

中国企业境外发债情况及信用评级

研发部 陈文沛

近年来，随着我国金融体系改革的深化和资本项目的对外开放，债券市场也逐步与国际接轨，包括房地产企业和地方融资平台在内的我国境内的企业也逐渐走出国门，开始到境外发行债券。

一、境外债的概念及历程

境外发债，通常指境内企业及其控制的境外企业或分支机构向境外发行债券。1982年1月，中国国际信托投资公司在日本债券市场发行100亿日元的私募债券，这是新中国成立后，中国金融机构在境外发行的第一只债券。2007年7月，国家开发银行在香港发行了第一只人民币计价的境外债券，人民币债券开始在国际债券市场崭露头角。自此之后，为拓宽融资渠道，选择最适宜的融资模式，建立国际信誉，试水海外债券市场的中资企业越来越多。

根据国家外汇管理局数据，截至2015年末，中国全口径外债中，债务证券合计为15140亿元，约合2332亿美元，占中国外债总额头寸的16.46%。其中短期债务证券和长期债务证券分别为5155亿元和9985亿元，分别占债务证券的34.05%和65.95%。

表1 中国2015年末按部门划分的债务证券头寸（单位：亿元）

部门	短期	长期	合计
广义政府	194	3990	4184
中央银行	0	357	357
其他接受存款公司	4903	4266	9169
其他部门	58	1372	1430
合计	5155	9985	15140

资料来源：根据国家外汇管理局数据整理。

随着境外债发行规模的上升，我国对于境外发债的监管框架也逐渐完善。2015 年，发改委发布《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（以下简称“2044 号文”），以有序推进企业发行外债管理改革，促进跨境融资便利化。2044 号文中，发改委取消企业发行外债的额度审批，将原来实行的审批制改革为备案制，并简化了企业发行外债的手续，为企业发行外债带来较大的便利性。在 2044 号文以前，若境内非金融机构直接在境外发行 1 年以上的人民币债券，则适用于 2012 年发布的《国家发展改革委关于境内非金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券有关事项的通知》（境内非金融机构在除香港之外的国家或地区发行人民币债券，参照该通知执行）；若境内企业直接发行人民币以外的其他币种债券，则适用于 2000 年发布的《国家发展计划委员会、中国人民银行关于进一步加强对外发债管理的意见》。

由于发行境外债提高了企业的融资效率，有利于提高企业资金使用的灵活性，近年来，发行境外债的发行主体范围不断拓宽，除了较早期参与的大型金融机构、大型央企和国企外，地方政府融资平台、房地产企业等均纷纷参与其中。除发行主体多元化加深外，我国境内企业赴境外发债的上市地点也多种多样，除了香港外，伦敦证券交易所、法兰克福证券交易所、新加坡证券交易所等也有所涉及。但近半数境内企业仍然选在香港的香港联交所和香港债务工具中央结算系统上市。

同时，发行境外债能够获得不同的融资币种。从发行债券的货币类型来看，根据 wind 资讯统计，中资企业海外债券主要发行货币集中在人民币、美元和港币，从 2003 年起至今，中资企业共发行以人

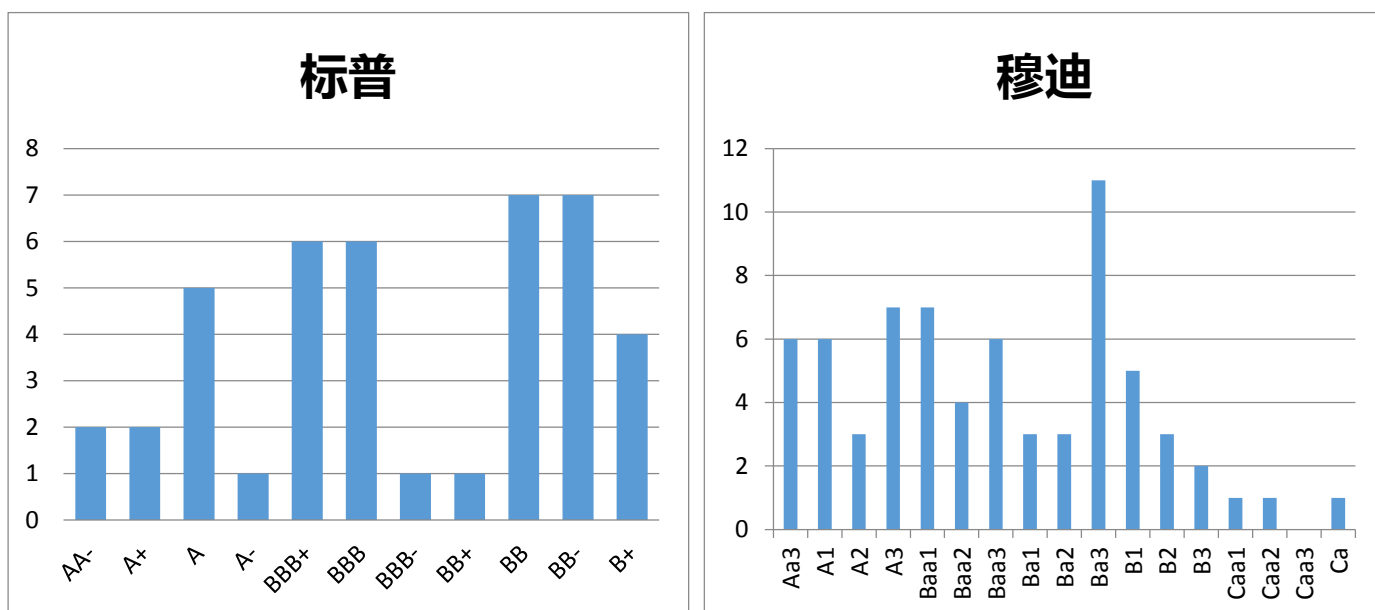
民币计价的海外债券 4005.45 亿元，以美元计价的海外债券 3338.45 亿美元，以港币计价的海外债券 937.43 亿港元，其他发行币种包括欧元、新加坡元和澳大利亚元。

二、境外债的评级结果

境外发债对于评级并无特别要求，若是发行私募债，则一般不需要进行评级，若是发行公募债，则通常由国际三大评级机构对所发行的债券进行评级，债券评级有利于企业提高其在海外的知名度，吸引更多的海外投资者。

据不完全统计，自 2003 年以来发行海外债券的 400 余家企业中，共有 80 余家企业发行的债券经国际三大评级机构评级，占比约为 20%。其中标普参与评级的企业 42 家，穆迪参与评级的企业 73 家，惠誉参与评级的企业 8 家，这 8 家企业均采用双评级或三评级。在国际三大机构评级发行的海外债券的中资企业中，标普给出的最高级别是 AA⁻，最低级别是 B⁺；穆迪给出的最高级别为 Aa3，最低级别是 Ca。

表 2 截至 2016 年末发行境外债的中资企业的标普、穆迪评级情况



资料来源：根据 wind 数据整理。

从标普、穆迪给出的评级结果来看，发行境外债的中资企业级别

分布范围较广，投资级和投机级均有涉及，大部分级别都集中在 A⁻ 以下，整体级别重心集中在 BB⁺~BBB⁻之间。

三、国内外信用评级差异比较和分析

从上述评级结果可以看出，国内外信用评级机构给出的信用评级结果具有一定的差异。而国内外信用评级差异是由多方面原因造成的。

首先应当注意到的是，国内外评级机构采取的评级体系是不一样的，国际评级机构采用全球评级体系，而国内评级机构是本地评级体系。全球评级体系是指将全球的主权政府、企业、金融机构等放在同一个平台上，对它们的偿债能力和偿债意愿进行比较分析，得出不同主体或债项的信用等级。本地评级体系则是假设本国主权信用等级为 AAA 的情况下，对本国的地方政府、企业和金融机构的偿债能力和偿债意愿进行比较分析，得出不同主体或债项的信用等级。

其次，一般情况下主权政府信用等级、国家风险等级将对本国的企业、金融机构的主体或债项级别形成限制。一个主权国家的企业、金融机构的主体或债项级别不高于该主权国家的信用级别。也就是说，如果一个国家的主权信用级别低于 AAA，则该国的地方政府、企业和金融机构的主体和债项级别在通常情况下均低于 AAA。

目前，标普、穆迪和惠誉等国际评级机构采取全球评级体系，将中国和中国境内的企业在全球范围内进行比较，对中国的主权评级结果分别为 AA⁻和 Aa3，因此对国内的企业、金融机构的主体或债项级别的评级结果基本低于 AA⁻和 Aa3。而国内信用评级机构采用本地评级体系，将中国境内的企业在国内进行比较，在假设中国的主权级别为 AAA 的情况下对国内的企业、金融机构的主体或债项进行评级。

再者，国内外不同的发行条件也对国内外信用评级差异形成影响。

在国际上，各个级别的债项均能发行，高收益债（即投机级债券）发行量不在少数。而国内债券市场起步较晚，对企业发债的要求较高，基本要求在 AA⁻以上才能发行，因此目前境内发债企业获得的国内评级机构评级结果大部分都在 AA⁻或以上。国内现在虽然有部分企业的级别为 A⁺或以下，但绝大部分是因为违约或者风险事件从而导致的级别下调，而非发行时的评级结果。

四、国内信用评级机构的国际化发展

随着人民币纳入 SDR 和中国资本市场逐渐对外开放，国内信用评级机构开始迎来国际化发展的机遇，并且国内信用评级机构已经具备一定的国际化发展条件。2015 年 12 月，国际货币基金组织正式宣布人民币加入 SDR，这是对人民币国际化进程的认可，也将进一步推进中国国内金融改革以及资本项目开放进程，对国内信用评级机构的国际化产生有利影响。从债券行业的发展来看，近年来债券市场对外开放程度不断上升，熊猫债和境外债总体发行量不断扩大，涉及的发行主体类型也逐步多元化，这些债券的发展也在推进国内评级机构的国际化。

从目前来看，大部分国内评级机构已经不同程度的参与了熊猫债的评级，越来越多的在国际舞台上发表自己的见解。为了在国际上有所立足，建立自身的公信力和声誉度，和国际信用评级机构相竞争，国内评级标准需要及时向国际评级标准靠拢，国内信用评级机构也需要及时转换国际视野，尽早搭建自身的、具有竞争力的、合适的全球信用评级体系，以适应我国债券市场的国际化发展。