

新世纪信用评级 研究与探索

The Comprehensive Research and Exploration
on Credit Rating

主编 朱荣恩

 中国金融出版社

新世纪信用评级 研究与探索

The Comprehensive Research and Exploration
on Credit Rating

主编 朱荣恩

 中国金融出版社

责任编辑：亓 霞

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

新世纪信用评级研究与探索 (Xinshiji Xinyong Pingji Yanjiu yu Tansuo) / 朱荣恩主编. —北京: 中国金融出版社, 2012. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6419 - 9

I. ①新… II. ①朱… III. ①信用评级—研究 IV. ①F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 115601 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 北京汇林印务有限公司

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 32.25

插页 4

字数 673 千

版次 2012 年 6 月第 1 版

印次 2012 年 6 月第 1 次印刷

定价 88.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6419 - 9/F. 5979

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本书编委会

主 编：朱荣恩

编 委：丁豪樑 郭继丰

鞠海龙 姜 波

袁 敏 苏家邦

序

信用等级的产生来源于其缓减信息不对称、推进公平交易和提高交易效率。信用等级行业的健康发展依赖于资本市场的发展，同时也依赖于监管制度、监管行为、行业自律，更取决于评级机构的基础设施建设、管理制度和技术水平等各方面的提高。

2008年美国次贷危机引发的国际金融危机以及欧洲主权债务危机使社会对信用等级作用的关注前所未有，进一步规范和推进信用等级发展已成为社会认识的主流。目前，党中央和国务院也高度关注中国本土信用等级行业的发展，温家宝总理在2012年1月6日全国金融工作会议的讲话中明确提出“加快制定信用等级以及征信等方面的法律法规”，“促进我国信用等级机构发展，增强竞争力和公信力”。

我曾经在2009年的陆家嘴论坛上提出我们应该充分借鉴国际社会在金融危机中对信用等级制度总结的经验教训，提出首先要加快信用等级行业的法制建设，明确信用等级监管体系和机构准入与退出的条件与程序，加强对信用等级机构的内控制度、人员素质、业务标准和流程、信息披露等方面的监管，解决利益冲突等问题，促进信用等级行业的规范。其次要尽快确立信用等级行业集中监管主体，以改变多部门分别认可的监管机制。最后要加强行业的自律管理，增加评级的公平性，实行循序渐进、适度开放的对外开放战略等。这些问题目前还没有完全达成共识，仍需要我们去认识，去探讨。

中国的信用等级行业仍处于发展初期，是伴随着信用债市场的发展而成长的，到目前也仅有二十余年，在行业监管、自律组织建设、评级技术、信息披露等很多方面仍然不成熟、不健全，仍有很多的问题需要我们去思考，去解决。理解和借鉴国际上成功的经验，吸取失败的教训，才能推动中国本土评级行业在正确道路上发展，避免走弯路。

《新世纪信用评级研究与探索》凝聚了新世纪公司成立 20 年来，特别是进入 21 世纪以来在理论研究和评级实务中积累的理论和研究成果。在评级行业的监管上，书中论述了国际评级行业的历史演进，并对国际评级监管历程进行了详尽分析，提出了对国内评级行业监管的借鉴建议。在评级技术上，本书详细介绍了标准普尔、穆迪、惠誉三大国际评级机构的技术理论，为国内评级机构的评级技术研究提供了参考。本书还在附录中对评级行业的专业词汇进行了解释，更有利于社会大众认识 and 了解评级基础概念。本书是新世纪公司发展历史中研究成果的展示，随着对评级认知水平的不断深化，书中部分观点仍有待时间的进一步检验和完善。不过整体来看，本书有助于读者更清楚地认识信用评级的本质，更清晰地理解相关的概念和认识，更准确地了解国际评级机构的评级方法体系。希望无论是监管部门、行业从业人员还是社会公众都能从中有所收获。

吴晓灵

2012 年 4 月 25 日

前 言

信用评级是独立的信用评级机构对评级对象偿还债务的意愿及能力所进行的综合评价和预期。信用评级是金融基础设施建设的重要组成部分，是金融体系健康发展的重要前提。从国际上看，信用评级已有逾百年的发展历史，并随着债券市场的发展而日益完善；从国内看，我国评级行业处于发展初期，行业成熟度和公信力有限。

中国信用评级行业是伴随着中国金融市场的改革开放而诞生的。20 世纪 80 年代以来，随着改革开放步伐的加快，中国金融市场规模不断扩大，投资主体日益多元化，金融工具不断创新，金融市场在国内经济市场中的资源配置作用充分体现。但与此同时，社会信用监管机制仍不完善，信用意识仍需增强，亟须完善信用监管机制、加强社会信用管理，促进中国金融市场健康发展。

中国的信用评级行业是随着中国金融市场的发展而发展的。1987 年，国务院发布《企业债券管理暂行条例》，企业债券市场由此开始发展。为规范债券市场发展，中国人民银行和国家经济体制改革委员会提出发展信用评级机构，各地开始组建信用评级机构，其中以人民银行系统内组建的信用评级机构为主。1988 年，中国第一家独立于金融系统的外部信用评级机构成立。1992 年，国务院下发《国务院关于加强证券市场宏观管理的通知》，将信用评级作为债券发行审批的一个重要环节，从而确立了信用评级机构在债券发行中的地位。随后，新世纪公司等一批外部信用评级机构相继成立。

20 世纪 90 年代后期，人民银行在上海等地区开展信贷市场评级业务，包括贷款企业评级、集团评级、担保机构评级等，推动了评级机构的技术进步和信用评级分析师队伍的形成，为中国信用评级行业的发展作出了积极的贡献。2005 年以后，随着短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等创新产品的不断涌现，债券市场规模迅速扩

大，品种日益丰富，监管更趋规范，评级行业快速发展。

当前，信用评级行业发展进入了新的阶段。在 2008 年爆发国际金融危机以及 2011 年标准普尔将美国主权信用评级调降至 AA+ 级之后，国际和国内社会舆论对信用评级行业的关注程度日益增加，引发了包括官员、学者、业内人士等各方人士对评级业存在问题的积极讨论和反思，信用评级成为市场的焦点话题。2011 年 7 月国务院法制办公室公布了《征信管理条例（第二次征求意见稿）》，改变了以前把信用评级列为征信的立法精神，并说明关于信用评级将另外立法规范；2011 年 12 月下旬，中国人民银行行长周小川在第三届中国经济前瞻论坛上，论述了国际金融危机以来对评级业的评价及展望；2012 年初的全国金融工作会议上，温家宝总理在讲话中提出“促进我国信用评级机构发展，增强竞争力和公信力”。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司经过 20 年的发展，以国际视野、中国特色为立足点，对国际和国内评级行业的相关理论和方法进行了全方位的研究，积极与监管部门及业内相关人士进行沟通与交流，对标准普尔总部及部分子公司进行调研、考察，形成了涵盖国内外评级理论和评级技术等内容的研究成果，期望通过本书将公司的研究成果与社会共享，为信用评级行业的发展贡献自己的一份力量。

本书是新世纪公司成立 20 年来理论和技术研究历程的成果汇编，分为上下两篇，各四部分。上篇主要论述信用评级行业的监管、行业环境等国内外监管理念和发展历程等基础理论，并对国内评级行业的发展现状和存在的问题进行了描述，提出了自己的建议；下篇主要介绍国际三大评级机构的评级方法和评级的基础理论，并介绍了新世纪公司在主体评级、债项评级及投融资平台债务评级等产品上的方法体系。此外，附录中对公司最核心的三篇理论研究文章进行了英文全文翻译，供英文读者参考；同时附有对信用评级核心词汇的解释，使社会各方能对信用评级的基本概念有所了解。

本书在撰写期间得到了监管部门、理论界和实务界的大力帮助和支持。首先，感谢全国人大财经委副主任委员、原中国人民银行副行长吴晓灵女士为本书作序，是她在担任人民银行上海分行行长期间努

力推动上海信贷企业评级工作，为新世纪公司等中国信用评级机构后来的发展成长打下基础；感谢人民银行、证监会、发展改革委、保监会等监管部门和评级行业的广大同人，正是他们的支持为本书的撰写提供了广阔空间。其次，感谢新世纪公司的全体员工，本书是他们努力工作和刻苦钻研的成果，尤其是本书编委会成员为本书内容的收集、整理、分类作了大量富有成效的工作。最后，感谢中国金融出版社的蒋万进总编和亓霞主任，以及人民银行征信管理局黄慕东副局长和何红滢处长，他们为本书的顺利出版提供了很多帮助和支持。

本书的研究成果既具有时代创新特征，也具有时代局限性，部分观点在前后文章中受限于撰写时认知水平和外部环境存在不一致，可能仍需进一步探讨，文中疏漏谬误之处也在所难免，望读者多加指正。

朱荣恩

2012年5月5日

上篇

第一部分 评级制度的国际借鉴

- 国际评级业和评级监管的发展与演变/4
- IOSCO 三大监管支柱及对我国评级监管的启示/15
- 国外资信评级研究综述/23
- 国外关于信用评级研究文献综述/33
- 资信评级的历史演进与分析/70
- 国际金融危机下的信用评级若干问题思考/83
- 国际三大信用评级机构的评级比较/87

第二部分 评级制度的国内建议

- 我国资信评级行业的发展历史、问题及建议/93
- 基于主体信用评级的中国社会信用体系建设
——兼论中国信用评级业的发展战略/101
- 交易对手主体信用评级与金融稳定体系的构建/110
- 我国评级业现状、问题与建议/116
- 抓住机遇 开创资信评估业新天地/121
- 评级思辨/127
- 建立我国信用评估业的执业规范/133
- 信用评估市场监管原则/140
- 构建我国资信评级功能检验框架的探讨/145
- 浅析信用评级行业的收费模式和公信力/151
- 积极开展外部评级 强化信贷市场风险防范/155
- 促进我国债券市场信用评级行业进一步发展的对策建议/159

第三部分 信用文化与观察

- 对当前资信评级行业某些市场观点的思考/165
- 国际视野下的资信评级行业市场观点思考/171
- 国际视野下的信用评级观点/174
- 培养强健的信用文化是亚太地区建设有深度且具有流动性
公司债券市场的关键/178
- 短期融资券评级的市场功能/192
- 中小企业短期融资券破冰 信用评级实践中前行/194
- 资信评估
——债券市场的试金石/198

第四部分 信用论坛与呼吁

- 中国评级业的发展道路/202
- 信用评级局限性/205
- 信用评级公司与上海国际金融中心核心功能建设/207
- 培育具有广泛市场影响力的专业信用评级机构 服务于上海
国际金融中心建设/209
- 资信评估
——二十一世纪中国资本市场的新兴产业/212
- 债券市场与资信评估行业发展/219
- 中小非金融企业集合票据成功发行助推信用评级行业不断发展/224
- 长三角信用评级结果互认与信息共享/226

下篇

第五部分 国际评级机构的评级方法研究

- 标准普尔信用评级基本理念与方法的研究总结/232
- 标准普尔主体评级方法研究/242
- 标准普尔债务融资工具评级研究总结/252
- 标准普尔信用风险度量研究总结/257
- 穆迪公司评级体系及方法介绍/264
- 惠誉公司评级体系及方法介绍/282
- 标准普尔：信用观察和评级展望的应用/293
- 标准普尔银行信用评级/298
- 标准普尔固定收益基金评级方法/303

第六部分 评级基础理论研究

- 违约率研究及其在我国贷款企业资信评级中的应用/314

关于主体信用等级迁移的研究和统计/337
正确认识信用级别与利差的关系/344
静态池理论和动态群组理论在信用评级中的应用/347
标准普尔评级产品与符号介绍/356
“信用评级”之辩/363
股价变动会影响公司信用等级吗？/365

第七部分 主体信用评级的实践与探索

主权评级内涵与外延/367
关于主权评级的逻辑一致性/374
短融券评级：主体级别能替代债项级别吗？/376
如何评估中小企业的信用等级？/378
城投类企业信用评级探讨/380
宏观经济的运行与资产负债表的变化/387

第八部分 债项及结构金融产品评级的探索与实践

短期融资券评级：评什么？怎么评？/399
资产支持商业票据的理论与实务初探/402
海外资产证券化资信评级/410
信用违约互换：企业债券的另类担保/417
地方政府信用评级面临三个障碍/419
地方政府债务融资的结构性风险及改革建议/421
地方融资平台风险特征的变化及其对信用质量的影响/431

附录1 新世纪公司三篇核心文章英文稿/437

The Development and Evolution of International
Credit Rating Industry and Credit Rating Regulation/438
The IOSCO Three Pillars of Regulation and Their
Inspiration to China Credit Rating Regulation/453
The Development History, Problems and Recommendations
of the Credit Rating Industry in China/465

附录2 信用评级核心词汇/477

附录3 新世纪公司研究成果汇总目录/494

Part 1

Chapter 1 Inspiration from International Practice of Institutions on Credit Rating

The Development and Evolution of International Credit Rating Industry and
Credit Rating Regulation/4

The IOSCO Three Pillars of Regulation and Their Inspiration to China Credit
Rating Regulation/15

A Precise Research on Oversea Credit Rating Practices/23

A Literature Review of Oversea Research on Credit Rating /33

Historical Evolution and Analysis of Credit Rating/70

Reflection on Credit Rating in Recent Financial Crisis/83

A Comparison of the Three Biggest Rating Agencies' Methodologies/87

Chapter 2 Recommendations for Construction of Institutions on Domestic Credit Rating

The Development History, Problems and Recommendations of Credit Rating
Industry in China/93

The Construction of Social Credit System in China Based on Issuer Credit Rating
——The Development Strategy of Credit Rating Industry in China/101

Counterparty Rating and the Construction of Financial Stability System/110

Current Situation, Problems and Recommendations of Credit Rating Industry
in China/116

Capitalising on Opportunities and Inaugurating a New Era for Credit Rating/121

A Thought on Credit Rating/127

Construction of Practice Standards for Credit Rating Industry/133

Principles of Oversight on Credit Rating Industry/140

Exploration of Framework Construction for Rating Performance/145

A Precise Analysis on Compensation Models and Credibility of Credit Rating/151	
Initiating External Credit Rating and Enhancing Risk Management in Credit Market/155	
Recommendations on Further Development of Credit Rating in Domestic Bond Market/159	

Chapter 3 Credit Culture and Studies

Considerations on Views on Present Credit Rating Industry in China/165	
Considerations on Views on Credit Rating Industry with International Perspective/171	
Views on Credit Rating with International Perspective/174	
Fostering Robust Credit Cultures is Key to Developing Deep and Liquid Corporate Bond Markets in Asia – Pacific/178	
The Function of Credit Rating for Commercial Paper/192	
Credit Rating Plays a Role in Maiden Voyage of Small and Medium – sized Enterprise Commercial Paper/194	
Credit Rating	
——A Touchstone For Bond Market/198	

Chapter 4 Credit Forum and Advocation

Development of Credit Rating Industry in China/202	
Limitations of Credit Rating/205	
Credit Rating Agencies and Construction of Core Function of Shanghai Financial Hub/207	
Fostering Creditable Rating Agencies to Facilitating Construction of Shanghai International Financial Hub/209	
Credit Rating	
——A New Industry in China's Capital Market in 21st Century/212	
Development of Bond Market and Credit Rating/219	
Successful Establishment of Collective Notes of Small and Medium – sized Non – financial Enterprises Promoting Development of Credit Rating Industry/224	
Mutual Recognition of Credit Rating and Information Sharing in Yangtze River Delta/226	

Part 2

Chapter 5 Researches on Methodologies of International Credit Rating Agencies

A Summary on Standard & Poor's Rating Principals and Basic Methodology/232	
--	--

A Research on Standard & Poor's Issuer Credit Rating Criteria/242
A Summary on Standard & Poor's Issue Credit Rating/252
A Summary on Standard & Poor's Credit Risk Measurement/257
An Introduction to Moody's Credit Rating Criteria/264
An Introduction to Fitch's Credit Rating Criteria/282
The Application of Credit Watch and Rating Outlook/293
A Summary on Standard & Poor's Banking Credit Rating/298
A Summary on Standard & Poor's Methodologies for Fixed Income Ratings/303

Chapter 6 Researches on Basic Theories of Credit Rating

A Study of the Probability of Default and Its Application in Loan Enterprises Credit Rating/314
Statistics and Research on Issuer Credit Rating/337
Understanding Correlations between Credit Ratings and Credit Spreads/344
The Application of Static Pool Theory and Dynamic Pool Theory in Credit Rating/347
An Introduction to Standard & Poor's Rating Products and Symbols/356
An Argument of the Term "Credit Rating" /363
Will Share – Price Movement Affect Corporate Credit Rating? /365

Chapter 7 The Practice and Exploration of Issuer Credit Rating

Connotation and Denotation of Sovereign Rating/367
The Consistency of Sovereign Rating/374
Ratings on Commercial Paper——Can Issuer Rating Replace Issue Rating? /376
How to Assess Small and Medium Enterprises' Creditworthiness? /378
Discussions on Rating Government Financing Vehicles in China/380
The Changes in Balance Sheet Caused by Macroeconomic Movement/387

Chapter 8 The Practice and Exploration of Rating Issues and Structured Finance Products

Rating Commercial Paper : What and How/399
Exploration of Theories and Practice of Asset – Backed Commercial Paper/402
Credit Rating of Securitization in Oversea Countries/410
Credit Default Swap——A Special Guarantee for Enterprise Bond/417
Three Barriers in Rating Local Governments/419
Structural Risks of Local Governments' Debt and Reform Proposals/421
Changes in Risk Characteristics of Local Governments' Financing Vehicles and

the Implication on their Creditworthiness/431

Appendix 1 English Version of Shanghai Brilliance's Three Core Articles/437

The Development and Evolution of International Credit Rating Industry and
Credit Rating Regulation/438

The IOSCO Three Pillars of Regulation and Their Inspiration to China Credit
Rating Regulation/453

The Development History, Problems and Recommendations of the Credit
Rating Industry in China/465

Appendix 2 Core Vocabulary of Credit Rating/477

Appendix 3 List of Shanghai Brilliance's Articles Published on the Media/494

The Comprehensive Research and Exploration on Credit Rating

新世纪信用评级研究与探索

上篇