

◆朱荣恩◆丁豪樑◆袁 敏/著

# 资信评级

CREDIT RATING

理论与实务的详实解读  
研究与从业的得力助手

◆中国时代经济出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

资信评级 / 朱荣恩, 丁豪樑, 袁敏著. —北京: 中国时代经济出版社,

2006.10

ISBN 7-80221-172-7

I. 资… II. ①朱…②丁…③袁… III. 资信评估 IV. F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 113441 号

### 资 信 评 级

朱荣恩  
丁豪樑  
袁敏  
著

出版者	中国时代经济出版社
地 址	北京市东城区东四十条24号 青蓝大厦东办公区11层
邮政编码	100007
电 话	(010) 68320825(发行部) (010) 88361317(邮购)
传 真	(010) 68320634
发 行	各地新华书店
印 刷	北京鑫海达印刷有限公司
开 本	787×1092 1/16
版 次	2006年10月第1版
印 次	2006年10月第1次印刷
印 张	30.75
字 数	510千字
印 数	1~5000册
定 价	48.00元
书 号	ISBN 7-80221-172-7/F·041

版权所有 侵权必究

# 序

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。随着市场经济的发展和信用体系的完善,人们从事经济活动也由简单的物物、银货交换关系变成以借贷信用为依托的复杂经济交易关系,由此也产生了违背借贷信用责任和义务的信用风险。为此,以评估借贷信用风险,尤其是债务人偿债能力和意愿的资信评级制度便应运而生了。资信评级就是由专职的机构和部门,按照一定的技术和方法,对经济活动中的借贷等信用行为的可靠性和安全性程度进行分析,并用专用符号做出评估报告的一种管理活动。

1993年,党的十四届三中全会关于《建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》第13条中提出,“发展和完善以银行融资为主的金融市场。资本市场要积极稳妥地发展债权、股票融资。建立发债机构和债券资信评级制度,促进债券市场健康发展”,这说明随着我国经济体制改革的深入,市场体系的建立,以债券为主的资信评级制度势必逐步发展起来,并成为建设健康的金融市场的重要一环。

由朱荣恩、徐建新主编的《资信评级》一书,在上海资本市场刚处萌芽状态时于1996年出版了,它是国内全面系统介绍国际先进资信评级理论和实务成果的第一本专著。十年来,新世纪资信评估公司理论联系实际,先后开展了浦东建设债券(自1993年开始至2000年连续发行了八期)、浦东投资债券(1994年)、世博债券(2005年)以及借款企业(自1997年起至今)等资信评级实践,十年前我在该书序言中由衷溢出的“期望着它在促进我国资信评级制度的建立和完善中发出更多的光和热”完美地兑现了,为建立社会主义市场经济体制加了一片瓦。



2003年10月的中共十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中进一步明确,要形成“以道德为支撑、产权为基础、法律为保障的社会信用制度”,要按照“完善法规、特许经营、商业运作、专业服务的方向,加快建设企业和个人信用服务体系”,使我们深刻认识到市场经济是信用经济。建立健全的全国社会信用体系,形成社会信用制度,是建设现代市场体系的必要条件和规范市场秩序的治本之策。这要求我们要为健全市场体系和改善宏观调控服务;为建立社会诚信体系,形成“守信受益、失信惩戒”机制,实现社会和谐服务;为繁荣经济活动、风险防范、降低交易成本服务。在此背景下,《资信评级》仍在朱荣恩教授的主持策划下,紧密结合十多年来丰富的实践经验,经总结、提炼、全面修改与补充后再版了,而且是上海新世纪资信评估公司陆续出版的信用管理系列丛书中的一本,令资信评级业内外人士高兴。

该书由新世纪资信评估公司总经理朱荣恩、常务副总经理丁豪霖和研发部袁敏博士所著,他们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。

新版不仅从原来的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的



10年后的今天,我又荣幸地为《资信评级》再版写序。今年上海财经大学、中国人民大学首届“信用管理”专业的大学生毕业了,2005年国家劳动和社会保障部把“信用管理师”列入了新的职业,中国资信评级业的春天已经来到,但任重道远。让我们为共同创建具有国际一流水平的中国资信评级业百折不挠、勇往直前。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司董事长

潘洪董

2006年10月



# 前 言

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。

综观全球债务市场,信用风险始终是一个严峻的问题,20世纪30年代的大萧条、70年代的信用危机,在推动资本市场发展的同时,给信用中介机构的发展提供了良好的机遇。而90年代发生的墨西哥、俄罗斯、阿根廷金融危机,特别是1997~1998年间的亚洲金融危机,使得国家风险和主权评级的研究在发达国家经济学界成为热门话题;2004年6月由巴塞尔银行监管委员会颁布的新巴塞尔协议,为银行监管提供了新的方向,信用风险管理中采用的内部评级法对违约概率、违约损失率、风险敞口及债务期限的严格标准,给理论研究人员和实务工作者提出了更高的要求;而传统债务工具发行量的日益增高,也给信用风险的管理提出了新的挑战。以美国的公司债券为例,2005年的市场发行量达到了7075亿美元,其中高收益(投机级别)的债券发行额为748亿美元,比重达到了10.57%,这就要求我们在理解信用风险的增加与债务市场的发展相伴而生的同时,需要通过更好的信用风险管理手段促进市场的稳定健康发展。

我国债务市场近年来得到了快速的发展,除了传统的债券、可转换债券之外,2003年的证券公司债券、2004年的保险公司次级定期债务、商业银行次级债、证券公司短期融资券、2005的企业短期融资券和信贷资产证券化等都给资本市场带来了新鲜元素。这些新的金融工具在很好地满足投资需求的同时,也给债务市场带来了更大的风险。

随着债务市场的迅速扩张,对发行者信用信息的需求也出现了迅猛的增长。投资者可以自己进行分析,也可以通过中介机构对客户进行评价。从美国、欧洲和日本等发达债务市场的发展来看,独立的资信评级机构被公认为一种有效的服务方式,因为



资信评级能够对债务工具及发行方进行客观、可靠、及时地分析,并通过专业化的服务带来社会成本的节省,因此独立的资信评级制度逐渐在世界各地迅速发展起来,并日益受到投资者、监管当局和发行方的重视,在实践中不断的完善发展。

早在 1996 年,作者曾编写《资信评级》一书(上海三联书店出版),目的是通过介绍西方资信评级理论和实务成果,借鉴吸收并探索建立我国资信评级的理论和方法体系。由于当时我国的金融市场资信评级并没有得到相应的发展,金融工具匮乏,监管法规缺位,投资者也没有充分认识到资信评级的重要性,因此该书主要介绍国外的资信评级理论和方法体系,并对我国资信评级制度的建立和完善提出了自己的设想。10 年来,我国的金融市场得到了很大的发展,银行借贷规模的逐步扩大,公开市场发行规模的日益提高,尤其是 1997 年银行间债券市场建立以来,债券市场工具的日益丰富,使得评级业的生存空间不断扩大,而作者在十余年的评级实践中,也对资信评级的理论和实务有了更为深刻的理解和认识。“十年磨一剑”,本书旨在总结、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,全面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;第二部分包括第二章、第三章和第四章,主要论述资信评级的符号和解读、资信评级的业务品种和程序、我国资信评级的发展和现实需求;第三部分为第五至十三章,分别按照资信评级的对象论述其具体内容要求;第四部分为第十四章,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;第五部分为第十五章,主要论述资信评级的质量检验问题。

由于作者水平有限,疏漏谬误之处在所难免,亦望读者多加指正。

作者

2006 年 10 月于上海

# 目 录

序 /1

前 言 /1

## 第一章 资信评级概述

第一节 资信评级的产生与发展 /1

一、资信评级的产生 (1) 二、资信评级的发展 (3)

第二节 资信评级机构概览 /7

一、海外评级机构概览 (8) 二、三大全球性评级机构简介 (11)

三、其他部分机构 (13) 四、我国资信评级行业的基本状况 (14)

第三节 资信评级的概念和内涵 /17

第四节 资信评级的功能和作用 /21

一、资信评级的功能——有效揭示风险 (21)

二、评级的作用——为市场参与各方提供决策依据 (22)

第五节 资信评级的现实需求 /30

## 第二章 资信评级的业务品种和评级程序

第一节 资信评级的业务品种 /39

第二节 资信评级的程序 /50

一、标准普尔公司采用的一般评级程序 (50) 二、穆迪公司采用的一般评级程序 (51)

三、资信评级的基本过程 (53)





## 第三章 资信评级的方法和准则

### 第一节 国内外评级方法的比较 /59

- 一、国际评级技术的发展 (59)
- 二、我国资信评级技术的发展特点 (66)
- 三、中外资信评级技术比较 (67)

### 第二节 资信评级的一般准则 /70

## 第四章 资信评级的符号及报告解读

### 第一节 资信评级符号解读 /73

- 一、全球性评级机构采用的长短期评级符号 (73)
- 二、长期和短期资信等级的比较 (76)
- 三、我国评级机构早期采用的评级符号 (77)
- 四、中国人民银行对银行间债券市场和信贷市场评级符号的规定 (80)

### 第二节 评级报告解读 /81

- 一、资信评级报告的作用类型 (81)
- 二、我国资信评级报告 (82)
- 三、国际资信评级报告 (89)
- 四、资信评级报告的使用 (91)

## 第五章 我国资信评级的发展及现实需求

### 第一节 我国资信评级的产生与发展 /95

- 一、我国资信评级的产生 (95)
- 二、我国资信评级的发展 (95)

### 第二节 我国资信评级的现实需求 /98

- 一、传统信贷市场日益扩张 (98)
- 二、债券发行规模逐年上升 (100)
- 三、金融创新速度加快 (101)
- 四、监管部门大力推动 (106)
- 五、其他现实需求 (107)

### 第三节 我国资信评级的现状分析 /108

- 一、业务范围相对狭窄 (108)
- 二、评级声誉难以建立 (109)
- 三、评级特色难以彰显 (110)
- 四、行业发展地域特色显著 (111)

## 第六章 主权国家资信评级

### 第一节 主权评级与国家风险分析的概念、产生与发展 /113





## 第二节 已有的国家风险分析方法简介 /118

- 一、非评级机构的国家风险分析 (118) 二、三大评级机构的国家/主权评级 (122)

# 第七章 商业银行资信评级

## 第一节 商业银行及其业务 /133

- 一、商业银行的职能 (133) 二、商业银行的主要业务 (135)  
三、我国银行业的现状 (137)

## 第二节 商业银行资信评级的概述 /139

- 一、银行信用评级与财务实力评级 (140) 二、银行信用评级方法简介 (141)

## 第三节 商业银行资信评级的基本原则和分析框架 /148

- 一、商业银行资信评级的基本原则 (148) 二、商业银行资信评级的分析框架 (149)  
三、银行评级中需注意的问题 (161)

# 第八章 保险公司和担保公司资信评级

## 第一节 保险概述 /165

- 一、保险的概念和特点 (165) 二、保险业务的分类 (166)  
三、保险的产生与发展 (168) 四、我国保险市场的发展迅速 (169)

## 第二节 保险公司资信评级 /171

- 一、保险公司资信评级概述 (171) 二、保险公司资信评级的基本框架 (174)

## 第三节 我国的保险公司资信评级 /180

- 一、我国保险公司资信评级 (180) 二、评级体系 (183)

## 第四节 担保公司资信评级 /191

- 一、担保公司评级概述 (191) 二、评级体系 (193)

# 第九章 证券公司资信评级

## 第一节 证券公司概述 /199

- 一、证券市场的产生与发展 (199) 二、我国证券公司的产生与发展 (200)  
三、我国证券业的现状和特点 (202)



## 第二节 证券公司风险及评级 /206

- 一、证券公司的业务概述 (206)
- 二、证券公司的风险 (209)
- 三、证券公司信用评级 (210)
- 四、我国的证券公司评级 (224)

## 第十章 基金公司及基金资信评级

### 第一节 基金概述 /229

- 一、证券投资基金的概念和种类 (229)
- 二、证券投资基金的产生与发展 (233)

### 第二节 基金评级的主要内容 /238

- 一、基金信用评级 (238)
- 二、评级的主要作用 (239)
- 三、国外基金评级的现状和常用方法 (240)
- 四、我国的基金评级 (248)

### 第三节 基金公司及基金资信评级框架 /251

- 一、评级的总体原则 (251)
- 二、评级框架 (251)
- 三、现行框架存在的不足 (259)
- 四、正确看待并运用基金评级结果 (261)

## 第十一章 工业性公司资信评级

### 第一节 工业性公司资信评级的基本要素和分析框架 /263

- 一、工业性公司资信评级的基本要素 (264)
- 二、工业性公司资信评级的分析框架 (265)

### 第二节 工业性公司资信评级分析的基本原则 /277

- 一、定量分析和定性分析 (278)
- 二、动态分析和静态分析 (281)
- 三、微观分析和宏观分析 (281)
- 四、注重现金流量的分析 (282)

### 第三节 工业性公司资信评级分析内容 /283

- 一、工业性公司外部因素分析 (283)
- 二、工业性公司内部因素分析 (285)

## 第十二章 债券资信评级

### 第一节 普通债券资信评级 /293

- 一、普通债券评级概述 (293)
- 二、普通债券评级体系 (296)

### 第二节 可转换债券资信评级 /309



- 一、可转换债券评级概述 (309)    二、可转换债券评级体系 (310)

## 第十三章 资产证券化资信评级

### 第一节 资产证券化概述 /315

- 一、资产证券化的定义 (315)    二、资产证券化的两种类型 (316)  
三、资产证券化的产生与发展 (319)    四、我国资产证券化发展概况 (323)  
五、资产证券化信用风险的防范 (327)    六、资产证券化评级 (329)

### 第二节 支持资产风险分析 /331

- 一、评估支持资产的一般原则 (332)  
二、消费贷款契约支持组合的信用风险分析 (334)  
三、商业性债权资产支持组合的信用风险分析 (340)  
四、市场价值资产证券化证券的支持资产风险分析 (345)

### 第三节 融资结构风险分析 /346

### 第四节 资产证券化的国际与国内监管 /352

- 一、国外的相关监管措施 (353)    二、我国相关的监管举措 (359)

## 第十四章 短期信用评级

第一节 融资结构风险分析 /346

第四节 资产证券化的国际与国内监管 /352

三、内部评级法采用的评级技术 (408) 四、采用内部评级法的银行过渡期 (410)

**第二节 部分国家或地区商业银行实行内部评级法的情况 /411**

**第三节 我国商业银行实行内部评级法的前景和挑战 /418**

## **第十六章 资信评级的质量检验**

**第一节 进行质量检验的理论分析 /423**

一、进行资信评级质量检验的原因 (423) 二、现有文献中对评级质量的检验 (425)

**第二节 国外评级机构对评级结果检验的实践 /427**

**第三节 我国资信评级质量的初步检验 /434**

一、评级结果分布的合理性检验 (434)

二、Z 计分模型与资信评级结果的对应关系检验 (437)

三、违约率统计检验 (447) 四、迁移矩阵的稳定性检验 (452)

**第四节 其他检验方法——以违约损失率为例 /455**

一、违约损失率的概念 (455)

二、国外理论界和著名评级机构对 LGD 或 RR 的研究发展 (456)

三、我国开展违约损失率研究的必要性 (470)

四、我国违约损失率研究的路径选择 (472)

**第五节 建立我国的评级质量检验框架 /473**

# 第一章 资信评级概述

## 第一节 资信评级的产生与发展

### 一、资信评级的产生

世界上最早的资信评级机构产生于美国。早期的评级机构<sup>①</sup>是一些商业信用机构,主要的目的是对商人偿付金融债务的能力作出评价。在1837年金融危机的推动下,路易斯·塔班(Louis Tappan)于1841年在纽约建立了第一个商业评级机构,为商业合作伙伴提供交易对手的资信情况。罗伯特·邓(Robert Dun)随后兼并了该机构并于1859年开始公布首份评级指南。1849年约翰·白氏(John Bradstreet)成立了一个类似的商业评级机构,并于1857年开始出版评级手册。1933年这两家机构合并成为邓白氏(Dun and Bradstreet),并于1962年成为穆迪公司的母公司。

19世纪中叶,美国的铁路产业开始得到空前的发展。而铁路业的繁荣需要大量的资本,银行和直接投资所能提供的资本已经不能满足其发展需求,因此铁路和其他一些公司开始通过私募债券市场来筹集新的资本。此前,美国的债券市场则主要由联邦

---

<sup>①</sup> 在实践中,信用报告机构(credit-reporting agencies)和资信评级机构(credit rating agencies)经常混用,但事实上两者存在一定的差别。例如信用报告机构诸如邓白氏(Dun & Bradstreet)和益百利(Experian,即原来的TRW,1996年被一家英国集团企业收购)等,一般为B-to-B的信用关系服务;而全联(Trans Union)、益百利和埃奎法克斯(Equifax)等信用报告机构则为消费者信用提供专业服务。本文所指的资信评级机构则主要是指穆迪(Moody's)、标准普尔(Standard & Poor's)和惠誉(Fitch)等专业机构,这些机构主要是针对一些固定收益证券如公司、市政当局、州或国家等主体发行的债券、商业票据等违约风险进行评价。



和地方政府债券组成。由于投资者认为政府有意愿也有能力来履行其债务,因此很少有投资者需要了解政府所筹集资金的用途以及相关的商业计划和财政事务。而私募债券则不同,伴随着越来越多的公司债券在市场上出售,信息不对称情况也越来越严重,投资者需要获取这些债券发行方更好的、经济实惠的、更乐意接受的信息。在这种情况下,亨瑞·普尔(Henry Varnum Poor)在1868年首先出版了《美国铁路手册》(Manual of the Railroads of the United States)。在这本手册中包含了主要铁路公司的经营和财务统计数据,并为这些借款公司的企业状况提供了独立的信息来源。1909年约翰·穆迪(John Moody)在其出版的《美国铁路投资分析手册》(Moody's Analysis of Railroad Investment)中首次发布了美国公司的评级情况,从而使这一工作更进一步。在这本手册中,穆迪先生采用了一种简单的评级系统对铁路债券进行评价,主要从财务实力、违约率、损失程度和转让风险等方面对二百五十多家的铁路债券的信用质量进行了评级,并用Aaa—C这一系列符号来表达评级的结果。

此后,评级业务范围逐步扩大,例如穆迪公司在1910年左右就将评级范围扩展到公用事业和工业企业债券。20世纪20年代早期评级机构则开始对美国的市政建设债券进行评级。到了1924年,美国债券市场上几乎100%的债券都有了评级。除了穆迪公司在外,还有其他三家著名的评级公司先后进行评级业务,其中普尔出版公司(Poor's Publishing Company)于1916年发布第一份评级报告,标准统计公司(Standard Statistics Company)在1922年开始评级,惠誉出版公司(Fitch Publishing Company)于1924年开始评级。1941年标准统计公司与普尔出版公司合并为标准普尔(S&P)。

在评级机构近百年的发展历史中,先后还有多家公司进入美国债券评级市场。其中代表性的机构有:(1)达夫·菲尔普斯(Duff and Phelps)。该机构是芝加哥的一家评级公司,从1932年就开始对公用事业类上市公司开始研究,但直到1982年才开始为很多公司提供债券评级服务。(2)麦肯锡·可瑞斯安蒂·玛菲(McCarthy, Crisanti Maffei),这是另外一家著名的评级服务提供者。该公司1975年成立,其固定收益评级和研究服务在1991年被达夫·菲尔普斯兼并,此后又被施乐金融服务公司收购。(3)专业服务公司。除了上述综合类的评级机构之外,还有一些专业的评级服务公司,例如汤姆逊(Thomson Bankwatch)和国际银行资信分析公司(IBCA)专注于对金融机构评级;百思特(A. M. Best)公司对保险公司偿付能力评级有独到之处;勤思金融公司(Lace Financial Corporation)则在非银行金融机构评级业务中占有一席之地。



## 二、资信评级的发展

伴随着资本主义扩张速度的加快,越来越多的公司选择资本市场来筹集所需的资金,而由此带来的信息不对称情况也日趋增多,评级机构凭借自身的独立地位和信息收集、加工优势,在向投资者提供信息服务的同时,也逐步在市场上建立了良好的声

誉,特别是20世纪80年代以来,随着经济全球化和金融自由化的深入,信用评级机构

的服务范围不断扩大,信用评级机构在资本市场中扮演着越来越重要的角色,其



高的。这使得投资者发现一些资信评级机构认定的债券发行者的资信等级没有很好地揭露风险。因此,人们开始有选择地接受那些资信评级工作质量好的、准确客观的机构及其评级结果。为了规范评级结论的使用,美国的证监会在 1975 年将当时的三大评级机构——穆迪、标准普尔和惠誉公司确认为“全国认可的统计评级机构”(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSROs),并将这些机构的评级结果用来确定净资本规则(Net Capital Rule)下的证券经纪公司的净资本,从而确定了这三大公司在资本市场上的地位和作用。

这一阶段评级行业的明显变化主要有:一方面,随着投资者需求的日益膨胀,评级机构开始对发行方进行收费,评级机构的收入来源从级别的使用者和认购者转向债券的发行方;另一方面,为了更好地服务于投资者,帮助他们更准确地识别不同级别的债券风险水平,评级机构开始对评级符号进行了细化,其中惠誉公司于 1973 年、标准普尔于 1974 年在原有的评级符号上增加“+”、“-”号,而穆迪公司则于 1982 年采用数字 1、2、3 来代表同一级别中的不同信用质量。

### 3. 20 世纪 80 年代之后资本全球化的发展推动了评级业务的迅速扩张

20 世纪 80 年代之后,随着金融市场的日益发展,市场对评级服务的要求进一步增大,在这个阶段,主要有两个方面的因素推动了评级机构规模的迅速扩张。

一是金融非中介化的发展。早期的融资结构中,企业的主要资金来源于银行贷款,银行信用发挥着重要的作用。而进入 20 世纪 80 年代之后,随着金融市场的日益发展,存款人更多地选择共同基金作为投资手段,而借款人则通过发行债券和股票进行融资,这就导致借款人和银行之间的信用关系,逐步转变为证券的发行者和广大投资者之间的关系,这种信用关系从银行转向资本市场,直接导致了资信评级机构的重要性增加。

二是资本市场的全球化发展。在冷战时期,政府在国际资本的配置中起着非常重要的作用,然而随着冷战的结束,金融市场的全球化趋势使得政府的作用不断下降。对投资基金而言,现在可以直接在全球范围内寻求合适的投资机会,这也导致了评级机构的作用增强。

为顺应这种市场环境的变化,一些全球性评级机构迅速在世界各地建立自己的派出机构,如穆迪公司分别在东京、伦敦、巴黎、悉尼、法兰克福、马德里等城市开设了自己的办事处,而标准普尔则在东京、伦敦、巴黎、墨尔本、多伦多、斯德哥尔摩、墨西哥城