



新世纪研究

CREDIT RESEARCH

2012年第1期
总第13期

标准普尔主体评级方法

标准普尔债务融资工具评级研究总结

标准普尔信用风险度量研究总结

关于高收益债券的若干点思考



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.



2012 年第 1 期 总第 13 期
(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
上海市汉口路 398 号 华盛大厦 14F

邮编
200001

电话
021-63501349

传真
021-63500872

联系人
鞠海龙

网址
<http://www.shxsj.com>

Email:
mail@shxsj.com

本刊编辑部声明:

本刊所刊载内部研究文章版权归新世纪所有, 转载文章版权归原作者所有, 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观点。

前言

随着我国经济和资本市场的发展, 信用评级行业呈现出日新月异的变化。为了更好地服务于监管部门、投资者和发行方, 新世纪公司对期刊系列进行了全面的改版, 将《专刊》和《研究报告》整合为《新世纪研究》, 将《信用评级(季刊)》改为《新世纪评级(季刊)》, 同《特刊》和《年刊》共同构成新世纪公司的四大期刊, 全面展示国际、国内信用评级及债券市场的最新理论和见解。

目录

标准普尔主体评级方法·····	01
标准普尔债务融资工具评级研究总结·····	11
标准普尔信用风险度量研究总结·····	16
关于高收益债券的若干点思考·····	24

标准普尔主体评级方法

姜波 / 文

作者按：随着国内债券市场和信用评级的蓬勃发展，国内评级机构正在积极学习国外评级机构的先进经验。新世纪公司自 2008 年与国际知名评级机构——标准普尔建立技术合作关系以来，交流日益频繁。本文是对标准普尔 2008 年颁布的“公司评级准则”中“分析方法论”¹的总结，并非是对其进行翻译，旨在让读者了解国际评级机构在进行主体评级时是如何权衡和思考的。

标准普尔认为“主体评级是对债务人整体偿债能力和意愿的意见，无论这些债务是否被评级。如果这些债务违约，那么就会导致发行人被评为‘D’或‘SD’”²。在标准普尔看来，评级过程并非像菜谱指导做菜那样——样样都有明确的定量，而是有很多主观的判断。因此，信用评级是艺术和科学的成分兼而有之。

标准普尔的评级分析从公司的业务评价和竞争概况开始，得出业务风险的判断结果，然后再进行财务分析，得到财务风险的判断结果，通过业务 - 财务风险矩阵得到发行人主体的信用等级。标准普尔的评级矩阵给出的只是指导意见，而非“法典”，一直都会有细小的正面或负面的因素导致一个子级的变化。而且，始终会有例外的情况，某些案例的情况和分析框架也并不完全吻合，例如，流动性问题或诉讼问题往往会构成压倒性的总体风险。

图表 1 业务 - 财务风险矩阵³

Business And Financial Risk Profile Matrix						
Business Risk Profile	Financial Risk Profil					
	Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	AAA	AA	A	A-	BBB	--
Strong	AA	A	A-	BBB	BB	BB
Satisfactory	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
Fair	--	BBB-	BB+	BB	BB-	B
Weak	--	--	BB	BB-	B+	B
Vulnerable	--	--	--	B+	B	CCC+

These rating outcomes are shown for guidance purposes only. Actual rating should be within one notch of indicated rating outcomes.

¹Analytical Methodology, Standard & Poor' s Corporate Rating Criteria 2008

²We provide issuer credit ratings—an opinion of the obligor' s overall capacity and willingness to meet its financial obligations as they come due—whether rated or not. Default on any of these leads to an issuer rating of 'D' or 'SD'. Standard & Poor' s Corporate Rating Criteria 2008

³Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, Standard & Poor' s Global Credit Portal, May 27, 2009

图表 2 财务风险指示性指标⁴

Financial Risk Indicative Ratios (Corporates)			
	FFO/Debt (%)	Debt/EBITDA (x)	Debt/Capital (%)
Minimal	greater than 60	less than 1.5	less than 25
Modest	45-60	1.5-2	25-35
Intermediate	30-45	2-3	35-45
Significant	20-30	3-4	45-50
Aggressive	12-20	4-5	50-60
Highly Leveraged	less than 12	greater than 5	greater than 60

标准普尔认为，在实践中，即便两家公司的财务表现相似，但级别仍可能存在较大差异，原因是在某种程度上它们所面临的业务挑战和发展有差别。对财务风险的评价不会是简单的，而是围绕财务政策和风险容忍度，未来表现的波动性及风险，对现金流充足状况的看法，包括自由现金流和资本支出的弹性程度，以及不同的流动性度量，包括对短期内到期债务的覆盖程度。

在业务风险方面，标准普尔考察以下方面：

- 国家风险
- 行业因素
- 竞争地位
- 盈利能力 / 同行比较

在财务风险方面，考察以下方面：

- 公司治理 / 风险容忍度 / 财务政策
- 会计和财务报告体系
- 现金流充足度
- 资本结构 / 资产保护
- 流动性 / 短期因素

值得注意的是，标准普尔对这些风险要素并没有任何预先设定的权重。因为在标准普尔看来，各风险因素的重要程度对于不同的公司，在不同的情况下，会有所不同。

⁴Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, Standard & Poor' s Global Credit Portal, May 27, 2009

一、业务风险

（一）国家风险

公司面临的国家风险和主权政府信用风险是两个完全不同的概念，主权政府信用风险仅仅是主权政府是否会在商业贷款上违约。主权信用级别只能笼统地反映当地公司面临的风险情况，但对于私人部门而言，主权信用级别无法完全反映出其面临的环境风险。

因此，当标准普尔对公司、基础设施建设类公司或是项目进行评级的时候，除了会参考主权评级之外，还会具体评价影响公司信用质量的经济环境或国家风险。这些经济环境或国家风险主要是指政府政策会对被评主体的业务环境和融资环境产生影响，因此，标准普尔会对被评主体是否有能力隔绝这些风险做具体分析。

标准普尔把影响私人部门的国家风险因素主要分成两大类，经济/政治风险和行业相关风险。在经济/政治风险中，关注国家的经济增长预期和国家的经济周期等因素；在行业相关的风险中，关注劳工市场的限制、劳动力成本和基础设施条件等因素。

在标准普尔看来，一家公司的评级是有可能高于该公司所在地政府的主权评级的，只要它被认为即便是在政府本外币违约的情况下，依然能偿还债务。这家公司必须表现出能够隔绝主权和国家风险的因素。2007年底的时候，标准普尔评级中有68家分布在21个不同国家的公司，其评级超过所在国的主权评级。

（二）行业风险

几乎所有的评级分析都包含对公司业务环境的评价。公司面临的经营风险程度几乎总是和它所处的行业变化相关。标准普尔的行业分析焦点是行业的未来发展状况，以及影响该行业的竞争因素。标准普尔的公司分析是建立在行业风险分析的基础之上。行业风险分析的目的是让分析师对公司外部商业和运行环境有深刻的理解。行业分析聚焦于行业的发展前景、辨明竞争因素、风险以及该行业参与者所面临的挑战。

标准普尔对行业特征的考察主要聚焦于行业的风险与机会，包括了行业的发展与盈利潜力、受周期影响的程度、进入门槛的高低、竞争本质和激烈程度、资本密集程度、运营和成本结构、监管要求以及技术发展方向。行业中领先的公司往往在其中某些方面占优，或者更有效地避免了某些行业中的固有风险，取得了竞争优势，因而在评级中可以获得较高的业务评分。

在标准普尔看来，各行业信用风险的驱动因素大致相同，只不过这些因素对于某个具体行业产生的影响程度会因为行业不同而有很大区别。而且，由于某些行业更容易受到国家因素的影响，这些驱动因素对于某个具体行业的影响也会因为不同的国家而有很大差异。公用事业、电信以及零售行业更容易受到国家因素的影响。相反，石油天然气、化学品以及科技行业更具有全球性特征，国家因素造成的影响较小。

图表 3 行业风险的驱动因素⁵

Table 2 Business Risk/Financial Risk					
—Financial risk profile—					
Business risk profile	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	AAA	AA	A	BBB	BB
Strong	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfactory	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Weak	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerable	BB	B+	B+	B	B-
Financial risk indicative ratios*	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Cash flow (Funds from operations/Debt) (%)	Over 60	45–60	30–45	15–30	Below 15
Debt leverage (Total debt/Capital) (%)	Below 25	25–35	35–45	45–55	Over 55
Debt/EBITDA (x)	<1.4	1.4–2.0	2.0–3.0	3.0–4.5	>4.5
*Fully adjusted, historically demonstrated, and expected to continue consistently.					

对行业信用风险影响较大的因素是周期性、竞争的激烈程度、资本密集程度、技术风险、监管 / 放松监管以及能源成本敏感度。需要指出的是，标准普尔认为，一个行业的风险程度不能机械地看待。事实上，很多公司的经营困境是由于竞争对手出色的管理和业绩表现造成的。

1. 周期性

标准普尔认为，行业周期不仅是由需求变化引起，更重要的是产能变化。这些新产能往往是在需求上升时投建的。产能过剩会恶化竞争形势，造成盈利压力，尤其是在需求下降的时候（如大宗化学品和海运）。因此，如果其他方面相似，那么受周期性影响大的公司评级会比非周期性公司低。

尽管预期到周期性的变化会始终存在，也并不是说评级不会随着周期而变动，只是评级的变化幅度小于周期性变化的幅度。被认为有强劲的基本面的公司（比如那些投资级的公司），不太会因为周期性因素而有剧烈的级别变化，除非周期性影响超出预期，或者公司表现与预期不符。公司对周期性因素的敏感程度，以及级别的稳定性，在具体情况中有很大差异。一个周期性的衰退很可能会造成公司违约，从而没有机会再重新进入增长期。在这种情况下，周期性的波动会直接导致评级的变化，甚至在很短的时间内被调降几级。反过来，周期性的增长会给公司一个喘气机会，可能会使其级别从很低水平稍微提升 1 或 2 个子级。

2. 资本密集程度

标准普尔认为，如果资本密集程度高的话，盈亏平衡点也会高，因为需要在固定资产或产能方面进行大量的投资。这种情形下，如果公司运营杠杆高或产能利用率低则会形成风险。那

⁵Standard & Poor' s Corporate Rating Criteria 2008

些资本密集程度高且竞争激烈的行业（如汽车、航运、林业产品以及金属和采矿）对于产能利用率会很敏感。资本密集型行业在经济上行期中往往有投建过度产能的倾向，形成产能过剩以及激烈的价格竞争，损害毛利。这些公司往往还有高于平均水平的财务风险，融资需求高，而且期限要求也长。

3. 快速的变化

由于技术革新或监管的放松而处于高速变化中的行业有较高的行业风险。进入壁垒消除后，那些新的没有历史包袱的竞争者会进入，竞争格局很快就会见分晓。在这种行业中，管理质量将会是非常重要的因素。

（三）竞争地位

在标准普尔的分析中，竞争地位是研判公司业务风险的一个重要因素，对发行人具体的债务评级也有很重要的影响。确定一个发行人的竞争地位，标准普尔会考察其与具体行业相关的重要风险因素。公司的规模、多元化程度对竞争地位通常也会有影响。尽管对于具体某个级别，标准普尔并没有最小规模的标准，但是公司的规模往往和信用级别相关联。这是因为大公司往往获益于规模经济和 / 或多元化，被看作有较强的竞争地位。

行业环境会对公司的业务风险形成重要影响，行业内公司的信用状况会因为竞争地位的不同而存在实质性的差异。竞争地位支持公司的收入和现金流的稳定性。在标准普尔看来，一个处于相对较弱的竞争地位的公司，即便在最有利的行业环境里也难以获得非常正面的评价。

标准普尔对具体公司的竞争地位分析会因行业的不同而存在不同的观察角度和指标，通常会考虑以下几点：

1. 稳定性

标准普尔认为，竞争优势的可持续性往往可以通过领先的成本优势或是产品差异化获得。可以从以下几点来观察：

- 产品地位（质量、定价）和品牌美誉度
- 市场份额，现有的客户基础，产品的地域覆盖面积
- 渠道能力
- 客户关系
- 技术 / 生产能力，以及
- 实质性的进入壁垒，如交通、资本、技术密集和监管条例

2. 市场份额

标准普尔认为，市场份额分析在判断公司的竞争地位中占据重要地位，但只有放在行业变

化的语境中考察才有意义。在非大宗商品行业中，对市场份量的分析通常可以对公司的竞争能力提供重要的洞见。全球性的行业具有某些风险特征，包括市场逐渐集中和产品大宗商品化，只有大型的、有成本优势以及研发和渠道能力的参与者才能维持或巩固它们的业务地位和盈利能力。然而，一些只在本地行业经营的公司可能会受益于运输壁垒、长期的监管壁垒或本地的客户资源及已经在本地建成的资产。比如食品零售业者可能具备上述优势，有助于它们建立稳固的本地地位，从而可以获得相对正面的业务评分。

3. 多元化

标准普尔认为，如果公司有多元化的产品、客户和供应商，则其在不利环境下会有一些的缓冲。如果公司产品服务的关联度较小，业务的地域分散也会在区域市场变化或经济形势变化的情况下提供一些保护。如果一家公司在多个现金流产出状况良好的行业中经营，同时这些行业又有不同的周期，那么在信用质量上，这家公司会被认为强于那些只在单一行业经营的竞争对手。不过，标准普尔总是对那些尽管有多元化经营，但竞争地位较弱或行业环境较差的公司比较谨慎。全球性的集团公司通常会获得高评级。它们通常具有地域的分散性、在周期性行业以及经济条件中的暴露比较平衡的特性，同时在稳定且具有良好保护的市场上有较大的市场份额，比如 GE。

4. 公司规模

标准普尔对于各信用级别并没有最小规模的标准。然而，标准普尔会认为公司规模的大小通常可以用来衡量多元化或是竞争地位，因此公司规模的大小与级别之间最终还是会有关系。规模大往往成本低，并且在采购、生产和分销中，规模效应可以为大型公司提供更好的现金流。而小公司往往在产品、客户以及地域方面较为集中，难以获得上述优势。小型公司可以在大型公司占主导地位（高市场占有率）的行业中存活，甚至有令人满意的表现，只要它们能够在行业中的细分层次中占有较牢固的市场地位。从这个意义上说，单纯的规模大小并不会起到必然的确定性作用，市场优势才是最为关键的。

（四）盈利能力 / 同业比较

盈利潜力是信用质量的重要决定因素。标准普尔认为，一家公司有高毛利率和资本回报率的话会有较高的能力产生内生资本，吸引外部资本以及抵抗业务形势扭转。盈利能力也能最终证明公司资产的价值。

进一步而言，对盈利能力的结论也是对业务风险评价的一个“正确性检查”。一家公司的利润表现对于其基本健康状况和竞争地位是一个检验。标准普尔认为，在这个方面，对关键的盈利状况进行同业比较是最有意义的。

当得到发行人经营环境和竞争地位的结论后，标准普尔分析会向几个财务方面的类别深入。

标准普尔认为，公司的业务风险决定了财务风险。

（五）管理层评价

标准普尔对管理层的评价在公司的业务和财务评分上都会有所体现。标准普尔会考察和衡量公司管理层的策略、决定和政策对公司行为的影响。标准普尔会尽力评估公司管理层的竞争力，并判断管理层能否获得战略和运营成功。这部分属于业务风险评价的部分。公司治理、财务政策和风险容忍度属于财务风险评价部分，包括管理层策略的可信度和可行性、它的运营和财务历史记录以及对业务和财务风险的假设。

1. 战略和计划

标准普尔会把管理层对未来的计划和假设与其同行以及标准普尔自己的预判进行比较。标准普尔认为，不切实际或是过分乐观的估计往往预示着内部计划能力较差或是对挑战（或是机会）的掌握能力较差——特别是管理层未能对同行已经关注的因素进行充分的考虑。

标准普尔认为，考察战略、计划和政策是如何执行的有助于分析师判断公司管理层的一贯性和可信度。在这种情况下，确定实际结果为什么没有达到预期很重要。管理层直率地承认风险以及对不同因素可能影响利润和现金流有助于评级机构的内部评议，可能会对管理层的可信度做出正面的评价。

二、财务风险

（一）公司治理、风险容忍度和财务政策

标准普尔认为，管理层经营哲学和政策具有非常重要的重要性。例如，最高杠杆比例目标可以看出发行人的过往记录以及融资环境对公司业务的影响。

1. 公司治理

标准普尔对公司治理的评价是信用分析的一部分，但并非关注于支出不当、不负责任或其他恶行，而是关注于公司是如何管理的，其股东、债权人及其他利益相关人之间的关系如何，内部的程序、政策和具体做法是如何引起或遏制风险的。

2. 风险容忍度和财务政策

标准普尔评价财务政策是看其是否激进或保守以及是否符合业务发展目标。标准普尔非常重视管理理念和涉及财务风险的政策。会计实践、资本支出水平、债务容忍度、合并活动以及资产出售的频率是考察管理层财务政策的一些方面。

标准普尔认为，在任何情况下，公司管理层所说的将会如何做要放在它实际的做法以及为

什么要这么做的语境下看待。判断一家公司的杠杆率目标应该要结合过去的纪录和未来的业务需求。举例而言，如果一家公司增加资本支出超过自身的现金流产生能力的话，其杠杆水平不会下降，除非有相应的计划售出资产或普通股。抱怀疑态度的分析师会问管理层如何达成这两个目标——杠杆率目标和资本支出。答案以及公司后来的表现会反映出管理层的风险容忍度和可信用度。分析师必须考虑管理层现实的选择以及它是如何反应的。

（二）会计和财务报告体系

一家公司的财务报告是对被评主体（或债项）进行财务分析的基础。标准普尔认为，对这些分析必须考虑这家公司编制财务报告所使用的会计基础，以及数字背后不同的方法和假设的影响。

1. 理解会计基础的涵义

标准普尔认为，IFRS、GAAP 或者其他本地、法定 GAAP 基础与其公司评级方法息息相关。当然，即便公司用相同的会计基础，对分析依然构成挑战，因为会计准则对某些项目通常会提供多个选项。

会计标准的差异对于标准普尔的评级分析师构成了一定的挑战，因为标准普尔给出的信用评级是全球体系评级（Global Scale Rating），需要建立一个可比较的基础，而发行人会计记账标准不同对于建立可比性而言是一项巨大的挑战。然而，对于各国本地评级机构而言，往往给出的级别是本地体系评级（Local Scale Rating），发行人会计记账标准基本趋同，因此面临的挑战相对小一些。

（三）现金流充足性

标准普尔认为对现金流特征的分析会比盈利能力更能揭示公司的债务偿还能力的强弱。这种分析常常聚焦于 FFO (funds from operations)，但是标准普尔也非常注重营运资本的变化、资本支出的需求和股东分配，力图掌握现金流充足程度的整体情况。投资级的公司往往已经有现成的外部融资渠道以满足短期的资金需求，而投机级的发行人通常缺乏这种弹性，而且也缺少内生现金的办法来解决债务偿还。

现金流分析聚焦于理解和预测现金是如何产生，并如何被使用的。对公司现金流的分析包括辨析公司的现金流，确定趋势和可持续性，区分经营性、投资性和筹资性现金流以及理解未来导致现金流波动和信息失真的因素。

所有这些都必须在公司自身特质的语境下考量，如公司自身的生命周期。公司自身的业务前景决定了其产生现金的能力——竞争力、市场变化情况、经济环境等，公司对现金的需求是其资产负债结构、管理层财务策略和战略需要的结果。因此，现金流充足性可以说是在信用评级分析中最要紧的部分。

1. 造成现金流失真的潜在因素

现金流失真可能是由于收入和支出的确认时间差异、项目分类以及一些会计问题造成。在标准普尔看来，正因为现金流是一个公司财务健康和未来发展的指标，公司往往有一个夸大表面上现金产生的倾向，把现金流入都算成是经营的结果，把现金流出都算成是投资或融资造成的。对于经营性、投资性或筹资性现金流的划分较松可能会导致失真。

还有一个会导致失真的因素是外币兑换。有时候营运资本的变化仅仅是外汇波动的原因导致，并非实际的本币现金流动。标准普尔比较倾向用本币来分析营运资本，在额外的现金流分析工具中反映外币波动造成的影响。

整体而言，标准普尔认为，对于低成长的公司，对当前可以抵御危险的强劲现金流要仔细斟酌，这种高水平的保护可能是不可持续的。对于高成长的公司，要反过来看，要斟酌当前的现金净流出能否支撑到当前投资开始产生现金收益从而债务保障程度得到提高的时候。标准普尔认为，信用质量和当前的现金流之间不存在简单的关系。甚至对于同行公司有相近的现金流覆盖比率，评级结果都可能是有区别的，要看它们具体的业务和财务特征。

（四）资本结构和资产保护

1. 资本结构

标准普尔对资本结构的分析主要是围绕负债程度和负债结构（比如固定还是浮动利率借款，到期日，货币种类，是否有担保等）。这项分析将帮助分析确定公司的财务弹性以及杠杆程度。标准普尔看杠杆率指标时不仅仅是看根据资产负债表上的数据计算的结果，还包括租赁、退休金和退休人员医疗负担、担保以及其他或有负债。

对于发行人当前和未来的投资，即便与此相关的债务尚未在公司的资产负债表上反映出来，标准普尔也会对此做出调整。

2. 资产保护

在标准普尔看来，公司资产的特性及其价值对于确定在假定风险水平下合适的杠杆率水平来说非常重要。能产生稳定现金流或有稳定的市场价值的资产相比变现能力可疑的资产在债务融资中有更大的用处。因此，标准普尔认为，分析发行人的每一项业务和各资产类别下资产是重要的。

标准普尔认为，能产生稳定现金流或是有市场价格的资产相比难以交易的资产在债务融资方面有更大用处。了解公司资产的合理价值对于分析来说是关键的。如果资产的账面价值被实质性的低估或高估，财务报表反映出的杠杆率就几乎毫无意义。

在确定资产的经济价值时，标准普尔把对资产盈利能力的考量作为一个合适的基础。一家

公司资产的市场价值或是独立的资产评估会提供额外的洞见可供参考。然而与历史成本记账法相比，这些资产估值方法也存在缺陷，不能依赖单一的衡量方式。在分析中确定应该使用哪种价值对于分析师而言是一项巨大的挑战。

（五）流动性 / 短期因素

标准普尔会把各种无法归入其他类别里进行考量的因素放在这部分考虑。或有事件的影响以及公司可能实施的计划都需要考虑。这些因素包括：严重的法律问题，缺乏保险覆盖，借款协议的约束性条款使公司完全处于受银行摆布的地位等。各类资本市场的进入通道，与其他主体之间的附属关系，以及出售资产的能力是确定公司在经济压力下能否有选择的重要因素。

一家公司基本面的逐渐恶化会最终导致流动性问题。然而，一家公司在业务地位不错，债务水平也还可以的情况下，面对突发性的不利局面时，也会遭遇实际的或潜在的流动性危机，或是无法进入公开债务市场，导致债务问题发生。

标准普尔会考虑公司由于突然的震荡或突发事件会面临的一系列挑战，如当前债务到期，公司进行内部调整最大化短期现金产生的能力，以及它获得外部流动性和资本的渠道。分析一家公司处理这些特殊困难的能力其实是在评估它的流动性或在压力情景下的选项。在这里标准普尔的分析要点是在不利局面下，公司能否偿还债务，而非是在某个预期情形下。标准普尔认为，投机级的发行人对流动性危机的应对能力更加可疑，这种情景可以是由于即将到来的本息偿付、融资协议条款要求以及信用额度能否滚动使用等问题造成。通常这些负面因素的效果因为触发了信用额度协议、债券契约、交易对手协议或操作协议中包含的触发事件条款而加重。对公司而言，小的不利因素可能变成一场大的危机。

标准普尔认为，不管何种状况下，流动性分析的起点是债务及其他长期责任到期的时间表，近期内到期的债务包括商业票据，偿债基金的拨付以及长期债务到期，银行信用额度到期借款需要偿还，优先股的赎回。其他重大财务义务也需要考虑，如租赁义务，或有负债如信用证，退休基金，退休人员福利，以及税务支出。即便在分析高信用质量的公司时，也需要关注整体的债务到期结构以及潜在的再融资风险。

标准普尔认为，管理层处理流动性危机的技能对公司而言会有生死差别。谨慎的经理人会：

- 避免过度的短期债务；
- 分散债务到期时间；
- 始终和银行保持良好关系，并让银行相信公司的信用度；
- 即便公司的财务情况很好，在和银行谈判借款条件时也留出足够的缓冲；
- 对潜在的因契约条件导致的违约在它发生之前就有足够的认识与及时与银行谈判借款条件；
- 手中的信贷额度要多于预期所要用的，在到期前就开始商定续借；
- 在主要的困难出现之前就全部提取信贷额度。

标准普尔债务融资工具评级研究总结

鞠海龙 / 文

2005 年以来，国内的信用债市场快速发展，短期融资券、中期票据、公司债各种债务融资工具规模越来越大，本文通过对标准普尔《公司信用分析基础》的学习以及《标准普尔信用评级准则(2006)》等相关资料的研究，对标准普尔债务融资工具的评级等内容进行总结性介绍，本文的架构第一部分为一些基础知识的介绍，后面三部分以问题的形式对标准普尔债务融资工具的评级进行总结介绍，以供参考。

一、债务融资工具评级涉及的基本概念介绍

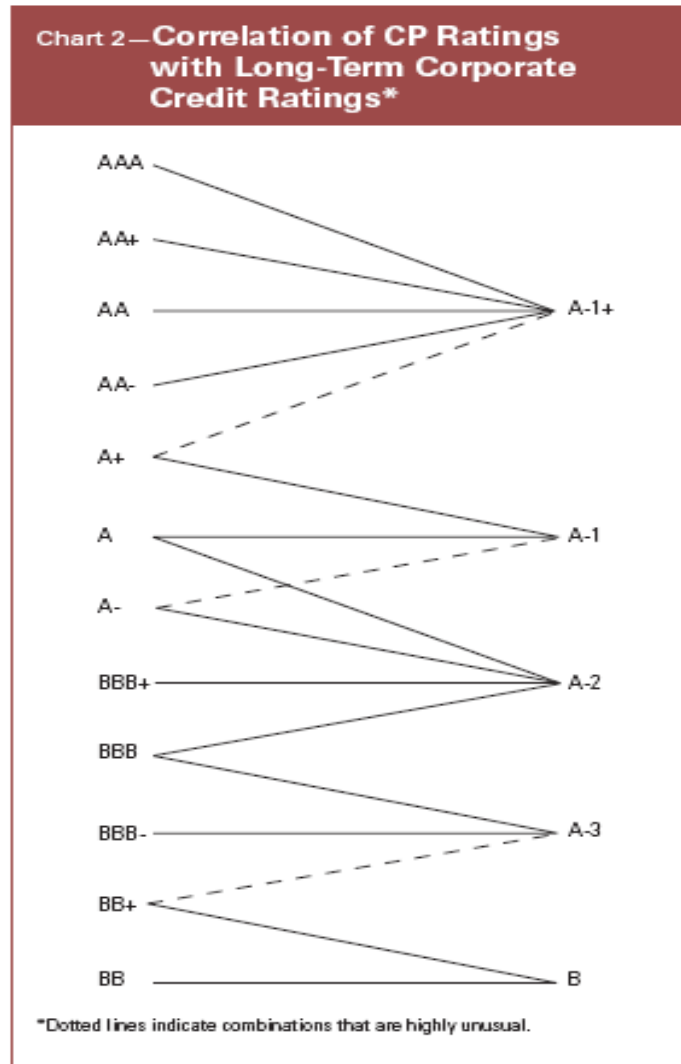
公司在利用债务工具融资时，有多种选择，债券或贷款都是可选择的融资工具，而期限上又可以分为长期或短期，发行方式也可以采用公开发行业或私募发行，增级措施可以采取担保、抵押、无增级等不同手段等等。

我们常见的债务融资工具主要包括贷款和债券，常见的贷款类型有双边贷款、银团贷款等；而常见的债券包括短期融资券和中期票据等普通债券，也包括具有股票和债券双重特征的可转换债券，以及混合债务工具等。此外，还有其他的融资工具可以利用，包括融资租赁、保理、资产证券化等。

由于债务融资工具的评级需要考量债务的属性结构，从破产法角度看，在企业破产时，根据清偿顺序的不同，按照优先级从高到低排列大致分为：有特权的债权人、优先级债权人、次级债权人、股东。其中次级债权人的次级属性主要形成方式包括契约型次级属性和结构型次级属性，前者是指在契约中对债务排序进行明确定义，阐明在资不抵债的情况下，这类债务在受偿等级上低于其他高级债务；后者通常由同一集团内部各种实体的负债的存在而产生，在集团整体宣布无力偿付而破产时，集团及子公司的各类债权人之间会形成次级属性特征。

这里还要介绍一下标准普尔的长短期债券评级的对应问题，标准普尔的长期债项级别符号：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、D (SD)。其中 BBB 级及以上级别区间为投资级；BB 级至 C 级区间为投机级。D 表示已经违约 (SD 代表选择性违约)。从“AA”到“CCC”等级都可以被加上加减号，以显示在主等级中的相对地位。短期债项级别符号：A-1 (含 A-1+)、A-2、A-3、B、C、D。其中 A-3 级及以上级别区间为投资级；B 级至 C 级区间为投机级。D 表示已经违约。标普正在拓展 B-1、B-2、B-3。其对应关系如图表 1 所示：

图表 1 标准普尔长短期级别对应关系



从图表 1 可知，要想让商业票据短期信用等级达到“A-1+”水平，公司的长期信用等级就必须至少等于“A+”级。而徘徊在“A”级下边缘的信用等级很有可能会使其商业票据被评定为“A-2”级，而在“A”级中处于比较上层位置的信用等级，其商业票据相应地会得到“A-1”级。

二、债项评级与发行人的主体评级是什么关系？

从标准普尔的评级标准来看，债项评级依然最关注的是违约率，债项评级是基于主体评级基础上的评级；在考虑违约率的基础上，会考虑挽回率对特定债务的影响，债项评级的结果可以在主体级别的基础上上调和下调。对债项评级而言，偿付的及时性依然是首要要素，因此其级别是基于主体评级的。债项评级是由违约风险和挽回预期所构成。债项级别是在主体级别的基础上参考挽回率情况进行调整（如图表 2 所示）。

图表 2 挽回评级和主体评级调整关系（以投机级为例）

挽回评级	挽回描述	挽回率（%）	级别调整
1+	最高的挽回预期，完全挽回	100	+3
1	很高的挽回预期	90-100	+2
2	显著的挽回预期	70-90	+1
3	有意义的挽回预期	50-70	0
4	平均的挽回预期	30-50	0
5	轻微的挽回预期	10-30	(1)
6	可忽略的挽回预期	0-10	(2)

注：标普挽回率评级，用于标明挽回能力的预期情况，符号也区别于一般的级别符号，使用1+~6的标准来衡量挽回能力。

三、什么情况下债项评级会高于或低于主体评级，有没有具体的可执行标准？

根据标准普尔的评级标准，债项评级的级别是高于还是低于主体评级，即债项级别上调或下调是以挽回率为基本依据，严格意义上讲，具体的衡量标准以50%挽回率为参照，债务工具预期挽回率显著高于50%的，债项级别应高于主体级别；债务工具预期挽回率显著低于50%的，债项级别则应低于主体级别。

级别上调或下调的幅度又根据主体级别不同区分为投资级和投机级两类。违约概率小的，调整幅度小，一般债项级别在主体级别基础上上调或下调的幅度在一个小级别之内（如A上调至A+）；违约概率大的，调整幅度大，一般债项级别在主体级别基础上上调或下调的幅度在两个小级别之内（如A-上调至A+），少数可能上调三个小级别；

具体来看，债项级别在主体级别基础上下调的主要内容包括：

从标准普尔公布的信用评级准则（2006）来看，在实际的评级过程中，对于次级债务，其采用优先债务占可用资产的百分比作为参数，当该参数达到某个阈值水平时，该类债务被认定为处境不利债务，其债项级别将比公司主体级别下调一至两个级别。而阈值的设定又区别为投资级主体和投机级主体，投资级主体的阈值设定为20%，既若公司的优先级债务达到或超过总资产的20%时，则该公司的次级债务工具的债项级别一般要在主体级别的基础上下调一级。对投机级主体而言，则会设定两个阈值，分别为15%和30%，当优先级债务达到或超过总资产的15%而未超过30%时，则次级债务工具的级别需要下调一个级别，若优先债务达到

或超过总资产的 30% 时，则次级债务工具的级别需要下调两个级别。具体举例可参见图表 3 和图表 4。

图表 3 投资级级别调整示例

公司主体信用等级：A	
资产：100 万美元	优先债务：30 万美元
	次优级债务：10 万美元
	权益：60 万美元
次优级债务的债项级别要比公司主体级别“A”低一个等级（A-），因为优先债务占总资产的比值（30/100）大于 20%	

图表 4 投机级级别调整示例

公司主体信用等级：BB+	
资产：100 万美元	优先债务：35 万美元
	次优级债务：20 万美元
	权益：45 万美元
次优级债务的债项级别要比公司主体级别“BB+”低两个等级（BB-），因为优先债务占总资产的比值（35/100）大于 30%	

而债项级别在主体级别基础上上调的主要内容包包括：

对于短期信用等级，债务偿付的及时性是最重要的考虑因素，因此短期信用等级不会因挽回率的提高而进行调整。对于长期债务，针对投机级债务工具，当该债务工具表现出明显优于平均挽回率的预期，便可能会进行级别的上调。如果分析表明有极大可能性获得全额挽回时，两到三个评级的上调也是很有可能的。针对投资级债务工具，调级操作通常不会如此大幅度，其需要有很大的增级措施来达到比发行人主体等级高一到两个微调的信用等级。上调评级的基本标准参见图表 5。

图表 5 债项等级上调的基本标准

公司评级	资产价值 / 担保债务	等级高于公司等级
A 及以上	2.0	1
BBB	2.0	2
	1.5	1
B 和 BB	2.0	3
	1.5	2
	1.0	1

投资级的公司，违约可能性很小，因此挽回率在投资级企业中不是一个关注的焦点，相应的级别调整幅度很小。

四、国内的债券评级实务中是否也存在这种债项级别上调或下调的情况？

从国内目前的评级实务中看，在不考虑外部增信的情况下，对非金融企业债务融资工具而言，目前国内的债项级别也是基于主体级别进行调整的。这种调整更多的是向上调整，比如以资产抵押情况下，债项级别高于主体级别，但调整的幅度与标普准则有所区别。在非金融企业债务融资工具评级中，尚未发现债项级别低于主体级别的情况。在不考虑市场竞争因素的情况下，仅从理论上讲，标普准则中向下调整是有其合理性的。

以 2011 年 9 月某公司发行的中期票据为例，这家公司截至 2010 年末的资产总额为 182 亿元，而期末银行借款中抵押质押类借款余额为 76 亿元，主体级别评定为 AA。若根据标普的调级标准，该笔中期票据无任何增级措施，因此其在清偿顺序上要低于抵押类的优先级债务，且其期末的优先类债务与资产总额的比例为 $(76/182) = 41.76\%$ ，是大于调级的阈值 20% 的，因此根据标普的标准，本期中票的级别应该为 AA- 级，而目前市场上本期中票的级别等同于主体级别 AA。

从 WIND 数据库上的导出数据看，目前市场上长期债券的级别分布中，也不存在债项级别低于主体级别的情况。即国内目前的信用评级市场，并未考虑债务清偿中次级债务的劣势地位引致的级别下调情况。

抽取近两年发行的企业债，挑选采取抵押、质押等内部增级方式增级的债券。（图表 6 为摘取的部分案例）发现：级别调整以上调一级为主，占比超过 60%。存在上调两级、甚至三级的情况，但占比少。

图表 6 国内债项等级上调的部分案例

名称	债券信用评级	主体信用评级
10 黄山债	AA	A+
10 蚌埠城投债	AA	AA-
10 巢湖债	AA	AA-
10 阜阳债	AA+	AA-
10 华靖债	AA+	AA-
11 临汾债	AA+	AA
11 武国资债	AA+	AA
11 永川惠通债	AA+	AA
10 长城投	AAA	AA+

标准普尔信用风险度量研究总结

戴晓枫 / 文

我国信用评级行业仍处于发展初期，信用风险度量技术相对薄弱，学习和借鉴国际评级机构的理论和方法是提高国内信用风险度量技术能力和水平的有效途径。本文通过对标准普尔《公司信用分析基础》的学习以及违约率、违约损失率和巴塞尔资本协议等相关资料的研究，对信用风险的基本要素、度量信用风险的目的、标准普尔对信用风险度量的贡献等内容进行总结性介绍，以供参考。

一、信用风险的基本要素和概念

完整的信用风险的概念，由两大基本要素构成，即：违约概率 PD (Probability of Default) 和违约损失率 LGD(Loss Given Default)。

违约概率 PD 是指债务人违约的可能性。

违约损失率 LGD 是指债务人一旦违约将给债权人造成的损失数额，即损失的严重程度。从贷款回收的角度看，LGD 决定了贷款回收的程度，因为， $LGD = 1 - \text{回收率}$ 。显然，PD 既定的情况下，LGD 越高，信用风险越大。同时，LGD 还具有以下一些特点：LGD 概率分布呈现双峰分布的特征；LGD 与 PD 呈正相关的关系；LGD 与破产法等法律制度密切相关；LGD 波动幅度大，影响因素多，且研究历史短，数据稀少，因而量化难度大。

PD 和 LGD 都是反映债权人面临债务人违约的信用风险的重要参数，因此，两者都受到债务人信用水平的影响，然而，从性质上看，两者又有重要的区别。总的来说，PD 是一个交易主体相关变量，其大小主要由作为交易主体的债务人的信用水平决定；而 LGD 具有与特定交易相关联的特性，其大小不仅受到债务人信用能力的影响，更受到交易的特定设计和合同的具体条款，如抵押、担保等的影响。因此，对于同一债务人，不同的交易可能具有不同的 LGD，如对于同一债务人的两笔贷款，如果一笔提供了抵押品，而另一笔没有，那么前者的 LGD 将可能小于后者的 LGD。因此，对 PD 和 LGD 的分析应有不同的着眼点。

预期损失 (Expected Loss, EL) 是反映信用风险的另一个重要指标，其相对数形式 (预期损失率, EL%) 可表示为 LGD 和 PD 的乘积：

$$EL\% = LGD \times PD$$

预期损失 EL 的绝对数形式的预期损失可以表示为：

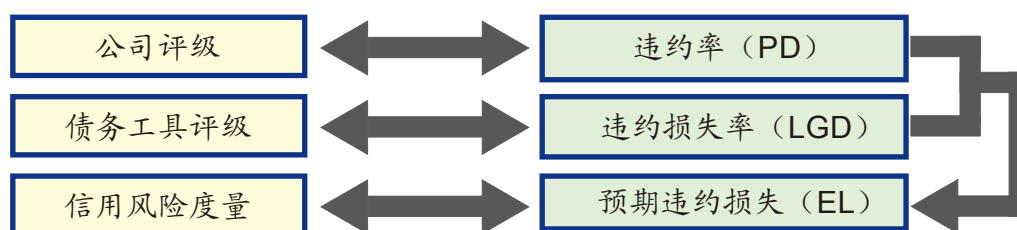
$$EL = LGD \times PD \times EAD$$

其中 EAD (Exposure at Default) 是指违约时暴露，即违约发生时债权人对于违约债务的暴露头寸。

二、信用风险基本要素与标准普尔信用等级的对应关系

标准普尔信用评级包括了三个对象，即公司（主体）评级、债务工具（债项）评级和信用风险度量。以上三个对象分别对应了信用风险的三大指标（图表 1），即公司评级对应违约概率 PD、债务工具评级对应违约损失率 LGD、信用风险度量对应预期损失 EL。

图表 1 标准普尔信用评级三对象与信用风险三指标的对应关系



标准普尔提供了信用风险评分框架，用以根据信用质量确定公司的信用评级，同时可以追踪信用质量随着时间变化的演变过程。

从概念上来看，对给定公司的信用评分（图表 2）代表其违约风险，是其违约概率的代理变量，或换言之，该信用评分反映了公司及时还本付息的可能性。对给定债务工具的评分，即回收评分（图表 4），则代表了违约发生条件下的回收期望，或者说债权人可期望获得的补偿。两者相结合，则反映了债务的损失概率。

图表 2 为标准普尔五级信用评分量表，从“极低风险”到“极高风险”。每一级有进一步划分为两小级以提供更细致的信用差异。为方便说明，量表刻度从 1（最小信用风险）到 10（违约）排列，分值越大表示风险越大。

图表 2 标准普尔信用评分量表

风险分类	信用评分
极低风险	1
	2
低风险	3
	4
中等风险	5
	6
高风险	7
	8
极高风险	9
	10

公司信用评分具有二维特征，即通过业务风险和财务风险两个维度最终判定主体信用等级（图表3）。同时，标准普尔的分析过程遵循递进逻辑，即从国家风险、行业地位、企业定位、盈利能力或同行业比较的递进逻辑分析业务风险，从会计制度、公司治理分析财务风险，然后根据业务风险与财务风险得出评级的结论。

图表3 标准普尔业务和财务风险量表

业务风险		财务风险	
风险分类	刻度	风险分类	刻度
极低风险	1	很保守	1
	2		2
低风险	3	保守	3
	4		4
中等风险	5	适中	5
	6		6
高风险	7	激进	7
	8		8
极高风险	9	很激进	9
	10		10

图表4 为标准普尔五级回收评分量表，用以区分投资者对于不同债务工具的期望回收率。使用离散的回收评分来替代期望回收率的主要原因是，回收评分更容易进行长期跟踪，也更容易组合。

图表4 标准普尔回收评分量表

净损失风险	期望回收率	回收评分
极低风险	100%	1
低风险	75%-100%	2
中等风险	50%-75%	3
高风险	25%-50%	4
极高风险	0%-25%	5

注：期望回收率的计算公式为：债务工具可回收额 / 该债务工具总额 * 100%

三、度量信用风险的目的

违约概率 PD 和违约损失率 LGD 的结合，得到预期损失 EL 这一风险管理的重要概念。债务市场参与者利用这些信息度量信用风险，主要目的在于两个：定价和资产组合风险监测。

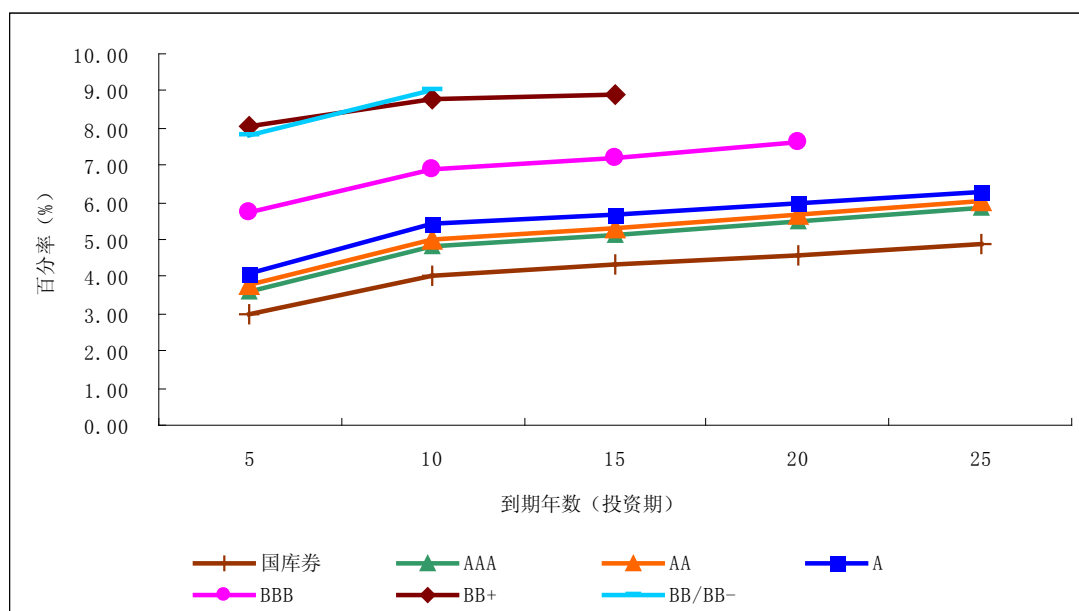
（一）固定收益证券定价

债务工具价格由两个关键因素组成：无风险收益率和风险溢价或利差。无风险收益率通常被定义为政府债券的收益率；风险溢价或利差反映了信用风险（违约概率和回收期望的结合）及流动性，代表了在给定时间里特定市场的供需特性。用公式表示为：

$$\text{债券价格} = \text{无风险收益率} + \text{风险溢价或利差}$$

评级和利差的相关性表现在：从长期来看，信用风险越高，投资者为购买债务工具所要求的风险溢价就越高，即信用等级越低，利差越大，见图表 5。

图表 5 国库券和公司债的收益率



资料来源：Standard & Poor's Global Fixed Income Research

（二）资产组合风险监测

巴塞尔银行监管委员会自 1988 年提出第一个风险度量框架——《巴塞尔协议》，至 1999 年经研究和实践后提出更具适用的《巴塞尔协议 II》，其基本思想——监管资本要求（即监管当局对银行的资产要根据其风险水平规定一定水平的资本要求）——一直没有改变。《巴

塞尔协议 II》增强监管资本计量对银行风险敏感度方面进一步予以完善，并根据银行风险管理水平的高低分别设计了标准法和内部评级法（IRB）。

标准法是为没有高级风险管理系统的银行而设计的。在标准法下，《巴塞尔协议 II》基本上沿用了 1988 年《巴塞尔协议》的做法，最大的改进在于引入了外部评级，即基于外部评级机构的评估结果，为每一类交易对手赋予一个风险权重，共有五个等级，见图表 6。

图表 6：标准法中的公司风险权重

序号	信用评级	风险权重
1	AAA~AA-	20%
2	A+~A-	50%
3	BBB+~BB-	100%
4	BB- 以下	150%
5	无信用评级	100%

内部评级法（包括基础内部评级法和高级内部评级法）针对具有高级风险管理系统的银行而设计，引入贷款的违约率 PD、违约损失率 LGD、违约时暴露 EAD 和到期日（Maturity, M）四个风险要素作为资产风险权重函数的自变量，并允许银行使用内部评级系统进行评级，以及使用内部模型计量信用风险，大幅提高了资本监管的风险敏感度。

四、标准普尔对信用风险度量的贡献

（一）违约率

标准普尔对违约状态的定义是：违约状态是指债务人对评级或未评级的任何财务义务（除了由于真实的商业纠纷产生的财务义务）发生的第一次支付违约，但不包括在宽限期之内支付逾期利息的情况。

标准普尔还认为，优先股不是财务义务，未能支付优先股股息不属于违约；而低价交易（Distressed Exchange）则属于违约，因为债权人被迫以本金折让、票息降低、期限延长或其它条款减少的方式将债权替换成现金或其它工具。

标准普尔使用静态池（Static Pool）技术对受评发行人进行违约率统计，并将其统计结果定期公布。图表 7 是标准普尔 1981-2010 年全球受评发行人的平均累积违约率统计结果，表中各列表示发行人在评级结果发布后若干年内的平均累积违约情况。

图表 7 标准普尔全球受评发行人的平均累积违约率（1981-2010）（单位：%）

Global Corporate Cumulative Average Default Rates (1981 - 2010) (%)															
—Time horizon (years)—															
Rating	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.03	0.14	0.26	0.38	0.50	0.56	0.66	0.72	0.79	0.83	0.87	0.91	1.00	1.09
AA	0.02	0.07	0.15	0.26	0.37	0.49	0.58	0.67	0.74	0.82	0.90	0.97	1.04	1.10	1.15
A	0.08	0.19	0.33	0.50	0.68	0.89	1.15	1.37	1.60	1.84	2.05	2.23	2.40	2.55	2.77
BBB	0.25	0.70	1.19	1.80	2.43	3.05	3.59	4.14	4.68	5.22	5.78	6.24	6.72	7.21	7.71
BB	0.95	2.83	5.03	7.14	9.04	10.87	12.48	13.97	15.35	16.54	17.52	18.39	19.14	19.78	20.52
B	4.70	10.40	15.22	18.98	21.76	23.99	25.82	27.32	28.64	29.94	31.09	32.02	32.89	33.70	34.54
CCC/C	27.39	36.79	42.12	45.21	47.64	48.72	49.72	50.61	51.88	52.88	53.71	54.64	55.67	56.55	56.55
Investment grade	0.13	0.34	0.59	0.89	1.21	1.53	1.83	2.12	2.39	2.68	2.94	3.16	3.37	3.59	3.83
Speculative grade	4.36	8.53	12.17	15.13	17.48	19.45	21.13	22.59	23.93	25.16	26.21	27.10	27.93	28.66	29.40
All rated	1.61	3.19	4.60	5.80	6.79	7.64	8.38	9.02	9.62	10.18	10.67	11.08	11.47	11.82	12.20

Sources: Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®.

根据图表 7 中的数据可以清晰地看出，评级与违约概率之间有明确的相关性：评级越好，违约概率越低；评级越差，违约概率就越高；随着评级下降，违约概率差异也逐渐变大，在 BBB 级和 BB 级之间的跨度，或者说，投资与投机级别之间的跨度尤其大；随着时间的推移，违约水平也每年发生变化。

（二）信用等级迁移矩阵

迁移矩阵是累积违约概率的一个关键补充，显示了评级随时间向上或向下转移的可能性。

标准普尔每年公布其受评发行人的信用等级迁移情况。图表 8 是标准普尔 1981-2010 年全球受评发行人的一年期平均迁移矩阵。

图表 8 标准普尔全球发行人一年期平均迁移矩阵（1981-2010）（单位：%）

From/to	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	87.91	8.08	0.54	0.05	0.08	0.03	0.05	0.00	3.25
AA	0.57	86.48	8.17	0.53	0.06	0.08	0.02	0.02	4.06
A	0.04	1.90	87.29	5.37	0.38	0.17	0.02	0.08	4.75
BBB	0.01	0.13	3.70	84.55	3.98	0.66	0.15	0.25	6.56
BB	0.02	0.04	0.17	5.22	75.75	7.30	0.76	0.95	9.79
B	0.00	0.04	0.14	0.23	5.48	73.23	4.47	4.70	11.71
CCC/C	0.00	0.00	0.19	0.28	0.83	13.00	43.82	27.39	14.48

Sources: Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro®

此外，标准普尔也同时公布了 1981-2010 年全球发行人的三年期、五年期、七年期平均迁移矩阵及各地区一年期迁移矩阵，图表 9 为标准普尔 1981-2010 年全球发行人五年期平均迁移矩阵。

图表 9 标准普尔全球发行人五年期平均迁移矩阵（1981-2010）（单位：%）

From/to	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	53.65	23.55	5.06	0.89	0.15	0.12	0.09	0.33	16.17
AA	1.64	51.42	23.89	3.98	0.59	0.39	0.05	0.32	17.73
A	0.12	5.70	53.87	15.07	2.26	0.88	0.18	0.67	21.25
BBB	0.04	0.70	10.78	47.50	7.95	2.83	0.44	2.44	27.32
BB	0.02	0.10	1.39	12.44	28.06	11.06	1.46	9.32	36.17
B	0.02	0.05	0.44	2.01	10.90	22.19	2.94	21.71	39.75
CCC/C	0.00	0.00	0.26	1.03	3.43	11.96	3.23	45.77	34.32

图表 8、图表 9 中数据显示：总体上，评级显示了显著的稳定性；高级别的迁移概率相对于低级别的迁移率低，即高级别比低级别稳定；多年转移矩阵显示，原始评级较低的债务工具，其违约频率也更高。

(三) 挽回评级 (Recovery rating)

挽回评级是通过情景分析来评价当发行人发生违约时，特定债务的预期挽回情况。标准普尔利用其长期积累而得到的稳健的违约数据这一关键优势，开发了专门的挽回评级，其评级结果使用“1+”~“6”七个等级的标准来衡量，见图表 10。

图表 10 标准普尔挽回评级

挽回评级	挽回描述	挽回率
1+	最高的挽回预期，完全挽回	100%
1	很高的挽回预期	90%-100%
2	显著的挽回预期	70%-90%
3	有意义的挽回预期	50%-70%
4	平均的挽回预期	30%-50%
5	轻微的挽回预期	10%-30%
6	可忽略的挽回预期	0%-10%

注：上述挽回评级的对象为投机级发行人

通常来说，挽回评级不会影响发行人评级，但对特定债务的发行评级将产生重大影响。

标准普尔通过长期的数据积累和研究发现，债务的挽回率具有以下特征：越高级的债务，诸如有担保的银行债务，挽回率越高；越次级的债券，诸如附属次级债务，挽回水平最低；担保物，尤其是以所有资产做担保，产生更高的挽回率；有更多的易变现担保物做担保的债务比以无形资产做担保的债务显示出更高的挽回率；挽回水平与经济周期有关；行业不是挽回率的关键决定因素；挽回率与公司的初次评级之间存在着有意义的关系。

关于高收益债券的若干点思考

叶盛 王连熙 / 文

近期高收益债券即将推出的传闻引起了广泛关注与讨论，拟议中的高收益债券虽然是新品种，但在国内也并非没有先例。因此，我们将结合本评级机构开展信用评级工作的经验和体会，与大家分享对高收益债的一些初步认识与思考。

一、高收益债券的定义

据悉，目前中国证监会筹划中的高收益债券已明确将以注册备案制发行，由上海证券交易所和深圳证券交易所具体操作，并对拟发行企业的规模、类型、地域、信用等级和发行期限作出了相应规定。根据初步明确的相关标准，拟发行企业规模上须为中小企业，企业类型须为高科技企业、“三农”企业或具有自主创新能力的企业，所在地限于京、沪、津、浙、苏、粤六省市，债券存续期限在 1 年以上（不含），信用等级限于 BBB 级至 AA- 级。

从国际经验来看，高收益债券（high-yield bond）指的是信用等级低于投资级别的债券，又被称为垃圾债券（junk bond）或投机级债（speculative-grade bond），即低于标准普尔和惠誉 BBB 级、穆迪 Baa 级的债券和其他一些未被评级的债券但信用质量在投机级的债券。

我国的高收益债券与国际标准存在显著的差异，国内第一支正式冠名“高收益”的债券类产品是 2009 年 11 月在银行间债券市场发行的“山东省诸城市 2009 年度中小企业集合票据”高收益级部分，当时获得本评级机构给予的 AA- 级评级结果。该产品的本质是结构化分层中的次级档产品，但当时由于受次贷危机的影响，社会对“次级”一词分外敏感，所以采用了高收益的概念。

另外，我国证券市场上 AA 级以上的债券更受到投资者的青睐，在银行间市场上投资者对于非金融企业债务融资工具二级市场均衡收益率估计值仅局限于 AA 级以上，在证券交易所市场 AA- 级以下的债券只能在固定收益综合电子平台交易，所以固定收益市场上的低风险偏好的机构投资者的投资标的主要集中于 AA 级以上的债券产品。

正因为上述原因，我国的高收益产品被定义为 BBB 级至 AA- 级的水平。BBB 级以下的产品可能是未来真正的垃圾债券，其面临的不确定性更多，违约风险偏大，适合于高风险偏好投资者进行投资。回顾国内的债券发展历史，按照目前国内高收益债券的级别范围，国内此类产

品已经不在少数，尤其是银行间债券市场中已有数支主体信用等级为 **BBB+** 级至 **AA-** 级的短期融资券及数支信用等级为 **AA-** 级的中期票据发行。其中短期融资券为 2005 年开始推出的债券品种，存续期限不超过一年；中期票据是 2008 年开始推出的债券品种，存续期限超过一年。

二、发展高收益债券的意义

经过多年的发展，我国债券市场已形成了一个包括国债、央行票据、地方政府债、政策性银行债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券和可转债等多个品种的市场。根据 wind 资讯相关统计信息，截至 2011 年末，我国债券存量余额（票面金额）已达 21.35 万亿元，较 2005 年末增长了约 1.47 倍，其中非金融企业债券存量余额（票面金额）达 4.63 万亿元，较 2005 年末增长了约 7.50 倍。高收益债券作为中国证监会和证券交易所拟推出的债券品种，具有多方面的现实意义：

（一）进一步丰富我国债券市场品种及扩大债券市场容量

近年来，我国企业发行的非金融债券品种日益丰富，市场规模迅速扩大，高收益债券的出现无疑将进一步丰富我国债券市场品种及扩大债券市场容量。债券市场上 **AA** 级、**AA+** 级及 **AAA** 级等高信用等级的债券上已存在一定数量并形成一定规模，但后续的发展也将逐渐遭遇瓶颈。**AA** 级以上的高信用等级发行主体数量相对有限，大量存在的是主体信用等级在 **AA-** 以下的企业。同时由于企业待偿还的公开发行业务余额不能超过其净资产的 40%，现存非金融企业债券在数量和规模上的发展空间均将逐步缩小，高收益债券的出现则将大大改善目前的现状。

（二）进一步丰富我国债券市场品种及扩大债券市场容量

高收益债券的相关规定将发行主体限定为中小企业，与国家出台的一系列支持中小企业发展的政策相契合。近年来推出的中小企业集合企业债和中小企业集合票据是扩大中小企业融资渠道的有益尝试，并取得了一定的进展，在一定程度上缓解了部分中小企业融资难的问题。集合企业债券和集合票据均需要统一的外部担保，而目前有一定资质的担保机构相对较缺乏，且担保机构对所担保的企业要求较高，被担保企业一般还需要向担保机构或担保机构的反担保机构提供抵质押作反担保，所以集合债券和集合票据市场发展规模并不大，且能够发行集合票据或集合债券的中小企业一般自身信用质量相对较高。中小企业独立发行高收益债券无疑将突破集合票据或集合债券需要寻求外部担保的限制，而且发行进程不再受到联合发行人的掣肘，有助于提高发行效率。高收益债券作为直接融资工具，若能够得到有效推广，中小企业的融资渠道将会得到有效拓展，同时也能在一定程度上缓解目前企业融资过度依赖银行信贷的现象。

（三）有助于丰富债券信用等级序列及不同信用等级的收益率曲线

目前债券市场上 1 年期以上（不含）债券的信用等级主要集中在 **AA-** 级、**AA** 级、**AA+** 级和 **AAA** 级。虽然有 **BBB+** 至 **A+** 的独立发行主体出现，但一般会寻求外部担保使其发行债券

的信用等级达到 AA- 级或以上，市场上低于 AA- 级的中长期债券还很少见。08 广纸债发行主体的信用等级虽然从 A+ 级被逐步下调至 BBB+ 级的水平，但因其有外部担保，债券信用等级保持 AAA 级水平。集合票据虽然已经有 BB- 级至 A+ 的比较完整的发行人序列，但由于外部担保的存在，债券级别一般在 AA 级以上，无法体现出真正的高收益债券定价原则。高收益债券的出现将并将进一步丰富债券的信用等级序列，并为不同信用等级的收益率曲线提供更多的基础数据支持，从而有助于债券市场信用风险定价的进一步完善，也有助于国内利率市场化基础的进一步完善。

（四）满足不同风险偏好的投资者群体需求

风险偏好和资金实力等条件不同的投资者风险承受能力可能存在较大差异。高收益债券信用风险相对较高，但收益率一般也会比较高，可满足不同风险偏好的投资者的需求。目前国内中长期债券市场的主流均是 AA 以上的品种，从而无法吸引更多的拥有更高风险偏好的机构投资者进入，这也从另一方面导致了目前国内的债券交易参与者类型单一，整体风险偏好水平偏低。而高收益债券的出现将对商业银行、证券经营机构、基金公司中的相对高风险偏好者，以及不良资产管理公司、信托机构、VC、PE、高净值人士和其他潜在的风险承受能力相对较高又具有一定风险鉴别能力的投资群体均将产生显著的吸引力。而对于 PE 等机构投资者来说，若能在高收益债券中加入转股条款，甚至还可以满足其股权投资的需求。

三、发展高收益债券可能面临的问题

发展高收益债券存在多方面的现实意义，但在现实操作阶段也面临着一些问题：

（一）受益的中小企业数量有限，可能不利于市场的做大

发行主体需要同时满足规模、类型、地域、评级和期限等规定，可能会面临发行群体过小的问题。另外，若发行利率过高可能会打击发行主体参与的积极性，严格按照相关规定发展高收益债券，可能不利于市场的做大。本评级机构对已参与或拟参与中小企业集合票据或集合企业债的上千家企业提供的资料按照企业规模与信用评级的估计结果进行归类分析后发现，信用等级在 BBB 级以上的企业占比约 56%，信用等级在 BBB- 级以上的企业占比约 65%；但其中符合国家四部委印发的中小企业划型标准规定、信用等级在 BBB 级以上的中小企业占比仅约 22%，符合产业政策要求的中小企业占比则更少。若将信用等级下限放至 BBB- 级，则符合中小企业划型标准规定的约 27%，所占比例仍然不大。

（二）高收益债券发行主体可能会面临着财务成本不经济的选择难题

根据本评级机构近年来的调查结果，一般主体信用等级在 BBB 级以上的中小企业自身素质相对较好，大多能够以信用或抵押的方式直接从银行融资，虽然期限结构是以短期借款为主，但融资利率一般在银行基准贷款利率至上浮 30% 的区间。wind 资讯相关信息显示，2012 年 3 月 15 日的 2 年期和 3 年期 BBB+ 级的债券即期收益率分别为 10.92% 和 11.21%。若以此

作为定价参考，再加上承销费、律师费等中间费用，发行成本会更高。因此，在试点阶段，相对优质的高收益债券发行主体可能会面临着财务成本不经济的选择难题，而且如果投资者为安全起见进一步要求发行人为高收益债券提供抵质押，则发行人无疑将更倾向于直接通过银行进行融资。

（三）可能面临发行主体信息披露不到位和信用质量波动较大的问题

根据本评级机构对中小企业的评级经验，部分中小企业内部管理制度不健全，审计报告质量不高，经营信息和财务信息不够透明，主动披露意识不强，在一定程度上影响了评级机构对企业真实信用情况的把握，从而会对最终信用等级的确定造成一定影响，一定程度上也降低了信用评级应有的作用。另外，高收益债券发行主体的信用等级相对较低，信用级别迁移率相对较高，信用质量的波动性相对较大，对评级机构跟踪评级方面提出了更高的要求。如前期市场上部分信用等级较低的发行主体山东海龙股份有限公司、广州造纸股份有限公司和 10 中关村债的发行主体之一地杰通信设备股份有限公司等出现的较为严重的信用事件，一定程度上也反映了低评级发行人信用质量波动相对较大的问题。

四、发展高收益债券的若干点建议

针对发展高收益债可能面临的问题，我们结合本评级机构开展信用评级工作的经验和体会提出了若干点设想，以期对高收益债券市场发展能有所帮助。

（一）扩大发行主体范围，让更多企业从中受益

首先是否应该将信用等级下限明确至 BBB-？在信用标示符号体系中，BBB- 级只是对 BBB 级的微调，而 BB 级则和 BBB 级有显著差异。国际上明确的 BBB 级以上为投资级，实际上是大级别的概念，也即包括了 BBB- 级。其次，能否在试点阶段结束以后将发行主体扩展至 BBB 级以上的非中小企业？建议允许信用级别在 BBB 级至 AA- 级且符合产业政策的企业均能够独立发行债券，使产品能惠及更多的企业主体。因为在实际生活中，这些被排除在中小企业和优质大企业（信用等级 AA 以上）之外的“夹心层”企业往往会对地方经济发展和解决就业有很大帮助。

（二）增加增信安排，提高债券信用安全度

针对融资成本不经济的问题，我们建议可以考虑采用各种增信方案作为解决办法之一，使低信用等级的发行人能够发行更高信用等级的债券。具体的增信措施可以从以下方面考虑：

◆寻求主体信用级别在 BBB 级至 AA- 级的专业的担保机构或其他独立的法人实体提供担保，使得发行债券的信用等级能够达到规定的信用级别。（注：这里不强调去选择更高信用等级的担保机构，否则过高的债券级别就无法真正体现高收益债券的特点）

◆寻求地方政府的支持，让地方政府设立偿债风险准备金来降低债券的偿付风险，类似于

银行间债券市场的区域集优票据模式。同时还可以让政府以贴息的形式降低发行人的发行成本，提高发行人发行债券的积极性，帮助当地中小企业发展。当地政府的有限度介入将有助于投资者增强对当地中小企业的信心。

◆尝试使用国外的企业价值资产证券化（Market Value Securitization, MVS）的模式，利用结构分层方法，设定优先偿付顺序，后偿付的部分可以为优先偿付的部分提供增级，因此，优先级部分的信用级别可以得到显著的提升。但这种模式目前在世界范围来看也仍然不够成熟，案例相对较少，市场的接受程度不一定高。

此外，为减轻发行人债务的集中偿付压力，还可以设计本金提前偿还条款或者分期偿还条款；为降低发行人融资成本，可以设置债转股条款（比如对于拟上市公司），还能达到投资者对发行人进行有效监督的目的；为增加投资者操作的灵活性，设置回售条款（puttable bond）；通过限制发行人股东分红比例，规定发行人债务杠杆上限等。上述措施虽不能直接对债券本身起到增级作用，但有助于保障发行人信用质量的稳定。

（三）强化各中介机构职能与责任，建立分类监管制度

针对信息披露问题，我们建议应该进一步强化各中介机构的职能与责任。审计报告是评级机构进行信用评级及投资者做出投资决策的重要参考依据，会计事务所须尽职尽责，保证出具的审计报告的真实性和准确性。承销机构则应该督促发行人及时重大的经营管理变动信息和定期披露财务信息。从评级方面看，高收益债券由于是私募发行，对于信用级别的要求有所降低，出于更高收益率的考虑，投资者甚至可能希望在同样的风险下，信用评级越低越好，以利于在谈判中获得更高的信用利差与票面利率。而与此同时，发行人则希望自身的信用等级越高越好，以便降低其融资成本。所以，评级机构坚持独立、客观、公正原则的意义重大，并且针对中小企业信用质量易发生波动的特点，评级机构应完善跟踪评级制度并有效执行。

此外，针对中小企业信用质量发生波动（信用级别迁移）的概率更高的特点，在试点初期，可以考虑对不同信用等级企业采取区别对待、分类监管的措施。如让信用等级较高的企业发行债券的期限更长，发行债券的规模占净资产的比重更高（上限以内），并对信用等级较低的企业发行债券的存续年限和规模进行限制，从而为债券市场的平稳有序发展创造良好的制度环境。甚至还可以对债券的交易和流通条件也采取一定的区别对待。

公司概况

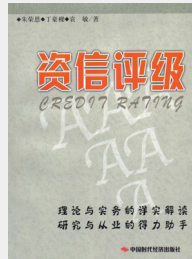
上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立于1992年7月，是一家专业从事债券评级、企业资信评估等信用服务业务的全国性信用评级机构，是我国信用评级行业第一家取得包括人民银行、证监会、发改委、保监会等全部评级资质的评级机构。



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

书籍系列



新世纪评级



新世纪研究



特刊



年刊

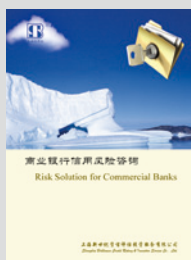
期刊系列



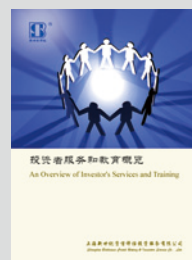
主体评级概览



债项评级概览



商业银行信用风险咨询



投资者服务和教育概览

产品系列



中国宏观经济分析与展望



行业信用分析报告

研究系列

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.



在庆祝新世纪公司成立 20 周年之际，公司司徽正式面世

公司司徽以公司 LOGO 为主体，以字母“SBI”为主要设计元素，其中“S”和“B”为公司英文名称 Shanghai Brilliance Rating 的缩写，同时“I”和“S”又构成为投资者服务（Investors Service）的经营理念，“I”和“S”又构成国际通用的货币符号“\$”，代表公司为金融领域提供服务的专业特征。此外，司徽反映公司中英文名称“新世纪评级”与“Shanghai Brilliance Rating”以及成立年份“1992”。

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>