

# 从国际市场比较视角看熊猫债的发展

新世纪研发主权评级部 曹曼茜

由境外发行人在一国境内发行、以当地货币计价的债券称为外国债券。熊猫债券是其中的一种，系中国境外的债券发行人在中国境内发行的、以人民币计价的、按照约定货币和汇率偿还的各类债券和结构化产品。经过 2005 年至今的十年发展，熊猫债券正进入快速发展阶段。放眼世界范围内其他外国债券，如美国扬基债券、日本武士债券、瑞士法郎债券、澳大利亚袋鼠债券、英国猛犬债券和韩国阿里郎债券，大多在上世纪末 30 年间得到发展和成熟。本文站在国际市场角度比较中国及以上六国外国债券发行规模及市场发展、外国债券市场发行人及债项特点、违约情况，从而对熊猫债市场当前发展条件、未来发展方向和值得关注的风险因素作出判断和展望。

外国债券以发行地货币计价发行，但出于比较便利，本文均以美元为统计单位。

## 一、各国债券发行规模及市场发展

从市场规模看来，目前世界上最主要的外国债券市场有美国扬基债券、日本武士债券、澳大利亚袋鼠债券和瑞士法郎债券，此外还有市场相对较小的英国猛犬债券和韩国阿里郎债券，其中猛犬债券 1999 年后至今未继续发行。中国熊猫债券虽然起步最晚，但截至 2016 年上半年，累计发行总量已超过猛犬债券和阿里郎债券，在本篇比较的七国市场中排名第五。

外国债券的市场规模大小受国家经济总量、货币国际化程度、债券发行年数、债券市场发达程度等多层次因素影响。下文将有比较地对各个市场做逐一说明。

表 1：截至 2016 年 7 月上旬各国外国债券累计发行量

发行市场	发行年份	累计发行量（亿美元）
美国	1964 至今	9111.79
日本	1970 至今	6122.61
澳大利亚	1971 至今	4476.76
瑞士	1986 至今	628.72
中国	2005 至今	99.87
英国	1980-1999	77.45
韩国	1995-2015	21.21

数据来源：Bloomberg，新世纪整理

## （一）美国扬基债券市场

美国扬基债券凭借美国长期以来经济总量优势和美元强势的国际地位在累计规模上遥遥领先。作为发展最早的外国债券市场，扬基债券经历了三个发展阶段：1964-1983 年缓慢起步，其中前 10 年受政府资本管制，债券发展受限于政府征收的利息平衡税，后十年取消平衡税，市场反响却一般，保持稍高速率平稳发展；1984-1999 年随着各国战后经济建设取得成效，包括新兴经济体在内的全球经济进入高速发展，扬基债迎来鼎盛二十年；2000 年至今平稳回落，一方面是美国国内消费加大，在互联网金融和房市推动下国内金融市场泡沫堆积所致，另一方面是美国央行多轮加息以求缓解国内经济过热，间接促使融资者奔赴利息更低的欧洲市场。扬基债券的单年发行量以 1999 年为分水岭，1999 年前发行量不断攀升，1999 年后开始呈快速下降趋势（图 1），更从 2004 年开始被累计总量紧随其后的日本、澳大利亚和瑞士三国债券不断超越。

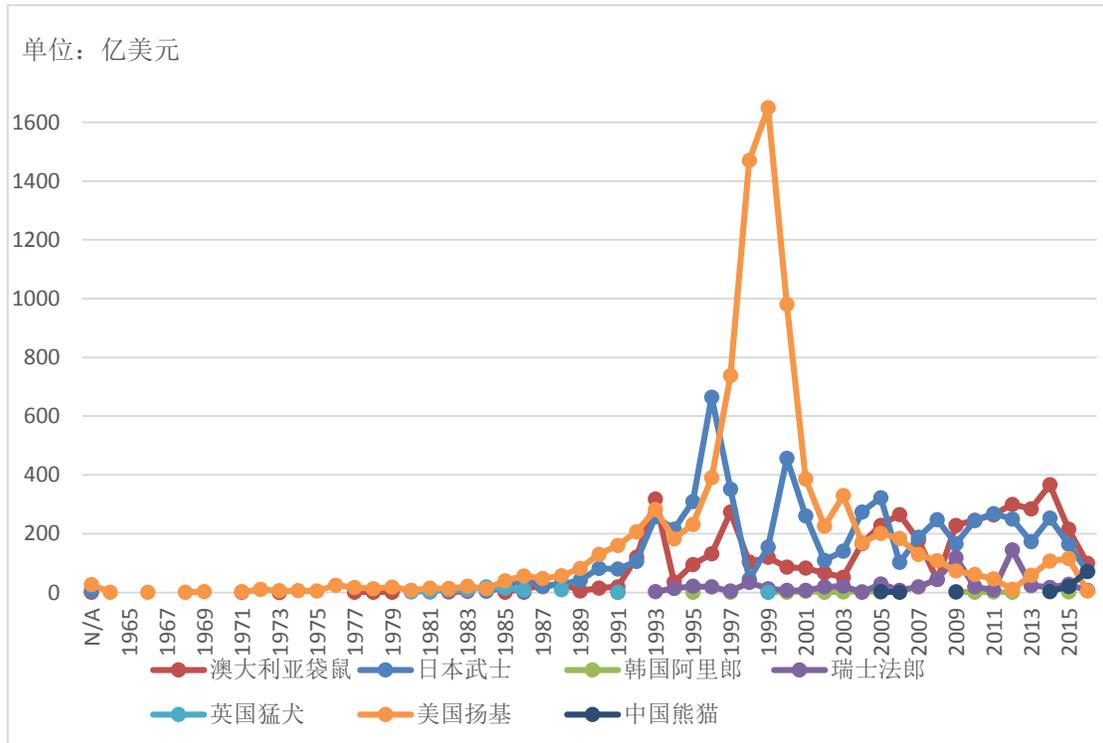


图 1：各国外国债券年发行量（数据来源：Bloomberg，新世纪整理）

## （二）瑞士法郎债券市场

相比之下，1986 年发展至今已三十年历史的瑞士法郎债券市场规模一直比较稳定。这很大程度上得益于瑞士完善而严格的金融法制体系和自由的资本流动，长期低利率也提供了良好的融资环境，同时法郎债以瑞士牢固的经济基础、坚挺的货币和安全可靠的投资管理吸引着境外投资人。尤其在 2008 年美国次贷危机波及全

球的情况下，瑞士法郎债在 2008、2009 和 2012 年不断刷新其自身年发行量记录，并在 2009 和 2012 两年超越扬基债券的单年发行量。

### （三）日本武士债券市场

从外国债券占各国境内非政府债券市场的比例上看<sup>1</sup>，外国债券所占比例大体上随着当地债券产品的多样化和金融市场的逐步成熟由高走低。各国国际债券往往从监管便利的在岸市场先发展起来，其后随着货币国际化推行和资本管制放松，离岸市场发展更快、空间更大，进而超越并一定程度上挤压在岸市场规模。日本武士债就是较为典型的例子：武士债比日元欧洲债券早发行 7 年，上世纪 90 年代是武士债发展的顶峰时期，却被同期拓展更为迅猛的欧洲日元市场赶超。从 1995 年起武士债市场规模一直落后于欧洲市场，其发展也一定程度上受制于欧洲市场的替代。

表 2：外国债券占国内非政府债券市场比例

发行市场	初期十年左右平均占比		初期以后历史平均占比		近 5 年平均占比
澳大利亚	1971-1979	100.00%	1982 至今	20.72%	11.43%
日本	1970-1984	10.92%	1985 至今	2.86%	1.20%
韩国	1995-2005	48.84%	2005-2015	0.59%	0.05%
瑞士	1986-1996	4.92%	1997 至今	2.90%	2.90%
英国	1980-1984	64.87%	1985-1999	5.76%	-
美国	1964-1979	9.51%	1980 至今	4.26%	0.18%
中国	2005 至今	0.05%		-	0.08%

数据来源：Bloomberg，新世纪整理

武士债券市场诞生于战后经济高速增长期，日本的经常账户开始出现盈余并迅速积累。日本政府为缓解日元升值压力、推动资本输出，而应国际社会要求开放了资本市场。1970-1983 年是市场萌芽期，武士债基本实现发行者多元化，发行人包括超国家机构、国家政府、金融和非金融企业。1984-1996 年武士债进入快速发展期，一方面得益于日本政府加大推行日元国际化，1984 年取消外汇管制，开放日元自由兑换，日本企业和境外机构在境外日元债券的发行量都大大提高；另一方面，日本自 90 年代中期开始保持低利率，武士债券以高于日本国债的收益率成为了投资者尤其是个人投资者<sup>2</sup>最青睐的固定收益投资工具。1995 年下半年日本五年期国债平均利率 1.9%（同期武士债收益率 4.15%），1996 年下半年平均 2.2%（同期武士债

<sup>1</sup> 注：由于各级政府债券普遍占各国国内融资金量 95%以上，外国债券与之相比微不足道，因此在比较时除去了政府债券，而仅将外国债券与其他类型债券相比，意义更大。

<sup>2</sup> 这个时期日本涌现出的大批个人投资者占据了市场主要位置，他们主要由管理家族财富的日本家庭主妇组成，并从此长期活跃在国际货币市场上，被称为“渡边太太”（Mrs. Watanabe）。

3.94%)。凭借在日本国内的明显优势，1996年武士债券年发行量达到历史顶峰的664亿美元，而个人投资者占购买总量的65%（1995年占49%，1994年占34%）。1996年至今是武士债的回落平稳期。虽然近年日本市场利差区间缩小，但武士债券收益率相对其他固收产品仍有优势，发行成本又逐年降低，因此年发行量仍能稳定在平均200亿美元左右。国际发行人为日本带去的先进的金融市场技术，也推动了日本债券市场的长期发展。

#### （四）澳大利亚袋鼠债券市场

袋鼠债券伴随着澳大利亚国家经济的增长，于上世纪70-80年代起步，90年代进入快速发展期，至今保持较高的发行量。袋鼠债在初期十年是澳大利亚境内唯一的非政府债券；80-90年代公司债在澳大利亚大量兴起，袋鼠债占非政府债券市场的份额下降至25%，2000年以后依然保持了11%左右的市场占比。早期投资者中境内个人投资者占比逾1/3，而从80年代开始非居民投资者成为投资者中最为显眼的人群。袋鼠债券既为境外尤其是战后快速发展的德国和日本融资者提供了大量的资本，也为境外投资人分散风险敞口提供了跨境组合的投资机会，并推动了澳大利亚货币利率掉期市场的发展，在澳大利亚金融市场的成熟过程中功不可没。

#### （五）韩国阿里郎债券市场

韩国阿里郎债券仅有20余年历史，主要在1998年亚洲金融危机后得到发展。以金融危机为教训，亚洲市场开始重视包括债券在内金融市场的健全。为了丰富金融市场工具、避免双重错配<sup>3</sup>，阿里郎债券一时兴起，初期十年占到非政府债券市场份额高达48.84%；但由于国内利率居高不下，阿里郎债发行热度也很快下降。2012年阿里郎债券发行量仅为2001年鼎盛时期的1/10左右，占市场0.04%，其后两年无发行，2015年占市场0.06%，今年上半年至今再次无发行。

#### （六）英国猛犬债券市场

英国猛犬债券的兴衰有些类似阿里郎债券，在撒切尔夫人执政的上世纪80年代十年间昙花一现。撒切尔夫人推行自由市场经济，取消外汇管制，施行货币自由化，一度催生猛犬债券的发行。但政府其后为了抑制经济过热、降低通胀压力而采取提高利率的手段，最终打击了消费意愿，造成房价下滑、公共部门投资下降、经常性账户大额赤字。1990年英国通货膨胀率达到8年以来最高的10.9%，而GDP增

---

<sup>3</sup> Double mismatch，亚洲金融危机爆发的重要原因即是新兴市场通过短期借入支撑长期投资、贷外汇（美元或日元）投资本国货币，造成货币和期限两方面错配，最终由于日本银行国内坏账问题显现而撤贷，导致东南亚地区大部分资本外流，危机爆发。

长几乎停滞，国家经济重新陷入衰退。猛犬债券由于融资环境恶化，1991年后鲜有发行。

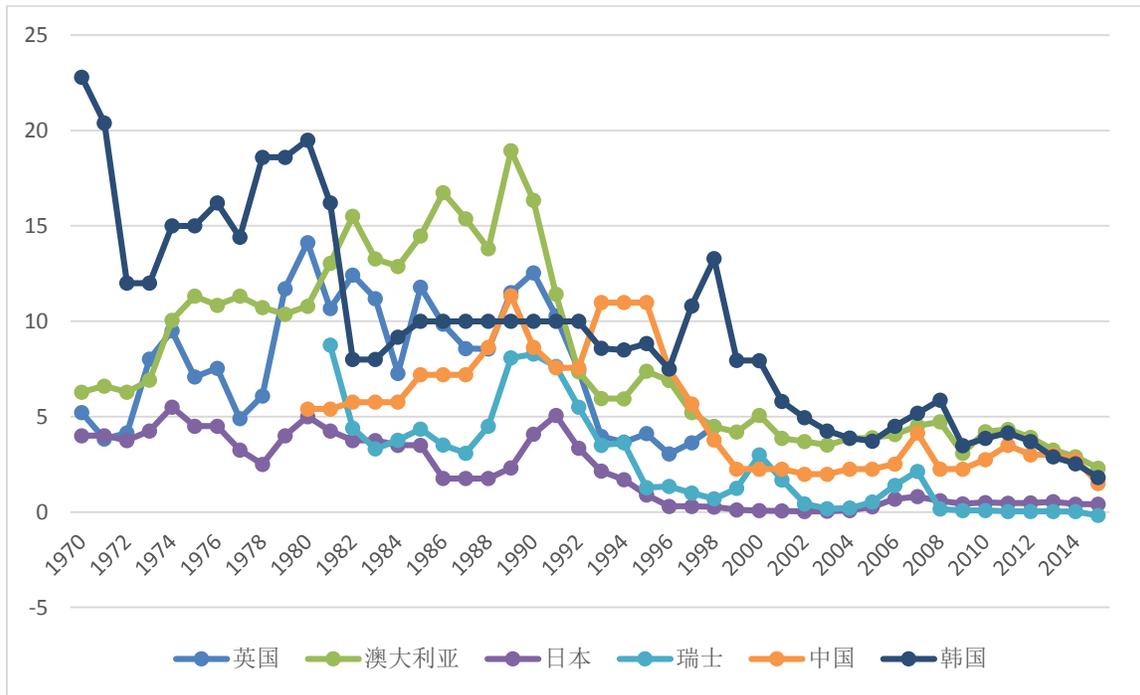


图 2: 各国存款利率走势 (%，数据来源：世界银行，新世纪整理)

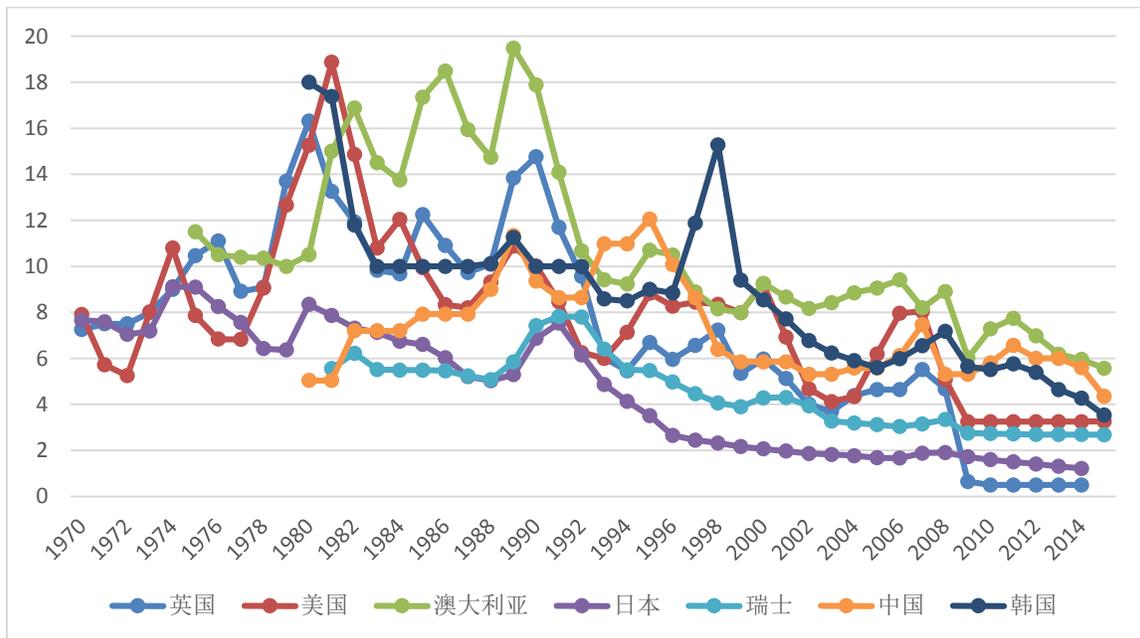


图 3: 各国借款利率走势 (%，数据来源：世界银行，新世纪整理)

## （七）外国债券市场发展小结及中国熊猫债券市场

综合以上市场的发展经验,我们认为决定一国外国债券市场发展的因素主要有: 1) 国内资本积累, 包括经济增长下的资金盈余和经常性账目盈余等; 2) 外资吸引力, 包括稳健的金融体系和高效的制度安排等; 3) 利率条件, 一般利率水平较低时融资成本也较低; 4) 货币活跃度, 货币交易需求大有利于打开该币种的融资市场; 5) 资本管制限制, 包括汇兑自由、流通自由、金融征税等; 6) 政策推动。其中, 前四个条件与一国现有经济发展状况密切相关, 而资本管制和政策推动属于国家政府对经济发展的管控手段。通过发展外债市场推行货币国际化, 也可以进一步提升货币活跃度, 从而形成良性循环。

按以上分析框架来看国内熊猫债券市场, 我们发现: 国内大量机构和个人投资者亟待良好投资品; 2014 年来央行 6 次降息, 融资成本较低; 人民币本年将纳入 IMF 储备货币, 人民币跨境支付结算相关的基础设施建设已在海外正式启动, 货币活跃度不断提高并得到国际认可; 资本自由度加大, 允许熊猫债募集资金和还本付息资金境内外流动; 发行条件也不断放宽, 境外发行人可以使用经相关部门认可与国内准则等效的财务编制和审计方法, 发行更加便利; 中国政府也以丝绸之路经济带建设和亚洲基础设施投资银行的成立为契机, 向高信用等级的政府和金融机构开放了熊猫债券的发行通道。由此看来, 熊猫债券的发展环境已经比较成熟。

从实际发展情况来看, 2005 年 10 月, 国际金融公司和亚洲开发银行在我国银行间债券市场发行了规模分别为 11.3 亿元和 10 亿元的人民币债券, 自此开启了中国的熊猫债券市场。在初期八年内, 市场发展较为缓慢。2010 年熊猫债发行制度在多方面得到发展和放宽, 包括允许熊猫债募集资金和还本付息资金境内外流动, 实行国内国外双评级, 允许使用经中国财政部认可与国内准则等效的财务编制和审计方法等。2015 年, 发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 其中也提出“支持沿线国家政府和信用等级较高的企业以及金融机构在中国境内发行人民币债券”。随着这一系列政策和制度的发展, 熊猫债市场由 2005-2013 年共计发行 40 亿元的萌芽期, 到 2015 年全年发行 150 亿元, 2016 年上半年发行 327 亿元, 已经快速步入发展期。加之国际货币基金组织 (IMF) 宣布人民币将于 2016 年 10 月 1 日被纳入特别提款权 (SDR) 的货币篮子, 亚洲基础设施投资银行于 2016 年 1 月 16 日开业, “一带一路”倡议加快落实, 人民币跨境支付结算相关的基础设施建设正式启动等背景, 我国熊猫债券市场现有的经济和政策环境都十分适宜发展。

有其他成熟市场的产品类型和市场发展作借鉴，现阶段包括熊猫债在内的人民币债券市场发展稳健，预计中短期内将会以更高速率增长。熊猫债起步以来占非国债市场比重较小，长期低于 0.05%，2016 上半年虽有所突破，但也仅占市场 0.17%，以目前势头来看发展空间较大。随着人民币国际化的推行以及配合一带一路经济建设，熊猫债券在中国债券市场的地位也会有一定上升。同期以香港为代表的人民币离岸债券市场也在稳健发展，2007 年香港人民币债券年发行量达到 100 亿元，2011 年更增至 1079 亿元，远超内地。人民币大陆和香港市场之间的关系目前表现为“资本跨境联通但规模较小，清算渠道畅通但限额管制”，任志刚（2010）对此也提出发展建议：“一、建立起联系两个市场的机制，并确保这一机制能实践对离岸业务可能给在岸市场带来的冲击进行密切监控；二、建立起两个市场银行间清算系统渠道，将其作为人民币跨境有序透明流动的通道；三、在确保不削弱内地资本管制完整性的前提下，保证在两个市场拥有充足的人民币流通量”。未来应是人民币债券多市场同步发展的趋势。

## 二、外国债券市场发行人及债项特点

发行人评级是债项评级的重要基础。各个市场由于发展环境差异，吸引到的融资者各有特点。目前已发行的熊猫债券中超过 83% 都获得了国际或国内评级机构的 AAA 级债项评级，余下 AA+ 和 A- 各占 10% 和 7%，区分度不大。因此，我们着重从发行人级别和行业分布，结合相关债项级别和期限，来比较各个外国债券市场。

以下统计按照标准普尔（Standard and Poor's，以下简称“标普”）给出的发行人评级，将发行人分为投资级（BBB-及以上）、投机级（BB+及以下）、违约<sup>4</sup>和无评级<sup>5</sup>（D, NR, N/A）。请注意此违约指发行人评级，不等同于债券违约，我们将在文章第三部分对债券的违约情况作单独说明。同时值得注意的是，各个市场上未取得标普评级的发行人都占有可观的比例，而这些发行人：①绝大多数也未取得穆迪（Moody's）或惠誉（Fitch）的评级，其中很多是信誉良好的跨国集团、地区政府或机构，例如瑞银集团（UBS），瑞士信贷集团，（加拿大）魁北克水电公司，加拿大 BC 省政府，韩国进出口银行，韩国产业银行等；②凡是取得穆迪评级，则无一例外地属于投资级，其中英、美、中、韩四国市场上未获标普评级、仅获得穆迪评级的发行人全部是 AAA 级别；③若将穆迪评级纳入考虑，对我们以下统计出的投

---

<sup>4</sup> 标普仅对美国市场上的两位发行人给出过违约（D）级别。其中 Essar Steel Algoma Inc 在 2002 年发行了两只扬基债，一只 2009 年底到期已经如期兑付，另一只将在 2030 年到期；Flag Ltd 在 1998 年发行了一只扬基债，2008 年初到期，已经违约。

<sup>5</sup> 本文中“无评级”除特殊说明外都是指无标普评级。

机级占比完全没有影响，而对投资级占比影响也不大——被影响最大的日本武士债券发行人投资级占比大约在标普基础上上浮 8% 左右，澳大利亚袋鼠债券发行人投资级占比上浮 6%，其他市场发行人投资级占比上浮 2% 以内。因此，我们的数据结论可视为对投资级占比的保守统计和投机级占比的较可靠统计。

惯例上债券期限分为短期（1 年及以内）、中期（1 年以上 10 年以内）和长期（10 年及以上）。为比较方便，本文更进一步将 10 年以上债券分为长期（10 年及以上 20 年以内）和超长期（20 年及以上）。

以下基本按照近五年以来发行人投机级占比由高到低，对各个市场情况逐一说明：

**表 3：2012 年初-2016 年 7 月上旬外国债券市场发行人评级分布**

发行市场	投资级 (%)	投机级 (%)	未评级 (%)
中国	51.70	30.06	18.24
瑞士	0.00	7.36	92.64
日本	90.29	3.07	6.64
美国	68.00	0.00	32.00
澳大利亚	61.45	0.00	38.55
韩国	0.00	0.00	100.00
英国	-	-	-

数据来源：Bloomberg，新世纪整理

### （一）瑞士法郎债券市场

瑞士法郎债券市场处于转型之中，从对风险持保守态度转向接受态度。历史上发行的 363 只债券中 BBB 和 A 级发行人原本占绝对主导，但投机级发行人从 2014 年起开始在市场上活跃，分别占 2014 和 2015 年瑞士法郎债券单年发行额的 32.39% 和 38.84%，余下份额无评级。投机级发行人 Selecta Group BV (B-) 2014 年发行了两只共计 5.47 亿美元的六年期法郎债券，Sunrise Communications Holdings SA (BB+) 2015 年发行了两只共计 10.71 亿美元的七年期法郎债券。从整体历史发行量来看，投机级发行人占 2.5% 且呈上升趋势，投资级占 7.5%，无评级占 90%。

苏黎世作为世界金融中心之一，其孕育出的法郎债券市场自始至终都由金融机构发行人占据绝对主导。瑞银集团、瑞士信贷、EFG 国际金融集团和 BKB 金融集团等注册于瑞士境外、总部在瑞士发行人，是法郎债券市场最为活跃的发行人。已发行的法郎债券期限种类较为丰富，有 1-8、10、14、15 年期。在这个以金融机构为主要发行人的市场上，1 年短期债券最为盛行，占总发行只数 40% 以上；2-8 年中

期债券占比都在 5%-10%左右；10 年期以上债券总计占比 7%。法郎债券的债项评级普遍在 B 级以上，且不同风险度的债券数量较为均衡。获得评级的债项中，AAA 占比 4.7%，AA 占 51.8%，A 占 8.2%，BBB 占 17.6%，BB 占 10.6%，B 占 7.1%。

## （二）日本武士债券市场

武士债券也是对风险接受度比较好的市场，长期以来风险型发行人都比较活跃。在 1985-2000 年的十五年内，投机级发行人平均占武士债券市场发行金额 15% 以上（1992 单年达到 32.92%），2000-2015 年间此均值降至 5% 以内，但市场上仍长期有风险型发行人的身影（2016 上半年占比又达 14.85%）。武士债发行人地域分散度极高，仅次于美国扬基债，行业也比较多元化。从地域上看来自美国的发行人最多，其次是超国家机构和韩国、澳大利亚、法国、瑞士等发达国家，其余的发展中国家（地区）合计占比近 20%。各地区先后大量发行武士债券，在历史上几次推动了发行量的扩张（图 4）。2000 年前活跃的超国家机构主要有亚洲开发银行、欧洲投资银行、国际复兴开发银行和非洲开发银行，2000 年后亚洲开发银行基本退出，国际金融公司取而代之，其余机构继续大量融资。从行业上看，金融机构整体上占主导地位，超国家机构、各国中央和地方政府、通用电气、沃尔玛、德国电信等大型企业百花齐放。

与发行人多元化相对应的是债券期限品种的丰富，总体以中期债券为主、长期债券为辅。短期债券占历史发行只数 2.46%，中期债券占 70.54%，长期债券占 24.61%，超长期债券占 2.24%。其中，超长期债券通常由超国家机构发行，且以 30 年期限为主，除此以外，百富勤投资集团（Peregrine Investments Holdings Ltd）也在 1997 年发行过 4 只共计 3.49 亿美元的 52 年期债券，创武士债券市场期限之最。2000 年前，随着发行人种类的拓展，武士债期限明显由长期向中短期移动；2000 年后市场回落稳定发展，基本确立了中期为主、长期为辅的格局。

市场发展前期债项风险度较高，1988-2001 年间有超过 20% 债项获得投机级，其余年份几乎没有投机级债券，债项级别多为 AAA,AA,A,BBB，且分布较为平均。

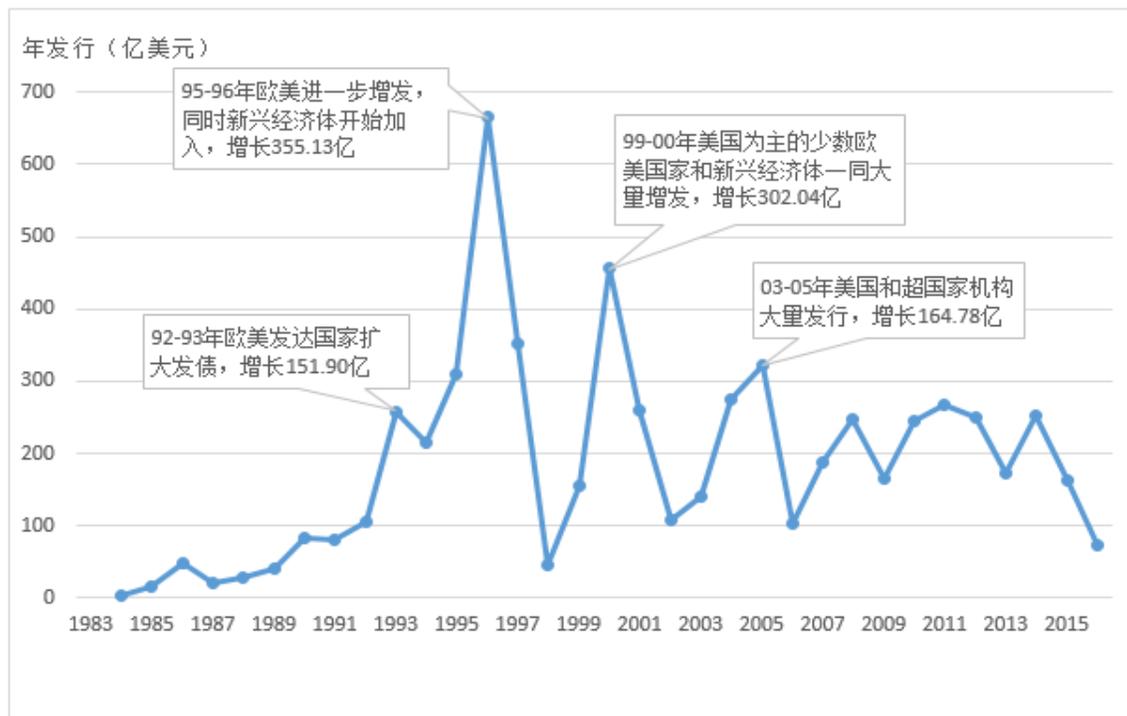


图4: 武士债券几次主要发行增长说明 (数据来源: Bloomberg, 新世纪整理)

### (三) 美国扬基债券市场

美国扬基债券市场体量最大，发行人种类和债券类型也最为丰富，在吸收了大量优质发行人的同时容纳了少量风险型发行者。投机级发行人从 1992 年起出现在扬基债券市场上，并在之后保持了 15 年的活跃。1992-2006 年间投机级发行人的发行额平均占总发行额不足 5% (最高占比为 2004 年 10.77%)，从历史整体发行额来看，投机级占 2.92%，投资级占 35.62%，无评级占 61.47%。扬基债券发行人类型的转变，可以总结为由政府发行人开端、金融机构引发大爆炸式增长、最终回落至少数银行和企业融资人手中的传奇市场。1970 年之前扬基债券的发行人全部为加拿大各级省市政府；70 年代韩国、以色列和墨西哥政府、超国家机构开始陆续加入，以加拿大贝尔集团、加拿大国家铁路公司为代表的各国企业和银行也相继发债，但仍以加拿大省市政府占多数；80 年代瑞典政府和超国家机构的发行量开始增加，发行只数上与加拿大齐头并进，各类银行暂露头角；90 年代起各国金融机构、能源和通信传媒类企业大量增发，1999 年前各类银行发行人更是井喷式涌现，发行量较 70 年代末增长逾 90 倍，将扬基债券市场推向鼎盛，自此各国金融机构开始主导扬基债

券市场，非金融企业为辅，政府类发行人逐步让位，一直持续到本世纪初；2008 美国次贷危机以后，北美地区以外发行人一度静寂，2012 年市场发行量已缩至 70 年代末水平，近两年仅剩德意志银行、苏格兰皇家银行、加拿大太平洋铁路公司等少数金融机构和企业支撑起 100 亿左右的市场年发行量规模。

与发行人相对应，80 年代末以前在由政府发行人主导的扬基债券市场上，债券全部为 10 年以上的长期和 20 年以上的超长期；随着银行机构和企业兴起，期限不断向中短期靠拢；在金融机构大爆炸的 2000 年前后，市场走向了以中短期债券为主的另一个极端，中短期占到发行只数的 90% 左右。平摊到历史整体中，短期、中期、长期、超长期约成 3: 1: 1.5: 1 的比例。最长期限是中国政府、加拿大太平洋铁路公司和韩国电力公司等五位发行人各自先后发行过的 1 亿、2 亿、9 亿美元不等的 100 年期债券（基本可视为永续债）。从债项评级看来，级别由高到低占比基本成纺锤型，获得中间段 A 和 BBB 级的债券最多，AA 以上和 BBB 以下较少。1990 年后投资与投机级各占发行只数 89% 和 10% 左右。



图 5：扬基债主要发行阶段（数据来源：Bloomberg，新世纪整理）

#### （四）韩国阿里郎债券市场

韩国阿里郎债券历史发行 48 只，投机级发行人仅一家（约旦政府 BB-，2011 年发行的 0.71 美元一年期阿里郎债券，已如期兑付）。投机级发行人所发数额占历史发行额的 3.33%，投资级占 32.26%，其余无评级占 64.41%。阿里郎债券的发行人主

要是金融机构和企业，包括野村国际、现代资本、Indorama 风投和美国 SKC 等，超国家机构较少，没有政府部门发债。债券期限以短期为主，三年期以内的占 75%，5 年、7 年、10 年和 15 年期也曾发行。历史上仅有 3 只阿里郎债券获得标普和穆迪的债项评级，其中两个获得 AAA 级，一个获得 A 级。

### **（五）英国猛犬债券市场**

英国猛犬债券历史发行 60 只，仅 1 只的发行人是投机级（葡萄牙政府 BB+u，1986 年发行的 2.28 亿美元 30 年期债券已如期兑付）。历史累计发行金额中，2.94% 为投机级，35.68% 为投资级，61.38% 为无评级。鉴于猛犬债券在撒切尔夫人执政期间的政府推动下出现，发行人带有浓厚的政治影响色彩，绝大部分为外国中央和地方政府，包括加拿大、葡萄牙、法国、瑞典、澳大利亚、冰岛、爱尔兰、墨西哥、新西兰、西班牙、丹麦、芬兰、特立尼达和多巴哥、马来西亚和希腊，共计 15 国。亚开行、非开行、欧投行等几大主要超政府机构也都曾发行。猛犬债券以 20 年以上的超长期债券为主，超长期占发行金额 93.53%，最长期限为 36 年，其余基本也为 14 年或 15 年期的长期债券。历史上有 41 只猛犬债券获得标普债项评级，全部为投资级别且评级较高，15 只 AAA，14 只 AA，10 只 A 和 2 只 BBB。

### **（六）澳大利亚袋鼠债券市场**

历史发行的 873 只获得评级的袋鼠债中仅 2 只出自投机级发行人（Ashland 公司 BB，1990 年发行的两只 2012 年到期债券共计 0.21 亿美元，均如期兑付）。历史累计发行金额中，51.26% 为投资级，0.005% 投机级，48.735% 无评级。袋鼠债券市场的发行明显带有世界经济的阶段性色彩：前期为战后德国、日本经济迅速崛起提供了融资，后期逐步转型为国际金融机构和超国家机构的融资平台。市场发端于 70-80 年代的北美政府、德日政府和各国金融机构发行人；在 90 年代，德国金融机构占尽半壁江山并越发显现“垄断”局面，日本政府和美国跨国企业在 90 年代初期也活跃融资，其后退位给德国机构；直至 2000 年后德国银行的融资力度才开始减弱，各国金融机构和超国家机构的进入丰富了市场并成为至今的两大主力发行者。

袋鼠债券发行期限由长缩短，呈现以十年为跨度的四个阶段：70 年代全部为 20 年以上超长期，80 年代为 10-20 年长期，90 年代由长期向中短期过度，2000 年后定型为中期为主（占 67% 左右）、长期为辅（占 31% 左右）的格局。

### **（七）中国熊猫债券市场**

熊猫债券市场建立的时期最短，由截至 2016 年 7 月上旬的标普发行人评级分布（前文表 3）可见，投机级占发行只数 30.06%，投资级占 51.70%，无评级占 23.00%，

市场对具有一定风险的发行人的吸引力和接纳度比较高。从发行额上看，投机级发行人所发的熊猫债券占历史发行额的 28.31%，投资级占 48.69%，23.00% 无评级。所有评级的债项无一例外地获得国际或国内机构的 AA- 以上投资级别。下文表 4 将数据更新至 2016 年 8 月，并综合统计了国际国内共 8 家评级机构给出的级别<sup>6</sup>，统计数据同样反映出债项信用等级较高、标普评定出的投机级发行人占比可观、并且中国国内评级机构给出的发行人级别普遍较高的特点。

**表 4：截至 2016 年 8 月熊猫债券标普与国际国内综合评级一览**

债项级别	发行只数 (只)		分类	发行只数占比 (%)		发行额占比 (%)	
	标普	综合		标普	综合	标普	综合
AAA	3	30	投资级	6.38	76.60	3.83	74.29
AA+	-	4					
AA-	-	2					
无评级	44	11	无评级	93.62	23.40	96.17	25.71
总计	47	47	总计	100.00	100.00	100.00	100.00
发行主体级别	发行只数 (只)		分类	发行只数占比 (%)		发行额占比 (%)	
	标普	综合		标普	综合	标普	综合
AAA	5	32	投资级	44.68	97.87	39.70	94.89
AA+	-	4					
AA	1	4					
AA-	1	-					
A+	2	1					
A-	6	5					
BBB+	2	-					
BBB-	4	-	投机级	25.53	0.00	31.20	0.00
BB+	2	-					
BB	4	-					
BB-	3	-					
B	2	-					
B-	1	-	无评级	29.79	2.13	29.10	5.11
无评级	14	1					
总计	47	47	总计	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：Bloomberg 和 WIND，新世纪整理

普遍获得高评级的局面也非国内独有，日本武士债券市场就曾一度爆发对于评级机构是否低估风险的两方面担忧：其一，日本的公司债券市场向来缺乏风险定价

<sup>6</sup> 综合评级包括的 8 家机构为：标准普尔评级服务公司、穆迪公司、联合信用评级有限公司、中诚信国际信用评级有限责任公司、中诚信证券评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、中债资信评估有限责任公司和大公国际资信评估有限公司。当存在两家或以上公司对同一主体或债项给出不同级别时，本次统计以较高级别为准。

的传统，旧市场长期处于“护航体系（Convoy System）”下，企业无力偿还的债券通常由其关联银行进行债务重组并收购，市场对信用风险的分析能力很大程度上未实现发展，市场担忧武士债券的定价对风险的反映不充分，进而加大了未来需要银行或证券公司回购违约债券的可能。其二，境内外评级机构相比而言，当时日本信用机构给出的评级普遍高于美国同行给出的评级，而日本信用机构的建设度和可靠度都比不上美国，市场担忧武士债券的评级对国内资金流向造成错误引导。然而进一步的分析将这两点担忧一一化解：一方面，1995-1996年的武士债券评级相对日本国内其他债项的评级来说并不算高，同信用风险水平的武士债评级即使高出美国同行也不会超出一个字母级（a full letter-grade）。另一方面，武士债券的定价与信用评级（无论日本还是美国评级）的相关性高于其他日本国内债券，较之其他国内债券，日本投资者对武士债券的风险补偿要求更高，并且风险越高越是如此。可见日本传统的主流银行对国内评级定价关系的扭曲作用在90年代中期的武士债券市场上已经不明显。武士债券的信用评级至少相对美国同行而言并非虚高，武士债券发行量的增长也并非是由虚高的评级所错误推动的。将日本的经验放之中国，熊猫债券的评级也有机会为国内债券市场风险定价机制的形成打基础，熊猫债券和其他国内债券的级别比较、和国外同行给出的级别比较也将对反观国内评级发展具有意义。

熊猫债券的另一个显著特点是，发行人已由最初的国际机构主导，转型为企业发行人主导。市场起步最初几年的发行人主要是亚洲开发银行和国际金融公司，戴姆勒公司随后开了企业发行人的先河，从2015年起，除韩国政府外，绝大多数是来自房地产、银行业和工业制造的企业发行人。无评级的7只熊猫债券来自4家海外注册的中资和港资房地产企业，4家的发行额共计25.31亿美元，占2015-2016两年发行额近1/3。虽然属于国际债券市场，但实际上熊猫债的融资方有半数来自大陆和香港地区，例如注册地在香港的中国银行（香港）有限公司、海航集团（国际）有限公司，注册地在开曼群岛的华润置地有限公司、中国汇源果汁集团有限公司等。能否吸引更多周边国家和跨国企业来华发债，扩大熊猫债券的格局，实现其推广人民币国际化、带动国内资金和国际市场融通的作用，将是未来一个值得瞩目的突破点。

已发行的36只熊猫债券期限基本在5年以内，三年期最为普遍，占比超过1/3。其中原因，既有市场较为年轻的元素，发行人试水，短期多发；也与发行人所处的行业周期、资金周转需求有关。五年以上仅有7年和10年期两种，品种较为有限。在近几年内，熊猫债的发展预计仍是5年期以内的中短期债项增长为主，而随着市场成熟和发行人多元化，长期债项品种应该更加丰富。

### 三、外国债券违约事件概况

目前有记录的违约事件来自美国扬基债券市场（119起）、日本武士债券市场（32起）和澳大利亚袋鼠债券市场（6起）。其他市场由于发行规模小（如英国和韩国），或发展较晚、大部分债券尚未到期（如中国），或市场发行监管严格等其他原因（如瑞士），因而未发生违约事件。

从发行人类型上看，超国家机构发债的保障度最高，从未发生违约。国家和地区政府的债券总体上也有极高保障，但与国家经济情况密不可分，一旦出现经济危机，就可能导致大规模的债务违约。作为唯一发生过违约的政府，阿根廷在1996-2000年间共发行8只中期武士债，总金额为35.29亿美元，全部发生违约；其后于2005年、2010年增发武士债，但金额都大幅减小至几百万~2亿美元，期限延长至24-31年。同期，债务危机也蔓延到阿根廷的企业层面，1993-2000年间在扬基债券市场上发债的阿根廷企业和金融机构有半数发生违约，违约金额总计19.63亿美元。

发生违约次数最多的是金融机构。美日澳三个市场上金融机构违约累计金额达121.41亿美元，较为引人注目的有雷曼兄弟破产案，致使2008-2017年间到期的价值22.43亿美元的武士债券发生违约，债券以5年期为主；冰岛银行业崩溃，Kaupthing银行在2009-2013年间到期的价值分别为2.18亿美元袋鼠债和6.50亿美元武士债券违约，都是3-5年的中期债券；违约名单上还有两家中国企业，福建国际信托投资公司两只总值2.58亿美元2006年到期的10年期武士债，以及海南国际信托投资公司四只2001-2004年到期的总值5.22亿美元的7年期武士债券都发生违约。

但考虑到金融机构本就是外国债券市场最活跃的发行人，其违约发生的比例并不算最高，相比之下通信传媒企业高发的违约事件更为惊人。从2003年起到2010年，欧美多国通信传媒企业接二连三地爆发偿债危机，包括AT&T加拿大公司（28.65亿扬基债券）、英国RSL传媒（14.03亿扬基债券）、英国泰坦电缆（10亿扬基债券）等，通信行业债券的累计违约金额已高达146.11亿美元，较为集中地发生于2005-2010年间到期的债券，且近半数为10年期债券。从侧面反映了这个行业正面临的发展变革和挑战。

其他企业累计违约金额为 96.85 亿美元,其中工业制造 52.66 亿,货运 11.66 亿,能源 16.83 亿,矿产资源 12 亿,食品加工制造 3.7 亿。



图 6: 违约事件的行业分布 (数据来源: Bloomberg, 新世纪整理)

表 5: 发生三次及以上违约的企业名单

公司名称	注册国家	所属行业	违约次数
阿根廷政府国际债	阿根廷	国家政府	8
雷曼兄弟	美国	金融机构	8
AT&T 加拿大公司	加拿大	通信传媒	6
RSL 通信	英国	通信传媒	6
阿伯蒂比集团	加拿大	工业制造	5
Kaupthing 银行	冰岛	金融机构	5
波多黎各保护基金	波多黎各	金融机构	5
挪威海湾石油服务协会	挪威	能源	5
海南国际信托投资公司	中国	金融机构	4
百富勤投资集团有限公司	百慕大群岛	金融机构	4
毛里求斯裸德利金融	毛里求斯	金融机构	4
墨西哥高炉公司	墨西哥	工业制造	3
杜曼工业	加拿大	工业制造	3
Multicanal 公司	阿根廷	通信传媒	3
泰坦电缆公司	英国	通信传媒	3

数据来源: Bloomberg, 新世纪整理

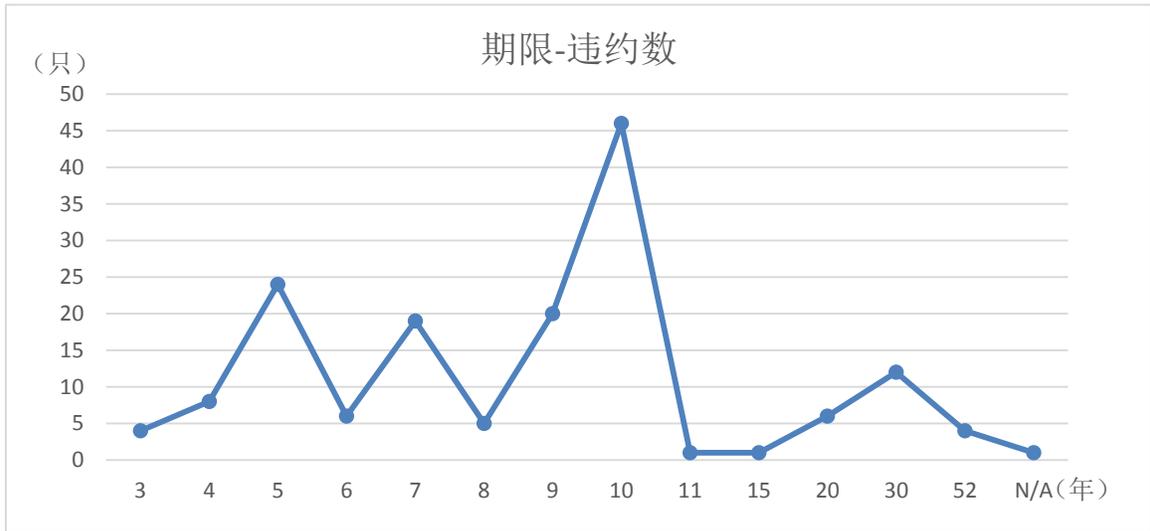


图 7: 不同期限的债券违约发生次数 (数据来源: Bloomberg, 新世纪整理)

#### 四、结论

通过对中国、美国、日本、澳大利、英国、韩国和瑞士七国外国债券市场进行比较, 我们得出以下四点结论:

第一, 随着市场环境成熟和发行成本降低, 熊猫债市场已经步入快速发展期, 且人民币债券在岸和离岸市场都有较大空间, 我们较为关注: 熊猫债券能否在规模上从目前占非国债债券市场比例 0.08% 增长至靠近日本 1.2% 的水平; 发行人地区能否突破亚洲, 吸引更多其他地区信誉良好的国家、金融机构和企业来华发债; 债券期限能否从当前 5 年内中短期为主, 发展得更为丰富。

第二, 熊猫债市场已由最初国际机构主导转型为企业发行人为主, 相比其他国家市场的发行人, 熊猫债市场上投机级发行人占比较高。国内评级机构也需完善相应的评级体系, 对不同风险度的发行人和债项予以区分, 为投资者决策提供参考。

第三, 熊猫债券的评级或为国内债券市场风险定价机制的形成打下基础。评级机构也可通过将熊猫债券和其他国内债券的级别进行比较、将国内和国外同行给出的级别进行比较来反观国内评级的发展, 进一步提高评级水平。

第四, 参照以往外国债券历史违约事件, 我们发现违约事件的发生有一定时期集中度和行业集中度, 因此评级机构有必要密切关注各个国家宏观经济出现的动荡、特定行业发生的革新、以及大型国际企业发生的财务和金融危机, 及早向市场警示风险以及可能发生的风险传导。

## 参考文献：

- 段瑞琪，《武士债市场发展经验及对熊猫债市场的启示》；
- 李勇，2014，《国际债市里的熊猫、美国佬和武士》；
- 马全军，马勇，1997，《国际债券市场新趋势和我国的国际债券融资》；
- 毛锐，2010，《英国撒切尔政府宏观经济政策的实践与特点》；
- 吴昊，2016，《武士债券首次行的发展及其借鉴意义》；
- 杨梦莎，2015，《我国外国债券发展障碍问题研究》；
- 张斌，1995，《扬基债券市场的特点及约束条款》；
- 张高丽，2007，《外国债券在中国的发展研究》；
- Darius Miller and Natalia Reisel, 2009, Do country level investor protections impact security level contract design? Evidence from foreign bond covenants;
- Franklin Packer, Credit Ratings and Spreads in the Samurai Bond Market;
- Jonathan A. Batten, Warren P. Hogan and Peter G.Szilagyi, Foreign bond markets and financial market development: international perspectives;
- L Panitch, M. Konings, American Empire and the Political Economy of Global Finance;
- Standard & Poor's, 2003, Kangaroo Bond Market Analysis at April 30, 2003;
- Susan Black, Joshua Kirkwood, Alan Rai and Thomas Williams, 2012, A History of Australian Corporate Bonds;
- Yu Gao, 2011, The Sarbanes-Oxley Act and the Choice of Bond Market by Foreign Firms;
- Yun-Hwan Kim, 2000, Expanding Long-Term Financing Through Bond Market Development: A Post Crisis Policy Task.