作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

各行业高收益债券状况及疫情下的边际变化分析

相关研究报告：

1.《2019 年度中国高收益债券市场回顾与展望》，2020.02.13
2.《中国高收益债系列研究（四）：由表及里探知信用风险》，2019.10.11
3.《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》，2019.06.30
4.《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
5.《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

摘 要

近年以来，中国各行业高收益债券整体规模随同存量信用债券规模增长及其违约常态化而平缓增长。各行业高收益债市场规模差异悬殊且格局大致稳定，房地产/综合/建筑装饰/交通运输（交运）/商贸等行业稳居前列，与各行业存量信用债规模结构有着明显关系。本文结合行业特征与宏观环境，重点挖掘了房地产/综合/建筑装饰/交运/商贸业高收益债内部具体情况。同时分析了电子/休闲等高收益债分布密度较厚或较稀的行业高收益债内部具体情况。

2020 年新冠肺炎疫情致各行业蒙受损失，受疫情等影响，19 年末至 20 年 5 月末，各行业高收益债总体上余额、收益率双增长，但各行业情况有所差异。电子/有色/纺织业高收益债规模激增，归因于发债大户信用状况变化等影响，信用状况变化原因包括债务到期压力集中、法律风险增加等。交运/商贸/休闲等受疫情冲击显著行业，在国债收益率下行等其他因素影响下，高收益债规模未见增长。进一步来看，交运/商贸/休闲等生活服务业高收益债发行企业或多或少受到了疫情负面影响，部分企业信用状况明显变差。

展望未来，中国各行业高收益债券市场将跟随多方面环境因素而变化。除了受疫情之下的宏观、行业经济环境变化、信用债券市场违约形势、信用债存量增长态势变化影响之外，还受到国债收益率走势变化的影响，并在较大程度上受到企业信用状况，尤其是发债企业大户信用状况变化的影响。

作为中国债券市场的现实组成部分，目前我国高收益债券广泛分布于申万各行业。促进中国各行业高收益债券市场发展，对于增强债券市场层次性，完善多层次资本市场体系，满足投资者多样化需求，以及对于拉开信用债评级序列区分度，增强信用风险甄别和预警能力具有独特意义。本文将高收益债券统计口径设定为——某个考察日上清所估价收益率不低于 8%的包括公司债券/一般企业债/一般中票/短期融资券/定向工具共计 5 类信用债券（为便于表述，这 5 类信用债简称“信用债”）。依托这一定义，本文对当前中国各行业高收益债券市场存量及疫情下的边际变化等展开相关分析，意在帮助投资者了解中国高收益债券的行业结构现状、变化及其背后动因，为投资者投资不同行业高收益债券提供决策参考。

一、存量规模：差异悬殊且结构较稳，房地产/综合/建筑装饰/交运/商贸稳居前列

我国高收益债券发行主体覆盖绝大部分申万行业领域（见图 1）。以截至 2020 年 5 月底（下称考察日）信用债余额中 226 家企业的 668 只、6176.23 亿元余额的高收益债存量（如未加说明，下文所称存量高收益债统计截至考察日）来看，高收益债券余额前 7 大行业——房地产、综合、建筑装饰、交通运输、商贸、电子、非银金融占据 72.29%的份额；有色金属、医药生物、未分类、公用事业、化工、纺织服装、计算机、食品饮料等行业高收益债券规模居中；农林牧渔、轻工制造、建筑材料、电气设备、休闲服务、钢铁等行业高收益债券规模较小；国防军工、家用电器行业则没有高收益债券。以下重点选取高收益债存量较大的房地产（余额占 22.37%）、综合（14.15%）、建筑装饰（11.92%）、交通运输（7.69%）、商业贸易（5.82%）等行业高收益债券市场做进一步分析，这 5 大行业合占全行业存量高收益债余额 61.95%。

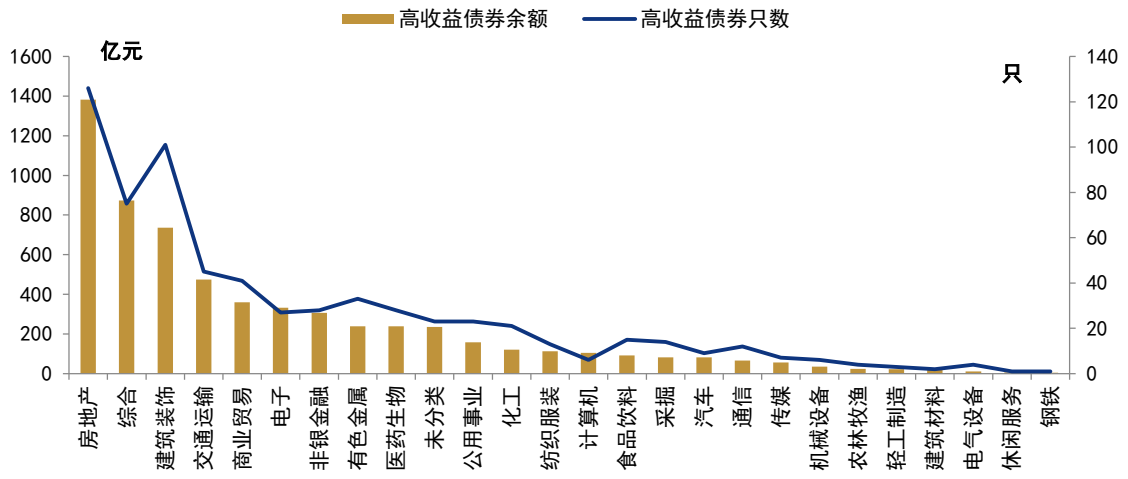

图 1：考察日各行业高收益债券存量情况对比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

进一步选取 2018 年底、2019 年底、2020 年 5 月底三个时点的存量高收益债比较来看，房地产、综合、建筑装饰、交通运输、商业贸易这几大行业高收益债券余额规模较大且稳居各行业前列（如图 2 所示）。其中：

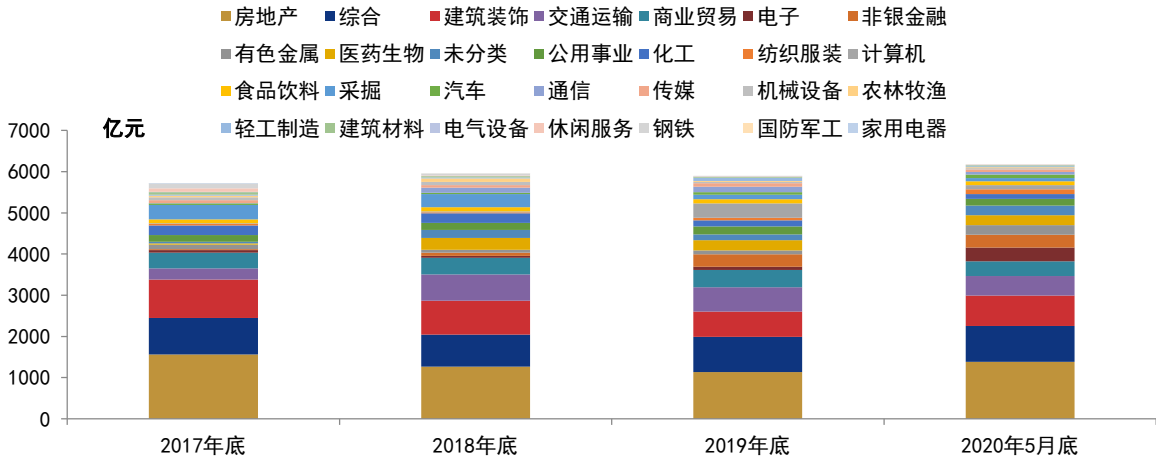

图 2：近期各行业高收益债余额分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（1）房地产行业。近期房地产行业高收益债券余额稳居全体存量高收益债券市场 20%左右的份额。作为资金密集型企业，房地产开发前期需要大量筹资，因而行业整体上具有高杠杆属性。据四经普公报，截至 18 年底，全国房地产法人单位总负债规模（89 万亿元）仅次于金融业（274.4 万亿元），平均资产负债率 76.59%。而据考察日统计，房地产行业的 34 家高收益债发行企业 18 年末平均资产负债率 77.04%，高居高收益债所属的各行业前列。从内部结构来看，房地产业高收益债仅分布于房地产开发企业。考察日房地产开发行业存量债券发行企业以地方国企居多（占 59.58%），而其高收益债券发行企业以非国企业居多（占 88.89%），或表明其高收益率与公司属性有一定关系。

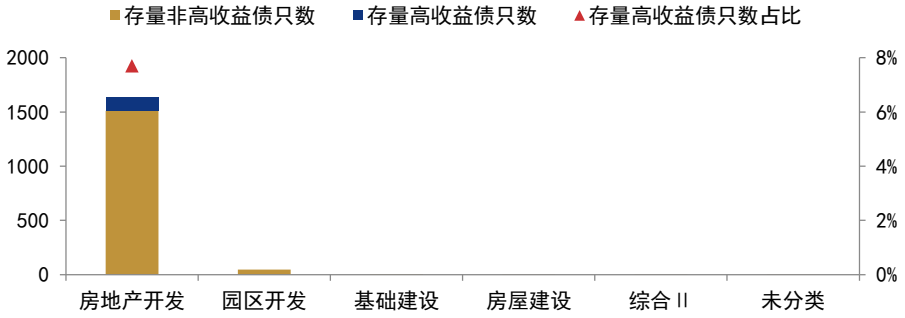

图 3：房地产细分行业存量债券及其高收益债券构成

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（2）综合行业。综合行业在各行业中拥有极大规模的信用债市场存量（考察日余额 4.55 万亿元，仅次于建筑装饰业），其高收益债券余额也相对较大（考察日余额 873.93 亿元，仅次于房地产业）。综合行业企业经营多元化现象突出，很多企业所从事行业交集涉及房地产、商贸、建材、建筑装饰、住宿餐饮等，综合行业部分发债企业一定程度上存在多元化投资扩张影响主业核心竞争力培育、非相关多元化带来管理与治理难度等表现的经营风险，

以及多元化扩张导致债务杠杆加大、盈利状况变差等表现的财务风险，导致债券估价收益率较高。相关案例如新光控股、华盛江泉、中信国安、精功集团等，参见远东资信发布文章《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》。

（3）建筑装饰行业。建筑装饰业涵盖房屋建设、装修装饰、基础建设、专业工程、园林工程等子行业。以考察日计，建筑装饰业拥有 5 类信用债（5.28 万亿元）占全行业的 23.35%，其高收益债（736.19 亿元）占全行业的 11.92%，主要分布在基础建设等领域。其中，装修装饰业高收益债分布相对集中，全部为宜华企业（集团）有限公司存量高收益债，分别占装修装饰业存量债券只数的 16.67%、余额的 14.29%。

建筑装饰行业中的房屋建设、基础建设等资金密集型行业投资回收期长、前期占用资金大，使得该行业整体具有高杠杆属性，但从建筑装饰业高收益债发行企业样本来看，18 年末、19 年末、20 年一季度末资产负债率均值分别为 53.41%、51.45%、54.54%，其中 18 年末均值低于建筑业 75%的均值。但样本企业经营性现金流量/带息债务比率普遍较低（19 年末均值 1.93%）、速动比率持续下降（从 17 年平均 1.99 倍递降至 2020Q1 平均 0.95 倍），部分债券违约（只数占比 11.88%、余额占比 19.66%），使得样本券具有高估价收益率。

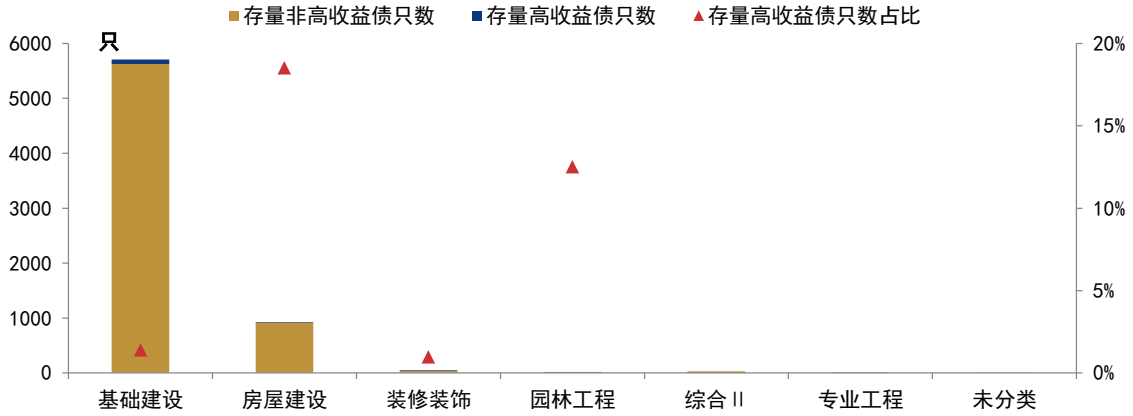

图 4：建筑装饰业考察日存量债券及高收益债券的细分结构

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（4）交通运输行业。截至考察日的交通运输业（简称交运业）高收益债达 475.02 亿元，排名各行业第四。除未分类样本外，交运业存量债主要分布于港口、航空、铁路等领域；交运业高收益债则相对集中于航空、机场业。航空业是近期受新冠肺炎疫情（下称疫情）影响较严重的产业之一，各国调减国际客运航班量导致航空业遭受经营损失。2020 年一季度，中国民航业运输总周转率同比下降 46.6%。疫情成为航空、机场等交运业高收益债发行人债务风险加剧的不利因素，具体案例如下。

考察日的航空运输、机场业高收益债发行企业主要集中在海南省，包括海航集团、海航航空集团、海航机场集团、美兰机场、三亚凤凰机场等。近日，海航集团发布公告称，自 17 年末暴发流动性风险以来，在各方支持下，海航集团积极开展“自救”，但未能彻底化解风险。此外，天津航空、西部航空、祥鹏航空等也有高收益债。西部航

空的“17 西航 01”考察日估价收益率达 24.05%。20 年 3 月底，中诚信将西部航空主体评级、“17 西航 01”债项评级从 AA 下调至 AA-，调降原因是考虑到该券回售压力大（回售额 5.28 亿元，西航集团账面资金 2.46 亿元，不足覆盖回售金额），并认为在疫情影响下，公司经营状况恶化，该券回售金额大，进一步加剧流动性压力。受此影响，“17 西航 01”估价收益率从 4 月 7 日的 6.28%飙升至 8 日的 22.05%并基本企稳。

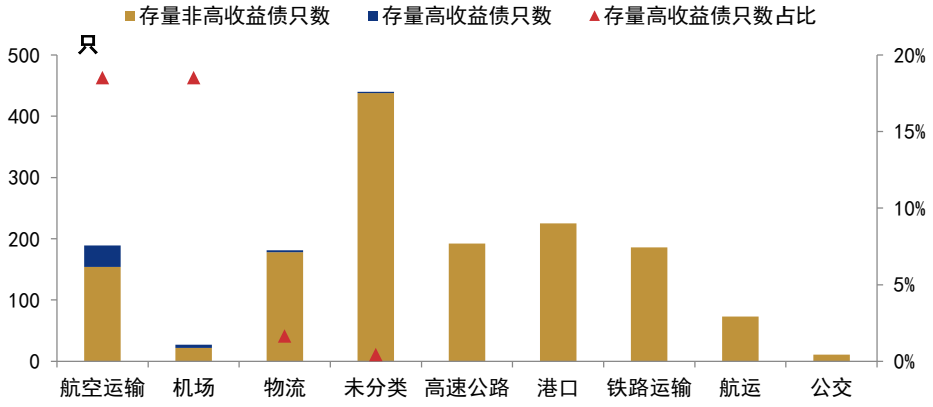

图 5：交通运输业考察日存量债券及高收益债券的细分结构

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（5）商贸业。截至考察日，商贸业 5 类信用债余额和其高收益债余额分别占 26 类申万行业这两类债券第 9 位、第 5 位。商贸业债券分布在零售业、贸易业、商业物业经营领域，其高收益债主要集中在零售业。疫情之下，20 年前 5 月社零总额同比名义下降 13.5%。受疫情影响，山东商业集团等 5 家高收益债发行企业 2020Q1 平均营收同比下降 20.98%，加大了企业偿债压力。19 年末至考察日，这 5 家企业的 12 只高收益债中位值估价收益率上涨 71.6BP（8.27%至 8.99%）。

图 6 显示，截至考察日，26 类申万行业 5 类信用债余额与其高收益债券余额相关度系数达到 0.70。表明各行业高收益债券规模差异在较大程度上归因于背后的信用债存量差异，同时反映各行业高收益债券分布密度（按该行业高收益债券余额占信用债余额比重）存在一定差异。分布密度突出的行业包括电子（30.04%）、纺织服装（28.03%）；其余大部分行业在 10%以下，其中采掘/钢铁/休闲低于 0.6%，国防/家电 19 年末、考察日均无高收益债。

电子/纺织等行业高收益债分布密度较高，与发债企业大户信用状况变化有明显关系，详见下文。采掘/钢铁/休闲/通信等分布较稀薄，与行业特征或者更准确而言与发债企业群体特征等有关。例如休闲服务发债企业普遍属于国有企业，获得当地政府土地划拨、财政补贴等资源支持；休闲服务业面临政策红利、行业转型动力、居民消费升级、庞大消费市场等各方面利好因素支撑，从长期来看疫情因素不会扭转休闲服务业持续向好的发展局面。截至考察日，休闲服务业 5 类信用债合计 267 只，仅 1 只高收益债存续，其债券余额占 267 只债券余额的 0.31%。

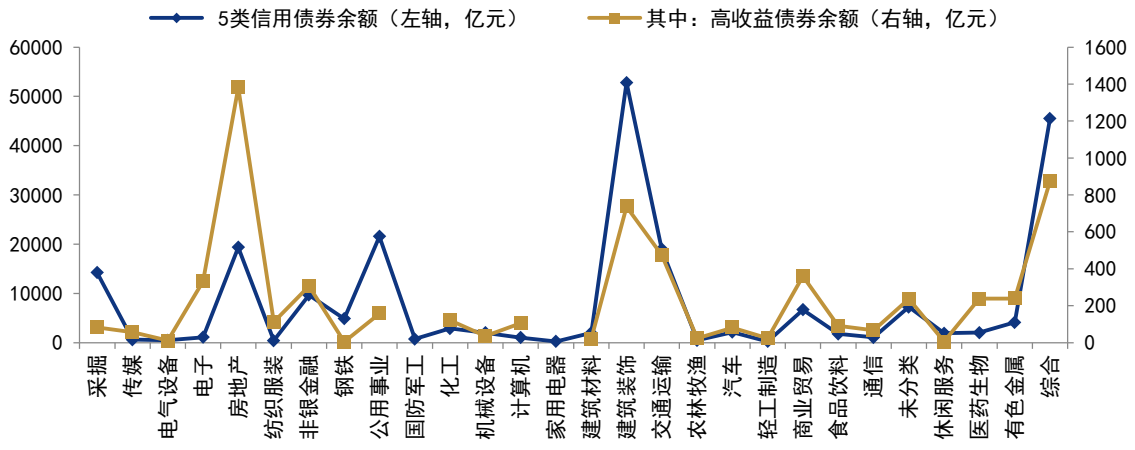

图 6：考察日各行业 5 类信用债余额及其高收益债券余额比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

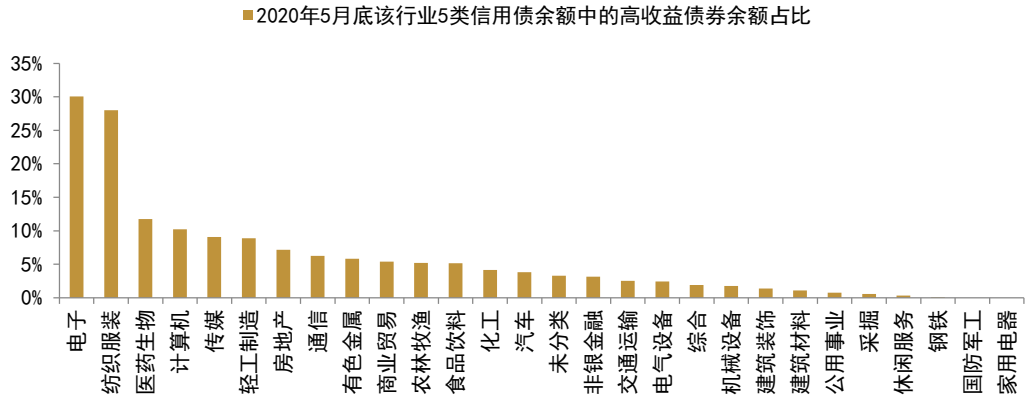

图 7：考察日各行业高收益债券分布密度比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、市场变化：各行业总体受疫情影响呈现债券余额、收益率双增长，其中电子/有色/纺织等激增皆因发债大户等影响

19 年底至考察日，各行业高收益债券余额从 5906.43 亿元增至 6176.23 亿元，增长 4.57%；648 只样本券估价收益率中位值从 9.62%升至 12.51%，其中 512 只券估价收益率上涨。19 年底至考察日各行业高收益债市场整体变化，与同期 5 类信用债总余额增长 13.82%有关，也与复杂经贸形势叠加疫情等因素对宏观和行业经济的影响有关，但各行业高收益债券市场变化存在明显差异。其中，电子/有色/纺织等行业考察日高收益债余额分别较 19 年末增长 367.47%、148.54%、84.75%。

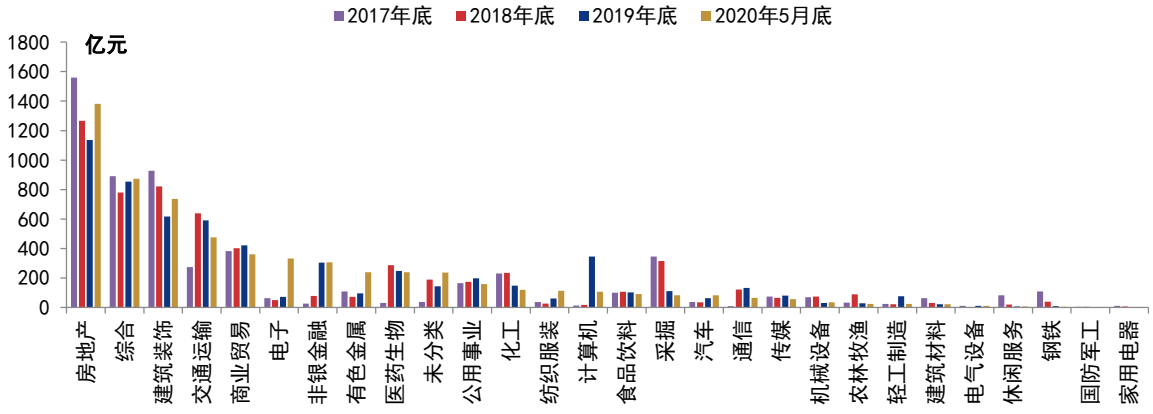

图 8：近期各行业高收益债券余额变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（1）电子业。近年电子业 5 类信用债存量从 17 年末 1379.79 亿元递减至考察日的 1006.18 亿元，高收益余额则从 62 亿元增至 332.37 亿元。尤其 19 年底至考察日，电子业 5 类信用债余额净增 100.08 亿元，增长 9.94%；但高收益债余额净增 261.27 亿元，增长 367.47%。近期电子业高收益债余额激增主要受债券存量较大的紫光集团债务状况变化影响。紫光集团近年债务杠杆持续加大，19 年底资产负债率 73.46%，较 18 年末增长 0.04 个百分点。据集团 19 年财报，截至 19 年末集团可用货币资金 517.51 亿元，而一年内到期流动负债 534.08 亿元。另据 Wind 资讯数据，集团未使用授信额度 1035.52 亿元。截至考察日，紫光集团 273.46 亿元高收益债余额占电子业高收益债余额的 82.28%。

（2）有色金属业。19 年末至考察日，有色金属业存量信用债从 3809.21 亿元增至 4108.29 亿元，增长 7.85%；其高收益债则从 96.06 亿元增至 238.74 亿元，增长 148.54%。新增高收益债主要是南山集团 116.42 亿元存量债变成高收益债，均为旧债（2020 年前发行），而 19 年末该集团没有高收益债。Wind 资讯数据显示，20 年一季度（末），南山集团资产负债率 52.49%，较 19 年末增长 1.83 个百分点；速动比率 0.83 倍，较 19 年末下降 0.04 倍；营收 87.29 亿元，同比下降 9.66%。

（3）纺织服装业。19 年末，纺织服装业有山东如意科技、浙江永利、红豆集团 3 家企业的 7 只存量高收益债 60.8 亿元；截至考察日，这 3 家企业存量高收益债增至 13 只、112.33 亿元，导致纺织服装业高收益债余额增长 84.75%；新增 6 只高收益债包括红豆集团 5 只、山东如意科技 1 只，均系旧债（2020 年前发行）。其中，山东如意科技主体评级于 20 年 3 月被大公国际从 AA 下调至 AA-，理由包括该公司面临法律和财务风险上升，短期偿债能力很大，再融资压力受限等。红豆集团近期债务到期压力较明显，据 Wind 资讯数据显示，红豆集团考察日拥有 5 类信用债 9 只，其中 5 只于 20 年 6 月至 11 月到期，余额 27.5 亿元。红豆集团最新主体和相关债项评级均为 AA+。

2020 年以来，新冠肺炎疫情对国民经济诸行业发展造成负面影响，交运、休闲等生活性服务业首当其冲。但 19 年末至考察日，受国债收益率下行等其他因素影响，交运业高收益债余额负增长、休闲业零增长（见图 8），再从交运、休闲高收益发行企业个案来看，发行企业受到了疫情等因素负面影响，估价收益率有所提升。

（4）休闲服务业。考察日 267 只存量休闲业债券（余额 1920.97 亿元）有 1 只高收益债（14 海航酒店债），余额 6 亿元，19 年末休闲业债券也只有这只高收益债。19 年末，中证鹏元考虑海航酒店出现债务逾期及未结清的欠息，面临较大刚性债务压力，同时国外酒店收入将大幅下滑等风险因素，将海航酒店主体、债项评级从 AA 下调至 BBB，展望负面。受信用负面事件及疫情等影响，14 海航酒店债估价收益率从 19 年 11 月 5 日的 15.85%飙升至 20 年 3 月 26 日的 72.33%（期间没有估价收益率数据显示）。

19 年末至考察日，处于存续期的 199 只休闲业债券平均估价收益率下行 61.46BP、中位值估价收益率下行 42.76BP，或在一定程度上受国债收益率下行影响，19 年末至考察日，1/5/10 年期中债国债收益率分别下行 76BP/67BP/43BP。这表明，疫情对旅游业负面影响及债市利率下行等综合因素，未从总体上给休闲业债券收益率带来上升变化，从而也未给休闲业高收益债市规模带来变化。而从 41 家无高收益债的休闲企业看，受疫情影响，2020Q1 营收合计值同比下降 45.16%；20 年 3 月末平均资产负债率 54.44%，较上年末 53.5%提升。

（5）交通运输业。考察日交运业高收益债 46 只、余额 475.02 亿元，分别较 19 年末（55 只、590.8 亿元）下降 16.36%、19.6%。而 19 年末至考察日，交运业存量 5 类信用债券从 1.62 万亿元增至 1.9 亿元，增长 17.3%。交运业高收益债存量既未随同行业信用债存量增长而增长，也未受疫情冲击而加剧存量增长，但发债企业经营状况受到疫情等负面影响。除了海航集团、西部航空等上述高收益债发行企业案例外，非高收益债发行人中的 162 家有效样本企业 2020Q1 营收合计值同比下跌 17.72%，其中 124 家企业营收负增长。

截至考察日，家用电器、国防军工行业均没有存量高收益债券。家电业、国防军工业均在 17 年末、18 年末有存量高收益债券，其中 18 年末分别为 6 亿元、4 亿元，19 年末、考察日均未出现高收益债券。

三、未来各行业高收益债券规模变化的影响因素分析

近年以来，高收益债券市场存量呈现平缓增长，基本跟随债券市场违约存量规模变化而变化，反映高收益债券与债券市场违约形势、信用风险有着密切联系。截至 19 年末，存量违约债券余额达到 1369.63 亿元，存量高收益债 5900.83 亿元。截至 20 年 5 月末，存量违约债券余额净增至 1741.15 亿元，存量高收益债增至 6176.23 亿元。

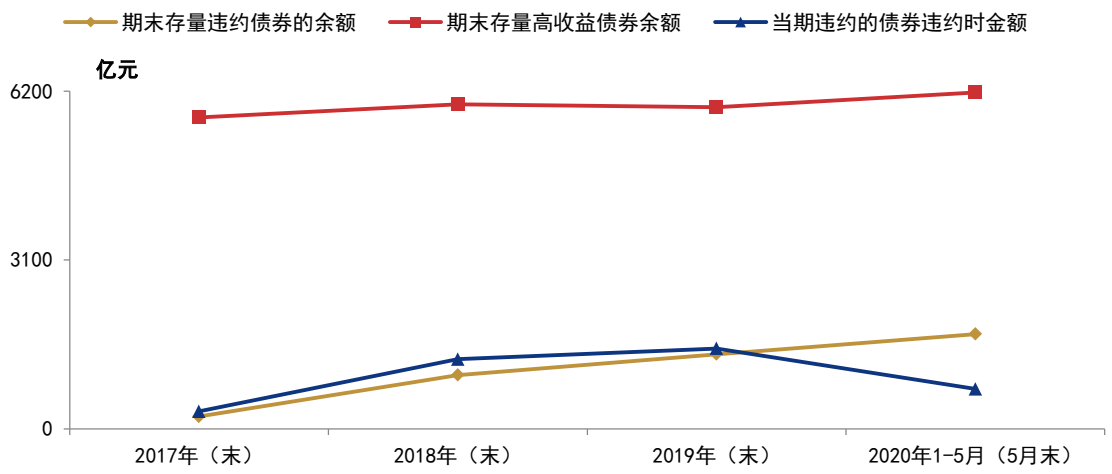

图 9：历年（期）末违约债券金额、高收益债券余额变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

鉴于以上分析，未来各行业高收益债规模结构的变化，除了受当前疫情下的宏观经济环境变化、信用债券市场违约形势、信用债存量增长态势之外，还受到基准利率走势变化的影响，并在较大程度上受到企业信用状况，尤其是发债企业大户信用状况变化的影响。

一是宏观经济环境变化。国内高收益债券发行人分散于绝大部分申万一级行业，但主要集中于建筑装饰、房地产、综合、商贸、交通运输、化工、采掘等行业，主因这些行业存量债券和发行企业规模普遍较大，其次与这些行业普遍呈现顺经济周期性（综合企业的细分行业普遍包括房地产等周期性行业）以及近期宏观经济下行局势有关。2018 年下半年以来，中国宏观经济在复杂内外环境下呈现加速放缓，尤其进入 2020 年，疫情发生以来，一季度 GDP 同比下降 6.8%，延迟复工复产给各行各业造成直接经济损失。未来随着疫情彻底消散，宏观和行业经济环境的改善有望减轻高收益债券市场信用风险和债券收益率上行压力。

二是存量信用债券规模变化。我国高收益债源于存量信用债，且大部分源于旧券，而非新近发行的债券。基本上，近期我国高收益债随存量信用债的增长而有所增长。为应对疫情，发改委、证监会近期对信用债发行适度放宽，包括支持疫情地区和疫情防控企业债券融资需求，最大限度简便疫情防控期间企业债券业务办理、对疫情防控期间到期的公司债券设立绿色通道支持发新还旧等等，推动了债市规模增长，2020 年初截至 6 月 19 日（“至今”）全国 5 类信用债存量（22.71 万亿元）较 19 年末增长 14.29%、发行量（4.3 万亿元）同比增长 5%。从后续来看，全球疫情依然严峻，国内疫情防控依然不可松懈，宏观经济状况依然有待恢复，为应对疫情、刺激经济增长促进而适度采取的宽信用政策，在推高债券市场存量的同时，或将对未来高收益债券存量增长有一定的促进作用。

三是债券违约等信用负面事件变化。信用债违约等负面事件暴露对其估价收益率飙升具有助推作用（参见远东资信发布文章《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》）。近年以来，我国信用债规模显著增长的同时，信用债违约形势趋于常态化，近期中美贸易摩擦等复杂外部形势叠加疫情冲击，国内信用债

违约形势依然不乐观，2 月份违约债券规模创历史高峰。事实上，疫情对全球企业信用状况产生了负面影响。穆迪研究显示，进入 2020 年，疫情导致大量公司信用评级下降，债券违约率将上升；在全部评级被下调的发行人中，高收益发行人占比超过六成，且在疫情影响的早期被下调的比例更高，表明他们在面对由疫情导致的消费需求下降和生产或供应中断时的抗冲击能力较低，受疫情影响更大，评级遭下调的可能性也更高。穆迪预计，亚太区非金融类公司高收益债券违约率预计在 6.4%；穆迪预计，由于新型冠状疫情引发全球经济衰退，一些亚洲公司的信用质量将大大下降，违约风险也会增加。

尽管从目前来看，以上数据统计显示，疫情之下部分行业信用债存量虽保持增长，但高收益债存量保持稳定或有所减少。从后续来看，国内疫情形势依然存在不同程度的不确定性，疫情对我国宏观经济和诸行业经济的负面影响依然存在。随着疫情及其防控的发展，各行业高收益券市场的变动，既不排除因为信息不对称因素（包括一些企业的一季度财报、最新跟踪评级报告等信息尚未披露）使得部分债券因负面信息没有充分暴露因而估价收益率一定时段内不会显著变动；也不排除疫情防控局势日趋改善、宏观经济加快恢复发展的环境下，发债企业作为各行业头部或中部企业加快恢复良好发展势头，使得其高收益债券估价收益率存在下调机会。

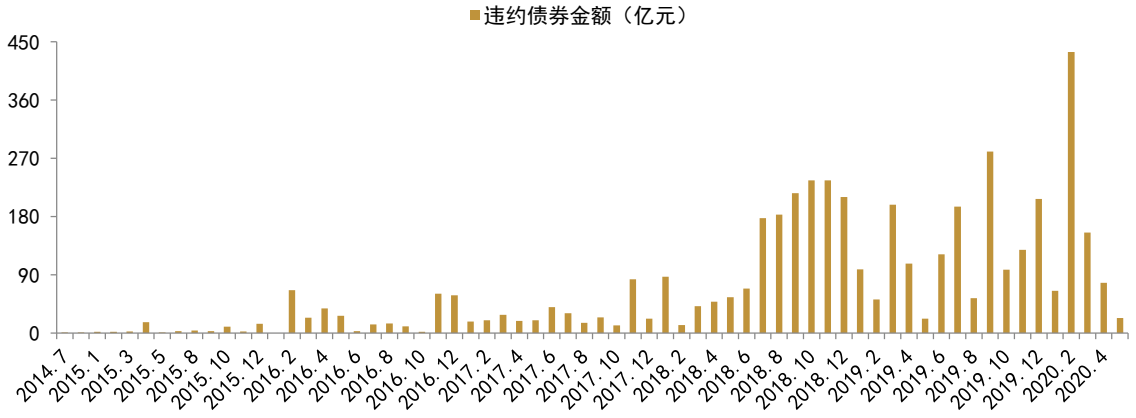

图 10：近年我国信用债违约状况变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四是国债收益率变化。国债收益率曲线充当债券利率风向标和金融市场定价基准的作用。实践证明，近年我国各类信用债市场利率跟随中债国债收益率变化而变化。2020 年前 4 月，为应对疫情冲击，在逆周期的灵活适度货币政策影响下，国债收益率基本呈现震荡下行态势。5 月份以来，资金面边际收紧等影响下，国债收益率逆转回升。排除企业经营和财务状况等影响债券收益率的其他风险因素没有明显变化，未来国债收益率如出现明显波动，或将对处于高收益率临界区间（如 7.9%-8.1%）的（非）高收益债券进入或退出高收益债市场造成影响。从考察日来看，存量高收益债位居 8%-8.1%区间的样本券为 36 只、余额 365.43 亿元，余额占比为 5.92%。

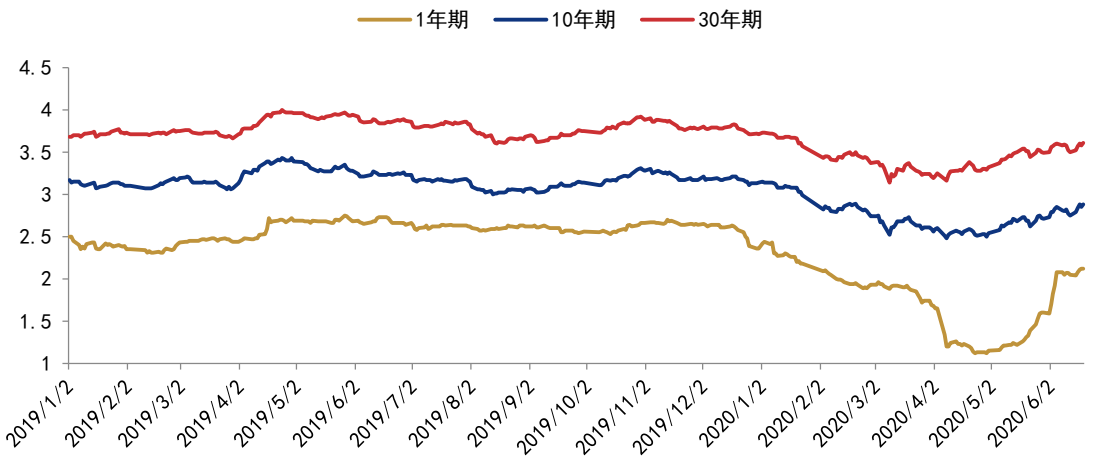

图 11：近期中债国债收益率曲线变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

五是发债企业大户信用状况变化。各行业高收益券数量变化、密度分布等变化，除了受存量债券规模变化等因素外，还明显受到了发债企业信用状况变化的影响。对于像有色金属等高收益债相对“小众”行业，由于发债企业样本数量少，个别企业存量信用债券规模较大，这些个体企业信用状况变化或将导致其批量存量债券纳入或退出高收益债，引起该行业高收益债规模震荡，乃至对该细分行业高收益债券分布密度等产生显著影响。

【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：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
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。