

高 蓓

gaobeibaby@163.com

郑联盛

zhengls2013@163.com

张 明

zhangming@cass.org.cn

亚洲基础设施投资银行如何才能获得 AAA 评级？*

摘要：作为第一家由新兴经济体主导的多边开发银行，AIIB 能否获得较高信用评级并在此基础上成功运营，已经成为目前各方关注的焦点。本文比较了多边开发银行的超主权评级机制，分析了多边开发银行获得 AAA 评级的好处，梳理了 AIIB 在信用评级方面面临的优势与劣势，展望了 AIIB 获得 AAA 评级的重要意义。最后，我们为 AIIB 如何获得 AAA 评级提出了一系列政策建议。

关键词：多边开发银行 亚洲基础设施开发银行（AIIB） 超主权信用评级

* 高蓓为中国社科院世界经济与政治研究所博士后，郑联盛为中国社科院金融研究所副研究员，张明为中国社科院世界经济与政治研究所副研究员。作者感谢何帆研究员的研究提议与悉心指导。

How could Asian Infrastructure Investment Bank obtain an AAA credit rating?

Abstract: As the first multilateral development bank (MDB) led by emerging economies, whether AIIB could obtain higher credit rating and operate successfully is becoming the focus of relating parties. This paper firstly analyzes the Supranational Rating Mechanism of MDB and the benefits of AAA credit rating for MDB. Secondly, this paper summarizes the advantages and weaknesses for AIIB to get higher credit rating, and the significances of AAA credit rating for AIIB. Finally, this paper provides systematic policy suggestions for AIIB to get an AAA credit rating.

Key words: Multilateral Development Bank; Asian Infrastructure Investment Bank; Supranational Rating

一、引言

AAA 是全球所有评级机构在评级中能够给出的最高级别，也是所有准备发债的被评机构最渴望得到的评级结果。那么得到 AAA 评级会有哪些好处呢？简单来说，得到 AAA 级别的机构，一方面，市场对其认可度更高，发债更为容易；另一方面，融资成本将显著低于其他非 AAA 评级的机构。尤其对于无法吸收存款、只能以发债获得融资的多边开发银行来说，取得较高信用级别是其可持续发展的关键所在。这是因为多边开发银行只有吸收到足够多的资金，才能进行相应贷款发放，从而实现多边开发银行成立的初衷。

纵览世界各家多边开发银行（参见表 1），其中包括世界银行、亚洲开发银行、北欧投资银行、欧洲投资银行、非洲投资银行和泛美开发银行在内的主要多边开发银行都得到了 AAA 最高级别，加勒比开发银行为 AA+，安第斯开发银行为 AA-，欧亚开发银行最高为 A-，东南非贸易与发展银行最高为 BB+。¹比较不同级别的多边开发银行在金融市场的表现，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。

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	AAA
欧洲投资银行 (EIB)	AAA
泛美开发银行 (IADB)	AAA
非洲开发银行 (AFDB)	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)

因此，对于 2015 年即将成立的亚洲投资开发银行来说，获得较高的信用评级对

¹ 这里为了比较方便，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。

于其未来成功运营具有重要意义。但多边开发银行如何取得较高信用评级，对于国内学术界和和实务界来说，都是一个全新的话题。本文正是基于上述考虑，分别从理论和实践两方面研究了亚投行未来如何取得较高信用评级。首先，在第二部分研究了多边开发银行的信用评级机制，包括什么是超主权评级，以及国际三家主要评级机构的超主权评级方法和程序；第三部分分析了多边开发银行取得 AAA 评级的具体好处；第四部分梳理了 AIIB 在获得更高信用评级方面存在的优势与劣势；第五部分指出了 AIIB 获得 AAA 评级的重要意义；最后对 AIIB 如何取得 AAA 评级给出了具体政策建议。

二、多边开发银行的信用评级机制

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。本部分将首先介绍对多边开发银行的超主权评级，随后将具体分析国际上三家主要评级机构对多边开发银行的评级标准和程序。

（一）超主权评级

超主权评级(Supranational Rating)，顾名思义，即对超主权机构的评级。通常超主权机构包括两大类：多边开发银行(Multilateral Development Banks)（或多边贷款机，Multilateral Lending Institutions）和其他超主权机构(Other Supranational Institutions)。其中，多边开发银行是超主权机构中的主体，数量占有超主权机构的 80-90%，例如世界银行、亚洲开发银行等都属于多边开发银行；其他超主权机构数量较少，例如欧盟(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 Immunisation)。本报告主要讨论多边开发银行的评级方法。

多边开发银行作为超主权评级的主体，与一般的金融机构既有类似，但又不完全一致。首先，作为广义上的金融机构，多边开发银行的主要业务仍然以贷款为主，但不同的是，多边开发银行的贷款不以利润最大化为主要目的，需要兼顾政策目标，本质上多边开发银行都是政策性银行。多边开发银行贷款以主权贷款为主，同时包括少量的非主权贷款。其次，与一般金融机构不同的是，多边开发银行的股权持有者为不同主权国家，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，与一般金融机构不同的是，多边开发银行不吸收存款，其主要资金来源为主权国家出资或者赠款，同时以较低成本发行国际债券。第四，边开发银行不分配

股息，其运营收益将完全计入资本。第五，多边开发银行的资本充足率、流动性及业务运作不受巴塞尔协议监管。最后，多边开发银行在主权贷款中属于优先债权人，其偿还地位高于其他债权人。

（二）超主权评级标准

目前，包括标普、惠誉和穆迪在内的三家评级机构均开展了针对多边开发银行的超主权评级，虽然三家评级机构在具体指标选择和比例确定上各不相同，但均考虑了其作为一般金融机构和股东为主权国家的特点，即对多边开发银行的评级由内部财务状况和外部股东支持力度共同组成。对内部财务状况的评价形成对多边开发银行的初步评级，加入对外部股东支持力度的评价最终形成一个多边开发银行的评级结果。其中对内部财务状况的评级类似于一般银行，以资本充足率和流动性指标为主，此外还包括其他相关评级要素。外部评级要素主要考虑待缴资本及股东支持等。

1. 内部评级要素

在国际主要评级机构的标准中，内部评级要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，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要素是融资能力，而穆迪则认为资产负债表层面的流动性和融资能力都同样重要。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. 外部评级要素

外部评级要素主要指外部支持。主要是股东对多边开发银行除已缴资本之外的其他方面的支持，一般体现为待缴资本。三大评级公司都通过分析待缴资本，研究股东的支持能力和支持意愿，标普尤其关注待缴资本。穆迪方法中，外部支持考虑三类子评级要素，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要素主要包括五个指标：股东的平均评级、主要股东的平均评级、评级为 AA-及以上股东的待缴资本占总待缴资本的比重、多边开发银行对成员国家的重要性以及 AA-及以上股东的待缴资本占未偿债务比重。

比较三家评级公司对股东外部支持的分析，第一，三者都强调待缴资本的作用，但对待缴资本的理解不同，惠誉认可评级为 AA-及以上股东的待缴资本，标普认可主权评级高于多边开发银行的股东的待缴资本，穆迪认可主权评级为 AAA 至 BBB-股东的

待缴资本。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，标普方法中不涉及此要素，只用待缴资本调整过的资本充足率体现银行偿付能力。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，标普方法不涉及此类指标。

上述评级要素归纳参见附表 1 和附表 2。附表 1 主要分析多边开发银行的内部和外部评级影响因素的细分项目。附表 2 主要考察影响多边开发银行评级的内部要素和影响多边开发银行评级的外部要素项目及权重等。内部评级要素构成多边开发银行的基础评级级别，加入外部评级要素得到其最终评级级别，一般可以提高 0-3 个小级别。从多边开发银行的评级标准、权重、程序和调节因子的经验可以看出：第一，多边开发银行基础评级的决定因素为资本充足率和流动性，多边机构对股东国家的重要性、机构运营管理能力、盈利能力和风险管控等亦对多边开发银行的基础评级有影响。第二，待缴资本以及股东支持对多边开发银行的最终评级也有着重要作用，是外部评级的主要决定因子。第三，多边开发银行的最终信用评级可以高于主要股东国家的主权信用评级。

（三）超主权评级程序

超主权评级程序与其他评级类似，都是在以评级方法得到基本评级结果后，通过评审委员会调整得到最终评级结果。具体来说，首先，评级人员将多边开发银行提供的各种财务和股东数据录入评级系统，并结合自己对数据的理解通过调整项的调整得到基础评级结果；随后，基础评级结果将在专家委员会进行讨论，各位专家根据一致性、平稳性等原则对基础评级结果给出自己的意见，在这些意见的基础上对基础评级进行微调得到最终的信用评级结果。而我们一般看到的结果就是微调后的结果。

三、多边开发银行获得 AAA 评级有什么好处？

世界银行、泛美开发银行、亚洲开发银行、非洲开发银行等主要多边开发银行都是 AAA 评级，在很多人印象中，多边开发银行作为从事政策性业务的超主权机构理应获得 AAA 评级。但是，实际上，并非所有的超主权多边开发银行都是 AAA 评级，加勒比开发银行是 AA+ 评级，安第斯开发公司是 AA- 评级，甚至欧亚开发银行是 BBB 评级。获得 AAA 评级对于多边开发银行是其政策性业务成功与否以及机构自身长效发展的重要基础，AAA 评级能够与多边开发银行的业务相得益彰、相互促进。AAA 评级对于多边开发银行等具有多项实质性收益：

第一，多边开发银行 AAA 评级代表更为稳定和可持续的信用基础。因为多边开发机构信用主要来自成员国政府以及机构自身信用，特别是机构自身信用稳定性要强于成员国政府。比如世界银行债券由 188 个成员背书，其稳定性甚至好于美国国债。在金融危机之后，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+，但是，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，其 AAA 评级一直保持且展望为稳定。世界银行认为其信用优于主权国家主要在于：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，最后是 188 个成员国的背书。²

第二，巴塞尔银行监管委员会确定世界银行、亚洲开发银行、泛美开发银行以及非洲开发银行等主要多边开发银行所发行债券（评级为 AAA）的风险权重为零，并适用于巴塞尔资本协议 II 和 III。这代表多边开发银行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、资产管理公司、基金公司等机构投资者的欢迎。

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，比如世界银行发行长达 30 年的长期债券，还发行一年期以下的短期票据（Notes）。其二，以世界银行为例，截止 2014 年，其发行货币达到了 57 种，囊括了全球主要货币，包括人民币。2014 年世行债券发行货币种类达到 22 种。³这使得世行债比其他主权债券更能被其成员国和主要金融市场广泛接受。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），但是，它们采用专业化发行及运用的方式，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。多边机构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，⁴2014 年前 3 季度超主权借款人在全球融资规模为 2190 亿美元，⁵其中主要部分是通过债券发行获得融资的。投资者分布于全球而呈现多元化，适用于多边清算体系，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，同时债券承销商是二级市场的做市商，这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是相似。即使是多边开发银行 AA+ 债券其二级市场大多是由承销商承担做市商职能。

² <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/GlobalBonds.html>

³ The World Bank Treasury, Sustainable Impact Investments, January 2015.

⁴ The World Bank Treasury, Sustainable Impact Investments, January 2015.

⁵ <http://www.ftchinese.com/story/001058381>

最后，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没有代表处、代理机构或发行及担保债券，那该国无法就世行提出任何司法诉讼。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。⁶

四、AIIB 在获得更高信用评级方面面临的优势与劣势

对于亚洲基础设施投资银行而言，其评级将适用超主权评级方式，遵循多边开发银行评级标准，主要涉及其内部财务状况和外部股东支持力度共同组成。对于内部评级法，主要涉及指标是资本充足率、流动性、股东支持、运营能力、盈利能力以及风险管理水平。对于外部评级法则主要关注待缴资本及其相关的支持因素。为了获得 AAA 评级，AIIB 需要从职能定位、财务状况、运营管理以及外部支持等多方面进行统筹考虑、取长补短、发挥综合优势，以在内部评级和外部评级等核心环节获得最高信用评级。

对于 AIIB 而言，其获得 AAA 评级具有一定的内在优势：

一是在职能定位上，亚投行是政府间性质的亚洲区域多边开发机构，其发展战略致力于促进亚洲地区基础设施建设、互联互通建设和经济一体化进程，实现亚洲地区共同繁荣发展。从机构定位及安排上，亚投行是亚洲地区基础设施投融资需求的多边金融机构和专项的投融资平台，从本质上讲，AIIB 与世行、ADB 等现有多边开发银行的职能是相似的、服务是互补的、合作是开放的，只是服务对象、渠道、领域和方式等微观层面存在差异性。从职能上，AIIB 作为政策性多边机构就享有一定的评级优势。

二是在资本金方面，AIIB 将“拷贝”世行、ADB 等机构的出资模式，保障具有符合 AAA 评级的资本充足率水平。资本金是 AIIB 评级的硬约束，在资本结构设计中应该充分利用现有享受 AAA 评级的多边开发银行的经验，甚至采取完全复制的方式来获得相应的评级。同时，应该考虑到评级机构的参考分指标，进一步完善资本结构。同时，在融资方面，由于东亚区域储蓄率较高，金融市场流动性良好，AIIB 未来融资前景看好，特别是中国私人部门储蓄是其融资的重要保障。

⁶ Article VII, Status, Immunities and Privileges, http://siteresources.worldbank.org/BODINT/Resources/278027-1215526322295/IBRDArticlesOfAgreement_English.pdf

三是在股东支持方面，AIIB 将获得中国等股东全方位的支持。特别是中国、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，AIIB 面临的认购但没有支付的股本以及待缴资本方面的问题不会比世行、ADB 等机构更为严重，为此在待缴资本方面 AIIB 具有一定的相对优势。

同时，AIIB 在评级方面亦存在一定的劣势：

第一，机构运营能否跟上现有机构水平。AIIB 尚未正式建立同时没有运营经验，在内部评级中的运营能力、盈利能力以及风险管理水平将是弱势项目，评级机构可能担心 AIIB 没有持续运营多边开发机构的经验、项目、知识储备以及相应的体制机制。

第二，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个基本的原则：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。最后是评估原则。特别是独立评估机制。

第三，缺乏主要发达经济体的参与。现有主要多边开发银行中，美国、英国、部分欧盟国家、日本等都是重要的股东，而 AIIB 目前的主要股东都是新兴经济体或发展中国家，这使得基于股本加权的股东信用评级可能相对较低。虽然，多边开发银行评级可以等于甚至高于大股东的主权信用评级，但是，如果大股东和加权股东信用评级相对较低对于多边机构的影响亦是实质性的。

五、AIIB 为什么要获得 AAA 评级？

AAA 是信用评级机构能够给出的最高评级。在世界上的各家多边开发银行中，世界银行是 AAA 评级，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地区性多边开发银行也是 AAA 评级。AIIB 最终的评级结果不仅是中国等股东国家极其关注的问题，包括美日欧在内主要发达经济体亦十分关注。

从中国角度来看，AIIB 信用级别是其能否可持续发展，发挥在亚洲地区基础设施发展的政策性功能，并进入一流多边开发银行的关键所在。首先，AIIB 如果无法获得 AAA 评级，那么其融资成本将有所提高，无法以较低成本或具有全球竞争力的成本大力支持亚洲基础设施建设，其战略规划的实现效果将大打折扣，其职能拓展将受到一

定程度的抑制。其次，即使考虑用中国外汇储备或其他方式补充资金，但是，如果以资本的形式注入，其他股东的资本实力大相径庭，可能遭到其他国家的反对和不满；如果以借款的形式注入，将可能出现资金成本和项目收益的“倒挂”，实际上，中国金融市场的融资成本远远高于国际市场，而且这种做法在某种程度上也意味着 AIIB 融资成本高，其所支持的项目在财务上具有风险性。最后，从中长期看，AIIB 所支持的项目如果不具有财务上的可持续性，那么 AIIB 作为一个多边开发银行其机构可持续发展亦将受到挑战。

下面让我们做一个模拟，来分析 AIIB 评级与融资成本的问题：

（一）世界银行与安第斯开发公司的借鉴

假设 AIIB 与中国主权信用级别一致为 AA-，那么其可比的多边开发机构为安第斯开发公司。接下来，我们比较一下拥有 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。由于融资成本比较需要币种、规模、期限、发行地、资金用途等具有严格的相似性，但是，由于世行和安第斯开发公司的差异性较大，我们只能比较币种、期限相似的融资成本。在不考虑发行地、规模、用途等的差异性，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 年期债券计算，安第斯比世行的融资成本高 50-60 个基点左右，以澳大利亚元计，安第斯的融资成本显著高于世界银行的融资成本。

表 3 安第斯开发公司与世界银行债券发行成本的比较

机构	币种	额度	到期日	息票
安第斯开发银行	USD	200,000,000	10/18/15	Libor 3M + 52 bps 0.778%
安第斯开发银行	USD	100,000,000	12/08/16	Libor 3M + 85bps 1.108%
安第斯开发银行	AUD	350,000,000	09/01/16	4.250%
安第斯开发银行	AUD	225,000,000	12/08/23	6.250%
世界银行	USD	5,000,000,000	2016	0.5%
世界银行	USD	4,250,000,000	2016	0.5%
世界银行	USD	2,250,000,000	2016	0.625%

世界银行	USD	2,250,000,000	2018	1.75%
世界银行	AUD	1,000,000,000	2022	3.75%
世界银行	AUD	350,000,000	2022	5%

资料来源：CAF 和世行，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。

（二）亚洲开发银行的融资成本借鉴

AIIB 未来将与 ADB 具有一定的相似性，是一个区域性的多边开发银行，以 ADB 的融资成本来考察 AIIB 及其相关评级具有重要的借鉴意义。假设 AIIB 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。以亚洲开发银行为例（参见表 4），表中所记录的 30 笔美元债券发行⁷，其中 19 笔为 5 年期及其以下期限，11 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 1.09%，5 年期以上的平均息票为 4.89%。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。

表 4 亚洲开发银行美元债券发行情况

偿还日期	发行日期	债券期限	息票	货币	规模 (MM)
05/21/14	05/21/09	5 年	2.75	USD	3,000
05/27/14	05/27/99	15 年	6.64	USD	500
06/10/14	06/09/11	3 年	0.875	USD	1,500
10/20/14	10/20/04	10 年	4.25	USD	1,000
11/25/14	11/24/10	4 年	1.125	USD	1,000
02/09/15	02/09/10	5 年	2.625	USD	2,500
05/29/15	05/29/13	2 年	0.17	USD	1,000
05/29/15	05/29/13	2 年	0.22	USD	250

⁷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。

06/15/15	06/22/00	15 年	7.5	USD	300
08/17/15	05/30/12	3 年	0.5	USD	1,250
09/01/15	09/01/11	4 年	0.75	USD	1,200
03/15/16	02/22/11	5 年	2.5	USD	2,750
05/13/16	11/13/13	2.5 年	0.177	USD	700
06/20/16	03/19/13	3 年	0.5	USD	2,500
06/27/16	06/27/06	10 年	5.5	USD	1,000
01/11/17	01/11/14	3 年	0.75	USD	1,500
03/15/17	01/18/12	5 年	1.125	USD	3,000
06/12/17	06/12/07	10 年	5.25	USD	1,000
08/18/17	08/19/10	7 年	2.25	USD	1,000
02/28/18	02/28/14	4 年	0.256	USD	700
07/16/18	07/16/98	20 年	5.593	USD	700
09/11/18	09/11/13	5 年	1.75	USD	2,000
09/28/18	09/29/14	4 年	1.5	USD	1,000
10/23/18	10/20/11	7 年	1.875	USD	1,250
04/12/19	01/29/14	5 年	1.875	USD	1,500
06/25/19	06/25/14	5 年	0.255	USD	650
03/23/20	01/23/13	7 年	1.375	USD	1,000
08/15/27	08/15/97	30 年	6.22	USD	300
06/16/28	06/16/98	30 年	5.82	USD	750
10/01/28	09/24/98	30 年	6.375	USD	410

资料来源：ADB（2015）

基于 AIIB 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做进一步的比较。我们考察 1998 年至 2014 年 ADB5 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%。以进出口银行为例，与 ADB 的融资成本大致相差 45 个基点。

（三）世界银行与中国（准）主权债的融资成本比较

由于世界银行人民币债券（除熊猫债）的发行市场与中国国债内地发行市场不是同一市场，特别是中国存在资本管制，为此，如果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，可能可以更客观比较二者的成本。我们以香港离岸人民币市场为例，可见世界银行人民币债券的息票率较低。但是，由于缺乏相同的期限标准，较难界定与离岸国债息票的差异性。如果以国际金融公司（IFC）⁸作为参考，则可以看到，其比离岸国债息票率要低 50-60 个基点。如果以国家开发银行、进出口银行作为参考，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，口行和国开行 3 年期人民币债分别比 IFC 高 125 和 135 个基点。

表 5 多边机构与中国机构离岸人民币债券发行成本

机构	发行日期	规模（亿元）	期限	息票
世界银行 ⁹	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
德国 KfW	2014 年 4 月	10	2	1.375

资料来源：Reuters（2014）

⁸ 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，同样享受 AAA 评级。

⁹ 本次发行地在美国。其余发行均在香港。

值得特别注意的是，在各种融资成本的比较中，由于数据和范畴的局限性，部分数据没有在报告中体现。整体而言，信用评级较高的多边开发银行的融资成本要低于信用评级较低的机构。但是，由于融资成本的决定包括但不限于信用评级、发行货币、市场状况、司法管辖、清算优先权、发行规模、期限、项目用途、利息支付方式等因素，经常出现同一发行货币、相同期限的债券息票率差异较大，甚至出现短期债券的息票率高于长期债券的息票，信用评级较低的机构在特定市场发行债券可能比信用评级高的机构成本更低。从多边开发银行的实践看，信用评级高而融资成本低是普遍的但亦是相对的，信用评级低的机构融资成本亦不完全是高的。为此，一定程度上，信用评级是决定 AIIB 融资成本的核心要件，但绝对不是唯一要素，唯“评级论”是武断且不符合实际的。

六、AIIB 如何才能获得 AAA 评级？

在争取 AAA 评级的过程中，AIIB 难以确定能否 100% 获得最高评级，比如获得与中国主权信用评级一样的 AA-，或者略高于中国主权信用评级的 AA+，那么在这种情形下，AIIB 将如何应对？这种结果不是完美的选项，但是，对于 AIIB 是可以接受的，AIIB 只能通过创新其融资筹资以及资金适用的方式，通过提高资金筹集的效率、资金运用的绩效以及加快资金周转等方式，来弥补融资方面可能承担的更大的成本。

AIIB 评级应该不会低于 AA-，其融资成本应该要比国开行、进出口行与世行及 ADB 的融资成本差异要小。即便是 45-62.5 个基点（5 年期美元债）或 135 个基点（3 年期人民币债）的成本差异，通过提高项目运作效率是完全可以覆盖这些成本的。理论上讲，AAA 评级能否达到不是 AIIB 成果与否的关键，但是，如果 AIIB 能够获得 AAA 评级，则享受到与世界银行、ADB 等更多的便利性。

在争取获得 AAA 评级的过程中，我们需要关注上述的优势和劣势，并统筹规划，有效应对。基本的原则应该是充分发挥优势，通过针对性举措来规避劣势，特别是如何克服劣势上是未来建设 AIIB 所亟需解决的问题：

一是借力发展。借助成熟经验、机制和团队，建立一个体制完善、运行顺畅、财务稳健和风控有力的 AIIB。充分吸收世界银行、ADB、泛美开发银行等在治理结构、决策机制、融资筹资、业务模式、项目运作、风险管理、信息披露以及绩效评估等的成熟经验和完善机制，同时以市场化手段吸纳经验团队和专业人才，完善 AIIB 的整个运行机制。比如，聘请世界银行、ADB 等高级管理人员、局长、国别代表以及专

业人才加盟到 AIIB，这将大大弥补 AIIB 在这个领域的劣势。

二是开放包容。秉承开放和包容理念，欢迎域外经济体包括主要发达经济体的加入。理论上，AIIB 将会与 ADB 以及世行等在国别、业务、项目上等发生一定的重叠，从而造成某种意义上的竞争，但是，如果竞争是有序的，反而是有利于促进亚洲地区基础设施以及其他公共产品的提供，为此，AIIB 应该持开放态度欢迎 ADB 以及世行等与机构本身的关注和合作。同时，AIIB 是由中国主导，这与美国、日本、澳大利亚等区域战略或地缘政治等亦存在冲突，但是，如果主要发达经济体愿意，中国亦持开放态度欢迎他们加入。

三是创新机制。在充分发挥资本金、流动性、融资筹资以及待缴资本等的优势之外，AIIB 应该在资本结构、流动性安排、融资机制以及外部支持等进行全面的创新，建立一个比世界银行、ADB 等更为完善、更具弹性的机制。比如，可以设立基础设施投资基金、绿色产业基金、新兴产业引导母基金、海洋发展银行、传染病防控基金等，促使 AIIB 融资更具市场化、多元化和国际化，同时资金适用更具专业化。

四是合作共赢。AIIB 在多边开发银行自身运作、资本结构、治理结构、筹资融资和项目投资等都存在一定的不足，但是，其本质是致力于基础设施建设和经济社会发展的多边开发机构，与世界银行、ADB、欧洲投资银行等的属性是一致的。AIIB 应自我定义为“学生”，在向“老师们”学习的过程中，主动进行筹商，与领先的多边开发银行建立一个基于基础设施投资的长效合作机制，使得不同范畴和区域的多边发展机构相互融合，共同发展。合作机制将有效填补 AIIB 在运作管理、盈利、风控、信息披露等领域的“信用”差距。

五是全球视野。虽然 AIIB 主要目标是基础设施发展支持，主要区域是亚洲地区，但是，AIIB 完全可以充分利用全球性多边平台和机制，拓展机构的全球视野，提升国际化水平，比如主要与 G20 及其宏观政策协调机制建立筹商机制，强化基础设施投融资的全球性支持；比如利用世行/IMF 年会，充分参与相关会议及机制的讨论；比如通过达沃斯论坛、博鳌论坛以及民间智库等宣传 AIIB 的职能、政策及原则等。全球化视野有助于境外政府官员、投资机构以及专业人士加强对 AIIB 职能、政策及信用等方面的更深了解。

六是联动机制。中国主导或参与的多边开发机构包括丝路基金、亚洲基础设施投资银行、金砖国家开发银行以及上合组织开发银行等，以及其他投资便利性安排，

比如铁路基金、海洋合作基金等，AIIB 及其相关的投融资机制需要明确与其他机构或机制的目标定位、区域定位和业务定位的差异，同时，应统筹规划，建立硬件和软件“互联互通”的联动机制，以提升 AIIB 在基础设施建设支持的整体水平和效益，提高财务可持续性和机构可持续性，从而获得更实在的内部和外部“信用增级”。

最后是靠近市场。一方面，AIIB 应该“拷贝”世界银行、ADB 等领先机构的经验，在相关经济体或区域设置代表处，使得 AIIB 更加了解亚洲地区的基础设施投融资的市场需求和需求细分状况，解决项目来源和项目需求问题。另一方面，AIIB 可以在全球主要金融中心设立代表处，定期或不定期进行信息披露，并主动进行项目投融资“路演”，加强与国际投资者的交流合作，解决资金融资问题。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

附录1 超主权信用评级要素分析

目前，包括标普、惠誉和穆迪在内的三家评级机构均开展了针对多边开发银行的超主权评级，三个机构主要从内部评级要素和外部评级要素来考虑超主权信用评级。

1. 内部评级要素

(1) 资本充足率

资本充足率分析是标普超主权评级的基石，其中，收入是资本形成的重要来源，构成资本分析的重要组成因素。对资本充足率分析，标普主要关注**风险调整资本率**¹¹(ratio of risk-adjusted capital)指标，风险调整资本率为调整普通股(adjusted common equity)与风险加权资产(risk-weighted assets)之比。标普认为普通股的调整需要考虑多边开发银行周期性缴纳股本的特点，在普通股计算时减去认购但没有支付的股本、以及待缴股本等。风险加权资产计算，用国家主权评级作为对主权国家贷款的风险权重，对私有部分贷款的权重为国家经济风险得分（参见标普“银行业国家风险评估方法”）。此外，标普资本充足率计算需要经过风险调整，涉及到的调整因素包括主权贷款比重、单一贷款集中度、银行损失记录(loss experience)、风险管理(risk management)、利率风险和汇率风险等。

穆迪关于资本充足率分析主要包括4个定量指标和5个定性调节指标。定量指标包括反映资本头寸的**资产覆盖比例**(asset coverage ratio)（即可用股本与可用资产之比）和**加权平均借款人评级**(borrower quality-weighted average borrower rating)，反映银行运作杠杆水平的**债务与可用股本之比**(debt/usable equity)，以及反映资产运营的**不良贷款率指标**(non-performing assets/total loans)。穆迪方法中的可用资本指除待缴资本之外的所有股权。定性调整指标包括资产组合集中度(portfolio concentration)、运行环境(operating environment)、盈利能力(profitability)、不良贷款过往表现(history of high non-performing loans)以及其他因素。

在分析资本充足率时，惠誉主要考虑三个指标：**股东权益与总资产之比**(shareholder's equity/total assets and guarantees)、**已缴资本与认缴资本之比**(paid-in capital/subscribed capital)、**未偿债务与股东权益之比**(outstanding

¹¹Risk-adjusted capital ratio=Adjusted common equity/Risk-weighted assets

Adjusted common equity=Shareholder's equity – Payments committed but not yet due – Payments due but not yet received – Member Promissory Notes – Maintenance of Value Payment Receivables due on capital subscriptions – Capital subscriptions in restricted currencies – Other adjustments

debt/shareholder's equity)。此外，**可用资本与必需资本之比**(usable capital/required capital)也是惠誉评级方法中的一个关键指标。其中，可用资本(usable capital)为普通股与评级为AA-及以上股东待缴资本之和，总需求资本(required capital)为贷款预期损失(expected losses on loans)、股权投资(equity participations)、资金运营产生的资产(treasury assets)及表外业务(off-balance sheet operations)之和。对杠杆率分析，惠誉主要考虑未偿债务与股东收益之比(outstanding debt/equity)、未偿债务与待缴资本之比(outstanding debt/callable capital)、未偿债务与待缴资本和股东收益之比(outstanding debt/callable capital and equity)。此外，惠誉还计算偿债能力指标，即净收入加每年利息收益与每年利息支出之比(net income and annual interest receipts/annual interest payments)。上述指标中，除了**股东权益与总资产之比、已缴资本与认缴资本之比、未偿债务与股东权益之比**三个指标进入得分体系外，其余指标均为参考分析指标。

比较三家评级公司对于资产充足率分析，第一，标普和穆迪均将盈利和风险因素包含在资本充足率分析过程中，惠誉分别对资本、盈利及风险进行分析，对各个指标分别给予不同权重；第二，在内部财务状况分析中，穆迪方法对资本充足率因素给予60%的权重，惠誉方法对不包括风险因素在内的资本充足率给予21%的权重，标普方法对资本充足率给予25%的权重。

(2) 流动性

标普认为融资能力是流动性分析的基础，因此将两者结合起来考虑。标普对流动性因素给予和资本充足率同样的权重。

穆迪对流动性分析类似于标普，同时考虑了流动性状况和融资能力两方面。流动性状况主要指标为**短期债务加一年内即将到期的长期债务与贴现流动资产之比**(short-term debt and all long-term debt maturing within the next 12 months/discounted liquid assets)；融资能力包括两个指标：体现市场融资的**债券评级指标**(bond-implied ratings)和体现贷款融资能力的**贷款加权平均成本指标**(weighted average cost of loan debt)。在穆迪的评级方法中，流动性分析的权重为40%。

在分析流动性时，惠誉主要考虑**流动资产与短期债务之比**(liquidity assets/short-term debt)及流动性定性评估，对流动性因素给予了14%的权重，对流

动性重视度低于资本充足率。

比较三家评级公司对流动性的分析，第一，标普和穆迪均认为多边开发银行融资能力的强弱会显著影响其流动性，因此在分析中将融资能力和流动性结合分析，惠誉评级方法中没有涉及关于融资能力的指标；第二，惠誉和穆迪对流动性的重视度低于对资本充足率的重视度，标普对流动性和资本充足率给予同样重视。

(3)其他

a. 多边开发银行对股东重要性

在影响评级的内部因素中，除考虑资本充足状况和流动性外，标普方法特别关注多边开发银行对股东重要性。其与管理运营能力共同决定多边开发银行的业务状况。对多边开发银行重要性的分析主要包括角色定位、使命及任务、多边开发银行与股东之间关系及其特殊待遇。在惠誉方法中，将多边开发银行重要性分析归为影响评级的外部因素，具体参见外部评级要素部分。穆迪方法中不考虑此因素。

b. 管理运营能力

管理运营能力和多边开发银行重要性一样，是标普方法中的一个重要考虑因素，也属于定性分析，涵盖资本结构、内部管理结构、风险管理经验等方面，具体衡量方法参见附录。惠誉方法考虑风险管理政策及策略与管理两个子评级要素，同属于定性分析。穆迪方法不考虑此因素。

c. 盈利能力及风险因素

盈利能力与风险因素在标普和穆迪方法中体现为资本充足率的调整因素，一般与资本充足率结合在一起进行分析。在惠誉方法中，盈利能力与风险因素是独立于资本充足率分析的。

2. 外部评级要素

外部评级要素主要指外部支持，即股东对多边开发银行除已缴资本之外的其他方面的支持，一般体现为待缴资本。三大评级公司都通过分析待缴资本，研究股东的支持能力和支持意愿。但不同评级公司具体指标选择有所差异，具体来说：

在标普方法中，外部支持主要体现为待缴资本通过影响资本充足率影响最终评级。标普认为宏观环境恶化可能会对所有股东和多边开发银行造成影响，因此只有主权评级高于多边开发银行评级的股东，其待缴资本被认为将影响资本充足率。具体来说，待缴资本提高资本充足率中分子，即普通股的大小，但不影响分母，因此经过待缴资

本调整的资本充足率比之前有所增加。一般来说，标普方法中考虑外部支持因素后，评级可以提高 0-3 个小级别。

穆迪方法中，外部支持考虑三类子评级要素，共九个指标。具体来说，三类子评级要素分别是**合同支持**(contractual support)、**特别支持**(extraordinary support)和**其他调节变量**(adjustment factors)：合同支持主要体现为待缴资本对未偿债务的覆盖率，等于**未偿债务与评级为 AAA 至 BBB-国家待缴资本的比重**(debt/discounted callable capital)；特别支持体现为股东支持能力和支持意愿，股东支持能力对应指标为**股东加权平均评级水平**(weighted median shareholder rating)，股东支持意愿对应**支持倾向**(propensity to support)和**支持优先权**(priority of support)两个定性指标；其他调整变量为**股东之间的联系**(linkages among members)、**股东和资产之间的关系**(correlation of members and assets)、**股东集中度**(member concentration)以及**股东间连带支持状况**(joint-and-several support)。合同支持和外部支持分别给予 50%的权重。同标普方法，穆迪方法考虑外部支持因素后，评级可以提高 0-3 个小级别。

惠誉对外部支持的评级要素主要包括五个指标：**股东的平均评级**(average rating of shareholders)、**主要股东的平均评级**(average rating of key shareholders)、**评级为 AA-及以上股东的待缴资本占总待缴资本的比重**(share of callable capital from shareholders rated AA- and above)、**多边开发银行对成员国家的重要性**(importance of MDB from member countries)（定性分析）以及**AA-及以上股东的待缴资本占未偿债务比重**(callable capital from shareholders rated AA- and above/debt outstanding)。其中主要股东指持股份额较大且持股累积超过 50%的国家。惠誉认为，多边开发银行的最终评级将等于或高于主要股东的加权平均评级。惠誉对上述五个指标分别给予 20%的权重。

附录2 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要素 (100%)	资本充足率	风险调整资本充足率 (25%)	<ol style="list-style-type: none"> 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 	<ol style="list-style-type: none"> 1、股东权益与总资产之比 (15%) 2、已缴资本与认缴资本之比 (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、未偿债务与待缴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	<ol style="list-style-type: none"> 1、融资能力 (12.5%) 2、流动性 (12.5%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1、短期债务加一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%) 	<ol style="list-style-type: none"> 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	<ol style="list-style-type: none"> 1、多边开发银行重要性 (25%) 2、管理运营能力 (25%) 		<ol style="list-style-type: none"> 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要素 (100%)	股东外部支持	在标普方法中, 外部支持主要体现为待缴资本通过影响资本充足率影响最终评级	<ol style="list-style-type: none"> 1、未偿债务与评级为 AAA 至 BBB-国家待缴资本之比 (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 	<ol style="list-style-type: none"> 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-及以上股东的待缴资本占总待缴资本的比重 (20%) 4、多边开发银行对成员国家的重要性 (定量分析) (20%) 5、AA-及以上股东的待缴资本占未偿债务比重 (20%)