

中国高收益债市场培育——基于国际经验及国内探索视角

一、国际高收益债市场发展经验

国际上将高收益债定义为信用评级低于 BBB-级的债券，也包括未获评级但资质与 BBB-级以下相当的债券。从全球来看，高收益债市场规模不大，流通金额约 2.6 万亿美元¹，占全球公司债市场规模的 9%。其中美国和欧洲为前两大市场，美国占比约 56%，欧洲占比不足 14%。这两个市场也代表了在以直接融资和间接融资为主的不同融资模式下，高收益债市场的共性和差异。

（一）发展历程

现代高收益债市场诞生于 20 世纪 70 年代的美国。回顾其发展历程，高收益债表现出很强的顺周期性：在市场规模总体提升的同时，经历了几次大的动荡，每一次动荡都伴随经济金融危机的发生，但随着经济企稳复苏，高收益债市场能够很快从危机中恢复。

1. 高收益债市场的兴起

20 世纪 70 年代，美国经济陷入严重滞胀，利率大幅走高，银行开始收缩信贷，企业融资需求迫切，高收益债应运而生。进入 20 世纪 80 年代后，高收益债被广泛应用于杠杆并购，加之利率市场化背景下，投资者对高收益资产的需求增加，高收益债市场迅速扩张。

2. 高收益债市场的危机

20 世纪 80 年代末，伴随股市暴跌、经济衰退，高收益债违约率攀升。监管机构制定了一系列监管规则，其中《美国金融机构改革、复苏和实施法案》（FIRREA）限制了储蓄银行和储贷机构的高收益债投资，进一步加剧了二级市场沽售压力。

3. 高收益债市场的复苏

随着利率走低，经济企稳复苏，发行人信用资质改善，高收益债市场从危机中恢复，1992 年违约率已回落至危机前水平。此后，美国高收益债市场进入一段稳定发展时期。期间，互联网泡沫破裂和全球金融危机导致高收益债违约率攀升，发行量大降，但危机后市场便迅速恢复。

4. 高收益债市场的现状

近年受美联储加息等因素影响，美国高收益债发行量整体下降，但随着美联储货币政策重回宽松，2019 年高收益债发行有所回暖。而欧洲高收益债市场发展相对滞后，主要原因是各国融资模式以间接融资为主，债券融资对企业吸引力相对不足。直至 1999

¹ 截至 2019 年 8 月 21 日。

年欧元问世后，欧洲统一债券市场的规模和流动性明显提升，高收益债市场才得以形成和发展。2013年以来，欧洲高收益债市场规模快速扩张，除因欧债危机引发大批企业被降级外，也因《巴塞尔协议III》出台后欧洲银行缩减对企业贷款，迫使低评级企业转向资本市场融资。

（二）发行情况

1. 发行人情况

欧美高收益债发行人大致分为“堕落天使”、“明日之星”和杠杆并购三类。在经历高收益债危机和一系列市场制度改革后，杠杆并购的份额已显著下降，目前高收益债发行人主要由“堕落天使”和“明日之星”构成。“堕落天使”是指信用评级由投资级降至投机级的企业，这部分企业可以在高收益债市场获得流动性，改善资产负债情况。与其相对应的是“明日之星”，即需要资金的初创企业，这些企业的资产规模不足以获得投资级级别，投资人主要依据其发展规划和财务前景评估其偿债能力。

2. 发行特征

欧美高收益债发行在信用等级、利率、期限、计息方式、行业分布等方面均表现出相似特征。

- （1）欧美高收益债发行人的信用等级主要集中于投机级的中高档级别（即BB级和B级）。
- （2）高收益债票面利率偏高，且基本按信用等级的降低呈现有规律性的提升。截至2019年8月21日，美国流通中的高收益债平均票面利率为7.2%，而欧洲因无风险利率水平较低，高收益债平均票面利率为6.1%。
- （3）欧美高收益债均以固定利率债券为主。截至2019年8月21日，美国固定利率高收益债流通金额占比为80.9%，欧洲占比为86.2%。
- （4）欧美高收益债发行期限较长，集中在5-10年这个区间，其中美国高收益债发行期限在7-10年的较多，欧洲高收益债发行期限则集中在5-7年。需说明的是，上述统计未考虑高收益债中大部分附有赎回条款（占比约70%-80%），因此，可能存在债券期限在统计上的高估。
- （5）高收益债发行人行业分布较广。美国方面，金融、通信、耐用消费品、能源和材料等行业高收益债流通金额占比位居前5；欧洲方面，耐用消费品、通信、材料、工业和金融等行业高收益债流通金额占比靠前。

（三）投资情况

1. 投资人情况

欧美高收益债市场是以专业机构投资者为主导的市场，主要包括共同基金、保险公

司、养老基金、银行和对冲基金等，个人投资者无法直接投资。按照美国《证券法》，只有合格机构投资者才可以交易 144A 类型证券。

2. 收益率和利差

高收益债收益率、利差走势与经济形势和货币政策取向密切相关，具体表现为：当经济形势趋于恶化时，市场对高收益债的违约担忧上升，会要求更高的风险补偿，推动高收益债收益率走高、利差走阔；在经济陷入衰退后，货币政策往往会转向宽松，在给市场提供流动性的同时刺激国内需求，随着宽松政策加码，经济复苏预期增强，高收益债收益率会转为下行，利差也开始收窄。

高收益债“股性”大于“债性”。相关性分析结果显示，美国高收益债指数与美国主要股指之间的相关性要高于其与美国国债的相关性，但低于主要股指两两之间的相关性。如果以美国国债为参照，欧洲高收益债也表现出同样的特征。不过高收益债与其他资产类别之间的相关性并非一成不变：在经济上行时期，高收益债与股票之间的相关性较高；而在经济危机时期，其相关性会有所下降。通常情况下，高收益债损失会小于股票，原因在于高收益债投资者可以获得定期的利息收入。

（四）违约和回收情况

1. 违约情况

相同时点上，高收益债违约率总是高于投资级债券。1981-2018 年违约债券中投机级占比超过 80%，投资级占比不足 1%。因此，高收益债的信用风险水平要明显高于投资级债券。

高收益债违约率波动与经济周期密切相关，即在经济下行时期，违约率上升，经济上行周期，违约率趋于下降。历史上高收益债违约爆发的时期包括 1990-1991 年美国高收益债危机时期、2001-2003 年互联网泡沫破裂时期和 2008-2009 年全球金融危机时期，表现出比较明显的非均质性、聚集性特征。

2. 违约回收情况

国际违约债券回收主要表现出以下特征：一是整体回收率较高，1983-2018 年违约债券回收率均值约为 43%，远高于国内不足 8% 的回收水平；二是回收率的波动性比较大，危机时期回收率通常大幅低于长期平均水平；三是公用和能源等重资产行业回收率较高，而电信、零售业、媒体等行业回收率偏低；四是有担保债券回收率最高，次级债回收率最低；五是信用等级越高，回收率也越高。此外，违约债券的发行期限、票面利率、是否可缔结信用违约互换（CDS）合约以及债券契约中包含的限制性条款等因素对回收率也有一定影响。

（五）市场制度

1. 发行和交易制度

欧美高收益债发行可采用公募和私募两种方式。以美国为例，公募发行实行注册制，私募发行则可豁免注册，发行程序更为简便，且对信用评级没有强制或隐性要求。1982年《D 条例》初步构建了合格投资者制度和私募发行体系。1990年144A 规则放宽了已发行私募债转售限制，允许合格机构投资者之间转售144A 债券，从而有效提高了私募债市场的流动性。目前144A 规则已成为美国高收益债的主要发行方式。

2. 投资者保护制度

(1) 保护性条款：欧美高收益债市场的投资者保护主要通过债券契约当中设置相应的保护性条款来实现。保护性条款通常为限制发行人采取可能会损害其还本付息能力的举动，明确债券持有人相对其他债权人的优先清偿权以及加速重组进程以便为债权人留存或分配更多价值等相关条款。相较投资级债券，高收益债契约中设置的保护性条款更为密集（见表1）。

表1 美国公司债及信贷契约条款比较

	投资级债券	杠杆贷款	高收益债
抵押	无抵押	第一顺位清偿权	一般无抵押
子公司担保	一般无	有	经常有
一般期限	5-30 年	7 年	5-10 年
是否可赎回	否	按面值赎回	按面值+1/2 票面利率赎回
财务条款	无	维持性	触发性
其他条款	负抵押	支付限制条款、留置权限制条款、资产出售限制条款、兼并条款等	支付限制条款、留置权限制条款、资产出售限制条款、兼并条款等
公开财务报表	是	否	SEC 注册债券需要公开

资料来源：Western Asset。

(2) 信息披露：欧美高收益债发行对于信息披露的要求非常严格。美国高收益债公募发行需要向 SEC（美国证券交易委员会）登记注册，信息披露要求较高；欧盟法规 2017/1129 规定公募债券发行必须公开发布招股说明书。相对而言，私募发行在信息披露方面的要求比较有限。2002 年美国颁布了《萨班斯-奥克斯利法案》，建立起信息披露过程中违法行为的刑事处罚制度，其中包含了公司债发行业务中渎职犯罪的适用范围以及对公司债欺诈犯罪的处罚规定。

(3) 违约处置：发生违约后，投资者可以通过交易违约债券以实现退出、自主协商达成折价交易等和解方案，或者持有违约债券以待债务重组、破产清算、破产重组等方式进行处置，也可通过司法途径进行索赔，行使担保权或留置权。在这个过程中，以美国为代表的国际债券市场中相对成熟的债权人会议、债券受托管理人制度、违约债券交易机制、违约处置法律制度、投资者赔偿机制等，在事中应急协商和事后了结处置方面，为投资人维护自身权益创造了良好的制度环境。

二、我国高收益债市场发展情况

国内高收益债市场仍处于发展初期，尚未形成对高收益债的统一定义，特别对“堕落天使”的划分依据存在不同观点：一是按照国际惯例，将信用等级低于BBB-或Baa3级的债券视为高收益债；二是从我国债券市场级别区分度不够，主体级别集中在AAA级至AA级的特点出发，将AA级及以下甚至AA+级中的部分债券视作高收益债；三是考虑到市场风险情绪的变化通常会反映于估值的大幅调整或收益率的变动，将收益率作为界定高收益债标尺。

本文认为信用等级和收益率均是识别高收益债的重要依据，二者皆能划分出一部分实际意义上的高收益债，因此本文将重点放在“高收益、高风险”上，结合实践意义及可操作性，限定以下筛选标准：一是中债估值收益率不低于8%（估值类型选取推荐）或中债估值收益率超过相同待偿期限中债企业债收益率曲线（AA-）的国内公募债券；二是债券种类包括Wind债券二级分类中的一般企业债、一般中期票据、一般公司债；三是债券余额不小于10亿元或每月成交量不低于3000万元；四是上市地点限于银行间市场、上交所和深交所；五是债券剩余期限为1天以上（含1天）。

（一）市场现状

由于发展历史较短，国内高收益债市场与欧美市场之间差异大于共性。其中主要差异点体现在以下几方面：高收益债集中的行业有所不同；发行期限短期化特征明显；违约率偏低，但违约债券处置回收情况不理想；欧美高收益债“股性”强，但国内高收益债的“股性”才刚刚开始显露。

1. 存续高收益债特征

依据上述筛选标准，截至2019年6月末，国内高收益债存续只数为1325只，债券余额1.65万亿元。存续高收益债在债券类型、企业属性、行业和地区分布、期限结构以及信用等级等方面表现出以下特征：

（1）存续高收益债以产业债为主，只数和余额占比均接近70%。在2014年之前，国内高收益债主要由城投债构成，但在近年刚兑被逐渐打破、而城投公募债始终“金身不破”的背景下，城投债在高收益债中的占比已大幅下降。

（2）高收益债发行主体以民企和地方国企为主，存续债只数和规模的合计占比都达到约90%。其中，从存续只数来看，民企高收益债占42%，地方国企占49%。需要说明的是，由于地方国企全部存续债券只数和规模远超民企，高收益债在民企债中的集中度要明显高于国企债，这与民企债较高的信用风险水平相一致。

（3）高收益债发行主体已覆盖大多数行业，但行业集中度较高，主要集中于城投、房地产、商贸零售行业。从存续高收益债规模来看，这三个行业合计占比接近50%。

（4）高收益债发行主体几乎分布在全部省份，其中存续高收益债规模占比超过5%的省份或直辖市有7个，分别为广东（9.0%）、江苏（7.6%）、北京（7.6%）、山东（7.2%）、辽宁（6.8%）、重庆（5.6%）和上海（5.2%），合计占比近50%。

(5) 从期限结构来看，截至 2019 年 6 月末，剩余期限在 3 年以内的存续高收益债只数和规模占比均超过 70%。不过期限较短并非高收益债的特性，与欧美相比，我国信用债整体发行期限都表现出较为明显的短期化特征。

(6) 高收益债发行主体的外评级别主要分布在 AA 级至 AA+ 级，且在 AA+ 级别上占比最高；中债隐含评级则主要分布在 A+ 级至 AA 级，且在 AA- 级别占比最高，这也反映出中债隐含评级整体低于外评级别。

2. 违约和回收情况

从 2014 年违约元年至 2019 年 6 月末，国内累计违约债券有 338 只，违约债券余额合计 2395 亿元，涉及发行人 132 家，历史违约率最高点为 2018 年的 0.91%。目前国内债券市场违约率仍低于国际平均水平，但从趋势上看，正在波动中上升。值得一提的是目前我国债券违约在行业、区域等中观层面的规律性特征并不明显，但在微观主体层面特征突出，即主要集中于弱资质民企。

回收方面，国内债券违约后处置回收表现出以下特征：一是债券市场整体回收率仅为 8%，远低于全球平均水平；二是平均回收期限为 159 天，实际偿付时长差异很大，但近半数的本息全额偿付发生在 1 周以内；三是不同企业属性间偿付比例差异明显，国有企业兑付水平整体高于民企；四是分行业来看，综合类、食品加工与肉类、煤炭与消费用燃料和多领域控股行业的兑付水平较高；五是分区域来看，内蒙古、四川省兑付水平较高，地方政府或起重要作用；六是采取自筹资金方式的回收情况要优于司法诉讼，表明我国当前的违约债券处置市场化程度还有待进一步提高（见表 2）。

表 2 我国债券市场违约债券回收情况

公司属性	违约主体数量 (家)	违约债券数量 (只)	兑付本息额 (亿元)	违约本息额 (亿元)	兑付比例 (%)
中央国有企业	5	12	40.12	111.20	36.08
地方国有企业	5	12	30.89	89.00	34.71
民营企业	61	170	125.01	1500.41	8.33
公众企业	2	7	0.00	76.37	0.00
其他	2	2	0.00	4.70	0.00

注：(1) 仅考虑银行间和交易所市场，剔除股权交易所违约债项；(2) 仅考虑公募债券，剔除定向工具和私募债。

资料来源：Wind，东方金诚。

(二) 监管环境

1. 投资者保护措施

为化解信用风险，更好地保护投资人的合法权益，近年来监管机构不断吸取国际先进经验，逐步搭建适合中国债券市场的投资人保护体系。但目前来看，由于国内债券市场存在多头监管、上位立法《证券法》有待完善、规则不统一等问题，目前系统的投资人保护机制仍未形成。

我国债券市场可以参照的《公司法》和《证券法》，均未对限制性条款做出具体规定；中国证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》在规范内部增信机制和偿债保障措施时，也未明确说明限制性条款。实践中，国内债券条款中的实质性内容较少，部分限制性条款并未对企业日常经营形成约束，仅在预计违约或违约发生时生效。此外，不同于美国高收益契约当中的财务条款为触发性条款，截至目前，国内限制性条款尚未引入触发性条款²，涉及到的限制性条款都是维持性条款³，这也使得限制性契约的真正价值无法充分发挥。

2. 信息披露和市场中介

现行《证券法》并未对公募债发行的信息披露作出规定。具体实践中，交易所市场债券主要按照《公司债券发行与交易管理办法》以及相关自律规则的规定执行，而银行间市场债券则主要依靠交易商协会制定的信息披露规则进行自律管理。但因缺乏《证券法》的明确规定，投资人的合法权益难以得到保障。

2018年11月，中国人民银行、中国证监会和国家发改委联合发布了《关于进一步加强证券市场执法工作的意见》，尝试对信息披露违规问题进行统一执法。但因非金融企业债务融资工具所受约束的法律不同，可以只引用而不遵从《证券法》相关条款规定，因此未来信息披露规则的制定还需从根源处加以统一。

3. 违约处置法律制度

国内违约债券处置主要依据的法律是《破产法》，另外在制度和规则层面，各监管机构及自律组织在发行条款设计、存续期债券风险管理以及到期后处置等方面也都作出了一些规定。例如，在探索建立违约债券转让市场方面，2018年5月，外汇交易中心、全国银行间同业拆借中心联合下发《关于开展债券匿名拍卖业务的通知》，并同时发布了相关配套文件。2019年6月，全国银行间同业拆借中心、中央结算公司、上海清算所相继发文，为回购债券和担保品违约处置提供处置细则；同月，中国人民银行发布《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》，为建立和完善违约债券流通平台和机制并提高违约债券流动性打下基础。

但就目前来看，国内违约债券处置的市场化程度仍然不高，处置周期较长且完成率很低，投资人资产保全难且回收率远低于国际平均水平。从处置方式来看，更多是通过债务人自筹资金来解决，真正借助法律手段的案例较少。

（三）国内高收益债市场发展面临的挑战

1. 多头监管造成市场分割，各项制度不统一导致市场发展失衡

国内债券市场存在两个市场和三套监管规则，债券发行、交易、登记托管无法统一。同时，多头监管、规则不一致、上位立法《证券法》存在空白等问题，也导致在投资人

² 触发性契约是指监控发行人的交易能力，不符合测试规定的，则不能进行新的交易，但并不构成违约。

³ 维持性契约是指要求发行人持续维持特定条件，若不满足则视为违约。

保护和信息披露等方面未能形成体系化的相关机制。

2. 立法层面存在空白，规范化指引内容较为空泛

目前，国内与高收益债相关的法律只有《公司法》和《证券法》，且并无专门针对高收益债的法律问题界定。相关规范化指引文件，如中国证监会发布的《公司债发行与交易管理办法》等，虽引入了内部增信机制和偿债保障措施，但在限制性条款部分概念界定模糊，且多为维持性条款，实质性内容较少，因而难以真正发挥保护投资人的作用。

3、高收益债创新品种源于自上而下的产品设计，短期内很难脱离原有路径依赖

国内金融工具创新多来自自上而下的产品设计和推广，多数为信用物的创造，而非信用的创造。如2012年推行的中小企业私募债，自上而下的产品设计使其难以脱离原有的路径依赖，无法为市场所接受。因此，未来高收益债市场培育能否更好地发挥市场的主动性，沿着市场推动的路径前行值得关注。

4. 投机级债券信用评级仍是空白，难以满足市场参与方更高的风险识别需求

目前国内债券市场上尚无初始评级为投机级的主体，且初始评级主要分布在AA级至AAA级，级别区分度不足。从二级市场收益率来看，债券上市之后收益率大幅走高，远超发行时票面利率的情况越来越多，这反映了债券定价偏离合理区间，给予投资者的风险补偿不够充分，发行端与交易端明显偏离，难以满足市场风险识别的需求。

三、我国高收益债市场培育的建议

结合上文分析，本文认为从完善市场基础设施和培育多元化市场主体出发进行自上而下的制度安排和设计，更有助于我国高收益债市场培育和构建。具体建议如下：

（一）完善高收益债市场各项基础设施

债券市场的平稳健康运行有赖于顶层设计和各项制度保障，因此在建构高收益债市场基础设施时，首先要参考国际经验教训，做好市场整体的顶层架构设计。

1. 利用修法契机，完善其他相关行政法规，作出妥善的监管制度安排

目前我国《证券法》已修订发布，诸多部门规章、规范性文件等法规需要进行调整，建议监管机构以此为契机，在研究总结国际私募债发行制度的基础上，结合我国实际情况，在转售限制、向主管机关报备审查等方面做出适当的法律约束及监管制度安排。

2. 建立健全高收益债转让场所，以增强流动性并促进价格发现

国内正在尝试为违约债券等特殊债券的流通提供交易平台，以缓解其流动性不足问题，同时满足部分投资者对高收益债的投资需求。不过由于诸多因素制约，目前实际成交量还很低，未来需进一步建立健全相关机制，在提升流动性的同时引导市场价格向价值回归。

3. 完善信息披露制度建设，加强信息披露质量和及时性监管

从我国目前的信息披露要求来看，对完备性的要求较多，但是对信息披露质量和及

时性的规范不足。建议参照国际经验，在制定信息披露制度时突出对信息质量的要求，强调债券发行人信息披露主要义务人的责任，避免发行人怠于履行信息披露义务的情形，加大对披露虚假信息、故意隐瞒或延迟披露的惩处力度。

4. 推行合格投资者制度，完善投资者保护条款等投资者保护措施

投资者适当性是高收益债市场平稳健康运行的基本原则和要求，在高收益债培育初期，建议严格市场准入，通过合格投资者制度逐渐形成投资者分层，并就不同类型投资者提供对应强度的投资者保护。同时建议强调限制性条款等投资者保护条款的设置，提倡更具特色和多样化的条款设置，通过限定公司行为等在投资者与企业所有者的博弈中尽量达到平衡。

(二) 培育高收益债市场多元化参与主体

1. 加强监管协调，建立统一监管规则的高收益债市场

目前多套监管要求、运行机制均有差异，影响了债券资源配置的效率及统一全面的风险防控，造成市场运行效率偏低、市场风险难以统一监测、对外开放受阻等问题。因此，在高收益债市场培育的初期阶段，建议直接建立统一规则的监管体系，加强各监管机构的协调，降低监管套利行为。

2. 放开债券市场发行评级，允许更多的“明日之星”进行债券融资

目前我国债券发行存在信用等级要求，从发行端限制了某些主体的参与，导致我国高收益债市场主体以“堕落天使”为主。为实现高收益债市场在发行端的扩容，建议逐步放开债券市场发行评级的限制，让更多“明日之星”进入高收益债市场。同时，对票面利率等发行要素的限制也可以逐渐放开，以实现发行的真正市场化定价，使高收益债投资人所承担的高风险可以得到足够的收益补偿。

3. 培育多元化投资者，激发市场活力

目前我国债券市场的参与主体比较单一，在这种情况下，要推动高收益债市场发展，应当积极发挥市场主体的作用，推动不同风险偏好的投资人等市场主体在产品设计和交易模式方面进行创新，以提升高收益债的市场化定价水平和流动性。同时，通过债券市场的对外开放，引进国外高收益债投资人，进一步促进高收益债市场的产品创新和投资者培育。