



新世纪

BRILLIANCE

2005 年研究报告

资信评估

Credit Rating

2005 年年刊

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.

目 录

法律法規	1
2005 年资信评估相关法律法规	2
行业动态	9
2005 年资信评估行业重要事件	10
新世纪简讯	17
2005 年新世纪公司十件大事	18
市场统计与分析	23
证券评级市场统计与分析	24
信贷评级市场统计与分析	42
专题研究	45
评级行业发展研究	46
评级市场与技术研究	67
新书推荐	86
《征信体系和国际经济》	87
《信用管理教程》	88
《企业信用管理》	89
《资信评估》读者调查表	90

法律法規

2005 年资信评估相关法律法规

1. 2005 年 1 月 18 日中国银行业监督管理委员会公布《信托投资公司信息披露管理暂行办法》。
2. 2005 年 2 月 18 日中国人民银行、财政部、国家发展与改革委员会和中国证券监督管理委员会四部委公布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。
3. 2005 年 3 月 15 日中国人民银行征信管理局发布《关于向社会征求《个人信用信息基础数据库管理办法（暂行）》（征求意见稿）意见的公告》。
4. 2005 年 4 月 20 日中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布公告〔2005〕第 7 号：《信贷资产证券化试点管理办法》。
5. 2005 年 4 月 27 日中国人民银行颁布中国人民银行令〔2005〕第 1 号，中国人民银行制定了《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，自 2005 年 6 月 1 日起施行。
6. 2005 年 5 月 23 日中国人民银行颁布中国人民银行令〔2005〕第 2 号，中国人民银行制定了《短期融资券管理办法》，经 2005 年 5 月 9 日第 8 次行长办公会议通过，自公布之日起施行。
7. 2005 年 5 月 23 日中国人民银行发布中国人民银行公告〔2005〕第 10 号，中国人民银行制定了《短期融资券承销规程》和《短期融资券信息披露规程》，自公布之日起施行。
8. 2005 年 8 月 17 日中国保险监督管理委员会发布《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》。
9. 2005 年 10 月 27 日中华人民共和国主席令（十届第 43 号）：《中华人民共和国证券法》已由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议于 2005 年 10 月 27 日修订通过，现将修订后的《中华人民共和国证券法》公布，自 2006 年 1 月 1 日起施行。
10. 2005 年 11 月 7 日中国银行业监督管理委员会颁布中国银行业监督管理委员会

会令（2005年第3号）：《金融机构信贷资产证券化监督管理办法》已经2005年9月29日中国银行业监督管理委员会第38次主席会议通过。现予公布，自2005年12月1日起施行。

短期融资券管理办法

第一章 总 则

第一条 为进一步发展货币市场，拓宽企业直接融资渠道，规范短期融资券的发行和交易，保护短期融资券当事人的合法权益，根据《中华人民共和国中国人民银行法》及相关法律、行政法规，制定本办法。

第二条 本办法适用于中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业（以下简称企业）在境内发行的短期融资券。

第三条 本办法所称短期融资券（以下简称融资券），是指企业依照本办法规定的条件和程序在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内还本付息的有价证券。

第四条 中国人民银行依法对融资券的发行、交易、登记、托管、结算、兑付进行监督管理。

第五条 发行融资券应当符合本办法规定的条件。

第六条 融资券对银行间债券市场的机构投资者发行，只在银行间债券市场交易。融资券不对社会公众发行。

第七条 融资券的发行和交易应遵循公开、公平、公正、诚信、自律的原则。

第八条 发行融资券的企业应当按规定真实、准确、完整、及时地进行信息披露。

第九条 融资券的投资风险由投资人自行承担。

第二章 发行、登记、托管

第十条 企业申请发行融资券应当符合下列条件：

- （一）是在中华人民共和国境内依法设立的企业法人；
- （二）具有稳定的偿债资金来源，最近一个会计年度盈利；
- （三）流动性良好，具有较强的到期偿债能力；
- （四）发行融资券募集的资金用于本企业生产经营；
- （五）近三年没有违法和重大违规行为；
- （六）近三年发行的融资券没有延迟支付本息的情形；
- （七）具有健全的内部管理体系和募集资金的使用偿付管理制度；
- （八）中国人民银行规定的其他条件。

第十一条 企业发行融资券，均应经过在中国境内工商注册且具备债券评级

能力的评级机构的信用评级，并将评级结果向银行间债券市场公示。

近三年内进行过信用评级并有跟踪评级安排的上市公司可以豁免信用评级。

第十二条 对企业发行融资券实行余额管理。待偿还融资券余额不超过企业净资产的 40%。

第十三条 融资券的期限最长不超过 365 天。发行融资券的企业可在上述最长期限内自主确定每期融资券的期限。

第十四条 融资券发行利率或发行价格由企业和承销机构协商确定。

第十五条 企业申请发行融资券应当通过主承销商向中国人民银行提交下列备案材料：

- (一) 发行融资券的备案报告；
- (二) 董事会同意发行融资券的决议或具有相同法律效力的文件；
- (三) 主承销商推荐函（附尽职调查报告）；
- (四) 融资券募集说明书（附发行方案）；
- (五) 信用评级报告全文及跟踪评级安排的说明；
- (六) 经注册会计师审计的企业近三个会计年度的资产负债表、损益表、现金流量表及审计意见全文；
- (七) 律师出具的法律意见书（附律师工作报告）；
- (八) 偿债计划及保障措施的专项报告；
- (九) 关于支付融资券本息的现金流分析报告；
- (十) 承销协议及承销团协议；
- (十一) 《企业法人营业执照》（副本）复印件；
- (十二) 中国人民银行要求提供的其他文件。

第十六条 中国人民银行自受理符合要求的备案材料之日起 20 个工作日内，根据规定的条件和程序向企业下达备案通知书，并核定该企业发行融资券的最高余额。

第十七条 融资券发行由符合条件的金融机构承销，企业自主选择主承销商，企业变更主承销商需报中国人民银行备案。需要组织承销团的，由主承销商组织承销团。企业不得自行销售融资券。承销方式及相关费用由企业和承销机构协商确定。

第十八条 企业应在每期融资券发行日前 5 个工作日，将当期融资券的相关发行材料报中国人民银行备案。

第十九条 企业应在融资券发行日前 3 个工作日，通过中国货币网和中国债券信息网公布当期融资券的募集说明书。募集说明书必须由律师出具法律意见书。募集说明书的内容应当具体明确，详细约定融资券当事人的权利和义务。

第二十条 融资券采用实名记账方式在中央国债登记结算有限责任公司（以

下简称中央结算公司) 登记托管, 中央结算公司负责提供有关服务。

第二十一条 融资券发行结束后, 发行融资券的企业(以下简称发行人)应在完成债权债务登记日的次一工作日, 通过中国货币网和中国债券信息网向市场公告当期融资券的实际发行规模、实际发行利率、期限等发行情况。中央结算公司应定期汇总发行公告, 并向中国人民银行报告融资券的发行情况。

第二十二条 主承销商应当在每期融资券发行工作结束后 10 个工作日内, 将融资券发行情况书面报告中国人民银行。

第三章 交易、结算、兑付

第二十三条 融资券在债权债务登记日的次一工作日, 即可以在全国银行间债券市场机构投资者之间流通转让。

第二十四条 融资券的结算应通过中央结算公司或中国人民银行认可的机构进行。

第二十五条 发行人应当按期兑付融资券本息, 不得违反合同约定变更兑付日期。

第二十六条 发行人应当在融资券本息兑付日 5 个工作日前, 通过中国货币网和中国债券信息网公布本金兑付和付息事项。

第二十七条 发行人应当按照规定的程序和期限, 将兑付资金及时足额划入代理兑付机构指定的资金账户。代理兑付机构应及时足额向融资券投资人划付资金。

发行人未按期向指定的资金账户足额划付兑付资金, 代理兑付机构应在融资券本息兑付日, 通过中国货币网和中国债券信息网及时向投资人公告发行人的违约事实。

第二十八条 主承销商应当在融资券兑付工作结束后 10 个工作日内, 将融资券兑付情况书面报告中国人民银行。

第四章 信息披露

第二十九条 发行人应按有关规定向银行间债券市场披露信息。

第三十条 发行人的董事或法定代表人应当保证所披露的信息真实、准确、完整。

第三十一条 发行人应当在融资券存续期间按要求定期披露财务信息。

同业拆借中心应将发行人披露的信息电子版妥善保存, 并向融资券投资人提供信息查询服务。

第三十二条 在融资券存续期内, 发行人发生可能影响融资券投资人实现其债权的重大事项时, 发行人应当及时向市场公开披露。

下列情况为前款所称重大事项:

- (一) 发行人的经营方针和经营范围的重大变化;

- (二) 发行人发生未能清偿到期债务的违约情况;
- (三) 发行人发生超过净资产百分之十以上的重大损失;
- (四) 发行人作出减资、合并、分立、解散及申请破产的决定;
- (五) 涉及发行人的重大诉讼;
- (六) 法律、行政法规规定的其他事项。

第五章 监督管理

第三十三条 发行人未按照有关规定披露信息,或者所披露信息有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,中国人民银行有权停止该企业继续发行融资券,并可按照《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条的规定进行处罚。

对发行人披露虚假信息负有直接责任的董事、高级管理人员和其他直接责任人员,按照《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条规定处罚。

主承销商未履行督促协助企业披露信息义务的,暂停其承销业务。

第三十四条 承销机构未按规定履行义务的,停止该承销机构从事融资券业务。

第三十五条 为融资券的发行、交易提供专业化服务的承销机构、信用评级机构、注册会计师、律师等专业机构和人员所出具的文件含有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,其将不能再为融资券的发行和交易提供专业化服务;给他人造成损失的,应当就其负有责任的部分依法承担民事责任。

第三十六条 中央结算公司应于每个交易日,及时向市场披露上一交易日日终,单一投资人持有融资券的数量超过该期融资券总托管量 30%的投资人名单和持有比例。

第三十七条 同业拆借中心负责融资券交易的日常监测,中央结算公司负责融资券结算的日常监测。同业拆借中心和中央结算公司发现异常交易和结算情况应及时向中国人民银行报告。

第三十八条 融资券交易除应遵守本办法外,还应遵守全国银行间债券市场其它有关规定。

融资券交易参与者违反本办法和其它有关规定的,按照《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条规定处罚。

第六章 附则

第三十九条 金融机构发行短期融资券由中国人民银行另行规定。

第四十条 本办法由中国人民银行负责解释。

第四十一条 本办法自公布之日起施行。

金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法（节选）

第三条 在中华人民共和国境内，银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动，适用本办法。

第四条 金融机构作为信贷资产证券化发起机构、受托机构、信用增级机构、贷款服务机构、资金保管机构、资产支持证券投资机构等从事信贷资产证券化业务活动，应当依照有关法律、行政法规、部门规章的规定和信贷资产证券化相关法律文件的约定，履行相应职责，并有效地识别、计量、监测和控制相关风险。

第二十五条 受托机构应当在下列事项发生后五个工作日内向银监会报告：

（一）作为信托财产的信贷资产质量发生重大变化，可能无法按时向投资机构支付资产支持证券收益；

（二）受托机构、贷款服务机构、资金保管机构违反有关法律、行政法规、部门规章的规定或者信贷资产证券化相关法律文件约定，可能会影响资产支持证券收益的按时支付；

（三）外部信用增级机构发生变更；

（四）资产支持证券和其他证券化风险暴露的信用评级发生变化；

（五）发生清仓回购；

（六）银监会规定的其他可能导致信贷资产证券化业务活动产生重大损失的事项。

第二十九条 本办法所称信用增级是指在信贷资产证券化交易结构中通过合同安排所提供的信用保护。信用增级机构根据在相关法律文件中所承诺的义务和责任，向信贷资产证券化交易的其他参与机构提供一定程度的信用保护，并为此承担信贷资产证券化业务活动中的相应风险。

第三十条 信用增级可以采用内部信用增级和/或外部信用增级的方式提供。内部信用增级包括但不限于超额抵押、资产支持证券分层结构、现金抵押账户和利差账户等方式。外部信用增级包括但不限于备用信用证、担保和保险等方式。

第三十三条 信用增级机构应当确保受托机构在资产支持证券发行说明书中披露信贷资产证券化交易中的信用增级安排情况，并在其显著位置提示投资机构：信用增级仅限于在信贷资产证券化相关法律文件所承诺的范围内提供，信用增级机构不对信贷资产证券化业务活动中可能产生的其他损失承担义务和责任。

第三十四条 商业银行为信贷资产证券化交易提供信用增级，应当按照本办

法第四章的有关规定计提资本。

第五十九条 商业银行作为信贷资产证券化发起机构、信用增级机构、投资机构或者贷款服务机构等从事信贷资产证券化业务，只要产生了证券化风险暴露，就应当计提相应的资本。

银监会有权根据信贷资产证券化业务的经济实质，判断商业银行是否持有证券化风险暴露，并确定应当如何计提资本。

第六十一条 银监会按照客观性、独立性、国际通用性、信息披露充分性、可信度、资源充足性、对资产支持证券评级的专业能力、评级方法和结果的公开性、市场接受程度等标准，确定资信评级机构对信贷资产证券化交易的评级是否可以作为确定风险权重的依据。

第六十二条 银监会认可资信评级机构对信贷资产证券化交易的信用评级作为确定风险权重依据的，证券化风险暴露的风险权重按照本办法附录所示的对应关系确定。

长期评级在 BB+（含 BB+）到 BB-（含 BB-）之间的，非发起机构应当对所持有的证券化风险暴露运用 350% 的风险权重，发起机构应当将证券化风险暴露从资本中扣减。

最高档次的证券化风险暴露未进行评级的，按照被转让信贷资产的平均风险权重确定风险权重。其他未评级的证券化风险暴露，从资本中扣减。

第六十三条 同一证券化风险暴露具有两个不同的评级结果时，商业银行应当运用所对应的较高风险权重。

同一证券化风险暴露具有三个或者三个以上的评级结果时，商业银行应当从所对应的两个较低的风险权重中选用较高的一个风险权重。

本办法采用标准普尔的评级符号仅为示例目的，银监会不指定资信评级机构的选用。

第六十四条 信贷资产证券化交易没有信用评级或者信用评级未被银监会认可作为风险权重依据的，商业银行应当区别以下情形，为证券化风险暴露计提资本：

（一）将第一损失责任从资本中扣减；

（二）对最高档次的证券化风险暴露，按照被转让信贷资产的平均风险权重确定风险权重；

（三）对其他的证券化风险暴露，运用 100% 的风险权重。

证券化风险暴露由《商业银行资本充足率管理办法》规定的保证主体提供具有风险缓释作用的保证的，按照对保证人直接债权的风险权重确定风险权重。

第六十五条 对表外的证券化风险暴露，运用 100% 的信用转换系数。

行业动态

2005 年资信评估行业重要事件

1. 吴晓灵：要促进企业债券市场发展
2. 中国资信评估专家峰会发布“中国资信评估上海宣言”
3. 短期融资券发行
4. 上海市信用服务行业协会成立
5. 第二届中国信用评级发展前景论坛在大连召开
6. 标准普尔调高中国政府评级
7. 上海开展中小企业信用评级工作
8. 上海召开“信用评级与防范信贷风险研讨会”
9. 上海举办第二届中国国际信用和风险管理大会
10. 资产证券化坚冰消融

吴晓灵：要促进企业债券市场发展

2005年1月15日，央行副行长吴晓灵在北京举行的第九届资本市场论坛上发言说，促进企业债券市场的发展，具有积极而现实的意义。

吴晓灵指出，应该对现有的企业债券管理规章进行修订，明确企业债券投资人的风险承担责任；大力培育保险公司、商业银行、养老基金、投资基金等机构投资者，以提高市场流动性，降低市场风险；健全企业债券信用评级制度、培育信用评级机构，顺应企业债券交易需求、完善市场管理、严格信息披露制度，促进企业债券市场健康发展。

针对如何培育中介组织，完善金融服务，稳步推进企业债券市场发展，吴晓灵指出，根据国际先进经验，具有公信力的信用评级制度是企业债券市场发展的基础，信用评级结果成为投资者做出决策的重要信息。市场需求是市场供给的催化剂，只有在企业能够真正自主发行债券、同时投资人自己承担风险的市场环境中，才能产生对债券信用评级的真实需求，使债券信用评级发挥其评价优劣、揭示风险的指标性作用，也才能让信用评级机构珍惜信誉，在相互竞争中不断改进与提高。

中国资信评估专家峰会发布“中国资信评估上海宣言”

2004年3月6日至7日，国内资信评估领域的50多位资深专业人士、专家学者云集上海，出席中国资信评估专家峰会。此次峰会由上海社会科学院、上海财经大学金融学院等主办，厦门金融咨询评信公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司等资信公司承办，是我国资信评估业15年发展史上的一次盛会。来自中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国证监会、中国市场学会信用工作委员会、上海市政府信息委等部门的有关领导与资信评估领域的学者和专业人士共聚一堂，就新时期我国资信评估业发展面临的主要问题进行深入研讨，并形成了“中国资信评估上海宣言”和“中国资信评估业发展白皮书”。

中国资信评估专家峰会是在我国社会信用体系建设不断深化的大背景下召开的。2003年10月党的十六届三中全会通过的《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确提出建设“以道德为支撑、产权为基础、法律为保障”

的社会信用制度。2004年1月31日国务院公布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，提出要制定和完善公司债券信用评级等规章制度。2004年2月10日，温家宝总理在全国银行、证券、保险工作会议上进一步强调，必须加快信用体系建设，加快全国统一的企业和个人信用信息基础建设，规范社会征信机构业务经营和征信市场管理。

中国资信评估上海宣言的发表，对进一步促进中国资信评估行业的发展，具有深远的意义。会专家一致认为中国资信评估业是一个充满机遇和挑战的领域，这一行业有着广阔的发展空间。

短期融资券发行

2005年5月24日，中国人民银行发布并实施了《短期融资券管理办法》，标志着银行间债券市场的启动。华能国际、振华港机等五家企业成为首批企业，在银行间债券市场成功发行了7只短期融资券，总额共计109亿元。

短期融资券的发行意义深远，它有利于扩大我国直接融资比重，降低银行风险；优化企业财务结构，节约财务费用，拓展融资渠道；增加货币市场的投资品种，刺激交易和市场的完善，并减轻股票市场的扩容压力。管理办法规定：企业发行融资券，均应经过在中国境内工商注册且具备债券评级能力的评级机构的信用评级，并将评级结果向银行间债券市场公示。这一市场化的制度安排把信息揭示的职责交给专业的评级机构，从而拓展了评级机构的成长空间，有助于整个信用评级行业的发展。

上海市信用服务行业协会成立

2005年6月24日下午，上海市信用服务行业协会成立仪式在富豪环球东亚酒店举行。中共上海市委常委、副市长冯国勤出席并为上海市信用服务行业协会揭牌，市政府副秘书长吉晓辉、范希平出席成立仪式。出席行业协会成立仪式的还有上海市社会诚信体系建设联席会议61个成员单位，三十余家信用服务机构和相关部门的代表。

近年来，随着社会诚信体系建设工作的不断推进和信用服务市场的逐步拓

展，上海市初步形成有三十余家中外机构，近千名从业人员，年经营额超过 1.5 亿元人民币的上海信用服务行业。这些机构的经营范围基本涵盖了信用管理咨询、资信评估等、信用调查等信用服务产业链上的所有环节。

信用服务行业协会的成立，把上海的信用服务机构纳入了社会诚信体系建设的同步轨道。行业协会可以在规范市场秩序，提高行业的社会公信力，提升行业整体服务能力等方面发挥积极作用。根据《2003-2005 上海市社会诚信体系建设三年行动计划》，上海市信用服务行业协会将重点推动建立健全社会信用制度，培育发展信用服务体系，大力开展社会诚信创建活动。

第二届中国信用评级发展前景论坛在大连召开

中国人民银行征信管理局于 2005 年 7 月 15 日 - 16 日，在大连召开了以“信用评级：规范与发展”为主题的第二届中国信用评级发展前景论坛。人行征信管理局戴根有局长、姜维俊巡视员、万存知副局长，人行各分行、中心支行征信管理处，国务院法制办财政金融法制司，发改委财政金融司，证监会机构监管部，银监会政策法规部等机构以及 40 多家评级机构的负责人、专家等近 110 位代表参加了此次会议。会议回顾和肯定了近几年信用评级市场的发展，认为其在金融机构和金融市场防范信用风险中发挥了重要作用。但从发展前景看，目前存在的突出问题是信用评级业务规模偏小，尚未形成相对成熟的主流评级产品，信用评级行业的基础制度建设相对薄弱等。

会议认为，从银行间市场和信贷市场入手，积极稳妥地开展信用评级工作，不仅有利于防范金融风险，而且有利于帮助金融产品定价和促进规范信用评级机构的执业行为。在新形势下，信用评级机构既面临机遇也面临挑战，只有从中国的实际出发，认真消化吸收国际先进的评级经验，探索出符合中国国情的信用评级业务技术规范和管理方法，真正提供优质的信用评级服务，中国信用评级业才能培养出民族的品牌机构。

标准普尔调高中国政府评级

2005 年 7 月 20 日标准普尔宣布把中国的“BBB+”长期政府评级和“A-2”

短期政府评级分别调升至“A-”和“A-1”，评级展望为正面。

标普指出，中国经济的结构调整与宏观经济的稳定促成了经济的良性循环。面对重大的经济和社会问题，中国决策者仍然能够坚定不移地以渐进、稳定而可预测的方式推行改革。这使中国利好的增长前景更加乐观，并同时强化了决策者可以运用的财政资源，其中包括政府财政收入和中央银行资产。

受该调级的影响，标普昨日也将香港的“A+”长期外币政府评级和“A-1”短期外币政府评级分别调升为“AA-”和“A-1+”，评级展望为稳定，另外同时确认香港的本地货币评级。

目前，穆迪评定的中国主权级别为A2级，惠誉评定的中国主权级别A-级。

上海开展中小企业信用评级工作

2005年1月底，中国人民银行上海分行征信处、上海市促进小企业发展协调办公室联合下发《关于组织开展中小企业资信评级试点工作的说明》。试点工作由人民银行上海分行、市金融办、市工商局、市信息委、市小企业办及部分商业银行、征信中介机构共同参与组成中小企业信用评级试点协调工作小组，制定总体推进规划，明确各单位的工作。市小企业办、市个私协会、部分行业协会、市区县中小企业服务机构及部分金融等推荐中小企业参加评级；人行上海分行组织设计评级指标体系，对参与试点的评级公司进行资格认定；评级公司具体负责评估工作，向商业银行等揭示企业信用状况。参与评级工作的有四家评级公司：上海远东资信评估公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、上海中诚信证券评估投资有限公司、大公国际资信评估有限公司。

中小企业信用评级，有助于解决银企信息不对称的矛盾。一方面向银行揭示企业的信用风险，降低银行信息收集成本；另一方面，也为企业提供了一种信用“身份证”，帮助企业在银行发放信贷、企业间合作伙伴的选择以及政府部门监管和落实相关扶持政策等活动中，获得信用溢价。作为开拓性的尝试，上海地区本次中小企业评级，分评级试点申报、组织实施评级和宣传推广三个阶段，截至9月份，第二阶段已圆满结束，试点工作取得了初步的成效。下一步将重点推动产品的应用，扩大评级的示范效应，使中小企业诚信体系建设真正有利于改善中小企业融资及经营环境。

上海召开“信用评级与防范信贷风险研讨会”

2004年10月22日“信用评级与防范信贷风险研讨会”在上海召开。本次研讨会由中国人民银行上海分行、金融时报社联合主办。人行征信管理局局长戴根有，人行上海分行行长胡平西，金融时报社社长汪洋，上海市信息化委员会副主任陈跃华等及部分人行地区分支行征信部门、江浙沪信用中介机构代表等共计150人参加了研讨会。

研讨会的目的在于进一步提高贷款企业资信评级的客观性和公正性，推动评级业规范发展，更好地发挥资信评估在防范和规避金融风险中的作用。胡平西介绍了上海金融征信业的基本情况和人行上海分行对上海金融征信工作发展的基本思路。今年人行上海分行加强了对贷款企业信用评级业务的考核评比，强化了联合专家评审会功能。此外还推动行业自律组织建设，充分发挥行业自律组织的作用。胡平西提出，为进一步做好贷款企业资信评级工作，应处理和把握好以下几方面：一是正确处理行政推动与市场发展的关系；二是进一步改进和加强对征信机构的监管；三是尽快做大做强我国信贷征信机构；四是提高评级结果公信力；五是如何在中小企业中引入资信评级。

央行征信管理局局长戴根有对上海金融征信业所取得的成绩给予了充分肯定。他指出，债券评级是债券市场发展的一个重要基础，国内评级公司需要调整自身的战略定位，把主要业务转移到金融市场产品的评级上。人民银行征信工作会议提出了未来若干年要完成的五项任务：第一是法制；第二是金融数据库；第三是专业化的征信机构；第四是监管；第五是标准化。

上海举办第二届中国国际信用和风险管理大会

为进一步推动中国的商业信用体系建设，学习和借鉴西方国家信用和风险管理经验，促进中外企业开展信用风险管理方面的交流和中外信用管理部门、行业协会、征信机构及广大中外诚信企业间的合作，中国国际贸易促进委员会、全国整顿和规范市场经济秩序领导小组办公室及美国金融、信用和国际商业协会（FCIB）共同合作，于2005年12月7日至9日在上海联合举办了“第二届中国国际信用和风险管理大会”，全国政协副主席白立忱等领导出席了当天的开幕仪

式。大会主题为“加强国际交流，共建信用中国”，会议采取主题论坛与分会场研讨相结合的形式，组织与会者开展交流和对话活动。

此次大会是中国信用业及相关行业的一次高层次、大规模的国际性交流活动，共吸引了来自中国政府部门、商协会、信用中介机构、金融机构、企业和媒体的 300 余位代表和美国、英国等 15 个国家和地区的近 70 名代表出席。30 多位来自政府部门、信用中介机构、金融机构、企业的信用管理专家就信用体系建设、企业信用风险管理、金融风险管理和国际贸易风险管理等问题展开广泛的交流与对话。倡导“诚信兴商”，共同推动我国社会信用体系的建设。

资产证券化坚冰消融

资产证券化，坚冰消融。2005 年 3 月 21 日，中国人民银行批准国家开发银行和中国建设银行为资产证券化首批试点单位。短期内，人民银行、银监会等监管机构先后发布了《信贷资产证券化试点管理办法》、《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》等管理办法。12 月，国开行的信贷资产证券化和建行的住房抵押贷款证券化先后亮相银行间债券市场。除了银行信贷资产证券化，企业资产证券化开展试点，联通收益计划在市场进行交易。

从宏观看，资产证券化能够丰富资本市场产品，扩大资本市场规模；有利于增强全社会的资本流动性，提高整个经济体系的运行效率。从微观上看，对银行而言可以改善存贷期限错配状况，有助于提高其资本充足率，分散信贷风险，缓解、防范和化解银行可能面临的流动性压力。对其他企业而言，有利于提高其资产的流动性。相关管理办法要求对资产证券化进行信用评级，出具评级报告和跟踪评级安排。

新 世 纪 简 讯

2005 年新世纪公司十件大事

1. 新世纪公司更名
2. 新世纪获人行上海分行企业集团、中小企业评级资质
3. 首只证券公司短期融资券获新世纪 AAA 评级
4. 新世纪获银行间债券市场信用评级机构资质
5. 新世纪应邀参加短期融资券业务培训班授课
6. 上海新世纪财务信用管理进修学院成立
7. 新世纪设立山东分公司
8. 新世纪在银行间市场公告债券评级业务相关资料
9. 新世纪朱总当选为上海信用服务行业协会副会长
10. 刘鸿儒、黄慕东等来访指导

上海新世纪投资服务有限公司正式更名为

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

上海新世纪投资服务有限公司成立于1992年7月，是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理等信用服务业务的中介机构。公司经过10多年的发展，已成为中国信用评估行业内资质较全、规模较大、历史较久的资信评级机构之一。

2005年1月18日，为了更好的突出公司的主营业务，向市场各方提供专业化的服务，公司正式更名为“上海新世纪资信评估投资服务有限公司”。公司将一如既往，依照公正、规范、准确、高效的服务原则，遵循国际惯例，积极参与我国信用体系建设，为国内外投资者提供一流的信用增值服务。

新世纪获人行上海分行集团、中小企业评级资质

随着上海经济的发展，跨行业、跨地区的企业集团发展迅速。企业集团的快速扩张以及内部的资金拆借现象，增加了银行信贷风险控制的难度。为防范信贷风险，2005年人民银行上海分行适时推出了企业集团资信评级试点工作。为保证评级质量，人行上海分行对参与试点的评级公司进行了资格认定，确定由综合实力较强的评级公司承担评级工作。新世纪公司获得了人行上海分行的集团评级资质，2005年全年完成计划内企业集团资信评级10家。

2005年由人行上海分行牵头的中小企业信用评级试点工作也取得了较好的效果。中小企业评级由人行上海分行认定新世纪等四家评级公司开展评级试点，并将评级情况、评级公司介绍、首批参评企业评级结果名单在2005年9月19日的《文汇报》予以公开报道，为解决小企业融资券问题迈出了可喜的一步。

首只证券公司短期融资券获新世纪AAA(s)级评级

2005年4月11日，首只由证券公司发行的短期融资券——2005年第一期国泰君安短

期融资券在银行间市场进行招标，此次融资券由上海新世纪资信评估投资服务有限公司评估，在综合全面考察国泰君安现金流状况、财务状况、经营管理、市场地位、发展潜力，以及外部信用支持等因素后，新世纪对国泰君安这一短期融资券给予 AAA(s) 级的信用评级。

新世纪在短期融资券评级方面具有多年积累的技术优势和实践优势，在 2000 年中国人民银行暂停短期融资券发行之时，新世纪公司曾承担过多家上市公司发行短期融资券的信用评级业务。此次 AAA 的信用等级，客观公正地揭示了该融资券的信用风险，最终使其获得 2.0561% 的中标利率，且总投标达到了 21.6 亿元，超额认购 3.6 倍，良好的市场反应是对新世纪评估结果的肯定。

此次国泰君安证券短期融资券，已于 2005 年 7 月 12 日到期时，按照中国人民银行《证券公司短期融资券管理办法》的规定，按期足额兑付完毕。

新世纪获得中国人民银行认可的第一批

银行间债券市场信用评级机构资质

2005 年 6 月 14 日，中国人民银行征信管理局召集上海新世纪资信评估投资服务公司、中诚信国际信用评级公司、大公国际信用评级公司、联合资信评级公司和上海远东资信评级公司五家评级机构高管人员，由征信管理局姜局长传达了征信管理局《关于做好银行间债券市场信用评级工作意见》。

姜局长宣布，中国人民银行认可的第一批银行间债券市场信用评级机构为上述五家评级机构。随后姜局长介绍了认可五家机构的标准为：一是具有本土评级市场执业经验及认可程度；二是具有足够的相关资质的专业评级人员、必要的资本金及组织结构；三是具有规范的信用评级程序及基本方法；四是与被评对象及相关各方管理层的联系交流；五是具有防止非公开信息滥用的严格内部控制制度。最后，姜局长要求五家信用评级机构应具有高度的责任感和使命感，本着对投资者负责的态度，做好信用评级工作。

自 2004 年 11 月以来，人民银行先后发布了《证券公司短期融资券管理办法》、《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构发行金融债券管理办法》、《国际开发机构发行人民币债券发行管理暂行办法》、《短期融资券管理办法》等一系列在银行间市场发行金融产品的管理办法。在上述各管理办法中，央行均明确要求发债主体必须进行信用评级。显示了央行在银行间债券市场监管中，根据国际惯例

引进信用评级的决心，也为中国评级业的发展提供了广阔的市场空间，可以认为中国评级业的春天已经到来。

新世纪应邀参加短期融资券业务培训班授课

2005年短期融资券业务开展以后，中国人民银行金融市场司先后组织了2次短期融资券管理和业务操作培训，新世纪公司均派员参加。在第二次培训班上，新世纪公司副总经理丁豪樑作为主讲嘉宾出席，在培训班上进行授课，得到了众多听讲者的高度认可。

上海新世纪财务信用管理进修学院成立

上海新世纪财务信用管理进修学院于2004年经上海教育主管部门批准，由上海新世纪资信评估投资服务有限公司出资设立。学院以公司为依托，将理论研究功底和深厚师资力量作为学院核心优势，走产学研相结合的道路，是公司专业的培训平台。

学院以财务管理和信用管理作为培训的两大重点领域：公司不仅是上海市信用培训和考核办公室批准的专业培训机构之一，更拥有包括信用管理理论与实务、内部控制理论与实务等独具匠心的核心培训课程。

新世纪设立山东分公司

新世纪从1992年成立以来，已经逐步发展成为具有资本市场、信贷市场和工商管理资信评估等多种业务资质和服务产品的专业咨询服务机构。公司作为上海第一批资信评估企业，创造了诸多业绩。2005年公司立足上海，积极拓展外地寻求进一步发展。基于“服务全国”的公司战略，新世纪公司在山东省设立了上海新世纪资信评估投资服务有限公司山东分公司。山东分公司将一如既往秉承新世纪“公正、规范、准确、高效”的原则，为山东的信用体系建设尽心尽力。

新世纪在银行间市场公告债券评级业务相关资料

2005年6月，新世纪获得中国人民银行认可的第一批银行间债券市场信用评级机构资质。随着5月26日第一批短期融资券发行以来，短期融资券发行逐渐升温。为体现银行间市场债券评级业务的独立性、公正性和专业性，进一步促进银行间市场参与各方了解评级机构的债券评级业务，推动市场合理使用债券信用评级报告，新世纪公司积极响应监管部门的要求，第一个在中国债券信息网上就公司的基本情况、债券评级的程序、方法、工作流程、评级符号及其含义等进行了公示。

此外，新世纪公司在中国货币网和《金融时报》也进行了公开披露。银行间市场参与各方还可以通过新世纪公司网站 www.shxsj.com “客户服务” 栏目进行查询。

新世纪朱总当选为上海信用服务行业协会副会长

2005年6月24日，上海市信用服务行业协会成立仪式在富豪环球东亚酒店举行，标志着上海信用服务行业协会的正式成立。新世纪公司作为联席会会员参加了这一成立仪式，并作为当选为上海市信用服务行业协会第一届理事会理事单位，新世纪公司总经理朱荣恩当选为行业协会副会长。

刘鸿儒、黄慕东等领导来访指导工作

2005年6月，中国人民银行征信管理局监督处处长黄慕东莅临新世纪指导工作。黄处长听取了公司领导的工作汇报，肯定了新世纪在资信评估方面的努力以及取得的成就，同时对公司未来的发展和工作开展进行了指导。

2005年8月，中国金融教育发展基金会会长、资本市场研究会主席、中国金融学会副会长、北京大学、清华大学教授刘鸿儒莅临新世纪，对新世纪资信评估工作进行指导，并希望新世纪公司加倍努力，成为中国权威资信评估机构。

市场统计与分析

证券评级市场统计与分析

一、短期融资券市场统计

(按照不同分类标准进行分类统计)

二、短期融资券市场研究报告

目 录

1. 短期融资券市场流动性分析
 - 1.1 市场流动性指标
 - 1.2 短期融资券市场流动性分析
 - 1.2.1 数据处理
 - 1.2.2 流动性指标的统计描述
 - 1.2.3 流动性的周内效应检验
 - 1.2.3.1 周内效应存在性检验
 - 1.2.3.2 周内效应判别检验
 - 1.2.4 政策及重大事件对流动性的影响
 - 1.3 结论
2. 短期融资券市场波动性分析
 - 2.1 短期融资券市场收益率统计特征
 - 2.1.1 单位根检验
 - 2.1.2 Granger 因果关系
 - 2.2 国债对短期融资收益率波动的影响
 - 2.3 收益率波动性的周内效应
 - 2.4 收益率波动的杠杆效应
 - 2.3 结论

3. 短期融资券信用级别与财务指标分析
 - 3.1 信用级别判别模型
 - 3.1.1 多元判别模型
 - 3.1.2 Logistic 判别模型
 - 3.2 财务指标选择
 - 3.3 实证分析
 - 3.4 结论
4. 短期融资券收益率预测分析
 - 4.1 收益率与信用级别
 - 4.2 模型选择
 - 4.3 实证分析
 - 4.4 结论
5. 总结

1. 短期融资券市场流动性分析

流动性是指金融资产持有者按该资产的价值或接近其价值出售的难易程度。Amihud 和 Mendelson (1989) 认为, 流动性反映了一定时间内完成资产交易所需的成本, 或寻找一个理想的价格所需要的时间。Massim 和 Phe1p (1994) 把流动性概括为为进入市场的定单提供立即执行交易的一种市场能力和执行小额市价委托单时不会导致市场价格大幅变化的能力。Glen (1994) 把流动性界定为迅速完成交易且不造成大幅价格变化的能力。Schwartz (1988) 认为流动性是以合理价格

迅速成交的能力。Lippman 和 Mccall (1986) 则指出，资产的流动性反映该资产以可预期的价格迅速出售的能力。

在市场微观结构研究中，通常从四个角度来衡量市场流动性：宽度 (Width)、深度 (Depth)、即时性 (Immediacy) 和弹性 (Resiliency)。宽度是指交易价格 (指买方报价或者卖方报价) 偏离市场中间价格的程度 (也就是为了使资产流动的交易成本)，通常用买卖价差来衡量；深度可以既代表在不影响市场价格的前提下可能的交易量，也可以指在一定时间做市商委托单上的委托数量，反映了在某一特定的价格水平下的可交易数量，可以用来衡量市场的价格稳定程度；即时性是指投资者一旦有交易的愿望，是否总是能立即得到满足；弹性是对上述三个方面的综合，即由于一定量的交易引起的价格波动消失的速度，或者委托单不平衡的调整速度。

1.1 市场流动性指标

为了更好地刻画市场的流动性，必须综合考虑市场深度和宽度，结合价格和交易量来衡量流动性。流动性比率包括 Amivest 流动性比率、Matin 流动性比率、Hui & Heubel 流动性比率、Marsh-Rock 流动性比率、市场调整的流动性指标等。本文在研究过程中采用两种流动性指标：

(1) 刘海龙等 (2004) 提出的流动性指标：

$$L = \left| \frac{IN(P_t / P_{t-1})}{NT_t / N} \right|$$

(2.1)

其中， P_t 是资产的当前价格， P_{t-1} 是资产前一刻的价格， NT 是从前一刻 ($t-1$) 到当前时刻 t 的成交量， N 是该资产的总流通股数。这个流动性指标的分母是换手率，分子是这段时刻的对数收益率。当换手率一定的时候，价格变化越大，指标值也越大，说明流动性越差；价格变化越小，指标值也越小，流动性就越好。该比率利用隔日收益变动来衡量价格波动，反映了 $t-1$ 期至 t 期资产的平均流动性。

(2) Hui 和 Heubel (1984) 提出流动性指标：

$$L = \frac{(P_H - P_L) / P_L}{V / OP_t}$$

(2.2)

其中，PH、PL 分别为资产在特定期间内最高价与最低价，V 和 P_t 分别表示该期间总成交金额和平均收盘价，O 为资产流通总数，L 即为流动性比率。L 越低，表示流动性越高，即在一定的换手率之下，价格波动相对较小。该比率利用日内价格极差衡量价格波动，集中体现了 t 期内资产流动性。

1.2 市场流动性分析

1.2.1 数据样本

短期融资券自 2005 年 5 月底重新开始发行，数据样本期较短，且单只短期融资券交易期差别较大，因此本文研究的重点集中在对整个市场的流动性分析上。本文采用了短期融资券指数从 2005 年 5 月 31 日到 2005 年 12 月 30 日的所有日交易数据，所有数据均来自于中国债券网 (www.chinabond.com.cn)、中国货币网 (www.chinamoney.com.cn)，数据处理及模型估计均采用 EVIEWS4.1 和 SPSS10.0 软件包完成。

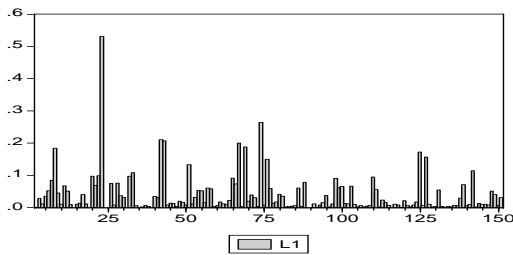
本文定义了四个流动性指标 L1、L2、L3 和 L4:

$$L_1 = \left| \frac{IN(P_t/P_{t-1})}{NT_t/V_t} \right|, L_2 = \left| \frac{IN(P_t/P_{t-1})}{VT_t/V_t} \right|, L_3 = \frac{(P_H - P_L)/P_L}{NT_t/V_t}, L_4 = \frac{(P_H - P_L)/P_L}{VT_t/V_t} \quad (2.6)$$

其中， P_t 是短期融资券时刻 t 的收盘价， P_{t-1} 是时刻 (t-1) 的收盘价， NT_t 是从 (t-1) 到当前时刻 t 的成交量， VT_t 是从 (t-1) 到当前时刻 t 的成交额， V_t 是短期融资券市场时刻 t 的市场存量， NT_t/V_t 代表是利用成交数量求得的简单换手率， VT_t/V_t 代表以短期融资券当天的平均成交价格做为权重的加权换手率。

1.2.2 流动性指标的统计描述

经过预处理，我们得到了短期融资券指数 150 个市场交易日的 4 个流动性指标序列。图 2-1 至图 2-4 显示了流动性指标的变动趋势。



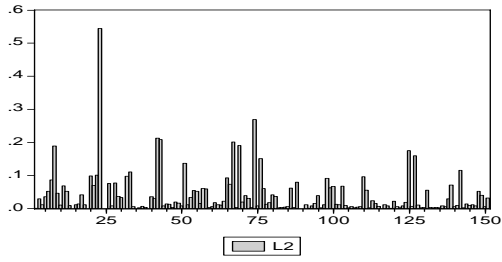


图 2-1

图 2-2

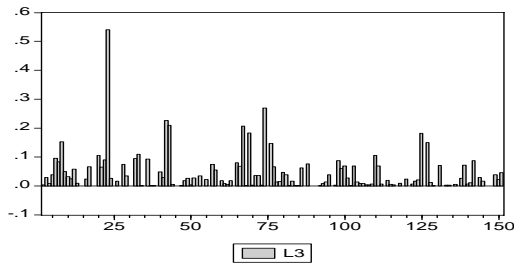


图 2-3

图 2-4

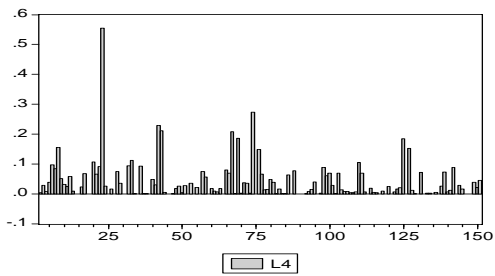


表 2-1 显示了短期融资券指数日流动性指标序列的基本统计特征量，Jarque-Bera 统计量表明每个序列均不是正态分布，各序列的峰度都远大于 3，具有显著的尖峰厚尾特征。Q 统计量显示随着滞后阶数的增加，各流动性指标序列自相关逐渐减弱，流动性指标不可预测。

表 2-1: 流动性指标统计特征量

	L1	L2	L3	L4
均值	0.039117	0.039732	0.037461	0.038022
最大值	0.531394	0.544647	0.540967	0.554459
最小值	0.000000	0.000000	-0.000428	-0.000434
标准方差	0.064309	0.065519	0.065340	0.066529
偏度	3.978414	4.025965	4.041746	4.094625
峰度	26.05521	26.63995	26.78143	27.43666
Jarque-Bera	3693.051	3872.018	3916.832	4123.661
相伴概率	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Q(5)	4.4252	4.3775	4.3692	4.3426
Q(20)	16.284	16.092	13.909	13.802

1.2.3 流动性的周内效应

在证券市场上收益-风险等指标一般都具有随日历变化的特征，称之为日历效应。周内效应 (week effect或day-of-the-week)是指周内各个交易日统计指标分布的不均匀现象。国外对周日效应的研究较早，fields(1973)发现1915-1931年美国道琼斯工业平均价格指数在周六时倾向于上升。Cross(1973)发现1953-1970年间标准普尔500股价指数周一的平均收益率为负，周五为正，两者存在显著的差异并与其它日显著不相等，存在周日效应。Jaffe和Westfield(1985)的研究结果表明，周日效应在欧洲股市普遍存在。Kie和Takand Tin(1992)对新加坡、马来西亚、泰国、香港和台湾地区的加权股价指数进行的研究发现，除台湾地区外，其它股市均存在周日效应。Conel(1985)的研究表明，不仅在股票市场，在其它金融市场如期货市场、短期国债市场和债券市场也同样存在周日效应。对周日效应检验所采用的统计方法是多种多样的，包括t检验、Levene统计量、H统计量等等。

1.2.3.1 周内效应存在性检验

本文利用多个独立样本的Kruskal-Wallis非参数检验进行分析，以确定短期融资券流动性指标在周内不同交易日是否存在分布差异，检验的步骤为：

①将所有的收益率样本混合由小到大排列，确定各收益率在全体样本中的秩，如果有相同的数值，则加总它的秩，以算数平均值代表其等级秩。

②求各组的样本等级秩总和，计算Kruskal-Wallis检验统计量：

$$H = \frac{12}{N(N+1)} \sum_{i=1}^k \frac{R_i^2}{m_i} - 3(N+1)$$

(2.7)

其中， R_i 为各组样本的秩合， m_i 为各组样本观察值的个数， k 为划分的样本组数， i 为表示第 i 个独立样本组，由于一周有5个交易日，因此 $i=1,2,3,4,5$ 。

③原假设为 H_0 ：周内个交易日的流动性指标具有相同的分布。

④在 H_0 成立的条件下， H 统计量服从自由度为 $k-1=4$ 的 χ^2 分布，如果 $H > \chi_a^2(4)$ ，则表明一周内各交易日流动性指标不相等，市场存在周内效应；相反，则表明并不存在周内效应。检验结果如表 6.1 所示。

表2.3周内效应Kruskal-Wallis非参数检验

Test Statistics ^{a,b}				
	L1	L2	L3	L4
Chi-Square	7.338	6.323	8.377	7.669
df	4	4	4	4
Asymp. Sig.	.119	.176	.079	.104

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: DD

从表6.1可以看出，流动性指标L1和L2的H检验统计量（Chi-Square）均小于临界值，因此不能拒绝原假设，说明流动性指标L1和L2分别在周内不同交易日之间不存在差异；流动性指标L3在10%的显著性水平上拒绝了原假设，而流动性指标L4的H检验统计量为7.669，可以在近似10%的显著性水平上拒绝原假设，说明流动性指标L3和L4分别在周内不同交易日之间存在差异。

1.2.3.2 周内效应显著性检验

通过Kruskal-Wallis非参数检验，可以看出流动性指标L3和L4分别在周内不同交易日的之间存在差异，但一周内是否每个交易日的流动性指标分布都各不相同，还是存在某一个交易日流动性指标其他交易日不同？为了更好地检验流动性指标的周内效应，采用如下回归方程：

$$L_t = l_1 D_1 + l_2 D_2 + l_3 D_3 + l_4 D_4 + l_5 D_5 + \varepsilon_t$$

(2.8)

其中 L_t 为第t天的流动性指标， D_i ($i=1,2,\dots,5$) 为哑变量，当第t天所对应的星期数为 i ($i=1,2,\dots,5$) 时 $D_i=1$ ，否则 $D_i=0$ 。 r_i ($i=1,2,\dots,5$) 分别为周一到周五的指数收益率， ε_t 为随机扰动项。假设检验为：

$$H_0 : l_1 = l_2 = l_3 = l_4 = l_5$$

(2.9)

$$H_1 : \exists l_i = 0, \quad 1 \leq i \leq 5$$

对流动性指标L3和L4对应的模型的回归方程估计如下：

$$L_3 = 0.02506D_1 + 0.037916D_2 + 0.061808D_3 + 0.033478D_4 + 0.029426D_5$$

(2.10)

$$(2.0409) \quad (3.1963) \quad (5.1230) \quad (2.8689) \quad (2.5217)$$

$$L_4 = 0.025456D_1 + 0.038426D_2 + 0.062839D_3 + 0.033909D_4 + 0.029879D_5$$

(2.11)

(2.0361)	(3.1814)	(5.1152)	(2.8539)	(2.5147)
<0.0436>	<0.0018>	<0.0000>	<0.0050>	<0.0130>

注：1. 小括号中为各参数t统计量，尖括号里的数字为拒绝原假设所犯第一类错误的概率。

从检验中，可以发现两个回归方程虚拟变量 D_i ($i=1,2,\dots,5$) 的系数均大于零，并且都在5%的显著水平上拒绝 $D_i = 0$ 的假设，表明流动性指标L3和L4在同一周内每一天都具有不同的分布。两个回归方程各变量的估计中，周一流动性指标的t统计量最小接近5%的显著水平，与流动性指标的总体分布差异最小；而周三的t统计量为5.123，伴随概率接近零，表明周三的流动性指标与总体分布差异最大。

2. 短期融资券市场波动性分析

“有效市场假说” (Efficient Market Hypothesis) 最早由 Paul Samuelson (1965, 1973)、Mandelbrot (1966) 和 Fama 等 (1965, 1969) 提出，并由 Fama (1970) 进行全面的阐述，提出了三种不同形态的市场有效性。

1. 弱式 (weak form) 有效市场：所有历史信息都已包括在现在的证券价格中了，投资者无法利用过去股价中所包含的信息获得超额收益。

2. 半强式 (semi-strong form) 有效市场：当前的证券价格不但反映了历史记录中的价格信息，而且反映了与证券相关的所有公开的信息 (如公司收益等)，信息只要一公布，立刻被融入价格。因此，投资者不仅无法从历史信息中获得超额收益，而且也无法通过分析当前的公开信息获得超额利润。

3. 强式 (strong form) 有效市场：证券价格反映了所有与其有关的信息，不仅包括半强式有效市场中的内容，而且包括了内幕人所知的信息 (即未公开的信息)，投资者不可能利用任何垄断性私人信息获得长期稳定的超额收益。

但是由于投资者心理因素差异，对信息的消化与确认不均等，价格变化出现大量与市场有效性假说预测不符的异常现象，收益率的波动呈现非均衡状态，主

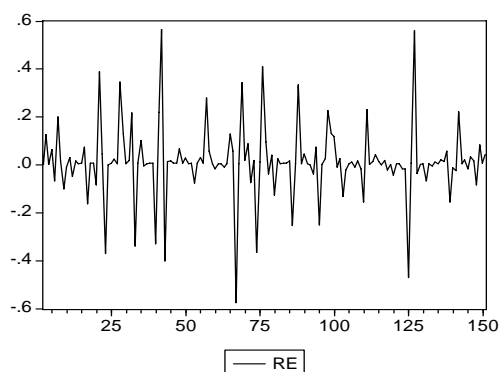
要表现出如下主要特征：(1) 收益率的分布表现为尖峰厚尾性 (Fat Tails, Excess Kurtosis)，即收益率的密度函数在均值附近的点比正态分布预测的要高的多，其分布的尾部比正态分布肥胖，分布的四阶矩大于 3；(2) 波动的时变性 (time-varying volatility) 和集聚性 (volatility clustering)，即收益率往往在较大幅度波动后面伴随着较大幅度的波动，在较小波动幅度后面紧接着较小幅度的波动；(3) 不同资产或者不同的市场之间的波动存在溢出效应 (Spill-over effects)，即一个金融市场的波动不仅受到历史波动程度的影响，还可受到其他市场的波动程度的制约；(4) 杠杆效应 (Leverage Effects)，即当前收益与未来波动之间存在着负相关，波动会因负面消息的出现而增加，并随正面消息的出现而减小；(5) 日历效应，即收益率具有随日历变化的特征。

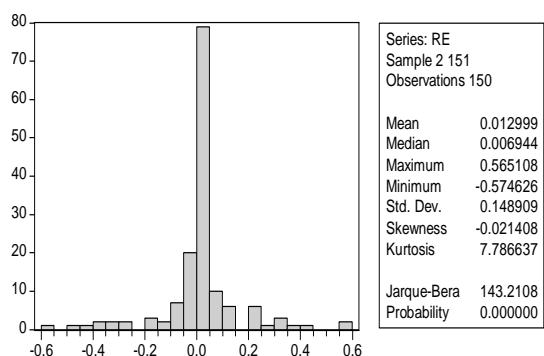
短期融资券市场还处于发展阶段，相对于西方发达国家的资本市场来说还很幼稚。具有许多发达国家完善市场所不具备的特点，为了能够更好地理解短期融资券市场的波动特性，规避风险，本文通过实证分析，分析我国短期融资券市场的波动特性，并探索其存在和产生的影响因素与根源。

2.1 市场收益率统计特征

图 3.1 显示了短期融资券市场指数日收益率的基本统计特征量，Jarque-Bera 统计量表明日收益率序列不是正态分布，各序列的峰度都远大于 3，具有显著的肥尾特征。所不同的是日收益率的自相关性强于成交量变化率。其中，为日收益率， $R_t = 100 * (\ln P_t - \ln P_{t-1})$ ， P_t 为第 t 日收盘价；若当日停盘，则收益率 R_t 以零计。 V_t 为日成交量变动率， $V_t = \ln Q_t - \ln Q_{t-1}$ ， Q_t 为第 t 日成交量。

图 3.1 短期融资券市场日收益率的基本统计特征量





2.1.1 单位根检验

设 $X = \{ X_t \}$ 为一个时间序列, 本文采用增广 Dickey-Fuller 的 ADF 单位根检验, 其检验公式如下

$$\Delta x_t = \beta x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t$$

(3.2)

检验零假设为 $\beta=0$, 备择假设为 $\beta < 0$ 。若 β 显著为 0, 则 X_t 具有单位根, 为平稳序列; 否则, 拒绝零假设, X_t 为平稳序列。滞后阶数 p 由 Akaike 信息标准 (AIC) 和 Schwartz 标准 (SC) 确定, 即选定的滞后期长度应使 AIC 和 SC 最小, 以保证残差值非自相关。

表 3.3 短期融资券日收益率的 ADF 检验

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.992258	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.475819	
5% level	-2.881400	

表 3.3 的 ADF 检验表明短期融资券市场收益率序列在 1% 的显著水平上, 不存在单位根, 收益率序列是随机波动的平稳过程, 这也表明短期融资券市场已达到弱式有效。

2.1.2 Granger 因果关系

Granger (1969) 在研究两个相关时间序列的关系时, 提出了变量之间的因果 (Granger Causality)。设 $X = \{ X_t \}, Y = \{ Y_t \}$ 为两个时间序列, 如果利用 X 与 Y 的滞后值对 Y 预测所产生的误差小于只用 Y 的滞后值预测所产生的预测误差, 就表明 X 是 Y 的因, 反之亦然。对 X_t 与 Y_t 作如下回归:

$$\begin{aligned}
Y_t &= \sum_{j=1}^k (\rho Y_{t-j} + \zeta X_{t-j}) + v_t \\
X_t &= \sum_{j=1}^k (\xi X_{t-1} + \pi Y_{t-j}) + \varepsilon_t
\end{aligned}
\quad j=1, 2, 3, \dots, k$$

(3.4)

其中扰动项 v_t 与 ε_t 不相关。对零假设 $H_{0x} : \zeta_j = 0$ 和 $H_{0y} : \pi_j = 0$ 检验，根据检验结果判断两个相关时间序列是否存在 Granger 关系。

表 3.4 短期融资券日收益率与成交量的 Granger 因果关系

滞后1阶:	样本	F-统计量	伴随概率
成交量不是价格的Granger原因	149	1.53015	0.21806
价格不是成交量的Granger原因		27.8886	4.5E-07
滞后2阶:	样本	F-统计量	伴随概率
成交量不是价格的Granger原因	148	1.47634	0.23191
价格不是成交量的Granger原因		12.5658	9.3E-06
滞后3阶:	样本	F-统计量	伴随概率
成交量不是价格的Granger原因	147	0.67400	0.56936
价格不是成交量的Granger原因		7.93297	6.3E-05
滞后4阶:	样本	F-统计量	伴随概率
成交量不是价格的Granger原因	146	2.07720	0.08706
价格不是成交量的Granger原因		5.05269	0.00079
滞后5阶:	样本	F-统计量	伴随概率
成交量不是价格的Granger原因	145	2.40710	0.03982
价格不是成交量的Granger原因		4.23408	0.00132

表 3.4 的检验结果表明，在滞后 1 阶的情况下对于成交量不是价格 Granger 成因的原假设，拒绝它犯第一类错误的概率为 21.81%，而拒绝原假设价格不是成交量 Granger 成因而犯第一类错误的概率仅为 4.5E-05%，即在一阶滞后的情况下为微弱的双向 Granger 因果关系，价格变化对成交量有着显著的影响，这种影响随着滞后阶数的增加而增加；而同样在一阶滞后的情况下，这种影响随着滞后阶数的增加而减弱，当滞后阶数为 3 时，对于成交量不是价格 Granger 成因的原假设，拒绝它犯第一类错误的概率为 56.94%，成交量变化对价格的影响最弱；当滞后阶数大于等于 4 时，为双向 Granger 因果关系，成交量与价格之间的影响是相互的。

2.2 国债对短期融资收益率波动的影响

本文利用协整分析方法以检验短期融资券市场与国债市场之间的相互关系。协整分析是研究不同经济变量之间长期均衡与短期偏离的基本方法。也就是说，如果两个时间序列之间存在协整关系，那么即使在短期内会发生偏离，但两者之间存在的共同因素也会发生作用，使他们之间保持长期稳定，即从长期来看时间序列之间存在协同变化的趋势。样本数据选自中国货币网编制的国债指数。

应用 Engle-Granger 协整检验方法检验两个单整时间序列 $P_{Ct} \sim (1)$ 和 $P_{Bt} \sim (1)$ 是否协整， P_{Ct} 为短期融资券指数日收盘价， P_{Bt} 为国债指数日收盘价。检验方法如下：

首先对 P_{Ct} 与 P_{Bt} 作协整回归方程：

$$P_{Ct} = bP_{Bt} + \varepsilon_t$$

(3.3)

然后利用 ADF 检验方法对残差序列 ε_t 进行单位根检验，如果拒绝 ADF 检验的零假设，则表明两个序列存在协整关系；反之，则不存在协整关系。表 3.3.4 给出了方程 (3.3) 残差序列的单位根检验结果。

表 3.4 残差序列的 ADF 检验

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.531098	0.0115
Test critical values: 1% level	-2.580470	
5% level	-1.942967	

检验结果表明残差序列在 5% 的显著水平上，不存在单位根，为平稳过程。也就是说短期融资券指数和国债指数存在长期的均衡关系。

2.3 收益率的周内效应

利用 Kruskal-Wallis 非参数检验，我们发现 H 检验统计量 (Chi-Square) 小于 10% 显著水平的临界值，因此不能拒绝原假设，周内不同交易日的收益率水平之间不存在显著差异，检验结果如表 3.5 所示。

表 3.5 短期融资券市场日收益率的 Kruskal-Wallis 检验

Test Statistics^{a,b}

	RETURN
Chi-Square	4.893
df	4
Asymp. Sig.	.298

a. Kruskal Wallis Test

b. Grouping Variable: ff

2.4 收益率波动的杠杆效应

正面信息和负面信息对于证券波动性的影响明显不同，即存在着杠杆效应 (Leverage Effects)。当杠杆效应存在时，会导致波动不对称性现象：正面消息 (实际报酬率高于预期报酬率) 带来的正的非预期报酬会导致条件波动率变小，而负面消息 (实际报酬率低于预期报酬率) 带来的负的非预期报酬会导致条件波动率变大。为检验我国股票市场的杠杆效应，本文选取了 Nelson 在 1991 年提出的 EGARCH (1, 1)-M 模型对短期融资券市场指数进行拟合。

EGARCH 模型，即指数 GARCH (exponential GARCH) 模型，设定随机扰动项的方差受以往随机扰动幅度正的影响，以此来体现波幅的时变性以及类聚性，其数学表达式由均值方程和条件方差方程组成：

$$Y_t = X_t' \gamma + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t / \psi_{t-1} \sim N(0, h_t)$$

$$\log(h_t) = \omega + \sum_{i=1}^p \left[\alpha_i \left| \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sqrt{h_{t-i}}} \right| + \varphi_i \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sqrt{h_{t-i}}} \right] + \sum_{j=1}^q \beta_j \log(h_{t-j})$$

(4.7)

模型中条件方差采用了自然对数形式，意味着 h_t 非负且杠杆效应是指数形式。若 $\varphi_i \neq 0$ 说明信息作用非对称，其中 $\varphi_i < 0$ 说明杠杆效应显著。条件方差的对数变换优点是确保了条件方差恒取正值，克服了 GARCH 模型的局限，可以更好地判断波动源的持续性。EGARCH 模型的另一个优点就是不需要平稳性条件。表 3.3 给出了模型的估计结果。

表 3.3 EGARCH 模型估计结果

	系数	标准差	z-统计量	伴随概率.
RE(-2)	-0.151514	0.062669	-2.417708	0.0156
C	-5.754703	0.538827	-10.68005	0.0000

a	-0.226547	0.090020	-2.516612	0.0118
β	0.302429	0.069533	4.349444	0.0000
φ	-0.468076	0.131569	-3.557649	0.0004

从表 3.3 中可以看到，短期融资券市场的日收益率杠杆效应是明显的，杠杆因子 φ 的估计值为 -0.468076 显著为负，表明不利消息引起的波动比同等大小的利好消息引起的波动要大。短期融资券市场上价格的高低很大程度上取决于交易双方对未来发行人短期偿付能力的预期，不利消息势必引起发行人短期现金流状况的恶化，银行会重新考察对发行人的授信额度，降低了发行人再融资的能力，进一步减弱了融资券的按时还本付息的能力，从而额外增加了投资者持有债券的风险。在有效市场中，投资者获得信息的机会理论上是均等的，利好和利空信息能够快速反映到证券的价格中，价格的变动是围绕固定值随机波动的，投资者只能获得平均利润而不是超额利润。因此从较大的杠杆系数来看，至少可以看出短期融资券市场是不完全有效的。

3. 短期融资券信用级别与财务指标分析

4. 短期融资券收益率预测分析

短期融资券作为无担保的企业短期债券，属于真正意义上的“信用等级产品”，其风险远远高于他企业债券。尽管已发行的各期短期融资券发行主体的资质、规模和信用评级都有所差别，但是发行利率大都在 2.92% 左右徘徊，二级市场随着央票收益率的上升，的价格下跌。

现已发行的短期融资券信用等级除标准普尔评估的华能国际(第一期和第二期)、中国铝业第一期共三期企业短期融资券获得 BBB+ 评级以外，都集中在 A-1+ 和 A-1 两类信用等级。

4.1 信用级别与收益率

在特定的外界环境下，债券收益率是违约风险的函数，信用等级作为衡量债券违约风险的指标应该可以解释债券收益率的变动，信用等级的高低将直接影响债券的价格。索伦森(1980)研究了美国地方债券的收益率，发现影响收益率的因

素除了各项衡量偿债能力的变量以外，信用等级的高低的影响仍十分显著；杰维尔和利文斯通(1998)引入了债券发行规模、存续期等变量，发现所有的信用等级对收益的影响都达到 1%的显著水平，等等。大多数研究结果都表明：信用等级越高，收益率越低，信用的等级本身具有其他公开信息所无法涵盖的信息价值。

4.2 模型选择

由于信用等级本身将受到发行方的资本结构、获利能力等财务数据的影响，如果将债券收益率直接对信用等级和包括财务指标等影响收益率的其他因素进行回归的，势必会引起严重的多元共线性问题。为了避免回归解释变量中信用等级与财务指标所引起的多元共线性问题，本文选用了刘和萨考提出的两阶段估计模型估计短期融资券的信用等级与收益率的决定函数，具体模型如下：

$$R = \lambda I + Z\pi + \xi$$

(5.1)

$$Y = \alpha I + \sigma R + Z\beta + \varepsilon$$

(5.2)

在联立方程中， R 是 N 维信用等级列向量， λ 和 α 为常量截距， I 为 N 维单位列向量， Z 为代表财务指标变量的 $n \times m$ 矩阵， π 和 β 为 M 维回归系数列向量， Y 为 N 维收益率列向量， σ 为纯量回归系数， ξ 和 ε 均为 N 维误差列向量。式 5.1 为信用等级决定函数，用于确定信用等级与财务指标变量之间的关系，式 5.2 为收益率决定函数，用于确定收益率与信用等级和财务指标变量之间的关系。

通常信用等级和财务指标之间存在着较强的相关性，如果直接用式 5.2 来估计个变量的系数会产生严重的多重共线性问题，无法得到模型的合理估计。因此需要借助两阶段估计法。

首先对式 5.1 进行回归，确定信用等级与财务指标的关系，得到模型的各系数的估计值 $\hat{\lambda}$ 、 $\hat{\pi}$ 和 $\hat{\xi}$ ，计算信用等级估计值 \hat{R} 和实际值 R 之间的差异 $\hat{\xi}$ ：

$$\hat{\xi} = R - \hat{R} = R - [\hat{\lambda}I + Z\hat{\pi}]$$

(5.3)

这时 $\hat{\xi}$ 与 Z 正交，有 $Z^T \hat{\xi} = 0$ ， $\hat{\xi}$ 仅代表信用等级自身的特有信息，排除了直接用式 5.2 会产生的多重共线性问题。

然后对如下等式进行回归:

$$Y = \gamma I + Z\delta + \hat{\xi}\eta + \theta$$

(5.4)

其中 γ 为常量截距向量, δ 为M维系数列向量, η 为纯量回归系数, θ 为N维误差列向量。通过两阶段估计法一方面可以成功的避免多元共线性,另一方面可以估计出信用级别变动对收益率的影响。方程5.3中信用级别系数的估计值 $\hat{\eta}$ 表示剔出财务数据对收益率的影响以外,信用等级每变动一单位,收益率的变动幅度。

4.3 实证分析

短期融资券发行期限包括三个月、六个月、九个月和一年期四种,本文选取2005年5月30日至2005年11月30日共67期短期融资券,保证样本债券至少满足1个月的交易期,以便使价格充分体现市场对短期融资券风险价值的评价。受债券等级不超过主权评级的影响,标准普尔对华能国际(第一期和第二期)和中国铝业第一期企业短期融资券的信用等级为BBB+评级,而同期我国的主权评级为BBB+评级,因此在本研究中将这三期短期融资券的信用等级修正为A-1+级。本文采用的短期融资券历史交易价格和财务数据均来源于中国债券网。

为了全面探讨短期融资券收益率的影响因素,选取了除第4节所采用的财务指标和信用等级以外,还考虑了发行额、债券期限、发行收率、债交割量等变量的影响,具体如表5.1所示。

表 5.1 影响因素变量

变量	变量
X1 信用等级	X15 速动比率
X2 发行额	X16 现金比率
X3 债券期限	X17 非筹资性现金流与年末流动负债比
X4 发行收益率	X18 经营性现金流与年末流动负债比
X5 发行价格	X19 主营业务现金率
X6 期初结算价	X20 应收账款周转率
X7 债券交割量	X21 存货周转率
X8 结算笔数	X22 固定资产周转率
X9 每笔交割量	X23 总资产周转率
X10 净资产与年末贷款比	X24 毛利率
X11 资产负债率	X25 营业利润率
X12 固定资产净值率	X26 净资产收益率率
X13 资本固化比率	X27 总资产收益率
X14 流动比率	

首先对方程 (5.1) 进行回归, 检验信用等级与财务指标 (X10 至 X27) 的关系, 利用逐步回归法选择, 最终回归方程各系数的估计结果如表 5.2 所示。资本固化比率 (X13) 的系数为 -0.0012, 经营性现金流与年末流动负债比 (X18) 的系数为 0.006, 两系数都达到了 5% 的显著水平。方程的 F 统计量为 6.2659, 在 1% 的显著水平, 表明方程整体显著水平很高。

表 5.2 对方程 (5.1) 的估计

变量	回归系数	T 检验	显著水平	F 检验	显著水平
α	1.8092	16.5961	0.0000		
X13	-0.0012	-2.0889	0.0407	6.2659	0.0033
X18	0.0060	3.1488	0.0025		

然后将方程 (5.1) 信用等级估计值 \hat{R} 和实际值 R 之间的差异 $\hat{\xi}$ 带入方程 (5.2), 并引入新变量 (X2 至 X9), 利用逐步回归法进行回归。从表 5.3 的模型最终估计结果可以看到, 方程总的 F 统计量较高, 为 6.8161, 达到了 1% 的显著水平; 除了与信用等级相关的资本固化比率 (X13) 和经营性现金流与年末流动负债比 (X18) 以外, 发行收益率 (X4)、主营业务现金率 (X19) 和总资产周转率 (X23) 的系数都在统计上显著。

表 5.3 对方程 (5.3) 的估计

变量	回归系数	T 检验	显著水平	F 检验	显著水平	R^2
α	1.0239	1.9053	0.0615			
$\hat{\xi}$	-0.2542	-3.1736	0.0024			
X4	0.5543	3.0761	0.0032			
X13	0.0007	2.0759	0.0422	6.8161	0.000015	0.5453
X18	-0.0035	-3.0227	0.0037			
X19	-0.0025	-1.9523	0.0556			
X23	0.0418	1.8330	0.0718			

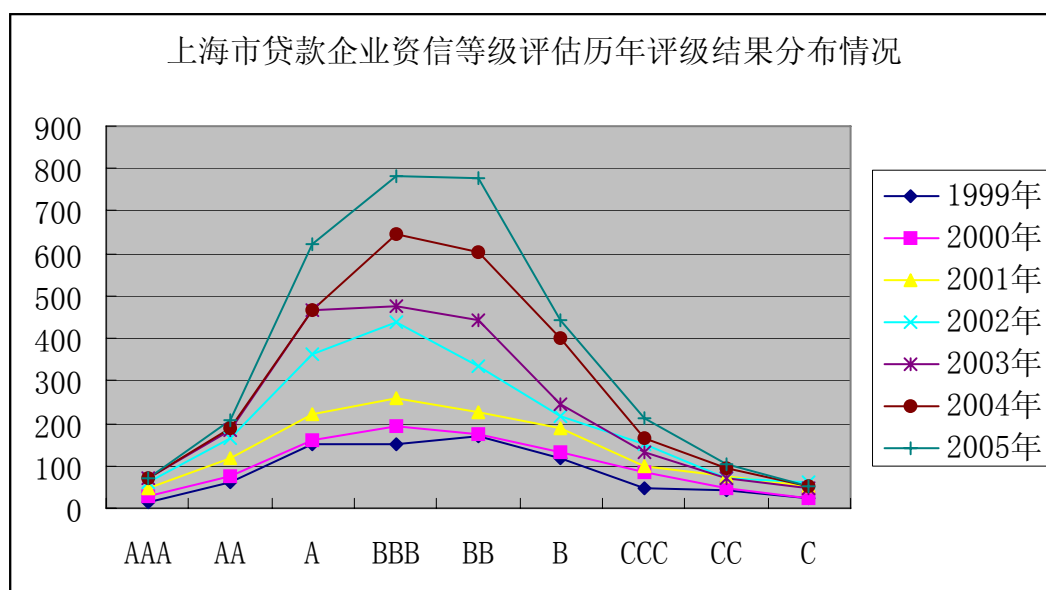
在方程 (5.2) 中常数项 α 代表市场无风险收益率, 真正反映信用利差的是 $\hat{\xi}$ 的系数 η , 从表 5.3 可以看到 η 达到了 1% 的显著水平, 其估计值为 -0.2542, 即信用等级每变动一单位, 收益率的变动幅度为 -0.2542。

5. 总结

信贷评级市场统计与分析

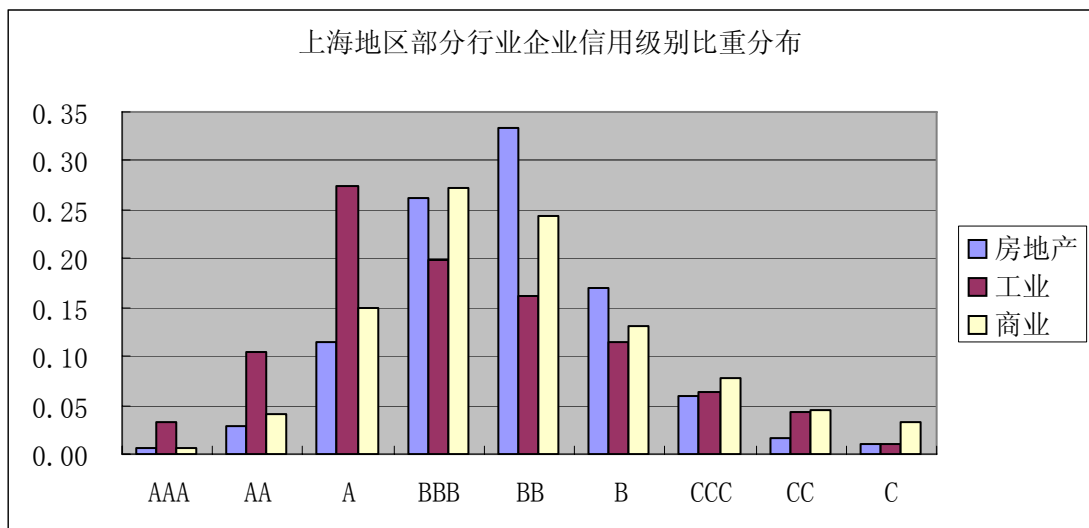
一、上海市贷款企业资信等级评估历年评级结果分布情况

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
AAA	14	26	47	61	71	69	70
AA	59	77	116	164	182	189	209
A	153	160	220	364	467	465	622
BBB	151	195	259	440	478	644	781
BB	170	175	228	333	441	605	778
B	116	132	188	217	244	399	442
CCC	47	83	97	150	133	164	210
CC	44	46	76	73	73	96	106
C	22	22	54	62	47	54	52
总数	776	916	1285	1864	2136	2685	3270



二、2005年上海市贷款企业资信等级评估按评级版本分类统计表

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	合计
宾馆餐饮服务业	0	5	9	14	15	11	9	3	2	68
房地产经营	0	5	26	41	43	24	22	6	1	168
房地产开发	5	22	64	137	121	76	23	6	5	459
房地产在建	1	1	24	82	167	69	13	5	4	366
工业电子	1	10	36	14	20	11	5	1	0	98
工业化工	4	12	20	17	17	9	8	4	1	92
工业机械	14	32	68	45	25	15	7	5	4	215
工业建材	0	5	21	13	8	10	3	10	0	70
工业其他	1	2	11	10	3	5	1	0	0	33
工业轻工	4	18	50	54	48	38	25	14	2	253
工业冶金	3	4	13	6	8	3	2	0	1	40
公用事业交通运输	4	10	19	15	10	2	0	0	0	60
公用事业水电煤	6	4	12	4	8	0	0	0	0	34
公用事业邮电通信	1	0	1	1	1	0	0	0	0	4
商业零售	0	5	13	13	12	3	8	5	2	61
商业贸易	3	17	69	136	121	68	35	20	16	485
施工业	1	4	24	28	24	3	4	1	0	89
事业单位	7	21	21	6	6	1	0	0	1	63
城建投资	3	2	20	11	16	12	1	2	1	68
投资管理	7	13	33	61	44	33	17	17	9	234
在建企业	2	3	25	34	26	9	7	1	1	108
综合业	3	14	43	39	35	40	20	6	2	202
合计	70	209	622	781	778	442	210	106	52	3270



三、2004—2005 年度复评企业信用等级迁移情况

上海市贷款企业 2004—2005 年度复评企业信用等级迁移情况

2005 2004	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA	0.78	0.19	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.07	0.61	0.23	0.08	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.12	0.62	0.19	0.05	0.01	0.00	0.01	0.00
BBB	0.00	0.02	0.21	0.51	0.20	0.04	0.01	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.07	0.24	0.51	0.14	0.03	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.02	0.05	0.28	0.50	0.13	0.02	0.01
CCC	0.00	0.00	0.00	0.03	0.05	0.22	0.58	0.11	0.02
CC	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02	0.05	0.25	0.58	0.08
C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00	0.04	0.20	0.72

新世纪公司 2004—2005 年度复评企业信用等级迁移情况

2005 2004	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.04	0.71	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.02	0.10	0.65	0.11	0.11	0.02	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	0.01	0.18	0.59	0.17	0.05	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.01	0.13	0.68	0.15	0.03	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.00	0.02	0.24	0.68	0.06	0.00	0.00
CCC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.16	0.63	0.16	0.00
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.70	0.10
C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33	0.67

数据来源：人民银行上海总部金融服务二部 2005 年度上海市贷款企业资信评估工作总结

(分析内容)

四、2005 年上海市房地产企业信用评级情况分析

专 题 研 究

抓住机遇 开创资信评估业新天地

◇ **摘要：**国际著名资信评估机构的市场化运作轨迹已成为各国资信评估业发展蓝本。随着我国加入 WTO 后经济全方位融入经济全球化体系，国内资信评估业将面临全新的市场领域，这既是行业发展的的大好机遇，亦是行业经受国际市场竞争考验的重大挑战。业内人士应正视现状、扬长避短，抓住机遇谱写新的发展篇章。

◇ **关键词：**资信评估 机遇与挑战 WTO

一、资信评估业发展的国际环境

市场一体化、经济全球化，已成不可逆转趋势。随着经济主体活动范围的扩大和经济要素流动自由性的增强，加剧了经济关系的复杂化。区域性经济发展失衡、不同利益主体相互转嫁风险等市场经济固疾在相关性日益加强的国际市场中往往牵一发而动全局。1929年-1933年世界经济危机和不久前的拉美、东南亚等地区的金融危机对经济市场广泛的破坏性证明市场经济不能排斥管理，而是应该加强。与国际货币基金组织、世界银行齐名的世贸组织的形成和发展意味着强化管理已成为当今全球经济市场主题，尤其在经济高度虚拟化（证券化）的趋势下，信用管理必然是市场经济管理的基本内核。

资信评估是信用管理的一个重要手段，它是由专职机构按照一定办法对社会信用行业的可靠性进行调查、分析并以特定符号做出评价的一种信用管理活动。在当前信息技术革命和产业结构调整的高潮下，资信评估的服务对象、评估客体外延以及运行机制发生了巨大变化。原先从属于政府机构仅为银行或债券投资者提供资信评级服务的模式，正在被由独立中介机构为社会各界提供多样化信用咨询服务的新型模式所替代。穆迪、普尔等著名资信评估机构的市场化运作轨迹以及美国邓百氏的信用调查业的成功之道已成为各国资信评估业发展蓝本。

二、中国资信评估业的发展轨迹和现状

80年代以来我国经济发生了巨大变化。随着改革开放的步伐加快，银行贷款支撑下的经济发展方式已不再唯一。投资主体的迅速扩张，国有企业的重组、置换活动的频繁发生，以及代表高新技术的新型企业和大批民营企业的不断崛起，促使融资体制进入了全新的发展领域，金融工具不断创新，资本市场在国内经济市场中的作用已充分凸现。与此同时，社会信用监管机制不完善以及与此相关的社会信用意识淡薄、经济主体之间屡屡违背信用等社会信用问题亦逐渐浮出水面，信用危机的警钟已经响起。完善信用监管机制、加强社会信用管理，以促进中国市场经济健康发展，迫在眉睫。

受经济体制改革进程影响，作为社会信用监管体系的核心——资信评估业在我国走过了一段相对简短的历程。80年代末在国内债券市场不断发展以及货币借贷关系趋于频繁的趋势推动下，社会信用管理需求趋于增长。一些省市自治区的中国人民银行分行纷纷设立了内部资信评估部门，经以后的几度改革，这些专职部门逐渐开始脱离母体走上了独立经营道路（截止2000年全国共有40余家资信评估机构，其中9家获得了从事全国性资信评估资质）。进入90年代，在资信评估市场发展趋势推动下，行业技术协作有所加强，有关资信评估的理论与实务通过各类研讨会和媒体宣传得到广泛传播。个别资信评估机构，开始走出国门寻求国际合作道路。应该看到我国资信评估产业脱胎于计划经济体制，政府行政干预的痕迹尚未完全消除，且起步较晚与国际先进的资信评估行业运作机制存在较大的差距。这一行业现状亦同我国迅速发展的市场经济形成了较大的反差。纵观我国资信评估行业现状，其不成熟性主要体现在以下几个方面：

1. 行业立法滞后 评估机构法律地位相对不明确

资信评估作为一项重要的社会经济关系，要使其健康发展首先需要有一个良好的法律环境。随着我国信用经济高度发展作为信用监管重要组成部分的资信评估关系在经济社会中的重要性日益突出，理该有一个相对独立完整的法律体系来加以调整。由于评估机构的权利义务缺乏完整的具体的法律依据，有关方面对资信评估机构的行政管理权属，资信评估行为的权威性以及评估结论利用价值往往解释不一，从而扭曲了市场经济体制下的资信评估关系。在行业管理方面体现为评估机构经常处于多头管理或无人管理状况，在行业业务方面体现为委托关系不明、行政干预多于意思自治。在此情况下，有关方面对资信评估结论往往不置可否，评估结论的利用价值很难得到社会的认同。

2. 行业集约化程度低下 缺乏合理的市场化竞争机制

市场经济机制的核心是按市场经济规律促进市场竞争，在有序竞争下实现资源优化配置和组合，形成合理的市场结构。与其他行业相比，资信评估

业行业集约化要求更高。一般情况下一个国家或地区资信评估机构数量不宜过多，且评估机构需具备一定的规模、技术和人才等优势才能保证资信评估的权威性和专业性。纵观我国资信评估行业现状，评估机构达 40 多家，明显超越了我国资本市场发展需求，且普遍存在规模弱小，专业队伍不稳定以及业务品种单一、开拓创新乏力的通弊。在过多的行政干预下行业市场化竞争机制迟迟不能确定，行业内地区封锁、人为分割市场、官方指定市场等现象严重。在较落后的运行机制下所形成的游兵散勇式的经营格局必然导致行业资源过于分散，难以培育出具有规模、技术和人才等优势，从事综合性资信评估业务，足以参与国际市场竞争的大型资信评估机构。可见行业市场化进程缓慢、行业结构不合理是我国资信评估业发展中的一大障碍。

3. 评估技术相对薄弱 指标体系的标准化和实用性之间关系尚待理顺

规范合理的评估方法和指标体系是资信评估的科学性、客观性和权威性的重要保证。近年来国内在资信评估方法及与此相关的指标体系上争议较大，究其根源，主要在于怎样把握标准化和实用性之间的关系。就标准化而言，国际著名评估机构已有了现成的模式，只要拿来即可，但事实并非如此简单，任何一种模式规则难免有其局限性，至少在广度上不可能涵盖所有国家或地区的特殊性，这就提出了一个如何将标准化评估模式与本国国情结合起来的问题。我国迟迟不能建立相对统一的评估方法和指标体系关键就在这一问题上。国内人士在尊重我国国情的基础上引进国际先进模式这一观点上基本形成了共识。我们认为方法体系的局限性和客观评估对象的无限多变性，决定了任何一种方法体系只能做出基本的规定，在具体操作中仍应由评估人员在客观公正原则下，对这些基本规定作出合理解释，以适应具体情况，换言之评估人员在基本方法存在局限性这一假定下，有一定的自由裁量权，以真正贯彻客观公正的原则。在这一观点下，合理规范的评估方法体系应保证相当比重的定性分析，以弥补定量分析的不足和基本规定的局限性，而这也正是目前我国评估方法体系中一个急需解决的问题。

三、新世纪中国资信评估业的机遇和挑战

加入 WTO 是中国改革开放国策的必然延伸，她象征着中国市场经济走完了一历史里程碑，开始进入成熟阶段。随着中国经济全方位融入经济全球化体系，国内资信评估业将面临全新的市场领域，这既是行业发展的大好机遇，亦是行业经受国际市场竞争考验的重大挑战。具体可概括为以下几个方面：

1. WTO 对国内资信评估业的环境影响

经济结构合理化是市场成熟的标志。近年来在加入 WTO 的形势驱动下，

我国经济体制进入结构性调整的深层次改革阶段。市场投资主体多元化趋势下，国字号一统天下的所有制格局正在被改革，大批民营企业纷纷脱颖而出，逐渐成为经济发展中的重要动力；以电子信息、生物医药等高科技产业为核心的产业科技革命催生了大量新型产业，并带动了传统产业的科技化进程，从而使我国产业结构逐渐趋于合理；金融市场主体的扩大，以及金融工具的创新，促进了资本市场的迅速发展，完善了我国投融资机制；政府提出的开发中西部地区，亦将使我国长期以来存在的区域性经济发展失衡问题正式进入议事日程，随着今后这一措施付诸实施我国经济区域结构将趋于平衡协调。上述诸类趋势无疑将为以资本市场为温床的资信评估业营造良好的发展环境。

2. WTO 对国内资信评估业的市场影响

中国加入 WTO 将为资信评业提供广阔的市场发展空间。从国内市场看，随着 WTO 的日益临近，国内资本市场高度发展，新的金融工具不断出现，社会信用关系日趋复杂，为经济主体相互转嫁危机提供了客观可能，市场风险明显增大。这一趋势促使各经济主体，尤其是投资者高度重视风险问题，广大投资者的决策思路逐渐从单纯的收益观转向收益风险并重，投资理念趋于成熟。与此同时，国家风险机制亦在不断加强，包括企业破产法在内的一系列市场退出机制正在逐步走向全面实施阶段。而上述投资者的风险防范和国家的风险监管的有效实现均离不开资信评估机构，从而为我国资信评估业全方位渗透经济领域成为可能。从国际市场看，中国加入 WTO 打破了经济市场的国界封锁，各国经济主体之间的交往日趋频繁，国家之间金融机构相互介入和资本流动更趋自由，从而使经济关系，尤其是金融关系、信用关系处于一个极为广阔、复杂的领域，这样为国内资信评估业提供了参与国际信评业务的机会。

3. WTO 对国内资信评估行业建设的影响

如前所述，我国资信评估行业由于起步较晚、成熟度较低，与国外同行相比还存在种种缺陷。在中国加入 WTO 之间，随着国内各有关方面对信用管理问题的日益关注，国内资信评估业的脆弱性得到了充分暴露，理论界和实务界对其中几个关键性的问题就其根源和解决方法展开了广泛的、深刻的讨论。各类媒体上关于资信评估行业的现状、改革措施、发展方向等文章频频与公众见面，形成了较为强劲的舆论导向，从而为政府机关、金融界和资信评估实业界着手设制行业发展规程、制定行业制度、全面提升行业质量提供了有利条件。

4. WTO 对国内资信评估业带来的挑战

WTO 对国内资信评估业形成的压力是客观存在的，这主要体现在国内资

信评估业对新的市场、竞争环境的不适应性，以及对国外同行冲击的抗衡能力较弱等方面。自由化、一体化的国际市场运行机制为各国资信评估机构提供了程序上的平等占有市场的机会，然而自由竞争、优胜劣汰的国际市场惯例和竞争规则必然会导致实际上的不平等。资信评估机构只有通过资金、技术、品牌等优势才能占据市场先机，反之机制薄弱、缺乏优势的资信评估机构很难真正获得市场，这种丧失自我保护能力的裸体权利成为落空势在难免。近年来一些国际资信评估机构已瞄准了中国评估市场，通过在台湾、香港等处设立分支机构，已逐渐把其势力渗透到大中华圈内，一旦中国加入 WTO，国外机构长驱直入应在情理之中。应该看到国外资信评估机构的市场品牌、以及规模、人才、技术等方面显然胜出我国同行一筹，因此如何提高行业竞争能力应付国外势力冲击是一相当严峻的问题。如果国内资信评估机构能正视这一问题，肯定自身优势找出薄弱环节加大改进力度，完全有可能化不利为有利，变压力为动力，从这一意义上讲挑战本身亦是一种机遇。

四、中国资信评估业的入世对策

1. 树立信心 发挥优势

WTO 的临近使中国资信评估业内人士多少有点狼来啦的味道，从客观上看国内资信评估业的弱势固然存在，但未必没有自身的优势。首先国内资信评估机构经历了近十年的发展史，已奠定了一定的基础，尤其是与金融界和企业界等方面已建立了相对稳定的关系，获取国内业务的机会相对比国外机构要容易。国外机构入境后应有一个适应过程，强宾不压主的状况会保持相当长的时间，从而使国内资信评估机构有较足够的时间加强自身建设，拉近差距；其次国内资信评估机构已熟悉本国的具体情况，积累了处理国内业务的一定经验和大量的有关信息数据，实务操作和协调有关方面关系上相对得心应手。总之，优势劣势不是绝对的，只要国内资信评估机构能正视现实、扬长避短，待以时日，应有能力与国外机构共同竞争。

2. 完善行业功能 丰富业务品种

完整的资信评估行业应同时具备较强的信用信息产品制造功能和高度活跃的流通市场以实现行业市场的供需平衡。因此，建立完善的信用信息数据库是发展资信评估业必不可少的环节，而行业流通市场亦应形成包括以各类信用评级为主要功能的劳务市场和以信用调查为基础的征信产品销售市场的完整的市场体系。美国邓百氏集团就是一个同时发展资信调查和资信评级等业务的大型信用管理公司。我国目前资信评估业业务较单一，基本上局限于债券信用评级和贷款企业信用评估，与此相应，业务收入亦来自评估费。随着 WTO 的临近，国内中小企业信用和个人信用不断活跃，大量外资源源不断

地流入国内，商业银行、外方投资者等经济主体对信用信息需求越来越大。国内资信评估业应抓住这一契机，大力发展工商信用调查、建立完整的数据库，积极开拓外资委托征信以及商业银行委托对中小企业和个人的征信等新的业务，尽快形成强大的信用信息制作功能和全方位的信用信息产品大卖场。

3. 打破发展瓶颈 壮大行业队伍

行业功能不全、业务市场狭窄仅仅是一表面现象。如前所述，制约行业发展的根源在于行业制度尤其是行业立法滞后，行业结构松散，市场化程度低下以及行业技术落后等因素，要解决这些问题可从以下几个方面着手：

(1) 获得政府支持

政府部门应在完善我国信用监管机制目标下加强资信评估立法机制，制订出针对性较强的相对独立完整的有关法规，尽快确立资信评估行业及其机构的法律地位以及相关的权利义务，为建立有效的行业制度提供法律依据。鉴于国内资信评估业的现状和 WTO 可能形成的冲击，政府部门可多考虑一些保护性、过渡性的政策法规，对国内机构的从业范围尽可能多给一些授权性的规定，使国内机构除了从事一些法定业务外还能从事法律未作禁止的有关业务，以保证足够的市场支持，从而顺利走完过渡期。

(2) 加强行业内外合作

强化行业内外合作是加速行业集约化进程、改善资信评估模式、提高行业核心竞争能力的有效手段，具体包括以下几个方面：

① 按市场经济规律，在维持优势、公平互利、共同发展原则下，通过国内合资、联合重组、中资联盟等途径营造出几个既有专业技术特色，又能从事综合咨询业务、既有地区权威又有渗透全国市场的大型机构。

② 通过加强国内机构信息技术的相互交流研讨，人才资源的互补余缺尽快形成合理科学的评估模式，以提高整行业的执业技术。

③ 建立全国性的行业协会并不断强化协会功能以促进行业自律和执业规范化进程。

④ 积极保持和扩大与金融机构的外部合作关系，争取金融机构对资信评估业的业务市场支持，使资信评估成为金融业运作的不可或缺的组成部分。

⑤ 通过请入和出访扩大与国外著名资信评估机构的合作交往，以提高国内资信评估机构的知名度，引进国外先进的运作模式以加快国内资信评估业的国际化进程，早日实现与国际接轨目标。

(3) 发展信用管理教育宣传机制 培育资信评估专业人才

经济市场的运行成功与否离不开上层建筑的配套发展，其中教育和宣传是一重要方面。我国资信评估业在社会上影响面不大，人们信用意识淡薄，以及资信评估专业人才缺乏等现象与国内相关知识的教育机制滞后以及社会

舆论宣传不力不无关联。据此，教育界应尽快展开研究，逐步将信用管理作为一门专业知识纳入大中院校的教程中去。此外，电视、电台、报刊、杂志等媒体亦应加大对信用管理的宣传力度，具体可采用及时公告各类资信评估结果，电视专家访谈以及刊登各类研究文章等，以形成热烈的研讨氛围和舆论导向，从而为资信评估业发展创造良好的社会环境。

综上所述，入世以后，中国资信评估业形势迫人，机遇和挑战并存，业内人士应正视现状、扬长避短，抓住机遇谱写新的发展篇章。

(上海新世纪资信评估投资服务有限公司 总经理 朱荣恩)

建立我国信用评估业的执业规范

- ◇ 摘要: 信用评估业具有较强的社会性, 在市场经济中发挥着重要作用。信用评估市场的“逆向选择”、从业人员的道德风险, 以及我国信用评估业的发展现状, 都要求我们尽快建立信用评估行业的执业规范。借鉴国际信用评估业构建执业规范的经验, 我国信用评估业可构建一个由监管部门强制性规范、行业协会指导性规范和评估公司自我规范所组成的三层次的执业规范体系。在具体执业规范内容上, 结合我国国情, 从机构、人员和业务等方面加以规范。
- ◇ 关键词: 信用评估 逆向选择 道德风险 三层次执业规范体系

一、我国信用评估业步入规范化发展阶段

党的十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出“要增强全社会的信用意识, 形成以道德为支撑、产权为基础、法律为保障的社会信用制度, 是建设现代市场体系的必要条件, 也是规范市场经济秩序的治本之策”。这是我国历史上第一次将信用建设提升到战略高度。同时, 《决定》对于信用服务市场的发展, 还提出了“完善法规、特许经营、商业运作、专业服务”的十六字方针, 为加快建设企业和个人信用服务体系, 推动信用评估行业的发展明确了方向。

2003年10月, 中国人民银行征信管理局成立, 由它负责全国信贷征信市场的管理工作, 从而结束了中国信用评估行业没有明确主管部门的历史。在“信用

对话：银行评级国际准则与中国”论坛上，央行征信管理局有关负责人明确指出：中国的信用评估市场不能先发展后规范，等市场出了问题后再进行治理整顿，而是要从培育市场的第一天起就注重规范发展。

（一）规范发展是信用评估业自身特点的要求

信用评估行业具有较强的社会性，信用评估机构本质上是一个公众服务机构，当信用评级机构的作用发挥较好时，其发布的信息就具有较大的影响力，其职能的发挥直接影响着市场的运行，影响着金融秩序和证券市场秩序。在东南亚金融危机中，国际信用评级机构的评级报告，在一定程度上起到了推波助澜的作用，所以加强和强调信用评估行业的规范发展是十分有必要的。具体可从以下几个方面看。

1、信用评估市场存在着“逆向选择”的现象。

信用评估市场的信息是不对称的，这不仅存在于被评估企业与银行和社会公众之间，而且存在于在评估机构与银行和社会公众之间。信用好的企业，任何评级机构都可以给予高的信用等级。信用差的企业，为了自身的利益可能会采用一些不正当的手段去要求评级机构给予他们较高的信用等级。在这种情况下，一些负责任的评级机构拒绝了。但是，一些不负责任的评级机构则出于利益的驱动，愿意给信用差的企业以较高的信用等级。银行和社会公众并不了解各评级机构和被评企业的真实情况，它们只能够根据评级结果进行判断，一旦出现被评企业的信用状况与评级机构的评级结果不符，它们对评级机构评定结果的可信度就会下降。这样的结果势必造成负责任的评级机构因业务量少、无法生存逐渐退出市场，而不负责任的评级机构，则在市场上继续给低信用的企业以高的信用等级，银行和社会公众对评级机构的可信度会继续下降，如此恶性循环，将危及整个信用评估行业的生存和发展。

2、从业人员的道德风险。

我国的信用评估行业现在还缺乏行业执业规范的约束，从业人员的素质也不高，如果对信用评级机构专业分析人员的执业资格及其从业范围不加任何限制，就有可能出现从业人员利用职权谋取私利，而损害评级机构利益、声誉的现象。例如：从业人员及其亲友拥有受评对象及其关联单位的证券或证券衍生产品，他就会为了自身的利益，给予受评对象较高的信用等级；又如受评对象与从业人员

的亲属好友有密切的利益关系，他就会给予受评对象较高的信用等级；反之，如果从业人员与受评对象或受评对象利益相关者存在或曾经存在利益冲突，那么他就会给予受评对象以较低的信用等级；此外，受评对象还会通过赠送金钱、礼物等方法来贿赂从业人员，以求得较高的评级结果。总之，如果没有行业自律规范，从业人员就会无所约束而任意所为，由此损害评级机构的利益和声誉。这些都将严重影响我国信用评估行业的进一步发展。

（二）规范发展是我国信用评估业发展的必然

目前我国信用评估行业的地位正在不断提高，信用评估的作用也日益受到重视。但信用评级领域尚没有统一的基本评级程序，明确的信息披露制度和商业秘密保护制度等基本业务操作规范，评级方法也缺乏透明度、科学性。社会公众很难解读各家评级公司的评级符号的真正含义，不知道不同评级机构评出的 A 级之间有何不同，不知道信贷评级和证券评级等级的含义是否一致。这些信息从评级机构的网站上和宣传册上也难以完全获得。这都说明评级机构之间，缺乏基本的执业规范和标准，使得评级的结果缺乏客观性、公正性和可靠性，从而影响了信用评级结果的实际运用。

发达国家的信用评估业均成立了行业协会，如美国的信用管理协会等。行业协会在促进从业人员教育培训、业内交流、行业技术标准制定、行业自律、维护行业利益等方面发挥着重要作用。目前我国信用评估业尚没有行业协会，行业内的交流、人员的教育培训、制定行业执业技术标准和执业规范，都不能提上议事日程，这将严重制约信用评估行业的发展。没有规范的行业规范，就不可能有良好的信用评估机构。

我国已进入 WTO 后过渡期阶段，国内相对弱小的信用评估行业将面临国际信用评估机构严峻的挑战。为此，中国信用机构除了积极进行行业内的战略性重组扩大竞争能力之外，借鉴国外经验建立完善的执业规范，强化行业自律，将成为迎接挑战、保持和扩大市场份额的明智选择。

令人可喜的是，我国信用评估行业经过 10 多年的发展，行业集约化程度低下的局面已开始得到改善，行业规范发展已成为业内共识。目前，信用评估市场上一些具有影响力的评估机构正积极主动地承担起这一重任，加大力度投入到行业规范体系建设的工作中去。

二、国际信用评估业执业规范借鉴

纵观国际信用评估行业发展历程，各国政府、协会均始终强调规范执业，并针对实务中发生的问题不断充实规范内容。

（一）信用评估业的指导性执业规范

巴塞尔委员会、国际证券机构组织、英、美、法三国的财会主管协会、亚洲信用评估协会等自律性组织制定了国际信用评估业执业的自律性规范，主要协调信用评估机构与评级结果使用方之间的关系，内容涉及合格信用评估机构的标准、基本行为准则和信息披露。

1、巴塞尔委员会

巴塞尔委员会制定的《合格的外部债务评级机构的标准》对信用评级机构提出了如下要求：（1）评级机构所采用的基本评级方法和原则应该对外公布，以保证评级的透明度和信息披露的真实性；（2）信用评级机构应该具有独立性，以保证不会迫于政治或经济上的压力而影响评级；（3）评级方法必须是严格、系统的，并可利用历史数据进行相关的检验；（4）评级机构应具有足够的人力、信息等资源，以确保评级结果的质量；（5）评级机构要保证机密信息的正当使用等等。

2、国际证券机构组织

2003年9月，国际证券会组织（IOSCO）技术委员会发布了关于《信用评级机构行为准则声明》。该规范旨在为证券监管者、评级机构及其他希望能够将信用评级机构的运行条件、操作规范、市场参与者如何使用信用评级结果等事项制定成文的人提供帮助。由于不同地区的信用评级机构在监管机制和运行机制上都存在差异，所以该规范要求评级机构、监管者、发行商和其他市场参与者要秉持高度的客观性，保护投资者的利益，保证证券市场的公平、有效、透明、降低系统风险。该规范适用于各地区不同类型的信用评级机构。这些准则提出了高层次的要求：信用评级机构、监管者、发行人和其他市场参与者必须为保证评级程序的完整性和分析的独立性而共同努力。

信用评级机构基本行为准则主要分为三部分：（1）评级过程的质量和完整性；（2）信用评级机构的独立性及避免利益冲突；（3）信用评级机构对投资者和发行商的责任。

IOSCO指出，信用评级机构所做的评价是为了减少债务人和债权人之间、债

务或债务类证券发行商与购买者之间信息的不对称性。低质量的评级分析或仅通过问答形式做出的评级对市场参与者来说是毫无用处的，无法反应发行商的财务状况或前景的评级结果也会误导市场参与者。另外，利益的冲突和其他内部或者外部的因素一旦影响了评级决策的独立性，也会严重降低信用评级机构的可信度。如果信用评级机构和投资者之间存在利益冲突或关联关系，从而导致评级机构缺乏应有的独立性，那么投资者对市场透明度和完整性的信心就会受到影响。因此，评级机构应独立于有关利益团体。

信用评级机构对投资大众和发行商有不可推卸的责任，包括应对发行商的某些信息保密。根据所处市场环境和法律环境的不同，采取适当必要的程序和制度，对发行商提供给他们的非公开信息承担保密责任，但是必须保证遵守信用评级机构基本行为准则。

3、英、美、法三国的财会主管协会

英、美、法三国的财会主管协会（ACT、AFP 和 AFTE）联合起草的《信用评估参与各方标准化操作草案》，主要包括以下几方面：（1）信用评级机构应当采取措施提高评级过程的透明度，定期公布评估方法、评级符号的定义、评级结果检验、历史缺省评级和分析师的资历等信息；（2）评级机构收集非公开信息、保密信息应建立保护措施，不得公开散布，以防止别人从这些信息上得益。（3）评级机构应当建立相应的政策或程序以避免潜在的利益冲突；（4）信用评级机构应当清楚区别市场开拓的评级业务和非市场开拓的评级业务，发行者是否参与了评级过程，披露评级报告的性质和类型，披露评级报告的最新更新时间；（5）评级机构应当增强与发行者和市场之间、评级分析员与评级委员会之间的信息沟通。及时对搜集的公司信息进行更新，以确保评级的基础的有效性。

4、亚洲信用评估协会

亚洲信用评估协会（ACRAA）为了规范信用评估执业标准，制定了《最佳规范核对表》，要求信用评级机构在每份评级合同中，必须一起发放有关评级机构自身及业务相关的诸多资料，并要求将这些信息在公司网站和宣传册上公布。其内容主要包括：（1）机构的所有权；（2）董事会与管理层的情况；（3）评级委员会的组成；（4）评级的级别含义；（5）评级程序和标准；（6）沟通评级的时间；（7）评级观点的内容；（8）发布违约概率和矩阵转移；（9）评级的局限性；（10）

依赖于第三方公布信息的原则；(11) 评级审核和复审程序；(12) 主观评级方针的存在与公布；(13) 披露利害关系；(14) 撤销评级的方针；(15) 未获得评级的发布原则；(16) 跟踪评级原则；(17) 特别信息的保密原则；(18) 评级机构和员工的道德规范；(19) 评级的有效性；(20) 与监管机构的工作关系。

(二) 信用评估业的强制性执业规范

美国、印度、欧洲等政府监管部门制定了本国信用评估业执业的强制性规范，主要协调信用评估机构与监管部门之间的关系，内容涉及信用评估机构的市场准入、行为监管和执业中的法律问题。

1、美国

美国证券委员会是美国信用评估机构的监管部门。1975 年美国证券委员会 (SEC) 通过了“国家认可的证券评级机构 (NRSRO)”制度，许可的标准就是：在美国，其发行人评级被债券评级的主要使用者认为是可靠的，普遍被接受的评级机构。同时还考虑评级机构的营运能力和可信度，包括 (1) 评级机构的组织结构；(2) 评级机构的财务资源 (考虑是否能够独立经验，不受被评企业经济压力或控制)；(3) 评级机构的规模、经验，评级人员的培训 (考虑是否具备开展信用评估的能力)；(4) 评级机构与被评企业的独立性；(5) 评级机构的评级程序 (考虑是否具有系统的程序来保障作出可靠的评级结果)；(6) 评级机构是否具有内部程序来防止非公开信息的误用，最小化可能的利益冲突，以及是否这些程序能够被执行。

在安然事件、世通破产和帕玛拉特财务丑闻后，NRSRO 制度受到诸多批评和指责。2003 年 6 月，SEC 发布了《在联邦证券法监管下的评级机构及其评级的作用》的文件，内容涉及信用评级机构的作用及他们对于证券市场的重要性，信用评级机构发挥作用所面临的障碍，提高信用评级机构向证券市场的信息传导，进入信用评级行业的门槛，信用评级机构的利益冲突等问题。

2、印度

印度证券交易委员会是印度信用评估机构的监管部门，对信用评级机构的监管有一个独立的较为完整的法案《印度证券交易委员会对信用评级机构的监管措施》(1999 年)。该法案共分六章 41 条，主要包括前言、信用评级机构的注册、信用评级机构的一般义务、对信用评级机构的发起人及关联方发行证券的评级限

制、对信用评级机构检查和调查的程序、违约行为的处置、信用评级机构的行为准则等几个方面。

3、欧洲

2004年3月，Parmalat丑闻以后，欧洲证监会对信用评级机构执业规范的四个重要方面进行了讨论：评级机构内潜在的利益冲突、评级机构采用的方法的透明性、评级机构采集内部信息的法律规定、信用评级市场的竞争状况等。

2005年3月，欧洲证监会向欧盟公布了评级机构相关的技术建议，主要内容涉及利益冲突、信用评级的公允呈报、评级方法的透明性、评级的使用、评级机构的注册等相关事项。

三、建立我国信用评估业执业规范框架的构想

我国信用评估业正在步入加速发展的快车道，迫切需要相关的行业执业规范，来规范各个信用评估机构、信用评估从业人员和评估业务等，以促进信用评估业健康规范地发展，更好地发挥信用评估业的信用风险披露功能，促进资本市场、货币市场良性有序地发展，从而推动经济发展。

目前建立信用评估行业执业规范的条件已基本成熟：（1）信用评估市场得到重视和发展；（2）信贷征信法律法规即将出台，监管部门已明确，行业协会正在筹建；（3）主流信用评估公司逐步形成，并开始影响业务操作规范、行业发展方向等；（4）WTO的开放进程迫使国内评估机构加快行业执业规范的建立，迎接挑战。

依据国家有关法律、法规，参照国际惯例，结合国内信用评估行业的特点，制定中国信用评估执业标准已迫在眉睫。我们建立的信用评估执业标准要体现《决定》的“十六字”方针，目的是在有限的时间内培育起具有一定竞争力和影响力的规范化运作的国内信用评估机构。政府的推动和扶持是我国信用评估行业生存和发展的必要前提，政府层面的规范是我国信用评估行业有序发展的保障，但最终决定信用评估行业能否生存和发展的还得依靠市场，市场对信用评估机构的认可是信用评估机构赖以生存的基础，所以检验行业执业规范的标准也应该是市场对信用评级结果的最终认可程度。

借鉴国际信用评估业规范发展状况，结合我国信用评估行业的特点，在建立

我国信用评估业执业规范时应注重以下两方面的问题：

（一）形式上：建立一个三层次的执业规范体系。第一层次是以人民银行等监管部门为主的强制性规范体系，比如《信贷征信条例》、《银行间债券市场信用评级管理办法》等；第二层次是筹建中国信用评级行业协会，制定行业指导性规范框架；第三层次是评估公司内部，根据法律法规和行业规范制定的本公司业务规范，从而构建起一个由监管部门强制性规范、行业自律组织指导性规范、评估公司内部自我规范这三层次组成的执业规范体系。

在这个执业规范体系中，强制性规范体系主要协调信用评估机构与监管部门之间的关系，是原则性纲领性的规定，由人民银行等监管部门制定，它是对评估机构、人员及业务操作的最基本要求，一般涉及评估机构市场准入、事后检查制度、惩戒机制等，体现“完善法规、特许经营”；指导性规范可以不断充实，主要协调信用评估机构与评级结果使用部门之间的关系，由行业自律组织制定，它主要是根据评级业务开展情况，针对评级业务各个环节，总结规范的经验并加以推广，以提高整个行业的专业执业水平和整体素质，体现“商业运作、专业服务”；公司内部自我规范由评估公司自行制定，主要是根据上述两种规范，结合公司自身特点，对自身规范进行更高层次的要求，进一步体现“商业运作、专业服务”。一旦公司内部自我规范得到业内认同或基于市场要求，可上升为行业指导性规范。三者之间既有联系又有区别，结合在一起构成一个完整的信用评估业的执业规范体系。

（二）内容上：要体现国际水平，更要适合中国国情。信用评估行业在国外发展已有一百多年的历史，相应的执业规范较我国完备得多。信用评估行业的作用和性质决定了其执业标准必然是高标准、严要求。但我国建立信用评估行业执业规范，在确定具体内容时，要充分考虑到我国信用评估行业发展的阶段性和差异性，过分强调与国际接轨，强调一步到位是不切实际的。规范不是目的，发展才是真正目的，规范只是对发展的要求，是对发展的保障。

借鉴国际信用评估业执业规范框架，我国信用评估业强制性执业规范主要协调信用评估机构与监管部门的关系，自律性执业规范主要协调信用评估机构与评级结果使用人的关系。

就具体执业规范的内容，应主要包括信用评估机构、信用评估从业人员、信

用评估业务三个方面。(1) 信用评估机构, 要求遵守国家有关法律、法规和章程, 诚信经营, 规范、独立和公平竞争, 设立准入的门槛和退出机制、监管部门现场检查和非现场检查规定、信用评估机构的法律责任和信息披露等;(2) 信用评估从业人员, 要求遵守相关法律、法规, 遵守社会道德规范和相关执业操守, 规范从业资格及后续教育, 具备相关技术技能, 独立公正, 自觉维护中国信用评估行业的声誉, 做到“以信事信”;(3) 信用评估业务标准, 要求评估原则一致, 等级可比, 评估程序与方法公正规范、评估报告基于翔实的调查和科学的方法, 建立良性的同业竞争机制, 杜绝不正当手段竞争, 维护行业整体利益。

面对当今国内信用评估业开始快速发展的大好势头, 以及 WTO 开放后外资评估公司抢滩市场的巨大压力, 我们国内各信用评估公司, 特别是有一定影响和规模的信用评估公司应携起手来, 同心协力, 尽快建立信用评估业行业协会, 担负起建立我国信用评估业自律性执业规范的重任, 为维护我国信用评估市场的正常秩序, 为促进我国信用评估业的规范、健康、持续发展而共同努力!

樑

上海新世纪资信评估投资服务有限公司常务副总经理 丁豪樑

该文收集在: 第二届中国信用评级发展前景论坛, 由中国人民银行征信管理局主办, 2005 年 7 月 15 日-16 日于大连召开

信用评估市场监管原则

◇ **摘要：**随着评级机构的发展和评级方法的完善，资信评级得到了市场越来越广泛的认可。在推动我国信用评级市场发展的同时，规范和发展资信服务至关重要，对资信评估行业进行监管是一个长期的任务，需要在实践中不断地发展和完善。

◇ **关键词：**资信评级机构 规范 监管

与市场上日益增长的资信评级需求相矛盾，我国的资信评级业经过十几年的发展虽然取得了长足的进步，但同时也存在很多的问题。要从整体上提高我国的资信评级水平，形成为广大投资者认可的权威性评级结果，则需要多管齐下。其中政府部门的推动不可或缺。一方面需要加强监管部门的监管，另一方面还需要政府部门的引导和推动。

目前很多国家对资信评级行业还没有很严厉的监管，即使有监管的国家，其监管力度对新进入的评级公司而言也没有法律效力。即使是美国，SEC对资信评级行业的监管也仅仅局限于对NRSRO资格的认定上。立足国际资信评级业监管的现状并结合我国的实际情况，可以考虑从以下几个方面确立监管的原则：

一、协调政府各监管机构，确立资信评级统一的监管机构

由于我国资信评级的对象或潜在对象现分别由不同的监管部门监管，如信贷征信工作归口人行征信局、金融机构由银监会监管；企业债券现划归国家发改委监管；证券由证监会监管；保监会监管保险公司等。如果各监管部门分别对资信评级机构的设立和业务进行监管，这必将使各种类型或背景的评级公司不断涌现，使资信评级行业被人为的割裂，同时也会造成资信评级机构对口部门过多，从而人为加大一定的商务成本。因此应考虑统一的监管机构，并协调好各个机构之间的关系，从而更好地发挥资信评级的作用。

我国的资信评级行业产生、发展与美国有着很大的差别，监管模式可能也可有所不同，政府应对资信评级从业者、资信评级结果的使用者、被评级对象等展开调查，并结合我国的实际情况，确定一个权威的监管机构，统一归口管理。

二、统一资信评级机构的认定标准

从国际上看，资信评级是一个相对垄断的行业。以美国为例，绝大多数的资信评级业务主要由三大 NRSRO——穆迪、标准普尔和惠誉所垄断。2002 年的美国金融职业师联合会的调查问卷显示，大多数发行短期债务的公司接受来自穆迪和标准普尔公司的评级（每家公司至少 90%），而惠誉较少，只有 40%；而长期债务中，至少 90% 发行债务的公司由穆迪和标准普尔评级，仅有 36% 的公司接受来自惠誉的评级。下表列示了相关的问卷结果。

评级机构在拥有评级债务的公司中的市场渗透情况
(回答问卷的百分比)

债务	短期债务	长期债务
标准普尔	92%	92%
穆迪	90	90
惠誉	40	36

资料来源: Rating Agencies Survey: Accuracy, Timeliness and Regulation, report of survey results, November 2002

从美国对资信评级机构的资格认定经验看，是 SEC1975 年引入的 NRSRO 认定¹。但并不是所有的公众都认为应该由 SEC 来充当评级机构监管者的角色。2002 年的美国金融职业师联合会的调查问卷显示，57% 的公司从业者认为由 SEC 来决定在所监管的投资组合中出于评估信用风险目的而接受的评级机构是恰当的，提供金融业服务的从业者中则有 59% 的被调查者认可 SEC 的监管职能。

我国的监管机构可以借鉴美国 SEC 认可 NRSRO 以及 BIS 认可 ECAIs 的原则，确立几家权威的资信评级机构，并进行严格的监管。例如在保证独立性的基础上，根据评级公司的财务实力、人力资源、组织结构、评级经验和方法等方面的因素认可 5 到 8 家的全国性资信评级机构，并采用正式文件的方式加以确认。同时对这些机构进行定期的业务检查和监管。这一方面可以加强对资信评级行业的严格监管，另一方面也有利于统一规范相关的资信评级

¹ 1975 年，美国的证监会将当时三家主要的评级公司——穆迪、标准普尔和惠誉确认为第一批全国认可的统计评级公司（nationally recognized statistical rating organizations, NRSRO）。证监会和其他的监管机构使用 NRSRO 的评级结果来确定一些特定的投资组合如共同基金、保险公司和银行等是否符合设定的信用质量标准。因此，那些发行债务的公司希望自己的债券被这些机构认购，就必须从这三家机构取得评级结果。自 1975 年以来，美国证监会还确认了其他的四家评级机构——达夫·菲尔普斯公司（Duff and Phelps, Inc.）（1982 年）；McCarthy Crisanti & Maffei, Inc.（1983 年）；IBCA 及其子公司（1991 年）、Thomson BankWatch, Inc（1999 年），但这些新的评级机构都与其他评级公司进行了兼并，2003 年 2 月，证监会将一家加拿大评级机构——杜邦评级公司（Dominion Bond Ratings）确认为新的 NRSRO。目前只有标准普尔、穆迪、惠誉和杜邦四家公司。

方法，使得不同机构的评级结果具有可比性。

三、根据市场的发展和评级公司的实力，实行淘汰制

从目前我国资信评级机构的资质认定看，正式的认定来自 1997 年中国人民银行总行审定和批准的 9 家评级机构，而根据发改委的要求，债券的发行需“由具有企业债券评估从业资格的信用评级机构进行信用评级”，而这些机构又被特指为“自 2000 年以来承担过国务院特批企业债券信用评级业务的信用评级机构”。按此规定，只有中国诚信信用管理有限公司、上海远东资信评估公司、大公国际资信评估有限责任公司、联合资信评估有限公司与上海新世纪投资服务公司等五家机构有资格入围发改委指定的企业债券评级名单。

要推动评级市场的规范发展，适当引进竞争是必要的。因为如果没有新的评级机构进入或者威胁进入，这些已经具备资质的评级机构可能就很少有动力来提高自身的实力，从而不利于行业的健康发展。监管部门可以考虑向公众公开阐述其认可评级机构资质的条件和原则，从而便于潜在的评级机构了解相关的条件。可以预见，随着我国市场经济和资本市场的发展，必将有一批新的资信评级机构产生，甚至会有一些起点高、技术实力强并且按照国际惯例规范运作地资信评级机构。因此要让这些新产生的评级机构与发改委认可的“五大”在一个公平的平台合理竞争，有必要根据评级公司的实力实行淘汰制，即监管部门认定 3-5 家具有全国认可资格的资信评级机构，并通过建立一系列的监管指标如人员素质、财务实力、评级准确性等来考核相关的机构，实行优胜劣汰的竞争机制，从而确保评级的独立、客观和公正。

四、定期对资信评级机构的工作进行检查，规范其执业

为保证评级为广大投资者所认可，并切实起到揭示风险减少信息不对称的作用，监管部门应定期对资信评级机构的工作进行检查，这可以考虑借鉴我国注册会计师行业、律师行业的监管模式，并及时引进执业者资格考试制度和后续教育制度，制定切实可行的职业规范指南和相关的实务公告，系统建立资信评级行业的职业规范体系。定期检查的内容应集中在监管机构认可具有执业资格的资信评级机构的原则上，例如评级结果的准确性和及时性；评级方法的科学性合理性；评级程序的规范性透明性；评级机构的组织结构股权结构变动情况等等。

五、监管的其他内容

除了上述监管原则之外，还可以考虑一些针对评级机构的具体监管条款，比如评级中可能出现的利益冲突问题防范机制、收费原则、资信评级机构除了评级业务之外开展其他业务的情况等。

1. 独立性问题

投资者一般认为，对于一家特定的资信评级机构而言，只有在长期保持

其独立、准确、完整的评级声誉的基础上，其评级结果才会得到投资者的认可，评级也才会显得有价值。而评级机构要达到这个目标，首先应该避免可能的利益冲突。从我国的资信评级机构建立情况看，很多资信评级机构与当地人民银行或者商业银行有着割不断的“血亲”关系，这与我国资信评级业的早期发展分不开，但随着评级业务的逐步展开，其本身固有的利益冲突也将日益凸现，对这些公司成为全国性甚至全球性的评级机构产生不利的影响。因此监管机构在资质认定的时候应对申请者的股权结构加以考虑，并根据这些机构的股权结构情况对其业务范围进行一定的限制。

实际生活中避免可能的利益冲突的一种有效途径，是通过同时聘请两家评级机构对同一对象展开评级。此外，评级机构可能出于不公平不准确的评级结果会损坏公司在市场上的声誉考虑，采取必要的措施减少利益冲突。

2. 评级收费问题

监管的另一个重要的方面是评级费用的收取问题。对债券评级公司而言，道德风险或机会主义行为的诱惑始终存在。一家评级公司可能会因为收取了较高的评级费用而提高发行方的信用级别，或者威胁被评对象其提供的主动评级产生的级别将明显低于被动评级的结果，来达到寻租的目的。

从国际评级业的经验看，直到 20 世纪 70 年代早期，主要的评级机构的收入来源主要依靠出售包含评级的出版物及相关产品。从本质上讲，这是评级公司通过为债券持有者提供信息来收费。1970 年穆迪和惠誉开始对要求评级的发行方收费，标准普尔则在 1968 年就开始向市政债券发行者收取费用。目前主要评级公司的大部分收入都来自于发行方为评级所支付的费用²。根据 Lawrence J. White (2001) 的研究数据，对发行方要求的评级，穆迪和标普的收费依据如下：在 5 亿美元之内的发行，根据发行额的 3.25 个基准点收费，最低费用 25000 美元，最高费用分别为 125000 美元（标普）和 130000 美元（穆迪）；超过 5 亿美元的发行，对超过部分增加两个基准点收费（标准普尔的封顶费用为 200000 美元，对第一次发行的发行方还收取 25000 美元的一次性费用）。对多次发行的发行方，两家公司采取谈判费率的方式，同时对商业票据发行者发行在外的金额按照季度收取费用。

我国的资信评级业务开展时间较短，评级机构的主要业务集中在贷款企业信用评级上，特别是在缺乏一个统一归口监管部门的前提下，各个机构的收费标准存在一定的模糊性。考虑到费用额度支付的大小很可能引起市场的不公平竞争，因此在监管中适当考虑评级费用收取的行业标准也是必要的。

²根据 2002 年 11 月 21 日美国证监会听证会的资料，穆迪公司的收入中 90% 来自受评对象支付的评级费用，10% 来自公司提供的研究和数据服务；惠誉公司的收入中同样有 90% 左右来自发行方支付的费用，大约 10% 来自订购服务（subscription services）。

3. 信息披露和违约率统计研究问题

从国际上看，现在并没有关于评级机构何时发布其评级结果的要求。目前国际上著名的穆迪、标普、惠誉等评级公司基本上都是在评级结论做出之后，发行方证实评级公告中没有不正确的或者机密的信息时就会公布。此外，实务中也没有相关的要求来约束评级机构在发布评级结论时必须披露的内容，国际著名的评级公司基本上公布的内容是在评定特定的行业、地区、部门时所采用的方法，同时也会公布对违约率的研究结果用来描述特定期间内评级结果与违约率之间的对应关系。

我国在建立对评级机构的监管条款中，可考虑借鉴相关的做法，对评级结果的公布内容作出一定的要求，特别是对违约率的统计研究结果的公布，用来确定这些机构评级的准确性，并将其作为定期业务检查的重要参考依据。

资信评级行业是一个充满机遇和挑战的领域，信用评估市场更有着诱人的发展前景。对资信评估行业进行监管是一个长期的任务，需要在实践中不断地发展完善。相信通过各位同仁的共同努力，我国的资信评级市场必将迎来健康、规范的发展环境，并在日益完善的市场经济和资本市场中扮演更加重要的角色。

(上海新世纪资信评估投资服务有限公司总经理助理 赵雄)

(上海新世纪资信评估投资服务有限公司研究发展部 袁明 博士)

评级市场与技术研究

进一步完善短期融资券评级市场

与上一轮八十年代末到九十年代中期的短期融资券相比，此次融资券在信用风险控制方面有明显的不同。其中一个非常重要的方面是，上次发行短期融资券鼓励评级，且评级结果与企业融资成本关联性小，只要达到发债级别其利率都一样。而此次发行短期融资券，央行明确规定必须经过评级机构的信用评级，发债利率将由市场根据企业的融资成本、企业状况和信用级别等投标确定。

正确看待信用评级作用

央行对发行短期融资券要求进行评级是有其科学性和必要性的。在美国，最高等级和中等信用等级的商业票据，在利率商差别可达到 10 个基点至 150 个基点不等。很明显，信用评级是票据定价的重要因素。

信用风险是短期融资券市场发展中的核心问题，对于信用风险的客观性，信用评级的作用，我们必须正确看待和处理。发展非政府债券市场，信用风险是不可回避的，因而经过信用评级的融资券出现违约也是比较正常的。信用级别高的，违约风险低，信用价差小；信用级别低的，违约风险高，信用价差大。关键是信用评级机构给予的信用级别是否与其风险相对应，这就需要市场最终通过违约率来进行检验。

短期融资券评级仍需要规范提高

此次华能国际、五矿集团等五家发行短期融资券的企业，除华能国际由标准普尔评级外，其他四家公司都由国内评级机构进行评级。从国内评级机构公开的评级报告来看，均对企业经营环境、基本素质、管理状况、经营状况、财务状况等要素进行了较为深入全面的分析。

但从市场对此次短期融资券评级的反映来看，短期融资券信用评级在某些方面仍然需要改进。首先，评级对象不明确。短期融资券本质上是一种短期债项，一种票据，因此评级的对象应该是特定债项评级，是基于发行人主体评级基础上的契约评级，而不是针对发行人的评级。

其次，从评级结果的表示看，符号不统一，容易误导投资者。此次评级有的仅给予短期信用评级，有的不但给出短期评级，还针对评级主体给出长期信用等级。短期信用评级用 BBB+、A-1+、A-1 等属于不同范畴的评级符号表示。由于各家评估机构各自定义解释其评级结果，缺少统一的规范，事先又没有公示，造成投资者无从相互比较各种融资券的风险程度，从而难以作出组合投资决策。

再次，从评级主体看，基于会计主体，而非法律主体的评级，会带来一定问题。对于有股权联系的控股公司，如集团公司控股子公司，甚至包括上市子公司。子公司和母公司一样，具有完备的法律地位。子公司是母公司利润的来源之一，并且在多个方面对母公司进行支持，因而合并报表分析具有其内在的合理性。但是很多法律规定，如上市公司资产保全，母子公司资金往来等方面，都会对其评级产生影响。具体到融资券，若母公司借款以满足自身短期资金需求，则合并其控股子公司的总资产以衡量对其负债的保障程度，则资产与负债各自的法律地位是不完全匹配的。

最后，从评级指标来看，除了必要的指标，还应该根据企业实际情况和短期融资券发行条款具体分析，重点关注短期融资券发行期限内企业资产流动性和短期还债能力的变化。比如在分析负债的特性时，有些负债是刚性的，在融资券期限内是必须要偿还的；有些是柔性的（如一些往来款等），有些是长期的甚至是可延伸的，还有些是收益性负债。不同特性的负债对企业短期融资券的偿债能力影响不同，因此单从总债务，总资产出发的指标是无法真正全面揭示企业短期信用风险的。

短期融资券市场的健康运行，离不开信用评级机构独立、公正、专业的服务。国内各家评估机构应该相互探讨评级技术，并根据市场变化，不断完善评级方法，提供出高品质、高技术含量的评级服务。

（上海新世纪资信评估投资服务有限公司研究发展部 张益新）

该文发表于：《上海证券报》第 10 版债券版 2005 年 6 月 24 日

短期融资券评级的市场功能

自 2005 年 5 月《短期融资券管理办法》出台以来，短期融资券市场迎来了重大的发展机遇。截至 2005 年 10 月 31 日，银行间债券市场共有 32 家企业公开发行了企业短期融资券，发行金额达到了 857 亿元，短期融资券市场出现了蓬勃发展势头。

根据《短期融资券管理办法》规定：“企业发行融资券，均应经过在中国境内工商注册且具备债券评级能力的评级机构的信用评级，并将评级结果向银行间债券市场公示。”这是《管理办法》对信用评级的一种制度性安排，充分体现了融资券发行市场化的运作原则，客观上推动了我国融资券评级市场的快速发展。

信用评级机构根据独立、客观、公正的原则，采用一整套科学的评价方法，通过收集定性、定量的信息，对发行融资券的风险因素进行综合考察，从而对融资券在特定期间内按时偿付债务的能力进行评价，并用简单明了的符号将这些意见向市场公开，达到为市场参与各方服务的目的。信用评级的这种信用风险揭示功能，可有效降低金融市场的信息不对称，降低整个金融市场的交易成本。

以前，我国银行与企业之间大多是一对一的信用关系，随着企业短期融资券的发行，企业信用风险已分散到整个银行间市场，企业与银行间市场投资者之间形成了一对多的信用关系。这种银企关系的变化，促使银行间市场投资者成为一个外部约束力量，客观上要求企业提高信息披露程度。而企业也逐渐发现通过充分的信息披露，可以拓宽融资渠道，有效降低融资成本。这时，独立第三方信用评级机构的出现，自然成为连接银企之间关系的桥梁，在揭示企业短期融资券信用风险，解决银企信息不对称方面扮演重要的角色。

目前，我国短期融资券市场参与者主要包括银行间债券市场投资者、发行人、承销商等中介机构、监管部门等。从半年来的实践情况看，短期融资券信用评级

在降低整个社会融资成本,优化银行间债券市场信用环境方面正发挥着越来越重要的作用。

从投资者角度来看,面对市场上越来越多的企业短期融资券,其信息收集成本和决策成本将呈上升趋势。通过信用评级,投资者可以方便获取信用信息,辅助进行投资决策。评级机构通过调查、访谈,并运用专业技术和职业判断,在分析评价的基础上为投资者提供受评对象的信用风险信息。同时,不同的信用等级代表了不同的风险程度。投资者可以依据评级符号及其含义来识别风险,并根据各自的风险偏好进行投资决策。

从承销商角度来看,短期融资券市场是一个开放性市场,随着发行市场的纵深发展,不同质地的发行人将陆续出现,重视运用信用评级进行风险控制及风险定价就显得越来越有必要了。在短期融资券发行之前,评级机构通过对发行融资券的预评,协助承销商筛选优质客户;发行之时,从信用评级的角度出发,参与承销商发行方案的设计;发行后及时跟踪评级,向承销商传递融资券风险变化的信息。一般而言,信用级别高,债券收益率低;信用级别低,债券收益率高。信用级别是发行人与承销商协商确定发行价格的重要参考指标。

从发行人角度来看,目前发行短期融资券的优势主要表现为降低财务成本、拓宽筹资渠道、满足资金需求。发行短期融资券的优势促使发行人有足够的动力去满足短期融资券的发行条件,但如果发行人的信息透明度不高,将加大发行难度,增加发行成本。此时,信用评级的主要功能体现在以下三个方面。

(1) 提高信息透明度。信用评级机构通过信用评级报告,全面、客观、公正地展示发行人的信用风险状况,并在银行间市场公告。

(2) 降低发行费用。发行人进行信用评级可以降低因信息不透明带来的投资者风险溢价要求。

(3) 控制财务风险。信用评级机构可协助发行人制订短期融资券发行方案,并为发行人日后加强信用风险管理提供专业意见。

从监管部门角度来看,短期融资券市场一开始就实行备案制度,人民银行不对任何企业的短期融资券投资风险进行实质性判断。但在短期融资券市场发展起步阶段,人民银行更负有维护金融市场稳定的职能。此时,信用评级的主要功能就体现在辅助控制总体风险上。监管部门通过信用评级及时了解短期融资券市场

的总体风险水平，以便适时采取调控措施，保证银行间债券市场稳定发展。当然，除中国人民银行外，其他监管部门也可以利用信用评级来监管机构投资者。比如今年 8 月颁布的保监会《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》规定，保险机构投资者投资商业银行金融债券和次级债券国内评级 A 级以上，国际评级 BB 级以上；投资短期融资券必须在 A-1 级以上。

信用评级在国外已经有 100 多年的发展历史。各国实践表明，信用评级作为一种制度性安排，在解决信息不对称，优化金融市场信用环境方面确实发挥着不可替代的作用。目前，我国的短期融资券市场还属于一个新兴市场，信用评级由于缺乏足够的公信力等原因尚未在实务中发挥应有的作用。随着短期融资券市场的进一步发展以及市场各方对于信用评级的认可和支持，信用评级的市场功能必将充分展现。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司总经理 朱荣恩
上文发表于：2005 年 11 月 9 日《金融时报》B08 版的债券市场

浅析违约率计算中的不足

随着我国的经济迅猛发展，信用经济时代逐步到来。而要加快我国信用经济的发展步伐，建立科学有效的信用风险管理体系则是刻不容缓的任务。作为检验评级质量的重要工具，违约率的定义、度量和计算引起评级机构的广泛关注和研究。目前标准普尔、穆迪和惠誉等国际知名评级机构都会定期向市场公布其违约率统计结果，以取得投资者的信任。从我国的实践看，资信评级机构仅有十余年的发展，在评级方法、指标体系、数据积累等方面还存在很大的不足，虽然不同机构根据不同的条件对违约率的计算进行了初步的探索，但研究结果的科学性、合理性还有待进一步的检验。随着评级市场的兴起，机构之间的竞争将日趋激烈，要真正发挥违约率对评级质量的衡量作用，我们除了需要投入一定的研究成本之外，还应该关注违约率计算过程中存在的一些问题，从而缩小违约率计算与国际先进水平之间的差距。

一、不同违约的定义带来的违约率可比问题

采用不同的违约定义，对违约的结果显然有很大影响。例如在厦门金融咨询评信公司的计算结果中，我们看到同为 AAA 级的企业，2003 年的计算结果中 7 天和 90 天的违约率分别为 1.06% 和 0.01%，相差百倍，可见不同的违约率定义，可能造成结果大相径庭。因此要计算违约率，首先应该对违约进行定义。

在实际的研究中，不同的评级业务品种具有不同的违约定义，例如国际上分别针对普通公司长期债券、短期债券、商业票据、银行贷款、公司主体、主权国家等不同的评级对象定义了不同的违约。这就可能引起一些争论，例如同一评级对象（如银行贷款）的不同主体（如 A 企业和 B 企业）之间，同一主体（A 企业）的不同评级对象（长期债券和银行贷款）之间，如同为 AAA 级的信用质量，其违约率是否应该相同。实践中评级公司应该针对不同的评级对象设计不同的指标体系，那么对于同一个公司而言，其发行的长期债券和银行贷款可能就会有不同的信用级别；即使具有相同的信用级别，由于对

违约的定义不同，也可能造成同为 BBB 级的长期债券和银行贷款违约率并不相同。对评级公司而言，是应该调整评级指标体系的设置，使得相同的信用等级具有相同的违约概率，还是应该保证同一评级对象之间不同级别的违约率相对关系（高信用等级对应低违约率）就可以了，是评级机构应该解决的问题。对于广大投资者以及信用等级的使用者而言，可能只会将信用等级作为风险的替代符号，即主观上认为 AAA 级的违约率就应该为 0，而不管评级机构如何对违约进行定义以及采用了何种评级指标，因此我们认为评级机构应该通过指标体系的选择和权重的设定，来保证不同的评级对象之间违约率的可比性。

即使是同一评级对象，不同的机构和人员也可能采用不同的违约定义，例如我国贷款企业资信评级的违约率统计中，厦门金融咨询评信公司采用了 7 天和 90 天两种定义；中国人民银行深圳市中心支行的《深圳市贷款企业资信等级评估管理办法》（深人银[2002]235 号）和中国人民银行南京分行的《关于做好 2003 年商业银行重点授信企业信用评级试点工作的通知》（南银发[2002]309 号）上则将欠息 30 天以上和贷款本金（包括分期偿还的任一期）逾期 90 天以上的，视为违约。此外还有一些评级机构认为，对银行贷款而言，即使仅有 1 天逾期支付本息的事实存在，就有可能预示着企业陷入现金周转不灵或者经营状况预警，因此将 0 天作为违约的定义。因此我们认为，应该对违约进行统一的定义，来增强不同评级机构之间计算结果的可比性，特别是监管部门采用违约率来衡量不同评级机构的执业质量时，可以采用 0 天、7 天、30 天等几个标准来分别进行检测，从而提高结果的可接受性。

二、评级的指标体系不同带来的违约率结果偏差

穆迪、标准普尔等公司的研究结果发现，违约率会随着时间的不同而产生周期性的变动。对于违约率的周期性变动，穆迪（2001）的研究结果认为可以解释为宏观经济波动造成的。然而事实上很难区分违约率的这种波动究竟是因为宏观经济的未预期波动造成的，还是因为评级方法中缺少了某种必要的信息造成的。理论上人们甚至认为在没有宏观经济的随机波动的情况下，违约率也会发生轻微的波动。而根据巴塞尔新资本协议的规定，违约概率（PD）的确定必须根据历史的违约率情况进行统计计算而来，显然，由于违约率会发生不同程度的波动，因此在统计的期间不同的情况下，违约率会存在一定的差别，而且不同的机构由于采用的评级方法不同，得出的违约率结果也会有所差别。

从我国的实践来看，信用评级具有很强的地域性，具有全国执业资格的评级公司大都分布在北京、上海等经济发达地区。但值得注意的是，这些评级机构的资本结构、人员素质、评级方法等存在着一定的差异，特别是评级

指标体系选取和权重的设定上可能存在较大的差异。中国人民银行上海市分行针对贷款企业评级制定了统一的评级指标体系，这在一定程度上避免了上述差异。但不可避免的问题是在评级过程中，评级人员需要对具体企业的行业发展、企业管理素质、竞争地位等定性因素进行一定的主观判断，这就可能造成同一个 A 公司如果由不同的机构和人员来评定，就有可能得到不同的信用级别。

我们知道，对某一个信用级别（比如 BBB 级）而言，其违约率应该是这一个级别中所有个体的违约概率的平均值，这就存在一个潜在的假设或要求，即同一信用级别中的个体具有相类似的特性，具有类似的违约概率，然而这一点很难得到满足，以穆迪（2001）的计算结果看，1970-1999 年间一年期的违约率统计中存在明显的波动。

表一、一年期违约率变动统计，1970-1999 (%)

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
最小值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.84	5.90	21.34
平均值	0.00	0.03	0.01	0.18	1.34	6.75	24.36
最大值	0.00	0.80	0.35	1.89	5.32	24.00	67.50

由于某一个级别中包含着不同特征的借款人，那么随着时间的变动，违约率就会呈现一定的波动性，评级也就不能反映真实的潜在违约概率。特别是在被评对象出现违约的情况下，评级机构一般会对其级别进行调整，因此要达到反映真实违约概率的目的，违约率的统计应该是一段时期的平均值，这又会带来一些新的问题，例如不同评级机构应该选择多长的时间序列来计算违约率呢？

根据巴塞尔新资本协议的规定，对违约概率的估计必须来源于长期的平均违约率。如果违约率表现出一种动态的特征，那么不同的历史估计期间就会产生不同的违约概率，以美国为例，1996 年开始违约率开始上升，如果把 1999 年作为基准点，那么收集的数据离 1999 年越远，得出的平均违约率就会越低。

此外，随着宏观经济的变动和时间的流逝，即使是同一个评级机构的同一套指标体系也会发生变动。例如上海市的贷款企业评级指标体系每年都会进行一定的调整，即使调整的幅度很小，但也可能造成不同年度之间级别的可比性减弱，这同样会给违约率的统计带来一定的麻烦。

三、时间变动带来的违约率结果偏差

由于违约率通常是根据历史的违约率情况加以估计而来，而从理论研

究的结果看，违约率通常会表现出一种与信用周期相一致的周期性特征，因此人们不禁要问，违约率在什么情况下保持稳定，什么情况下会发生变动，因为违约率的特征将直接对违约概率产生影响。理论界通过构建一定的资产组合来对违约率的变动情况进行分析，研究结果表明违约率是根据评级系统所采用的信息量的充分与否决定的。如果所采用的评级系统包括了影响违约风险的所有信息，那么违约率在不同的时间段内就会保持稳定；反之，如果所采用的评级体系遗漏了某种信息，则会使违约率的统计显示出一种周期性的特征。

对于广大的信用等级使用者而言，他们希望同一个信用级别代表的风险程度是相同的，不会出现今年的 AAA 级比去年的 AAA 级风险程度更高或更低的情况，也就是说不管采用什么样的指标体系，评级机构计算出来的违约率应该具有相对的稳定性，同一个信用级别的信用质量是类似的，这就对评级机构建立理论上完善的评级体系提出了挑战。然而这个要求同样在实践中遇到了挑战，例如我们期望 AAA 级的被评企业的违约概率落在 [0.00, 0.03] 区域内，而不会发生很大的波动，但评级机构的计算结果并没有完美地体现这一点。

表二：某评级企业金融债务违约率（7 天）历史情况表（%）

年度	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC 以下
1997	6.94	12.27	19.45	23.17	10.98	81.51	--	89.48
1998	2.76	9.29	22.93	29.86	30.64	60.29	81.06	95.25
1999	2.92	8.56	16.21	29.01	40.59	60.07	71.56	84.19
2000	1.73	2.76	21.20	12.95	50.58	69.80	78.25	91.13
2001	3.82	4.17	9.75	16.73	37.87	64.11	64.68	91.68
2002	1.17	2.61	7.26	17.75	32.83	43.75	90.10	95.10
2003	1.06	2.23	4.97	17.03	24.57	33.99		

从上表的计算结果看，同一级别之间的计算结果有很大的波动，例如 AAA 级的违约率最低为 1.06%，最高达到 6.94%，相差近 6 倍，并且呈不规则的变动。如果说计算结果较为满意的话，就是较好地体现了高信用级别低违约率的特征。但仅仅针对违约率的计算结果来说，数据呈现不规则的波动显然在理论上缺乏合理的解释。

从某种程度上来说，评级机构希望通过违约率的计算结果，来改进评级指标体系的完整性和科学性，然而这一点也很难得到实证上支持。因为实践中一旦一家公司发生违约，在很多情况下这家公司很难继续保留在原来

的观察组内，因此也就会导致违约观察的时间序列中止。例如，在被评对象的信用级别为 CCC 级时，它将很难在商业银行获得新增贷款，即使能够获得，其贷款的额度和贷款的条件也会与 AAA 级企业存在很大的差别，也就是说今年的 CCC 级企业，因为很难获得新增贷款，也许在明年就很难继续留在 CCC 级的贷款企业中了。同样，对 AAA 级企业而言，如果今年出现了违约，明年同样很难保持 AAA 级的信用级别。这就会造成这样一种结果：即使评级机构的评级指标没有发生任何的变动，被评对象的信用级别也会因为违约与否而发生变动。也就是说违约率的统计，并不能从根本上解决评级指标体系的科学性完整性问题。

四、违约率计算方法带来的结果偏差

实践中对违约率的计算可以有很多种方法，包括按照金额计算的违约率、按照户数计算的违约率、甚至按照市场价值计算的违约率等等。与国外评级机构的发展是基于债券市场的繁荣相比，我国资信评级机构建立和发展的不同之处在于更多的依赖于企业评级。众所周知，债券评级中，评级人员需要从债券发行个体、债券募集资金的投向以及债券的担保条款等方面分析；而贷款企业评级中则主要考虑的是借款方（个体）的信用状况。此外，由于债券可以在市场上流通，因此计算违约率时可以采用面值进行计算，也可以采用市价进行计算；而贷款在市场上的流动性则相对小许多，因此更多地采用面值来计算。

然而不同的计算方法也会带来违约率计算结果的偏差。如果监管机构根据贷款企业的信用级别来确定商业银行贷款的额度，那么评定的级别会对贷款的额度产生影响，也就是说在违约率计算的过程当中，不同信用级别之间的分母部分（贷款到期数）会因为商业银行决策的不同而存在很大的差异，而分子部分（违约金额）也会因为贷款条款的不同而不能真实反映其违约情况（例如 CCC 级企业在贷款时，要求提供 100% 的担保或质押，那么该企业的实际偿债能力就会受到担保企业或者质押物的影响）。这种情况造成的后果可能就是 CCC 级贷款企业的违约率并不一定比 AAA 级的高，从而给监管机构用违约率来衡量贷款企业的评级质量带来不利影响。

五、评级信息完备、真实与否造成的违约率偏差

从理论上说，评级结论是在收集大量的被评对象定性定量信息的基础上得出的，因此信息的及时性和可靠性对信用级别至关重要。然而目前评级机构采用的信息主要来自被评对象已有的财务资料。如果评级机构在评级过程中所依据的信息都是公开信息，那么其他的投资人或者分析师都可以自行评估。因此信用评级要达到为市场提供增量信息的效果，就有必要与受评公司的管理层密切交换意见，使评级机构获取许多私有信息。然而受评对象出于

自身利益的考虑，在访谈过程中愿意提交的私有信息，通常是有利于受评主体的正面信息，即使在评级人员通过阅读财务报告、通过其他渠道对受评对象的信用质量提出质疑时，受评对象也很少愿意披露不利于自身的负面信息，这显然会在一定程度上影响到评级结论的真实公允，进而影响到违约率的计算结果。

尽管违约率计算中存在上述种种限制，但不可否认的是我国的评级技术和方法体系正日益完善，各家评级机构也不同程度地着手于评级数据库的建立健全，对违约率的研究也逐步展开。作为一种检验评级质量的有效工具，进行违约率的统计公布成为评级机构竞争取胜的重要法宝。如果投资者在使用信用级别做出决策时，能够对评级机构采用的违约率定义、信用级别与违约率之间的对应关系、评级的过程和方法有充分的了解，就可以在在一定程度上避免上述限制，从而更好地发挥违约率的信用质量衡量作用。此外，监管部门也应该对评级机构得出的评级结论的透明性和及时性做出严格的要求，督促评级机构定期公布不同业务品种的历史违约率信息，从而让使用者了解不同业务品种的违约率状况及其变动情况，以利于更好地选择使用评级机构的产品和信息。

（上海新世纪资信评估投资服务有限公司研究发展部 袁敏博士）

海外资产证券化资信评级

◇ **摘要：**资产证券化，作为一种创新金融产品，具有独特的优势。资产证券化结构复杂，信用链长、参与主体众多，因而不可避免伴随较大的风险。资信评级能有效揭示其信用风险，在资产证券化中发挥重要作用。美国和台湾地区的资产证券化资信评级，通过合理的评级程序，科学的指标体系，以及独立的评估机构的客观运作，有效的促进了资产证券化的发展。

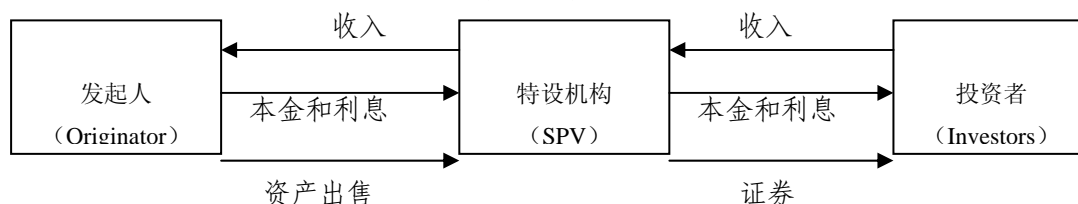
◇ **关键词：**资产证券化 资信评级

一、资产证券化简介

资产证券化，即将一组基础资产进行重新组合包装，构建一个能产生持续现金流的资产池，以此现金流为担保发行证券，从而将流动性较差资产的收益权，转变成金融市场上流动性强、信用等级较高的债券型证券。

按照国际上通用的分类标准，资产证券化可以分为两大类：住宅抵押贷款证券化 (Mortgage Backed Securities, MBS) 和资产支持证券化 (Asset Backed Securities, ABS)。其典型过程就是发起人 (originator) 将自己拥有的资产真实出售给特设机构 (Special Purpose Vehicle, SPV)，获得资产出售收入；SPV 依靠自己所购得的资产组建资产池，在对基础资产进行信用增级 (credit enhancement) 和资信评估后，以资产池所产生的现金流为基础发行证券，出售给投资者；证券投资者从资产池中基础资产的未来现金流 (即其本金和利息) 中获益，实现投资收益。简图表示如下：

图 1 资产证券化简图



资产证券化源于美国的住房抵押贷款证券化。美国政府为增强不动产放款的金融体系的资金来源，于 20 世纪 30 年代起成立了联邦国家抵押协会 (FNMA)。FNMA 以其低成本的资金收购附有联邦住宅局 (FHA) 保险的住宅抵押贷款债券，借此将资金转给发放住宅抵押贷款的银行机构。20 世纪 70 年代，美国为解决庞大的购房资金需求，发展了资产证券化的做法，为购房者向资本市场筹措资金。住宅抵押贷款证券 (MBS) 急速扩张，其规模由 1970

年的零发展到 2001 年的 400 多亿美元。

资产证券化对于发起人，如商业银行来说，可以转嫁信贷资产风险，增强资产流动性，优化资产负债管理。且证券化资产一般具有比其他长期信用工具更高的信用等级，从而使发起人以低廉的成本获得所需资金。对于投资者来说，资产证券化可以给投资者带来更高的收益，风险/收益结构多样化的投资产品。由于这些内在优点，资产证券化很快的就由住房抵押贷款证券化扩展到其他领域，各种适合证券化的资产，如信用卡贷款、汽车贷款、应收帐款等，不断的参与到证券化过程中来。目前在美国，资产支持证券市场已超过股票市场成为仅次于联邦政府债券的第二大证券市场。50% 以上的住房抵押贷款和汽车贷款依靠资产担保证券融资。2003 年美国 ABS 发行额为 5401 亿美元，2003 年第一季度美国 ABS 未偿余额高达 1.68 万亿美元。

除了美国，英国、法国、日本、澳大利亚、台湾的资产证券化也发展迅速。英国于 1987 年第一次由英国抵押公司发行了住房抵押贷款担保证券。欧洲的证券化也由住宅抵押贷款，推广到了商业房产抵押贷款、汽车消费贷款、信用卡应收款、贸易应收款、基础设施收费等各种资产上。

二、海外资产证券化资信评级实践

1. 海外资产证券化资信评级框架

资产证券化过程复杂，涉及多方主体，除了一般证券具有的风险（如利率风险、汇率风险、购买力风险、流动性风险、主体信用风险等），由于信用链的加长和特殊的结构性特点，资产证券化还具有特别的风险。主要有资金不匹配风险（即资产池所产生的现金流与证券偿付所要求的现金流在利率、货币种类等方面不匹配）、信用风险（债务人对资产池偿付的拖欠等导致资产池信用级别降低的风险）、提前支付风险、第三方风险和法律风险等。

资信评级作为一种有效的揭示信用风险的手段，在资产证券化中发挥重要作用，被视为衡量该证券保护投资者避免遭受信用损失能力的一种尺度。资信评级还可以帮助投资者根据各自的风险偏好选择投资组合，帮助发行者降低融资成本，为市场监督者提供值得信赖的监管依据。因此，根据国际上通行的惯例，资产证券化都需要引入资信评估机制，由独立、专业、公正的资信评估机构提供资信评级服务。

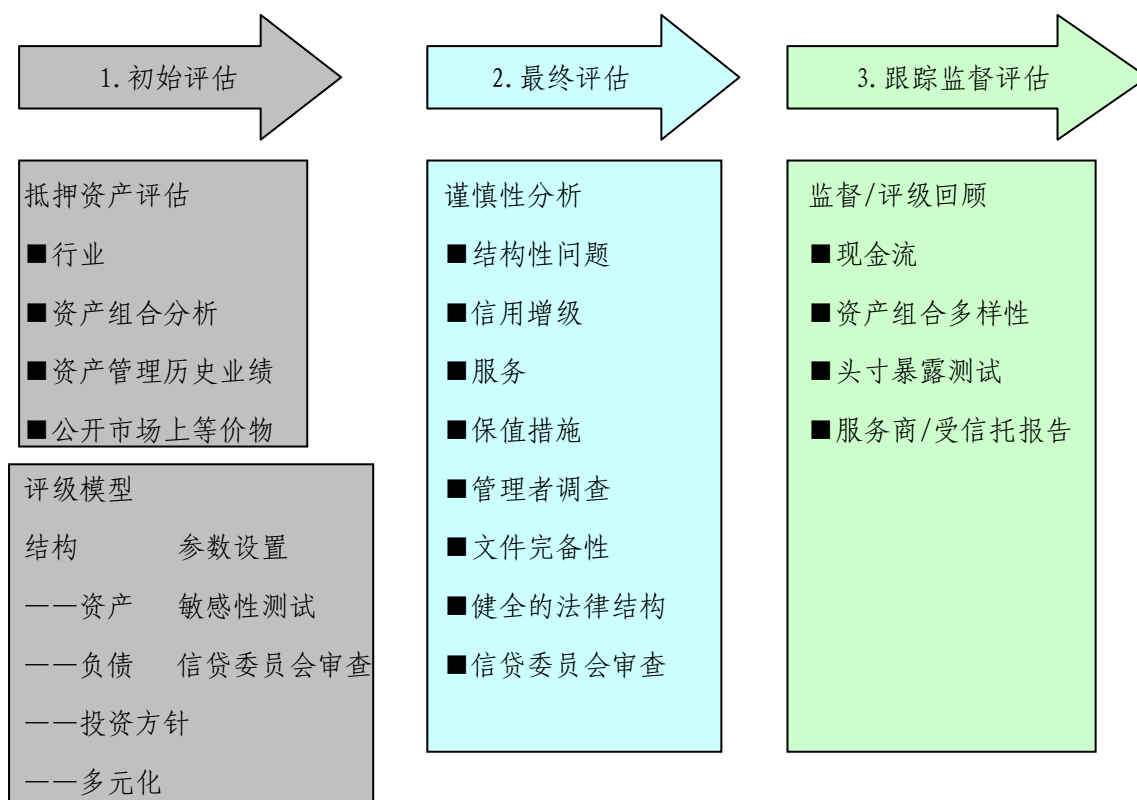
资信评估机构通过分析证券化资产结构和质量、SPV 管理、各参与方信用风险和管理运作、相关法律因素等环节，设置评估指标，构筑评估体系，并依据评估程序进行信用评估，确定资信等级。

资产证券化在国外，尤其在美国，经过多年的运作已相对成熟。资产证

券化资信评级，从其评级指标、评级程序、评级内容看，都在实践中趋于完善。标准普尔（S&P），穆迪（Moody），惠誉（Fitch-IBCA）等凭借高超的专业技能和卓越的信誉，在资信评估市场上占据绝对优势地位。尤其是标准普尔、穆迪在债券信用评级方面积累了近百年的历史，其资产证券化评级的标的资产多元化，如设备融资担保证券、汽车贷款、交易应收款、信用卡贷款、抵押债务证券、出口应收帐款担保证券、不动产担保证券等，针对各个标的资产的特色，又做了相关改进和完善，形成了一整套评级方法。

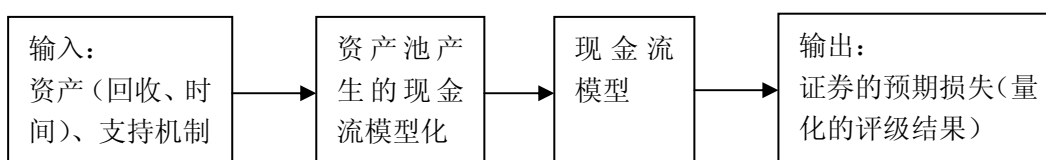
国外资产证券化资信评级全过程，可划分为三个步骤：（1）抵押资产预评和评级模型设置；（2）在发行证券前，对结构化融资的风险（包括定量因素和定性因素）进行综合评估，给出评级结果；（3）证券发行后对组合资产现金流、资产质量和多样性等进行跟踪评估，并将这些与初始评估和模型设置进行对比。通过跟踪评级，动态调整资产证券化的资信等级，并在实践中检验评级模型，不断加以改进，使其更适应评级的实务操作。具体如下：

图 2 资产证券化的评估程序



在初始评估中，评级机构经常使用一个随机交易模型，这个模型的运作流程可以用下图简单的表示。

图 3 资产池交易模型流程



此模型反映了来自基础资产的现金流，以及依据优先级别顺序对现金流进行分配。模型输出的“量化评级结果”，需要根据一些难以模型化的因素进行调整。其中对资产池产生的现金流进行模型化，决定该模型能否成功进行评估。资产池中基础资产的业绩表现以及原始权益人业绩的历史数据可与基准业绩（比如说，公开市场指标）进行分析对比，在评估关键资产时被作为参数指标。

一般的，评级机构为构建模型假定基准业绩。如果针对某一类别资产没有参考业绩指标，评级机构会考虑其他因素基于事实进行分析。

评级机构用以评估的模型在不断完善。证券化资产的市场价值是一个考虑因素，但现金流的实现能力依然保持非常重要的地位。具有债务现金流的资产证券化评估按常规建模，就是基于约定的债务偿还，以及评估一系列可能的违约情况。当存在更多的类似权益性资产时，评级机构在构建模型时融入了资产市场价值因素，同时关注现金流。

考虑到不确定性，评级机构在主要针对资产池资产进行初始评级，并给出评级结果后，其信用委员会会综合考虑交易的量化因素和非量化因素，进行合理的调整。如果原始权益人满意评级的初步结果，选择评级程序，那么评级机构会进行下一步的深度评估，也即进入全面评估阶段，综合考虑各种量化因素和影响证券化资产资信等级的现有交易和未来交易中的非量化因素，给出最终的评估结果。这包括和原始权益人进行座谈，考察基础资产的结构、信用增级情况，服务商服务效率和管理水平，再次审查交易的法律结构和相关文件等。这一制度安排的一个重要目的就是确认评级模型中的假设是否符合实际情况，针对资产证券化运作中各种可能的影响因素，以及其影响程度，进行全面综合评估。

评级机构给出最终评级，相关资产的证券发行上市后，其信用状况会随着市场状况、现金流、资产证券化交易各参与方的信用变化等因素而动态变化。初始评级的模型也需要根据证券化资产的实际运作情况而加以调整完善。因而评级机构会对此交易进行跟踪评级，以确定相关的变化因素，不断修正评级程序和评级指标。

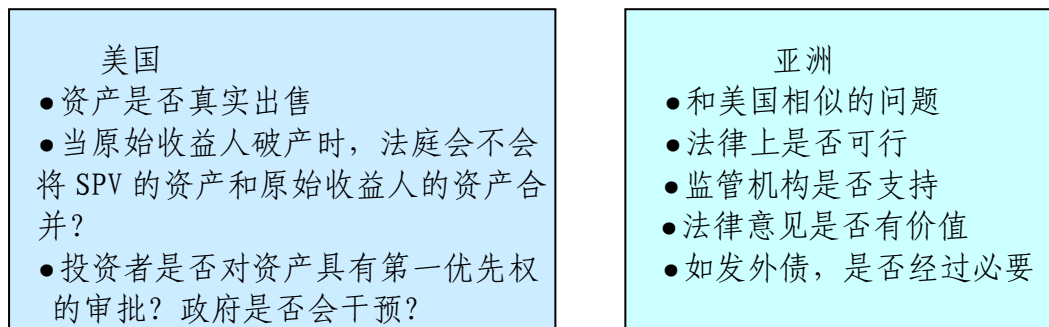
2. 美国资产证券化资信评级

资产证券化诞生于美国，经过多年发展美国资产证券化在全球市场中占据重要地位。美国针对资产证券化开发设计的评级技术、评级框架等也更为成熟。针对现实中最终评级在整个评级流程中的重要性，我们以穆迪的金融资产证券化为例，着重对此过程加以分析。

穆迪金融资产证券化评级框架主要包括四个方面：法律和监管体系分析、资产质量分析、结构分析、运营和管理分析。

(1) 法律和监管体系的分析。穆迪针对美国和亚洲不同的法律和监管体系，着重针对不同的要素，进行评级。框架如下：

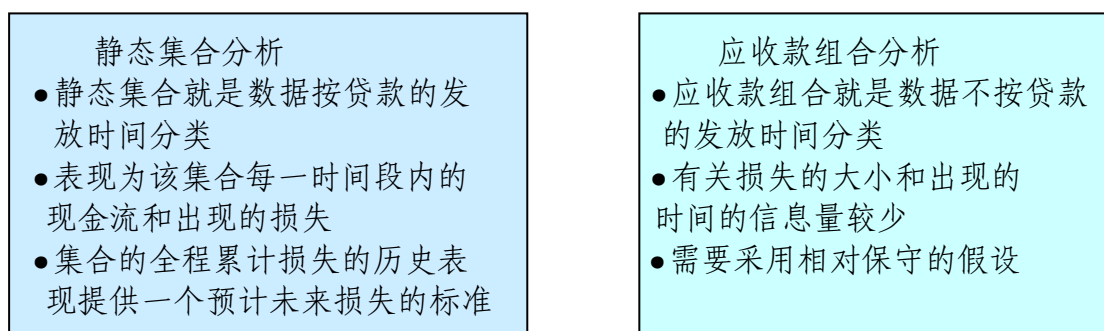
图 4 法律和监管体系评级框架



(2) 资产质量的分析——精算统计或信用和组合分析。主要考察：

- 支持资产的自身特点
 - 信贷资产、住房抵押贷款发放的条件，住房抵押贷款的利率、期限、额度、地区分布、类型以及借款人购买住房的目的等
 - 支持资产是否进行了二次抵押
- 信用增强机制是否运作正常
- 基础资产的历史表现

图 5 穆迪资产质量评级方法



穆迪在对资产质量进行分析时，针对基础资产自身特点，运用不同的方法进行分析，如静态集合分析法，组合分析法等，从而更有针对性的揭示基础资产的质量。具体如上图表示。

(3) 结构的分析。即证券化资产所产生的现金流能否支持本金和利息的及时支付。主要分析要素为：

- 交易结构的合理性
 - 资产池的基础资产结构和组合
 - 基础资产是否能产生稳定现金流，
 - 基础资产产生的现金流能否匹配所发现证券的利率、期限结构
- 现金流的分配是否按照预想的优先次序？
- 结构是否考虑了所有典型的风险？
 - 税务：特别是预付税额
 - 金融：流动性、利率、外汇、差价，等等
 - 其他环节：帐户、付款和交割机制（国内和国外），信托管理人的信用

和经验等。

●主权风险：法律或经济因素的改变是否会使政府进行干预

(4) 营运和管理的分析

●SPV 的管理水平

——是否按照法律法规和合同约定进行操作

——风险防范能力

●服务商服务

——是否按合同规定履行义务

——能否按约定优先次序及时转移投资收益给投资者

●资金混用和再投资风险

3. 台湾的资产证券化资信评级

台湾近几年资产证券化发展非常迅速。到 2004 年 10 月底，公募、私募发行的证券化商品，其流通在外余额总计为新台币 529.57 亿（约 132.4 亿人民币）。全球三大信用评级公司 S&P、Moody's 以及 Fitch 均在台湾成立了子公司，建立证券化商品专业信评团队。台湾本地的资信评级机构（如中华信用评等公司）也得到了长足发展，大量开展资产证券化资信评级业务。

台湾的资产证券化资信评级主要借鉴标准普尔、穆迪的评级技术，针对台湾经济发展周期特点和房地产业自身状况，发展了住宅房贷担保证券的评级。其在初始阶段，构建标准资产池，以此为基准对住房抵押担保证券化进行评级。这一基准资产池构建颇具特色，下面以此为例，加以说明。

台湾住宅房贷担保证券评等所考量的因素包括：总体经济数据、房地产特性、房地产的历史交易记录、金融机构的房贷违约率、以及在不同景气周期或压力下承受担保品的经验等。

上述因素的分析结果将决定标准房贷池的特性，以及该标准房贷池的相关违约率与市值滑落程度。市价滑落程度加上其它处分房地产的成本，可计算出损失严重性。一旦发生证券化房贷池偏离标准房贷池的情形，则须对违约率及损失严重性的假设数值进行调整。调整结果将影响到原本预期的授信损失金额，并导致所需信用增加程度的差异。

台湾资信评级机构构建标准房贷池，视情况调整其违约率和损失严重性。然后将房贷池与标准房贷池做比较。标准房贷池如下：

图 6 台湾住宅房贷担保证券化标准房贷池

贷池规模	房至少 300 件房贷。
已偿还期数	至少偿付一期款项。
最高贷款额度	台北市——新台币 600 万；

	其余地区——新台币 350 万
贷放成数	上限 70%。
放款种类	全数分期摊还。
放款年期	25 年。
担保品	第一顺位房地。
不动产种类	屋主自用，公寓 / 大楼。
	(1) 台北市——最高 75%。
	(2) 北部都会区，包括台北县、桃园县市、及新竹县市——最高 40%。
地理分布	(3) 台湾中部及其它北部地区 (包括宜兰)——最高 25% (4) 台湾南部及东部——最高 25%。
	依邮政编码分类之房贷授信上限：台北市 10%，其它地区 5%
屋龄	证券化时在十年以下，除非屋况良好，且位于精华地段 (如位于便利的交通设施旁)。
借款人背景	个人，非公司。
借款人居住状况	在台湾定居。
借款人就业状况	受薪阶级或专业人士。
借款人信用状	无不良信用记录；过去 6 个月来的房贷及其它贷款皆缴款记录正常。
借款人年龄	20 至 60 岁。
贷款记录	最近 24 个月内，借款人对承办机构的房贷或其它借款，并未因信用问题而必须进行重新协议，且该笔贷款目前是正常放款。
贷款偿还	由借款人的帐户中自动扣缴。
资金用途	用来购买房屋、或转贷，且无现金周转。
贷款利息	固定及机动利率。
保险	地震险保额符合官方规定之最高上限，火险理赔金额则以重置成本下限为基准

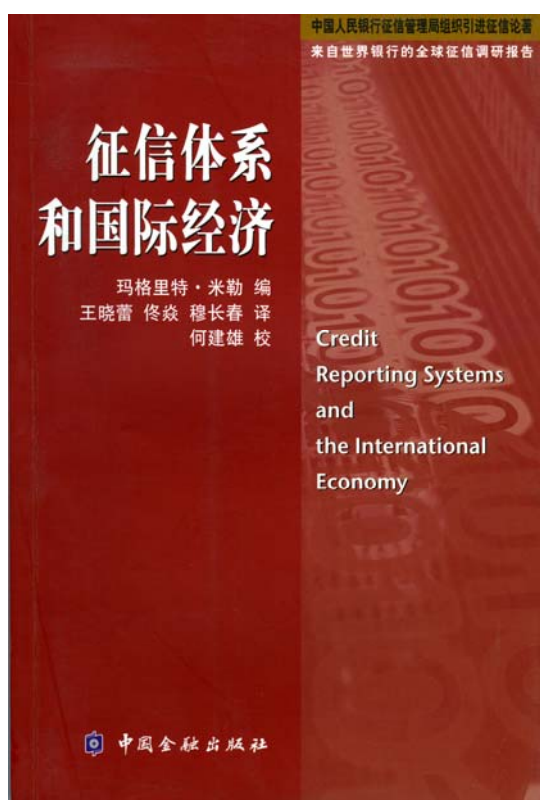
除了构建标准房贷池，还必须考虑现金流量问题对住宅抵押贷款证券化

(RMBS)的影响。为了判定支持某一评级所需的信用增级程度,银行必须准备一组现金流量模型。现金流量模型应该仿真一笔交易存续期间的资产与负债结构。现金流量系根据评等级别进行压力测试,以确保利息及本金之偿付不能晚于最终到期日。

(上海新世纪资信评估投资服务有限公司研究发展部 应娟)

新 书 推 荐

《征信体系和国际经济》

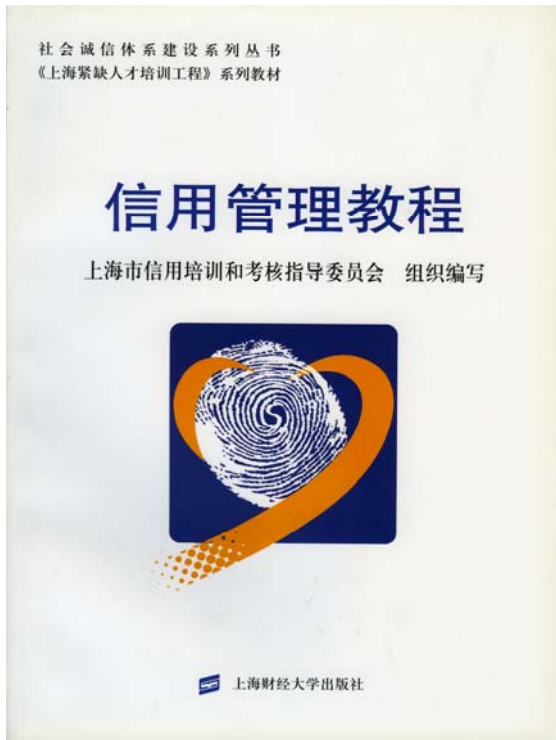


该书由玛格丽特·米勒女士编著，是世界银行资助的一项跨年度的对国际各国征信发展研究项目的研究成果。为了推动我国征信体系的建设和发展，中国人民银行征信管理局引进和组织出版了这本专业论著。

本书是全面总结世界征信体系发展情况的第一本书。它通过发展中国家和发达国家的例子，介绍了征信影响金融市场的理论和实证经验。本书的分析表明，征信在预测潜在借款人的违约风险中发挥了重要作用，增加了信贷交易量。本书还介绍了征信业发展过程中公共政策的作用，包括中央银行管理的公共征信部门的作用，以及法律、监管和制度等因素对征信业发展所起的作用。

征信制度是加强金融体系和满足中小企业信贷需求战略的重要组成部分，中国目前正在进行征信体系建设，因此，通过该书对征信体系建设诸多方面的较全面地阐述，可以使我们了解世界各国征信制度的运行机制，并借鉴研究中提出的适当的公共政策建议，立足我国国情，充分学习和吸收其他国家和地区在征信业发展方面的先进经验，进而促进中国征信体系的建设和征信管理工作的开展。

《信用管理教程》

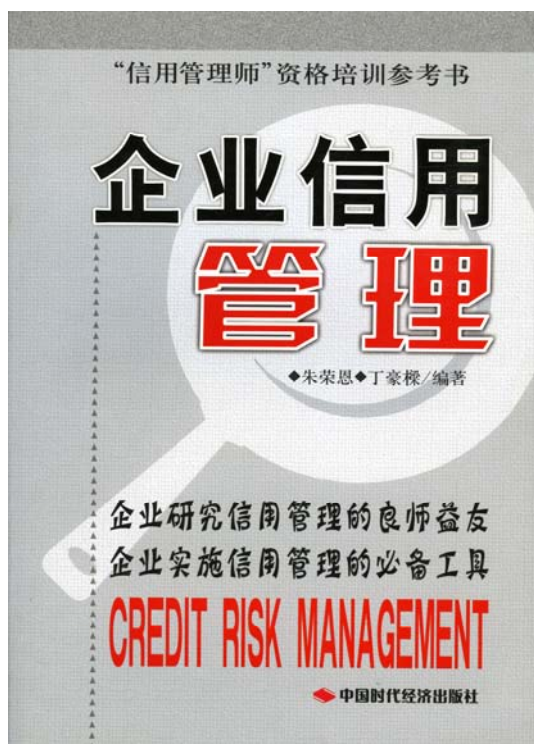


由上海新世纪资信评估投资服务有限公司总经理朱荣恩教授任专家组组长、上海市信用培训和考核指导委员会办公室组织编写的《信用管理教

程》，是国内第一本系统的信用管理培训教材。它作为上海市信用管理岗位培训的指定教材，旨在提高企业中高级管理人员特别是信用管理岗位人员的信用意识和实践操作能力，从而推动企业信用管理制度的建设。

《信用管理教程》较全面地介绍了国际信用管理的先进理论和科学方法，并广泛吸收我国信用管理的实际经验和研究成果，对企业信用管理、客户信用管理、个人征信、资信评级、信用管理中的金融工具、政府在推进信用体系建设中的作用等问题进行了理论分析和实证研究，提出可操作的推进思路和具体方法。该书对企业信用管理专业人员、信用服务行业人员、企业财务人员和管理咨询人员具有重要的参考价值，被业内人士评为迄今为止我国编写最好的一部关于现代信用的教科书。

《企业信用管理》



根据上海市关于信用体系建设相关政策的精神，上海新世纪资信评估投资服务有限公司陆续出版了关于信用管理的系列丛书，《企业信用管理》即是其中一本。该书由新世纪公司总经理朱荣恩教授和常务副总经理丁豪

樑先生主编，他们既有多年的信用管理的教学实践，也有长期从事企业信用管理咨询的实务经验，在编写中充分体现了将信用管理理论和实践相结合的特点。

《企业信用管理》较为系统、全面地介绍了企业信用管理，着重点放在微观层面上，如企业信用管理的具体操作，强调企业如何规划科学的信用管理流程，具体包括客户资信调查、信用风险分析和控制、信用风险的转移、信用销售政策的制定和执行以及应收账款管理等几个方面。另外，本书还就信用管理信息化问题进行了专门论述，最后则介绍了与企业信用管理有关的法律法规。

该书的出版，有助于提高企业对信用管理的认识和理解、掌握相关信用管理知识、提高信用管理的实际操作能力，进而推动整个社会的信用制度建设与发展。

《资信评估》读者调查表

尊敬的读者：

为了提高本刊的质量，体现资信评估服务予社会信用体系，特别是金融体系的市场功能，我们期盼听到您的声音。

1. 您所在的公司：

政府监管部门 商业银行 其他金融机构 中介机构 其他

2. 您对本刊的评价：

(1) 内容上：良好 一般 差

(2) 版面上：良好 一般 差

3. 您最关注的栏目：

法规篇 新闻动态篇 市场统计与分析篇 专题研究篇 新书推荐

4. 认为本刊最需要改进的栏目：

法规篇 新闻动态篇 市场统计与分析篇 专题研究篇 新书推荐

5. 留下您宝贵的意见：

注：各位尊敬的读者还可以通过下载电子版《读者调查表》(www.shxsj.com 客户服务栏目)，通过电子邮件将您宝贵的意见反馈给我们。我们的信箱是 mail@shxsj.com，联系电话 021 - 63500711，63501349。



新世纪

BRILLIANCE

地址:上海市汉口路398号华盛大厦14F

邮编:200001

电话:(021)63501349 63504376

传真:(021)63500872

E-mail:mail@shxsj.com

http://www.shxsj.com