



资本市场评级 那些事

丁继平 ◎ 著

十年资本市场评级从业经验的总结，以重大事件为线索，以基本的事实为引子，描述研究事物的方法和遇事的处理方式，讲述了评级行业的发展历程、管理的困境、技术经验的总结、评级方法和行业的研究等，既包含理论，又包含方法论，还有实际的操作心得。



机械工业出版社
China Machine Press

丁继平◎著

资本市场
评级
那些事



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场评级那些事 / 丁继平著. —北京: 机械工业出版社, 2017.5

ISBN 978-7-111-56614-4

I. 资… II. 丁… III. 资本市场—研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 077188 号

本书内容主要包括: 评级行业的发展历史和地位、管理的困境、技术经验的总结、评级方法理论和行业的研究等, 既包含理论, 又包含方法论, 还有实际的操作心得, 是作者 10 年工作总结的精华。本书以重大事件为线索, 将 10 年的时间浓缩在一起, 不以纯粹的理论研究和事实描述为主, 而以基本的事实为引子, 更多地谈自己的想法感悟。希望本书研究事物的方法能给人以启迪, 本书行事的方式可以给人以借鉴。

资本市场评级那些事

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 孟宪勳

责任校对: 殷虹

印刷: 北京市荣盛彩色印刷有限公司

版次: 2017 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 15.25

书号: ISBN 978-7-111-56614-4

定价: 49.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

最近 10 年，是中国债券市场大发展的 10 年，市场规模不断扩大，品种日新月异，各种创新层出不穷，其间尤其是城投债经历了兴起、发展的历程，创设了应收账款质押等增信模式，创新了两级政府回购模式。这 10 年，也是中国经济一个大周期的 10 年，中国经历了经济快速增长、企业发展壮大的过程，但也经历了经济增速的放缓。从 2012 年开始，各行业普遍增长放缓，高杠杆、弱盈利成为常态，并在其后的三年，爆发了一些违约事件。

在债市规模不断扩大、创新和经济增速放缓的大背景下，违约事件频发，市场对信用研究的重视程度与日俱增。这一方面对从业人员的数量提出了要求，另一方面也对从业人员的素质提出了更高的要求。目前市场上从事信用研究的人后来者居多，理论和模型框架研究多，但实务经验相对缺乏，因此对模型的依赖程度高，但是模型参数的设定、指标的选取、权重的确定都是凭借经验判断的，并且比较难以通过实践来验证，容易形成精确的错误，所以最理想的状态是定量为辅、定性为主，其中定性判断对专家的依赖性就很强。

未来信用研究行业将会有大批的人进来，但他们的成长缺乏系统、有效的培训。作者希望通过现身说法，让从业者形成正确的思维方式和行事方式，并促使他们尽快地成长，如能实现，善莫大焉。评级行业是

细分的子行业，在评级行业勤恳坚守 10 年的人，在中国国内恐怕不超过 40 人。10 年间，本人深度进场调查的企业达 200 余家，审阅过的报告近 2000 份，研读过的报告有 1000 多份，研究过的企业近 5000 家。本人通过大量的实际调查过程和深入的研究，加之近一年以来对宏观经济的初步研究，将宏观和微观相结合，将实例和理论相结合，将深入的研究和敏感的嗅觉相结合，形成了个人独立思考问题的方法体系，形成了对一些事情的基本看法。

如果能够将优秀分析师的培养过程展现出来，将评级行业独特、系统的技术和管理经验贡献出来，并从微观角度来分析整个国家宏观经济的发展轨迹，那么对后来者的学习和成长应该有所帮助。通过还原历史的方法，在总结归纳历史的基础上有意识地强化对规律的探索，我们就能够更好地分析当下，预测未来，这无疑是一件很有意义的事情。当今中国的很多经济事件，其实没有太多复杂的东西，可是我们有些所谓的经济学家喜欢用一些复杂的模型、生涩的词汇将简单的问题复杂化。作者希望能够在总结历史的基础上，用自己的一些学识还原事情的本来面目。作者相信真理总是简单的，很多看似复杂的东西其实就是基本常识。作者的目标是用文字，将复杂的问题简单化，使大家用基本常识来看待一些复杂问题。

本书内容主要包括：评级行业的发展历史和地位、管理的困境、技术经验的总结、评级方法理论和行业的研究等，既包含理论，又包含方法论，还有实际的操作心得，是作者 10 年工作总结的精华。本书以重大事件为线索，将 10 年的时间浓缩在一起，不以纯粹的理论研究和事实描述为主，而以基本的事实为引子，更多地谈自己的想法感悟。希望本书研究事物的方法能给人以启迪，本书行事的方式可以给人以借鉴，希望大家看完之后能够对工作生活有所帮助，最重要的是没有浪费大家宝贵

的时间，则吾心足矣。

作者的描述会涉及一些人和事，但这不是重点，可能会给相关各方带来一定困扰，我将尽力予以解决，如有冒犯之处还请谅解。作者希望以还原历史的方式指导未来的方向，由于时间跨度大，情节不一定是真实再现，故人物和事件请勿对号入座，当然基本的逻辑和思路方法将一脉相承。特此说明。

序言



基础

第 1 章 重要的行业 弱势的地位 | 2

中国评级行业发展历史 | 2

关于级别虚高问题的看法 | 7

跟踪风云：一家西部城投的艰难跟踪之旅 | 12

第 2 章 技术市场之平衡 | 18

信用政策是如何出台的 | 18

两级回购：技术支持市场的成功典范 | 24

第 3 章 管理之挑战 | 29

合格的管理者应该具备什么样的素质 | 29

重视数据库建设 | 34

一次违约事件引发的人员大逃离 | 38

人员大流失探因 | 43

中篇

经验

第4章 优秀分析师的培养之路 | 52

优秀分析师的基本素质 | 52

如何做好尽职调查 | 56

好的报告是怎么诞生的 | 61

优秀分析师是怎么炼成的 | 66

第5章 经验到技术的升华 | 74

穿透财务报表看信用 | 74

如何看财务报表 如何识别数据真实性和经济含义 | 80

怎么对行业进行深度研究 | 86

非标产品风险关注点 | 93

正确认识评级模型 | 97

第6章 城投债信用政策、增信效果研究 | 103

城投债发行情况分析及相关信用政策建议 | 103

城投债增信方式评析及利率比较 | 114

第7章 小中见大 | 129

知微见著：从实体企业看宏观经济 | 129

对违约事件的看法 | 134

下篇

行业

第8章 过剩产能行业和房地产行业研究 | 142

从广晟资产看有色金属行业的演变 | 142

从行业特性和政策环境看房企分化加剧 | 148

第 9 章	交通运输行业、城投、地方政府评级方法	161
	交通运输行业信用分析要点	161
	城投类公司信用评级有关问题探讨	171
	地方政府信用评级方法	181
第 10 章	资金、风险度量、平台以及政府债务	192
	存量债务何处去、城镇化资金哪里来	192
	城投债风险度量及优质平台遴选分析	202
	融资平台信用风险多维度评价体系	218
	从债务规模看地方政府性债务处置政策落地可能性	224



上篇 基础

重要的行业 弱势的地位

中国评级行业发展历史

关于级别虚高问题的看法

跟踪风云：一家西部城投的艰难跟踪之旅

中国评级行业发展历史

首先需要普及一点行业知识。信用评级行业的发展历史是怎么样的？行业内主要的企业有哪些？行业内主要企业地位如何？行业的监管是什么样的？行业未来发展趋势怎么样？

中国评级行业是伴随着债券市场和信贷市场的发展而发展起来的。经历了萌芽期、初步发展期和快速发展期三个主要发展阶段。萌芽期是 1987~1992 年，其间为规范企业债市场的发展，国家提出发展信用评级机构，信用评级行业由此开始起步。初步发展期是 1993~2004 年，从 1993 年起，人民银行、发改委、证监会、保监会等监管部门陆续发布相关规定，对在债券市场公开发行的债券和发债主体由具有资质的评级

机构逐步进行信用评级，为中国信用评级行业奠定了业务发展基础。快速发展期是2005年至今，随着中国债券市场债券品种逐渐丰富、市场发行规模不断扩大、市场发展日趋规范，中国信用评级行业业务量大幅增加、人员队伍不断壮大。其间一些评级机构与国外评级机构合资、合作，也有评级机构开始走向海外。其间几个标志性的事件：一是2005年人民银行短期融资券的推出，其后是2007年中国银行间市场交易商协会成立，并于2008年推出中期票据，最终推动了银行间市场债务融资工具的大繁荣。二是发改委企业债的放量发行，2008年企业债的发行由审批制改为核准制，大大加速了企业债的发行，4万亿元的投资拉动，进一步加速了这个进程。在之前的企业债发行过程中，企业必须先向地方发改委提交发债申请，然后由地方将发债方案上报到国家发改委，国家发改委对发债方案审核批准后，债券承销商会再次将发债方案报给国家发改委。在这种审批模式下，发债规模最鼎盛的2007年，发债家数也不到100家。三是2014年证监会将债券发行主体范围扩大到全部公司制法人，交易场所延伸至新三板和柜台，极大地扩容了证监会主管的债券市场规模。记得2006年我们公司评级费不到1000万元，目前集团下两家评级公司的收入规模达到4亿多元。

目前由于债券市场监管的分割，所以资质的授予也是分割的。20世纪中国人民银行发了九张企业债信用评级资质，到了2003年，发改委发布通知（发改财金〔2003〕1179号文），确定2000~2003年做过企业债评级的机构自动拥有企业债评级资质。根据这个文件，中诚信国际、联合资信、大公、远东和新世纪五家评级机构拿到了发改委企业债评级资质。其后银行间市场遵循了这个认可标准。2008年的“福禧事件”

让远东的资质基本作废（监管要求远东所评客户必须再找一家评级机构进行双评），其后远东逐步退出市场。2007年证监会发行公司债，开始发行资质。中诚信国际和联合资信由于有外资参股，改由集团控股的纯内资另一主体申请资质。大公和新世纪申请成功；远东出局；新加入一家鹏元，其于2008年获得发改委的企业债评级资质；2011年东方资产收购了东方金诚，其拥有评级全资质；2014年，远东拿到了证监会资质。

目前信用评级资质分布情况是：大公、新世纪和东方金诚拥有全资质，中诚信和联合分两个主体（合资的和内资的）持有全资质，鹏元缺少银行间资质，远东实际只有证监会资质。值得一提的是中债资信，其成立于2010年，主要采用投资者付费的运营模式，拥有银行间市场评级资质。但其在地方政府债券评级中采取市场化竞争的策略，在信贷资产等ABS评级中是双评级机构中指定的一员。中债资信也在趋向市场化。

还有保监会的认可资质，目前取得该资质的有8家：大公国际、东方金诚、联合信用、联合资信、新世纪、中诚信国际、中诚信证评、中债资信，鹏元和远东不在其列。这个资质的影响是，只有保监会认可的评级机构评级的债券保险资金才能购买，未认可的保险资金不能购买，对投资者范围有较大影响。这种影响在债权投资计划、信托、资管计划等非标产品评级中尤为明显。

行业内各家企业地位怎么样？2016年10月国家发改委对主要评级机构进行了评价，评价内容包括实绩评价与综合评价两大部分。实绩评价以案例评价为依据，综合评价包括社会信用评价，主管部门评价，发行人评价，技术评估，登记托管机构评价、市场评价和专家评价六方

面。综合评价对受评机构的信用情况、业务素质、业务行为合规性、评级结果质量、评级服务质量等各个方面进行评价。评价结果排序是：中诚信国际信用评级有限责任公司、联合资信评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、鹏元资信评估有限公司。这个评价结果与市场份额、行业和市场的认知基本吻合。

债券市场的分割、资质的分割，导致监管的分割。同一公司可能受不同监管部门的监管。各部门监管的方式方法和思路也各不相同。证监会的监管相对市场化，其他监管部门行政化的痕迹相对较深。在准入门槛上，证监会有比较明确的准入门槛。在退出机制上，各监管部门并没有明确的退出标准。远东的退出有点简单粗暴的意味。在日常的监管上，还未能形成一套成体系的、行之有效的监管制度，比如对目前比较严重的级别虚高、级别迁徙、无序竞争等并没有比较好的对策。同时在监管的着重点上，从债券违约事件入手，而不是以常规的、动态的监管为主。在整个监管的思路中，不是把评级机构当作整个债券发行链条上的一环，而是孤立的评价评级机构的责任和义务，忽略了评级机构在整个链条中的弱势地位，出台了较多治标不治本的举措。监管部门对信用评级结果过度、机械和不恰当、不科学地使用，客观上导致信用评级结果失真，如交易所评级结果显著高于其他市场评级结果，以及某一阶段企业债中 AA 级评级结果高度集聚，一定程度上是监管在评级结果上使用不当所致，这个与监管所要达到的目标是相背离的。

信用评级机构根据中国国情，并借鉴国际经验，建立了比较完备的评级体系，在近年中国债券市场大发展中，发挥了较大的作用。在债

券的发行、交易、流通等各个环节均具有较大影响，已成为市场准入的重要门槛、投资定价的参考标准、交易流通的重要条件、风险揭示的主要工具等。在解决市场信息不对称、降低企业融资成本、提高市场透明度、完善市场定价机制、揭示信用风险等方面发挥着重要作用。

但是行业的发展也存在不尽人意的地方。行业的无序竞争、级别虚高、监管分割、人员流动过频等对行业的发展带来了不利影响。后进入者由于缺乏其他的竞争手段，靠高级别抢占市场成为基本策略。这就需要建立完善的准入和退出机制。国际上经过 100 年左右的历史进程，大浪淘沙，现存的主要是穆迪、标普、惠誉三大评级机构。评级行业不同于其他行业，不能通过充分的自由竞争来实现行业最优化。理想的状态是两三家公司，达成比较均衡的状态。目前国内竞争无序的一个重要因素是评级机构数量过多，未来趋势是数量的减少，可以通过行业的重组和有序退出来实现这个目标。

监管的统一是一个大趋势。债券市场的统一是未来的大趋势，按照国际经验，一般都会由统一的机构管理债券市场，目前中国债券市场分割是特定历史条件下的产物，这种分割在一定程度和历史条件下促进了债券市场的大发展，但未来统一是大趋势。统一的债券市场将有利于监管的统一。统一的监管有利于建立一套相对成熟的监管体系，有利于评级行业的整体良性发展。

从未来的发展趋势看，债券市场的发展规模将越来越大，参与主体将越来越多，产品的品种将越来越丰富，评级行业的市场规模也将越来越大，评级机构的业务机会越来越多，但行业的竞争也会日趋激烈。随着时间的推移，具有核心竞争力、品牌优势明显、能真正以投资者为服

务导向的评级公司，最终将在激烈的竞争中存活下来，并获得更好的发展机会。

关于级别虚高问题的看法

近10年，级别虚高的趋势越来越明显，其表现方式：一是几乎每年（特别是近三四年）普调一小级级别，有些公司基本没有什么变化，也没有什么特别的理由，就简单粗暴地向上调级；二是级别的区分度差，级别中枢集中于AA-~AAA。根据统计，2015年年底，中国公募市场债券发行人主体信用等级AA-占比13.07%，AA占比48.41%，AA+占比18.95%，AAA占比13.12%。而国际三大评级机构所评全球债券发行人主体等级主要集中在A级至B级之间，2014年年底，主体信用等级B占13.58%，BB占12.94%，BBB占31.20%，A占23.68%，AA占6.08%，AAA占0.71%；三是不同机构之间整体级别差异大，部分机构级别显著高于其他机构的级别；四是近年来经济环境较差，不少企业经营状况恶化，但在级别下调上表现不明显。级别的虚高带来信用泡沫，不利于帮助投资者有效识别信用风险，目前各大机构已经纷纷成立自己的信评团队，外部评级机构的作用和价值正在弱化，整个行业正处于生死存亡的关键时刻。

评级机构是级别的给定者，决定级别的基本流程是：分析师现场尽调——提交报告，建议级别——信评委决定级别，信评委有部门信评委，还有公司信评委，有些项目需提交公司信评委。在整个过程中，分析师的影响力不大，负责把情况了解清楚即可，级别的确定主要由信评

委委员负责。公司信评委会有主管市场的领导参加，此外在制定信用政策时，公司领导也会参加，因此在级别确定的过程中，也会考虑市场的因素。整体看，目前国内评级机构评级结果是专业和市场平衡的综合结果，各家机构都是如此，细微的差异是各家机构专业的力量强还是市场的力量强，普遍情况是市场的力量强一些。评级行业是一个小行业，目前行业年总收入在20亿元左右，不如一个中型券商的收入，评级公司面临着坚守品牌和生存发展的困境。坚持从严的信用政策，意味着客户的流失；实行宽松的信用政策，可能对品牌产生不利的影响。

评级行业也不应该是一个充分竞争的行业，两三家为宜。后来者的进入除了抬升级别之外，其实没有更好的办法获得客户，所以后来者其实也是扰乱市场的“鲶鱼”。目前的市场已经是一片混乱，大都失去了基本的底线和操守。前些年分析各家的信用政策，发现还是有规律可循的，近几年就很难发现规律性的东西了。市场为导向，同一行业的序列都不存在了，有的以区域确定信用政策，简直是笑话，区域内企业处于不同行业，怎么能实行区域的信用政策呢？这违背了基本的评级逻辑。还有劣币逐良币的问题，现在看有些机构的级别迁徙率看起来很低，实际是初评的级别给得很高，其他机构想抢也没有空间，这些机构还号称级别给定具有前瞻性。这个行业的发展在近年来处于乱象中，可能是大家都不太想坚守下去了，也可能资本运作的因素考虑得多一些，对行业真正有情怀的人其实不多了。

所以要改变行业的乱象，监管部门要重视级别的调整，要出调级说明，甚至可以召开专家听证会论证其合理性。目前可喜的是，已经看到监管在朝这个方向努力了。再有就是建立双评级制度，进行有效的制