** 2016 年 9 月交易商协会出台了《投资人保护条款范例》。针对交叉违约条款,交易商协会给出了从触发条件设计、处置方法到处置结果的范例。当触发交叉违约后,发行人和主承应履行信息披露责任,在约定时间内召开持有人会议,决议无条件豁免、有条件豁免或不豁免。持有人会议未形成有效决议或不豁免的情况下,该期债券将在会议召开后一日立到期应付;若选择有条件豁免,则发行人需要在约定时间内完成相关法律手续,若未完成,则债券在手续期满后次日到期应付。
- **国内交叉违约条款推进情况**

国内已经有不少债券添加了相关保护条款。 2016 年 9 月以来新发的债券中,已经有 101 只短期融资券、49 只中票附加了交叉违约条款,占新发短融和中票的比例分别为 11.9% 和 16.6%。

添加了保护条款的发行人评级偏低。 附有交叉违约条款的债券中 AA 级及 AA- 级占比达到 43%, AAA 级仅占比 28%,相较于全部新发债券,评级偏低。

交叉违约条款多出现在产能过剩行业。 2016 年 9 月以来新发产业债券中,钢铁、采掘行业附有交叉违约条款的债券数量分别为 18 只、12 只,涉及金额为 273 亿元、208 亿元。其次是商贸、交运、建筑材料等周期行业。城投债占比超过 1/3, 2016 年 9 月以来新发债券中,附有交叉违约条款的 150 只债券有 55 只是城投债,这些债券共涉及 44 个发行人,其中有 25 个发行人位于江苏省。

钢铁煤炭行业中的交叉违约条款。 钢铁行业发行了附有交叉违约条款债券的发行人有 6 家,分别是鞍山钢铁、首钢、太原钢铁、山东钢铁、包头钢铁和新余钢铁。其中山东钢铁已发行 9 只附有交叉违约条款的短融,是所有发行人中最多的。采掘行业发行了附有交叉违约条款债券的发行人有 7 家,分别是淮北矿业、西部矿业、大同煤矿、铜陵有色、中国有色矿业、冀中能源以及宁夏远高实业,大同煤矿和冀中能源资产负债率均超过 80%,此外还有 4 家超过了 70%,债务负担普遍偏重。
- **从大连机床违约案例看交叉违约**

交叉违约条款或加剧资金链压力。 大连机床超短融的交叉违约条款加剧了其流动性压力,流动性本就较差的主体,若发生交叉违约,可能形成多米诺效应而陷入困境。

未设交叉违约条款的存量老债较为被动。 大连机床多只债券实质违约,两只债券交叉违约,但公司还有 18 亿存续债,包括两期中票和两期 PPN,尽管已通过持有人会议要求提供增信和增加交叉违约条款,但被发行人拒绝,未来求偿将更被动。

实际效果不一,注意条款甄别。 “16 大机床 SCP002” 和 “16 大机床 SCP003” 在交叉违约触发条件和处置措施的不同,导致两只债券条款实际效力不同。

投资者求偿仍有不确定性。 交叉违约条款的设置并不意味着投资者就可得到相应的保护,首先信息披露的及时、有效性影响交叉违约条款的落实。其次,持有人会议等待时间长且要求赎回难度较大,求偿仍有不确定性。

关注低等级债券的债务状况。 大连机床违约前是 AA 级民企,信用资质较弱。通过梳理添加了交叉违约条款的债券,发现相关发行人评级整体偏低,且多集中在过剩产能行业,偿债压力较大,未来应关注低等级债券的债务状况。

相关研究

《金融去杠杆走向何方 ——从信用扩张和货币政策看债市》 2017.02.06

《赤字率扩张时期的债市表现》 2017.01.26

《债市短期震荡,逐步等待机会 ——从通胀角度看 17 年债市》 2017.01.19

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:周霞

Tel:(021)23219807

Email:zx6701@htsec.com

证书:S0850513070006

分析师:朱征星

Tel:(021)23219981

Email:zzx9770@htsec.com

证书:S0850516070001

联系人:杜佳

Tel:(021)23154149

Email:dj11195@htsec.com

目 录

1. 简单认识交叉违约条款.....	5
1.1 交叉违约条款是什么	5
1.2 交叉违约条款的作用	5
1.3 交叉违约的法理依据	5
2. 交叉违约条款在境外的发展.....	6
2.1 交叉违约条款在境外债券市场中已较常见.....	6
2.2 交叉违约条款在国际贷款中普遍运用	7
3. 国内的监管沿革及展望.....	7
3.1 投资人保护建设正当时.....	7
3.2 交易商协会推出范例	8
4. 国内交叉违约条款的推进情况.....	9
4.1 投资者保护已经起步	9
4.2 哪些发行人添加了保护条款	9
4.2.1 发行人评级偏低	9
4.2.2 集中在过剩产能行业	10
4.2.3 城投债占比超过 1/3	11
5. 从大连机床看交叉违约.....	12
5.1 大连机床交叉违约事件.....	12
5.2 从大连机床看交叉违约.....	13

图目录

图 1	交叉违约制度.....	5
图 2	美国债券市场中附有交叉违约条款的债券行业分布.....	6
图 3	我国企业海外债券中附有交叉违约条款的债券行业分布.....	6
图 4	佳兆业交叉违约案例.....	7
图 5	2014 年以来债券违约情况（非私募债）.....	8
图 6	范例给出的交叉违约后续处理流程.....	9
图 7	附有交叉条款的中票、短融评级分布.....	10
图 8	新发中票、短融评级分布.....	10
图 9	附有交叉违约条款的产业债行业分布情况（2016 年 9 月以来新发债券）.....	10
图 10	附有交叉违约条款的城投债发行人地域分布（家）.....	12
图 11	附有交叉违约条款的城投债期限分布.....	12
图 12	大连机床交叉违约.....	12

表目录

表 1	交易商协会给出的交叉违约条款范例.....	8
表 2	2016 年 9 月以来新发债券中附有交叉违约条款的情况.....	9
表 3	钢铁行业发行附有交叉违约条款债券的情况.....	11
表 4	采掘行业发行附有交叉违约条款债券的情况.....	11
表 5	“16 大机床 SCP002”和“16 大机床 SCP003”交叉保护条款对比.....	13
表 6	附加了交叉违约条款的 AA 级及 AA-级民企.....	14

1. 简单认识交叉违约条款

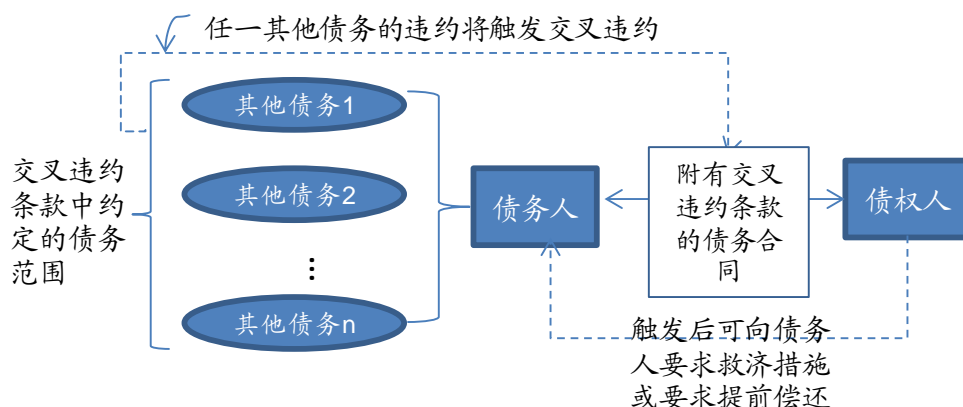
1.1 交叉违约条款是什么

所谓交叉违约，是指一项债务合同下的债务人，在其他合同或类似交易中出现了违约，那么本合同也将视为违约，本合同的债权人可对债务人寻求相应的合同救济措施。与普通违约条款相比，交叉违约条款打破了单一债务合同触发违约的限制，其他债务合同的违约也构成本合同的违约，且可触发违约的主体也不限于合同项下的债务人，还可以包括债务人的子公司、担保人等双方认可的主体。

1.2 交叉违约条款的作用

对于投资者而言，交叉违约条款可以使其在面对风险事件时，可以及时寻求救济措施，与其他债权人处于同等地位。一般而言，当债务人发生其他事项的违约后，意味着该债务人的偿债能力可能出现了问题，因此交叉违约常被看作“最重要的先兆违约事件”，交叉违约条款的设置使得债权人可以在本合同到期前能提前寻求救济措施，从而使自己不至于处于更不利的地位。

图1 交叉违约制度



资料来源：海通证券研究所

交叉违约条款有助于风险事件发生后债权人依规求偿。实践中当债务人偿债风险推升，经债权人要求、双方协商追加救济措施的情况也是存在的。但这种处理大多是约定俗成、并非发债人的必然义务，且债权人在谈判中处于被动地位。而交叉违约条款的设置在于事前就规定好处置措施，有助于风险事件发生后债权人依规寻求保障，主动权增加，减少了事后不确定性。

对于发行人而言，交叉违约条款对其债务管理能力提出更高要求，流动性较差的主体还可能会由于交叉违约导致多米诺效应，产生偿债危机。当同一债务人在多个合同中设置了交叉违约条款，一旦发生约定的交叉违约事件，债权人同时启动交叉违约条款以主张权利，导致大量债务加速到期，就很可能造成债务人的流动性危机。因此，尽管交叉违约条款有助于保障投资者的权利，但对其运用仍有必要进一步明确和限制。

1.3 交叉违约的法理依据

从法律基础来看，交叉违约条款来源于英美法上的预期违约制度。预期违约制度是指在协议履行期限到来前，协议中某一方明确表示或者其行为表明将不能履行合同义务，且该方不愿意提供担保时，另一方可认为其预期违约并要求采取救济措施。交叉违约条款与预期违约制度都是属于预期违约，但交叉违约制度更加直接和严格，只要在本合同约定的触发债务范围内出现了违约，就可以视为本合同违约。

大陆法上与交叉违约条款有关系的是不安抗辩权制度。按照大陆法上的不安抗辩权制度，合同成立后，后履行方财产状况恶化可能危及先履行方的债权实现时，先履行方可以主张不安抗辩权，在对方未履行给付或提供担保前，拒绝履行自己的债务。

但是将不安抗辩权作为交叉违约的法律依据并不妥当。首先前者提到合同中的先履行方可以在一定条件下主张不安抗辩权，而包含交叉违约条款的合同中债权人没有需要履行的义务，更没有先后之分；其次，不安抗辩权的前提是后履行方财产状况恶化或明显减少而难以履行本合同中的债务，而交叉违约规定的是其他债务违约即导致本合同违约。因为存在以上区别，债权人在依据不安抗辩权去主张交叉违约的时候，很难保证能得到法律的认可。

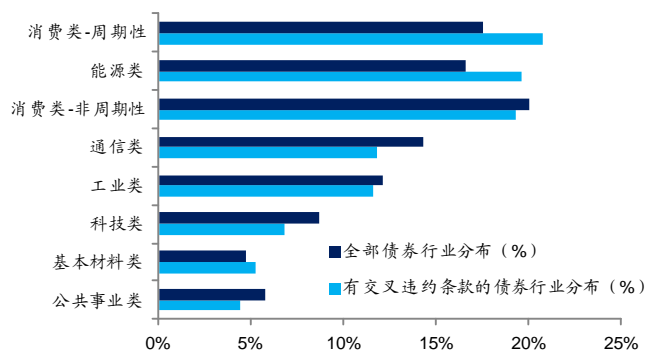
2. 交叉违约条款在境外的发展

2.1 交叉违约条款在境外债券市场中已较常见

交叉违约条款在境外债券市场中较为普遍。根据我们的初步统计，在美国债券市场活跃公司债中（剔除掉金融行业），有占总数 49% 的债券附有交叉违约条款，涉及金额占比也达到了 42%。从行业分布来看，以消费类、能源类发行人为多。

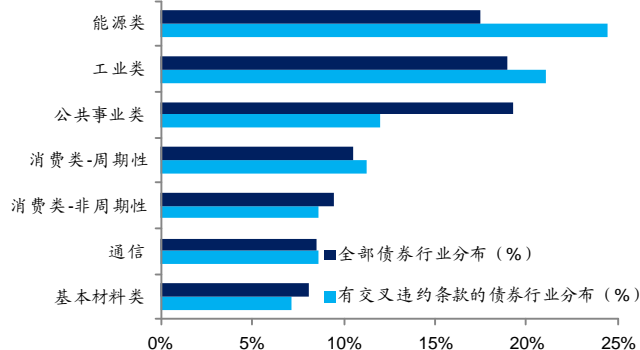
交叉违约条款在我国企业海外发行的债券中亦普遍存在。截至 2017 年 1 月 16 日，我国企业海外存量债券中，附有交叉违约条款的债券数量占比约 45%，涉及金额占比 56%。从行业分布来看，以能源和制造业发行人为多，分别占到 24% 和 21%；其中能源类行业附有交叉违约条款的比例明显高过其他行业，这与我国能源类企业产能过剩严重、债务风险较高有关。

图2 美国债券市场中附有交叉违约条款的债券行业分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 我国企业海外债券中附有交叉违约条款的债券行业分布



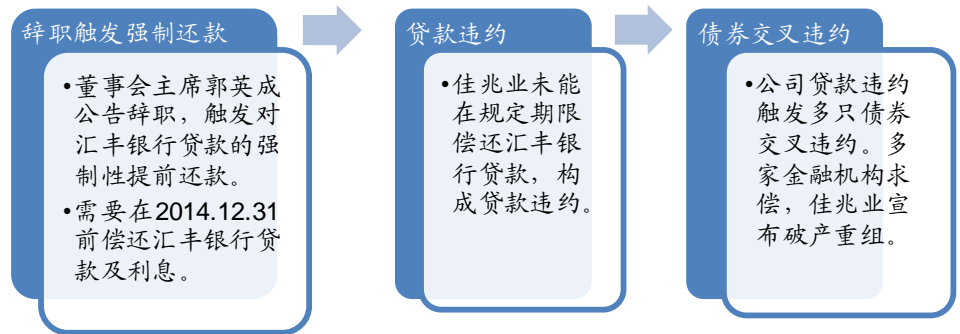
资料来源：WIND，海通证券研究所

海外债券由于交叉违约而提前到期的典型案例：佳兆业事件。佳兆业交叉违约的缘起是公司董事会主席郭英成的辞职（2014 年 12 月 10 日发布公告，12 月 31 日辞职生效）。董事会主席辞任触发了公司对汇丰银行 4 亿港元定期贷款的强制性提前还款，按照规定佳兆业应于 2014 年 12 月 31 日前偿还汇丰银行所有贷款连同其应计利息。此后佳兆业未能在规定日期偿还贷款，构成贷款违约事项。

截止当时，佳兆业共有 5 只公开发行的债券，总值约为 192 亿港元。受到佳兆业的负面消息影响，相关债券大跌，多家金融机构同时对佳兆业主张交叉违约求偿。佳兆业于 2015 年 1 月 6 日公布“一切质押手续和债权主张暂停”，董事会决定破产重组。

佳兆业集团成立于 2007 年，是一家大型综合房地产公司，公司的业绩发展良好，2014 年上半年还超过万科成为深圳市成交量、成交金额的冠军。引发佳兆业违约的原因主要是流动性压力较大，此外还有外部支持减弱、合作伙伴终止协议、项目被禁等原因，交叉违约则是导致危机的导火索。

图4 佳兆业交叉违约案例



资料来源：海通证券研究所

2.2 交叉违约条款在国际贷款中普遍运用

交叉违约条款多见于国际贷款协议中。国际贷款具有数额大、期限长且风险高的特征，银行/银团为了能够及时收回贷款，采用交叉违约条款已经成为惯例。国际贷款协议中的交叉违约条款一般规定贷款人有权终止合同，如果发生以下几种情况（包括但不限于）：其他借款合同加速到期；借款人的子公司、保证人没能履行对他人的付款义务；出现对借款人的资产采取查封、扣押等措施，且 14 天内未解除；其他债权人有权终止合同。

国际贷款中交叉违约条款的救济措施一般是加速到期。加速到期又包含两层含义，包括已贷出去的部分要求加速到期，以及未贷出的部分取消贷款承诺。国内企业由于债务违约触发国际贷款交叉违约的例子，比较典型的有山水水泥、雨润食品由于境内短融违约而触发多项财务贷款交叉违约。

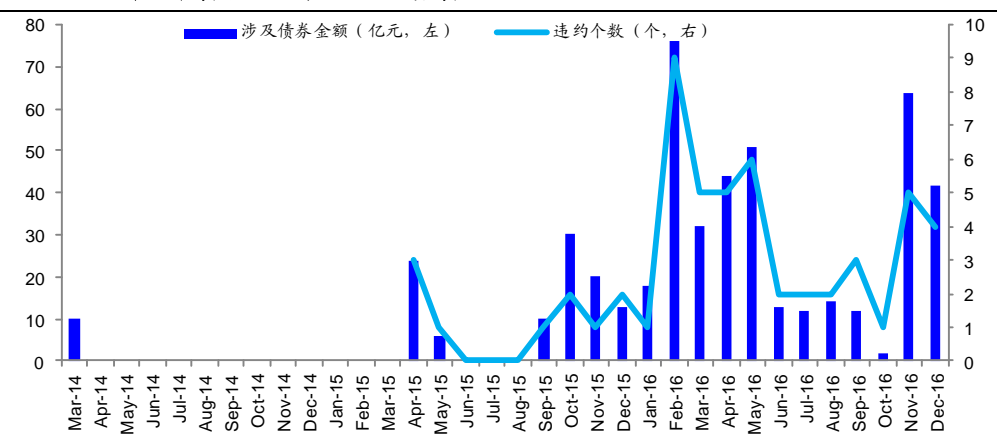
3. 国内的监管沿革及展望

3.1 投资人保护建设正当时

2015 年以来，我国债券市场违约事件频现，在 2016 年的 3-4 月份更是出现了大规模的违约事件。

一系列债券违约的发生，充分暴露了投资者保护机制的不足。一些债务人披露信息频率过低且滞后严重，比如“10 中钢债”在违约发生前夕对外披露的最新报告为 2014 年的年报；再比如中城建下属公司发行的美元债设置有控制人变更条款以及交叉违约条款，其控制人的变动引发了其海外点心债的提前赎回，而国内债券却因为没有设置相关条款而难以求偿，处于劣后地位。

还有更多违约债券的债务人仍有其他未到期债券，由于缺乏交叉违约等保护条款，这些债券的投资者难以向债务人提前求偿，处于极为不利的地位。**违约风险频发下，加快建设投资者保护机制尤为重要。**

图5 2014年以来债券违约情况（非私募债）


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2 交易商协会推出范例

交易商协会出台投资人保护范例。为鼓励和规范发行人在债券发行中加入投资者保护条款，2016年9月交易商协会出台了《投资人保护条款范例》，里面提到了四类投资者保护条款的范例，分别为“交叉保护条款”、“财务指标承诺”、“事先约束条款”、“控制权变更条款”。针对交叉违约条款，交易商协会给出了从触发条件设计、处置方法到处置结果的范例。

表1 交易商协会给出的交叉违约条款范例

触发情形设计		处置方法	处置结果
违约主体范围	可选择是否包含发行人全部（或部分）子公司或控股股东及其子公司的债务	信息披露 发行人书面通知主承和债券持有人；如主承先发现应通知发行人并获书面确认	如果持有人大会无效或未形成有效决议，则视同未获豁免，债券在持有人大会召开后一日到期
违约债务种类	可选择除了债券外是否包含贷款、信托、票据、金融租赁、理财资管计划等债务融资	持有人会议 在约定时间内召开持有人大会，发行人可作出解释或提供救济方案，持有人大会选择无条件豁免、有条件豁免还是不豁免。	如果持有人大会决议未豁免的或有条件豁免但发行人未在约定时间内完成相关法律手续的，则债务融资工具应在持有人大会召开后一日/续期届满后次日立即到期应付
违约金额下限	触发交叉违约的金额大小，可以是一个金额的绝对值，也可以是达到净资产的一定比例，或是两者的孰低者	有条件豁免的条件可以是：追加担保、提高利率、禁止新发债等；回售权需具体设置回售价格和日期	可约定给予发行人一定宽限期（不超过10个工作日），宽限期内恢复原状则不适用后续处置措施。可选择宽限期内是否需要支付罚息

资料来源: 交易商协会《投资人保护条款范例》，海通证券研究所

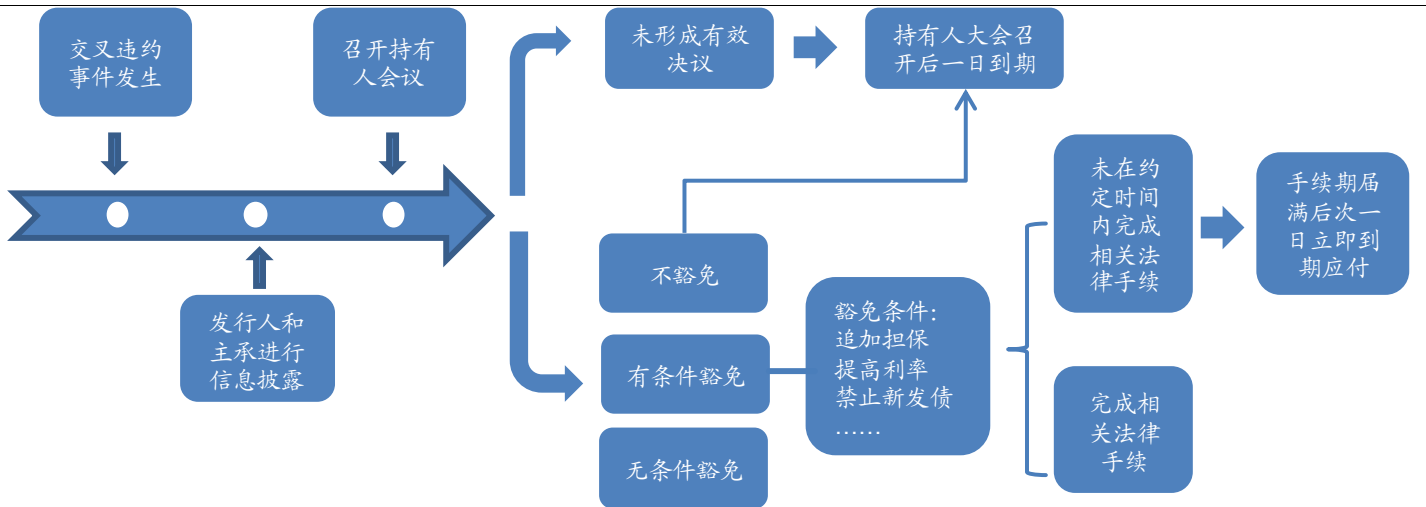
范例对触发情形的设计包括违约主体范围、违约债务种类、违约金额下限三块内容，违约主体范围可选择是否包含发行人全部（或部分）子公司或控股股东及其子公司的债务；违约债务种类可选择除了债券外是否包含贷款、信托、票据、金融租赁、理财资管计划等债务融资；此外，可设定触发交叉违约的违约金额下限，可以是一个金额的绝对值，也可以是达到净资产的一定比例，或是两者的孰低者。

当触发交叉违约后，第一步是信息披露，发行人应书面通知主承债券持有人；如果是主承先发现，应通知发行人并获书面确认后，再通知持有人。**第二步是召开持有人会议**，发行人可作出解释或提供救济方案，持有人大会选择无条件豁免、有条件豁免还是不豁免，有条件豁免的条件可以是：追加担保、提高利率、禁止新发债等。只有出席持有人会议的持有人所持有的表决权数额达到本期债券总表决权的2/3以上，并经过出席会议的持有人所持表决权3/4以上通过的，上述豁免决议才生效。

持有人会议未形成有效决议或不豁免的情况下，该期债券将在持有人会议召开后一日立即到期应付；若选择有条件豁免，则发行人需要在约定时间内完成相关法律手续，

若未完成，则该期债券将在手续期满后次日立即到期应付。

图6 范例给出的交叉违约后续处理流程



资料来源：交易商协会《投资人保护条款范例》，海通证券研究所

4. 国内交叉违约条款的推进情况

4.1 投资者保护已经起步

交叉违约条款在境外债券市场中已经十分普遍，但在国内债券中尚属于少数。“16四川宏华 CP001”在2016年3月16日的募集说明书中首次提出了较详细的“控制权变更触发提前回收”和“交叉违约”条款，但是其交叉违约条款的救济措施仅为经过持有人大会表决后，发行人对债项增加担保。

随着投资者寻求保护意识的增强以及监管部门的积极推进，国内已经有不少债券添加了相关保护条款。根据我们的统计，2016年9月以来新发的债券中，已经有101只短期融资券、49只中票附加了交叉违约条款，占新发短融和中票的比例分别为11.9%和16.6%。

表2 2016年9月以来新发债券中附有交叉违约条款的情况

债券类型	数量	金额（亿元）	占同类型新发债券比例	
			数量占比	金额占比
短期融资券	101	904.5	11.9%	4.3%
中期票据	49	391	16.6%	5.5%
总计	150	1295.5		

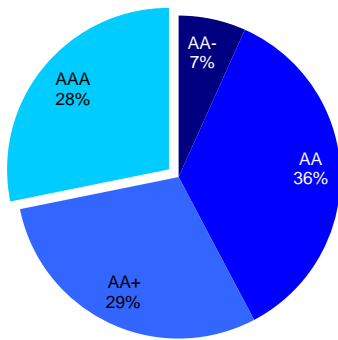
资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2 哪些发行人添加了保护条款

4.2.1 发行人评级偏低

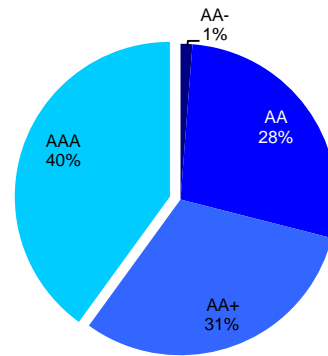
添加了保护条款的发行人评级偏低。具体来看，2016年9月份以来新发中票、短融中，AA级及AA-级债券占比为29%，AAA级债券占比40%。而附有交叉违约条款的中票、短融评级分布中AA级及AA-级占比达到43%，远高于29%；AAA级占比28%，远低于40%。

图7 附有交叉条款的中票、短融评级分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

图8 新发中票、短融评级分布

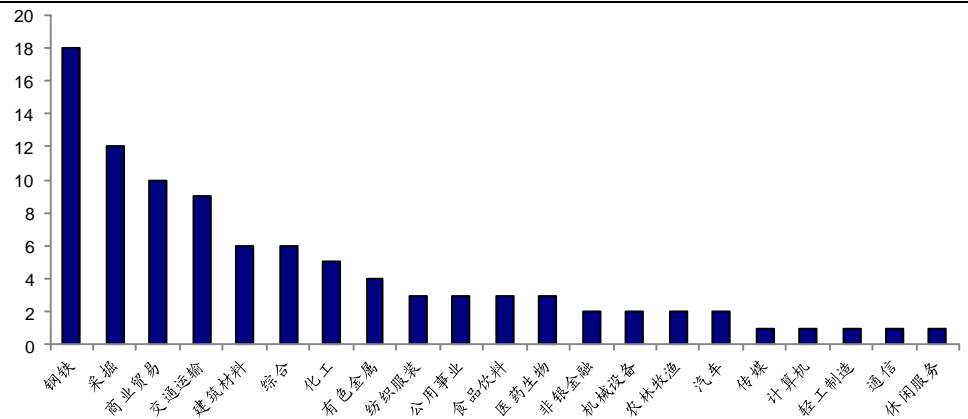


资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2.2 集中在过剩产能行业

交叉违约条款多出现在产能过剩行业。根据我们统计的结果，2016年9月以来新发产业债券中，钢铁、采掘行业附有交叉违约条款的债券数量分别为18只（都是短融）、12只（11只短融，1只中票），涉及金额分别为273亿元、208亿元。其次是商业贸易、交通运输、建筑材料等周期行业。这些行业债务负担普遍较重，交叉违约条款的设置可以保护投资者及时求偿，但是也应警惕因为连锁反应导致企业陷入流动性陷阱。

图9 附有交叉违约条款的产业债行业分布情况（2016年9月以来新发债券）



资料来源：Wind，海通证券研究所

钢铁行业发行了附有交叉违约条款债券的发行人有6家，分别是鞍山钢铁、首钢、太原钢铁、山东钢铁、包头钢铁和新余钢铁。其中鞍山钢铁是央企，其他5家均为地方国企；从评级来看，除了新余钢铁是AA级，其余均是AA+及以上企业；从负债状况来看，山东钢铁和包头钢铁资产负债率较高，超过或接近80%。

山东钢铁已经发行了9只附有交叉违约条款的短期融资券，是所有发行人中最多的，相关债券规模达到125亿元；其他未添加交叉违约条款的存量债券还有245亿元，包括1期短融、2期中票及2期PPN、以及6只公司债。其设置的交叉违约条款中债务范围包括了山东钢铁集团及其合并范围子公司所有债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金和利息，救济方案包括增加担保或进行赎回。

鞍山钢铁也已经发行多只附有交叉违约条款的短融；有3只中期票据的募集说明书中亦含交叉违约条款，但只是作为召开持有人会议的条件之一，并未事先给出明确救济方案。鞍山钢铁短期融资券设置的交叉违约条款中债务范围包括了任何直接及间接债务融资的本金及利息，且设置了违约金额下限；救济方案包括增加担保或赎回。

此外，包头钢铁虽只有 1 期短融附有交叉违约条款，可触发债务范围也仅包括其他债券，但其条款设置的救济方案明确为赎回。目前包头钢铁其他存量债券有 3 只，共计 70.5 亿元，且其规模为 30 亿的中票和 7 亿的短融均会在今年 5 月份到期，有阶段性现金流压力。

表 3 钢铁行业发行附有交叉违约条款债券的情况

发行人	发行有交叉违约的债券	主体评级	企业性质	资产负债率
鞍山钢铁	16 鞍钢 SCP007; 16 鞍钢 SCP006; 16 鞍钢 SCP005; 16 鞍钢 SCP004; 16 鞍钢 SCP003; 16 鞍钢 SCP002	AAA	央企	58.7%
首钢总公司	16 首钢 SCP005; 16 首钢 SCP004	AAA	地方国企	72.0%
太原钢铁	16 太钢 SCP001	AAA	地方国企	69.9%
山东钢铁	16 鲁钢铁 SCP012; 16 鲁钢铁 SCP011; 16 鲁钢铁 SCP010; 16 鲁钢铁 SCP009; 16 鲁钢铁 SCP008; 16 鲁钢铁 SCP007; 16 鲁钢铁 SCP006; 16 鲁钢铁 SCP005; 16 鲁钢铁 SCP004	AAA	地方国企	83.9%
包头钢铁	16 包钢 SCP007	AA+	地方国企	79.9%
新余钢铁	16 新余钢铁 SCP002	AA	地方国企	67.9%

资料来源：WIND，海通证券研究所

采掘行业发行了附有交叉违约条款债券的发行人有 7 家，分别是淮北矿业、西部矿业、大同煤矿、铜陵有色、中国有色矿业、冀中能源以及宁夏远高实业。中国有色矿业是 AAA 级央企，宁夏远高实业是 AA- 级的民企，其他 5 家均为 AA+ 及以上的地方国企；负债状况来看，大同煤矿和冀中能源资产负债率均超过 80%，此外还有 4 家超过了 70%，负债负担普遍偏重。

表 4 采掘行业发行附有交叉违约条款债券的情况

发行人	发行有交叉违约的债券	主体评级	企业性质	资产负债率
淮北矿业	16 淮北矿 CP001;	AA+	地方国企	73.9%
西部矿业	16 西矿集 SCP002	AA+	地方国企	71.4%
大同煤矿	16 大同煤矿 SCP005; 16 同煤 SCP002; 16 大同煤矿 SCP004; 16 大同煤矿 MTN004; 16 同煤 SCP003	AAA	地方国企	84.7%
铜陵有色	16 铜陵有色 SCP002;	AA+	地方国企	74.0%
中国有色矿业	16 中色 SCP002	AAA	央企	75.9%
冀中能源	16 冀中能源 SCP004; 16 冀中能源 SCP003	AAA	地方国企	81.8%
宁夏远高实业	16 远高实业 CP001	AA-	民营企业	47.5%

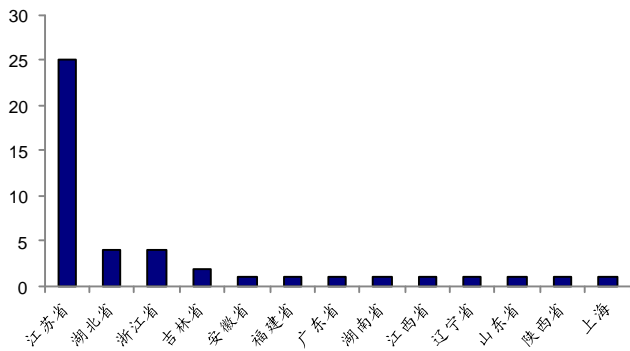
资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2.3 城投债占比超过 1/3

2016 年 9 月以来新发债券中，附有交叉违约条款的 150 只债券中有 55 只是城投债，占比超过 1/3。

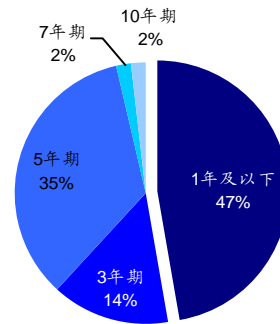
这些债券共涉及 44 个发行人，其中有 25 个发行人位于江苏省，其次是湖北（4 家）、浙江（4 家）和吉林省（2 家），此外，安徽、福建、广东、湖南、江西、辽宁、山东、陕西、上海各有 1 家城投企业发行了附有交叉违约条款的债券。

图10 附有交叉违约条款的城投债发行人地域分布（家）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图11 附有交叉违约条款的城投债期限分布



资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 从大连机床看交叉违约

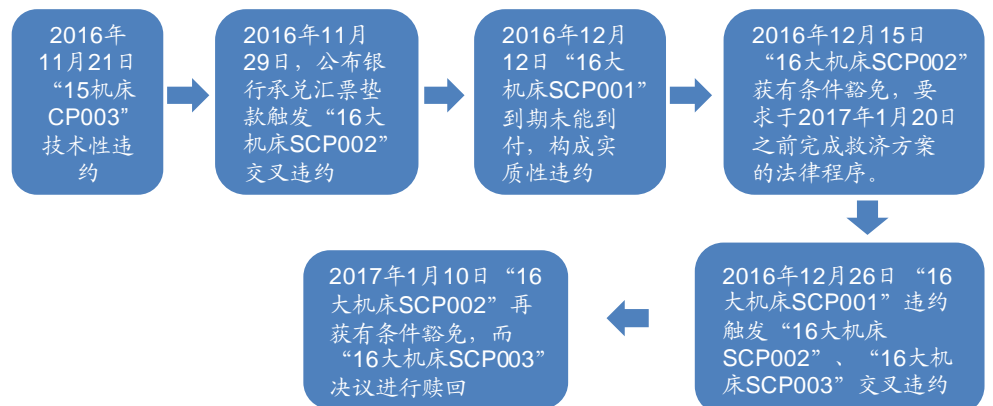
5.1 大连机床交叉违约事件

大连机床触发交叉违约。截至目前，大连机床已经有两期债券被触发交叉违约，分别是将于17年5月和7月到期的16大机床SCP002和16大机床SCP003，其中前者已经两度触发。具体看，2016年11月18日，大连机床由于银行承兑汇票垫款触发了16大机床SCP002交叉违约，后于召开的持有人会议上，获得有条件豁免，豁免条件为在2017年1月20日之前，大连机床要为16大机床SCP002提供以下任一救济方案：为该期债券本息偿付增加抵押、质押或担保等担保措施，担保金额或抵押价值足以覆盖本期债券本息；或对16大机床SCP002进行赎回。否则该券将于1月20日立刻到期应付。

“16大机床SCP002”再次交叉违约，豁免期满后获延长。2016年12月12日16大机床SCP001违约，触发16大机床SCP002、16大机床SCP003交叉违约，后公司召开持有人会议，16大机床SCP002再度获得有条件豁免，继续执行上次的救济方案；2017年1月19日“16大机床SCP002”法律手续期限届满，但公司无法追加担保，亦未能筹集足额资金进行赎回，因此按约定应于1月20日到期应付，但17年1月18日，持有人会议决议延长其豁免期至2月10日。

“16大机床SCP003”交叉违约后，持有人会议决议进行赎回。若在2017年2月10日未完成法律手续，则该券将于2月11日立刻到期。

图12 大连机床交叉违约



资料来源：海通证券研究所

5.2 从大连机床看交叉违约

1. 交叉违约条款可能加剧资金链压力。流动性本就较差的主体，若发生交叉违约，有可能形成多米诺效应而陷入困境。大连机床最开始只有“15 机床 CP002”技术性违约，并已经延期兑付本息；但银行承兑汇票垫款触发“16 大机床 SCP002”交叉违约后，加剧了公司资金链压力，紧接着“16 大机床 SCP001”实质违约又触发了“16 大机床 SCP003”交叉违约，偿债压力短时间内快速增加，最终造成了公司的流动性困境。

2. 未设交叉违约条款的存量老债较为被动。新增债券设置保护条款容易造成存量债券劣后属性的问题，即出现同一发行人存量债券未设置条款，而新增债券有设置的情况。比如在大连机床事件中，目前公司已经有多只债券实质违约，两只债券交叉违约需要执行救济方案，此外公司还有 18 亿存续债，包括两期中票和两期 PPN，尽管已通过持有人会议要求提供增信和增加交叉违约条款，但被发行人拒绝，未来求偿将更为被动。

3. 实际效果不一，注意条款甄别。发行人在条款的设计的灵活性导致条款实际效果不一，投资者应注意条款甄别。比如尽管“16 大机床 SCP002”和“16 大机床 SCP003”都设有交叉保护，但是前者规定的触发条件中违约债务种类比后者多了银行借款一项，因此在大连机床发生银行承兑汇票垫款的时候，仅触发了前者的交叉违约。

此外，处置方法设置上，“16 大机床 SCP002”规定持有人会议只能选择无条件豁免还是有条件豁免，而“16 大机床 SCP003”多了回售的选项；有条件豁免的条件下，“16 大机床 SCP002”为追加担保和赎回，而“16 大机床 SCP003”只是追加担保和到期前禁止新发债务融资工具，处置方法设置的不同，使得“16 大机床 SCP003”交叉违约后更倾向于直接选择回售而非有条件豁免。

表 5 “16 大机床 SCP002”和“16 大机床 SCP003”交叉保护条款对比

	16 大机床 SCP002	16 大机床 SCP003
违约主体范围	发行人及其合并范围内子公司	发行人及其合并范围内子公司
违约债务种类	债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息， 以及银行借款	债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息
违约金额下限	单独或累计的总金额达到或超过人民币 1 亿元，或发行人最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 3%，以较低者为准。	未设置
处置方法	信息披露-召开持有人大会 持有人大会选择无条件豁免还是有条件豁免	信息披露-召开持有人大会 持有人大会选择无条件豁免、有条件豁免还是回售
有条件豁免的条件	1. 增加担保 2. 发行人对本期债务融资工具进行赎回	3. 增加担保 4. 到期前不得新发债务融资工具

资料来源：“16 大机床 SCP002”和“16 大机床 SCP003”募集说明书，海通证券研究所

4. 信息披露的及时、有效性影响交叉违约条款的落实。在大连机床事件中，银行承兑汇票垫款实际发生日期是在 2016 年 11 月 3 日-4 日，该事项并非发行人主动公告，最终是由主承兴业银行于 2016 年 11 月 25 日查询大连机床银行系统征信报告时发现，可能是由于出现技术性违约以后主承主动排查发现的。发行人披露负面信息的动力不足，或导致交叉违约的时效性大打折扣。

拖延信息披露的典型案例还有 15 春和 CP001，该期债券设置了较完备的交叉保护机制，若公司发生未能清偿到期债务的违约情况，即可启动投资者保护应急预案。2016 年 3 月初春和集团发布贷款逾期欠息公告，但根据公告所述，春和下属子公司早在 2015 年 12 月初就发生了银行承兑汇票违约事项，该项违约并未得到及时披露，导致募集条款中约定的投资者保护机制未能及时启动，损害了投资者的利益。

5. 关注低等级债券的债务状况。大连机床违约前是 AA 级民企，信用资质较弱。通过梳理添加了交叉违约条款的债券，我们也发现相关发行人评级整体偏低，且多集中在过剩产能行业。我们整理了 AA 级及以下评级的民营企业发行人信息，部分发行人负债压力较高，且不乏有色、化工、交运、采掘等周期行业发行人，应密切关注其债务状况。

表 6 附加了交叉违约条款的 AA 级及 AA-级民企

发行人	行业	评级	资产负债率 (%)	附有交叉违约条款的债券
广汇汽车服务	商业贸易	AA	71.9	16 广汇汽车 MTN001
亨通集团	通信	AA	69.2	16 亨通 CP003
精功集团	综合	AA	68.9	16 精功 SCP004
新疆众和	有色金属	AA	67.8	16 众和 CP001
古纤道新材料	化工	AA	67.3	16 古纤道 SCP004
贵人鸟	纺织服装	AA	61.6	16 贵人鸟 SCP001, 16 贵人鸟 SCP002
玉皇化工	化工	AA	59.1	16 玉皇化工 CP003, 16 玉皇化工 SCP003
孚日股份	纺织服装	AA	59.0	16 孚日 MTN001
山鹰纸业	轻工制造	AA	58.7	16 皖山鹰 CP001
宏图高科	商业贸易	AA	53.8	16 宏图高科 SCP004
锦州港	交通运输	AA	51.8	16 锦州港 MTN001
一心堂	医药生物	AA	49.1	16 一心堂 MTN002
圣农发展	农林牧渔	AA	44.5	16 圣农 SCP003
海南海药	医药生物	AA	36.3	16 海药 MTN001
誉衡集团	医药生物	AA-	68.8	16 誉衡 CP002
盛屯矿业	有色金属	AA-	57.5	16 盛屯矿业 CP001
东菱凯琴集团	商业贸易	AA-	52.4	16 东菱凯琴 CP001
达华智能	计算机	AA-	47.6	16 中山达华 CP001
远高集团	采掘	AA-	47.5	16 远高实业 CP001

资料来源: WIND, 海通证券研究所

合规提示: 海通自营(约定购回式证券交易专用证券账户)持有(600711 盛屯矿业)超过总股本 1%

6. 求偿仍具有不确定性。交叉违约条款的设置并不意味着投资者可得到相应的保护, 实践中交叉违约触发后的求偿仍具有不确定性。目前国内债券交叉违约条款规定, 交叉违约触发后, 要先召开持有人会议决定是否对发行人进行豁免。这种设定的好处在于, 对那些因为短期流动性问题或突发因素导致的交叉违约, 发行人可提出追加担保等救济措施并争取投资者的同意, 为自己赢得宽限时间。

但实践中持有人会议召开存在等待时间且效率低, 投资者面临较大的不确定性。比如目前大连机床有两只债券触发交叉违约, “16 大机床 SCP002” 获得有条件豁免后, 未能在豁免期内完成相关手续, 又拖延了豁免期, 目前仍悬而未决。

此外还有些债券的交叉违约条款对处置措施的描述过于模糊, 加大了持有人会议谈判的难度。以国裕物流为例, 2016 年 4 月, 国裕物流发布公告称本部及子公司累积发生银行贷款逾期、垫款及欠息合计 4.87 亿元。由于 15 国裕物流 CP002 设置了交叉违约条款, 该期债务进入违约状态, 但由于募集说明书中并未对交叉违约给出明确的处置措施, 因此公司虽多次召开持有人会议, 但始终没有给出实质举措。这种状态一直持续到该期债券到期, 最终仍未能偿还而构成实质违约。

信息披露 分析师声明

姜超
周霞 固定收益研究团队
朱征星 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长

(021)23219422 klijang@htsec.com

邓 勇 所长助理

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理

(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 联系人
 梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 联系人
 颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 联系人
 谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 蔡思圆 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

 姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 联系人
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 李雨嘉(021)23154136 lyj10378@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
 高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
 郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
 李 影 ly11082@htsec.com
 姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 联系人
 王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 联系人
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
 殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
 联系人
 师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

 邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
 联系人
 谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
 王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 联系人
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒

 钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 唐 宇 ty11049@htsec.com
 刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

 施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
 李姝醒 lsx11330@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢 亚(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiaty@htsec.com
 联系人
 金 晶 jj10777@htsec.com
 杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李森(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 联系人
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立 ll11383@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 彭虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

非银行金融行业

何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐琴(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

机械行业

耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 余炜超 swc11480@htsec.com
 联系人
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 联系人
 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 lj11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 马婷婷 mtt11022@htsec.com
 联系人
 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 蒋炯 jj10873@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 张明 zm11248@htsec.com
 陆铂锡 lbx11184@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com