

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

中国高收益债系列研究（四）：由表及里探知信用风险

摘要

我们从截至2019年三季度末的1.8万多只公司债、一般企业债、一般中期票据、定向工具、短期融资券存量中，选取了上清所估价收益率不低于8%的高收益债券有678只，有7.96%的债券违约。样本券在19年前三季度整体换手率26.04%，不足非高收益信用债的1/2。这表明高收益债的交易市场受到债券信用风险较高等影响。

从样本券信用风险外在表现看，主体评级以稳定为主、下迁为辅，但收益率涨幅高者以下迁为主、稳定为辅，一定程度反映债券风险与收益配比原则。样本券发行企业负面事件爆发相对密集，相关案例显示，负面事件曝光成为部分债券转变为高收益债的导火线。从违约来看，超高（超50%）收益债系违约“重灾区”，稍高收益债（8%-20%）系投资相对“安全区”。

从样本券信用风险内在结构看，宏观与行业方面，受宏观经济和居民收入增速趋缓、房地产政策趋紧、贸易复杂局势等影响，发行人密集的建筑装饰/房地产/综合（很多从事建筑/房地产等周期性行业）/商贸等行业相关指标多趋于下行，需继续关注宏观环境对高收益债发行企业行业的影响。

微观方面，从经营管理看，近半企业为民企，实控人多为个人，其信用风险相对较大，事实上超过20%民企已发生违约。近4成企业为地方国企，实控人多为地方政府、国资委，其中部分企业为城投性质，需要关注“去政府信用光环”对城投企业信用影响。部分企业存在盲目多元化扩张等管理风险。从财务状况看，（无论剔除还是未剔除违约企业样本的）发债企业整体盈利状况下滑，债务杠杆提升，债务覆盖能力趋弱，但变化幅度均较小。支撑高收益债发债企业信用质量的有利因素包括经营规模逐年快速增长、现金净流量明显增加等。

综合发债企业信用风险外在表现和内在构成来看，信用评级对发债企业的信用风险预警、风险揭示能力有待提升。发债企业信用风险具有层次性，其中，稍高收益债具有相对高信用质量，且存在一定的收益率吸引力，值得投资者重点关注。

相关研究报告：

1. 《中国高收益债系列研究（三）：综合行业高收益债风险解构、交易实况及启示》，2018.06.30
2. 《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
3. 《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

本文从中国债券市场截至2019年9月底的一般企业债等5类存量信用债之中，筛选出了678只高收益债券，并以此为样本，梳理了当前中国高收益债券市场基本特征，聚焦分析了中国高收益债券信用风险的外在表现和内在结构，以供潜在投资者参考。

一、样本债券基本特征梳理

本文从截至2019年9月30日（简称考察日）的1.8万多只公司债、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（简称5类信用债）存量中，选取考察日的上清所估价收益率¹大于或等于8%的债券作为高收益债券，合计样本678只（简称样本券）。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3.67%。样本债券在考察日产生交易的有29只，占样本量的4.28%，2019年前三季度（简称考察期）有成交记录的债券（351只）占样本量的51.77%，2018年初以来有成交记录的债券（433只）占比63.86%，这表明还有相当一批债券近期没有发生交易。

（一）以公司债、一般中票为主力

图1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一般公司债、一般中票、私募债、定向工具、一般企业债等券种。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年三季度末的全体信用债中，公司债、一般中票、一般企业债、短期融资券、定向工具的余额占全体信用债余额比重分别为15.6%、15.3%、5.8%、5.09%、4.83%，合计占比为46.62%。二是受债券本身特征影响，尤其私募债、定向工具不仅非公开募集、二级市场流动性较弱（见图4）、发行主体实力相对较弱，而且相当一部分（私募债、定向工具分别为48.69%、100%）未公开债项信用评级。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。

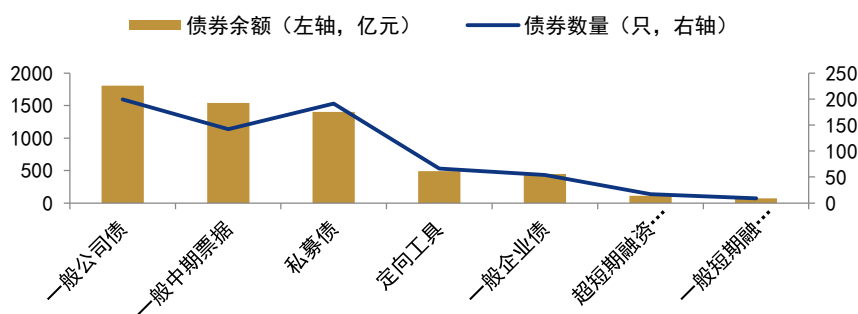


图1：2019年三季度末存量高收益债券结构

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

¹ 凡是通过 Wind 资讯查找的在2019年9月30日上清所估价收益率低于8%的债券，包括为估价收益率为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/商贸等行业

本文所选的678只高收益债券的发行企业合计为270家，有261家企业隶属于图5所示的25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、商业贸易、交通运输、采掘、化工、医药生物等行业，前述建筑装饰等8类行业企业数量合占261家发行企业的67.69%（见图2）。

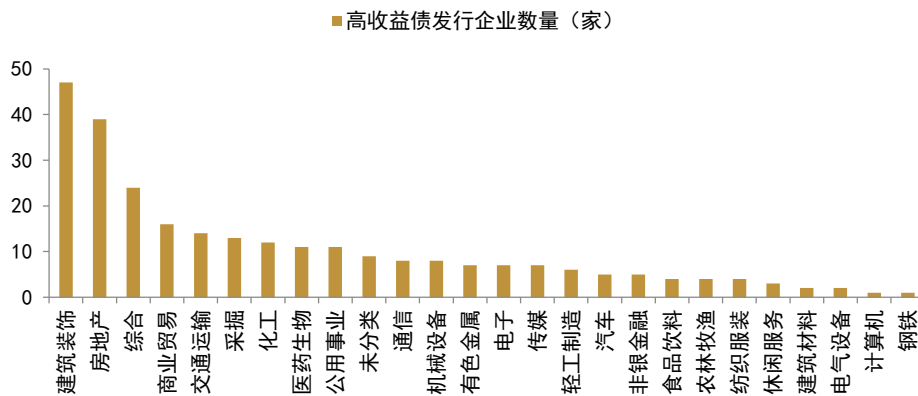


图2：存量高收益债券发行人隶属行业分布情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图3统计了各行业截至考察日5类存量信用债和其中高收益债数量比较，二者相关性系数达到0.75，表明各行业高收益债数量差异主要原因系行业存量信用债数据差异所致。

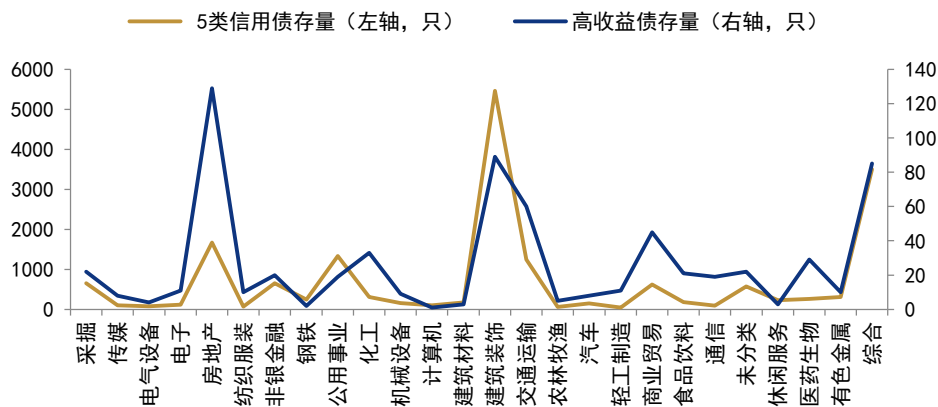


图3：各行业2019年一季度末的5类信用债和高收益债发行企业数量比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）流动性整体偏弱、结构分化

考察期内，678只高收益债的整体换手率、交易券占比分别为26.04%、51.77%，而同期5类信用债中的非高收益债的整体换手率、交易券占比分别为63.50%、70.96%，这鲜明地表明了国内高收益债券二级市场流动性弱于非高收益信用债的现状。

从不同券种的高收益债在考察期内的二级市场流动性内部结构来看，图4显示，流动性高低两端分化明显——超短融流动性最强、一般短融次之，分别为72.46%、66.30%，私募债流动性显著偏弱，仅为6.82%。短期融资券流动性相对活跃，与期限较短、收益率变化快有关。私募债流动性偏弱，与私募债对交易市场流通的限制有关。远东资信发布的《划重点！一文带你速览中国私募债市场》表明，私募债不可公开流动，对于私募债在交易所挂牌的，可采取协议交易。

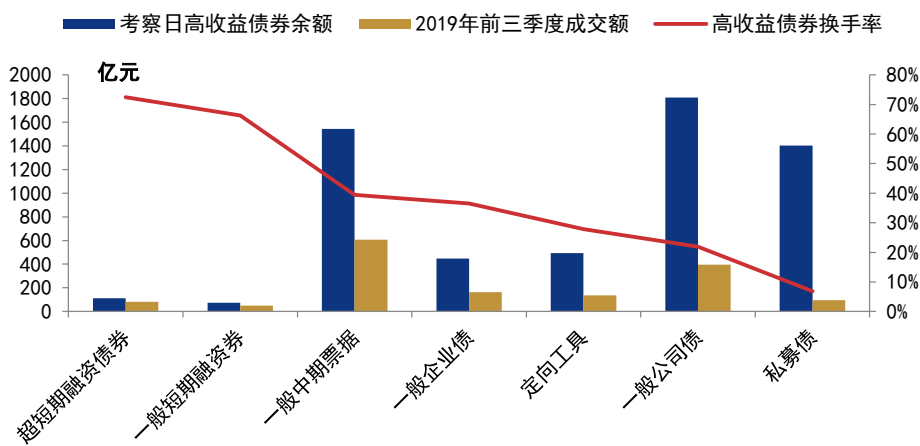


图4：不同券种的高收益债换手率差异明显

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、样本高收益债信用风险的外在表现

根据从发行日到考察日的主体信用等级迁移结果来看，高收益债券尽管绝大部分债券估值收益率上涨，但绝大部分债券主体信用等级稳定乃至上迁；不过，收益率较发行利率涨幅超过500BP的债券，等级下迁状况相对较多。相对比较来看，高收益债是中国信用债违约“重灾区”，但高收益债内部违约呈现结构性，即绝大部分发生在收益率超过50%的高收益债之中，而8%-20%的稍高收益债无一单违约。从相对比较来看，高收益债也是中国信用债负面事件“密集区”，主要涉及评级下调、展望负面等，负面事件暴露引发了一些债券估值收益率上涨。

1. 个券主体评级总体以稳定为主、下迁为辅，但收益率涨幅高者以下迁为主、稳定为辅

由于短融债券发行后存续时间较短，相对而言，信用等级变化和 risk 变化较小。我们选取640只非短融类高收益债，发行日到考察日主体评级变化来看，信用等级稳定率为64.69%，向下迁移率27.5%，向上迁移率7.81%，表明大部分非短融类高收益债券信用等级资质没有下沉。

进一步从收益率变化与信用等级变化的对应关系来看。640只非短融类高收益债从发行日到考察日，绝大部分（598只）的债券收益率呈现上涨，其中45%（288只）的债券收益率上涨幅度超过500BP。而这45%（288只）债券收益率涨幅较大的债券，信用等级稳定率/上迁率/下迁移率分别为43.71%/8.04%/48.25%，向下迁移率的样本占近一半。其中，部分企业已经发生违约，但主体或债项信用评级仍然维持高水平。

综合上述统计数据来看，信用等级迁移率指标的差异一定程度上反映了高收益债的风险-收益配比原则。至于上述640只债券的信用等级下迁率为27.5%，也就是绝大部分债券等级稳定乃至上迁现象，我们将在下文做出进一步分析。

2. 负面事件爆发相对密集，不少债券在产生负面事件迹象后发生收益率上涨

270家高收益债发行企业中，38.15%的企业（103家）在考察期发生负面事件；而非高收益债发行企业中，仅以考察日存量一般企业债、公司债发行企业为例，分别仅14.03%、16.84%的企业在考察期发生负面事件。这表明高收益债券发行企业是负面事件暴露相对密集区。103家高收益债券发行企业的负面事件类型主要包括评级关注/主体评级下调/发行人申请债券停牌/发行人被列入评级观察名单等类型。

这103只发生负面事件的高收益债之中，不乏一批债券在负面事件爆发后，上清所估价收益率以飙升的形式进行估值修正，使之与真实风险匹配，表明负面事件的曝光成为部分债券转变为高收益债的导火线。相关案例包括18永泰能源MTN001、15中信国安MTN001、17康得新MTN001等，详见远东资信近期发布文章《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》。

3. 超高收益率债券系违约“重灾区”，稍高收益率债券系投资相对“安全区”

678只高收益债，截至考察日已发生违约的有54只，违约比率7.96%。从违约高收益债分布来看，收益率超过50%的77只高收益债（简称**超高收益债券**）中有41只违约，占比高达53.25%，是高收益债券违约“重灾区”；收益率20%至50%的102只高收益债中有13只违约，占比12.62%；而收益率8%-20%（简称**稍高收益债券**）的499只高收益债券，没有一只违约券。进一步来看，稍高收益率债券分布于建筑装饰等24个申万行业，信用评级状况相对较佳，这批债券平均每只发行后至考察日上涨346.58BP。以上表明，稍高收益债券可选个券数量较多，且违约风险相对偏低，可能是对高收益债券投资的相对“安全地带”。

三、样本高收益债信用风险的内在结构

（一）宏观与行业风险

样本券发行人之中，超过60%隶属于建筑装饰/房地产/综合/商业贸易/交通运输/采掘/化工等行业，而综合企业所从事行业的交集部分主要有房地产、商贸、建筑装饰等。2018年以来，受到国内宏观经济与居民可支配收入增速趋缓、房地产政策趋紧、国际贸易局势等影响，房地产、商贸等行业增速呈现下行趋势，乃至负增长（图5/图

7/图8)；建筑业等受基建补短板等推动，近年建筑业增加值、基建投资额等相关指标增速有所上行，但增速依然缓慢，尤其2018年底以来各月基建投资额累计同比增速大幅低于2018年上半年水平(图5/图6)。鉴于未来宏观经济增速仍然存在下行压力，需要继续关注宏观经济环境变化对高收益债发行企业行业运行的影响。

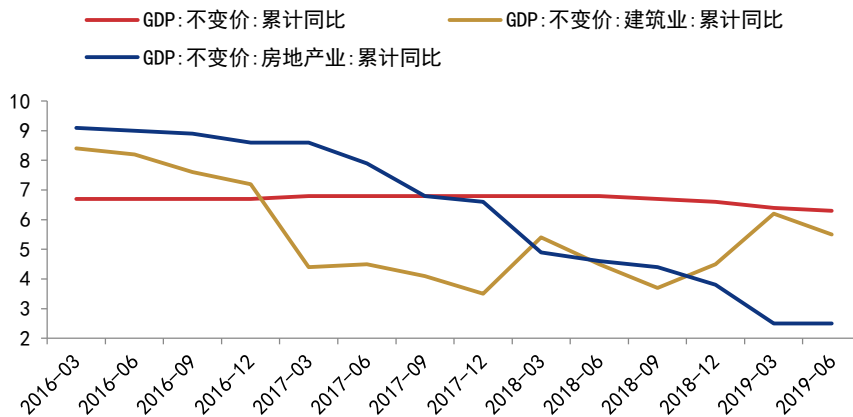


图5：近期中国GDP及部分周期性行业增加值变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

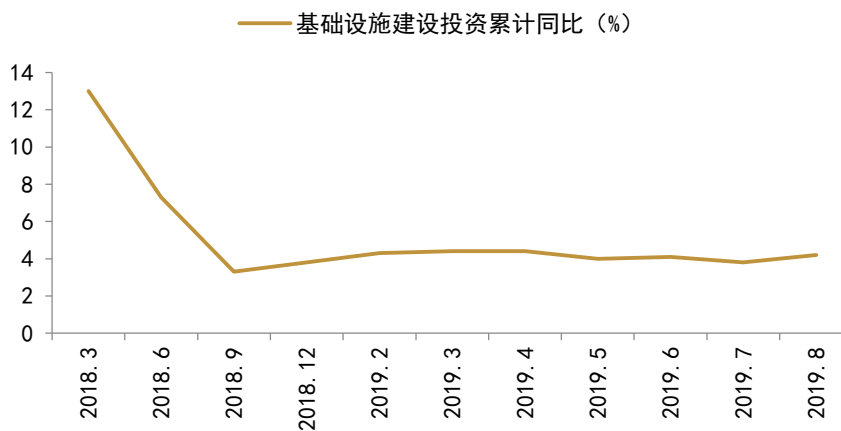


图6：近期基础设施建设投资额增长趋势

资料来源：国务院新闻办，远东资信整理

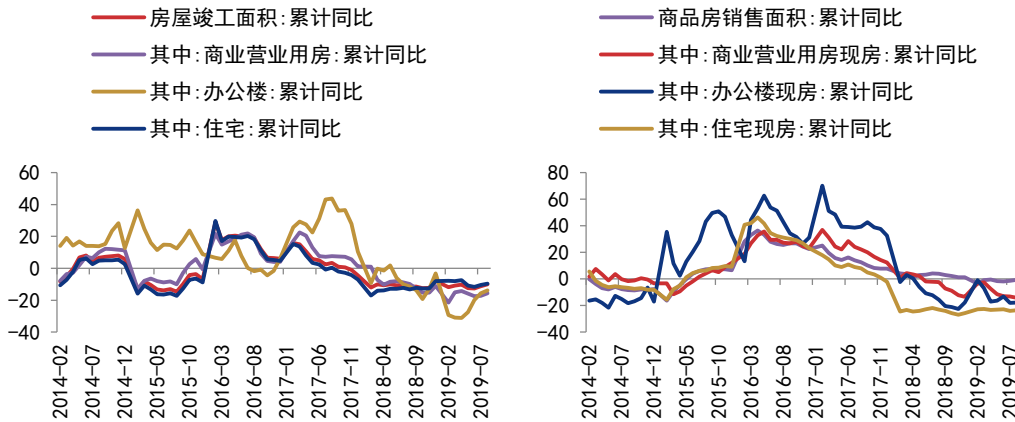


图7：近年房地产市场供需变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

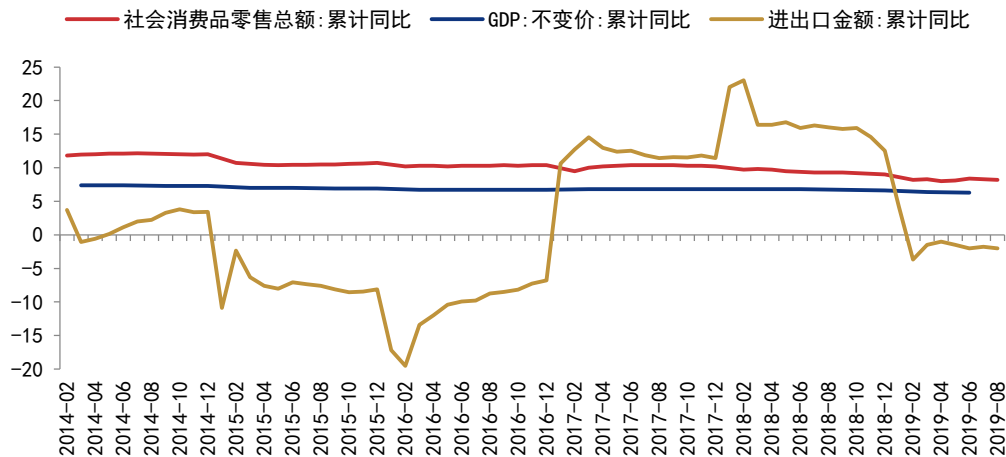


图8：近期内外贸指标增速下行

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）微观风险

1. 经营风险

样本券的270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127家、101家，分别占据全样本的47.04%、37.41%，合占84.44%。其次为外资企业22家，占8.15%。

127家民营企业以从事房地产/商业贸易/综合/医药生物/建筑装饰/化工/通信/汽车等行业居多，实际控制人为个人的企业占据绝大部分（Wind 资讯数据有显示的为107家）。一般而言，此类企业的信用风险相对较大。从事实来看，127家民营企业中有38家主体信用评级在A级或以下水平，其中有28家企业（占比超过20%）已是违约企业。

101家地方国有企业主要从事建筑装饰/交通运输/综合/采掘/房地产/公用事业等行业，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64家）。其中，28家企业的高收益债为城投债，需要关注“去政府信用光环、倒逼市场化转型”背景对城投企业及其债券的信用质量影响。

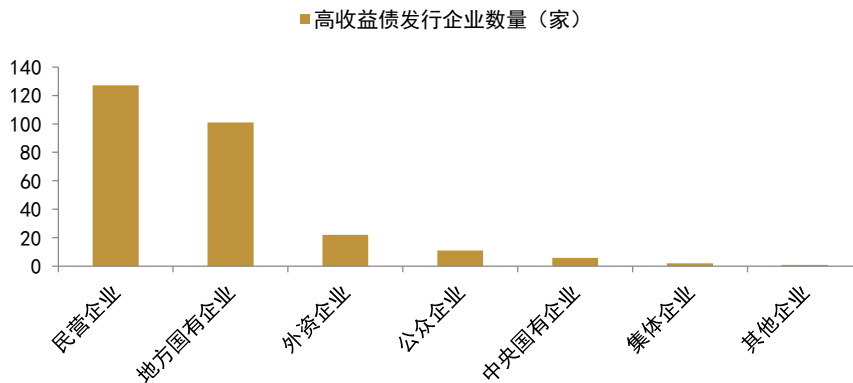


图9：不同所有制的高收益债券发行企业数量

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

以综合行业高收益债发行人为代表的样本企业在经营方面，暴露出了投资扩张等企业战略风险，例如新光控股集团、中信国安集团等案例，参见远东资信发布的《中国高收益债系列研究（三）：综合行业高收益债风险解构、交易实况及启示》等文章。

2. 财务风险

(1) 经营规模整体趋涨，少数个体规模萎缩

高收益债发债企业从营业收入、总资产平均水平反映的经营规模水平近年呈现了逐年递增态势（见图10），客观上有利于为高收益债发债企业提供信用支撑。从个体来看，2017至2018年，图10所示237家样本企业有85家的营业收入同比负增长，其中22家连续2年负增长。

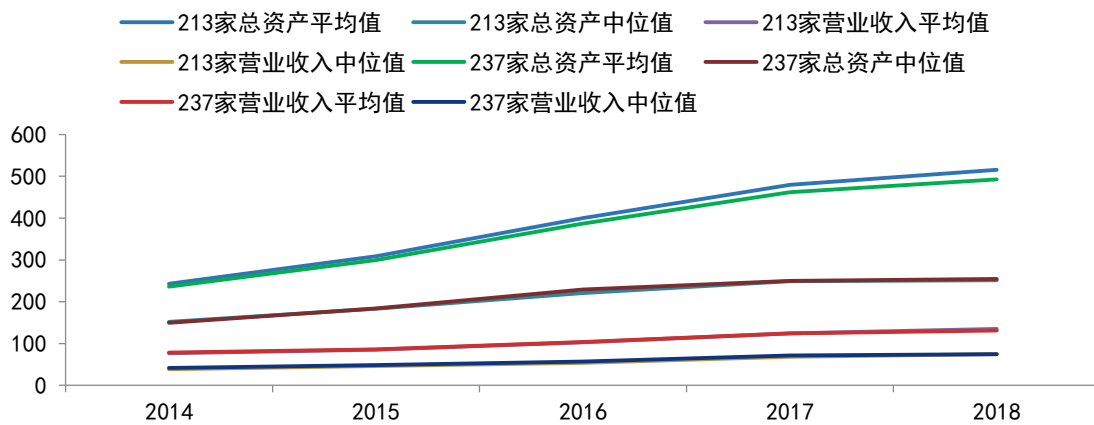


图 10: 高收益债发债企业经营规模变化 (亿元)

注: 样本企业均剔除了营收超过千亿元的企业; 237 家企业未剔除违约企业, 213 家企业剔除了违约企业。

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

(2) 盈利状况整体逐年下滑, 但亏损企业仍占少数

从盈利能力变化趋势来看, 近5年来高收益债发债样本企业(无论图11所示的237家还是211家)从中位值反映的整体盈利状况基本维持逐年变差。其中, 从违约企业的211家样本来看, 2014至2018年, 期间费用率从12.63%逐年递增至15.67%的同时, 销售毛利率从23.49%降至21.23%、销售净利率从9.58%降至5.83%、总资产报酬率从3.7%降至2.99%, 其中销售净利率下降幅度较大。

如从211家样本平均值来看, 盈利状况弱化趋势更加明显, 平均销售净利率从14.06%大幅下跌至2.53%; 总资产报酬率从4.78%持续下滑至2.29%。从个体来看, 截至2018年, 211家样本企业有38家的销售净利率为负数, 57家的销售净利率低于2%。

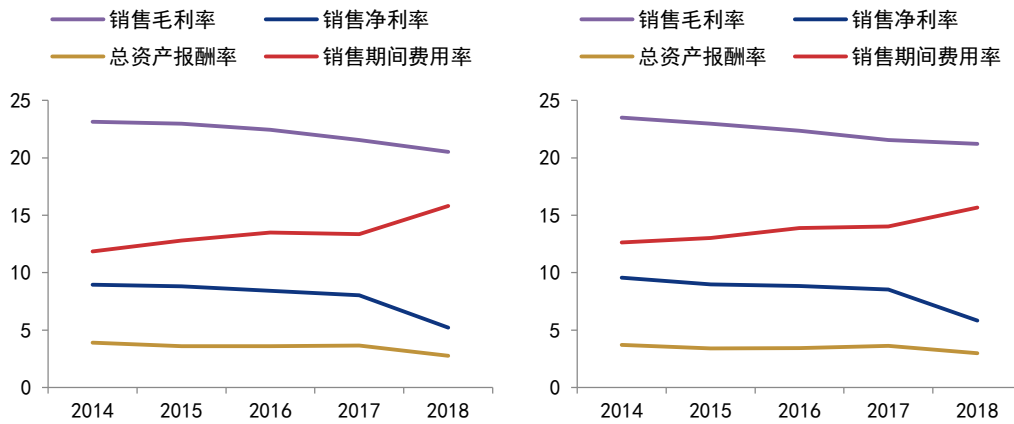


图 11: 发债企业平均盈利指标变化

注: 由于发债企业盈利状况分化状况较资产负债率等其他指标严重, 本图仅选用中位值进行统计; 左图样本237家, 未剔除违约企业; 右图样本211家, 已剔除违约企业。

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

(3) 整体杠杆水平微增, 且多数企业杠杆提升

在整体盈利状况下滑的同时, 2014年末以来, 样本企业资产负债率呈现小幅上涨趋势, 见图12。其中, 214家未违约企业的负债率中位值从2014年末的61.74%微增至2018年末的62.17%; 132家样本企业负债率中位值从2014年末的61.98%逐步递增至2019年3月末的64.42%。从个体来看, 2014年末至2018年末, 上述214家企业有140家的债务杠杆处于提升状态, 占65.42%。

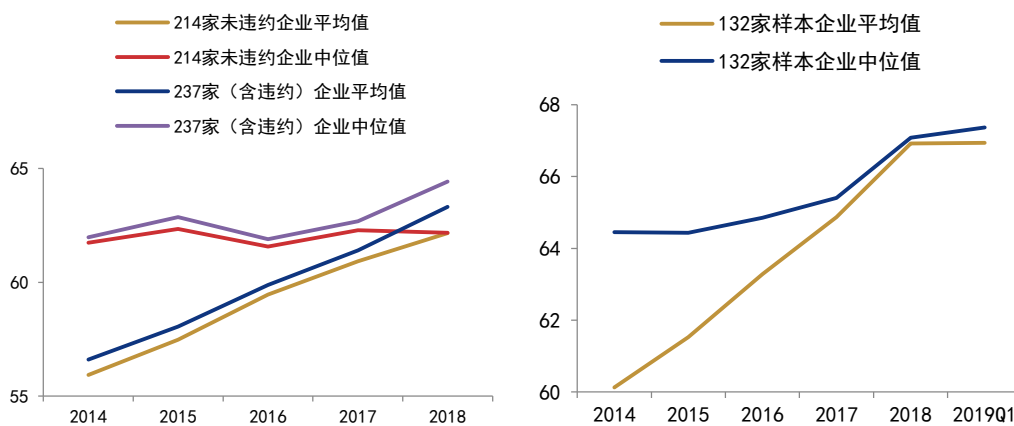


图 12: 发债企业整体资产负债率变化 (%)

注: 所有样本企业剔除了资产负债率畸高(150%以上)的高收益债发行企业。

资料来源: Wind资讯, 远东资信整理

(4) 债务覆盖能力呈现弱化迹象

动态来看，2015年（末）至2018年（末），高收益债发债样本企业（无论图13所示的203家还是182家）的经营现金净流量对带息债务覆盖能力总体上虽有所增长，其中，剔除违约高收益债的182家样本企业该指标中位值从0.03倍增至0.07倍，但经营现金净流量对带息债务覆盖水平依然不高；尤其速动比率、EBITDA/带息债务指标明显下降，其中，上述182家样本企业速动比率从0.89倍逐步下滑至0.74倍，EBITDA/带息债务从0.13倍降至0.12倍。相关数据变动趋势见图13。

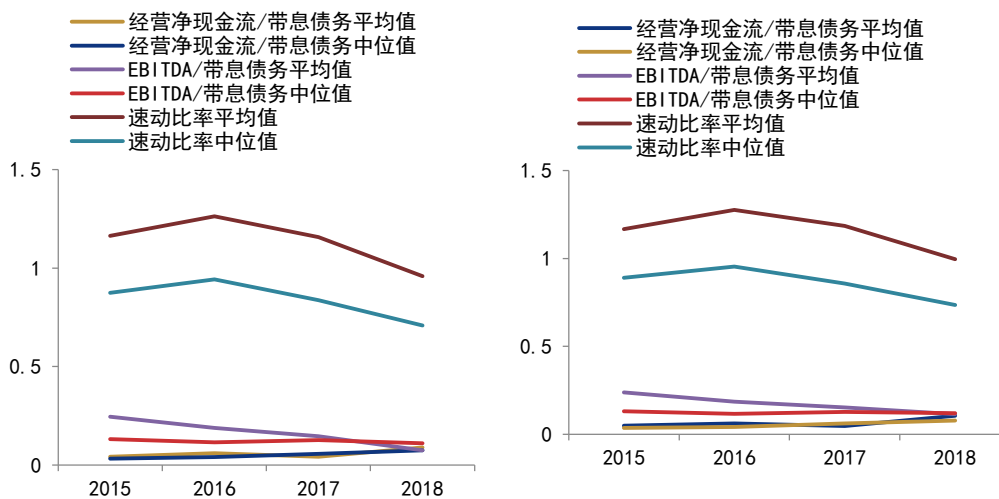


图 13：发债企业债务覆盖率水平变化（倍）

注：2014年样本数量偏少，本图的样本从2015年起统计；左图样本203家，未剔除违约企业；右图样本182家，已剔除违约企业。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

四、全文小结

综合以上分析来看，近年以来，我国宏观经济增速下滑等背景下，高收益债分布较为密集的房地产、商贸等行业指标增速也呈现下滑，建筑业受基建补短板政策驱动，关键指标有所增长，但增速较低，尤其最近指标增速有所放缓。鉴于高收益债发行企业多为民企，宏观和行业增速趋缓的环境对于高收益债发行企业信用质量具有负面影响。

从微观来看：（1）股东背景层面：近半企业为民企，实控人多为个人，其信用风险相对较大，事实上超过20%的民企已发生违约。近4成企业为地方国企，实控人多为地方政府、国资委，其中部分企业为城投性质，需要关注“去政府信用光环”对城投企业信用影响。（2）财务状况层面：高收益债的发债企业整体盈利状况明显趋于下滑的同时，债务杠杆水平有所提升，债务覆盖能力趋于弱化，但变化幅度较小。且无论是包含违约企业的样本，还是不含违约企业的样本，均可得出上述结论，这表明整体上高收益债发债企业信用质量呈现小幅下滑趋势；其中，支撑高收益债发债企业信用质量的有利因素包括经营规模呈现逐年快速增长、现金净流量趋于好转，以及地方国有企业占据相当一部分等因素。此外，从整体而言，我国高收益债中，上清所估价收益率在8%-20%的高收益债投资安全性较高。

综合发债企业信用风险外在表现和内在构成来看，鉴于高收益债发行企业从财务指标反映的信用质量明显有所下滑，但仍有超过 60%的企业没有相应信用评级下调、评级展望调为负面等任何评级负面事件作为反映，尤其个别企业已经发生违约，但主体信用评级仍然维持高水平，这一定程度上或表明信用评级的风险预警或风险揭示功能有待提升。此外，发债企业信用风险有所分化，其中，稍高收益率（收益率为 8%至 20%）债券具有较强信用质量，存在一定的收益率吸引力，而且数量居多，是广大投资者掘金高收益债券市场的相对“安全地带”。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，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余年的丰富经验，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。