



阳光下无新鲜事

银行评级启示录

摩根士丹利华鑫基金
丁琳

1979年至1988年，白酒行业第一次繁荣；1989年至1992年，白酒行业经历四年调整；1993年至1997年，白酒行业第二次繁荣；1998年至2002年，白酒行业又调整五年；2003年至2012年，白酒行业第三次繁荣（中间因国际金融危机略有波动）。回顾白酒行业的发展历程，我们似乎能从中总结出许多道理。

在我看来，“阳光下无新鲜事”，行业周期波动概莫能外。兴衰更迭，潮起潮落，行业发展、演变的背后都有一定的逻辑、规律做支撑。

就白酒行业而言，白酒的产品属性可能是该行业商业逻辑中的一个核心问题。结合各个阶段的经济数据看，我们会发现白酒行业的景气度与经济高度相关，白酒就是经济活动的润滑剂。

回到2010年、2011年，甚至是2012年上半年，当时大家讲的是“消费升级”，讲的是“品牌忠诚度提升”，因为大家确实看到了奢侈品、投资品的疯狂。这个模式我们可以总结为，投资者看到某些现象，给予解释，分析这种原因是否可持续，然后再看导致变化的因素是什么。往往出现谬误的地方是，归因不正确，不能确定驱动因素何时以何种方式变化。

现在某些研究员和行业专家都说，早就知道白酒有泡沫，然后付之一笑。2011年白酒有没有泡沫？当时茅台终端价过两千，当然有泡沫，可是这妨碍它的股价2012年上半年继续创新高吗？谁又能阻止酒鬼酒半年之内股价翻1.5倍？也许简单说一句“市场非理性”可以解释这些问题。

勒庞在《乌合之众》中认为群体没有思考能力，只是被简单的情绪推动。K.K在《失控》中写到“简单的结构和逻辑运算，经过数次试错最终能取得优雅的结果”。把两者结合到股票市场中，我们也许不应该只是简单说一句“市场非理性”来消除争论，而是应该更多理解这个犯错和纠错的机制，给予过程中每一次“事件冲击”充分的重视，权衡风险与收益。

回到白酒上。简单把白酒的繁荣与调整归因为经济政治中的某一因素并不合适，因为经济和政治是相互关联的，其中经济是前提。鉴于经济复苏和政治生态的复杂性，以及行业疯狂后渠道去库存过程，近一两年内或不能期望行业逆转，过程中的波动则取决于厂家供给变化以及季节性消费变化。在如此基本面下，股票投资更多侧重于资金博弈。截止到3月底，公募基金对于白酒的配置比例仅为2.02%，基本属于标配，在这种情况下，继续大幅下探的可能性不大。

今年年初以来，传媒（出版除外）、安防、消费电子和LED等板块大幅上涨，不少股票创出历史新高。相信有一天，市场会像评论白酒一样，“早就知道这是泡沫”，但这解决不了我们目前的困境。唯有相信“阳光下无新鲜事”，小心等待并判断即将发生的事件。

截至2013年4月，穆迪在全球的银行业受评主体数量为2226家，标普为2351家，而惠誉更是多达3481家。随着评级业务的开展和违约数据的积累，银行业评级结果呈现出不同于工商企业的特点，进而对于银行业的评级方法提出新的要求。



目前，标普的银行业级别评定主要包括确定个体评级、评估外部支持可能性、得出指示性主体级别、确定主体级别、给出债项级别等步骤；穆迪则较为倚重量化手段和模型工具，级别得出过程主要包括利用打分卡模型确定银行财务实力评级及映射得出基础

风险评估、确定外部支持概率和违约相关系数、利用JDA模型得出存款评级、确定债务级别等步骤；惠誉的银行业级别得出主要包括确定生存力评级、给出支持评级、评定支持评级底线级别、确定主体级别、得到债项级别等步骤。

其中，结构化方法思路清晰，逻辑严密，易于投资者理解，其不足在于整个分析过程以定性判断为主，客观性不足。在采用结构化方法的两家机构中，惠誉更加强调评级的灵活性和定性判断；而标普从级别锚、个体评级、支持评级三个层次阐述级别得出过程，对每一步的级别调整设定非常明确的规则，提高了整个评级过程的可控性和精确度，一定程度上弥补了结构化方法的不足。

量化方法的优势在于评级的框架透明，过程严谨，级别得出的客观性和可控性较高，但存在级别的可解释性不足和难以回避主观判断的缺陷。以穆迪为例，一方面，银行财务实力评级打分卡因素和模型指标过多，容易出现稀释效应，造成评级结果的可解释性较差；另一方面，很难完全保证级别得出的客观性。目

影响的系统性风险通常不纳入考虑范围。为使评级方法框架更加清晰，国内评级机构可考虑进一步突出个体评级与支持评级的划分，建立独立的个体评级和支持评级体系。银行业打分卡模型设计方面，国内评级机构一方面应体现出总体评级思路和逻辑，尽量与评级方法保持一致，具有较强的可解释性；另一方面，充分体现个体评级与支持评级的区分，以反映其对最终级别的差异化影响。现有打分卡模型有两种思路，一是通过对关键评级要素赋以权重和得分，加总得到级别（例如穆迪和惠誉）；二是设定基准、层层打分、层层调整的评级思路（例如标普）。鉴于此，我国个体评级打分卡模型可重点借鉴穆迪的做法，支持评级方面参考标普的思路进行层层调整。

2012年6月，银监会正式发布《商业银行资本管理办法（试行）》，对核心资本工具、其他一级资本工具和二级资本工具的标准进行了明确。目前，国内评级机构对于银行发行的次级债和混合资本工具主要基于主体级别进行调整。考虑到《资本管理办法》特别强调了资本必须具有“吸收损失”的功能，即其他一级资本工具和二级资本工具必须有“可转股”或“可减记”条款，这将对商业银行未来的债项评级产生一定的影响。

从国际评级机构来看，其在债项评级方面均明确优先无担保债券与主体级别挂钩调整，次级债、混合资本工具和优先股等以个体评级为基准进行调整。国内评级机构在建立起独立的个体评级和支持评级体系后，可考虑在债项评级中借鉴这一思路。

截至5月30日，505只偏股型基金（324只股票型和181只标准混合型）的平均仓位为83.74%，较4月上行了599个基点。

截至5月30日，70家基金公司中股票仓位达到或超过80%的有52家，较上月增加9家，而仓位达到或超过9成的基金公司数量达到8家，其中仓位最高的公司为信诚、东吴、华泰柏瑞和申万菱信四家公司，持股比例分别为93.33%、91.50%、91.44%和91.39%。此外，仓位在7成以下的机构数量明显下降，仅有方正富邦和国投瑞银持仓较低，维持在6成左右。

统计数据显示，5月份提高持股比例的基金公司数量亦明显回升，达到46家，占比超

过半数。其中仓位增幅较大的基金公司有国金通用、嘉实和平安大华，仓位增幅分别为27.79%、13.30%和12.77%；而长安、泰达宏利和方正富邦三家基金公司则减少了较多的持仓仓位，权益类投资比例分别回撤了13.68%、15.34%和30.20%。

除大幅提升持仓仓位外，偏股型基金行业仓位的分布也出现了转变的迹象。其中主动增仓幅度较大的有轻工制造、化工、公用事业和医药生物四个行业，仓位涨幅分别为2.42%、1.59%、1.34%和1.13%。从月度调仓来看，偏股型基金的仓位集中度有了进一步抬升的倾向，并开始向周期性板块转移，其中基金增仓的个股主要集中在轻工制造、房地产、建筑建材、交通运输和金融服务等周期性偏蓝筹板块，仓位增幅则都超过了2个百分点；同时，机构在电子元器件、家用电器、交运设备、信息服务和食品饮料等成长股较集中的板块上则进行了一定程度的减仓操作。

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负



怎样捉住好财运？

和讯论坛 李明昊

财富的积累需要能力,但有时候财运也很重要。生活中一些你也许从来没注意过的小细节,都有可能影响你的财运。

- 1、最近有收到朋友的礼物吗？
是→2 否→3
- 2、你经常看财经新闻？
是→6 否→5
- 3、你买彩票会经常中奖？
是→4 否→5
- 4、你经常丢钱吗？
是→8 否→7
- 5、现在是否为自己购买保险了呢？
是→6 否→7
- 6、和朋友出去总是你买单的时候多？
是→10 否→9
- 7、你每个月会固定存钱吗？
是→10 否→9
- 8、最近你手头比较宽裕吗？
是→9 否→7
- 9、你经常留意促销之类的活动吗？
是→10 否→A型
- 10、你认为喜欢就好,贵不贵无所谓吗？
是→D型 否→12
- 11、你经常因为东西太贵而放弃购买吗？
是→12 否→C型
- 12、你有开店的经历吗？
是→B型 否→E型

答案看这里——

A、大胆去做投资
机会总是垂青那些有准备的人。你的好财运来自于自身的不懈努力和奋斗,钱财来的稳稳当当。虽然难以立竿见影,但对今后来说是有益的积累。

小贴士:劳逸结合,在挫折面前能坦然一笑。如果有好的投资项目,不要错过。

B、要学会存钱
你时不时会有点小财,对你而言,钱财来得快,去得也快,难以抓住财富。

小贴士:遇事三思而行,不以义气和虚荣作为自己挣钱的动力。

C、“钱”路要分明
其实你很有财运,财路也很广泛。但你太迁就身边的人,挣钱欲望往往掺杂了过多感情因素,有时候财富反而成为你的负担。

小贴士:钱与情不能混为一谈,一定要分清。无论如何也要为自己留些应急资金。牢记,你不理财,财不理你,未雨绸缪很重要。

D、要懂得如何用钱
财富对你来说有着重要意义,但你有自己的方法,嘴上因爱面子而不轻易提钱,但在具体的行动中,把钱看得很重,也盯得很紧。

小贴士:精打细算没错,但不要太小气,对身边的朋友大方些,会给你带来更多机会。

E、钱财也需规划
你的花钱欲望很强烈,远远超过了要努力挣钱的欲望。而且花起钱来非常冲动,图一时之快,往往将自己置身于捉襟见肘的尴尬境地。

小贴士:今天开始记账吧,这能帮你分清哪些是冲动消费,更建议你找一个专业的理财规划师帮你整理你的财务状况,设计属于你的长期财富规划。

