

# 关于高收益债券的若干点思考

叶盛 王连熙 / 文

近期高收益债券即将推出的传闻引起了广泛关注与讨论，拟议中的高收益债券虽然是新品种，但在国内也并非没有先例。因此，我们将结合本评级机构开展信用评级工作的经验和体会，与大家分享对高收益债的一些初步认识与思考。

## 一、高收益债券的定义

据悉，目前中国证监会筹划中的高收益债券已明确将以注册备案制发行，由上海证券交易所和深圳证券交易所具体操作，并对拟发行企业的规模、类型、地域、信用等级和发行期限作出了相应规定。根据初步明确的相关标准，拟发行企业规模上须为中小企业，企业类型须为高科技企业、“三农”企业或具有自主创新能力的企业，所在地限于京、沪、津、浙、苏、粤六省市，债券存续期限在 1 年以上（不含），信用等级限于 BBB 级至 AA- 级。

从国际经验来看，高收益债券（high-yield bond）指的是信用等级低于投资级别的债券，又被称为垃圾债券（junk bond）或投机级债（speculative-grade bond），即低于标准普尔和惠誉 BBB 级、穆迪 Baa 级的债券和其他一些未被评级的债券但信用质量在投机级的债券。

我国的高收益债券与国际标准存在显著的差异，国内第一支正式冠名“高收益”的债券类产品是 2009 年 11 月在银行间债券市场发行的“山东省诸城市 2009 年度中小企业集合票据”高收益级部分，当时获得本评级机构给予的 AA- 级评级结果。该产品的本质是结构化分层中的次级档产品，但当时由于受次贷危机的影响，社会对“次级”一词分外敏感，所以采用了高收益的概念。

另外，我国证券市场上 AA 级以上的债券更受到投资者的青睐，在银行间市场上投资者对于非金融企业债务融资工具二级市场均衡收益率估计值仅局限于 AA 级以上，在证券交易所市场 AA- 级以下的债券只能在固定收益综合电子平台交易，所以固定收益市场上的低风险偏好的机构投资者的投资标的主要集中于 AA 级以上的债券产品。

正因为上述原因，我国的高收益产品被定义为 BBB 级至 AA- 级的水平。BBB 级以下的产品可能是未来真正的垃圾债券，其面临的不确定性更多，违约风险偏大，适合于高风险偏好投资者进行投资。回顾国内的债券发展历史，按照目前国内高收益债券的级别范围，国内此类产

品已经不在少数，尤其是银行间债券市场中已有数支主体信用等级为 **BBB+** 级至 **AA-** 级的短期融资券及数支信用等级为 **AA-** 级的中期票据发行。其中短期融资券为 2005 年开始推出的债券品种，存续期限不超过一年；中期票据是 2008 年开始推出的债券品种，存续期限超过一年。

## 二、发展高收益债券的意义

经过多年的发展，我国债券市场已形成了一个包括国债、央行票据、地方政府债、政策性银行债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券和可转债等多个品种的市场。根据 wind 资讯相关统计信息，截至 2011 年末，我国债券存量余额（票面金额）已达 21.35 万亿元，较 2005 年末增长了约 1.47 倍，其中非金融企业债券存量余额（票面金额）达 4.63 万亿元，较 2005 年末增长了约 7.50 倍。高收益债券作为中国证监会和证券交易所拟推出的债券品种，具有多方面的现实意义：

### （一）进一步丰富我国债券市场品种及扩大债券市场容量

近年来，我国企业发行的非金融债券品种日益丰富，市场规模迅速扩大，高收益债券的出现无疑将进一步丰富我国债券市场品种及扩大债券市场容量。债券市场上 **AA** 级、**AA+** 级及 **AAA** 级等高信用等级的债券上已存在一定数量并形成一定规模，但后续的发展也将逐渐遭遇瓶颈。**AA** 级以上的高信用等级发行主体数量相对有限，大量存在的是主体信用等级在 **AA-** 以下的企业。同时由于企业待偿还的公开发行业务余额不能超过其净资产的 40%，现存非金融企业债券在数量和规模上的发展空间均将逐步缩小，高收益债券的出现则将大大改善目前的现状。

### （二）进一步丰富我国债券市场品种及扩大债券市场容量

高收益债券的相关规定将发行主体限定为中小企业，与国家出台的一系列支持中小企业发展的政策相契合。近年来推出的中小企业集合企业债和中小企业集合票据是扩大中小企业融资渠道的有益尝试，并取得了一定的进展，在一定程度上缓解了部分中小企业融资难的问题。集合企业债券和集合票据均需要统一的外部担保，而目前有一定资质的担保机构相对较缺乏，且担保机构对所担保的企业要求较高，被担保企业一般还需要向担保机构或担保机构的反担保机构提供抵质押作反担保，所以集合债券和集合票据市场发展规模并不大，且能够发行集合票据或集合债券的中小企业一般自身信用质量相对较高。中小企业独立发行高收益债券无疑将突破集合票据或集合债券需要寻求外部担保的限制，而且发行进程不再受到联合发行人的掣肘，有助于提高发行效率。高收益债券作为直接融资工具，若能够得到有效推广，中小企业的融资渠道将会得到有效拓展，同时也能在一定程度上缓解目前企业融资过度依赖银行信贷的现象。

### （三）有助于丰富债券信用等级序列及不同信用等级的收益率曲线

目前债券市场上 1 年期以上（不含）债券的信用等级主要集中在 **AA-** 级、**AA** 级、**AA+** 级和 **AAA** 级。虽然有 **BBB+** 至 **A+** 的独立发行主体出现，但一般会寻求外部担保使其发行债券

的信用等级达到 AA- 级或以上，市场上低于 AA- 级的中长期债券还很少见。08 广纸债发行主体的信用等级虽然从 A+ 级被逐步下调至 BBB+ 级的水平，但因其有外部担保，债券信用等级保持 AAA 级水平。集合票据虽然已经有 BB- 级至 A+ 的比较完整的发行人序列，但由于外部担保的存在，债券级别一般在 AA 级以上，无法体现出真正的高收益债券定价原则。高收益债券的出现将并将进一步丰富债券的信用等级序列，并为不同信用等级的收益率曲线提供更多的基础数据支持，从而有助于债券市场信用风险定价的进一步完善，也有助于国内利率市场化基础的进一步完善。

#### （四）满足不同风险偏好的投资者群体需求

风险偏好和资金实力等条件不同的投资者风险承受能力可能存在较大差异。高收益债券信用风险相对较高，但收益率一般也会比较高，可满足不同风险偏好的投资者的需求。目前国内中长期债券市场的主流均是 AA 以上的品种，从而无法吸引更多的拥有更高风险偏好的机构投资者进入，这也从另一方面导致了目前国内的债券交易参与者类型单一，整体风险偏好水平偏低。而高收益债券的出现将对商业银行、证券经营机构、基金公司中的相对高风险偏好者，以及不良资产管理公司、信托机构、VC、PE、高净值人士和其他潜在的风险承受能力相对较高又具有一定风险鉴别能力的投资群体均将产生显著的吸引力。而对于 PE 等机构投资者来说，若能在高收益债券中加入转股条款，甚至还可以满足其股权投资的需求。

### 三、发展高收益债券可能面临的问题

发展高收益债券存在多方面的现实意义，但在现实操作阶段也面临着一些问题：

#### （一）受益的中小企业数量有限，可能不利于市场的做大

发行主体需要同时满足规模、类型、地域、评级和期限等规定，可能会面临发行群体过小的问题。另外，若发行利率过高可能会打击发行主体参与的积极性，严格按照相关规定发展高收益债券，可能不利于市场的做大。本评级机构对已参与或拟参与中小企业集合票据或集合企业债的上千家企业提供的资料按照企业规模与信用评级的估计结果进行归类分析后发现，信用等级在 BBB 级以上的企业占比约 56%，信用等级在 BBB- 级以上的企业占比约 65%；但其中符合国家四部委印发的中小企业划型标准规定、信用等级在 BBB 级以上的中小企业占比仅约 22%，符合产业政策要求的中小企业占比则更少。若将信用等级下限放至 BBB- 级，则符合中小企业划型标准规定的约 27%，所占比例仍然不大。

#### （二）高收益债券发行主体可能会面临着财务成本不经济的选择难题

根据本评级机构近年来的调查结果，一般主体信用等级在 BBB 级以上的中小企业自身素质相对较好，大多能够以信用或抵押的方式直接从银行融资，虽然期限结构是以短期借款为主，但融资利率一般在银行基准贷款利率至上浮 30% 的区间。wind 资讯相关信息显示，2012 年 3 月 15 日的 2 年期和 3 年期 BBB+ 级的债券即期收益率分别为 10.92% 和 11.21%。若以此

作为定价参考，再加上承销费、律师费等中间费用，发行成本会更高。因此，在试点阶段，相对优质的高收益债券发行主体可能会面临着财务成本不经济的选择难题，而且如果投资者为安全起见进一步要求发行人为高收益债券提供抵质押，则发行人无疑将更倾向于直接通过银行进行融资。

### （三）可能面临发行主体信息披露不到位和信用质量波动较大的问题

根据本评级机构对中小企业的评级经验，部分中小企业内部管理制度不健全，审计报告质量不高，经营信息和财务信息不够透明，主动披露意识不强，在一定程度上影响了评级机构对企业真实信用情况的把握，从而会对最终信用等级的确定造成一定影响，一定程度上也降低了信用评级应有的作用。另外，高收益债券发行主体的信用等级相对较低，信用级别迁移率相对较高，信用质量的波动性相对较大，对评级机构跟踪评级方面提出了更高的要求。如前期市场上部分信用等级较低的发行主体山东海龙股份有限公司、广州造纸股份有限公司和 10 中关村债的发行主体之一地杰通信设备股份有限公司等出现的较为严重的信用事件，一定程度上也反映了低评级发行人信用质量波动相对较大的问题。

## 四、发展高收益债券的若干点建议

针对发展高收益债可能面临的问题，我们结合本评级机构开展信用评级工作的经验和体会提出了若干点设想，以期对高收益债券市场发展能有所帮助。

### （一）扩大发行主体范围，让更多企业从中受益

首先是否应该将信用等级下限明确至 BBB-？在信用标示符号体系中，BBB- 级只是对 BBB 级的微调，而 BB 级则和 BBB 级有显著差异。国际上明确的 BBB 级以上为投资级，实际上是大级别的概念，也即包括了 BBB- 级。其次，能否在试点阶段结束以后将发行主体扩展至 BBB 级以上的非中小企业？建议允许信用级别在 BBB 级至 AA- 级且符合产业政策的企业均能够独立发行债券，使产品能惠及更多的企业主体。因为在实际生活中，这些被排除在中小企业和优质大企业（信用等级 AA 以上）之外的“夹心层”企业往往会对地方经济发展和解决就业有很大帮助。

### （二）增加增信安排，提高债券信用安全度

针对融资成本不经济的问题，我们建议可以考虑采用各种增信方案作为解决办法之一，使低信用等级的发行人能够发行更高信用等级的债券。具体的增信措施可以从以下方面考虑：

◆寻求主体信用级别在 BBB 级至 AA- 级的专业的担保机构或其他独立的法人实体提供担保，使得发行债券的信用等级能够达到规定的信用级别。（注：这里不强调去选择更高信用等级的担保机构，否则过高的债券级别就无法真正体现高收益债券的特点）

◆寻求地方政府的支持，让地方政府设立偿债风险准备金来降低债券的偿付风险，类似于

银行间债券市场的区域集优票据模式。同时还可以让政府以贴息的形式降低发行人的发行成本，提高发行人发行债券的积极性，帮助当地中小企业发展。当地政府的有限度介入将有助于投资者增强对当地中小企业的信心。

◆尝试使用国外的企业价值资产证券化（Market Value Securitization, MVS）的模式，利用结构分层方法，设定优先偿付顺序，后偿付的部分可以为优先偿付的部分提供增级，因此，优先级部分的信用级别可以得到显著的提升。但这种模式目前在世界范围来看也仍然不够成熟，案例相对较少，市场的接受程度不一定高。

此外，为减轻发行人债务的集中偿付压力，还可以设计本金提前偿还条款或者分期偿还条款；为降低发行人融资成本，可以设置债转股条款（比如对于拟上市公司），还能达到投资者对发行人进行有效监督的目的；为增加投资者操作的灵活性，设置回售条款（puttable bond）；通过限制发行人股东分红比例，规定发行人债务杠杆上限等。上述措施虽不能直接对债券本身起到增级作用，但有助于保障发行人信用质量的稳定。

### （三）强化各中介机构职能与责任，建立分类监管制度

针对信息披露问题，我们建议应该进一步强化各中介机构的职能与责任。审计报告是评级机构进行信用评级及投资者做出投资决策的重要参考依据，会计事务所须尽职尽责，保证出具的审计报告的真实性和准确性。承销机构则应该督促发行人及时重大的经营管理变动信息和定期披露财务信息。从评级方面看，高收益债券由于是私募发行，对于信用级别的要求有所降低，出于更高收益率的考虑，投资者甚至可能希望在同样的风险下，信用评级越低越好，以利于在谈判中获得更高的信用利差与票面利率。而与此同时，发行人则希望自身的信用等级越高越好，以便降低其融资成本。所以，评级机构坚持独立、客观、公正原则的意义重大，并且针对中小企业信用质量易发生波动的特点，评级机构应完善跟踪评级制度并有效执行。

此外，针对中小企业信用质量发生波动（信用级别迁移）的概率更高的特点，在试点初期，可以考虑对不同信用等级企业采取区别对待、分类监管的措施。如让信用等级较高的企业发行债券的期限更长，发行债券的规模占净资产的比重更高（上限以内），并对信用等级较低的企业发行债券的存续年限和规模进行限制，从而为债券市场的平稳有序发展创造良好的制度环境。甚至还可以对债券的交易和流通条件也采取一定的区别对待。