

随着我国地方债规模的不断扩大,其潜在风险引发了广泛关注。作为国际评级业中最具影响力的三大评级机构——标普、穆迪和惠誉,他们对于地方政府的评级思路或将使我国地方政府面临的信用风险更加清晰。

中债资信 霍志辉

# 评级巨头眼中的地方债

## ◎标普

从国际上而言,标普对地方政府的评级思路为:首先分析地方政府的个体信用状况,主要根据打分卡来确定影响地方政府个体信用状况的一些定性和定量要素的加权平均分,值,然后结合行政体制因素的得分值,根据行政体制和个体信用状况信用等级矩阵表来获取地方政府的模型指示性级别,然后再通过模型外的一些调整因素获得地方政府的最终级别。

具体分析过程是:首先,通过经济实力、预算表现、预算弹性、债务负担、或有负债、流动性和财政管理等评级要素来衡量地方政府个体信用状况;其次,考虑行政体制影响(主要是个体信用状况和行政体制矩阵对应表),确定地方政府的指示性级别或模型级别;再次,考虑一些额外的积极和消极因素(主权级别、非常弱的流动性和管理、债务或财政表现低于标准以及特殊的政府支持等)对指示性级别进行调整,最终确定地方政府的信用等级。一般情况下,标普不会将地方政府的信用级别评定高于所在国的主权级别。

## ◎穆迪

穆迪对美国以外的地方政府的评级思路为:首先结合地方政府个体信用风险和系统性风险分析和确定地方政府基本信用实力,然后再考虑外部支持,最终确定地方政府的信用级别。

具体来看,穆迪对美国以外地方政府的信用评级采用联合违约分析方法,即将其视为如下两个关键因素的函数:地方政府基本信用实力和在发生严重流动性危机情况下从上级政府获得特别支持的可

能性。

就信用评级而言,地方政府是一类特殊的受评主体,其主要职能是提供社会所需的公共产品和服务、维持社会秩序、实现社会管理。因此,地方政府评级关注的要素与工商企业不同,主要包括地区经济、财政、政府治理等方面,还要分析上级政府支持对于地方政府信用评级产生的重要影响。

第一步,需要确定地方政府基本信用实力。首先利用打分卡方法确定经济基础、行政体制、财政表现和债务情况、政府治理与管理等要素分值来评价地方政府个体信用风险;其次,考虑地方政府所在国主权级别来衡量系统性风险的分值,根据个体风险和系统性风险矩阵对应表来确定评级模型得分,在此基础上,考虑一些额外因素(无法纳入评级模型的因素),来确定地方政府基本信用实力,即某些事件或者特定因素相比于其在打分卡模型中的权重而言会对评级结果产生更加重大的影响,或者可能存在一些对评级结果产生重大影响但不包含在上述评级因素中的其他额外的因素。在对地方政府基本信用实力评估方面,穆迪采用了打分卡方法,用小写的以a开头的一系列字母表示区域和地方政府基本信用实力,与穆迪的全球长期信用等级符号相一致,例如aaa所代表的风险与Aaa相当,aal代表的风险与Aa1相当。

第二步,对获得上级政府特殊支持可能性的评估,主要通过提供支持的政府级别、两个实体之间的违约相关程度的评价、特殊政府支持程度等三个因素来分析。穆迪将支持程度设置为五个等级:低(0%—30%)、一般(31%—50%)、强(51%—70%)、高(71%—90%)、极高(91%—100%),主要是采用专家打分的

定性评估。

最后,评级委员会对上级别区间进行调整,确定地方政府的最终信用等级。

## ◎惠誉

惠誉对美国以外的地方政府信用级别首先评估地方政府的运营行政体制,然后分析债务和其他长期负债、预算绩效、经营和管理以及地区经济四个主要评级因素来确定地方政府的最终信用等级。

此外,评级过程中惠誉还关注趋势分析和评级要素的相互作用,惠誉的评级过程包括分析相关趋势及确定现在和未来潜在的义务与风险敞口。对于评级要素的相互作用分析,比如,尽管地方政府可能有一个充满活力和富裕的经济,但脆弱的财政管理或严苛的税率上限可能抵消积极的评级要素,导致履行义务能力的降低。较弱的经济也可能被其他优势抵消,比如积极的管理,上级政府较高的支持或较少的债务。

## ◎比较

就国际上地方政府评级思路而言,三家评级机构存在一些相同点。标普、穆迪和惠誉都将行政体制作为评估地方政府自身信用水平之外的因素进行考虑,这主要是对于地方政府而言,各个国家的行政体制不同,其对地方政府信用影

响也不同,三大评级机构希望通过行政体制这个评价因素的调整来解决不同国家的地方政府评级标准如何实现一致性的问题。

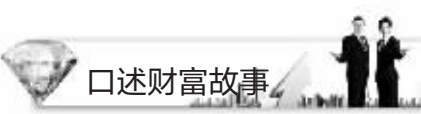
而三大巨头思路的不同点在于:标普和穆迪都将外部政府支持作为独立于其自身信用评估之外的因素进行考虑,惠誉则没有明确将外部支持因素作为地方政府自身信用实力之外考虑的因素。

但是标普与穆迪对外部支持分析也存在不同,标普把外部政府支持作为地方政府自身信用实力之外的调整因素之一,即调整因素除了外部政府支持外,还包括主权级别、流动性、管理和债务等限制性因素。而穆迪则明确为支持评级,即首先确定地方政府基本信用实力,然后考虑外部政府支持影响,最终确定地方政府的信用等级。

此外,穆迪明确地方政府评级中采用联合违约概率理论,即将地方政府评级视为如下两个关键因素:地方政府基本信用实力和在发生严重流动性危机情况下从上级政府获得特别支持的可能性,评估地方政府和支持政府违约相关程度和支持程度,来确定地方政府信用等级。

标普还注重关键评级要素的“短板效应”,即如果某个关键评级要素很差时,地方政府级别不能超过某个上限。比如,标普不会将地方政府的信用级别评定高于所在国的主权级别。

惠誉则注重各个评级要素之间的相互作用或者相互抵消作用,比如,尽管地方政府可能有一个充满活力和富裕的经济,但脆弱的财政管理或严苛的税率上限可能抵消积极的评级要素,导致履行义务能力的降低。



## 用规则守住财富

河北财达证券研究所所长 尚国明

我认为投资当中最重要的一件事是让规则守住财富。在证券投资行业里,过早行动和市场对抗,意味着没去做你该做的事情。

对投资来说,最重要的是“双向下单”,即对买入后市场上涨和下跌两种情况分别制定交易计划,在投资之初就想好了买入后应该怎样办。巴菲特等投资大师也并不是像大家想象的那样只买不卖。

虽然市场不可测,但真正可怕的是你我投入市场的情绪。所以除了严格执行双向交易计划外,控制住自己的情绪也很重要。被高价套牢的人,常会因为后悔造成精神上的负担,以致失去判断行情的信心,如何防止被高价套牢,是学习买卖股票最重要的一课。

投资者应制定详细的日交易计划,收盘后可以对照计划三省自身,特别是连续两次交易失败后,更要及时停手深刻反思失败原因。

越早学会如何处理失败,你就越早能够在这个行业里积累财富。要记住,与牛市一样,熊市下跌不是一件可怕的事件,而是一件循环事件。我们能控制的是设止损点,也就是我们退出交易的标准。

在我看来,现在股市中的投资者大概有5种:第一种是死扛型,不论涨跌,坚决持股跟市场趋势对抗到底;第二种是跳蚤型,今天听消息买这只股,明天听消息又换成那只股;第三种是蝗虫型,喜欢从众;第四种是螳螂型,也就是有些机构投资者,仗着有专业知识、内幕消息,把散户当

成螳螂,却没想到自己身后还有黄雀;第五种是乌龟型,该伸头吃肉时就伸头,该缩头避险就缩头。这5种投资者中,只有乌龟最有大智慧,最能忍,它才能在市场上活得更长久。

对于成功的财富管理者而言,他们知道只有当钥匙找到了正确的门锁才会发挥作用,才会有利润。我一直认为股市投资就像在“跳绳”,两头摇绳的是市场与政府,中间跳绳的是投资者。当市场与政府走得近一些,跳绳的空间就大,投资者就好做一些;市场和政府站得远一些,跳绳的空间就小,投资者操作的难度就大一些。所以我研究股票有了了一个经验——给不同的股票设置政府系数,跟着政府投资的大方向走。

目前,我国正在推进新型城镇化建设,无论是散户还是机构,都可以从中受益。具体到细分行业,我认为未来潜力股会涉及农业现代化和土地流转。前者是城镇化的重要保障和基础,后者则是农村城镇化改革的最大红利。

做这样的题材股说起来容易,做起来难。现在的行情是“口香糖”行情,你必须嚼到甜味后吐出来,一旦被“口香糖”黏住,个股跌幅超过7%就应该马上止损。

在具体的操作上,时间倒扣法可以用在“口香糖”行情里进行波段操作。从一只股票短期内的低点开始算起,向后数7个交易日,则是下一个可以入场的机会。反之,从一只股票短期内的低点往后数7个交易日,则是下一个可以卖出的机会。

文/本报记者 朱磊整理



## 贞信而后利

吴益生

荀子有言,“言无常信,行无常贞,惟利所在,无所不倾,若是则可谓小人矣”。信就是诚信,贞就是正轨,正道。荀子本不反对求利,他曾说,好利恶害,是君子小人之所同也;若其所以求之之道则异矣(君子小人都同样好利恶害,但求利求财、避险远祸的办法却不同)。也就是说,求财求利可以,但要讲诚信,走正道。否则,就利之所在,倾意为之,与小人同流了。

“五一”节前,万福生科发布的2012年年度报告显示,该公司2012年净亏损341.62万元。早在四月初,这家公司就曾因财务造假且涉嫌欺诈上市被证监会通报。证监会在通报时指出,万福生科自2008年至被证监会立案调查前,存在虚构原材料采购、虚增销售收入、虚增净利润等违规行为。该案件作案手法隐蔽,资金链条长,时间跨度大。在此期间,保荐、审计机构均涉嫌未能勤勉尽责。

不仅是万福生科,近一段时间,绿大地、胜景山河等公司造假新闻不绝于耳。从虚增利润、粉饰报表到虚构



业务、虚增资产以获得上市资格,公司造假的方式也是花样繁多。而在这造假的链条上,不仅有涉案公司,还有保荐和审计等机构。而他们本来应该发挥监督作用,承担着为投资者提供真实信息的责任。为何相关机构全都“惟利所在,无所不倾”?究其原因,除了其未能守住诚信原则,现存的制度仍有不完善之处。好的制度能激励人在面临利益的权衡取舍时作出正确的选择,走正道,而有“漏洞”的制度则总会以利益诱惑局内人突破诚信的底线。

最近一段时间,证监会正在酝酿如何提高信息披露质量为中心,完善首发管理办法和上市公司再融资办法,研究如何完善对中介机构的监管,进一步明确中介机构责任,健全责任追究机制。另外,针对上市行业细分和新产业的出现,证监会在考虑逐步引入有行业背景的审核力量。这些办法若真正落实,上市公司的信息有望更加透明,相关机构才能“言常信”、“行常贞”,投资者才能对市场环境重拾信心。



主持人 钱箬旻

游戏规则

阿拉伯数字为横向填字;汉字为纵向填字;每格填一个字,灰色区域不用填字;格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

				一	1		二		
	三	2	4						
3					4				
						5		五	
			六				七		
九	7			八	6				
8									
			9			十			
					10				

## 横向

- 1、也称为股权分裂,是指上市公司的一部分股份上市流通,另一部分股份暂时不上市流通。
- 2、一些大银行和经纪公司、证券交易所设置的大型电子屏幕,可随时向客户提供股票行情。
- 3、可参入配股的权力。
- 4、又称公司型基金,指基金本身为一家股份有限公司,公司通过发行股票或受益凭证的方式来筹集资金。
- 5、指企业在一定会计期间按照现金收付实现制,通过一定经济活动(包括经营活动、投资活动、筹资活动和非经常性项目)而产生的现金流入、现金流出及其总量情况的总称。
- 6、指剔除通货膨胀率后储户或投资者得到利息回报的真实利率。
- 7、当利益冲突的双方处于各自利益最优状况的要约而又互不被对方接受时,通过两个或两个以上平等主体之间的妥协关系来解决这一冲突的行为。
- 8、指政府之外的主体发行的、约定了确定的本息偿付现金流的债券。
- 9、指对风险资产的价格确定,它所反映的是资本资产所带来的未来收益与风险的一种函数关系。
- 10、指业绩较差的上市公司的股票,或由于行业前景不好,或由于经营不善等,有的甚至进入亏损行列。

## 纵向

- 一、指股票由于某种消息或进行某种活动引起股价的连续上涨或下跌,由证券交易所暂停其在股票市场上进行交易。
- 二、又叫“结构型基金”,是指在一个投资组合下,通过对基金收益或净资产的分解,形成两级(或多级)风险收益表现有一定差异化的基金份额的基金品种。
- 三、指一个公司吸收其他公司并交换各自股权的合并。
- 四、指可以行使权证权利的期限。
- 五、是流动资产除以流动负债的比值,它可以反映短期偿债能力。
- 六、以面值发售的债券。
- 七、也称价格股利率,是每股市价与每股股利的比值。
- 八、一种新形式的终身寿险产品,它集保障和投资于一体,其保障主要体现在被保险人保险期间意外身故,会获取保险公司支付的身故保障金,同时通过投连附加险的形式也可以使用户获得重大疾病等其他方面的保障。
- 九、拥有特定发生概率的随机变量的取值范围。
- 十、两种资产价格或收益率之间的差额。

## 答案

				一停	1股	权	二	分	置
	三	换	2	期	情	牌			级
3	配	股	权				4	共	同
	合	期					5	现	金
	并							五	流
								量	
		六	平					七	本
九	置	7	对	价		八	投	6	实
8	信	用	债			连			利
区		券	9	风		定		十	率
间						10	绩	差	股

横向:1、股权分置 2、行情牌 3、配股权 4、共同基金 5、现金流量 6、实际利率 7、对价 8、信用债 9、风险定价 10、绩差股

纵向:一、停牌 二、分级基金 三、换股合并 四、行权期 五、流动比率 六、平价债券 七、本利比 八、投连险 九、置信区间 十、价差