



用好债券特殊条款体系 筑牢债项信用风险屏障



摘要

我国债券市场不断发展中，以期限条款为核心的特殊条款体系对信用风险影响不仅不可忽视，还应从“多维度促进债券市场高质量发展”的高度上加以考虑和认识。目前，特殊条款的常态化发展呈加速趋势，同时引发的挑战也越来越大。这是因为债券违约风险的影响因素固然离不开发行人的信用质量，但债券特殊条款的设定也对债项信用风险产生显著的影响，主要表现为：回售条款的滥用将显著提升违约概率，含有提前偿还条款的债券违约概率较低，赎回条款对违约率的影响分化。

用好以期限条款为核心的特殊条款体系，建议从引导市场主体规范化、精准把握信用周期、关注重点领域、守正创新、形成实物工作量五个方面入手，促进我国债券市场高质量发展。

关键词 债券市场；信用风险；债券特殊条款；期限条款；利率

随着我国债券市场的不断发展，债券市场的广度和深度不断进步。传统的信用分析角度大多停留于发债主体层面，对债项有针对性的研究重视程度不足。而这种缺失将影响信用风险的准确识别与有效管控，不利于债券市场的高质量发展。特殊条款即是影响债项特征的重要因素之一，具有十分重要的地位。特殊条款设计的初衷是在发行时满足供需双方的弹性需求，但现实中适逢行权日时或触发事件，往往会和发行人的信用基本面形成共振，加大债券市场的波动。因此，本文对以债券期限条款为核心的特殊条款体系进行研究，探索其对信用风险的影响和应对措施，更有力地支

持债券市场实现防风险、促发展的目标，从而更坚实地发挥服务实体经济的效用。

一、以期限条款为核心的特殊条款体系

我国债券市场使用特殊条款的历史悠久，萌芽期可追溯至千禧年发行的政策性银行金融债。而快速发展期则从 2015 年开始，银行间市场交易商协会、证监会、国家发改委等陆续出台了一系列政策解除限制、扩大发行人范围、简化发行流程、优化募集资金使用，特殊条款常态化的速度也伴随着债券市场蓬勃发展而加速。当下对于特殊条款的使用已经入平稳的成熟期，每个季度一般有千余只债券使用特殊条款，并形成了以期限条款为核心的特殊条款体系。根据 Wind 数据，截至 2022 年 5 月 31 日，我国一共有 32 968 只债券设有特殊条款（表 1）。

表1 债券特殊条款统计

条款	只数占比	条款	只数占比
调整票面利率	70.90%	事先承诺	0.15%
回售	60.19%	可交换	0.07%
债券提前偿还	28.81%	优先收购权	0.06%
赎回	17.03%	定向转让	0.05%
延期	10.27%	评级承诺	0.05%
利息递延权	9.10%	股权委托管理协议变更	0.05%
交叉保护	7.60%	资产池承诺	0.05%
持有人会议	5.47%	提前购回权	0.05%
有条件赎回	2.48%	暂停索偿权	0.04%
事先约束	2.13%	债券担保限制	0.03%
减记	1.94%	债务重组	0.03%
出售/转移重大资产	1.47%	转股	0.02%
偿债保障承诺	1.30%	质押或减持上市子公司股权	0.02%
经营维持承诺	1.03%	提前兑付选择权	0.02%
控制权变更	0.91%	对外重大投资	0.01%
财务指标承诺	0.88%	名股实债	0.01%
开放退出登记	0.43%	ESG绿色债券认证结论	0.00%
投资者保护(其他)	0.27%	无保留审计意见承诺	0.00%
对外提供重大担保	0.22%	年报按时披露承诺	0.00%

资料来源：Wind，作者整理。

注：1、占比加总超过100%是由于一只债券采用了多个特殊条款所致。

2、直接条款加粗表示，间接条款斜体表示，保护条款下划线表示。相关定义见下文。

一般一只债券的特殊条款是由一个或多个特殊条款组合而成，形成多维度的条款约束，且各条款之间相互关联呼应，以达到相应的目的，而其中应用最多的核心条款是与债券偿付期限相关的期限条款。根据特殊条款与期限条款的关系，可以将特殊条款分为直接条款、间接条款和保护条款三种类型。直接条款系指明确约定了债券期限变更条件、变更方式、变更时点、变更长短的条款；间接条款系指与直接条款组合配套的条款，一起使用以实现某种特定目标；保护条款系指为保护债券投资人权益、约束发

行人行为、提升持有人会议法律效力的条款。归一化后，以上三类条款分别占比为 57.63%%、35.11%和 7.26%。

以表 1 前十大特殊条款为例，直接的期限条款为回售、债券提前偿还、赎回、延期、利息递延权、有条件赎回，一共六项；间接的条款一共两项：调整票面利率、持有人救济（这里的持有人救济统计口径不包括交叉保护中的配套条款），票面利率调整一般与回售等期限条款组合使用，利率的调整幅度与期限特殊条款行权的结果相关，而持有人救济可以与利息递延权配套使用，通过持有人大会对利息相关问题进行表决；保护条款包括交叉保护、事先约束两项，大多可以通过持有人大会表决促使债务融资工具提前到期，迫使发行人加快偿还债务，目的是通过条款约束发行人行为，减少风险；在风险事件发生后，也可及时采取处置措施，最大限度保障债券投资人权益。

需要注意的是虽然保护条款设置的初衷是加强债券投资者权益保护[1]，促进企业顺畅融资[2]，但是在非合作的纳什均衡下却可能会加剧市场风险，一方面投资人为降低自身风险设置了愈加普遍和更易触发的条款，极易形成一种挤兑，加大发行人的偿债及违约压力，例如直接由交叉保护条款触发导致的交叉违约占有所有违约案例的 5.16%，含有交叉违约条款债券的违约概率为 8.54%，高于一般平均水平。另一方面过于严格的保护条款“迫使”发行人在发行时定下“城下之盟”，难以履行，后期一旦出现风险使得发行人更有进行逃废债的动力，甚至是形成习惯。恶性博弈的结

果将会是过于严格的条款不仅使保护作用形同虚设，反而加重全市场不稳定情绪，增大信用成本。

表2 占比前十特殊条款的相关性分析

	调整票面利率	回售	债券提前偿还	赎回	延期	利息递延权	交叉保护	持有人救济	有条件赎回	事先约束
调整票面利率	1.00	0.72	<u>-0.82</u>	0.12	0.21	0.20	0.17	0.15	0.10	0.09
回售	0.72	1.00	<u>-0.63</u>	-0.29	<u>-0.41</u>	<u>-0.39</u>	0.14	-0.29	-0.19	0.05
债券提前偿还	<u>-0.82</u>	<u>-0.63</u>	1.00	-0.25	-0.22	-0.20	-0.15	-0.15	-0.10	-0.08
赎回	0.12	-0.29	-0.25	1.00	0.60	0.56	-0.01	0.53	0.35	0.03
延期	0.21	<u>-0.41</u>	-0.22	0.60	1.00	0.93	0.03	0.71	0.44	0.06
利息递延权	0.20	<u>-0.39</u>	-0.20	0.56	0.93	1.00	0.04	0.76	0.37	0.07
交叉保护	0.17	0.14	-0.15	-0.01	0.03	0.04	1.00	0.08	-0.03	0.39
持有人救济	0.15	-0.29	-0.15	0.53	0.71	0.76	0.08	1.00	-0.04	0.10
有条件赎回	0.10	-0.19	-0.10	0.35	0.44	0.37	-0.03	-0.04	1.00	-0.02
事先约束	0.09	0.05	-0.08	0.03	0.06	0.07	0.39	0.10	-0.02	1.00

资料来源：Wind，作者整理。

注：1、绝对值0—0.09为无相关，0.1—0.3为弱相关，0.3—0.5为中等相关，0.5—1.0为强相关。其中，强正相关加粗表示，中等正相关加粗斜体表示，强负相关下划线表示，中等负相关斜体下划线表示。

2、相关性系数为正，代表条款之间配套一同使用，以便达到共同目的；相关性系数为负，代表条款之间有一定替代作用或者作用冲突，所以较少一同使用。

在当下以期限条款为核心的特殊条款体系中，为了进一步具体分析在一个债券中特殊条款是如何搭配使用的，通过特殊条款相关性分析(表2)，可以拆分出主要的三类期限条款进行具体讨论(回售、债券提前偿还、赎回)。回售条款一般与调整票面利率条款搭配使用；债券提前偿还条款一般单独使用；赎回条款一般与延期条款、利息递延、持有人救济等条款一同使用。其中，这三类条款之间存在着负相关关系，亦说明了分类的有效性。回售、债券提前偿还、赎回的作用都可以缩短债券的期限，功能上有一定

重复替代，而特殊条款行权方的不同，又使得投融资双方的利益诉求会产生一定冲突，所以降低了三类条款同时使用的概率。

二、特殊条款的统计分布具有鲜明的行业、地区和类型特点

债项信用风险固然一定程度上由发行人的信用基本面决定，但是也在很大程度上受到债项特征的影响。适度使用特殊条款可以提高发行人的融资效用和灵活度，但是特殊条款的滥用叠加发行人走弱的基本面、承压的宏观环境、波动的行业竞争，将会进一步加大债券的违约概率，最终成为爆雷的直接导火线。本节重点分析回售、提前偿还、赎回这三类期限条款在全量债券、违约及展期债券中的只数占比，结合其分布统计特征，可以看出其对债项信用风险的影响（表 3）。

表 3 期限条款特征与违约风险

回售			债券提前偿还			赎回		
占比（全量债券）：6.21%			占比（全量债券）：2.70%			占比（全量债券）：1.79%		
占比（违约及展期）：51.01%			占比（违约及展期）：1.22%			占比（违约及展期）：6.21%		
违约及展期概率：3.18%			违约及展期概率：0.18%			违约及展期概率：1.34%		
行业	地区	债券类型	行业	地区	债券类型	行业	地区	债券类型
工业、房地产、金融业、可选消费、材料	江苏、浙江、山东、北京、广东、四川	私募债、公司债、企业债、中期票据、定向工具	工业、公用事业、金融业、房地产	江苏、湖北、浙江、湖南、广东、四川、山东	企业债、地方政府债、私募债、资产证券化产品	工业、金融业、公用事业、房地产、材料	北京、广东、江苏、福建、山东、上海、浙江	中期票据、公司债、金融债、资产证券化产品

资料来源：Wind，作者整理。

注：1、计算违约及展期口径从违约元年 2014 年开始；2、表中数据根据占比大小顺序列出主要分布；3、行业分类口径为 Wind 行业，其中工业分类包含较广，根据笔者观察实际包括但不限于：交通运输、国有资产运营、制造业等。

自违约元年开始全口径债券市场的违约及展期概率为 0.39%，由表 3

可知，三类期限的条款与信用风险的关系呈现显著差异，含有回售条款的债券违约及展期概率显著高于市场平均水平，含有提前偿还条款的债券低于平均水平，含有赎回条款的债券略高于平均水平。相对应的三类条款统计特征也在相似中存在着不同：

从行业分布分析，三类条款的前几大行业保持较高的相似性，值得注意的是因为房地产行业因为周期性明显，希望保持一定融资期限的弹性，所以较多使用了回售条款；金融业为补充资本充分使用混合资本工具，因此作为工具配套条款的赎回条款较多出现。

从地区分布分析，三类条款的前几大行业保持较高的相似性，都是经济较为发达，有着旺盛融资需求的地区，北京地区因为多为央企、国有大行等金融机构的注册地，所属企业有着降杠杆、补充资本的需求，所以在使用混合资本工具的同时也较多使用赎回条款。

从债券类型分析，企业债和地方政府债一般期限较长，并且一般有着对应的项目，所以较多使用提前偿还条款；回售条款多出现于私募债；赎回条款多出现于公募债券。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45632

