

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

中国高收益债系列研究（一）：市场结构及交易现状研究

摘要

中国虽然没有正式推出国际标准定义下的高收益债券(垃圾债)市场,但在宏观经济稳增长承压和信用债违约事件频发的背景下,中国的高收益债券事实上不仅存在,且已具有一定规模。其独有的高收益率特征对投资者构成一定吸引力,但其中不少债券的高风险与高收益并存的现实,又对投资者进场投资添置了一道屏障。

本文从截至2019年一季度末的1.7万多只公司债、一般企业债、一般中期票据、定向工具、短期融资券存量中,选取了608只上清所估价收益率不低于8%的高收益债券。这批债券主要分布于公司债、一般中票等券种,主要分布于建筑装饰、房地产、综合、采掘等行业,所属企业以民营企业和地方国企为主。这608只债券有9.05%的债券已发生违约,尤其收益率超过50%的债券违约比例高达50%。

从高收益债券投资交易实践来看,其整体交易活跃度弱于信用债整体情况,折射高风险对投资者带来一定屏障,同时表明该市场有待发展完善。从交易的结构差异来看,一方面,不同券种性质影响市场交易,由于期限短、收益率上涨快,同时违约债券较少,短融成交活跃度显著强于定向工具、私募债。一方面,超高收益率(大于50%)债券尤其违约债券大多“有价无市”,稍高收益率(8%至20%)债券成交活跃,表明收益率稍高同时流动性较强的高收益债券值得投资者重点关注。

相关研究报告:

- 1.《为何账面“货币资金”充裕,却频频发生违约——财务风险真实案例点评》, 2019.04.02
- 2.《2018年债市运行特点与2019年展望》, 2019.02.21
- 3.《国内存量高收益债券市场特征及信用风险研究》, 2018.05.05

目前高收益债券在中国债券市场不仅事实上存在，而且已经具备一定的市场规模。其独有的高收益特征以及大部分债券并未实质违约、部分债券交易活跃等现象，对债券投资者形成一定的吸引力。客观而言，促进中国高收益债券市场的发展，不单有利于满足投资者对高收益的需求，也有利于丰富和完善中国债券市场层次结构，满足信用资质不高的民营企业融资需求，更好地发挥民营经济在稳增长、调结构、促转型、惠民生等多角度的作用。

本文在明确高收益债券定义基础上，依据这一定义，从中国债券市场截至2019年3月底的一般企业债等5类存量信用债之中，筛选出了608只高收益债券，展示了中国高收益债券市场的结构性差异，并聚焦分析中国高收益债券投资交易实践，评述了交易市场运行特征，以供潜在投资者投资决策参考。

一、高收益债券概念界定再思考

高收益债券在海外又称垃圾债券（Junk Bond），是指信用评级主要为投资级以下的高信用风险债券，以及未被评级但信用资质相当的债券，此类债券相对于投资级债券而言一般具有更高收益率。根据标普、穆迪和惠誉的信用评级序列，国际市场上的高收益债或投机级债券一般为评级在BB+及以下的债券。同时，由于中国债券市场主体评级区分度不强，级别虚高现象客观存在，中国的高收益债券不适用依据信用级别高低进行筛选，而应依据债券收益率高低进行筛选。

本文将截至某个考察日的上清所估价收益率不低于8%的信用债券定义为高收益债券。这一界定，主要基于以下几方面考虑：（1）采用绝对收益率进行统计操作相对便捷，结合中国信用债的二级市场收益率分布来看，8%的收益率门槛能直观反映此类债券的“高收益率”特征（详见下文分析）。（2）采用第三方估值收益率相对收盘到期收益率较为“公允”，而收盘到期收益率的公允性取决于该券成交活跃、报价合理等情形，如果该券自发行以来没有成交记录，或者最近一笔成交距离考察日时间较久（例如超过半年甚至1年），或者单笔交易存在报价不合理，同时该券近期存在的信用风险较发行当年或者最近一笔交易时已发生显著变化，都有可能影响收盘到期收益率计算结果有欠公允。（3）从8%的收益率门槛与国债到期收益率比较来看，金融危机复苏以来，自2010年至今，剩余期限为1至10年的中债国债到期收益率主要集中在2%-4%范围内波动，剩余期限为1个月至9个月的中债国债到期收益率也主要集中在此范围波动¹，因此选取8%的绝对收益率作为高收益债最低门槛，所选债券较同考察日、同久期国债的利差一般至少超过400个BP²。（4）监管机构尚未给出高收益债券的权威定义，而业界对高收益债券的概念界定存在分歧，但基本上可以划分为绝对收益率观、相对收益率观两派论点，实际上两派论点各有优劣，不存在哪类观点具有绝对合理性。

¹ 2010年以来至今，仅在2013年6月、2013年11月至2014年1月，受流动性紧张、超预期的资本外流、市场情绪不稳定等影响，剩余期限1、2、3个月的中债国债到期收益率出现异常波动，达到4.6%-6.5%左右的高峰，且与剩余期限为1、2年期等更长期限的中期国债到期收益率呈现出利差倒挂现象。

² 本文选取的608只高收益债券，久期分布在6天至9年。其中，414只债券久期在1至9年，平均久期2.76年；194只债券久期不足1年，平均久期约半年。

需要补充说明一点，远东资信微信公众号曾于2018年5月发布的《国内存量高收益债券市场特征及信用风险研究》，将高收益债券的概念界定为——截至考察日的债券收盘到期收益率不低于同期限的国债到期收益率 500BP 的债券，并认为收盘到期收益率反映了该只债券在收盘日的预期损益，而估价收益率代表第三方认为该只债券在考察时点的“公允”价值。但基于近期我们对高收益债券运行的统计分析等实证研究，以及上述至少4个方面的考虑，本文采用上述绝对收益率的定义。

二、中国高收益债券样本选取过程

本文关于高收益债券样本选取的具体范围涵盖：**公司债、一般企业债（不含集合企业债）、一般中期票据（不含集合票据）、定向工具、短期融资券**共计5类信用债（简称**5类信用债**）。样本选取过程基于以下几点考虑：

一是5类信用债的一、二级市场利率相对国债、地方债、国开债、商业银行普通债、同业存单、政府机构支持债等其他券种明显更高（见图1）。同时，5类信用债中的高收益率债无论数量、占比均较其他信用债更高（见图2）。

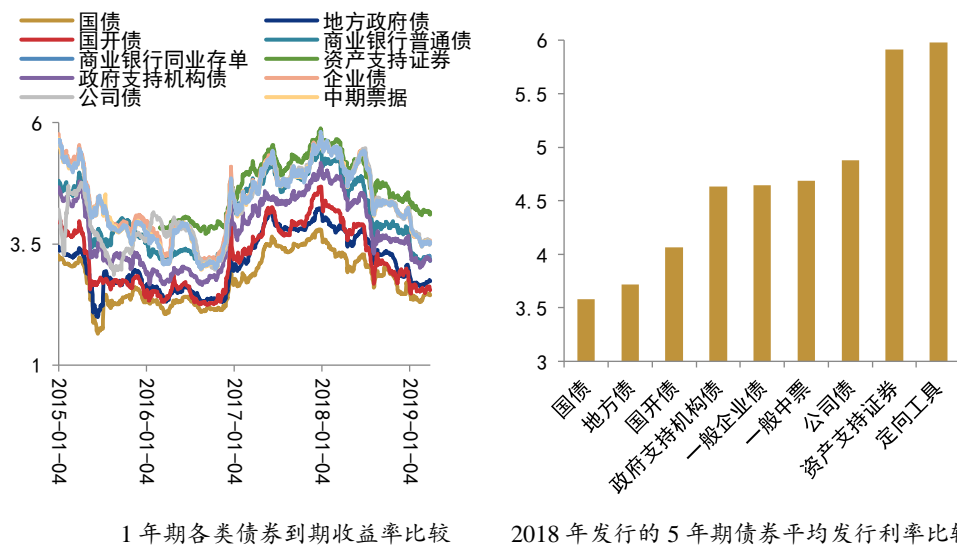


图1：各类债券的一、二级市场利率比较（%）

注：1年期各类信用债、地方债均为AAA级；5年期债券中，除国债、国开债以外，其余均为AAA级债券。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

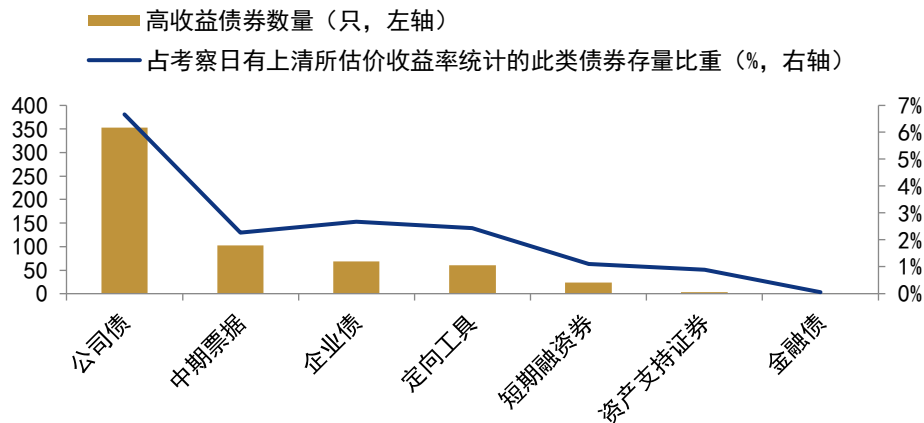


图2：各类存量信用债中的高收益债券数量及存量比重

注：截至考察日（2019年3月29日）的存量国债、地方债、政府支持机构债、国际机构债均无高收益债，可交换债、可转债没有上清所估价收益率数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二是5类信用债的信用风险相对较大。根据截至2019年一季度末的违约债券数量统计，中国债市的违约债券主要由私募债、一般公司债、一般中期票据、定向工具等构成（见图4）。三是考虑发行主体的单一性，以便统一展开发行主体研究，一般企业债、一般中期票据分别与集合企业债、集合票据比较而言，前者发行主体单一，本次统计未将集合企业债、集合票据纳入。四是考虑发行主体与债务主体一致性，以便展开发行主体信用风险等研究。资产支持证券尽管收益率相对其他信用债较高（见图1），但未纳入本次统计范围，因其发行方式等业务流程和5类信用债有明显差异，高收益资产支持证券和高收益5类信用债不宜一并统计。

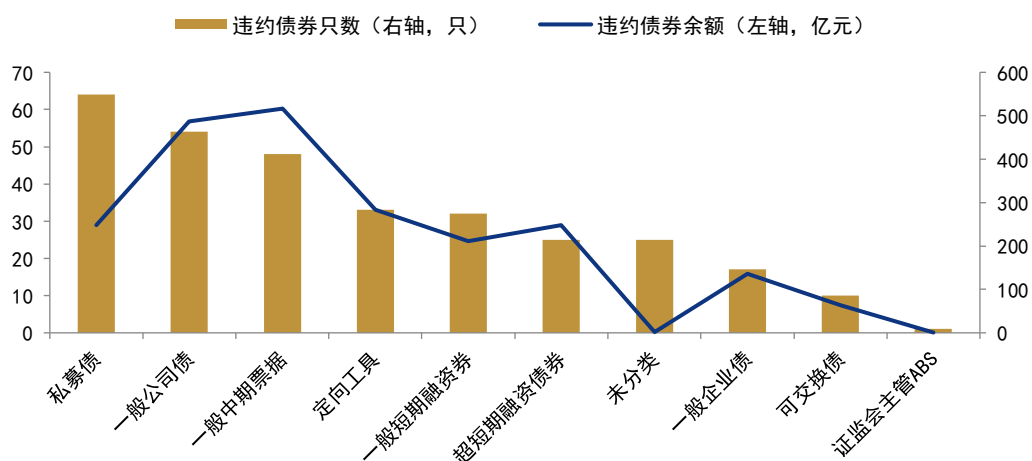


图3：中国债市违约债券分布情况（201401-201903）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

本文从截至2019年一季度末的1.7万多只公司债、一般企业债、一般中期票据、定向工具、短期融资券等5类信用债券存量中，选取2019年3月29日（简称考察日，2019年3月30日、31日为周末，没有上清所估价收益率统计）的上清所估价收益率³大于或等于8%的债券作为高收益债券，合计样本608只。样本债券截至考察日的上清所估价收益率排名居于这5类存量信用债的上清所估价收益率的前3.6%。样本债券在考察日产生交易的有46只，占样本量的7.57%，2019年一季度有成交记录的（192只）占样本量的31.58%，2018年初以来有成交记录的（369只）占60.59%，表明还有相当一批债券近期没有交易。

三、当前中国高收益债券市场结构特点

（一）主要分布于公司债、一般中票等券种

图2显示，从全体信用债来看，截至考察日，存量信用债中的高收益债主要分布于私募债、一般公司债、一般中票、一般企业债、定向工具等券种。这些券种成为高收益债“密集区”有以下几点原因：一是总体存量较大，截至2019年一季度末的全体信用债中，私募债、一般公司债、一般中票、定向工具的余额占全体信用债余额比重分别为10.94%、10.92%、18.41%、10.23%。二是受债券本身特征影响，例如，私募债、定向工具拥有非公开募集、二级市场流动性较弱（见图13）、发行主体实力相对较弱等特点，而且大部分（私募债、定向工具分别为56.32%、98.77%）未公开信用评级，使得这批债券投资者需要面对较高的信用风险。三是与发行企业所在行业及企业自身信用风险等有关，很多企业隶属于建筑装饰、房地产、采掘、有色金属、化工等周期性行业。

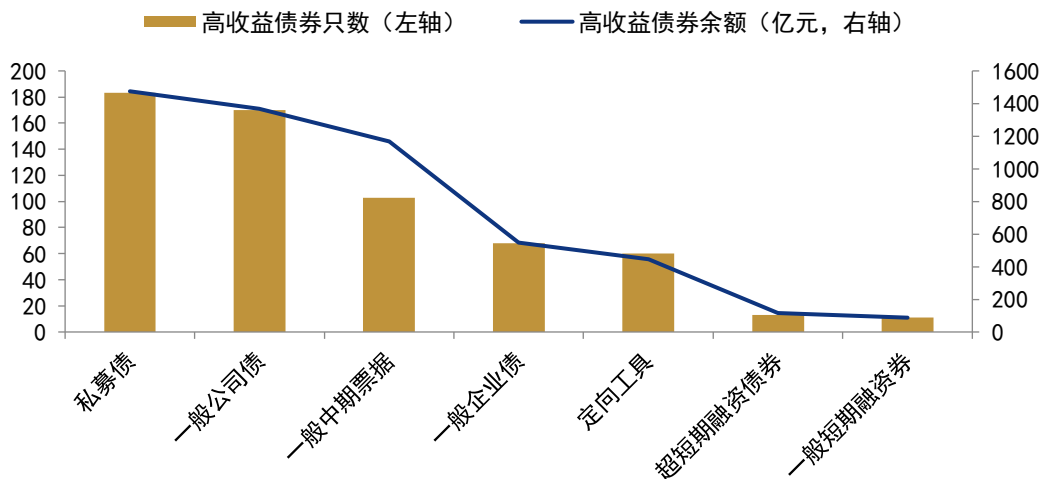


图4：2019年一季度末存量高收益债券结构

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

³ 凡是通过 Wind 资讯查找的在 2019 年 3 月 29 日上清所估价收益率低于 8% 的债券，包括为 0（或表明没有数据统计）的债券，不管之前的估价收益率如何，不管是否属于违约债券，都一律不纳入本次统计的高收益债券样本。

(二) 主要分布于建筑装饰、房地产、综合、采掘等行业

本文所选的 608 只高收益债券的发行企业合计为 253 家，有 248 家企业隶属于图 5 所示的 26 个按申万行业标准分类的行业。其中，高收益债发行企业数量较多的行业从多到少依次为——建筑装饰、房地产、综合、采掘、商贸、化工、交通运输、公用事业等行业，前述建筑装饰等 8 类行业企业数量合占 253 家发行企业的 66.8% (见图 5)。

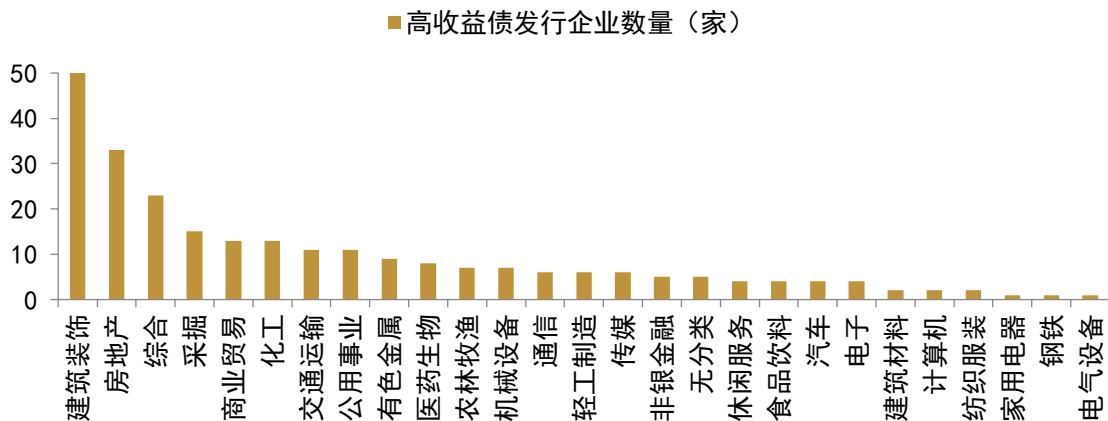


图 5：存量高收益债券发行人隶属行业分布情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

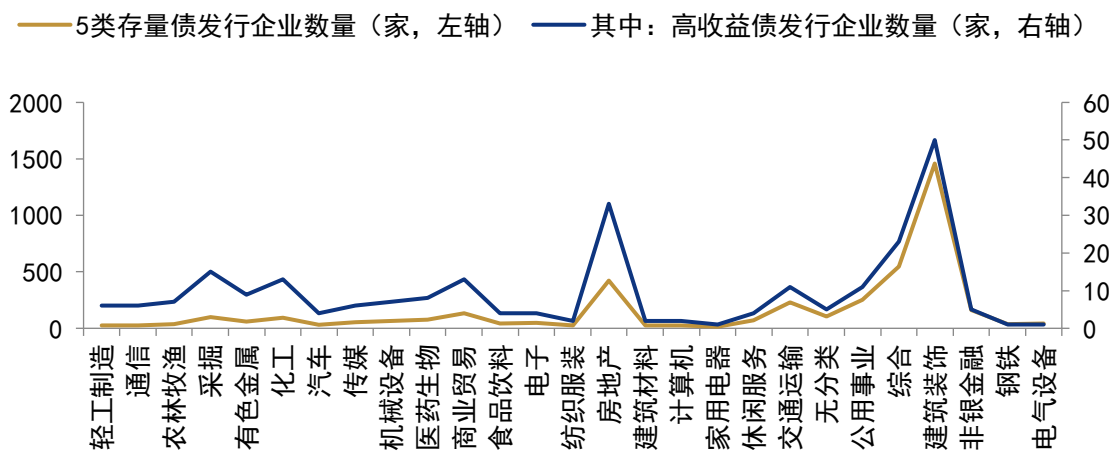


图 6：各行业截至 2019 年一季度末的 5 类信用债和高收益债发行企业数量比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 6 统计了各行业截至 2019 年一季度末的 5 类存量信用债和其中高收益债的发行企业数量比较，二者（5 类信用债发行企业数、其中高收益债发行企业数）相关性系数高达 0.92。这表明，建筑装饰、房地产、综合、采掘、商贸、化工、交通运输等行业高收益债发行企业数量居多，主要原因系存量债券发行企业基数较大。图 6 所采集的统计数据同时表明，轻工制造、通信、农林牧渔、采掘、有色金属、化工、汽车等行业中，高收益债券发行企业密

集程度较高，占行业企业比重均高于12%；休闲服务、交通运输、公用事业、综合、建筑装饰、非银金融、钢铁、电气设备等行业中，高收益债券发行企业密集程度较低，占比均低于6%。这与近期国民经济稳增长压力加剧背景下，周期性行业等不同行业发展以及每家企业个体发展情况等因素有着一定关系。

（三）发行主体以民营企业和地方国企为主

253家发行人的所有制属性如图7所示，民营企业和地方国企是高收益债券发行主力军，二者分别为119家、101家，分别占据全样本的47.04%、39.92%，合占86.96%。其次为外资企业17家，占6.72%。119家民营企业以从事房地产、综合、化工、建筑装饰、商业贸易、医药生物等行业居多，实际控制人为个人的占据绝大部分（Wind资讯数据有显示的为99家）。101家地方国有企业主要从事建筑装饰、采掘、交通运输、综合、公用事业、房地产等行业，实际控制人为地方政府、地方国资委的占多数（Wind资讯数据有显示的为58家）。

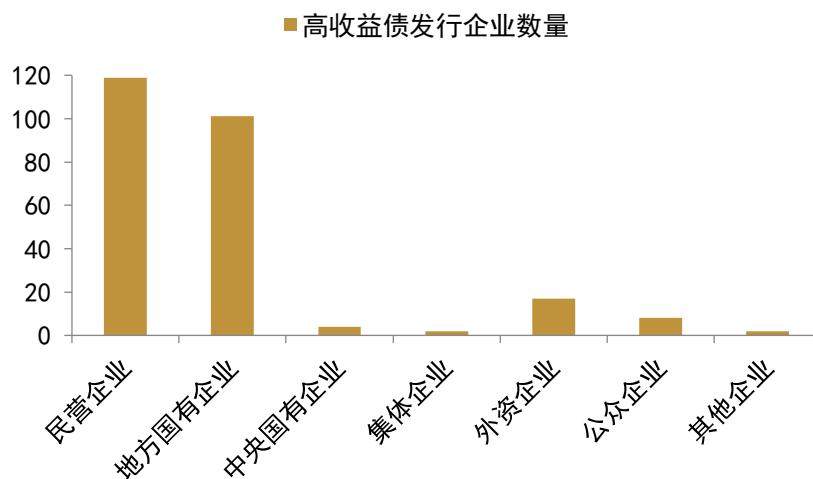


图7：不同所有制的高收益债券发行企业数量（单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）北京、广东、山东、辽宁等地高收益债券数量居多

图8显示，北京、广东、山东、辽宁、河北、海南等地的高收益债券发行企业数量、存量高收益债券余额较多。北京高收益债发行企业分布在建筑装饰、房地产、商贸、通信、传媒等行业（以民营企业居多），包括东方园林、洛娃科技、中城建等违约企业。广东高收益债发行企业分布在房地产、医药生物、交通运输、轻工制造、通讯等行业（以房地产企业居多），包括中兴通讯、康美药业等企业，大部分为实际控制人属于个人的民营或外资企业。

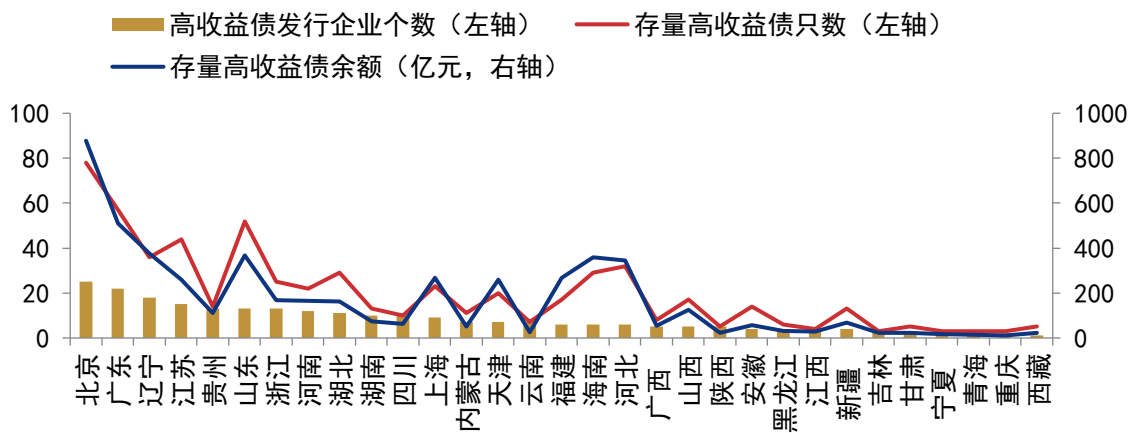


图8：存量高收益债券及发行企业的区域分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图8所示的各地区存量高收益债券及其发行企业分布的不均衡性，主要原因系图9所示的各地区5类存量信用债的发行企业基数差异。图9所统计的数据显示，全国各地区截至考察日的5类存量信用债发行人数量与其中高收益债发行人数量相关性系数达到0.72，表明高度正相关。而相关性系数不算很高，客观上反映了各地区截至考察日的5类存量债券发行企业中，高收益债发行企业密集程度（高收益债发行企业数/5类存量信用债发行企业数）存在一定的高低差异（如图9所示）。其中，重庆、安徽、江苏、浙江、江西、四川、福建等地高收益债发行企业占比均低于5%，明显以东部地区为主；而海南、辽宁、西藏、内蒙、黑龙江、青海、宁夏、贵州等地高收益发行企业占比均超过10%，明显以西部地区为主。

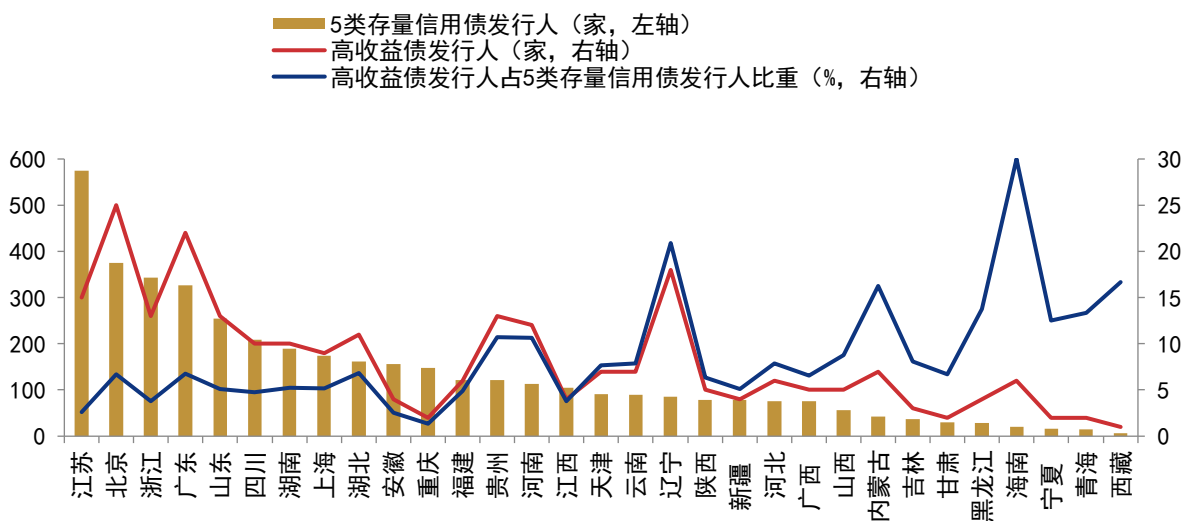


图9：各地区截至2019年一季度末5类存量信用债及高收益债发行人数量比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(五) 债券期限以3、5年期居多，久期以2年以内居多

608只高收益债券有24只属于短期融资券（见图10），发行期限包括7个月、9个月、1年期，以12只9个月的超短融、11只1年期的一般短融居多。24只短期融资券的发行利率为5.28%至8.7%不等，截至考察日的估价收益率为8.2%至425.52%不等，较发行利率上涨最低119.19个BP，最高42000多个BP⁴。短期融资券在较短时间内收益率相对发行利率显著增长，且违约债券数量占比相对一般中票、公司债、定向工具较少（见图11），对投资者有一定的吸引力。除短融之外，其余584只高收益债券的发行期限以3、5年期居多（见图10）。截至考察日，584只非短融类高收益债券中，剔除估价收益率超过100%的个券和违约债券，505只债券平均每只债券估价收益率超过发行利率688.27个BP⁵。这505只债券之中，50只债券的估价收益率较发行利率下跌，跌幅2.45-87.71个BP，454只债券收益率较发行利率上涨或持平，涨幅最低1.12BP，最高9180.72个BP⁶。

从高收益债券的久期来看，截至考察日，608只高收益债有194只将于1年内到期，148只在1-2年内到期，2年内到期的高收益债券合计342只、合占56.25%；266只债券的久期超过2年。

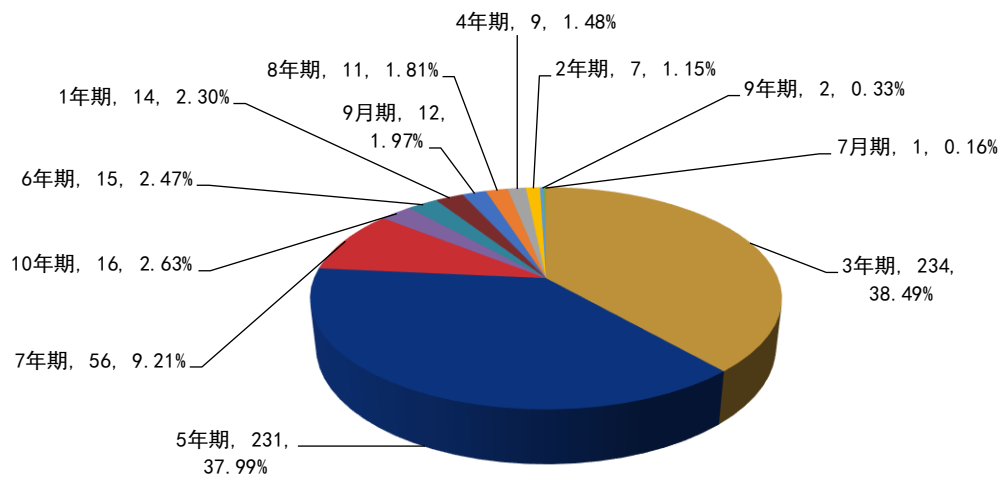


图10：608只高收益债券的发行期限结构图

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

⁴该券为18康美CP002，康美药业曾曝光财务造假、债务风险等负面事件，但据Wind资讯违约债券报表数据，该券未发生违约。

⁵二级市场利率与发行利率虽都属于年化收益率，但是待偿期不一致，时点不一致，因此严格来说缺乏可比性，数据仅供参考。

⁶13江泉债2013年5月发行利率6.7%，受发行人信用质量等影响，截至考察日的估价收益率为98.51%。该券虽未违约，但发行人华盛江泉集团有限公司的“江泉暂停”、“12江泉债”均发生实质违约。

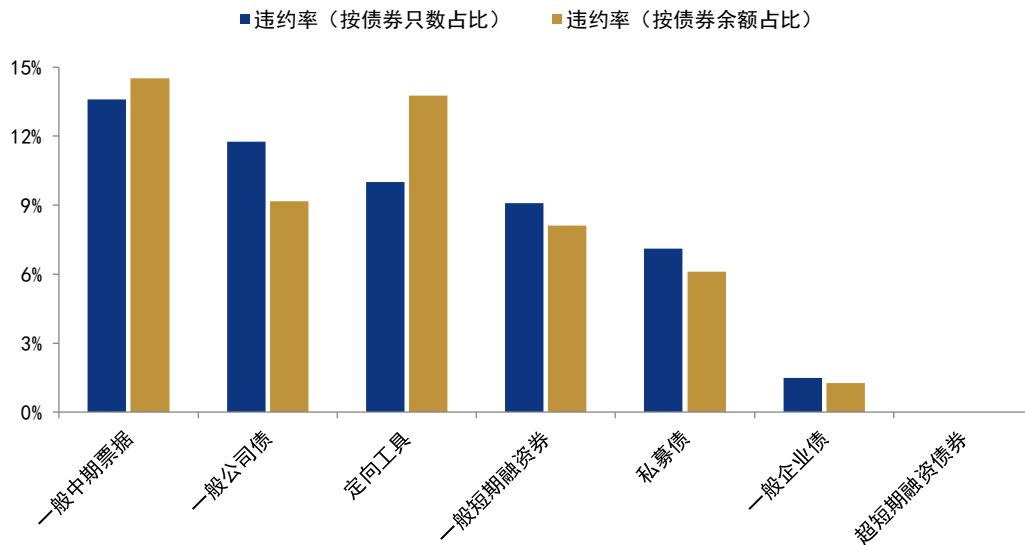


图 11: 各类高收益债券的违约率统计

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(六) 收益率高低分化严重, 超高收益率债券系违约“重灾区”

截至考察日, 608 只高收益债券的上交所估价收益率高低分化显著, 最低 8%、最高 2437.41%。这 608 只高收益债券之中, 除收益率低于 20% 的债券违约风险相对较低之外, 收益率超过 20% 的债券基本上收益率越高, 违约风险越大, 尤其收益率超过 50% 的债券系违约“重灾区”。具体统计分析如下。

表 1 关于不同估价收益率分段的高收益债券信用状况对比表明, 收益率位于 8% 至 20% 区间的高收益债券 (简称稍高收益率债券) 尽管数量居多, 但是没有一单发生违约, 其信用评级状况相对较佳, 表现为投机级债券 (指 BB+ 及以下, 下同) 占比、主体评级向下迁移率均较低。但估价收益率跨越 20% 的门槛之后, 基本上收益率越高, 意味着债券违约风险越大。尤其收益率超过 50% 的超高收益率债券有 5 成发生违约, 其信用评级状况也明显较差, 表现为投机级债券占比、主体评级向下迁移率均较稍高收益率债券大幅度提升。由此可见, 超高收益率债券 (指收益率超过 50% 的债券) 的高收益与其高风险相匹配, 造成债权人无法及时收取本息的可能性显著加大。

表 1: 高收益债券的上交所估价收益率分布与相应信用状况统计

上交所估价收益率分段	样本券只数 (分析违约券)	其中违约券只数	违约券占比	样本券只数 (分析信用评级)	考察日主体评级 BB+ 及以下的债券占比	主体评级向下迁移率 (发行日至考察日)
8%-20%	441	0	0	427	1.17%	13.11%
20%-50%	97	20	20.62%	96	42.71%	59.38%
50% 以上	70	35	50%	70	85.71%	88.57%

上清所估价收益率分段	样本券只数(分析违约券)	其中违约券只数	违约券占比	样本券只数(分析信用评级)	考察日主体评级BB+及以下的债券占比	主体评级向下迁移率(发行日至考察日)
合计	608	55	9.05%	593	29.34%	17.88%

注：上清所估价收益率、违约债券数量均为截至考察日的统计，估价收益率分段为区间值的，含左边值，不含右边值。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(七) 上市后信用资质整体有所下沉，评级序列与收益率明显呈现负相关

信用评级符号是债券信用质量的直观反映，样本高收益债券从发行日至考察日的债项信用等级迁移结果显示，高收益债券以级别稳定占多数，等级迁移的债券以向下迁移为主，表明样本高收益债券的信用资质整体有所下沉。具体统计过程如下。

608 只高收益债券之中，由于短融类高收益债券违约比率较低（见图 11）、存续期较短、评级序列（A-1 到 D）与其他债券不同，并且由于一批样本券的发行日、考察日没有公开债项评级数据，本文重点分析 445 只非短融类高收益债券从发行日至考察日信用等级迁移情况。图 12 显示，这 445 只债券发行时评级仅包括 AA、AA+、AAA 共计 3 个等级符号，以 AA 和 AA+ 为主；截至考察日的评级涵盖了从 AAA 到 C 共计 14 个等级符号，以 AA+ 和 AA 为主，表明信用等级明显有所分散，其中被评为 BB+ 及以下的占 18.88%。这 445 只债券的信用等级稳定率为 58.65%，向下迁移率为 31.24%，向上迁移率为 10.11%，表明其上市后的信用质量整体有所下沉。从实际违约情况来看，向上迁移的债券没有违约记录；级别稳定的债券中，违约债券占比 0.77%⁷，向下迁移的债券中，违约债券占比 29.5%。

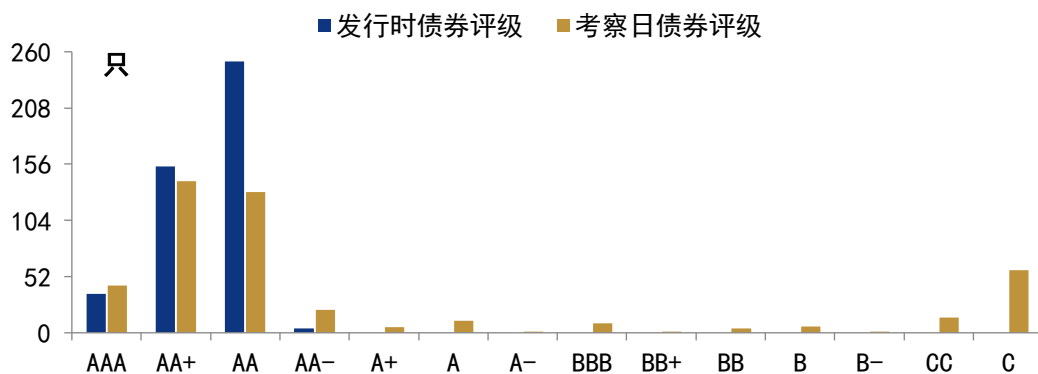


图 12: 445 只高收益债券发行时与考察日的债项评级分布比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

⁷ 261 只级别稳定的债券中，“16 秋林 01、16 锡洲 01” 共 2 只分别于 2019 年 3 月底、2018 年 8 月 24 日暴露违约的债券，发行时债项评级均为 AA，违约当日以及本文所指考察日的债项评级均维持 AA。

此外，表2关于409只收益率位于8%-100%区间的高收益债券统计显示，从群体特征对比来看，信用等级较高（如AA以上）的债券，其估价收益率普遍较低（中位数在8.83%-10.22%）；信用等级偏低（如BB+以下）的债券，其估价收益率则普遍更高（中位数在24.16%-42.48%）。如对信用等级分布从高到低排序，每增加1个级别增1分，从C到AAA分别赋予1至19分，则这409只债券的信用等级与估价收益率的相关性系数为-0.72。由于每只个券的估值收益率、信用评级的具体决定因素有很大差异，因此这一结论仅帮助投资者了解高收益债券收益率与信用评级关系的群体印象特征。

表2：高收益债券的评级序列与估价收益率之间的映射关系

债券考察日信用等级	样本债券数量（只）	考察日上清所估价收益率分布（%）	上清所估价收益率中位数
AAA	44	8.03-15.15	9.90
AA+	140	8.01-42.21	10.22
AA	124	8-26.46	8.83
AA-	21	8.06-25.39	14.10
A+	5	8.84-14.04	9.77
A	11	11.72-43.67	23.33
A-	1	10.44	10.44
BBB	9	8.39-22.96	17.94
BB+	1	24.16	24.16
BB	4	44.65-98.51	47.75
B	5	9.77-31.27	27.32
CC	11	19.62-80.32	30.37
C	33	24.26-80.65	42.48

注：剔除截至考察日上清所估价收益率大于100%的债券。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、中国高收益债券投资交易实践分析

目前，中国高收益债券的二级市场活跃度呈现结构性分化，一定程度上反映出投资者交易的倾向性和避险意识，可为潜在投资者入手高收益债券提供一定的参考。

（一）交易活跃度弱于信用债整体情况，折射高风险对投资者进场添置屏障

本文统计的高收益债券整体交易活跃度弱于5类信用债整体交易情况。（1）从截至2018年末的统计来看，578只高收益债券余额5134.95亿元，全年成交额2252.80亿元，全年换手率43.87%，全年有交易的债券349只，数量

占比 60.38%。而 2018 年 5 类信用债的换手率为 69.22%、交易券数量占比为 72.8%。(2) 从截至 2019 年一季度末的统计来看, 608 只高收益债券余额 5209.54 亿元, 本季度成交 483.47 亿元, 本季度换手率 9.28%, 本季度有交易的债券 192 只, 交易债券数量占比 31.58%。而 2019 年一季度, 5 类信用债换手率 25.94%、交易券数量占比为 56.87%。

以上分析综合表明, 我国信用债成交活跃程度较其中高收益债明显更强, 一方面表明我国高收益债券市场的发展还有待相关制度等环境的支持和改善, 另一方面表明在高收益与高风险配比的状态下, 现有投资者对相当一部分高收益债券持观望态度, 同时很多高收益债券由于触发停牌机制, 已经处于停牌状态, 导致有价无市(详见下文分析)。

(二) 券种性质影响市场交易, 短融成交活跃度强于定向工具、私募债

图 13 显示, 定向工具和私募债成交金额尽管与其他券种比较而言不算太低, 但是有交易的债券占存量债券比例, 以及债券换手率明显低于其他类型的高收益债。图 13 同时表明, 中国高收益债券之中, 短期融资券最受二级市场投资者青睐。2018 年内, 11 只 1 年期的一般短融券都有成交记录, 总平均换手率达到 170.48%, 13 只超短融中的 12 只有成交记录, 总平均换手率为 94.8%, 明显高于定向工具(同期换手率 24.88%)、私募债(同期换手率 29.98%)等其他高收益债券。短融产品交易活跃与该债券特点有关。一是短期融资券存续期限短、收益率变化快。上述 24 只短期融资券(见图 4)的发行期限包括 7 个月、9 个月、1 年期发行利率为 5.28% 至 8.7% 不等, 截至考察日的上清所估价收益率为 8.19% 至 425.52% 不等, 较发行利率上涨最低 119.19 个 BP, 最高 42024.17 个 BP⁸。短期融资券在短时间内实现了收益率较发行利率显著增长, 有利于刺激市场投机行为。二是短期融资券大部分没有违约, 违约率在这几类券种中相对较低。24 只短期融资券中, 除“18 新光控股 CP001”违约之外, 其余 23 只没有违约, 违约率比其他券种要低(见图 11)。

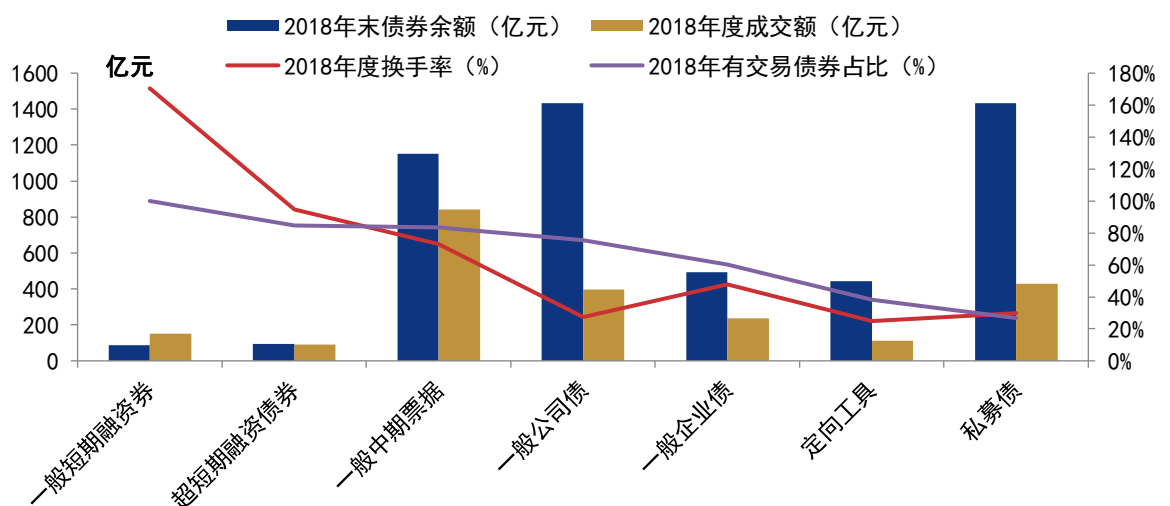


图 13: 各类高收益债券的二级市场成交情况

⁸ 该券为“18 康美 CP002”，康美药业曾曝光财务造假、债务风险等负面事件，但据 Wind 资讯违约债券报表数据，该券未发生违约。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）收益率过高债券尤其违约债券大多“有价无市”，收益率稍高债券较受青睐

前面已将 608 只高收益债券按照收益率高低进行了分段,选取截至考察日的上清所估价收益率位于 8%-20% (本文称为稍高收益率)、20%-50%、50% 以上 (本文称为超高收益率) 共三组样本 (表 1)。此处进一步对每一组样本债券 2019 年一季度的交易活跃度以及违约、停牌等情况进行分类统计。图 14 显示,相对于稍高收益率债券而言,超高收益率债券在停牌债券占比、违约债券占比等方面都显著提升,二级市场流动性也随之显著下降。而这表明,超高收益率债券由于信用风险相应加大,触发停牌机制而遭遇停牌的概率相应大幅度增加,给投资者交易带来的不确定因素随之增加,因而大多数债券“有价无市”。而估价收益率位于 8%-20% 区间的高收益债券,其违约风险相对较低,停牌债券占比也明显较少,从而投资者交易的风险相对较低,因而交易活跃度明显更强。尤其 55 只违约债券,2019 年一季度仅 5 只债券 (占 9.09%) 有交易记录,总平均换手率仅 0.24%,其中处于停牌状态的债券数量占 55 只违约券的 50.91%。而同期估价收益率位于 8%-20% 区间的 441 只样本债券,有 154 只债券 (占 34.92%) 有交易记录,总平均换手率 10.57%,其中处于停牌状态的债券数量占 441 只样本债券的 7.03%。

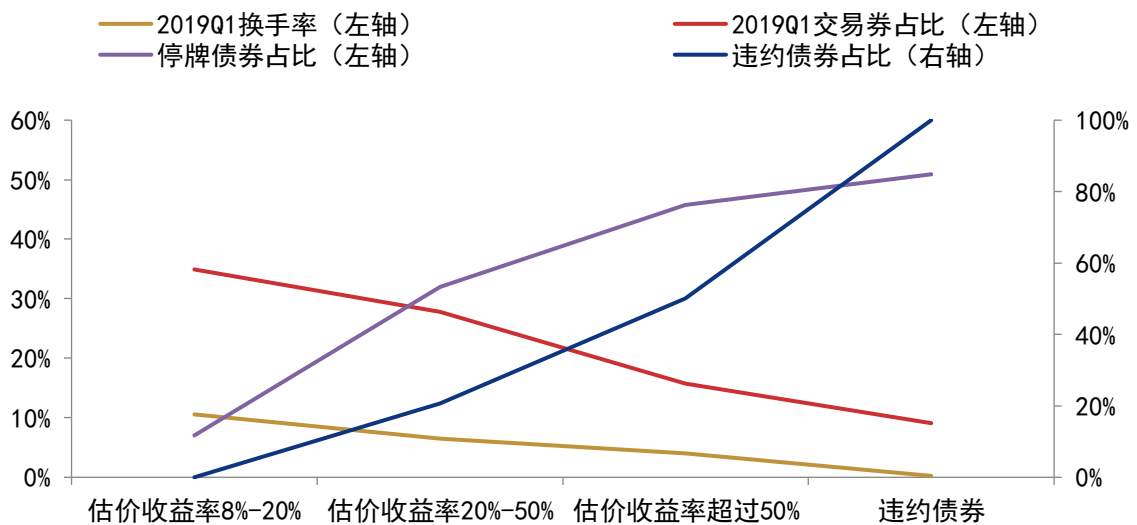


图 14: 不同估价收益率水平的高收益债券及其中违约债券的交易活跃度等状况迥异

注: 本图所指估价收益率系统统计截至 2019 年 3 月 29 日的上清所估价收益率,各区间值包含下限值,不含上限值。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

五、全文小结

近年以来,随着中国信用债券市场违约现象日趋频繁,中国高收益债券市场已经初具规模,其高收益率特征使之成为部分投资者关注乃至追逐的热点券种。本文搜集和整理的数据证实,中国高收益债券的违约债券比例明显高

于信用债券整体情况，尤其收益率超过 50% 的高收益债券（超高收益率债券），其高风险与高收益并存现象较为突出。而收益率位于 8% 至 20% 区间的高收益债券（稍高收益率债券），一方面相比收益率低于 8% 的信用债或利率债具有明显的收益率优势，另一方面相比收益率超过 50% 的超高收益率债券违约风险较低，其中大部分稍高收益率债券没有发生违约，也没有停牌情况。这表明，面对高收益债券中的部分债券（主要是超高收益率债券）高风险与高收益并存的事实，投资者依然可以从中国高收益债券市场结构丰富多样的产品之中进行审慎遴选，从中获取较高的投资收益。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学经济学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。