

熊猫债评级方法研究



2016/1/25

作者: 联合资信评估有限公司 刘艳

熊猫债评级方法研究

作者：联合资信评估有限公司 刘艳

2015 年以来，我国债券市场的国际化发展不断提速，为熊猫债提供了良好的发展机遇，未来熊猫债券市场势必会迎来更加广阔的发展空间。在此背景下，联合资信结合国内外评级机构的评级方法，对我国熊猫债券的评级方法进行了研究和探讨，希望能够满足境内、外投资者的需求，为其提供更多的信息参考。

一、熊猫债券概述

1. 熊猫债券的定义

在债券市场国际化发展的背景下，越来越多的企业选择跨国发展，目前国际债券有两类，一个是欧洲债券，二是外国债券。欧洲债券是指借款人在本国以外的某个国家发行的，不以发行市场所在国的货币为面值的国际债券，它的计价货币一般是可以自由兑换的货币，主要是美元、欧元、英镑、日元等。外国债券是指借款人在本国以外的某个国家发行的，以发行市场所在国货币为面值的债券。比如 IBM 公司在日本发行的以日元计价的债券叫武士债券，美国称为扬基债券，英国称作猛犬债券，西班牙叫做斗牛士债券，中国称为熊猫债券。外国债券一般都会以发行市场所在国最具特征的吉祥物来命名。

熊猫债券是指境外机构在中国发行的以人民币计价的债券。目前我国熊猫债的发行主体主要包括多边机构、政府机构、金融机构以及非金融企业等。

2. 熊猫债券的监管现状和信息披露要求

我国对于熊猫债券的主要监管机构包括人行、财政部、发改委、证监会等，同时银行间市场交易商协会对熊猫债的注册发行实行自律管理。目前我国银行间债券市场的产品主要包括短融、超短融、中票、企业债、金融债、国

债、地方政府债，信贷资产支持证券、非公开定向债务融资工具、资产支持票据等。银行间债券市场实行的是注册制，中央国债登记结算有限公司提供登记、托管和结算服务，全国银行间同业拆借中心为其提供交易服务。企业如果发债的话需要有金融机构（比如银行或者券商）进行承销，同时还需要我国的国内评级机构进行信用评级（主要针对公开发行的债券）。

在信息披露方面，企业发行债券需要披露以下信息，包括发行公告、募集说明书、信用评级报告、跟踪评级安排、法律意见书（熊猫债券涉及境内境外的法律意见书）。此外还有企业最近三年经审计的财务报告和最近的一期会计报表等。在存续期，企业每年 4 月 30 日以前披露上一年的年度报告和审计报告，在每年 8 月 31 日之前披露本年度上半年的会计报表。每年的 4 月 30 日和 11 月 30 日之前，分别披露本年度第一季度、第三季度的会计报表。同时根据招商局香港公司已经发行的熊猫债券的信息披露情况来看，H 股发行人的信息披露范围和时间遵循了香港联交所的相关规定。此外，企业还需要对重大事项进行披露，包括公司发行重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况，公司发生重大亏损或者重大损失的情况，以及减资、合并、分离、解散及申请破产规定，还有涉及公司的重大诉讼等方面。

3. 关于熊猫债券的发行政策

我国的熊猫债券市场还处于刚刚起步的阶段，对熊猫债券的发行政策在逐步放开。

2005 年 2 月 18 日，央行等机构联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，允许满足一定要求的国际开发机构在中国境内发行人民币债券。该《办法》明确“国际开发机构”是指进行开发性贷款和投资的国际开发性金融机构。同时国际开发机构在中国发行人民币债券需要满足以下三个条件：一是财务稳健、资信良好，经在中国境内注册，且具备人民币债券评级能力的评级公司评级，人民币债券信用级别要在 AA 级以上；二是为中国境内项目和企业提供的贷款和股本资金在 10 亿美元以上；三是所募集的资金用于中国境内的建设项目提供中长期的资本贷款或者提供股本资金。该《办法》还规定，发行熊猫债券所募集的资金只能用于中国境内的项目，不能换成外汇转移

到境外。2005-2009 年期间，国际金融公司和亚洲开发银行两家国际开发机构分别发行了两期，共 40 亿元的熊猫债券，当时这两家机构均获得了国内评级的豁免。由于这一时期我国监管机构对于熊猫债券的发行限制比较多，所以发行量比较小。

为了提升熊猫债券的活跃度，2010 年 9 月 16 日，央行等监管机构修订了关于熊猫债券的发行办法，规定国际开发机构发行人民币债券需进行双评级，其中至少有一家评级机构是国内的评级机构；进一步放宽了熊猫债券募集资金的用途，规定所募集资金应该优先用于向中国境内的建设项目提供中长期固定贷款或提供股本资金；所募集的资金可以购汇汇出境外使用，并可从境外调用人民币资金还本付息。此后的 2013 年，央行的年报指出将逐步放宽境外机构境内发行人民币债券的限制。2014 年和 2015 年，德国戴姆勒公司在我国银行间市场共发行了三期非公开定向融资工具，从而成为首家发行熊猫债的非金融企业。

2015 年以来，在人民币国际化推动之下，我国的熊猫债的发展进一步提速。3 月 28 日发改委等部委联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，指出支持沿线国家政府和信用等级较高的企业和金融机构在中国境内发行人民币债券。6 月 11 日，央行发布的《人民币国际化报告》显示，将支持境外机构在境内发行人民币债券。10 月 6 日，央行发布的《2015 年第三季度货币政策执行报告》进一步强调，将进一步推动境外机构到境内发行人民币债券。在上述政策的刺激下，上海汇丰银行、中银香港、招商局集团香港有限公司先后在我国银行间市场发行了熊猫债券，加拿大大不列颠哥伦比亚省、韩国政府也先后获准在我国发行银行间债券。

至此，国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行和外国政府先后在我国银行间债券市场注册或者注册发行了熊猫债券。与此同时，俄罗斯和印尼等国家纷纷表示了对熊猫债券的浓厚兴趣。

4. 熊猫债券发行情况

从已经发行的熊猫债券的基本情况来看，我国熊猫债券的发行主体主要集中在金融机构，它的发行期限在 1 年期至 10 年期间，金额在 30-50 亿元期间不

等。票面利率与我国同类别债券票面利率相差不大。从信用级别来看，除了已经被豁免评级的国际金融公司、亚洲开发银行，以及发行私募债券的德国戴姆勒公司以外，其他发行人所发债券均获得了我国 AAA 级（或 A-1 级）的信用级别。

表 1 熊猫债券发行情况

债券简称	发行主体	发行日	发行期限 (年)	金额 (亿元)	票面利率 (%)	发行人 所在地	主体 级别	债项 级别
05 国金债	国际金融公司	2005-10	10	11.3	3.40	美国	豁免评级	
05 亚行债	亚洲开发银行	2005-10	10	10	3.34	菲律宾		
06 国金债	国际金融公司	2006-11	7	8.7	3.20	美国		
09 亚行债	亚洲开发银行	2009-12	10	10	4.20	菲律宾		
14 戴姆勒 PPN001	戴姆勒股份公司	2014-03	1	5	5.20	德国	-	-
14 戴姆勒 PPN002	戴姆勒股份公司	2014-11	1	15	4.60	德国	-	-
15 戴姆勒 PPN001	戴姆勒股份公司	2015-04	1	30	4.80	德国	AAA	AAA
15 汇丰香港债 01	香港上海汇丰银行有限公司	2015-09	3	10	3.50	香港	AAA	AAA
15 中银香港债 01	中国银行（香港）有限公司	2015-09	3	10	3.50	香港	AAA	AAA
15 港招商局 CP001	招商局集团（香港）有限公司	2015-11	1	5	3.03	香港	AAA	A-1

注：本表数据截至 2015 年 12 月 10 日。

从 2005 年发行以来，我国熊猫债的发行量还是比较少的，一共发行了 10 只，共 115 亿元人民币，主要是由于以下原因：一是我国对熊猫债券发行主体的限制；二是人民币国际化有限的条件下，境外机构对于熊猫债券的需求还比较小；三是熊猫债的募集资金的使用受到了限定。此外国内融资成本相对较高以及流动性较差等原因，也是造成熊猫债发行量较小的原因之一。

5、未来发展预测

在各项政策的刺激之下，我国熊猫债券未来的发展空间巨大。第一，在人民币国际化进程的推动下，人民币已经成为全球第四大支付货币，并已确定加入特别提款权一篮子货币，在一定程度上提升了境外机构对于人民币的需求；第二，在监管政策方面，监管层可能会出台更多有利于债市国际化发展的监管政策，促进熊猫债的发行；第三，在成本方面，2015 年以来，央行共进行了 5

次降准和降息，我国整体利率处于下行阶段，企业融资成本也有所下降，境内外息差逐渐变小甚至反转；第四，在需求端方面，现阶段在债券市场风险不断暴露以及实体经济去杠杆的背景下，投资者面临资产配置荒，熊猫债的发行为投资者提供了新的信用质量相对较好的投资标的。综合来看，熊猫债的发债速度将会加快，未来可能成为我国银行间债券市场重要的券种之一。

从国际债券发展比较成熟的日本来看，日本武士债券 2014 年的发行量为 5 万亿日元，相当于日本当年债券发行总量的 2.4% 左右。类比一下，我国 2014 年债券发行总量大概是 12.2 万亿人民币，2.4% 的份额相当于 3000 亿元人民币。从这个角度来看，也可以说明我国未来熊猫债发行的空间较大。此外，世界银行旗下的国际金融公司也预测，中国熊猫债券规模未来 5 年有可能超过 3200 亿元人民币。正是由于我国熊猫债具有巨大的发展潜力，所以我们对熊猫债的信用评级研究具有很大的现实意义。

二、熊猫债券信用评级方面研究

（一）国际评级机构信用评级

1. 国际评级机构信用评级标准分类

目前国际评级机构评级标准可以分为以下三类，一是全球评级标准，二是区域评级标准，三是专项评级标准。

全球评级标准是指国际评级机构普遍采用的评级标准。在经济全球化的背景下，国际评级机构对于全球市场的评级设置了统一的全球评级标准，以企业所在国主权信用评级为支持或者上限，对企业和债券进行评级。这个评级标准最大的特点是其评级具有全球可比性。

区域评级标准是指不考虑主权信用评级，采用的是适合当地市场情况或监管标准的评级体系，对某一国家内发行人和债券的相对信用风险进行评价。它的评级符号会在全球评级符号后面加国别字母以示区分，这个评级标准主要适合于投机级国家或者没有主权性评级的国家，比如巴西和土耳其，这主要是由于如果采用全球评级标准的话，对于投机级国家，该国企业也均处于投机级，

一方面它的评级区分度不够，另一方面也不能被当地市场所接受，因此国际评级机构为了进入该类市场，制订了特定的、适合当地市场情况的评级标准。该评级标准的特点是只适合于当地市场，不具有国际可比性。

专项评级标准是指为某地区特定证券产品而建立的评级标准，这种标准产生的原因是，这种评级产品不具有全球可比性或者评级标准的确立是为了迎合当地市场的监管标准。比如美国的短期债务评级就采用专项评级标准。

对于国际评级机构，除了投机级国家的企业和债券，以及一些特殊的债券以外，一般均采用全球标准进行评级。因此对于外部债券来讲，国际评级机构的评级基本上也是基于全球评级标准进行评价的。而目前我国的评级体系基本可以归类为区域评级标准，也就是只适合于我国的境内市场，信用评级不具有国际的可比性。

2. 国际评级机构的全球评级标准

国际评级机构采用全球评级标准进行评级，一般首先会对企业所在国的主权信用情况进行评级，并且以其作为上限或者支持来确定企业的信用级别。一般来讲，企业的信用评级一般不会高于企业所在国的主权信用评级，这主要是因为企业的经营依赖于所在国的整体经济环境，尤其是企业在使用外币偿还债务的时候，一般需要从本国市场上换取外汇，所以该国的外部融资能力和偿债能力会对企业的偿债能力构成一定的限制。但是全球垄断性企业（跨国企业）的评级可能会突破主权评级的上限，比如标普评定的微软集团本外币长期评级为 AAA 级，高于其评定的美国主权本外币评级 AA+级。

3. 本币级别和外币级别

国际评级机构还会对发行人主体给予本币级别和外币级别。企业的本币级别衡量的是债务主体足额偿付所在国货币债务的可能性，不考虑货币兑换及辖区转移的风险；企业的外币级别表示的是债务主体足额偿付其外币债务的可能性，会额外考虑债务主体将本国货币转换成外币，或转移至国外的能力和限制。正是考虑到国别风险以及企业的外汇的兑换和转移的风险，企业的外币信用评级一般不会高于企业的本币信用评级。

4. 全球评级标准和区域评级标准的评级结果的转化

全球评级标准和区域评级标准的评级结果可以进行相互的转化，这是因为信用评级本质上是对评级对象违约可能性的排序，所以我们可以通过违约率进行两者之间的相互对应。比如，穆迪公司就制订了俄罗斯级别序列和全球级别序列的映射表。通过这个映射表我们可以看出，国际评级的 **BBB** 级及以上信用等级对应的是俄罗斯序列下的 **AAA** 级，国际评级的 **BB** 级对应的是俄罗斯序列下的 **AA** 级，依此类推。通过这样的映射表，投资者就能够清楚的从国际评级对应出区域评级，从而实现了两者之间的相互对比。

（二）熊猫债券信用评级思路的探讨

熊猫债券信用评级是指对熊猫债到期还本付息能力和意愿评价，同时也是对它违约可能性及损失严重程度的评价。

为了满足境外投资者和境内投资者的需求，联合资信将对熊猫债开展区域市场评级和国际评级。区域市场评级指的是对特定区域市场发行人及证券信用风险相对评价，国际评级是指以全球视野和全球标准对市场发行人及证券信用风险的相对评价。

1. 区域市场评级步骤



第一，按照区域可比的原则对金融机构和非金融企业的发行人业务风险、财务风险等进行评级，确定它的区域市场基础评级。

第二，根据该企业的货币兑换风险或者主权风险，对它的区域市场基础评级进行调整。货币兑换风险（主权风险）主要取决于该发行人所驻国家和地区是否与中国签署了货币互换协议以及货币的国际化程度，也可根据发行人所在国或者地区主权评级来判断该风险。如果该发行人所在国或者地区的主权评级（联合资信授予的）高于 **A+**级或者 **AA-**级（初步的看法），那么它的区域市场

评级受到主权评级的影响较小。

第三，对该发行人面对的特殊行业和宏观经济风险进行分析，如果风险明显加大的，则要在区域市场基础评级的基础上进行级别的下调，反之则受影响小。

最后，根据以上两类调整因素和区域市场基础评级，最终确定它的区域市场评级。

区域市场评级的优势是实施比较容易，可操作性强，同时评级标准相对比较统一，具有一定的可比性；国内的投资者更容易理解其所代表的信用风险情况。但是它也有不利之处，比如评级标准考量的因素较多，因此评级的准确性和一致性会受到一定的考验；该方法只适合于境外企业相对于境内企业的比较，反之则不适用；同时区域市场评级的国际认可度可能会低一些，国内评级虚高的问题没有得到根本的解决，因此我们还将给出国际评级。

2. 国际评级步骤

第一，对企业所在国或者地区进行主权评级。企业国际评级一般情况下会受到主权评级上限的约束，但是如果这个企业是跨国公司或者全球垄断性公司的话，它受此影响会比较小。

第二，确定企业主体基础国际评级。按照全球可比的原则，在全球视野下，根据发行人的行业风险、业务风险、财务风险等进行评级，确定企业主体基础国际评级。

第三，考虑企业主体基础国际评级、企业所在国的主权评级和该企业的跨国经营情况之后，确定它最终的主体或者债项的国际评级。

国际评级的优点是评级体系更加完善，能够满足国际市场的评级需要；符合国际通行做法，比较容易获得国际投资者的认可；有利于提升我国国内的评级机构在国际市场的影响力，它也是中国评级机构走向国际化的基本路径。但是它对于评级技术的要求比较高，有关评级标准和方法需要大量的研究，同时国内投资者需要时间对国际评级带来的信用风险进行理解和消化。

经过以上的分析我们知道，区域市场评级和国际评级这两种方法各有利弊，因此我们将根据市场情况逐步给出两种评级结果，希望能够给投资者提供

更多的信息参考。同时我们认为国际评级是未来的发展趋势，我们也可以通过违约率和评级实践来研究确定区域市场评级和国际评级两者的相互转化或映射关系，这种对应关系我们在进一步研究当中。