

世行经验对亚投行债券融资策略的启示

■ 顾宾 北京外国语大学法学院

亚洲基础设施投资银行(“亚投行”)在成立后需要开展投融资业务,其资金来源将主要是在国际资本市场发行债券。世界银行具有将近 70 年的债券融资经验,其债券发行机制对于亚投行具有示范意义。亚投行具备多边开发银行债券融资的一般优势。亚投行应当大力发展绿色债券,体现其运营的绿色理念;积极发展人民币债券,助力人民币国际化;重视发展非核心货币债券,推动“一带一路”沿线国家基础设施建设。

向国际资本市场融资是多边开发银行资金来源的主要渠道,亚投行也不例外。未来十年仅亚洲地区的基础设施融资需求预计为 8 万亿美元,亚投行将以自有资本为依托,通过发行债券来筹集资金,满足其开展基础设施投资业务需求。

亚投行的法定股本是 1000 亿美元,实缴只占 1/5 即 200 亿美元。而且这 200 亿美元并非一次缴齐,需分五年缴齐,即每年实缴 40 亿美元。因此,在亚投行开展业务初期,其自有资本规模不会太大。此外,参考多边开发银行的长期实践,这些自有资本并不作为贷款资金发挥作用,而是作为储备资金充实多边开发银行资金实力。因此,亚投行将主要依托国际资本市场满足融资需求。

向国际资本市场融资的主要方式是发行债券。多边开发银行发行债券已有近 70 年历史,期间积累的丰富经验,可以为亚投行借鉴。本文通过介绍世界银行发行债券的机制,包括世行债券的主要类型及特点、世行债券的中国(人民币)因素,总结世行债券的若干成功经验,指出其对亚投行的启示意义。

世行债券发行机制

世行自从 1947 年首次发行债券以来,一直是世界资本市场的积极参与者和创新者。世行债券发行机制由两部分组成,分别是《全球债务发行工具》(Global Debt Issuance Facility, GDI)和《最终协议》(Final Terms)。《全球债务发行工具》是世行债券发行的母协议,规定世行发行债券的基本法律条件。《最终协议》规定具体债券产品的发行条件,也即世行具体债券发行行为都需要一个特定的《最终协议》。《全球债务发行工具》与《最终协议》是母协议与子协议的关系,在解读《最终协议》时必须结合《全球债务发行工具》。《全球债务发行工具》还规定了《最终协议》的基本框架与模板。

世行发行的债券主要包括全球债券(Benchmark and Global Bonds)、非核心货币债券(Non-Core Currency Bonds)、结构化债券(Structured Notes)、风险资本债券(Capital-at-Risk Notes)、绿色债券(Green Bonds)等。其

中,全球债券以国际主流货币发行,面向机构投资者,具有大额、流动性强的特点;非核心货币债券以地方货币计价,投资者包括机构投资者和散户;结构化债券面向机构投资者,满足其个性化需求;风险资本债券是唯一不具有 3A 信用评级的世行债券,风险高,收益大;绿色债券投资于世行的可持续发展项目。

2011 年,世行在香港资本市场发行第一批人民币债券。债券规模 5 亿人民币,两年定期,票面息率 0.95%,每半年付息一次。以非上市的方式发行,汇丰银行是主承销商。发行人民币债券的背景是,中国在世界银行持有的股份将随 2010 年 4 月宣布的投票权重组而增加,如果拟议的重组最终获得正式批准和签署,中国将成为世行中仅次于美国、日本的第三大股东。

2012 年 6 月世行又与中国银行(香港)有限公司联合发布“中银香港—世行新兴市场债券基金”(BOCHK—World Bank Emerging Markets Bond Fund)。这是中国香港首个以中国为主题的全球新兴市场货币债券基金。基金不少于 85% 的资产净值(net asset value)用于投资以中国的贸易伙伴国货币计值的世行债券。这些贸易伙伴国包括新兴市场国家与原材料出口国(commodity countries)。其余不超过 15% 将投资离岸的中国国债和美国国债,以增加流动性并管控风险。

世行在国际资本市场持有 3A 评级,并在债券市场长期实践中形成优先债权人地位。世行的参与有利于吸引过去未投资新兴市场的国际投资者对这个快速发展的市场予以关注。利用世行平台为发展中国家发展筹集资金,比发展中国家直接发行离岸国债更有吸引力,对投资者而言信用风险降低,对借款国来说资金成本也将下降。

世行发债成功的几点经验

世行债券的示范意义集中体现在,在国际资本市场长期维持最高信用评级,包括标准普尔的 AAA 最高评级和穆迪 Aaa 最高评级。世行债券的成功经验包括以下几点:

首先,实施审慎的金融政策。可从资本充足率和流动性比率两个方面理解世行的金融政策。从资本充足率看,世行规定其债务额不得超过资本额。以 2014 年 6 月 30 日为例,世行债务和债务担保存量总额仅为资本总额的 59%,远低于 100% 的负债上限。从流动性比率看,世行实际流动性额度大于法定最低流动性额度。例如,2014 年财年世行法定最低流动性额度为 245 亿美元,但世行实际拥有 416 亿美元的流动性额度。总之,充足的资本和流动性说明了世行的经济实力,根本上确保了世行的最高信用等级。

其次,世行持续盈利。在 2008 年金融危机

本文通过介绍世界银行发行债券的机制,包括世行债券的主要类型及特点、世行债券的中国(人民币)因素,总结世行债券的若干成功经验,指出其对亚投行的启示意义。

之前的 5 年间,世行年均盈利不低于 15 亿美元。金融危机以后世行年均盈利水平呈明显下降态势,但也不低于 5 亿美元。

再次,世行债券质量很高。一是,世行的借款对象限于主权国家或主权国家担保的项目;二是,这些主权国家普遍承认世行优先债权人地位;三是,世行严格限制贷款向单个借款国集中以分散风险;四是,一旦发生贷款不能按时偿还,世行有权及时冻结后续贷款审批与发放。

最后,成员国股东强力支持。世行 188 个成员国股东不仅承认世行的优先债权人地位,还通过认缴股本支持世行。截至 2014 年 6 月 30 日,世行共有股本 2330 亿美元,其中包括实缴资本 140 亿美元,待缴股本 2190 亿美元。此外,世行股东资产总额(包括实缴资本和储备资金)为 390 亿美元。

世行经验对亚投行的启示

亚投行具有世行和其他多边开发银行的一般融资优势。一方面,主权国家通过认缴股本提供信用担保。多边开发银行的法定资本分为实缴资本和待缴资本。其中待缴资本占到法定资本的大头,通常不少于法定资本 45。待缴资本仅仅体现为成员国对多边开发银行的负债,平日里不需实际履行。只有当多边开发银行用尽自有资源还不能清偿债务时,才可以要求成员国按比例缴纳相当部分的待缴资本对外清偿债务。值得一提的是,多边开发银行成员国从来没有实际缴纳待缴资本。就连作为法定资本一小部分的实缴资本,近几十年来只是作为储备资金充实多边开发银行的资金实力,从来没有出借过,由此说明多边开发银行的财

务和资信实力。亚投行获得包括中国在内的 57 个意向创始成员国支持,其财务和资信实力具备坚实基础。

另一方面,亚投行有望获得最高信用评级。成员国通过认缴资本的方式给予多边开发银行信用支持,多边开发银行由此确保其在国际资本市场的最高信用评级。半个多世纪以来,世界银行长期享有标准普尔的 AAA 最高评级,或穆迪 Aaa 最高评级。最高信用评级使得世行债券在国际资本市场广受青睐,世行融资成本大大降低,世也因此能够把筹得的资金以较低的利率贷给借款国。一方面降低了发展中国家的借款成本,另一方面世行还通过借贷息差获得收益。亚投行有望在国际资本市场获得最高信用评级,不仅因为多边开发银行具有良好信誉传统,以及西欧等主权信用等级很高的成员国加入,还因为亚投行坚持“精简、廉洁、绿色”的高标准运营理念。

此外,亚投行有望享有优先债权人地位。优先债权人地位(preferred creditor status, PCS)是多边开发银行在国际融资实践中发展的一项特权,指在成员国政府由于外汇短缺、实施汇兑管制而导致国际贷款偿还出现困难时,多边开发银行贷款享有优先得到汇兑并受偿的特权。它们一般不参与国家债务重组,也不受其他债权人参与达成的国家债务重组协议的约束。多边开发银行的优先债权人地位不仅经受了历次金融危机考验,在各国国内法律体系中也广受认可,巴塞尔协议 II 也明确承认国际商业银行参与多边开发银行贷款将有效降低汇兑风险。借款国优先清偿多边开发银行的动因很多,例如多边开发银行后批次贷款尚未发放,不敢得罪;多边开发银行愿意在其他未拒绝贷款的情况下多开发新银行,需要争取;多边开发银行贷款利率低、期限长;多边开发银行能够提供技术援助;借款国担心受到经济制裁,等等。由于这项实践惯例,多边开发银行面临的信用风险降到最低,有效维护了最高信用评级,进而降低向国际资本市场融资的成本。亚投行作为多边开发银行,其优先债权人地位有望获得包括各国银行监管机构、信用评级机构、国际清算银行以及借款国的一体承认。

亚投行债券融资的几点建议

首先,亚投行应当大力发展绿色债券。发展绿色债券符合亚投行运营的绿色理念,符合亚投行制订“严格并切实可行的高标准保障条款”的既定目标,是回应西方质疑亚投行标准的有效做法。亚投行推动绿色债券市场发展,对投资者而言,投资高质量、可交易的固定收益类产品,实为履行保护环境、应对气候变化的社会责任,有利于提升投资者的社会形象,实现社会效益和经济效益双赢;对亚投行来

说,有利于扩大融资范围和投资基础,提升人们保护环境意识。

绿色债券成功的关键在于透明度。亚投行需要确定绿色债券标准问题(eligibility criteria),即什么样的项目适合发行绿色债券,并制定遴选适格项目的具体流程。为债券收益设立独立账户,确保用于适格项目。及时公布适格项目的建设和运营情况,包括项目对环境、气候的积极影响。

其次,亚投行应当积极发展人民币债券。随着人民币国际化从结算、投资到储备逐渐升级,一个区域内庞大的基础设施建设市场,将在带动中国出口基础上进一步促进人民币贸易结算。亚投行可以发行区域内人民币债券的方式,为区域基础设施投资提供融资支持。在增加结算、投资基础上,促使区域经济体增加人民币储备需求。

2015 年 7 月央行发布《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》,境外机构投资者进入内地人民币债券市场更加便利,由审批制改为备案制。七天后金砖国家新开发银行即表达了用上海人民币债券市场进行第一次债券融资的意愿。建议亚投行考虑在内地人民币债券市场发行债券向国际投资者募集资金。

再次,亚投行应当重视发展非核心货币债券。为“一带一路”沿线国家的基础设施建设提供融资服务,是亚投行的重要业务领域。发行以这些国家的货币计价的债券,将募得的资金投向这些国家的可持续发展项目,有利于提高融资效率,并避免汇率风险。

鉴于“一带一路”沿线国家经济发展水平普遍不高,不少国家的货币在国际资本市场接受程度较低,因此,非核心货币债券有可能出现流动性差的情况,甚至对亚投行的信用评级产生不利影响。有鉴于此,需要对非核心货币债券的计价币种选择进行统筹安排并慎重推进,并在发行条件如利率安排方面有所体现。

最后,亚投行应当建立母子协议式的债券发行机制。参考世行《全球债务发行工具》+《最终协议》的债券发行机制,亚投行应当制定自己的“《亚投行债券发行工具》+《最终协议》”债券发行机制。母子协议的优势在于:母协议具有透明、稳定的特点,有利于亚投行债券发行机制积累信用积分;子协议依据母协议达成,条款和用词释义一致,方便争端解决和合同条款解释,可预期性强。

在制定母协议时,着力推动中国金融基础设施以及相关金融机构参与财务代理行、全球代理行、清算机构等业务;在亚投行运营稳定后,除了日常发行 3A 最高信用级别债券外,逐步发行非 3A 的风险资本债券,为此制定“风险资本债券特别规定”。“风险资本债券特别规定”与《亚投行债券发行工具》不一致的,适用特别规定。



中国未来 3 年拟投资 4.7 万亿元兴建交通设施

中国将在未来三年期间投入近 5 万亿元人民币(合 7700 亿美元)建设交通基础设施,这个迹象表明政府决心动用国家资源来保持经济“轰鸣”。不过,分析师们表示,交通运输部的宣布令人对中国经济政策的走向更加困惑。在中国经济高速增长和寻求打造现代化经济的年代,基建支出对国家十分有用,但近年这类支出带来了大而无当的工程、工业产能过剩、经济扭曲以及债务。

与日前宣布这一支出计划(5 万亿元人民币相当于中国 2015 年国内生产总值的 6.9%)似乎矛盾的是,本周一些有影响力的声音警告称,中国经济的杠杆高得令人震惊。

5 月 9 日,中共机关报《人民日报》头版发表对“权威人士”的采访,称中国不断飙升的债务水平可能导致“系统性金融风险”。“本周是各种信号混杂的一个星期。”北京龙洲讯调的白安儒表示,“他们在强调支持增长与强调结构性改革的两极之间摇摆。不清楚他们想要传递什么信息。”

目前尚不清楚最新宣布的支出目标在多大程度上涉及新资金,在多大程度上涉及已编列预算且审批通过的项目。很有可能的是,不少项目已被列入 3 月全国人大年度会议批准的五年期规划。

根据中国国家发展改革委和交通运输部

联合印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》,未来三年拟重点推进 303 个项目(包括铁路、公路、水路、机场和城市轨道交通项目),涉及项目总投资 4.7 万亿元人民币。“现在的问题是这些资金将从哪里筹集。因此,最终而言关键在于货币政策,因为大部分基建支出的资金归根结底将通过债务筹集。”白安儒表示。

4.7 万亿元人民币的数字最初来自官方的中国交通新闻网的一篇文章。该文 5 月 11 日被交通运输部官网转载。它再度令人关注中国基础设施投资所保持的规模。该文断言,与中国的经济社会发展需求相比,交通基础设施在覆盖范围和质量水平等方面还存在较大差距。文章呼吁做出全方位努力,完善和维护覆盖全国的交通网络。

最新一轮的资金很可能造福于低迷的重工业和建筑业。此前国家发改委 5 月 10 宣布,将向东北三省困境中的“锈带”的 130 个项目投入 1.6 万亿元人民币。

发改委东北等老工业基地振兴司司长周建平 5 月 10 日表示,这些资金不能被视为北京方面对困境中的东北地区的“补贴”。他表示,资金将根据项目进行分配。

“只要项目是适当的,我们就会拨出资金。”他说。(FT 中文网)

中国数据争论：新经济对经济提升多大？

■ 胡志鹏 苏格兰皇家银行中国首席经济学家

围绕中国经济下行,GDP 数据质量的争论过去几年间始终不绝于耳,近期《人民日报》刊发“权威人士”谈论关于经济走势趋于 L 型的问题。在当前推进供给侧结构性改革的大背景下,笔者认为数据质量之争应当与时俱进,着重关注那些可能影响结构转型基本判断的问题。

过去一年,市场纠结于传统工业部门、即“旧经济”的统计质量问题。这些担忧固然有其历史渊源,但边际上的意义有限。常见的例子包括发电量弱于工业增加值和 GDP 增速;工业企业大面积亏损而工业 GDP 仍然正增长等等。此类偏差其实已是中国数据的“惯例”,在以往周期中并不鲜见。本轮下行期间,发电量相对工业增加值和 GDP 增速的偏差幅度并未超出以往周期。而名义 GDP 也较客观地反映了经济恶化的程度。工业部门名义 GDP 增速去年四季度滑落至-0.4%,逊于 2008-09 年、1998 年,创 1976 年以来新低——这在相当程度上符合微观层面的感受。

相比之下,市场对服务业统计的关注度却不如工业,尤其是代表了“新经济”、占 GDP 高达 19% 的“其他服务业”。而在笔者看来,这恰恰可能是眼下水分更大、影响宏观形势判断的领域,理应成为关注的焦点。

中国服务业统计基础一向弱于工业。统计局已经建立起规模以上工业企业联网直报制度,覆盖了约 90% 的工业总产出。相比之下,服务业企业更加零散、多变。统计局不得不更多依靠抽样调查和部门统计。常规基础数据缺失导致服务业统计误差较大。三次经济普查后对前一年 GDP 的修正额中,服务业占比分别高达 93%、81%、71%。

过去几年间,统计局一直致力于改革服务业统计。限额以上批发零售和住宿餐饮企

业、全部房地产开发企业已经建立起联网直报统计制度,而交通运输业、金融业、房地产、批发零售业也都有较可靠的月度统计指标可供追踪。

尽管如此,“其他服务业”统计核算仍是最薄弱的领域。这一大类包括了信息传输、计算机服务和软件业;租赁和商务服务业;水利、环境和公共设施管理业;居民服务;教育;卫生、社会保障和社会福利业等 9 个行业。这些行业中只有上万家重点企业纳入了联网直报,在非普查年度,统计局不得不大量依赖抽样调查、工资和物价资料、部门统计资料等推算年度数据。季度核算更是只能依靠相关度有限的其他指标粗略推算,甚至连 9 个行业的细分数据也无从获知。

颇具讽刺意味的是,恰恰是这一统计基础最薄弱的“其他服务业”成为了过去三年稳增长的大“功臣”。截至去年四季度,其增速在过去三年间整整加快了 3 个百分点,令其他所有行业望尘莫及。尤其是在经济下滑压力最大的去年下半年,“其他服务业”增速由上半年的 8.8% 跃升至 9.7%、创 4 年新高,与工业和其他传统服务业的萎靡形成了鲜明对比。

“其他服务业”本轮快速崛起始于 2013 年初,恰逢新一届领导班子开始执政。新政府确实通过简政放权等措施力推大众创业、万众创新。但在居民收入增速下滑的背景下,“其他服务业”立竿见影地逆势增长不免让人困惑。虽然官方媒体大力宣传“新经济”热火朝天,并以工商注册、网购、大数据等作为佐证,但这些片面信息究竟如何转化为正规 GDP 统计下的增加值核算(尤其是季度核算)是一个大问号。

作为检验,笔者从服务业 PMI 和服务业用电量出发,推算出了一个服务业活动增速。其在 2013-2015 年期间与官方服务业 GDP 增速之间的缺口明显拉大,最高达 4 个百分点以上。这表明统计局服务业 GDP 核算与其

自身收集的服务业 PMI 和用电量之间并不自洽。当我们采取同样方法、用制造业 PMI 和工业用电量来检验工业 GDP 增速时,所得到的缺口则并不明显。这一方法虽然粗糙,但明确显示出工业 GDP 数据质量较服务业更加可靠。简言之,相比质量饱受诟病的工业统计,服务业统计不仅质量更糟、且有短期内进一步恶化的嫌疑。

需要指出的是,“其他服务业”的上升势头在今年一季度有所逆转,同比增速由 9.9% 回落至 8.7%。但这究竟是服务业真实运行状况的体现,还是由于工业和建筑业回暖减轻了数据层面稳增长的压力、使得“其他服务业”可以增长得慢一些?我们不得而知。

在现行体制下,统计数据“自动”向中央政策目标靠拢不足为奇。现如今,指数的发明人正大力鼓励服务业发展,却似乎又开始面临统计数据立竿见影的尴尬局面。这印证了所谓的“Goodhart 定律”:一个指标一旦成为政策目标,就不再是一个可靠的指标。

笔者并不怀疑服务业和“新经济”在中长期内相对较好的增长前景。正如《人民日报》专访权威人士时所指出,分化是经济发展的必然。在新常态下,应当通过加强供给侧结构性改革培育新动力、形成新结构。代表未来发展方向的服务业和“新经济”在分化中理应脱颖而出。

但我们需要警惕短期增长数据过度依赖于统计基础最薄弱的“其他服务业”、导致其可信度下降。这不仅影响我们判断经济是否稳健,更妨碍我们把握产业结构调整、优化的实质性进展。以这样的数据作为依据,稳增长和供给侧改革都会面临决策失误的风险。

对市场投资者而言,有必要认清中国统计数据中真正薄弱的环节、谨慎做出判断。对政府部门而言,夯实服务业统计不仅是推动经济转型不可或缺的基础性工作,更是确保供给侧结构性改革有效推进的长久之计。