

高收益债券和相关评级研究

2017 年 8 月 16 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

高收益债券和相关评级研究

联合资信评估有限公司 李振宇 刘艳 夏妍妍 杨津晶

摘要：近年来，我国对高收益债券进行了一些探索和实践。但与发达国家相比，我国高收益债券市场还有很大的发展空间。美国是全球高收益债券发行规模最大、历史最悠久同时也是市场最成熟的国家，美国的高收益债券发行主体主要为“明日之星”和“堕落天使”，违约风险和潜在收益相对较高，投资者主要为机构投资者，重视通过约束性契约条款等措施保护投资者利益。评级方法方面，标普针对高收益债券进行评级改进，穆迪开展流动性评级，国际三大评级机构均对高收益债券开展回收率评级。基于对美国高收益债券市场的研究和分析，发展我国高收益债券市场应当从以下几方面入手：降低发行门槛，加快发行流程，支持有实际项目融资需求的企业发行高收益债券；加强培育合格投资者，增强高收益债券二级市场流动性；加强投资者保护，完善高收益债券风险处置机制；积极推动我国高收益债券的信用评级，使其规范化、科学化。

一、我国发展高收益债券的背景及意义

近年来，我国债券市场稳步发展，债券发行规模持续增长，债券品种不断创新，相关体制、机制建设也得到进一步完善，债券的直接融资功能得到更有效发挥。然而，由于我国长期存在债券发行及上市交易的门槛，同时银行、保险资金对投资债券也有相应级别约束，导致我国债券市场上大多是信用评级较高的债券，一些有直接融资需求但由于当前资质状况不佳导致偿债能力较差的企业无法通过债券市场进行融资，这当中又以中小企业、处于初创阶段的创业公司以及需要进行杠杆收购但风险较大的公司为主。在此背景下，我国进行了高收益债券的相关的探索和实践，包括 2007 年出台的中小企业集合债券、2009 年的中小企业集合票据、2011 年的创业板私募债、2012 年发展出的中小企业私募债、2014 年的并购重组私募债以及 2015 年以来的新三板公司债以及

创业创新债等，在很大程度上就是为了解决这部分企业的融资需求，在实践中取得一定成效。

但与发达国家相比，我国高收益债券市场还有很大的发展空间，《十三五规划纲要》明确提出要“开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式”。从国际经验来看，高收益债券的发行主体大多是高速发展但是当前缺乏现金流的企业、高负债企业或者是要进行兼并收购的企业，因此发展高收益债券市场对我国发展新兴产业以及产业结构的调整具有重要作用。第一，高收益债券的发展有助于进一步创新债券品种，推动我国多层次、多产品资本市场体系的建立，另一方面还可以扩大对于重点领域、重点项目的支持范围，促进我国实体经济发展。第二，高收益债券市场的发展也可以更多吸纳有项目融资需求的中小企业进入债券市场，不仅可以拓宽中小企业融资渠道，也可以使债券市场持续扩容，并从发行端缓解发行人对于高级别的需求，促进债市和评级行业持续健康发展。第三，发展以收购兼并为目的的高收益专项债，有助于推动企业兼并重组，实现产业升级，这与我国产业结构调整的目标相契合。第四，发展高收益债券可以为投资者优化投资组合、合理配置风险提供标的，从而满足投资者的差异化需求。与此同时，近年来我国债券市场的发展和完善，特别是 CDS、CDO 等风险缓释工具的推出，有助于分散和转移风险，而大数据技术的高速发展也为监测和跟踪企业的信用状况提供了新的技术手段，有利于更好发现和揭示风险。这些都为高收益债券市场的发展创造了诸多有利条件。综上所述，发展高收益债券对我国债券市场和资本市场来说意义重大，并且当前也具备了更多的有利条件。

二、高收益债券的定义及发展现状

（一）定义

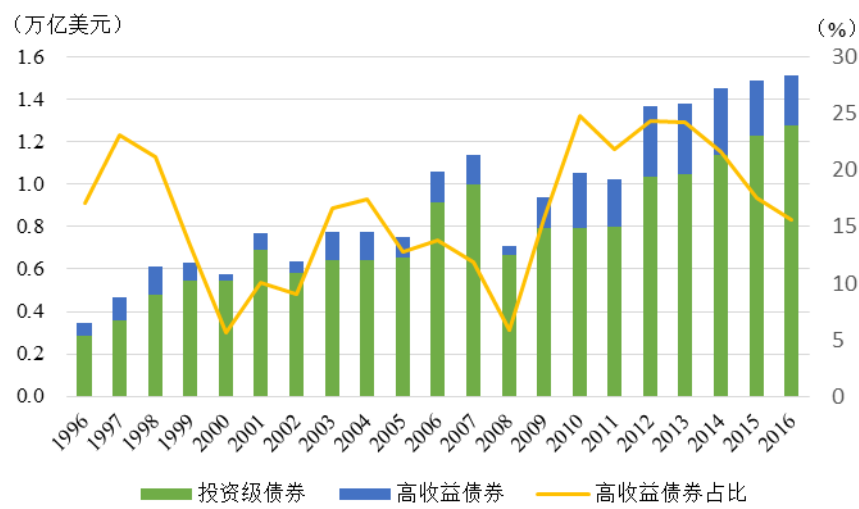
高收益债券是从风险和收益的角度对违约风险较高的债券的一种区分，主要指被市场认可的信用评级机构评定为投资级别以下的债券，即信用级别为投机级的债券，又被称为“垃圾债券”。参照标普、穆迪和惠誉三大评级公司对投资级及投机级债券的划分，高收益债是指标普或惠誉评级为 BBB-以下，或穆

迪评级为 Baa3 以下的债券。但在我国，市场对于高收益债券的界定存在不同观点。有观点认为应当按照国际通行的标准即 BBB-级为界限，也有观点认为由于我国债券信用等级存在虚高现象，AA-级以下级别的债券就是高收益债券。对于高收益债券，基于信用评级标准差异以及级别调整可能滞后的原因，信用等级不应当是唯一的判断依据，而应当关注其是否具有高风险、高收益的特征。

（二）起源和发展现状

高收益债券最早起源于上世纪 20 年代的美国，最初表现为信用级别遭调降被迫沦为投机级的债券（即“堕落天使”）。1977 年，雷曼兄弟公司发行了首只初始发行信用等级即为投机级的债券，由此真正拉开了高收益债券的发展序幕。

20 世纪 80 年代，在美国整体产业格局变动的背景下，高收益债券成为原本只能依赖银行短期贷款和成本较高的股权融资进行融资的高成长性行业（如医药、计算机设备、通信和有限电视等）以及相对成熟的低增长性行业重组、整合的重要融资渠道，且杠杆收购是这一时期高收益债券市场的重要特征。整个 80 年代，通过发行高收益债券，高成长性小公司的生产效率和收入大幅提高，同时经过兼并重组，美国传统制造业部门的生产效率和收入也得以提高。20 世纪 90 年代，美国证监会颁布实施《144A 规则》，取消了《144 规则》下对私募债转售的限售期以及期满后转让数量限制的规定，便利了私募债券发行与交易。此后，美国高收益债券市场凭借私募市场逐渐壮大。从发行量来看，1996 年以来，美国高收益债券的发行量与经济周期的正相关性较强，2000 年互联网泡沫破裂以及 2008 年金融危机导致发行量及发行占比显著下降，后逐步回升，2012、2013 年美国高收益债券发行量占公司债总发行的约四分之一，之后随着经济下行，2014 年以来发行规模及占比明显回落，2016 年高收益债券发行量 2373.00 亿美元，仅占公司债总发行量的 15.66%。



注：不包括可转换债券以及期限在 1 年及以内的短期债券。

数据来源：SIFMA

图 1 美国投资级及高收益债券历年发行情况

三、美国高收益债券的特征

（一）发行主体主要为“明日之星”和“堕落天使”

美国的高收益债券主要分为以下几种类型：主体信用等级为投机级的企业所发的债券，该类企业包括规模较小的成长型公司（“明日之星”）和规模较大但由于高负债水平等原因导致主体信用级别较低的公司；主体信用等级由投资级降至投机级（“堕落天使”）的企业所发的债券；发行主体信用等级为投资级的企业所发行的从属性较低的债券（次级债券、混合证券等），债券信用等级为投机级；公司为进行杠杆收购而发行的债券，因债券发行的特殊目的和高风险性使得债券的信用等级为投机级。

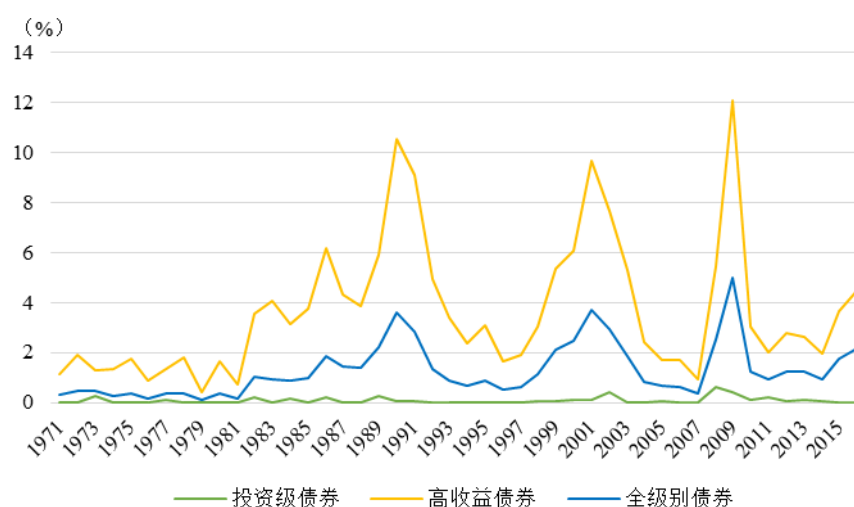
（二）募集资金主要用于再融资和兼并收购，发行人所处行业集中度较高

从企业发行高收益债券的资金用途看，在 2003 年以前，再融资是美国公司发行高收益债券的主要目的，2003 年以后，全球并购浪潮使得高收益债券成为公司兼并收购的重要资金来源，2008 年以后，再融资需求再次成为主要用途。总体来看，再融资和兼并收购是高收益债券的两个主要用途，日常运营和资本性支出等生产性需求较少。

从发行主体行业分布看，高收益债券发行人所处行业分布广泛且集中程度较高。根据彭博的相关资料，非必需消费、能源、通讯、金融、材料五大行业是目前美国高收益债券发行量最多的行业，这五大行业高收益债券的发行量占比之和超过 70.00%。

（三）违约风险和潜在收益相对较高，回报率与标普 500 指数相当

与投资级债券相比，高收益债券的违约风险较高，并且在发生经济危机或金融危机时违约率迅速上升。2000 年左右互联网泡沫的破灭以及 2008 年金融危机的发生均使得债券违约率大幅上升，而高收益债券违约率上升更为明显。如图 2 所示，1971-2016 年，高收益债券年度主体违约率最高值为 2009 年（12.06%），平均值为 3.64%，而投资级债券年度主体违约率平均值仅为 0.08%。从累计违约率来看，1970-2016 年，投资级债券 20 年平均累计违约率为 5.96%，而高收益债券为 41.54%，是投资级债券的近 7 倍。



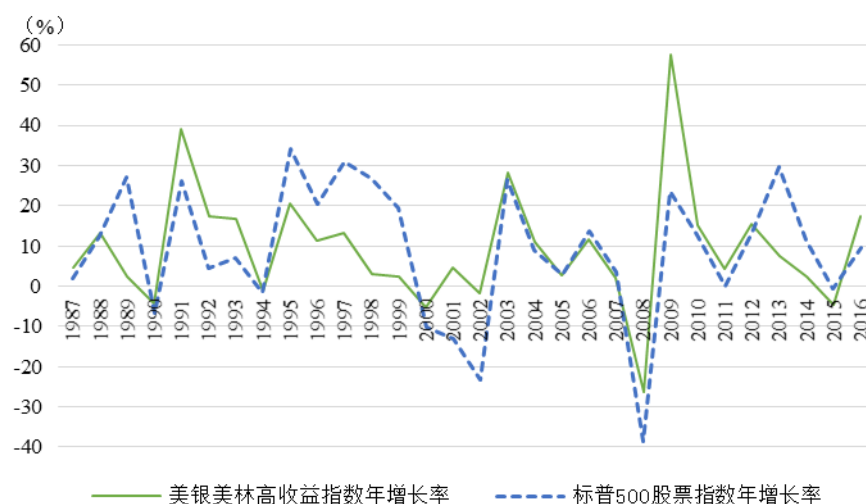
数据来源：穆迪

图 2 1971-2016 年债券主体违约率统计

高收益债券的高违约风险必然要求更高的风险溢价，因此高收益债券发行利率一般较高。除 2008 年金融危机导致平均息票率出现急剧下滑外¹，2012 年

¹ 为了应对金融危机，美联储在 2007 年 9 月开始连续降息，美联储基金目标利率从 5.25% 下降到 0.25%。

以前高收益债券的发行利率基本保持在 8.00% 左右，随着美联储实施量化宽松，近年来高收益债券的发行利率逐步下行至 6.50% 附近。从高收益债券指数与标普 500 指数的对比来看，美国高收益债券的年回报率与股票相当，并且相关性较高。1987-2016 年的 30 年间，有 18 年的年增长率超过股票指数。



注：取每年年末指数进行计算。

数据来源：Wind，美联储经济数据库

图 3 美国高收益债券与股票年收益率比较

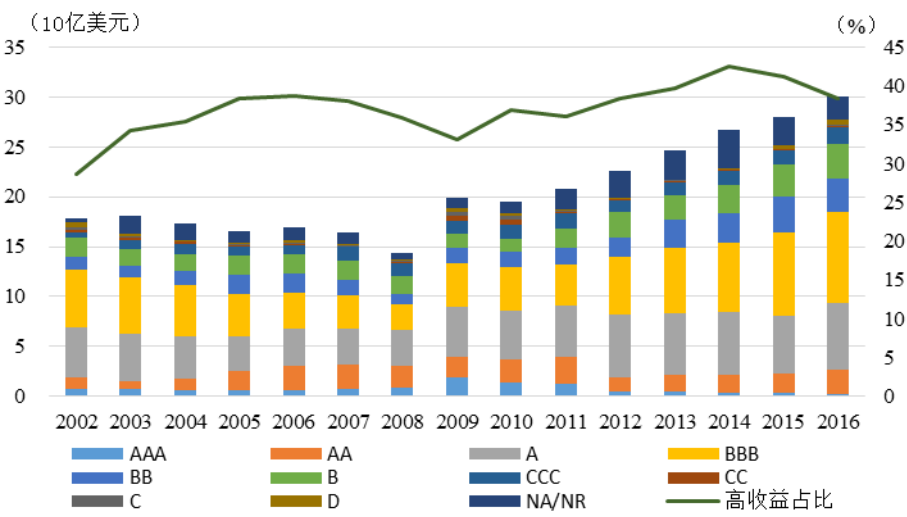
（四）以私募发行和场外交易为主，投资者主要为机构投资者，交易量较大

美国高收益债券的发行方式分为向 SEC 注册的公开发行为和根据《144A 规则》为主的非公开发行。与公开发行相比，通过私募方式发行的高收益债券可豁免注册，仅需事后报备，同时承担较少的信息披露责任，不仅使企业发债更加便捷，而且非上市公司不必公开披露企业信息，特别是对于以兼并收购为目的的发债融资的企业，可以满足收购计划需要保密的要求。因此，美国的高收益债券主要以非公开方式发行，并且以场外交易为主，有做市商做市，但也有少部分高收益债券在交易所交易。

由于高收益债券具有高风险、高收益特征，因此要求投资者具有较强的风险识别能力和风险承受能力。《144A 规则》下发行的高收益债券投资者为合

格机构购买者²，人数无限制，且允许高收益债券在合格投资者之间转售。根据统计，美国高收益债券的投资者主要为保险公司、养老基金、共同基金、对冲基金等机构投资者，个人投资者通常通过购买债券基金的方式间接持有高收益债券。私募发行有利于提高高收益债券在一级市场发行的积极性和便利性，20 世纪 90 年代《144A 规则》放宽了非公开发行债券转售限制，大大提升了二级市场的流动性。

由于高收益债券的投资者主要是机构投资者，因此从日均交易量来看，美国高收益债券的成交量较大。2016 年，高收益债券日平均交易量 115.00 亿美元，占公司债券日均交易量的 38.39%，成交量较大。



注：1.不包括可转换债券以及期限在 1 年及以内的短期债券；
2.级别由标普、穆迪和惠誉的平均决定，如果只有两家评级，则取较低级别。
数据来源：SIFMA

图 4 美国不同级别债券日均交易情况

² 《144A 规则》规定以下几类为合格机构购买者（Qualified Institutional Buyers，简称 QIBs）：1.任何拥有并自主投资至少 1 亿美元于非关联人证券的保险公司、共同基金、养老基金等机构投资者；2.任何拥有并自主投资至少 1 千万美元于非关联人证券的证券经纪商；3.任何拥有并自主投资至少 1 亿美元于非关联人证券，并拥有 2500 万美元净资本的银行等。

（五）通过约束性契约条款等有力措施保护投资者利益

考虑到高收益债券的高风险性，美国通过多种措施约束债务人行为、合理保护债权人利益。

第一，设置约束性契约条款。美国高收益债券发行文件中通常包含对债务人的大量约束性契约条款，如对额外债务、重大资产重组行为、重大资本性支出以及关联交易的限制等。如果债务人违反了约束性条款，债权人将根据情况要求债务人采取补救措施或召开债券持有人大会，违反核心条款还将引发债券立即进入清偿程序。

第二，采用抵押、公司担保等增信方式。为减小高收益债券的违约风险，《144A 规则》下的私募债券的发行大部分采用了抵押、公司担保等增信方式，在没有抵押和担保的情况下，设置了优先求偿级别，以此保护投资人利益。

第三，提存偿债基金。一些高收益债券为了确保债券能在到期日有足够的现金偿还债权人的本金，发行人在债券未到期前就预先按期提存一部分资金作为偿债基金，将还款压力分散至若干年内，并由指定银行作为其信托管理人。在债券实际到期之前，这部分基金并不能用以抵消发行人的其它债务，如果偿债基金不足以清偿债券本金，则需要补足。

第四，实行“偿债担保追索制度”。“偿债担保追索制度”规定，如果债券发行公司以控股公司形式存在，那么它旗下的子公司也将连带成为偿债主体，一旦控股公司有偿债拖欠行为，高收益债券的投资人既可以选择控股公司母公司，也可以选择其所有的子公司进行债务追索。

第五，规范破产流程，提高破产清算效率。当发行人无法偿付利息或本息时，公司可以进入破产程序。根据《破产法》，破产保护可以由公司自身申请，也可以由三个或三个以上公司债权人提出申请。在破产清偿过程结束后，债券持有人有可能会得到债券利息及本金的全部、一部分，或是重组后公司的股票，也有可能在公司优先偿还抵押债权人后没有任何收入。美国联邦法院还专门设立了破产法庭审理破产申请案件，降低破产审理的成本，提高效率。

四、国际三大评级机构对于高收益债券评级改进和创新

高收益债券的高风险、高收益特征使得客观揭示其违约风险尤为重要，标普和穆迪均针对高收益债券进行了评级改进和重点监测。总体来看，二者均着重分析高收益债券的短期风险，加强监测和跟踪，及时反映和揭示高收益债券发行人的经营变化和面临的风险大小。此外，国际三大评级机构还主要针对信用风险较大的投机级别发行人所发债券出具回收率评级，更加明确地揭示出投机级债券的风险敞口。

（一）标普针对高收益债券的评级改进

标普于 2008 年对高收益债券评级作了改进，主要包括加强评级分析质量、加大评级透明度以及提升评级及时性三个方面。第一，在加强评级分析质量方面，标普加大短期风险因素的权重设置，并且着重对商业风险（business risk）进行评估，借助改良后的风险矩阵来分析商业风险的违约概率、影响和时间范围，对于发行人面临的具体和实质性的风险，给予更高的权重，对于普遍和较长期的风险，给予较低的权重³。第二，在加大评级透明度方面，标普运用经济和商业情景分析模型来模拟未来一段时间内上行和下行的风险，并且会公布可能导致级别变动的更多相关信息，增加对于条款触发情况和安全区间的分析评论；第三，在提升评级及时性方面，将进行更多动态监测和情景分析，及时公布评级和展望变动情况来反映公司经营状况及偿债能力的变化。

（二）穆迪针对高收益债券开展流动性评级

穆迪推出了针对于投机级别债券的流动性评级（Speculative Grade Liquidity Ratings，简称“SGL 评级”），它是通过分析高收益债券发行人的自由现金流、库存现金及融资便利等来综合评估发行人是否能应付未来 12 个月内到期的债务流，共分为四个等级⁴。SGL 评级包括发行者的经营现金流分析、目前和预期现金账户余额分析、内部（偿债）资源和信用授信额度等分

³ 比如，科技公司和小规模公司一般来说商业风险水平较高，然而对于建立了细分行业壁垒的小公司，其面临的商业风险显然较同类企业低，因此应减少它的竞争风险，重新平衡整体风险。

⁴ SGL-1：企业流动性非常好，能通过内部融资，不依赖外部融资渠道来应付未来 12 月到期的债务。SGL-2：企业流动性好，能通过内部融资，或可能动用外部融资渠道来应付未来 12 月到期的债务。SGL-3：企业流动性适中，预计将依赖外部融资渠道。SGL-4：企业流动性弱，必须依赖外部融资且外部融资的不确定性高。

析，分析的核心是发行人预计现金流和未来 12 月内的现金债务。第一，穆迪通过多个变量分析发行人经营性现金流的潜在波动性，包括：依据行业周期所需的经营资本、发行人的竞争地位和为达到增长目标所需的再投资，还要考虑发行人的资产负债表构成，并考虑这些构成的流动性情况。第二，考虑到当前现金流可能达不到预期，穆迪将会考察企业是否有其他替代融资渠道，而对于高收益债券发行人来说，银行授信额度是最主要的流动性替代来源。评估企业维持银行授信额度将会评估“重大不利变动条款”、触发条件和其他将会导致企业授信额度受限的情况。另一个考察企业替代融资渠道的方面是检查发行人的资产受限情况，例如是否有资产被抵押、质押，拥有较多未受限资产的企业拥有更多的融资弹性。第三，SGL 评级还要考虑企业变卖资产、产品线或部门的有序性、及时性。一般来说，只有能够在短时间完成出售的资产，才被认为是能够提高短期流动性的可变资源，与此同时，资产将会被仔细检查以确定可变现价值。

（三）国际三大评级机构针对高收益债券开展回收率评级

目前，国际三大评级机构还主要针对信用风险较大的投机级别发行人所发债券出具回收率评级⁵，专门关注在违约情况下预期的损失和回收情况，而不考虑借款人总体的违约可能性。与大家熟悉的 AAA 至 C（或 D）级的符号所表示的评级结果不同，回收率评级使用单独的评级标准，一般分为 6 或 7 个等级，每个等级都与一个预期回收范围相对应。回收率评级更加明确地揭示了投机级债券的风险暴露情况，有助于投资者资产配置优化。

五、发展我国高收益债券市场的建议

（一）降低发行门槛，加快发行流程，支持有实际项目融资需求的企业发行高收益债券

从国外经验来看，高收益债券的发行人不一定是中小企业，也不完全是私募发行，既包括规模较小的成长型公司，也包括规模较大但负债水平高的公

⁵ 标普和惠誉称之为回收率评级（Recovery Rating）；穆迪称之为违约损失率（Loss Given Default），违约损失率=1-回收率。

司，以及因项目的特殊目的和高风险性使得债券评级为投机级的公司。由于当前我国债券发行、交易、投资都存在一定程度的“级别歧视”，导致具有上述特点的企业融资需求得不到有效满足。要发展我国高收益债券市场，使金融更好地服务于实体经济，就应当关注这些有融资需求特别是有具体项目支撑的企业发行高收益债券，这些企业或是因为处于成长期，或是因为负债率已经很高，又或是要从事兼并收购等风险性较高的项目，降低其发行门槛，实行债券发行注册制，加快发行流程，提高发行效率，在解决企业项目融资难题的同时有力支持实体经济的发展。对于所依托的项目，监管层可以在一些国家鼓励支持的领域如高新技术、绿色产业、国企改革、创业创新等方面有所倾斜。

（二）加强培育合格投资者，增强高收益债券二级市场流动性

美国的高收益债券投资者主要为合格机构投资者，特别是《144A 规则》下规定高收益债券购买者必须是合格投资者，且无人数限制。当前我国私募债券因发行、交易场所不同，投资者范围也不同，而且投资者受到不得超过 200 人的限制。从高收益债券的投资者角度来看，一方面，我国债券市场中的各方参与者仍有待培育和发展，从我国实际来看，首先应修改有关法规，放宽对合格机构投资者的投资限制要求，如降低对保险、证券、基金管理公司、银行等合格机构投资者的投资限制。同时，我国现阶段还可重点发展专项投资基金作为高收益债券的合格投资者，如私募证券投资基金。

另一方面，借鉴《144A 规则》，建议将我国高收益债券（公开发行与非公开发行）的投资者范围限定为合格机构投资者，并取消 200 人数限制，取消人数限制将有利于解决高收益债券发行难的问题，同时大大提升高收益债券的二级市场流动性。

（三）加强投资者保护，完善高收益债券风险处置机制

美国高收益债券市场的蓬勃发展，与其良好的法律环境与司法程序、完善的中介服务机构，健全的评级制度与会计审计、信息披露制度，安全性较高的交易结算系统密切相关。《144A 规则》下的高收益债券市场在高效率和低成本、扩大投资者范围和投资者保护、提高流通性和风险防范三个方面达到了一种平衡，值得我国借鉴。第一，通过在高收益债券合同条款中设计相应的强制

性约束条款、提存偿债基金、实施“偿债担保追索制度”等措施保护投资者的利益。第二，144A 私募债券市场虽然可以豁免发行人注册，但债券交易须通过 TRACE 系统（The Trade Reporting and Compliance Engine）向 FINRA（The Financial Industry Regulatory Authority）报备，市场信息和风险得到了有效监控。为了便于市场监管和提高透明度，我国应当尽快建立统一的信息和交易系统，该平台应该涵盖所有固定收益类金融产品的交易信息，所有该类产品交易后都应在短时间内向该系统提交交易信息报告。第三，针对高收益债券的违约概率较大的特征，应着重加强风险防范和监测。在大数据技术高速发展的背景下，应当利用信息大数据技术对高收益债发行人进行诚信风险评价与识别，在债券发行前、发行过程中以及发行后时时跟踪并披露发行主体诚信风险及变化，进行风险预警，并设置召开债券持有人大会等触发条件，进行风险揭示和信用约束。第四，推动债券违约处置机制的完整化、制度化。国际市场上建立了一整套完整的包括自主和解结算、破产重整和清算、过错追责等事后处置机制，我国也应当推动破产前自主和解结算的制度化，推动司法机关和地方政府完善破产重整和破产清算制度。

（四）积极推动我国高收益债券的信用评级，使其规范化、科学化

信用评级不仅是高收益债券的衡量标准，也是这一市场不可或缺的重要风险揭示工具。虽然美国对高收益债券并不强制评级，但是我国债券市场相较美国而言发展并不成熟，监管体制也有待完善，与投资级债券相比，高收益债券具有高信用风险的特征，因此强制要求对高收益债券进行信用评级符合我国目前的实际发展需要，有利于降低信息不对称，为投资者的风险识别和监管部门的风险监测提供参考，帮助投资者识别和防范债券风险。另一方面，针对高收益债券的高风险特征，我国对高收益债券进行信用评级需要借鉴国际主要评级机构的经验和方法，提高评级分析的质量，强化高收益债券的短期信用风险分析，加强监测和跟踪，及时反映和揭示高收益债券发行人的经营情况变化以及由此带来的信用风险的变化。评级机构需要加强研究，从技术层面加大高收益债券的风险揭示程度和及时性，提高评级方法的科学化水平，这对于我国高收益债券市场的健康发展至关重要。