



我国高收益债券发展：演进、现实与改进

郑联盛 黄本鑫

摘要：高收益债券是在新发展阶段匹配我国创新发展直接融资需求的重要方式。我国高收益债券发展历经一系列探索，但尚未形成完善发展体系。前期我国“高收益债券”已有所异化为房地产企业和地方融资平台公司的融资手段。由于多重因素影响，我国高收益债券供求较难匹配，市场分层、交易体系和制度安排等也难以形成有效支撑。未来要提高发展定位，借鉴先进国际经验，以问题为导向，加快多层次资本市场和直接融资体系建设，通过市场机制和制度安排来提升高收益债券发展的质效，提高其服务科技创新和高质量发展的能力和水平。

关键词：高收益债券 国际经验 制度安排 市场分层

经过三十余年的发展，多层次资本市场成为我国金融体系的重要组成部分，为经济社会发展做出重大贡献。随着中国经济进入新时代，多层次资本市场的作用将更加凸显。在新发展阶段，资本市场功能对于科技创新、结构转型和高质量发展具有更加重要的意义。

过去几年，我国积极鼓励高收益债券的发展，期待为中小微企业创新型企业提供更加匹配的资金支持，进一步实践创新发展理念。但遗憾的是，我国高收益债券发展整体偏慢，呈现出一定萎缩的状况。更为重要的是，高收益债券发行主体多是以房地产企业和地方融资平

台企业为主，这与高收益债券发展的初衷有所背离。在新发展阶段，我国债券市场发展进入新征程，包括高收益债券在内的多样化金融产品需有效梳理发展存在的体制机制短板，深化供给侧结构性改革，更多匹配高质量发展的金融需求，进一步提升金融服务功能，扎实推进中国式现代化。

我国高收益债券的发展演进

高收益债券一般是指信用评级低于投资级甚至无评级、收益率水平较高的债券，主要从绝对收益率、收益率相对利差、隐含评级等角度来定义高收益债

郑联盛，中国社会科学院金融研究所研究员、金融风险与金融监管研究室主任；黄本鑫，东兴证券股份有限公司固定收益业务总部信用研究主管。本文是中国社会科学院马工程重大课题“防范化解重大金融风险——基于跨市场传染的分析”（2022MGCZD011）和中国社会科学院国情调研重大项目“地方政府平台公司城投债违约调研：趋势、风险与应对”（GQZD2022016）的阶段性研究成果。作者感谢两位匿名审稿人和编辑部的建设性意见，文责自负。



券，一般是“低评级、高收益”作为基本特征。从国际经验看，高收益债券是市场竞争下的分层结果，主要是匹配中小企业特别是创新型中小企业融资的便利工具。虽然，高收益债券没有评级或低评级，但是，其收益较高吸引了风险偏好较高的投资者。在相应的法律、制度和规制体系下，美国高收益债券和风险投资、股权投资等中长期资本供给成为美国创新发展的金融支撑，并成为部分投资者中长期资金配置的供给支撑。1996—2008年，美国高收益债券年平均发行规模约1 000亿美元，在公司债券发行规模中的占比平均为13%，其后数年占比提高至20%左右。2020年和2021年美国高收益债券占美国公司债券一级市场规模分别为18.1%和24.4%^①，是信用债体系的主流品种之一，为美国高新中小企业

的发展提供较为扎实的资金支持，充分显现资本市场助力技术创新和企业成长的重要功能。

多年来，我国在资本市场如何支持中小企业发展特别是创新型企业发展进行了一系列探索。早在2007年和2009年，发改委、人民银行为了缓解中小企业融资难问题，出台了中小企业集合债券和中小企业集合票据，取得了一定发展，但由于“捆绑式”发行的协调、担保及偿付等约束，整体效果有限。2012年，为了进一步强化对中小企业的融资支持，沪深交易所发布《中小企业私募债券业务试点办法》，中小企业私募债成为真正意义上的高收益债券，也获得了更好的发展。2015年1月，证监会出台《公司债券发行与交易管理办法》，中小企业私募债券试点被统一纳入到私

表 1 我国高收益债券的前期探索

年份	部门	政策目标	政策举措	相关政策要点	发展状况
2007 2009	发展改革委、 人民银行	解决中小企业 融资难	中小企业集合 债券、中小企 业集合票据	捆绑式债券发行，统一设计、增信、发行和还本付息，各企业各自承担债务额度	截至2016年末，集合债券发行25只、96.15亿元；集合票据126只，300.42亿元
2012	沪深交易所	中小企业融资 难	中小企业私募 债券	非公开发行和转让的公司 债券	截至2014年底，发行891只，1 344.33亿元
2015	证监会	促进公司债券 发展	公司债券发行 和交易统一规 范	中小企业私募债券统一纳 入公司债券发展框架	中小企业私募一定程度被 挤出

资料来源：李双杰（2018）、作者整理。

① 根据美国证券与金融市场协会（SIFMA）2020年和2021年美国公司债券发行额分别为2.2753万亿美元和1.9583万亿美元，但是SIFMA没有归集并披露高收益债规模。根据彭博社数据，美国2020年和2021年高收益债分别为4 115亿美元和4 774亿美元。



募债券政策体系之中, 由于中小企业信用等级较差、资质较弱、担保不足, 反而被其他高等级私募债券“挤出”, 其后中小企业私募债券发展较为有限(表1)。

我国高收益债券具有明确政策含义是在2021年。2021年8月, 人民银行等六部门联合发布《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》, 明确提出探索规范发展高收益债券产品, 扩大“双创”债券发行规模, 提升民营企业发债融资的可得性和便利度, 推动民营企业债券融资支持工具增量扩面。从《意见》可以看出, 高收益债券是多层次资本市场的一个组成部分, 主要为了支持创新创业, 为了支持民营企业融资便利, 以推进高质量发展。一级高收益债券市场一旦建立并深化, 中小企业融资渠道将从银行信贷市场扩展到债券市场。2022年5月, 沪深交易所和银行间市场交易商协会推出科创公司债券和科创票据。虽然, 科创债券或科创票据等主要发行人是国企或大型民企, 票面利率相对较低, 但这个市场机制为未来具有创新驱动内涵的高收益债券发展提供了新渠道。从这个角度看, 监管部门致力于通过高收益债券的发展来培育科创企业“明日之星”。

我国高收益债券发展的现实

我国高收益债券未有实质性发展

虽然, 从2007年我国就开始探索支持中小企业企业融资或科技创新融资的新方

式, 但是包括高收益债券在内的新型融资工具体没有取得实质性进展。特别是, 2015年由于公司债券发行和交易统一规范后, 中小企业私募债券发展陷入一定程度上的停滞, 与国际社会发展相似、具有促进科技创新效应的高收益债券没有发展起来, “明日之星”企业及其高收益债券较为缺乏。

更有意思的是, 我国以支持中小企业融资或创新创业的高收益债券发展没有实质性的进展, 但却形成了具有特殊含义的“高收益债券”以及一定规模的“高收益债券”市场。国内市场通常是以收益率来界定高收益债券, 虽然没有统一标准, 但业界普遍认为高收益债券为到期收益率或行权收益率不低于8%, 或者比同期限无风险收益率高500个基点以上的债券。此类高收益债券发行主体主要是房地产开发商以及地方融资平台公司, 且基本具有AA及以上的投资级信用等级。为此, 与国际市场存在差异的是, 我国高收益债券以“高评级、高收益”为基本特征。2018年, “高收益债券”发行规模一度超过1 000亿元。但2018—2019年后, 由于金融风险应对和金融监管加强, “高收益债券”发行迅速萎缩, 2022年仅发行98.3亿元(图1)。

另外一个有趣的现象是, 在二级市场我国还有一类“堕落天使”类高收益债券细分市场。这类小市场主要包括由于多样因素遭遇信用等级下调、收益率大幅飙升甚至出现技术性违约的债券, 而这些



债券此前是资质优、评级高的“天使级”债券。比如，2020年以来经历债务重组而浴火重生的永泰能源、紫光集团、盐湖股份等发行人的存量债券。这类市场虽规模较小，但对于活跃“高收益债券”二级市场、发挥信用利差定价功能则有积极价值。

“高收益债券”发展出现异化

根据前述可知，国内高收益债券没有明确的定义或标准，行业基本共识是到期收益率或行权收益率 $\geq 8\%$ ，或无风险利率+500bps以上的债券称为高收益债券。实际上，我国债券市场一级发行票面利率超

过8%的债券很少，但7%以上的债券数量不在少数。按照行业划分，一级高收益债发行主体所属行业主要集中于地方平台公司和房地产企业。从2018年以来的发行情况来看，地方平台公司和地产两类企业累计发行规模分别为1 315.98亿元和804.11亿元，约占整体发行规模的84%，其中2018年和2019年是发行高峰，2020年以来两大行业高收益债券发行规模大幅萎缩。2022年一级高收益债市场已基本没有其他行业身影，平台公司领域和地产行业分别发行40.30亿元和31.41亿元^①。

近年来，在一些资质较差的发行人中还盛行“结构化”发行、抽屉协议、返点等不合规的发行方式，一级市场的发行利率不能反映其真实融资成本，因而掩盖真实风险，同时也给债券质押回购埋下了隐患，弱资质债券质押更容易出现回购到期逾期等问题。但上述行为已受到监管严厉打击，地方平台公司融资领域腐败专项整治工作也在推进中。当一级市场可以真实反映企业融资成本，或许将打破目前高收益债券市场发展的瓶颈。同时，针对信息披露不真实、中介机构不勤勉等行为的惩处不



① 在市场环境发生变化过程中，“高收益债券”一级市场异化发展也呈现萎缩状态。一是房地产市场的实质性变化，房地产企业在三道红线约束下陷入融资难的困境，甚至连传统信贷的可得性都非常稀缺。高收益债券发行主体被约束大半。二是地方政府融资平台的监管强化。2018年以来，在金融风险攻坚战强监管要求下，地方政府融资规范程度不断提高，一般债券和专项债券成为地方政府融资的“前门”，同时，地方政府与平台公司的法律关系、资金关系和资产负债表关联被进一步清晰化，部分地方政府甚至采用“斩断”的方式来明确其与平台公司的关联。这使得平台公司高收益债券发行的需求被部分替代，同时隐性政府担保有所弱化，平台公司高收益债券发行放缓。但从图1可见，“高收益债券”平均票息却居高不下，这也侧面显示发行主体对资金的渴求程度。



足, 评级有效性偏低、估值准确性不够、违约后处置质效较差等问题都有待改善。

我国高收益债券供求难匹配

国际经验显示, 高新技术企业或初创技术型企业是高收益债券的主要发行方。高收益债券是高新技术或初创企业重要的融资工具, 高收益与高风险相匹配, 反映了高新技术或初创企业的固有秉性。在需求方面, 高收益债券在国际是重要的配置品种, 受到包括养老金、保险公司、资产管理公司、公募基金等的青睐; 在国内却由于其高风险的特质面临较为严格的市场准入标准, 目前私募基金是其主要的投资方。

在我国, 真正意义上的高收益债券供给相对有限。一是政策指引。高收益往往被认为是高风险的映射, 即便是私募发行, 也存在较为显著的风险。监管机构对于高收益债券的政策包容、发展规划、风险容忍以及监管适宜度, 是高收益债券发展的政策基础。二是内在诉求。真正具有科技创新或模式创新原动力的优质中小企业, 更愿意通过股权方式进行资金募集, 其背后更加看重的是专业股权投资机构的多样化资源支持, 这比高收益债券的单一资金支持更具吸引力。三是资金压力。债券还本付息比信贷或股权投资具有更强的市场和纪律硬约束, 创新型企业发展现金流以及再投资压力巨大, 当

前债券管理制度以及风险应对要求使创新型企业在缺乏足够弹性来应对潜在的硬性偿付要求。这些问题充分反映在我国科创公司信用债市场^①。

需求方面, 我国高收益债券缺乏投资者支撑。与国际经验相似的高收益债券, 对应的就是低评级或无评级, 本质是高风险。不管在一级市场还是二级市场, 高收益债券的需求相对较弱。特别是, 在一级市场, 这种具有“风险投资”属性的债券品种在国内较难进入大中型金融机构的资产负债表。公募基金、银行、保险、资产管理公司等明确对高风险品种进行了投资限制。即便是2021年11月银保监会《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》放宽了信用类债券投资的准入要求, 但在现实中, 机构风险偏好、行为选择和风控要求短期难以有效改变。

高收益债券的市场机制短板

我国债券市场尚未实现真正的市场分层。经过多年发展和市场竞争, 美国高收益债券的属性超越债权的属性。作为信用产品, 高收益债券最基本的属性就是债权, 信用利差或信用风险是其定价的基本参照。但是, 发达经济体高收益债券通过一些条款设计使其带有其他属性, 比如“实物支付触发条款”允许发行人通过续发债券偿付到期债券, “超额融资债券条

^① 以科创板为例, 目前科创企业在债券市场参与度较低, 在已上市近500家科创板企业中, 仅有不足30家企业发行过债券, 且品种主要为可转换公司债券。目前我国科创债发行人主体级别仍以AAA级为主, 占比为77.8%, AA+级也占到15.9%, 对低评级主体覆盖尚有较大提升空间。



款”允许发行人超额募资以偿付初期债券利息等，这使得高收益债券定价的参考发生一定变化。以债项方式来定价，那基本就是无风险收益加信用利差，比如同期限国债收益率+500bps，这就是我国“高收益债券”的朴素定义。当高收益债券具备股权属性或其他属性时，那行权时点的收益率就成为新的参照。一般地，行权收益率超过8%成为高收益债券另一个维度的定义。对比美国高收益债券的多重属性，回顾我国高收益债券以房地产企业和地方平台公司为主要发行人的现实，可以发现，我国高收益债券整体是较为纯粹的债权属性：要么是信用风险较高的债项，要么是拥有隐性担保的债项。这种单一债权属性使得高收益债券定价机制、募集方式、投资群体等都呈现单一化趋势。当然整个信用债市场的信用利差定价功能仍有提升空间，市场分层也有待深化。

高收益债券缺乏相对独立的制度体

系。美国高收益债券市场规模较大，在信用债市场中发挥重要的作用，特别是新冠疫情期间受困企业为补充流动性促成美国高收益债券发行量激增。2020年和2021年的发行规模分别高达4 115亿美元和4 774亿美元。但是，2022年受美联储大幅加息、债券发行成本上涨影响大幅下降至1 278.4亿美元，2023年发行规模可能继续保持相对疲态（图2），但票息则飙升至8%左右。

观察美国高收益债券市场的发展，之所以其能在信用债市场中占据重要一席，得益于其相对独立且完善的制度体系。从发行制度看，美国公司债券发行主要有注册发行和注册豁免两大类，其中注册豁免主要包括S条例（Regulation S）和144A等。S条例规定美国或非美国公司在美境外发行证券可豁免美国证券注册要求；144A规定如发行人只向特定合格投资发行证券则可豁免注册要求。由于资质相对较

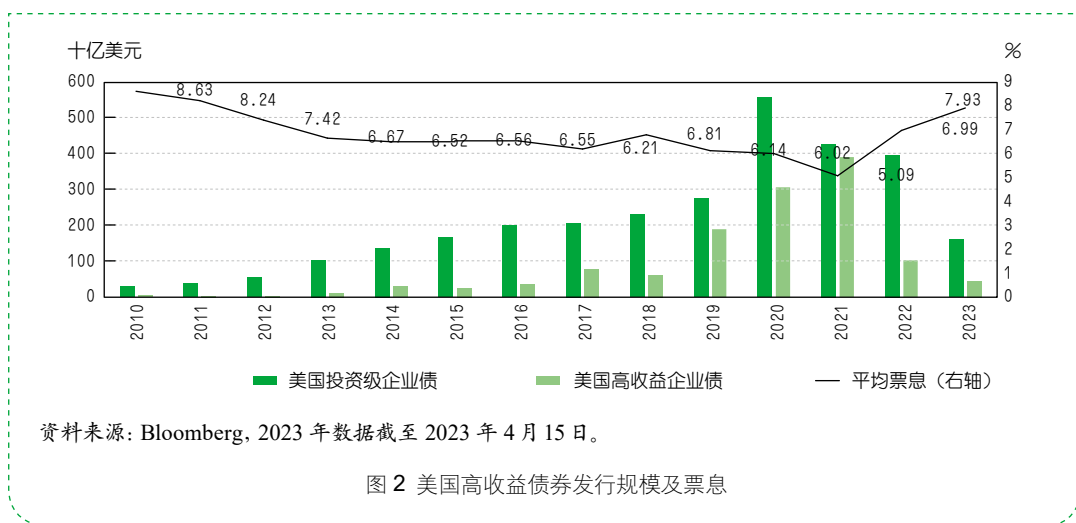


图 2 美国高收益债券发行规模及票息



弱, 高收益债一般以144A规则为主导模式。另外, 美国对高收益债券发行设定了严格投资者保护机制和限制条款, 杜绝发行人恶意违约。同时, 美国债券市场具有健全的破产清算和市场退出机制。从这个角度看, 美国债券市场之所以具有全球较强竞争力, 在于其产品体系及制度体系完备性。我国当前高收益债券整体是以一般信用债券作为基本定位并施加监管, 这使得高收益债券与一般信用债并没有实质性差异。一定程度上, 债券市场“普遍性”监管限制了高收益债券“特色化”发展。

高收益债券市场交易机制特别是流动性安排待完善。国际上, 债券市场是典型的场外市场, 当然, 现代化信息技术的应用使得传统场外市场与场内市场的差异性越来越小, 在市场稳定情形下, 二者甚至较难区分, 更无孰优孰劣之别。美国债券市场发展显示, 随市场投资者结构变化使流动性从场内到场外转移。为了更好地保障在市场特殊时点流动性顺畅或整个交易进程平滑, 美国引入了做市商制度, 并在外汇市场、货币市场和债券市场等广泛使用。做市商制度的好处是流动性保障, 其坏处是对做市商过度依赖。2008年破产的雷曼兄弟就是美国货币市场的一级交易商和流动性的重要供给者, 其破产引发美国货币市场停摆、流动性枯竭, 并引发“金融海啸”。美国高收益债券市场采用做市商制度, 并且还有多层次做市商网络体系和信息系统, 使得高收益债券流动性整体平稳。

我国债券市场已是全球第二大债券市场, 但是, 我国市场流动性不足一直是个难题, 包括最重要的国债市场流动性都是相对不足的。这与投资者持有到期的行为直接相关, 但与我国债券市场交易制度安排或做市商缺位也有相关。等级最高、规模巨大的国债市场尚且缺乏一定流动性, 在同样交易制度下, 等级很低、规模有限的高收益债券市场更无流动性。这使机构投资者对高收益债券投资十分谨慎, 只有那些具有较强现金流支持(房地产企业)或政府隐性担保(平台企业)的高收益债券才能得到投资, 而创新创业型中小企业则较难在高收益债券市场中获得有效融资。

高收益债投资面临较多的现实约束。投资者结构单一, 我国信用债投资者以商业银行、保险机构、公募基金、券商为主, 但受到评级约束、内部风控体系以及产品净值化等因素影响, 上述机构几乎不能参与高收益债投资, 目前高收益债投资者以私募基金为主。违约处置难度大, 目前我国信用债违约处置周期较长、处置方式较单一、现金清偿率较低, 债券投资人在违约处置各个环节中的话语权较弱, 导致投资者不愿意投资高收益债券以及其他没有隐性担保的高风险信用债。

高收益债券市场发展的建议

从我国高收益债券市场的发展历程、现实状况以及制度安排、产品定位和市场机制等角度出发, 高收益债券当前缺乏相对独立的发展空间、供求基础和市场机



制。我国应借助当前契机，以金融稳定和发展体制机制完善为突破，大力发展包括高收益债券在内的多层次资本市场和直接融资体系，有效匹配创新发展的内在金融需求。

一是提高战略定位，将多层次资本市场建设提升至创新驱动发展的国家战略高度。在经济转型升级过程中，创新驱动发展是根本动力，而创新环境下的市场主体融资需求更加多元，特别是亟待中长期融资工具以匹配中长期资金运用。充分认识金融发展不充分不平衡的现实，着力解决创新驱动发展所需要的直接融资需求与传统银行主导的间接融资供给的内在矛盾。在新发展阶段，贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，多层次资本市场和直接融资体系要致力于提供更多的产品，优化更多的服务，发挥更大的作用。值得重点关注的是，要对包括高收益债券在内的多样化产品及服务进行实事求是的研究和定位，明确相关产品或服务发展的必要性、可行性和成本收益性，而不是照抄经验、生搬硬套。

二是优化供求匹配，优化包括高收益债券在内的直接融资体系。首先，完善债券市场定价机制，逐步减少隐性担保，弱化刚性兑付机制，建立以信用利差为核心指标的定价机制。其次，深化供求匹配关系，改变以银行作为债券投资主力的格局，弱化银行与房地产、地方融资平台等债券投资关联，而强化债券市场资金需求者和资金储蓄者的直接融资关联，培育高收益债券投资专业化

机构，有效形成需求端。再次，在论证高收益债券发展必要性和可行性基础上，再着力推进市场主体培育，以科创型、创新型、专精特新等企业为核心，以试点创新、优化推广和全面推进为序，逐步形成高收益债券供给端。最后，加快债券市场创新发展，培育发展与创新企业相匹配的债券产品以及具有股权或期权属性的创新型债券品种，形成以多样化高收益债券产品为纽带的供求匹配关联。

三是依托市场竞争，逐步建立融合高收益债券发展的市场分层体系。借鉴国际经验，着力优化债券市场基础设施建设，在强化注册审核、发行簿记、交易、托管及结算等系统建设，同时着力完善相关的交易制度、流动性安排、信用增级和市场退出机制等建设。充分发挥市场机制作用，以私募发行作为基本支撑，形成高新企业或创新创业型企业为供给端、专业化投资机构为需求端的市场供求关系，并着力培养“明日之星”。探索建立相对独立的高收益市场体系，以制度设计和机制安排来加快市场分层，通过相对独立的注册备案、信息披露、流动性匹配、退出机制和破产安排等来促进高收益债券市场的发展。着力投资者准入标准建设，明确高收益债券限制性条款，完善违约、破产和清算安排，设定严苛的恶意违约条款和惩戒机制，优化金融稳定保障基金或相关安排的保障支持功能，强化投资者权益保护。

四是加强高收益债产品创新研究与发展。首先，高收益债不能停留于纯债券



模式, 需要进行产品设计创新。比如, 可以考虑研究设置私募债券附认股权或可转股条款的可转债模式, 在股权投资和债券投资中找到平衡, 从而降低企业融资成本与投资者股权投资风险。其次, 发展信用保护工具(如银行间信用风险缓释凭证CRMW、交易所信用违约互换CDS)以推动投资者参与一级高收益债券市场。借鉴境外CDS信用风险的分离、转移和交易的功能, 发展主动管理信用风险工具, 提供高收益债券发展风险对冲机制, 统筹现券操作、直接买卖CDS或现券+CDS组合等投资方式。最后, 持续培育科创债券市场主体, 试点建设面向中小型科创企业的高收益债券市场, 或可推出科创债与信用衍生

工具结合的产品, 以满足不同类型投资人的个性化需求。

五是制度层面优化交易规则设计。首先, 提升投资者数量和多样化水平。目前高收益债券市场参与者以中小券商和私募基金为主, 在进场投资者过少的情况下, 就会使单个机构承担债券折价风险太高, 导致高收益债市场交易流动性不足。其次, 进一步完善投资者保护机制和债券违约处置机制, 提升投资者参与高收益债的安全垫, 吸引、培育和丰富高收益债投资者群体。最后, 强化信息披露机制建设, 发行人应及时披露公司经营情况、财务状况、重大事项以及信用等风险相关事项。[N]

学术编辑: 卢超群

参考文献:

- [1] 李双杰.我国高收益债券市场发展中的政府干预问题研究[D].中国财政科学研究院,201
- [2] 林俊山,王紫涵.发展我国高收益债市场的四点制约和三点建议[J].债券,2021,(07):57-61.
- [3] 任晴,杨健健.美国高收益债券市场特征[J].中国金融,2019,No.906(12):78-80.
- [4] 于鑫,龚仰树.美国债券市场发展对我国场内债券市场的启示[J].上海财经大学学报,2011,No.13(03):82-89.
- [5] 中央结算公司高收益债课题组.探索试点建设中国高收益债券市场[J].债券,2022,No.124(10):33-37.

Innovation and Development of High-Yield Bonds in China

ZHENG Liansheng¹ HUANG Benxin²

(1.Institute of Finance & Banking,CASS; 2.Dongxing Securities)

Abstracts High-yield bonds are an important tool in meeting the demand for direct financing to promote innovation and high-quality development in China. The process of creating a market for these high-yield instruments has undergone a series of exploratory steps, but a sound development system has not yet been formed. In the past, high-yield bonds in China had been largely confined to use as financing tools for real estate enterprises and local financing platforms. Due to multiple factors, it has been difficult to match supply and demand of high-yield bonds in China, and providing effective support for different tiers of the market and their trading systems has remained a complicated task. In the future, it will be necessary to boost the momentum of development, draw on advanced international experience, and take a problem-solving approach to the construction of a multi-tiered capital market and direct financing system. In order to do this, enhancing the quality and effectiveness of high-yield bonds through market mechanisms and institutional participation will be critical. This in turn will improve the financial sector's ability to promote scientific and technological innovation as well as high-quality development.

Keywords High-yield Bonds, International Experience, Institutional Arrangement, Market Stratification

JEL classification G11 G18 G24