

专题研究

国际高收益债券的市场发展情况和信用评级方法介绍

陈文沛/文

一、国际高收益债券的市场发展情况

（一）国际高收益债券的概念界定

在国际市场上，高收益债券一般被定义为评级为投资级以下的高信用风险债券，同时又被称为投机级债券或垃圾债券。一般而言，在标准普尔信用等级中低于BBB级，或在穆迪信用等级中低于Baa2级，或在惠誉信用等级中低于BBB级的债券即被视为高收益债券。通常来说，高收益债券具有信用风险高、投资收益高、信用等级偏低等特点。

（二）国际高收益债券市场情况

美国是高收益债券的发源地，其高收益债券市场也是目前国际上最成熟、规模最大的高收益债券市场，本文主要关注美国的高收益债券市场情况。

1. 美国高收益债券的发行情况

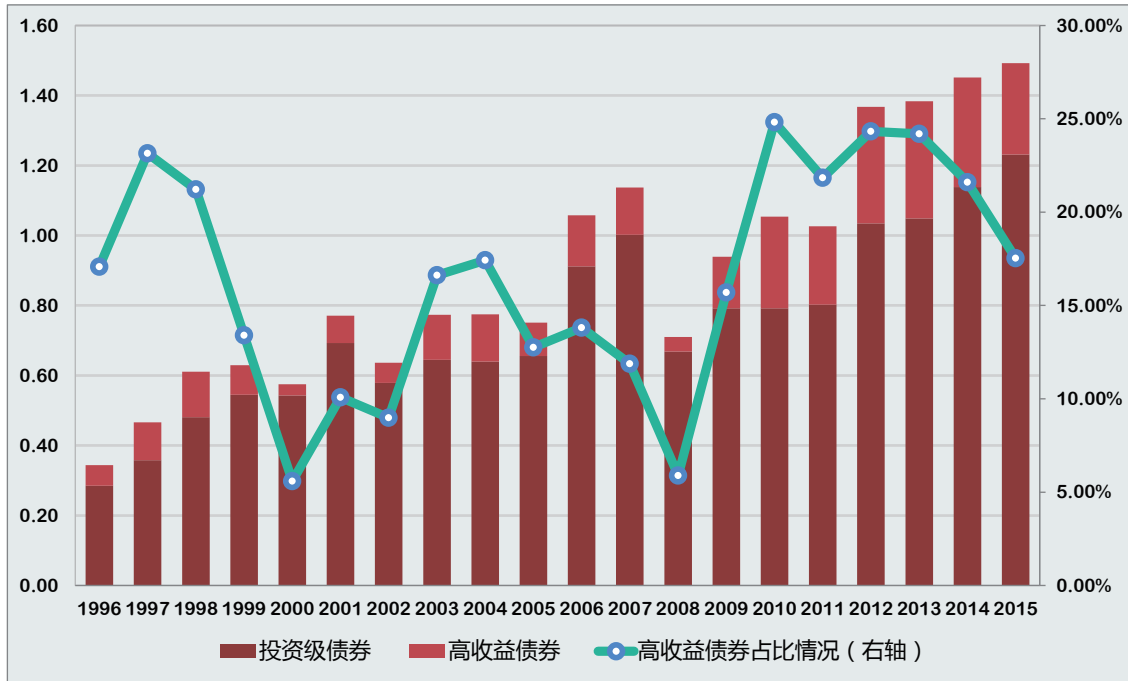
从1996年到2015年，美国公司债¹的发

行额增长了近四倍，2015年共发行公司债1.49万亿美元，其中投资类债券1.23万亿美元，高收益债券0.26万亿美元。总体来看，高收益债券比例较为有限且有所波动，在这二十年期间，最低时高收益债券发行规模占公司债发行规模的比例为5.59%，最高时为24.82%。

从美国高收益债券的发行规模来看，1996年至2015年共计发行3.11万亿美元，平均每年发行规模为0.16万亿美元，其中最少的为2000年，发行规模仅为0.03万亿美元，最多的为2013年，发行规模为0.33万亿美元，与2000年相差近十倍。2008年，由于受到金融危机的影响，高收益债券的发行量由1999年的0.14万亿美元大幅减少至0.04万亿美元，但2009年后有所回升。

¹不包括可转换债券。

图表1 1996年~2015年美国公司债发行情况（万亿美元）



资料来源：Sifma，新世纪评级整理

2. 美国高收益债券的存续情况

高收益债券的定义主要是从债券级别的角度衡量，通常而言，高收益债券有两种情况。一是发行时即为投机级的债券，这类发行人通常处于发展的初期，尽管发行人未来有较好的发展空间，但由于初创的企业在经营、财务方面未能表现的像投资级企业一样好，因此只能发行级别较低的债券，以较高的利率来募集资金以求发展；二是发行时为投资级的债券，受到企业经营不善，或是现金流危机等影响，从而债券级别被下调至投机级的。这里仅对第一类高收益债券进行分析，即发行时即为投机级的债券。

截至2016年9月末，经标普评级的发行时为投机级的美国债券中，目前仍然存续的高收益债券约有2500余支，发行金额约为1.42万亿美元，每支债券的平均发行金额为5.63亿美元/支，均没有担保。整体来看，

相较于约8万亿美元存量规模而言的公司债市场，高收益债券仍然属于小众类别。在目前存续的高收益债券中，发行时间最早的为1987年由CTC Beaver Valley Funding Corp.发行的4.24亿美元的公司债券，单支债券发行规模最大的为2006年12月由Ford Motor Co发行的49.50亿美元的公司债。

从发行时的级别分布来看，美国存续的高收益债券中，级别最高的为BB+，级别最低的为CC，级别越高的发行支数越多，其中级别为BB+的发行支数为513支，占有存续高收益债券的20.35%，而级别在CCC+以下的债券发行数量极少，共计79支，占有存续高收益债券的3.13%。此外，尽管BB-级别的债券发行支数仅占15.55%，但该级别对应的发行金额为所有级别中发行金额最高的，为2687.93亿美元。此外，发行金额较多的级别分别为BB和BB+，对应的发

行金额分别为2556.33亿美元和2458.36亿美元。

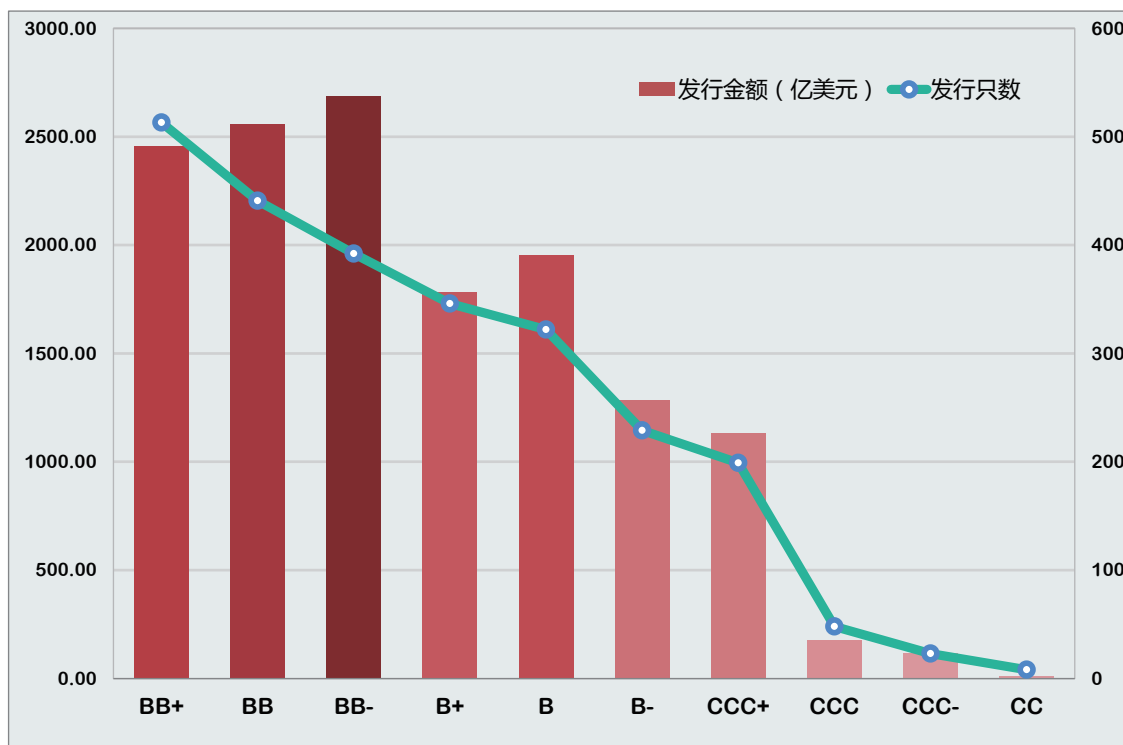
通常来说，级别越低，债券的利率越高，在CCC+级以下的79支债券中有将近一半的债券利率高于10%，最高的甚至达到18%，过高的利率使得发行人对于发行债券的兴趣下降，因此级别很低的债券发行支数较少。

从行业分布来看，发行支数较多的高收益债多分布于非必需消费、金融、能源和通讯类，该四大行业发行支数占总存续量的65.12%，发行金额占总存续量的63.02%。其中能源和通讯行业中的企业大多规模较大，融资需求较强，因此平均发行金额较

大，分别为6.13亿美元/支和8.54亿美元/支。此外，发行数量较少的医疗保健行业平均发行金额最大，达到8.96亿美元/支。进一步从细分行业来看，发行高收益债券最多的行业分别为消费金融、勘探及生产、管道和房屋建筑商。

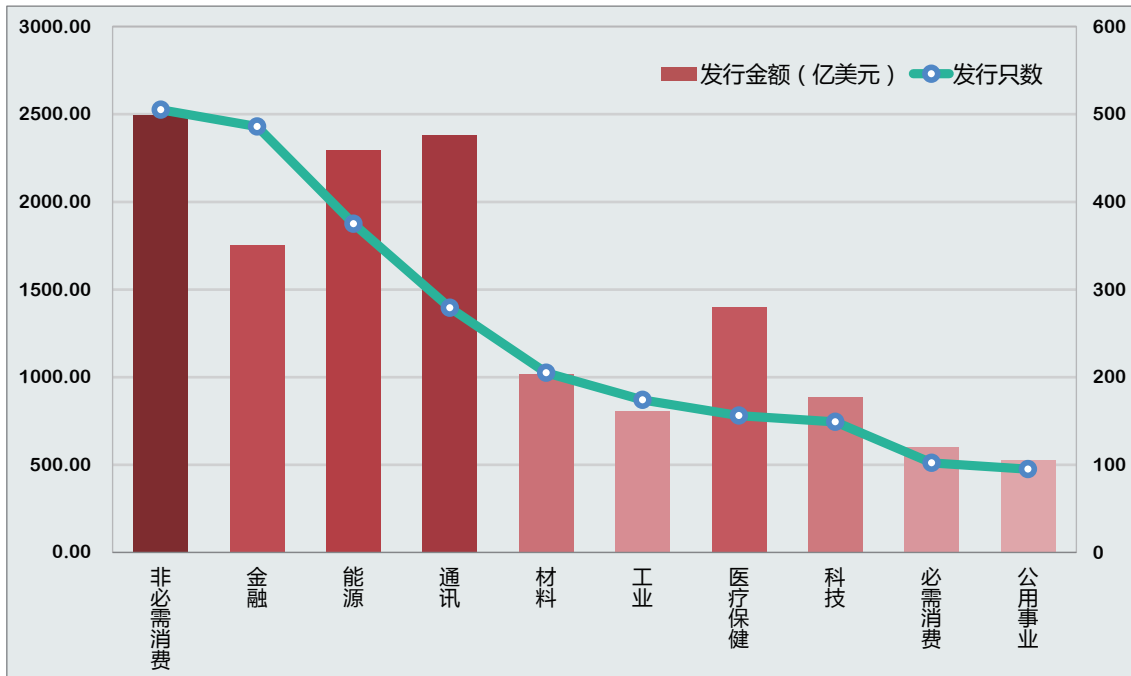
在美国存续的发行时为投机级债券中，截至2016年9月末有286支债券级别被调升为投资级，占比约为11.32%。其中调升为AA的1支，调升为A+的6支，调升为A的1支，调升为A-的10支，调升为BBB+的9支，调升为BBB的77支，调升为BBB-的182支。

图表2 目前存续的美国高收益债券发行时标普评级



资料来源：Bloomberg，新世纪评级整理

图表3 目前存续的美国高收益债券行业分布



资料来源：Bloomberg，新世纪评级整理

（三）国际高收益债券的发行制度

美国证券发行的方式有两种，一种是公开发行的，另一种则是面向合格机构投资者的非公开发行，公司债券的发行和交易主要遵从1933年《证券法》和1934年《证券交易法》。

如果高收益债券公开发行的，则遵从1933年《证券法》的监管，需要像其他债券一样，向SEC注册后发行。信息披露方面，美国SEC强调信息披露的充分性，要求发行人提供一切与债券发行相关的信息，且要对提供信息的真实性、准确性承担法律责任，同时在债券存续期间，应按季度、按年度披露经审计的财务报告等信息，并在经营、财务状况发生重大变化时及时披露相关信息。

如果高收益债券面向美国境内的合格机

构投资者发行，则遵从1990年颁布的144A规则。1990年之前，私募发行的高收益债券由于在转售方面受到限制，市场流动性有限，由此也影响了一级市场发行情况。1990年，SEC正式颁布了144A规则，放宽了非公开发行债券的转售限制，该规则规定，当债券的投资人是合格机构投资者时，发行人可以不必向SEC进行登记注册，直接非公开发行高收益债券，该债券不能在证券交易所上市和流通，但可以在机构投资者中交易。

此规则大大促进了高收益债券发行的便利性和市场的流通性，并成为中小企业融资的一种重要方式。144A的出台建立了一个有效的私募证券法人二级市场，并将私募证券的交易置于SEC的监管之下，同时吸引更多的外国公司到美国筹资。144A对合格机构投资者有较为严格的标准，第一大类

为拥有至少一亿美元非自身证券的银行和储贷会，其净值必须在2500万美元之上；第二大类为持有1000万美元以上非自身证券的注册证券交易商；第三大类则为拥有一亿美元以上非自身证券的其他公司，包括保险公司、投资公司等。高收益债券面向合格机构投资者发行时，不必向SEC进行登记注册，发行人可以达到快速融资的目的。信息披露方面，仍需满足信息的“公平性披露原则”。

在转售阶段，对于非公众企业，如投资者提出要求，则发行人有责任提供发行人的业务性质、主要产品，以及近两年经审计的财务报表等信息。

如果高收益债券面向美国境外的投资者发行，则遵从1933年《证券法》中Regulation S（简称Reg S），Reg S也允许公司发行债券无需向SEC注册。在Reg S下发行的债券仅能出售给美国以外的投资者，而在144A下发行的债券能够出售给美国国内的合格投资者，因此相对而言144A较Reg S的监管更为严格。

144A下的债券规模通常大于5亿美元，发行期限在10年或以上，而Reg S下的债券规模一般在5亿美元或以下，期限在10年以内，信息披露的要求也较144A宽松。如果高收益债券同时面向美国境内外的投资者，则需分别符合144A和Reg S的要求。

二、国际高收益债券信用评级方法

（一）标普高收益债券信用评级方法

1. 短期投机级评级方法概述

2005年4月，标普发表了短期投机级评级方法（Short-Term Speculative-Grade Rating Criteria），该评级方法代表了标普对于投机级发行人的短期内（通常为滚动的12个月内）的信用质量的意见。对于长期信用评级处于投机级的发行人，其短期评级范围为：A-3、B-1、B-2、B-3、C、D。

通常而言，标普认为短期信用因素和长期信用因素较为类似，然而对于投机级发行人，短期信用因素在流动性、事件风险、对商业环境变化的敏感性方面更为注重。标普制定短期投机级评级方法的目的是为了给市

场参与者更多关于投机级发行人的额外的信用质量指标。

短期投机级评级首先关注的是流动性，这是大部分投机级发行人短期信用质量的主导因素。此外，商业因素会根据公司所处行业的不同有所变化，可能包括如下因素：周期性因素如大宗商品的定价环境，潜在的监管变化或考核审查，潜在的法律因素，潜在的新产品，延迟引入产品的潜在原因如监管机构的批准，潜在的拓展新业务或者退出原有业务，重要的潜在竞争，以及其他的潜在事件风险。

在其他条件相同的情况下，流动性更好的公司最有可能获得短期投机级级别中的最高级别，因为他们可以依靠自己的流动性优

势以缓冲短期风险。级别为**BB+**的发行人甚至可能达到**A-3**的短期评级。尽管拥有强劲的流动性和其他短期内的行业有利条件，公司的长期投机级评级意味着在长期内有较为重大的风险，例如：易受经济低迷的国内经济周期影响，产品报废风险，预期的中期竞争发展，监管风险，法律风险，或其他类型事件的风险。

2. 短期投机级评级方法主要关注因素

标普的短期投机级评级在分析流动性时主要关注以下因素：

(1) 内部的流动性来源

——现金，有价证券

一个公司的现金头寸是其流动性的最可靠来源，但在分析现金时有一些特殊的地方需要注意。

首先，不是所有的现金头寸都能被视为盈余，因为几乎每个公司都必须保留一定规模的现金以用于日常经营。

其次，不能光看资产负债表的面值，原因包括：信息可能过期；由于现金使用受到契约限制、跨境税收速度较慢、新兴市场子公司受到外汇限制等原因，现金可能由子公司持有而控股公司不能够自由使用；现金已承诺将支付给某个项目等。

公司分类为有价证券的资产也可能并不具有充分的流动性，价格可能有显著地波动，受到会计的约束也可能没有定期按市价估量。有价证券需要在风险方面进行评估，包括信用风险、国家风险和汇率风险等。

因此，在分析一个公司的现金头寸的流动性时，标普将根据上面提到的因素评估现金头寸的质量和可用性，同时将仔细审查财务报表的附注和其他监管披露文件，了解流动性投资策略并直接访问管理层。

——现金流

一个公司产生自由现金流的能力是流动性的关键来源，自由现金流即营运资本和资本支出后剩余的现金流。现金流的分析框架包括：

运营收入：这个基本的现金流指标（营运资本调整和资本性支出前的现金流）根据对历史的审查以预测年度水平和相对波动率，包括季节性波动和商品价格波动影响。

营运资本/经营性现金流：根据公司的性质和经营周期，营运资本可以是现金流的关键使用者，也可以是潜在的现金流来源。对于季节性强和营运资本变化强的公司，例如零售商，标普关注高峰和低谷时营运资金的使用情况和相关的流动性需求和来源。一个公司可能暂时地从营运资本中抽取现金，例如通过保理业务或证券化的方式将应收账款兑现、清理不必要的库存、或延长对供应商的付款时间等。

资本性支出/自由现金流：标普在分析自由现金流时将预测公司需要维护的资本性支出，以及可能增长的资本性支出。在需要的情况下，有些较为灵活的公司也可能削减资本性支出。

（2）外部的流动性来源

——银行信用额度

对一个公司的银行信用额度分析包含了对所有相关因素的审查，包括：是否符合签约的承诺；合同有效期；当前和预估的使用额度和可获得的额度；银行团质量；银行对公司的支持程度；契约和触发机制分析等。

金融契约分析是投机级信用分析中至关重要的一环。标普要求受评公司提供所有银行贷款协议和债券条款的复印件，并审查发行人所提供的关于金融条款和合规水平的补充资料。

标普将审查历史合约履行情况，并对未来的合规性和履约水平做出预计。对于出现问题或者预期出现问题的公司将考察其获得豁免权或者修改条款的能力。标普还将审查违反金融条款的处罚情况，以确定公司是否触发了违约事件或债务超过限制。

此外，实质性不利变化的条款也将被审查，以确定在流动性短缺或其他危机的情况下公司对银行集团行为的影响程度。

对于投机级发行人而言，评级触发的额度变化将小于投资级发行人，但在BB或B水平中评级的影响将更为显著，例如将发行人的级别由BB-下调至B+将触发看跌期权或者银行抽贷现象。

——市场参与度

为评估一家公司的市场参与度，标普考察公司的债券市场和股票市场历史表现以及是否能在银行和资本市场获取资金作为参考。短期的现金流分析将包括融资的质量和

潜在的风险。

公司对证券化市场的参与度也将纳入考量，内容包括在证券化市场可能获得的流动性，以及被证券化的资产的本质（数量、质量和可售度）。

——出售非战略资产的能力

有市场价值的非战略资产可被视为流动性支持的后备力量，但是，在实际出售这些资产时将有一定的风险，因为这类交易的完结时间通常难以估计。

——母公司支持

尽管需要进一步的探究，但母公司支持也被视为流动性来源的一种。在分析母公司支持时，标普将考察母公司对于子公司或其它类似子公司的历史支持记录，子公司在母公司的战略地位和母子公司的交叉违约条款等。此外，随着母公司的经营和财务策略发生变化，母公司对于子公司的态度和支持力度也将随之改变。

（3）现金的使用

除了营运资本和资本性支出，短期内将使用现金的情况有如下几种：

——偿还到期债务

公司的债务期限安排是分析的重点，特别是短期内的债务，包括短期债务和一年内到期的长期债务。对于大多数投机级公司来说，市场融资是没有保证的，阶段性的市场流动性缺乏或者临时的信贷利差增加将使得公司的市场融资变得困难，或者昂贵。短期银行债务的滚动也需要重视。

短期信用评级级别高的公司有充足的现金对近期的到期债务进行覆盖，或有良好的再融资计划。

尽管在短期评级时强调的是未来12个月的时间内的信用情况，但不意味着债务到期日在12个月之后的债务不需要分析。如果一家公司能够为未来18个月内到期的债务偿还提供良好可靠的策略直接偿还或通过再融资的方式偿还，则可能在短期评级内取得较高的级别。

对于短期信用评级级别较低的公司，债务到期的具体时间更为重要，通常按照月度的频率分析公司的债务到期情况；对于流动性更差的公司，需要建立具体日期的到期日模型进行分析。

除了银行借款和债券，其他金融债务也将被纳入分析，包括租赁和或有义务。

——股息

预期的普通股和优先股股息将被视为预期要使用的现金。为了保持在股票市场的声誉，一个有着良好付息记录的公司很少会有减少股息派发的行为。

——收购

在现金流预测时还将考虑近期的收购计划和融资策略。对于比较激进的公司，标普可能在没有特定收购目标的情况下，做一个关于收购的基本假设。

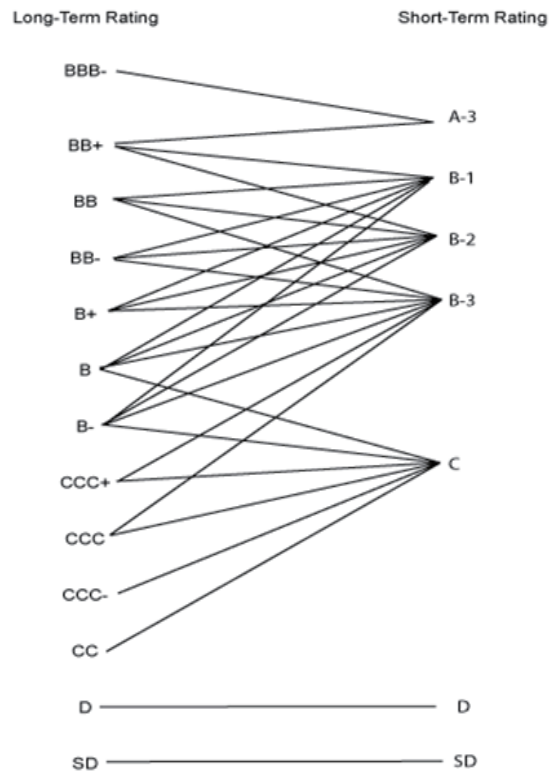
——其他

其他可能使用现金的情况包括：养老金、债务产生的衍生品（保证金）、或有债

务、债券回购、诉讼、环境义务等。

3. 短期投机级评级与长期评级的对应关系

Short-Term Speculative-Grade Ratings:
Proposed Correlation With Long-Term Ratings



（二）穆迪高收益债券信用评级方法

1. 投机级流动性评级方法概述

穆迪于2002年9月发布了投机级流动性评级方法（Speculative Grade Liquidity Ratings, SGL评级），该评级是为投机级债券发行人提供的短期评级，等级体系从SGL-1（非常好）到SGL-4（弱）。穆迪的投机级流动性评级主要考虑接下来的12个月内，发行人从内部资源产生的现金流和从外部资源获取的融资能否偿还相应期间内的债务，该评级方法具有以下特点：

在长期债务和发行人评级中，穆迪均考虑流动性因素。SGL评级从现有的评级中剥离出流动性，以作特别阐释；

发行人违约通常由于缺乏履行偿还的能力或者意愿。SGL评级强调发行人偿还的能力，而不考虑其相关意愿；

SGL评级时针对投机级发行人的短期评级，同时不牵涉到商业票据市场；

SGL评级和长期评级没有映射关系，所以具有相同级别的发行人可能有不同的SGL评级；

SGL评级反映了发行人从内部资源产生现金流的能力，以及对于外部资源的依赖度和获取能力。

2. 投机级流动性评级分析框架

穆迪进行SGL评级将分析发行人的营运现金流、目前的和预期的现金余额、内部资源和其他流动性来源。该方法的核心内容是发行人未来12个月内预计的现金流和现金债

务。穆迪根据一系列因素来评估发行人营运现金流的潜在波动性，包括由于行业周期性的营运现金需求、发行人的竞争地位和再投资的需求。

考虑到实际现金流可能达不到预期的情况，穆迪将评估其他公司可用的外部流动性资源覆盖意料之外的现金流短缺的情况。对于一个投机级发行人，最重要的外部流动性来源的就是银行的贷款额度，穆迪主要分析可能对公司使用额度产生影响的实质性不利变化条款、触发条款和其他形式的限制。SGL评级时通常假设金融契约没有被修改，以及贷款人不会违反契约。

另一个在分析其他流动性时考虑的因素是发行人的资产受限程度。具有大量未受限资产的发行人具有更好地财务灵活性。另外，当发行人使用自身所有资产以确保债务的偿还时，将缺乏财务灵活性。

SGL评级同时考虑发行人可以出售多少资产、产品线或部门。一般来说，只有短期内极有可能卖出的资产会被视为短期流动性来源。另外，为确定资产的变现价值，将对其进行审查。

SGL评级时假设发行人在短期内将不从市场融资，并预计长期债务的偿还将由营运现金流或建立现金余额承担。发行人如果推迟再融资并容忍大额当期债务将增加其对市场的依赖度。如果在未来12个月内需要从市场融资将对SGL评级产生负面影响。在债务到期前对到期日进行管理将对发行人的流动性评级产生积极影响。

SGL评级也不将未来可能的收购纳入考虑范围，穆迪不会预测是否存在收购行为和

其对流动性的潜在影响程度。大规模收购（或合并）由于会改变发行人的流动性将被视为离散事件，在事件宣告时SGL级别将进行调整。然而，如果发行人已经公开公告在短期内将进行收购行为，SGL评级将对潜在

购买资产的规模、支持购买的可用资源和发行人在历史上收购时流动性的保持情况进行分析。

三、高收益债券市场发展和信用评级国际经验对我国的借鉴意义

（一）高收益债券市场发展国际经验对我国的借鉴意义

1. 进一步完善市场基础性制度

高收益债券之所以能够在美国首先发展并成熟起来，主要是得益于美国债券市场较为完善的市场基础性制度安排和设施，包括良好的法律环境和司法程序、较为发达的信用评级体系、完备的信息披露制度和会计审计制度，以及高效的交易结算系统等。

完善的基础性制度和设施是债券市场发展日趋成熟的表现，一系列基础性制度和安排的建立为高收益债券条款的充分执行提供了保障，降低了违约事件的发生概率以及违约损失率，为违约事件的处理和解决提供了法律依据和制度上的保证，促进整个高收益债券市场的健康发展。

当前，要发展我国的高收益债券市场，应针对高收益债券违约概率较大的特征，着重在风险防范、监测、处置方面加强系统性制度建设，完善市场激励约束机制和市场基础设施，特别是在信息披露、中介机构的独立性、危机化解制度、法律制度和有效实施等方面，对相关权利人尤其是债券持有人进行有效保护。

2. 根据市场需求推动创新

随着金融市场的发展，简单地通过规避信用风险较高的债券品种的方式实现风险管理手段已经不能满足投资管理的需要。信用风险交易市场的缺失，会使投资者缺乏有效的信用风险对冲工具，降低债券投资对不同投资者的适用性，又反过来会限制债券市场的发展。信用风险衍生产品创新，使信用风险具有价格和流动性，使信用风险的有效管理成为可能。

美国高收益债券市场的兴起和发展在一定程度上是在经济结构转变、企业融资需求强烈以及投资者更高投资回报要求的情况下，市场积极创新的结果。而信用违约互换（CDS）和债券抵押债务凭证（CBO）这类信用衍生产品的推出，有效转移和对冲了信用风险，不仅有利于一级发行市场的发行，也有利于二级交易市场流动性的提高，从而促进了高收益债券市场的发展。

目前，我国的成长型中小企业对于资金的渴求很强，即便是处于高速发展期也能承担较高的融资成本，而其具有的高速成长的特征，对于改善企业的信用资质非常有利，由于具备了这样的信用跃迁惯性，可以满足

投资者获得高收益的预期。因此，我国的债券市场经过多年的发展，已经基本具备了发展高收益债券的基础条件，应该积极探询和结合投资主体和发行主体的具体需求，在风险可控的原则下推出符合当前市场环境的高收益债券和信用衍生品。

3. 进一步完善私募发行以及合格投资者制度

在美国市场中，私募发行是高收益债券的主要发行方式。建议借鉴美国144A规则，进一步完善我国私募债券的发行、定价、交易和流通机制，严格限定投资者的范围和交易方式。

私募作为一种发行灵活便捷、成本较低的资金募集方式，非常适合有特定融资需求或不宜于公募融资的中小企业。和公募债券及银行贷款相比，债券私募发行能够提供差异化的债券融资和证券投资渠道，而且一旦归入私募债券发行的范畴，则能够享受相关法律规定的投资者保护和反欺诈条款的保护，它比一般的根据民事法律享受的合同法律保护对于投资者更加有利。因此，私募发行制度可以作为我国发展高收益债券市场的一条重要途径。

目前我国发行私募债券所涉及的市场较多，市场信息较分散且不完整。为了便于对私募债券市场加强监管，提高市场透明度，建议我国建立统一的私募债券交易信息监测平台，以便能够掌握更全面的信息，更好的进行风险防范和管理。

另外，考虑到高收益债券风险相对较高的特点，发行对象应主要限于合格投资者。美国高收益债券的投资者主要是具备较

高的风险识别、风险管理和风险承受能力的机构投资者，这些投资者主要包括保险公司、高收益共同基金、养老基金等多种投资机构。目前我国债券市场仍缺乏高风险偏好型投资机构，因此我国发展高收益债券市场应注重培育和发展高收益债券的合格投资者，促进投资主体的多元化，拓宽投资者的投资渠道。

（二）高收益债券信用评级对我国的借鉴意义

从国际经验来看，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。相比普通债券，高收益债券具有高信用风险特征，也更注重发行主体的流动性，因此强制要求对其进行信用评级符合我国目前的实际发展要求，可以为投资者的风险识别和监管部门的风险监测提供参考。

与欧美债券市场相比，我国债券市场起步较晚，相关的债券发行人主要为资质较好、规模中上的企业，虽然近年来发生多单债券违约情况，但目前违约企业占整体债券市场的比重仍处于很低水平，与国际债券市场多层次的信用违约结构有所不同，因此国内债券市场在发行人的广度和深度方面与国际债券市场存在一定差距，尚不能完全满足风险偏好较高、关注高收益债券的投资人需求。

进一步看，开拓高收益债券市场为债券市场扩大债券规模、丰富各类债券产品及投资人构成的未来趋势，对评级机构发展及改善评级级别具有如下借鉴意义：

第一，开拓高收益债券市场有利于完善

评级机构的技术体系。

目前国内评级行业的评级技术研究仍处于快速发展阶段，与相对成熟的国际三大评级机构存在一定差距。开拓高收益债券市场可以进一步加强国内评级机构评级技术的实际实践，完善国内债券市场的信用评级序列，丰富利差分析、等级迁移分析等信用评级检验的样本，进一步提升信用利差等市场检验及反馈机制的研究水平。

第二，开拓高收益债券市场有利于提升评级机构的公信力及地位。

信用评级的公信力为信用评级信息中所体现的专业能力和社会责任性，是可信度和专业度的结合。由于目前债券发行人主要集中于AA-级及以上的信用等级，加之部分媒体的误导性报道，公众对评级机构的可信度、专业性存在一定的质疑，与国际三大评级机构相比国内信用评级机构的公信力较为有限。

在成熟的市场环境下，信用评级机构的信誉价值随着信用评级公信力的增强而提高。当信用评级产品被公众所普遍认同时，就具有市场生命力，从而得以持续发展。由于信用债市场为公众了解评级信息的最主要渠道，开拓高收益债券市场有助于向公众及投资者展现较为完整的评级序列层次，有助于消除针对信用级别分布的部分偏见，有助于提升公众对评级机构的认知，从而保持了评级行业的市场生命力。