

非评级行动短评：中资国际评级机构在中资美元债市场渗透率有所提升

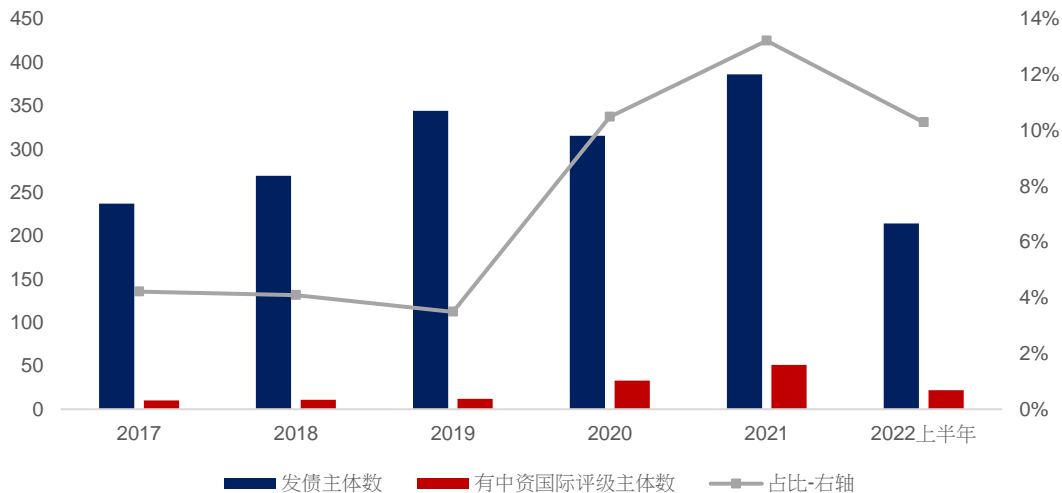
央行助力本土评级机构的国际化发展

2022年6月28日，央行发文鼓励北京率先试点辖内发债企业在境外融资时使用本土评级机构的评级服务，逐步提高本土评级机构在国际资本市场的话语权。我们认为该举措有望帮助中资评级机构提升在国际债券市场的渗透率和影响力，同时为国际市场提供对中国资产信用的多元化视角。

中资国际评级机构对中资美元债市场占有率仍相对较低

中资美元债的发展伴随着中国资本市场和外汇市场的对外开放进程，经过过去10年的发展，成为了国际债券市场中的一类重要资产。离岸债券市场也成为中国企业海外融资的重要渠道。伴随着这一债券市场的发展，中资国际评级机构也凭借对中国资产的了解，以国际评级逻辑和方法为基础，在海外债券市场逐步扩大影响力。据统计，2017年的中资美元债发行人中，有中资国际评级机构评级的发行人仅占约4%。这一比例到2021年上升至了13%，在2022年上半年保持在了10%以上（图1）。可见中资国际评级机构在境外债券市场的覆盖率有所提高，但仍在较低水平。

图1: 采用中资国际评级的中资境美元债发行人近年来有所增加



数据来源：DMI, Bloomberg, 鹏元国际

分行业来看，过去两年地产行业和金融行业发行人的有评级占比较高，其中地产行业超70%发行人有国际评级。而城投发行人有评级的主体占比较低，2022年上半年仅为33%。大多数城投公司选择无评级发行海外债（表1）。

表1: 2021年及2022年上半年中资美元债发行主体分行业概况

		发行主体数		有中资国际评级主体数	
		有国际评级主体数	占比	有中资国际评级主体数	占比
城投	2021年	167	50%	14	8%
	2022上半年	134	33%	10	7%
地产	2021年	85	80%	28	33%
	2022上半年	30	70%	10	33%
金融	2021年	74	84%	6	8%
	2022上半年	36	81%	5	14%
其他	2021年	98	67%	9	9%
	2022上半年	45	36%	1	2%

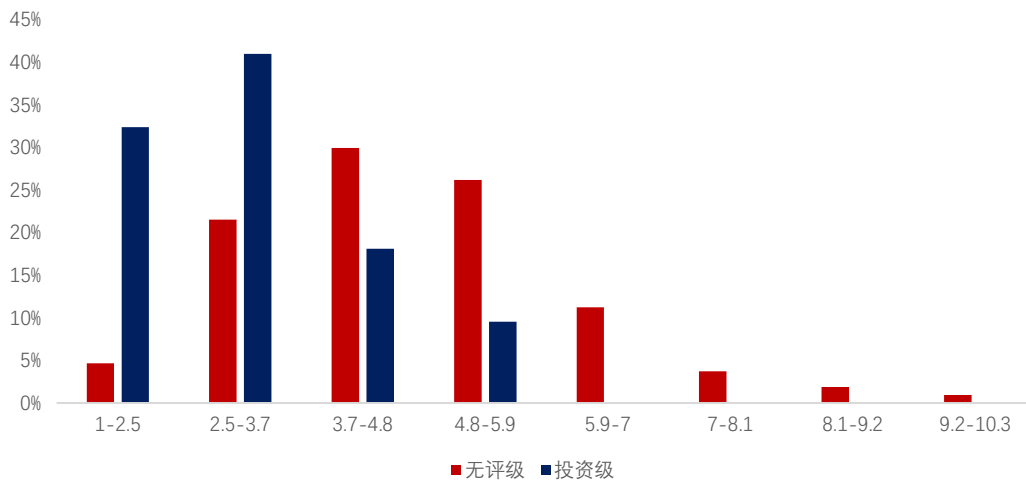
数据来源：DMI, Bloomberg, 鹏元国际

城投公司无评级主体占比较高，资产特殊性可能是重要原因

城投公司 2022 年海外发债发行增幅较大，2022 年上半年，城投在中资美元债发行人中占比超过一半。但城投公司较多采用了无评级发行模式，2022 年上半年的城投美元债无评级发行人占比约 67%。中国城投公司是较特殊的一类资产，具有中国特色的特殊性，其评级逻辑包括了对城投公司本身信用、相关地方政府信用和二者联系的判断。我们认为，相对特殊的性质，使得城投公司的信用分析与国际评级机构的传统分析框架的匹配可能存在一定难度。同时，城投公司作为政府信用关联类资产，也受制于国际评级机构对中国主权及政府的评级的限制。如 2017 年国际主要评级机构接连下调了中国主权评级。以上因素可能是城投公司多采用无评级发行的主要原因。

而中资国际评级机构一方面对中国公共财政类资产有更深入的了解，同时采用能够被国际投资人所接受的分析逻辑，可以在一定程度上填补这种境内外城投信用理解上的偏差。从 2021 年以来的投资级和无评级城投美元债发行的利率分布（剔除备证发行）来看，可以看出投资级城投的发行利率相对集中，超 73% 分布在在 1%-3.7%。而无评级的城投发行利率较为分散，26% 分布在 3.7% 以下，同时也有超 40% 分布在 4.8% 以上（图 2）。可见国际评级对市场定价有较强的引导作用。

图 2: 2021 年至 2022 年 6 月城投离岸债发行利率分布 (%)



数据来源：DMI, Bloomberg, 鹏元国际

中资美元债投资人结构中外资仍占相当比重，中资国际评级机构提升话语权任重道远

中资评级机构在海外市场的发展时间有限，但发展速度较快。央行的政策支持有望提升中资离岸债这一市场的中资国际评级覆盖率，由点及面，逐步建立起中资国际评级的有效信用评价体系和影响力。目前中资美元债的投资人结构中外资占比仍不低，截至 2022 年 7 月 21 日，已披露持有数据的中资美元债持有人的持有总金额约 1,112 亿美元（约占中资美元债整体市场余额 13%），其中以外资管理公司为主，包括黑石、富达国际、安联保险和汇丰等国际主流金融机构¹。因此中资国际评级机构的良性发展，仍取决于其客观、科学、可比较和稳定的信用评估方法；取决于评级能否正确反应被评主体的信用水平，并能够经受市场的检验。这样才能逐步获得国际市场的认可，提升国际话语权。

¹ 数据来源：Bloomberg

联系我们

主分析师

左一鸣, FRM

+852 3615 8341

jameson.zuo@pyrating.com

分析师

林思琪

+86 755 83210225

siqi.lin@pyrating.com

评级服务联络人

魏伦

+852 3615 8324

allen.wei@pyrating.com

媒体联络人

media@pyrating.com

若欲获取进一步的信息, 敬请访问 www.pyrating.com

免责声明

鹏元资信评估(香港)有限公司(“鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”)按照既定的内部流程, 拟备不同的信用研究和相关评论(统称“研究”)。本公司保留在不事先通知的情况下, 自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何信息的权利。

研究适用于免责声明和限制。研究和信用评级不是财务或投资建议, 也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议, 并且不能反映/针对任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训, 有能力独立评估投资和商业决策。

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和信息作出。为了本研究的目的, 公司会从我们认为可靠且准确的来源获得具有充分质量的事实性信息。我们不会进行审计, 也不会对研究中使用的任何信息进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开信息的遗漏、错误或不一致性负责。

本公司不对以任何形式对其提供的任何信息的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的信息所造成的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2022 版权所有 © 鵬元资信评估(香港)有限公司 保留所有权利。