

香港城市大學
香港持續發展研究中心¹

第1號意見書（修訂稿）
信用評級和一帶一路債券市場的發展：問題、挑戰和解決方案

王澤森教授²
2018.01

信用評級和一帶一路債券市場的發展： 問題、挑戰和解決方案

1. 概論

“一帶一路”沿線以發展中國家占多數，經濟規模小、金融市場欠發達，到這些國家投資的企業普遍面臨融資難、融資成本高的問題。中國人民銀行行長周小川在《中國金融》雜誌撰文指出過去，“一帶一路”沿線國家主要依賴發達國家的銀行和其他金融類機構提供金融服務和資金，但現在發達國家金融機構動力不足、國際金融危機後忙於自保等原因，已難以為“一帶一路”建設提供充足的資金支持。由此導致的局面是，目前到當地投資的企業（主要是中國的企業）的融資管道主要依賴中國政策性金融機構和商業銀行。亞投行開業一年多，完成了9個融資項目，動用超過17億美元的貸款，撬動了125億美元的投資，絲路基金運營兩年多來，也推進了一批項目落地，這在顯示中國政府正透過亞投行和絲路基金等金融機構發揮杠杆作用，但“一帶一路”

¹ 香港持續發展研究中心 (CSHK) 成立於 2017 年 6 月，是一個開放和跨科學的研究平台，旨在促進及增強香港學術界、工業界和專業服務界；社會及政府；以及香港與不同區域之間，在現實可持續發展問題上的協作，並進行有影響力的應用研究。中心總監為香港城市大學公共政策學系教授李芝蘭教授。本中心於 2017 年獲得香港特別行政區政府政策創新與統籌辦事處策略性公共政策研究計劃 (SPPR) 撥款研究「香港專業服務與一帶一路：推進可持續發展的創新能動性」(編號: S2016.A1.009.16S)。更多有關資訊，請瀏覽香港持續發展研究中心的網頁：www.cityu.edu.hk/cshk。歡迎提供意見，請電郵至：sushkhub@cityu.edu.hk。

² 王澤森教授為香港城市大學經濟及金融系副教授、香港持續發展研究中心成員。

的資金缺口仍很大³。周小川認為搞好「一帶一路」建設的投融資合作，應堅持以企業為主體，市場化運作，才能保持投融資的可持續性。

本文旨在討論信用評級服務和債券市場發展，提出一些機制推進完成一帶一路的願景。焦點將放在中國與香港特別行政區如何透過互相取長補短開發一個成功的債券市場，方便一帶一路國家發行國際債券，支援他們的國內基礎設施和長遠經濟發展，同時也為國際投資者提供新的、可以信賴的投資產品。

2. 信用評級體系是債券市場重要基礎

2.1 歷史上的三大信用評級機構

三大信用評級機構，包括標普、穆迪和惠譽，源於1900年至1920年美國鐵路債券的興起。當時，作為世界上一個新興經濟體，美國興建許多新的鐵路，以支持經濟發展，這些基建專案需要龐大長期貸款來支援。債券實際上是貸款的一種，債券投資者可以自由轉讓債券。然而，債券投資者一般沒有銀行貸款人的特權，後者可以進行實地考察借款人的操作和設備，並嚴格規定還款條件。當時，很多鐵路債券主要銷售給歐洲的富有的投資者。為了支持全球投資者購買美國鐵路債券，信用評級機構早期創始人成立資訊服務公司，出售對鐵路公司的財務資訊和債券信用評級報告，資訊使用者（即債券投資者）支付費用獲得信用評級報告，這種商業模式後來被稱為使用者付費模式。這種商業模式一直流行至1970年代中期。

美國鐵路債券的歷史發展類似當前的需要，就是一帶一路國家急於籌集資金，以加強鐵路網路、公路網路和其他基礎設施的發展。能夠在全球市場發行債券，將幫助一帶一路國家獲得經濟發展的長期資金。信用評級機構應代表債券投資者的利益，讓全球投資者安心投資債券。

2.2 評級機構：使用者付費模式 vs 發行人付費模式

1970年代，信用評級成為債券發行檔的必要資訊，這促使債券發行人樂意為信用評級支付費用，信用評級行業因此從使用者付費模式迅速轉換成發行人付費模式。一些債券交易所和場外交易市場，為債券上市和債券交易設定最低信用評級要求，例如“BBB或更好”，這促使債券發行人光顧那些能提供較好等級的信用評級機構，信貸評級機構因此經常被批評有意為債券發行人調高等級，以爭奪評級服務生意。

³ 亞洲開發銀行報告顯示，沿線國家基建投資總規模或達 6 萬億美元，到 2030 年，全亞洲基建投資需求高達 26 萬億美元。

2.3 信用評級作為金融機構監管的一部分

此外，信用評級已是金融機構監管的一部分。1929年股市崩盤後，美國銀行監管機構禁止銀行持有投機性投資證券，定義以“低於標普BBB等級”為依據。從那時開始，投資等級成為“BBB或更好”。2012年監管全球銀行業的巴塞爾協議III（Basel III），其中標準化方法的資本要求，規定債券信用等級和資本掛鉤，銀行持有“BBB”或更差的債券需要準備更多資本。保險公司和證券公司的監管機構也採取類似的監管方案，要求資本和資產信用等級掛鉤。

在2009–2016年期間，美國積極落實多德-弗蘭克法案(Dodd-Frank Act)，其中一項工作是去除美國法律和法規中信用等級的部分，以回應公眾對三大評級機構的強烈批評。在法律上的“投資等級”現已大都改寫為“低違約率”或“低違約的可能性”。這樣的修改非常容易除去信用等級，但什麼是高風險或低風險，就變得含糊不清，沒有準則。

2.4 信用評級作為商務合同和業務決策的一部分

許多針對保守投資者的基金，指定基金經理必須投資在投資等級的債券。全球銀行在銀行同業市場通常期望交易對手具有信用等級A或更好的等級。一些交易所要求市場莊家（Market maker），如股票期權市場莊家，有信用等級A或更好。在國際供應鏈中，如果買方沒有可接受的信用等級，賣方可能調整貿易信用金額，或要求買方提供銀行擔保。此外，兩家公司之間的業務夥伴關係，可能受信用等級影響。對於投標長期的工程項目，有良好信用等級的公司不傾向與低信用等級的公司合作。這些都表明，信用評級機構的資訊不僅僅是法律或債券市場的問題，信用等級已成為商業合同和商業決策的基礎。從市場中刪除信用評級機構的資訊，只會阻礙經濟活動，因此，餘下的問題是：如何確保信用評級機構能為信用風險做出可靠的評估。

2.5. 2008 年後信用評級機構的監管

2008年的金融海嘯引發了公眾對信用評級機構的批評。許多之前達到‘投等級’的資產虧損嚴重，完全失去市場價值。香港證監會和其它地區的證券監管理機構，回應了國際證券監理組織（International Organization of Securities Commission, IOSCO）2008年的建議，收緊對信用評級機構的監管，基本原則包括以下內容：

- 信貸評級機構必須監管。在香港，證監會在2011發佈“提供信用評級服務的行為準則” 和要求信用評級機構申請“提供信用評級服務”的許可證。

- 信用評級分析師應該是適當和正確的人員 (Fit-and-proper persons) 。在香港，這些分析師需要通過認可考試後，才能申請證監會的牌照，。
- 信用評級機構應該有適當的內部程式和過程處理評級製作、發佈評級結果，與信用評級服務有關的利益衝突問題。
- 在香港，信用評級機構不允許進行諮詢工作，但可以提供輔助服務，如出售信用研究資訊。

三大信用評級機構，標普、穆迪和惠譽，跟不少其它國際銀行一樣，都是“太大到不能倒”這問題的一部分。2008年金融危機後，許多發達經濟體的政府收緊了對評級機構的監管。此外，通過國際貨幣基金會金融穩定理事會的協調，這些政府逐步減少對外部信用等級的使用。他們想要為政府和信用評級機構保持一定距離，結束機械式依賴信用等級，和移除有關信用等級的法律和法規。他們希望市場參與者能對信用風險評估負上自己應有的責任。

在這種政治和監管的氣氛下，已很難說信用評級機構必定是值得鼓勵和推廣的金融機制。可是，投資者能否自己獨立進行信用風險評估實在很難知道。如果沒有可靠的信用資訊來輔助投資決定，大多投資者將傾向以較低價格購買債券，或投資在一些資訊較透明的證券，這對債券發行人是不好的結果，因為他們很難在債券市場籌集資金，或要為債券融資付出非常高的成本。

3. 中國信用評級機構面對的挑戰

目前對市場上的信用評級機構的其中一種批評是缺乏競爭。2010年經合組織 (OECD) 競爭委員會為信用評級行業中的競爭問題進行研訊。委員會的結論是：“信用評級市場是寡頭壟斷，三個評級機構占市場份額超過90%”。

根據歐洲證券市場管理局 (ESMA) 的新規例，自2011年開始，歐洲開放信用評級服務市場，歡迎更多機構參與，並促進它們之間的競爭。此外，歐盟新法規要求信用評級提高內部盡職調查的工作。2015年底，歐洲有26家註冊的信用評級機構，他們遵循ESMA原則提供信用評級服務，這些原則接近國際證券監管組織的原則。表1顯示2015年歐洲信用評級機構收入的市場份額。

表1標示三個評級機構仍顯然在歐盟占主導地位。應該指出的是，雖然惠譽已有非常悠久的歷史（90年左右），其市場份額仍然遠低於標普和穆迪。其他較新的評級機

構可能需要很長的時間，大概二十年，三十年或更長時間，才有可能明顯提高他們的市場份額。

表 1：信貸評級機構在歐盟市場份額（信用評級服務和輔助服務）

註冊的信用評級機構	市場份額 (2015 年營業)	小計
Standard & Poor's Group	45.00%	92.85%
Moody's Group	31.29%	
Fitch Group	16.56%	
DBRS Ratings Limited	1.89%	7.15%
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0.93%	
CERVED Group S.p.A.	0.88%	
The Economist Intelligence Unit Ltd	0.80%	
Creditreform Rating AG	0.50%	
Feri EuroRating Services AG	0.40%	
Scope Ratings AG	0.39%	
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0.34%	
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	0.21%	
Euler Hermes Rating GmbH	0.21%	
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	0.14%	
ICAP Group SA	0.12%	
Spread Research SAS	0.09%	
Axesor S.A.	0.05%	
CRIF S.p.A.	0.05%	
ModeFinance S.A.	0.05%	
Dagong Europe Credit Rating Srl	0.04%	
ARC Ratings, S.A.	0.03%	
BCRA-Credit Rating Agency AD	0.02%	
EuroRating Sp. Zo.o.	0.01%	
European Rating Agency, a.s.	0.00%	
INC Rating Sp. Zo.o.	0.00%	
Rating-Agentur Expert RA GmbH	0.00%	

資料來源：ESMA (2016 年)

要遵循ESMA信用評級機構的規則，這些信用評級機構需要付出非常高的經營成本，相信一些小規模的信用評級機構，因為收入不足或收入沒有增長空間，很快會停止業務。

表1同時表明，如果沒有政府或政府之間的努力來限制那三大信用評級機構市場份額，或設置有利規則支援新的評級機構，那三大信用評級機構仍將主導市場。同樣，在監管評級機構的法規實施後，那三大信用評級機構在美國和香港的市場份額仍然是非常壟斷。

有人會問：中國本土的信用評級機構現在能否取代三大評級機構？現代中國的金融市場歷史很短，債券信用評級只局限於中國境內，加上過去「剛性兌付」的中國特殊情況，使信用評級和債券風險拉不上關係。要這些信用評級機構和他們的分析員走出去，瞭解其它國家的企業風險，明白國際投資市場的需要，建立起國際評級機構商譽，相信要十分漫長的時間。

4. 一帶一路 債券市場和相關的信用評級解決方案

鑒於上述的討論，這立場檔提出以下解決方案，以促進一帶一路債券市場的發展。

- a) **一帶一路國家在中國和香港特別行政區發行債券：** 信用評級服務，無論是發行人付費或使用者付費模式，都是與債券發行有關。一些債券發行不需要任何的信用評級服務，因為投資者很清楚他們的信用歷史和未來償還能力。一帶一路政府和其國營企業應該在中國和香港特別行政區發行債券，這可幫助他們在債券市場建立信用品牌和信用歷史。所有這些債券可以通過中國-香港的“債券通”市場自由買賣。美國鐵路債券的歷史表明債券融資對基礎建設的重要性。發達的鐵路和道路網路，將會說明一帶一路 國家進一步發展經濟。
- b) **為一帶一路 債券市場服務的信用評級機構：** 應該至少有一家國際的信用評級機構提供關於一帶一路債券的信用評級。目前三大信用評級機構主要集中發達經濟體的企業和政府債券。一帶一路債券將包括許多鐵路債券和基礎建設債券，一帶一路 國家大多是發展中國家，一帶一路地區有22個國家是伊斯蘭國家。一帶一路債券市場的信用評級機構應有能力評估基礎項目風險、發展中國家的主權風險，伊斯蘭國家的主權風險，和債券發行人的經營和財務風險。許多發展中國家都抱怨那三大信用評級機構在評估發展中國家的信用品質存有偏見。例如，他們都過分強調自由經濟環境，不太接受政府干預經濟發展，他們較少強調基本經濟變數，例如財政盈餘，公營債務占國民收入比率、經濟增長和貿易平衡的資料。一些統計研究指出，信用評級與美國傳統基金會（Heritage Foundation）的自由程度評分有關，包括財政自由、商業自由、勞動自由和財務自由。許多發展中國家，包括金磚國家，在這些自由變數的分數都很低。一帶一路國家都是新興經濟體，他們的風險需要不同的角度來評估。
- c) **公營信用評級機構與新的商業模式：** 對於三大信用評級機構的主要批評是發行人付費模式可能導致債券發行人光顧提供更好等級的信用評級機構，這也可能迫使信用評級機構提高信用等級。公營的信用評級機構能否解決這個問題？有

些美國學者主張美國應設立公營信用評級機構，一些人曾建議在聯合國建立國際評級機構。2012年，德國試圖創建歐洲的信用評級機構，與三大評級機構競爭，這建議包括成立基金支持一個公營信用評級機構，針對主權債券的評級，其後擴展到歐盟金融機構債券的評級，這項建議由於對資金供應、獨立性、和可能出現利益衝突等擔憂停止了。有些人甚至擔心公營信用評級機構有一天對美國公司造成麻煩，而面臨美國法律行動。必須承認的是，縱有審慎的信用風險評估，並不能保證信用零違約，問題是，制度的設計是否能夠有效地為投資者產生獨立和公正的信用風險評估資訊。利潤驅動的信用評級機構，加上發行人付費模式，已經被批評為十分可能扭曲信用評級結果。公營信用評級機構，以明確的服務使命，可能更可靠。公營信用評級機構收入可以來自多方面：來自所有一帶一路國家的年費，銷售全球的資訊訂閱服務費用，債券發行信用風險評估年費。一帶一路國家的金融市場可以協議債券發行人必須獲得公營信用評級機構的信用等級。這個公營的信用評級機構將遵循國際標準評估信用風險，它將由國際專家團隊參與各種評級委員會。第一階段，公營信用評級機構應該把重點放在一帶一路各國的政府債券、公營部門企業債券和基礎工程項目債券。

- d) **其他機制加強 一帶一路債券市場發展**：債券發行和信用評級機構是打造一帶一路債券市場的基本因素。其它機制可以幫助這債券市場增長更快，其中包括：
- **債券基金**：應為一帶一路債券設立的債券基金，這債券基金投資在一籃子的一帶一路債券，這基金可以在交易所買賣，方便機構和零售投資者分散投資風險。
 - **信用違約保險**：某些保險公司、投資銀行或政策性銀行可以提供債券發行人信用違約保險。保險買家只需支付年費，便可以對沖違約風險。這種保險合同可以幫助一帶一路債券投資者將高風險投資轉化為低風險投資。
 - **一帶一路 債券作為抵押的銀行貸款**：銀行可以為一帶一路債券為抵押品安排短期融資或備用信貸，這意味著一帶一路債券投資者可以不用擔心資金流動性問題。
 - **股票發行和債券發行**：股票發行將幫助債券發行。如果一家公司有股票和債券發行，債券投資者可以透過那公司的財務資訊和股票市場價格變動來評估債券的風險。如果股票價格不斷上升，債券的信用風險應越來越低。

5. 香港特別行政區的角色

上述一帶一路債券市場是一個國際的債券市場。這一市場需要的國際債券發行者、國際債券投資者和國際金融仲介機構。香港特別行政區作為一個國際商業和金融中心有非常長久的歷史，它有超過 190 家境外銀行在那裡經營，同時國際企業廣泛接受香港普通法制和商業法。

為促進一帶一路債券市場的發展和公營信用評級機構的設立，這文章倡議香港特別行政區政府，金融監管機構和專業團體應把重點放在以下專案：

- I. 修改香港上市規則，方便一帶一路國家發行主權債券和公司債券。
- II. 與伊斯蘭金融市場和伊斯蘭金融機構密切合作，發展伊斯蘭債券市場，幫助一帶一路伊斯蘭國家為基礎設施籌集資金。
- III. 香港銀行應研究發展場外市場，處理一帶一路主權債券的交易，這些債券可以使用不同貨幣標價：人民幣、特別提款權、美元、歐元、港幣或其它貨幣。
- IV. 鼓勵一帶一路國家的主要銀行在香港設立分行，這些可以將他們國家的借款人和投資者帶到香港資本市場，這些銀行可以為他們國家的國際債券安排抵押貸款。
- V. 支持建立公營的信用評級機構，它可以在亞洲基礎設施投資銀行、金磚國家政府及其他多邊組織下運行。
- VI. 遊說那公營的信用評級機構在香港設立籌備委員會和營運總部。
- VII. 促進一帶一路國家的主要企業在香港股票市場上市，方便市場瞭解他們的商業風險。
- VIII. 鼓勵國際資產管理公司在香港建立一帶一路投資基金，投資相關的股票的和債券，並將基金放在交易所買賣。

6. 建議亞投行在香港設立獨立信用評級機構

亞投行是信用評級的最主要用家，在投資相關項目前，需要做盡職調查，瞭解項目風險，如果沒有亞投行對投資項目的肯定、參與甚至擔保，國際債券投資者也不會安心投資相關的債券。亞投行是否適合設立獨立的信用評等機構？以下是一些相關的考慮：

- (a) 亞投行的投資集中在亞歐地區，項目以基礎建設為主體，但現有的國際信用評級機構並非這些項目的風險評估專家。
- (b) 亞洲基礎設施的投資者（包括亞投行成員國的公營和私營投資基金）一般能夠接受較高的投資風險，也希望把風險分散在不同的國家，不單是歐盟和北美國家。他們的風險偏好有別於傳統債券的投資者，但現有的國際信用評級機構提供的評級資訊可能不適合這些新一代投資者。
- (c) 亞投行的信用評估會否出現偏見？現時許多銀行的貸款都是由銀行內部獨立的信用風險評估部門來處理，減少地區分行的偏見。許多著名大學的課程，都是大學內部的品質保證單位核實。這些獨立評估部門主要遵循清晰評估標準，加上內部和外部專家參與，確保決定不偏不倚。

現時，香港對信用評級機構的監管已經處於國際領先水準，信用評級機構需要申領香港證監會的牌照，信用評級分析員也需要考試和申領執照。香港債券市場的規模會因為“債券通”和“人民幣國際化”而高速增長，全球債券投資者和債券發行機構會更集中在香港。如果亞投行在香港成立信用評級單位，成為一所獨立的信用評級機構，發揮香港獨特的制度優勢，便能更有效地支援一帶一路國家的債券發行，加速他們的基礎建設發展。

7. 結論

一帶一路債券市場旨在支持一帶一路基礎設施發展。債券發行人主要包括政府、公營企業和基礎建設公司。這篇文章建議一帶一路各國政府和公營機構在中國和香港特別行政區發行債券，打造他們的信用品牌和信用歷史，中國-香港“債券通”市場會把這些債券帶入一個國際債券市場。此外，應該為這債券市場設立一個國際性的公營信用評級機構，這機構瞭解一帶一路政治和商業環境，其收入來源應該來自多方面，減少對發行人收費的依賴。

其他機制可以進一步加強一帶一路債券市場發展，包括：債券基金（幫助投資者分散債券風險），債券信用保險公司（幫助投資者調整一帶一路債券的風險），債券為抵

押品的貸款（增加一帶一路債券的資金流動性），和企業股票上市（增加一帶一路國家商業環境的透明度）等。

在發達經濟體國家那裡，信用評級機構的新法規主要是減少依賴信用評級結果。然而，從經濟活動中刪除信用評級機構的等級不會對金融市場和國際貿易有明顯貢獻。唯一的選擇是設立更可靠的信用評級機構，減少利益衝突問題。公營信用評級機構，加上混合的商業模式，會是一個解決方案，它將有效支持一帶一路債券市場的發展。

香港特別行政區在國際商業和金融的經驗，有非常長久的歷史。在支援一帶一路國際債券市場和公營信用評級機構發展，擁有強大的競爭優勢。香港歡迎亞投行在香港建立獨立信用評級機構，加速基礎建設債券的市場發展。

8. 參考資料

Dioman, He and Pollin (2009) "Why U.S. financial markets needs a public credit rating agency," The Economists' Voice, 6 (2009): 14. Available at:

https://www.peri.umass.edu/media/k2/attachments/Why_U_S_Financial_Markets_Need_a_Public_Credit_Rating_Agency.pdf

EPRS (2016) "The Case for a European public credit rating agency," Briefing October 2016, European Parliament Research Services. Available at:

[http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI\(2016\)5898_65](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2016)5898_65)

ESMA (2016) Competition and Choice in the Credit Rating Industry. December 2016. European Securities Markets Association. Available at:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1662_cra_market_share_calculation.pdf

FSB (2014) Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings: A Peer Review Report. Available at: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf?page_moved=1.

IOSCO (2008) Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO May 2008. Available at

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>

OECD (2010) Competition and credit rating agencies. Directorate for Financial and

Enterprise Affairs Competition Committee, Organization of Cooperation and Economic Development, October 2010. Available at <https://www.oecd.org/competition/sectors/46825342.pdf>

Reuters (2016) Big three in credit ratings still dominate business, (Written by Shankar Ramakrishnan and Philip Scipio), May 4, 2016. Available at: <http://www.reuters.com/article/uscorpbonds-ratings-idUSL2N17U1L4>

Schroeder (2013) “A template for a public credit rating agency,” Journal of Economic Issues, June 2013.

SFC (2011) Code of Conduct for Persons Providing Credit Rating Services, June 2011. Securities and Futures Commission. <http://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/codes/code-of-conduct-for-persons-providing-credit-rating-services/Code%20of%20Conduct%20for%20Persons%20Providing%20Credit%20Rating%20Services.pdf>

UNCTAD (2015) “Credit rating agencies: Junk status?” Policy Brief, No. 39, November 2015. United Nation Conference on Trade and Development. Available at: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/presspb2015d13_en.pdf