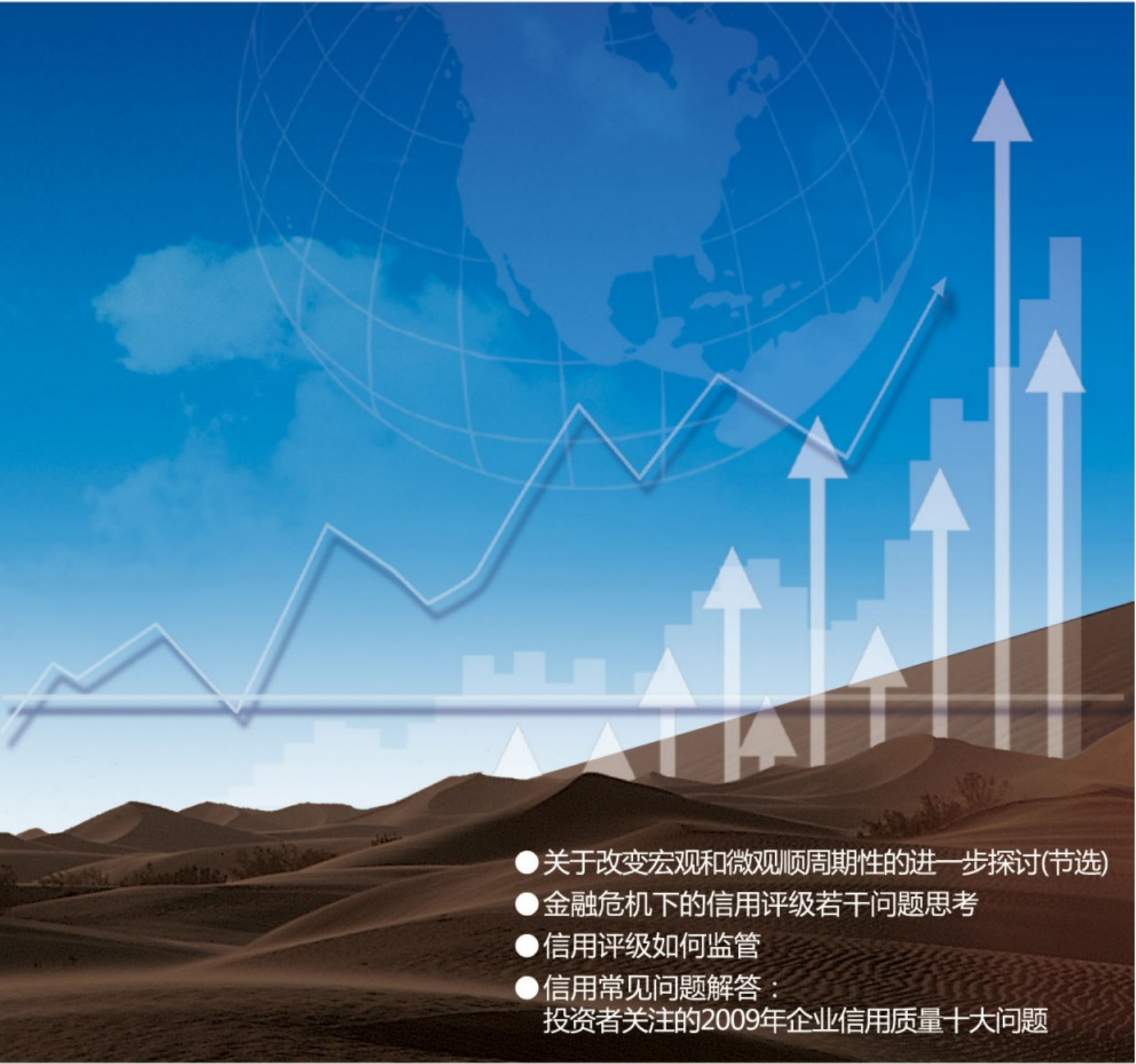


- 
- 关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨(节选)
 - 金融危机下的信用评级若干问题思考
 - 信用评级如何监管
 - 信用常见问题解答：
投资者关注的2009年企业信用质量十大问题



2009年第2期 总第2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

邮政编码

200001

电话

(021) 63501349

联系人

凌莉

传真

(021) 63500872

网址

www.shxsj.com

E-mail

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。

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, 新世纪公司郑重推出“special report——特别报道”, 致力于向相关读者传递新世纪公司对中国经济、资本市场、信用评级等领域最新的观点。同时我们也将充分利用这一平台, 展示我们与标准普尔的合作进展成果, 与大家共享国际性评级机构的观点与看法, 以期为促进中国的评级行业的发展做出我们应有的贡献。我们也殷切希望大家对本报道内容提出意见和建议。如各位读者对我们的特别报道需进一步了解, 请随时与新世纪公司联系。

目录

关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨(节选)	1
周小川	
金融危机下的信用评级若干问题思考	3
上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁 朱荣恩	
信用评级如何监管	6
标准普尔大中华区总裁 周彬	
信用常见问题解答:	
投资者关注的2009年企业信用质量十大问题	7
—— STANDARD & POOR'S	



1 关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨(节选)

—— 周小川

人们就当前金融危机的根本原因已经展开了很多讨论，包括在货币政策、金融监管、会计准则等方面的经验教训等。本文旨在讨论金融体系中的一些顺周期性因素。文中的部分观点曾于2008年11月15日巴西圣保罗G20财政部长和央行行长会议上阐述过。

谈到系统稳定性，我们可以借助电子工程或控制论的部分概念。在复杂系统里，通常有多个反馈环，有些是正反馈，有些是负反馈。正(+)反馈环强化了放大作用（类似于增效器），从而产生自激震荡（如同繁荣和萧条的顺周期性）和零点漂移（如同泡沫的参照点）；而负(-)反馈环削弱放大作用，从而有助于系统稳定和零点的自我校正。近年来在经济金融体系中，宏观和微观的层面上有太多的正反馈环，而负反馈环不多，因此系统呈现非常明显的顺周期性。我们现在并不需要完全重建整个系统，而是需要给系统添加几条负反馈环，这可以充分改变系统的特性。

金融危机往往起源于泡沫的积累及其破灭。经济学家通常着重阐述宏观层面的顺周期性，然而，在微观层面上，目前市场结构蕴涵了一些值得关注的顺周期性特征，在应对当前危机、改革金融体系时应予以解决。在现有的市场结构中，需要在微观层面安排更多的逆周期机制（即负反馈环），以确保金融体系更为稳健。

全球金融体系在投资决策和风险管理时高度依赖外部信用评级，从而产生了显著的顺周期性特征。信用评级业由少数几家大型机构主导，它们几乎提供了全部重要的评级服务。三大信用评级机构的具体评级相关性较高，它们叠加在一起产生了强大的周期性力量。经济繁荣促使乐观情绪产生，经济衰退则导致悲观。众多市场参与者使用三大评级机构的评级结果，并作为业务操作和内部考核的标尺，在机构层面产生大量的“羊群行为”。此外，由发行人付费的评级机构的经

营模式使评级过程存在很多利益冲突（发行人还给评级机构支付产品结构设计方面的咨询费用，从而产生更多的问题）。与抵押贷款相关的结构性产品的评级模型也存在不少缺陷，在本轮由次贷问题引发的危机中，评级机构曾给予很多次贷类产品较高的评级，后来又在短期内大幅降低其评级导致金融机构大规模减计资产。

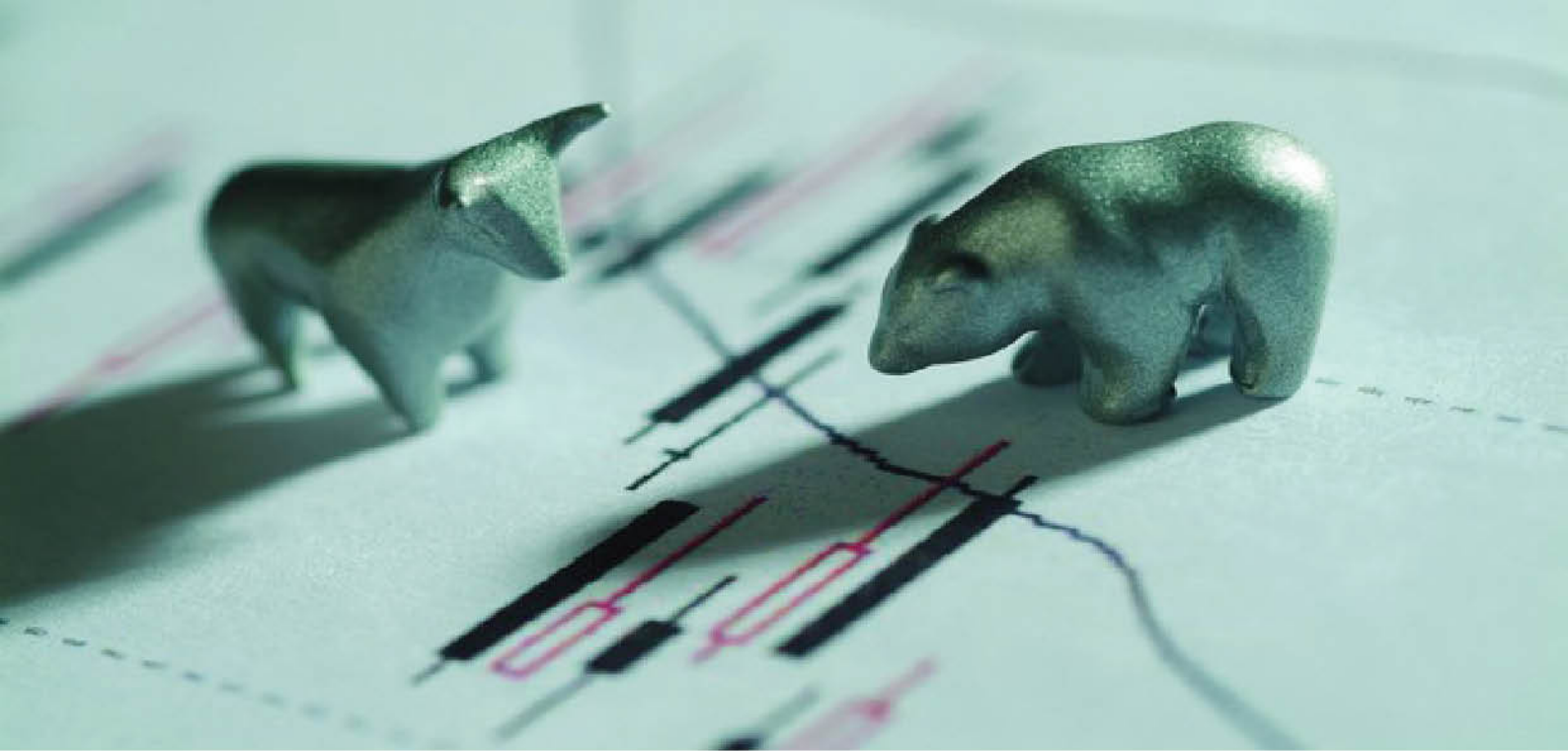
羊群现象还可以理解为正反馈环过多从而导致自激振荡。在投资决策时，我们强调要分散投资。投资组合分散化意味着在看涨某些投资品种时，也要防备另外一些资产价格下跌。投资者多元化则意味着市场既需要乐观者也需要悲观者。因此金融体系不应鼓励投资者千人一面或大家采用一模一样的投资组合。然而，太多的金融机构的内控系统及其投行人士和交易员在内部评价、风险控制中所使用的技术路线模型是外包的，包括前些年很多金融机构所使用的程序交易（program trading）模型也是外包的。如此普遍的系统技术的外包就造成了金融体系中千人一面的局面，产生了强烈的顺周期性。对于复杂的金融产品，大多数金融机构均使用了由少数金融工程师设计的模型，这些模型在金融业使用广泛。在一定条件下，上述模型在同一时间产生的方向性结果类似，也就是说模型结果高度相关。当全球金融业均使用上述模型时，资产价格繁荣和衰退的程度都被加剧。此外，由于市场参与者使用相同类型的模型，其行为也高度同步，从而产生了系统性风险。监管者应要求具有系统重要性的金融机构通过内部判断来补充外部定价模型。为强化结构性产品发行人做好风险评估的动力，监管机构应要求其在资产负债表中持有一定份

额的标的资产，从而减缓“发起—配售”（originate-to-distribute）商业模式产生的贷款发放过程中的道德风险和欺诈性贷款发放等问题。

从评级的使用者方面看，道德风险问题长期存在。在全球范围内，很多规定都要求投资管理决定和风险管理做法要确保金融产品达到主要评级机构给出的一定水平的评级。这样做使得从业人员可以搭外部评级的顺风车，只要金融产品满足了门槛评级标准就无需担心其内在风险了。长此以往，金融业习惯了这种做法，非常依赖于外部评级并为此感到自满。有些市场参与者似乎已经忘了，评级不过是以历史经验为基础得出的违约概率的指标，它永远不能成为未来的保证。与感到自满一同滋生的还有投资经理产生惰性和马虎态度，不去质疑投资组合中投资产品的内在风险。一旦问题发生，就像此次危机一样，指责的矛头都指向了评级机构。

使用评级结果的机构（资产管理公司、金融服务企业等）应该最终对其客户和股东负责，应对风险做出独立判断，而不是光把风险评估职能外包给评级机构。在必须使用外部评级时，还要进行内部独立判断并以此作为外部评级的补充。事实上，上述问题相当严重。监管者应鼓励金融机构提高内部评级能力，减小对外部评级的依赖。中央银行和监管机构需要出台新规定，要求金融机构外部评级的依赖度和使用率不超过业务量的50%，至少对有系统重要性的金融机构应该这样规定。同时，有系统重要性的机构还应加强内部评级能力，对信用风险做出独立判断。





2

金融危机下的信用评级若干问题思考

——上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁 朱荣恩

信用评级在国外已有逾百年的发展历史，而在国内，资信评级是随着中国证券业的起步而创立，随着债券市场的兴起而发展。发展至今，由于多方面的原因，广大投资者与发行人并不十分了解信用评级，或者认为评级只是对历史数据的统计回归，或者把评级看作对未来市场的某种保证。实际上，所谓的信用评级，是独立的信用评级机构对评级对象偿还债务的能力及其偿债意愿所进行的综合评价。评级机构给出的评级观点是具有前瞻性的意见，是对违约可能性的判断，并可以通过较长时间内对实际违约率的统计结果中得到检测和印证。但是，评级分析师不是市场先知，不能预知未来，评级观点和信用级别并不是对未来收益的某种保证，不构成任何的投资建议。

2008年，席卷全球的金融危机使得信用评级受到更多的关注。中国虽受金融危机影响稍弱，但对信用评级的关注，以及对信用评级的不了解，使得大家对评级的一些问题存在疑问。下面就大家关注的信用评级的相关问题做个讨论。

一、如何看待评级公司参与产品设计问题

评级公司参与发债产品设计是备受争议的一个问题。

在此次金融危机中，结构性融资产品的迅速发展是推动危机迅速恶化的一个因素。结构性融资产品是通过层次设计以满足不同投资者的风险偏好和投资期限要求，而标普、穆迪等国际三大评级公司在进行信用评级的时候，通常与承销商共同设计此类债券，对次级债券的分层、信用增级提供建议，并收取相关费用。这就带来了利益冲突，影响到了评级机构独立公正的评级立场，使其易于低估结构性融资产品风险，助长市场对此类产品的乐观预期和非理性追捧，埋下风险隐患。而投资者对评级的过度依赖加速了风险的蔓延。

在国内的债券发行市场，为了提升债券发行的信用级别，发行企业与承销人经常向评级公司咨询、讨论债券增级措施。评级公司也通常会从评级的专业角度向企业提供建议，如第三方担保、资产抵押、政府BT回购等，并且在评级报告中评价增级效果。

将国际三大评级公司与国内评级公司参与产品设计相对比，可明显区别其中的不同：前者为主动参加，后者为被动参与；前者是为获利而设计产品，后者是为增加信用、降低风险而设计产品；前者评估对象是自己设计的产品，设计依据具有一定探索性、主观性，后者评估对象是

按客观依据进行设计的产品，客观性较强。

国内评级公司参与产品设计的根源是发债企业对信用评级知识了解的有限性。评级公司在产品设计方面的参与不仅“事出无奈”，还有着客观上的必要性。评级是评级公司提供的第三方独立判断，主要是解决各市场主体间信息不对称的问题。在评级中，评级公司起到了将债券的风险与收益相挂钩的作用，有助于推动债券市场的合理、有序的发展。而随债券市场的发展，中国企业的趋于成熟，发行人必将越来越广泛和深入的了解债券评级及发行的知识，或许届时评级公司就将退出参与产品设计的舞台了。

二、如何看待发行人付费机制问题

信用评级报告原是评级机构主动发布的、对市场发行的债券及主体进行的独立的风险研究与评价。随着债券市场的发展壮大，市场对信用评级的需求越来越大，评级人的评级成本也随之增加，为覆盖成本的增长，评级机构开始对提供信用评级服务收费。此后几十年的发展中，信用评级成为资本市场的一项重要业务，评级收费成为了一项固定的机制。

而付费机制，从理论上讲，最合理的莫过于谁受益谁付费——投资者付费。但是，从实际操作上来看，无论是国内还是国外，信用评级的费用大都是由发行人支付。比较这两种付费机制，可发现其中各有利弊：首先，发行人付费机制提高了市场资源配置效率，使得信息公开及传递的及时性得到保障，不仅降低了投资者风险，还降低了投资者的投资、交易成本；而投资者付费恰恰相反，主动购买评级报告的投资者人数有限，若评级报告只为有限数量的投资者服务，就面临着市场资源配置的浪费、效率的损失问题，评级公司也没有足够动力主动对发债主体

进行及时的跟踪，债券信息得不到及时更新，投资者风险增加。其次，发行人付费机制延续多年，在实际操作中，评级报告费用较易确定，且因为受众广，费用成本相对低廉；而投资者付费的评级报告，因为发行对象的高度不确定性，报告定价难以确定，且当评级公司向投资者出售了第一份评级报告后，就难以控制报告的扩散传播，评级公司得不到应有的信息安全保障。但是，投资者付费机制却避免了发行人付费所存在的评级机构为了争夺业务而承诺级别或提升级别的风险，有利于规范评级行业的执业行为。

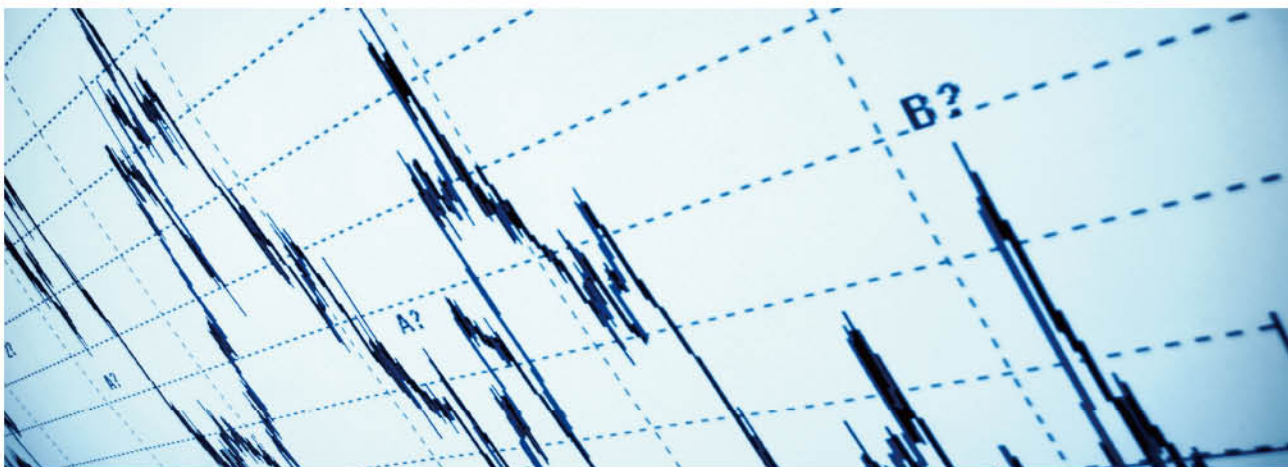
由此看来，发行人付费市场资源配置效率较高、投资者风险降低，而投资者付费则可相对有效的规避评级机构承诺级别的风险，但在实际操作中投资者付费难以实行（国外相关文献证明投资者付费也存在利益冲突）。虽然发行人付费也面临着自身的不足，但该收费方式相对来说更为合适。正如会计师事务所向企业提供审计服务一样，尽管理论上讲是公司股东（投资人）委托会计师事务所对企业进行审计，但审计报告的费用仍是由企业而非公司股东直接支付。而监管机构为缓和会计师事务所提供鉴证服务与收取费用的矛盾，加强了信息披露及监管上的一些措施，对于违反执业规范的会计师事务所制定了罚款、市场禁入等惩罚办法，这对评级公司有一定的借鉴作用。

三、如何看待评级公司质量检验问题

目前评价评级公司的评级质量所采取的方法主要有两种：违约率检验和利差检验。

国际三大评级公司的违约率检验相对成熟，但国内尚未进行相关的违约率检验，这首先是因为美国债券市场经过上百年的发展，已经趋于成熟，评级机构积累了几十





至上百年的级别与违约率数据，能实现较好的统计数据检验。而我国债券发行虽然经历十几年时间，但是企业债、短期融资券也是近几年才开始了市场化的进程，发行数量有了较快速增长，总的发行数量有限，且尚无违约数据，因此国内评级公司违约率检验尚不成熟。其次，国内证券市场刚刚发展起步，包括发行人、投资者在内的参与人还较稚嫩，一家债券的违约会影响到整个债券甚至证券市场，对国家经济运行形成较大压力。例如前不久仅仅关于江铜、力诺的市场传言就两度引起债券市场的整体大波动。再次，从统计上来看，在违约率检验中，如果1000家受评债券中有一家违约，这一家是第一家或第一千家从概率上来说相同。但是若一个评级公司评出的第一家债券就出现违约，该公司的评级质量就将被评为最低，但这种评判并不合理。

国内目前对评级公司评级质量的检验采用较多的是利差检验。以信用利差作为评级质量衡量标准还需要考虑几方面的因素：一是发行利差不等于信用利差，债券的发行利差还受到市场流动性、税收效应等因素的影响；二是通过发行利差来推算信用利差，需要确定一个合理的基准利率，央票利率或Shibor利率的选用会影响到利差检验；三是信用评级是跨周期的或者说弱周期的，而债券市场的表现往往是强周期的，在经济景气与不景气之间信用利差的差异往往大于信用级别的差异。

从长远来看，使用违约率检验较符合对评级检验的技术要求，但是目前而言，无论是违约率检验还是利差检验，或不适合、或不能较好地起到检验评级质量的作用。关于评级质量的检验，还需进一步探讨、研究。

四、如何看待国内评级公司级别较高问题

目前投资者对评级公司另一个指责是，评级公司所评

债券级别偏高。且放眼市场，级别几乎一致，投资者难以区别债券的好坏。确实，以短期融资券为例，市场上较多数短融主体级别为AA~AAA级，债项级别为A-1。

造成这方面的原因有几点。首先，我国债券市场起步较晚，发行债券的企业多为资产优良的大中型国有企业；这部分企业大多是国内各行的行业龙头，具有行业优势，国家产业政策易于向这类企业倾斜；甚至，有些企业背后有着政府财政的支持。这类企业对债务的偿付能力很强。其次，从市场接受程度来看，低级别的债券难以发行。以新世纪公司为例，2008年的中小企业短期融资券发行时，90余家申请发债的企业，新世纪出于风险控制的考虑，只接受其中20家企业的评级委托，其后其他公司也只接受了其中6家企业的评级委托。2008年新世纪对中小企业短融券的评级就出现了主体BBB和债项A-2的级别，但是，较低的级别却导致了企业的债券难以发行上市。再次，从政策面来看，监管部门政策的限制也导致信用级别评定受限。保监会在《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》中规定，保险机构不得投资长期信用级别在AA级以下的企业（公司）债，以及在A-1级以下的短期融资券。这些监管措施也限制了低级别的债券难以发行流通在债券市场上。

我国的信用评级经历了十几年，随着中国债券市场的发展而发展。评级公司是债券市场定价的参与者，债券市场的发展也吸引了更多发行人和投资者对评级公司的关注，使得评级公司感觉自身责任更重。参与产品设计、付费问题、质量检验、级别过高都是一直围绕在评级公司身边的声音，这其中存在的不仅有客观原因，还有国内债券市场不够成熟，我国的市场经济不够发达等因素。新世纪公司将继续秉承独立、公正、谨慎的评级原则，以维护债券市场的有序稳定为自身责任，坚持自律，同时顺应市场需求、提高评级技术、降低社会成本，为促进中国债券市场的发展尽一份自己的力量。

3 信用评级如何监管

—— 标准普尔大中华区总裁 周彬

随着金融危机愈演愈烈，有关国际信用评级机构监管和整体金融监管体系的探讨也越来越热烈。

笔者认为，用于部分结构融资证券评级分析的很多假设并未得到证实，这一点在美国结构融资证券上表现尤为明显。

与此同时，投资者与决策者承认评级对资本市场的高效运转仍具有重要作用。评级向投资者提供有关信用风险的有用信息，并帮助企业 and 政府获得资本。市场需要的是能够帮助用户和公众对评级树立信心的系统，而非损害或消灭评级的系统。

20国集团已经呼吁全球合作对评级机构进行注册与监管。亚太地区的监管机构与政府正积极进行评级监管的探讨。包括澳大利亚和日本在内的一些政府已经启动对评级机构的评估工作。

有关国际信用评级机构监管的探讨必须建立在3个原则基础上：首先，全球监管必须保持一致性。

笔者认为，通过在市场与国际监管机构普遍接受的一套标准（如国际证券事务监察委员会组织的细化行为准则）基础上建立监管框架，就能实现全球监管的一致性。关键问题是，在建立全球普遍的一整套目标与原则的同时，评级机构接受业务所在的每个国家相关监管机构的监督。

第二个原则——透明度——将有助于增强投资者信心

并化解对利益冲突的担忧情绪。评级机构应被要求出具分析模型中所使用的假设和准则以及对自身表现的记分卡，发债人和投资者借此对信用评级的质量和价值作出自己的判断。

第三个原则是监管机构不应采取的措施，即监管机构不应就评级机构的信用评级流程作出规定。比如，监管机构不应要求评级机构使用能够影响信用评级质量和独立性以及市场透明度的模型和公式。监管机构应令评级流程不受政治冲突的影响，并且不应约束评级机构之间的竞争。

随着将上述3项原则作为指导，评级机构能够对监管机构负责，从而向市场确保评级流程的公正性。由于所有业务模式（投资者付费、发债人付费或政府付费）均具有潜在的利益冲突，并且透明度各不相同，因此无论采取哪种业务模式，上述做法均能有效。

决策者应鼓励不同业务模式企业之间的竞争，投资者可以根据评级的质量、公正性和表现，自主确定评级机构的信用度。

各个政府必须审视监管机构和投资者使用评级的方式。如果评级在监管体系（如巴塞尔新资本协议）中作为信用度基准而使用，就应同时考虑使用其他基准。这应有助于避免投资者和银行过于依赖评级，而是将评级作为决策流程中诸多考虑因素之一。

运转良好的信用评级流程，能够增强投资者信心和刺激经济增长。





4 信用常见问题解答： 投资者关注的2009年企业信用 质量十大问题

— STANDARD & POOR'S

标准普尔信用评级机构对2009年的企业信用质量的前景展望为负面。我们现在对2009年的看法是：最糟糕的时刻即将到来。预计至少2009年上半年的企业信用质量会恶化。资本市场的混乱与不景气将全面影响受评公司的经营状况和财务业绩。

在2008年2月20日发布的“美国商品和基础产业的10大趋势对全行业的指引”一文中，我们记录了以下我们对2008年经济的主要关注点：

- 信贷市场环境恶劣；
- 经济减速会危害到包括美国媒体，饭店和零售行业

的信用质量；

- 信用质量的水平较低（大部分公司都处于B级别）；
- 违约率可能会上升接近6倍，超过长期平均水平。

在很大程度上，我们担忧的情况还是发生了：违约率上升到接近5倍，消费领域信用评级的展望是压倒性的负面。观察一下2009年的情况，我们预计众多造成公司信用质量急剧下降的因素还将继续存在。

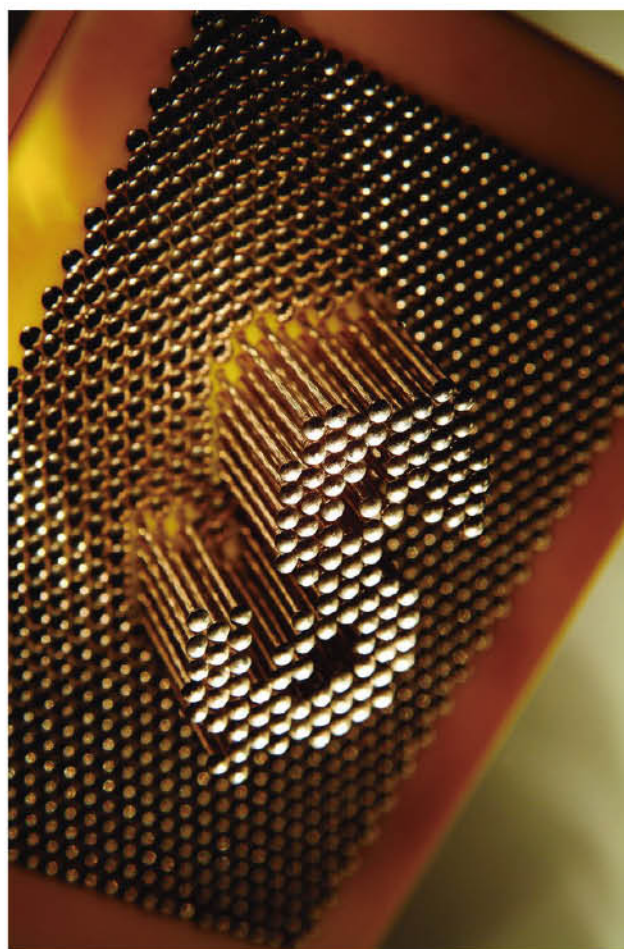
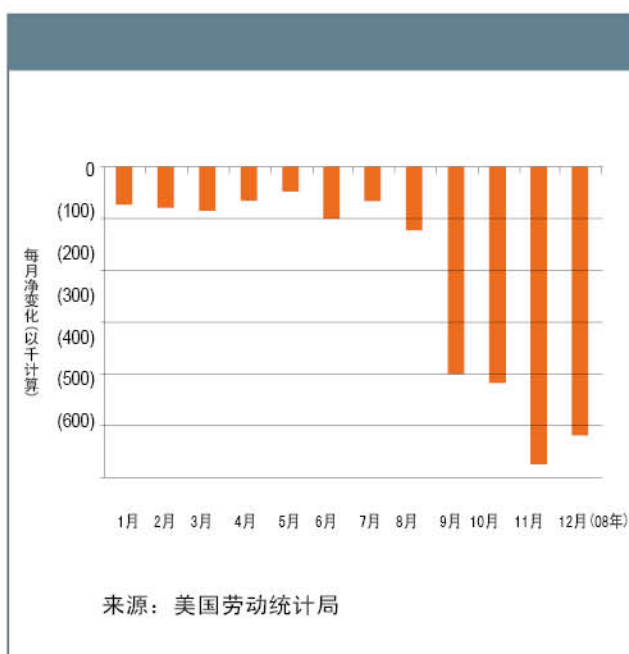
去年，公司信用评级团队和几百位投资者一起举办会议，讨论关注的这些问题。在这里我们列出了2009年关于企业信用质量最常被问及的十大问题。

一、标准普尔对于全球经济有什么预期？美国经济衰退的程度有多深？经济衰退期将持续多久呢？

美国正处于一个可能是60多年来最长的一个经济衰退期当中。我们的经济学家认为美国才刚刚进入它最艰难的时期。2008年的第四个季度的经济形势相当艰难，不容乐观，而2009年第一季度也好不到哪儿去。标准普尔预测此次衰退持续时间较长、程度较深，有可能要到2009年年中才会开始慢慢复苏。标普经济学家预测继2008年下半年国内生产总值总体下降了3%之后，2009年上半年将继续负增长。

经济上的主要问题是金融市场的混乱和消费的萎靡不振。消费在支撑经济许多年后，如今成了一个薄弱环节。和财富的缩水一样，就业市场的萧条打击了消费者信心。2008年在职人员数量每个月都在减少，从1945年开始的每月统计数据来看，高达280万的失业总人数糟糕至极（见图表一）。12月失业率升至7.2%，这是自1993年以来最高的一次，预计到2010年初还将持续攀至9%左右。我们判断失业率至少要到经济开始复苏的6个月以后才可能达到它的最高峰。消费者信心指数也十分脆弱，12月份的时候已经创下低于38的纪录。在我们看来，这反映了消费者就业前景的黯淡。

图表一：2008年美国失业情况



我们的经济学家预测此次衰退是战后史上程度最深的经济衰退，实际国内生产总值下降了4.5%，直接从波峰降到波谷，2010年年中失业率将升至10.4%，接近1982年战后经济衰退创下的10.8%的纪录。

联邦储备局行动迅速，把联邦基金利率从2007年9月的5.25%减少到0%—0.25%之间。我们预计这种低利率的情形还将持续到经济衰退的结束，最早也要在2010年中期才有可能提高。联邦基金利率的下降，使得长期利率（例如10年期的国债收益率）从去年夏天的最高点4.5%骤降至2.5%。然而，对于大多数借款人来说，由于信贷市场波动幅度的增加，私有公司以及个人借贷的资金成本已经上升。

在我们看来，我们正处于一个消费萎缩为主导的经济衰退期。这必将导致信贷收缩加强，企业投资减少，从而引致更深层次的长期经济衰退。经济的衰退已经影响到了世界的每一个地区，尽管欧洲的某些地方形势并没有像美国那样严峻。在亚洲，几乎所有国家的经济增长都已经趋于缓慢。日本经济增速逐渐下降，而中国也已制定出一个经济刺激计划来抵制经济收缩。

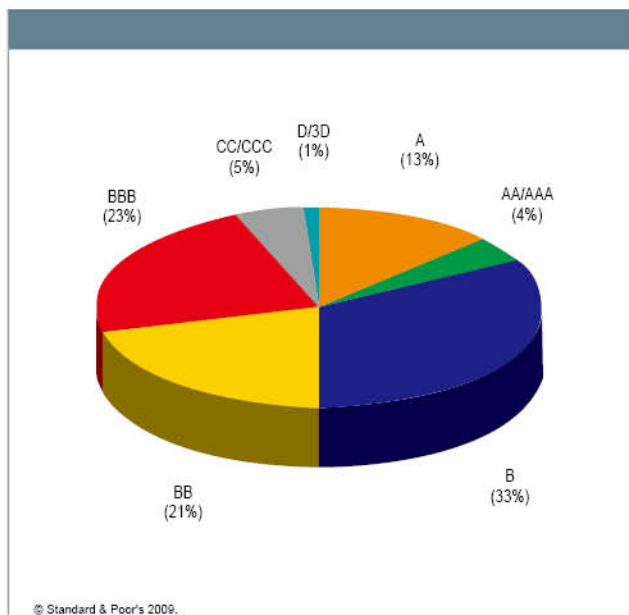
二、2009年的企业信用展望如何？你们预计违约情况会怎样？

据标准普尔全球固定收益研究部预测，2009年非金融公司有可能会经历信用质量的迅速恶化。预警的依据源于美国信用等级为投机级企业的12个月（2009年12月）的远期违约率从2008年的4.02%到如今已超过13%。这个急剧的增长反映了许多公司正进入经济收缩的阶段，信用质量较差，这对于评级来说是预示着负面。实际上，2009年已经发生16桩违约事件了。

主体评级为“B级”的比例超出以往得多。我们评为“B级”或“B级”以下的发行企业已经超过800家（见图表二）。这些公司的经营前景和应对经济衰退的独立生存能力格外脆弱。他们处于一个前景黯淡、不确定性高、资金成本高昂、资产价格不振的经营环境中。

就如我们看到的，在2008年后期，全球固定收益研究部（GFIR）预计级别调降的公司数量与调升的比例超过5:1。在GFIR的基础研究中，我们预期有近200个投机级别的公司会遭遇各种形式的财务困境，有可能导致在2009年发生违约案例。如今，有超过180家公司被评为“B—级”或以下级别，且评级展望为负面。我们预计这些公司中会有违约发生。

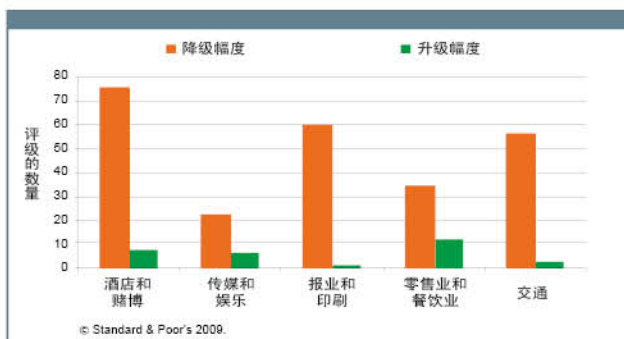
图表二：B级企业在美国企业发行中所占的比例



三、从评级立场来看，什么行业是最令人担忧的？

以我们的观点来看，那些在2008年经历了信用质量大幅下降的行业部门很有可能还要继续面对信用等级的恶化（见图表三）。这些行业包括零售和餐饮、汽车和汽车零部件供应商、赌博和宾馆、传媒和娱乐、报业和印刷行业等。在一些领域，比如赌博和宾馆业，等级下降的情况在数量上完全压倒性的大于上升的情况，比率超过了10:1。

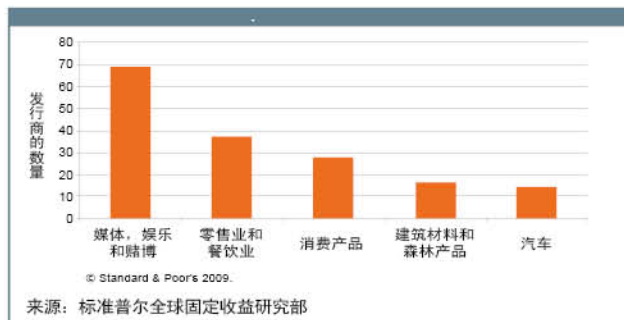
图表三：2008年选定行业评级



总体来说，2008年消费行业遭受影响最大。2009年1月，以下所列的行业之中占一半以上的发行人被评为“B—级”或以下级别。（见图表四）：

- 传媒，娱乐和赌博；
- 森林产品和建筑材料
- 零售业和餐饮业
- 消费产品
- 汽车及汽车零部件供应商

图表四：B—级和B级以下的公司的数量



我们预计2009年信用等级的下降在工业公司蔓延的更快。举个例子，商品价格下跌可能会引致商品行业出现更多的负面评级，而这些行业在2008年曾经显示出相当乐观积极的评级趋势。

四、资产流动性和宽限条款情形如何呢？

许多管理团队正在实施低调的财务和经营策略，以加强财务弹性和财务业绩。我们所进行评级的许多发行人都表明他们高度重视信用等级的影响因素，并维持足够的流动资金。由于经济萧条持续时间的长短和严重程度不确定，许多管理团队正在缩减其业务，削减资本支出预算，并把重点放在改善营运资本的管理上，以保持资产的流动性。例如，随着碳氢化合物价格的上升，石油和天然气部门资本支出迅速增长，生产商资本预算从2008年开始的减少20%至2009年减少了30%。

市场似乎都很关注资产的流动性。在某些情况下，权益市场正在对那些自己察觉到资产流动问题的企业进行估值并拟定推论。因此，一般来说我们认为这种关注会激励管理团队执行稳健的流动性和负债管理策略。

在我们看来，2009年的宽限条款令人担忧。在我们的2008年第四季度对发行人评级的宽限条款的调查中发现，在最严格的条款下，大约有20%到25%的投机级公司拥有少于10%的宽限额度。

我们预计在2009年大多数被评公司的财务业绩将进一步恶化，这将使得原本就很少的宽限额度趋近于无。更重要的是，贷款人似乎很少愿意在弃权谈判中与借款人合作。事实上，在谈判进程中，许多贷款人似乎倾向于减少提供此类条款服务，这使得流动性更为紧张。

五、2009年挽回率评级的前景如何？

随着违约的增加，我们认为挽回率将会低于历史水准。总体的挽回可能低于历史水平的90%。这其中有许多原因。首先，在过去的几年有许多由实力不强的企业担保的交易，他们的条款融资限制条件宽松。在这些情况下贷款挽回的希望微弱。第二，我们预计陷入财务危机的贷款抵押债券的销售也将影响其挽回情况。最近，我们注意到兑换报价出现了麻烦。最后，信贷市场的混乱降低了债务人代管融资的有效性，从而导致了企业清算多于重组。一般来说，清算比重组更加降低了贷款挽回的可能性。

在这个信贷周期里，有关贷款挽回的一些最为重要的因素都是新的。其中包括违约企业中债权人的转换、违约后清算而非重组案例的增多。我们预计，这些因素使得贷款挽回更加缓慢。

在这段经济萧条的时期，和在大多数周期一样，损失挽回很有可能随着违约率上升而骤降。尤其是当违约率激增的时候，我们也预期违约率会有这样的变化。和那些投资于违约债务的可用资金相比，不断上升的违约率使得违约债务的供给增加，由此降低了可获得的挽回价值。

在最近的两次经济危机期间，即2000—2003年和1990—1992年，银行创立并开办了最安全的杠杆贷款。机构投资者也开始陆续不断的取代了银行成为放贷的中坚力





量，其持有企业联合组织的贷款从2002年的不到20%到现在持有超过60%。这些机构持有人往往和银行动机不同，银行旨在追求违约之后最终的贷款损失挽回；而他们持有时间更短、获取利息有限，并且有时更依赖投资策略，而并不怎么关注损失挽回。例如，在从债务人到投资其他公司债务的转换策略中，投资者投资陷入财务危机公司的债权时，同样也获取所有权的收益，其中包括股权或管理控制，如董事会席位或投票权。

从历史上看，大多数申请破产的美国公司不愿意做资产清算，而是倾向于根据美国破产法第11章寻求重组。若可行，通常重组时贷款损失挽回可能性更高，这不仅利于借款人，也利于贷款人。由于目前信贷紧缩程度已经加深，企业重组更难，部分原因是资金已经开始快速减少，而这些资金对于如债务人代管融资之类的基金重组来说十分重要，这在最近申请破产的大宗零售企业案件中特别明显。因此，一些贷款人发现自己是被迫清算而非重组，或被强行用债务交换来代替破产。以至于在美国破产案中企业清算大量上升，我们预计清算后的违约损失挽回会大大低于他们重组情况下的损失挽回。

在一些情况下，美国债务发行人转向债务交换，将其作为法院监管下破产的一种替代方式。这一交易的其中一种形式包括公司把无担保债券交换为担保债务（据我们观察，这在赌博行业和宾馆业较多）。但凡担保债务与现有担保债务相匹配时，交换有可能会降低担保债务挽回。

六、对于银行贷款和风险的喜好你们有什么期望？

我们预计至少在2009年上半年，银行信贷仍然紧张，成本居高不下。同样，贷款人和投资者会回避风险较高和信用等级较低的借款人，直至经济前景变得明朗。债务资

本市场会要求投机级债务发行人遵守严格的借款条件、提供较高的利率，这将使大多数借款企业对债务资本市场感觉更为无奈。

2009年，需要再融资的有超过5000亿美元的企业债券和1万亿美元的公司银行贷款承诺。

七、在2009年，投资级和投机级发行人将有没有机会进入债务资本市场？

我们已经看到，国库券的信用利差从2008年底之后已经收缩不少。似乎一些投资者偏爱投资级公司债券。因此我们认为，虽然仍具有一些挑战性，但投资级的发行人能定期进入债务资本市场。

然而，我们对2009年上半年大量投机级发行商重返企业债券市场并不乐观。投机级公司可能会面临相对较高的利息支付和繁复的条款。2008年第三季度投机级发行人债券发行数量的下降十分明显（见图表五）

图表五：季度非金融美国企业的债券发行





八、在你们的分析中，是否假设过银行和贷款人的行为和信贷市场的困境有关？

就现在的信用市场环境而言，我们并不认为银行和贷款者进行运作并向借款企业提供帮助的市场环境是正常的。尤其对于信用等级较低的投机级公司，由于信用形象不佳，银行和贷款人不一定会支持其融资和加强流动性需求，除非有强有力的证据能证明其低等级是特殊情况。根据我们的经验，在这种情况下，银行和贷款人更注重寻求经营策略来保护和他们的资本，完善他们账簿中的贷款质量。在我们看来，对于那些有融资和流动性需求的高杠杆经营的公司来说，这不是好兆头。

九、新政府管理部门所采取的行动会缓解目前状况吗？

我们认为，现在判断奥巴马政府的政策和采取的行动是否会缓解当前金融市场和经济所遭遇的麻烦程度还为时尚早。但是，这些麻烦源自于多年的日积月累，我们怀疑该经济刺激和救助计划将不足以缓和衰退程度。美国也是花了多年时间、使用负债的杠杆作用才能使经济和金

融市场发展到目前的状况，因此我们认为，快速的解决问题是不可能的。

十、那么，在未来几年，我们是否应该期待公司把重点放在提高信用质量上？我们目前可以看到企业的去杠杆化作用了吗？

当我们试图眺望信贷市场所处的这一困难时期之外时，可以发现提高信用质量是个重要的发展历程。在过去的几年中，我们发布的“美国杠杆”系列的评论就已经强调了信用质量的恶化遍及了美国非金融企业。

现在，关于信用质量问题，我们认为，这无疑是在许多公司在管理层面上需要首先关注的。我们希望他们能重新把关注重点放在谨慎的财务政策上，以改善信用质量。目前还不清楚信用质量恶化趋势将持续多久。然而，我们认为信贷市场严峻的形势已经给某些公司留下了不可磨灭的印象，这种印象鼓励他们保持一个良好的信用等级或改善其现有的信用状况。此外，我们希望有信用质量高的公司利用现在的局势抓住提高企业信用等级的机会，如融资条款更为谨慎的兼并和收购项目。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理等信用服务的中介机构。公司成立于1992年7月，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。

公司业务

债项评级：企业债券、公司债券、可转换公司债券/分离交易可转债、短期融资券、金融债券、商业银行次级债、资产证券化等。十几年来，公司累计完成各类债项评级项目约500个。

主体评级：借款企业、中小企业、金融机构、企业集团、担保公司、竞标企业、商业承兑汇票等。1998年公司成为最早取得上海市贷款企业评级资格的2家评级机构之一，现累计完成各类主体评级近6000家。

其它业务：企业征信、企业合同信用评价、企业信用管理咨询、信用管理培训等。

主要资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资质
中国人民银行总行认定的银行间债券市场信用评级业务资质
中国证券监督管理委员会认定的证券市场资信评级业务资质
中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资质
中国国家发展和改革委员会认可的债券评级资格

中国保险监督管理委员会认可的债券信用评级业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市贷款企业资信评估业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市中小企业资信评估业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市集团企业资信评估业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市担保公司资信评估业务资格

研究成果

1994年完成上海市证管办委托的《上市公司综合分析》课题。
1996年出版《资信评级》，为全国第一本从国际视野全方位介绍资信评级的专著。
1997年完成《债券评级研究》，获1997年上海市人民政策决策咨询成果二等奖。
2004年担任上海紧缺人才培训工程系列教材《信用管理教程》专家组组长。
2004年完成人民银行上海总部的课题《违约率研究》。
2005年出版《企业信用管理》一书。
2006年出版《资信评级》专著。
2006年出版全国高校信用管理专业《资信评级》教材。
2006年完成上海市信息委课题《征信技术模型开发》。

新世纪期刊系列



专刊



双月刊



研究报告



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.



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：(021) 63501349 63500711

传真：(021) 63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>