

- ◆ 中国评级业的发展道路
- ◆ 我国资信评级行业的发展历史、问题及建议
- ◆ 发展信用评级机构 建设上海金融中心
- ◆ 信用评级的局限性
- ◆ 国际视野下的信用评级观点
- ◆ 基于主体信用评级的中国社会信用体系建设
- ◆ 交易对手主体信用评级与金融稳定体系的构建





## 导 言

2011 年是国际和中国评级业不平凡的一年。

从国际评级业看，2011 年年初，国际评级机构相继对埃及、爱尔兰、约旦、希腊、葡萄牙等主权信用风险上升的国家进行主权信用等级下调或展望调整为负面；2011 年 8 月，标准普尔将美国主权信用等级从 AAA 调为 AA+，展望负面；2011 年最后几个月，国际评级机构对以欧洲为代表的主权债务信用风险上升的国家主权信用等级进行了较大面积的下调或展望调为负面。国际评级机构在 2011 年对主权信用等级调整的事件及影响，为国内评级机构观察和反思信用评级问题提供了千载难逢的机会。

从国内评级业看，2011 年 7 月，国务院法制办关于公布了《征信管理条例》第二次征求意见稿，改变了以前把信用评级列为征信的立法精神，并说明关于信用评级将另外立法规范；2011 年 10 月 19 日，国务院召开部署制定社会信用体系建设规划常务会议，把信用评级和征信体系的建设分开进行了论述，指出“规范发展信用服务机构和评级机构，有序推进信用服务产品创新”；2011 年 12 月中旬，中国人民银行副行长刘士余在第一届信用增进行业高端论坛上透露，国务院已批准央行作为信用评级行业的主管部门；2011 年 12 月下旬，中国人民银行行长周小川在第三届中国经济前瞻论坛上，论述了全球金融危机以来对评级业的评价和展望，以及人民银行牵头课题对评级业的若干观点。国内高层的立法、规划和讲话，预示着中国评级业将走上规范、有序的发展大道。

2011 年，国内学者、信用评级机构在中国信用评级行业发展路径、信用评级行业发展生态环境、信用评级方法体系和信用评级市场表现统计

方法等方面取得了一定的理论研究成果。

2011年,新世纪公司结合中国社会信用体系建设的“十二五”规划意见、上海国际金融中心建设的部署,以中国本土信用评级行业的发展为出发点,对中国信用评级行业的发展、中国信用评级行业发展存在的问题、信用评级本身存在的局限性、主体信用评级在社会信用体系建设和金融稳定中的作用等进行了深入的研究。

2011年,新世纪公司的理论研究成果主要集中在中国信用评级行业发展的研究、对信用评级认识的研究、基于主体评级的社会信用体系建设和金融稳定体系构建的研究三个主要方面。

首先,关于中国信用评级行业的发展研究主要包括朱荣恩总裁关于《中国评级业的发展道路》、《发展信用评级机构,建设上海金融中心》的两个讲话,和《我国资信评级行业的发展历史、问题和建议》的一篇文章。《中国评级业的发展道路》是朱荣恩总裁5月21日在“2011陆家嘴论坛”上的讲话,分别从我国信用评级机构的立法监管、自律组织建设、我国债券市场发展的过程、信用评级机构的收入结构、信用评级机构自身建设等方面,论述了我国信用评级行业发展的道路,强调了“评级业市场就是微观盈利,投入中观、宏观研究,然后通过成果发布来扩大社会影响力,最后得到社会的检验来提高公信力”。《我国资信评级行业的发展历史、问题和建议》发表于《中国证券》(2011年第8期),以我国信用评级业的发展历史追溯、面临的主要问题的研究为基础,提出了我国信用评级行业发展的建议,文章强调了中国信用评级行业发展需要统一立法、统一监管、统一行业自律组织,强调了实现主体评级和债项评级的分离、提高评级收费水平是稳定信用评级人才、提高信用评级机构市场地位的基础和关键,提出了信用评级机构的内部建设任务,提出了中国信用评级机构市场化、

本土化和国际化的发展思路。《发展信用评级机构，建设上海金融中心》是朱荣恩总裁在“上海国际金融中心核心功能区建设高层论坛”上的讲话内容，提出了中国信用评级业“先要扩大微观，然后再扩大到宏观，从而扩大影响力”，中国信用评级业要走本土化和国际化的道路，强调了“上海在建设上海国际金融中心核心功能区时，要抓住国际信用评级机构在上海发展的机遇”。

第二，关于信用评级认识的研究主要包括朱荣恩总裁关于《信用评级的局限性》的讲话和《国际视野下的信用评级观点》的文章。《信用评级的局限性》是朱荣恩总裁在10月20日中债资信评估有限责任公司举办的“后危机时代评级行业的再认识”研讨会上的讲话内容。本讲话强调了信用评级的是对未来预期的本质特征，信用评级机构对信用评级的认识受到实践时期的影响，“如果上海建立了金融中心、中国成为世界金融中心，人民币走向国际化的时候，我们能够参与这个过程、去参与金融机构评级，去参与国家主权评级，到那时我们对评级的认识就会加深”；同时，信用评级机构的局限性还表现为环境的影响，尤其是“我国的风险定价机制还没有形成”、“多头监管、多头认证”，造成了评级上更大的缺陷，建议加强评级的社会教育、加强信用评级的理论研究、优化信用评级的生态环境。《国际视野下的信用评级观点》是针对2011年国内外发生的一系列评级事件，新世纪公司对信用评级相关理论进行反思和实证的基本观点，认为信用评级机构在方法论上尚不存在统一的信用评级标准；信用评级机构不具备定价权；信用评级机构的话语权来自于信用评级机构的服务能力和市场的认可；信用评级主要是揭示风险，“并不是一个既能解释风险又能减少市场波动的完美机制”；国际信用评级机构的形成主要取决于国际资本市场的信用评级环境、国际投资者的认可和市场监管部门认可三个主要方面；信用评级存在全球体系、区域体系和本地体系；主权评级是影响私人部门信用质量的重要因素，主权“外币级别高于本币级别的可能性一

一般来说并不存在”。

第三，关于基于主体信用评级的社会信用体系建设和金融稳定体系构建的研究包括《基于主体信用评级的中国社会信用体系建设——兼论中国信用评级业的发展战略》、《交易对手主体信用评级和金融稳定体系的构建》两篇文章。《基于主体信用评级的中国社会信用体系建设——兼论中国信用评级业的发展战略》是从社会信用评级建设的微观主体入手，分析和论述主体信用评级在社会信用体系建设中的功能和作用，认为“需要通过推动主体信用评级，夯实中国社会信用体系的基础，确立信用评级在社会信用体系中的核心地位，推动中国经济、金融的进一步国际化、全球化，加速中国信用评级行业的国际化进程，缓减国内外金融交易主体之间的信息不对称，缓减金融产品与投资者的信息不对称，提高中国经济和金融国际化的安全程度”。《交易对手主体信用评级和金融稳定体系的构建》是主体信用评级和中国社会信用体系建设的深化研究，重点强调金融机构作为金融市场的交易主体，其信用风险对金融稳定有重要影响，认为“交易对手的风险传递机制是交易对手相关风险的反映”，需要通过金融产品评级、交易对手评级，“缓减交易产品、交易对手的信息不对称”，“构建交易产品、交易对手的双重风险防范体系”。

兹选登新世纪公司在 2011 年发表的七篇文章（演讲）以共享、商榷，期望共同推动中国信用评级行业的发展。

## 目 录

中国评级业的发展道路.....	1
我国资信评级行业的发展历史、问题及建议.....	4
发展信用评级机构 建设上海金融中心.....	13
信用评级的局限性.....	15
国际视野下的信用评级观点.....	17
基于主体信用评级的中国社会信用体系建设.....	21
交易对手主体信用评级与金融稳定体系的构建.....	32

## Table of Contents

The Development of Credit Rating Industry in China.....	1
The Development History, Problems and Recommendations of the Credit Rating Industry in China.....	4
Developing Credit Rating Agencies as a part of Construction of Shanghai Financial Hub.....	13
The Limitations of Credit Rating.....	15
Viewing Credit Rating Industry with Global Perspective.....	17
The Social Credit System Construction Based on Issuer Credit Ratings.....	21
Counterparty Ratings and Financial Stability.....	32

# 中国评级业的发展道路

文 / 朱荣恩

各位来宾，感谢大家参加今天的论坛，也感谢会务组织方邀请我参加这次演讲。刚才两个中国债券平台的领导，和一位中央清算平台负责人的讲话，我非常有感触，中国评级业起步于上世纪 80 年代末，但真正迎来春天的也就是近五年，也就是以人民银行银行间债券市场发展带动了信用评级业的发展。2005 年银行间债券市场产生，2007 年证监会推进公司债，经过这五六年的时间，中国评级业我认为有了非常长足的进步。

这个体现在几个方面。一个就是人员规模，目前两个市场分别是“4+5”，这里面其实两家是同一个机构，就是 7 家评级机构在做资本债券市场评级，人员已经达到 1000 多人。评级的品种已经从最初的企业债发展到公司债、短期融资券、中期票据、具有中国特色的中小企业集合债，以及交易所的可分离债、可转换债，保监会的股权投资等品种。

从收入规模上面，我们这个行业非常小，以前几乎没有收入，但是由于债券市场发展，给我们一个收入大增的机会。据我估算，去年一年全行业大概在 4、5 亿。今年从我们公司角度来看，到了 5 月份债券市场的评级收入已经达到去年的全年水平，这是超出我预料的。所以这个行业也在中国债券市场发展中得到了发展。所以昨天屠光绍讲直接融资四大机遇，专门讲到中介服务机构，我感触非常深。中国评级业尽管取得了一些成绩，但是我们要看到与中国债券市场的发展、与上海金融中心的建设，乃至与国际金融市场要求还存在很大差距。这里面有几个方面，我想谈一下，也想引起大家的一些共鸣和探讨。

第一个问题，我国评级机构的立法监管问题。环顾全球，各国各地区凡是债券市场有评级的这些机制的地方，都有专门的资信评级独立的法规，包括美国、日本、欧盟、中国香港、中国台湾。次贷危机以后，这些地方的立法机关又在修订自己的评级机构法规。

我们国家到目前为止还没有一部专门针对信用评级管理的法规。我在想，中国债券市场走到今天，形成银行间债券市场和证券交易所市场，形成证监会管公司债，银行间债券市场管短融和中票，以及发改委管企业债，是一种历史的转轨期间的现象，目前这种现状具有一定的客

观背景。但是我们信用评级机构的管理应该统一。

我给大家说一下，现在做交易所市场的有 5 家，做银行间债券市场的有 4 家，其中有 4 家是合业的，其他都是做各自市场的业务。这就产生一个问题，如果一家企业同时既发公司债又发短融，就会出现不同等级。这种差异从目前阶段就会做一些倡导，比如说一个企业在公司债里面得到了高等级，在银行间债券市场，因为评级机构不能参与银行间债券市场，就要找银行间债券市场得到认可的公司再进行一次评级。

这两个不同，即便处于两个不同的机构，也是合理的，问题是在中国定价机制是以主体为定价的，就是会倒逼评级公司。比如公司债这一块，主体级别比较高，而评银行间债券市场的短融、中票的评级公司如果给出较低级别的话，就会受影响。所以最近我们研究了这几年 4 家评级公司的级别迁移，幅度很大。银行间债券市场征信局专门找我们谈话，分析了这个问题，其中有一条我们就感觉到了这两个市场分头认证的倒逼影响，所以呼吁政府加快这方面的进程。

第二方面，推进评级业的自律组织建设。我们知道国际评级业是市场经济的产物，也是唯一一个没有行业自律组织的行业，也就是三家公司，说的不好听，鸡犬之声相闻，老死不相往来，市场经济就是需要不同的声音，不能坐在同一个板凳上。但是中国评级业是不是一定要走这条路呢？不行，我们应该抓紧时间，集中我们的行业智慧、行业力量，来加速我们评级业的发展。所以银行间债券市场和交易所债券市场相继成立了专业委员会，这个专业委员会正在进行一些治理的规范，最近我们看了这些即将出台的规范，我想对于我们行业来说都是很好的基础。

第三方面，就是在中国债券市场发展过程中，如何改进我们的评级，提高我们评级的公信力，这也是一个很重要的方面。目前的这种评级状态，是不是可以进一步的改进，我们能不能把债券发行时候的评级主体和债项同一时间评，变为分开评，叫主体评级和债项评级。在国际上面，这是分开的，发债企业首先要取得一个主体评级等级，然后根据自己的融资规模、要求、时间，再去确定债券发行规模。

我们看了一下，美国的标普的收入结构中，去年主体评级也就是固定收费这一块，是 12.37 亿美元，债项类收入是 6.63 亿美元。台湾地区我看了一下，每年评 180 家主体，真正能够发债的也就是 90 家到 100 家。印度每年要评将近 9000 家的企业主体，发债也就在这里面。所以这可能是今后中国评级业走的道路。这有什么作用呢？一个就是刚才讲的主体是企业基本的信用等级，刚才张总也说了，社会诚信体系建设就是要让市场的各个主体有自己的信用标识（mark），所以信用主体评级起到这样一个有利作用。第二我们发行债券的时候把主体捆绑在一起会使压力加大。现在银行间市场的债券定价、报价都是按照主体来的，所以我们有二个报告，一个是主体报告，一个债项报告，现在基本上债项报告不看了，都是看主体。所以这个导向我

认为还要调整。最后主体评级，评级后面的功能可以再进一步发挥，不仅仅是债券，刚才张总讲的投资组合上面，在国外投资组合非常需要评级，称交易对手评级。所以有这些主体，这里面主体不仅仅是工商企业，还包括银行、保险、证券这些金融机构，就可以缓释我们在债券市场的评级压力，进一步体现我们的评级公信力。

除此之外，我们自身还要加强完善建设，包括评级方法和流程的披露，包括数据库的建设，这方面我们要去积极努力。这里还是跟大家说一下，评级不是对过去的证实，而是对未来的一种展望。我们不应该有同质化的要求，每家公司的评级最后是由市场来认可，美国三大评级公司，评级方法、评级定义、评级符号、评级市场检验都不一样，我们现在中国评级符号是统一的，但是方法是各自为政的。

所以在这方面，要注意这种流程的披露、方法的披露，这是很重要的。另外就是数据库建设，国际评级公司走到今天，我认为主要取决于历史，历史产生了经验，历史产生了数据，我们中国的评级业真正起步是5年，我们的从业人员的经验历史不长，我们的数据更少，所以这方面我们应该加大努力。

最后我认为评级业应该市场化运作，就是刚才谢司长讲的关于监管上面，强调市场运作。我认为评级业市场运作就是微观盈利，投入中观、宏观研究，然后通过成果发布来扩大社会影响力，最后得到社会的检验来提高公信力。这就是国际评级业走过的道路。我想这也是我们中国评级业应该走的道路。我的演讲就到这里，谢谢。

（本文为朱荣恩总裁 2011 年 5 月 21 日在上海市政府和中國一行三會舉辦的“2011 陆家嘴论坛”上发表的演讲）

# 我国资信评级行业的发展历史、问题及建议

文 / 朱荣恩 郭继丰 鞠海龙

中国评级行业经过二十多年的发展，取得了一定的成果，为中国债券市场和信贷市场的发展、信用风险控制的人才培养做出了重要贡献。但资信评级行业的发展不仅仅是行业本身的问题，也会受到所面临的生态环境的严重影响。中国资信评级行业在过去的发展过程中，既会因生态环境的优化而快速发展，也会因生态环境的恶化而步履蹒跚。在全球金融危机发生以来，我国资信评级行业生态环境在仍有部分历史问题未能解决的情况下，又涌现出了很多的新问题。因此，资信评级行业亟需监管机构、行业协会、资信评级机构以及社会各方的共同努力，来优化行业的生态环境，共同促进资信评级的健康发展。

## 一、我国资信评级行业的发展历史

### （一）中国资信评级业的诞生

中国资信评级业的发展与中国债券市场的发展密切相关。1987年，国务院发布《企业债券管理暂行条例》，企业债券市场由此开始发展。为规范发展债券市场，中国人民银行和国家经济体制改革委员会提出发展资信评级机构，各地开始组建资信评级机构，其中以人民银行系统内组建的资信评级机构为主。1988年，中国第一家独立于金融系统的外部资信评级机构成立。1992年，国务院下发《国务院关于加强证券市场宏观管理的通知》，将资信评级作为债券发行审批的一个重要环节，从而确立了资信评级机构在债券发行中的地位。随后，一批外部评级机构相继成立。

1997年12月，人民银行为了进一步规范资信评级业的发展，颁布了《关于中国诚信证券评估有限公司等机构从事企业债券信用评级业务资格的通知》（银发【1997】547号），初步确认了远东、新世纪、中诚信等9家评级机构企业债券的资信评级资格，标示着中国资信评级行业走上了认可制的发展道路，标示着人民银行系统组建的资信评级机构退出了资信评级行业，标示着中国资信评级行业发展走上独立化、正规化的发展道路，为中国资信评级行业的发展奠定了坚实的制度基础。

1997年，人民银行在《贷款证管理办法》（1995年11月）、《贷款通则》（1996年6月）的基础上，在上海、深圳等地区陆续开展了贷款企业的信用评级试点工作，不仅有力地推进了资信评级机构管理、标准、技术的进步，而且拓展了资信评级的业务市场，为资信评级的发展奠定了市场基础。因此，从资信评级机构的诞生与发展看，人民银行在制度建设、评级业务推进上，起到了重要的作用。

## （二）银行间债券市场快速发展促进中国评级业的成长

2005年，人民银行颁布《短期融资券管理办法》，推出短期融资券评级业务，极大促进了资信评级业务的发展，使得资信评级行业在队伍、技术和市场的影响力不断扩大、提高。人民银行在市场创新和监管创新上也不断推动和规范着资信评级行业的发展。

在市场创新上，人民银行不仅推出了短期融资券，而且推出了中期票据、中小企业集合票据等新产品，推动了我国债券市场的发展，逐渐改变着我国以银行信贷为主的融资格局，逐步解决中小企业融资难的困局。债券融资的主体结构、期限结构逐步完善，资信评级的业务品种日益丰富，资信评级的业务规模逐渐扩大。

在监管方面，中国人民银行于2003年11月成立征信管理局对资信评级行业进行监管，推进信贷评级市场的发展和评级业务的规范。2005年，人民银行确定了重庆、南京、长沙、武汉、成都、天津等8个省市实施由独立第三方的资信评级机构对信贷企业开展评级的试点，后扩展到多个省市，扩展了信贷评级的区域，扩大了企业信贷评级的业务规模。2006年3月，人民银行颁布了《信用评级管理指导意见》（银发【2006】95号），11月颁布了《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》，加强了对信贷评级行业的规范和指导。

此外，人民银行在2007年成立了中国银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）作为银行间债券市场的行业自律组织，包括资信评级行业自律。交易商协会成立后，颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》、《银行间债券市场中期票据业务指引》等自律规则和指引，并于2010年10月成立了信用评级专业委员会，在有效地推进银行间债券市场发展的同时，也推进了资信评级机构的规范和发展。

在人民银行推进债券评级、信贷企业评级的同时，证监会推出《公司债发行试点办法》、《证券市场资信评级业务管理办法》等，并确认了5家具有公司债评级资质的资信评级机构，分别为新世纪、中诚信证券评估有限公司、联合信用评级有限公司（原为天津中诚）、大公和鹏元资信评估有限公司，并于2010年设立了资信评级专家委员会制度。发改委于2008年颁布《推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》，对企业债券的发行核准程序进行了简化改革，有效促进了企业债券市场的发展。

人民银行、证监会和发改委共同推进资信评级行业发展的同时，中国评级业对中国债券市场和金融行业的发展也做出了应有的贡献，包括市场配合、人员培养和输送等。人民银行的制度奠基和业务奠基，培育和促进了中国资信评级行业的发展，同时一支建制完全、基础力量存在的资信评级机构，能够有效地配合债务融资工具的评级，也有力地促进了中国债券市场、信贷市场的发展和风险防范。资信评级作为一个实践性的行业，随着评级业务的发展，培养了一批具有专业评级知识的人才，既保证了评级行业发展，也为保险公司、证券公司、金融租赁公司等金融机构后续兴起的内部评级输送了专业化的人才。

## 二、我国资信评级行业面临的主要问题

### （一）资信评级行业发展的理论混乱

评级行业发展的理论混乱主要体现为对评级的地位、功能、作用和属性的基础理论研究混乱，包括高估资信评级的地位、功能、作用的“定价权理论”；把评级机构归于国家公权的“公共产品理论”；以及“经济警察”理论等。事实上，评级作为金融基础设施的一部分，基本功能是减缓市场各方的信息不对称，作用是为投资者提供可信的评级服务，促进债券市场发展及金融资产的有效配置。评级机构作为盈利性组织，属私人部门，提供的是私人产品和服务。评级机构作为信用信息、信用报告的提供商，不参与也无力对金融产品的价格进行确定，所表达的只是对被评级对象信用质量的一种意见，而不是投资建议，其未来的发展和话语权形成也依赖于可靠的信息、可信的评级质量，以及必要的政府支持。

### （二）资信评级的社会认知不足

评级行业的社会认知不足与基础理论混乱存在密切关系。由于理论混乱，引起了一些学者、媒体的误解，造成社会认知的混乱，包括金融危机制造论、阴谋论、控制论等。事实上，评级机构既不是金融产品的提供者，也不是投资者，无法制造风险和危机。三大评级机构在金融危机发生之前或之中，也仅是指出了信用衍生产品存在的风险。但由于其巨大的影响力引起了社会共鸣，加大了市场的共振。评级机构无法通过自己任意或随意的级别调整，对金融市场稳定性进行干预，更无法以阴谋的手段达成某种目的。就中国评级机构与国际评级机构的合资、技术合作而言，也是在符合国家产业政策条件下进行的，不仅合法，而且其级别表现也没有形成国际评级机构对国内的控制局面。在金融危机下，不顾美国三大评级机构存在的实际问题及国内评级行业发展的阶段性，以金融危机制造论、阴谋论和控制论片面传播信息，不仅对三大机构形成了非理性攻击，而且对国内合资或技术合作的评级机构也进行了情绪化的打击。

### （三）资信评级的多头监管问题突出

中国目前债券市场分割（发改委管理企业债、人民银行管理短期融资券和中期票据等、证

监会管理公司债）、业务监管多头并存。中国债券市场的分割源于中国行政管理体系，在短期内难以形成统一市场。但是，如果在债券市场分割前提下，分割资信评级市场，则会造成资信评级市场的混乱。这种混乱体现为同一资信评级机构分拆为不同的公司应对不同的债券市场；同一资信评级机构不同资信评级产品信用等级之间的释义不尽相同等。这些混乱一方面分散了政府的监管力量，造成了监管成本的上升（包括监管主体的成本与被监管对象的成本）；另一方面也会造成市场的混乱，产生监管标准不同条件下发债主体的监管套利，以及评级机构不同产品之间的矛盾与冲突。

#### （四）评级行业协会重叠或交叉设立

当前，我国资信评级行业多头监管造成了以不同监管主体牵头的行业协会或类行业协会重叠或交叉设立，这不利于形成资信评级市场的统一监管标准，甚至产生一定的矛盾，从长远看不利于评级机构的协调发展。统一行业自律体系的缺失，是导致资信评级行业理论认识不清、社会认知不足的重要原因，也是导致资信评级机构存在非理性竞争的重要原因，尤其是在缺少行业标准的评级领域（例如中小企业集合票据评级市场）为获得市场而进行压价竞争，扰乱评级秩序，损害评级形象。

#### （五）资信评级行业的政府介入过深

政府对评级行业介入过深主要体现为政府派出机构或投资的金融机构投资入股评级机构，存在以监管机构为主制定统一的评级技术标准倾向。政府派出机构本身是监管机构，国有金融企业是债券的投资者，国有金融企业的下属或相关企业可能是发债主体，其入股评级机构，难以保证评级结果的独立性，容易产生利益冲突；不利于减缓信息不对称，同时容易造成市场竞争秩序的混乱。在国外，对评级机构的监管主要是对其独立性及相对应的利益冲突、评级过程的质量控制、透明度的监管，而在国内，评级机构监管存在监管机构介入评级机构技术标准的倾向，试图以监管主体组织制定统一的评级技术标准，这必然削弱中国评级机构的技术进步和竞争能力，同时也容易产生评级机构技术同质化。

#### （六）资信评级业市场地位较低

评级行业的市场地位低体现为收费水平低，由此导致评级机构运营艰难、人员流动性大等。在债券融资中，评级费用仅占债券总融资费用的 0.42% 左右，是债券发行所有中介机构中收费最低的。与国际评级机构相比，以发行 10 亿美元的债券对比，我国评级机构的收费仅为国际评级机构的十分之一。而且，债券评级收费的价格已经多年未有调整，但其他各种成本，包括员工工资水平、交通费用、日常营运所需资金却有大幅上涨，由此导致评级机构勉强维持正常运转。同时，较低的行业地位导致评级从业人员流动性大。近几年，评级机构平均人员流动率

在 20%~30% 的水平，大多都流向了金融机构，分析师的流失势必对评级机构的健康发展产生不利的影响。

### **（七）资信评级的业务品种较少、规模较小**

我国评级行业生存和发展主要依赖于债券市场。我国债券市场的相对规模与发达国家相比还相当小，决定了我国评级市场的规模较小。在国际上评级不仅仅是对债券和债券发行主体的评级，还包括金融产品交易对手评级，包括银行、保险公司、基金公司、证券公司等，而我国尚缺乏对交易对手评级的制度安排，也造成了我国评级的市场规模较小。我国评级产品的品种也较少，主要以短期融资券等债券产品为主，是以债券发行为前提，对债券评级并由此对主体进行评级的模式，而国外是以主体评级为主并进一步对债券进行评级。我国的这种以债券评级为主的模式，易使得企业为发债而优化债券信用品质而忽视主体信用品质，也易导致发债主体注重短期行为而忽视长期行为。

### **（八）存在以信用级别确定发行利率的倾向**

评级机构评出的信用等级在国外表现为等级与违约率之间较好的对应关系，在国内由于缺乏违约率数据，使得国内评级机构评出的信用等级只能与市场反映的利差建立相互对应关系，投资者可以根据、也可以不根据评级机构出具的信用报告及其信用等级来确定是否进行投资，及投资所需要的风险利率水平。目前，在我国利率尚未完全市场化的条件下，根据信用等级进行市场询价具有合理性，但是，需要明确这是信用等级参考功能下的询价机制，而不是以信用级别确定发行利率。若不区分评级机构、发债主体所属行业、发债规模等相关信息，仅依靠信用级别进行窗口指导，就容易产生依据信用级别确定利率的倾向。

## **三、推动我国资信评级行业规范发展的若干建议**

上述评级行业生存环境问题由多方面因素造成，既有认识问题，也有体制问题，还有市场和政策问题。这些问题的解决不可能一蹴而就，也不可以对此熟视无睹，要本着实事求是、循序渐进的态度去面对，去解决。

### **（一）统一监管主体仍需明确，监管思路仍需理清，法律建设仍需推进**

从监管角度看，统一监管主体仍需明确。多头管理的模式不仅增加了政府的监管成本，包括监管人员、监管制度设置、监管行政设置等，而且也增加了评级机构适应不同监管体系的成本，包括材料报备、监管沟通等。因此，对于评级行业而言，需要形成评级行业的统一监管，即中央政府授权专门的机构对评级机构进行认证和监管。

而在监管思路，要推动资信评级行业健康、快速发展，应在理清监管思路的基础上加强监管，这是评级行业健康发展的必要保证。监管思路应以评级的本质为出发点进行监管，参考借鉴国际证监会组织（IOSCO）对资信评级监管的重点，着重于通过监管增强评级机构评级行为的独立性，提高评级流程和评级方法的透明度和信息披露程度，使其评级结果更加公正，更能真实地反映被评对象的信用质量高低。

实际上，无论是 IOSCO 在金融危机后出台的资信评级基本行为准则以及后来出台的基本行为准则，还是美国 2010 年 7 月新近颁布的《Dodd-Frank 华尔街改革与消费者保护法》中对资信评级机构的要求来看，监管的核心部分都集中于通过监管保证评级机构的独立性、防范利益冲突以及增强信息披露和质量控制。以 IOSCO 基本准则为例，独立性及利益冲突管理在 IOSCO 基本准则中占有重要地位，准则要求资信评级机构避免评级行为与评级机构、发行人、投资者及其他市场参与者有关的潜在影响；而在透明度和信息披露方面，则主要体现在对公众投资者和发行人负责，以及自身行为准则的公开两个方面。在评级过程中的质量控制方面，IOSCO 基本准则在评级过程、监控和更新等方面做出了具体规定，如使用严谨、系统的评级方法，历史经验验证，评估方法的一致性，评级过程中的资源保障等。

此外，国家还需推进资信评级相关法规的建设，目前我国涉及资信评级的有关规定散见于《证券法》、《公司法》、《企业债券管理条例》、《保险公司投资企业债券管理暂行办法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》等法规条例，这些法规条例对促进评级行业规范发展起到了一定的积极作用，但同时也存在法律盲点多、各监管部门规章缺乏统一法律标尺等问题。从国外现状看，美国、欧盟、日本等主要的经济体，以及台湾、香港等地区在金融危机爆发后，都陆续修订了信用评级相关的法律法规，以更好的对评级机构进行监管。因此，建议在目前我国资信评级快速发展的大背景下，对《证券法》进行修订，或者尽快出台专门针对资信评级的上位法，以便更好的对资信评级机构进行监管。

## （二）统一行业自律组织建设需要推进

行业自律是行业的自我管理，资信评级行业自律是维护行业核心价值独立、客观、公正、科学促进市场信息透明的必然要求。从国际上看，美国并无评级行业协会，但这主要是为保证信息充分传递，避免三大评级机构为主的评级公司形成利益集团，产生垄断格局，而对外传递一致的声音。

但从我国现实国情看，我国的评级机构呈现小而多的分布特征，行业内单个企业话语权弱，很难在资本市场上争取自己的话语权。因此，在我国资信评级行业发展的初期，在实行行政监管的同时，还应加强评级机构的自律管理，集中行业智慧，加速行业发展，以便更快地与国际

评级机构接轨，从而在国际资本市场上发出自己的声音。同时，统一行业自律组织的建设，也有利于评级机构在自律体系内形成统一的自律准则及行业行为标准；有利于在新市场产生后，及时进行相应的制度安排，从而实现有序竞争及和谐发展。

### **（三）做好评级制度安排，避免监管主体、行业协会和评级机构的错位，禁止金融机构进入评级市场，禁止金融机构入股评级机构**

在统一监管、统一行业协会的基础上，建议明确监管主体、行业协会和评级机构各自的职能、地位和行为规则，避免以监管主体牵头、以行业协会为平台，建设统一的资信评级技术标准；避免监管主体以行业协会为平台，变相设置资信评级机构；避免个别资信评级机构不进行技术创新，以资信评级技术标准统一为借口实现“搭便车”的目的；避免个别资信评级机构为一己之利而非理性、不真实传播资信评级的理论、理念；坚持资信评级机构的评级技术标准的自主创新，坚持资信评级机构之间的理性竞争，共同推进中国资信评级行业的发展。

同时，我们建议禁止金融机构进入评级市场，禁止金融机构入股评级机构。金融机构既是金融产品的交易对手，也是金融产品的承销主体，在资信评级的相关环节处于强势地位，金融机构进入评级市场、入股评级机构，无法保持评级的独立性，容易引起评级市场的混乱。

### **（四）提高收费水平，提升资信评级行业地位，稳定分析师队伍**

对资信评级机构而言，拥有一支知识水平较高、专业技术过硬的分析师队伍已成为公司核心竞争力的关键因素之一。然而，当前过高的人员流动性现状制约了评级行业的快速发展。因此，监管部门可以考虑通过提高资信评级行业的收费标准，加大对评级行业技术和研发的扶持等手段，提高资信评级行业的收入水平，提高分析师的待遇标准，提升评级行业的吸引力，更好更快地推动评级行业的发展。

同时，需要通过禁止资信评级行业人员在一定时间内向存在相关利益金融机构的流动，稳定资信评级队伍。金融机构往往是资信评级机构的评级对象，也是评级产品的设计、承销或投资主体，评级机构人员向金融机构的流动，使得评级机构与金融机构之间容易产生人员间难以回避的利益冲突，不利于充分缓减信息不对称，甚至产生隐藏信息、隐藏行为的道德风险。

### **（五）推进债券市场发展，推动交易对手主体评级，推动理财产品资信评级**

我国的间接融资比例高达 70% 之多，使得我国的信用风险主要集中于银行体系。推进债券市场的发展，有利于优化我国的融资结构，有利于降低银行系统的信用风险对经济安全的冲击，有利于显性化金融系统的信用风险，有利于降低金融产品的交易成本和费用，有利于推动信用产品的发展。

推进债券市场的发展，首先应简化发行核准环节和流程，增加现有债券品种的发行规模、不断推出金融创新品种，丰富债券种类和结构，特别是推出不同风险收益特征的债券，如高收益债券等。

推进债券市场的发展，还包括扩大公司债的融资规模。目前，我国债券市场主要以银行间债券市场为主，交易所债券市场发展较慢。其中，既有投资者结构的问题，也包括承销商类型不同所产生的差异等原因。建议证监会推进交易所市场债券的发行，优化上市公司的融资结构，丰富交易所市场的信用产品结构。

推动交易对手主体资信评级，既可以防范主要金融机构信用风险引发的金融市场风险，也有利于扩大资信评级市场。我国证券交易市场已经囊括了各类企业和机构，这些企业和机构既是资金的需求者，也是资金的供给者，很多部门也是金融产品的交易者。这些交易对手中，具有一定规模和影响力的企业或机构发生信用风险，就可能诱发金融市场的系统性风险。例如以雷曼破产为标志的全球性金融危机。因此，对交易对手，包括基金公司、证券公司、银行、保险公司等进行评级，有利于防范系统风险，也有利于扩大资信评级市场规模。

推动理财产品评级，确保投资者的利益，防范理财产品风险。随着我国金融市场的发展，各类理财产品渐次发展。然而，由于我国的理财产品缺少第三方独立信用风险披露机制，使得投资者不能准确理解和把握理财产品的信用风险，金融机构为了利益也存在一定的道德风险，为此，需要推动理财产品资信评级，防范理财产品风险。

## （六）加强评级机构的基础建设

评级行业的发展根本上来说是基于自身评级质量的提高和公信力的提升。公信力的提升要求评级机构完善公司治理结构，保证评级独立性；评级质量的提高有赖于评级机构评级基础建设的不断完善。

### 1. 完善公司治理结构，保持独立性

资信评级机构的声誉具体表现为公信力，是评级结果使用者对评级结果认同度和使用状况的度量，其高低关乎资信评级行业的生存和发展。资信评级机构公信力的培育是一个长期过程，影响公信力的因素很多，其中最重要的是评级机构的独立性。

影响评级机构独立性的因素存在于方方面面，从上而下来看，完善评级机构治理结构尤为重要。我们认为，从对独立性影响的关联度来看，应尽量避免或限制与评级产业链相关产业的企业对评级机构的入股，特别是成为具有控制权的大股东，这将严重影响评级机构的独立性。从国际角度看，为保持独立性，评级机构的大股东主要分为两类，一类是出版商等信息传播企业，

如标准普尔的母公司麦格劳—希尔集团是全球信息服务业巨头；另一类是非营利性质的事业单位，如大学、研究所、基金会等。

## 2. 大力开展数据库建设，夯实资信评级基石

数据库建设是资信评级最重要的基础建设，不仅体现在评级标准的建立，也体现在评级结果的验证、公信力的形成方面。由于我国评级行业发展的历史时期较短，信用债券更是近年才产生，评级机构普遍存在数据库建设不足、信用数据大量缺乏的窘迫。该项工作对资信评级机构软硬件都存在极高要求，时间上也非一日之功，是资信评级机构基础建设的重点与难点。

## 3. 加强评级方法与流程披露

评级机构要让自身的评级方法和评级结果交与市场验证。从国际社会所总结的对本次金融危机中资信评级制度的经验、教训来看，评级机构信息披露的对象包括评级的方法、评级的流程等方面。提高评级透明度，有利于减少资信评级机构在评级过程中产生的利益冲突行为，更好地维护独立、客观、公正的立场。

### **（七）坚持资信评级机构的市场化、本土化和国际化的发展方向**

坚持中国资信评级行业的市场化、本土化和国际化为发展的方向。

所谓资信评级行业的市场化是指，中国资信评级行业应坚持以企业（或公司）的组织形式、采取市场竞争的原则，以盈利为基础、以技术水平的提高为手段，为投资者提供可靠的信息、可信的评级结果，推动中国资信评级行业的发展。当然，市场化的运作必然存在市场的失灵，需要政府通过适度的、合理的监管措施和调控手段，弥补市场的不足，促进中国资信评级行业的发展。

所谓资信评级行业的本土化是指，中国资信评级市场的发展应该以本土的评级机构为主、以本土的评级人员为主，研究国际评级机构的发展历程，学习和借鉴国际评级机构的管理、评级和标准技术，结合中国的国情和特色，促进中国资信评级行业的发展。坚持本土化与对外开放的融合，反对本土化下的固步自封。

所谓资信评级行业的国际化是指，中国资信评级行业应伴随人民币国际化的进程逐步走向国际市场，并在政府的政策推动下，通过有限股权合作、技术合作、项目合作等方式，与国际评级机构形成良性互动关系，推动中国资信评级行业形成具有国际水准兼具中国特色的评级标准和技术，立足于中国为国内外的投资者提供服务。

（本文发表于《中国证券》杂志 2011 年第 8 期）

## 发展信用评级机构 建设上海金融中心

文 / 朱荣恩

上海市政府在 2009 年《市政府贯彻国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心意见的实施意见》（沪府发（2009）25 号）文件中，明确提出加快发展信用评级机构，制定相应政策措施，促进信用评级机构加快发展，支持中资评级机构和国际著名信用评级机构开展战略合作，大力培育具有市场竞争力和国际影响力的信用评级机构。这已经作为市政府的具体项目在落实，我们也分别做出了回应和准备。我想谈几个想法：

第一，评级公司的发展战略问题。我们的评级工作已经进行了 19 年了，回顾过去走过的道路，应该认识评级业的这样一个发展模式，即微观盈利、宏观影响的战略发展模式。所谓“微观盈利、宏观影响”是指评级公司以微观产品在市场上有充分的发展，增加赢利，再投入到宏观研究，通过宏观研究成果的发布和社会验证提升其影响力。这是 150 年里国际评级公司走过的道路。回顾我国的评级公司，发现有几个问题，其一是微观市场需求单一、品种单一。我认为要扩大微观市场需求和品种，可以在以下几个方面展开和扩大业务。首先是信贷企业的评级，上海 1998 年展开信贷企业评级，目前已经做得比较好，由 9 家评级公司对 4000 多家贷款企业进行年度评审，其中被评企业占贷款企业的 20%，被评企业贷款额占贷款总额的 80%。其次是债券市场，2005 年之前，我国债券市场还很微小，之后才开始发展，对我们的影响很大。可以说，最近几年，评级公司效益的节节攀升得益于银行间债券市场的发展，但还不够，交易所市场应该也要更加发展。另外，应该加大包括商业银行、证券公司和保险公司在内的金融机构的评级，就是交易对手的评级，这是国际主流的做法。我国是从债券评级到主体评级，国外是先主体评级再到债券评级。交易对手的评级很重要，这在国外评级公司的收入中作用很大。在微观赢利的基础上，可以加大力度对宏观市场的研究，包括行业研究、地区财力研究、政府主权评级研究等。中国的评级业，先要扩大微观，然后再扩大到宏观，从而扩大影响力。

第二，中国的评级业一定要走本土化和国际化道路。中国评级业以本土评级机构为平台，以本土评级人员为主体，吸收国际的评级方法和理念，提供可以满足国内外市场需要或投资者

需要的评级产品。台湾用本土的人才，吸收标普的技术和信息进行这方面的工作，相当有成效。我们也应该走这样的道路。走国际合作的道路，可以有多种形式，比如有限的股权合资和技术合作、项目合作。我们的做法和台湾不太一样，台湾规定外资合资比例要 **25%** 以上，台湾监管部门认为不到 **25%** 外企不会进行技术输出。现在我们的技术合作一般是培训、交流、信息共享，但没有核心技术。所以我们认为下一步需要监管部门来研究这个事情。

第三，上海在建设国际金融中心核心功能区时，要抓住国际评级机构在上海发展的机遇。2009 年标普进入大中华区，进入上海，我们可以成为其全球数据加工中心。他们 1997 年与印度合资了一家公司，这家公司当年营业收入 400 万美元，去年达到了 1.2 亿美元，其中 6000 万为数据模型加工收入。如果能够引进，也是上海核心功能区建设的一个成果。另外，我认为在培养评级人才方面也要大力支持。可以说我们现在的国民教育体系无法满足评级人员培养，因此需要通过评级公司、金融机构和高校通力合作，进行这方面的培养。标普在美国纽约商学院有一个 **CRA** 的培训课程，有可能的话我们将这个课程移植过来。信用管理评级要专门化，不仅是外部评级，还有内部评级，人才培养可以集聚到这个平台。

（本文为朱荣恩总裁 2011 年 4 月在首届“上海国际金融中心核心功能建设高层论坛”上发表的演讲）

## 信用评级的局限性

文 / 朱荣恩

尊敬的冯光华董事长，尊敬的各位来宾：

非常感谢中债资信邀请我参加今天这个会议，首先我向中债资信发布评级业务体系表示热烈的祝贺，同时我也非常感动，因为我刚才听了冯董事长、巴所长的讲话，有许多所想所思。可以说，今天的会议已经超越了它本身技术层面的主题，它已经提升到对这个行业发展的方向性的看法，所以我很高兴地能够听到两位领导有这样的认识，我认为中国的评级业大有希望。因时间关系，我现在进入主题，我的题目是信用评级的内涵、作用和局限性。内涵、作用我就不讲了，我主要讲局限性。

第一，评级自身的局限性。评级是什么？评级是对未来的一种展望，而不是对过去的证实，这是一个本质的区别，区别于会计事务所、律师事务所，这种展望就是它的局限性。

第二，评级机构对评级认识的局限性。这种局限性受评级机构自身对评级行业规律性的把握。中国评级业产生于上世纪八十年代末，但是在相当一段时间，没有债券市场，就更谈不上有评级的实践。05年银行间债券市场开始发展，短短六年，既是中国债券市场发展的大好时期，也是我们评级行业理论技术发展的大好时期。但是我们做的还不够，我们还是在债券评级，能不能再提升？提升到金融机构评级？能不能提升到主权评级，这是更高层面的，我们应有这样的实践去操作，如果上海建立了金融中心，中国成为世界金融中心，人民币走向国际化的时候，我们能够参与这个过程、去参与金融机构评级，去参与国家主权评级，到那时我们对评级的认知就会加深。这是我的第二个想法。

第三，评级机构受评级机构环境影响的局限性。对中国评级机构环境的影响因素，我想大概有这么几个方面，第一，我们发行主体的透明度还不高，我们在访谈，在了解企业过程中，这些发行主体的信息披露不充分，就是上市公司也有许多信息不为我们所掌握，所以这个方面会影响到我们对发行风险的评价。第二，我们的社会信用体系还没有建立，我们的征信市场还不够发达，我们评级机构还无法全面的、系统的、持续的收集相关的信息，所以我们对违约的统计是很无奈的，为什么？我们没法找到这些发债主体，或者说信贷主体、债务主体实质的违

约。违约信息全部是由国家专门机构收集，这些机构还没向我们开放，我们没法收集，所以这个也是中国的征信市场对我们的影响。第三，我们的风险定价机制还没有形成，在没有违约率的记录下，我们用信用等级与价格进行挂钩，常常会增加我们的风险压力，现在市场上有一个这样的概念，就是 AAA 级对应什么价格区间，AA 级对应什么价格区间，其实这个基础是由违约率支撑的，但是违约率现在没有，我们定价就按照这个定价，所以这个又会传导到评级机构，使得评级机构会失真。第四，我们现在评级行业管理还是多头管理，多头认证，这种多头管理，多头认证使得一个发债主体可以在两个市场上分别找不同的评级机构，而这些评级机构评出来的不同主体又会相互挤压，造成评级机构在评级上面的缺陷更加放大，我想这就是中国目前所处的环境，这些环境对评级机构造成了局限性。

尽管这些局限性，有的是本质的，有的是历史的，有的是现实的问题，但是我们还是要面对，所以下面我提出几点应对局限性的建议。

第一，加强评级的社会教育，提高社会对信用评级的认识。评级是不是有定价权？现在我们讲评级没有定价权，只是有参考权，千万不要把评级讲的那么伟大，那么神圣，所以不要过度依赖。

第二，信用评级机构应提高自身的理论研究，完善信用评级的方法体系，完善数据库，完善信息披露机制，加强信用评级质量控制。今天我看中债资信的业务体系非常完整，这是我们评级机构自身要做的事情，也是我们的一种社会责任。

第三，要进一步优化信用评级的生态，提高发行主体的信息透明度，逐步实现信用评级的统一监管，形成合理的风险定价机制，还要建立风险对冲机制，所以我还是非常感谢大会给我这个机会考虑信用评级局限性的问题。在这里我再说一句，刚才金融稳定局的梁局长的一句话，他说没有最优，只有最适合，评级也是这样，所以最适合的是最优的。我是学会计出身的，三十年前我在大学里学了意大利人发明的借贷记帐法，又学了日本发明的三式簿记法，但是三十年之后，国际会计的通用语言还是借贷记帐法，所以实践出真知，实践检验者不是我们自己，是投资者，是市场，所以我们要老老实实为市场服务，为投资者服务。

谢谢大家。

（本文为朱荣恩总裁 2011 年 10 月 20 日在中债资信评估有限责任公司举办的“后危机时代评级行业的再认识”评级行业发展研讨会上发表的演讲）

# 国际视野下的信用评级观点

文 / 朱荣恩 姜波

随着国内债券市场的逐步发展，信用评级行业开始受到越来越多的关注。尤其，最近国内外发生的一系列评级事件为我们探讨评级行业的理论问题提供了实证研究的机会。以下是我们以国际视野对信用评级行业有关问题作出的思考和回答。

## 1. 信用评级有没有统一的标准？

首先，信用评级反映的是前瞻性的观点，是对未来的展望，而不是对过去的鉴定。不同的评级机构对同一个被评对象可能因为各自评级思想、方法的不同，得出不同的评级观点。从评级业发展的历史和现状看，评级机构在方法上尚不存在统一的信用评级标准。

其次，信用评级更具有社会科学的特征，很多要素无法量化处理，更多地依赖逻辑判定；尽管也使用各种量化的分析工具，但是并不能取代逻辑判定的总特征。因此，评级机构对具体发行人或债务工具的评级标准只是内部使用，代表评级机构自身对发债主体和债务工具的基本观点和看法，难以把这些分析的逻辑、标准通用化，并使得其他评级机构接受。正是因为信用评级的这一特征，在成熟市场上形成了发行人寻求双评级（**dual rating**）的惯例。某些时候发行人甚至会寻求多家评级机构对其进行评级，其目的是向投资者展现不同的评级观点来增强投资者对其信用的确认。

最后，就近期对美国主权政府信用状况的不同观点看，国际三大评级机构给出的信用级别都不相同，标准普尔给出了长期信用级别 **AA+**、评级展望为负面；穆迪给出了长期信用级别 **AAA**、评级展望为负面；惠誉给出了长期信用级别 **AAA**、评级展望为稳定。三家评级机构分别给出了不同的评级观点。其中，标准普尔和惠誉之间的观点差距最大，主要是这两家机构对于美国当前主要矛盾以及奥巴马政府解决问题能力有不同认识。惠誉将关注焦点更多地放在美国经济增长而非债务问题上，其对于华盛顿的政治信心也强于标准普尔。这一现象既反映了不同评级机构的不同评级标准，也反映了评级是一种意见或展望，可以存在不同观点。

## 2. 评级机构有没有定价权？

评级机构对金融产品没有定价权。定价权是一项权力（**Power**）。在市场经济的条件下，价格的确立往往是买卖双方议价的结果。在资本市场上，债务工具的价格也表现为票息率及二级市场上的收益率，这其实是资金供需双方之间议价的结果。评级机构对于发行人或债务工具

的信用评级不过是双方在议价过程中参考的部分信息，无法替代市场其他参与方确定价格。评级机构本身并不参与对债务工具的投资，因此对于债务工具而言，任何一家评级机构都不具有定价权。

2011年4月，标普调降日本主权级别没有造成日本国债收益率的上升，同样2011年8月，穆迪调降日本主权信用评级也没有对日本国债价格造成太大影响。从这次美国主权评级被调降后美国国债的收益率情况看，美国10年期国债收益率并未出现明显上升，反而是有所下降。这些事例中也看出评级机构无法左右市场价格的变化，并没有定价权，有时连参考作用也会失效，这次美国政府主权信用评级被调降后市场的反应就是明证。

### 3. 评级机构的话语权来自哪里？

评级机构的“话语权”可以有两种理解。一是一项权利（right），即可以独立地发表观点的权利。信用评级是评级机构对于债务工具发行人是否能按合约条件偿还债务发表一种观点的活动。从这个意义上说，任何一家评级机构都可以发表自己的观点，都有话语权。比如，国内评级机构就主权评级方面的观点和国际评级机构的观点有很大的不同，但仍然可以自行发表观点，并未受到限制。二是发挥影响力，对于评级机构而言，能否有影响力取决于是否有公信力。只有有了公信力，评级机构的意见和判断才为投资者所参考，才能在投资者中发挥影响力。评级机构只有通过微观盈利，投入中观和宏观的研究，发表让人信服的研究成果，才能赢得投资者的认可。只有投资者认可了评级机构的公信力，那么该评级机构的观点和判断才有可能被参考。对此，我们应该清醒地认识到，国内评级机构的历史还比较短，要形成公信力还有很长的路要走。所以说，评级机构并不是做过某项产品或评级就获得了公信力，就取得了所谓“话语权”，而是要脚踏实地做好各方面的研究，取得投资者和市场各参与方的信任，逐步赢得市场公信力。从这个意义上讲，评级机构的话语权只能来源于它的公信力，取决于投资者的认可，说到底这“话语权”是投资者给予的。

### 4. 信用评级是揭示风险还是引发风险？

信用评级反映出的的是一个前瞻性的观点，重点在于向投资者揭示被评对象的风险状况。在目前的市场条件下，信用评级保障了投资者的知情权，使投资者可以免费并及时地了解发行人或债务工具的风险状况，及其变化情况。如果评级机构没有起到揭示风险的作用就会失去投资者的信任，从而被市场淘汰。

在具体的实践过程中，由于多种原因，在投资者或其他市场参与者看来，评级机构的评级活动存在反应迟钝，或是反应过度的情况。比如，在2001的安然事件中，评级机构的行动迟缓，而在2011年持续对陷入债务问题的某些欧洲主权政府采取级别调降行动，受到欧盟诟病。这除了评级机构本身跨周期判断的问题外，还有一个关键问题是“信用评级要不要揭示风险，如何揭示风险？”。显然，目前对于资本市场来说，信用评级并不是一个既能揭示风险又能减

少市场波动的完美机制。评级机构的观点也只是投资者参考的多种信息之一，最终还需要投资者自己做出判断，而不是过度依赖评级机构。在现阶段，信用评级尽管并不完美，但尚未有更好的机制来取代。

## 5. 国际评级机构是如何形成的？

国际评级机构并非与生俱来，而是随着市场范围的扩大逐步演变发展而来的。1860年亨利·瓦卢姆·普尔（Henry Varnum Poor）出版了《美国铁路与内河航运史》一书。1906年卢瑟·李·布莱克（Luther Lee Blake）成立了标准统计局，1914年成为标准统计公司。1922起，普尔出版公司和标准统计公司开始为企业债券和市政债券评级，1941年两家公司合并，出版了《债券指南》，提供企业债券的评级和统计信息。1890年约翰·穆迪（John Moody）创办了穆迪评级公司，1909年出版了《美国铁路公司投资分析手册》。此后，穆迪开始为债券提供评级。惠誉评级最初就成立于美国，1997年惠誉评级与总部在伦敦的IBCA Limited合并，目前总部设在伦敦。

从国际评级机构的发展轨迹看，国际评级机构都是随着美国本地资本市场发展而壮大，通过长期的技术和数据的积累，获得了投资者的认同。随着美国演变成为各国投资者参与的国际市场后，评级机构也自然成为国际评级机构，服务于全球投资者。在此基础上，1975年上述三家评级机构被美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）认定为全国认可的统计评级机构（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO），进一步奠定了三大国际评级机构的地位。

从国际评级机构的发展轨迹中可以看出，评级机构要成为国际评级机构首先要有其所处国际资本市场的信用评级环境，其次，通过参与国际资本市场的评级活动获得国际投资者的认同，第三，还要获得这些市场监管部门的认可。这三者当中，投资者的认同是至关重要的。

## 6. 信用评级的全球体系、区域体系、本地体系及其之间的关系

信用评级体系是指评级具有跨行业和跨资产类别可比性和一致性的范围。从评级实践看，信用评级体系大致可分为全球体系（Global Scale）、区域体系（Regional Scale）和本地体系（Local Scale）。这三者之间基本差异在于所涉及范围不同：全球体系评级是基于全球范围的信用风险比较，区域体系评级是基于某一特定区域内的信用风险比较，本地体系评级则是基于一个国家或地区范围内的信用风险比较。这一比较强调的是一致性和可比性，即所评出的信用等级分别要在全球范围、区域范围和本地范围形成一致性和可比性。从实际的信用评级使用来看，这三个不同体系的信用评级分别回应了不同投资者的需求，提供了三个不同的信用评价基准（Benchmark），三者之间也存在着某种对应关系。

正因为可比性的范围不同，对同一家评级机构而言，这三个不同体系的信用评级符号要用不同的前缀加以区分，以便于投资者的使用，避免产生误导。比如，标准普尔的全球体系的评

级符号系列就是 AAA——C；大中华地区区域体系的评级符号系列的特征是前缀符号“cn”，即 cnAAA——cnC；台湾地区本地体系的评级符号系列的特征是前缀“tw”，即 twAAA——twC。

至于一个企业可以获得全球体系的评级，也可以获得其他体系的评级，取决于企业的现实需求。企业如果要在国际资本市场上发行债务工具的话，会更倾向于获得全球体系的评级，以便国际投资者做出比较；如果是在本地市场发行的话，则更多会选择获得本地体系的评级。

## 7. 主权评级是什么？是否存在“主权上限原则”？

主权评级（Sovereign Rating）中的“主权”是个经济实体的概念，“主权”二字与包括领土管辖权和公民管辖权在内的具有政治涵义的“国家主权”不同，仅仅是指与个人、企业处于同一法律主体层次的政府或组织对其拥有的经济资源的管理权。这些实体除了国家或地区的政府之外，还包括国家之间通过国际条约组成的超国家实体（Supranational Entity），比如欧盟（EU）。

主权评级的评级对象是全球各主权政府或超国家实体，所以主权信用级别只能是全球体系的级别，具有全球范围内的可比性和一致性，即评级高的违约可能性小于评级较低的。

评级实践中，我们看到多数情况下，在一个国家或地区内的私人部门发行人的主体信用级别要比该国家或地区政府的主权信用级别低。这是因为在全球体系的评级中，国家和主权风险是影响被评主体信用质量的重要因素，并且在很多时候当政府的外债偿还能力发生严重问题时，往往会采取外汇管制措施，形成货币汇出和兑换风险（transfer and convertibility risk, T&C risk），进而会影响到私人部门的外债偿还。由此造成了“主权上限原则”的印象。然而，实际上存在企业主体信用级别超过主权信用级别的情况，当然这种情况并不多见。

## 8. 本币评级和外币评级之间存在什么样的关系？

在主权评级中，主权政府的本币评级可以高于外币评级，这是因为主权政府本币的信用质量受到其所拥有的主权利力的支持，包括发行本地货币，控制本地金融系统等。外币评级高于本币评级的可能性一般来说并不存在，因为对于主权政府而言，无论如何，偿还外币债务要比偿还本币债务困难。

对于非主权发行人而言，本币评级是在不考虑债务计价货币，也没有外汇管制的情况下，反映该主体对债务的偿还能力和意愿。外币评级则是在本币评级的基础上，把该主体获取外币偿还外币计价债务的能力也考虑进来。因此，对非主权发行人的货币汇出与兑换风险评估（T&C assessment）的结果决定了其外币评级的高低。

（本文发表于新世纪公司内部刊物《专刊》2011年第3期）

# 基于主体信用评级的中国社会信用体系建设

## ——兼论中国信用评级业的发展战略

文 / 朱荣恩 丁豪傑 郭继丰

摘要：中国的社会信用体系建设已经取得了阶段性成果。但是，由于中国的主体信用评级体系尚未建立起来，使得社会信用体系尚处于不完善的阶段，中国的信用评级行业发展也在扭曲的状态下蹒跚前进。在这样的格局下，需要通过推动主体评级，夯实中国社会信用体系的基础，确立信用评级在社会信用体系中的核心地位，推动中国经济、金融的进一步国际化、全球化，加速中国信用评级行业的国际化进程，缓减国内外金融交易主体之间的信息不对称，缓减金融产品与投资者的信息不对称，提高中国经济、金融国际化的安全程度。

关键词：主体信用、主体信用评级、社会信用体系、信用评级业

中国自 21 世纪初推动社会信用体系建设以来，中国的社会信用体系建设取得了阶段性的成果。它主要表现为以中国人民银行征信中心为代表的企业、个人征信中心的建设，以各省市征信办或信用办为代表推动的本省市征信平台的建设，以中国人民银行各省市征信办推动的信贷评级，以及以中国银行间债券市场交易中心推动的银行间债券市场的发展和信用评级的发展，以证监会为代表的公司债市场的发展和信用评级的发展，以发改委推动的企业债市场的发展和信用评级的发展，以银监会、保监会为代表的银行和保险公司内部评级体系的发展，等等。经过 10 年左右的发展，中国社会信用体系的建设体现出了“百花齐放、百家争鸣”、共同进步的格局。中国社会信用体系建设的初步格局基本形成，优化了经济、金融发展的生态环境，在促进社会主义市场经济发展方面发挥了积极的作用。然而，中国的社会信用体系建设与中国的社会主义市场经济发展一样，仍处于初始阶段。为了使中国社会信用体系建设能够与中国的社

会社会主义市场经济发展相适应、相协调，进一步优化中国社会主义市场经济建设的生态环境，进一步适应中国经济、金融的国际化趋势，需要以主体评级为推手来推动中国信用业的发展、完善中国社会信用体系的建设，从而形成以主体评级为基础的中国信用评级业发展战略、中国社会信用体系完善机制。

## 一、中国社会信用体系建设取得的成就

中国的社会信用体系经过 10 年左右的建设在信用产品的发展、征信和信用评级的制度、法律、市场、经济和金融生态环境的优化等诸多方面取得了显著的成就。

### （一）中国信用产品市场的发展

中国社会信用体系建设的基础是中国信用产品市场的发展。近十年以来，中国的信用产品市场主要体现为商业信用市场、银行信贷市场、债券市场以及衍生金融产品市场的发展。

从商业信用市场看，从 2000 年以来中国的商业信用得到了较快的增长，主要体现为企业应收账款的增长。根据 wind 数据库的显示，中国通用设备制造业的累计应收账款净额 2000 年 11 月为 8455.36 亿元，2010 年 11 月为 4841.85 亿元，十年间月度同期平均增长 15.45%；中国纺织业的累计应收账款净额 2000 年 11 月为 539.51 亿元，2010 年 11 月为 1946.58 亿元，十年间月度同期平均增长 13.56%；中国有色金属矿选业累计应收账款净额 2000 年 11 月为 36.05 亿元，2010 年 11 月为 170.96 亿元，十年间月度同期平均增速为 23.00%。

从银行信贷市场看，中国的银行信贷规模稳定增长，不良贷款率显著下降。根据 wind 数据库显示，从 2000 年 1 月的 93838.2 亿元增长到 2011 年 1 月的 483500 亿元；2011 年 1 月的各项贷款总额是 2000 年 1 月的 5.15 倍，月度平均环比增长 1.25%。根据银监会网站的统计数据，2004 年 6 月 30 日，中国银行业的不良贷款余额为 16631 亿元，不良贷款占比为 13.32%；2010 年 12 月 30 日，中国银行业的不良贷款余额为 4293 亿元，不良贷款占比 1.14%。

从债券市场看，中国的债券市场得到了快速发展。从债券市场的产品结构看，包括了企业债、公司债、金融债、短期融资券、资产支持证券、中期票据、可转换公司债、可交换公司债、分离交易可转债、中小企业集合票据等，债券品种不断丰富。从量的增长看，从 2005 年的 9310.34 亿元，增长到 2010 年的 31252.95 亿元；2010 年的债券融资量是 2005 年的 3.36 倍。

## （二）中国征信体系的发展

根据《瞭望》杂志的《信用时代“十二五”到来》报道：央行信用体系建设于2006年建成并正式运行的企业和个人征信系统，分别为近1700万户企业和7.1亿多自然人建立了信用档案，并实现了商业银行之间关于借款人的信用信息共享；央行征信中心在全世界都是独一无二的，实现了企业个人信用数据的全国联网、统一管理，而在其他国家，这些信息的收集则很分散。美国有三个类似的征信机构，收集的信息都不全，每一家只收集一块地方，信息面也没有中国人民银行征信中心覆盖那么广、信息来源渠道比较窄，很多面向企业的信贷信息无法收集。

除中国人民银行的征信中心外，中国各省市政府也大都建立了自己的信用中心，如浙江省信用中心、辽宁省信用中心。中国各省市的信用中心负责本地企业、个人的信用数据、信息的征集，在各省市的信用体系建设中发挥着重要的作用。

除政府主导的征信体系建设外，2000年以来，中国的商业化征信企业也在不断的发展，例如邓白氏华夏、新华信等商业征信企业的不断发展。

## （三）中国信用评级市场的发展

随着中国债券市场的债券品种的丰富、债券发行量的增长，中国信用评级的对象也在丰富、评级数量也在增加。尤其是2005年中国银行间债券市场交易商协会的成立，大力推进了中国债券市场的发展，推动了中国信用评级市场的发展。从发改委推动的企业债市场、中国人民银行推动的银行间债券市场、证监会推动的公司债市场看，银行间债券市场的债券年度发行量占比在80%以上。

## （四）中国经济和金融生态环境的优化

中国信用产品市场和信用评级市场的发展，使中国的经济、金融生态环境得到了优化，进一步促进了中国市场经济的发展。在过去十年中，中国经济和金融的生态环境优化，主要体现在中国银行业信贷不良率的下降、债务市场未发生严重违约现象、金融机构和企业信用风险防范意识逐步增强、信用风险管理技术和手段逐步提高、诚实守信逐步深入人心，社会征信体系和信用评级在社会信用体系中的作用得到初步的体现。

就具体表现看，企业或金融机构发行债券需进行评级逐渐成为一种习惯，个人消费信贷（尤其是住房信贷）使用个人征信报告的数量逐年增加，金融机构逐步建立内部风险管理部门或内部评级体系，企业逐步开始建立内部信用管理部门，政府不断增强对宏观信用风险管理的研究、立法和管理。

## 二、中国社会信用体系建设存在的问题

中国社会信用体系建设在取得显著成就的同时，也存在一系列的问题。这些问题制约着中国社会信用体系的进一步完善。

### （一）中国社会信用体系建设尚未形成层次和分支鲜明的体系

中国社会信用体系建设是在国务院的统一领导和规划下进行的，但是，目前尚未形成层次和分支鲜明的体系。

就社会信用体系建设监管的层次和分支来看，国务院在努力推进社会信用体系建设的同时，社会信用体系建设在各部委的分工体系尚不清晰。以至于在社会信用建设的各个分支上，要么形成多头监管，要么缺少监管；这一状况，制约着中国社会信用体系的完善。

就社会信用体系建设中信用评级产品的层次和分支来看，信用评级侧重于服务债券发行的债项评级与主体评级，从而形成了债项评级带动主体评级的运行机制，而不是以主体评级为基础的债项评级分层运行机制；同时，信用产品的品种较少，使得信用评级产品无法进一步细化。

就社会信用体系建设中征信产品的层次和分支看，基于主体的征信活动较为明确，但是，征信尚处于信息的征集、查询状态，如何对征集的数据进行加工、形成不同用途的征信产品的运行机制尚未形成。

### （二）中国社会信用体系建设滞后于社会经济发展

中国的社会经济发展，在国内体现为经济的增长、国内经济结构的优化、金融产品的丰富，在国际上或世界上体现为中国经济的国际化、全球化。然而，中国的社会信用体系建设，无论在国内还是国际上，尚难以满足中国社会经济发展的需要。

从国内社会信用体系建设和社会经济发展的范围看，国内的社会经济发展已经从单纯的经济增长向经济结构优化转变，已经从东南沿海的增长发展向中西部转移，已经开始从城市经济发展转向新农村经济建设，已经从第一、二产业的发展转向第三产业的发展，已经从商业服务业向金融服务业的发展转变。在这样的转变过程中，社会信用体系的建设就应该涵盖社会经济发展的各个方面，推动能够涵盖社会经济发展的基础层面的社会信用体系建设，也即推动社会经济活动基础（企业、个人、政府）层面的信用管理和信用评级发展。

从中国社会经济的国际化、全球化角度看，中国社会经济不仅体现为中国的出口、进口，引进资本、输出资本，引进劳务、输出劳务，而且也体现为人民币的国际化、金融市场的国际化。这些国际化要求中国社会信用体系建设，尤其是中国的征信业和信用评级业，所征信和评

级的地域范围不仅仅是国内，而要逐渐拓展到其他国家或地区，为中国的对外信贷、投资提供服务，为中国金融市场的安全提供服务。

### （三）中国社会信用体系建设中市场的力量尚未得到有效发挥

中国作为新兴市场国家，在社会信用体系的建设中应该充分发挥政府的推动作用。但在社会信用体系建设进展到一定程度，应该充分发挥市场的力量；或者政府本身就应该推动市场的力量来进行社会信用体系的建设。就目前中国社会信用体系建设的进展情况看，中国政府在社会信用体系建设中的推动力量得到了充分的体现，但是市场的力量尚且不足。

中国社会信用体系建设的市场力量尚且不足主要体现为两个方面：

第一，政府社会信用体系建设力量对市场力量具有挤出效应。在征信体系方面，我国主要是依靠政府征信，市场征信的规模小；在信用评级方面，我国的主要评级机构还是以市场力量为主，但是，现在存在政府或国有力量的进入，将会对市场化的社会评级机构产生挤出效应。

第二，主体评级的制度尚未建立，制约着市场力量的形成。主体评级制度尚未建立，使得评级机构的收入无法稳定、规模无法扩张，在机制上则容易造成被评主体干预评级机构评级行为，从而使得市场力量无法得到有效发挥。

### （四）主体评级制度的缺乏是中国社会信用体系需要完善的主要方面

市场经济的基础是企业（包括工商企业和金融企业）。企业的信用管理水平如何、企业的信用品质如何，基本决定了一个国家或地区信用的主要方面。我国的社会信用体系建设，在政府力量的推动下，在较短的时间范围内，形成了以政府征信为主导的社会信用管理构架。但是，作为市场经济基础的企业信用管理水平、信用评级则发展缓慢。

企业信用管理水平是企业信用品质的基础和内部条件，是企业可持续发展的重要基础。就目前在中国的企业（包括内资和外资）来看，大多数的外资企业已经建立了信用风险管理部，或设有信用风险管理岗位，专职管理企业的信用风险；而国内大多数的企业尚未建立信用风险管理部或设立信用风险管理岗位。内外资企业在信用风险管理方面的这种差距，也反映了内资企业在企业信用风险管理意识上的差距。

信用评级是企业信用管理的外部促进因素，是缓解企业信息不对称、提高企业信用风险认知水平和管理水平的外部力量。信用评级为企业的投资、企业的商业活动提供了交易对象、交易对手的信用信息，有利于企业投资和商业活动对象的选择，有利于企业风险管理水平的提高。

### 三、主体评级在社会信用体系建设中的作用

被评级的主体是社会经济活动的基础，决定了主体评级是社会信用体系建设的基础，也决定了以主体评级为基础完善社会信用体系的路径选择。

#### （一）主体信用是社会信用体系的基础

社会信用以参与社会经济活动的主体为标准，可以分为企业信用、个人信用、政府信用；其中，企业信用包括工商企业信用、金融企业信用。一个社会或经济体中，主体信用构成了社会信用体系的基础。只有主体的诚实守信、信用风险管理的能力强，整个社会的信用关系才会和谐，经济的系统性风险才能降至最低水平。相反，如果社会经济的活动主体都难以诚实守信、不能运用科学的手段管理信用风险，那么社会信用关系就会紊乱，经济的系统性风险就会处于较高水平。因此，社会信用体系建设最基础的行为就是树立主体的信用理念和意愿，规范主体的信用行为。

#### （二）主体信用评级是社会信用体系的基础要素

对于主体信用理念和意愿的树立、主体信用行为的规范，至少需要从三个方面进行：第一，通过立法培育和强化信用主体的信用理念和意愿，以严刑峻法规范信用主体的行为。第二，从信用主体的需要，构建信用主体的内部风险管理机制、制度，提高信用主体的内部风险管理的技术水平；缓释信用主体外部的信息不对称，降低信用主体的信用风险。第三，优化信用主体的外部信用生态环境，形成信用主体自主守信、管理风险的市场约束和激励机制。

就三个方面来说，其中的第二、三方面，都离不开市场化、社会化的中介机构对主体信用进行评级。进一步说，就是只有建立了主体信用评级制度，才能缓减市场经济运行中的信用信息不对称风险；只有建立了主体信用评级制度，才能形成主体守信的软约束机制；只有建立了主体信用评级制度，才能激励信用主体使用风险管理的技术、提高风险管理水平。

#### （三）主体信用评级是所有信用评级的基础

主体信用是债项信用的基础，尽管存在着以资产支持的债券与主体相分离的情况，但是主体信用与可分离的资产之间仍然存在诸多联系；这样的信用确定关系和联系，决定了要对债项做出信用评级，就首先要对债项的发行主体进行信用评级；决定对主体进行授信，包括银行信贷和商业授信，也首先要对主体的信用进行评级，然后才是考虑信用增进条件下授信额度的确定。

主体信用对债项信用、授信额度的确定关系，决定了主体信用评级是所有信用评级（包括

债项评级、信贷评级、商业授信)的基础。这也就意味着从社会信用体系的建设、从市场经济的信用风险防范来看,首先要解决的是主体的信用评级。进一步而言,只有建立了主体信用评级的基础,才构建了社会信用体系的基石,才能培育信用体系的中介组织和服务业,才能通过主体评级、信用评级机构的发展、法制的完善,形成良性、和谐的社会信用体系。

#### **(四) 主体信用评级在评级中的稳定性作用**

国际评级机构在评级市场上的产品主要分为两类,第一类为主体评级,包括交易对手和发债主体评级;第二类为债项评级,包括各种债券评级。在评级产品两分类的基础上,国际评级机构以主体评级为基础对债项进行评级,也即主体评级常规化、常态化,债项评级具体化。

国际评级机构以主体评级为基础,既可以保证评级机构收入的稳定性,也可以避免发债主体在发债时对评级机构施加压力,保持信用评级的相对稳定性。因为主体评级已经存在,评级机构不可能因为发债主体发行债券而临时调整主体级别,只能根据已经存在的主体级别,结合发债条件、增级措施等,对债券进行评级。这样,既避免了评级机构收入的波动性,也避免了信用级别的波动性。

而中国大陆的评级是以债项评级带动主体评级,缺乏主体信用评级、交易对手评级,这样就使得发债主体在发债时,容易通过付费机制、评级机构的竞争关系,对评级机构施加影响。这样,不仅增加了评级机构管理利益冲突的难度,而且容易引起信用级别的较大概率迁移。

### **四、以主体评级为基础的中国社会信用体系的完善**

主体信用是一个国家或地区社会信用体系的基础。主体信用评级是一个国家信用体系的中介和有机连接键,缺少主体信用评级就无法缓减主体之间的信息不对称,就无法把独立的主体信用链接成有机体系。在中国社会信用体系尚不完善的条件下,应通过法律或法规的形式,推动主体信用评级,完善社会信用体系。

#### **(一) 基于主体评级的社会信用体系建设的立法和监管的统一与分层**

中国作为一个新兴的、转型中的市场经济国家,存在不同于西方成熟市场经济国家的特征。这个特征主要体现为市场经济发展的推动力量是政府,各主要涉及经济职能的政府部门都配置有推动市场经济发展的权力。在这样的特征下,形成了中国社会信用体系建设的推动力量来自于政府的多个职能部门。在社会信用体系建设的主导政府没有完全明确的条件下,政府各部门都肩负起了推动社会信用体系建设的重担。在信用评级领域则体现为多个经济、金融部门对信用评级进行推动和监管,从而也形成了信用评级监管的分散,以及由此带来的相互矛盾和不一致。

这种对信用评级分散化监管的状态在短期内还难以改变。但是，对于社会信用体系的基础单位主体信用建设，则可以通过相应的立法或法规，明确授权某一主要政府部门，推动主体信用的建设，推动主体信用评级。同时，以主体信用评级为基础，各涉足金融工具（包括债券、资产支持证券、结构化金融产品、理财产品、投资计划等）信用评级的部门，可仅就对本部门所涉及的债项评级做出进一步规定，从而形成主体信用评级统一监管下的金融工具业务分部门监管，夯实社会信用体系的基础，完善社会信用体系的机制。

## （二）基于主体信用评级的经济、金融生态环境优化

主体信用的社会信用体系基础地位决定了主体信用评级是优化经济、金融生态环境的基础，只有对主体信用进行评级，才能形成主体的诚实守信、主体信用的良性运行，才能形成经济和金融运行的良好生态环境。

现代市场经济包括了商品流和资金流两个主要的经济运行体系。在商品流的体系中，主要体现为经济主体之间的商业信用，即企业之间的赊销、分期付款、预付定金等各种信用行为。在资金流的体系中，主要体现为企业通过银行信贷、发行债券等融资手段进行资金的融通。这两个体系的正常运行都需要了解主体信用，从而为商业授信、银行授信、债券发行提供决策依据。而主体信用的透明，则需要通过对主体信用进行评级，才能有效缓减主体之间的信息不对称，优化经济和金融运行的生态环境。

## （三）基于主体信用评级的中国信用评级业稳定发展

信用评级机构作为社会信用体系的中介组织，在社会信用体系中发挥着缓解信息不对称的功能和作用。同时，信用评级机构作为私人部门的独立性，要求其必须保持财务的可持续性，否则难以对利益冲突进行有效管理。而信用评级机构的财务可持续性则要求信用评级机构要有稳定的收入来源。在这样的逻辑下，主体信用评级不仅有利于优化经济和金融生态环境，而且有利于稳定评级机构的收入来源，有利于构建社会信用体系中介组织的产品体系，有利于完善社会信用体系。

根据标准普尔收入的统计，主体信用评级收入占评级总收入的 63%；根据对台湾中华信用评等公司的收入调查，2010 年主体信用评级为 180 家，其中债项评级为 80 家。标普和中华评等公司的收入和评级业务构成反映了主体评级是社会信用体系的基础，也是评级机构稳定收入的来源。

同时，基于主体信用评级的评级市场体系，有利于避免发行主体、承销商等对评级机构独立性的影响。因为主体评级的常规化、常态化，有利于评级机构在主体发行债券、银行信贷、

商业授信时，避免受发债主体的干预；评级机构也只能在主体信用的基础上，根据融资的信用增进条件确定债券的信用等级、信贷授信额度、商业授信额度，从而在机制上保证了评级机构的独立性。

## 五、基于主体评级的中国信用评级业发展战略

以主体信用评级为基础的社会信用体系建设，必然伴随着基于主体评级的中国信用评级业发展，从而确定了基于主体评级的中国信用评级业发展战略。基于主体信用评级业的中国信用评级业发展战略，就是以主体信用评级为基础，加强中国信用评级业的独立性和利益冲突管理、构建基于主体信用评级质量控制过程，建立基于主体评级的中国金融产品良性定价机制，推动中国评级业的国际化进程。

### （一）基于主体评级加强独立性和利益冲突管理

主体评级作为信用评级行业的常规性、常态化业务，不仅是社会信用体系的常规化、常态化运作的机制，也是信用评级业稳定的收入来源，从而在收入的稳定性上保障信用评级行业的独立性，避免评级行业为了谋求生存的利益冲突行为的产生，也为评级行业的监管机构对评级行业进行监管提供了基础性的平台。

评级机构的独立性和利益冲突，从股东层面看，是评级机构的股东独立于金融交易对手、政府部门、发行主体、承销机构、投资者；从治理机构看，是评级机构从运行机制上确保其业务活动在形式上和实质上免受各方可能对评级机构产生的影响，并具有一定的透明度和公开性；从部门设置来看，是以防火墙制度、信息披露制度贯彻独立性和利益冲突管理原则；从财务上来看，就是以确保评级机构财务的可持续性为基础，强化评级机构的独立性和利益冲突管理。

基于主体评级的中国信用评级行业发展战略就是在保证评级机构收入稳定性的条件下，强化评级机构的财务可持续性，从而加强评级机构的独立性和利益冲突管理。进一步而言，也只有保持评级行业收入的可持续性、财务的可持续性，才能谈评级机构的独立性和利益冲突管理，缺乏收入稳定性、财务可持续性的评级机构，较容易产生利益冲突。

### （二）基于主体评级构建评级过程的质量控制体系

因为各种债券评级、信贷评级、商业授信等，都是建立在主体评级的基础上的，所以，在评级的制度和机制的构建上，应该建立常规化、常态化的主体评级制度，从而提高评级过程的质量控制。

第一，通过主体评级的前置化、常规化、常态化，奠定评级的制度流程，避免发行主体或

承销商因发行债券，对评级机构的评级行为进行选择性的干预。所谓前置化，就是发行主体在发行债券前，应该具有相应的主体评级，而不是同时进行主体与债项评级。所谓常规化、常态化，就是对主体评级通过支付年费的制度，进行定期或不定期的评级，及时披露主体的信用状况。

第二，通过主体评级的常规化、常态化，有利于不断累积主体的信用数据和信息，有利于提高评级机构对主体信用风险进一步跟踪和认识，有利于评级机构更好的累积经验、使用更为科学的风险计量工具，促进评级科学性和合理性的提高，促进评级质量的提高，同时也改变了因为发行债券而进行主体评级的临时性行为，以及债券到期后的跟踪评级终止行为。

第三，主体评级的前置化、常规化、常态化，很容易形成不同评级机构对同一发行主体进行评级的现象，从而使市场上出现多个评级机构对同一发行主体信用的相同或不同的评级意见，从而，有利于增进投资者对发行主体信用品质的进一步认识，有利于投资者对不同评级机构评级质量进行甄别，有利于维护投资者的利益。

### **（三）基于主体评级建立金融产品的良性定价机制**

信用评级对金融产品具有定价参考功能。对于具体金融产品的定价不仅仅考虑金融产品本身的信用品质、信用增进措施，也往往考虑金融产品发行主体的信用评级，以及影响金融产品价格的其他风险性因素。

对于金融产品来说，不同金融产品由于其发行时的市场环境不同、投资者不同、发行的规模不同、债券的品种不同等，其信用风险大小也不同；但是，对于金融产品的发行主体而言，通常在一个相对稳定的时期内其信用风险也相对稳定。金融产品信用风险的不稳定性与金融产品发行主体信用的稳定性，为金融产品的价格制定提供了可以相对均衡的机制，这有利于金融产品良性定价机制的形成。

如果仅仅考虑金融产品的信用风险，就可能使得不同金融产品的个性化特征突出，不同金融产品的价格形成影响因素存在差异；进一步考虑发行主体的信用风险，就可以使得个性化的金融产品价格个性化的前提下，围绕主体的信用风险进行波动。

### **（四）基于主体评级推动中国评级业的国际化进程**

中国经济、金融的国际化、全球化，也要求中国的评级业的国际化、全球化，为中国的企业、政府、居民的对外经济活动提供服务，为国外的企业、政府、居民在中国的经济、金融活动中提供服务。基于主体评级的中国社会信用体系建设，不仅仅体现为中国的评级机构对国内主体信用的评级，也体现为对国外主体信用的评级，从而形成中国评级机构评级对象的国际化，提供服务的国际化，为国外企业的走进来，为国内企业的走出去，提供全方位的服务。

需要看到的是，由于中国企业的对外融资，国外的评级机构已经对中国国际融资企业进行主体和债项评级。推动中国的主体评级，有利于中国的评级机构与国外评级机构就对外融资的中国企业进行沟通、交流和合作，提升中国评级业的评级技术、评级能力，拓展中国评级业的发展空间。

同时，中国金融的国际化也意味着境外的企业将在中国境内发行各种债券，在中国的金融市场上进行各种金融产品交易，这在客观上也要求政府推动主体信用评级，缓减金融产品与投资者之间的信息不对称，缓减金融交易对手之间的信息不对称，促进中国金融、经济的安全。

## 结论

主体信用是社会信用体系的基石，信用评级是社会信用体系的核心；推动主体信用评级是社会信用体系完善的基础工程，是中国信用评级业稳定、健康发展和国际化的基础性业务。在后金融危机阶段，中国经济、金融的国际化、全球化，与中国信用评级行业的国际化同时并存，这在客观上要求中国政府推动主体评级来构建能够与国际评级惯例相接轨的、能够满足国内外投资者需要的信用评级服务体系。

（本文发表于新世纪公司内部刊物《研究报告》2011年第3期）

# 交易对手主体信用评级与金融稳定体系的构建

文 / 朱荣恩 郭继丰

摘要：美国次贷危机不仅仅反映了交易产品的信用风险，也反映了交易对手之间的信用风险，从而诱发了全球性的金融危机、经济危机。交易对手之间风险的传递机制是交易对手相关性风险的反映。这在客观上要求在缓减交易产品的信息不对称的同时，也要缓减交易对手的信息不对称，构建交易产品、交易对手的双重风险防范体系。但是，交易对手之间的竞争关系，使得交易对手之间无法获得充分的信息，需要通过社会化、市场化的信用评级机构在维护“商业秘密”的前提下，缓减交易产品、交易对手的信息不对称，完善双重风险防范体系。

关键词：金融产品 交易对手 主体信用评级 金融稳定

次贷金融产品风险的发生，引发美国雷曼兄弟公司的破产，导致美国 AIG 公司、房地美、房利美的政府接管，造成美林证券的重组，以及大批中小金融机构的破产、倒闭，从而进一步引发全球性金融危机、经济危机。此次危机不仅反映了金融市场对实体经济的冲击，而且也反映了结构性金融产品的信用风险对金融机构的冲击，更反映了金融产品交易对手之间风险的相关性、稳定的依赖性。从另一角度来看，此次危机也深刻的揭露了独立交易对手安全对于金融系统稳定的重要作用，以及对独立交易对手进行主体信用评级的必要性。

## 一、交易对手交易金融产品形成的相关性网络结构

交易对手不仅对企业发行的股票、债券进行交易，政府发行的债券进行交易，而且相互交易各自提供的信用产品或其他金融工具，从而形成了交易对手之间相互持有或共同持有金融资

产的网络结构。这种网络结构既存在于混业经营、混业监管的西方国家，也存在于我国分业经营、分业监管的国家。

### （一）交易对手的分类

为了梳理清楚交易对手之间的关系，可以根据交易对手主要从事的业务划分为银行、保险公司、证券公司、基金公司、信托公司、金融租赁公司等。

银行是专门经营存款、贷款、汇兑、结算业务，充当信用中介和支付中介的金融机构，在现代金融体系中处于核心地位；银行可以发行金融债券，也可以投资于债券。

保险公司是销售保险合约、提供风险保障的公司，分为财产保险和人寿保险。财产保险公司的保险业务包括了财产损失保险、责任保险和信用保险；其中，信用保险是权利人向保险人投保债务人的信用风险的一种保险，包括商业信用风险、出口信用风险和投资风险。人寿保险包括了人寿保险、健康保险和意外伤害保险等业务。就保险公司的资金运用而言主要用于银行存款、买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券，投资不动产等。

证券公司是专门从事证券买卖的法人企业，可以承销发行、自营买卖和自营代理买卖证券。基金公司是通过发行股票筹集资本并投资于证券市场的股份有限公司。信托公司是以信托为基础，以货币资金和实物财产的经营管理为形式，融资和融物相结合的多边信用行为。信托公司可以根据信托合同，将信托资金投资于股票和债券。金融租赁公司是通过提供租赁设备而定期向承租人收取租金的公司。金融租赁公司可以发行金融债券，也可以向金融机构借款。

### （二）交易对手交易金融产品的矩阵关系

把金融机构之间的相互关系定义为交易对手关系，存在两个方面的原因：第一，从交易对手相互间的债权债务关系而言，不同类型的金融机构之间形成了相互的债权债务关系，以及买卖债权债务工具的博弈关系；第二，从交易对手对同一投资对象进行投资而言，金融机构之间在对同一投资工具进行买卖的过程中，形成了博弈关系。就金融机构之间的相互债权债务关系或同一投资对象之间的关系，可以通过下表的矩阵关系加以简单描述。

表 1：交易对手交易金融产品的相关矩阵关系

	银行	保险公司	证券公司	基金公司	信托公司	金融租赁公司	企业	政府	个人
银行	同业拆借、重贴现，相互持有金融债。	存款，持有金融债、股票。	存款，持有金融债、股票，银行持有证券公司债券。	存款，持有金融债、股票。	存款，持有金融债、股票。	存款、借款、持有金融租赁的债券。	存款、贷款、持有企业发行的债券。	贷款、持有政府债券。	存款、贷款，持有金融机构的证券。
保险公司	——	共同持有同一对象。	投保，持有证券公司债券或股票。	投保，投资基金份额。	投保。	投保。持有金融租赁公司债券、股票。	投保，持有企业债券、股票。	投保。持有政府债券。	投保。持有基于个人信贷资产的债券。持有金融机构的证券。
证券公司	——	——	相互持有股票或债券。	投资基金份额，投资证券公司股票或债券。	投资同一投资对象。	投资金融租赁公司的债券。	投资企业股票或债券。	投资政府债券。	投资个人信贷资产的债券，持有金融机构的证券。
基金公司	——	——	——	相互持有基金份额或共同投资对象。	同一投资对象。	投资金融租赁公司债券。	投资企业股票或债券。企业购买基金份额。	投资政府债券。	投资基于个人信贷资产的债券。
信托公司	——	——	——	——	——	购买金融租赁公司的股票或债券。	购买企业的股票或债券。	购买企业的股票或债券。	购买基于个人信贷资产的债券，持有金融机构的证券。
金融租赁公司	——	——	——	——	——	共同提供租赁。	提供租赁。	——	持有金融机构的证券。
企业	——	——	——	——	——	——	相互持有股票或债券。	持有政府债券。	持有个人信贷资产的债券，持有金融机构的证券。
政府	——	——	——	——	——	——	——	——	持有政府债券。
个人	——	——	——	——	——	——	——	——	民间信贷。

## 二、交易对手之间的相关性风险

根据交易对手之间的矩阵关系，可以知道交易对手之间存在两方面的相关性风险，即交易对手之间相互持有对方金融产品的相关性风险、交易对手相互交易第三方金融产品的相关性风险。

### （一）交易对手相互持有金融产品的相关性风险

交易对手之间相互持有金融产品，主要表现为一类或一家金融机构成为另外一类或一家金融机构债权人的同时，也成为这个债权人的债务人。

最为典型的案例就是银行之间相互持有对方的金融债。交易对手这种仅仅通过持有对方的金融债，在报表上可以优化银行的资产负债表，而且可以提高巴塞尔协议规定的银行资本充足率；但是，这种相互持有行为却难以有效提高金融机构的风险防范能力，也没有转移和分散银行体系的风险。如此，银行之间相互持有金融债券，使得银行之间的独立风险进一步关联，形成了独立银行间的相关性风险；即一家银行风险的发生，将会通过相互间的债权债务关系引发其他银行发生风险。这种相关性风险在风险发生的时间序列上，体现为风险的相继性。

不仅银行之间可以形成相关性风险的相继性发生，而且，在银行与保险机构之间也会形成相关性风险的相继发生。财产保险公司通过提供信用保险，与银行之间形成债权债务关系，在信用保险标的物出现违约的情况下，保险公司作为债务代偿人有义务向银行偿还违约损失；同时，财产保险公司购买银行的债券、向银行存款，也形成银行对保险公司的债务。如此，风险就可以在财产保险公司与银行之间形成的相互债权债务关系进行传递，从而形成保险公司与银行之间的相关性风险的相继性发生。

因此，在金融机构之间，由于相互持有对方的金融产品，从而形成了金融机构之间金融产品相互交易的手型相关性风险。这种相关性风险表现为金融机构之间的安全依赖性和风险发生的相继性。

## （二）交易对手相互交易第三方金融产品的相关性风险

金融机构作为交易对手不仅仅体现为金融机构既作为金融产品的提供者，又作为金融产品的投资者，所形成的相互间的相互持有对方金融产品所形成的相关性风险，而且体现为金融机构之间相互交易第三方金融产品所形成的相关性风险，包括企业的股票或债券、政府债券、基于个人信贷资产的债券。交易对手交易第三方金融产品所形成的相关性风险具有传递性和同步性两方面的特征。

在一家金融机构卖出某一金融产品的同时，另一家金融机构买入了这一金融产品。就这一买卖的单一行为看，是由金融机构之间因对未来金融产品价格的预期不同而产生，暂时不存在盈亏风险。但是，这种买卖行为具有持续性。持续的买入或卖出，则产生了资产在不同价格上的分布和价格的波动，从而产生了相应的市场风险。当一方因为买入或卖出而产生较大损失的情况下，相应风险将通过相互间存在的债权债务关系进行传递。

同时，如果交易对手对市场风险的预期形成一致，则交易对手则往往会采取同一策略，一致性买入或一致性卖出第三方金融产品。如果这样，在金融市场上则表现为金融产品价格的持续性上涨或持续性下跌，从而造成交易对手相关性风险的同步发生。

## 三、交易对手稳定的依赖性与独立交易对手信用风险的系统冲击性

交易对手之间的相关性风险引致的继发性、传递性和同步性风险，决定了交易对手的稳定性具有依赖性，以及独立交易对手出现信用风险的系统冲击性。

### （一）交易对手稳定的依赖性

交易对手之间在交易金融产品的过程中，既会形成合作性或一致性行为，也会形成竞争性

行为。交易对手的合作性或一致性行为，既可能形成交易对手的共荣、共赢，也可能产生交易对手的同衰、同亏，从而形成风险发生的同步性；交易对手的竞争性行为，可能造成一方的亏损、一方的盈利，但是相互的债权债务关系将会使风险在相互间进行传递，从而形成风险发生的相继性。

交易对手之间风险的同步性、相继性特征，在客观上形成了交易对手在安全性上的相互依赖关系，即：以各自独立的稳定成为系统稳定的基础，发生风险下相互的救助是维护系统稳定的重要手段。

## **（二）独立交易对手出现信用风险的系统冲击性**

交易对手之间风险的相关性和稳定的依赖性，在系统上则体现为风险的系统性。在金融市场的交易中，系统性风险表现为金融产品价格指数的变化，也表现为某一独立交易对手信用风险对金融产品价格指数的冲击、对其他金融机构稳定的冲击。

在系统相对稳定的条件下，独立交易对手信用风险的发生是多方面，既可能表现为资金来源的紧张而造成资产负债表的恶化，也可能表现为资金运用上的配置不当造成的经营亏损，也可能是客户违约的风险冲击，或其他不确定性因素引发的信用风险。

在独立的交易对手发生信用风险条件下，将通过抛售相关金融资产套现，诱发金融市场的动荡；金融市场的动荡容易引起债权人的恐慌，债权人的恐慌将引起挤兑或催债，进一步紧缩独立交易对手的流动性，从而引起独立交易对手的债务重组或破产。金融市场的动荡和交易对手的重组、破产，进一步引起市场的恐慌，金融产品价格进一步下跌、风险在交易对手之间的传递，金融交易主体恐慌加剧，从而产生系统性风险。

## **四、交易对手主体信用评级的重要性**

交易对手稳定的依赖性、独立交易对手信用风险对系统风险的冲击性，在客观上要求交易对手的独立信用安全。而作为存在竞争关系的交易对手，又往往需要通过“隐藏行为”、“隐藏信息”的策略在竞争中取得优势，从而增加了交易对手之间的信息不对称，提升了交易对手之间的信用风险；这在客观上要求在维护交易对手商业秘密的条件下，通过信用评级缓减交易对手之间的信息不对称，提高金融系统的稳定性。

### **（一）交易对手的独立信用安全是金融稳定的重要前提**

交易对手独立信用安全是指交易对手作为一个独立经营主体具有偿还其债务的能力，具有合理的资产配置、能够承受较强的金融市场价格波动和重要客户违约压力，不会因为信用关系

而产生重组或破产。

尽管强调交易对手独立信用的安全性，但是，交易对手的独立信用关系是相对的。在交易对手作为经营主体独立性的条件下，这种相对性体现为，交易对手与其他金融机构之间因投资行为、信用行为形成了股权、债权债务的关系链条，使得交易对手之间风险具有相关性的特征。

在独立性、相关性并存的条件下，交易对手独立信用安全就具有重要的意义，即交易对手作为独立主体，其自身的信用状态是否能够承受相关性风险的冲击。这不仅反映了交易对手自身的生存和发展能力，也反映了金融系统的稳定程度。

进一步而言，从接受或发出冲击的两个方向看，交易对手的独立信用安全有助于金融系统的稳定。从交易对手接受风险的冲击来看，交易对手独立的信用安全，可以阻断风险的传递，避免系统风险的发生；从交易对手发出风险冲击来看，接受方的信用安全可以承受风险冲击，避免风险的蔓延。

## **（二）交易对手主体信用评级是金融稳定的重要保障**

尽管强调交易对手独立信用安全，但是，在市场经济条件下，竞争的法则，使得交易对手之间存在着竞争关系。由于竞争关系的存在，不同的交易对手会采取不同的策略，包括“信息隐藏”、“行为隐藏”策略，以谋求竞争中的优胜。这种“信息隐藏”、“行为隐藏”合法化的前提下，就增加了交易对手之间的信息不对称，从而形成交易对手之间即使不想“零和博弈”，也难以确保对对手的冲击关系。如此，竞争的特征、对方安全需要的特征，就容易造成信息不对称的合法化与信息透明化客观需求之间的矛盾或冲突。

在这样的环境中，对交易对手进行主体信用评级，是保障“商业秘密”、缓减信息不对称的重要手段，也是维护金融稳定的重要手段。对交易对手进行主体信用评级，有利于在保护交易对手交易策略等不外泄的条件下，使得其他交易对手掌握相互的安全程度，从而采取审慎的交易手段，并对其持有的金融产品结构进行调整，弱化与安全程度较低交易对手的相关性，降低资产配置的风险，确保自身的安全，从而保障金融系统的稳定。

## **五、推进交易对手主体信用等级的建议**

鉴于交易对手主体信用安全对金融稳定的重要性，及主体信用评级对金融稳定的重要性，建议相关监管部门从确保监管主体对象的安全出发，强化对被监管主体的信用评级。

### **（一）强化对交易主体和交易产品的双重信用监管**

就目前的监管制度对交易主体的监管而言，更多的强调交易主体所交易产品信用的监管，

而相对弱化了交易主体信用的监管。这一监管思路或策略，是强调了交易对手之间交易产品的信用安全，而弱化了交易主体信用风险对金融稳定冲击的监管。鉴此，要维护金融系统的稳定，在监管思路，不仅要继续强化对交易产品信用的监管，更需要对交易对手信用的监管。

在我国对金融业分业监管的条件下，不同监管部门无法跨行业对其他监管机构监管的交易主体进行信用监管，但是，可以从本行业内对交易主体的投资行为监管需要出发，构建交易对手主体信用监管的体系；也可以在“一行三会”的一致性协商基础上，构建交易对手主体信用监管的体系。

## **（二）强化信用评级在交易对手和交易产品中的双重信息不对称缓减功能**

在竞争关系条件下的“商业秘密”规则，使得交易对手的主体信用评价体系构建，无法完全依靠交易对手之间的相互信用评价而建立，需要通过社会信用评级机构在维护“商业秘密”前提下做出不同交易主体的信用风险评价，缓减交易对手之间的信息不对称，构建交易主体信用风险评价、计量和检测体系。

就目前国内对于交易对手、交易产品的信用评级而言，社会化、市场化的评级机构在现有的评级制度和惯性下，往往是在交易主体存在现实发行债券的需要下，才对交易对手的主体信用进行评级、产品评级，并未形成对交易对手常态化、常规化主体评级条件下的产品评级制度，从而也就没有形成对交易对手信用风险的常规性、常态化的评级制度，也难以满足交易主体对各自交易对手风险的计量、检测需要。

鉴此，需要相应监管机构推动对交易主体信用评级的常规化、常态化，强化信用评级在交易对手和交易产品中的双重信息不对称中的缓减功能，即：既要缓减交易产品信息不对称的信用风险，也要缓减交易对手信息不对称的信用风险。通过这样的制度安排，就可以从交易对手的相关性风险、交易产品的信用风险两个环节、双重渠道完善我国的金融稳定体系。

## **结论**

根据美国次贷危机所反映出来的现实情况，以及对交易对手之间的相关性风险、金融稳定的需要分析，认为，不仅要建立交易产品的信用风险评级制度，也要建立交易对手的信用风险评级制度，强化交易主体、交易产品两个环节的信用评级，强化交易对手、交易产品的双重信用风险防范体系，实现交易对手主体信用评级的常规化、常态化。只有这样，才能有效缓减交易产品、交易对手的信息不对称，才能有效构建基于交易产品和交易对手信用评级的金融风险计量、检测和稳定的体系。

（本文发表于新世纪公司内部刊物《研究报告》2011年第3期）





上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼

Address: 14F Huasheng Building, No. 398 Hankou Rd., Shanghai 200001, China

电话 (Tel): (86-21) 63501349/63500711

传真 (Fax): (86-21) 63500872

Email: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>