



对信用评级助力高收益债券市场发展的思考

联合资信 研究中心 陈茵 林青 郝帅 董欣焱

摘要：2024年宏观低利率环境下，我国高收益债券市场整体缩量，但中小科创企业融资难问题仍亟待解决，迫切需要发展高收益债券市场。目前我国高收益债市场尚处于初级阶段，存在无明确界定标准、市场投资者结构单一，流动性不足、投资者保护机制不完善等问题。聚焦评级行业，我们提出推动评级产品供给侧改革，构建具有高区分度的评级体系，从评级角度明确高收益债的定义，促进高收益债市场高质量发展。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、2024年我国高收益债券市场发展现状

（一）低利率环境下高收益债市场整体缩量

2024年以来，我国宏观经济复苏面临一定压力，债券市场利率中枢呈震荡下行趋势，国债主要期限品种到期收益率整体下行。低利率环境下，高收益债券挖掘困难。

从全市场公司信用类债券¹发行角度来看，截至2024年11月末，一级市场发行利率6.0%以上的样本仅占0.23%，无利率8.0%以上的债券发行；一级市场发行利率高于同期限国债收益率400BP及以上的样本仅占0.20%，高于同期限国债收益率500BP以上的样本仅占0.01%。从公司信用类债券二级市场成交情况来看，收盘到期收益率大于或等于8%的样本仅占1.42%；收盘到期收益率大于或等于同期限国债收益率500BP的样本仅占2.97%。

从债券发行主体性质来看，此前城投企业和房地产企业的高收益债券发行占比较大，而2024年以来城投高收益债券和房地产高收益债券均大幅缩量。房地产方面，地产行业景气度仍然较低，房地产企业一级高收益债券发行持续萎缩，二级存量高收益主体占比不足6%，规模占比不足15%，均处于历史低位。城投方面，2024年以来“一揽子化债方案”持续推进，城投企业融资政策延续收紧趋势，城投债发行及净融资规模均大幅下降，与此同时，城投债收益率大幅下行，受此影响目前二级市场城投高收益债存量规模持续下降至1万亿以下。

整体来看，在宏观低利率背景下，高收益债券发展低迷，一级和二级市场规模均呈下降趋势，原高收益债发行主力房企和城投企业逐步退出舞台，而大量中小型企业仍较难进入债券市场融资。与国际成熟市场相比，我国高收益债券发展任重而道远。

（二）中小科创企业融资难问题亟待解决，迫切需要发展我国高收益债市场

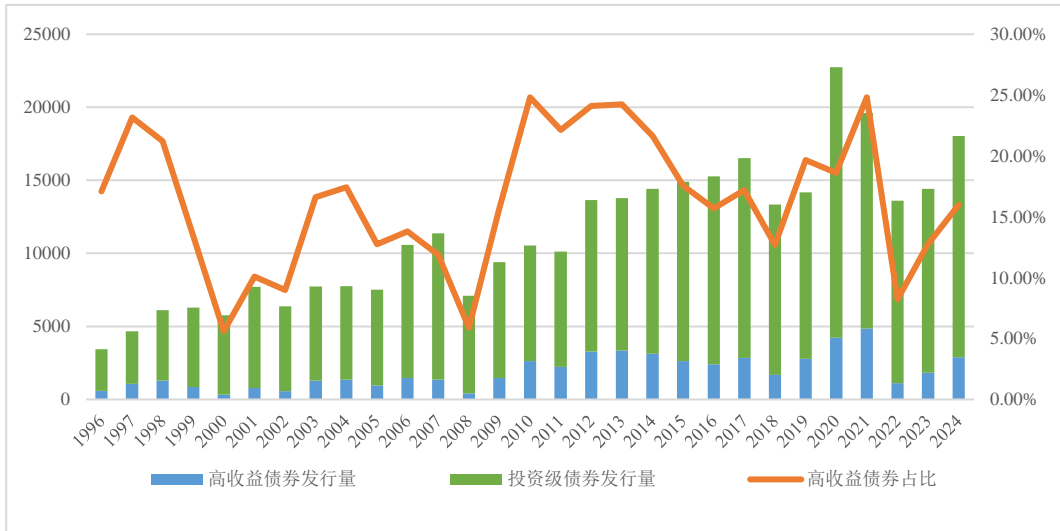
科技创新是高质量发展的核心驱动力，债券市场作为我国科技创新企业主要的直接融资渠道之一，近年来已推出一系列制度创新和制度安排支持科创企业债券融资，但现阶段，我国科技创新企业债券融资仍存在着融资规模小、期限短、中小科创企业融资困难等问题，制约了科创企业的高质量发展。

从域外经验看，美国的科技企业主要通过发行高收益债在债券市场上获得融资，美国高收益债市场主要有“堕落天使”“明日之星”和“杠杆收购”三类发行人，其中“明日之星”即指新兴行业、公司规模较小、缺乏稳定、良好的财务记录但发展潜力较大的成长型公司，较难获得高信用评级。20世纪90年代以来，随着互联网信息技术引领科技发展，诞生大量高科技企业，这些企业利用高收益债券筹集发展所需资金，“明日之星”高收益债发行量逐渐上升。同时，美国债

¹公司信用类债券包括我国债券市场发行的企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具（含短期融资券、超短期融资债券、中期票据、定向工具等），全文同。

券交易委员会出台了 144A 规则，使得高收益债券二级市场流动性大幅提升。

从发行量来看，美国高收益债券的发行量与经济周期的正相关性强，2000 年互联网泡沫破裂以及 2008 年金融危机导致发行量及发行占比显著下降，然后逐步回升，2012、2013 年美国高收益债券发行量占公司债总发行的约四分之一，之后随着经济下行发行规模及占比明显回落，近年来美国高收益债券发行有所波动，2021 年高收益债券发行占比再次达到高峰。截至 2024 年 11 月美国高收益债券发行量 2882.00 亿美元，占公司债总发行量的 15.99%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 1996 年-2024 年 11 月美国高收益债券发行情况

科技企业能在美国高收益债市场获得便利的融资，与美国成熟的高收益债券市场制度体系密不可分，无论是 144A 规则²的推出，多层次场外交易市场的建立，具有区分度的信用评级体系，还是较为完善的投资者保护体系和投资者退出机制，都有助于降低科创企业的融资成本，提高发行效率，满足中小科创企业的融资需求。

目前我国高收益债市场尚处于初级阶段，相关体制机制仍不够完善，制约了我国高收益债券市场的进一步发展，也难以满足中小科技企业的债券融资需求。

二、我国高收益债券市场发展面临的挑战与建议

（一）高收益债尚无明确界定标准，现有评级体系难以准确区分高收益债

一方面，目前我国尚未在一级市场建立起明确的高收益债券定义，市场通常将债券到期收益率大于等于 8%（或 6%），或一级市场发行利率/二级市场到期收益率高于基准利率 300-500BP 作为高收益债的界定标准。缺乏明确的高收益债判断标准，制约了高收益债券的发行和投资。另一方面，从国际来看，对高收益债的判断基本是以信用等级为依据，但当前我国债券市场上公司信用类债券的信

2 主要有三点措施：豁免注册和公开信息披露义务、放松转售条款、界定合格投资者。

用债级别主要集中于 AA 级及以上，级别虚高现象客观存在，且相当比例的高收益债券以私募形式发行，无信用评级，此外，取消强制评级背景下，公募债券中无评级债券占比大幅攀升，2023 年，新发行信用债中无评级债券占比已高达 54.94%，不利于通过信用等级准确区分高收益债券。

（二）债券市场投资者结构单一，高收益债二级市场流动性不足

一是，当前我国债券市场投资者结构较为单一，“刚兑信仰”难以打破。且大部分机构投资者风险识别管理能力较弱，投资高风险债券的监管限制较多，自身的资金属性也决定其难以投资高收益债券。二是，目前我国高收益债以私募发行为主，由于不能转售，导致高收益债券二级市场成交不活跃，流动性不足。三是，现阶段我国债券市场违约与回收数据积累不足，债券回收率难以准确评估，高收益债市场缺乏专业的定价机制。且高收益债交易主导的价格信号、收益率指标具有较大的波动性，在一定程度上制约了高收益债投资过程中的估值定价和风险计量，不利于投资者进行准确的价值判断和有效的风险管理。

（三）高收益债投资者保护机制不够完善，投资者退出渠道有待畅通

一方面，现阶段，我国高收益债在发行时契约条款设计与普通债券通常并无明显区别，通常缺乏相应的契约条款对高收益债发行人的举债、经营等行为进行约束。我国债券市场信用债募集说明书中的投资者保护条款虽然与境外高收益债券契约条款较为类似，但在实践中使用较少，投资者往往处于被动接受地位，对投资者保护程度相对有限。另一方面，当前我国信用债违约后，市场化违约处置机制仍不够健全，司法处置效率低下，违约债券处置进程缓慢、回收率低等问题依然较为突出，退出渠道不畅极大地损害了我国高收益债券投资者的投资信心。

整体来看，当前我国高收益债券市场仍处于初级发展阶段，建议从以下几方面进行探索：一是，建议尽快推动高区分度评级体系落地，从评级角度明确高收益债的定义。二是，进一步建立健全高收益债券发行的法律法规，可借鉴国际经验，简化债券发行流程，优化信息披露标准，建立合格投资者准入标准。三是，加强投资者教育，打破刚兑思维，丰富和完善具有多元风险偏好的投资者结构。四是，鼓励投资者保护条款的应用，在高收益债券发行时适当添加事先约束、事先承诺等类型的投资者保护条款，约束发行人的经营、举债行为，构建事前防范机制。五是，健全违约处置机制，进一步优化市场化违约处置机制，完善违约债券转让规则和发行人主动债务管理工具，拓宽投资者退出渠道。此外，健全破产法律体系，构建破产案件快速审理机制，完善破产重整强裁制度等，提升破产司法保障能力，提高司法处置效率。

三、推动评级产品供给侧改革，助力高收益债券市场高质量发展

从评级的角度来讲，高区分度的信用评级对厘清高收益债定义至关重要，不

仅能为投资者提供更为精确的风险定价与风险预警工具，有助于降低投资风险、提高投资回报，还可以促进市场透明和行业规范发展。目前来看，评级行业仍面临区分度不高，对投资的指导意义较弱等问题，评级产品供给的质量和效能有待提升。因此，评级行业应创新评级技术体系，构建具有高区分度的评级体系，推出高收益债相关评级产品，从评级角度明确高收益债的定义，促进高收益债市场高质量发展。

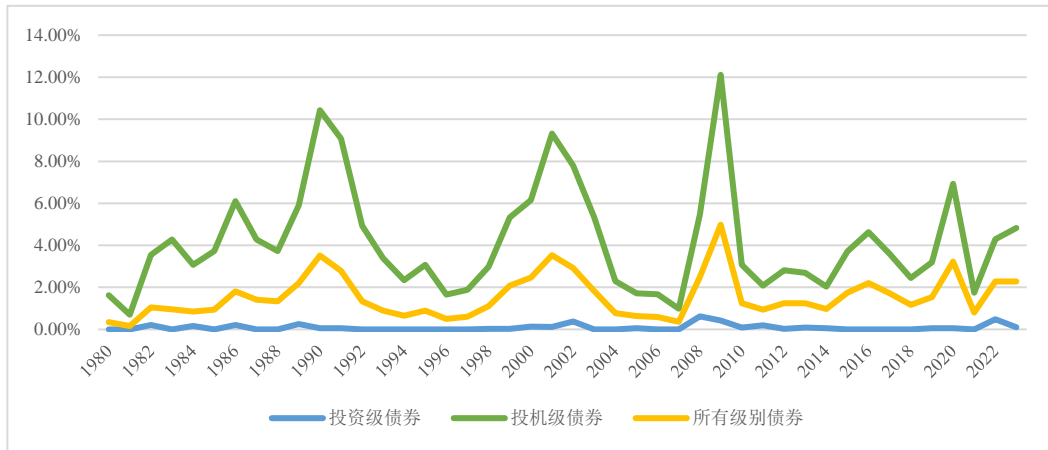
（一）高区分度信用评级对厘清高收益债定义至关重要

如前文所提，在成熟资本市场上高收益债一般是指信用评级低于投资级（标普、惠誉评级 BBB 以下或穆迪评级 Baa 以下）以及未获得评级的债券。而在我国信用债市场中，高收益债多指二级市场中收益较高的债券，投资者一般使用到期收益率（或行权收益率）、估值收益率来定义高收益债。这其实与我们债券市场外部评级区分度不高有关。我们认为，以收益率水平/利差水平为依据定义高收益债，仅为当前市场现状下的权宜之计，这种定义方法并未触及高收益债的高风险本质，并可能受到利率环境、异常交易以及其他非市场化因素影响，高收益债市场面临“有实无名”“评级缺位”的现状。

使用信用评级界定高收益债符合国际成熟资本市场标准，在金融产品的设计中具有一致性和可比性，有利于国内债券市场对外开放、吸引外资。例如国内某高息债债券基金产品，对高息债的定义为信用评级在 AA+级（含）和 A 级（含）之间的债券以及法律法规或监管机构未强制要求评级的债券类金融工具。但由于目前信用评级仍存在级别分布不均、高信用等级占比过高等问题，因此通过现有的信用评级定义国内的高收益债相关金融产品存在局限性，在此背景下进一步推动高区分度信用评级产品至关重要。

（二）高区分度信用评级是高收益债券市场投资决策的必要条件

从美国高收益债的违约风险来看，高收益债券的违约风险较高，并且在发生经济危机或金融危机时违约率迅速上升。2000 年左右互联网泡沫的破灭以及 2008 年金融危机的发生均使得债券违约率大幅上升，而高收益债券违约率上升更为明显。1980-2023 年，高收益债券年度主体违约率最高值为 2009 年，达 12.11%。因此，在高收益债券违约风险高的背景下，高区分度信用评级能通过有效的风险评价和排序，帮助投资人识别风险，以达到风险与收益的匹配。



数据来源：穆迪，联合资信整理

图 3.1 1980 年—2023 年穆迪主体违约率统计

从我国来看，2018 年以来我国信用债市场违约事件常态化发生，民营企业违约潮、高信用等级甚至 AAA 级企业违约事件等对信用环境造成较大冲击，客观造成了民营企业再融资困难、部分区域信用环境恶化，同时投资者踩雷违约债券、固定收益产品面临损失，发展高收益债市场有助于增强债券市场的稳健性。但在此过程中，现有的信用等级不能满足投资者对投资标的风险揭示和参考定价需求，不利于其进行信用风险管控。投资者需要借助高区分度的评级体系，实现信用风险的精准筛查，同时逐步确立市场各方的风险意识与责任担当，推动形成多层次资本市场体系。高风险、低风险，高收益、低收益，通过信用评级进行明显区隔，部分风险偏好高的投资者具有通过高收益债博取超额收益的动机，高收益债市场将充实投资标的；而传统稳健型的投资机构倾向于通过配置低风险债券获得固定收益，高收益债市场形成的级别锚定，可辅助其投资决策。

（三）联合推出的高区分度评级体系助力高收益债市场发展

长期来看，信用评级作为一种相对统一、规范的标尺，应在国内市场高收益债的发展建设过程中积极“补位”，评级行业应逐步构建具有合理区分度的评级体系，发挥好信用评级的风险识别、排序及预警效能。

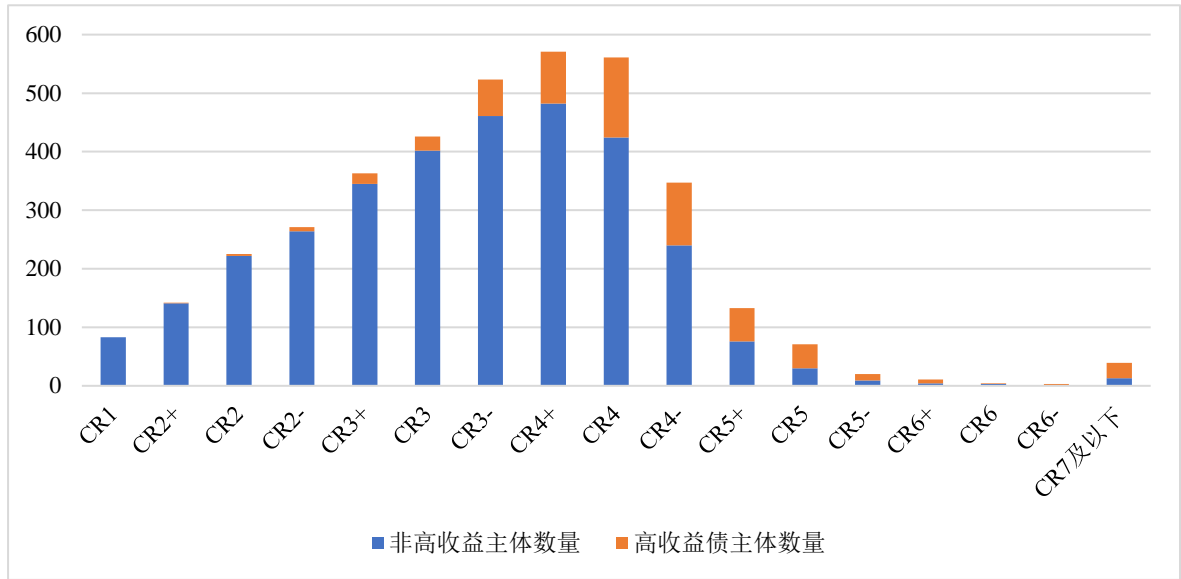
联合经过多年潜心研发，率先推出以长期违约率检验为核心，具有合理区分度并可对标国际同业的评级体系产品“3C”，覆盖近 3 年全市场、全行业超过 5000 家企业的评级样本。3C 评级打破长期主导评级行业的“经营风险+财务风险”二维分析框架，提出“经营能力+财务能力+可持续发展能力”三维分析框架，把可持续发展能力纳入信用评级分析框架，顺应了时代潮流，是具有中国特色的重大评级理论和实践创新。3C 评级主要从经营能力、财务能力和可持续发展能力三个方面对受评企业的信用风险进行分析，其中：经营能力考察受评企业是否具有核心市场竞争力，以及在同行业中的地位。财务能力考察受评企业未来一段

时间内偿债资金对所需偿还债务的保障程度，以及盈利水平和现金流的波动对所需偿还债务保障程度的影响。可持续发展能力考察企业不断巩固、保持和提升核心竞争力以推动自身持续发展的能力，主要从企业发展韧性、财务弹性和 ESG 等方面考察。其中发展韧性可以通过企业发展趋势、核心竞争力的可持续性和应对突发事件的能力进行衡量；财务弹性从自身持续造血能力、资产变现能力和再融资能力的角度进行评价；ESG 重点考察企业面临的环境风险、社会风险以及治理水平。

以最新“3C”评级结果来看，“3C”评级结果中枢在 A-（公司“3C”评级体系符号为 CR1-CR10，为便于理解此处仍以 AAA 序列符号表达），AAA 级别占比为 2.2%，整体分布较为分散，呈现正态分布，具有较高的区分度。从违约率来看，1 年期平均累积违约率 BB+以上级别违约率均为 0，3 年期平均累积违约率仅 A+级违约率为 0.54%，BBB+级别以下违约率基本随级别下降而升高，1 年期违约率和 3 年期违约率表现均显示出“3C”评级体系较好的违约识别能力。从利差检验效果来看，最终级别和利差之间具有单调性；从显著性检验结果来看，在 95%的置信水平下，各级别利差差异基本显著，说明评级结果对信用风险具有较好的区分度。从准确性检验来看，采用国际评级机构的通用方法，“3C”评级体系下级别的调整后平均违约位置与国际评级机构接近，说明模型区分度较高；“3C”评级体系下违约前级别中位值与国际评级机构接近，说明模型违约预警能力较强。

根据对高收益债的国际定义惯例，评级中枢以下的企业被列入投机级主体，其所发债券列为高收益债，基于联合 3C 评级的标准和序列分布，可把 A-级（不含）以下受评企业作为投机级主体，其所发债券列为高收益债，表明该类债券具有相对较高的违约风险。根据这一定义，我们对比了我国二级市场存量高收益债样本的 3C 等级分布，从下图可以看出存量高收益债券发行人主体信用等级主要分布在 CR3 级至 CR5 级区间，级别中枢为 CR4。

整体来看，“3C”评级体系区分度高，相较外部评级具有更为精细的风险划分颗粒度，其可用于高收益债投资，辅助投资者挖掘机会、规避风险，“3C”评级对应投机级（CR5+级及以下）但二级市场到期收益率未达到高收益债标准的债券可能存在潜在风险，“3C”评级对应投资级（CR5+级以上）但二级市场到期收益率已达到高收益债标准的债券或因偶发事件导致价格短期波动，主体信用资质仍然较好，可能存在投资机会。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 二级市场存量高收益债主体“3C”级别分布情况

展望未来，我们建议进一步完善高收益债信用评级制度，扩大信用评级的覆盖面与梯度层次，提升评级准确性与风险预警能力，发挥信用评级结果在高收益债风险定价中的参考作用。促进高收益债的收益率水平与信用评级相匹配，鼓励评级机构开展投资人付费评级业务探索，推出高收益债相关评级产品，构建具有高区分度的评级体系。