

## 合理发挥评级机构作用，推动中国高收益债券市场发展

联合资信 评级总监 陈东明

中国信用债券市场经历了快速的发展，发行品种规模已经达到了相当的程度。2011 年受间接融资渠道不畅影响，企业直接融资需求上升，包括短期融资券、中票、企业债和公司债在内的信用债发行规模呈现井喷，全年达到 2.25 万亿元。2012 年，国内高收益债券呼之欲出，有助于丰富与完善中国债券市场的交易品种，确立债券投资者的风险意识，进而检验相关中介机构的服务水平，推动债券市场成熟及发展。

在 2005 年短期融资券推出之前，中国的企业债券通常是由国有银行担保，由于信用风险由银行兜底，大多数投资者对信用评级关注度很低，评级更多地是起到点缀修饰作用。随着中国信用债券市场的快速发展，信用评级在中国受重视的程度在逐步提高，信用评级对债券风险及定价的指导作用逐步体现。另一方面，2008 年的次贷危机、2011 年的欧美主权债务危机中，评级机构对债券市场及国际金融秩序产生的巨大影响，将评级机构推向了前台，促使国内投资者及监管机构重新评估信用评级的作用，进而主动加强监管、将其与金融稳定相结合。

国际上通行的高收益债是信用等级在投机级，即 BB+ 及以下的发行主体发行的债券（投资级是指在 BBB- 及以上的信用等级）。而长期以来，中国债券市场发行主体仍集中在高信用等级区间，超过 90% 的发行主体信用等级在 AA- 之上，而且不同行业企业的国内评级很难与国际评级形成简单的映射关系。以商业银行、保险资产管理公司为代表的机构投资者，作为债券市场的投资主力，风险偏好体现为极度风险厌恶型，违约成为各监管机构极力避免的红线，真实意义上的违约至今尚未出现；破产清算制度在债券市场的可执行度无法检验，缺乏违约数据支持的信用评级，难以真正揭示风险并确立交易对价。高收益债券的推出，有助于完善中国信用债券的级别分布体系，拓宽发行主体的债券融资渠道，同时适度违约情况的发生，可以成为检验评级质量的试金石，在一定程度上对评级行业内的级别竞争、劣币驱逐良币的现象起到制约作用。

2010 年之前，国有企业在我国债券市场发行主体数量占 90% 左右，在 2011 年，由于中小企业集合票据的发行，这一比例下降到 76%，民营企业占比大幅上升。这一方面是管理层对民营企业支持态度的体现，另一方面，也是发行主体多元化的需要。拟推的高收益债以民营中小企业为主，私募的募集方式，且在交易所市场上市，可直接面向个人投资者，对各参与方的风险控制能力是一个很大的挑战。

在国内，以已发行的中小企业集合债券的主体为例，级别分布通常在 BBB-至 A+之间，多处于市场化程度高、进入门槛相对较低，充分竞争、甚至是完全竞争行业，其经营状况易受宏观经济政策和产业政策调整的影响，个体抗风险能力相对较弱，经营业绩波动大。因此，对发行主体强制的信息披露成为确立交易对价前提和后续风险控制的关键。从已发行的中小企业集合债券经验看，以民营、未上市企业为主，其信息披露的意识相对薄弱，财务、经营信息披露的及时性、准确性难以保证，发行前粉饰业绩、发行后续跟踪困难的情况时有发生，这给包括评级机构在内的中介机构，分析及揭示其信用风险，造成了相当的难度。

由于中国债券市场可供投资品种缺乏，机构对新品种总是充满热情，因此，高收益债券产品的需求是客观存在的，更让人担忧的是二级市场上的流动性。按目前的定价分布，通过私募方式发行的高收益债券的发行利率预计超过10%，而且发行规模相对较小，对大型机构投资者吸引力低，这类债券在二级市场的流动性偏弱。银行间市场在2009年曾经进行过单一中小企业发行短期融资券的试点，但由于各商业银行作为承销商及主要投资方，参与热情都不高，试点的几单基本上内部消化，没有取得预期的效果。

投资者的培育需要一个过程，高收益债券的推出也应综合考虑市场参与各方的接受程度，循序渐进。在制度建设期首先应落实风险教育与投资者保护，让市场各参与方真正地了解风险，同时提升监管机构以及投资者风险容忍度；监管层应建立合格投资者的制度，建议选择风险偏好明确，且具备一定风险辨别能力的机构参与高收益债券。同时，严格发债主体及主承销商的信息披露制度，强化信息披露的规范性、及时性、准确性，并对处罚条款作出相应的明确规定，普及并发挥信用评级的风险揭示作用。此外，完善破产、清算制度，明确违约对应的风险底限，创造市场参与主体、中介机构充分发挥相应作用的平台。这些制度及措施的落实到位，将有助于逐步培育中国的高收益债券市场，也有助于中国资本市场利率市场化的推进。