

亚投行如何获得 AAA 评级

——基于超主权信用评级方法的分析

高 蓓 郑联盛 张 明

内容摘要：作为由新兴经济体主导的多边开发银行，亚投行能否获得较高信用评级并成功运营，是各方关注的焦点。本文通过研究多边开发银行的超主权评级机制及多边开发银行获得 AAA 评级的好处，分析了亚投行信用评级的优劣势，以及亚投行获得 AAA 评级的重要意义。本文认为，亚投行信用评级越高，融资成本越低，长期可持续发展能力越强。目前，亚投行职能定位准确，业务开展具有广阔空间，同时受到中国、印度、欧洲部分国家等股东的大力支持，在信用评级中会有加分效果；但是，作为新成立的多边开发银行，亚投行缺乏运营经验，也没有相应的项目积累，都会对其取得较高评级造成不利影响。对亚投行来说，虽然无法确保可以获得 AAA 评级，但通过强化优势和改正不足，争取 AAA 评级的努力却是重要且必要的。

关键词：多边开发银行 亚洲基础设施投资银行 超主权信用评级

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2016.02.003

引 言

由中国发起设立的亚洲基础设施投资银行（以下简称“亚投行”），已于 2015 年 12 月 25 日正式成立并将投入运营。和其他多边开发银行一样，亚投行为开展业务，需要在国际资本市场上发行债券，因此信用评级的高低具有重要意义。AAA 评级是评级公司最高评级结果，对任何发债人都有巨大吸引力，得到此结果有两点好处：第一，提高市场的认可程度，发行债券更容易；第二，降低融资成本。对于多边开发银行来说尤其如此，由于其融资只能依赖发债，因此，高信用评级则显得更为重要。

目前，包括世界银行、亚洲开发银行等在内的主要多边开发银行的信用评级均为 AAA，另外，加勒比开发银行为 AA+ 评级，安第斯开发银行为 AA- 评级，欧亚开发银行最高为 A- 评级，东南非贸易与发展银行最高为 BB+ 评级（见表 1）。比较不同信用级别的多边开发银行在金融市场上的表现，我们发现：第一，评级较高的银行其规模一般较大；第二，评级越高的银行发债量越多；第三，评级越高的银行发债成本越低。

因此，对于即将投入运营的亚投行来说，取得较高的信用评级对于其未来成功运营具有重要的意义。但对一家由新兴经济体主导的新多边开发银行而言，无论是理论研究还是实践应用，信用评

作者简介：高蓓，经济学博士，西安交通大学经济与金融学院讲师；郑联盛，经济学博士，中国社会科学院金融研究所副研究员、中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地副主任；张明，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、国际投资研究室主任。

这里为便于比较，将所有符号统一表示。当不同评级公司给出不同评级结果时，我们会全部列出。

级都是前所未有的全新话题，本文的研究正是为了弥补这一空白。

本文结构安排为：第一部分主要介绍对多边开发银行的超主权信用评级方法，包括超主权评级的定义，以及三家国际主要评级机构的超主权评级方法和程序；第二部分分析了多边开发银行能够取得高信用评级的具体原因；

第三部分通过模拟分析，研究亚投行取得高信用评级对降低融资成本的重要意义；第四部分具体分析了亚投行信用评级的优劣势，包括欧洲国家加入对亚投行信用评级的影响；第五部分就亚投行信用评级问题提出相关政策建议。

表 1 各多边开发银行信用评级汇总

名称	长期信用评级
世界银行(WB)	AAA
亚洲开发银行(ADB)	AAA
北欧投资银行(NIB)	AAA
欧洲投资银行(EIB)	AAA
泛美开发银行(IADB)	AAA
非洲开发银行(AFD)	AAA
加勒比开发银行(CDB)	AA+
安第斯开发公司(CAF)	AA-
欧亚开发银行(EDB)	BBB(惠誉)/A-(穆迪)/BBB(标准普尔)
东南非贸易与发展银行(PTA Bank)	BB+(穆迪)/BB(惠誉)

一、多边开发银行的信用评级方法

多边开发银行怎样才能得到 AAA 级别呢？对此，不同的评级机构有不同的评级方法。目前，能够开展超主权评级业务的只有标普、惠誉和穆迪三家全球最大的评级公司。本部分将首先介绍超主权评级定义，随后具体分析标普、惠誉和穆迪三家主要评级机构对多边开发银行的超主权评级标准和程序。

(一) 超主权评级定义

超主权评级 (Supranational Rating) 指对多边开发银行 (Multilateral Development Banks) 和其他超主权机构 (Other Supranational Institutions) 两类超主权机构的评级。其中，超主权机构中 80%—90% 为多边开发银行，构成超主权机构的主体，也是本文讨论的主要对象，如众所周知的世界银行和亚洲开发银行；其他超主权机构如欧盟 (European Union)、欧洲金融稳定基金 (European Financial Stability Facility) 和国际免疫财政机制 (International Finance Facility for Immunization)。

多边开发银行作为超主权评级的主体，与一般金融机构的相似点在于主要业务均为贷款，但在贷款目标、贷款对象、融资来源等方面却完全不同。具体来说：第一，由于多边开发银行本质上属于政策性银行，因此其贷款业务需要在考虑利润目标的同时兼顾政策目标。第二，与一般金融机构的股东为私人机构不同，多边开发银行的股东为主权国家，任何一个多边开发银行都不属于某一个国家所有，这是其超主权的本质表现。第三，不同于一般金融机构主要以吸收存款进行融资，多边开发银行主要通过发行债券的方式融资。第四，不同于一般金融机构的定期分红制度，多边开发银行的运营收益最终全部计入资本。第五，不同于一般金融机构必须接受巴塞尔资本协议外部监管，多边开发银行完全采用自我监管模式。第六，不同于一般金融机构的一般债权人地位，多边开发银行的优先债权人地位保障了其贷款安全。

(二) 超主权评级方法

超主权评级结果是对多边开发银行的全面衡量。目前，国际上三家主要评级机构均开展超主权评级业务，三者的评级方法均认为，对多边开发银行的评级需要同时考虑评级的内部因素和外部因素，即内部财务指标和外部股东支持，但在具体指标选择中三者各有侧重。其中对多边开发银行内部财务指标的评价与一般金融机构类似。总体来说，内部财务指标是多边开发银行信用评级的基础，考虑外部股东支持将得到多边开发银行的最终评级结果。

1. 评级的内部因素

在国际主要评级机构的标准中，内部评级因素主要涉及资本充足率、流动性和其他因素。其中，资本充足率是超主权评级的基石，而资本金和收入等是资本形成的重要来源，是构成资本充足率的重要因素。流动性在不同评级机构中的标准有所差异，标普认为，流动性最为重要的表现指标为融资能力，而穆迪则认为资产负债表层面的流动性和融资能力同样重要。对于其他因素，主要考虑多边机构对股东的重要性、机构运营能力、盈利能力以及风险管理水平等。

2. 评级的外部因素

外部评级因素主要指外部支持。即股东对多边开发银行除已交资本之外其他方面的支持，一般体现为待交资本。三大评级公司通过分析待交资本，研究股东的支持能力和支持意愿，标普尤其关注待交资本。穆迪方法中，外部支持考虑三类子评级因素，即合同支持、特别支持和其他调节变量。惠誉对外部支持的评级因素主要包括股东的平均评级、主要股东的平均评级、评级为 AA-及以上股东的待交资本占总待交资本的比重、多边开发银行对成员国家的重要性以及 AA-及以上股东的待交资本占未偿债务的比重五个指标。

比较三家评级公司对股东外部支持的分析：第一，三者都强调待交资本在股东外部支持中的作用，但理解待交资本的方式不同，其中，惠誉认为 AA-及以上股东的待交资本为有效外部支持，标普认为主权评级高于多边开发银行的股东的待交资本为有效外部支持，穆迪认为 BBB-以上，即投资级以上股东的待交资本为有效外部支持。第二，惠誉和穆迪方法中，均在外部支持部分考虑股东平均评级，以体现股东对多边开发银行的支持能力，但标普方法中不涉及此因素，只用待交资本调整过的资本充足率体现多边开发银行的偿付能力。第三，惠誉和穆迪方法中，均在外部支持部分考虑股东支持意愿，但标普方法不涉及此类指标。

上述评级因素归总参见附表，主要考察影响多边开发银行评级的内部因素和影响多边开发银行评级的外部因素项目及权重等。我们通过分析发现，评级的内部因素是得到多边开发银行信用评级的基础，考虑评级的外部因素后得到的最终评级结果，比仅考虑评级的内部因素可提高 0-3 个小级别。此外，从多边开发银行的评级方法还可以看出：第一，决定多边开发银行基础评级的主要因素为资本充足率和流动性。第二，股东待交资本是外部评级的主要决定因素。第三，多边开发银行的最终评级结果可高于主要股东的主权评级结果。

（三）超主权评级程序

超主权评级的程序类似于其他评级，即通过正常评级程序得到基本评级结果后，由专家委员会对评级结果进行微调，最后得到最终的评级结果。具体体现为：其一，分析师对多边开发银行的各种数据进行初步分析，结合评级系统得到基础评级结果；其二，专家委员会对基础评级结果进行讨论，根据一致性、平稳性等原则对基础评级结果进行微调，并最终得到我们所看到的信用评级结果。

二、多边开发银行获得高评级的原因分析

在多边开发银行的信用评级中，虽然并非所有的银行都能获得 AAA 评级，但实际上，包括世界银行、泛美开发银行、亚洲开发银行和非洲开发银行等在内的主流银行都获得了 AAA 评级，而获得 AAA 评级对于多边开发银行成功开展政策性业务及机构自身长效发展具有重要意义。总的来说，多边开发银行获得高信用评级的原因主要有以下几点：

第一，多边开发银行具有更为稳定和可持续的信用基础。

一般来说，多边开发银行的信用主要来自成员国以及机构自身信用，但机构自身信用稳定性要强于成员国政府。例如，世界银行债券由 188 个成员国背书，其稳定性高于美国国债。在金融危机

后，由于债务上限问题，美国国债的信用曾一度被评为负面，2011年8月标普将美国AAA评级下调至AA+，但世界银行并没有因为大股东的信用评级下调而遭遇信用危机，一直保持AAA评级且展望为稳定。世界银行信用优于主权国家信用的原因主要在于充足的资本金、稳健的资产负债表、审慎的金融政策以及完善的风险管理，还有188个成员国的背书。

第二，巴塞尔银行监管委员会确定世界银行和亚洲开发银行等评级为AAA的主要由多边开发银行所发行债券的风险权重为零，并适用于巴塞尔资本协议和。

这代表多边开发银行所发行的机构债券是无风险资产，将受到投资者青睐，特别是银行、保险公司、资产管理公司、基金公司等机构投资者。

第三，多边开发银行债券结构更为优越。

其一，世界银行、亚洲开发银行等债券发行期限结构较为合理，例如，世界银行发行长达30年的长期债券，还发行1年期以下的短期票据(Notes)。其二，以世界银行为例，截至2014年，其所发行债券的币种达到57种，涵盖了包括人民币在内的全球主要货币。2014年世行债券发行货币种类达到22种，这使得世行债券比其他主权债券更能被其成员国和主要金融场所广泛接受。其三，债券发行对应项目是多元化的，比如有全球债券(Global Bonds)、绿色债券(Green Bonds)，甚至还有针对巨灾保险的“猫债”(Cat Bonds)，但由于采用专业化发行及运用，使得债券使用效率提高且风险下降。

第四，多边开发银行债券流动性较好。

多边开发银行所发行债券很多是为大型基础设施项目融资，其发行规模较大。2014年世界银行融资规模为510亿美元，2014年前三个季度超主权借款人在全球融资规模为2190亿美元，其中绝大部分融资是通过债券发行获得的。投资者分布于全球而呈现多元化，通过多边清算体系使得清算较为便利。更重要的是，二级交易市场是基于电子交易平台进行的，同时债券承销商也是二级市场的做市商，保证了多边开发银行AAA债券的流动性与美国等国债的流动性相似。即使是多边开发银行AA+评级的债券，其二级市场也大多是由承销商承担做市商职能。

第五，多边开发银行债券具有主权国家无可比拟的豁免权。

以世界银行为例，其章程规定世界银行具有司法豁免权，如果世行在一个国家设有代表处、代理机构或发行及担保债券，那么该国无法就世行提起任何司法诉讼。其章程还规定了财产冻结、档案调查、运营采购、信息交流、官员职员以及税收豁免等条款。在税收豁免条款中规定，世行发行的任何债务、证券(包括收益或利息)都不承担任何税收责任；世行担保的任何债务、证券(包括收益或利息)亦不承担任何税收责任。

三、亚投行信用评级与融资成本比较分析

AAA评级是信用评级机构能够给出的最高评级。截至目前，包括世界银行、亚洲开发银行、欧洲投资银行、泛美开发银行和非洲开发银行等在内的多边开发银行均获得了AAA评级。对新成立的亚投行来说，较高的信用评级是被世界认识的第一张名片。因此，对亚投行的评级结果，中国等股东国家以及美日等国家都十分关注。

<http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/GlobalBonds.html>

The World Bank Treasury, Sustainable Impact Investments, January 2015

The World Bank Treasury, Sustainable Impact Investments, January 2015

<http://www.ftchinese.com/story/001058381>

Article VII, Status, Immunities and Privileges, http://siteresources.worldbank.org/BODINT/Resources/278027-1215526322295/IBRDArticles_of_Agreement_English.pdf

参照国际上一流多边开发银行的经验，亚投行要取得可持续发展，发挥其在亚洲地区基础设施建设中的政策性功能，关键是能否获得 AAA 评级。其一，亚投行如果获得 AAA 评级，将可以较低成本融入大量资金，进而大力支持亚洲基础设施建设，由于低成本资金的充裕，其职能将有利于进一步的扩展，从而更好地进行战略规划的实施。其二，如果考虑将中国外汇储备以资本的形式注入亚投行，但当其他成员国无力跟进时，必将稀释其他成员国的股份，因此会遭到这些国家的抵制。而如果以借款的形式注入，考虑到中国金融市场的融资成本比国际市场高，将可能出现资金成本高于项目收益的不合理现象，如果负收益项目过多，亚投行有可能成为中国政府的一个资金黑洞。因此就亚投行而言，应该尽力获得 AAA 评级，以便从国际金融市场上获得低成本资金，同时也从中长期保证亚投行的可持续发展。

下面我们做一个模拟，通过分析多边开发银行信用评级与融资成本之间的关系，说明亚投行取得高信用评级的重要意义。

(一) 世界银行与安第斯开发公司融资成本的比较

假设亚投行与中国主权信用等级一致为 AA-，那么其可比的多边开发机构为安第斯开发公司。接下来，我们比较拥有 AAA 评级的世界银行和 AA-评级的安第斯开发公司的融资成本情况。由于融资成本需要考虑币种、规模、期限、发行地、资金用途等因素，但由于世界银行和安第斯开发公司的差异性较大，因此，我们只比较币种、期限相似的融资成本。在不考虑发行地、规模、用途等差异的前提下，可以看到，安第斯开发公司的融资成本普遍比世界银行的成本高。以美元 1

表 2 安第斯开发公司与世界银行债券发行成本

机构	到期日	币种	规模(亿)	息票(%)
安第斯开发公司	10/18/15	USD	2	Libor 3M + 52 bps 0.778
安第斯开发公司	12/08/16	USD	1	Libor 3M + 85 bps 1.108
安第斯开发公司	09/01/16	AUD	3.5	4.250
安第斯开发公司	12/08/23	AUD	2.25	6.250
世界银行	2016	USD	50	0.5
世界银行	2016	USD	42.5	0.5
世界银行	2016	USD	22.5	0.625
世界银行	2018	USD	22.5	1.75
世界银行	2022	AUD	10	3.75
世界银行	2022	AUD	3.5	5

资料来源：CAF 和世界银行

注：前两项由作者根据安第斯开发公司债券发行日期的 Libor 计算。

年期债券计算，安第斯开发公司的融资成本高于世行 38.5-60.8 个基点；以澳大利亚元计，安第斯开发公司的融资成本显著高于世界银行的融资成本。

(二) 亚洲开发银行与中国（准）主权债的融资成本比较

由于同为亚洲区域性多边开发银行，亚投行与亚洲开发银行（以下简称“亚行”）具有更多的相似性，因此以亚行的融资成本来考察亚投行及其相关评级具有重要的借鉴意义。假设亚投行最高可以得到 AAA 级别，最低级别与最大股东中国主权信用评级一致为 AA-，我们通过计算将得到两个级别间融资成本的差距。以亚行为例（见表 3），表 3 所记录的为发行 30 笔美元债

虽然理论上，信用评级与融资成本之间的比较应该考虑以不同机构在同一时点或相近时期、以相同期限发行、规模相当的债券收益率作为比较的基准，这样才能判定信用评级与融资成本的相关性。但现实中，由于不同机构发行债券的需求和时间是难以同步的，因此很难找到符合理论标准的对标对象。我们以下的分析，虽然无法完全符合理论上的严格标准，但本质上仍采用了学理的分析标准，尽量以相似时点和相同或相似期限进行比较，结论反映了评级高低和融资成本的相关性。

券，其中 18 笔为 5 年期及其以下期限，12 笔为 5 年期以上。从发行规模来看，5 年期及以下共计 280 亿美元，5 年期以上共计 92.1 亿美元。从息票来看，30 笔债券的平均息票为 2.61%，其中 5 年期及以下的平均息票为 1.095%，5 年期以上的平均息票为 4.70%。因此，总体来看，亚洲开发银行的融资成本因为拥有 AAA 评级，相对来说比较低廉。

基于亚投行未来将主要以基础设施项目为服务对象。这里，我们以 5 年期债券的融资成本进行进一步的比较。我们考察 1998—2014 年亚行 5 年期美元债券息票，最高为 2.75%，最低为 0.255%，加权融资成本为 2.05%。2014 年享有相同主权信用的中国进出口银行发行 15 亿美元 5 年期美元债券，息票为 2.5%，与亚行的融资成本大约相差 45 个基点。

（三）世界银行与中国（准）主权债的融资成本比较

由于中国的资本管制，世界银行人民币债券（除熊猫债）与中国国债（国内）不在同一市场发行，因此以离岸人民币市场来衡量世界银行人民币债券与中国离岸人民币国债的息票，可以更客观地比较二者的成本差异。这里我们以香港离岸人民币市场为例，发现世界银行人民币债券的息票率较低，但由于缺乏相同的期限标准，较难准确地界定其与离岸国债息票的差距。如果以国际金融公司（IFC）为参考，可

可以看到，其比离岸国债息票率低 47 个基点。如果以国家开发银行、中国进出口银行为参考，其融资成本比国债融资成本更高，并显著高于 IFC 和世界银行等融资成本。具体来说，中国进出口银行和国家开发银行 3 年期人民币债券分别比 IFC 高 125 和 135 个基点（见表 4）。

美元债券是其主要发行债券，此外虽然也以英镑、欧元等发行债券，但规模较小，发债频率也较低。

IFC 是世界银行集团的子公司，是专门针对私营部门的全球性发展机构，同样享受 AAA 评级。

表 3 亚洲开发银行美元债券发行成本

偿还日期	发行日期	期限(年)	币种	规模(亿)	息票(%)
05/21/14	05/21/09	5	USD	30	2.75
05/27/14	05/27/99	15	USD	5	6.64
06/10/14	06/09/11	3	USD	15	0.875
10/20/14	10/20/04	10	USD	10	4.25
11/25/14	11/24/10	4	USD	10	1.125
02/09/15	02/09/10	5	USD	25	2.625
05/29/15	05/29/13	2	USD	10	0.17
05/29/15	05/29/13	2	USD	2.5	0.22
06/15/15	06/22/00	15	USD	3	7.5
08/17/15	05/30/12	3	USD	12.5	0.5
09/01/15	09/01/11	4	USD	12	0.75
03/15/16	02/22/11	5	USD	27.5	2.5
05/13/16	11/13/13	2.5	USD	7	0.177
06/20/16	03/19/13	3	USD	25	0.5
06/27/16	06/27/06	10	USD	10	5.5
01/11/17	01/11/14	3	USD	15	0.75
03/15/17	01/18/12	5	USD	30	1.125
06/12/17	06/12/07	10	USD	10	5.25
08/18/17	08/19/10	7	USD	10	2.25
02/28/18	02/28/14	4	USD	7	0.256
07/16/18	07/16/98	20	USD	7	5.593
09/11/18	09/11/13	5	USD	20	1.75
09/28/18	09/29/14	4	USD	10	1.5
10/23/18	10/20/11	7	USD	12.5	1.875
04/12/19	01/29/14	5	USD	15	1.875
06/25/19	06/25/14	5	USD	6.5	0.255
03/23/20	01/23/13	7	USD	10	1.375
08/15/27	08/15/97	30	USD	3	6.22
06/16/28	06/16/98	30	USD	7.5	5.82
10/01/28	09/24/98	30	USD	4.1	6.375

资料来源：ADB（2015）

四、亚投行在信用评级中的 优劣势分析

就亚投行而言，其评级将遵循多边开发银行评级标准，适用超主权评级方法，由内部财务状况和外部股东支持力度共同组成。内部财务状况主要涉及资本充足率、流动性、股东支持、运营能力、盈利能力以及风险管理水平等相关指标；外部评级要素则主要关注待交资本及其相关的支持因素。

因此，本文结合上述对超主权评级方法的研究，认为亚投行除了作为多边开发银行共有的优势外还有自己独特的优势，但与此同时也存在一些劣势。具体而言，其优势主要体现在以下几点：

1. 职能定位方面

亚投行作为区域多边开发银行，有利于促进亚洲地区基础设施建设和经济一体化进程。作为满足亚洲地区基础设施投融资需求的多边金融机构，亚投行未来市场潜力巨大。据亚行统计，2010年至2020年十年间亚洲各国的国内基础设施投资需求为8万亿美元，区域性基础设施建设需求为3000亿美元。而目前的基础设施实际投资远远无法覆盖潜在投资需求，基础设施投资缺口巨大。虽然亚洲地区储蓄率较高，私人资本储蓄合计约为62万亿美元，但考虑基础设施投资一般为长期低收益投资，私人资本对基础设施投资的意愿不强，需要机构资金以PPP方式带动民间资金的投入。因此，亚投行的成立具有重要意义，在缓解亚行投资压力的同时，可实现亚洲经济发展和区域融合的目标。

2. 资本金方面

亚投行将“拷贝”世界银行、亚行等机构的出资模式，确保具有符合AAA评级的资本充足率水平。亚投行1000亿美元的注册资本虽然低于世界银行（2783.77亿美元）和亚行（1624.9亿美元），但20%的实交比例使得亚投行的实交资本为200亿美元（其中初始实交资本100亿美元）。资本金在亚投行超主权评级中具有硬约束作用，较高的实交资本将是亚投行获得较高评级的基础，继而能够保证亚投行良好的融资前景，有充足资金开展后续业务。

3. 股东支持方面

亚投行获得了中国、印度等股东全方位的支持，尤其是以英国为代表的欧洲国家加入后，亚投行已经成为一个真正的全球多边开发金融机构。

首先，中国、印度、新加坡等股东具有较为充足的资金储备，同时致力于亚洲区域内的互联互通和经济一体化，亚投行面临的认购但没有支付的股本以及待交资本方面的问题不会比世界银行、亚行等机构更为严重，为此在待交资本方面亚投行具有一定的相对优势。

其次，中国过去30多年的基础设施投资建设经验将有助于亚投行相关业务的广泛开展。

最后，英、法、德、意等国家的加入将亚投行由区域性银行变为全球多边开发银行，有助于提升亚投行的认可程度，提高亚投行的评级结果。

根据国际“三大”主要评级机构的评级方法，在西方多国加入前，由于亚投行股东同时为潜在贷
本次发行地在美国，其余发行地均在中国香港。

表4 多边机构与中国机构离岸人民币债券发行成本比较

机构	发行日期	规模(亿元)	期限(年)	息票(%)
世界银行	2014年9月	12.5	1	2.4
IFC	2014年6月	5	3	2
IFC	2014年3月	10	3	2
财政部	2014年5月	44	5	3.25
财政部	2014年5月	84	3	2.53
财政部	2014年5月	12	7	3.8
财政部	2014年5月	10	10	4
财政部	2014年5月	5	15	4.29
国家开发银行	2014年7月	5	10	4.35
国家开发银行	2014年3月	10	3	3.35
国家开发银行	2013年11月	17	5	3.6
中国进出口银行	2014年5月	5	5	3.65
中国进出口银行	2014年5月	10	10	4.4
中国进出口银行	2014年1月	25	3	3.25

资料来源：Reuters（2014）

款国，对亚投行信用级别有一定负面影响，但在西方国家加入后，这种被动局面在很大程度上有所改变。

4.作为新成立的多边机构，亚投行吸取了已有多边开发银行的经验，并在此基础上进行了大量改革创新，提出了“精简、廉洁、绿色”的目标

例如，在亚投行的机构设置中，没有常驻执董会，这种有别于现有多边开发银行的改革措施将改变管理机构臃肿的现实，大幅降低亚投行的运营成本；同时，为了避免一般多边开发银行存在的腐败问题，亚投行以更为开放的姿态，采取全球采购，而不仅仅限于成员国，这将有助于受援国利益最大化；亚投行基于绿色和可持续发展原则的信贷政策将有助于提高信贷标准，以打破西方对中国降低环保标准的质疑；此外，亚投行的投资模式也将更为灵活多样。这些改革创新使得亚投行虽然是一家新成立的多边开发银行，但却具有显著的后发优势，保证了其未来的可持续发展。

与此同时，亚投行在信用评级中的劣势如下：

1.缺乏成熟运营经验

目前，亚投行刚刚成立，作为一家由新兴经济体主导的新多边开发银行，之前没有相应的项目运营经验，因此，评级机构处于谨慎考虑，评级中的盈利能力、管理运营能力等评级指标均有可能对评级结果造成负面影响。

2.运营准绳是否符合国际标准

多边开发银行其决策、管理和运行上一般遵循了几项基本的原则：一是透明度原则。主要机构多遵循信息披露和信息公开的基本共识，整个运作过程基本透明。二是依法行事原则。主要机构在项目运作和贷款审批等都依照相关法律和规范进行。三是市场化运作。大部分多边开发机构都遵循市场化运作原则，其管理层和员工的激励机制和薪酬体系基本是市场化的。四是公私合营机制。在大部分的项目运作中，注重引入私人部门参与。五是评估原则。特别是独立评估机制。

3.如何处理与现有多边开发银行（主要是亚行）及美、日等国家之间的关系是亚投行无法回避的问题

虽然亚行融资压力较大，无力对亚洲所有基础设施提供贷款，亚投行的成立对各方均为利好，但由于亚投行的成立本身较为敏感，仍然受到各方质疑。尤其是近期中国与日本政、经关系均较冷，同时中国与美国之间长期存在不信任，都将考验亚投行未来运作中的谈判技巧和沟通能力。

五、亚投行获得 AAA 评级的策略分析

综合亚投行的优劣势来看，要想获得 AAA 评级，还有一定的挑战，需要努力争取，以便为未来的运营争取有利的融资条件。从以上分析来看，亚投行要在强化优势、改正不足的同时，吸取不同多边开发银行的经验，从策略上积极做好准备，有关建议如下：

1.保证资本充足率

目前估计，亚投行将有 100 亿美元的初始实交资本，仅低于世界银行和欧洲投资银行的水平。但因为多边开发银行不受相关监管约束，为确保亚投行长期运营的可持续性，可以仿效欧洲稳定机制 (ESM)，设定杠杆率上限，将亚投行的贷款能力一段时期内限制在某一范围内，只有当认交资本增加后，贷款上限方可增加。这种制度设计可以保证亚投行即使在危机时也能够拥有安全的资本充足率，以保证亚投行的长期可持续运营。

2.提高流动性

流动性作为和资本充足率同样重要的影响因素，在评级中也应给予高度重视。而且由于基础设施投资期限较长导致流动性较差，本文认为：其一，可以仿效 ESM，设立预警系统以实时监督借款人的还款能力，确保亚投行流动性充足。其二，同样可以仿效 ESM，当亚投行资本短缺时，可以不用等待董

事会批准，便可通知成员国交纳待交资本。其三，合理匹配流动资产和流动负债。事实上，多边开发银行的资产多为长期资产，因此在负债方式选择上也应以长期债券为主。其四，在现有多边磋商国信用评级普遍较低背景下，可以用附加承诺和联保政策等方式，在强化股东对亚投行支持和承诺的同时，提高对亚投行流动性充裕的预期。

3. 业务模式多元化

多边开发银行的主要业务包括主权贷款和非主权贷款（或私人部门贷款）。一般来说，主权贷款由于享有“优先债权人”地位，其风险较低，资产质量优于私人部门贷款。因此，在亚投行成立初期，应该以主权贷款为主，当经营经验丰富、风险防控能力提高后，再逐步扩展到私人部门贷款，可以在适当时机引导私人资金的进入，大力发展 PPP 模式，一来可以为大量的私人储蓄提供有效的投资渠道，二来能够降低亚投行的杠杆率，同时提高流动性。在具体业务模式上，可选择银行贷款、股权投资和担保业务同时运作，未来也可根据实际情况设立信托基金和特别基金，甚至可以通过设立伞形基金来权衡不同经济体的基础设施等领域的投资需求。而当业务发展到一定的阶段后，可以考虑引入资产证券化模式缓解由于贷款期限较长引起的流动性不足问题，支持亚投行扩大业务规模。此外，亚投行贷款业务需要避免贷款过度集中在某几个国家，从而导致各种风险的增加。

4. 优化组织架构，提高管理效率

多边开发银行多数都存在组织架构冗余，管理效率低下的弊端。未来亚投行需要在较好协调政策性和盈利性的基础上，合理设计内部组织架构，使其组织架构更加扁平化；同时，从制度层面优化业务流程，例如，委托专家组进行系统评价，并在项目开展后进行滚动评估，提高项目实施的质量与资金利用的效率。此外，如何保持生态平衡也是未来亚洲新一轮基础设施投资建设中应该关注的问题。

5. 强化内部风险控制体系

多边开发银行由于不受外部监管机构的制约，因此其风险控制主要体现为内部风险控制体系。基础设施建设是一项庞大且时间周期较长的工程，需要一个持续稳定的外部金融环境，同时也要合理规划贷款行业以及贷款国家的分布情况，防止在发生全球性金融危机或经济滞胀时基础设施建设陷于停滞。从这个角度来看，亚投行除设置微观层面的风险控制部门外，还应该拥有独立的研究分析部门，提前对可能发生的政治、经济、金融等问题在宏观层面上进行把握，并给出备选对策。

6. 加强与其他国家和国际组织的合作

作为一家新成立的多边开发银行，亚投行资金充足，但缺乏项目积累和运行经验，因此需要与其他现有多边开发银行加强合作，主动进行筹商，吸取其成熟经验，建立一个基于基础设施投资的长效合作机制，相互融合，共同发展。同时应通过吸纳有经验的专业人才，弥补亚投行在人才储备和项目运营方面的不足。而对美国和日本等区域战略或地缘政治等亦存在冲突的国家，亚投行更应该持包容开放的态度，求同存异，欢迎其加入。

此外，在选择评级机构时，需注意选择对中国等发展中国家给予较高评级，以及除了资本和流动性之外，对其他制度层面比较看重的机构，例如标普。同时也需注意淡化亚投行成立的政治色彩，增强其对世界和区域发展的经济效果。

（责任编辑 李楠）

参考文献：

- [1] 高蓓. 亚投行将有效推进国际货币体系改革[N]. 中国社会科学报, 2015-4-8
- [2] 高蓓. 亚银行为亚洲经济再次腾飞保驾护航[J]. 国际金融, 2015 (3): 71-74
- [3] 王碧珺, 张明. 发达国家加入亚投行的意义[J]. 中国金融, 2015 (7): 47-48
- [4] Fitch Ratings Service. Rating Multilateral Development Banks: Revised Criteria and Scoring Framework[S]. March

12, 2012

[5] Moody's Investors Service. Rating Methodology: Multilateral Development Banks and Other Supranational Entities[S]. December 16, 2013

[6] Standard & Poor's Rating Service. Rating Direct: Multilateral Lending Institutions and Other Supranational Institutions Ratings Methodology[S]. November 26, 2012

Abstract: As a multilateral development bank (MDB) led by emerging economies, whether AIIB can obtain a high credit rating and operate successfully is the focus of each party. This paper compares the Supranational Rating Mechanism of MDB and the benefits of AAA rating for MDB. Based on the comparison, the paper analyzes the advantages and disadvantages of AIIB credit rating, and the significance of AAA rating for AIIB. We find that higher credit rating for AIIB can reduce the cost of financing, and it is also the foundation of sustainable development. At present, AIIB has the accurate function position, vast space for business development, and the support of China, India, European countries and other shareholders. These will have a positive impact on the credit rating of AIIB. However, as a new MDB, AIIB lack of operational experience and corresponding projects, which will have adverse effects for the credit ratings of AIIB. Although we are unable to ensure that AIIB can get AAA rating, it's important and necessary to try to get AAA rating by strengthening the strong points and correcting the weaknesses.

Keywords: Multilateral Development Bank; Asian Infrastructure Investment Bank; Supranational Rating

附表 三大评级机构评级因素归总

		标普	穆迪	惠誉
影响多边开发银行评级的内部因素 (100%)	资本充足率	风险调整资本充足率 (25%)	1.资产覆盖比例 (10.8%–21.6%) 2.加权平均借款人评级 (14.4%–25.2%) 3.债务与可用股本之比 (12%) 4.不良贷款率 (12%) 5.资产组合集中度 6.运行环境 7.盈利能力 8.不良贷款过往表现以及其他因素	1.股东权益与总资产之比 (15%) 2.已交资本与认交资本之比 (3.5%) 3.未偿债务与股东权益之比 (12.5%) 4.可用资本与必需资本之比 5.未偿债务与股东权益之比 6.未偿债务与待交资本和股东权益之比 7.净收入加每年利息收益与每年利息支出之比
	流动性	1.融资能力 (12.5%) 2.流动性 (12.5%)	1.短期债务加 1 年内即将到期长期债务与流动资产之比 (20%) 2.债券评级 (0–20%) 3.贷款加权平均成本 (0–20%)	1.流动资产与短期债务之比 (12.5%) 2.流动性定性评估 (1.5%)
	其他影响多边开发银行评级的内部因素	1.多边开发银行重要性 (25%) 2.管理运营能力 (25%)		1.风险管理政策 (10%) 2.策略与管理 (5%) 3.盈利能力 (5%) 4.信用风险 (20%) 5.集中度风险 (5%) 6.市场风险 (5%) 7.运作风险 (5%)
影响多边开发银行评级的外部因素 (100%)	股东外部支持	在标普方法中, 外部支持主要体现为待交资本通过影响资本充足率影响最终评级	1.未偿债务与评级为 AAA 至 BBB- 国家待交资本之比 (50%) 2.股东评级的加权平均中值 (25%) 3.支持倾向 (12.5%) 4.支持优先权 (12.5%) 5.股东之间的联系 6.股东和资产之间的关系 7.股东集中度 8.股东间连带支持状况	1.股东的平均评级 (20%) 2.主要股东的平均评级 (20%) 3.评级为 AA- 及以上股东的待交资本占总待交资本的比重 (20%) 4.多边开发银行对成员国国家的重要性 (定量分析) (20%) 5. AA- 及以上股东的待交资本占未偿债务比重 (20%)