

2018 年 9 月 20 日

高收益债券在经济衰退后期、宽松环境下表现最好

——基于美国高收益债券市场研究

本期投资提示：

美国高收益债市场已发展半个世纪左右，总流通金额约 1.28 万亿美元

- 兴起于 70 年代，80 年代末大调整后日益成熟。美国高收益债券市场大规模发展始于 70 年代，既包括布雷顿森林体系内崩溃后经济衰退中大量“堕落天使”的出现，也包括 70 年代后期以计算机、通信新兴企业为代表的“明日之星”融资需求的旺盛，以及杠杆收购的融资需求，此后经历了 80 年代末大调整后逐渐成熟，目前市场存量约 1.28 万亿美元。
- 市场以投资顾问等机构投资者为主，高收益债券场外交易为主，流动性较差。高收益债券以中低评级为主，平均期限为 10 年。

高收益债券在经济衰退后期利差修复，表现最好，但仍需警惕违约率继续抬升

- 高收益债券利差主要受违约和经济预期影响，信用利差由“经济变化-货币政策变化-经济与违约预期变化”驱动。不同于投资级别债券，主要受市场流动性影响，高等级收益债到期收益率主要受违约风险影响，高收益债券信用利差与 GDP 增速的相关系数高达-72%。在经济出现衰退的时候，市场对高收益债券主体的违约担忧上升，要求更高的风险补偿，推高利差；而随着宽松政策的出台及对经济刺激影响的体现，流动性好转及违约预期下降推动利差明显收窄。此时也是高收益债券表现最好的时候，如 1991、2003 及 2009 年。
- 高收益债券实际违约率和回收率扭转滞后于估值修复，在经济衰退末期警惕违约风险继续抬升。如 09 年经济增速下滑放缓，利差出现明显的收窄，而高收益债券的违约率进一步飙升至 14%，回收率进一步下降至 34%。造成这种差异的主要原因，我们认为主要是估值反应的是预期，但实际违约率则和企业的经营更有关系，即使经济增速收窄，企业的经营仍在边际恶化，只有真正出现复苏，企业的基本面改善才能改变违约率高企的局面。

国内高收益债投资仍需等待，宽信用下短期修复，但仍难解决违约问题

- 打破刚兑进行时，国内定价更注重“违约风险”。对比美国，由于我国过去长期“刚兑”环境的存在，市场对于违约风险并不明显，但我们认为定价逻辑正在发生变化，随着违约常态化+资管新规继续强调“打破刚兑”，高收益债券更加注重“违约风险”定价，特别是低等级债券流动性很差，投资者必须关心违约风险。
- 宽信用难以实际解决违约问题，盈利下滑违约风险增大，估值角度性价比很低，目前不是大量配置的最优时点。政策转向宽信用，将一定程度上缓解实体融资问题，但政策效果显现仍需时间，明年核心的风险在于盈利下行，“债务到期量大+再融资分化+财务费用滞后影响+经济下行承压”的情况下，信用违约压力预计到 2019 年底之前都不会有根本性好转，低等级的违约风险将进一步暴露。估值修复角度来看，一方面绝对利差不高，另一方面波动风险很大；我国低等级债券的绝对利差并不太高，且在 7 月末已经明显修复，目前阶段性走平，AA 中票信用利差大约在 170BPS，从历史及美国对比来看都不高，在逐步打破刚兑的过程中，我国低等级债券的定价将更加重视违约风险，叠加明年低等级违约风险爆发，预计信用利差和等级利差在阶段性走平后仍将面临大幅上调压力，只有在风险完全暴露后、确认基本面整体走向修复后估值才能有明显的行情。
- 综上，目前不是配置的最优时点，无论是从估值修复的角度考虑还是违约风险降低的角度。短期内在市场情绪阶段性的稳定的时候可以精选基本面好而被错杀的高收益债券投资，而对于基本面一般、再融资压力较大的，更应该警惕融资压力对经营带来的负面影响及违约风险。

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004
mengxj@swsresearch.com

研究支持

文晨昕 A0230118060001
(8621)23297818×7299
wencx@swsresearch.com

联系人

文晨昕 A0230118060001
(8621)23297818×7299
wencx@swsresearch.com

策略研究

证券研究报告



申万宏源研究微信服务号

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

目录

1. 美国高收益债券市场概览	4
1.1 美国高收益债市场总流通额约 1.28 万亿美元	4
1.2 高收益债券以中低评级为主，平均期限为 10 年	5
1.3 市场以投资顾问等机构投资者为主	7
1.4 高收益债市场流动性较低，且有下降趋势	8
2. 高收益债券在经济衰退后期、宽松环境下表现最好 ...	8
2.1 高收益债券利差由经济预期驱动	9
2.2 高收益债券违约率回落慢于估值修复	11
2.3 高收益债券在经济衰退后期收益最高	12
3. 国内高收益债投资窗口仍需等待	13
3.1 打破刚兑进行时，国内定价更注重“违约风险”	14
3.2 再融资问题是本轮违约风险爆发的引线	16
3.3 宽信用边际修复市场，盈利下行将成为明年主要矛盾	17

图表目录

图 1：目前美国高收益债券市场总流通额约为 1.28 万亿美元	5
图 2：美国高收益债券以中低评级及低评级为主	6
图 3：等级越低利率水平越高	6
图 4：美国高收益债券以长期为主，平均期限为 10 年	6
图 5：通讯、能源发行量最大	7
图 6：通讯及工业行业票面利率最高	7
图 7：投资顾问是高收益债券的主要投资者	7
图 8：美国 AAA 投资级债券收益率与国债收益率同步	9
图 9：美国高收益债券收益率受经济增长影响明显	9
图 10：2000-2003 年信用利差在波动中回落	10
图 11：08 年后 QE 政策对高收益债信用利差的影响	10
图 12：美国高收益债券与股市相关性很高	12
图 13：高收益债券在经济衰退后期收益最高	12
图 14：我国 AA 信用利差与国债走势较接近	15
图 15：我国 AA 信用利差在经济基本面出现极端情况时反映	15
图 16：低等级债券换手率大幅下降	15
图 17：宽松政策下 15、16 年大量中低等级债券发行	16
图 18：18、19 年大量中低等级债券到期（含回售到期）	16
图 19：财务费用对利润表影响滞后一年左右	17
图 20：民企杠杆率明显上行	17
图 21：信用利差微降后走平	18
图 22：等级利差下降后走平	18
 表格 1：信用评级类别	 4
表格 2：高收益债券的市场周转率	8
表格 3：美国债券市场相关系数矩阵	9
表格 4：高收益债券历史违约率及回收率	11
表格 5：美国高收益债券历年收益率	12

1. 美国高收益债券市场概览

高收益债券（high-yield bond）在国际市场是指在市场上评级为投资级以下的高信用风险债券，也包括未被评级但信用资质相当的债券。美国高收益债券市场大规模发展始于 70 年代，既包括布雷顿森林体系内崩溃后经济衰退中大量“堕落天使”的出现，也包括 70 年代后期以计算机、通信新兴企业为代表的“明日之星”融资需求的旺盛，以及杠杆收购的融资需求，此后经历了 80 年底末大调整后逐渐成熟，目前市场总流通额约 1.28 万亿美元。美国高收益债券以中低评级及低评级为主，平均票面利率为 7.18%，且等级越低利率水平越高。美国高收益债券以长期为主，平均期限为 10 年。行业方面，通讯、能源发行量最大，行业票面利率差异不大，通讯及工业利率最高。投资顾问等机构投资者是高收益债券主要投资者，大多数高收益债券是在场外交易的，市场流动性较低，且有下降趋势。

1.1 美国高收益债市场总流通额约 1.28 万亿美元

高收益债券（high-yield bond）在国际市场是指在市场上评级为投资级以下的高信用风险债券，也包括未被评级但信用资质相当的债券，此类债券违约风险及损失本金的风险较投资级更高，但收益率也要明显高于投资级债券以弥补更高的风险。本文参照标普、穆迪和惠誉三大评级公司对投资级及投机级债券的划分，即标普或惠誉评级为 BB+ 及以下、穆迪评级为 Ba1 及以下的债券为高收益债券。本文数据统计以美国市场发行穆迪非投资级的公司债为标准。对于高等级收益债我们进一步划分为中低级（穆迪 Ba1/Ba2/Ba3）、低级（B1/B2/B3）、劣等级（Caa1/Caa2/Caa3）、极度投机型（Ca）、利息无法偿付或被提出破产指控（C）及违约（D）。

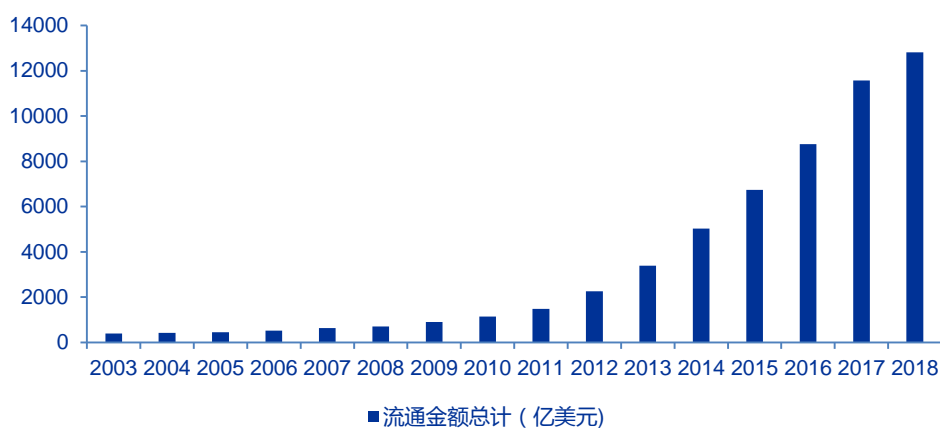
表格 1：信用评级类别

	Moody's	S&P	Fitch
投资级			
最高级	Aaa	AAA	AAA
高级	Aa1/Aa2/Aa3	AA+/AA/AA-	AA+/AA/AA-
中高级	A1/A2/A3	A+/A/A-	A+/A/A-
中级	Baa1/Baa2/Baa3	BBB+/BBB/BBB-	BBB+/BBB/BBB-
投资以下级			
中低级	Ba1/Ba2/Ba3	BB+/BB/BB-	BB+/BB/BB-
低级	B1/B2/B3	B+/B/B-	B+/B/B-
劣等级	Caa1/Caa2/Caa3	CCC+/CCC/CCC-	CCC+/CCC/CCC-
极度投机型	Ca	CC	CC+
利息无法偿付或被提出破产指控	C	C	CC,CC-
违约	D	D	DDD

资料来源：申万宏源研究

美国高收益债券市场大规模发展始于 70 年代，80 年底末大调整后逐渐成熟，目前市场总流通额约 1.28 万亿美元。20 世纪初一些主要的评级机构开始为政府贷款、市政债券及公司债券提供信用评级。而美国高收益债的真正大规模开始发展始于 20 世纪 70 年代，既包括布雷顿森林体系内崩溃后经济衰退中大量“堕落天使”的出现，也包括 70 年代后期以计算机、通信新兴企业为代表的“明日之星”融资需求的旺盛，此外，80 年代杠杆收购的迅速发展进一步推动了美国高收益债券市场的发展，杠杆收购中往往先以壳公司名义发行债券，通过过桥贷款完成收购目标企业后，将目标企业与壳公司合并，未来通过目标公司的经营获利进行债务偿还。此后，高收益债市场持续发展，虽然在 1989 年经济下行中经历了严重的衰退、以及 2000 年互联网泡沫和 2008 年次贷危机中出现了明显的发行下降、违约增加等，但市场已经日益走向成熟，成为常态化存在的市场，并吸引了大量的投资者参与其中。目前市场流通金额合计大约为 1.28 万亿美元。

图 1：目前美国高收益债券市场总流通额约为 1.28 万亿美元

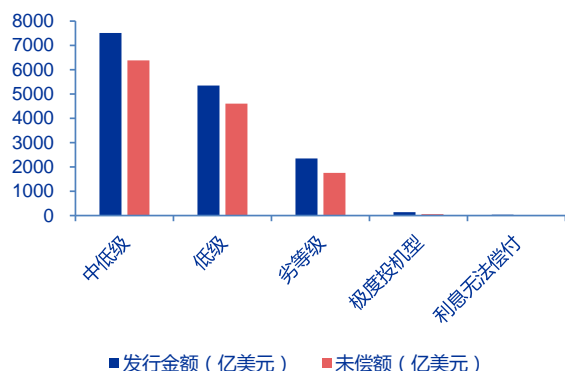


资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

1.2 高收益债券以中低评级为主，平均期限为 10 年

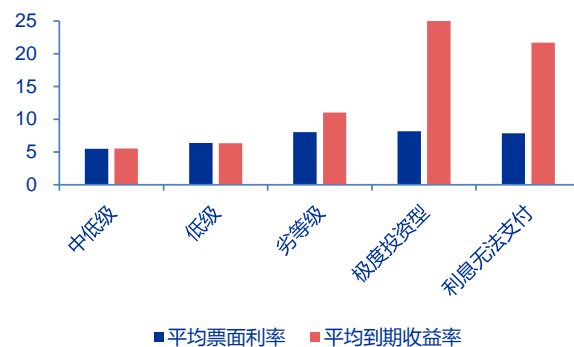
美国高收益债券以中低评级及低评级为主，平均票面利率为 7.18%。发行金额来看，中低级(穆迪 Ba1/Ba2/Ba3)、低级(B1/B2/B3)、劣等级(Caa1/Caa2/Caa3)、极度投机型(Ca)、利息无法偿付或被提出破产指控(C)及违约(D)的分别为 7509、5352、2345、134 及 40 亿元。其中中低级及低级占比高达 49%及 35%。等级越低利率水平越高，中低级、低级、劣等级、极度投资型及利息无法偿付或被提出破产指控的平均票面利率分别为 5.49 %、6.38 %、8.01 %、8.18 %及 7.84 %。且极度投资型和利息无法偿付或被提出破产指控两类的到期收益率大幅飙升，平均到期收益率分别高达 26.22%及 21.69%。

图 2：美国高收益债券以中低评级及低评级为主



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

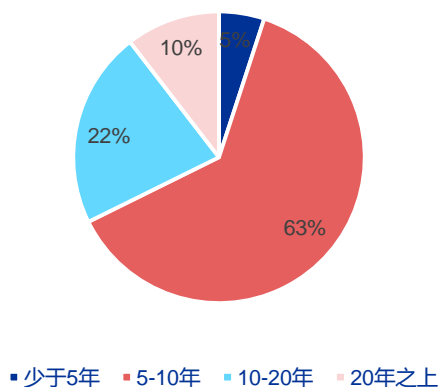
图 3：等级越低利率水平越高



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

美国高收益债券以长期为主，平均期限为 10 年。美国高收益债券以中长期为主，期限为 5-10 年的规模占比大约为 63%，少于 5 年、5-10 年、10-20 年及 20 年以上的规模分别为 748、9320、3249 及 1555 亿美元。

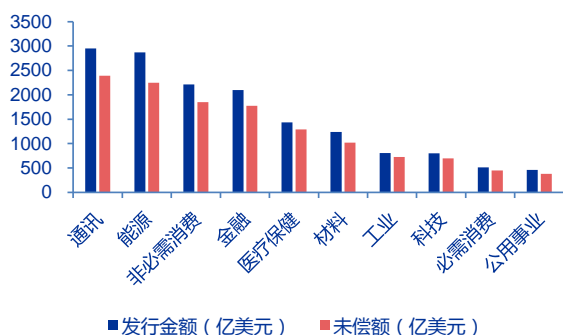
图 4：美国高收益债券以长期为主，平均期限为 10 年



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

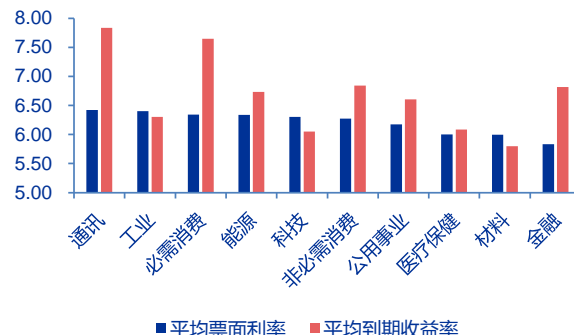
通讯、能源发行量最大，行业票面利率差异不大，通讯及工业利率最高。通讯、能源、非必须消费及金融是发行量最大的行业，占比分别为 19%、19%、14%及 14%，规模超过 2000 亿美元。平均票面利率来看差异不大，成本较高的行业为通讯、工业、必须消费及能源，分别为 6.42%、6.40%、6.34%及 6.34%；而材料和金融行业票面利率较低，分别为 6.00%及 5.83%。其中，通讯、必须消费及金融行业平均到期收益率较高主要是受劣等级中最低级 Caa3 中极值较多影响。

图 5：通讯、能源发行量最大



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

图 6：通讯及工业行业票面利率最高

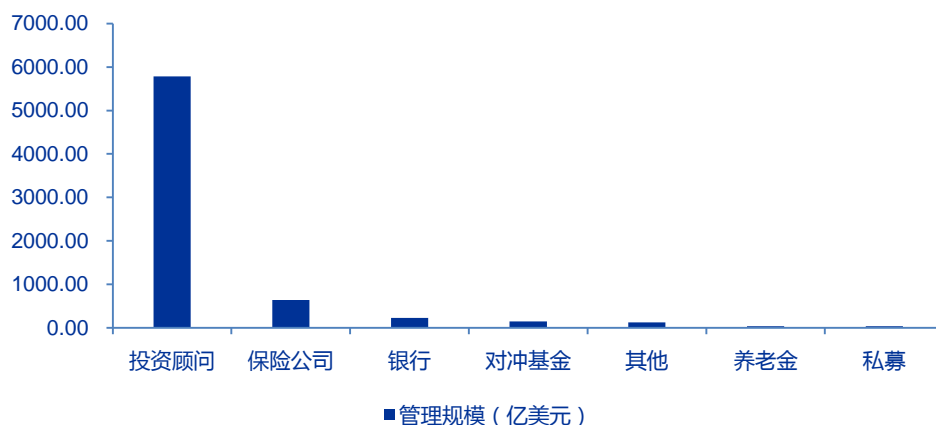


资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

1.3 市场以投资顾问等机构投资者为主

投资顾问等机构投资者是高收益债券主要投资者。高收益债券具有明显的高风险高收益特征，因而要求投资者就有较强的风险识别能力以及承受能力，高收益债券投资者主要是机构投资者，个人通过购买高收益共同基金等进行投资。存量市场数据来看，最主要的投资者是投资顾问（Investment advisor，以收费方式管理投资者资产的实体公司），高收益债券管理规模达 5787 亿元，此外主要的投资者还包括保险公司、银行、对冲基金、养老基金等，管理规模分别为 638、223、145 及 36 亿元。

图 7：投资顾问是高收益债券的主要投资者



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

1.4 高收益债市场流动性较低，且有下降趋势

高收益债券场外交易为主，流动性较差。大多数高收益债券是在场外交易的，主要是因为（1）债券发行规模相对较小，（2）许多发债人无法满足在交易所上市的要求，私募发债为主，（3）投资者以机构投资者为主。在场外，由投资银行充当做市商，但整体而言市场流动性较差，特别是在市场剧烈动荡的时期。根据 MarketAxess 公司统计数据，美国高收益债券市场的周转率平均在 100%左右，并且市场流动性持续下降，14 年数据显示周转率下降至 98%。

表格 2：高收益债券的市场周转率

年份	成交量（百万美元）	规模（百万美元）	周转率（%）
2006	1207	763	158
2007	1060	743	143
2008	1007	810	124
2009	1254	988	127
2010	1284	1132	113
2011	1093	1048	104
2012	1030	1067	97
2013	1033	1125	92
2014	1493	1516	98

资料来源：申万宏源研究，MarketAxess 公司

2. 高收益债券在经济衰退后期、宽松环境下表现最好

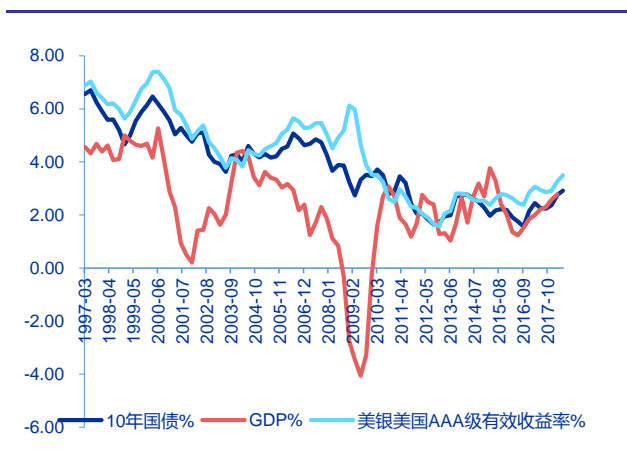
不同于投资级别债券，主要受市场流动性影响，高等级收益债到期收益率主要受违约风险影响，和经济基本面的变动相关性更大。高收益债券与投资级债券之间的价差基本都由经济基本面解释，在经济出现衰退的时候，市场对高收益债券主体的违约担忧上升，要求更高的风险补偿，推高利差；而随着宽松政策的出台及对经济刺激影响的体现，流动性好转及违约预期下降推动利差明显收窄。此时也是高收益债券表现最好的时候，如 1991、2003 及 2009 年。高收益债券与投资级债券利差与 GDP 增速的相关系数高达-72%。并且我们注意到高收益债券的利差变动比实际违约率变动更灵敏，更多的反映了经济下行过程中政策宽松对市场预期的影响。如 08 年次贷危机后，当年 12 月美国开始第一轮量化宽松，随着 09 年经济增速下滑放缓，利差出现明显的收窄，而高收益债券的违约率进一步飙升至 14%，回收率进一步下降至 34%。这种差异意味着在投资决策中，以赚取估值修复的利差收益的投资者应当更早一些布局，在经济衰退末期、宽松政策开始对经济产生一定影响，出现降速放缓的情况下就开始布局，做左侧投资，但仍需精选个券，警惕流动性较差情况下难以出售的风险以及经济修复预期反复造成的估值波动；而对于赚取到期收益的投

資者，在经济衰退的末期仍应对违约率的飙升和回收率的下降保持警惕，及早抛售风险极大的债券，减少损失。

2.1 高收益债券利差由经济预期驱动

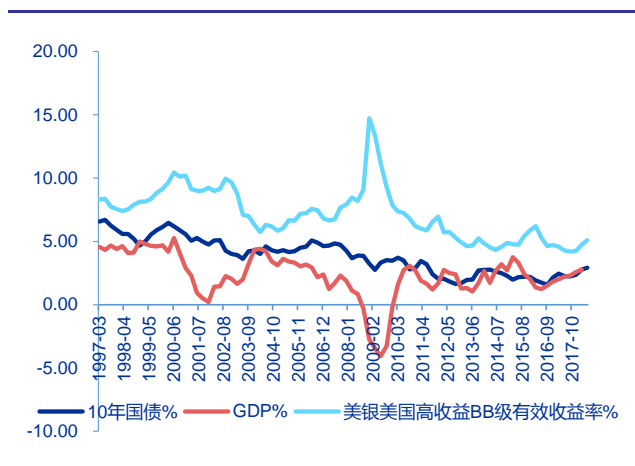
高收益债券利差主要受违约和经济预期影响，信用利差由“经济变化-货币政策变化-经济与违约预期变化”驱动，较实际违约率变动更灵敏。不同于投资级别债券，主要受市场流动性影响，高等级收益债到期收益率主要受违约风险影响，和经济基本面的变动相关性更大。从1997年以来的数据回归显示，投资级债券和10年期国债收益率走势基本同步，相关系数高达93%，而高收益债券收益率与GDP实际增速明显负相关，相关系数为-30%，高收益债券信用利差与GDP实际增速负相关系数高达-71%。在经济大幅恶化的情况下，市场对高收益债券主体的违约担忧上升，要求更高的风险补偿，高收益债券收益率明显走高，如在2000年及2008年期间，美银美国高收益BB级有效收益率分别上升至10.21%及14.73%。在经济陷入衰退的背景下，国家往往使用货币宽松政策，给市场提供流动性，刺激需求等推动经济复苏。随着市场对宽松政策推动复苏形成的预期增强，高收益债券收益率明显下行，利差开始收窄。

图 8: 美国 AAA 投资级债券收益率与国债收益率同步



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

图 9: 美国高收益债券收益率受经济增长影响明显



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

表格 3：美国债券市场相关系数矩阵

	10 年国债	GDP	美银美国 AAA 级有效收益率	美银美国高收益 BB 级有效收益率	BB-国债利差
10 年国债		41%	93%	58%	-12%
GDP 实际增速	41%		24%	-30%	-71%

资料来源：wind, 申万宏源研究

2000-2003 年是经济预期持续反复，信用利差也在波动中回落。2000 年随着互联网泡沫的破裂，美国经济增速大幅下滑，进入衰退，2001 年 1 月 31 日为刺激经济，美国开始 3 年左右的降息周期，联邦基金目标利率从 2000 年末的 6.5% 迅速下降至 01 年底的 1.75%，在前半年受宽松政策影响信用利差先从 464BPS 下降至 375BPS，但再近半年的刺激后市场发现经济依然持续下滑，复苏预期下降推动信用利差再次走高至 448BPS。2002-2003 年虽然经济增速温和回升，但失业率居高不下（03 年 6 月上升至 6.3%），通胀改善幅度有限，市场对经济增长前景仍未形成一致预期，为进一步促进增长，美联储分别于 02 年 11 月和 03 年 6 月合计降息 75BPS 至 1%。期间信用利差从 12 年底的 566BPS 开始下行，随着经济复苏在 03 年后逐步确认，信用利差持续收窄至 203BPS。

08 年第一轮量化宽松后信用利差大幅收窄，此后随经济预期与货币政策波动。07 年 3 季度开始随着部分金融机构问题的暴露，美联储扭转此前至 06 年上半年的通缩环境，开始连续降息，至 08 年 4 季度联邦基金目标利率下降至 0.25%。此外，美联储从当年 11 月 25 日开始第一次 QE，首次公布将购买债券。美联储宣布将从两大住房抵押贷款机构房利美和房地美以及联邦住房贷款银行购买最高达 1000 亿美元的直接债务，并另外购买最高达 5000 亿美元的抵押贷款支持证券，开始为市场直接注入流动性。随着第一轮量化宽松的开启，市场对于流动性宽松下经济开始触底回升产生预期，高收益债券估值明显下降。从 08 年底的 1149BPS 下降至 10 年 3 月的 364BPS。第一轮量化宽松后信用利差稳中略有回升，10 年四季度美国的经济数据开始下滑，美联储推出第二轮量化宽松，宣布到 2011 年年中之前购买总额 6000 亿美元的美国长期国债，信用利差应声回落。第二轮量化宽松结束以后美国经济继续下行，复苏不及预期，信用利差走阔。12 年三四季度，美国又分别进行了第三轮、第四轮 QE，在宽松和经济逐步企稳的环境下信用利差出现缓慢回落。

图 10：2000-2003 年信用利差在波动中回落

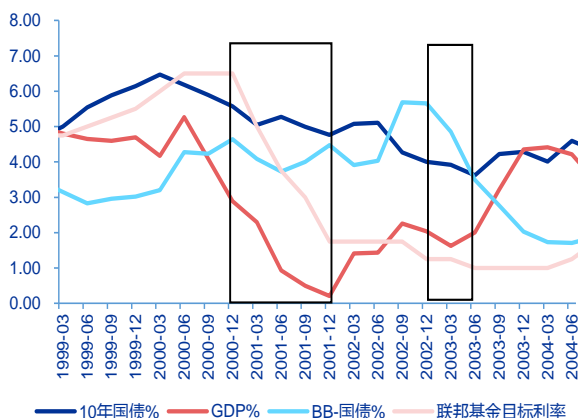
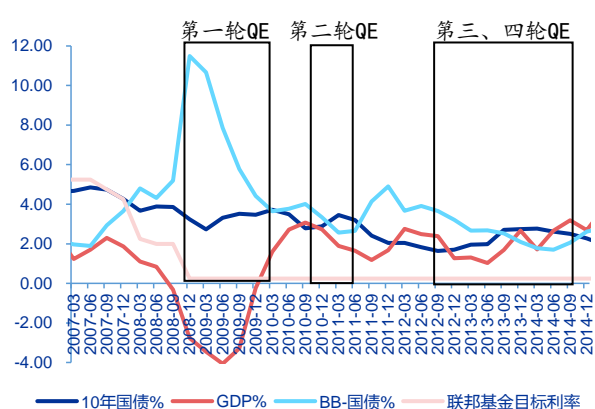


图 11：08 年后 QE 政策对高收益债信用利差的影响



资料来源：Bloomberg,申万宏源研究

资料来源：Bloomberg,申万宏源研究

2.2 高收益债券违约率回落慢于估值修复

高收益债券实际违约率和回收率扭转滞后于估值修复，在经济衰退末期警惕违约风险继续抬升。高收益债券投资者的实际损失率由违约率与其回收率决定，两者均与经济表现明显相关。违约率与经济增速负相关，回收率与经济增速正相关。经济较好的情况下违约率在 5% 以下，回收率在 50% 以上，而在经济衰退期间，高收益债券会出现违约率急剧上升而回收率下降的情况，如 01-02 年及 08、09 年。但相较于高收益债券利差估值的修复违约率的回落明显滞后，特别是在衰退后期，如 09 年经济增速下滑放缓，利差出现明显的收窄，而高收益债券的违约率进一步飙升至 14%，回收率进一步下降至 34%。造成这种差异的主要原因，我们认为主要是估值反应的是预期，但实际违约率则和企业的经营融资等实际运营更有关系，即使经济降速收窄，但仍是下行趋势，企业的经营仍在边际恶化，叠加衰退前期市场对高收益债券的恐慌造成的相关企业融资困难，进一步加剧经营恶化，只有真正出现复苏的情况下，企业的基本面才会出现比较明显的改善，进而改变违约率高企的局面。这种差异意味着在投资决策中，以赚取估值修复的利差收益的投资者应当更早一些布局，在经济衰退末期、宽松政策开始对经济产生一定影响，出现降速放缓的情况下就开始布局，做左侧投资，但仍需精选个券，警惕流动性较差情况下难以出售的风险以及经济修复预期反复造成的估值波动；而对于赚取到期收益的投资者，在经济衰退的末期仍应对违约率的飙升和回收率的下降保持警惕，及早抛售风险极大的债券，减少损失。

表格 4：高收益债券历史违约率及回收率

年份	高收益债违约率%	高收益债回收率%	GDP%
2001	15.2	31.5	0.21
2002	16.8	23.3	2.04
2003	4.5	42.9	4.36
2004	1.6	62.1	3.12
2005	3.5	57.6	3.03
2006	0.8	63.9	2.39
2007	0.5	66.4	1.87
2008	7.1	45.8	-2.77
2009	14	34	-0.24
2010	1.2	56.6	2.73
2011	1.6	60	1.68
2012	1.9	53.5	1.28
2013	1	66.1	2.66

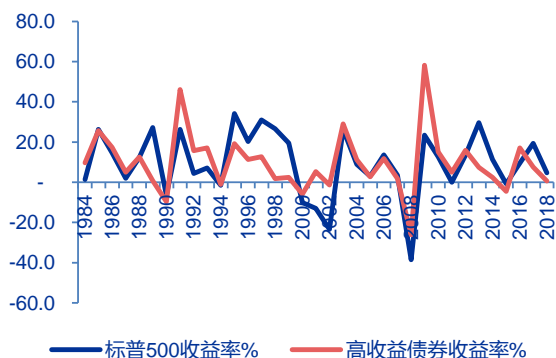
2014	2.5	64.9	2.70
2015	3.2	32.2	2.02
2016	4.7	29.7	1.84
2017	1.8	61.9	2.58

资料来源：惠譽，申万宏源研究

2.3 高收益债券在经济衰退后期收益最高

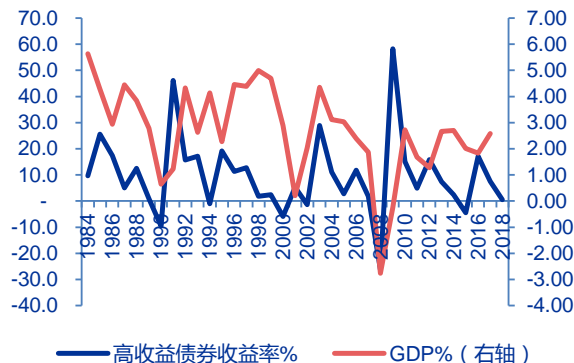
高收益债券在经济衰退后期收益最高。美国高收益债券与股市相关性很高，且高于与国债市场的相关性，主要是因为与股市类似，高收益债券作为风险收益较高的资产，更多的与发债主体的基本面密切相关，随着经济环境改善，市场违约担忧下降，高收益到期收益率明显下降，价格上升。特别是在经济衰退末期，此时收益率修复的斜率更大，因而会取得最高的收益，如 1999 年、2003 年以及 2009 年，当年美国高收益债券指数(US CORP HIGH YIELD INDEX)分别上升 46.2%、29%及 58.2%，且此时评级越低指数上升幅度越大。而此前衰退期也是高收益债券市场表现最差的时期，随着经济从过热走向下降甚至衰退，市场违约担忧上行，高收益债券开始萎缩，出现明显亏损，如 1990 年、2000 年及 2007 年，指数分别回调 9.6%、5.9%及 26.2%。

图 12：美国高收益债券与股市相关性很高



资料来源：Bloomberg,申万宏源研究

图 13：高收益债券在经济衰退后期收益最高



资料来源：Bloomberg,申万宏源研究

表格 5：美国高收益债券历年收益率

年份	标普 500 收益率%	高收益债券收益率%	GDP%
1984	1.40	9.70	5.63
1985	26.33	25.64	4.28
1986	14.62	17.45	2.94

1987	2.03	4.99	4.45
1988	12.40	12.53	3.84
1989	27.25	0.83	2.78
1990	-6.56	-9.59	0.65
1991	26.31	46.18	1.22
1992	4.46	15.75	4.33
1993	7.06	17.12	2.63
1994	-1.54	-1.03	4.13
1995	34.11	19.17	2.28
1996	20.26	11.35	4.45
1997	31.01	12.76	4.39
1998	26.67	1.87	5.00
1999	19.53	2.39	4.69
2000	-10.14	-5.86	2.89
2001	-13.04	5.28	0.21
2002	-23.37	-1.41	2.04
2003	26.38	28.97	4.36
2004	8.99	11.13	3.12
2005	3.00	2.74	3.03
2006	13.62	11.85	2.39
2007	3.53	1.87	1.87
2008	-38.49	-26.16	-2.77
2009	23.45	58.21	-0.24
2010	12.78	15.12	2.73
2011	-0.00	4.98	1.68
2012	13.41	15.81	1.28
2013	29.60	7.44	2.66
2014	11.39	2.45	2.70
2015	-0.73	-4.47	2.02
2016	9.54	17.13	1.84
2017	19.42	7.50	2.58

资料来源：Bloomberg,申万宏源研究

3. 国内高收益债投资窗口仍需等待

国内高收益债券投资方面，未来定价逻辑将发生变化，随着违约常态化+资管新规继续强调“打破刚兑”，高收益债券从跟随“流动性”定价向更加注重“违约风险”定价转变。本轮违约风险暴露的核心在于去杠杆背景下的再融资问题，特别是此前受益于政策宽松债务明显增加的中低评级主体。去杠杆以来，经济承压，实体融资难问题凸显。下半年在经济面临内外部压力的背景下，政策从“宽货币+紧信用”转变为“宽货币+宽信用”，但整体来看，去杠杆大原则没变，政策进入阶段性稳杠杆，我们认为宽信用短期内会对信用债情绪有所带动，但信用违约压力预计到2019

年底之前都不会有根本性好转，一方面，明年到期量依然较大，另一方面，虽然伴随宽信用政策推进，再融资压力会有所缓解，但是年内以及明年将面临盈利恶化的压力。市场对违约的情绪演绎预计是恐慌→阶段性稳定→恐慌→阶段性稳定……，2018年下半年是阶段性稳定的时间点。风险暴露仍需等待，无论是从估值修复斜率的角度考虑还是违约风险降低的角度，目前不是配置的最优时点。短期内在市场情绪阶段性的稳定的时候可以精选基本面好而被错杀的高收益债券投资，如规模优势较明显、杠杆压力不太大的地产企业，而对于基本面一般、再融资压力较大的，更应该警惕融资压力对经营带来的负面影响。

3.1 打破刚兑进行时，国内定价更注重“违约风险”

国内目前对于高收益债券没有统一的定义，从高收益债券低评级、高收益、高风险的角度来考虑，国内高收益债券可以大致定义为 AA 及以下低评级债券（此类债券占市场规模 23%，美国高收益债券占市场总量约 15%），此类低评级债券估值收益率也更高以弥补其更高的风险。

国内定价仍不完善，信用利差对经济基本面反应不明显。对比美国，由于我国过去长期“刚兑”环境的存在，市场对于违约风险并不明显，历史数据来看，无论是 AAA 级产业债还是 AA 级产业债均主要与 10 年国债收益率有关，与 GDP 增速关系不大。只是在经济大幅下行叠加风险事件的情况下利差才明显反应，如 11 年经济增速大幅下降、城投风险事件爆发，5 年期 AA 等级利差大幅走高至 330BPS。

国内高收益债市场发展仍需完善。对比两个投资组合高收益债券组合和高评级债券组合，债券组合收益率=组合（票息±利差-违约率*损失率），对于高评级债券，高收益债券在流动性方面和违约率、损失率方面具有明显劣势，实际难以取得利差变动的收益，就要求在票息方面有较高的补偿，而目前我国高收益债券市场无法有效的发展起来，主要原因一方面在于违约风险定价不完善，另一方面，则是在于投资者保护、违约后处置等制度和实践的不完善。定价来看，我国的 AA-AAA3 年期等级利差近 8 年最大值为 159BPS，中位数为 74BPS，而美国 BB-AAA 利差 2010 年以来的数据看，最大值高达 468BPS，中位数为 133BPS（1997 年以来的数据看，最大值为 860BPS，中位数为 242BPS）。使用违约主体/到期主体计算我国 AA 等级债券违约率为 1.84%，回收率为 6%。美国 01 年以来高收益债券违约率平均数为 4.82%，中位数为 2.50%，回收率平均数为 50.14%，中位数为 56.6%，整体而言，我国由于打破刚兑才开始不久，违约率仍较低，但违约后处置、回收及债权人权益保护等方面仍有待制度及实践的改善，如切实加强信息及时披露，落实参与各方包括发行人、承销机构、信评机构、托管机构、律师事务所、会计师事务所等的责任，形成对各方承担相关责任的约束，加强投资者保护，在实践中提高债权人会议、债务重组、破产诉讼等效率，完善特殊条款对债权人权益的保护，如担保、抵质押等；此外还可以考虑推动我国 CDS 的建立与

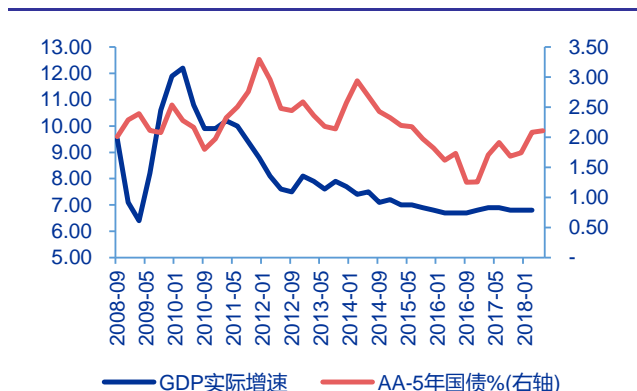
发展。实际上我国正在不断加强债券市场的监管和对投资者保护制度的建设,也在着力推进评级机构的有效性的提升,我国高收益债市场正在逐步建立与完善的过程中。

图 14: 我国 AA 信用利差与国债走势较接近



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 15: 我国 AA 信用利差在经济基本面出现极端情况时反映

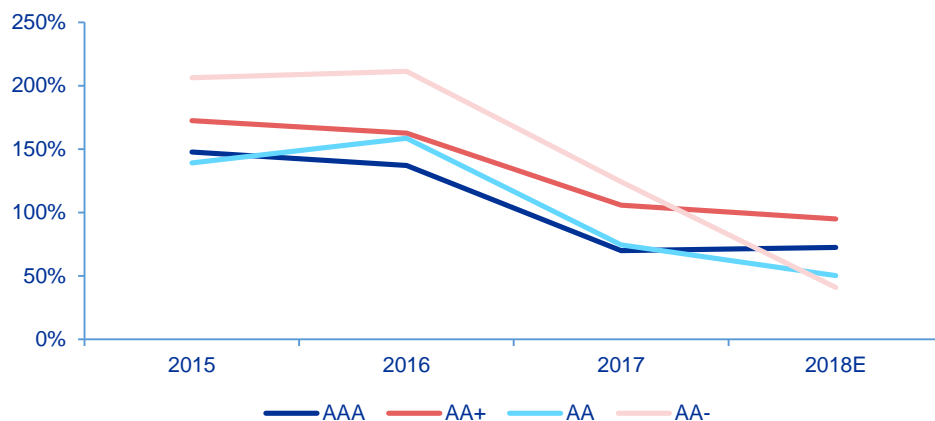


资料来源: Wind, 申万宏源研究

未来定价逻辑变化: 违约“常态”化+资管新规继续强调“打破刚兑”, 高收益债券更加注重“违约风险”定价。自 14 年超日债违约以来, 违约风险逐步暴露, 截止目前已有 83 个发债主体, 228 只债券发生违约, 市场日益正视违约风险的问题, 而非寄希望于“兜底”。此外, 无论是资管新规还是补充细则, 银保监会、证监会发布的配套细则, 整体思路上去杠杆、去通道、打破刚兑、净值化的大原则没变。也就意味“打破刚兑”无论是对于机构投资者还是相关产品投资者都将常态化, 随着观念的改变, 投资者的风险意识有望提升, 债券市场定价特别是高收益债券市场定价将向更看中“违约风险”转变。

低等级债券 18 年流动性极差, 低等级高收益债投资更应该关注违约风险。债券投资一方面可以持有到期赚票息, 该策略需要重点关注违约风险; 另一方面可以通过买低卖高赚估值价差, 该策略需要重点关注不同宏观背景下及企业基本面情况下到期收益率的变动, 同时也需要考虑实际操作过程中的流动性问题, 另外还需要考虑利差的绝对水平, 在违约风险凸显的情况下布局估值修复机会的性价比如何。此外, 今年整个上半年受违约担忧持续上升, 市场对低等级高收益债券非常“厌恶”, 市场流动性明显恶化。AA、AA-债券年度换手率下降至 50% 以下。在此背景下, 我们认为更应该关注违约风险。

图 16: 低等级债券换手率大幅下降

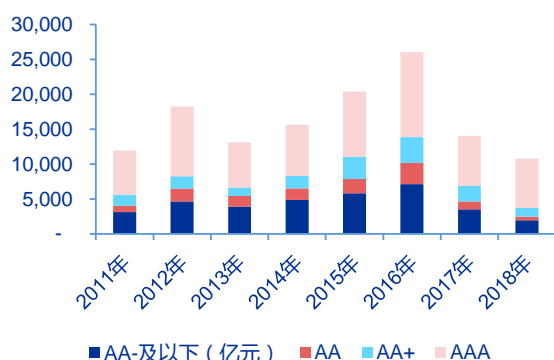


资料来源: wind,申万宏源研究

3.2 再融资问题是本轮违约风险爆发的引线

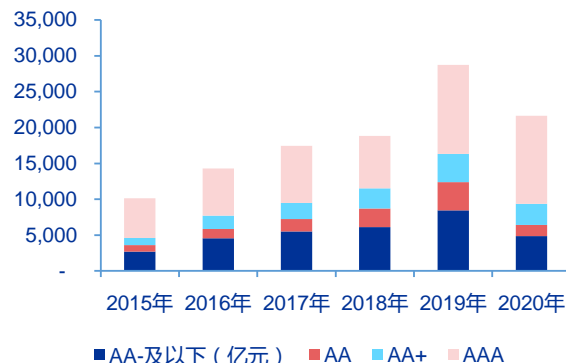
去杠杆背景下的再融资问题成为本轮违约风险爆发的引线，特别是此前受益于“政策放水”债务明显增加的中低评级主体，建议规避。15年公司债主体改革后，大量中小企业发行债券进行融资，同时表外理财的兴起和地产市场的繁荣，推动大量资金流入地产企业、地方城投公司等。随着金融去杠杆的推动，表外非标大幅收缩，叠加18、19年大量中低等级债券到期，再融资压力明显。统计公司债、企业债、中票及定向工具，18、19年AA及以下到期量（含回售）分别为8727亿及12402亿元。

图 17: 宽松政策下 15、16 年大量中低等级债券发行



资料来源: Wind,申万宏源研究

图 18: 18、19 年大量中低等级债券到期（含回售到期）



资料来源: Wind,申万宏源研究

3.3 宽信用边际修复市场，盈利下行将成为明年主要矛盾

宽信用将逐渐发力，预计明年融资成本下行；经济下行叠加财务费用滞后反映，明年盈利下行将成为违约风险继续爆发的核心要素。

年初以来我们强调去杠杆以来，资金面金融与实体资金利率分化将呈现三阶段，2018 年上半年处于第二阶段：金融市场资金利率改善而实体融资成本上行，下半年有望进入第三阶段：金融市场与实体融资成本同步下行。而随着下半年宽信用政策的定调、基建的发力和相关融资措施的保证，我们认为实体融资情况开始边际改善，虽然短期内仍不明显，但明年融资成本方向确定性向下。这是好的一方面，但另一方面，盈利下行将成为明年的核心矛盾。主要由两个因素影响，其一是今年实体融资成本上行对利润表中财务费用的滞后确认影响盈利水平，其二是经济下行中企业收入及盈利方向向下。具体来看，财务费用方面，贷款成本领先财务费用一年，明年财务费用上升将侵蚀利润，低等级主体、民企压力更大。企业新增贷款对盈利的影响是滞后的，大约在一年以后实际付息的时候才反映到利润表。我们通过统计工业企业财务费用占主营业务收入比和金融机构人民币贷款加权平均利率相关系数发现两者的相关系数在财务费用滞后 13-14 个月最为显著，验证了上述观点。16 年底以来实体融资成本不断上升，虽然近期宽信用定调，实体融资成本走平，但从 18 年中报来看财务费用上升已经在各个行业有所体现，叠加经济转弱，财务费用率的分母分子端都朝较差的方向走，预计明年整体财务费用率提高，特别是民营企业 18 年以来杠杆率大幅上升，此外考虑到在去杠杆到稳杠杆的大背景下，金融机构对民企的风险偏好显著下降，将推高民企的融资成本，特别是低等级民企，进一步推高融资成本上升对利润的侵蚀。经济下行承压方面，需求整体偏弱、存量市场竞争加剧将影响企业收入及利润，企业间分化加剧，中低评级小企业风险暴露可能性明显提高。

图 19：财务费用对利润表影响滞后一年左右

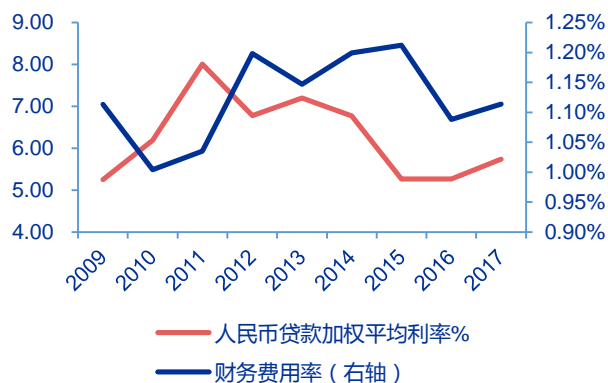
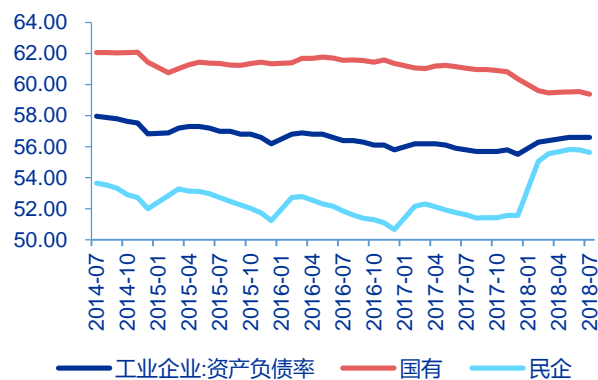


图 20：民企杠杆率明显上行



资料来源: Wind, 申万宏源研究

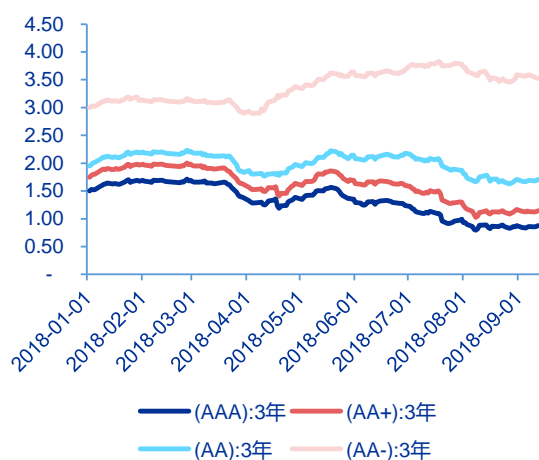
资料来源: Wind, 申万宏源研究

宽信用难以实际解决违约问题, 盈利下滑违约风险增大, 估值角度性价比很低, 目前不是大量配置的最优时点。在经济面临内外部压力的背景下, 7 月政策从“宽货币+紧信用”转变为“宽货币+宽信用”, 央行通过发行匹配增发 MLF 鼓励配置中低等级债券, 缓解去杠杆过程中一些“错杀”的情况, 资管新规细则也在过渡期内有所放松, 但整体来看, 去杠杆、去通道、打破刚兑、净值化的大原则没变。我们认为宽信用将一定程度上缓解实体融资问题, 降低实体融资成本, 但政策效果显现仍需时间, 更核心的风险在于盈利下行, “债务到期量大+再融资分化+财务费用滞后影响+经济下行承压”的情况下, 信用违约压力预计到 2019 年底之前都不会有根本性好转, 低等级的违约风险将进一步暴露。

估值修复角度来看, 一方面绝对利差不高, 另一方面波动风险很大; 我国低等级债券的绝对利差并不太高, 且在 7 月末已经明显修复, 目前阶段性走平, AA 中票信用利差大约在 170BPS, 从历史及美国对比来看都不高, 在逐步打破刚兑的过程中, 我国低等级债券的定价将更加重视违约风险, 叠加明年低等级违约风险爆发, 预计信用利差和等级利差在阶段性走平后仍将面临大幅上调压力, 只有在风险完全暴露后、确认基本面整体走向修复后估值才能有明显的行情。

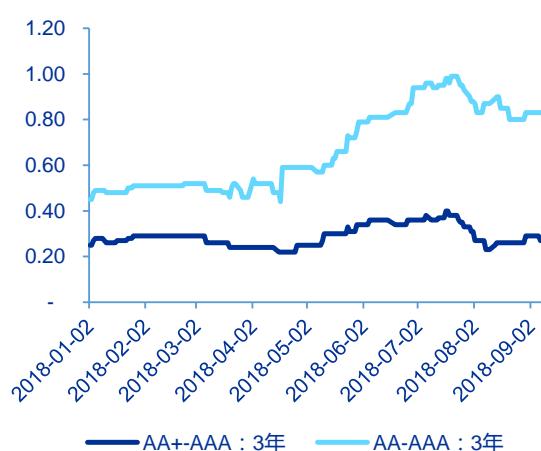
综上, 目前不是配置的最优时点, 无论是从估值修复的角度考虑还是违约风险降低的角度。短期内在市场情绪阶段性的稳定的时候可以精选基本面好而被错杀的高收益债券投资, 而对于基本面一般、再融资压力较大的, 更应该警惕融资压力对经营带来的负面影响及违约风险。

图 21: 信用利差微降后走平



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 22: 等级利差下降后走平



资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。