



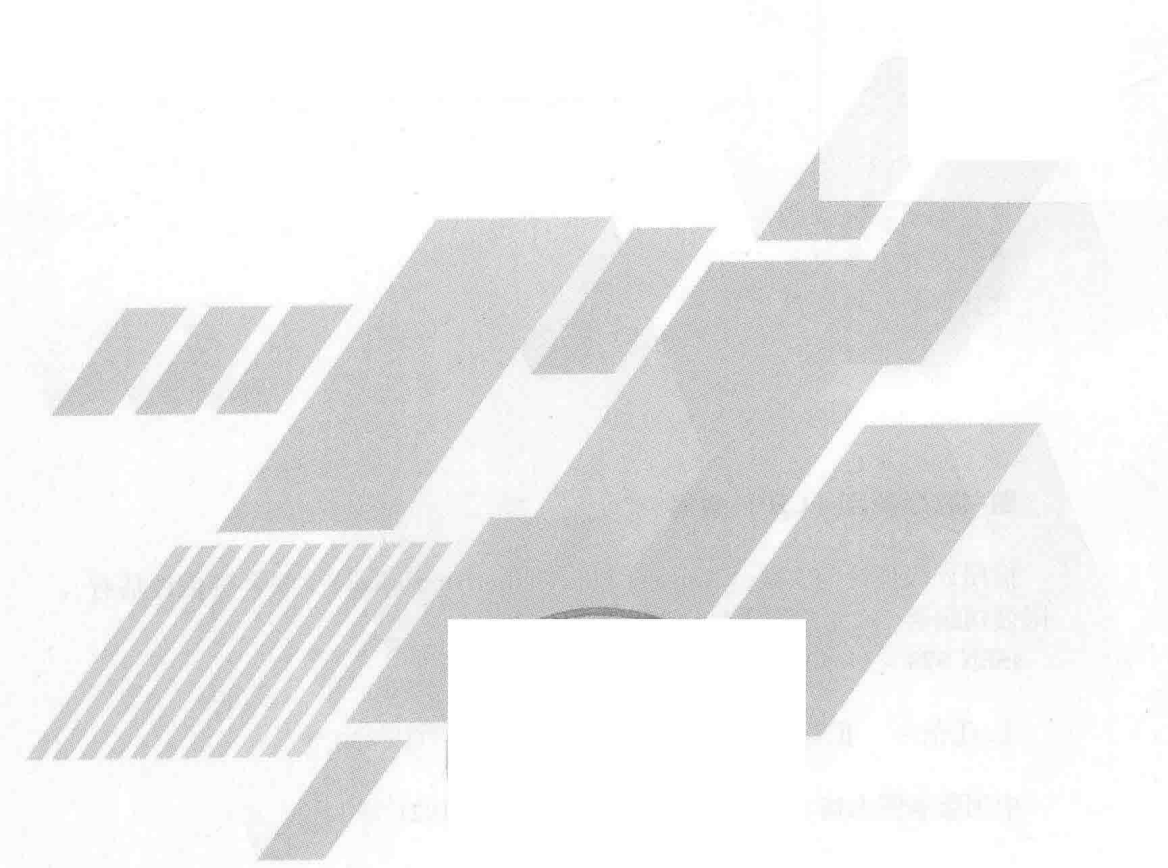
The Credit Rating
Theory and Practice

信用评级 理论与实践

联合资信评估有限公司 © 编著

■ 本书内容主要包括债券市场发展、信用评级业发展与监管、评级理论与评级方法、评级作用与检验等方面的理论研究，同时还选编了部分主体和债项评级报告以及行业发展与信用风险展望报告。

 中国金融出版社



The Credit Rating
Theory and Practice

信用评级 理论与实践

联合资信评估有限公司 © 编著

 中国金融出版社

责任编辑：张翠华

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

信用评级理论与实践 (Xinyong Pingji Lilun yu Shijian) / 联合资信评估有限公司编著. —北京：中国金融出版社，2015. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7925 - 4

I. ①信… II. ①联… III. ①信用评级 IV. ①F830. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 071921 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 31

字数 580 千

版次 2015 年 5 月第 1 版

印次 2015 年 5 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7925 - 4/F. 7485

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编 委 会

编委会委员（按姓氏笔画顺序排列）：

丁继平	万华伟	马文洛	马新疆	王少波	田 兵
朱建红	任 红	庄建华	刘 强	刘 静	刘小平
刘文良	严 湘	李 丹	李 萌	李振宇	杨 杰
吴金善	张 成	张 莉	张志军	张学群	张舒平
陈 静	陈东明	邵立强	周晓辉	高宇欣	郭其阳
黄 滨	常丽娟	蒋建国	韩 夷	谭 劲	

编委会主任：王少波

主 编：李振宇

责 任 编 辑：李 丹

PREFACE 前言

信用评级是指由独立的信用评级机构对影响评级对象的诸多信用风险因素进行分析研究,就其偿还债务的能力及其偿债意愿进行综合评价,并且用简单明了的符号表示出来。信用评级机构的核心业务是对企业或经济主体及其发行的有价证券进行信用评级,也就是对发行人或者债券(债项)能否如约还本付息的可能性或风险进行研究分析,为投资者提供投资参考意见,在债券市场上发挥重要作用。因此,本质上讲,评级机构就是研究机构,其研究的核心是发行人主体和债项的信用风险,其核心成果是发行人主体和债项的信用评级报告,这也是评级机构最日常的研究工作。

为了研究发行人和债项的风险,需要进一步开展相关的研究工作,如一国的宏观经济,一个行业或产业的发展演变,评级原理、方法、技术也要系统和科学等。同时,评级机构的存在基础是债券市场的发展,评级行业越来越受到社会的关注,行业监管在演变和加强。因此,这些内容自然也应成为评级机构的研究对象。总结各国评级机构的基本经验,除了对具体评级项目(主体与债项)的研究外,评级机构的研究工作至少涉及以下内容:

- (1) 宏观经济研究(全球、国别);
- (2) 产业(行业)发展与风险研究;
- (3) 债券市场发展研究(体制机制、创新产品等);
- (4) 评级行业发展、监管研究;
- (5) 评级原理、方法、技术研究;
- (6) 评级作用与表现研究;
- (7) 其他相关研究。

评级机构的研究工作具有重要意义。一是可为评级机构发展提供方向。主要包括对新业务方向的研究和把握,为评级机构的

重大决策提供咨询和理论研究基础。二是为新业务开拓提供基本条件。对于具体的新业务,研发可以提供新业务的评级方法、市场途径和规模分析等。三是为修正和完善评级方法提供理论支持和实践总结。四是为评级政策调整提供必要的理论基础和统计证明。五是为学生提供更多类别的信用风险分析报告,更好地为投资者服务,如经济发展趋势分析报告、债券市场发展分析报告、信用风险变化趋势报告、行业发展与风险趋势报告、风险事件分析报告等。

联合资信评估有限公司(以下简称联合资信)从成立之日起,就十分重视研究工作。一是结合我国评级行业发展实际,不断在公开媒体上发表有关研究成果,推动我国评级行业的发展。二是创立《联合·信用研究》,作为联合资信的内部刊物,主要刊登联合资信有关研究成果和评级报告,为投资者、发行人、承销商、监管部门等提供服务,提高评级机构的透明度。到2014年10月底,《联合·信用研究》已经发行85期。三是编辑出版有关专著。到目前为止,联合资信已经公开出版了三部专著,即《资信评级原理》(2003版和2009修订版)、《信用评级》、《资产证券化——原理、风险与评级》。这些专著的内容主要来源于联合资信的日常工作积累,是联合资信履行社会责任的重要表现形式。四是近年来专门成立了研究部,并逐步强化各业务部门的研究工作。例如,联合资信十分重视行业(产业)发展和风险研究,认为其是连接宏观经济和微观企业的重要环节,行业风险研究是评判具体企业风险的前提,也是解决不同行业间企业信用等级可比性、一致性的基础。总之,联合资信在研究方面的工作不断深化、改进和完善。

经过近几年的努力,联合资信积累了一批有一定价值的研究成果。为了促进我国信用风险管理水平的提高,强化全社会的风险意识,促进债券市场的健康发展,加强评级行业研究成果的交流,进一步提高社会各界对信用评级的认识和理解,我们决定将部分研究报告整理编辑为阶段性成果——《信用评级理论与实践》,向社会各界汇报。

按照相关研究成果的内容,我们将本书划分为六篇。

第一篇主要是对债券市场发展的研究。债券市场是我国资本市场的重要组成部分,债券市场的发展对于促进实体经济发展,提高直接融资比重,更好发挥资本市场优化资源配置的作用,丰富投融资工具等都具有重要意义。因此,借鉴国外债券市场的发展经验,探讨我国债券市场的发展方向和具体政策措施,具有重要意义。这一篇大体包括了联合资信近年来关注的债券规模问题、高收益债发展问题、地方政府债券发展问题、证券化产品问题以及

债券市场的一些具体建设问题等。债券市场的健康发展是评级行业发展的前提,联合资信要进一步加强债券市场发展的研究。

第二篇主要涉及评级行业发展与监管方面的内容。评级行业是市场经济的产物。从起源和早期的发展来看,信用评级完全是市场行为,政府基本没有监管。但是,随着评级行业影响力的扩大,对金融债券市场的作用日益显著,政府开始将评级结果运用到对金融机构的监管中。在资本市场迅速发展和评级作用凸显的相互作用下,经历了国际资本市场几次重大危机的发酵,各国政府开始加强对评级行业的监管,并逐步发展到目前的“减少对评级机构依赖、同时加强监管”的基本监管取向。因此,评级机构必须关注评级行业的发展问题,关注评级监管问题。这一部分主要介绍了国际评级行业发展的基本现状,介绍了有关国家的主要监管政策,对我国评级行业发展存在的主要问题进行了分析,提出了我国评级机构国际化发展的路径,并提出了改进我国评级行业发展的有关建议等。

第三篇主要为相关评级理论、方法、技术研究。近年来,我国债券市场发展很快,相关的创新产品不断涌现,因而对这些产品如何评级、应关注哪些风险点、评级机构应如何判断风险等,都是我们需要及时回答的问题。要解决这些问题,其中一条途径就是借鉴和学习国际经验。因此,本部分主要收录了联合资信对国际评级机构的评级基本原理和方法的学习研究成果,也包括对有关具体主体如证券公司、具体产品如债券基金、优先股等的评级方法的研究。我们相信,这部分研究对提高我国评级技术与理论水平,对投资者更好地认识各种风险具有重要意义。

第四篇为行业发展与风险分析。行业研究是保障和提高评级质量的基础,是评级公司的基本工作,是评级业务人员的本职工作,每位评级业务人员都必须努力做好相关的行业研究工作。限于篇幅,我们摘要选编了银行、保险、汽车、水泥、轨道交通等少量行业分析报告和行业重点热点问题评论。

第五篇主要为联合资信对主体和债项的评级报告。评级报告是评级机构的主要研究成果,本书选编了有一定代表性的评级报告,包括联合资信的主要评级产品和部分新产品,如中票、金融债、项目收益债、证券化产品等。限于篇幅,本书摘要选编的评级报告较少,每篇评级报告内容也做了较大幅度的删节。如需要更多了解有关报告,可以到网站查阅(网址: www.lhratings.com)。

第六篇是关于评级作用与检验的讨论。评级机构的基本作用包括为投资

者和市场提供可靠的风险信息，为投资者投资决策提供参考，便利债券市场交易等。评级机构能否发挥这些作用或者作用发挥得如何，是我们必须关注的。我国债券市场仍处于发展初期，刚性兑付仍然没有彻底打破，违约率制约机制仍然不完善，违约率检验这一根本的评级作用检验约束机制仍需要相当长时间才能建立。在这种情况下，需要进一步探讨其他方法来检验评级机构的作用，同时对评级机构形成一定的市场约束，如利差检验、信用等级迁徙检验等就是相对比较有效的方法，利用投资者市场交易的结果也可以对评级机构的评级作用进行重要的检验和验证。本篇主要汇编了联合资信在这些方面的研究和探讨。

本书相当一部分内容曾在不同的媒体或网站刊登过，少部分是首次发表。在此要感谢《金融时报》、《中国证券报》、《债券》、《征信》、和讯网、金融界网、中国债券信息网、中国经济网等各家媒体对我公司的长期支持。同时，我也要感谢联合资信的全体员工，在大家的共同努力下本书才得以完成。我们希望本书能成为信用评级业务人员的重要参考书，成为承销商了解评级的重要参考资料。我们也希望本书能成为广大投资者、发行人了解信用评级、认识联合资信的一个窗口。

囿于当前和当时的认识和实践，书中可能存在错漏之处，欢迎大家提出宝贵的批评意见。

联合资信评估有限公司董事长

王少波

2014年12月2日

CONTENTS 目 录

■ 第一篇 债券市场发展研究 /1

我国债券市场未来发展基本框架初步形成 /3

公司债券融资规模上限问题探讨 /8

积极推动我国高收益债券市场发展 /14

完善地方政府发债机制的思考 /24

日本地方政府债券运行机制简析 /27

美国市政债券相关制度与现状研究 /32

境内机构境外发债 拓宽评级市场空间 /41

强化投资者培育 推动证券化发展 /44

浅论证券化中的风险自留原则 /50

我国纯债分级基金信用评级的可行性和意义 /53

中小企业信用风险专题研究 /62

短融市场十年砺剑 创新发展倍道兼行 /70

关于华锐风电“折价回购”方案的进一步思考 /73

民企发债规模萎缩背后的思考 /77

信托业发展面临重要转折 /81

超日债违约标志债券市场发展新起点 /86

支持维护公平、公正的国际金融秩序——阿根廷主权债务兑付事件
回顾与反思 /89

■ 第二篇 评级行业发展与监管研究 /93

评级机构不能左右风险 /95

2013 年国际评级行业发展及监管分析报告 /98

欧盟信用评级行业监管 /114

借鉴国际评级业发展经验教训 促进我国评级业健康发展 /118

我国信用评级业务的国际化路径探索/128

我国外部评级使用现状和发展方向/135

略论评级机构的法律责任/142

■ 第三篇 评级理论与评级方法探索/149

国际三大评级机构信用评级定义及方法研究/151

评级展望及评级观察的含义与使用/157

国际评级机构证券公司评级方法比较/163

国际评级机构母子公司评级关联性分析/170

收费公路、桥梁和隧道评级方法研究/178

非金融企业永续债评级研究/189

国外优先股评级方法研究/192

债券基金评级方法研究/201

货币市场基金评级方法研究/209

看上去很美——增信条款面面观/218

■ 第四篇 行业发展与信用风险展望/221

2014 年度银行业信用风险研究报告/223

2014 年度保险业信用风险研究报告/231

2014 年度中国证券行业信用风险研究报告/240

2014 年度乘用车行业信用风险研究报告/249

2014 年度水泥行业信用风险研究报告/257

2014 年度造船行业信用风险研究报告/266

2014 年度城市轨道交通行业信用风险研究报告/273

基础设施债券融资方式变化趋势及信用风险展望/286

《商业银行流动性风险管理办法》解读/294

保险行业发展的战略规划 金融创新的号角/298

化工行业：成本压力下的信用分化仍将持续/301

有色金属行业短期信用基本面仍承压 长期具有良好发展空间/306

■ 第五篇 主体与债项评级报告/309

中国中铁股份有限公司 2014 年度第一期中期票据信用评级报告/311

北京首都旅游集团有限责任公司 2014 年度第一期中期票据信用评级 报告/329
2014 年广州市第四资源热力电厂垃圾焚烧发电项目收益债券信用 评级报告/336
山西煤炭运销集团有限公司专项评级报告/351
苏州银行股份有限公司 2014 年金融债券信用评级报告（有删节）/359
安信证券股份有限公司 2014 年主体长期信用评级报告/371
交银 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券信用评级 报告/382
通元 2014 年第一期个人汽车抵押贷款资产证券化信托资产支持证券 信用评级报告/399

■ 第六篇 评级作用与检验/411

2012 年违约事件为债券市场敲响风险警钟/413
2013 年银行间债券市场违约率与信用等级迁移报告/417
2014 年第二季度短期融资券市场及利差研究报告/428
2014 年上半年中期票据市场及信用评级表现研究报告/441
2014 年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告/455
信用等级整体上迁 行业风险仍需关注——2013—2014 年银行间市场 商业银行主体信用评级情况分析/466
我国信用等级调整对债券价格影响的实证分析/470
投资者市场交易评级的方法探讨/477
中期票据投资者市场交易评级周报/480

第一篇

债券市场发展研究

ZHAIQUAN SHICHANG FAZHAN YANJIU

我国债券市场未来发展基本框架初步形成

◎ 李振宇

日前,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称《意见》)正式发布,其中对我国债券市场的发展进行了规划,提出了一系列指导意见,形成了我国未来一段时期债券市场改革发展的基本框架。

一、积极发展债券市场

债券市场是我国资本市场的重要组成部分,债券市场的发展具有重要的作用。《意见》从促进实体经济发展,提高直接融资比重,更好发挥资本市场优化资源配置的作用,丰富投融资工具等角度论述了发展债券市场的重要意义。同时,《意见》提出了一系列债券市场需要完善和发展的主要品种或方向,具有重大的指导意义。

一是完善公司债券公开发行制度。公开发行的公司债券是债券市场的主流品种,是债券市场的基础产品。如何完善有关制度,需要做很多探讨。如最基本的问题:公司债券的监管审批体制和机制、公司债券的发行规模、公司债券的交易场所与信息披露的完善等。

二是发展适合不同投资者群体的多样化债券品种。这里包括两个含义:第一个含义是将投资者分为不同的类型以此来完善债券市场。按照《意见》,投资者主要包括专业机构投资者、合格投资者、公众投资者、中小投资者等类别,核心是建立合格投资者标准体系,健全投资者适当性制度,严格投资者适当性管理。从债券市场发展来看,投资者管理的核心是强化投资者的责任约束,健全债券违约处置机制。这方面的工作需要进一步细化和统一。第二个含义是要发展多样化债券品种。发达国家债券品种是很丰富的,与之相比,我国债券的品种需要更丰富。在期限方面,我国债券品种中一年内的品种相对不够丰富,更长期限的债券品种也相对缺少;从债券的信用等级来看,我国低评级的债券品种比较稀少,如高收益债或垃圾债(或并购债);从发行人来看,中小企业

发行人相对较少，地方政府债券需要发展；从发行方式看，我国私募品种刚开始发展；从债券的衍生品种看，混合证券相对不发达（优先股刚开始试点），资产证券化产品较少；等等。因此，我国债券市场在债券品种方面发展创新的任务还很重。

三是专门提出“建立健全地方政府债券制度”。地方政府债券是债券市场的重要品种，同时也是我国财税体制改革完善的重要内容，对我国城镇化推进、经济结构调整和发展、国家债务风险控制等都具有十分重要的意义，需要审慎研究和推进。

四是提出要丰富适合中小微企业的债券品种。我国在推进债券市场更好为实体经济服务方面，特别关注债券市场如何更好为中小微企业服务的问题。我国已经尝试了中小企业集合债券、集合票据、区域集优债、中小企业私募债、创业投资企业债等。下一步应该考虑通过发展债券保险、债券增信机构、信用违约互换（CDS）、高收益债、债券证券化等来更好地发展中小微企业债券。

五是提出统筹推进符合条件的资产证券化发展。资产证券化产品是债券市场（固定收益）十分重要的组成部分，在发达国家占有相当高的比例。我国现在以资产证券化原理来进行产品创新的固定收益品种正在发展，如信贷资产证券化、企业资产证券化、资产支持票据、理财和信托产品、债权投资计划、债券分级基金等。但是，由于相当多的资产证券化涉及的相应法律支持不足，亟须统筹规范我国资产证券化产品的发展。我国各监管部门应形成合力，从建立健全基本的证券化法规入手来促进资产证券化的发展。

六是《意见》提出了私募债券的发展要求。对私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。《意见》支持证券期货经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、资本中介、投资融资等业务自主创设产品。这就为进一步创新债券产品提供了良好的环境，奠定了坚实的基础。同时，对私募债券的发展也提出了基本的规范，明确了必要的法规要求。

总体上看，《意见》提出了我国债券市场亟须发展的主要品种，并提出了指导性意见，为未来我国债券市场的发展指明了方向，可见我国债券市场有巨大的发展空间。同时也要看到，只有做出深入、艰苦的探讨，债券市场才能取得大发展。

二、规范债券市场的各类参与主体，促进债券市场规范发展

债券市场要快速、规范发展，必须规范有关参与主体。针对我国债券市场

发展的实际情况,《意见》扩大了相关主体的范围,提出了一系列新的要求,有重大突破。

一是对主承销商进行了扩围和规范。《意见》明确提出支持和规范商业银行、证券经营机构、保险资产管理机构等合格机构依法开展债券承销业务。这既使银行开展债券承销业务合法化,也拓展了保险资产管理机构的承销业务空间。这将促进我国债券市场的发展,同时也将进一步加大承销机构间的竞争,刺激创新。

二是提出要发展新的债券中介机构。《意见》要求“探索发展债券信用保险,完善债券增信机制,规范发展债券增信业务。”债券信用保险的含义如何理解?是要探索保险机构提供债券信用风险保险的责任保险产品?还是组建专门开展债券担保的保险机构或担保机构或称为债券增信机构?这些都需要进一步研究和突破。同时,债券增信业务的含义也比较广泛,如CDS是否为一种增信方式?

三是积极发展投资者。《意见》提出要壮大专业机构投资者,支持全国社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金、境外长期资金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模。更有创意的是明确要推动商业银行、保险公司等设立基金管理公司,大力发展证券投资基金。同时提出促进证券投资基金管理公司向现代资产管理机构转型,提高财富管理水平。这是推动债券市场发展的重要举措,也将推动资产管理行业的规范竞争。《意见》还要求扩大合格境外机构投资者、合格境内机构投资者的范围,提高投资额度与上限。

《意见》还允许各类发行主体在依法合规的基础上,向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。并提出对类债券产品的投资者要完善投资监管标准,即“按照功能监管、适度监管的原则,完善股权投资基金、私募资产管理计划、私募集合理财产品、集合资金信托计划等各类私募投资产品的监管标准。”这些规定实际上增加了投资者范围,并促使这些类债券产品在投资者间的竞争更加公平。

三、适度监管与强化风险管理

我国债券市场发展中既需要放松监管,也需要适度监管,更需要强化风险管理和监管协作。《意见》对于债券市场的监管取向做出了明确论述,在信息披露、违约处置、登记统计监测等方面有重大发展,将有力推动债券市场的完善。

一是在监管体制上,《意见》继续维持目前的公司信用类债券部际协调机制。但在具体的职责上,提出了相应的新要求,如要求健全跨部门监管协作机制,完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制,鼓励债券交易场所合理分工、发挥各自优势,逐步强化对债券登记结算体系的统一管理,防范系统性风险,建立健全金融市场突发事件快速反应和处置机制,健全稳定市场预期机制等。这些规定,将进一步提高债券市场的实质监管水平,有利于监管的竞争和协调。

二是《意见》对债券市场发行人的信息披露提出了一系列要求。如完善发行人信息披露制度,建立债券发行人信息共享机制;对于私募发行,也要求明确各类产品私募发行面向同一类投资者的私募发行信息披露要求。无论是公募还是私募,发行人的信息披露都是债券市场健康发展的基石。

三是对于公开的债券市场,《意见》强调要从准入、评级、投资者风险识别能力、投资者保护制度、健全债券违约监测和处置机制等方面进行改革和完善,以更好地维护债权人整体利益,防范道德风险。其中违约监测和处置机制是我国债券市场大发展的关键,相信未来将取得重要进展。没有违约的债券市场是无法形成风险—收益定价体系的。

四是对于私募市场,强调建立健全私募产品发行监管制度,切实强化事中事后监管,并强调要对各类私募产品建立统一监测系统,建立促进经营机构规范开展私募业务的风险控制和自律管理制度安排。私募产品发行虽然不设行政审批,但是需要预先建立监管制度,需要事中和事后的监管和监测,特别是需要有基本的统计、登记等监测系统。同时,《意见》还提出要对各类类债券的私募产品建立相关机构的投资监管标准。私募债券的发展,是我国债券市场发展的重要方向,但如何发展是很重要的。目前,我国私募市场略显混乱,似乎任何组织都可以私募发行债券。这次《意见》提出的一系列要求,很有针对性和指导意义。

五是提出要完善系统性风险监测预警和评估处置机制,加强涵盖资本市场、货币市场、信托理财等领域的跨行业、跨市场、跨境风险监管,逐步建立覆盖各类金融市场、机构、产品、工具和交易结算行为的风险监测监控平台。这项工作难度较大,需要进一步探讨和磨合。

六是对评级等相关服务机构提出了新要求。主要包括要规范发展债券市场信用评级服务,加强对资信评级的监管,提升评级机构的执业质量和公信力,并将评级视为重要的、必要的金融服务产业。同时,也提出要减少对外部评级的依赖。这些内容基本构成了我国政府对评级行业的重要政策,是评级行业发展的新的契机,评级行业应倍加珍惜。