



提升金融供给适配性，打造债市“科创板”

慈颜谊 李晓晨 陈小东

摘要：中国高收益债券市场的发展有利于推动金融更好地服务实体经济、深化金融供给侧改革以及满足投融资端多层次需求。本文基于国际高收益债市场的发展历史与经验教训，对比国际市场与我国高收益债券市场在发行人、投资者以及监管制度等方面的差异，借鉴境外债券市场发展经验，提出建设和规范我国高收益债券市场的建议，包括建立有区分度的信用评级体系、规范发行人准入和尽调审核机制、推动合格投资者积极参与、完善投资交易制度、切实保护投资者权益等举措。在此基础上，建议结合我国实际完善高收益债券市场的基础设施和生态圈，提升金融供给适配性，积极打造全新的中国债市“科创板”。

关键词：债券市场 高收益债券 高质量发展 债市“科创板” 信用评级体系

中国发展高收益债券市场的意义

中国债券市场发展迅速。根据Wind统计，截至2022年末，中国境内市场存量债券规模约141万亿元，已成为世界第二大债券市场。近年来，我国陆续出台各项政策举措推动债券市场高质量发展，辐射力和影响力在全球范围内也持续扩大。但相较于海外债券市场，我国在高风险溢价产品方面仍有空缺，高收益债市场发展程度较低。参考国际市场经验，高收益债市场能够为各类企业融资提供新渠道，为债券市场发展注入新活力，为经济高质量发展增添新动能。

建立多层次债券市场，推动实体经济高质量发展

根据Wind统计，我国过去十年全市场产业类^①信用债券融资规模约76.2万亿元，为各领域实体经济发展提供了强有力支持，监管机构也积极倡导建成制度健全、竞争有序、透明开放的多层次债券市场体系。从国际经验来看，以美国为代表的全球高收益债券市场的发展，一定程度促进了世界各国金融市场繁荣和经济发展，使债券市场结构更加多元化。高收益债券市场作为多层次债券市场的组成部分，对进一步优化资源配置、推动实体经济高质量

慈颜谊，中金公司投资银行部固定收益组负责人、董事总经理；李晓晨，中金公司投资银行部执行总经理；陈小东，中金公司投资银行部副总经理。

① 统计范围包括企业债、公司债（含可交换债）、中期票据、短期融资券、超短期融资券、定向工具、项目收益票据、国际机构债和政府支持机构债，剔除Wind行业分类为地产和金融的发行人。



发展具有重要意义。

助力新兴产业发展和传统行业转型

党的二十大明确提出“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。近年来, 国际地缘政治等各类风险挑战持续升级, 我国正经历爬坡过坎的关键发展阶段, 债券市场更应该积极发挥服务实体经济的功能。而目前市场发行主体以基建、地产和能源等传统行业为主, 对周期性行业以及新兴产业主体(尤其是民营企业)支持力度有待提高。高收益债市场为各类企业拓展融资渠道, 为民营经济稳步发展、周期性行业主体提质增效、新兴产业主体创新孵化提供新的融资来源。

推动企业并购重组, 优化产业结构

党的二十大强调“加快建设现代化经济体系, 着力提高全要素生产率, 推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。我国在一系列经济结构调整和产业振兴计划中, 提出加快推进产业的兼并重组, 而融资渠道是长期以来制约大规模战略性并购的因素之一。2021年11月《国务院促进中小企业发展工作领导小组办公室关于印发提升中小企业竞争力若干措施的通知》中明确指出“加强直接融资支持……鼓励中小企业通过并购重组对接资本市场”。发展高收益债券市场可以为企业并购交易提供重要融资平台, 有利于传统行业重组优化及提质增效, 提升企业治理水平和经

营效率。

满足投资者多样化的投资诉求, 提高整体回报率

在过往十余年的发展历程中, 我国债券投资者愈加趋于多元化, 投资者群体自身风险管理水平和控制能力逐步提升。但我国债券投资机构一定程度对民营企业及新兴产业存在“一刀切”、不准入等情况。高收益债券具有介于传统债券和股票之间的风险特性, 较传统固定收益产品在风险定价上有显著差异, 纳入投资组合具有显著的分散化效应。高收益债券市场的建立有助于满足投资者多样化的投资诉求, 在一二级市场提供更丰富投资标的, 在合理信用定价下提高整体投资回报。

高收益债券界定标准及发展历程

国际高收益债券以评级为划分依据, 国内则通常以利率为参考

在国际上, 高收益债券指信用等级低于投资级别的债券, 又被称为垃圾债券或投机级债券。国际高收益债券主要依据国际评级机构(标普、穆迪和惠誉)对债券的信用等级来界定, 一般为信用等级低于Baa3或BBB-的债券, 亦包括未被评级但信用质量在投资级以下的债券。高收益债券发行人主要类型可以分为: 新星公司^①、堕落天使^②、高负债率型、资本密集型 and 杠杆收购等。

① 新星公司是指新兴或刚成立不久的公司, 尚未达到投资型评级水平所要求的营业历史、营业规模或资本规模。

② 堕落天使指原来属于“投资级”以上的债券发行人, 但由于公司经营状况恶化或某些特殊事件的发生, 导致信用资质下降至较低的“投机级”。



鉴于我国境内债券市场评级区分度有限，当前境内市场对高收益债存在两种定义：①绝对收益率法，将发行时的一级市场票面利率高于6%或7%的债券定义为高收益债。绝对收益率法具有一定局限性，没有充分考虑到期限利差和利率中枢的变动对债券收益的影响。②相对收益率法，将二级估值在8%及以上或高于同期AA一级中债企业债收益率200bps的存量信用债定义为高收益债。其考虑了期限利差和利率中枢的变动影响，但估值容易受到风险事件的影响，不同时间点之间可比性待商榷。境内主流金融机构对中国高收益债的定义比较多样，但大多以二级估值收益率来界定。^①

美国及欧洲的高收益债券市场发展已较为稳定，中国高收益债券市场尚处于较初期阶段

美国高收益债具有周期性的发展历史，目前已建立起成熟稳定的债券体系。高收益债券起源于美国，多方因素作用下于20世纪70年代萌芽。20世纪70年代，美国经济面临石油危机、通货膨胀及利率高企，企业开始寻求更低成本的融资来源，而投资者也积极寻找高收益产品；同时利率市场化的推进和金融管制的放松也促使了金融产品的创新。因此在融资端、投资端和监管放松三方面的因素促进下，美国在20世纪70年代后期开始发行低评级高收

益债券。

80年代，美国高收益债进入快速发展阶段。一方面，发行方式从早期以私募为主转变为公私募并行，在美国证券交易委员会（SEC）注册并公开发行的高收益债券不断增多，同时杠杆收购融资成为高收益债券市场的重要特征。另一方面，产品结构上也有新进展，出现了递延支付折扣债券、实物支付债以及附带认股权证的债券，这些新型条款最大限度上帮助发行人节约了现金，给予投资者转换股票的权利，吸引了大量投资者关注。

80年代末，美国高收益债违约集中爆发，进入发展低谷期。1989—1990年，由于美国宏观经济增速放缓、高收益债券过度投机，尤其是用于杠杆收购融资的高收益债大量发行，其违约率在短时间内快速攀升，陷入了“高风险-高利率-高负担-高拖欠-更高风险”的阶梯式恶性循环。

90年代以来，美国高收益债迅速复苏并逐渐发展成熟，逐步成为一类成熟的债券融资工具。美国高收益债市场的成熟主要体现在三个方面：一是发行人资质提高，较低评级发行人占比减少。二是发行人融资目的日渐多元化，高收益债市场形成充分竞争态势。单纯以并购为融资目的大幅下降，主业经营相关的资金用途占比提升，高收益债的承销及做市形成良性市

^① 中国境内高收益债目前暂无监管明确规定或市场统一定义，在本文中，我们参考中债估值收益率8%以上这一常见口径进行数据统计分析。国内主要机构对中国高收益债的定义，详见增强出版。



市场竞争态势。三是创新工具不断涌现。信用违约互换(CDS)和债券抵押债务凭证(CBO)等创新工具使风险定价机制进一步完善,有力促进高收益债券市场的成熟稳定发展。

2010年以来,高收益债券在美国公司债券发行量占比稳定在20%以上。截至2022年末,根据彭博统计,美国高收益债券存续规模约为2.55万亿美元,约占美国公司债存续规模的26%。^①从彭博行业分布来看,美国高收益债券发行人所处行业较为多样化,非必需消费发行规模占比最高约24%,第二名通讯行业占比约16%,金融行业占比约12%;^②从期限结构来看,美国高收益债期限以5~10年期(含10年)为主,发行规模占比为69%,其次为10~15年期(含15年),占比为19%^③;^③从成交量来看,投资级公司债日均成交量略高于高收益债,根据SIFMA数据披露,2021年投资级和高收益的日均成交量分别为240亿美元和130亿美元,但投资级公司债日均换手率低于高收益债券,显示高收益债市场较好的二级流动性。

统一欧元出现后欧洲高收益债快速发展,成为世界第二大高收益债券市场。欧洲的高收益债券市场自1997年起步,整体晚于美国市场。20世纪后期,欧洲经济在统一货币欧元的产生和金融业整合推动下迎来新一轮快速发展,

相较于股权类等其他投资工具,高收益债违约率较低、利率相对较高的特征使其吸引了大量投资者,推动中小企业融资需求进一步膨胀,极大促进了欧洲高收益债券市场的快速发展。欧洲是仅次于美国的世界第二大高收益债券市场,2000年欧元正式推出后,欧洲资本市场快速转向以欧元计价的债券,欧洲高收益债券市场得到快速增长。截至2022年末,欧洲以欧元计价发行的高收益债券存量余额为1.04万亿欧元。

中国高收益债券市场在打破“刚兑”后逐渐扩容,仍处于发展较初期阶段。自2014年首只公募债“11超日债”发生实质性违约开始,中国在岸高收益债券市场拉开帷幕;2016年供给侧改革,过剩产能景气度下行,推升高收益债市场规模;2018年民企债券爆发违约潮,市场投资者转而偏向国企债;2019年包商银行风险事件引发信用分层;2020年永城煤电控股集团有限公司等违约事件,国企信仰被击碎;2021年至今,地产调控之下,民企地产债券估值逐步推高,或陷入展期。伴随着我国债券市场“刚兑”被打破,债券信用定价日益重要并出现分化,中国高收益债市场起步发展并持续扩容。

根据Wind统计,截至2022年末,我国高收益债存量规模约1.90万亿元^④。分债券类型来看,高收益债以公司债为主,存量

^① 若考虑转换、赎回及回售等特殊条款,则实际期限整体上略有降低,下同。

^② 统计债券品种包括中期票据、短期融资券、超短期融资券、定向工具、项目收益票据、企业债和公司债。



规模约10 951.90亿元，占高收益债市场的57.66%；分主体评级来看，AAA级主体存续规模约3 890.00亿元，占比为20.48%，AA+级主体存续规模约为5 273.25亿元，占比27.76%，AA级主体存续规模约为8 570.64亿元，占比为45.12%；分公司属性来看，高收益债主要为地方国有企业，目前存量规模约14 697.84亿元，占比为77.38%。

中美高收益债券市场对比分析及经验借鉴

美国高收益债券市场经验

美国高收益债券二级市场活跃度较高。美国高收益债券市场的日均成交量低于投资级债券。根据SIFMA数据披露，2021年投资级和高收益日均成交量分别为240亿美元和130亿美元。但高收益债日均换手率较高，从成交量占比来看，2021年美国高收益率债券日均交易量占存量高收益债券的比例远大于美国投资级公司债券该比例。

美国高收益债券周期性较强，违约率整体相对中国较高。美国高收益债具有一定周期性。违约率在20世纪90年代初期、2000年美国泡沫经济以及2008年次贷危机时较高，分别达到前后时期的峰值，均在10%左右，近期因俄乌冲突、美联储加息等宏观环境的作用下上升至4%^①左右的水平。高收益债券的违约率显著高于非高收

益债券，从1920—2019年穆迪违约数据来看，投资级和高收益平均违约率分别为0.08%和4.11%。此外，不同行业对于经济周期的抗压能力各异，违约率存在着行业间的差异，公用事业、银行、金融保险及房地产等为经济提供基础服务、受到严格管制的行业违约率较低；而包括零售、媒体和出版业、工业和消费品制造业等竞争性行业的违约率较高。

美国高收益债券发行人行业较为多样化。美国高收益债券发行人所处行业较为多样化，彭博行业主要分布在非必需消费、电信、金融、能源、医疗、材料等，其中非必需消费占比最高为24%，占比第二大的通讯行业也仅有16%左右，金融行业占比12%左右，能源行业占比10%，多元化程度较高。发行人多为产业类企业，不乏科技创新主体，并非一味局限于传统行业及高负债率行业。

美国高收益债券期限相对较长且分布较广。美国高收益债期限以5~10年期（含10年）的中期债券为主，存量规模占比为69%，其次为10~15年期（含15年）的中长期债券，占比为19%，15年期以上占比亦有6%，整体来看，美国高收益债整体期限相对较长且期限分布较广，从5年以下至30年以上均有一定发行规模，其中30年以上高收益债券占比为4%，主要为能源、材料、金融、电信等传统行业相对头部的企业。

① 数据来源：惠誉国际评级最新报告。

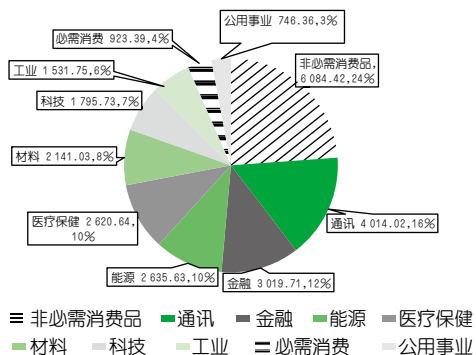


美国高收益债券募集资金用途整体较为多元。美国高收益债券募集资金用途整体较为多元, 主要以再融资、常规公司用途、收购融资为主, 募集资金全部用于上述用途的美国高收益债规模占比分别为36%、10%和9%, 占据半壁江山。其余用途还包括杠杆收购(LBO)融资、投资、资本支出、股票回购、补充运营资金、用于绿色及可持续发展领域等, 以及上述用途的组合。

美国高收益债券投资者结构丰富多元, 趋于稳定。较低的发行人信用资质及较高的违约率使高收益债券对投资者具有较强的风险识别和控制要求。美国高收益债券经过多年的发展, 市场投资者结构已趋于丰富多元, 主要为机构投资者所持有, 类型包括保险机构、高收益共同基金、养老基金、股权和收入基金(Equity & Income Fund)、投资级基金(Investment Grade Fund)和外国投资者

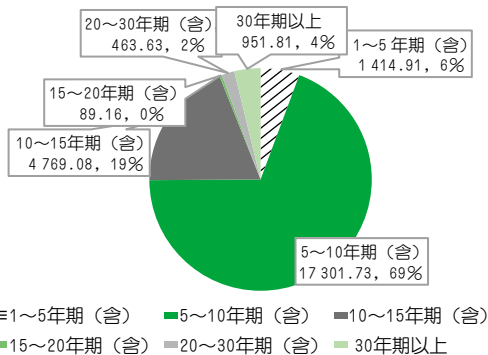
等。鉴于美国高收益债券期限整体偏长且收益较高, 与其他大类资产相关性较弱, 成为保险机构和养老基金等机构重点配置标的, 美国高收益债前三大投资者分别为保险机构、养老基金和高收益共同基金, 在高收益债券投资者中占比合计约为60%~70%。其他证券基金和对冲基金配置的高收益债券波动较大, 对增强高收益债券市场流动性有着较为重要的影响。投资者间不同的融资成本与配置需求形成差异化的风险偏好, 促进了不同信用层级债券市场的活跃度。

美国债券市场具有较为成熟的信息披露制度与中介机构监管追责机制。美国债券市场信息披露机制较为成熟, 发行规则包括公募注册发行、144A发行和私人配售等。对比来看, 美国证券法对公募债券注册发行信息披露要求严格、细致, 对于虚假陈述的容忍度低; 私募的144A发行给予发行人在信息披露方面更大的自由度, 无



资料来源: Bloomberg, 截至 2022 年末。

图 1 美国高收益债券发行人类型存量分布
(单位: 亿美元, %)



资料来源: Bloomberg, 截至 2022 年末。

图 2 美国高收益债券发行期限存量分布
(单位: 亿美元, %)



须定期提交财务报表，也不强制披露如募集资金用途等发行信息。在144A机制下，发行人只有在有意提供误导性信息且投资者根据误导信息做出投资决策时才负有责任，相关举证责任需由投资者承担。通过信息披露的分类设置，得以满足不同类型发行人对融资需求与信息披露要求之间的权衡取舍。目前私募发行已成为高收益债券的重要发行方式。

美国高收益债券市场对中介机构责任边界划分较为清晰，常见由律师以法律文件标准撰写债券募集说明书，就资产权属、股权关系等发表法律意见，由审计师对于财务信息出具专项安慰函，主承销商则聚焦在“适销性”的承销责任和发行尽调，并对专业机构意见在合理信赖基础上做出独立判断。相关机制安排明晰了中介机构间的分工领域及责任划分，有利于各中介机构充分发挥专业优势，调动前端参与积极性，各展所能、协同发力。

美国高收益债具有较严格的投资者准入要求与多层次的交易机制。1990年美国出台144A规则，简化私募发行流程，降低发行成本，高效的私募债券市场需要更严格的投资者准入管理。1989年美国出台一系列投资者适当性规则，禁止储贷机构、货币基金和个人投资高收益债券，提升了入场投资者的专业性和风险评级及承受能力。在交易机制方面，美国144A规则允许私募高收益债券进行非关联机构之间的转让、离岸市场交易以及场外交易平台买卖。同时，美国债券市场建立了多层次做市商网络，提高了交易

效率和市场流动性。

美国高收益债具有较成熟的投资者保护机制。债券契约条款方面，美国债券发行人和持有人之间通常通过债券契约，明确双方的权利和义务，特别是保护债券持有人的权利。最常见的是增加抵押担保等外部增信措施，如果筹资人到期不能还本付息，债券持有人有权处理抵押担保物作为抵偿。若发行人违约，则债券持有人可通过出售抵押品回收本金和利息。如果债券为纯信用发行，可设定条款限制企业的抵质押行为、规定优先偿付权或者限制公司支付股息的比例等。

违约风险处置方面，美国建立了成熟的破产清算制度，当公司没有和债权人在法庭外协议和解或达成廉价交易，公司可以进入破产程序。在破产清偿过程结束后，债券持有人有可能会得到债券利息及本金的全部或一部分。如果债券清偿级别比较低，那么也可能在公司优先偿还抵押债权人后没有任何收入。

美国建立了具有较高区分度及影响力的信用评级体系，为市场化定价提供了有力的参照标准。美国债券市场形成了以穆迪、标普和惠誉为主的评级服务体系。在等级划分上，三大评级主要划分为9大档、21小档，每个档位积累了较为充足的发行人样本，并以BBB区间为中枢形成正态分布，整体信用等级较为分散，区分度高，可以较为准确地揭示债券发行人的违约风险。国际评级机构现已积累了数十年穿越经济周期的企业历史违约率数据样



本, 不断完善信用评级方法论, 并基于强制评级的监管要求、寡头垄断的竞争格局, 保持了较高的独立性及市场影响力, 为高收益债券的市场化定价提供了参照基准。

美国债券市场信用衍生品高度发展, 产品链条丰富, 监管制度较为成熟。美国信用衍生品市场高度发展, 拥有较为丰富的产品链条。其债券市场风险对冲工具主要以信用违约互换(CDS)和债权抵押债务凭证(CBO)为主。CDS是对违约风险的保险合约, 在债券持有人购买保险后, 债券的违约风险也随之转移至CDS出售方。2003—2007年, 在市场需求扩大、不良资产暴露增加、监管环境趋严、货币政策宽松、产品种类完善的背景下, CDS市场出现爆发式增长, 市场规模由2003年的3.5万亿美元暴增至2007年底的67.5万亿美元^①。CBO将债券组合产品再进一步结构化重组, 将多个债务人的现金流重组转换为一组分属不同层级的新产品。

信用衍生工具可加强市场对于高收益债券发行主体的接受度, 扩宽企业融资渠道, 提高债券市场流动性, 但未能有效监管的信用衍生品市场可能在金融危机下加速信用风险传导。在2008年金融危机的传播链条中, 信用违约互换产品扮演了重要的角色。违约风险和担保对手方风险的相互交织, 加剧了CDS产品价格的下跌和全市场金融机构风险的恶性循环。在危机

之后, 美国债券市场加强了对于CDS产品的相关监管, 市场规模收缩, 标准协议修订, 中央结算机制建立, 产品结构简单化回归, 信用违约互换市场制度建设进一步完善, 市场规模锐减至不到10亿美元, 产品发展趋于规范透明。

中国高收益债券市场现状

中国高收益债券二级市场活跃度较低。中国高收益债券二级市场流动性较差, 截至2021年末存量高收益债券当年日均成交量很少, 活跃度很低, 对不断扩容的高收益债券市场形成掣肘, 二级市场流动性有待提升。

中国高收益债券违约率较低。中国债券市场的违约历史较短, 高收益债违约率一直较低, 维持在2%以下, 仍远低于欧美发达国家以及全球水平, 体现了我国债券市场相对较好的信用环境。我国高收益债券市场中, 接近50%的债券违约前评级为AA, 侧面反映出我国信用评级标准的区分度不足。

中国高收益债券市场发行人行业分布较为集中。我国高收益债券市场发行人行业分布较为集中, “堕落天使”类发行人相对较多, 主要分布于工业、房地产、可选消费、金融、公用事业、能源、材料等行业, 其中工业发行规模占比最高, 为74%, 工业发行人以建筑工程类、建筑产品类为主, 房地产发行规模占17%。

我国高收益债券期限跨度较短, 分布

① 中金固收.CDS, 分离、转移和交易信用风险的工具[R].2020-09-08.



更集中。我国高收益债券发行期限以1~5年期（含5年）的中短期为主，存量规模占比为74%，5~10年期（含10年）的高收益债券占发行规模的23%，10年期以上的中长期高收益债券占比仅占3%，我国高收益债券以5年以下为主要期限，整体跨度较短，期限分布更集中，有进一步延长期限的空间。

中国高收益债券募集资金用途条款较为常规，定制化较少。我国高收益债券募集资金用途以偿还有息债务、项目工程建设以及补充流动性资金为主，融资需求用于投资等较少，较少涉及兼并收购或重组、股票回购、LBO融资等相关用途。我国高收益债券的募集资金用途较集中，与投资级别债券募集资金用途基本一致，受制于我国私募债券体系，债券条款较为常规，定制化条款较少。

主流债券投资者参与高收益债有限。中国债券市场的机构投资者主要为商业银

行、政策性银行、保险公司、证券公司、资管机构等金融机构，以及个别非金融企业。其中，商业银行、资管产品机构投资者占大多数，风险承受能力较低、投资信评准入要求较高，因此配置高收益债券较少，而保险机构自有资金则被禁止投资私募债券，一定程度上限制了合格投资机构的参与。

公私募债券信息披露和尽调要求有待进一步区分。中国公募债券的信息披露制度已相对完善，但私募债券的信息披露和尽调要求与公募债券差别较小，对高收益债券的注册发行效率形成一定掣肘；同时中国债券市场的违约历史较短，尽管目前律师、会计师在各自领域能够充分发挥专业优势及尽调责任，但中介机构的责任边界仍不清晰，主承销商难以聚焦于以“适销性”为核心的承销职责。

高收益债投资者准入要求与交易机制有待进一步完善。中国债券市场已建立了

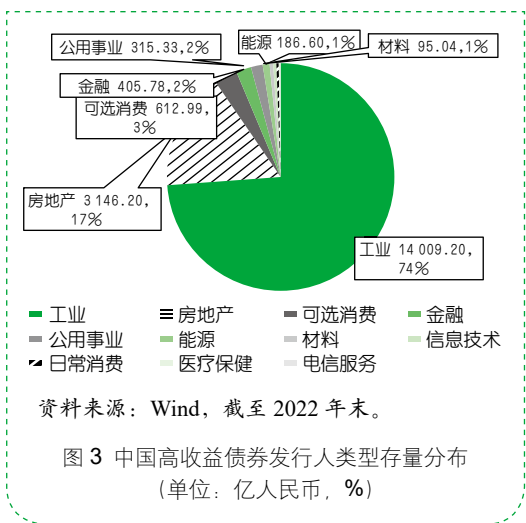


图3 中国高收益债券发行人类型存量分布
(单位: 亿人民币, %)

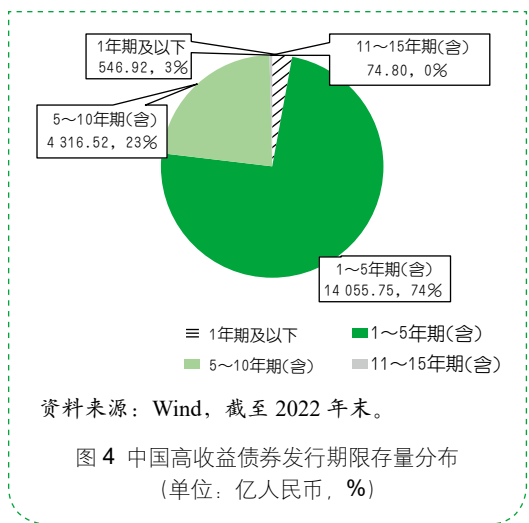


图4 中国高收益债券发行期限存量分布
(单位: 亿人民币, %)



较为完善的投资者适当性规则, 但针对公私募的区分度不高, 同时传统信用债投资者对新兴产业接触有限、认知不足, 风险承受能力较弱, 进而要求较高溢价。交易机制上, 我国的主流投资者做市中介职能不明显、做市积极性不高, 做市商制度较为单一, 流动性有限。

中国债券市场整体评级较为集中, 区分度不高。国内评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构共有11家, 评级符号分为主体等级符号、中长期债券等级符号和短期债券等级符号, 各家评级公司评级符号一致, 且等级的划分以及代表的意义类似, 整体评级较为集中, 大多分布在AAA、AA+和AA评级三档, AA以下的信用评级很少, 中低信用等级区分度不高。

中国信用衍生品处于发展初期阶段, 产品有待丰富。我国的信用衍生品仍处于发展初期阶段, 目前银行间和交易所债券市场共有6种信用风险缓释工具, 包括银行间市场的信用违约互换(CDS)、信用风险缓释合约(CRMA)、信用风险缓释凭证(CRMW)和信用联结票据(CLN), 以及交易所市场的信用保护合约与信用保护凭证。银行间市场于2010年推出CRMW, 具有“支持公司债券融资”的功能, 是标准化、可流通的凭证型产品, 是我国目前信用风险缓释工具中的重要产品。

中国高收益债券市场的发展建议

参考国际经验教训、分析国内发展现状

状, 针对我国高收益债市场的建设发展这一具有长期性、系统性的命题, 关键仍在于明确界定我国高收益债券的标准, 以及高收益债发行人、投资机构及有关中介机构的准入条件和适用范围, 健全针对各类市场参与主体界限清晰、有效分层的专门监管法律法规。可以借鉴参考国际经验建立完善境内全新的高收益债券市场, 构建我国高收益债完整的生态圈、法律体系和基础设施, 以增量发展带动存量改革。

明确市场标准和准入条件, 打造债市“科创板”。建议进一步明确界定我国高收益债券的标准, 借鉴国际经验建立完善境内全新的高收益债券市场, 可探讨打造境内债市“科创板”。在发行端, 通过“负面清单”“分层分类”等方式重新设定准入门槛, 面向具有高成长性特点的新兴产业主体、转型突围的传统行业企业等各类发行主体, 增强对高收益债券发行人的包容性和适应性。在投资端, 可通过明确准入要求, 排除缺乏专业知识、风险承受能力较弱的一般公众投资者, 充分吸引银行、基金、券商、保险等成熟金融机构, 以及与发行人有战略合作关系或属于上下游产业链的特别投资者。此外, 针对信用资质偏弱的主体, 鼓励发行资产或股权挂钩的固定收益产品, 创新性推出与资产挂钩的债券, 实现资产价值对债券价值的补充; 鼓励发行可转债、可交换债等股权挂钩产品, 以丰富高收益债市场的投融资产品, 提振投资者信心。

完善市场监管体系限制投机, 以服务



实体经济为宗旨。在对我国高收益债券顶层
设计时应以服务实体经济为宗旨，建立完善
的市场监管体系，坚持逐步发展、风险可控
的原则，合理管控融资主体负债率，限制投
资者过度杠杆交易，推动有意义的产业重组
和兼并收购活动，发挥高收益债券市场作
用，助力实体经济高质量发展。

明确尽调审核要求，厘清中介机构责任边界。建议一方面在债券发行条款中明确尽调审核要求和责任边界，突出承销机构“承销”责任，吸引更多承销商参与市场建设；另一方面，可借鉴美国市场，在部分私募高收益债交易中由投资者签署投资者声明函（Big Boy Letter），意在说明该特定投资者不需依赖主承销商进行尽调或依赖发行文件进行投资决策，一定程度减轻中介机构尽调、信披及存续期管理方面的要求。

提升信息披露质量，建立信息披露分层体系。建议夯实法律体系基础，加强信息披露管理以及完善相应的惩戒机制建设，强化发行人作为信息披露第一责任人的职责，提高信息披露质量。中介机构应对发行人进行合理敦促，同时将债券存续期纳入履职范围，配合受托管理人开展必要的存续期管理工作，协助投资者更及时、准确了解发行人经营状况，在此基础上进行合理风险定价。

同时，建议在全新的高收益债券市场内，探讨规范信息披露推介对象和场所，仅针对符合高收益债市场准入要求、具备相关投资经验和风险承受能力的投资机

构，建立有效的信息隔离墙，构建完善的信息披露分层体系。

改善信用评级，强化评级结果参考性。建议促进具有高度区分度的新评级体系建立，参考境外债投资级和投机级的划分标准，提升评级体系区分度，将境内主体常规评级从AAA、AA+、AA向下拓展至A、BBB、BB等，进一步补全评级空白；探讨评级新符号下豁免调整存量债持仓的安排，降低对存量市场的冲击；强调违约率指标，合理化风险定价，对发展潜力等成长性因子给予更高权重，避免有成长空间的新兴产业主体被“错杀”。

丰富投资者结构，培育多元化配置需求。参考境外市场发展经验，信用风险偏好分化、投资策略迥异的投资者群体支撑了高收益债券市场的发展。建议适时培育具有较强风险识别能力、愿意承担较高风险以获得更高收益的（如高收益基金、私人银行等）投资者入场，丰富债券市场投资者结构，提高债券交易活跃度和流动性。

优化债券做市制度，维护二级市场流动性。我国银行间债券市场已建立起较为完善的做市商制度，但即使如此，鉴于国内主要商业银行倾向于采取“买入并持有”的资产配置策略，主流投资者做市中介职能不明显、做市积极性不高，市场亟待引入更广泛的做市主体，这就需要给予做市商更大的政策优惠。权利和义务不对等，是影响市场机构参与做市交易的主要障碍。相关部门应考虑适当降低做市商准



入门槛, 开放更多做市机会, 并同时在做市手续费、税费等方面进行减免。只有更加清晰、具体地规定做市商的权利义务, 做市制度才能发挥其真正的作用。

改进受托管理制度, 推动受托尽职履责。受托管理人应站在投资者的视角, 积极提出实质议案, 推动发行人完成高质量信息披露, 切实保护投资者利益。一方面, 可以从规定上进一步提高投资者保护条款要求, 对发行人存续期财务指标严格定性定量监控, 加强信息披露约束规范; 另一方面, 可以参考境外债券市场实践, 在高收益债市场首先试点由信托、律所等独立第三方担任履行受托管理人职责, 避免券商在承销阶段和存续期阶段责任混同产生利益冲突, 同时建立受托管理人服务收费机制, 以市场化形式充分推动受托机构尽职履责。

细化违约处置流程, 完善权益保障制度。一方面, 建议推动债券违约处置机制的完整化和制度化, 推动司法机关和地方政府完善破产重整和破产清算制度, 包括进一步细化法规、操作流程和应急方案并确保其得到有效执行等。另一方面, 加强投资者教育, 逐步建立对于债券违约事件的正确认识。此外, 针对可能出现违约情形的发行人, 可结合实际情况, 创新如自主协商、折价置换等处置解决办法, 尽可能保障投资者权益。

发展信用衍生工具, 实现有效风险对冲。建议进一步完善信用衍生产品制度建设与条款设计, 培育引入多层次投资者和

创设群体, 探讨适度放松对于证券公司创设信用保护工具风险资本准备计提比例, 推动信用衍生工具的市场化发展。在发展信用衍生工具的同时, 也应吸取2008年金融危机的教训, 有效监管信用衍生品市场的创设、发行与二级交易, 避免由于过度投机导致信用风险蔓延, 造成潜在的系统性金融风险。

总结

建设中国高收益债市场意义重大、空间广阔。我们建议加强中国高收益债券市场的基础设施建设, 打造全新的中国高收益债券市场, 吸引多层次发行人、各类合格投资人进入高收益债券市场, 提升一级发行量和二级流动性, 完善交易流通机制和平台。同时, 要坚持底线思维, 增强忧患意识, 充分吸取海外资本市场的经验教训, 强化监管规范和信息披露, 探讨中介机构归位尽责的尽调要求及审核机制, 避免过度投机及金融资源空转。综上所述, 需要结合我国实际, 因地制宜发展具有中国特色的高收益债券市场, 进一步提升中国债券市场的广度和深度, 充分发挥金融支持实体经济的实际作用, 不断提升金融供给适配性, 打造全新的中国债市“科创板”。^[N]

学术编辑: 韦燕春



参考文献:

- [1] 郭杰群.美国高收益债市场的发展与启示[J].金融市场研究,2017(9):64-69.
- [2] 海通证券.高收益债的投资机会在哪里[R].2019-12-29.
- [3] 华泰证券.高收益债券投资模式和现实约束[R].2022-06-01.
- [4] 申万宏源固收研究.债券违约回收系列专题之四:中国高收益债市场有多大[R].2019-10-09.
- [5] 苏荊.中国高收益债市场培育——基于国际经验及国内探索视角[M].北京:中国财经出版传媒集团,中国财政经济出版社,2021:436-444.
- [6] 天风证券.高收益债:国际经验与中国实践[R].2021-04-14.
- [7] 许艳,王海波,雷文澜.我国高收益债市场发展分析[J].中国货币市场, 2021(02):33-37.
- [8] 招商证券.高收益债探秘之二:这一年,高收益债配置全景图[R].2021-09-26.
- [9] 中诚信国际.中国高收益债市场新具雏形,配套制度建设有待进一步完善[R].2021-04-09.
- [10] 中金固定收益研究组.高收益债市场的海外经验与中国实践[R].2014-07-15.
- [11] 中金固定收益研究组.美国信用债市场图谱研究之二:跨越百年的违约历程和评级制度[R].2020-08-25.
- [12] 中金固定收益研究组.美国信用债市场图谱研究之三:CDS,分离、转移和交易信用风险的工具[R].2020-09-08.
- [13] 中金固定收益研究组.美国信用债市场图谱研究之四:高收益债篇[R].2020-09-18.
- [14] 中金固定收益研究组.美国债券市场剖析——他山之玉系列[R].2020-09-22.
- [15] 中金固定收益研究组.国际评级市场概述[R].2022-09-19.
- [16] 中金研究部.海外高收益债基金投资和策略研究[R].2022-09-30.
- [17] 中信建投.从高收益债视角看周期性行业产业债投资逻辑[R].2021-08-29.
- [18] 中信证券债券研究.2020年高收益债券面面观[R].2020-01-08.
- [19] 钟正生,夏天然,闫利.美国垃圾债遭抛售的根源及影响[J].债券,2018(02):75-78.
- [20] Merton Miller. Nobel Laureate Address[N].Investors' Daily, 1990-12.
- [21] Yago, Glenn, Trimbath, Susanne. Beyond Junk Bonds[M].Oxford University Press, 2003.

High-Yield Bonds and Creation of a Bond "STAR Market"

CI Yanyi LI Xiaochen CHEN Xiaodong
(China International Capital Corporation Limited)

Abstracts The development of China's high-yield bond market has made a significant contribution to spurring finance to better serve the real economy and deepen the country's financial supply-side reform. Ultimately, this is aimed at meeting the multi-tiered needs of investment and financing. This article examines the differences between China's high-yield bond market and those in overseas markets in terms of issuers, investors, and regulatory systems. It also offers suggestions for the development of the domestic market, including the establishment of a differentiated credit rating system. Other proposals include guidelines for clarifying requirements for issuers, making improvements in the audit mechanism to ensure proper due diligence, promoting the active participation of qualified investors, perfecting the investment transaction system, and effectively protecting the rights and interests of investors. This will also require a strengthening of the infrastructure and ecosystem of China's high-yield bond market, greater adaptability of the financial supply, and the creation of a brand-new "STAR Market" for domestic bond trading.

Keywords Bond Market, High-Yield Bond, High-Quality Development, "STAR Market" for bonds, Credit Rating System

JEL classification G24 O16 P34