

近年来，房地产行业调整和城投资质分化等因素促使境内高收益债市场供给扩容，高收益资产欠配使得高收益债标的满足特定投资人的需求，具有一定发展空间。信托公司未来发展资产管理信托业务可关注高收益债市场特点，丰富产品形态，但同时也面临一定的机遇和挑战。

一、境内高收益债市场发展现状及前景展望

（一）境内高收益债市场规模较小，处于扩容阶段状

按中债行权收益率超10%（含）作为标准，根据华泰固收及中证估值数据，截至2022年5月27日，境内高收益债规模约4390.59亿元（不含违约或展期债券），较2021年末增长约7.8%，占信用债总规模的比重约为1.69%；行业分类来看，房地产和城投占比合计约81.14%；评级分布来看，AAA等级债券占比最高，约33.76%，AA+占比约24.22%；成交活跃度来看，2021年有行情的高收益债券数量占比约为78.88%，同比上升35.83%；成交价格来看，高收益城投债成交价集中在80元以上，而地产债价格易受事件因素驱动急速下跌，低于50元的个券占比较大。总体看来，境内高收益债市场规模较小，处于扩容阶段，行业集中度高，外部评级区分度低等因素使得中高信用等级信用债占比较高。

（二）境内高收益债市场具有一定发展空间

一是需求端来看，当前市场资金面宽松，利率整体维持低位，高收益资产配置需求旺盛。二是资产端来看，首先，当前信用债估值高企，利差极度压缩，投资价值降低；其次，权益市场今年以来经历两轮大幅下跌，风险敞口较大的资管产品回撤幅度大，亦影响转债市场表现；再次，融资类信托压缩，加之地产行业下行使得非标产品风险集中暴露，高收益资产供给大幅减少，而高收益债作为一类收益相对较高的替代标的，具有一定投资潜力。三是供给角度来看，地产风险集中暴露和城投资质严重分化的背景下，高收益债供给规模势必扩容。四是随着估值模型和交易机制的不断完善、违约处置经验的持续积累、信用衍生工具不断创新，高收益投资将获得更多投资人关注。

（三）境内高收益债市场发展局限

一是风险定价难度大。受限于市场规模较小，流动性弱和交易机制不健全等因素，高收益债估值缺乏有效模型，尤其是产品净值化改革后，高收益债投资现阶段主要以特定私募产品封闭运作居多，产品规模普遍较小。

二是尚无完善的退出机制。我国债券市场起步较晚，2018年以来债券违约才趋于常态化，违约处置模式仍处于探索阶段，债券违约处置难度大，现金清偿率低，回收

周期长，对投资人缺乏保护机制，一定程度挫伤机构参与积极性。

三是配套风险管理金融工具发展滞后。我国债券市场信用衍生品种类较少，起步阶段市场化风险对冲工具规则限制较为谨慎，如部分CRM相关工具严格挂钩特定债务，在二级市场不可作为金融资产单独交易，不可卖空，一定程度限制市场化定价和投资交易机会，降低了高收益债市场的活跃度。

二、信托公司参与高收益债投资驱动因素和策略分析

（一）高收益债资产特质对信托业务的匹配性

一是较高的负债端成本驱动信托公司寻找高收益资产，信托公司私募产品信用下沉空间相对较大，进而有动力参与高收益债投资。二是高收益债投资可作为标品信托业务的特色补充，在业务转型过程中丰富资管产品种类，充实投资组合资产标的。三是信托公司长期的非标项目经验对于部分市场主体，尤其是民营地产主体和中低资质城投主体信息掌握具有一定优势。四是信托公司业务开展灵活性高，相对公募机构在高收益债获取方式和渠道方面具有一定优势。五是高收益债作为固收投资补充领域，增厚收益的同时一定程度对冲信托公司固收投资短板。受制于杠杆和投资体量，信托公司利率债投资优势不明显；而信用债当前估值收益率处于历史低位，一方面易造成成本收益倒挂，另一方面宏观经济企稳回升后债市或将转弱，信用债面临估值回调风险，故高收益债投资可在固收组合中承担润滑作用。

（二）信托公司高收益债投资策略分析

高收益债投资主要有两个策略：

一是博弈交易性反弹机会。该类高收益债主要为事件驱动型，一般债券价格下跌幅度不会很大，违约风险相对可控。比如行业整体调整冲击使得部分稳健主体出现同步估值下调，但并无实质违约风险，则可把握“捡漏”机会博弈估值反弹；亦或城投个体违约事件触发投资机构风险预警，进而规模抛售相关区域城投债，形成投资机会。把握交易性反弹机会对投研能力要求很强，不仅需要个体基本面研究透彻，也需要对行业走势、宏观经济和区域基本面等深入理解，进而才能高效决策，迅速把握机会。

二是博弈债券兑付概率。发行人偿债能力和偿债意愿决定兑付概率，比如云南康旅及其子公司提前兑付等事件使得前期预判及果断交易的投资行为获得可观收益；再如部分涉险房企区别对待境内外债券投资人，当债券价格滑落至很低的区间内，若博弈后最终完成兑付，投资人将收获可观收益率。博弈兑付策略主要依赖两点核心能力，其一为估值定价能力，需要合理判断风险和价格水平是否匹配，在最优价格

水平择券；其二为有效信息获取能力，对个体事件和市场动向保持高度敏感和快速预判，尤其是发行人在偿债能力受限情况下对每笔债务的偿债意愿驱动因素分析及相关信息的及时获取等。

三、信托公司参与高收益债投资的核心能力建设

高收益债投资前提是相对稳定的负债端、与产品风险等级相匹配的风控措施、成熟的信用研究和估值定价能力、较强的市场信息获取能力等。信托公司开展高收益债投资业务可重点关注以下几点：

在产品设计方面，信托公司以私募形式发行产品，并进行产品风险分级，提升投资者风险认知。运作方式更适合采用封闭运作以保证负债端的相对稳定，由于违约债券处置相对困难，周期不确定高，在业务开展初期或需要公司给予一定资金和资源投入支持。

风险控制方面，一是严格限制个券集中度以分散投资风险，进而稳定产品净值；二是根据产品风险等级划定下沉尺度并严格制定止损线，提升决策执行力和交易水平，精准把握市场交易机会；三是控制组合久期，高收益债发行人信用风险较高，债券价格受消息面影响较大，短期基本面分析时效性较强，使用博兑付策略时尽量缩短组合久期。

投研能力方面，信用债投资核心能力是信用风险分析，并将信用风险量化，通过合理定价进而择券。违约及回收数据模型化依赖有效历史数据，但境内相关历史数据的缺乏一定程度限制了高收益债投资规模化发展。就现阶段高收益债估值方式来看，对于回收率预测主要通过对发行人财务数据进行加压测试，依据债务属性和资产变现可能性等进行加压，参数设置一般参考行业整体经验和已违约主体回收情况等。而投资经理的实战经验、研究员的投资逻辑分析支持、信托公司以往对非标市场主体的经验积累对现阶段高收益债投资较为关键。

本文源自金融界