

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

划重点！一文带你速览中国私募债市场

摘要

2012年以来，中国私募债市场历经波动，发展成为公司债的重要部分，支持发行人逾2000家。

私募债券市场存在几大变与不变：其变，一是发行主体，地方国企取代民企成为绝对发行主力，与《关于加强金融服务民营企业的若干意见》等相关政策意图有一定的偏离。二是流动性，在违约频发等影响下，成交活跃度趋于弱化。三是利率、利差，利率以升为主，近期震荡剧烈，利差有所走阔。

其不变，一是行业分布，建筑装饰/综合/房地产稳居前三，与企业数量多、融资需求大有关；二是区域分布，覆盖范围宽，东高西低格局稳定。河北/广东/福建等地民企私募债比重高，与民营经济比重高或其绝对规模大有关。

多组数据证实，私募债在各类信用债中违约风险相对偏高，但截至19年5月底，仍只有0.96%的存量私募债违约。从违约结构看，民企、公众企业违约率高，纺织服装/轻工制造/电气设备/机械设备/化工/电子行业违约率高。

尽管违约形势趋于严峻，但私募债发行时评级中枢从AA向AAA抬高，整体等级上浮；违约券在违约前预警功能不强。近年私募债担保覆盖面缩窄，一些案例暴露“担而不保”问题。

私募债仍将在中国债券市场发挥积极作用，但应在支持民营经济方面发挥更大作用。建议投资者密切关注私募债整体运作趋势，并关注内部结构。结合历史趋势和当前变化，休闲服务/通信/非银金融/交通运输等行业国企私募债或将继续成为投资相对安全地带。而受制于供给侧改革深化、环保建设加强、要素成本提升、复杂外部局势等影响，各行业尤其纺织服装/轻工制造/化工/电子等行业民企私募债需警惕信用风险。

相关研究报告：

- 1.《中国高收益债系列研究（二）：从案例看高收益与高风险动态匹配》，2019.06.03
- 2.《中国高收益债系列研究（一）：市场结构及交易现状研究》，2019.04.26
- 3.《2019年5月份债券市场运行报告》，2019.06.11

一、私募债有哪些基本特点？尤其发行门槛如何规定的？

我国私募公司债券是非公开发行公司债券的简称，起源于中小企业私募债。2012年5月，沪深交易所先后发布《中小企业私募债券试点办法》及配套指南，拉开私募债市场帷幕。2015年1月，证监会发布修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，将原有中小企业私募债纳入非公开发行公司债券监管范围。

私募债具有仅面向合格投资者销售、不可公开流通等特点，因而融资成本较高。2019年1至5月发行的私募债，加权平均发行利差 293.63BP，较同期发行的一般公司债利差高 127.03BP，一定程度体现流动性等风险溢价。

私募债发行手续较为简易，发行范围较窄，发行人通常包括：难以在公开市场筹资的中小企业，以及基于公募融资手续复杂、信息公开披露等考虑，倾向于发行私募债的大企业。

关于私募债发行门槛，中国证监会网站刊文指出，私募债在主体条件、发行条件、担保评级等方面不设硬性限制条件。沪深交易所是否同意为私募债安排挂牌转让服务，核对的关注点是信息披露完备性，并不对发行人经营能力、债券投资风险进行实质性判断，债券存续期内不对定期报告和评级报告作强制性披露要求。

表 1：私募债与大公募、小公募主要区别

类型简称	类型全称	发行对象	主要发行条件	其他条件	交易方式
大公募	面向公众投资者公开发行的公司债券	公众投资者、合格投资者	股份公司、有限公司净资产分别不低于 3000 万元、6000 万元； 累计债券余额不超净资产的 40%； 近 3 年平均可分配利润够付 1 年债息	债项评级达 AAA； 近 3 年均利润对债券 1 年利息覆盖超 1.5 倍； 最近三年无债务违约或延迟支付本息	竞价交易、协议交易、报价和询价交易（上交所）
小公募	面向合格投资者公开发行的公司债券	合格投资者	同上		协议交易、报价和询价交易（上交所）
私募债	非公开发行公司债券	合格投资者	在主体条件、发行条件、担保评级等方面不设硬性限制条件	每次发行对象不超过 200 人	在交易所挂牌的，可采取协议交易

资料来源：《公司债券发行与交易管理办法》，中国证监会网站 2016 年 12 月发布文章《大公募、小公募、私募公司债有什么区别？》

私募债被部分业界人士称为高收益债。从实际看，以 2019 年 5 月 31 日（全文简称考察日）的 2822 只存量私募债为例，上清所估价收益率不低于 8% 的高收益债有 181 只，占比仅 6.41%。

二、私募债市场如何发展壮大的？

近年来，私募债一级市场以 2017 年为低谷，经历了两轮增长（见图 1）。一轮是 2012-2016 年持续高增，16 年发行额相当于 12 年的 113.3 倍，与此同时，私募债发行额占信用债比重从 0.31% 激增至 13.68%；余额占信用债比重从 0.14% 激增至 8.68%。

2017年，私募债发行额同比大幅回落63.82%。这与“紧平衡”和“去杠杆”的政策环境下，以及侨兴债等私募债违约事件发酵的情况下，监管层收紧私募债发行有关，也与图6所示基准利率曲线V型反转的推动下，私募债融资成本掉头上行的融资环境有关。

二轮是2018年以来的恢复增长。19年1至5月，私募债发行额4749.65亿元，同比增长130.33%。截至5月底，私募债余额占信用债的6.52%，较18年底增长0.02个百分点。近期私募债的恢复性增长，与应对宏观经济增长放缓压力，以及我国推出宽货币、宽信用等政策有关。

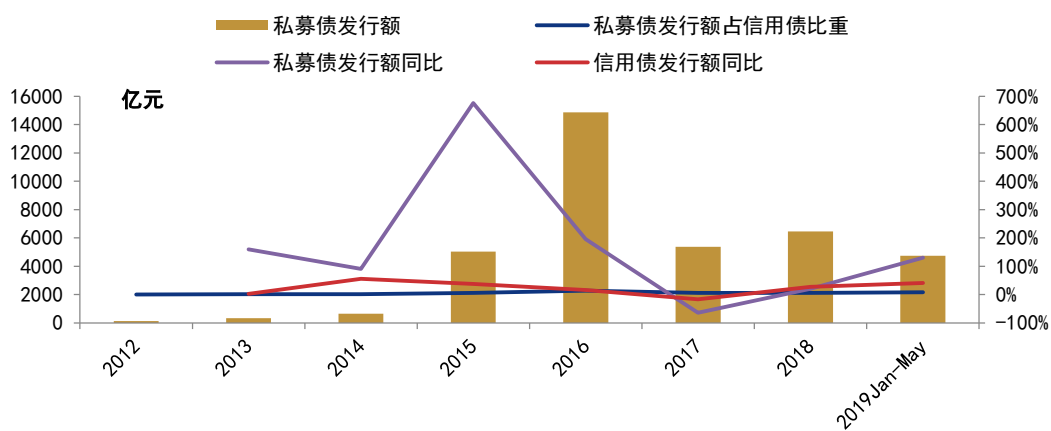


图1：私募债发行规模变化及其在信用债中的份额变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

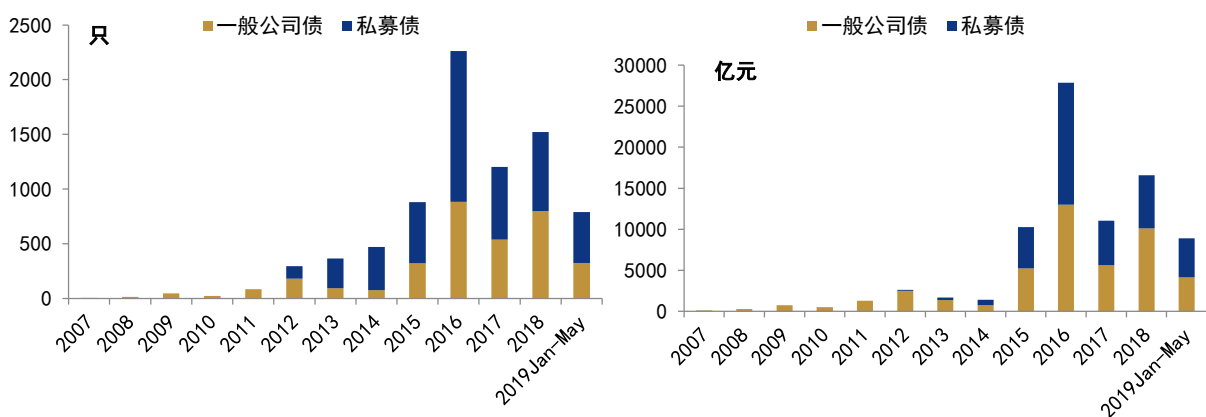


图2：从发行只数与金额看历年我国公司债发行结构

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、私募债市场有哪些变与不变？

近年来，私募债市场在规模壮大的同时，市场结构以及利率、利差等指标也发生了一些变化。

（一）主体属性——地方国企取代民企成为发行主力

2015年以来，地方国企迅速取代民营企业成为私募债券发行的第一大主体，且地位稳定，民营企业数量占比则显著下降(图3)。从最新数据看，2019年1至5月(全文简称考察期)，私募债发行企业中，地方国企占86.67%，民营企业占6.67%，中央国企占5.22%，外资企业占0.87%。

2018年以来，应对宏观经济放缓压力，我国出台系列政策支持民企融资，包括出台纾困专项债、发售CRMW等，尤其2019年2月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》明确指出，“支持民营企业债券发行，鼓励金融机构加大民营企业债券投资力度”。但在私募债领域，从发行人比重看，近年民企占私募债发行人数量比重趋弱的同时，民企私募债融资额占全体私募债比重也趋弱，从2017年的15.23%降至2018年的13.64%，乃至考察期的5.49%。尽管私募债在主体条件、发行条件、担保评级等方面不设硬性限制，意味着对各类所有制企业在制度上公平；尽管民企是我国最大企业群体，但图3所示发行主体变化表明，私募债逐渐倾向于支持地方国企。

从私募债发行人区分来看，民企主要从事建筑装饰/房地产/机械设备/化工/商贸/综合/医药生物等行业，发行时主体评级按从多到少，以AA、AA+、AA-等为主。地方国企主要从事建筑装饰/综合/房地产/公用事业/休闲服务/交通运输等行业，发行时主体评级按从多到少，以AA、AA+、AAA等为主。

这几年，私募债也支持了一批外资企业融资需求，涉及房地产/电力/金融/水泥/金属制品等领域，包括在境内注册的中外合资企业、在境外注册的中资企业分支机构等。值得关注的是，2017年3月，俄罗斯铝业联合公司在上海证券交易所发行私募债10亿元，成为首单“一带一路”沿线国家企业在交易所市场发行的熊猫债。

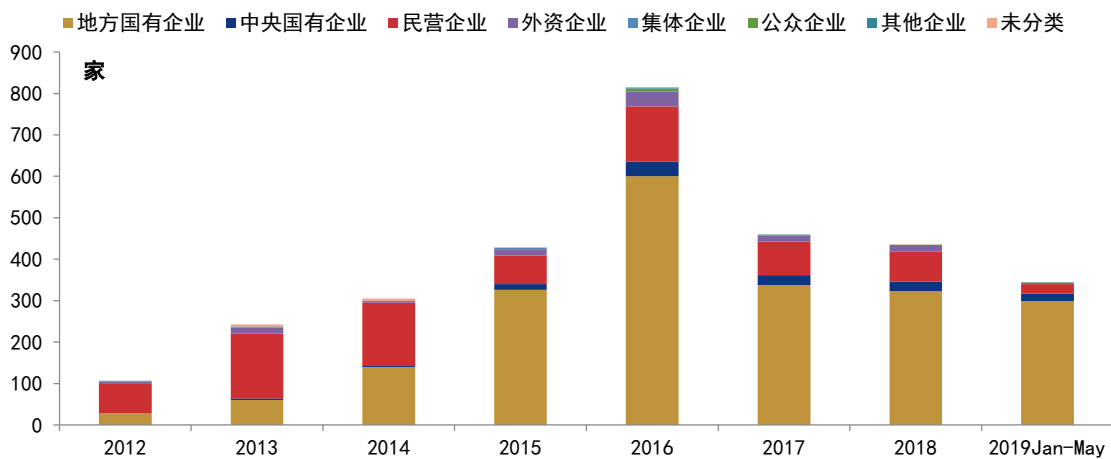


图3：历年私募债发行主体属性分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）市场交易——流动性趋于弱化

一是从存量私募债总换手率看，2014至2017年在8.13%-16.55%范围内经历V型波动，17年以来持续下行，从10.49%降至19年的5.83%。二是从存量私募债之中，实际交易的债券换手率看，交易券换手率自2015年的83.81%逐年下行，19年为40.16%，交易券的只数占比则从17年的20.86%持续下行，19年为12.8%。

事实上，近年整个信用债二级市场流动性也趋弱，但从绝对量看，私募债流动性明显弱于其他债券（图5）。不仅与私募债市场仅面向合格投资者，仅限于交易所协议交易等形式有关，同时近期私募债违约形势趋于严峻（图12、图13），从而对投资者交易形成一定压力。

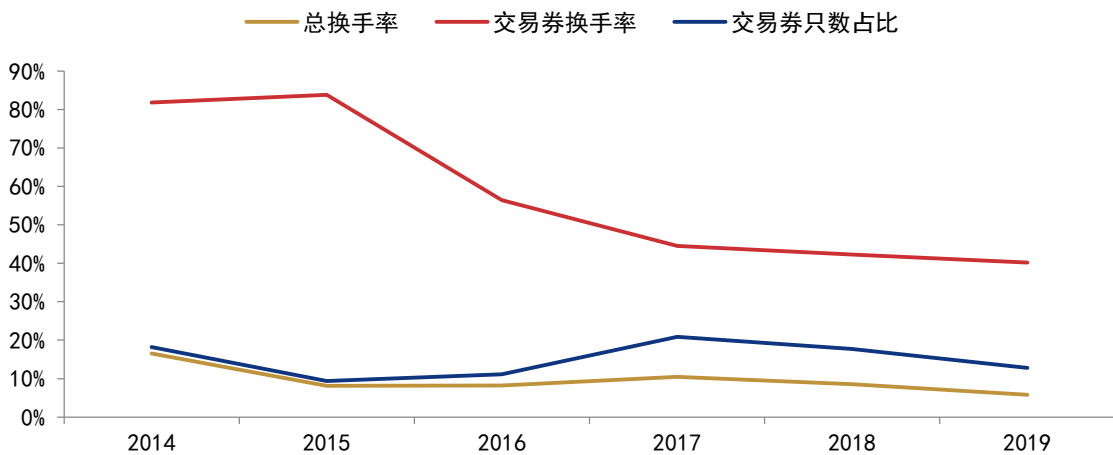


图4：历年1至5月私募债二级市场流动性的变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

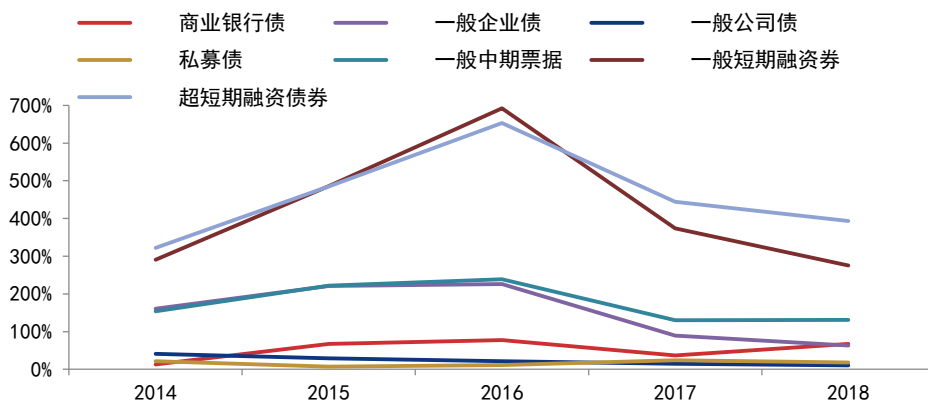


图5：历年末各类存量信用债在当年二级市场换手率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）利率变化——融资成本长期趋势以上升为主，近期震荡剧烈

以样本量较多的AA级5年期私募债为例。图6显示，自2016年11月至2018年，私募债发行利率明显呈现上行趋势。2019年以来，私募债发行利率高低分化加剧，表现为个券利率分布明显从相对集中走向相对分散（图

7)。从利差走势来看，图8显示，自2017年开始，私募债发行利差以走阔为主，2019年利差震荡较大，大致经历V型波动，一定程度上体现了图12至13所展现的私募债券违约形势日趋严峻的现状。

综合来看，近年私募债融资成本以上行为主，至少有以下原因：一是基准利率曲线一定时间内趋于上行，二是私募债风险有所加剧，进而影响投资者对债券的信用风险补偿要求，三是私募债二级市场流动性趋弱。

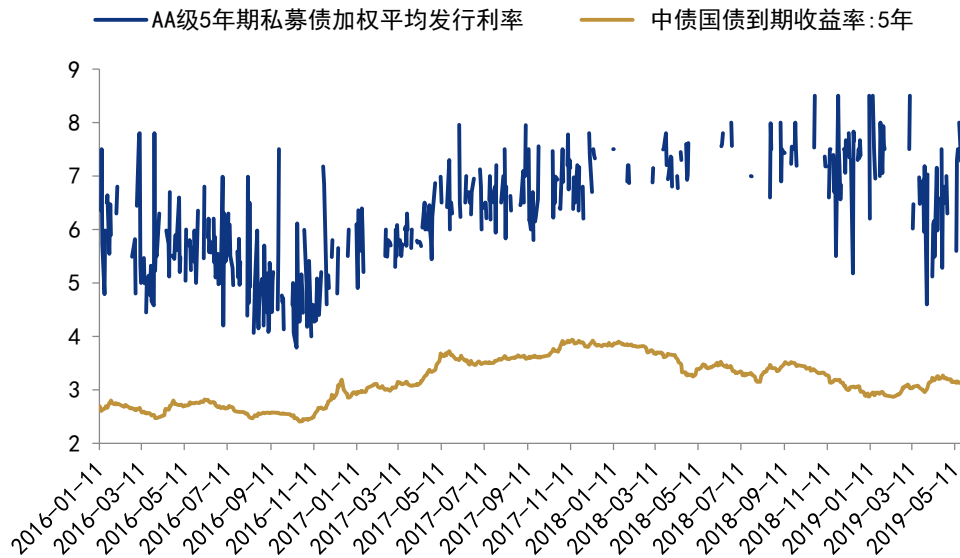


图6：AA级5年期私募债发行利率与同期国债到期收益率走势比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

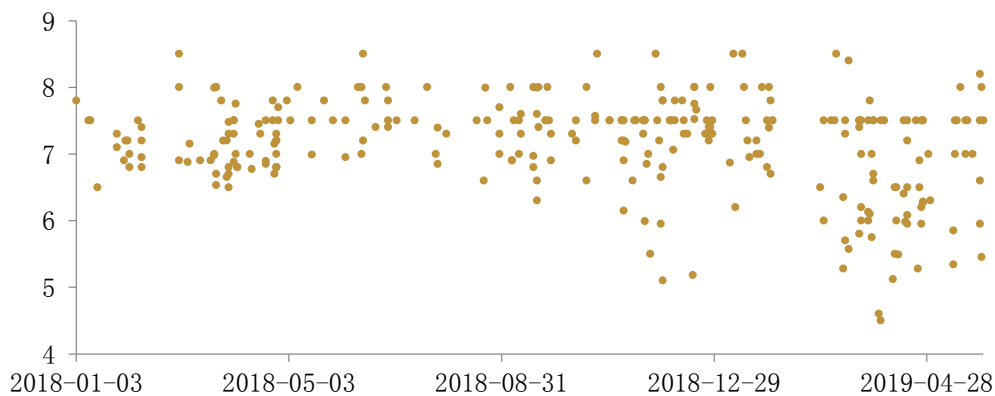


图7：AA级5年期私募债近年发行利率变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

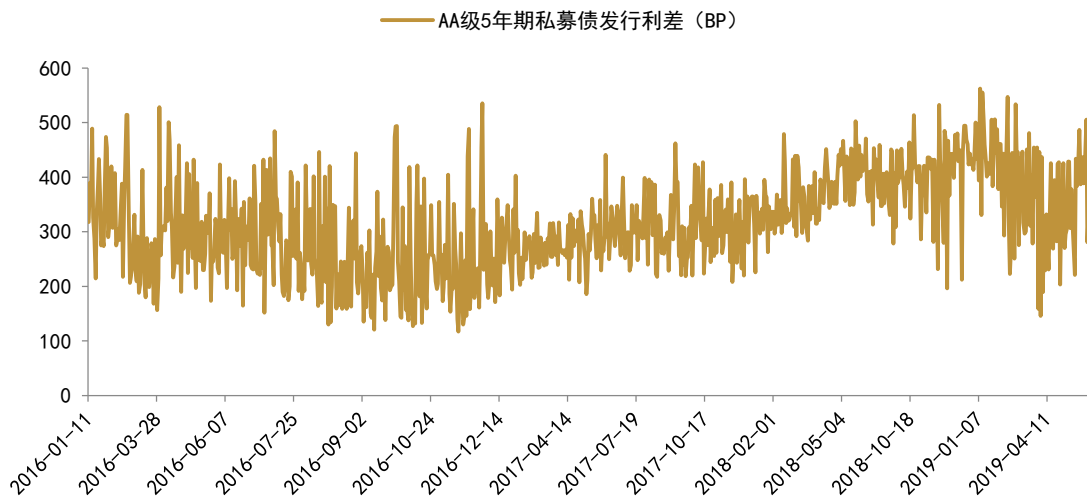


图8：AA级5年期私募债发行利差走势

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

但与此同时，私募债市场也呈现出高度稳定性的一面，例如行业分布、区域分布，下文将逐一分析。

（四）行业分布——建筑装饰/综合/房地产稳居前三

从截至考察日的 2822 只存量私募债隶属的 1258 家企业来看，本部分标题所述三大行业企业合占 63.59%。这与整个信用债市场中，这几大行业数量占比较大有关（参见远东资信微信文章《中国高收益债系列研究（一）：市场结构及交易现状研究》）。而从变化看，2015-2018 历年末、考察日共计 5 个时间节点的存量私募债发行人对比显示，前四大行业——建筑装饰/综合/房地产/公用事业地位基本没变。2015-2016 年，休闲服务业私募债发行势头旺盛，居于发行人数量第五大行业，但自 2017 年开始被非银金融所取代。

如从考察日存量私募债余额看，建筑装饰/房地产/综合分居前三，分别为 7457.21 亿元、5668.78 亿元、4833.79 亿元，合占 68.19%；其次是公用事业/非银金融/采掘/商贸等。从 2015 年以来变化看，17 年开始，建筑装饰取代房地产成为拥有私募债最多的行业，综合、商贸稳居第三、第四，非银金融/采掘/商贸/交通/休闲服务大致在第五至第八位轮换，非银金融、采掘业上升明显，休闲服务业下降明显。综合来看，建筑装饰/房地产/综合/公用事业的私募债发行规模稳居前列。

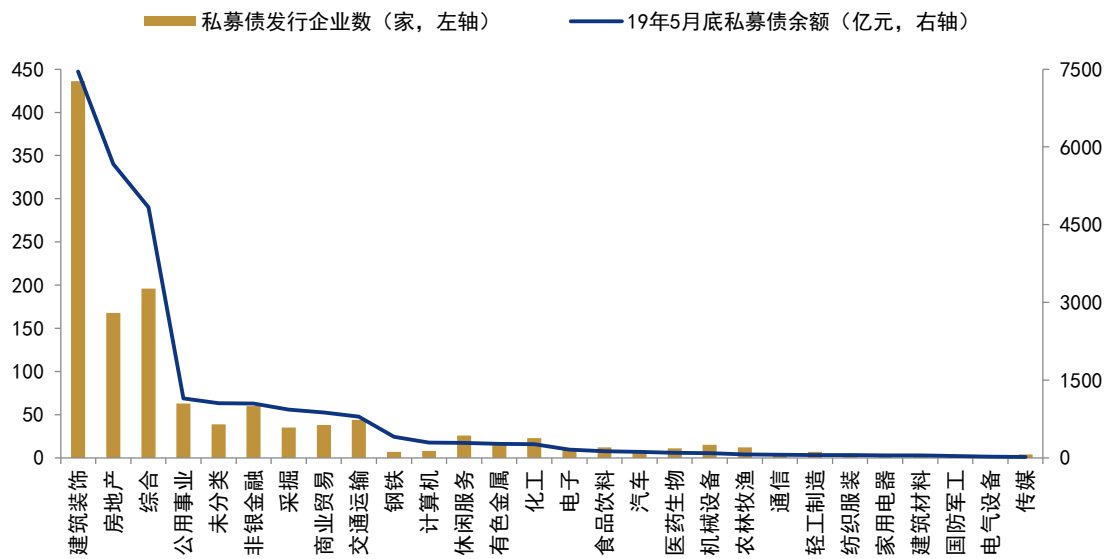


图9：考察日存量私募债券发行人所属行业的分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（五）区域分布——东高西低格局稳定

图5看，私募债广布于全国各地，但规模不均。2018年以来，江苏/山东/北京/浙江/湖南等地发行数量、金额较多，而东北地区以及宁夏/青海/甘肃等西北地区和海南私募债数量、金额稀少，一定程度反映各地经济实力和中小企业发展强弱对比。其中，江苏私募债发行量长期居首。

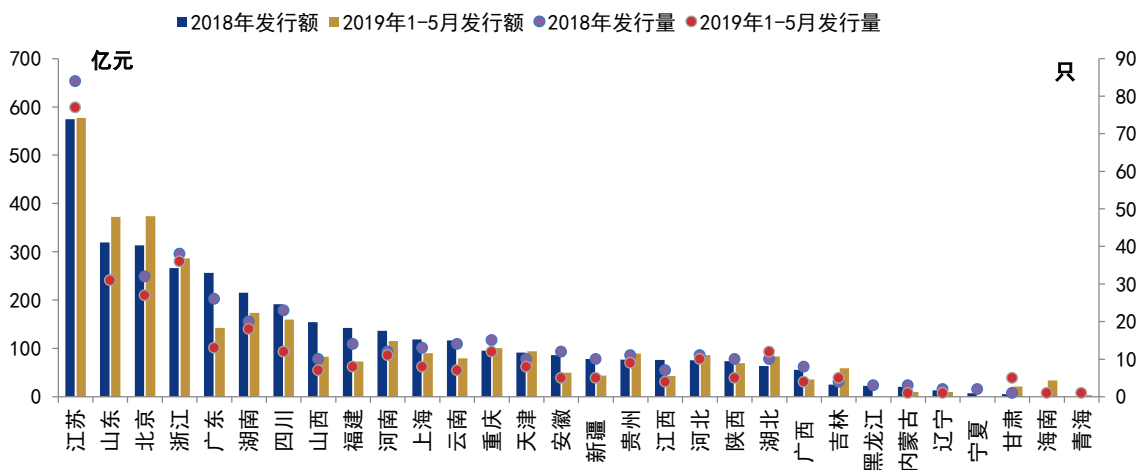


图10：近年主要发行地区的私募债发行统计

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

截至考察日，河北、广东、黑龙江、福建的存量私募债中，民企债比重远高于14.14%的全国平均，分别为50%、48.19%、33.33%、25.33%。这与其民营经济规模及其比有关。2018年，河北、福建民营经济增加值占GDP分别高达68.0%、67.2%，居于全国前列。广东2018年民营经济增加值5.26万亿元，保持全国第一，占GDP的54.1%。此外，图11显示，贵州/江苏/湖南/浙江等省私募债分布较密，2018年初截至考察日私募债发行额占五类信用债超20%。

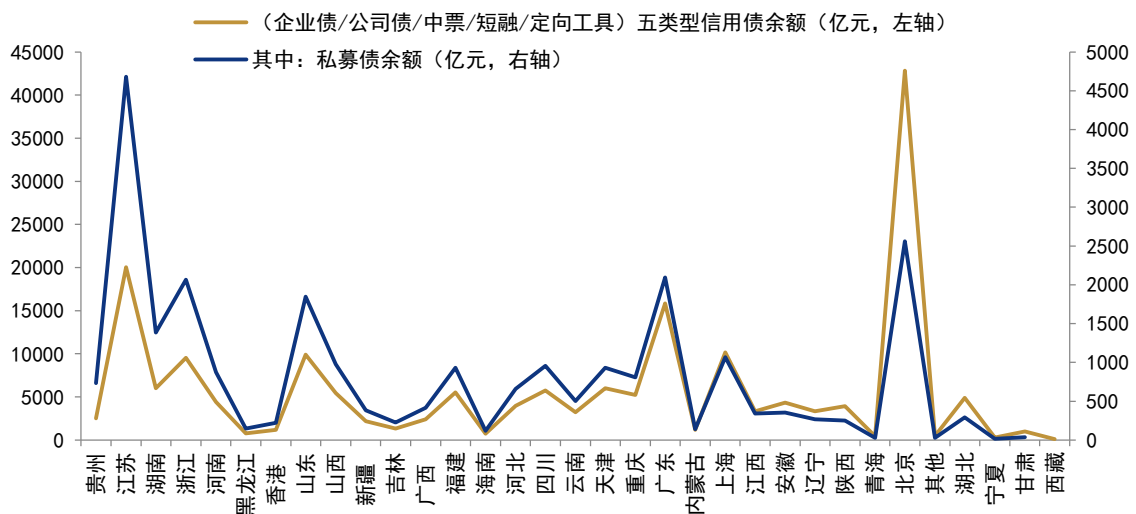


图 11: 各地区私募债占五类信用债发行规模对比 (201801-201905)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

四、私募债券信用风险状况怎样?

(一) 私募债总体违约风险究竟如何?

私募债是近年以来违约债券中的相对“密集区”。我们仔细观察图12、图13可发现以下变化:

2014、2015年,我国信用债券市场逐步拉开违约大幕,私募债违约数量占整个违约券比重均超过60%,金额比重则均超过20%;16年这两个比重都显著下降,表明私募债违约状况边际改善,但17年有所提升。

图12显示,尤其2018年以来,违约私募债券数量、金额增速高于全体违约债券数量、金额增速,使得违约私募债数量、金额占全体违约券比重有所提升。

图13显示,2016年以来,各类信用债中,唯有违约私募债余额占违约券余额持续上行。到考察期,违约私募债占全体违约券的数量比重达29.17%,金额比重达23.46%,违约数量居于各类券种首位,违约金额仅次于一般中票。截至考察日,存量私募债有0.96%的债券发生违约,而同日,企业债/公司债/中票/短融/定向工具这五类信用债存量中的违约券占比是0.58%,表明私募债违约率相对较高。

2019年1至5月,发生违约的私募债只数已经逼平2018全年违约只数,而18年违约只数已经达到往年最高,表明近期私募债违约形势加剧。

2019年以来，中国经济依然面临增长压力，最近公布的规上工业企业利润、固定资产投资、PPI等多项宏观指标均呈现弱势，加之中美贸易摩擦背景，二季度GDP增速大概率趋缓。面对宏观经济形势，我们关注私募债的信用风险，除违约券外，需关注尚未违约的99.04%的存量私募债中，债务到期压力较大、短期流动性不足、信用等级遭遇下调的债券，尤其需要关注其中属于周期性行业的、中小民营企业私募债违约风险。根据图15所示的历史数据来看，需着重关注纺织服装、轻工制造等违约率较高的行业私募债违约风险。

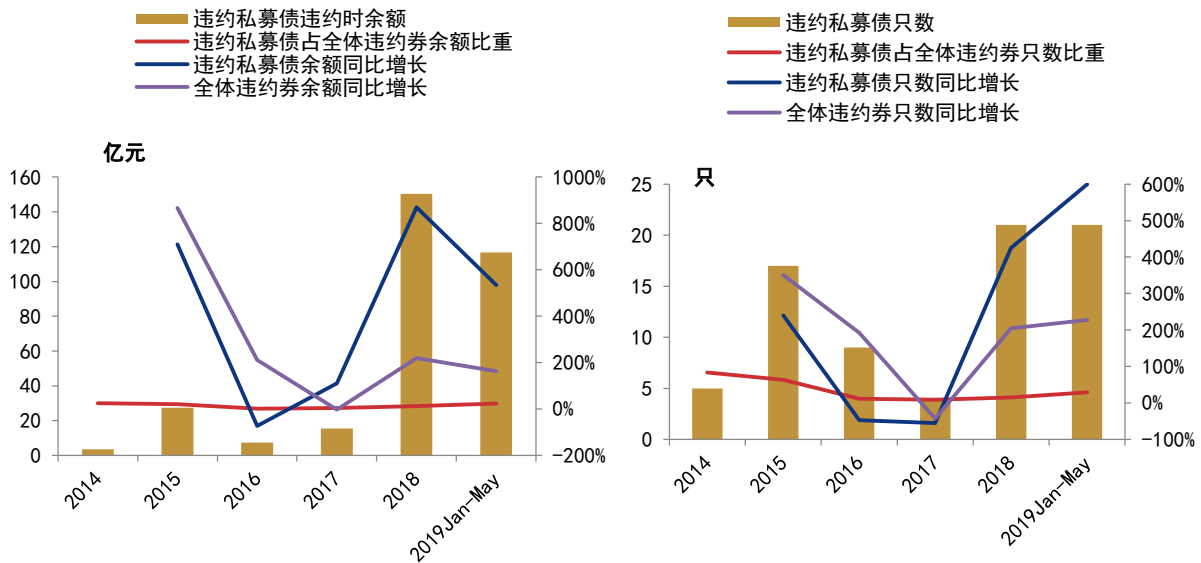


图 12: 历年发生的私募债及全体信用债违约情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

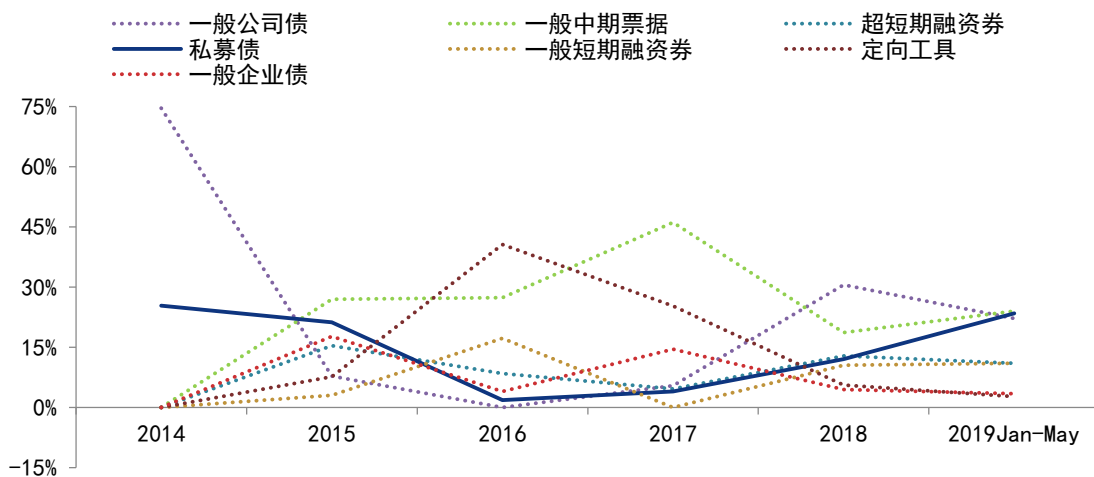


图 13: 历年主要类型的违约债券违约时的余额占违约券总余额比重变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 私募债内部违约结构如何? 哪些风险高、哪些风险低?

从考察日 2822 只存量私募债违约看，前面统计有 27 只违约，违约率 0.96%，具体结构来看：

一是公司属性，民企/公众企业/央企/地方国企私募债违约比率分别为 6.02%/6.25%/0.58%/0.05%（注：央企系央企子公司，下同）。二是行业属性，私募债违约比率偏高的是轻工制造/纺织服装/电子/汽车/化工/农业，分别为 20%/12.5%/10.53%/8.33%/7.89%/6.67%，而非银金融/商贸/交通运输/采掘/休闲服务/钢铁/通信等行业私募债违约率为 0。

而从 12 年 5 月以来，截至 19 年 5 月底累计发行的 4570 只私募债在存续期间的违约看，有 72 只违约，违约率 1.58%。由于历年累计样本量更大，因此其违约率统计更具说服力（见图 14、15）。具体结构来看：

一是公司属性，民企/公众企业/外企/央企/地方国企私募债违约率分别为 5.87%/3.85%/1.05%/0.48%/0.1%。二是行业属性，纺织服装/轻工制造/电气设备/机械设备/化工/电子等违约率较高，分别为 14.71%/12.5%/10.53%/8.14%/8.08%/6.25%；食品饮料/汽车/传媒/农业/商贸/有色等次之，违约率分别为 4.35%/3.7%/3.7%/3.33%/3.11%/2.04%；非银金融/休闲服务/医药生物/建筑材料/钢铁/通信/家电等违约率则为 0。私募债绝对量居多的建筑装饰/综合/房地产/公用事业，违约率相对居中，分别为 0.3%/1.06%/1.49%/0.76%。

以上统计表明，无论当前存量还是历年增量累计，民企、公众企业私募债违约相对严重，数量占绝对多数的地方国企违约率很低。纺织服装/轻工制造/电气设备/机械设备/化工等周期性行业违约相对严重。其中，纺织服装业企业历年累计发行的 34 只私募债，有 5 只在 2014 至 2017 年之间发生违约，与近年纺织服装业面临转型升级、节能环保、贸易保护主义等压力，行业处于低盈利状态有一定关系。目前纺织服装业私募债还在存续期的有 8 只，有 1 只曾经发生违约，其余 7 只有 6 只评级为 AA。

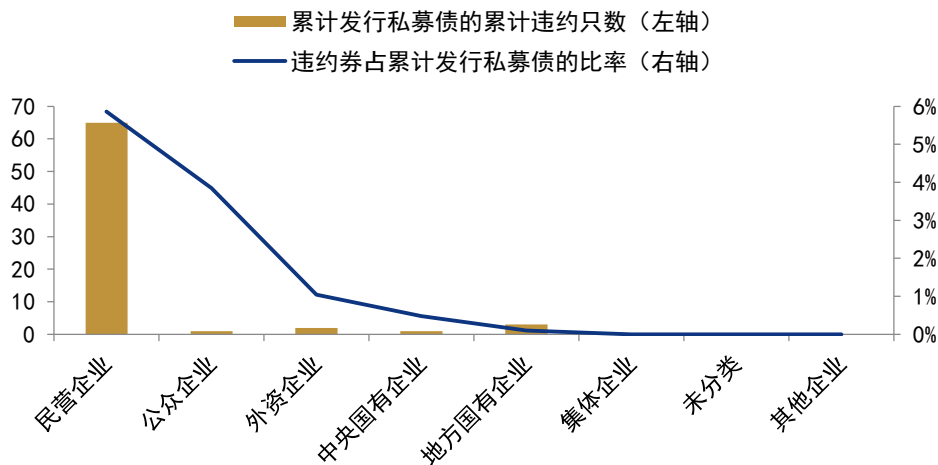


图 14：12 年 5 月至 19 年 5 月累计发行私募债在存续期内违约情况（分公司属性）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

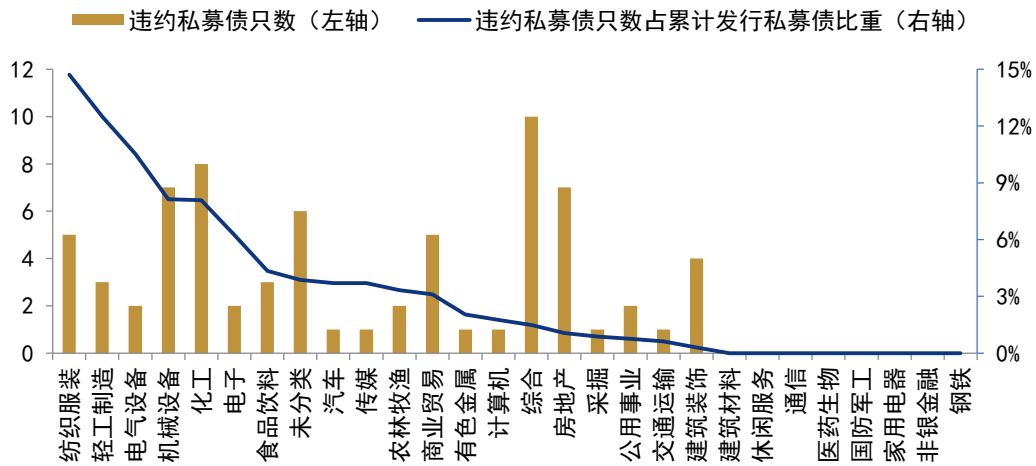


图 15: 12年5月至19年5月累计发行私募债在存续期内违约情况（分行业）

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 如何从信用评级角度看私募债违约风险?

1. 级别中枢从 AA 向 AAA 抬高, 与违约趋势背离

剔除没有公开评级的样本, 从历年发行的私募债的债项评级变化看, 自 2017 年开始, AA 级的级别中枢地位发生动摇, AAA 级的主体地位逐步凸显。AA+ (含) 以上的评级占比从 2012 年的 8.33% 逐步提升, 至 2019 年前 5 月为 67.44%。表明私募债券的债项评级分布中枢呈现上浮的趋势, 这与近年私募债违约风险加剧的趋势相背离。

再从级别静态分布看 (图 16), 历年所发行私募债的债项评级, AA- (不含) 以下的数量占比明显下降, 从 2012 年的 11.11% 减至 2016 年的 0.15%, 2017 年以来该指标维持为 0。这表明, 近年私募债发行时的债券评级在分布上, 较低等级债券的数量占比下降明显, 与私募债整体违约风险加剧的趋势相逆。

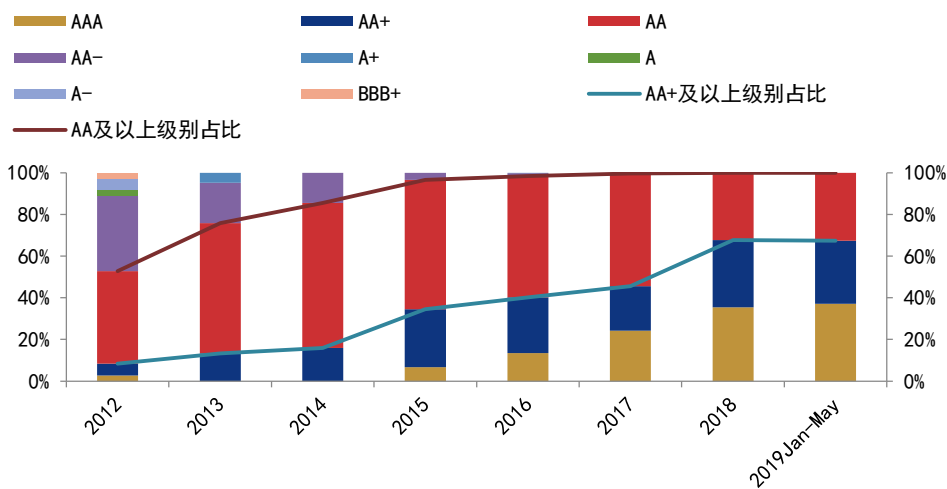


图 16: 历年私募债发行时的评级分布

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2.信用评级以稳定和上移为主，对违约券提前预警功能不强

进一步从等级迁移来看，以下数据证实，违约私募债券在违约前的评级预警功能不强。

从2016年底至2019年5月底，529只私募债的信用等级稳定率83.74%（且都在AA或以上）、上迁率12.67%、下迁率3.59%，稳定率及向上迁移率合占96.41%。

529只私募债有12只违约。其中：1只债券违约2天后才从AA直降至C；3只债券违约后仍稳定为首次评级的AA；只有4只债券在距离最近1次违约至少半年前，级别已降至AA-以下；6只债券在距离最近1次违约至少3个月以前，级别已降至AA-以下。

（四）信用担保是否发挥私募债风险“防护墙”功能？

总的来说，近年私募债的担保覆盖面持续缩窄，而且局部“担而不保”问题凸显。

2012至2014年发行的私募债，获担保支持的状况持续改善，到2014年，发行的私募债有98.73%的债券获得了担保支持，担保方式以不可撤销连带责任担保为主，抵押担保、连带责任担保、质押担保等为辅。但自2015年以来，私募债的担保状况急速弱化。2019年1-5月发行的私募债，只有16.77%的债券获得了担保支持，担保方式以不可撤销连带责任担保占绝大部分，少数为连带责任担保。

进一步来看，以2012截至19年5月发行的全体私募债为例，无担保债券中的违约债券占比为0.91%，有担保的债券中的违约债券占比反而高达4%，表明还有一批债券“担而不保”。具体来看，12年至19年5月累计，发行的私募债有1715只有担保债券，其中47只债券违约，其中42只债券的担保方式为不可撤销连带责任担保，16只债券的担保公司属性为地方国企或民营企业。

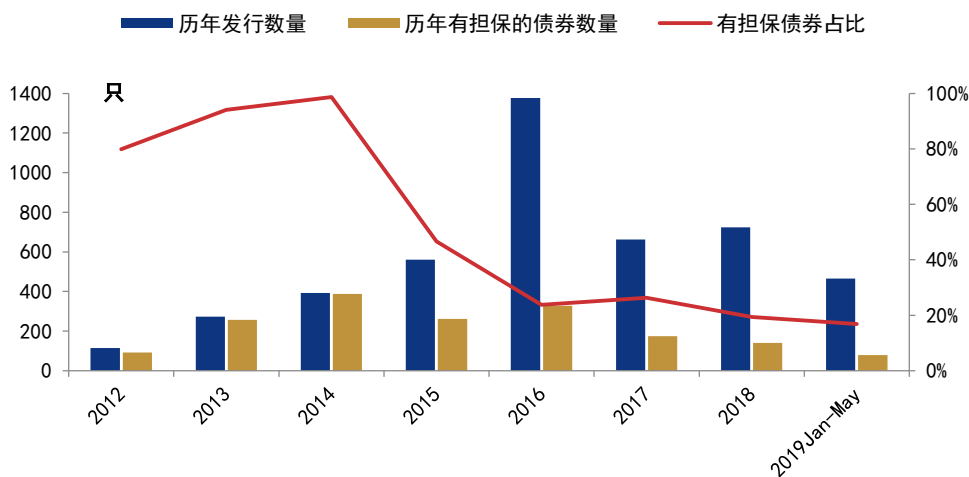


图 17：历年发行的私募债券获得担保情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

五、全文总结

2012年以来，中国私募债市场历经波动，成为公司债乃至整个信用债重要部分，支持2000多家发行人融资需求和大量合格投资者投资需求，累计发行3.74万亿元，截至19年5月底存量债券2822只，余额2.64万亿元。

在市场增量和存量增长过程中，私募债券市场出现几大变与不变。

其变，一是发行主体属性，地方国企取代民企成为绝对主力，与支持民营经济政策有些许背离；二是流动性，私募债流动性本来就不强，但近年违约加剧等影响下，流动性进一步趋弱。三是利率与利差，利率走势以上升为主，近期震荡剧烈，利差走势有所走阔，显示其融资难度增加。

其不变，一是行业分布，建筑装饰/综合/房地产稳居前三，与这几大行业企业数量多、信用债融资需求大有关；二是区域分布，覆盖范围宽，东高西低格局稳定。

多组数据证实，私募债在各类信用债中违约风险偏高，是了解中国违约债券的“窗口”。但其发行时债项评级中枢反而从AA向AAA转变，整体评级上浮明显；同时，违约券违约前预警功能明显不强，表明存在一定的评级失灵问题。而从信用担保看，近年私募债担保覆盖面急剧缩窄，一些违约案例暴露“担而不保”问题突出，表明担保机制建设亟待加强。

展望未来，私募债仍将以其低门槛等特点，在中国债券市场体系中继续发挥作用，支持越来越多的中小企业成长。从普惠金融角度，基于私募债特点，我们认为私募债应在支持民营经济方面发挥更大作用，在防金融风险与促民营经济发展方面求得更高层次平衡点。

建议投资者密切关注私募债整体运作趋势，并且关注内部结构特点。结合历史变动和当前形势变化看，休闲服务/通信/非银金融/交通运输等行业国企私募债或将继续成为投资相对安全地带。而受制于供给侧改革深化、环保建设加强、要素成本提升、复杂外部局势等影响，各行业尤其纺织服装/轻工制造/化工/电子等行业民企私募债需警惕信用风险。

【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。