



新世纪

资信评估

Credit Rating

2007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.

资 信 评 估

credit
rating

(内部刊物, 仅供参考)

主办: 上海新世纪资信评估
投资服务有限公司

地址: 汉口路 398 号华盛大
厦 14F

邮政编码: 200001

电话: (021)63501349

传真: (021)63500872

网址: www.shxsj.com

Email: mail@shxsj.com

本刊编辑部声明: 本刊所刊
载全部内容版权为本刊所
有, 非经同意不得作任何
形式转载或复制。文中所有
观点仅代表研究人员个人
看法。

目 录

市场聚焦

- 01 短期融资券市场分析
- 13 上海市 2006 年度借款企业资信评级业务市场分析

资信论坛

- 16 短期融资券评级: 评什么? 怎么评?
- 19 构建我国资信评级功能检验框架的探讨
- 25 市场观察: 信用评级替代担保?
- 27 资产支持商业票据的理论与实务初探
- 36 信用评级业的收费模式和公信力

行业动态

- 40 2006 年资信评估行业重要事件

法律法规

- 47 中国人民银行信用评级管理指导意见
- 49 我国相关法律法规中对资信评级的要求

公司简讯

- 50 2006 年新世纪公司大事记

新书推荐

- 56 《资信评级》专著
- 57 《资信评级》教材

海外瞭望

- 58 亚洲主要国家的评级机构分布图
- 58 亚洲部分国家主权评级一览表
- 59 走进韩国评级市场(专题)

2006 短期融资券市场回顾与分析

自 2005 年 5 月短期融资券被引入银行间债券市场正式流通交易以来，短期融资券以其较高的收益率吸引了广大投资者的浓厚兴趣，逐渐成为银行间市场投资的热点。

一、2006 年短期融资券市场总体情况

1、2006 年短期融资券发行量

随着银行间债券市场的发展及各种监管机制的不断完善，短期融资券市场规模不断扩大。从发行量来看，2006 年全年累计发行 241 期短期融资券，发行规模已达 2912.5 亿元，较去年增长近一倍，平均每月发行 240 亿左右，单月发行量在 2 月份出现年度低谷为 111.7 亿，在 11 月份出现年度高峰达 424.4 亿，月发行量波动幅度较大。全年四个季度，其中第二季度发行量据全年之首，达到 846.4 亿，而第一季度发行量仅为 569.2 亿，其余量季度发行量相差不大。

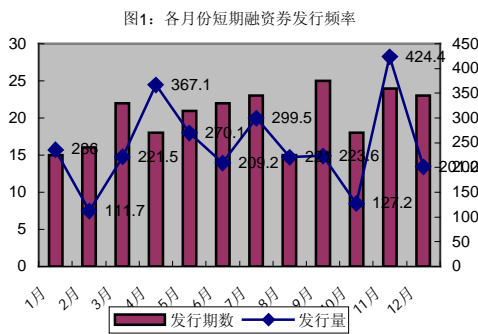
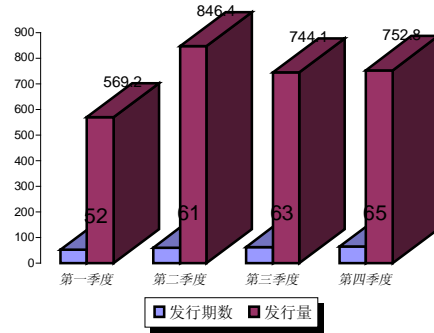


图2：各季度短期融资券发行频率



2、2006 年短期融资券发行集中度

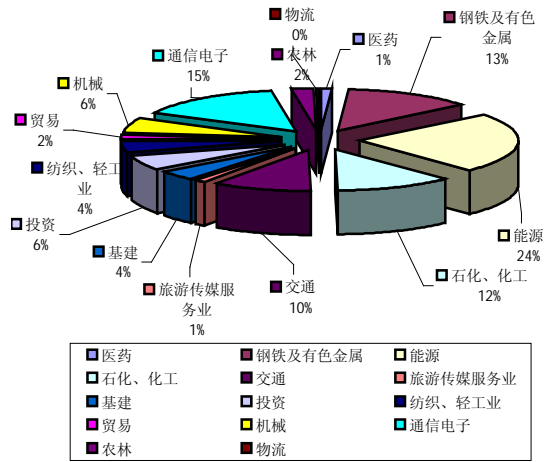
从发行集中度上看，2005 年发行额度在 30 亿元以下的有 72 笔，占发行总笔数的 85.71%，集中了 50.58% 的发行额；而 06 年发行额度在 30 亿以下有 227 笔，占发行总数的 94.19%，集中了 65.12% 的发行额度（表 1）。发行规模在 30 至 100 亿之间的项目大幅减少。平均每期筹资额为 12.08 亿元，比 2005 年的平均每期 18.03 亿元有所降低。一方面是由于短期融资券发行被完全放开，许多资质一般的国企或者民企也尝试发行小规模（多在 10 亿之下）融资券，特别是如美锦能源、福禧投资、宜华木业等民企融资券问世；另一方面是 7 月受“福禧事件”以及加息等事件影响，投资者对短期融资券的投资也更为谨慎，对风险补偿的要求比同期限优质央企融资券高许多，使得部分发行方为了降低财务风险选择分期发行，以及延缓和减少发行量。总体而言，2006 年短期融资券单笔发行额集中度有所下降，平均

流动性有所降低。

表 1: 05-06 年短期融资券发行集中度对比

发行规模	2005 年短期融资券发行集中度				2006 年短期融资券发行集中度			
	发行期数	占比	发行量	占比	发行期数	占比	发行量	占比
100 亿以上	3	3.57%	350	24.09%	6	2.49	700	24.03
30 ~ 100 亿	9	10.71%	368	25.33%	8	3.32	316	10.85
30 亿元以下	72	85.71%	735	50.58%	227	94.19	1896.5	65.12

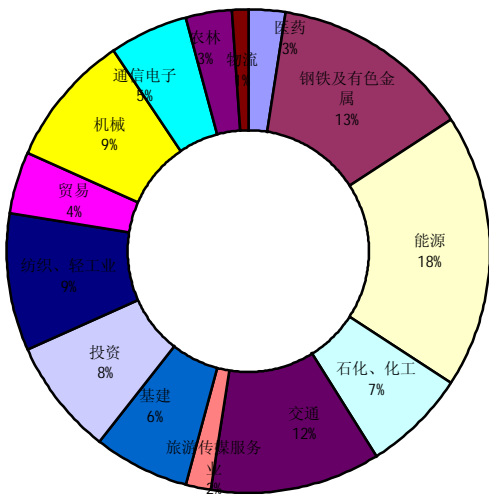
图4: 短期融资券各行业融资比率



3、2006 年短期融资券发行人所属行业分布

发行企业短期融资券的 190 家企业涉及 14 个行业，呈现多样化。从短期融资券发行人所属行业分布来看，主要集中在能源、钢铁、机械、交通和石化领域，这也充分显示了央行鼓励“瓶颈”产业发展的倾向。

图3: 短期融资券发行方各行业分布



4、2006 年短期融资券发行期限分布

从发行期限结构看，企业短期融资券的期限涵盖了所有一年期以下的短期债券品种，目前已发行的企业短期融资券主要分布在 90 天、180 天、200 天、270 天、330 天和 1 年期六个期限品种，发行期数分别为 1 期、14 期、1 期、29 期、1 期和 195 期（其中“06 亚迪 CP01”发行期限为 330 天和“06 方正 CP01”发行期限为 200 天），发行额分别为 5 亿元、503.4 亿元、15 亿元、205.1 亿元、705 亿元和 2176.5 亿元，以 1 年期品种发行量最多。

图5: 不同发行期限的短期融资券发行频率

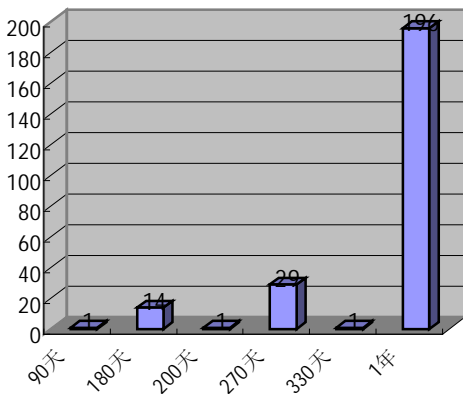
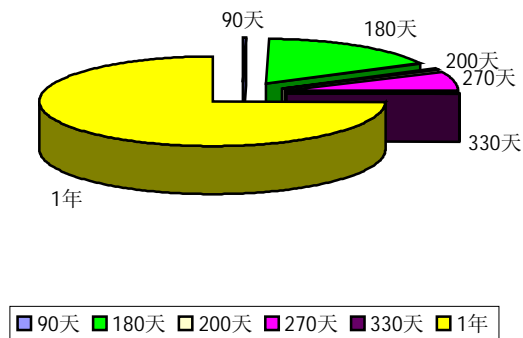


图6: 不同发行期限的短期融资券融资比率



5、2006 年短期融资券发行收益率与央行票据利率趋势

由于短期融资券市场普遍把央票利率作为定价的参考，今年以来随着银行存款利率的提高等一系列紧缩性货币政策的调控，1 年期央行票据（以下简称“央票”）利率持续走高，短期融资券一级市场发行利率呈现逐渐上调、发散增高的趋势（图 7）。

1 年期央票发行利率已从年初的 1.9109% 上升到目前（2006 年 12 月 26 日）的 2.7961%，上升幅度为 88BP；短期融资券发行利率已由年初的 3.20% 上涨到目前的平均 3.80% 的水平，上升幅度达 60BP。同时，从图上可以看出，上半年发行利率主要集中在 2.80%-3.50% 的区间，而下半年发行利率则主要集中在 3.50%-4.90% 的区间。其中发行期限为 90 天的“06 江铜 CP01”利率最低仅为 2.28%；而“06 中电信 CP01”的发行利率为 3.05%，成为 2006 年发行利率最低的 1 年期短期融资券；发行利率最高的为辽宁忠旺集团有限公司于 2006 年 12 月 15 日

发行的 7 亿元 1 年期短期融资券，发行利率高达 4.89%，创造了短期融资券发行收益率之最。1 年期短期融资券的最高发行利率和最低发行利率相差 184BP。短期融资券发行利率的分散化体现了市场对信用风险认识的不断深化，尤其是经历了“福禧事件”等相关事件所引发的信用危机后，市场对短期融资券都保持更谨慎的态度。总体看，预计未来随着央票利率逐步走高，短期融资券的发行利率亦呈逐步增加之势，并且发行利率分散化的趋势也将继续。

6. 2006 年短期融资券主要投资者持有结构

针对近两年投资过热的现象央行要求商业银行适当的控制信贷规模，商业银行的利润受到一定的影响，而短期融资券的收益率较央行票据高出很多（图 7），成为信贷紧缩利润下降后商业银行一种新的利润来源。特别是对承销商来说，短期融资券一、二级市场存在一定的价差，在二级市场上转手就可以获得可观的收益，这部

分差价收入也成为一种新的获利渠道。

从图 8 中可以看到，商业银行始终是短期融资券最主要的投资者，2006 年末商业银行持有短期融资券达 1601.62 亿元，占市场存量的 60%。市场对短期融资券都保持更谨慎的态度。

7. 2006 年短期融资券主承销商

对于各承销机构来说，短券承销周期短，资金占用量较少，收益颇高，

风险也相对较低，因此受到众多承销机构的重视。随着短期融资券市场规模的不断扩大，2006 年主承销团成员范围也逐步扩大，新增的中信证券以及北京银行等已在 2006 年分别与交通银行和农业银行联合承销短券，目前已承揽业务的主承销商共有 15 家，各主承销商的承揽情况如图 9。居于首位的仍然是光大银行，共承销 41 期短期融资券。

图 7: 2006 年短期融资券发行收益率与央票收益率走

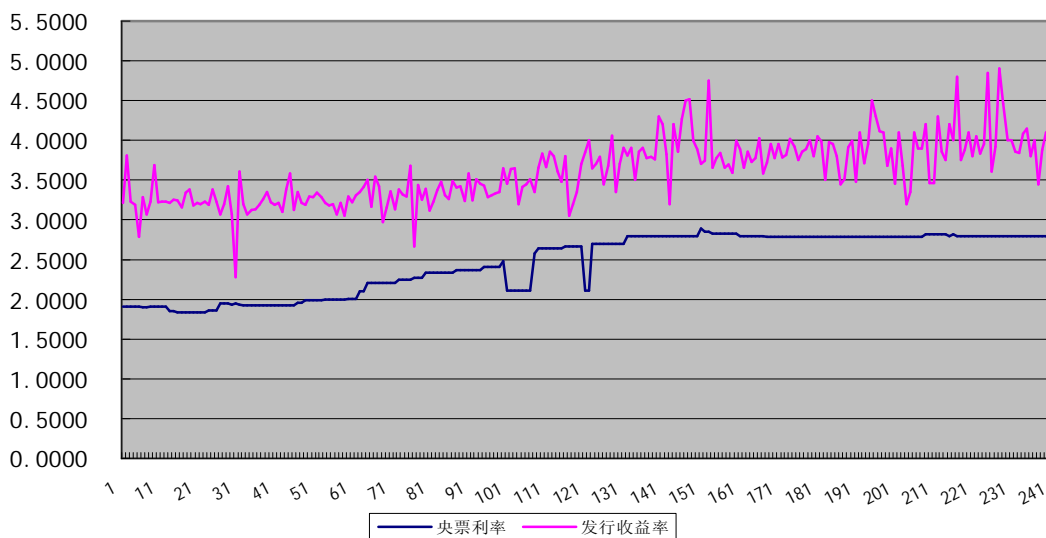


图 8: 2006 年各月短期融资券投资者持有结构

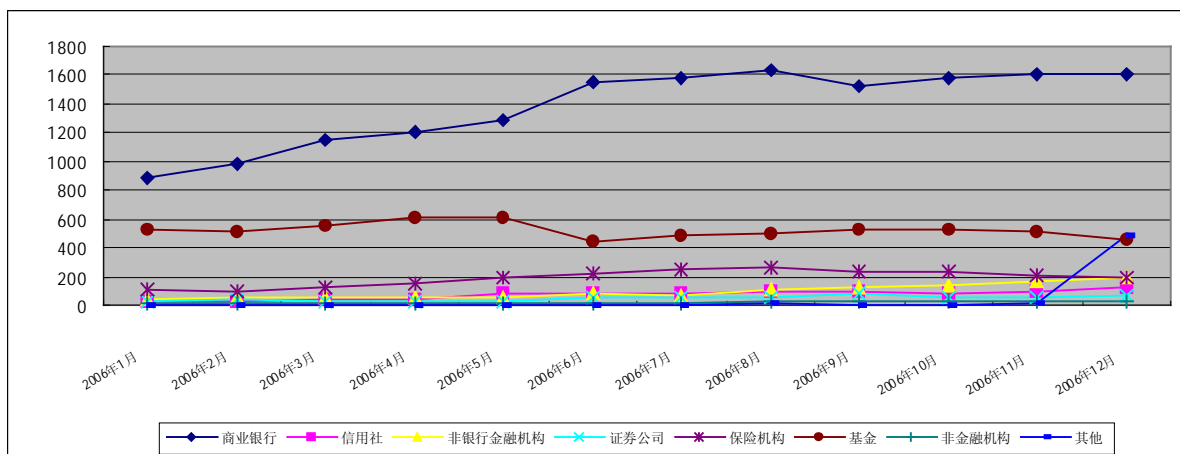
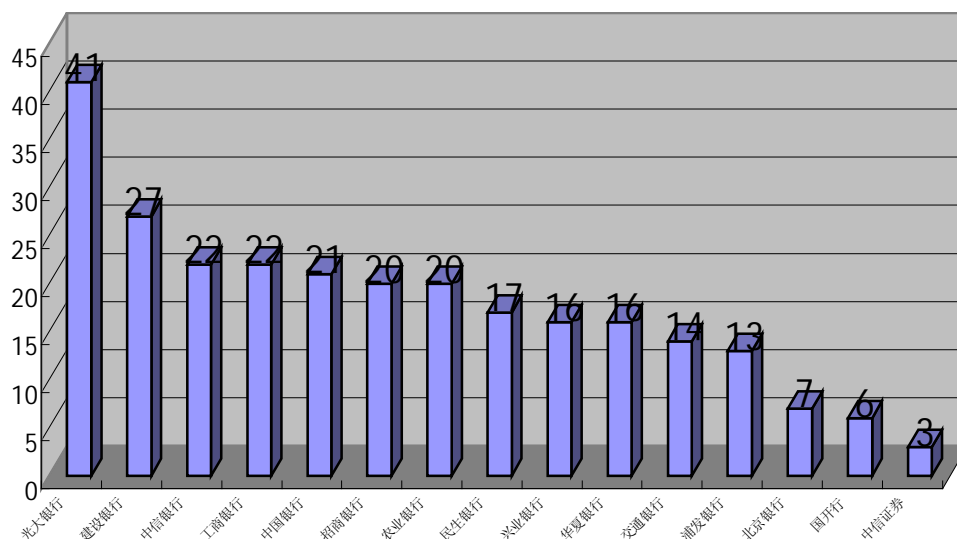


图 9：2006 年短期融资券主承销商承销分布



三、短期融资券市场利差分析

本文主要分析了一级市场发行收益率利差，原因主要有三：第一，对于发行方来说，发行初始收益率反映了债券发行的真实成本，能够更准确的反映当前所要求的风险补偿。第二，二级市场的利差表现是一个动态的变化过程，但作为银行间债券市场新兴的交易产品，短期融资券二级市场交易还不是十分活跃，缺乏较适合的连续交易价格，难以对短期融资券流动性进行准确的度量。以往的研究（如：《中诚信利差分析报告》、《联合利差分析报告》）都采用短期融资券上市后第一个交易日的收益率与最近一期 1 年期央票收益率之差作为二级市场利差的度量，这种方法用一个交易日的市场表现代替短期融资券存续期内市场表现的动态变化过程，以偏概全，以“06 福禧 CP01”为，其 2006 年 3 月 9 日上市流通，利差仅为 93BP，而

当“福禧事件”发生后，二级市场的价格发生了剧烈的变化，曾出现 60 元的交易价格，两者相差甚远，因此这种方法参考意义不大。第三，二级市场的交易价格受外界影响较大，特别是投机交易的影响会使交易价格偏离债券真实价格。因此短期融资券一级市场利差对发行方和投资者说更具有现实意义。我们将 1 年期短期融资券的发行初始收益率和与其发行当日最近一期的 1 年期央行票据收益率之间的差额定义为一级市场利差，从短期融资券发行规模、短期融资券发行主体性质和所处行业、以及信用等级等因素出发，全面考察各因素对短期融资券的利差影响程度。

1. 发行额度的利差影响分析

2006 年发行的 195 期 1 年期短期融资券中，发行额度小于等于 10 亿元的有 146 期，发行额度在 10~30 亿元之间的有 39 期，发行额度在 30~100

亿元之间的有 8 期，发行额度大于等于 100 亿元的有 2 期。各发行额度利差的均值和方差如表 2 所示。

在企业性质、行业、财务状况大致相似的情况下，发行规模越大的短期融资券的流动性越强，销售相对顺畅。从表 2 可以看出，在一级市场，随着发行额度逐步增加，利差呈逐步降低的趋势。发行额度在 100 亿元以上的两期短期融资券“06 中电信 CP01”和“06 网通 CP01”，虽然利差均值只有 84BP，但因为良好的流动性仍然受到市场的追捧。而单只短期融资券发行额度小于等于 10 亿元，由于流动性较差，其利差则高达 125BP。因此，从不同发行额度的短期融资券利差分析来看，发行额度越大，投资者要求的流动性溢价越小，利差越小；发行额越

小，投资者要求的流动性溢价越大，利差越大。

2. 发行主体性质的利差影响分析

相对于民营企业、外资企业和集体企业来讲，国有企业除包含了自身的信用之外还体现了一定的国家信用，市场多将其发行的债券定位成准政府信用券种，违约风险相对要小，信用风险溢价较低，因此一般来说在发行规模相当的情况下，国有控股企业的发行利率要低于民营企业和外资企业。2006 年发行的 195 期 1 年期的短期融资券中，有 175 期的发行主体为国有控股企业，有 20 期的发行主体为非国有控股企业。发行主体性质的利差均值、方差情况如表 3 所示。

表 2： 发行额度的利差分析

发行额度	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
小于等于 10 亿元	146	1.2545	2.1027	0.7868	0.0600
10~30 亿元	39	1.0328	1.7844	0.6486	0.0521
30~100 亿元	8	0.8861	1.2776	0.6477	0.0612
大于等于 100 亿元	2	0.8492	1.0508	0.6475	0.0813

表 3： 发行主体性质的利差分析

发行主体性质	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
国有控股企业	175	1.1513	2.1027	0.6475	0.0557
非国有控股企业	20	1.5372	2.0539	1.1612	0.0714

由表 3 可知，在一级市场，国有控股企业的利差均值为 115 BP，而非国有控股企业的利差均值高达 153BP，比国有独资及控股性质企业高出 38BP，可见，民营企业的发行利率较高。由于国有控股企业与政府有着密切的关系，特别是对地方经济的贡献很大，政府往往给与较大的支持力度（如政

府给予的政策优惠、出口优惠、税收优惠、行业倾斜等），又有实力雄厚的金融机构的扶持，使其拥有畅通的投融资渠道，自身生产经营活动得到有力的保障，无形中提高了对债券还本付息的能力，因此其发行的债券风险相对较小。特别是“福禧事件”之后投资者对短期融资券的信用风险更加

重视，非国有控股企业发行的短期融资券不得以更高的收益率作为对投资者所承担的信用风险和流动性风险的补偿，国有控股企业和非国有控股企业发行的短期融资券利率分化也越来越明显。在央票利率从年初 1.9% 上

升 90BP 至年底 2.8% 的背景下，优质国企融资券发行利率升幅不到 30BP。而民企融资券收益率则连续攀高，全年上升幅度高达 210BP，但是即便如此发行也十分艰难，市场曾出现多只券种压缩发行规模或者推迟发行的情况。

表 4： 发行主体性质的利差分析

发行主体性质	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
非上市公司	120	1.1817	2.1027	0.6475	0.0667
上市公司	75	1.2055	2.0539	0.6486	0.0779
上市公司 (国有控股)	63	1.1368	1.5115	0.6486	0.0487
上市公司 (非国有控股)	12	1.5667	2.0539	1.2151	0.0802

一般而言，上市公司的信息透明度相对较高，信息不对称现象较弱，公司治理和内部控制制度相对较好，对风险控制能力较非上市公司强，理论上讲投资者要求的风险补偿应该相对要少。但从表 4 中看到，发行方为上市公司的利差均值为 120 BP，而非上市公司的利差均值仅为 118 BP，但是将上市公司分为国有控股上市公司和非国有控股上市公司之后，发现国有控股上市公司的利差均值仅为 113BP，而非国有控股上市公司的利差均值达到 156BP，因此发行主体的所有权性质是决定短期融资券利差的关键。

3. 发行主体行业差异的利差影响分析

由于不同的发行人属于不同的行业，其经营模式，盈利方式和财务结构都具有不同的特征，因此我们分析不同行业之间的差异对短期融资券利差的影响。2006 年共发行 195 期 1 年期短期融资券，发行主体涉及通信电子、交通运输、能源矿产等 14 个行业，行业分布较为广泛，其中能源矿产业、钢铁及有色金属业、交通运输行业等相对较多，物流业、服务业、医药及农林牧副业相对较少。各行业利差的均值、方差比较如表 5 所示：

表 5： 发行主体不同行业的利差分析

发行额度	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
通信电子	9	0.9709	1.2081	0.6475	0.0432
交通运输	21	1.0993	1.6687	0.6945	0.0524
投资	15	1.1161	1.4828	0.7879	0.0420
能源矿产	37	1.1381	1.7844	0.6699	0.0577
机械	15	1.1583	1.6576	0.8094	0.0512
化工	11	1.1671	1.3839	0.6489	0.0476
钢铁及有色金属	32	1.1723	2.1027	0.6486	0.0692
物流	2	1.1804	1.3039	1.0568	0.0305
农林牧副	6	1.2181	1.7362	0.6477	0.1445
基础建设	12	1.2689	1.5346	1.0134	0.017
服务业	4	1.2796	1.4714	1.0568	0.0296

商业贸易	7	1.3424	1.6639	0.9821	0.0436
医药	6	1.3723	1.8989	1.0222	0.1228
纺织轻工	18	1.4543	2.0539	0.9790	0.1104
总体	195	1.1909	2.1027	0.6475	0.0707

从表 5 可以看到，农林牧副、基础建设、服务业、商业贸易、医药和纺织轻工等 6 个行业的利差均值高于总体利差均值，其中纺织轻工业的利差均值高达 145 BP，是 14 个行业中利差均值最高的行业，但如果进一步分析该行业各企业的性质，将该行业中企业分为国有控股和非国有控股，发现该行业中有三分之二的发行方为非国有控股企业，其利差均值高达 154 BP；而该行业中国有控股企业的利差均值仅为 113 BP，低于总体利差均值。通信电子、交通运输、投资、能源矿产等 8 个行业的利差均值低于总体利差均值，其中通信电子类的利差最低，主要是我国的通信市场垄断地位突出，联通、网通等市场通信巨头不仅市场占有率较高，而且其本身资产规模较大，抗风险能力较强，整体信用度很高，市场认可度高，利差均值仅为 97BP。总体看发行主体所处行业对短期融资券发行利差有明显的影响。

4、不同信用等级的利差分析

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将直接影响债券的价格。作为无担保的企业债券，短期融资券的风险远远高于其他债券，其信用等级越高投资者所要求的风险补偿就越低，发行收益率就越低。自从 2005 年 5 月中国人民银行制定《短期融资券管理办法》

以来，短期融资券的评级体系经历了不断改进的过程，大体可分为三个阶段。

第一阶段：从 2005 年 5 月短期融资券推出至 2006 年 4 月中国人民银行颁布《信用评级管理指导意见》。

这期间由中国人民银行认可的具有银行间债券市场信用评级资格的国内评级机构共有五家，在所发行的短期融资券中除“05 华能 CP01”、“05 华能 CP02”和“05 中铝 CP01”等三期短期融资券由境外评估公司标准普尔进行评级（信用等级分别为 BBB+、BBB+ 和 BBB+）以外，其余均由国内五家评级机构评级，信用等级均集中在 A-1 级和 A-1+ 级。五家评级机构对短期融资券的信用等级都划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，在每个级别中以“+”和“-”符号进行微调（如：A-1-、A-2+），在同一等级中有“+”标记的信用等级较高，没有任何标记的信用等级其次，而有“-”标记的信用等级较低。在 2006 年上半年发行的 91 期一年期短期融资券中，“06 华能 CP01”、“06 华能 CP02”和“06 中铝 CP01”这三期短期融资券由标准普尔评级，信用等级分别为 BBB、BBB 和 BBB+，而其余 88 期均由国内五家评级机构评级。其中仅有“06 天医药 CP01”是在 2006 年 4 月人民银行颁布《信用评级管理指导意见》之后参加评级的，因此在 87 期一年期短

期融资券中仍存在 A-1+ (A1+) 和 A-1 (A1+) 和 A-1 (A1) 的利差均值和方 (A1) 的信用差别。表 6 给出了 A-1+ 差值。

表 6: 不同短期信用级别的利差

信用等级	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
A-1+	55	1.2043	1.5202	0.8772	0.0281
A-1	32	1.3142	1.8989	1.0222	0.0460

如果短期融资券的定价反映了真实的信用级别，不同信用等级的债券应该有不同发行收益率，较高的信用级别应当对应较小的信用利差，可以通过检验不同信用级别之间债券平均信用利差的差异来检验信用级别在债券定价中的有效性。利用两独立样本均值的 T 检验法和两独立样本的 Kruskal-Wallis 非参数检验法，我们发现在 T 检验中，同方差假设下 F 统计量仅为 1.237，表明 5% 显著水平下，两总体方差没有显著差异；而在非同方差假设下 T 统计量为 -3.114，进一步证明在 $\alpha = 0.05$ 的置信度水平下，利差均值 μ_{A-1} 与 μ_{A-1+} 没有显著差异。利用两独立样本的 Kruskal-Wallis 非参数检验，我们发现 H 检验统计量 (Chi-Square) 仅为 6.652 远小于 5% 显著水平的临界值，不能拒绝原假设，因此利差均值 μ_{A-1} 与 μ_{A-1+} 之间不存在显著差异。虽然两种信用等级的短期融资券利差均值有近 11BP 的差异，但是两种统计检验方法同时证明不同信用等级的利差在统计尚不存在显著的差异，也就是说在该阶段信用价差在短期融资券定价中没有起到应有的作用。

第二阶段：从 2006 年 4 月《信用评级管理指导意见》出台至 2006 年 7 月“福禧事件”爆发。

2006 年 4 月人民银行出台的《信用评级管理指导意见》规定短期融资券信用等级仍分为四等六级，但每一个信用等级均不进行微调，也就是说最高等级变为 A-1，将不存在 A-1 和 A-1+ 的信用差别，因此在这一阶段各评级机构对短期融资券的评级全部集中在 A-1 级，仅从短期融资券的短期信用级别来看，不能反映发行方的信用风险差异，使得信用级别对风险的揭示失去了应有的指导作用。2006 年 7 月底，福禧投资因违规拆借资金被起诉，致使评级公司 7 月取消了对“06 福禧 CP01”做出的 A-1 信用级别，并于 8 月 21 日将其信用级别调为 C 级，这是短券市场首次因存在违约风险而使短券评级机构取消和降低信用等级的事件。

第三阶段：从 2006 年 7 月至今。经历“福禧事件”后，短期融资券信息披露的范围明显扩大，涉及内容更加丰富，从发行方对外担保公告到公司更名、评级公司的追踪评级等，同时评级公司除对短期融资券进行短期债项评级以外，还同时公布了对发行主体的长期信用等级，对短期融资券的风险解释更加详尽，更有利于投资者的投资决策。该阶段发行的短期融资券短期信用级别全部为 A-1 级，其中有 52 期 1 年期短期融资券具有企业

主体信用等级，其中两家评级公司对“06 上石化 CP01”分别给出了 AA+和 AA 不同的主体信用等级。表 7 给出了出除“06 上石化 CP02”以外 51 期具有长期信用等级的短期融资券利差的均值和方差。从表上看，主体信用等级为 AAA 的有 9 期，利差均值 81BP，其中中诚信评级的“06 国开投 CP01”利差最大，联合评级的“06 中粮 CP01”利差最小；主体信用等级为 AA+的有 4 期，利差均值 99BP，其中中诚信评级的“06 白云 CP02”利差最大，联合评级的“06 振华 CP01”利差最小；主体信用等级为 AA 的有 6 期，利差均值 100BP，其中联合评级的“06 首旅 CP01”利差最大，大公评级的“06 赣粤 CP01”

利差最小；主体信用等级为 AA- 的有 14 期，利差均值 118BP，其中大公评级的“06 金桥 CP02”利差最大，中诚信评级的“06 晨鸣 CP02”利差最小；主体信用等级为 A+的有 11 期，利差均值 143BP，其中新世纪评级的“06 紫江 CP03”利差最大，中诚信评级的“06 北电 CP02”利差最小；主体信用等级为 A 的有 6 期，利差均值 132BP，其中中诚信和远东共同评级的“06 承钒 CP01”利差最大，新世纪评级的“06 北钢 CP02”利差最小；主体信用等级为 A- 级的短期融资券有 1 期，利差 166BP。

表 7：不同长期信用级别的利差

主体长期信用等级	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
A-	1	1.6639	1.6639	1.6639	0
A	6	1.3219	1.5115	1.1655	0.0146
A+	11	1.4355	2.0539	1.0745	0.1123
AA-	14	1.1855	1.4828	1.0345	0.0121
AA	6	0.9992	1.0568	0.9920	0.0021
AA+	4	0.9890	1.1239	0.8952	0.0101
AAA	9	0.8158	1.3245	0.6477	0.0525
总体	51	1.1598	2.0539	0.6477	0.0867

从表 7 可以看出，利差均值随着主体信用等级的降低呈增加的趋势。为了更准确的检验不同主体信用级别之间的信用利差差异，我们利用多独立样本的 Kruskal-Wallis 非参数检验和多元回归两种不同的计量方法进行

分析。由于 51 期短期融资券的主体信用等级分布于 7 个不同的水平，过于分散，我们将 A- 级、A 级和 A+ 级统归于 A 级，AA- 级、AA 级和 AA+ 级统归于 AA 级，表 8 给出了 A 级、AA 级和 AAA 级长期信用等级的利差均值和方差。

表 8：A 级、AA 级和 AAA 级长期信用等级的利差

主体长期信用等级	期数	利差均值 (%)	利差最大值 (%)	利差最小值 (%)	方差 (%)
A	18	1.4103	2.0539	1.0745	0.0773
AA	24	1.1062	1.4828	0.8952	0.0178
AAA	9	0.8158	1.3245	0.6477	0.0525
总体	51	1.1598	2.0539	0.6477	0.0867

首先，采用多独立样本的 **Kruskal-Wallis** 非参数检验。从表 9 中我们发现不同信用级别的利差样本的 **H** 检验统计量 (**Chi-Square**) 远大于 5% 显著水平的临界值，拒绝原假设，即不同信用级别的利差均值之间存在显著差异。

表 9：A 级、AA 级和 AAA 级利差的 **Kruskal-Wallis** 非参数检验。

	A	AA	AAA
Chi-Square	9.105	9.5483	10.1105
相伴概率	0.019	0.0102	0.0089

然后，采用多元回归分析进行检验。由于债券利差不仅包含信用价差（信用等级已综合考虑企业性质和行业性质，因此信用价差中已包含发行方企业性质和行业性质的差异），还包括流动性溢价，因此在回归分析中我们考虑了二级市场整体流动性和债券发行规模对价差的影响，因为如果二级市场投资者交易频繁，新发行债券被市场吸纳的能力就强，其交易成本就相对较低，作为对投资者的流动性风险补偿就少；同时，发行规模的大小将影响投资者是否能够及时实现交易，通常发行规模较大的短融交易活跃，市场流动性较强，利率水平整体低于发行规模较小的债券。信用级别和流动性因素对短期融资券发行利差的影响函数采用如下形式（见下页）各变量定义如下：

Spread：短期融资券的初始发行利差；

Liquidity_i：短期融资券发行日前两周（十个工作日）市场流动性指标的平均值，作为对二级市场流动性的度量：

$$Liquidity_{i-1} = \left| \frac{IN(P_{i-1} / P_{i-2})}{NT_{i-1} / N_{i-1}} \right|,$$

$$Liquidity_i = \frac{1}{10} \sum_{j=1}^{10} Liquidity_{i-j}$$

Liquidity_{i-1} 为第 *i* 期短期融资券发行前一日二级市场的流动性指标；

P_{i-1} 为第 *i* 期短期融资券发行前一日 (*t-1*) 市场指数的收盘价（该市场指数选自中国货币网的短期融资券市场指数）；

P_{i-2} 为第 *i* 期短期融资券发行日前两日 (*t-2*) 的市场指数收盘价；

NT_{i-1} 为从发行日前两日到发行前一日的市场总成交量；

N_{i-1} 为第 *i* 期短期融资券发行前一日的市场存量；

Dcredit₁：虚拟变量，当信用等级为 A 时为 1，反之为零；

Dcredit₂：虚拟变量，当信用等级为 AA 时为 1，反之为零；

Volume：短期融资券的发行规模；

从表 10（见下页）中也可以看到，检验结果表明变量 *Dcredit₁*（代表信用等级为 A）和 *Dcredit₂*（代表信用等级为 AA）在统计上都十分显著，都通过了 5% 的检验，估计值分别为 0.405 和 0.137，说明 A 级、AA 级和 AAA 级长期信用等级的利差均值存在显著差异。由表 10 我们得出长期信用等级为 A 级、AA 级

和 AAA 级利差影响函数分别为： 1.475 、 1.207 和 1.07 ，也就是说主体 $Spread_A = 1.475 - 0.051Liquidity - 0.011Volume + e_{iA}$ 信用等级越高，利差越大，主体信用 $Spread_{AA} = 1.207 - 0.051Liquidity - 0.011Volume + e_{iAA}$ 等级越低，利差越小，发行主体信用 $Spread_{AAA} = 1.07 - 0.051Liquidity - 0.011Volume + e_{iAAA}$ 等级成为影响发行利差的一个很重要各方程的常数项代表信用利差，A 的因素。

级、AA 级和 AAA 级的信用利差分别为 同时，流动性影响因素变量

$$(转上页) Spread_i = a_1 + b_2Liquidity_i + b_3Dcredit_1 + b_4Dcredit_2 + b_5Volume + e_i$$

变量	回归系数	T 检验	显著水平	F 检验	显著水平	Ad- R ²
a	1.070	10.139	0.000			
Liquidity	-0.051	-2.057	0.046			
Dcredit ₁	0.405	4.022	0.029	22.86	0.000	0.568
Dcredit ₂	0.137	2.105	0.041			
Volume	-0.011	-3.059	0.004			

表 10: 信用等级对风险相关指标的回归方程估计

Liquidity 和 Volume 的估计值全部为负值，并都在 5% 的统计水平上显著，说明短期融资券发行时的市场整体流动性越强，短期融资券发行规模越大，投资者要求的流动性风险补偿就少。

通过我们分析，可以证明目前开始实施的主体长期信用等级和短券信

用等级同时公告的制度，在一定程度上解决了 A-1 级的短期信用等级无法有效揭示信用风险差别的问题，有利于我国债券市场的发展。

2006 年度上海市贷款企业资信评级市场统计与分析

上海市贷款企业资信评级业务试点开始于 1998 年，截至 2006 年，贷款企业资信评级工作已经开展了九年，这为上海市征信体系建设，创建金融安全区做出了很大的贡献，为建立良好的信用秩序、优化信用环境，有效防范信贷风险发挥了积极作用。

一、上海市贷款企业资信等级评估工作总体统计

2006 年，上海市贷款企业资信等级评估参评企业达到了 3292 户（有 2 户企业未定级），参评企业的贷款余额占上海市所有企事业单位贷款余额的 80% 左右。2006 年度参评企业大多为大中型企业，在各行业都具有较强的代表性，其评级结果能在很大程度上反映其所处行业的整体经营状况。

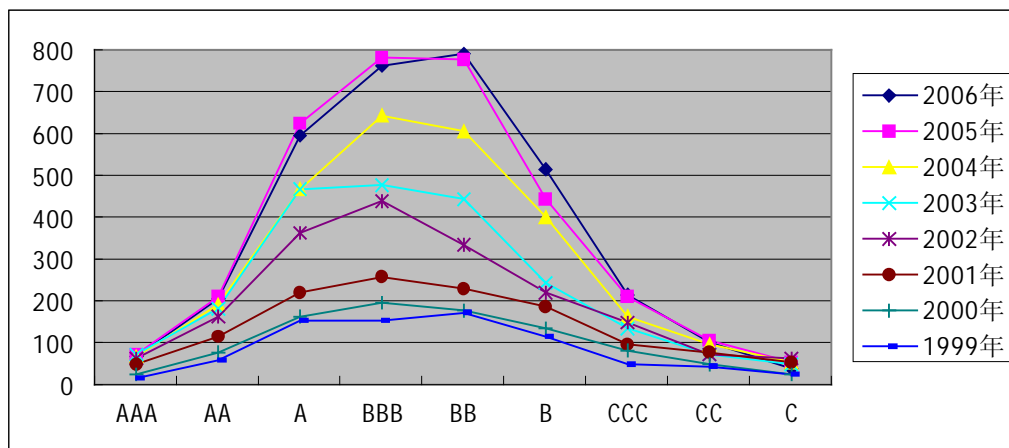
1. 级别分布

自上海市贷款企业资信等级评估工作开展以来，参评企业数量逐年增加，从 1999 年的 776 户增加到 2006 年的 3292 户。

从图表可以看出，资信评级结果总体上呈现“两头大、中间小”的正态分布，且随着评级工作的逐步开展，正态分布的趋势表现得更为明显。这说明上海资信评级行业在评级理念、评级方法、评级指标体系、执业标准等方面都在不断完善、提高，评级结果与企业信用风险的实际分布较为吻合。

进一步考察 2006 年的级别分布可以发现，虽然 2006 年参评企业总数较 2005 年有所增加，但是达到投资级（也就是 BBB 级及以上）的企业反而呈现下降的趋势。2006 年上海市 3292 户

1999-2006 年上海市贷款企业资信等级评估结果分布图



1999-2006 年贷款企业资信等级评估结果分布表

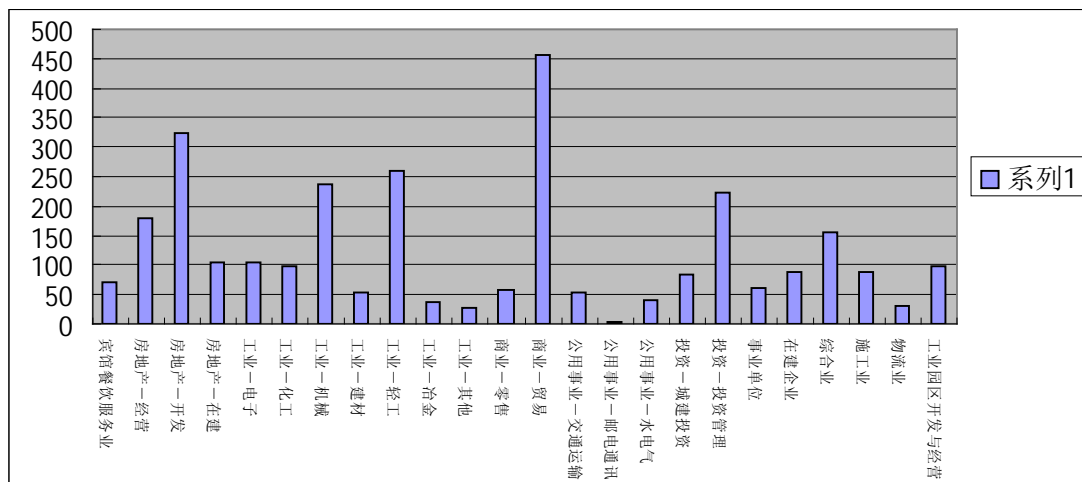
内容	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	合计
2006 年	69	207	595	760	790	515	215	100	39	3290
2005 年	70	209	622	781	778	442	210	106	52	3270
2004 年	69	189	465	644	605	399	164	96	54	2685
2003 年	71	182	467	478	441	244	133	73	47	2136
2002 年	61	164	364	440	333	217	150	73	62	1864
2001 年	47	116	220	259	228	188	97	76	54	1285
2000 年	26	77	160	195	175	132	83	46	22	916
1999 年	14	59	153	151	170	116	47	44	22	776

评级企业中有 1631 户达到投资级，占 49.54%；而 2005 年在 3270 户评级企业中有 1682 户达到投资级别，比重为 51.44%。投资级别的企业比重略有下降，主要原因是参评企业中房地产行业受今年宏观调控的影响，级别有所下降。2005 年达到投资级的房地产企业（包括经营、开发和在建）共有 408 户，而 2006 年这一数字下降至 267 户。评级结果较好的反映了此次宏观调控对上海贷款企业的影响。

2. 行业分布

参加上海市贷款企业资信等级评估的企业，行业分布广泛。按照九年以来的评级实践经验和评级指标体系版本的不同，我们将所有企业归类为 24 个具体的行业。其中工业就细分为工业电子、工业化工等 7 个子行业，房地产行业细分为房地产经营、房地产开发、房地产在建这三个子行业。按行业类型的评级分布统计如下图和表所示：

参评企业的行业分布图



按行业类型的评级分布统计表

序号	行业	AA A	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	合计
1	宾馆餐饮服务业	0	9	11	18	11	10	9	4	0	72
2	房地产—经营	0	3	21	40	48	37	18	10	2	179
3	房地产—开发	5	12	51	73	93	70	11	6	3	324
4	房地产—在建	1	13	23	25	17	14	10	2	1	106
5	工业—电子	1	13	23	25	17	14	10	2	1	106
6	工业—化工	4	10	27	19	18	12	5	2	2	99
7	工业—机械	11	38	64	52	29	25	11	3	3	236
8	工业—建材	0	3	14	14	13	3	5	1	0	53
9	工业—轻工	3	16	70	51	56	31	23	8	3	261
10	工业—冶金	3	3	7	8	8	3	1	1	2	36
11	工业—其他	0	2	10	8	4	2	2	0	0	28
12	商业—零售	0	7	20	9	6	4	6	4	3	59
13	商业—贸易	2	15	60	109	121	85	35	19	9	455
14	公用事业—交通运输	6	6	17	18	6	1	0	0	0	54
15	公用事业—邮电通讯	2	0	2	1	0	0	0	0	0	5
16	公用事业—水电气	4	7	11	7	11	1	0	0	0	41
17	投资—城建投资	4	3	20	18	16	15	4	3	1	84
18	投资—投资管理	6	16	37	49	48	31	16	17	4	224
19	事业单位	8	17	22	6	5	4	0	0	0	62
20	在建企业	4	1	19	37	14	7	4	2	1	89
21	综合业	2	9	36	30	26	26	18	3	5	155
22	施工业	2	5	17	34	23	2	2	2	0	87
23	物流业	0	7	9	4	8	3	1	0	0	32
24	工业园区开发与经营	1	4	9	16	25	20	15	8	0	98
合 计		69	207	595	760	790	515	215	100	39	3290

短期融资券评级：评什么？怎么评？

朱荣恩

目前，短期融资券已成为我国无担保信用债券的主要形式，其发行规模已超越现有企业债规模，成为国债、央行票据、金融债之后的我国第四大类债券品种。资信评级作为短期融资券发行市场的一个重要制度安排，从一年多的实践来看，对金融市场信用风险防范起到了一定的作用。近期，受央行紧缩信贷政策的影响，短期融资券市场快速发展，不同性质、不同行业、不同规模的企业纷纷加入短期融资券发行队伍，使得银行间市场信用风险逐渐聚集，短期融资券评级也因此更受关注。

基于主体评级的债项评级

短期融资券评级有别于借款企业评级、企业债券评级及资产证券化评级。企业向银行融资，其资金根据约定用于补充流动资金，或用于资本性投资，而还款的来源主要是企业日常运营获取的净现金流。因此，借款企



业评级是在企业现有经营状况的基础上，分析企业未来的整体偿债能力和可能的违约情况，是一种不针对特定债务的主体评级；而企业发行债券一般有专门的用途，期限较长，债券偿还本息的首要资金来源是特定项目投资后产生的现金流，因此未来项目收益和现金流状况成为偿债的重要保障。当特定项目产生的现金流不足时，企业债券的偿还依靠现有规模下企业日常运营所获得的净现金流，因此确切地说企业债券评级是基于主体的债项评级；而资产证券化评级，在基础

资产实现了“真实出售”和“破产隔离”的交易结构下，资产证券化产品本息偿还的唯一资金来源是基础资产产生的未来净现金流，因此资产证券化评级是基于基础资产的债项评级。

短期融资券本质上是无担保的商业票据，是企业发行的短期债务工具。短期融资券发行具有规模较大，期限较短的特点，这就意味着企业到期偿付时，必将有大量现金流出，对企业财务弹性是较大的考验。企业发行短期融资券，其财务结构会发生明显变化；所融资金主要用于补充流动资金，因而在产能尚未全部饱和的情况下，流动资金增加将提高产出，增加业务收入。因此理论上，短期融资券偿债的首要来源应该是新补充的流动资金所产生的经营现金流入。而在短期融资券存续期内，在这一部分现金流入无法覆盖到期债务的情况下，就需要公司原有资产日常运营所产生的现金净流入加以弥补。就是说公司的主体信用对短期融资券的到期偿付起到有力的支撑作用，因此短期融资券评级是主体评级基础上的债项评级。目前，国内大部分评级公司都认同短期融资券评级是主体评级基础上的债项评级，且在以往的短期融资券评级实务中，各评级公司也遵循此思路操作。

信用级别区分度偏低吗？

目前投资者对市场上短期融资券评级均为最高级的评级结果有点难以适从，认为 A-1+ 级别的取消使短期融资券区分度降低了，并提出评级机

构在出具短期融资券评级结果的同时可否出具短期融资券发行人的主体信用级别，以作为投资决策的辅助参考。

对此，我们认为首先要明确，级别符号的改变不会对短期融资券信用质量区分造成实质影响。在国外，穆迪公司的短期债务评级符号体系中就没有 P-1+ 级别（类似 A-1+）。其次我们要对主体信用级别与债项信用级别之间的关系有明确的了解。主体信用级别是对发行人整体现有债务在未来一定时间内偿还能力的一种判断。而债项信用级别受到债项偿还次序、债项发行条款、债项募集资金投向、外部抵押或者担保等因素的影响，是对特定债务在存续期内偿付能力的一种判断。两者在评级对象和评级要素上具有明显差异。因此，在短期融资券评级过程中，以发行人主体信用级别来辅助区分同一级别短期融资券的信用质量差异还可以进一步研究。

在国外，企业长期债项信用等级与短期债项信用等级之间存在一定的对应关系，是长期历史数据统计反映。但在国内，目前尚没有证据表明长期债项信用等级与短期债项信用等级之间存在稳定对应关系，更没有证据表明长期主体信用等级与短期债项信用等级之间存在稳定对应关系。因此，短期融资券投资者在投资决策参考时，首要关注的仍是短期融资券的信用等级，其次要认真阅读短期融资券评级报告，从报告揭示的风险中发现短期融资券之间的信用质量差异。

为何均为最高级？

目前市场上短期融资券评级结果均为最高级，如何认识这一现象呢？可以从以下几个方面考虑。一是发行的短期融资券本身是否真正是高信用等级，发行人是否做了及时充足的信息披露？二是评级机构在评定短期融资券信用级别的过程中是否遵循了独立、客观、公正的原则，科学地对其级别进行了评定？三是市场是否对短期融资券的信用风险有充分的了解，投资者是否对短期融资券的信用风险做了合理的财务安排？

从短期融资券发行企业来看，无论在国内还是在海外，均只有优质企业才能发行，且这些企业短期内发生经营状况逆转的可能性非常小，因此短期信用级别较高。以穆迪公司为例，其评定的商业票据级别分布大约 75% 处于最高级别，24% 左右处于第二级别，仅有 1% 的商业票据是第三级别，对应的历史平均违约率分别为 0.01%、0.04%、0.20%，且从违约损失率来看几乎为零。目前国内短期融资券发行企业也大都质地较好，不少达不到最高级别的企业在发行过程中已主动或者被动地选择了退出。但随着短期融资券发行队伍的扩大，企业信用资质之间的差异客观存在。从维护短期融资券市场发展的角度出发，我们应该加强发行人信息披露工作，让市场

获得及时充分的信息来鉴别不同资质的企业。

从短期融资券评级来看，目前大部分短期融资券被评定为最高等级，具有一定的合理性。但总体而言，短期融资券评级处于发展的初级阶段，其发展过程中存在一些不和谐的因素。如市场竞争意识较浓，合作氛围较淡；评级技术和方法引进较多，消化吸收较少；监管规范建立较细，市场执行较粗等。因此，评级机构要强练内功，为市场提供可靠的优质服务，并勇于用自己的声誉来承担责任，努力为投资者营造信息透明、公平公开公正的市场环境。

从短期融资券投资者队伍来看，监管部门在短期融资券发展初期已明确表明短期融资券市场具有信用风险。短期融资券市场发展的初衷，也是将一对一的企业与银行的信贷关系转变为一对多的企业与债权投资者的关系。从风险角度而言，这种安排实现了信用风险的转移和分担，是一项更具稳定性质的金融制度。投资者对此要有清醒认识，要有承担信用风险的准备，做好防范信用风险的财务安排。

（该文发表于：《金融时报》2006 年 10 月 14 日
债券版）

构建我国资信评级功能检验框架的探讨

丁豪樑 袁敏

资信

评级是一种解决信息不对称的机制安排，自1909年出现在美国以

来，评级机构已经成为资本市场的一个重要组成部分。近年来，资信评级行业在我国也得到了长足的发展，资信评级逐渐被广大企业和监管者使用。要使资信评级真正的发挥其作用，关键是要充分实现我国资信评级结论的公信力。而要实现这个目标，评级机构迫切需要完成的任务之一就是检验评级方法的科学性和评级信息的充分性。只有评级结论真正发挥了风险揭示的作用，才能得到市场的认可，并有力推动评级服务的有效需求。所以非常有必要对资信评级进行功能检验。我国资信评级业发展历史较短，信用评级外部发展环境与欧美等成熟市场经济国家有所区别，因而我们需要针对我国实际情况，构建我国的资信评级功能检验框架。

一、进行资信评级功能检验原因的理论探讨

从理论界研究的结果来看，资信评级虽然有监管部门的大力推进，研

究人员仍然需要对其稳定性和一致性进行检验，这是因为：

1、由垄断的评级机构发布的信息具有一定的噪音

Partory(1999)认为评级机构的成功很大程度上是依赖监管者对级别的使用。如果在资本市场上公开发行债券的公司希望自己债券得到那些受到监管的投资机构（如保险基金、货币市场基金）认可和追捧，就必须申请一些得到认可的评级机构（如美国的NRSRO）的评级。然而，受到监管部门的限制以及评级机构声誉的建立困难，通常具有评级资格的机构数量很少（如美国目前有五家NRSRO，欧盟的市场则主要由标准普尔、穆迪和惠誉三家机构垄断，我国的银行间债券市场目前也仅认可中诚信、新世纪等五家机构的评级结果）。这就导致一方面，评级行业进入的壁垒导致仅有少数的评级机构具有执业资格，造成评级服务的供给由少数几家机



构垄断的局面；而另一方面债券发行量的增多以及监管者对评级服务的旺盛需求，需要有竞争性的机构提供更好的服务，这种供需失衡的状况导致评级机构在市场中处于一个相对有利的地位。一些理论研究对这种垄断状态下的评级信息披露进行了研究，Admati 和 Pfleiderer(1986)发现，一个评级信息的垄断供应商不愿意对信息收集投入成本，而且该信息提供者倾向于提供噪音信息，因为信息的准确性越高，就会越快地反映在证券的价格中，从而对购买者的价值更小。“水至清则无鱼”，为吸引市场的关注，评级机构会有意识的隐藏一些信息。Lizzeri(1999)的研究也证实了这一点，他发现一个垄断的评级提供者不会披露一些信息（特别是负面信息），因为它希望吸引最低类型的企业来寻求服务。在这种情况下，任何拒绝支付评级费用的公司，都会受到评级公司的“惩罚”，即得到较低的信用级别，而信用质量差的企业则会通过级别购买行为，获得满意的信用级别。因此Lizzeri认为，评级机构之间开展充分的竞争，能够促进信息的完全披露。

因此，为提高市场效率，促进评级机构的优胜劣汰，应建立我国的评级功能检验机制，从而在一定程度上保证评级行业的健康发展。

2、评级人员主观判断以及评级过程采用的方法不一致，影响评级质量

这是 Galil(2003)提出的检验评级质量的原因之一。对评级机构而言，要满足市场对评级服务的需求，就需

要对不同国家、不同行业的成千上万的企业违约风险做出评估判断，而这些工作是由大量的评级分析师通过团队合作做出的，不同的人员（工作小组）、不同的时间、针对不同的评级对象可能会采取不同的评级方法，从而导致评级结论的差异性，因此有必要对评级机构的评级结果进行检验，以帮助级别使用者对不同状况下得出的评级结论有一个更加全面的认识。

3、债券市场的自我选择，是对评级质量进行检验的另外一个重要原因

由于每个市场的监管者都会对债券或其他债务类工具的发行制定一定的制约条件（例如我国上交所和深交所都要求上市的债券级别不得低于 A 级），因此发行方会根据监管的条件做出一定的管理行为，例如当企业具有不同的融资渠道时，它就可能在信用级别较低的情况下选择不再发行新的债券。与此相反，如果企业得到的级别比预期要好，则该企业就会选择发行新的债券，这种自我选择可能导致新债券的级别信息含量较少。伴随着我国资本市场的逐步完善，多层次的融资工具交易市场将成为投融资双方的现实需求，由此带来的信息不对称也将日趋严重。而要充分发挥评级机构在解决信息不对称中的作用，建立科学合理的质量检验方法至关重要。

针对资信评级机构的功能检验，目前国际评级机构运用了违约率检验、迁移矩阵统计、基尼法、级别活动率、大级别变动率和级别逆转率等

多种方法，但某些方法在我国的实际运用中存在一定的障碍和不足。因此，要真正衡量我国评级机构的执业质量，推进评级行业的健康有序发展，需要结合我国的实际情况建立我国的评级功能检验框架。

二、建立我国资信评级功能检验框架的必要性

1、我国评级业务的特殊性

尽管我国的评级行业是随着债券市场的规范发展而逐步建立发展起来的，但与国外评级机构，特别是全球性三大评级机构业务主要集中在债券、结构性融资的公开市场评级不同，我国评级机构在当前及以后很长一段时间内的服务对象主要是商业银行，因为我国企业目前的资金筹措主要集中在商业银行贷款这一间接手段上。因此评级机构的当务之急是满足银行的信息增值需求，赢得商业银行的认可。显然，贷款企业的主体评级与公开市场的债项评级存在很大的不同，尤其在我国资本市场上交易的债券级别、发行量和利率水平受到严格限制的前提下，我们在检验评级机构功能的方法段上也应该有别于国外评级机构采用的方法。

2、评级基础数据的匮乏

资信评级的一个重要的特点是对发行方或债务未来的偿债能力和意愿进行评价，因此信用级别带有显著的预测功能。由于预测的结果需要通过未来的违约情况加以验证，因此实践

中大都通过历史违约率的统计来表明评级的准确与否。显然，在验证评级结果的准确性时，不能够简单地以某个案例来进行个案分析，而应该通过大量的历史数据进行统计分析，才能得出相对公允的结果，来反映客观情况。事实上一些大的评级公司如标准普尔和穆迪等都在长期的实践中积累了大量的历史数据，因此统计结果，特别是一些成熟性产品如公司债券、商业票据等固定收益产品的累计违约率统计结果，具有较强的说服力。与此同时，成熟的资本市场所提供的大量公开数据也为市场参与者提供了足够基础性数据进行验证、分析。

与上述全球性评级机构不同，我国的评级机构成立时间相对较短，一方面是公开交易的债券信用级别普遍较高、违约很少，另一方面是信贷市场评级的贷款违约数据大都处于保密状态，而银行间债券市场的债务工具评级也刚刚起步，因此总体而言验证评级功能的基础数据严重匮乏，而单个评级机构公布的违约率或其他检验成果，也因缺乏必要的公开市场数据验证而说服力不强。

3、评级尚未在资产定价中发挥显著作用

需要建立我国评级功能检验框架的另一个重要的原因，是目前评级结果的风险揭示作用还没有得到市场参与者的广泛认可，这与国外著名评级机构的观点被投资者广泛运用于资产组合的确定、风险资产的定价，并被发行方作为有效减轻信息不对称、降低融资成本的手段加以适用存在很大

的差距。从我国评级机构的发展过程看，不管是债券评级，还是银行间债券市场的债务工具评级或信贷市场评级，评级机构的业务拓展更多是监管部门的推动造成的，而利率的市场化进程滞后也在一定程度上限制了评级功能的发挥。在此前提下，如果建立有效的评级功能检验手段，识别出不同质量的评级机构，显然应该具有显著的中国特色。

三、建立我国的评级功能检验框架的原则

针对我国资信评级实际情况，笔者认为在建立我国的评级功能检验框架时，应考虑以下原则：

1、应针对不同的评级对象建立检验方法

信贷企业的评级针对的是企业整体的信用状况，更多地体现了企业基本的财务状况、经营成果和现金流量情况；而债券、短期融资券的评级，则关注于项目资金的适用情况、项目未来的经济效益和现金流入、一些突发事件可能对企业偿债能力的影响等。因此不同的评级对象有不同的指标体系，分析的侧重点也存在一定的差异，因此在建立我国的评级检验框架时，应该借鉴海外成熟市场的经验，针对不同的评级对象建立特定的检验方法，例如贷款企业评级的检验中，除了违约率检验之外，还应该将影响商业银行决策的另一个重要因素违约损失率考虑在内；在公开市场交易工具的评级功能检验中，因我国目前市

场中发行的债务工具均具有很高的信用级别（如长期债券大多为 AAA 级，而短期融资券则基本上是最高级别），因此在检验评级的准确性时，可暂不考虑违约损失率。

2、应体现不同行业、区域、规模、经济周期等的影响

房地产开发企业与机械制造企业、长三角地区与西部开发地区、宝钢股份等大规模上市公司与普通的中小企业等都具有不同的特征，在评级指标体系的设定时应该加以考虑这些不同之处。例如对普通制造企业而言，50%的资产负债率就算偏高了，而对房地产开发企业而言，80%的资产负债率也许还是正常的，而不同的行业受到国家宏观经济政策的影响不同，以近年来开展的房地产宏观调控为例，对土地、房屋的交易量、价格等产生了实质性的重大影响。而上述因素在影



响到受评企业的财务状况、经营成果和现金流量的同时，也会直接导致企业的违约率变动。由于我们目前缺乏足够的数据库，因此很难进行类似于全球性评级机构的“穿越周期”的统计，但至少在设计我国的评级质量检验框架时需要体现行业、区域、规模和经济周期的影响。

3、应通过实践不断加以完善

任何事物总在实践中不断发展，因此我们的评级检验框架也应该体现实践的变化。例如，当前的评级业务集中的信贷市场中，而将来的评级业务则可能集中在银行间债券市场或公开债券交易市场；随着业务量的增加和基础数据的积累，将来会实现“穿越周期”的检验目的。而将来的某一天，也许我国的评级机构走向国门，参与国际竞争，也可以将北美、欧洲、亚太、非洲等不同区域的评级结果进行对比分析，以揭示更多的增量信息，更好的为级别使用者服务。

四、我国评级功能检验框架的初步设想

1、基本的检验手段——违约率

由于评级的基本功能是风险揭示，而违约率是检验风险水平的最常用、最易接受的检验手段，相关的研究也证明了违约率具有较好的检验作用。因此，可将违约率作为基本的检验手段加以应用。特别是在目前信贷市场的评级中，因采用的评级符号、评级指标、评级程序等基本一致（如

上海的信贷企业资质等级评估），因此违约率是衡量不同机构评级质量的较好手段。

需要指出的是，在采用违约率检验时，应该对违约的定义、违约统计的方法（金额法/户数法/贷款笔数法）等加以明确，以增强该方法的操作性。此外，考虑到评级结果的相对风险揭示特征，以及基础数据库的缺乏，在检验时应考虑采用相对的基准（例如通过计算某一期间的平均违约水平，经过标准化处理确定基准，并将各家机构的实际违约情况进行对比，以优胜劣汰）。

2、评级稳定性的检验——迁移矩阵、大级别变动率

这是检验评级的风险揭示作用的辅助指标，特别是在我国评级业发展的初期，缺乏必要的数据库来检验评级结果的准确性，但通过迁移矩阵的稳定性以及大级别变动的小概率，可以对评级机构的评级质量有一个初步的研判。在亚洲金融危机、美国安然和世界通讯等上市公司的失败案例中，评级机构受到投资者质疑的重要一点，就是级别的频繁变动，其中对亚洲国家的主权级别调整更具有讽刺意味。在1997-98年间，穆迪和标准普尔两家评级机构对泰国的级别分别进行了四次下调。标准普尔在1997-98年间先后6次下调了印度尼西亚的级别。俄罗斯在1996-1997年间的级别基本稳定在BB级，然而在1998年中期就下降到了B-并进一步保持下跌的趋势，直接导致俄罗斯本币和外币债务

的违约。从1998年6月到12月短短半年的时间里，汤姆逊（Thomson BankWatch, Inc, 2000年与惠誉合并）两次下调俄罗斯的主权信用级别，达夫·菲尔普斯资信评级公司（Duff and Phelps, Inc, 2001年与惠誉合并）和IBCA则进行了三次级别下调，标准普尔和穆迪更是四次下调俄罗斯的主权信用级别。而这还不算最坏的情况，相比之下韩国的级别下降更有讽刺意味，1997年8月的时候，标准普尔和IBCA（法国一家评级公司，1997年和惠誉合并为Fitch IBCA）对韩国的主权风险评级还是投资级别AA-，随后标准普尔每个月都对韩国的级别进行下调，直到降低为1998年1月的B+级；IBCA则将先后两次下调韩国的级别到B-级，等于在短短四个月内将其级别下调了12级。

在安然事件中，评级机构也基本上表现出了类似的特征。显然，在违约数量相对较少的前提下，要赢得投资者及其他级别使用者的认可，大级别变动率、迁移矩阵是很好的辅助性检测手段。

3、其他检验手段（包括定性分析）

除了上述检验手段之外，应该结合我国信贷市场评级的实际情况，逐步将违约损失率的统计纳入到评级功能检验的框架中来，以满足商业银行资本充足率计算的需要。

而随着利率水平的逐步放开，我们也可以将级别与筹资成本相挂钩，通过信用级别与利率水平的比较来揭示资信评级在资产定价中的运用情

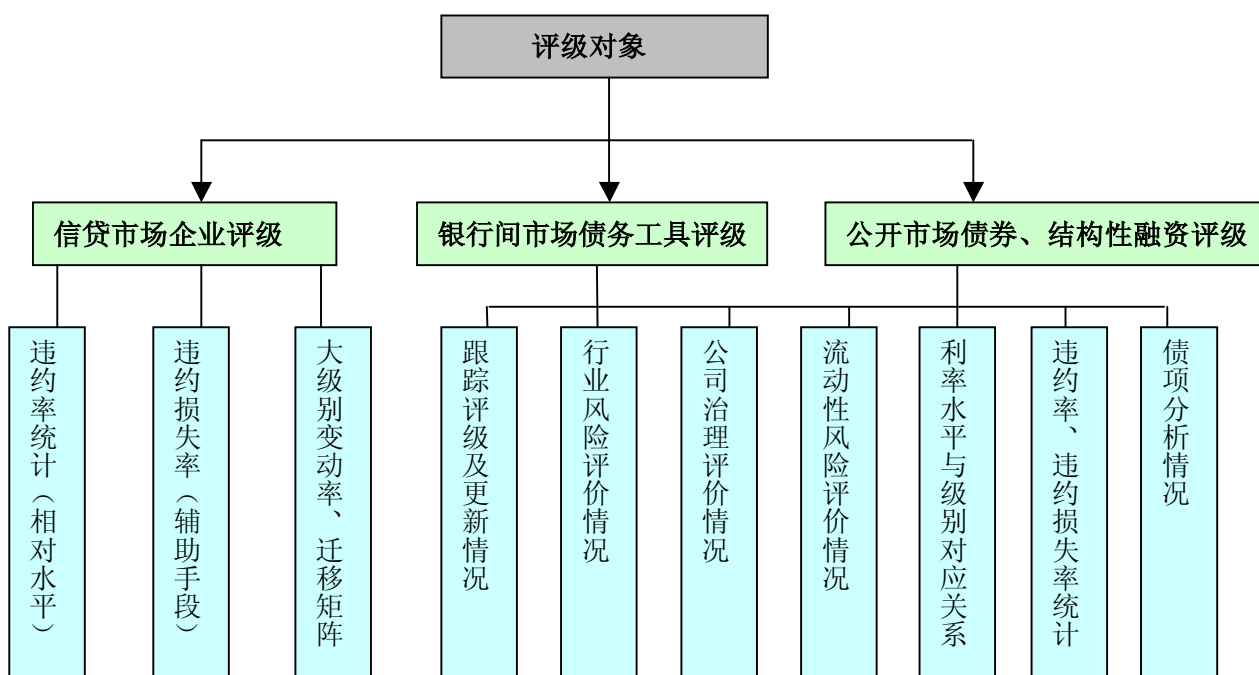
况。此外，评级报告的行业风险揭示、公司治理评价、流动性风险的分析内容，以及分析师的经验、能力和客户覆盖数量等也可以作为评级质量的重要衡量标准加以使用。

综上所述，本文认为我国的评级功能检验框架构造如下页图表所示：

从下图可以看出，在信贷市场中因评级对象的级别分布广泛，因此较多采取了定量的检验手段。而在银行间市场及公开市场中评级的检验则偏向于定性，这主要考虑到后两个市场中债务工具的级别基本上分布在最高信用级别上的特征，在当前这两个市场发行量较少的情况下，甚至可以采用个案分析法，即一旦有高信用级别的发行方违约，即通过原因分析，保留追究评级机构责任的权利。显然，该框架将随着市场实践的发展而不断完善、改进。



我国目前评级功能检验的框架设想



市场观察：信用评级替代担保？

张益新

随着短期融资券、资产支持证券等无担保信用产品的发行,国内信用评级行业迅速进入人们视野。对于信用评级的市场功能,市场认识也在不断地变化,从一开始一边倒的否定态度到近期出现了高度肯定的现象,甚至有人将信用评级的市场功能等同于担保,出现了“信用评级替代担保”的言论。市场对

信用评级的高度重视固然是令人欣喜的,但信用评级真的能替代担保吗?

信用评级行业还处在发展阶段,引导市场正确看待信用评级的市场功能。有助于信用评级行业的长期健康发展。从信用评级的定义来看,信用评级的基本功能就是揭示债券的信用风险。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,对发行债券的风险因素进行综合考察,从而对债券在特定期间内按时偿付债务的能力和程度进行评价,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。

需强调的是,信用评级的这种信用风险揭示功能包含两层意思,一是信用风险的识别,即寻找和判断哪些因素会对债券的到期偿付产生影响;二是信用风险的计量和评价,即综合考虑各种风险因素,采用模拟、测试等手段预测债券未来违约的可能性和违约状况下的损失程度。

从风险管理的角度来看,信用评级是一种事先的风险管理手段,它并不能消除信用风险,也不可能降低信用风险

发生时的损失程度。相比而言,担保作为我国历史上债券发行过程中惯用的防范信用风险的手段,其作用主要体现在债券到期不能及时偿付时,投资人根据债券发行条款中有关担保的规定,可以要求担保方承担相应的债券偿付义务。可见,担保是一种事后的风险管理手段,它虽然也不能消除发行人发生信用风险的可能性,但作为发行人信用风险发生时的补救手段,可以有效降低投资者所持债券的损失程度。

信用评级与担保既有区别又有联系。在我国目前的企业债券信用评级中,若债券存在银行担保情况,信用评级一般考虑将其作为信用增级的一种方式。这里的信用增级,主要是降低债券违约时的损失率,而不能降低债券本身的违约率。

应该说债券发行机制中引入信用评级,弱化担保机制,有利于债券市场朝着市场化的方向迈进,也有利于构建多层次的富有弹性的债券市场。目前,我国的信用评级还缺乏足够的公信力,在实务中尚未发挥应有的作用。但随着债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。

(该文发表于《上海证券报》2006年3月31日)



资产支持商业票据的理论与实务初探

袁 敏

资产支持商业票据 (asset-backed commercial paper, ABCP) 是一种具有资产证券化性质的商业票据, 它是由大型企业、金融机构或多个中小企业把自身拥有的、将来能够产生稳定现金流的资产出售给受托机构, 由受托机构将这些资产作为支持基础发行商业票据, 并向投资者出售以换取所需资金的一种结构安排。自 20 世纪 80 年代出现以来, ABCP 已经成为私募货币市场中一个日益重要的组成部分。

20 世纪 80 年代, 在商业票据市场违约事件日益增多、证券化市场日益繁荣的双重推动之下, ABCP 作为一种新的融资工具, 成为资本市场中投资者青睐的新品种。美联储发布的数据显示, 在 1992 年底 ABCP 的流通额仅为 469 亿美元, 到了 1995 年底, 发行在外的 ABCP 价值就达到了 1010 亿美元, 而 2005 年底这一数据更是增加到了 9260 亿美元。与此对应的是, ABCP 在商业票据发行总量中所占的比重也一路攀升, 例如 1995 年底 ABCP 余额占商业票据总额的比重仅为 15%, 而到了 2005 年底, 该比例已经上升到 56%。

ABCP 交易的参与方及职责

典型的 ABCP 的发行过程与其他

资产证券化过程类似, 即发起人成立一家特殊目的工具 (Special Purpose Vehicles, SPV), 通过真实销售将应收账款、银行贷款、信用卡应收款等资产出售给 SPV, 再由 SPV 以这些资产作为支持发行票据, 并在票据市场上公开出售。

ABCP 的证券化过程中会有很多的主体参与其中, 除了票据的投资者之外, 还有一些包括创始机构或原始受益人 (originator)、特殊目的工具、安排方或发起方 (arranger/sponsor)、服务机构 (servicer)、流动性支持提供者 (liquidity provider)、信用增级机构 (credit enhancer)、承销商 (placement agent), 以及评级机构、会计师事务所、律师事务所等等。

一、创始机构。在典型的 ABCP 项目中, 创始机构一般就是资金的需求方, 即将那些能够产生稳定现金流的、用来支持商业票据发行的资产进行真实出售的一方, 如应收账款所有人、拥有信用卡应收款的商业银行等等, 创始机构将所拥有的能够产生稳定现金流的资产出售给受托机构[如特殊目的实体 (SPE) 或 SPV 等], 以换取短期的资金。

二、特殊目的工具。这是 ABCP 中的一种结构安排, 因资产证券化而

成立，主要目的是达到破产隔离的效果，并为所发行的商业票据提供流动性支持。以应收账款支持商业票据为例，SPV/SPE 从一个或多个企业购买应收账款，并以这些应收款组成的资产池为支持，在市场上发行商业票据来筹集所需的资金。设立 SPV/SPE 的机构一般是发起人，但其所有权则是由第三方所有，以达到隔离风险的目的。

三、项目管理者。这通常是由安排方或发起方来担任。ABCP 的发起人创建了该项目，但一般来说不会拥有 ABCP 的权益，该权益一般是由非附属的第三方投资者所提供。尽管没有拥有 ABCP 项目的权益，但安排方或发起方通过提供信用增级、流动性资金支持等服务积极参与到项目中来，因此在项目的管理中扮演着一个非常活跃的角色。安排方或发起方通过这些服务收取一定的手续费收入，例如信用增级费、流动性支持费，以及因提供给 ABCP 项目的服务而收取的项目管理费等。

四、信用增级机构。发起银行通常给特定的资产池以及整个项目提供流动性支持和信用增级。这些增级措施对那些向市场公开发行的商业票据而言是非常必要的，尤其是对这些票据获得高投资级别是基本的手段。出售方提供的信用增级可能以不同的形式存在，并且通常依据潜在资产的类型和信用质量，以及出售方/服务商的质量和财务实力来确定，较高信用质量的资产可能只需要部分的支持来获

得满意的票据级别，而较低质量的资产则需要全额的支持。

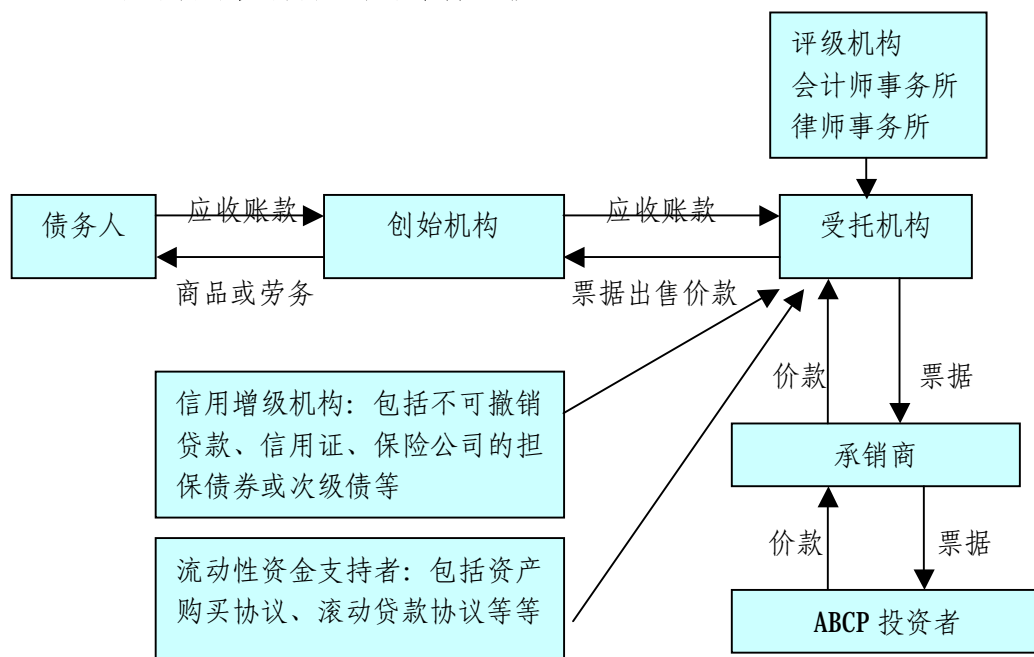
五、流动性资金支持提供者。由于用作票据发行支持的资产与票据的期限之间存在一定的不匹配，因此在 ABCP 的结构安排中，流动性支持非常重要。一般情况下发起银行，或者独立的第三方，来为特定的资产池以及整个项目提供流动性支持。这些备选的流动性支持能够确保商业票据在特定的情况下得到及时偿付，例如金融市场的环境恶化，导致商业票据的循环发行无法进行，或者现金流量的产生期间发生错配或资金不足，就可以通过这些流动性支持来满足商业票据的及时偿付需求，从而保护投资者的利益不受损失。

六、商业票据投资者。从发达市场的成熟经验看，商业票据的投资者通常是一些机构投资者，例如养老基金、货币市场共同基金、银行信托部门、外资银行以及投资公司等等。由于绝大多数的商业票据期限在 30 天以下，发行方通常能够密切地将商业票据的期限与投资者的需求配合起来，因此票据的二级市场并不是非常活跃。

此外，评级机构的初始评级和跟踪监控、会计师事务所的审计报告以及律师事务所的法律意见书，都在 ABCP 项目中扮演着重要的角色；而商业票据的出售、资金账户的托管、基础资产现金流的回收和分发、日常事务的管理等则需要承销商和服务机构的积极参与。下图列示了一个典型的

应收账款 ABCP 项目结构安排。

应收账款支持商业票据结构安排示意图



ABCP 的分类和特点

一、ABCP 的分类

ABCP 的分类方法有很多种,例如根据发起人的角色以及融资的目的,可以将其分为单一出售方项目 (single seller programs)、多个出售方项目 (multiseller programs) 以及证券支持类 (securities-backed programs) 三种主要的结构; 根据外部提供的信用支持情况, 可以将其划分为完全支持 (fully supported) 和部分支持 (partially supported) 两类; 根据 SPV 的发起人不同, 可以将其划分为银行安排 (bank arranger) 和代理公司中介 (factoring company intermediation) 两类。而随着 ABCP 市场的日益繁荣, 一些新的投资

工具也层出不穷, 如贷款支持项目 (loan backed programs)、证券套利项目 (securities arbitrage programs)、结构性投资工具 (structured investment vehicles, SIVs) 等等。

二、ABCP 的特点

ABCP 作为一种融资工具, 具有商业票据和资产证券化的双重特点。

1. 信用级别高, 违约率低

如前文所述, 伴随着美国证监会 1991 年对投资公司法规则 2a-7 条款的修订, 发行方通过各种手段来增强自身的信用级别, 以吸引货币市场基金的投资。根据标准普尔 (2004) 发布的研究报告, 在 2004 年 8 月 4 日流通在外的 ABCP 中, A-1+, A-1、A-2、A-3 级别的 ABCP 所占比例分别为

78.9%、20.8%、0.0%和 0.4%，也就是说几乎所有的资产支持商业票据都能够满足投资者的高级别要求。

而根据穆迪公司（2000）发布的研究报告，自 1995 年起共有 113 个 ABCP 项目从市场中退出，其中 103 个级别为 P-1、9 个 P-2、1 个为 N.P.，也就是说 91.15% 的 ABCP 达到最高等级标准。与信用级别高对应的则是违约率低，根据三大国际评级机构的研究报告，在已发行的 ABCP 中，基本上没有出现违约的现象，仅有的部分票据级别下调，也是由于交易结构中的流动性支持者或信用增级者的级别下调所引起的，这就给投资者带来了一个非常安全的投资渠道。

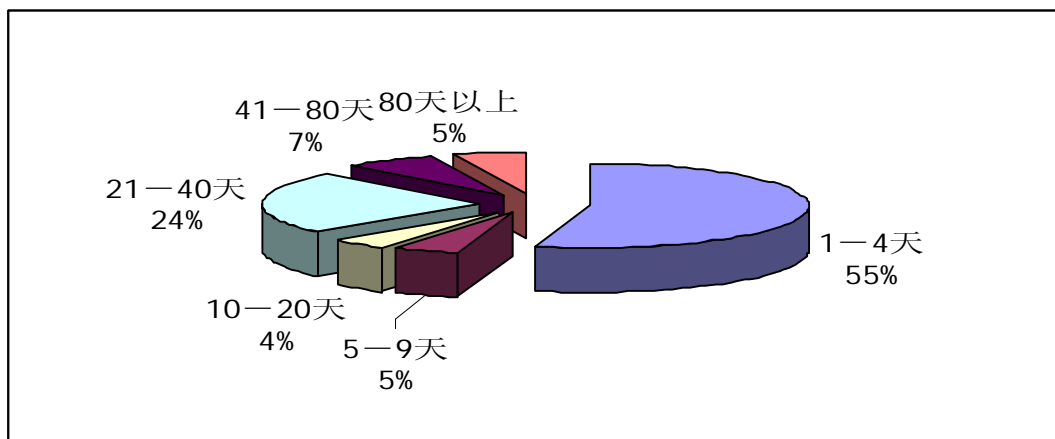
2. 发行期限短，流动性强

作为一种商业票据，ABCP 与其他的资产证券化产品最大的区别在于发行的期限较短。以美国的 ABCP 为例，

很多发行方为了达到免于 SEC 注册的目的，都将票据的期限定在 270 天以下，而根据美联储公布的资料，2005 年末发行在外的 AA 级别的 ABCP 中期限在 80 天以内的比例达到 95%（参见下图）。

穆迪公司、标准普尔公司、美林证券以及 JP 摩根公司等相关的研究结果显示，ABCP 项目中典型的用来作为支持资产的对象包括贸易应收款、信用卡应收款等，由于这些款项的未来现金流量和违约率都可以准确地加以预测，因此投资者很乐意持有这些资产。与此同时，作为发行基础的应收款能够连续不断的产生，从而让出售方能够滚动发行票据，得到一个相对稳定的资金来源。此外，由于 ABCP 的到期日从 1~4 天到 270 天不等，投资者可以根据资产、负债匹配的需要，自由地选择所需的投资对象。

美国 2005 年末 AA 级别的 ABCP 构成图



资料来源：根据美联储相关资料整

3. 风险控制全面，安全性高

根据 ABCP 的结构安排，发行者设立了多个风险控制措施，包括证券化前对原始受益人的信用质量要求、

进入资产组合中的基础资产的信用分析以及组合的分散化要求；证券化过程中则需要在法律结构安排方面减少信用风险，如基础资产与原始受益人

违约的法律隔离、与服务商违约的风险隔离等等；而信用增级措施以及流动性支持安排则可以将原始的票据级别提高到预期的水平；证券化之后，评级机构、项目管理者对票据的市场表现和信用质量（包括流动性支持者和信用增级者的信用状况）进行持续的监控，并对交易各方的资格进行判断分析，必要的时候进行适时调整，从而保证项目的安全。

一般情况下，商业票据的投资者通常能够通过新票据的发行或者潜在的支持资产池所产生的现金流量得到偿付。为了确保在新票据无法发行或

者预期的现金流量不能够出现的情况下，投资者能够得到及时、足额的偿付，ABCP项目会使用流动性支持资金；而特定资产池以及整个项目的信用增级，同样也能够在潜在资产池财务表现恶化的情况下保护商业票据的投资者免受损失。典型的ABCP项目通常会设置四个层次分明的法律保护层来保护投资者免受损失，分别是特定资产池的信用增级、整个项目的信用增级、特定资产池的流动性支持以及整个项目的流动性支持。下表列示了四个法律保护层的特征。

ABCP项目的信用增级和流动性支持

序号	名称	基本形式	提供方
1	特定资产池信用增级	过度担保、现金储备、出售方/服务商担保、次级结构安排	通常由出售方/服务商提供
2	整个项目的信用增级	不可撤销贷款工具、独立的信用证、保险公司的担保债券，现金抵押账户、金融担保或者次级债	发起人或独立第三方提供
3	特定资产池流动性支持	资产购买协议、流动性贷款协议	一般由提供信用增级的发起方提供
4	整个项目的流动性支持	扩展的流动性贷款协议	

由于信用增级和流动性支持直接影响到票据的最终级别，如果信用增级的提供者或者流动性支持的提供者发生级别下调，可能最终导致ABCP项目的终止，因此评级机构对信用增级和流动性支持提供者的信用质量非常关注，下表列示了标准普尔公司对

一个典型的、具有20个借款人的资产池，在A-1+和A-1两个级别层次上的信用增级最低要求，从中可以看出借款人的信用级别与贷款/商业票据的期限、以及所需的信用增级之间具有很强的相关关系。

一个典型的拥有 20 个借款人的资产池最低信用增级要求

A-1+ 项目		
借款人级别	最大贷款/商业票据期限	所需的信用增级
AA~AAA/A-1+	120 天	无需增级
A-1	120 天	覆盖 1 个金额最大的 A-1 项目
A-2	100 天	覆盖 2 个金额最大的 A-2 项目
A-3	70 天	覆盖 3 个金额最大的 A-3 项目
A-1 项目		
AA~AAA/A-1+	120 天	无需增级
A-1	90 天	无需增级
A-2	100 天	覆盖 2 个金额最大的 A-2 项目
A-3	70 天	覆盖 3 个金额最大的 A-3 项目

备注：有些增级方案中的设计是以相对数来表示的，例如在 45 天的借款期内，A-1 级别的借款人要达到 A-1+ 的项目级别，需要提供 1% 的信用增级；A-2 级别的借款人需要提供 2% 的信用增级，A-3 级别的借款人则需要提供 3% 的信用增级。

资料来源：Standard & Poor's, Structured Finance Special Report, June 1999

我国 ABCP 的实践及未来发展

一、我国 ABCP 的实践和发展前景

我国的金融市场实践中，也出现过类似 ABCP 的交易，例如 2000 年国内上市公司中集集团（000039）就与荷兰银行合作，将公司的 8000 万美元应收账款以 ABCP 的形式在国际市场上进行销售。在资信评级公司对这部分应收账款所组成的资产池进行信用质量评级的基础上，中集集团将其出售给中介机构——TAPCO，由 TAPCO 公司将资产池作为支持资产发行商业票据，并将票据的出售所得返还给中集集团。这项交易的顺利完成，使得中集集团仅用两周的时间就获得了本来需要 138 天才能收回的资金，而荷兰银行也据此获得了 200 多万元的服务收入。

2005 年 12 月 18 日，我国首批资产支持证券——开元证券（41.77 亿元）和建元证券（30.17 亿元）的面世，标志着我国的信贷资产证券化试点工作取得了阶段性的成果，与此同时中国证监会新批准的两笔企业资产证券化产品——中国联通 CDMA 租赁费收益计划（100 亿元）以及莞深高速公路收益计划（5.8 亿元）则标志着我国企业资产信贷化迈出了实质性的一步。

与此同时，中国人民银行在 2005 年 5 月推出的短期融资券，在金融市场上也引起了广泛的关注和参与，截至 2005 年底，发行的金额就超过了 1000 亿元。资产证券化产品的成功推出、短期融资券的迅速扩张，为 ABCP 项目积累了一定的实践经验，在中小企业融资难、商业银行不良贷款率居高不下下的双重压力下，如何借鉴国际

票据市场的先进经验进行金融工具创新，也成为监管者、企业和投资者的关注热点。显然 ABCP 的适时推出将指日可待。

二、我国 ABCP 未来发展存在的问题和建议

需要指出的是，我国的法律环境与海外发达市场存在很多的不同，在产品的特征和结构的安排方面也存在自己的特色，因此在推出我国的 ABCP 产品时还需持谨慎的态度。

首先，根据我国现有的短期融资券产品期限设置来看，绝大多数的发行企业都将票据的到期日定为一年，这与海外市场尤其是美国市场的 ABCP 期限有很大的差别（如前文所述，美国的票据到期日大都在 270 天以下，其中 95% 的票据到期日小于 80 天）。而根据标准普尔、穆迪等全球性评级机构的观点，期限越长，所需要的流动性支持和信用增级要求越高，如果我国的 ABCP 到期日较长，就会对相关信用保护机制设置提出更高的要求，而这显然会让缺乏经验的评级机构、信用增级提供方以及投资者面临很大的挑战。

其次，根据我国现有的资产证券化产品来看，基础资产池除了银行的住房贷款（如开元证券和建元证券）以外，更多地集中在能够在

未来产生现金流量的基础资产上（如莞深高速公路收益计划和联通 CDMA 租赁收益计划），这与国外的资产池范围相比明显狭窄的多（如企业应收款、证券、抵押、设备租赁、汽车贷款、消费者贷款、信用卡贷款等都是证券化的对象）。这就会导致我国资产支持商业票据的基础资产池结构单一，信用风险的分散化程度不足，需要更多的资产保全措施来保护投资者的利益。

第三，由于我国的公司法中不支持空壳公司，所以不能设立公司型的 SPV，这就导致我国将推出的 ABCP 项目可能不需要构造 SPV 的后果。也就是说推出的产品会存在法律上的缺陷，用于证券化的资产没有与出售方的风险完全隔离开来，一旦企业发生违约、破产、延期支付等事项，基础资产如何能够避免被清算将缺乏配套的法规支持。因此在真正推出 ABCP 项目时，就需要通过严密的制度安排来保护投资者的利益。除了现有的一些规定如公司定期将回收的资金划入



指定账户、引入银行作为资金保管机构、第三方服务机构对交易进行监督之外，还需要对流动性资金支持、信用增级安排等做出明确的规定，而用于进行资产证券化的资产设置优先权益、保险公司进行保险等都是可以考虑的选择。

第四，评级技术的建立完善至关重要。根据海外市场的先进经验，ABCP的定价以及顺利发行的过程中，资信评级机构的作用非常明显，例如发行的ABCP要达到预期的信用级别（如A-1/F-1/P-1），评级机构会对商业票据所需的流动性支持和信用增级提出明确的要求；此外，在ABCP进入市场流通之后，评级机构还需要对其市场表现和相关交易各方的信用状况进行

持续的监控，包括基础资产池的增减变动情况、商业票据的未偿付数量、项目的最新发展，以及一个或多个交易对手（包括流动性支持提供者、项目管理者、信用增级者、账户管理者、服务商、证券托管人或经纪人）的变更情况，并对信用增级和流动性支持是否处于恰当的水平进行评价和确认。在多出售方的ABCP项目中，由于投资者一般情况下不知道潜在资产池的具体情况，甚至无法获知资产出售方的名称，因此不能够决定相关的信用保护机制是否恰当，这就需要评级机构对ABCP交易进行初始的评估，并对相关的信用扳机设置是否恰当进行评价，而这些也组成了每个交易的信用增级计算之中。



经过多年的发展，海外成熟的资本市场中已经形成了相对合理的评级指标体系，尤其是标准普尔、穆迪和惠誉三大全球性评级机构，更是积极参与到 ABCP 项目的设计和执行过程中来。而我国的评级机构建立时间尚短，在资产证券化产品评级、商业票据评级等方面积累的经验非常有限，因此需要对评级技术投入更多的谨慎和关注。从国外已有的评级框架来看，对 ABCP 的评级至少应该包括四个方面的内容：支持资产的信用质量、流动性支持和信用增级评价、ABCP 停止发行或从市场中撤销的保护机制、以及交易结构的法律机制安排。与一般商业票据关注发行主体的信用质量不同，ABCP 的偿付主要需要潜在支持资产的未来现金流来支持，因此在评级的过程中，评级人员需要关注支持资产的质量，集中分析支持资产的特征、出售方的质量以及债务人的风险，并对破产隔离状态、利益的真实转移状

况、证券利益的有效分配和保护等进行关注。

ABCP 市场是一个相对年轻的市场，从美国的市场发展来看，1986 年的市场流通额仅仅为 60 亿美元，但经过短短的 20 年时间就达到了 2005 年底的 9260 亿美元，成长了 154 倍，可见发展势头之猛。我国的直接融资市场虽然并不发达，但潜力却非常巨大，从短期融资券推出不到一年的时间就超过 1000 亿元的规模就可见一斑。随着海外 ABCP 市场的日益繁荣，以及我国资产证券化业务、短期融资券业务的经验积累，相信 ABCP 的推出指日可待，但如何在交易结构的制度安排、评级技术的建立完善、法律法规的健全规范等方面有所突破，还需要实践的检验和推动，以及理论研究者不断探索。

（该文发表于：《证券市场导报》2006 年第 10 期
（总第 171 期刊）

信用评级行业的收费模式和公信力

应 娟

信用评级行业的收费模式之争

信

信用评级是专业信用评级机构运用科学的评级方法，通过定性、定量分析对受评企业或债项的信用风险进行综合评级，并用信用等级加以反映。信用评级作用的充分发挥，很大程度上在于信用评级机构自身的“信用”。我们可以从评级机构“能力”和“意愿”两方面进行分析。信用评级机构获取信息的能力、科学的评级方法、规范的评级程序以及合格的信用分析师，是其市场公信力的逐步树立的基础。就国内外评级机构看，在评级实践中，其评级能力都得到了不断提高。但就评级机构“意愿”来讲，有观点认为向评级者收费这种收费模式，就使得其“意愿”存在制度性缺陷。

首先，评级服务“实际委托人”缺位扭曲了委托-代理关系，客观上使评级机构“意愿”受到影响。信用评级的“实际委托人”应是投资人，但由于评级结果具有外部性和公共品特点以及实际委托人间协商存在较高的交易成本，实际选择并支付评级费用的人变成了受评企业。受评企业很容易通过对评级机构的选择权和支付

评级费用对评级结果产生影响。从我国看，这个服务市场买方市场特性明显。其次，道德风险的存在，主观上影响了评级“意愿”。在评级行业市场竞争激烈，且评级机构和受评企业存在直接利益关系的情况下，作为“经济人”的评级机构和信用评级师，其理性选择容易诱发道德风险，甚至产生“级别购买”的现象。最后，相关法律和监管的不完善，行业自律的不足，放大了道德风险的底线。因此，上述观点认为，在受评对象直接支付评级费用的收费模式下，评级机构和受评企业存在直接的利益冲突时，评级机构的公信力难以真正树立。

国外评级行业收费模式演进和当前运行情况

目前，国外评级机构收费主要有两种方式：向投资者收费和向发行方收费。前者主要通过评级出版物、评级报告、行业研究报告等的出售来获取必要的收入。穆迪、标准普尔、惠誉三大公司在20世纪70年代之前主要采用这种收费方式，目前实行会员制的美国Egan-Jones评级公司仍采用这种收费机制。向发行方收费，是目前实务中最普遍的收费方式，三大评

级机构绝大部分收入来自受评对象支付的评级费。

而从评级收费的发展历史看，国际评级机构最初实行的是免费评级，并逐步演变成出售出版物，而现在绝大部评级机构实行的是向受评对象直接收取评级费用。

1909年穆迪公司的铁路债券评级报告，标志着第一份真正意义上的评级报告的诞生。在此后一段时间，评级机构一直实行免费评级，这与当时的评级环境和评级机构自身实力有关。当时美国债券市场主要由联邦债券和地方政府债券组成，市场对评级需求不旺。且政府部门未对评级机构进行相关规定和监管，评级机构完全依赖自身能力来树立市场公信力。因此在发展初期，评级机构其免费评级有其内在合理性。

随着评级实务的开展，评级机构专业化优势逐步显现，且20世纪30年代经济大萧条中的评级表现，极大地提高了评级机构的市场声誉。与此同时，金融市场不断发展，信息不对称的问题日渐突出，对评级的需求渐长。在这种大背景下，出于增强评级资源提高评级质量的考虑，评级机构开始进行评级收费，主要是通过出售各种出版物给债券投资者以获取收入。

1975年，美国证监会（SEC）采用了NRSRO制度，对评级机构进行资格认定。随后很多的监管部门如银行、保险等均采纳了SEC的认可结果。在推动评级发展的同时，也增大了评级机构的外部约束。面对不断提高评级质量的压力，评级机构在自身具备足

够能力要求发债企业直接支付费用的情况下，考虑到不同收费模式的运行成本、经营稳定性、评级资源等方面因素，穆迪、惠誉、标普等评级机构先后开始向发债企业收取费用。

目前，穆迪、标普、惠誉三大评级机构在资本市场影响重大，其评级观点被投资者、监管者等广泛采用。在市场化的评级环境中，经过逐步演变最终选择了向受评对象收费这一收费方式，它保证了评级所必须的资源，有利于评级机构不断提高评级质量。而声誉机制和监督机制，则在很大程度上克服了这一收费方式理论上的缺欠。

信用评级机构以其独立、公正、专业的评级观点，赢得市场的信任。从国外评级机构发展历程也可以看出，市场声誉是评级行业生存和发展的基础。每次公布评级结果，评级机构都要接受市场检验，其诚信和可靠度都处于广大投资者的直接监督之下。理性的评级机构往往倾向于维持其市场声誉，构建长远发展的基石。因此，这种维护声誉的自律机制，具有天然的稳定性。在信息流畅的市场化环境下，会在很大程度上抑止“道德风险”。权威信用研究专家奥特曼在《演进着的信用风险管理——金融领域面临的巨大挑战》一书中引述了纽约联邦储备银行的一份调查报告，结论是：“尽管现有的付费结构可能看起来会促使评级机构为了使发行者满意而倾向于评定较高的等级，然而这些评级机构有着压倒一切的要维持他们的高质

量、准确评级的声誉的压力。因此，向被评级人收费，这种取费安排在绝大多数情况下没有对评级机构的公正性、可靠性有什么不良影响。”

除了自律，完善的法律体系，有效的监管措施，会在对评级机构执业形成巨大的外部硬约束，促使其公正执业，弱化“道德风险”。国际评级机构的发展历程中，监管部门 NRSRO 制度以及其他一系列监管措施的实施，对规范评级业务发展，提高评级市场影响力，效果明显。

在 2001 年美国安然、世通公司财务丑闻中，评级机构表现不令人满意，随后各国纷纷加强了对评级机构的监管。但并没有相关研究和数据证明，这种收费机制直接导致了三大评级评级因缺乏独立公正性而降低评级质量，或者证明这两者之间有显著的相关性。会计信息质量、提供辅助服务等多方面的问题，影响了评级的公信力。因此，需要进一步加强监管，对评级中的利益冲突进行有效的管理。

当前我国资信评级收费模式和公信力分析

和国际通行收费模式一样，我国也采取了向受评对象收取费用的方式。我国当前信用评级行业发展的外部环境以及评级行业自身的发展情况来看，这种收费制度安排具有内在的合理性和存在的现实依据。

第一，这种收费模式和我国当前国情、评级行业发展现状相适应。

(1) 有助于信用评级作用的充分发

挥。从我国评级现状看，处于发展前期，评级技术和市场公信力有待提升。评级的作用尚未充分发挥，评级机构的市场声誉有待建立。在这样的大背景下，完全依靠向投资者出售报告获取收入，很可能因为投资者认购不足而影响评级机构的基本生存条件，从而影响评级质量的提高，进一步约束评级功能的发挥。(2) 可操作性强。国外评级机构经历百年的发展历程，才树立了其良好的市场声誉。而我国评级机构仅有十几年的积累，且由于众多客观因素，行业发展速度缓慢。但此后，信用评级行业在行政力量的推动和管理下，逐步呈现良好的发展势头，发挥了积极的作用。发行企业债、短期融资券要求出具信用评级报告，使向受评对象收取费用的可操作性较强，交易成本降低。

第二，根据“谁受益谁付费”的原则，受评对象需要承担评级费用。(1) 评级机构通过信用风险揭示和风险定价，有利于降低投资者的信息搜集成本，而信息充分流动、投资者积极认购，使债券发行方从中受益。(2) 投资者也从评级机构的风险揭示中受益，但从我国目前情况看，向机构投资者收费存在一定的困难。我国评级行业评级技术和整体公信力还有待提高，其评级意见往往无法直接被机构投资者采纳。机构投资者往往内设专门的部门负责信用风险分析，直接服务于投资决策。独立第三方的评级，需要在发展中体现其专业化分工优势，从而逐步树立市场声誉，最终完

全替代内部信用风险分析机构。(3) 向投资者收费的执行成本较高。评级行业最终提供的产品是评级报告, 具有一定的外部性和公共品特性。信息产品的内在属性决定购买双方信息的不对称。一旦购买方了解了一定的信息, 则信息产品的价值将锐减。若评级机构通过向投资者出售信息产品获取收入, 则需要知识产权保护、网络信息安全等一系列配套法律法规的保障, 以及制度执行中相关细节问题的规范和约束。

目前, 随着短期融资券、资产证券化等一系列金融工具的创新, 我国信用评级机构更多的进入了社会公众的视野。对于信用评级行业来说, 行业的整体实力还比较弱, 迫切需要不断提高评级技术和评级质量, 逐步树立这个行业的市场声誉。因此, 提高评级技术, 树立市场公信力, 成为当前的重中之重。

且投资者也开始更为关注评级机构的表现, 2006年3月底中国人民银行出台了《中国人民银行信用评级管理指导意见》, 就评级收费相关问题, 该指导意见明确规定, 评级机构应向中国人民银行提供经核定或备案的收费标准, 且对信用评级机构以级定价或以价定级等行为, 中国人民银行将向社会公开披露, 并中止违规机构在银行间债券市场和信贷市场信用评级业务。针对短期融资券评级, 监管部门强调, 评级不允许“试错”, 一旦发现违规情况, 将永久取消其评级资格。这一监督机制的实施, 使评级机构违

规将被永久淘汰出局, 其潜在损失大大超过违规所能获取的收益。

因此, 就我国评级现状看, 向被评对象收取费用这一收费模式, 并不是导致评级公信力不足的主要原因。而且, 当前这种收费模式, 在实践中仍然是最为可行的, 评级机构自身为提高市场声誉的动力以及外部监管的有效措施, 促进了评级机构执业的公正规范, 极大地降低了收费安排中的“道德风险”。当然, 从发展来看, 评级机构的收费模式并不是一成不变的, 而应该随着外部环境的变化与时俱进, 不断改进。如在时机成熟时, 可以考虑增加出版物、评级报告等的出售收入。从本质上看, 评级机构收费模式之争, 乃是评级公信力的问题。加强与收费制度相关的制度保障并增强执行力, 可以较好地解决收费模式影响评级公信力的问题。具体来看: 一是规范收费, 加强对评级收费的监管, 定期或不定期地对评级收费进行现场和非现场检查; 二是评级机构建立利益冲突防范机制, 这主要包括对实际或潜在利益的充分披露、有效管理、建立并有效执行防火墙制度, 如分析团队与市场部门隔离等; 三是落实评级服务实际委托人, 在条件成熟情况下, 尝试债券投资者及潜在债权人选择评级机构, 切断发行人和评级机构的道德风险链条; 探讨建立评级收费资金结算通道, 割断评级机构和受评企业直接的资金关系。

(该文发表于:《中国金融》2006.16)

《中国人民银行信用评级管理指导意见》公布

2006年3月29日，中国人民银行公布了《信用评级管理指导意见》。针对信用评级机构，央行将建立以违约率为核心考核指标的检验体系，对信用评级机构的评级质量进行验证，并向社会公示评级违约结果。该《指导意见》适用于中国人民银行对信用评级机构在银行间债券市场和信贷市场从事金融产品信用评级、借款企业信用评级、担保机构信用评级业务的管理和指导。它要求信用评级机构应按时向中国人民银行报送违约率统计所需的信息，包括企业组织机构代码、贷款卡号等。《指导意见》提出，信用评级机构在债券存续期和企业信用等级有效期内，应进行跟踪评级。跟踪评级结果与公告结果不一致的，由信用评级机构及时通知被评对象。信用评级机构应将变更后的债券信用等级在指定媒体上向社会公布并书面报告中国人民银行；变更后的借款企业信用等级和担保机构信用等级，信用评级机构除书面报告中国人民银行外，还应在企业自愿的原则下，将其信用等级在国内有关媒体上公告。拟发行债券的信用评级结果由债券发行人在中国人民银行指定的国内有关媒体上公告。借款企业和担保机构信用评级结果，由信用评级机构在企业自愿的原则下，将其信用等级在国内有关媒

体上公告。

央行要求，信用评级机构应具备跟踪评级及复评制度、防火墙制度、回避制度等避免利益冲突的相关制度、业务信息保密制度、违约率检验制度、信用评级结果公示制度等。信用评级机构和评估人员如与被评对象有利益关系的，应当回避。若信用评级机构不遵守评级程序、恶性竞争、评级诈骗、以级定价或以价定级等行为，央行将向社会公开披露，并中止违规机构在银行间债券市场和信贷市场信用评级业务。

第三届中国信用评级发展前景论坛召开

2006年5月18日至19日，“第三届中国信用评级发展前景论坛”在厦门召开。银监会、证监会、保监会、52家法人评级机构、16家商业银行总分行和人民银行分支行的代表出席了本次论坛。代表们围绕“商业银行内部评级与第三方外部评级相结合”的论坛主题展开了充分、热烈讨论，共同致力于推动我国信用评级事业发展，同时帮助商业银行提高风险管理水平，防范金融风险，维护金融稳定。



近几年，为更好地防范和管理信贷风险，商业银行纷纷探索建立内部信用评级体系。各商业银行依据各自客户群体结构积累的经验值设计了不同的信用评级指标体系，客户群体的单一或有所偏重导致评级指标选取及其权重的不一致，信用等级划分也不统一，为各商业银行的风险管理带来一定困惑。与此同时，我国外部信用评级近年来得到较快发展。外部信用评级机构以其第三方的立场，本着独立、客观、公正的原则，拥有评级样本量多、信息覆盖面广的优势，建立了较为系统、科学的评级方法和评级体系，在某种程度上能够弥补商业银行内部评级的不足。同时外部信用评级还能够有效增强全社会的信用意识，促进社会信用体系建设，改善金融生态环境和提高市场经济运行效率。在《新巴塞尔资本协议》对内部评级提出很高要求的压力下，商业银行内部评级与外部评级相结合越发成为符合中国国情的现实选择。

本次论坛的召开为关注我国信用评级事业发展的各方人士提供了交流的平台，将信用评级在我国的发展现状和发展方向的探讨推向深入。首先，出席会议的部门在“商业银行内部评级和外部评级相结合”的观点上达成共识，对内外评级各自的优势作了充分说明，强调两者的互相配合和补充，确立了内外评级相互促进、共同发展的道路。其次，对内外评级相结合的切入点、可行途径、结合机制和运作模式等进行了详尽细致的讨论，结合

评级市场现状进行的分析是多角度的、是具体的，表明对我国国情的尊重和认识的提高。在此基础上，商业银行和评级机构可以更好地总结各自已有的评级经验，建立适应我国市场需求的评级模式，进一步完善我国的信用评级体系。再次，商业银行与评级机构有了更直接的沟通。评级机构听取到商业银行作为评级结果使用者的各种需求，清楚地了解到要提供什么样的产品和服务和从哪些方面提高自身评级质量，从而更有效地与商业银行开展合作。最后，参会代表认识到信用评级的可持续发展是以金融市场的稳步发展和征信体系的逐步完善为基础，商业银行内部评级和第三方外部评级都要考虑到金融市场的发展趋势，通过专业化分工发展成为完善的社会信用体系的重要组成部分。

本次论坛的成功举办将引导我国信用评级行业迈向更广阔的天地，通过各界人士的共同努力，我国的信用评级事业将阔步向前，大有作为。

我国信用管理师教育培训进入 “实验期”

我国将从今年起开始实施信用管理师国家职业资格证书制度，与之相配合的信用管理师国家职业教育也将同时展开。

信用管理师是劳动和社会保障部于2005年3月发布的新职业之一。据劳动和社会保障部职业技能鉴定中心主任刘康介绍，信用管理师所做的工作，概括来说就是为了达到信用交易

的目的和维持信用关系的正常运行，应用现代科学技术，通过征集分析信用信息数据，制定信用政策，配置信用资源，防范和减少信用风险，实现安全交易，而进行的一系列现代信用管理活动。做好信用风险管理工作的，信用管理专业技术人员必须具有较高的多学科的理论知识水平和高水平的专业技能。因此，在国家职业序列中信用管理师属于高技能人才中的“知识技能型人才”。



建设“信用长三角”，营造区域“软环境”——“信用长三角”高层研讨会在上海召开

2006年6月30日，“信用长三角”高层研讨会(2006'上海)在上海富豪环球东亚酒店召开。该次研讨会由上海市征信管理办公室、江苏省社会信用体系建设领导小组办公室、浙江省信用建设领导小组办公室共同主办，上海市徐汇区人民政府承办。会议期间，上海市市委常委、副市长冯国勤，江苏省副省长赵克志，浙江省

副省长茅临生出席会议，并分别就各省、市信用体系建设情况发表演讲。来自国家发展改革委、人民银行、全国整规办的政府官员，国内外信用专家、大型企业集团及征信机构代表等共约250人出席了研讨会。作为祝贺单位参加会议的协会会员是上海新世纪资信评估投资服务有限公司、上海资信有限公司、上海远东资信评估有限公司、中诚信证券评估有限公司、科法斯(上海)信息服务有限公司。

此次会议的召开旨在加快推进长三角区域信用体系建设，打造“信用长三角”品牌，交流上海、江苏、浙江三省市信用体系建设推进情况，借鉴国际国内社会信用体系建设经验。研讨会上，三地信用主管部门联合发布了“信用长三角”徐汇宣言，宣告将携手打造“信用长三角”。

2004年7月14日，苏浙沪三地签署了《江苏省、浙江省、上海市信用体系建设合作备忘录》，决定在各自区域社会信用体系建设的基础上，探索建立区域性信用体系建设合作机制和信用信息共享模式。之后，又进一



步形成区域合作推进方案，启动“信用长三角”信息共享平台建设等多方面的合作。研讨会上，冯国勤、赵克志、茅临生三地领导共同点击开通“信用长三角”信息共享平台，目前该平台已初步实现 8 项企业信用信息的联网共享查询。

研讨会最后，三地信用主管部门联合发布“信用长三角”徐汇宣言，主要目标是：长三角区域信用意识明显提升，“诚实、守信”成为两省一市人民共同的道德规范；区域社会运行成本明显降低，国际竞争力进一步增强；区域信用服务业快速发展，经济社会信用制度比较完善；率先建立符合国际惯例、适应中国国情、满足地方经济社会发展需求的区域性社会信用体系。为此，三地将共同致力于加强信用制度建设，营造趋同的信用制度环境；遵照国际惯例，培育信用市场；加强社会诚信创建活动、提高全社会的诚信意识，并大力推进合作交流工作机制建设。

公共征信机构将覆盖全国 —— 已初步建成企业和个人信用信息基础数据库

2006 年 7 月 24 日至 25 日，中国人民银行召开分支行行长座谈会。会议透露，当前和今后一个时期，我国将依托企业、个人信用信息基础数据库，汇集企业和个人在税务、合同履行、产品质量，以及个人身份、工商登记等方面的信息，形成全国范围的公共征信机构。推动社会征信机构

健康有序发展，形成多层次、多方位的征信机构体系。加快征信立法和标准化建设，大力推动《征信管理条例》尽早出台。

目前央行已初步建成全国统一的企业和个人信用信息基础数据库，并与相关部门加强协调沟通，不断拓展信息库的内容和服务范围，为社会信用体系建设打下了坚实基础。央行还制定并实施了《个人信用信息基础数据库管理暂行办法》和《信用评级管理指导意见》，建立资信评级机构的事后检验制度和统计报告制度，完善征信法规建设，强化征信市场监管。

我国主权信用评级连续 7 年提升

2006 年 7 月 27 日标准普尔发布了一系列对中国未来宏观调控政策的预期信息。标普信用评级部门同时向记者表示，目前已将中国的长期主权信用评级由“A-”调升至“A”，评级展望稳定。

国家开发银行和中国进出口银行的长期信用评级也由“A-”调升至“A”，与两家银行的出资人——中国政府的评级保持一致。

标准普尔主权评级分析师周彬表示，给予中国稳定的评级展望，是因为预期中国在继续其经济改革的过程中，仍将保持宏观经济稳定。通过进一步深化市场体制改革、提高非贸易领域的生



产效率，投资的低效率状况将有所改善，收入水平也会加速提升，中国的评级展望也将提升至正面。

经济改革促评级调升

周彬告诉记者：“调升中国主权信用评级的原因在于中国一直在努力强化银行体系，以减轻未来的财政负担，而持之以恒的经济自由化和经济改革也带来了极佳的经济增长前景。同时，财政灵活性不断改善、外部流动性充裕以及政府坚定的改革决心提升了中国经受冲击的能力，并推进了渐进式的改革进程。这也是为什么中国的主权信用评级基础自1999年起逐渐改善的原因。”

货币政策灵活性仍受限

据记者了解，标普调升中国主权信用评级的另一原因是，中国经济的高速增长极大改善了政府财政状况，财政收入不断增加，赤字不断降低。

标普预计，2006年中国财政收入约为GDP的20%，而财政赤字将不足GDP的1%，这使得中国政府能够有效应对银行体系和经济中以往存在的问题。中国的外汇储备规模已经是世界第一，年内将达到1万亿美元。由于经常账户和资本账户的持续顺差，中国的外汇储备预计仍将继续升高。

但周彬提醒说，政府债务及或有负债仍处于较高水平，市场机制不健全以及货币政策的灵活性受限等因素会削弱上述优势。

调控政策或将陆续出台

在谈及今年上半年政府宏观调控时，周彬表示，本轮经济周期，尤其是贷款和投资在2006年上半年的快速增长，凸显出中国经济结构上的一些问题（比如人民币汇率制度和以投资作为经济的主要增长动力）已经对货币政策形成制约，而该问题又因巨额的资本流入和流动性过剩变得更加复杂。政府不得不运用行政手段限制信贷增长，而不是让市场力量通过调节汇率和利率发挥作用。

“不过在本轮经济周期中，中国政府很早即作出反应，收紧货币政策并力图限制低效率的投资。”周彬举例说，今年7月，中央银行将存款准备金率提高至8.5%，这是两个月内的第二次提高。

标普预计，目前的措施还仅仅是第一步，今后会有政策陆续出台，将经济增长稳定至一个可持续发展的水平。比如，贷款利率会再次上升，货币政策进一步收紧，人民币也会逐步升值。

苏宁副行长指出要汲取国际经验

推动中国信用评级发展

中国人民银行副行长苏宁2006年9月28日在京表示，“汲取国际经验，引入国际先进的评级理念和评级技术，开展与国际评级机构的合作和合资，对中国信用评级业的发展而言是必要的，也是可能的。”

回顾中国信用评级业的发展历程，苏宁指出，中国信用评级业诞生

于上世纪 80 年代，经过近 20 年的发展，已经成为促进金融市场发展、防范金融风险的重要力量。信用体系建设是现代市场经济的基石，加快信用体系建设已经成为广泛共识。近年来，随着中国金融业的不断开放和中国资本市场、债券市场的发展，信用评级的作用日益显现，市场对信用评级的需求越来越大。

苏宁指出，人民银行高度重视信用评级业的发展，制定颁布了国内第一部规范信用评级机构业务行为的《信用评级管理指导意见》，以及以 22 号公告为代表的一系列规范信用评级服务于银行间债券市场的管理办法，促进信用评级业在规范中发展。信用评级业是市场经济的产物，其发展也是高度市场化的，市场化运作的独立评级机构是信用评级业发展的主要力量。

苏宁表示，汲取国际经验将有助于推动中国信用评级业的发展。在资本市场和债券市场的发展过程中，汲取国际经验是十分必要的。在成熟的市场体系下，信用评级机构作为独立的市场参与者，其发表的独立意见，对于防范风险、完善市场监管发挥了不可替代的作用。在中国金融和资本市场对评级业提出更高要求的时候，引入国际先进的评级理念和评级技术，开展与国际评级机构的合作和合资是必要的，也是可能的，将对中国评级业发展产生重要意义。

上海市担保机构信用评级联合评审会成功召开

2006 年 12 月 1 日，上海市担保机构信用评级联合评审会召开。参加评审会的有人民银行征信局、人民银行上海总部征信管理处的领导，有来自银行、政府机构、高等院校等各个领域的 8 位资深专家，以及参加担保机构信用评级的 4 家信用评级公司。

为推进中小企业信用担保体系建设，建立若干有一定知名度的担保机构品牌，由上海市促进小企业发展协调办公室、人民银行上海总部、上海银监局牵头组织，专业评级公司具体负责开展了担保机构信用评级。此次担保机构信用评级是上海市在信用体系建设方面进行的又一次积极探索。通过市场化招标方式，新世纪公司等四家信用评级机构入围。在本次担保机构联合评审会上，四家评级机构推荐的 13 家担保公司的信用级别全部通过，评审会专家们对报告质量表示满意。对新世纪公司上会的 4 家担保公司的信用评级，专家们一致肯定了新世纪公司在担保行业、担保客户的资产质量等方面的深入全面的分析和较为独到的观点与视角。本次联合评审会取得了圆满成功。



银行间债市信用评级规范即将出台

2007年1月9日，中国人民银行官员透露，《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等5项征信业标准即将公布。其中银行间债市信用评级包括信用评级主体规范、业务规范及业务管理规范3个具体标准。

即将出台的这个规范，明确提出了信用评级机构所要从事这项工作的要求，重点提出了信用评级机构的评级程序，包括签合同、收费用、进场、提出资料进行分析、形成初步评级报告、内部评审、与被评对象进行通气、若有意见进行复评、复评后确定报告并最终发布等一系列完整的流程。机构标准则包括应具备哪些专业人员、需要什么样的专业素质等方面。

此外央行还称，今后将根据征信体系建设和征信市场管理需要，提出征信标准体系建设总体规划。

央行征信管理局局长戴根有称，为提高评级水平，真正对债券市场投资人负责，央行的基本思路是要建立市场化的优胜劣汰机制；监管机构的任务就是在评级时制定好规范，并进行事后监督。通过事后检验，对以前若干年评级情况进行统计分析。违约率一旦公布后，市场优胜劣汰的机制马上就会见效。

央行征信管理局监管处处长黄慕东称，如果评级机构没有按照这套完整的程序进行评级，就不是严格的报

告，就会出现“以级定价、以价定级”的现象。出台这部《规范》对规范信用评级机构发展尤其是培育国内民族评级机构的诞生很有必要。他认为，我国可以借鉴东亚情况，在国外评级机构打进来的时候搞双评级，即“国外一家、国内一家”，通过这种方式稳定市场。

目前央行确定了5家信用评级机构在银行间债券市场从事评级工作，即新世纪、中诚信、大公国际、联合资信、远东等评估公司，其重点就是对短期融资券进行评级。





中国人民银行 信用评级管理 指导意见(银发 〔2006〕95号)

为指导中国人民银行分支行管理信用评级工作,规范信用评级机构在银行间债券市场和信贷市场信用评级执业行为,促进信用评级业的健康发展,现就信用评级管理提出以下指导意见:

一、本指导意见适用于中国人民银行对信用评级机构在银行间债券市场和信贷市场从事金融产品信用评级、借款企业信用评级、担保机构信用评级业务的管理和指导。

二、信用评级机构应拥有相当的有一定经验的金融、会计、证券、投资、评估等专业知识的专业评估人员。

三、信用评级机构应向中国人民银行提供下列材料:

(一)工商行政管理部门核发的《企业法人营业执照》和税务部门核发的《税务登记证》副本复印件并出示副本原件;

(二)公司章程;

(三)注册资本验资报告复印件并出示原件;

(四)信用评级工作制度和内部管理制度;

(五)最近三年的财务报表;

(六)经物价部门核定或备案的收费标准;

(七)办公场所及组织机构的设置情况;

(八)法定代表人及其高级管理人员(指副总经理以上人员)的身份证明复印件、简历及有关资料。

四、信用评级机构应具备以下信用评级工作制度和内部管理制度:

(一)信用评级程序细则;

(二)信用评级方法规则;

(三)专业评估人员执业规范;

(四)信用评级报告准则;

(五)信用评级工作实地调查制度;

(六)信用评级评审委员会管理制度;

(七)跟踪评级及复评制度;

(八)防火墙制度、回避制度等避免利益冲突的相关制度;

(九)业务信息保密制度;

(十)违约率检验制度;

(十一)信用评级结果公示制度。

五、从事信用评级业务的信用评级机构应遵循以下原则:

(一)按照国家有关法律、法规、政策和中国人民银行有关规定,开展信用评级业务;

(二)根据独立、公正、客观、科学的原则设定信用评级方法体系,采用宏观与微观、动态与静态、定量与定性相结合的科学分析方法,确定被评对象的信用等级;

(三)严格依据公开的评级方法和程序,独立地开展信用评级工作,保证评级的公正性、一致性、完整性,

信用评级结果不受任何单位和个人的影响；

(四)信用评级机构和评估人员如与被评对象有利益关系的，应当回避。

六、信用评级机构要依据国家有关法律、行政法规、政策，按照中国人民银行对信用评级要素、标识及含义的要求(见附件)，在对债务人主体的财务状况、风险管理、经营能力、盈利能力等整体信用状况进行分析的基础上，对债务的违约可能性及清偿程度进行综合判断，并以简单、直观的符号表示信用等级。

七、信用评级机构应遵循以下信用评级程序：

(一)被评对象与信用评级机构当事双方签订评级合同，支付评估费。

(二)被评对象按合同规定向信用评级机构提供所需的真实、完整的有关资料、报表。

(三)信用评级机构收到被评对象提供的资料、报表后，在合同规定期限内按有关规定进行详细审核，并就被评对象经营及财务状况组织现场调查和访谈。

(四)信用评级机构综合搜集到的与被评对象有关的信息资料，经加工分析后提出信用评级报告书。

(五)信用评级机构召开内部信用评级评审委员会，评定等级。

(六)如被评对象有充分理由认为评级结果与实际情况存在较大差异，可在规定的时限内向信用评级机构提出复评申请并提供补充资料，复评次数仅限一次；首次评级后，信用评级

机构应将评级结果书面告知被评对象并向中国人民银行报告。

(七)拟发行债券的信用评级结果由债券发行人在中国人民银行指定的国内有关媒体上公告。借款企业和担保机构信用评级结果，由信用评级机构在企业自愿的原则下，将其信用等级在国内有关媒体上公告。

(八)信用评级机构在债券存续期和企业信用等级有效期内，应进行跟踪评级。跟踪评级结果与公告结果不一致的，由信用评级机构及时通知被评对象。信用评级机构应将变更后的债券信用等级在指定媒体上向社会公布并书面报告中国人民银行；变更后的借款企业信用等级和担保机构信用等级，信用评级机构除书面报告中国人民银行外，还应在企业自愿的原则下，将其信用等级在国内有关媒体上公告。

八、信用评级机构及其评估人员不得有下列行为：

(一)向中国人民银行报送有虚假陈述或者重大遗漏的文件、资料；

(二)对本机构的股东及有利益关系者进行评级；

(三)同被评对象合谋篡改评级资料从而歪曲评级结果；

(四)以承诺、分享投资收益或者分担投资损失、承诺高等级、压价竞争、诋毁同行等不正当竞争手段招揽业务，进行恶性竞争；

(五)未经被评对象的同意将有关评级资料和信息向社会公布或泄露他人，但国家法律和行政法规另有规定

的除外；

(六) 为委托人提供担保；

(七) 高级管理人员从事与信用评级业务有利益冲突的兼职业务；

(八) 国家法律、行政法规及中国人民银行规定的其他禁止行为。

九、信用评级机构应就评级资料建立数据库并进行永久保存。

十、信用评级机构应按规定向中国人民银行报送信用评级机构统计报表、信用评级报告全文、跟踪评级安排及跟踪评级报告等材料。

十一、中国人民银行建立以违约率为核心考核指标的检验体系，对信用评级机构的评级质量进行验证，并向社会公示评级违约结果。

信用评级机构应按时向中国人民

银行报送违约率统计所需的信息，包括企业组织机构代码、贷款卡号等。

十二、对信用评级机构不遵守评级程序、恶性竞争、评级诈骗、以级定价或以价定级等行为，中国人民银行将向社会公开披露，并中止违规机构在银行间债券市场和信贷市场信用评级业务。

请人民银行上海总部、各分支行将本指导意见转发给辖区内信用评级机构、人民银行各地（市）中心支行和各金融机构，并结合当地实际情况，组织辖区内信用评级机构遵照执行。对实施过程中出现的新情况、新问题，及时向总行报告。

中国人民银行

二〇〇六年三月二十九日

我国相关法律法规中对资信评级的要求

发布日期	法规/办法/条例	制定部门	评级要求
1993.8	企业债券管理条例	国务院	可以评级
1996.4	贷款证管理办法	人行	可以评级
1996.8	贷款通则	人行	可以评级
1997.3	可转换债券管理暂行办法	国务院	可以评级
1998.1	境内机构发行外币债券管理办法	人行	应当评级
2003.8	证券公司债券管理暂行办法	证监会	应当评级
2004.4	贷款通则(修订)	人行、银监会	可以评级
2004.6	商业银行次级债发行管理办法	人行	应当评级
2004.8	汽车贷款管理办法	银监会	应当评级
2004.9	保险公司次级定期债务管理暂行办法	保监会	可以评级
2004.10	证券公司短期融资券管理办法	证监会、人行、银监会	可以评级
2005.4	全国银行间债券市场金融债券发行管理办法	人行	应该评级
2005.4	信贷资产证券化试点管理办法	人行、银监会	应当评级
2005.5	短期融资券管理办法	人行	应当评级
2006.9	中国人民银行关于商业银行发行混合资本债券的公告	人行	应当评级

资料来源：根据相关网站资料整理

上海新世纪成为 2006 年上海市借款企业信用评级市场化试点评级机构

为推进上海市信用评级市场化进程，完善评级模式，人民银行上海总部在总结前几年借款企业信用评级经验的基础上，决定对今年在规定贷款规模以上的初评企业实行市场化运作，旨在培育和提评级机构的意识和竞争能力，提升评级产品质量和社会公信力，打造出我国高水平的民族评级机构，推进上海市评级市场健康有序发展。为了确保市场化试点工作的顺利开展，上海总部多次召开评级机构、金融机构座谈会，听取意见、研究试点方

案，并于 3 月 15 日召开了“上海市借款企业信用评级市场化招标会”。上海市 9 家评级机构积极踊跃地参加了此次招标会。

这次试点工作得到了央行征信管理局的高度重视和支持，姜维俊局级巡视员、黄慕东处长参加了招标会，并见证了整个招标过程。试点工作也得到了上海市信息化委员会、上海市

促进小企业发展协调办公室的大力支持，其主要领导也参加了会议。会上姜维俊正局级巡视员作了重要讲话，他指出上海信用评级业一直走在全国前列，此次市场化评级试点工作又为全国征信业发展开拓了新的思路。希望上海认真做好这次探索性的试点工作，继续先试先行，为全国征信业的发展，创造积累更多有价值的经验。央行上海总部金融服务二部李竞雄主任主持招标会并提出要求。9 家评级机构会前精心准备、志在必得。会上各家机构按抽签顺序依次作了参加市场化竞标的演讲，以商业银行评级专家



为主组成的招标专家组本着“客观、公正、专业、负责”的精神对参加竞标的评级机构进行评定，最后投票选出：上海远东资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、中诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司上海分公司 4 家为 2006 年上海市借款企业信用评级市场化试点的评级机构。

标准普尔执行总裁到访新世纪公司

2006年2月17日下午,标准普尔中国区总裁扈企平先生和副董事彭亚利先生到访新世纪公司。公司总经理朱荣恩及常务副总经理丁豪樑进行了接待,双方就国内、国际评级行业发展现状以及国内评级行业发展状况进行了沟通,并计划通过培训和项目等形式展开合作。

3月21日上午,标准普尔公司再次到访新世纪,前来的有标普全球执行副总裁 Vickie A. Tillman 等一行四人。新世纪公司常务副总经理丁豪樑向 Tillman 女士一行介绍了公司的历史沿革、业务种类、人员素质、市场份额等情况。随后 Tillman 女士与朱荣恩总经理、丁豪樑常务副总经理就中国资信评估行业未来的发展趋势进行了探讨,双方对中国资信评估行业的发展前景一致看好。

央行征信局和上海总部领导视察新世纪

2006年3月14日,中国人民银行征信管理局姜维俊局级巡视员、黄慕



东处长、央行上海总部金融服务二部李竞雄主任、央行上海征信处林明增处长、张丽红科长五位领导视察了新世纪。公司总经理朱荣恩、常务副总经理丁豪樑详细汇报了公司的发展历程、评级技术研究、公司管理制度建设等情况。央行领导充分肯定了公司已取得的成绩,并对公司未来如何更好的开展工作提出了指导性意见和建议。

新世纪公司开展内部培训

为提高公司信用评估人员及其相关人员理论水平和实务水平,提升公司业务质量水平,为新世纪的发展和员工自身的进步夯实基础,3月21日和23日,新世纪公司开展了2006年度第一次内部培训。培训主要就资信评级的发展、违约率计算与检验、企业债券评级、短期融资券评级、贷款企业评级等几个专题展开。培训取得了良好的效果,员工普遍反应收获很大。新世纪公司后期相关培训也将陆续展开。

经新世纪评级的中小企业获银行贷款优惠政策

2006年3月28日在中国人民银行上海分行召开了《上海市中小企业征信体系建设试点工作总结推广会首批试点中小企业信用签约仪式》大会,会上经上海新世纪资信评估投资服务有限公司评级并获得银行贷款优惠政

策的中小企业与银行签订了贷款协议，其中包括：上海永得服饰商标有限公司，信用等级为 A 级；上海信业计算机网络有限公司，信用等级为 A 级；上海东方磁卡工程有限公司，信用等级为 A 级；上海赛福贸易有限公司，信用等级为 A 级；上海群工羊绒有限公司，信用等级为 A 级等。

本次由人民银行牵头发起的中小企业信用评级在国内尚属首次，对加快上海市中小企业征信体系建设，有效缓解中小企业贷款难问题，大力促进中小企业发展起到了积极的推动作用。

新世纪召开“2006 年贷款企业评级业务研讨会”

2006 年 5 月 11 日，上海新世纪资信评估投资服务有限公司召开了“2006 年贷款企业评级业务研讨会”。出席会议的有：上海市世博事务协调局、静安区人大常委会、上海财经大学国际金融学院、中国工商银行上海分行信贷管理部、中国银行上海分行风险管理处、上海银行信贷审批部、上海大盛资产经营公司等业内专家以及新世纪公司高层领导；中国人民银行上海总部征信管理处林明增处长、张丽红科长出席了研讨会并讲了话。

会议中，各位领导、专家对新世纪公司多年来的评级工作给与充分肯定，并对 2006 年的评级工作提出了要求。新世纪公司就专家意见进行汇总、分析、研究后整理成 14 个问题作了汇报，各位专家就相关问题进行了热烈

的讨论，并阐述了各自的意见，提出了各自的建议并达成共识。

上海新世纪财务信用管理进修学院举办“新会计准则及相关问题的探讨，内部控制理论方法评价案例”的专题讲座

2006 年 8 月 11 日，上海新世纪财务信用管理进修学院的“新会计准则及相关问题的探讨，内部控制理论方法评价案例”的专题讲座在上海延安饭店的华园厅开讲。

上海新世纪财务信用管理进修学院是由上海新世纪资信评估投资服务有限公司设立创办，学院以财务、信用、管理系列培训为特色进行各类中高层次专业培训。学院依托公司，具有丰富的实务经验、资深的师资力量



以及深厚的理论研究功底。产学研相结合是学院的核心优势。

本次讲座由上海财大教授、博导、财政部会计准则委员会咨询专家、内部控制研究专家、上海新世纪资信评估投资服务有限公司总经理，上海新世纪财务信用管理进修学院院长朱荣恩为学员做了“内部控制理论、方法、评价案例”的主题讲座；财政部会计司副司长、国际会计准则委员会咨询

专家，中国会计学会常务理事应唯为学员做了“新会计准则及相关问题的探讨”的主题讲座。

本次主题讲座历时二天，于8月12日圆满结束。

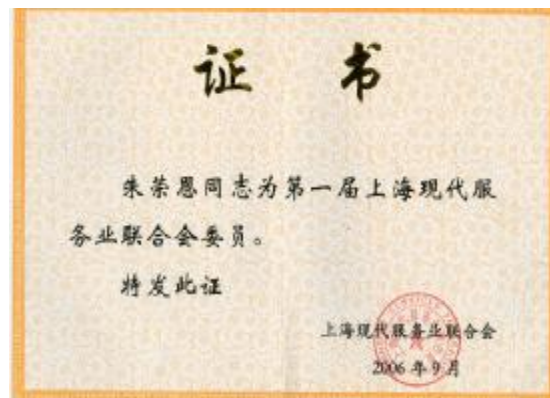
新世纪公司内控课题喜获中国电力科学技术三等奖

由新世纪公司完成的课题《华东电网内部控制评价体系》，2005年度中国电力科学技术奖评选活动中，从众多参赛课题中脱颖而出，获得专家评委的一致好评，摘取了中国电力科学技术奖三等奖的荣誉。新世纪公司因在促进中国电力科学技术进步工作中的重大贡献而受到了表彰。



务行业协会成功加入了上海现代服务业联合会。作为上海市信用服务行业协会副会长，新世纪公司总经理朱荣恩教授参加了本次座谈会，并被选为上海现代服务业联合会委员，授予委员证书。

出席本次座谈会的有上海市政协副主席、上海现代服务业联合会会长宋仪桥先生等人，以及上海市各个服务业协会的代表。上海现代服务业联合会是由上海市主要从事现代服务业的行业协会、学会及企事业单位等机构自愿组成，联合会充分发挥上海服务业行业协会的组织优势，为推动上海现代服务业的发展搭建了资源共享的大平台。



朱荣恩总经理当选为上海现代服务业联合会委员

2006年9月19日，上海现代服务业联合会在市政协文化俱乐部召开了新入会单位座谈会。

在本次座谈会上，上海市信用服

新世纪公司成功举行《资信评估知识及借款企业资信评估实务讲座》

2006年11月24日，由上海新世纪资信评估投资服务有限公司创办的上海新世纪财务信用管理进修学院成功举办了《资信评估知识及借款企业资信评估实务讲座》。此次讲座是新世

纪公司继 2006 年 8 月 11 日的《新会计准则及相关问题的探讨、内部控制理论方法评价案例》之后又一次产学研发展道路上迈出的新步伐。新世纪公司对本次讲座给予了高度的重视，组织理论功底深厚且实务经验丰富的公司骨干组成师资团队，并编写了最新的讲座教材。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及公司业务骨干为学员们作了关于资信评估理论和实务的讲座，其中包括数十家借款企业评级和 3 家企业集团评级案例的深入分析及点评。参加本次讲座的有来自各大型企业、企业集团以及银行信贷部门的管理人员计 40 余人，他们充分肯定了讲座内容和师资队伍，同时对会务组织安排表示满意。本次讲座为评估公司、银行、企业三方提供了一个良好的互动交流平台，并将促进上海市借款企业资信评估业务的进一步发展。

《资信评级》专著出版

新世纪公司总经理朱荣恩、常务副总经理丁豪樑和研发部袁敏博士所著的《资信评级》由中国时代经济出版社于 2006 年 10 月出版。《资信评级》一书在总结、归纳评级理论与实务的基础上，结合我国资信评级的历史和现状，对资信评级的行业和制度建立进行全方位的扫描，以期对我国资信评级制度的完善有所推动。

朱荣恩总经理被荣聘为《中国信用年鉴》编辑委员会委员

新世纪公司总经理朱荣恩教授被全国整顿和规范市场经济秩序领导小组办公室荣聘为《中国信用年鉴》（首卷）编辑委员会委员。



新世纪公司在黑龙江省的担保公司、中小企业评级业务圆满完成

2006 年，新世纪公司在拓展外地资信评级业务方面取得了阶段性的成果，在黑龙江成功开展了中小企业评级业务和担保机构资信评级业务。

2006 年 5 月 10 日至 5 月 21 日，新世纪公司赴黑龙江省开展中小企业评级业务，完成报告 18 篇，新世纪公司独特的评级方法、严谨的工作态度、良好的报告质量得到了主管部门——黑龙江省中小企业局的认可，为双方合作打下了良好的基础。

2006 年 9 月，新世纪公司应邀参加黑龙江担保机构资信评级业务，出具了 10 份担保机构评级报告，圆满完成了评级工作。本次评级充分地展现

了新世纪公司的评级技术、工作质量和职业素养。

2006年11月21日至12月1日，新世纪第二次赴黑龙江省开展中小企业评级业务，共完成报告39篇，又一次得到黑龙江省中小企业局的高度评价。

新世纪公司综合信息系统投入运行

2003年新世纪公司确立了以信息化建设为抓手，努力应用最先进的IT技术，提升管理水平，促进精益化运营的发展思路。经过近几年的积极探索，初步建立起了公司综合信息系统。该综合信息系统包括业务管理和行政管理的主要内容，共分7个模块，分别为数据分析、信息管理、客户中心、公务中心、业务管理、行政管理、系统管理。

2006年，基于IT技术的快速发展和公司深化信息化建设的进一步需要，公司对现有的综合信息系统进行改进。2006年公司工作重点是强化内部管理方面的信息化，实现公司办公的无纸化、审批的流程化、信息的共享化和沟通的及时化。为此，公司专门成立了以公司常务副总经理挂帅的综合信息系统实施小组，历经半年时间的反复讨论和修改，推出了界面友好，更加便于操作的公司综合信息系统（管理模

块），使公司信息化管理水平又上了一个新台阶。

新世纪公司获2006年度上海市贷款企业资信等级评估先进集体荣誉

2006年度上海市贷款企业资信等级评估工作总结大会于2006年12月29日成功举行。中国人民银行上海总部的相关领导、资信评级公司的代表、商业银行代表等出席了该次会议。

会上，央行上海总部的领导充分肯定了各家资信评估公司在2006年度上海市贷款企业资信等级评估工作中取得的进展，并评选出2006年度上海市贷款企业资信等级评估先进集体、先进个人。新世纪公司以其在评级质量、业务规范、服务水平、内部管理等诸多方面的不懈努力和取得的成绩，获得了人行及商业银行的认可，被评选为2006年度上海市贷款企业资信等级评估先进集体。

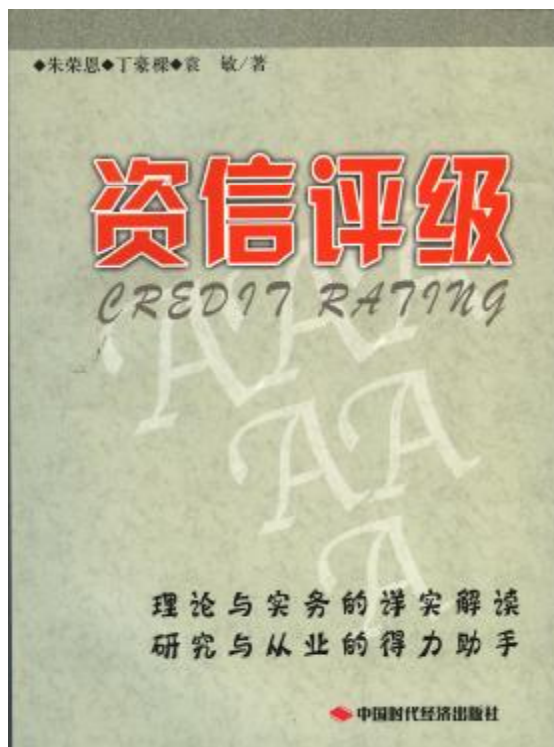


资 本市场的发展、债务融资工
具的丰富，在给投资者、发
行方以及其他市场参与者提供新的理
财机遇的同时，也带来了一系列的信
用风险问题。作为一种解决信息不对
称的机制安排，资信评级是社会经
济发展的必然产物。新世纪公司总
经理朱荣恩、常务副总经理丁豪樑
和研发部袁敏博士所著的《资信
评级》由中国时代经济出版社于
2006年10月出版。《资信评级》
一书在总结、归纳评级理论与实
务的基础上，结合我国资信评级的
历史和现状，对资信评级的行业
和制度建立进行全方位的扫描，
以期对我国资信评级制度的完善
有所推动。本书编者既有多年资
信评级的教学和理论基础，也有
长期从事债券、借款企业和短期
融资券评级的实务经验，在写作
中他们将资信评级的理论和实践
相结合，既有一定的理论深度，
也对资信评级实务有现实的指导
意义。该书共分五部分，第一部分
为第一章，主要论述资信评级的
产生和发展、资信评级机构概况
以及资信评级的概念和内涵、功
能和作用及现实需求等；第二部
分包括第二至五章，主要论述资
信评级的业务品种和程序、资信
评级的方法和准则、资信评级的
符号和解读、我国资信评级的发
展和现实需求；第三部分为第六
至十四章，分别按照资信评级的
对象论述其具体内容要求；第四
部分为第十五章，从巴塞尔新资
本协议入手，论述了内部评级法
的相关内容和要求；第五部分为
第十六章，主要论述资信评级的质

量检验问题。

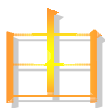
1996年，当上海资本市场尚处于萌芽状态，由朱荣恩、徐建新主编的《资信评级》一书出版了，它成为国内全面系统介绍西方资信评级理论和实务成果的第一本专著。10年来，我国金融市场得到了很大的发展，尤其是1997年银行间债券市场建立以来，债券市场工具日益丰富，资信评级业出现了很多新的变化。在此大背景下，《资信评级》仍在朱荣恩教授的主持策划下，紧密结合十多年来的丰富实践经验，融入了对资信评级理论和实务更为深刻的理解，经总结、提炼、全面修改与补充后再次出版。

十年磨一剑。新版的《资信评级》从内容上看，不仅从原来的13章扩充到16章，而且增加了自1997年开始连续9年的具有中国特色的企事业信贷评级，并对评级的基本理论和最新



进展进行了深入地探讨。全书以世界资本市场为背景，结合我国信贷市场、债券市场和银行间债券市场的实际，全方位展示了当今国内外资信评级的各个领域，并对商业银行内部评级法、资信评级的质量检验进行了初步的整理和总结。本书的出版，对从业人员加深资信评级的认识和理解、掌握基本的资信评级知识、提高资信评级的

实际操作能力有积极的推动作用。在写作过程中，作者努力将国外先进的评级理论和方法与我国资信评级的实际进行对比、结合，因此本书不仅对资信评级专职机构及其专业人员具有很好的启迪作用，且对金融院校学习、教学及广大金融领域的科研人员都具有重要的参考价值。



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编著的《资信评级》一书，已于2006年6月出版。该书系上海财经大学《信用管理系列教材》中首批问世的六部作品之一。

2001年11月，上海财经大学经教育部批准成为我国首个信用管理常规教育的试点学校。随着现代市场经济过渡到信用经济的高级阶段，西方各国普遍开始重视和加强信用管理的学

术研究和教育。而在我国，信用管理教育起步不久，许多历史性的经验还有待重新梳理。鉴于此，上海财经大学在设立信用管理专业后，集众多专家学者的智慧编写了这套《信用管理系列教材》，以全面而充分地展示近年来我国信用管理研究方面的最新进展，推广和普及信用管理学科的教学。

资信评级对促进我国资本市场、信贷市场的发展，发挥了重要的作用。朱荣恩教授上世纪90年代投身于资信评级事业，1992年组建上海财经大学校产之一的上海新世纪资信评估投资服务有限公司，深谙理论和实务。新世纪公司成立14年来已在我国资信评级机构中名列前茅。

该书第一篇为资信评级理论，第二篇是资信评级实务，包括商业银行资信评级、证券化资信评级等。该书不仅可供高等院校信用管理资信评级课程教学使用，亦可供资信评级机构专业人员作为业务参考，对银行、证券公司从事贷款、债券发行和投资的人员及其他信用风险管理亦具有参考价值。

亚洲主要国家的评级机构分布图



资料来源：Aisa developed bank， www.adb.org

亚洲部分国家主权评级一览表

国家	标普评级（长期/短期）
中国	A/A-1
日本	AA-/A-1+
韩国	A/A-1
印度	BB+/B
印度尼西亚	BB+/B
马来西亚	A+/A-1
新加坡	AAA/A-1+

走进韩国评级市场

韩国主要数据和指标

名称	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
名义 GDP(亿美元)	4819	5470	6054	7063	8222
人口(百万)	47.3	47.6	47.9	48.1	48.4
人均 GDP(美元)	10179	11481	12635	14672	16978
实际 GDP 变动率(%)	3.0	7.1	3.1	4.6	4.0
总投资/GDP	23.6	23.1	23.3	22.7	22.3
经常账户余额/GDP	1.7	1.0	2.0	4.0	2.0
外债/GDP	26.7	25.9	26.0	24.4	23.1
外商直接投资净额/GDP	0.2	0.0	0.0	0.6	0.0
官方外汇储备(百万美元)	102753	121400	155284	198996	210317

当前韩国经济形势

2006年韩国经济总体上保持了持续增长态势，但增长幅度趋缓。根据韩国发展协会(KDI)和IMF的研究，目前韩国潜在经济增长率在5%附近。但据KDI和BOK预测，由于生育率下降，如果生产力得不到提高的话，韩国中期经济增长率将下降到4.5%，长期经济增长率则为4%左右。2006年第三季度韩国GDP较上年同期增长4.6%，低于第一季度和第二季度的6.1%、5.3%。从主要产业的表现来看，私人消费增速下降导致服务业产出增长减慢；农林渔业产出明显下跌，成为经济增长放缓的主要原因；制造业、水电燃气产出则保持了相对稳定的增长。

目前，私人消费增长趋缓。2006年第三季度，韩国私人消费较上年同期增长3.9%，低于第一、第二季度的4.8%和4.4%。消费者物品销售较上年同期增长2.1%，低于第一和第二季度的5.0%、5.5%。尽管私人消费增长减缓，但预计私人消费将依然保持稳定，因为当前韩国就业市场基本平稳，工资收入逐步增长。

就业市场温和改善。劳动力市场是韩国经济长期增长中需要关注的问题。亚洲金融危机后，就业状况恶化，劳动骚乱在2002到2003年间达到最严重的顶峰，同时这段期间也是危机后韩国生产损失最大的年份。后来，政府采取了更加公平的方法来促进就业，并严格执行相关法律，这使劳动力市场趋于稳定。合法罢工数、非法

罢工数以及失业天数在 2005 年均出现下降。2006 年就业状况继续温和改善，2006 年第三季度失业率为 3.3%，低于第一季度和第二季度的 3.9%、3.4%，新增就业人员 28.8 万人。

受朝鲜核试验影响金融和外汇市场出现动荡。2006 年 10 月 9 日朝鲜宣布成功进行核试验。受此影响，韩国外汇市场上美元对韩元汇率出现动荡；金融市场上，9 日上午韩国证券市场综合指数下跌 40.83 点，科斯达克股指下跌 52.13 点。随着金融和外汇市场逐渐趋于稳定，韩国央行官员认为，朝鲜核试验消息并没有影响到当前韩国经济基本面。但分析人士认为，如果朝鲜核试验事件不能妥善解决，势必影响到投资者信心，成为韩国经济中长期发展的潜在不利因素之一。

基准隔夜拆借利率稳定。为抑制潜在的通货膨胀风险，韩国央行自 2005 年 10 月以来已连续 5 次调高基准隔夜拆借利率，调整幅度共达 75 个基点，至 4.50%。2006 年 10 月 12 日，韩国央行决定暂时将基准隔夜拆款利率保持在当前水平，韩国央行作出这个决策主要基于保证金融市场资金流动的稳定性 and 增加金融机构对中小企业贷款的考虑。

制造业出口竞争力强。韩国出口制造业分布多种多样，且有很强的竞争力。如汽车、电子、造船等都在出口中居于价值链的高端层次，品牌认同度强。尽管持续升值的韩元对出口产生负面影响，但预计韩国出口在 2006 到 2007 年仍有望保持两位数的增

长。出口占 GDP 的比值从 1997 年的 32% 上升到目前将近 42%，出口已经成为韩国经济发展的重要推动力。

韩国外债情况。韩国外债规模适度，2005 年外债和 GDP 的比值为 23%，这个比值比主权评级 A3 等级（穆迪给出的级别，相当于标普的相当于 AA- 和 A- 级）的平均水平 39% 要低，而且还比同属于 A2 级别的以色列 60% 的水平，波兰 44% 的水平，斯洛伐克 42% 的水平都要低。韩国外债和 GDP 的比值也低于 A3 级的马来西亚 43% 的水平，但是比 A2 级的中国 12% 的水平则显得高些。（以穆迪给出的主权评级等级为比较的基准）

穆迪的评级观点

- 优势：**
- 金融危机后韩国财政实力的加强以及金融结构调整
 - 适度的外债
 - 大规模的官方外汇储备
 - 富有活力和竞争力的外贸产业
 - 金融危机后对外投资体制的放宽
- 挑战：**
- 来自朝鲜的地域政治风险
 - 对外投资环境需进一步改善
 - 管理社会福利需求增长的能力

评级展望：

- 调升韩国级别的因素：国家财政持续稳健、在中期内宏观经济环境前景稳定、来自朝鲜的风险得到有效牵制

● 调减韩国级别的因素：和朝鲜关系的紧张程度明显增加将降低韩国级别。但是，只要韩美之间的联盟作用得到了有效的发挥，即使在地域政治环境恶化的情况下，韩国也可能维持一个相对较高的级别。经济政策虚弱，对经济和市场信心产生破坏作用的就业动荡或保护主义的加剧，都将对韩国财政和国际收支平衡产生不利影响，促使韩国的评级级别下调。

韩国信用评级业及ABS市场的发展

一、韩国信用评级业的兴起

韩国信用评级市场的历史可以追溯到 20 世纪 80 年代中期，当时建立了三家信用评级机构：国家信息信用评估公司（NICE），韩国投资者服务公司（KIS），韩国评级公司（KR）。在韩国，牵头建立信用评级机构的推动力来自政府，而非私人部门，因为政府意识到将私人公司的信用评级功能引向市场是非常重要的。80 年代初，韩国建立了新的行政机构，并在政府内部针对如何使金融市场达到先进国家水平这个议题作了许多讨论。也就在那个时候，一个重大的金融丑闻（chang yong-ja 丑闻，涉及商业文件的欺诈性交易）轰动了全国。这一事件的根源在于资本市场缺乏透明度，它也增加了社会对信用评级讨论的势头。于是，建立提供优质服务的信用评级公司的提案被正式提出，韩国首家以美国信用评级机构为模板的信用评级机构诞生。

这三家韩国的信用评级机构差不

多同时开展业务，NICE 在 1987 年 6 月，KR 在 1987 年 11 月，KIS 在 1985 年 9 月。初期，NICE 的主要业务活动是银行贷款审查而非信用评级，这主要是因为当时韩国公司债券及商业票据市场不够发达。但是 1997 年金融危机以及随后的结构重组中，无抵押债券和资产支持证券（ABS）的评级市场迅速发展。在金融危机中，当美国信用评级机构降低韩国主权评级时，韩国人民第一次直接地感受到了国际评级机构所带来的深刻影响，标准普尔和穆迪在韩国一夜之间家喻户晓。金融危机为信用评级机构从以前的鲜为人知到知名度大幅度提高提供了良好的契机。

二、韩国信用评级的发展

在韩国虽然信用评级机构的建立已将近 20 年，但直到 1998 年信用评级服务才开始扎根，评级结果才在确定债券发行利率和交易利率中得到反映。早在 1994 年韩国无担保债券发行中引入必须经过两家评级机构评级的制度（金融监管委员会制定的证券发行条例），但当时市场大部分仍然是担保债券，信用评级市场非常小。1997 年的经济危机后，为债券发行提供担保的金融机构因为担保承受了巨额损失，从而开始拒绝担保。结果，无担保债务的发行开始大幅度增长。因此，可以说真正意义上的信用评级历史也仅有 6 年，比起全球性评级机构 100 年的评级历史，韩国评级行业发展历史是很短暂的。

尽管韩国评级业的历史很短，但韩

国信用评级业仍然取得了较好的成果。比如 NICE 对于不同评级级别的违约率显示了违约率和被评对象信用品质之间清晰的关联性。然而，当时的情况是，具有有效级别的受评公司的数目在 2003 年初仅为 242 家，NICE 的信用评级的覆盖率是非常有限的。对于所有的信用评级机构来讲，这都是普遍存在的问题。特别是，由于垃圾债券市场的欠发达，投机级别债券的需求很低，发行很少。这使得投机级别的公司每年仅有 20-30 家。在这种情况下，韩国评级机构的违约率和美国评级机构的各个级别的违约率相差不多，应该来说成效是明显。

另一个重要的方面，就是研究债券市场如何对信用评级结果做出反应，在这方面可以直接和日本进行比较。日本和韩国有着较为相似的评级市场结构，但其历史比之韩国长，而且双方都经历了国际性评级机构进入的历程。从这一比较可以看出，在债券市场对本土评级机构所给出的信用评级如何做出反应方面，韩国债券市场和日本债券市场还是有很多相似之处的。在韩国债券市场，除了体现在高流动性溢价外，信用级别的改变还解释了债券到期收益率波动原因的 76%。瑞穗证券的研究报告显示（瑞穗证券信用评论，第 11 期，2003 年 9 月），对于日本的信用评级机构而言，这一比率是 80%，美国评级机构则是 70%。这一结果证明在过去的几年中韩国债券市场逐步走向了成熟。

但是，就统计分析而言，韩国的信

用评级机构仍有很大的改善空间。首先需要考虑的关键问题是构建一个评级的统计分析技术基础。这可以通过两种方法实现：首先，提高违约率和迁移矩阵统计的稳定性，扩大覆盖面。每个评级公司完成的受评公司数目至少要增加到 500 家，为当前的 2 倍。特别地，当前最为急迫的则是提高处于投机级别的受评公司的总数，因为这一数值目前少的可怜。其次，需要加强统计方法。在过去，信用评级机构过分关注于陈述事实，但评级结果的精华部分应该是评级的观点。今天更需要科学的方法和严格的统计方法，从而有助于观点的准确。由于对评级机构评级基本理念的责任义务加强了，需要符合各个国家的评级标准，尤其是在亚洲。

近几年来，韩国信用评级业取得了显著的进步。在 2004 年第一季度，韩国几家评级公司的市场份额情况是：NICE 的市场份额为 35.6%，KR 为 28.4%，KIS 为 35.3%。市场占有率比较均衡。

三、韩国 ABS 市场的启动和发展

金融危机引发了韩国一场剧烈的流动资金危机，这时，韩国政府开始意识到通过证券化可以向市场注入资金，解决流动性问题。于是在 1998 年 9 月，韩国政府通过了“资产证券化法律”，并将这一制度纳入了韩国的经济体系。ABS 市场的启动，有助于在短时间内解决不良贷款问题，使得资产质量和金融机构的资本充足率得到提高。通过金融工具的多元化，金融机

结构的国际信誉得到提高，企业资本结构也有所改善。

在此法律颁布两个月后，也就是1998年12月，Orion，一家SPV（特殊目的机构），以私募方式发行了6.8

万亿美元的ABS。此后，韩国ABS市场在规模和质量方面都经历了大幅度的增长。各年发行规模和特征归纳如下表所示：

各年韩国资产证券化市场的主要特征表 （单位：韩元）

	1999	2000	2001	2002	2003
发行规模	6.8 万亿 (32 只)	49.4 万亿 (154 只)	50.9 万亿 (194 只)	39.8 万亿 (181 只)	39.9 万亿 (191 只)
主要目标	金融结构 调整/培育 债券市场	信托投资 业改革/支 持企业融 资	信用卡公 司增加流 动资金/解 决不良贷 款	寻找替代 性企业融 资方式/投 资需求驱 动的金融 产品	寻找替代 性企业融 资方式/为 再融资发 行 p-CBO
资产的主 要持有人	国有企业 (比如： KAMCO)	信托投资 公司	信用卡公 司	信用卡公 司	借贷者（分 期付款融 资公）
证券资产 类型	可收回贷 款（包括不 良贷款3万 亿韩元）	抵押债务 结构融资 CBO, 27.7 万亿韩元	可收回信 用卡, 20.6 万亿韩元	可收回信 用卡, 22.2 万亿韩元	可收回汽 车信贷
证券化技 术	SPC（特殊 目的公司）	采用循环 结构	采用多层 结构（信托 投资-SPC） /发行 ABCP 作为 再融资手 段/全面转 让	采用多层 结构（信托 投资-SPC） 已被广泛 接受	ABCP 渠道
其与众不 同的市场 特性	占公开债 券市场的 14.5%	占公开占 全市场的 69.9%	该类型的 证券化资 产扩张非 常显著/作 为企业融 资手段被 广泛接受	不良资产 和 CBO 的 大幅度下 降/不良贷 款证券化 私募发行	债券市场 萎缩，可收 回信用卡 ABS 市场 的大幅度 回落，汽车 信贷 ABS 增加

1997 年外汇交易危机使韩国的金融系统几乎崩溃，严重的信用危机也频频发生，整个经济运行非常不稳定。因此，为了减少因投资者的不安、信心缺乏以及市场发展等所导致的流动性风险，加强整个金融体系的稳定性，韩国政府实行多种政策以解决流动性问题。正是在这些政策的推动下，一种新的融资方式，也就是债务抵押结构融资（CBO）导入市场。在这个领域，CBO 的积极发行成为韩国 ABS 市场的主要特点。

四、韩国 ABS 市场面临的挑战

为了进一步发展韩国 ABS 市场，首先要提高监管者鼓励发展这一创新金融产品的意识，推动投资者发展这一创新金融产品的需求。除此之外，下面的制度支持也是至关重要的。

首先，修改“资产证券化法律”，使法律设计促进如 ABCP 项目和 Master Trust 等产品的发展。其次，由于 ABS 市场逐步走向成熟，我们需要更多地关注某些产品，如复合性 CBO 等，这意味着监管者和投资者在对这些产品的发行方面需要提供更多的支持。第三，随着产品多样化在结构、条款等方面范围的拓宽，需要建立并完善证券交易的制度性框架，包括证券托管制度等，以适应 ABS 市场的发展。

第四，推动发行不同信贷质量的 ABS 产品。到目前为止，韩国发行的 ABS 中绝大部分为 AAA 级或 AA 级。这一现状折射出韩国投资者对结构融资产品认知度较低。对于高信用等级的偏好导致资产持有者成本增加，且制约了整个证券化市场的发展。

第五，为了创建一个更加有活力的 ABS 市场，需要设立特别险种的保险公司。目前，信用增级功能几乎完全集中于银行系统。设立特别险种保险公司能够扩大信用提供者的范围，从而促进证券化产品的发行。



公司名称	SCI	NICE	KIS	KR
成立时间	1992年4月	1986年9月	1985年2月	1983年12月
注册资本	177.50 亿韩元	335 亿韩元	NA	244 亿韩元
主要股东	个人股东持股 97.48%	Kwang-Soo Kim 及其关联公司：48.7%；韩国彩票服务公司及其会员：7.2%；TOKYO SHOKO 研究所 6.9%；Initech5.1%；其他 32.1%	穆迪 50%、韩国信息服务公司 50%	韩国 Hanil 水泥公司（39.33%）；韩国发展银行 9.76%；JF7.99%；惠誉 7.96%；Value asset7.18%；其他 27.78%
主营业务	资信评级（商业票据评级、资产证券化评级），信用报告，债务托收，信用研究，信用管理	发行方评级、债券评级、商业票据评级、结构融资评级、担保评级、发行方财务实力评级、项目融资评级、风险企业评级	发行方评级、公司债券评级、商业票据评级、发行方财务实力评级、结构融资评级、项目融资可行性评级、项目融资评级、学校评级、股票估值、公司重组、风险评级	资信评级(债券评级、资产证券化评级、商业票据评级)、咨询、方案策划
人员	227 人	NA	NA	170 人
上市情况	1999 年在韩国纳斯达克市场上市	2004 年 2 月正式上市交易	NA	2002 年年 2 月在韩国纳斯达克上市
相关资质认定	1.1998 年作为第一个私人公司获得了债务托收业务资质；2.2002 年获金融监管委员会的商业票据和资产证券化评级机构的资质(FSS 6110-00011)；	1.1987 年在信用调查法案下获经济金融部授权资信评级机构的认定；2.1987 年获债券承销运营委员会的授权公司债券评级机构的认定；3.1988 年获国家投资和金融协会的商业票据评级机构的认定；4.1991 年获得证券监管委员会 IPO 股票评估机构的认定；	NA	1.1985 年被国家经济计划委员会认定为进行政府投资项目初步可行性分析的官方机构；2.1985 年被财政部认定为对政府采购进行 CGS 评估的官方机构；3.1991 年被证券交易委员会认定为 IPO 市盈率估价的官方机构；4.1992 年被证券交易委员会认定为对本票担保方进行评级的官方机构；5.取得证券交易委员会颁发的资信评估营业执照；
对外合资合作	与日本 JCR 评级公司合作	1. 1998 年与 Duff & Phelps 评级公司签署战略联盟协议；2. 2000 年与日本 R&I 评级公司建立战略联盟；	穆迪为该公司股东，为公司在资信领域的发展奠定了基础；	1, 与惠誉在资信评估、风险管理领域签有合作协议；2, 与 monitor 和 KPMG 在咨询领域签有合作协议；
附属机构	NA	1.NICE 信息电信公司；2.NICE 电子银行公司；3.NICE 定价服务公司；4.邓白氏韩国公司；	NA	NA
主要财务数据(单位: 亿韩元)	2005 年末数据: 总资产 147.40、净资产 109.78；资产负债率 25.52%、营业收入 275.47、净利润 13.09；	2005 年末数据:总资产 1070.39、净资产 872.81；资产负债率 18.46%、营业收入 896.63、净收入 88.83；	NA	2005 年末数据: 总资产 636.89；净资产 567.17；资产负债率 10.95%；营业收入 310.14(其中评级收入 194.86)；净收入 62.58；
年度违约率(%)	NA	2003 年: 0(投资级)、6.45(投机级)、1.65(全部)；2004 年: 0(投资级)、12.20(投机级)、2.17(全部)；2005 年: 0(投资级)；8.16(投机级)、1.57(全部)；	2003 年: 0(投资级)、2.63(投机级)、0.82(全部)；2004 年: 0(投资级)、10.42(投机级)、2.28(全部)；2005 年: 0(投资级)、0(投机级)、0(全部)；	2004 年: 0(投资级)、22(投机级)、4.40(全部)；2005 年: 0(投资级)、9.43(投机级)、1.87(全部)；
违约分布	NA	1997-2005 年平均累计违约率: 投资级 1.25%，投机级 13.29%,全部 5.14%。	1998-2005 年平均累积违约率: 投资级 0.68%，投机级 10.12%，全部 3.80%。	1998-2005 年平均累积违约率: 投资级 1.35%，投机级 14.12%，全部 5.60%。



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