

信用评级与离岸人民币债券市场的发展

罗航，母健，雷霖

(中诚信国际信用评级有限公司，北京，100031)

概述

2008 年金融危机的爆发不仅严重冲击了个体国家层面的经济稳定，而且使得目前以美元为主的国际金融体系产生了强烈的变革需求。这种以单个国家的主权货币为储备货币的国际金融体系内部蕴含的风险已经在金融危机之后美国实行的货币政策中体现无疑。另一方面，欧元在金融危机之后的疲弱以及中国在金融危机中显现出的强劲增长实力已经逐渐把人民币国际化推向了实施的时间窗口。在现实情况下，发展离岸人民币债券市场成为人民币国际化的重要途径之一。2007 年 7 月中国政府批准在香港发行离岸人民币债券 (Dim Sum Bond, 俗称点心债券)，初始发行规模非常小。随着中国经济实力的逐步增强、国际金融危机的爆发和持续演变以及国内中小企业融资渠道稀缺的约束日渐显现，在港发行人民币计价的债券呈现爆炸式增长。截止 2010 年 12 月底，在港人民币存款已经超过 3000 亿元，而且增速越来越快，它们主要是通过贸易渠道以及其他渠道逐渐积累并沉淀下来的。这些资金缺乏合适的金融产品用于投资，因此，点心债券的出现满足了这部分资金的投资需求。目前在港发行的离岸人民币债券并没有严格的监管，甚至不用进行债券信用评级，在发行人数量逐渐增加，发行主体逐渐丰富和多样化以及交易规模逐步扩大的情况下，其中蕴含的风险不言而喻。因此，对点心债券进行信用评级，揭示其中的风险并做出合理的展望，对离岸人民币债券市场的健康发展将起到推动作用。

点心债券与信用评级

“点心债券”特指在香港发行的以人民币计价的债券。因起初在庞大的债券市场中份额很小故被称为“点心债券”。最初，这种债券的发行人主要是国内一些特定的机构，比如中国财政部、国家开发银行、国家进出口银行等中资机构以及亚洲开发银行等个别国际金融机构。因发行点心债券的企业普遍具有很强的实力，所以这种债券基本都能达到投资级别；在港人民币供给相对债券发行规模而言非常充沛，所以发行价格普遍较低，作为投资工具的功能并不强；同时作为债券购买方，其类型也非常复杂和分散。这种债券发行的现实和交易情况造成了债券购买人对债券发行人的信用情况没有进一步了解的愿望甚至必要。

随着国内通胀形势的继续发展，央行的货币政策持续紧缩，国内企业尤

其是中小企业不仅很难在银行系统内贷款，而且在内地发债融资也变得越来越困难，发债成本不断增加。鉴于在港发行人民币债券相对便捷、成本低廉，企业更愿意去香港发行人民币债券。发行便捷的原因主要与香港特殊的金融管理制度有关，其债券发行主要采用注册制而非审批制；成本低廉一方面因为发行人的实力较强，同时在港的人民币存款相对债权融资规模而言较多，在港人民币的供求关系决定了点心债券的价格。随着国内企业尤其是中小企业点心债券发行规模的扩大，发行主体实力分化，信用风险出现差异，整体信用风险开始加大，对点心债券及其发行主体进行信用评级，揭示其信用风险成为现实的必需。

最初的点心债券发行之后的视同“外资”，不能流回内地市场，即使有也需要政府的严格审批，但随着国内企业在内地融资困难并纷纷在港设立公司借债融资，人民币现金流还是以各种方式流回内地。因此，一方面，点心债券成为人民币国际化的回流通道，另一方面也成为国内企业的融资渠道。这种资金流动性质的改变成为对此种债券以及发债企业进行风险揭示和评级的诱发因素。

离岸人民币市场发展带动债券市场发展

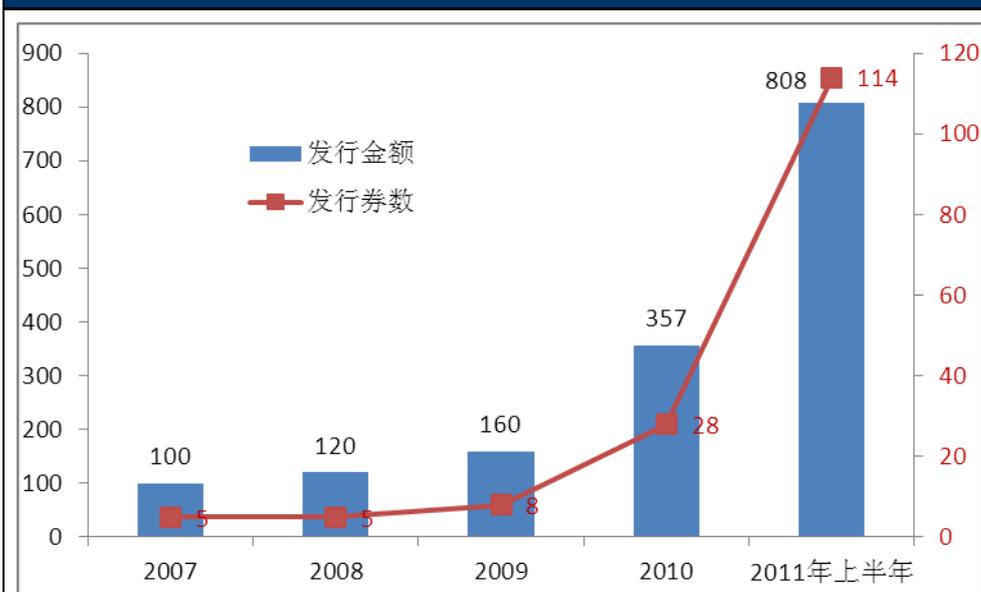
2011年两会期间公布的“十二五”规划纲要草案中指出，“支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心，巩固和提升香港国际金融、贸易、航运中心的地位，增强金融中心的全球影响力”，与此同时，有政协委员提出加强建设香港离岸中心相关提案；而港交所明确表示2011年肯定会有人民币计价股票或相关产品在香港上市，李嘉诚旗下的长江实业有望通过REITS的方式拔得人民币IPO头筹，引人关注。如此发展态势之下，香港离岸中心爆发性增长前景得到业界一致认可。

香港从2004年起逐步建立人民币离岸市场，然而该市场的壮大则离不开人民币跨境贸易结算方式的推广。这项旨在提升人民币在国际货币体系中地位的举措始于2009年，2010年6月将试点扩大到内地诸多省市，在外则扩张到全球，从规模到范围都全面放开。这一决定性举措带来了香港离岸市场的高速增长：试点扩大之前，香港的人民币贸易结算量约为每月40亿元，试点扩大之后，上升为约每月570亿元。目前，香港的人民币流动性总额大约为3,800亿元，就存款而言，数量首度突破3000亿元，增长超过五倍，其中9成增长来自试点扩大之后；就债券而言，人民币债券在港数量为620亿元，仅在2010年发行数量就超过一倍，高达358亿元。

从2007年7月起，中国政府开始批准国内金融机构到香港发行人民币债券，包括政策性银行(国开行与进出口银行)、国内商业银行(中国银行、交通银行、建设银行)以及外资银行的中国法人(汇丰银行与东亚银行)。此后发债主体逐渐扩展至港澳公司(合和基建与银河娱乐)、红筹股(中国重汽)、跨国公司(麦当劳与卡特彼勒)、外国银行(澳新银行与俄罗斯外贸银行)与国际金融机构(亚洲开发银行、国际金融公司与世行)。根据彭博资料，2007-2010年点心债券总发行量为737亿元，而2011年上半年点心债券总发行量就已高达808亿元，超越过去四年总和。在中国政府政策的支持下，点心债券市场开始加速起飞，发行量的迅猛增长和市场参与者的快速增加都印证了这一点。2010年以前，市场仅发行过36只点心债券，但2011年上半年就发行了114只。此外，2010年以前参与承销点心债券的券商仅有15家，但2011年上半年就有30家，呈现出点心债券市场逐渐壮大的事实。

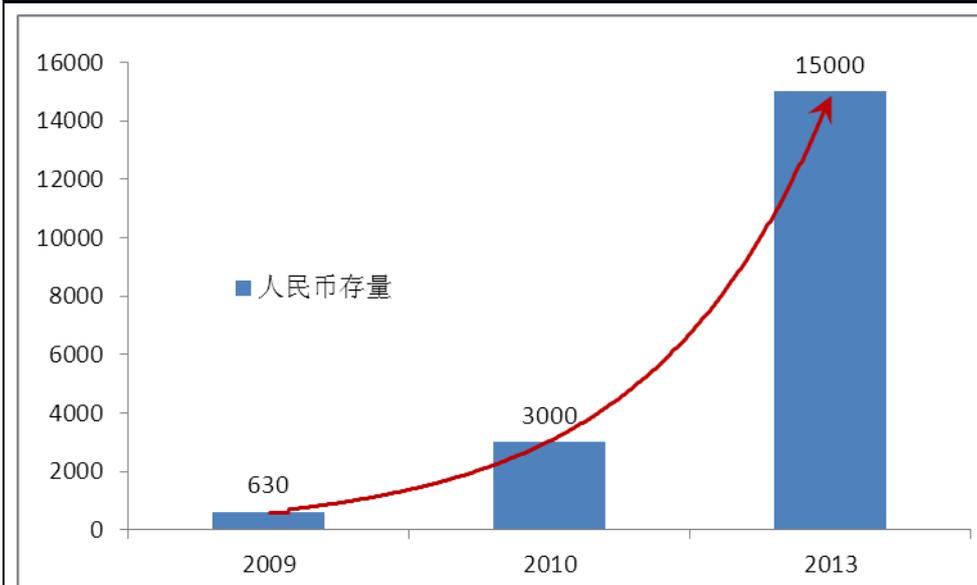
支撑香港人民币债券市场快速扩张的基础，是香港人民币存量的不断攀升。2009年底，香港人民币存款仅为630亿元，而截至2010年12月底，该规模已飙升至3000亿元。根据我们的估计，2012年年底，香港人民币存款可能达到2万亿元。由于香港人民币存款利率偏低，再加上强烈的人民币升值预期，香港投资者将持续追捧人民币债券。

图 1：点心债券发行金额与券数（单位：亿元人民币，只）



数据来源：Bloomberg、中诚信国际整理

图 2：人民币存量（单位：亿元人民币）



数据来源：Bloomberg、中诚信国际整理

发行主体多元化

发行主体逐渐多样化正是在点心债券的发展过程中显现出的突出特点，也正是这一特点决定了此债券市场如要健康发展，必须有信用评级行业的介入。自2007年点心债券发行以来，发行主体主要是大型国企、政策性银行、国际金融机构以及个别跨国企业。

1、大型中资机构的发债情况

目前800多亿元未到期的人民币债券中，70%左右的发行人是中资机构，包括财政部和大型国企等。并非所有在香港市场上发行和准备发行人民币债券的企业都如同国开行一样具备强劲的财务实力，于是在波动的经济环境中，不同企业受宏观经济影响的深度和侧面就存在差别，这就成为产生信用风险的重要源头。对于资金面同样紧张的内地大型企业来说，在香港发行“点

表 1：大型中资机构发债情况不完全统计

发债主体	发债时点	额度（人民币）	期限	利率
中国国家开发银行	2007年7月	50亿	2年	3.0%
	2009年8月	10亿	2年	SHIBOR+30个BP
	2010年10月	20亿	3年	SHIBOR+10个BP
	2010年11月	30亿	3年	2.70%
中国进出口银行	2007年8月	20亿	2年/3年	3.05%/3.2%
	2008年8月	30亿	3年	3.4%
	2010年11月	50亿	2年/3年	1.95%/2.65
国家财政部	2009年10月	60亿	2年/3年/5年	2.25%/2.7%/3.3%
	2010年11月	50亿（机构）	3年/5年/1年	1.0%/1.8%/2.48%
	2010年12月	30亿（零售）	2年	1.6%
中粮（香港）	2011年5月	30亿	3年期	1.85%
中国平安	2011年6月	20亿	3年	2.075%

数据来源：路透社，中诚信国际整理

心债券”筹集资金不失为良策。以上发债的部门和企业的实力都很强，加上其财务资料相对公开，所以其中蕴含的信用风险基本能够被投资人识别。

2、外资企业

外资企业在点心债券发债主体中占比较少，据不完全统计，目前国际发行主体共17家，包括麦当劳、卡特彼勒等。

表 2：外资企业发债不完全统计

发债企业	发债时点	额度（人民币）	期限	利率
麦当劳 McDonald	2010 年 8 月	2 亿	2 年	3%
卡特彼勒 Caterpillar	2010 年 11 月	10 亿	2 年	2%
Galaxy	2010 年 12 月	13.5 亿	2 年	4.6%
世界银行	2011 年 1 月	5 亿	2 年	0.95%
普洛斯（新加坡政府控股企业）	2011 年 5 月	30 亿	5 年/7 年	3.375%/4.0%
联合利华	2011 年 3 月	3 亿	3 年	1.15%
港铁公司	2011 年 6 月	10 亿	2 年	0.625%

数据来源：路透社，中诚信国际整理

为了保持这一市场的健康发展，以及进一步激发这个市场的活跃度，发债企业的结构应产生变化，境内发行主体比例应下降。如果跨国企业的数量增加带来的首要问题就是投资人可能对其实力、财务状况、信用风险等了解不足，在没有强制评级要求的市场上，其风险不言而喻。

3、民营企业

对于最缺资金的民营企业，特别是房地产企业来说，在港发行人民币债券资金无法回流，只能望梅止渴。然而，合成式人民币债券这一创新型产品，便可解决这一难题。以人民币计价，但以美元结算的合成式人民币债券，近来已成为离岸人民币市场的新星。

到目前为止，内地与香港的地产开发商成为发行合成式人民币债券热潮中的领头羊。从发行人的立场来看，发行合成式人民币债券可锁定香港相对便宜的人民币融资成本。而更重要的是，由于合成式人民币债券以美元结算，发行人可利用现有的政策规范和流程，将发行合成式人民币债券融得的美元资金汇回内地。这一方式既可取人民币债券融资成本较低之利，又可合法规避人民币债券融资汇回内地需要个案审批的限制。

恒大地产今年1月同时发行两只合成式人民币债券，募集资金高达人民币92.5亿元，票面息率分别达到7.5%和9.25%；另外，佳兆业也在今年3月发行20亿元合成式人民币债券，票面息率为8.5%。值得一提的是，合成式人民币

债券都是高息债，大大高出纯人民币债券2—4个百分点的票面息率。不过即便如此，在内地融资成本普遍偏高的情况下，更多民企特别是房地产企业还是趋之若鹜，“点心债券”火爆势将延续。

信用评级将推动点心债券市场的发展

虽然离岸人民币债券市场起步较晚，初始发债规模很小，前几年发展相对缓慢，但随着中国经济实力的逐步增强、国际金融危机的爆发和持续发展以及国内中小企业融资渠道稀缺的约束日渐显现，在港发行人民币债券已经呈现爆炸式增长。不过在港发行的人民币债券目前不用进行债券信用评级，所以在发行人数量逐渐增加，发行主体逐渐丰富和多样化以及交易规模逐步扩大的情况下，其中蕴含的风险不言而喻。因此，对这种债券进行信用评级，揭示其中的风险并做出合理的展望，对离岸人民币债券市场的健康发展将起到推动作用。另外，债券的发行价格不仅仅与资本市场上的货币量和融资工具供给有关，而且与债券级别有密切关联。所以对债券进行评级不仅能够帮助投资人理性看待债券及其收益率，而且对于市场化的确定债券收益率有帮助。另一方面，有了评级的债券在二级市场交易时能够更加便捷的交易，这对活跃债券市场有帮助。

1、信用评级在离岸人民币债券市场的现状

香港离岸人民币债券市场去年下半年以来发展迅猛，但市场急速膨胀的背后，也潜在一些隐忧，较突出的问题就是绝大部分点心债券均无主要国际评级机构的正式信用评级。目前，由企业发行、没有进行信用评级的点心债券已成为离岸人民币债券一、二级市场交易的主要部分，仅有个别跨国公司或大蓝筹公司，包括新西兰乳业巨头恒天然、中华煤气有限公司等，才拥有主要国际评级机构的正式评级。由于投资者需求强劲，香港离岸人民币债券发行缺失国际信贷评级的现状短期内将难以改变，但随着这一市场由卖方市场向买方市场转化，发行人或不得不寻求信用评级以增强债券吸引力。今年高风险债券发行者纷纷忙着开发香港迅速发展的人民币债券市场。如今这股风潮已经减缓，因为投资者们意识到，并非每一个与不断升值的人民币相关的交易都能成为好投资。

自一年前中国放宽货币政策并出台旨在鼓励境外适用人民币的措施以来，全球投资者对于升值货币相关资产的需求强劲。但从今年年初开始，不具有信用评级或评级低于投资级的公司也涌入这个市场。据汇丰控股估算，在总额为1,380亿元的未偿还点心债券中，“次级投资等级质量”的债券约占

14%。2010年12月底之前，这种高风险债券在离岸人民币债券市场几乎不存在。

中银国际的一份报告指出了15只离岸人民币市场中的非投资级债券，所有发行体均来自在中国地区进行主要业务运营的企业。其中包括带有国有企业背景的中国企业，例如由山东省人民政府持股51%的中国重汽，由北京市国资委持股45%的首创置业；香港上市的中国民营企业，例如中国风电；以及来自非内地企业的投机性发行人，例如澳门赌场运营商银河娱乐，台湾上市公司“永丰余造纸”旗下的永丰余（开曼）公司，和香港地产公司新鸿基下属的个人信贷公司亚洲联合财务。

表 3：中银国际发布的非投资级债券统计

发债企业	发债时点	额度	期限	利率
中国重汽/SINOTRUK HK LTD	2010年10月29日	27	2年	2.95%
银河娱乐/GALAXY ENTERTAINMENT	2010年12月16日	13.8	2年	4.625%
中电国际/CHINA POWER INTERNATIONAL	2010年12月23日	8	4年	3.2%
春天百货/PCD STORES LTD	2011年2月1日	7.5	3年	5.25%
永丰余(开曼)公司/YFY CAYMAN CO	2011年2月10日	3	3年	3.1%
首创置业/BECL INVESTMENT HOLDING	2011年2月21日	11.5	3年	4.75%
路劲基建/ROAD KING	2011年2月25日	13	3年	6%
冠捷科技/TPV TECHNOLOGY LTD	2011年3月21日	5	3年	4.25%
中国风电集团/CHINA WINDPOWER GROUP	2011年4月4日	7.5	3年	6.375%
晨明纸业/CHENMING HK LTD	2011年4月13日	5	3年	2.95%
胜狮货柜/SINGAMAS CONTAINER HLDGS	2011年4月14日	13.8	3年	4.75%
中升集团/ZHONGSHENG	2011年4月21日	12.5	3年	4.75%
亚洲联合财务/UA FINANCE	2011年4月27日	5	3年	4%
比亚迪香港/BYD HK CO LTD	2011年4月28日	10	3年	4.5%
广州富力/GUANGZHOU R&F PROPERTIES	2011年4月29日	26.1	3年	7%

数据来源：中银国际，中诚信国际整理

近期高收益率的点心债券已全部遭到禁售，尤其是受到在香港和北美上市的中国小公司欺诈指控的影响后。虽然去年人民币对美元升值了5%，且预期升值将会继续下去，但随着一些高回报率、次级投资等级质量点心债券的发售，国际投资者已经不能完全忽视债券本身的信用风险。

虽然发行人未要求评级机构给出评级的原因很多，但相信背后的主要因素是目前离岸人民币债券市场需求强劲，这使得投资者愿意看淡信用风险，以换取潜在的人民币升值。

不过，随着点心债券市场进一步发展和更多人民币投资产品推出，投资者在投资点心债券时将不断加强对债券的信用考量权重，这一发展意味着投资者对没有评级的债券会更加挑剔，届时将有更多发债公司为债券发行取得正式评级，以吸引投资者。

2、国内信用评级机构的优势

前面不完全统计中的债券发行都没有经过信用评级。尽管目前这些发债企业普遍比较著名而且实力很强，但是随着市场对此种债券需求逐渐旺盛，发债额度和发债数量不断提高和上升，发债企业的类型将逐渐从最强的企业向普通企业过渡，投资者在投资点心债券时不断加强对债券的信用权重考量，于是揭示这些企业主体以及具体债项的风险的必要性逐渐上升。对发行点心债券的公司和债券进行评级工作，国内的评级机构具有得天独厚的优势。

首先，目前点心债券的发行主题中，国内企业和机构占有绝对的比重。国内评级公司能够更加快捷、更加准确地获取发债主体的信用状况信息。

其次，国内评级公司对政府的管理方式以及各种经济政策对企业的影响更加了解。当外部宏观经济出现新的事件和风险时，其对发债企业产生的作用对企业的运营以及财务状况肯定产生非常复杂的影响，而准确快速评估这些影响是国内信用评级公司的专长。尤其是一些发债企业本身就是国内信用评级公司的客户，这样他们在香港发行人民币债券时蕴含的信用风险会更容易、更直接被这些国内评级机构捕获。

最后，国内评级机构使用的评级方法一方面借鉴了国际先进模型，一方面又做了适合我国现实的本土化，这种模型用于评价国内企业更加适合。比如国内很多企业的信用级别按照国际通行惯例现在800多亿元未到期的人民币债券中，发行人70%左右是中资机构包括财政部和大型国企等通常只能达到国家主权级别（中国的级别是Aa3），但实际上中国很多国有企业的信用级别完全能够达到国际标准的较高级别。所以国内的评级公司能够从更适应中国市场环境的角度出发客观地评价这些发债企业的信用状况。