

## 培养强健的信用文化是亚太地区 建设有深度且具有流动性公司债券市场的关键



### 强健的信用文化的关键要素

- ◆ 透明度
- ◆ 独立且客观的信用分析
- ◆ 基于风险考量的定价
- ◆ 债权人的权利
- ◆ 保持距离



2011年第2期 总第10期  
(内部刊物, 仅供参考)

主办:  
上海新世纪资信评估投资服务有限公司

地址  
上海市汉口路398号华盛大厦14F

邮编  
200001

电话  
021-63501349

传真  
021-63500872

联系人  
鞠海龙

网址  
<http://www.shxsj.com>

Email:  
[mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

本刊编辑部声明:  
本刊所刊载全部内容版权归新世纪所有, 非经同意不得作任何形式转载或复制。文中所有观点仅代表研究人员个人观点。

## 前言

随着我国经济和资本市场的发展, 信用评级行业呈现出日新月异的变化。为了更好地服务于监管部门、投资者和发行方, 新世纪公司郑重推出“special report——专刊”, 致力于向相关读者传递新世纪公司对中国经济、资本市场、信用评级等领域最新的观点。同时我们也将充分利用这一平台, 展示我们与标准普尔的合作进展成果, 与大家共享国际性评级机构的观点与看法, 以期为促进中国的评级行业的发展做出我们应有的贡献。我们也殷切希望大家对本报道内容提出意见和建议, 如各位读者对我们的特别报道需进一步了解, 请随时与新世纪公司联系。

## 目录

培养强健的信用文化是亚太地区建设有深度且具有流动性公司债券市场的关键.....1

# 培养强健的信用文化是亚太地区 建设有深度且具有流动性公司债券<sup>1</sup>市场的关键<sup>2</sup>

Tom Schiller | 文      姜波 | 译

译者按：本文是标准普尔对亚太地区各国信用文化的观点，对了解国际评级机构如何观察本地市场有良好的参考作用。本文提出了信用文化的概念，以及构成信用文化的要素。本文以这些方面来衡量亚太地区各国的信用环境，对于置身亚太观察世界的我们来说，提供了良好的视角。本文作者 Tom Schiller 先生有丰富的评级工作经验，且长期担任标准普尔亚太地区的管理工作，目前是标准普尔高级管理层的一员，任执行董事总经理，亚太地区总裁。

尽管近年来许多亚太国家在发展本地公司债券市场方面取得很大成就，但我们相信这个地区还要花很长时间才能充分认识到本地公司债券市场的潜力。我们认为，有深度且具有流动性的债券市场对于亚太地区来说至关重要，因为许多亚太地区国家都希望能像典型的美国和欧洲市场那样以成熟的市场特征吸引各种类型的发行人。在我们看来，培养一个建立在透明度、保障债权人权利以及独立客观的信用分析之上的信用文化是不能被忽视的，这样的信用文化有利于充分发挥、促进和加强当地公司债券市场在资源配置方面的作用，有利于更广阔的地区性债券市场的形成。

几乎每个亚太国家的政府都开始致力于建立本地公司债券市场，以期从这个市场实现的债务多元化中受益。日本以银行为主导

的投资体系于 90 年代初期破碎后，就开始快速地发展债券市场，亚太其他新兴经济体从 1997 年金融危机中获得的经验也推动了本地区债券市场的发展。在亚太地区，公司债券的年度发行额从 2005 到 2009 年增加了 1.5 倍，2009 年达到了 7,584 亿美元。去年一年，亚太债券市场比全球债券市场表现出更好的稳定性和流动性，使得本地债券发行跃升了 38%。

亚太地区债券市场发展的势头反映出市场参与者对于未来银行放贷能力的担忧。在亚太以及世界的其他地区，各家银行为了满足巴塞尔协议 III (Basel III) 的资本充足要求，纷纷收缩风险资产规模；亚太地区各国政府也预期经济增长将向消费拉动转变。在这种经济环境下，私人部门尤其是中小企业会从

<sup>1</sup> 公司债券在本文中泛指具有法人资格的企业发行的债券，包括了国内的公司债、银行间债券市场短期融资票据和中期融资票据、企业债。  
<sup>2</sup> 本文原载于标准普尔“Asia-Pacific Markets Outlook 2011”。



银行获得信贷资金的支持，而公司和基础建设部门则会更多地在资本市场上获得所需资金。亚太各国政府对于发展国内债券市场的努力也反映出各国政府渴望减少国外资本流入造成的本地市场剧烈波动。

亚太各国政府也期待通过发展本地公司债券市场来增强市场弹性，以应对未来可能发生的全球性金融震荡。亚太地区并未经历引发全球金融危机的资产泡沫，但是它也在不同程度上感受到这一危机后的余震，市场参与者现在正在仔细地权衡投资策略。亚太各国政府正在认识到债券市场的发展是更有效地刺激经济的途径。更加突出的是，亚太各国政府已经认识到一个功能完善的公司债券市场在充分并有效配置资本方面所扮演的重要角色，而不仅仅是为了解决迫在眉睫的基础设施投资问题。同样重要的是，亚太地区金融市场整合的基本目标也是建立在不断增加的跨境资金流动带来的金融市场可持续并且有机整合的理解的基础之上，而不是强行以某个成熟金融市场的运作模式去套用在亚太地区多元化的市场上。

耐人寻味的是，在亚太地区，固定收益债券市场可以在相当长的一段时期内帮助投资者有效地、稳定地获得财富增长的益处并没有被人们经常提到。我们认为这一益处对于亚太地区各国都是非常重要的，因为亚太地区人口正在趋于老龄化，抵抗通胀及不断上升的生活成本的需求也在增加，而亚洲各经济体正在不断发展，并且逐步融入全球经济。对于投资者在资本市场中的作用认识不足这一问题在当前亚太地区国家中亟需解决，以免因认知不足而削弱了发展公司债券市场的努力。对于建立一个健康、可持续发展的债券市场而言，最基本的就是投资者能够获得充分的信息，他们的权利得到充分的保障，能自信地做出基于风险收益考虑的投资决策。

## 强健的信用文化的关键要素

培养信用文化和债券市场的发展息息相关。应该根据客观的标准对风险进行量化和定价，而不是根据某些靠不住的关系或是隐性的保证。信用文化方面的全球最佳实践可以为投资者提供一个有益的、也是有吸引力的投资环境。在我们看来，这种信用文化的关键要素是：

**透明度**——信息披露，具有一致性的报告标准，以及良好的公司治理。

**独立且客观的信用分析**——在一个竞争的信用分析市场中，信用分析师做出高质量和可信的研究和分析。

**基于风险考量的定价**——投资者因承担风险而获得收益。

**债权人的权利**——破产法以及法律体系能确保投资者的权利。

**保持距离(Arm's-length relationships)**——投资者和发行人之间保持距离，政府和银行体系也保持一定距离。

我们认为信用文化意味着一种普遍的观念，这一观念注重实现一个尊重投资者权利的整体性体系，这一体系是明晰、公正和一致的。然而，这么一个以投资者为导向的体系对于许多亚洲国家来说，是一项挑战。一个健康的信用文化会在一个自下而上的、投资者主导的市场中繁荣发展，这一情景并不天然地适应那些历史上一直以自上而下的方式管理经济和金融体系的国家。在一些亚洲国家中，信息质量不佳或者是受到一定限制。对于这些国家而言，要消除这些信息方面的“迷雾”，还会有许多工作要做。最后，还有一个公平对待、公平竞争的问题。需要进一步说明的是，在一些国家中依然存在因为某些关系而获得优先对待的情况，这需要由监管者和政策制订

者制订法律来根除这种做法。

一些国家的政府担心债券市场中的违约会带来社会不稳定。然而，风险天然地存在于所有的投资行为、业务活动或金融活动中，实际上过度依赖银行更容易造成社会不稳定。过度依赖银行的话，政府不仅远远没有排除风险，而且还因为风险集中而放大了潜在损失，更容易使本地居民受困于可能的经济停滞和用来弥补系统性失败而导致的高额税收。然而，债券市场可以把风险转移给那些愿意承担的人去承担，通过多元化分散风险，降低对社会的潜在影响。培育一个能让投资者做出基于风险收益的投资决策的信用文化是多元化分散风险的核心内容。

尽管面临这些挑战，亚太地区国家正在开始向着以投资者为主导的信用文化这一方向转变。一些国家和地区的公司债券市场不断地成熟，如澳大利亚、香港、日本、韩国、马来西亚、新西兰、新加坡和台湾，还有一些国家的债券市场正在不断地发展，如中国、印度和泰国。本文回顾每个国家和地区的债券市场的发展，重点是每个国家和地区是如何建立一个以投资者为导向的信用文化的。我们还会评价每个国家和地区通过管理各自的公司债券市场以更好地多元化和分散经济中的风险的程度。

## 澳大利亚

### 亚太地区最成熟的信用文化之一

#### 信用文化特征

澳大利亚的公司治理标准高，强制要求上市公司披露它们的公司治理实践。该国的会计标准也很明晰，严谨的监管部门鼓励高水平公司的透明度，媒体也严密监督公司的经营行为。法律体系为债权人提供了非常好的保护，

在落实投资者权利方面很少有出现问题。澳大利亚政府最近进行了改革以加强破产制度，包括改进破产执行人和调整破产管理程序方面的法规。市场上不存在什么优先关系，政府也很少扮演直接出资人的角色。

#### 当地债券市场的发展

澳大利亚良好的信用文化支持了当地债券市场的发展，当地信息自由畅通，债权人权利也得到尊重，监管当局提倡公平竞争。澳大利亚的长期债券市场在过去的5年中翻了一倍多，达到7,000亿澳元，主要发行人是政府、金融机构和非本地居民（袋鼠债）。政府债券由于受到有效的回购市场和衍生品市场的支持，有很高的流动性；然而非金融部门债券的规模相对较小，也缺乏流动性，在未到期的长期债券中仅占6%左右。当地的资本市场还在和银团贷款及境外资本市场进行艰苦的竞争。

澳大利亚还在继续为加强当地债券市场的发展而努力，以期减小当地公司使用境外资金而引入的外部冲击。政府目前正在进行监管和税收方面的改革，以刺激公司债券市场。澳大利亚证券和投资委员会最近已经放宽了小型债券发行的募集说明书方面的要求，澳大利亚证券交易所已经在和政府讨论为零售债券提供交易平台。

#### 投资者的观点

澳大利亚市场是一个投资者主导的市场。投资人受益于良好的独立信用分析，所有的主流评级机构都在这个市场有业务活动，还有不少其他的独立研究机构和媒体一起严密地监督公司的经营行为。股东权利得到良好的保护。投资者也受到澳大利亚市场的充分基于风险的定价模式吸引，这一定价模式在政府和银行的债券定价方面尤其明显。然而，在非金融的公司债券方面，由于相比美国和欧洲市场，

这些债券在二级市场的交易和流动性比较缺乏，所以风险定价模式不如前述两种债券明显。

## 中国

### 公司治理的标准、法律体系和风险管理 的实务操作仍在发展中

#### 信用文化特征

中国的信用文化仍在发展中，中国的监管者希望全面加强国内的信用文化，尤其是通过建设健康的债务资本市场来实现。国内独立的信用分析仍处于初级阶段，公司治理的标准也还在发展中，基于风险的定价模式也处于同样的阶段。媒体对公司的经营行为有越来越多的监督，这是一个很积极的进展。国内的法律体系还没有完全健全，新的破产方面的法律还有待实践检验。尽管在保障投资者权利方面正在进步，但在某些情况下并没有完全实现。然而，需要看到的是，最近制订的法规已经能够使债券市场取得重大的发展。

在风险管理方面，还有许多工作要做。对于政策制订者而言，需要引起关注的关键领域包括：（1）让各市场参与者认识到在公司债券发生违约的情况下，不会有任何隐性的政府担保存在，让投资者充分意识到违约风险；

（2）促进以市场为导向并基于信用风险的定价模式，推动信用增级和违约处理机制方面的实践；（3）加强信息披露；鼓励和帮助信用评级机构的发展。

#### 当地债券市场的发展

过去的两年里，中国的债券发行每年都有 60% 的增长，公司债券的发行年增长达到 77.5%。尽管中国公司债券已经成为本地区内（不含日本）最大的市场，但对于公司部门而

言，发行债券仍然只占资金来源的很小的比例。中国债券市场将会保持持续、强劲的发展势头，因为中国的公司继续寻求廉价的资金，政府也会继续鼓励债券市场的发展。中国的债券市场分为两个较为独立的部分，由中国人民银行监管的准政府部门——交易商协会运行的银行间债券市场是最大的债券市场，未到期的债券金额高达 18.475 万亿人民币；其中政府债券占 32%，央行票据占 24%，金融机构债券占 29%，非金融的公司类债务工具占 15%。由中国证监会监管，并由国内两家证券交易所运行的公司债券市场相对较小。中国的监管部门已经允许国际发展机构在境内发行债券，也允许外国公司在香港发行人民币债券。外资银行已经被允许在银行间债券市场从事交易活动。保险业的监管部门也已经允许保险公司投资未经担保的公司债券。

中国的债券市场正在有序地自由化。面临的挑战包括：（1）分割且部分重叠的，有时候又是比较模糊的监管；（2）缺乏以市场为基础的违约处理方法，部分是缘于处理破产方面的法律和环境仍处于发展中；投资者基础和交易市场较为狭小；基于风险的定价模式仍然缺失；（3）缺少用于对冲风险的工具。

#### 投资者的观点

尽管中国在信用文化方面的弱点依然对投资者形成一定的挑战，但事情正在向好的方向发展。中国正逐渐向国外发行人、投资者打开大门，包括向合格的境外投资者开放本地债券市场；允许国际发展机构在境内发行债券；允许外国公司在香港发行人民币计价的债券；允许境外金融机构在银行间债券市场投资。在我们看来，所有这些都很好地证明了一个健康的信用文化正在持续地发展。

中国的债券市场上，可供投资者选择的



不同风险收益为特征的债券品种已经有所增加。市场主要的投资者是商业银行、保险公司、共同基金和证券公司，商业银行是银行间债券市场中最主要的参与者。在这个以银行为主要参与者的债券市场中，要发展以投资者为导向的债券市场，很大程度上须仰赖银行分享信息的意愿。当银行购买公司债券或提供信用担保时，它们拥有的信息方面的优势就会和普通社会投资者的利益有所冲突。如果市场上信息获得程度更高的话，可以修正这方面的不平衡。

## 中国香港

### 亚洲信用文化最健全的地区之一

#### 信用文化特征

从公司治理标准、上市公司公开披露公司治理实践以及会计标准的角度看，香港的信用文化在亚洲算是最成熟的。香港严厉的监管当局鼓励公司提高经营透明度，媒体也可以自由地监督公司的经营行为。法律体系对债权人有很好的保护，债权人可以充分行使其权利。市场上没有优先关系，政府也很少扮演直接出资人的角色。

#### 当地债券市场的发展

香港债券市场是亚洲地区最开放的市场之一。国内的、国际的以及跨国的发行人都受益于成熟的市场结构和各类发展完善的服务机构，很容易进入这个国际债务市场。

由于流动性充足、融资成本低，公共部门及私人部门的风险厌恶情绪减低，港币债券市场 2009 年强劲反弹。去年，政府债券项目也得以实施，这对于当地债券市场的发展而言是关键的一步。

2009 年，非金融部门的发行有所增加，

尤其是公用事业类公司的发行因为机构投资者对港币计价资产的需求导致资本大幅流入，而且显得更加活跃；然而金融机构仍然是主要的私人部门的发行人。与此同时，境外发行人的发行也有助于香港得以维持它作为国际金融中心的地位，如果不算香港的外汇基金发行的票据，来自澳大利亚、欧洲和北美的发行人几乎占到发行的半数。

到 2010 年第一季度末，香港本地货币计价债券的余额按年同比增长 53.3%，按季环比增长 7.8%。同期，香港的债券余额达 1.2 万亿港元（合 1,550 亿美元），港元债券达到 120 亿港元（合 15 亿美元）。

整体而言，香港正在发展成为离岸人民币交易中心。2009 年末，中国财政部在香港发行了 60 亿人民币的政府债券，标志着中国政府已经开始在中国大陆以外发行政府债券，2010 年 2 月香港金融管理局宣布可以在香港进行以人民币计价的交易，只要这些人民币不回流至中国大陆。这一举动有效地向需要人民币资金的发行人开放了市场，麦当劳（McDonald's Corp）和德意志银行（Deutsche Bank）都已经完成了这样的发行。在此之前，中国银行、中国国家开发银行和中国进出口银行都已经在香港发行了人民币计价的债券，和合公路建设（Hopewell Highway Infrastructure）发行了人民币 14 亿元的债券。

#### 投资者的观点

在香港，本地和海外投资者都被这个全球最开放、最自由的债务市场所吸引。在这个市场上，对投资者的限制非常少，私人部门的债券市场非常活跃。在我们看来，离岸人民币公司债券发行的不断发展，为投资者直接投资大陆债务市场提供了一个选择。

## 印度

信用文化较为明晰，在某些领域还正在提高，比如保护债权人的权利方面

### 信用文化特征

印度具有较为明晰的信用文化，而且这一文化还正在提高，信用评级机构在之中扮演了重要的角色。在过去的二十年间，发行人和投资者已经在信用级别和风险定价之间建立了某些联系，评级机构也保证了被评企业的信息可以被广泛地传播。公正和独立的信用分析增加了投资者对债券市场的满意程度，评级机构的工作帮助市场完成了从以关系为导向的定价模式向以信用和流动性风险为导向的定价模式的转变。印度的公司治理标准较高，而且还在不断的改进中，近年来关于落实债权人权利的法律框架已经得到了加强。然而，在损失挽回程序方面还有许多工作要做。

### 当地债券市场的发展

印度的公司债券市场较小，但成长迅速。到2010年3月底，这个财年结束的时候，在过去的2年里，债券发行增加了60%。到2010年6月末，未到期的公司债余额为1,560亿美元，这大概占印度全部未到期债券余额的26%，或是12%的国内生产总值(GDP)；政府债券约为4,540亿美元。

在印度，公开的公司债券发行较为有限，几乎所有的公司债券都是在机构投资者及共同基金间私募，公司债券在二级市场的交易也很少。大部分公司债券在柜台市场交易，而且必须通过国家证券交易所或是孟买证券交易所的清算系统进行结算。政府债券的清算是通过印度清算有限公司(The Clearing Corporation of India, Ltd)来完成。

基础设施类债券是印度的公司债券市场上成长最明显的领域，因为这类企业倾向于通过债券市场或是商业票据市场融资，以此降低目前对银行资金的依赖程度。基础设施建设在印度有良好的机会，预计从2012年起的5年内，印度在基础设施领域投资需要投资1万亿美元。这将需要大量的专门融资。

印度当前监管的发展使得债券市场的发展成为可能，包括降低了发行和上市方面的要求，加强了对发行人的信息披露要求，通过证券交易所来进行债券结算，引入了信用违约互换(CDS)和利率互换(IRS)工具。印度在过去2年里，对被评对象引入巴塞尔II标准的情况也成倍增长。今天，印度已经有超过9000个发行人或借款人获得信用评级，这些企业中有许多进入了商业票据市场和债券市场，大大扩展了债券市场的规模。

### 投资者的观点

尽管取得了长足的进步，但是也存在重要的挑战，主要体现为对债权人权利落实方面还存在一定限制的破产法律。同样，对退休基金和保险公司资金投资债券市场有所限制，对投资对象的信用级别有强制规定，这些都对债券市场的成长形成了制约。印度债券市场上大部分投资者的操作模式是买入后持有，这些投资者倾向于选择信用评级较高的证券，这也抑制了对低信用评级证券的市场需求。

## 日本

信用文化较为明晰、信息透明度高，但是银行的某些选择性信息披露和错误定价对信用文化形成一定的制约

### 信用文化特征

从信息披露和透明度看，日本在过去的



20年里已经走了很长的路，也就是说，尽管日本对于债券发行人有很严格的透明度要求，但对非债券发行人而言，在信息披露方面还有提升的空间。仍然还有许多公司不愿意公开披露财务信息，而更愿意依赖银行获得资金。因此，信息披露仍然是选择性的，尤其是对于那些大银行而言。然而，日本市场上有5家信用评级机构，提供高度客观和独立的信用分析。就日本目前的债券市场而言，基于风险的定价模式比较清晰，部分要归功于比较健全的信用违约互换（CDS）市场。然而，在一定程度上，日本市场还是有错误定价的事情发生，出于银行看待它自己的贷款组合态度，出现银行向信用情况较弱的公司提供借款。这一现象抑制了高收益债券市场和二级市场的发展。

从历史上看，日本政府和银行都曾做出过基于关系的信用决策，没有其他选择，也不讲市场原则。在日本，财阀集团以银行为中心，公司靠银行获得借款。这样的实践造成应对危机的能力不足，还会引发一系列问题，中小企业也难以获得信贷。政府支持的金融机构同样存在这种情况，这更恶化了银行的错误定价模式以及廉价资金的问题，使得在实践上没有必要采用合适的以风险回报为基础的定价模式。

### 当地债券市场的发展

日本的债券市场（不算政府债券）在过去的5年里增长了7.1%，2009年达到61.4万亿日元。同年，公司债券的发行从2004年不到6万亿日元增长至11.4万亿日元。

但是，这并不一定意味着日本债券市场得到了深化。1998年，债券发行达到10万亿日元，当时日本的金融危机使得银行紧缩了贷款，公司纷纷到资本市场寻求资金。近期日本债券市场上的发展也出于近似的原因——

全球金融危机使银行信贷紧缩，导致债券发行增加。在资产证券化市场，发行有所下降，主要因为投资者对结构融资产品缺乏信心。反过来，这种情况也对最近的公司债券市场的成长构成了有利的因素，因为一些发行人从结构融资市场上撤出，进入了其他市场。

尽管日本的债券市场是亚洲地区最大的，但是2009年超过460万亿日元的银行借款余额仍使其相形见绌。我们认为，由于银行提供了充足而廉价的资金，日本债券市场的潜力尚未得到充分发挥。为了充分发展债券市场，我们相信在金融系统多元化和创造风险再配置的手段等方面，日本政府还有很多工作要做。

为了市场的成长，日本需要改变对待定价模式和契约要求的态度。我们认为，出于某种特殊关系的考虑和信贷市场的过度竞争，日本的银行贷款不时地出现错误定价的情况。这些银行信贷过于廉价，阻碍了债券市场的真正繁荣，发行人更喜欢从银行获得资金而不是通过发行债券取得。把银行和投资者放在一个平等的市场地位上，将会支持债券市场的发展。

### 投资者的观点

我们相信投资者的观念变化将进一步深化日本的债券市场。尽管在过去的几年中，许多机构投资者已经有了非常成熟的实践活动，去抓住债券投资的机会，但还是有许多投资者尤其是退休基金等还是有明显的风险厌恶情绪，还是更倾向于规避违约风险而不是获取更高的投资回报。我们认为，更注重投资回报的策略会打开高收益市场，也会使二级市场变得更加活跃。投资者的群体也需要多样化，以创建一个真正成熟的市场，商业银行目前还是处于统治地位，而个人投资者、信托投资机构以及国外投资持有的金融资产仍然偏少。

## 韩国

**信用文化正在发展中，公司治理方面的法规还未充分发挥作用**

### 信用文化特征

韩国的信用文化正在发展中，还有一定的提升空间。公司治理方面的法规以及政策开始形成，但在实践上尚未完全融入公司的经营系统和经营理念。韩国的会计准则坚实，从2011年开始实行国际财务报告标准（international financial reporting standards）。财务信息的披露相对较为透明，法规强制要求所有进行外部审计的公司公开披露财务报表。投资者和发行人的关系不再纠缠在一起，政府对银行部门的影响也已经基本消除，尽管还稍微留有些痕迹。韩国2006年通过了破产方面的立法，把原先4部分裂的破产法律整合到了一起，债权人的权利被明确地定义，也得到很好地保护。

### 当地债券市场的发展

韩国的债券市场规模在亚洲排名第三。2009年的发行达到740万亿韩元（约合6,400亿美元），其中150万亿韩元是公司债券（包括传统债券和结构融资产品），590万亿韩元是政府债券或国债。过去的2年间，公司债券市场每年稳定增长10%，公司债券已经和银行借款及股票融资一起成为韩国公司重要的融资手段。韩国可能是亚太地区跨境债券发行活动中最活跃的发行人，2009年跨境发行约为250亿美元，约占整个公司债券发行的20%。韩国的政府债券以及国债已经赢得了国外投资者的青睐，部分缘于最近的回购市场以及豁免国外的韩国政府债券持有人缴纳持有税的做法。

尽管韩国公司债券市场的规模较大，但是并算不上成熟。超过90%的公司债券处在A，AA或是AAA的信用级别区间里，基本上不存在高收益债券市场。公司债的期限通常都在3年以内，对于退休基金和保险公司这类投资者而言较难找到投资机会。这迫使它们寻求投资海外。基础设施相关的债券发行在韩国还未流行，目前很多正在建设的基础设施项目的资金来源大多靠银行借款。

### 投资者的观点

在韩国，投资者只对被评为投资级别的债券有兴趣，这一情况制约了高收益市场的发展。当地的机构投资者在风险收益结构的评估、风险管理能力上还有一定的提高空间，我们认为这会对高收益市场的发展形成制约。

韩国的公司债券市场在某种程度上依然偏向发行人。我们相信为了获得本地和国际投资者的支持，韩国市场需要更有效地实现基于风险的定价模式、更准确地评估信用风险和更有效地发展长期债券产品。如果做到这些方面，一个能充分发挥功能的债券市场就会繁荣，为信用评级较低的公司带来更多的其所需的流动性，也会减低对银行信贷的严重依赖，降低股票市场的剧烈波动。

## 马来西亚

**信用文化正在发展，市场结构透明，但公司治理仍有提高的空间**

### 信用文化特征

马来西亚清晰透明的监管和市场结构支持了债券市场的快速发展，但是整体信用文化还没有得到充分的发展。马来西亚的债券市场基础较强，而且托管和对冲方面的机制也支持了二级市场的活跃。本地信用评级机构和主

要的投资银行提供了独立而客观的信用分析。监管方面有强制的要求——私人部门发行的债券必须经过信用评级。然而我们也看到，马来西亚的公司治理标准比较一般。马来西亚的公司治理准则规定在马来西亚证券交易所（Bursa Malaysia）上市的公司必须披露它们的公司治理情况，但是这些规定缺乏有效的强制手段。无独有偶的是，马来西亚有良好的合规要求和被广泛接受的会计准则，但是股东权利仍然受到限制，公司丑闻时有发生。

### 当地债券市场的发展

马来西亚债券市场的发展具有典型代表性。马来西亚债券市场是继日本、中国和韩国之后的亚洲第四大公司债券市场，也是全球最大的伊斯兰债券市场，超过60%的伊斯兰债券在马来西亚发行。

马来西亚债券市场上未到期债券的余额超过GDP的80%，大概满足了公司部门58%的融资需求，10年前这个数字约为38%。在以马来西亚林吉特计价的市场上，未到期公司债券的余额大概是所有债券的47%，公司部门的发行笔数大概占有所有债券的30%。

现代化的托管、交割和结算系统方便了马来西亚市场上债券的发行、交易和结算，强制要求信用评级也有助于信用文化的发展，也支持了当地债券市场的发展。最近提供的诸如债券定价服务、商业征信和债券担保进一步强化了市场的基础。

### 投资者的观点

马来西亚债券市场的投资者对下面几点感到满意：该国健全的法律体系，保护了债权人权利的行使；强制要求所有私人部门的

债券都需获得信用评级；可发行的债务工具类别和期限广泛，包括资产证券化产品、长期的基础设施建设债券和国外的债务工具。政府以发行各种不同期限的债券来帮助制订无风险价格的基准。对于基础设施项目融资，有国有的退休基金和国内的寿险公司对这类长期债券进行投资，期限从10年至30年不等，这也增加了市场的广度。过去的5年里，国际投资者对马来西亚债券越来越有兴趣，目前在该国的债券中，他们约持有了10%。对于国际投资者而言，流动性方面可能会是个限制，因为马来西亚公司债券的发行规模相对较小。另外需要解决法庭强制执行的过程较为拖拉的问题，以此解除投资者的担心。

## 新西兰

### 亚太地区较为成熟的信用文化之一

#### 信用文化特征

新西兰健全的信用文化具有一系列特征：良好的公司治理方面的监管部门、健全的破产法律以及国际会计准则。公司经营信息很容易被获取，主要评级机构在该国都有活动，还有独立的研究机构，这些都保证了这些信息可以被获得，透明度得到普及。政府和经济部门保持了一定距离，所以有了公平且公开的市场环境。

#### 当地债券市场的发展

新西兰的债券市场深度不如澳大利亚，因为只有很少的公司发行债务工具，政府层次的也比较少。然而，自从上世纪80年代中期以来，新西兰金融市场全面地放松监管，当地的债券市场发展迅猛。到2009年6月末，新西兰直接公开发行的债务达413亿新西兰元，大部份是政府债券。公共部门的外币债券约为42亿新西兰元。监管方面的改革还在继



续，新西兰政府最近已经允许在市场上发行资产支持债券，扩大了银行系统的资金来源。新西兰政府还成功地发展了零售债券市场，给了投资者更多的选择。

### 投资者的观点

不像在其他国家，零售投资者在新西兰是债券的大买家，部分原因是新西兰没有国家强制的退休储蓄项目，该国的个人投资者直接投资于那些通常是专业投资者投资的产品。投资者受到新西兰较强的信用文化、良好的破产法律和较高的财务报告标准的鼓励。在公司债券市场上，交易后的价格披露方面还存在一定的不足。另外，新西兰的二级市场缺少深度和流动性，有时也降低了价格发现的效率。

## 新加坡

**信用文化较为良好，然而仍有一些借贷行为基于关系，银行存在过度竞争的现象，这些对信用文化形成一定制约**

### 信用文化特征

新加坡有世界级的市场基础、监管框架明晰，建有对冲、交易、交割和结算方面的机制。公司治理、财务报告、透明度及信息披露标准较高，有较强的独立信用分析，也能够广泛传播。三家国际评级机构在新加坡都有经营活动，为那些想在新加坡市场融资的发行人提供评级。我们相信，基于关系的借贷活动以及银行的过度竞争对新加坡的信用文化形成一定的制约，对发行人的定价容易被银行借款市场提供的相比债券市场更为低廉的价格所扭曲。许多人相信，市场对有评级的国内债券的定价比那些未经评级的债券更不公平。

## 当地债券市场的发展

新加坡是东盟第三大债券市场，而且也是对国际投资者和发行人最开放的市场。当地公司的现金较为富裕，对长期资金没有太大需求，再加上新加坡的银行数量太多，对当地债券市场的发展形成一定制约。

到 2009 年末，新加坡国内债券余额为 1,500 亿美元，比 2008 年末增加了 18%。新加坡政府经常发行不同期限的债券，因此对各个不同期限的债券都给出了收益率曲线。这么做的目的是为了给债券市场提供定价基准，也为了债券市场的发展，政府成为纯债务人，而实际上新加坡政府并不需要借钱。公司债券的余额占有所有未到期债券余额的 40% 以上，前 20 名发行人占了 1/3。除了淡马锡，市场上其他发行人发行的债券期限都在 10 年以下。

新加坡政府债券的交易较为活跃，但是本地公司债券的交易相对不怎么活跃，主要由于这方面的供应量较小。固定收益投资经理、交易商和做市商都关注境外发行人在新加坡市场上发行的债券。

### 投资者的观点

新加坡对投资者来说是个枢纽。它是亚太地区最大的投资管理中心。到 2009 年末，新加坡投资者所管理的资产超过 1 万亿美元。保险公司以及少数几个资产管理公司在以新加坡元计价的公司债券市场上占统治地位。近年来，外国银行也开始投资于以新加坡元计价的债券市场，特别是为了要满足他们那些私人银行（private banking）的客户。投资者对新加坡成熟的法律和司法体系，以及能够获得国际三大评级机构和其他固定收益研究机构的独立的信用分析感到满意。

## 中国台湾

信用文化正在发展，有强大的独立信用分析，然而公司治理的标准正在发展中，基于风险的定价模式的效率还不够高

### 信用文化特征

台湾的公司治理标准还在发展中，亚洲公司治理协会（Asian Corporate Governance Association）把台湾安排在日本和韩国之前，但是在香港和新加坡之后。上市公司的信息披露随不同行业和公司类型而有所不同，但是独立的信用分析很强，2家国际评级机构在台湾有经营活动，还有其他的一些研究机构，但是只有约3.5%的上市公司获得信用评级。台湾市场上基于关系的融资行为仍然比较普遍，台湾证券交易所已经要求上市公司保持独立，而且会定期检查，并且还会在这方面对公司进行监控。在证券化、政府债券、金融债券和公司债券市场上，基于风险的定价模式还显得较为低效。除了政府债券外，台湾债券市场缺乏二级市场交易和流动性。

### 当地债券市场的发展

在台湾，几十年来，银行一直是主要的资金来源。到2010年7月末，未到期的公司债券从2007年末的1.11万亿新台币小幅增长至1.18万亿新台币，然而未到期的金融债券从2007年末的9,170亿新台币下降至2009年末的7,660亿新台币。在金融债券中，许多是次级债券。

台湾市场上现金富裕，具有高度流动性，造成当地债券市场难以繁荣。就如我们所见，对于台湾债券市场，关键的挑战有三个方面：

（1）银行过度竞争以及具有高度流动性的市

场，造成公司不需要麻烦地去债券市场融资；

（2）较低的利率降低了信用利差的影响力；

（3）市场对于评级低于“twBBB”的债券没有胃口。台湾的资产证券化产品市场也受上述因素的影响，这个市场几乎消失了，尽管2年里的第一单证券化产品在2010年8月的发行标志着投资者对结构融资产品又变得有兴趣了。

尽管有这些挑战，一些大公司仍认识到通过资本市场对资金渠道进行多元化具有长期的重要性。目前台湾市场的利率仍然很低，到2010年8月27日，5年期的政府债券收益率降至0.8254%，10年期的降至1.1886%。最近统一企业（Uni-President Enterprise Corp.）发行的公司债券，5年期的收益率降至1.23%。这一历史性的利率低位可能营造出使公司债券的发行变得有吸引力的环境。台湾的金融机构发行金融债券和次级债券的利率也是史上最低。这也帮助了金融机构满足了监管当局的最低资本要求。

### 投资者的观点

台湾还不是完全以投资者为中心的市场，也就是说，法律体系提供给债权人执行权利的保护还比较一般。独立的研究机构、信用评级机构和媒体一起对公司的经营行为进行严密的监控，台湾股票市场的高度发展使得股东权利能够得到很好的保护。然而，台湾市场仍缺乏有效率的、基于风险的定价模式，收益率曲线数据仍然制约着债券市场上的投资者。相比美国和欧洲有深度和流动的市场而言，投资者苦于二级市场缺乏交易和流动性。台湾的债券投资者主要还是当地的金融机构，如寿险公司。

## 泰国

**信用文化在发展，市场基础也在提高，但公司治理准则仍没有得到强制实施**

### 信用文化特征

在泰国，对于建立一个健全的市场基础的措施，在过去的几年中支持了市场的成长。这些措施包括：（1）在政府发行了不同期限的债券后，建立了定价基准和收益率曲线；（2）在债券交易中引入了债券交易所；（3）对于所有私人部门的发行强制要求获得信用评级。两家当地的信用评级机构已经经营了10年，帮助泰国发展了信用文化。几年前，公司信用征信所的建立也加强了市场的基础。在泰国，公司治理标准比较一般，但是正在提高，只是政治环境还不太确定。在泰国证券交易所的公司治理准则下，公司必须披露不符合治理准则的情况。然而，这一准则的执行还比较弱。在财务会计和报告体系的实践上，比起国际上成熟的做法还显得比较一般。

### 当地债券市场的发展

泰国是东盟仅次于马来西亚的第二大债券市场。1997年金融危机后，泰国的债券市场取得了令人印象深刻的成长。2009年末，未到期债券余额相比2008年末增加了20%，政府发行的债券（包括央行和国有企业）大概占了约80%。2009年末，未到期债券余额为1,770亿美元，大概相当于泰国股票交易所当年的募集金额。

私人部门的发行中，绝大多数是工业类的公司和银行，未到期的私人部门债券中，前10大发行人几乎占了一半。大型且经常性的借款人往往被迫去海外发行债券，以免违反本地市场有关单一借款人限制的规定。2008年泰国债券市场自由化以后，到2009年，外国

公司的子公司也成为主要的发行人。

商业银行是政府债券最大的持有人，而保险公司和共同基金持有了绝大部分的私人部门债券。海外投资者只持有了不到5%的债券。

### 投资者的观点

泰国在法律框架方面的进展较为缓慢，也使得处理问题资产的效率较低。泰国的法律体系对债券人只提供了很一般的保护，而执行过程也会拖得较长。政治不确定性高也对国外投资者投资泰国债券市场构成主要的制约。我们认为，对公司治理实践的强制披露要求，对债券发行的强制评级要求，以及媒体和研究机构对公司经营活动的严密监督，都支持了泰国政府建设有吸引力的市场这一目标。

## 结论

建设一个银行体系之外的资本市场是一个费时费力的过程，因为它肯定会涉及改变一个国家原先根深蒂固的经营文化，包括投资者的行为和思考方式，以及市场参与者之间的关系。这些都不可能在一夜之间改变。

然而，正如这份报告上面所显示的那样，亚太地区各国政府及亚太各国的市场都已经强烈地感受到发展一个有深度、有流动性的市场的重要性，也是成为像美国和欧洲这样的成熟市场的重要步骤。推动这一势头的重要因素包括：投资者更快增长财富以抵消全球老龄化和生活成本持续提高的需求；亚太地区迫切的基础设施项目投资的需求；以及在银行占统治地位的环境下，公司多元化资金来源的需求。这些支持创建成熟信用文化的因素最后汇集为一个要点——不仅是每个国家自己的市场发展，还有整个地区市场的整合。



## 公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理等信用服务的机构。公司成立于1992年7月，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。

## 公司业务

**债项评级：**企业债券、公司债券、可转换公司债券 / 分离交易可转债、短期融资券、金融债券、商业银行次级债、资产证券化等。

**主体评级：**借款企业、中小企业、金融机构、企业集团、担保公司、竞标企业、商业承兑汇票等。

**其他业务：**企业征信、企业合同信用评价、企业信用管理咨询、信用管理培训等。

## 主要资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格  
 中国人民银行总行认定的银行间债券评级资格  
 中国证券监督管理委员会认定的证券市场资信评级业务资质  
 中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资质  
 中国国家发展和改革委员会认可的债券评级资格

中国保险监督管理委员会认可的债券信用评级业务资格  
 中国人民银行上海总部批准的上海市贷款企业资信评估业务资质  
 中国人民银行上海总部批准的上海市中小企业资信评估业务资格  
 中国人民银行上海总部批准的上海市集团企业资信评估业务资格  
 中国人民银行上海总部批准的上海市担保公司资信评估业务资格

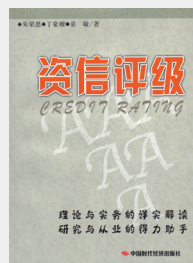
## 书籍系列



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

## 期刊系列



专刊



研究报告



季刊



年刊



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼  
邮编：200001  
电话：021-63501349 021-63500711  
传真：021-63500872  
E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>