

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

2021年度高收益债券市场运行分析与展望

摘要

本文统计的高收益债券统计口径为某个考察日的上海清算所估价收益率不低于8%的公司债券、一般企业债、一般中票、短期融资券、定向工具，具体以我国2021年末存量高收益债券为研究重点。

截至2021年末，全国高收益债券数量合计886只（样本券）、余额合计7554.65亿元，较2020年末分别下降12.73%、下降12.88%，这主要受到新冠肺炎疫情及其防控因素等宏观环境影响。样本券以公司债券余额（4648.73亿元）占绝大部分（61.53%），主要与公司债券存量规模大、信用风险较高等有关。发行人行业分布稳定以房地产、建筑装饰、综合等行业为主，尤其房地产行业高收益债券余额稳居各行业首位。从2018年底至2021年底，257家高收益债券发行样本企业主体信用等级稳定率71.98%、向下迁移率21.01%、向上迁移率7.00%，表明样本企业整体信用状况边际变弱。

样本券中，房地产行业高收益债券、城投企业债券余额同比分别增长42.22%、21.85%，均呈现逆势高速增长，本文聚焦分析房地产、城投高收益债券市场发现，除了个体因素外，房地产行业 and 城投企业政策监管趋严，可能是两大行业/领域高收益债券市场增长原因所在。值得注意的是，2021年内出台的《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》提出探索规范发展高收益债券产品，并提出了“研究探索符合条件的金融机构开展高收益债券柜台业务试点”等指导性举措，表明国内高收益债券市场迎来政策机遇。

展望未来，国内高收益债券市场建设发展还有极大发展潜力，中央部委对于高收益债券市场试点的支持、信用债市场信息披露制度建设的加强，以及高风险债券（包括违约债券）处置制度建设和市场实践力度的加强有望为国内高收益债券市场带来规范有序发展的机遇，从而推动我国债券市场和实体经济领域多元化发展。

相关研究报告：

- 1.《市场规模维持近万亿级高位，聚焦城投债等局部市场显著扩容——当前形势下高收益债券市场运行关注与思考》，2021.08.05
- 2.《以信息披露为核心，提升公司债券运作市场化效率——公司债券审核新规点评》，2021.05.06
- 3.《各行业高收益债券状况及疫情下的边际变化分析》，2020.06.24
- 4.《2019年度中国高收益债券市场回顾与展望》，2020.02.13

高收益债券是中国债券市场的现实和独特组成部分，本文将高收益债券统计口径设定为——某个考察日的上海清算所估价收益率（简称“收益率”“估价收益率”）不低于8%的公司债券、一般企业债券、一般中期票据、短期融资券、定向工具共计五类信用债券（简称“五类信用债”），具体以Wind资讯统计显示的2021年末国内存量高收益债券为研究重点。由于Wind资讯提供的2021年末高收益债未见显示违约债券，考虑数据可比原则，如无说明，全文统计的历年末高收益债券均不含违约债券。

一、市场概况

（一）存量规模明显下降

截至2021年末，全国五类存量信用债拥有的高收益债券数量合计886只（以下简称“样本券”），债券余额合计7554.65亿元，按照可比口径分别较2020年末的1017只、8656.95亿元下降12.73%及下降12.88%。

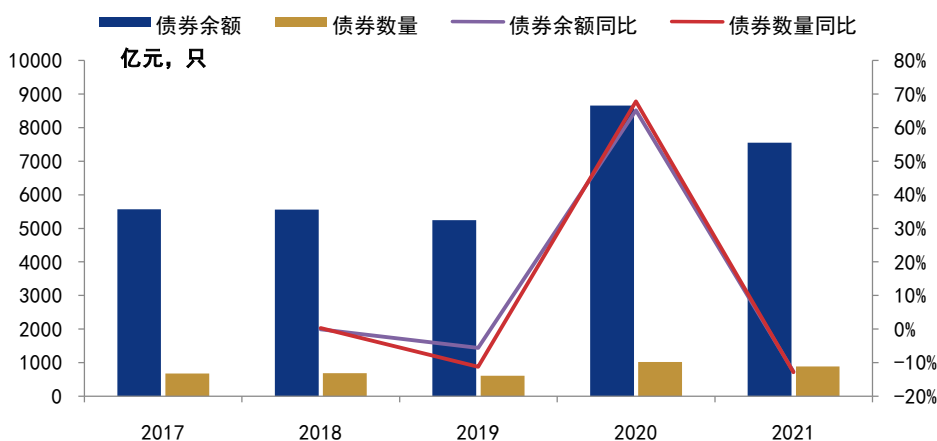


图1：历年末存量高收益债券余额变化

注：存量高收益债券统计均不含违约债券，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2021年末高收益债券市场规模下行与宏观环境和形势变化有一定关系。（1）从高基数因素来看，2020年末高收益债券规模创下近年高峰（如图1所示），受到了新冠肺炎疫情及其防控因素等宏观环境影响。疫情冲击及其防控之下，2020年我国GDP同比增速从2019年的6%下降为2.2%，国民经济诸行业受到经济增幅放缓的影响，例如样本券有306家发行人（隶属于26个申万一级行业及未分类行业）2020年度营业收入合计同比下降7.90%、营收中位数同比下降18.87%。（2）从2021年度宏观环境与形势变化来看，2020年下半年以来至2021年，全国疫情防控局势总体保持稳定，国民经济总体运行在合理区间（如图2所示）。此外，2021年以来，受到国民经济大局稳定、金融稳杠杆等环境影响，国债收益率走势以震荡下行为主（如图3所示）。

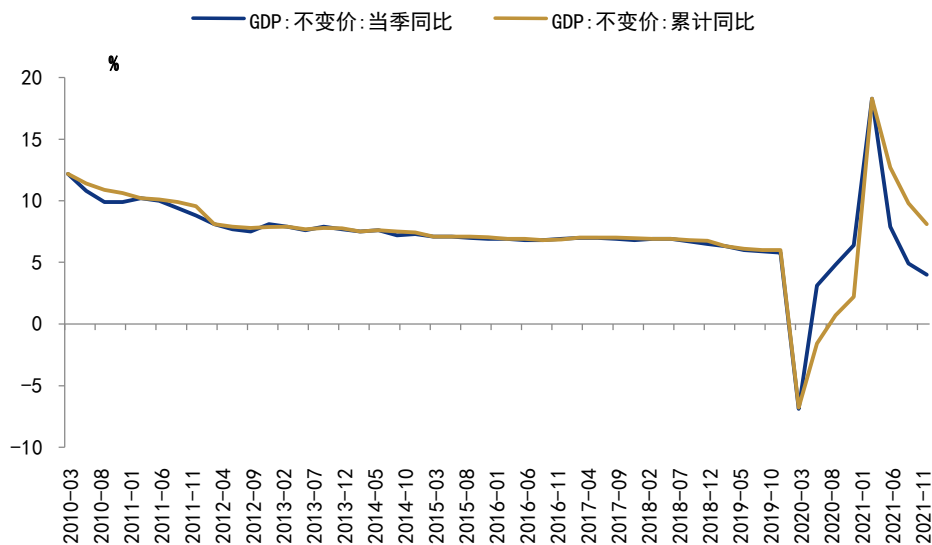


图2：全国GDP增速变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

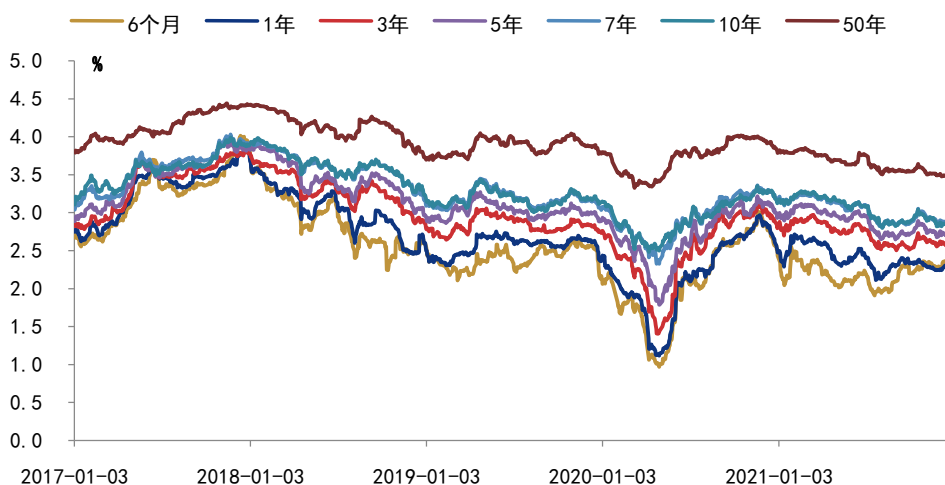


图3：部分待偿期限的中债国债到期收益率走势

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）券种结构以公司债券稳居主力

从2021年末各类券种的高收益债券余额来看，高收益公司债券余额合计4648.73亿元，占比61.53%，远远高于其他类型高收益债券。其次包括一般中票、一般企业债、定向工具等，高收益短期融资券余额仅占0.98%。从结构变化来看，近年高收益公司债券一直稳居五类高收益信用债第一大券种（如图5所示），这一方面反映了全体公司债券存量规模相对较大的事实，一方面也与公司债券信用状况有关。截至2021年末，有主体评级和上清所估值收益率的全体10387只存量公司债券之中，主体评级为AA（含）以上公司债券数量占比为98%；剩余2%的存量

公司债券有 39.42% 为高收益债券。

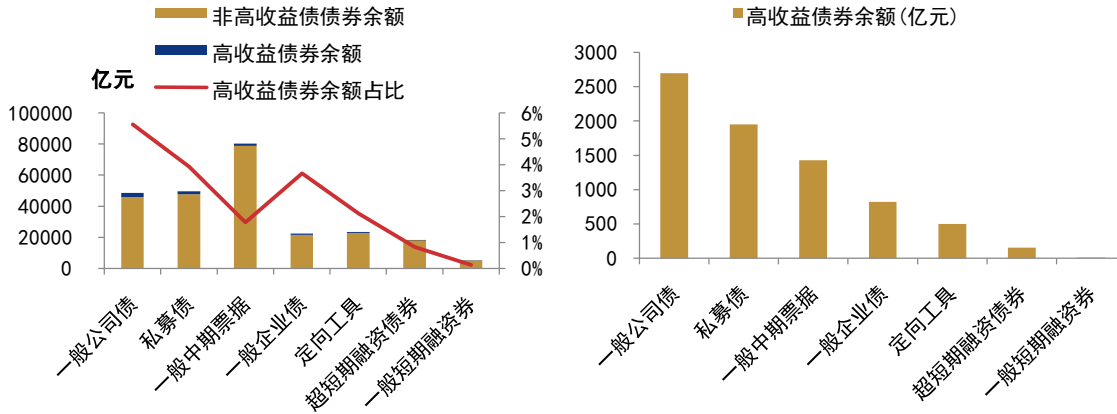


图 4: 2021 年末存量五类信用债及其高收益债构成情况——从券种角度

注：右半部分系左半部分的高收益债券余额放大后显示效果。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

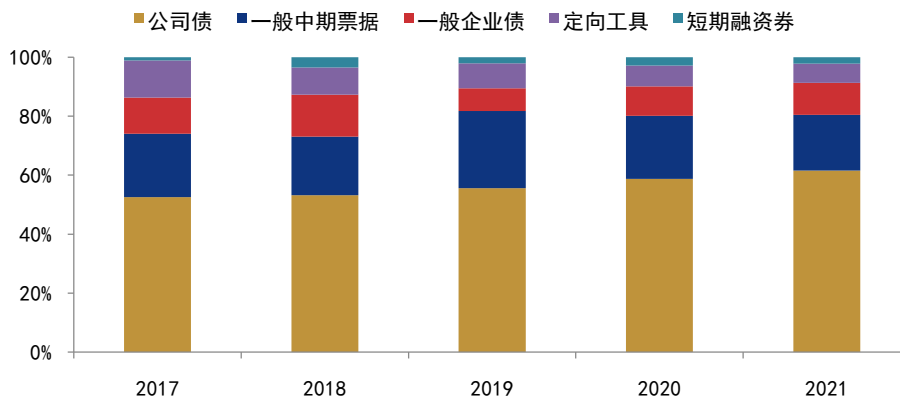


图 5: 历年末存量高收益债券余额结构——从券种角度

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

考虑债券信用风险与收益配比原则，违约债券理论上需要赋以高收益率从而与高风险相对称，违约债券普遍应作为高收益债券（暂不考虑其是否具备交易条件）。如从违约高收益债券角度来看，Wind 资讯显示，截至 2021 年底，存量公司债券有 0.84% 债券违约，在各类债券中占比相对较高。2021 年度，以沪深交易所公司债券信息披露新规出台等为标志，我国公司债券注册制建设加快推进，注册制使得公司债券入市门槛在适度弱化财务定量要求的同时，强化了信息披露制度要求，信息披露的加强有利于投资者以及信用评级机构等提高公司债券市场信用风险甄别能力，这对于提升高收益公司债券乃至整个高收益债投资交易活跃度具有积极意义。

（三）行业分布稳定以房地产、建筑装饰等为主

样本券隶属于274家发行人，其中，国有企业数量为192家，民营企业、外资企业、公众企业分别为56家、20家、4家，发行人以国有企业为主比较明显。从各行业存量高收益债券来看，图6显示近年以来房地产行业高收益债券稳居各行业首位；尤其图7显示，2021年末房地产行业高收益债券市场规模在各行业中地位突出，占全行业高收益债券余额近1/3比重。

总体来看，2021年末仍有余额的高收益债券（行业未分类的样本券除外）发行主体主要分布于房地产、建筑装饰、综合、采掘、商业贸易等领域，高收益债券余额相对稀少的领域包括：轻工制造、钢铁、食品饮料、机械设备、电气设备、化工等；未见高收益债券的领域包括：有色金属、建筑材料、电子、农林牧渔、家用电器、国防军工行业。其中，房地产行业高收益债券不仅市场基数较大（2021年末房地产行业高收益余额在22个申万行业中排名第7），而且规模增长显著（2021年末房地产行业高收益债券余额较2020年末增长42.22%），这与政策环境变化等有关，详见下文。

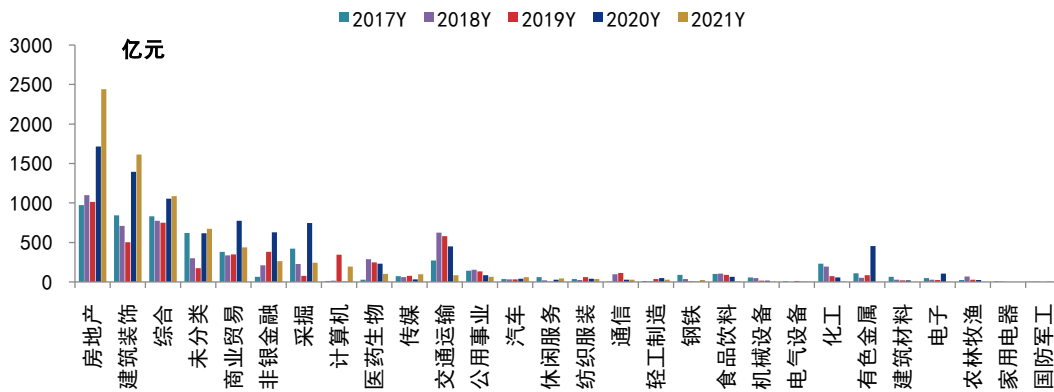


图6：历年底各行业高收益债券余额变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

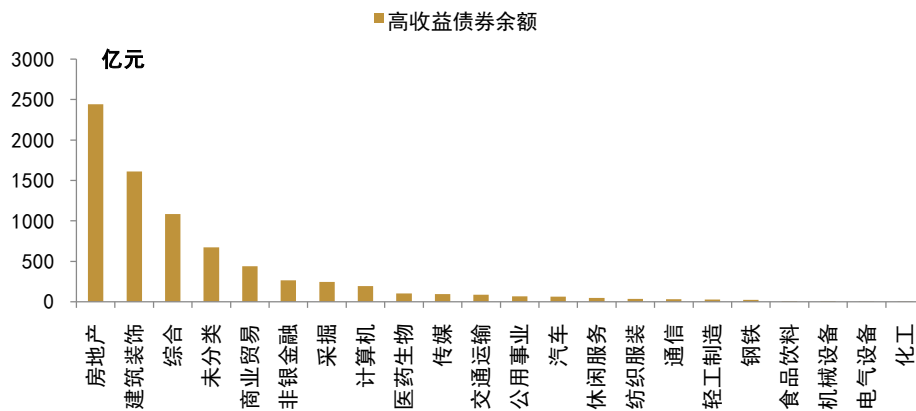


图7：2021年底各行业高收益债券余额情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）信用状况边际减弱

从债项评级来看，样本券发行年份自2012年至2021年不等，583只有效样本券发行时的债券评级主要为AAA（178只）、AA+（169只）、AA（160只）。886只债券有609只（占68.74%）债券在2019年及之后发行。其中，自2018年底至2021年底，253只有效样本债券（大部分债券缺乏2018年末债项评级数据）信用等级稳定率75.49%、向下迁移率22.13%、向上迁移率2.37%，表明样本券整体信用状况边际变弱。

从主体评级来看，样本券的274家发行人有272家截至2021年底的主体评级为以AA（138家）为主，其次包括AA+（53家）、AA-（26家）、AAA（25家）等。其中，从2018年底至2021年底，257家有效样本企业主体信用等级稳定率71.98%、向下迁移率21.01%、向上迁移率7.00%，表明样本企业整体信用状况边际变弱。

考虑财务数据可获性更强、数据变化更为直观，本文侧重从发行人财务状况揭示分析高收益债券市场信用变化。图8至图12综合表明高收益债样本发行企业从整体平均水平来看，尽管营收规模稳定增长，但债务杠杆缓慢提升、现金比率显著下降、现金流量利息保障倍数波动式下降，一定程度上可能加大企业偿债风险，导致前述样本企业整体信用状况边际变弱。样本企业财务状况变弱，既与近年宏观经济整体面临稳增长压力的环境有关，也与企业所属行业政策环境和市场环境变化，以及企业个体经营和财务状况变化有关。

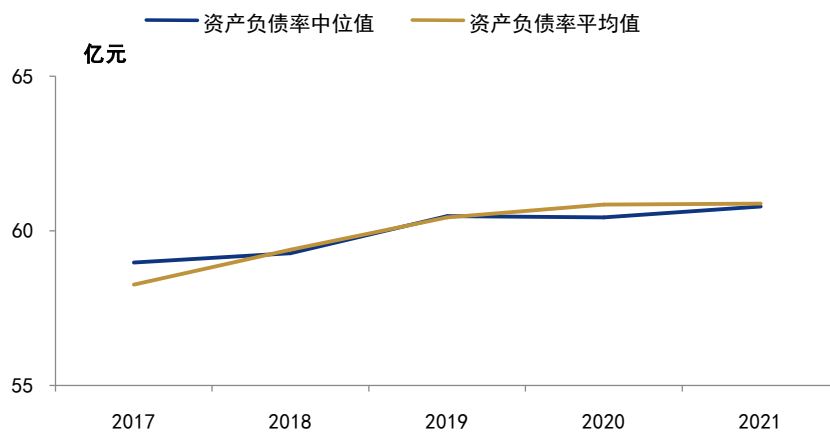


图8：历年6月底样本企业资产负债率变化

注：样本企业数量为225家。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

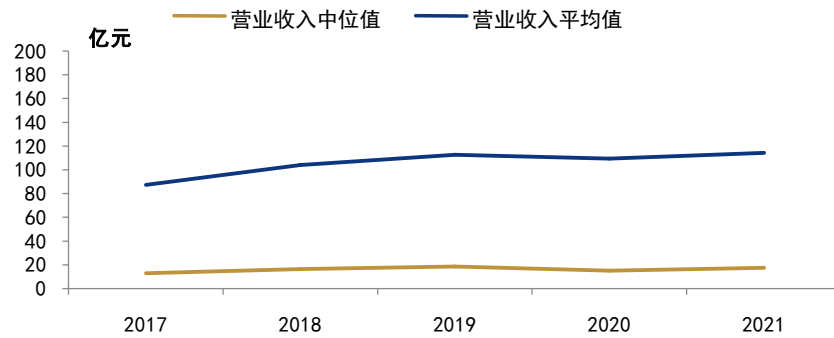


图 9: 历年上半年样本企业营业收入变化

注: 样本企业数量为 231 家。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

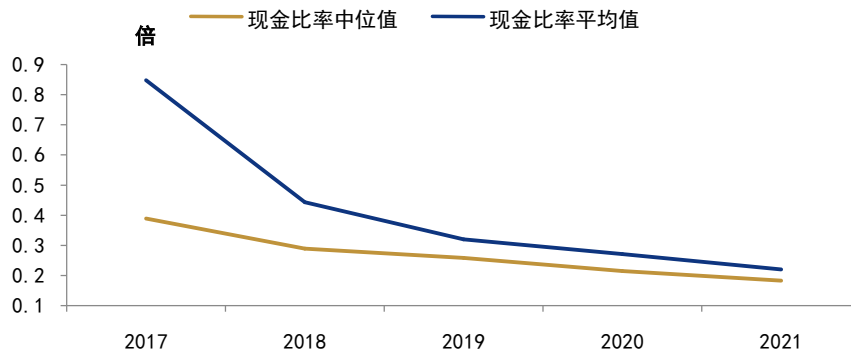


图 10: 历年 6 月底样本企业现金比率变化

注: 样本企业数量为 229 家。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

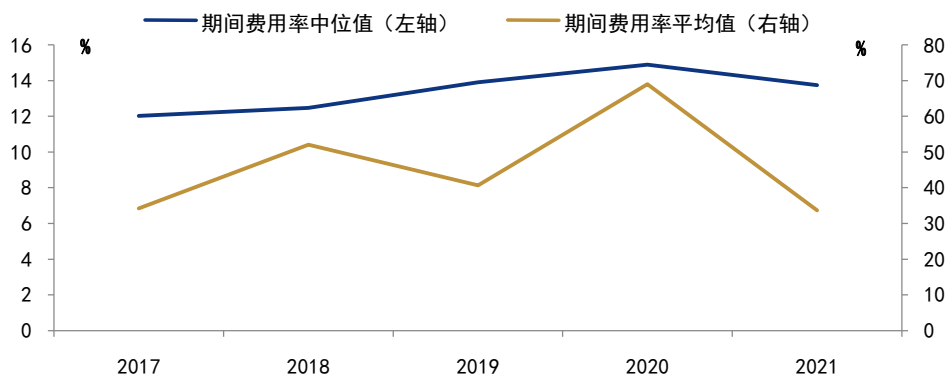


图 11: 样本企业历年上半年期间费用率变化

注: 样本企业数量为 225 家。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

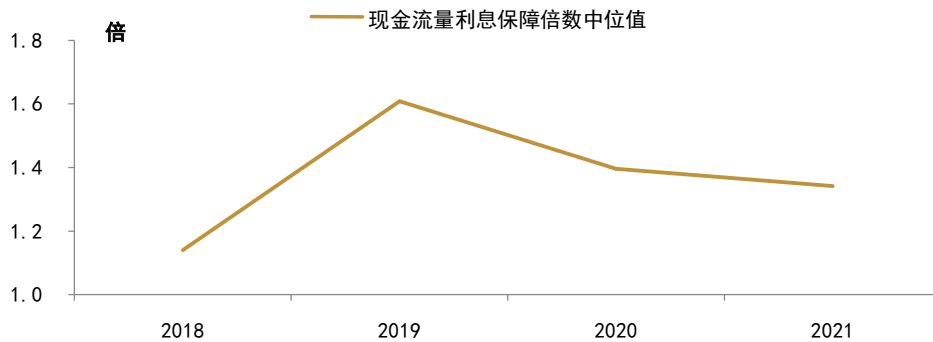


图 12: 样本企业现金流量利息保障倍数中位值变化

注: 样本企业数量为 181 家; 2018-2020 年取年度值, 2021 年取年中值。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、市场聚焦

(一) 房地产行业高收益债券余额逆势增长

如上所述, 2021 年末房地产行业高收益债券余额较 2020 年末增长 42.22%, 与同期全体行业高收益债券余额下降 12.88% 对比鲜明。截至 2021 年末, 样本券中的房地产行业高收益债券余额占比达到 32.31%, 比重较往年 (2017 至 2020 年历年末该比重为 17.50% 至 19.83% 不等) 大幅提升。2021 年度房地产行业高收益债券规模逆势扩容, 反映了 2020 年以来房地产行业政策监管整体趋严 (前紧后松, 但整体趋严) 背景下的行业市场环境变化及其对房地产行业债券市场的影响。

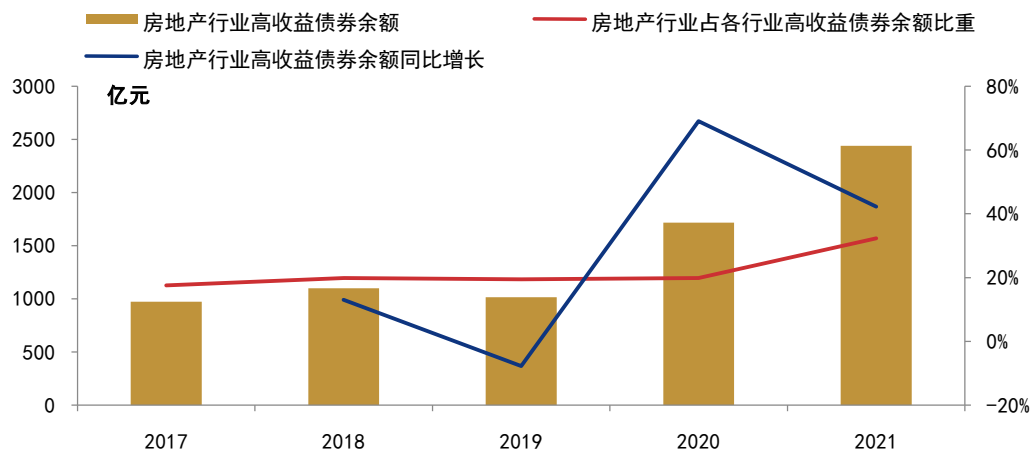


图 13: 历年末房地产高收益债券余额及占比变化

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

其中, 近期房地产行业监管新政比较突出的政策包括 2020 年 8 月住建部、人民银行制定的房企“三道红线”

政策¹与2021年重点城市集中供地政策等，新政加大了房地产行业监管力度，使得部分房企经营环境压力加剧。受房地产行业监管政策趋严影响，加之前期拿地扩张、开工进度迟缓以及债务集中到期等因素，2021年度房企债券违约现象加剧，违约次数（43次）同比（16次）显著增加，客观上对于房地产行业整体形象造成负面影响。从本文统计的44家未违约房企高收益债券发行人截至2019年6月底财务状况来看，42家有效样本企业有25家触及红线。

（二）城投企业高收益债券余额维持增长

2020年以来，城投企业高收益债存量规模较往年明显增长。截至2021年末，城投企业高收益债券余额达1096.90亿元，同比（2020年末）增长21.85%，与同期产业类高收益债余额下降16.75%形成鲜明对比。城投企业高收益债规模逆势增长，可能受近期城投企业监管趋严的环境等影响。

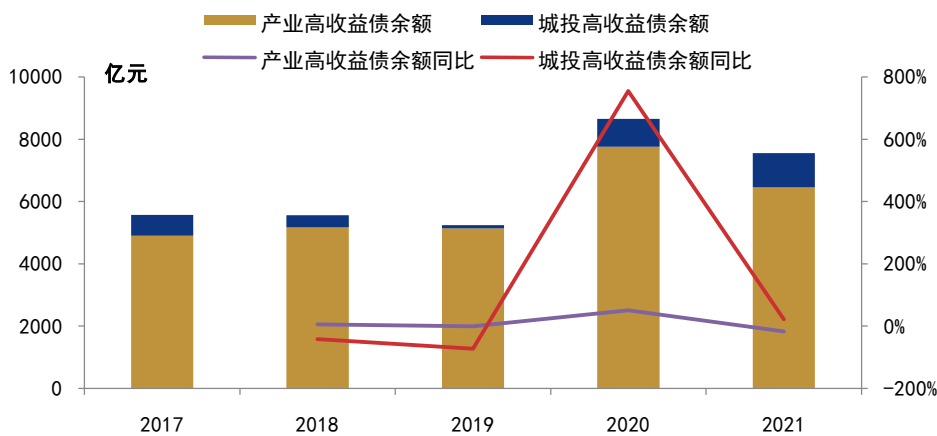


图 14：历年末高收益城投债、产业债余额变化

注：城投债统计口径为 Wind 口径。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近期国内加大地方政府隐性负债监管力度，意味着城投企业面临的政策环境趋紧。2020年底中央经济工作会议强调，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，为2021年地方政府隐性负债治理定调。2021年5月，财政部部长刘昆表示，要完善常态化监控机制，决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子。从媒体报道²来看，财政部具体采取完善常态化监测机制、坚决遏制隐性债务增量、稳妥化解隐性债务存量、推动平台公司市场化转型等举措推进地方政府隐性债务治理。此外，2021年7月，沪深交易所出台公司债券发行上市审核业务指引，总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的城投公司的公司债券发行将受到一定限制。展望2022年，中央对于地方政府隐性负债监管力度料将不会松懈，在稳增长大局影响下，基建投资客观上存在增长动力（2021年，基建投资增速高位放缓，从2月累计增长34.95%递减至全年同比增长0.21%，全年增速较2020年度增速3.41%明显

¹“三道红线”包括：剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍。以2019年6月底财务指标为基础，房企只踩中一道红线，则有息负债规模年增速不得超过10%；踩中两道红线，则有息负债规模年增速不得超过5%；踩中三道红线，则有息负债不得增加。

²参见：财政部：从严遏制新增隐性债务、稳妥化解存量隐性债务的体制机制，界面新闻，2021-12-16。

放缓)。中央财政推动地方政府专项债提前发力、国家发改委推动适当超前开展基础设施投资等政策作用下，2022年基建投资增速有望上行，客观上有利于为全国城投企业提供发展机遇。

从本文统计的城投企业高收益债发行人来看，截至2021年底，171家城投企业有168家主体评级为AA（含）以下水平，其中133家主体评级为AA；3家企业主体评级为AA+。截至2021年6月底，总资产小于100亿元的城投企业合计10家。

（三）政策机遇变化

近年以来，随着债券存量不断提高和债券市场违约常态化，高收益债券发展成为我国债券市场的现实和独特组成部分。但近年我国高收益债券严格意义上缺乏统一界定标准，更没有专门政策对该市场发展予以规范，市场发展具有一定的自发性和无序性。高收益债券对于“明日之星”等中小企业的支持并不显著。总体上来看，近年高收益债券市场的发展，受到投资风险偏好，投资者多元化不强，估值、评级预警有待提升，流动性不强，以及政策有待加强等背景因素影响。

2021年8月，人民银行、国家发改委、财政部、银保监会、证监会和外汇局（六部门）联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，提出探索规范发展资产证券化、高收益债券产品，并且明确提出了“研究探索符合条件的金融机构开展高收益债券柜台业务试点”等指导性举措。本文认为，高收益债券市场的规范有序发展，具有践行国家普惠金融战略、拓宽中小企业融资渠道、满足投资多元化需求、促进信用评级服务质量提升等丰富意义。

三、市场前景

展望2022年，在宏观经济稳增长压力和动力之下，融资环境边际偏紧可能性较小，中国债券市场规模有望继续扩容，债券市场改革开放有望深化。其中，信用债注册制建设有望积极推进。从乐观角度估计，在人民银行等六部门《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》等政策指引下和市场带动下，“高收益债券柜台业务试点”有望迈开实质性建设步伐。

长期以来，我国债券市场以大型企业、国有企业为融资主力，从行业角度以金融类企业为融资主力，实体经济领域广大中小企业尤其小微企业鲜有融资主体出现，其中包括具有良好发展前景和高成长性的中小型或微型企业。展望未来，国内高收益债券市场建设发展还有极大发展潜力，中央部委对于高收益债券市场试点的支持、信用债市场信息披露制度建设的加强，以及高风险债券（包括违约债券）处置制度建设和市场实践力度的加强有望为国内高收益债券市场带来规范有序发展的机遇，从而加强我国债券市场和实体经济领域多元化发展。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究与发展部高级研究员。

【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



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：010-57277666

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：021-65100651

【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。