

首席经济学家： 任泽平
执业证书编号： S1220516060001
E-mail renzeping@foundersc.com

分析师： 杨为敦
执业证书编号： S1220515060001
E-mail: yangweixiao@foundersc.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

门口的野蛮人

——美国 80 年代杠杆并购及对中国的启示

专题报告

宏观研究

2016.07.19

摘要：

近年新兴保险公司大举举牌上市公司，主要工具是杠杆并购和万能险。本文旨在研究上世纪 80 年代美国杠杆收购潮和垃圾债市场发展，及其对当前中国杠杆收购的启示。

美国 80 年代杠杆并购潮的兴起：垃圾债、利率市场化与资产荒。里根政府“经济复兴计划”相关政策使得当时公司估值偏低。经济周期下行期增加了并购需求。80 年代美国利率市场化导致储贷机构负债竞争成本上升以及对高收益资产需求大增和资产荒，为垃圾债提供了买家。政府对金融管制的放松以及金融机构本身的竞争加剧。当时美国法治环境比较宽松，并未对高收益债的募集资金投向做出具体规定

米尔顿和垃圾债融资：杠杆收购和门口的野蛮人。米尔肯向投资者大肆推销“低评级债券长期投资回报率更高”。杠杆并购业务融资渠道可以分为三类：顶层资本——有担保的优先债（60%左右，银行提供）；夹层资本——没有担保的债务（30%左右，垃圾债提供）；底层资本——少量股票（10%左右，交易核心）。其中夹层业务可以通过垃圾债业务完美实现，而米尔肯则是在夹层资本上为市场并购提供了非常丰厚的便利。RJR Nabisco 案是管理层和“门口野蛮人”较量的经典案例，上演了蛇吞象的惊人一幕。

杠杆收购是一把双刃剑：新兴产业繁荣、债券违约潮和储贷机构倒闭危机。垃圾债市场兴盛和杠杆收购一方面有效促进了当时美国中小企业及新兴行业的发展，在 70 年代只能用严苛的银行授信筹措资金的企业，在 70 年代末及 80 年代资金来源获得了极大解放，通过杠杆收购促成了很多行业尤其是新兴行业的重组，其中尤以传媒和电信行业最为显著，当时这两个行业占全市场债券发行量的比例高达 37%。另一方面，又催生了垃圾债券泡沫及随后的违约潮和储贷机构倒闭危机。并购的最终效果取决于并购后公司治理能否显著改善。整个 80 年代，高收益债的平均违约率仅仅不到 4%，到了 1991 年，高收益债的违约率蹿升至 11%左右的空前高位。并导致了储贷机构大规模破产危机，1981-1990 年的 10 年间，1800 余家储贷机构破产，美国政府为这场危机付出了 1660 亿美元的救助。

中国的杠杆收购和万能险。1) 万能险与垃圾债的比较。万能险和垃圾债的一大共同点就是募集资金的成本相对比较高，这

种资金成本则会倒逼万能险去配置高风险资产或者通过放宽担保、拉长杠杆等手段来提高资金收益，这本身就可能存在着资产与债务不匹配、期限不匹配、流动性风险过高等问题，这与类似于 80 年代利率市场化背景下美国储贷机构的做法。2) 中国杠杆并购潮的背景：利率市场化、资产荒与新兴保险公司崛起。中国近年的资产荒主要是三大原因：一是经济潜在增长率下降，资产回报率下降；二是 2014-2016 年货币超发；三是利率市场化和金融创新，倒逼金融机构配置高风险资产来换取相对高的收益，资金在一点一点地通过加大风险容忍度来换取高收益。3) 杠杆并购的政策逐步放开。4) 中国在杠杆收购方面的制度存在很大操作空间，新兴保险公司借银行理财、券商资管等资金用于股票市场的杠杆并购存在很多监管空白。

目录

1	什么是杠杆并购	5
2	美国 80 年代杠杆并购潮的兴起：垃圾债、利率市场化与资产荒.....	5
2.1	60 年代杠杆并购：受制于融资	5
2.2	80 年代杠杆收购潮	6
3	米尔顿和垃圾债融资.....	8
3.1	米尔肯的操作手法.....	8
3.2	经典案例——RJN NABISCO 案：管理层和“门口野蛮人”的较量.....	9
4	美国杠杆收购的制度基础.....	10
5	杠杆收购是一把双刃剑：新兴产业繁荣与债券违约潮.....	11
5.1	资金瓶颈打开与新兴产业繁荣.....	11
5.2	90 年代垃圾债泡沫的崩塌	12
6	中国的杠杆收购和万能险.....	13
6.1	万能险与垃圾债的比较.....	13
6.2	中国杠杆并购潮的背景：利率市场化、资产荒与新兴保险公司崛起.....	13
6.3	中国在杠杆收购方面的制度存在很大操作空间.....	15

图表目录

图表 1: 杠杆并购流程示意图	5
图表 2: 1977~1988 年美国并购交易案数量	6
图表 3: 1965~1985 年美国核心 CPI 变动趋势	6
图表 4: 1981~2015 年美国 GDP 同比变动趋势	6
图表 5: 美国利率市场化详细过程	7
图表 6: 同期美国企业债和国债收益率的走势	8
图表 7: 杠杆收购的三层资本来源及构成	9
图表 8: KKR 收购 RJR NABISCO 流程	10
图表 9: 美国 20 世纪高收益债的相关法案	11
图表 10: 1970~1990 年美国电信业投资逐年上升	12
图表 11: 美国 90 年代高收益债发行的行业分布	12
图表 12: 美国 1977~1985 年垃圾债发行规模攀升	12
图表 13: 20 世纪 80 年代美国高收益债违约率	13
图表 14: 10 年期国债收益率随经济下行不断下调	14
图表 15: 保险行业万能险保费收入逐年上升	14
图表 16: 长期经济下行压低资金成本	15

近年新兴保险公司大举举牌上市公司，主要工具是杠杆并购和万能险。本文旨在研究上世纪 80 年代美国杠杆收购潮和垃圾债市场发展，及其对当前中国杠杆收购的启示。

1 什么是杠杆并购

什么是杠杆并购呢？简要而言之，就是用别人的钱来收购别人。其最大的特点是：在收购过程中其资产占用是极低的，一般来说，指公司或个体利用收购目标的资产作为债务抵押，收购另一家公司的策略。

具体来说，杠杆收购大致分以下几步：

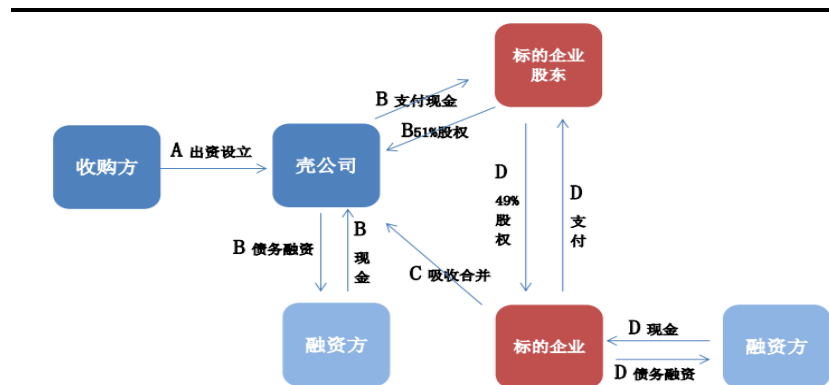
第一步：收购方少量出资成立一家购壳公司；

第二步：壳公司从外部融资，收购标的企业具有投票权的 51% 股权，实现对标的企业的控股；

第三步：标的企业与壳公司合并，标的企业存续，壳公司注销，标的企业承接壳公司之前收购 51% 股权时发生的债务；

第四步：收购标的企业以自身资产为抵押从外部融资，收购剩余 49% 股权（或将 49% 股权直接置换为对标的企业的可转换债券或无投票权的优先股），标的企业成为收购方全资控制的子公司。

图表 1：杠杆并购流程示意图



资料来源：方正证券

2 美国 80 年代杠杆并购潮的兴起：垃圾债、利率市场化与资产荒

80 年代是美国重要的变革时代，制服了滞胀，孕育了信息经济，奠定了 90 年代以后的经济大繁荣和股票大牛市的基础。在这样的背景下，美国 80 年代催生了一波杠杆并购潮并最终破灭。

2.1 60 年代杠杆并购：受制于融资

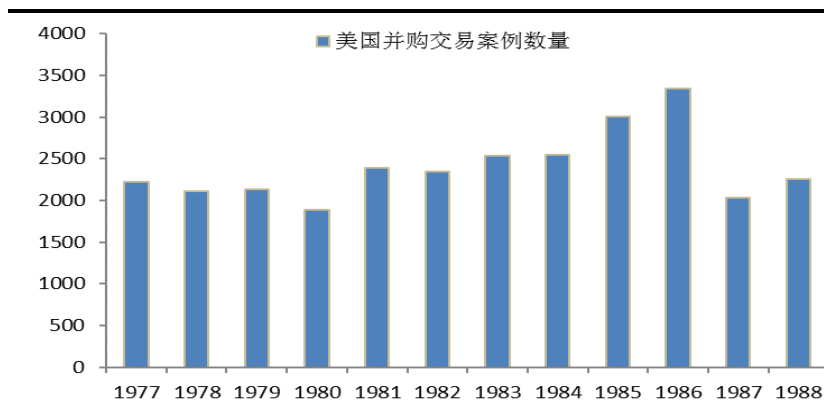
其实杠杆收购在上世纪 60 年代在美国已经出现了比较成形的模式，但是一直没有出现大规模并购潮，除了经济环境、政策环境等因素外，主要的难点发生在上图中的 B 环节，及债务融资环节。当时的收购资金主要靠银行贷款，不但利率高，并且条件苛刻，其所能获得的贷款规模仅仅是被收购公司账面价值的贴现，一旦收购公司存在溢价的话，贷款难度则明显增加。因此当时被杠杆收购的企业仅仅是一些濒临破产的小企业，而收购方大多是该企业的管理层。

而到了 60 年代末后期及 70 年代，杠杆收购有了缓慢的发展。一方面收购资金来源稍有松动，一些大型保险公司及股权投资公司也参

与到杠杆收购中来，其无疑具有更强的信用及贷款能力；另一方面某些投行在 70 年代进入了杠杆收购领域，也有一些专门从事杠杆收购的公司应运而生。但是，之所以杠杆收购没有得到快速发展的原因还是 B 环节，即资金筹措仍然比较困难。

杠杆收购真正的高速发展期是上世纪 80 年代，也引起了美国的一轮并购高峰。当时，美国每年的并购交易案例数量从 1980 年的 1800 余例迅速增长至 1986 年的 3300 余例，期间增速高达 76%。米尔肯正是抓住了这样的机遇，通过包销垃圾债来扩大收购杠杆的方式而名声大振。

图表 2：1977~1988 年美国并购交易案数量



资料来源：Mergstat Review, 1998，方正证券研究所

2.2 80 年代杠杆收购潮

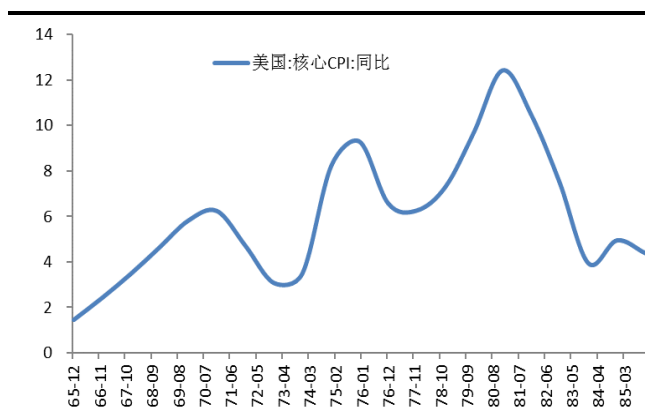
为什么在 80 年代杠杆收购才大行其道呢？

首先，里根政府“经济复兴计划”相关政策使得当时公司估值偏低。其中很重要的一点是允许企业对新购进的资产加速折旧，再叠加上当时的通胀形势，可以允许企业在一个比较高的名义价值上采取加速折旧。同时，“经济复兴计划”也使得职工持股计划更具吸引力（ESOP）。

70 年代后美国将资本收益税率上限上调至 55%，这使得当时的公司估值普遍偏低，并且清算中的企业出售其资产可免缴资本收益税，因此全盘收购显得更为划算。

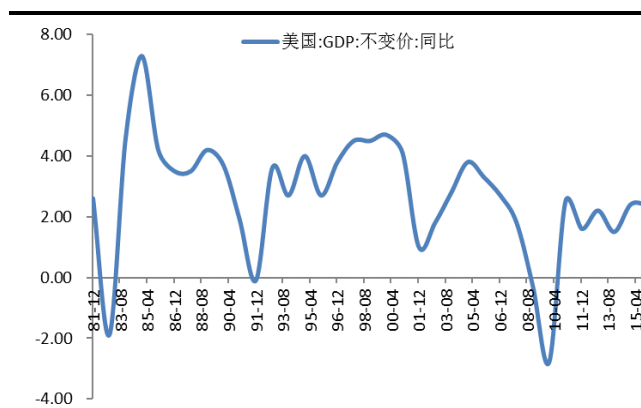
其次，经济周期下行期增加了并购需求。从海外经验来看，经济越下行，则并购越繁荣（被收购的需求更高）。80 年代初，美国经济增长率从 5% 左右的中枢开始下滑，这在一定程度上繁荣了杠杆收购的市场。

图表 3：1965~1985 年美国核心 CPI 变动趋势



资料来源：Wind，方正证券

图表 4：1981~2015 年美国 GDP 同比变动趋势



资料来源：Wind，方正证券

最后可能也是最重要的是,80年代美国利率市场化导致储贷机构负债竞争成本上升以及对高收益资产需求大增和资产荒,为垃圾债提供了买家。

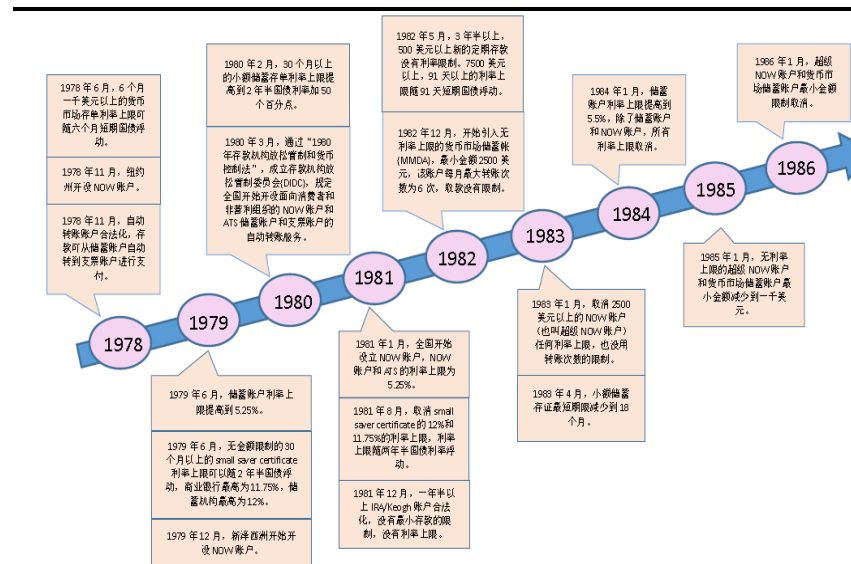
当年的杠杆收购里的杠杆有相当一部分都是靠垃圾债来实现的,而市场对垃圾债的态度在70年代末有了一个非常显著的转变。转变的一方面来自于本文即将提到的米尔肯的努力,当时的米尔肯在践行着希克曼“低评级债券长期投资回报率更高”的理论,四处游说愿意购买垃圾债的人,最终在一定程度上影响了市场;另一方面则应归因于当时的美国利率市场化进程,政府对金融管制的放松以及金融机构本身的竞争加剧。

1978年,美联储规定银行发行6个月定期存款(CD),而其利率则受制于每周国债拍卖市场价格。虽然当时的CD产品存在最低限额的门槛,但存款机构的资金仍大量流入到这些监管较松的CD产品之中。其后,也在资金脱媒化的倒逼之下,美国陆续实施了“1980年存款机构放松管制以及货币控制法”、“1982年存款机构法”、“Q条例”等促成利率市场化的政策,逐步放松自动转账服务(ATS)账户、小额储蓄存单、NOW账户、货币市场储蓄账户的利率管制,直到1986年3月,客户存款利率管制被完全取消。

在固定利率时期,银行业对利率的敏感性体现为资产敏感,因此在利率水平较高时,银行的利差上升。到了70年代末期,客户存款利率逐步推进的市场化导致了美国银行业负债结构的转变,银行业的利率敏感性资金比重显著上升,利息成本逐渐成为银行业最主要费用。而到了80年代存款利率市场化完成后,甚至连银行的核心存款本身也开始对市场利率产生敏感。

美国银行业频频用提高贷款规模,降低贷款信用来弥补利差损失的同时,本身监管较弱的储贷机构则用大举买入垃圾债的方式来获取超额收益。

图表5: 美国利率市场化详细过程



资料来源:方正证券

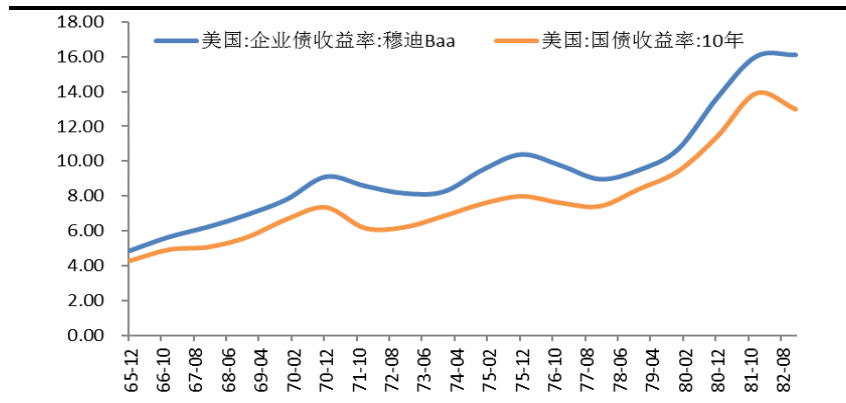
所谓“储贷机构”,就是单一业务线的小机构,吸纳居民存款后,多数去发放住房按揭贷款,以此来博取利差。在1980年,国会提高了储贷机构的存款利率上限,但并未同时允许储贷机构调整按揭贷款的利率,因此,当时的储贷机构陷入了困境,亦在当时美国高通胀的压力下,储贷机构的资金成本从13%飙升至20%附近。

于是,储贷机构开始大举购入当时收益率相对较高的垃圾债,当时垃圾债确实具有很高的收益,70年代十年期美国国债的平均收益率

仅有 7.5%，因为当时的经济衰退，信用利差比较高，穆迪 Baa 级的企业债收益率当时的平均收益为 9.3%，利差达到了 1.8%，而对于垃圾债来说，当时与国债的利差高达 300bp。

由此，80 年代的垃圾债需求增多也给杠杆并购增强了资金基础。

图表 6： 同期美国企业债和国债收益率的走势



资料来源：方正证券

3 米尔顿和垃圾债融资

3.1 米尔肯的操作手法

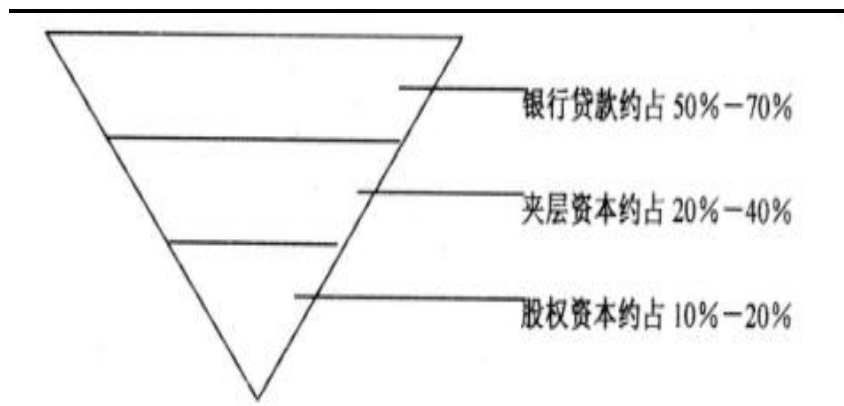
在当时那轮杠杆并购潮里，有一个非常活跃的金融家——迈克尔·米尔肯。当时米尔肯就职于华尔街德雷克斯公司，他将业务转型为通过垃圾债形式杠杆收购大型企业。实际上，之所以在米尔肯手下的并购企业可以通过发行垃圾债的方式轻易地募到资金，这和米尔肯之前在垃圾债市场形成的高声望以及市场对垃圾债情绪的好转是密不可分的。

在当时，只要米尔肯同意为某项目出手，标购公司会接到一封发自他供职的德雷克斯公司的信函，声称“有高度信心”为收购企业提供必要的资金，而引来市场上大批的资金。而对于债权人来讲，当时几乎是无视收购方是个怎样的公司，仅仅凭借标购公司的判断来决定借款额以及利率水平。这封信一旦发出，几乎无一上市公司可以幸免。

具体来说，杠杆并购业务融资渠道可以分为三类：顶层资本——有担保的优先债（60%左右，银行提供）；夹层资本——没有担保的债务（30%左右，垃圾债提供）；底层资本——少量股票（10%左右，交易核心）。其中夹层业务可以通过垃圾债业务完美实现，而米尔肯则是在夹层资本上为市场并购提供了非常丰厚的便利。

最为经典的案例即米尔肯为 MCI 公司融资筹集 20 亿美元的垃圾债，成功打破了 AT&T 公司对通信市场业务的垄断权。1984 年米尔肯发起的皮根斯袭击海湾石油公司的标购事件虽然以失败告终，但其强大的融资能力得到认可。

图表 7：杠杆收购的三层资本来源及构成



资料来源：方正证券

3.2 经典案例——RJR Nabisco 案：管理层和“门口野蛮人”的较量

RJR Nabisco 公司收购案是迄今为止最大的一宗杠杆收购案，交易金额高达 250 亿美元，时至今日其依然是杠杆收购的典型案列。这宗收购案的特别之处除了金额巨大以外，更在于竞争双方分别是公司的管理层和专业并购公司，是一场“内部人”和“门口野蛮人”的较量。竞争双方均动用杠杆，竞标过程一波三折，将杠杆收购的要义展现得淋漓尽致，宛如一场大戏。

3.2.1 收购背景

收购的一方是以罗斯·约翰逊为首的公司管理层。约翰逊其人经历颇为传奇，起初为标牌公司总裁，后鲸吞纳贝斯克公司（Nabisco），合并雷诺兹（RJR），青云直上成为 RJR Nabisco 公司总裁。纳贝斯克主营为食品业务，雷诺兹主营为烟草业务，而烟草业务当时年产值近 10 亿美元，现金流充裕，但公司文化封闭保守。其时又逢美国食品行业大规模洗牌重组，所以公司管理层十分看重其烟草业务，认为市场对其价值存在低估，故主张通过 MBO 实现公司私有化，卖出食品业务，保留烟草业务，完成资产重组。

收购的另一方是著名并购公司 KKR。KKR 时为杠杆并购业界翘楚，业务量占当时市场总交易量的四分之一，尤其擅长利用垃圾债完成高杠杆收购。KKR 之所以对 RJR Nabisco 感兴趣，是因为其同样认同 RJR Nabisco 的成长价值，并且认为管理层 75 美元/股的出价太低。

管理层有所罗门公司合作，KKR 更有德雷克塞尔和美林做顾问，大战一触即发。

3.2.2 并购过程

第一阶段，“野蛮人”进入，“内部人”大梦初醒。KKR 的参与使得管理层原先的计划全部付之东流。1998 年 10 月 20 日，公司管理层提出 MBO 收购要约，计划以 75 美元/股共计 170 亿美元价格完成私有化。紧接着当月 24 日，KKR 发出收购要约，发出普通股 90/股（84 美元以现金支付，6 美元以其他证券形式支付）和优先股 108/股，共计 207 亿美元的收购价格。在 KKR 的压力之下，管理层修改要约为普通股 92/股（84 美元以现金支付，8 美元以其他证券形式支付），共计 207 亿美元。同时，First Boston 团队以第三竞标者身份出现。

第二阶段，竞标规则设立，三方混战。RJR Nabisco 公司为因应收购事宜，成立特别委员会，特别委员会公布了竞标游戏规则，11 月 18 日进行第一轮竞标。KKR 在这轮竞标中出价 90/股（75 美元以现金

支付, 11 美元以 PIK 优先股支付, 8 美元以 PIK 可转换债券支付), 而管理层出价稍高, 出价为 100/股 (90 美元以现金支付, 6 美元以 PIK 优先股支付, 4 美元以可转换优先股支付)。First Boston 团队虽有出价未, 但未与 RJR 签订保密协议书, 被视为标书不完整, 无效。本轮投标管理层占优势, 但由于 First Boston 团队半路杀出, 委员会决定一周后二次投标。

第三阶段, 二轮投标, KKR 终胜管理层。11 月 30 日晚, 竞标处于白热化状态, KKR 和管理层分别三修标书才最终完成竞标过程。最终竞标结果 KKR 以每股 109 美元险胜管理层每股 108 美元。同时, 两者对业务的处理和保留股东股份数量的不同也是股东选择的重要原因。管理层因之前约翰逊的管理协议和“金降落伞计划”的中饱私囊, 触怒了股东和员工, 股东最终选择了 KKR。

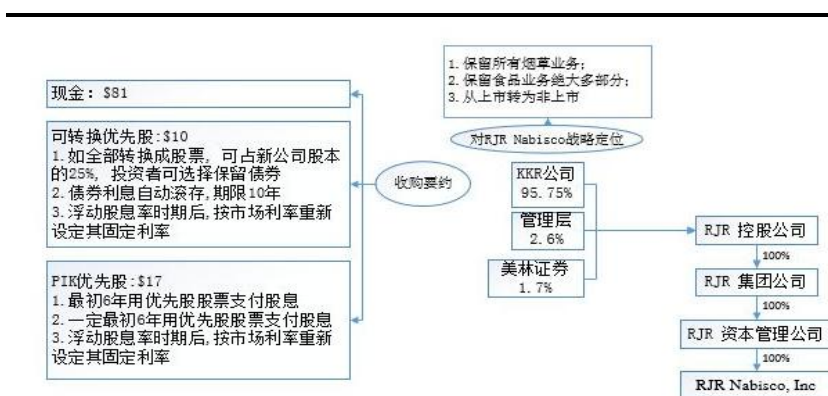
3.2.3 成也垃圾债, 败也垃圾债

KKR 的成功收购, 垃圾债的作用可谓功不可没, 在总交易金额 250 亿美元中, KKR 自身资金仅有 1500 万美元, 仅占总金额的 0.06%, 其余资金几乎都是垃圾债券大王米尔肯发行垃圾债券筹得, 杠杆之高, 令人惊叹。

但垃圾债也成为公司日后经营中的隐患。KKR 成功收购 RJR Nabisco 后, 任命路易斯 格斯特纳为新任总裁。格斯特纳大刀阔斧的改革一度使 Nabisco 的营业显著改善, 现金流高达原来 3.5 倍, 利润在 1990 年的上半年增加了 46%。但垃圾债的偿还也消耗公司大量现金流, 限制了销售能力的扩张。公司主要对手菲利普·莫里斯却趁机压低价格, 扩张销售, Nabisco 最终在竞争中败下阵来。几经周折, KKR 最终不得不剥离 RJR Nabisco 的剩余股权, 资金回报所剩无几。

除杠杆收购撬动巨额资金造就商业传奇之外, 另一个值得我们注意的是美国完善的公司治理结构。在代理人问题突出, 信息不对称明显的情况下, 特别委员会的设立使得“内部人”并没有在竞标过程中占到任何优势, 最终选择了股东利益最大化的方案。此外, 并购的最终结果终究取决于并购后公司治理能否显著改善, 协同效应能否充分发挥, “杠杆”是收购的“术”并非“道”。

图表 8: KKR 收购 RJR Nabisco 流程



资料来源: 方正证券

4 美国杠杆收购的制度基础

在当时, 这种杠杆收购是否有其制度基础呢? 尤其是对于高收益债券来说, 其涉及融资方和投资者双方的利益, 因此法律也意图在融资便利和保护投资者之间寻找平衡。1933 年《证券法》的 4 (2) 节、1982 年的《D 条例》(Regulation D) 与 1990 年的《144A 规则》(Rule 144A) 均对此作出了规定。简而言之, 当时的美国高收益债发行实行的是注册制而非核准制, 意即只要发行人提交相关材料且向购买者提

供有关备忘录之后，该高收益债即可发行，并不对高收益债的募集资金投向做出具体规定。

在当时美国对高收益债发行者的限制大致有两点：其一是高收益债的发行对象是被严格限制的，按照当时的法律，其只能对“不需要受强制信息披露制度保护并且‘自己可以照顾自己’的对象发行”。其二是发行人需要遵循证券法所规定的其他义务，尤其是“反欺诈法”（具体细节可见下表）。从这系列制度来看，并未有融资收购的禁行字眼，这在一定程度上也为米尔肯的高收益债融资收购形成了比较自由的制度基础。

图表 9：美国 20 世纪高收益债的相关法案

《144A 规则》对高收益债券合格机构投资者的界定	1、任何拥有并自主投资至少 1 亿美元于非关联人证券的保险公司、共同基金、养老基金等机构投资者
	2、任何拥有并自主投资至少 1 千万美元于非关联人证券的证券经纪商
	3、任何拥有并自主投资至少 1 亿美元于非关联人证券，并拥有 2500 万美元净资本的银行
《证券法》第 11 条	如果在有价证券申请上市登记表中存在任何一处错误的资料，所有债券发行主体的参与者都将承担因此带来的不良后果。
	当证券注册报告书的任何部分在生效时含有对重大事实的不真实陈述，或规定应报却漏报了为使该报告书不致被误解所必要的重大事实时，任何获得这种证券的人可以有权对以下几类关系人提出司法诉讼，让其承担法律责任，包括：1、在有价证券申请上市登记表上签名的债券发行主体的关系人；2、在债券发行人发出表明其责任的注册报告书中的董事（履行类似职能的人）或合伙人中的每一个人；3、所有鉴定有价证券申请上市登记表，认可并在有价证券申请上市登记表签名的专家；4、所有债券包销人等。
《证券法》第 12 条	如果债券并没有注册登记，在提供的函件中如有任何错误的资料，所有债券发行主体的参与者仍要负责。
SEC 监管规定	对于信用评级机构向市场投资者披露的受评企业信息，信用评级机构应保证真实、准确。同时，信用评级机构须对发行主体进行跟踪评级，对受评企业的最新经营发展状况给予关注。

资料来源：方正证券

5 杠杆收购是一把双刃剑：新兴产业繁荣与债券违约潮

长远来看，这种杠杆收购是一把双刃剑。一方面，其有效发展了当时美国的中小企业及新兴行业；而另一方面，其又为美国后期的债券违约潮打下了埋伏。

5.1 资金瓶颈打开与新兴产业繁荣

在 70 年代只能用严苛的银行授信筹措资金的企业，在 70 年代末及 80 年代的资金来源获得了极大程度的解放，尤其是当杠杆收购风行时，促成了很多行业（尤其是新兴行业）的集中重组。其中，尤以传媒和电信行业最为显著，当时这两个行业占全市场债券发行量的比例已经高达 37%。

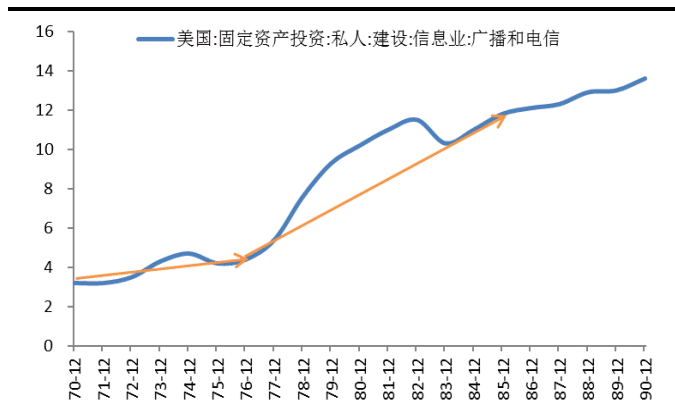
以电信行业为例，在 1977 年之前，其私人建设投资仅仅维持了年化个位数增长，而到了 1977 年之后，私人建设投资则显著加快，在之后的几年里年化增长率加快到了接近 11% 的水平。

即使到了 90 年代，虽然垃圾债泡沫破灭了，但对垃圾债的市场认知已经被显著建立起来，并且有越来越多的行业开始参与到高收益

债的发行中来。之前的高收益债发行以消费品（周期性及非周期性）、工业、金融服务业为主，而技术、能源等行业在 90 年代也开始通过发行收益率债来募集资金。从最近 20 年的美国垃圾债发行平均比例可以看出，垃圾债发行的行业比之前变得广泛且平均了很多。

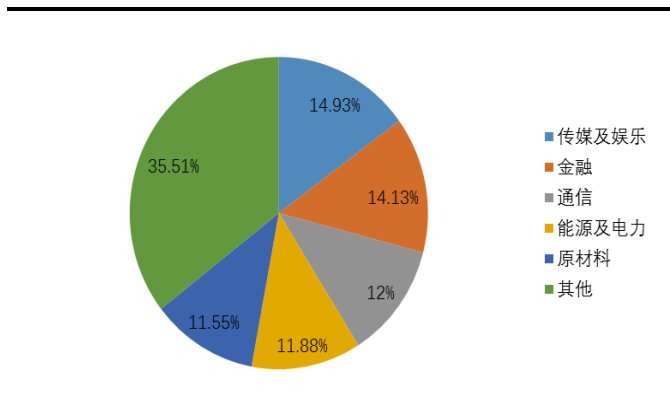
而垃圾债也在当年得到了空前的发展，80 年代最初的五年时间里，年度公开发行的垃圾债规模以及固定利率垃圾债存量规模分别从 17 亿美元和 94 亿美元飙升至 198 亿美元和 591 亿美元，增幅分别高达 11.6 倍和 6.3 倍！

图表 10：1970~1990 年美国电信业投资逐年上升



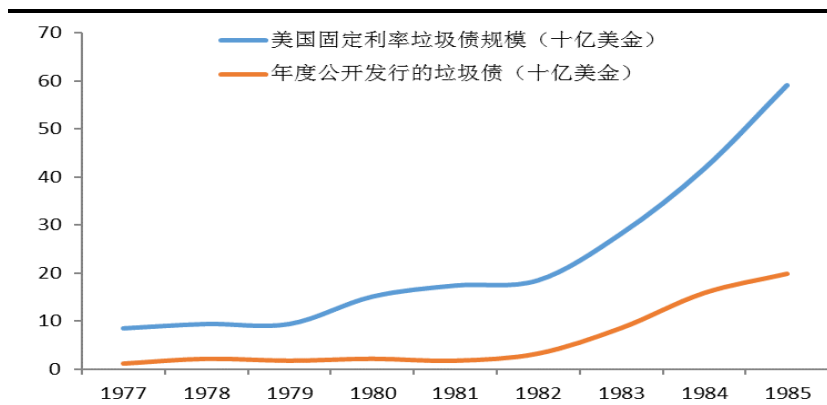
资料来源：Wind，方正证券

图表 11：美国 90 年代高收益债发行的行业分布



资料来源：Wind，方正证券

图表 12：美国 1977~1985 年垃圾债发行规模攀升



资料来源：Wind，方正证券

5.2 90 年代垃圾债泡沫的崩塌

高收益债在 70-80 年代的盛行也催生了资产泡沫。80 年代末，关于高收益债的负面新闻开始鹊起，高收益债市场受到情绪、监管、信贷紧缩等一系列因素影响，其市场承受了巨大的抛压，债券违约率迅速攀升。整个 80 年代，高收益债的平均违约率仅仅不到 4%，到了 1991 年，高收益债的违约率蹿升至 11% 左右的空前高位。

在 90 年代垃圾债泡沫崩塌之前，储贷机构的风险已经开始发酵。早在 1984 年，就因之前的高利率和放宽存户利率的政策使储贷机构出现了一系列破产事件，尤其是田纳西州和加州，由于这两个州对储贷行业监管比较松，且当地的经济都存在比较严重的泡沫，因此当时的储贷机构的资产端本身就酝酿着比较大的风险。

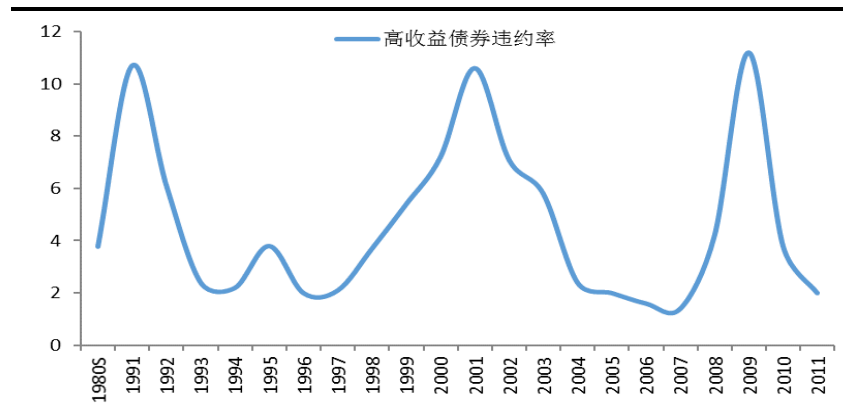
而到了 1986 年，联邦储贷机构存款保险公司为当时 54 家破产的储贷机构的存户提供了约 160 亿美元的赔偿，但尚有相当一部分储户得不到赔付，并且随着经济状况的进一步恶化，行业中的半数机构已

经陷入危机。

随着垃圾债的违约率的爬升和垃圾债危机的出现，90年代初储贷机构的危机也一并达到了顶峰，当时新成立的清算信托公司分别在1989年和1990年赔付储贷机构的家数高达318和213家。

1990年，高收益债券的平均交易价格只有面值的66%。大幅折价导致高收益债券市场发行量降到了10年来最低，10年来首次出现负回报。在经济景气阶段，垃圾债的高收益很容易让人忘记它的“垃圾”本质，但是一旦经济减速，垃圾债的违约情况就会急剧上升。在这场危机的倒逼下，美国政府为此付出了1660亿美元的救助，1800余家储贷机构破产，数百人入狱。美国的1981-1990年最终被形容为“贪婪的十年”。

图表 13：20 世纪 80 年代美国高收益债违约率



数据来源：标普资讯、方正证券研究所

6 中国的杠杆收购和万能险

6.1 万能险与垃圾债的比较

近年中国新兴保险公司的收购路径与当年的美国杠杆收购有着非常相似之处。这其中万能险给新兴保险公司收购资金的贡献十分显著，这一产品非常像美国当年的垃圾债。

所谓万能险，除了同传统寿险一样给予保护生命保障外，还可以让客户直接参与由保险公司为投保人建立的投资帐户内资金的投资活动，将保单的价值与保险公司独立运作的投保人投资帐户资金的业绩联系起来。大部分保费用来购买由保险公司设立的投资账户单位，由投资专家负责账户内资金的调动和投资决策，将保护的资金投入各种投资工具上。对投资账户中的资产价值进行核算，并确保投保人在享有帐户余额的本金和一定利息保障前提下，借助专家理财进行投资运作的一种理财方式。

之所以我们称万能险是一种“另类”的垃圾债，是因为万能险、投连险这类险种相对于市场的其中产品或者投资渠道，其收益更为可观。以某新兴保险公司为例，其近几年发行的万能险平均回报率根据最低口径测算也一直都在6%左右浮动，如果与10年期国债收益率相比的话，平均存在着2%左右的溢价。

对于万能险来说，其与垃圾债的一大共同点就是用募集资金的成本相对比较高，这种资金成本则会倒逼万能险去配置高风险资产或者通过放宽担保、拉长杠杆等措施来提高资金收益，这本身就可能存在着资产与债务不匹配、资产风险过高等问题，这与80年代利率市场化背景下的美国储贷机构的做法有异曲同工之处。

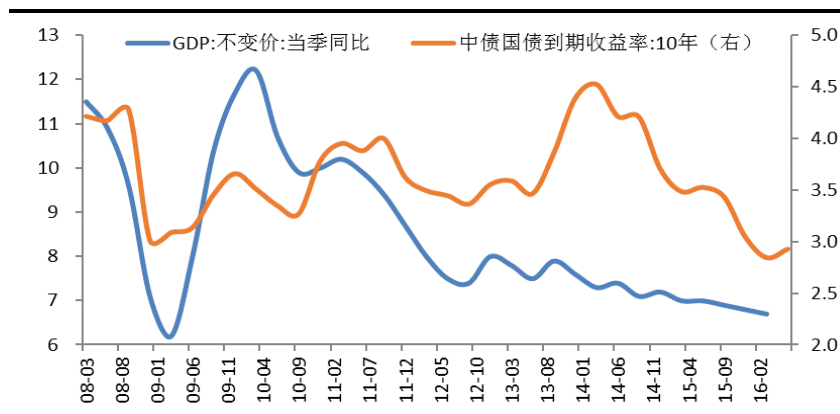
6.2 中国杠杆并购潮的背景：利率市场化、资产荒与新兴保险公司

崛起

中国当前宏观金融环境跟 80 年代美国很多相似之处。

首先，“资产荒”。所谓“资产荒”，就是过多的资金追逐过少的高收益资产，进而导致预期收益率不断下行，主要是三大原因：一是中国经济潜在增长率下降，资产回报率下降；二是 2014-2016 年货币超发；三是利率市场化和金融创新。

图表 14：10 年期国债收益率随经济下行不断下调

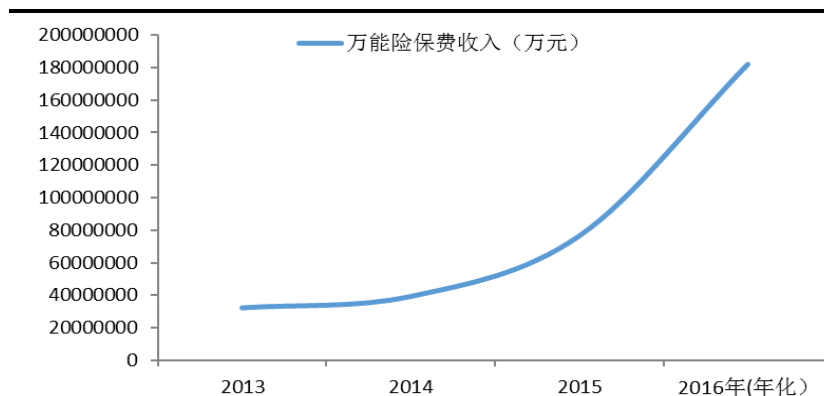


资料来源：Wind，方正证券

无论是去年年底的债券市场（尤其是高收益债）的走势还是今年的委外资金，无疑都在说明资金正在积极地寻找更高收益的资金。那么，对于超额收益还不错的万能险甚至未来的高收益债，都可能比过去更受追捧。

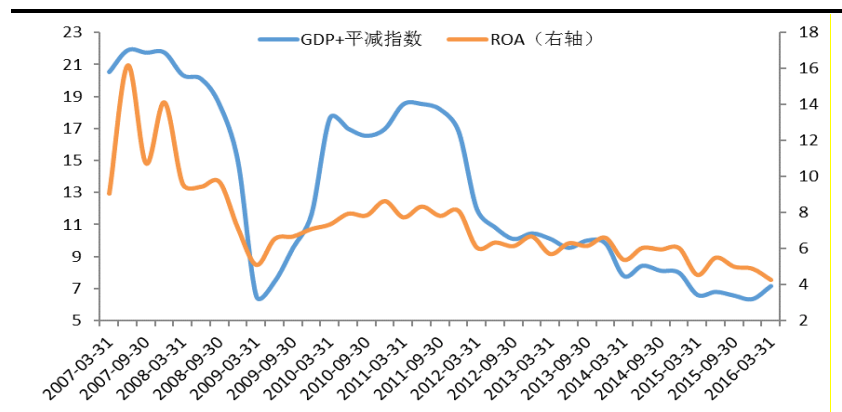
实际上，在过去的三年里，万能险已经表现出了非常快的发展速度，从今年来看，相对于 2013 年其保费增长 5.6 倍，复合年增长率 78%，这个发展速度在很大程度上来自于其较高的收益水平。

图表 15：保险行业万能险保费收入逐年上升



资料来源：Wind，方正证券

图表 16：长期经济下行压低资金成本



资料来源：Wind，方正证券

其次，利率市场化，金融机构在资产收益不断下滑的背景下，不断加大风险容忍度。在 80 年代美国利率市场化时期，美国金融机构的资金迅速从资产敏感型转变为利率敏感型，这一方面会缩窄既有的利差水平，另一方面又去倒逼金融机构配置高风险资产来换取相对高的收益。

中国利率市场化以来，资产对绝对收益不断下降。2015 年下半年的长久期债、2016 年初的低信用债、2016 年一季度的信托票据产品以及 2016 年二季度的委外资金的收益率分别出现了相对其他品种更快的下降，资金在一点一点地通过加大风险容忍度来换取高收益。

最后，杠杆并购的政策也在逐步放开。2014 年 11 月 5 日，沪深两所发布《并购重组私募债券业务试点有关事项的通知》显示，除沪深交易所上市的公司外，在中国境内公司制法人都可以发行并购重组私募债，这也是自 2012 年中小企业私募债试点以来再一次扩容私募债品种。

该通知规定，并购重组私募债券的发行人是中国境内公司制法人，试点初期暂不包括在沪深证券交易所上市的公司。不过在发行方式方面，并购重组私募债券采取非公开发行的方式，经交易所备案后面向合格机构投资者发行和转让。募集资金主要用于支持并购重组活动，包括但不限于支付并购重组款项、偿还并购重组贷款等。

虽然中国的债券发行实行的非注册制，这比美国的杠杆收购募资来说效率稍弱，但是，允许杠杆并购的发债制度也在逐步放开，这相当于增加了未来并购重组的便利性。

6.3 中国在杠杆收购方面的制度存在很大操作空间

从中国的制度基础来说，目前无论是从高收益债募资，还是从银行或券商募资，在资金使用上都不存在太大的制度障碍。以银行为例，银行资金的监管应该是最为严苛的，《商业银行法》规定，商业银行不得向非自用不动产投资或向非银行金融机构和企业投资。贷款业务相关管理办法也要求，银行贷款资金专款专用，严格控制信贷资金被挪用流向股市。

目前来看，银行对接股票市场乃至收购市场的主要的理财资金，虽然理财资金在监管上不逊于存款或自有资金（《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》第十八条规定，理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金），但是，如果从通道把银行的理财资金导出去的话（中间设定一个固定收益产品的通道），则这部分资金是不在目前的监管禁行范畴之内的，也就是说，监管层很难阻止这种资金流向。

即使未来出台办法可以监管并且严控这类资金流向的话，在实际

操作中的创新空间仍然很大，仍然有很多办法可以规避监管，使银行资金流入股市或收购市场。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com