# 分报告之七：

# 2014年证券经营机构投资咨询业务及证券资信评级业务发展回顾与展望

## 第一章

## 2014年证券公司投资咨询业务发展回顾与展望

### 第一节　中国证券投资咨询业务及财富管理业务的发展情况

投资咨询业务根据服务对象和服务方式的不同包括发布证券研究报告业务和投资顾问业务两大业务，发布证券研究报告业务是证券分析师通过为机构客户提供专业研究获得分仓收入和研究收入的一种业务模式；投资顾问业务则更多是为中小投资者提供专业投资建议帮助客户实现资产保值增值从而获得增值业务收入的形式；财富管理业务则通过为高净值客户提供综合金融服务实现客户财富增长的一种业务模式。

这三者之间存在着天然的联系，研究报告业务是投资顾问业务和财富管理业务的基础，其为投资顾问业务和财富管理业务提供了从宏观、策略、行业到具体投资标的的分析和建议，是投资顾问业务和财富管理业务的基石。

投资顾问业务和财富管理业务两者相互融合发展，探索前行，表现为投资顾问业务和财富管理业务在客户上存在融合，没有明确的客户边界；在服务人员上也存在着融合，都是以投资顾问为基础；在服务方式上同样存在着交叉，投资顾问业务和财富管理业务没有天然的分割，两者相互融合发展，共同探索中国财富管理的发展道路。

## 一、发布证券研究报告业务的总体发展情况

### （一）发布证券研究报告业务的基本现状

发布证券研究报告业务源自投资咨询服务。一般投资者可能受时间、精力、知识和能力的限制，无法及时和全面地了解与证券投资有关的信息并做出有效的分析，因而需要有人就此提供专业的投资咨询服务。为满足该项业务需求，证券公司及相关的证券金融机构便组织市场研究团队，通过对证券市场和上市公司有关信息的处理和分析，形成投资建议供投资者进行投资参考和使用，这构成了证券投资咨询服务的主要内容。随着投资咨询业务的发展和专业分工，证券分析师的研究报告也就自然构成了发布证券研究报告业务的核心内容。根据中国证券业协会的调研数据，截至 2014 年底，中国从事发布证券研究报告业务的机构为 85 家，从业人数为 3 332 人，其中，具有 5 年以上工作经验的人数为 1 193 人，约占 35.80%，具有博士及其以上学历的人数为 309 人，同比减少 91 人。

### （二）“沪港通”对发布证券研究报告业务的影响

2014 年随着“沪港通”等业务的开展，内地证券公司向中国香港客户提供研究服务时可分为两种情形：第一种是在内地向中国香港客户提供研究服务；第二种是在香港地区向香港地区客户提供研究服务。对于第一种情况，内地证券公司在内地向中国香港客户提供研究服务的，应当取得证券投资咨询业务资格，提供研究服务的从业人员应具有证券投资咨询执业资格。如不涉及在中国香港市场经营相关业务，例如不在中国香港市场提供收费研究服务、研究报告不以中国香港市场投资者为特定发放对象，原则上内地证券公司无须再另行申请牌照。对于第二种情况，内地证券公司在中国香港向中国香港客户提供研究服务不属于中国证监会管辖范围，应遵循中国香港监管机构关于牌照管理、信息披露等方面的有关要求，向中国香港监管机构申领有关牌照，合法合规经营。

### （三）发布深度研究报告的数量保持增长趋势，研究产品体系及服务项目继续丰富和完善

2014 年较为景气的证券市场形势和加剧的市场竞争环境，促使中国发布证券研究报告行业在研究产品体系及服务项目方面进行拓展和提升。根据中国证券业协会的调研数据，2014 年，设有研究部（所）的 85 家证券公司（调研样本总量为 90 家证券公司），总共发布研究报告数量为 130 995 篇，环比 2013 年下降 19.25%。在这些报告中，2014 年深度报告为

14 276 篇，约占研究报告总数的 10.89%。虽然总体发布的研究报告数量有所下降，但是深度报告的数量较 2013 年提升约 2 个百分点，这意味着证券公司越来越重视产品报告这项服务（见表 1－1）。

**表 1－1　　证券研究报告的发布情况**

| 研究所（部）的产品总数量 | | | |
|---|---|---|---|
| 年度 | 2013 年 | 2014 年 | 增长率（%） |
| 总量（篇） | 133 442 | 130 995 | －1.83 |
| 其中：深度报告（篇） | 12 506 | 14 276 | 14.15 |
| 其他报告（篇） | 120 936 | 116 544 | －3.63 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

根据调研数据，对于证券公司发布研究报告行业，其研究产品体系及服务项目更加丰富和完善。从产品体系的拓展和完善上来讲，当前的研究内容和产品体系除了传统的宏观研究、策略研究、行业与公司研究、金融工程研究、综合研究、基金研究、债券固定收益研究外，关于衍生品研究、特别覆盖研究、理财产品研究、大宗商品研究、汇率研究、数量与指数研究、财富研究、中小市值研究、主题研究、（金融）创新研究等日渐增多；从产品及服务的推广形式上来讲，主要包括宏观及策略会、专题会、路演推介、与外部合办报告会、视频讲座、联合调研、大型活动、高端论坛、电话会议、纸质印刷品、多媒体推广、新媒体互动、视频晨会、手机短信服务、一对一会议、专题培训、电话沟通、公司拜访、一对一调研、电子版邮件、书面印刷报告、专题研讨会、发送研究报告、上门一对一服务、安排政府部门拜访、分析师互动、销售经理交流、委托定制等。

### （四）整个证券公司研究行业对研究品牌、服务机构客户及支持分支机构这些业务持续给予支持

根据中国证券业协会的调研数据，2014 年，设有研究部（所）的 85 家证券公司（调研样本总量为 90 家证券公司），有 62 家进行了品牌推广，有 56 家加强了对机构客户的研究推广和服务，有 73 家加强了对分支机构支持。上述数字基本与 2012 年持平，可见，整个证券公司发布研究报告行业继续给予研究品牌、服务机构客户及支持分支机构这些业务足够的重视。

### （五）证券公司发布研究报告业务呈深度化发展

部分证券公司显著加大对发布证券研究报告业务的收入，而另一部分证券公司对此项业务投入有所减少。从统计数据可以看出，部分证券公司继续做大做强，研究投入资金增幅很大。而另一部分证券公司的研究投入有缩减的趋势，两极分化初露端倪。根据中国证券业协会对 90 家证券公司的调研数据，79 家证券公司研究所（部）均被设定为一级部门，5 家目

前未设立研究所（部）的证券公司表示没有设立研究所的计划，证券公司研究所（部）被设定为二级部门的有 6 家。从经费投入上看，2014 年，证券公司研究所（部）的研究经费有 30 家增长，增幅平均值为 69.8%，29 家证券公司的研究所（部）表示其年度研究经费增幅出现下降，降幅平均值为 31%。

## 二、证券投资顾问业务发展的总体情况

2014 年投资顾问业务依然是在探索中前行，在发展中规范。整体来说，2014 年的投资顾问业务依然还没能摆脱服务经纪业务的从属地位，投资顾问业务整体定位依然是增强客户黏性，提升客户满意度；从业务形势来看，获取差别佣金和投资顾问管理费是投资顾问业务的主要盈利模式。回顾 2014 年，证券公司投资顾问业务从组织形式、业务变迁、人员分布等方面出现了可喜的变化。

### （一）证券公司的投资顾问业务情况

2014 年，证券公司普遍增加了对投资顾问业务的重视程度，开设投资顾问业务的证券公司数量稳步增加，团队规模持续扩大，同时多数投资顾问部门进行了结构性调整，部门职能界定进一步明晰，组织形式趋向于以总部和分支机构二者合作为主，分工更加明确，整个行业从业人员的薪酬整体呈相对增长态势。

从 2014 年中国证券业协会专项调研数据来看，在全部参与调查的 92 家机构中，普遍设立了从事投资顾问业务的相应职级的部门。从组织设立情况来看，投资顾问业务得到证券公司的普遍重视，在总部层面设立了从事投资顾问业务一、二级部门的证券公司达到了 88.04%，即使没有在总部层面设立相应部门的机构，其分支机构也在开展相应的投资顾问业务（见表1－2）。

**表 1－2　　投资顾问部门设立情况表**

| 总样本 | 设立投资顾问一级部门 | 设立投资顾问二级部门 | 没有设立投资顾问部门 |
|---|---|---|---|
| 92（家） | 19 | 62 | 11 |
| 占比（%） | 20.65 | 67.39 | 11.96 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

从部门业务归属来看，绝大多数证券公司将投资顾问业务的组织、运行和管理的职能归属在经纪业务线。从在总部层面设立了投资顾问相关业务部门的证券公司来看，92.59% 的证券公司将投资顾问或投资咨询业务归属于经纪业务线，只有 7.41% 的证券公司将该项业务归属在研究所、网络金融或独立的财富中心下。从中也可以看出，投资顾问业务成为一个独立的业务单元还为时尚早，更多的还是居于业务支持和服务部门（见表 1－3）。

表 1－3　　投资顾问部门业务归口情况表

| 总样本 | 归属经纪业务 | 归属其他业务部门 |
| --- | --- | --- |
| 81（家） | 75 | 6 |
| 占比（%） | 92.59 | 7.41 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

## （二）证券投资顾问业务模式定位逐渐发生变化

投资顾问业务经过多年的发展和探索，市场普遍认识到从免费咨询向投资顾问业务收费的过渡是投资顾问业务的必然路径。从业务形势来看，目前的主要业务模式包括差别佣金和投资顾问费的收取，而投资顾问费的收取形式又包括投资顾问签约收费服务、模拟组合收费、有偿资讯收费等形式。

当前，投资顾问业务在证券公司的业务中还属服务和支持部门，在全部参与调查的证券公司中，绝大多数的证券公司还是将投资顾问业务定位在成本中心，而只有 7.41% 的机构将投资顾问业务定位在利润中心，即使将投资顾问业务定位在收入中心，它也还是和经纪业务部或财富管理部共同组成利润收入部门，而很难成为独立的业务中心。究其原因来看，在第三方存管模式和现行的法律框架下，投资顾问还难以从投资建议直接转化为账户管理，从而实现从投资顾问向财富管理的过渡。可喜的是，不少证券机构正在积极尝试在现有的法律框架下如何提升投资顾问的价值，比如通过配置一些固定收益类的产品，引导投资顾问部向资产管理过渡等（见表 1－4）。

表 1－4　　投资顾问业务形式及定位

| 总样本 | 成本中心 | 收入中心 |
| --- | --- | --- |
| 81（家） | 75 | 6 |
| 占比（%） | 92.59 | 7.41 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

从职能上来看，现阶段证券公司总部投资顾问部的职能主要包括管理职能，比如制度制定和业务督导、人员组织和业务管理等；产品设计包括资讯信息、组合设计、主题分析等；投资者教育和客户分类管理等。

从证券公司的服务形式来看，一般是通过投资咨询产品、模拟投资组合、投资顾问一对一服务等形式来提升佣金或签约投资顾问服务的。但是，随着金融产品代销业务的崛起，金融产品的销售和配置的收入在证券公司投资顾问业务中有日益发展壮大的趋势，这也反映了投资顾问收费在中国是艰难的，客户还不愿意通过按账户资产支付投资顾问费，而愿意以金融产品销售的后端尾随佣金的形式支付投资顾问费，这本质还是一种销售返点的形式，而不是真正让客户通过其资产的保值增值来支付投资顾问费。

目前，通过模拟账户的交易，带动客户跟随交易成为投资咨询从免费向收费的一种有益

的尝试。从调查数据来看，不少证券公司在这方面做了积极的尝试，这一方面锻炼了投资顾问队伍，另一方面也培育了客户，让客户真正体会到了服务的价值。

### （三）证券公司普遍提高对投资顾问业务的重视度，投资顾问团队规模在 2014 年继续实现了较大的扩张

从中国证券业协会统计数据来看，证券公司为中高端客户普遍提供了各种形式的投资咨询服务产品和服务，从提供的产品和服务的形式来看主要有软件及终端服务、咨询服务、模拟组合服务、推荐股票服务、投研服务、策略服务、一对一投资顾问指导等服务形式（见表 1－5）。

**表 1－5　　投资顾问产品类别及比重**

| 投资顾问产品类别 | 资讯服务 | 模拟组合服务 | 策略服务 | 荐股服务 | 投研服务 | 终端服务 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 数量（家） | 117 | 84 | 78 | 29 | 28 | 11 |
| 占比（%） | 33.72 | 24.21 | 22.48 | 8.36 | 8.07 | 3.17 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

在全部调查的 92 家证券公司中，共提供了 347 款各类投资顾问产品，平均每家机构为客户提供了近 4 款的投资顾问类产品，而从投资咨询产品的形式来看，资讯信息服务、模拟组合服务、投资策略服务是投资顾问产品的主要表现形式，分别达到 33.72%、24.21% 和 22.48%，而荐股类软件在全部的 92 家机构中只有 11 款类似的产品和服务，仅占全部投资顾问产品和服务的 3.17%。综合来看，现阶段证券公司为客户提供的投资顾问产品和服务主要以资讯服务、模拟组合服务和投资策略服务为主，这也充分说明了客户目前的配置主体还是在二级市场，理财建议和理财配置类服务还没有成为投资顾问的主流服务形式。

## 三、证券公司财富管理业务发展的总体情况

### （一）证券公司财富管理业务尚处于起步阶段

2014 年，投资顾问业务发展最重要的变革是向财富管理业务的转型升级。根据 2014 年中国证券业协会专项调查统计，在已经开展投资顾问业务的 84 家证券公司中，有 44 家已将投资顾问业务向财富管理业务转型，40 家证券公司设立了专门从事及管理财富管理业务的独立部门。调查统计显示，财富管理业务的产品类型包括公司内部开发的资产管理计划、柜台市场产品及代销的公募基金和私募基金产品、固定收益产品、另类投资产品等。证券公司财富管理业务的组织形式也基本以总部和分支机构分工协作为主。

高端财富管理需要具备产品和客户两大要素，丰富的金融产品线是财富管理的前提，而掌握客户资源是财富管理核心竞争力的体现。一个成熟的财富管理业务是以客户为中心，根据客户不同人生阶段的理财需求，假以专业化的资产配置，为客户带来稳定高效的投资收

益，财富顾问师是客户得以信赖和依靠的长期财富管家。

目前，在中国参与高端财富管理的金融机构主要包括商业银行的私人银行、信托公司、第三方理财机构、保险公司和证券公司的财富管理部门。从参与财富管理的各方来看，大部分的机构还起步于产品推销阶段，很难为客户提供丰富的产品选择和专业的财务建议。考虑到证券行业的服务导向，我们在本专题中对于银行、信托、保险、第三方理财机构不做分析，而将重点放在证券公司财富管理上。

中国资本市场从无到有，从小到大，客户资产也日益增大，而证券资产作为一个高风险的资产还难以满足客户资产保值增值、综合资产配置的需要，应该说，证券公司财富管理才刚刚兴起。证券公司财富管理兴起于2012年，发展在2013年。2012年，由于信托公司的异军突起，给证券公司带来了无限的遐想，也倒逼证券公司从单纯的经纪业务转向产品销售，这是证券公司财富管理的发端和启蒙。截至2014年6月，中国高净值人群（可投资产超过1 000万元的个人）超过84万人，可投资产达到30万亿元，人均可投资产超过3 000万亿元人民币，这是中国财富管理行业不绝的源泉。

### （二）证券公司普遍加大对财富管理业务的投入，财富管理业务快速成长

证券公司财富管理部门作为一个新兴业务也是在不断摸索中发展的，由于国内现行法律制度的束缚，投资文化和投资者行为的制约，植根于欧美的财富管理在中国内地明显水土不服，国内最早建立财富管理部门的证券公司纷纷转型，一部分转型为资产管理业务，成为事实上的资产管理二部，一部分借助近两年固定收益类产品的兴起，转型为理财产品的开发和销售，还有一部分和原有的投资顾问业务融合转型为客户服务。

从国内证券公司在财富管理部的设置来看，在调查的92家证券公司中有一半的证券公司设立了财富管理部（见表1－6），而其中有25%的证券公司设立了一级部门，专门从事财富管理的职能，这也充分显示了证券公司对财富管理业务的重视和关注，而在调查证券公司中设立投资顾问部一级部门的仅为20.65%，这显示财富管理业务由于拥有更清晰的业务模式日益为证券公司所青睐。

**表1－6　　财富管理部门的设立情况**

| 总样本 | 设立财富管理一级部门 | 设立财富管理二级部门 | 没有设立财富管理部门 |
|---|---|---|---|
| 数量（家） | 23 | 23 | 46 |
| 占比（%） | 25 | 25 | 50 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

从参与财富管理业务的人员来看，在证券公司总部层面参与财富管理业务的人员达到了889人，与证券公司总部从事投资顾问业务的1 424人相比，达到了从事投资顾问业务人员的60%。在可以预测的将来，从事财富管理业务的人员将会继续增长。

### （三）证券财富管理业务的开展形式逐渐多元化

现阶段证券公司财富管理业务的形式主要是产品销售收入、投资顾问费收入以及传统佣金增值收入，即差别佣金收入。从证券公司财富管理收入的构成情况来看，传统的投资顾问费和差别佣金依然是证券公司财富管理部门的重要收入来源，但是，产品销售收入日益成为财富管理业务的主要收入来源和业务开展方向。

财富管理业务刚刚兴起，其收入来源却是多元化的，尤其是财富管理业务和原有的投资顾问业务存在着天然的联系。很多证券公司甚至就将投资顾问业务和财富管理业务放在一起，从部门设置来看，将财富管理部门设置为二级业务部门的证券公司无一不是将该部门放在经纪业务部门之下，这也表明了财富管理部对证券公司分支机构的高度依赖。

从产品销售来源来看，公募基金、资管产品是绝大部分证券公司的主要来源。为了进一步满足客户需求，越来越多的证券公司在不断拓展产品来源，包括固定收益类中银行理财产品、信托理财产品，以及私募基金产品。这也是近年市场持续低迷、通货膨胀高企后，高净值人群为资产保值增值的一个重要选择，证券公司财富管理业务的发展正好满足了这类客户的需要（见表 1－7）。

**表 1－7　　财富管理业务类型**

| 业务类型 | 投资顾问费 | 差别佣金 | 产品销售收入 |
|---|---|---|---|
| 数量（家） | 28 | 23 | 25 |
| 占比（%） | 37 | 30 | 33 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

## 第二节　中国证券投资顾问业务及财富管理业务面临的挑战和机遇

### 一、证券投资顾问业务及财富管理业务发展面临的挑战

### （一）证券投资顾问业务及财富管理业务面临的金融环境变化

1. 投资顾问业务及财富管理业务发展的监管环境变化

2014 年，中国证券业的监管环境呈现的最大特征就是创新。2014 年 5 月召开的证券行业创新发展研讨会，为行业未来的发展奠定了基调，证券公司五大业务转型方向也更为明确。投资咨询业务在整个中国证券业深入开展创新的大环境中，本身也处于变革和调整的阶段。在创新环境下，投资咨询业务的可操作空间将不断加大，产品及服务的内容将不断丰富

和完善，但如何使合适的产品及服务，通过合适的渠道，在合适的时间，以合适的价格，提供给合适的销售对象，依然是投资咨询业务在不断探索的当前阶段面临的重大挑战。

2. 投资顾问业务及财富管理业务发展的市场环境变化

开展投资咨询业务，需要一定的市场条件，比如客户成熟度的提升、金融市场的纵深发展和日益成熟、国民财富的水平达到必要的阶段等。受中国经济持续高速增长、国民收入水平不断提升和中国证券市场不断走向成熟的大环境的带动，中国市场开展投资咨询业务的主要条件已经基本具备，但从市场竞争格局的角度看，目前国内众多的投资咨询机构正处于白热化的竞争环境。

### （二）证券公司投资顾问业务面临的挑战

1. 附属证券公司的证券投资顾问业务的盈利模式难以形成

自 2010 年 10 月 12 日中国证监会发布了《证券投资顾问暂行规定》以来，经过 4 年多时间的探索和发展，各大证券公司根据自身的客户资源、考量其投研实力和公司资源在大力探索适合自身的业务模式和业务结构，但从实际运行情况来看，投资顾问业务目前还主要体现在差异佣金、投资顾问费和产品销售收入上，还没有转型到依赖客户资产收费，尤其是没有形成与客户管理资产收益挂钩的体系。目前，证券公司投资顾问业务更多的还是成本中心，还难以成为独立的收入利润中心，构建业务清晰的盈利模式是投资顾问业务发展壮大的重要挑战。

2. 投资文化不够成熟，过分追求短期收益

目前，我国资本市场上上市公司重融资，轻回报，导致上市公司对市场回报不高，在客观上刺激了投资者以二级市场炒作为主，而长期投资者偏少的现状。另外，从投资者结构来看，我国股票市场投资者队伍中以中小散户为主体，证券投资基金、养老金、保险金、企业年金、职业年金等机构投资者数量偏少，投资占比偏低。

我国机构投资者占比少，一是因为资本市场发展时间短，还没有培育出足够多的投资机构；二是因为我国金融发展政策制约了资本市场的长足发展。我国过去实行的是严格的分业经营、分业管理发展模式，银行资本金、信托资金、保险资金甚至养老金、社保基金进入股市都有严格限制。截至 2014 年 2 月底，我国保险资金资产达 85 万亿元，社保基金达 3 万多亿元，商业银行资本金约有 10 万多亿元，放宽保险资金和社保基金入市限制，吸引保险资金、社保基金以及商业银行资本金投资股权，将为市场供给巨量机构投资资金，有效缓解我国股市融资量不足的现状，同时利于长期投资文化的营造。

3. 证券投资顾问业务面临人才瓶颈

目前，证券公司注册从业人数达 238 212 人，而全部证券公司机构的投资顾问有 28 473 人，仅占全部从业人员的 11.95%；从调查数据来看，作为公司总部部门的投资顾问人员仅有1 029人，仅占全部投资顾问的 3.6%，总部投资顾问是投资顾问业务的核心，承担着投资顾问产品的设计和管理工作。从上述数据来看，优秀的投资顾问的数量偏少，这也是市场发

展壮大的一个主要瓶颈。

2014 年投资顾问队伍整体表现稳定，从参与调查的 92 家机构来看，其在总部从事投资顾问业务的每家公司平均投资顾问人数仅为 11.18 人，在全部注册的 117 家证券公司中，投资顾问仅占总从业人数的 11.95%。从投资顾问在从业人员的占比以及总部投资顾问在全体投资顾问的占比来看，这两个指标都表现偏低，这也侧面佐证了投资顾问业务在现阶段还没有成为证券公司的主流业务，而只是为经纪业务服务的业务。证券公司投资顾问的盈利模式还是销售交易型，不是服务增值型。从投资顾问人员进出情况来看，2014 年投资顾问的进出情况整体持平，新进的投资顾问略多于离职的投资顾问，行业投资顾问人员呈净流入态势（见表 1－8、表 1－9）。

**表 1－8　　证券公司投资顾问人员入职、离职统计情况**

| 总样本 | 总部投资顾问 | 分支机构投资顾问 | 新近投资顾问 | 离职投资顾问 |
|---|---|---|---|---|
| 数量（人） | 1 029 | 17 496 | 3 924 | 3 764 |
| 占比（%） | 3.6 | 94.45 | 21.18 | 20.32 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

**表 1－9　　证券公司中注册投资顾问统计**

| 机构 | 家数（家） | 注册投资顾问（人） | 总从业人数（人） | 投资顾问占比（%） |
|---|---|---|---|---|
| 证券公司 | 117 | 28 473 | 238 212 | 11.95 |

资料来源：中国证券业协会调研数据。

## （三）证券公司财富管理业务面临的挑战

1. 证券公司财富管理业务产品线不够丰富，业务模式较为单一

目前，大部分金融机构的财富管理业务还谈不上真正的财富管理，只是停留在理财的初级阶段，即由项目做成金融产品，再去找资金完成销售，在现阶段的运行模式是以产定销，以产品为中心，财富管理的任务主要是销售更多自己的产品，而不是以客户为中心，根据客户需求为客户配置金融产品，满足客户全生命周期的需要。尤其在现有的金融产品中，财富管理产品形式还过于单一。

财富管理业务在国际上经过多年的发展日臻成熟，但在中国还属于新兴事物。现阶段，国内财富管理还更多局限在金融产品代销业务上，从参与投资顾问业务主体来看，目前参与高端财富管理的金融机构主要包括信托、商业银行的私人银行、第三方理财、保险公司等。其中，大部分机构仍处于简单的产品推销阶段，很难为客户提供更加丰富的产品选择和专业的财务建议。第一，信托公司开展财富管理业务有明显的制度优势和产品优势。信托公司是境内唯一可以跨货币、资本和实业三大领域的金融机构；信托公司产品设计能力突出，投资方式灵活多样。第二，商业银行发展私人银行业务最大的难点在于如何在机制上确保跨部门合作的顺畅，整合全行资源，服务高净值客户。第三，第三方理财机构仍处于初期发展阶

段，服务模式简单，客户资源存在弱势；上游机构业务线自建渠道，挤压第三方代销空间。

2. 证券财富管理业务团队作战能力有待提高，面临人才瓶颈

高净值人士选择财富管理机构的原因主要是基于对客户经理长期的信任和良好的个人关系，以及对财富管理机构综合投资理财服务能力的认可。投资者希望通过财富管理机构便捷的交易和服务，节省理财时间和精力。这使得理财师、客户经理的作用至关重要。此外，财富管理机构在产品筛选和产品设计方面的能力也非常重要，好的产品设计团队能为客户提供最为全面的金融产品。目前，国内缺乏优秀的财富管理规划师。

3. 同业竞争和行业竞争日趋激烈

中国财富管理市场的竞争才刚刚开始，信托公司和私人银行占据主流，未来财富管理市场群雄争霸。有调查显示，67.6% 的信托产品投资者同时是私人银行的客户；中国高端财富管理市场“产品驱动”特征明显，在评述私人银行和信托公司的关系时，55.1% 的投资者认同“谁能提供好产品，我就选谁”。因此，在未来财富管理市场中，信托公司与私人银行的竞争注定不可避免，第三方理财、证券公司资产管理、保险公司等不断加入，高净值客户的争夺将日趋激烈。

## 二、证券投资咨询业务及财富管理业务发展面临的机遇

### （一）证券投资咨询业务及财富管理业务发展面临的政策及市场机遇

在创新环境下，2014 年，创新政策促使证券公司的资产管理业务快速发展，不断推动证券公司融资融券业务，鼓励证券公司开展柜台交易，并积极推动扩大证券公司代销金融产品的政策。这些有力的政策环境促使证券投资咨询业务的可操作空间不断加大、产品及服务的内容不断丰富和完善，证券投资咨询业务在监管层面得到了进一步的规范和政策放松。2015 年，随着账户管理的试行，中国财富管理市场将快速发展，投资顾问业务转型发展也会迎来历史性的发展机遇期。

经过全球金融危机，中国资本市场日渐成熟，投资者对证券投资的认识趋于理性，开始认识到专业投资机构及研究机构的价值和优势所在，打理财富这一业务的市场基础开始得到进一步夯实，投资咨询业务的收费基础开始奠定。

### （二）证券投资咨询业务发展面临的机遇

1. 证券公司投资咨询业务收费模式得到客户认可，成为证券公司收入来源之一

部分证券公司依据暂行规定试水投资咨询业务独立收费模式。证券公司实践结果表明，不少投资者愿意为专业的服务支付额外的费用。部分证券公司试行投资顾问服务收费模式得到客户认同，这意味着，证券公司欲摆脱投资咨询业务服务捆绑佣金收费的转型之路再次开启。

2. 证券公司投资顾问业务随着金融创新的发展具有巨大的发展潜力

与我国金融服务业庞大的市场规模相比，证券投资顾问业务的市场规模明显偏小。北美成熟市场的经纪业务经历了由折扣证券公司、通道型证券公司向收费型证券公司、全面服务证券公司转型之路发展。我国证券投资顾问业务潜在市场容量足以让创新者游刃有余。近年来，我国资本市场改革创新取得了积极成果。监管部门推出了融资融券、债券质押式报价回购、约定购回式证券交易、期权交易、新三板做市交易等多项新产品和新业务。这些创新不仅丰富了资本市场的产品类别，为服务实体经济做出了贡献，而且给证券公司带来了诸多发展机遇。

3. 证券公司的投资咨询业务发展体系逐步走向多元化

综合能力较强且具备一定产品研发和研究实力的金融机构，正尝试将投资顾问业务与资产管理业务结合起来发展，建立多元化产品体系，为投资顾问业务的发展提供充足的产品资源。纵观美林、高盛等综合型国际大投行，其投资顾问业务的开展都与公司资产管理业务紧密结合在一起，当客户选择一个机构的投资顾问，实际上也是选择了该机构的资产管理服务。但在与资产管理业务的关系上，我国境内的投资顾问业务与境外不同。目前，在我国证券投资顾问人员进行类资产管理业务还存在实质法律障碍。随着账户管理业务的试行，将为投资顾问业务的发展开辟一片更广阔的天地。

4. 私募市场的快速发展成为证券咨询业务发展的助推器

2014 年资本市场的改革主要是围绕着健全多层次资本市场体系来展开的，其中一个重要方面是大力发展私募市场。私募业务作为一个刚起步的领域，是当前我国资本市场落实十八届三中全会精神、提升“市场决定性作用”的重要抓手和关键突破口。参与主体不仅包括人们熟知的私募股权、创投、私募证券，还包括很多具有金融牌照的资产管理机构。监管层及各市场参与主体应各尽其责，各归其位，大力推动私募业务发展。对于监管部门来说，应大力推动监管转型，营造宽松监管环境；对于自律组织来说，应完善各项基础配套，提供良好发展条件；对于证券公司来说，应充分发挥资本中介功能，增强产品创新能力和整体竞争力。新规则允许证券公司自身办理登记结算业务，允许经监管部门认可的证券公司为资产管理提供资产托管服务，这使得证券公司开展针对私募基金的 PB 业务具备了条件。从海外市场的经验看，这块业务将可能成为未来证券公司的一项核心业务。

### （三）证券财富管理业务发展面临的机遇

1. 更加丰富的产品线能拓展财富管理行业创新发展空间

规模丰富的产品线是财富管理的核心竞争力。理财业务的成熟阶段，应是以客户为中心，具有较高的产品选择能力，根据不同客户的不同人生阶段的理财需求，通过科学和专业化的资产配置，实现较为稳定且较高的投资收益，成为客户长期、高级个性化理财顾问。国外独立的财富管理公司提供的服务包括资产管理、配置、风险管理、税收和遗产规划、信托服务、离岸金融、研究分析等。从国内来看：第一，政府“盘活存量”的总体战略带来了

投资机会，资产证券化 ABS 业务为广大高净值客户提供了全新的投资选项。在美国市场，ABS 产品的存量市场在数万亿美元，而该产品在中国才刚开始出现。第二，中国私募股权基金行业在相关政策的开放下新“黄金十年”正在来临，私募股权基金 PE 业务将成为高净值客户重要的资产配置选择。第三，中国高净值客户出现全球化资产配置的潮流，美元资产产品在国内非常稀缺，如美元对冲基金产品，美元类固定收益产品，美元的私募股权、风险投资及其他创新产品，美元房地产基金，以及投资移民等服务。

2. 中国宏观经济、资本市场以及高净值人群的扩大为投资顾问业务提供了潜在市场

中国财富市场将继续保持稳健发展势头。其一，随着 IPO 重启和全国中小企业股份转让系统交易市场的启动，市场规模有望持续增长。其二，预计银行理财产品和其他境内投资将保持稳健的增长态势。其三，针对投资移民、子女留学以及全球范围内多元化资产配置的需要，个人投资者将继续增加境外投资。有关数据预测显示，2012—2015 年高净值人群持有的可投资资产以年均复合增长率 18% 增长至 36 万亿元，2015—2020 年复合增长率降至 15%，2020 年末可投资资产将达 73 万亿元。

离岸财富预计将以 6.8% 的年均复合增长率稳健增长，到 2018 年底预计达到 12.4 万亿美元。这主要是由于发展中经济体的投资者趋向于寻求更高的政治和金融稳定性、更具深度的财富管理产品和专业知识以及地域上的多样性。瑞士仍然是全球领先的离岸财富中心，资产总额达到 2.3 万亿美元，占全球离岸资产总值的 26%。出于追求高收益资产、分散风险、移民等多方面因素考虑，越来越多的中国人也倾向于更多的配置境外资产。有分析指出，在境外投资中，固定收益类产品、房地产和股票是现阶段中国高净值人群的主流投资类别。这类产品风险较低，收益稳定，符合高净值人士资产保值增值方面的需求。中国的各类财富管理机构也可以开发相关类型的金融产品，如境外固定收益类产品和境外房地产基金等。

日益发展的中国经济以及不断壮大的高净值人群为中国财富管理市场提供了丰富的客户群体，也将推动中国财富管理市场的蓬勃发展。

# 第二章
# 2014 年证券市场资信评级业务回顾与展望

## 第一节　2014 年证券资信评级行业发展环境

### 一、证券资信评级行业所处的交易所债券市场环境

2014 年，我国经济基本面继续承受诸多下行压力，在外需疲软、内需持续回落、制造业不景气、房地产拉动经济增长作用减弱等不利因素影响下，经济增速继续放缓。面对复杂的国内外经济环境，我国政府通过定向降准、货币政策工具（MLF、SLO、PSL[①] 等）、降息等方式向市场释放流动性，降低实体经济融资成本。在上述政策推动下，2014 年我国全年实现国内生产总值（GDP）63.65 万亿元，同比增长 7.4%，居民消费价格（CPI）同比上涨 2.0%，经济增长保持在合理区间，物价涨幅稳步回落。

在流动性总量适度充裕、资金面整体稳中趋松的大背景下，我国交易所债券市场继续保持良好发展态势。截至 2014 年末，交易所债券市场托管余额[②]为 13 500.74 亿元，同比增长 52.79%，市场规模呈现较大幅度增长。同时，交易所债券市场的债券品种不断丰富，投资者结构更趋合理，充分发挥了交易所市场在我国金融资源配置中的作用，对经济发展的支持力度日益明显。

#### （一）我国交易所债券市场的整体概况

1. 发行量进一步扩大，信用类债券增幅较快

2014 年，我国债券市场共发行各类债券[③] 12.15 万亿元，同比大幅增加 34.33%，主要来自企业信用债券产品规模的增加。其中，交易所债券市场发行债券 3.05 万亿元，同比增加 20.31%，占总发行量的 25.10%。从细分产品看，2014 年交易所债券市场发行国债 1.44

① MLF：中期借贷便利；SLO：短期流动性操作；PSL：抵押补充贷款。

② 资料来源：中国证券登记结算有限责任公司网站。

③ 资料来源：Wind 资讯。

万亿元，同比增加7.39%；发行地方政府债0.40万亿元，同比增加14.29%；发行信用债[①]1.21万亿元，同比增加42.79%（见表2－1）。

**表2－1　　2014年交易所债券市场债券发行一览表**

| 项目 | | 2014年 | | | | 2013年 | | 同比变化情况 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 发行期数（期） | 期数比重（%） | 发行总额（亿元） | 总额比重（%） | 发行期数（期） | 发行总额（亿元） | 期数（%） | 额度（%） |
| 1 | 国债 | 59 | 4.14 | 14 363.30 | 47.08 | 52 | 13 374.40 | 13.46 | 7.39 |
| 2 | 地方政府债 | 43 | 3.02 | 4 000.00 | 13.11 | 24 | 3 500.00 | 79.17 | 14.29 |
| 3 | 金融债 | 152 | 10.66 | 3 259.83 | 10.69 | 94 | 1 897.73 | 61.70 | 71.78 |
| 4 | 企业债 | 568 | 39.83 | 6 697.98 | 21.95 | 329 | 4 262.30 | 72.64 | 57.14 |
| 5 | 公司债 | 452 | 31.70 | 1 379.13 | 4.52 | 366 | 1 702.04 | 23.50 | －18.97 |
| 6 | 可转债 | 13 | 0.91 | 320.99 | 1.05 | 8 | 544.81 | 62.50 | －41.08 |
| 7 | 可交换债 | 5 | 0.35 | 59.76 | 0.20 | 1 | 2.57 | 400.00 | 2 225.29 |
| 8 | 资产支持证券 | 134 | 9.39 | 427.14 | 1.40 | 29 | 73.98 | 362.07 | 477.37 |
| 合计 | | 1 426 | 100 | 30 508.12 | 100 | 903 | 25 357.82 | 57.92 | 20.31 |

注：证券公司债产品包括在金融债中；公司债包括一般公司债及私募债。

资料来源：中国债券信息网、巨潮资讯、Wind资讯。

2. 受信用风险事件增加、流动性放松及利息调整影响，发行成本波动下降

2014年以来，交易所债券市场陆续爆发多起信用风险事件，尤其是首单违约的11超日债更是加大了投资者对公司债产品的避险心理[②]。在上述背景下，2014年上半年信用债的发行成本有所提升。2014年9月以来，随着国内投资者信心的恢复，加之中国人民银行定向降准释放流动性、降息等货币政策的推出，信用债券的发行成本有所下降。以主体评级为AA级的5年期公司债券发行利率为例，前三季度发行利率普遍处于较高水平，基本保持在6.5%—8%的区间范围内，但9月之后发行利率逐步下降，多数维持在6%—7%的区间内，平均利率水平相差约94个BP（见图2－1）。

① 包含金融债（政策银行债、保险公司债、证券公司债和其他金融机构债）、企业债、公司债、可转债、可交换债、资产支持证券。

② *ST超日2014年3月4日晚间公告称，11超日债本期利息将无法于原定付息日2014年3月7日按期全额支付，仅能够按期支付共计人民币400万元。至此，11超日债正式宣告违约，成为国内首例违约债券。2014年12月18日，*ST超日发布2011年公司债券兑付公告，公司将委托中国结算深圳分公司还本付息，在12月18日16时前划拨款项，发行规模为10亿元的债券，兑付本息等含税共计11.164亿元，11超日债最终全额兑付。

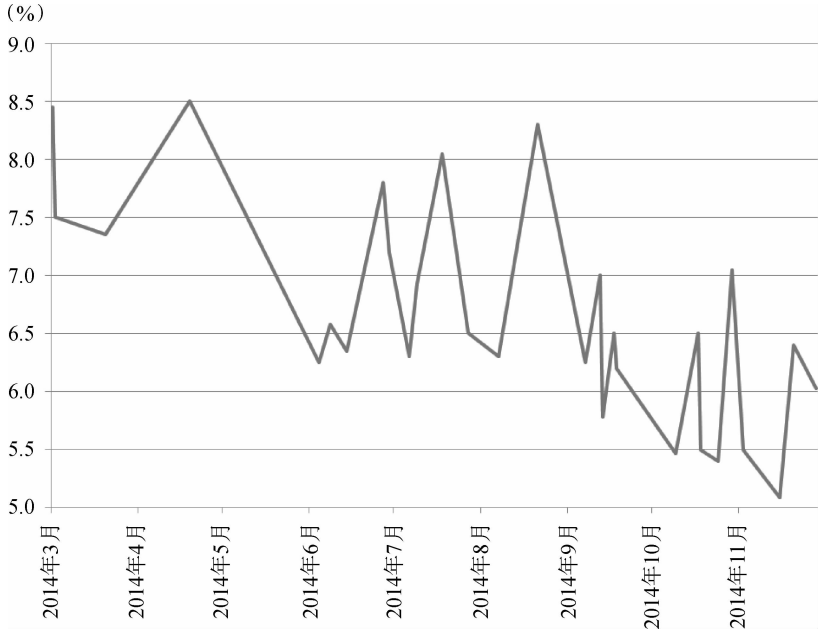


**图 2－1　2014 年 5 年期公司债（主体 AA 级）发行利率变化趋势**

注：此处期限未考虑选择权。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

3. 交易所债券市场价格小幅上涨，收益率波动下行

受货币市场利率变化及资金流入股市等多重因素影响，交易所债券市场价格呈现波动小幅上行态势。2014 年中证公司债指数由年初的 145.59 点增长至年末的 157.01 点，小幅增长 11.42 点。从债券市场收益率看，由于资金面下半年稳中趋松，市场利率下行，债券市场收益率整体呈现震荡下行态势，收益区间变化较大。尤其是 6 月以后债券市场短期品种到期收益率上行趋势明显；随着 9 月央行不断向市场注入流动性，长短期债券收益率逐步下行且债券利差有所收窄，11—12 月长短期债券收益率在逐步上行之后持续盘整（见图 2－2）。

4. 托管规模继续扩大，交易量持续增加，市场流动性有所提升

2014 年，交易所债券市场债券成交量继续上升。其中，现券总成交量为 14 135.36 亿元，同比大幅增长 40.07%；回购交易成交量为 878 705.46 亿元，较 2013 年大幅增长 39.32%。但相较于银行间债券市场约 300 万亿元规模的成交额（含现券、回购及银行间同业拆借），交易所债券市场规模仍有待继续提升。从托管量看，2014 年交易所债券市场债券托管量呈现逐月增长态势，托管量较 2013 年显著增加（见图 2－3）。

5. 债券产品进一步丰富

在鼓励创新的大背景下，2014 年交易所债券产品种类进一步丰富。2014 年 10 月，中外名人（股票代码 830798）在全国中小企业股份转让系统公告发行不超过 1.2 亿元的中小企业私募债券，这是首单在新三板发行的私募债券，标志着私募债发行交易场所范围的进一步扩大。2014 年 11 月，国泰君安证券股份有限公司在上海证券交易所备案发行不超过 130 亿

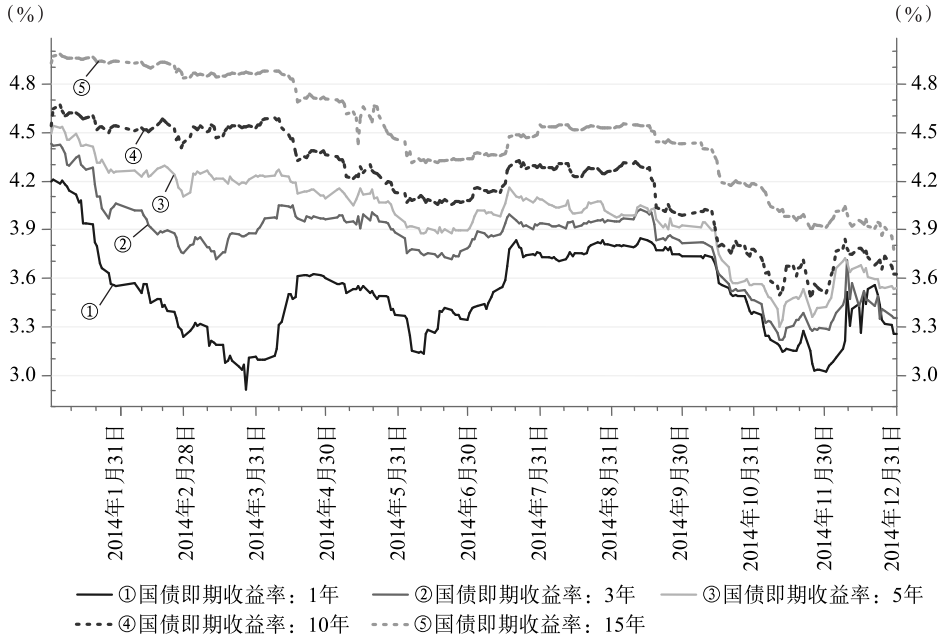


**图 2－2　2014 年交易所固定利率国债即期收益率走势**

资料来源：Wind 资讯。

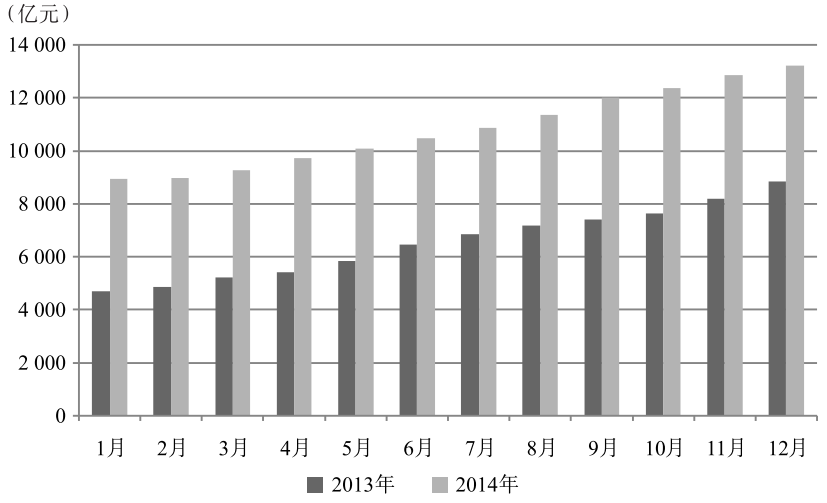


**图 2－3　2014 年交易所债券市场月托管规模走势**

资料来源：Wind 资讯。

元证券公司短期公司债，其中第一期 10 亿元和第二期 50 亿元均已完成募集（债券期限均为 6 个月，首期票面利率 4.4%，第二期票面利率为 5.9%）。证券公司短期公司债具有期限短、发行时效性强的特点，是证券公司流动性管理中不可或缺的融资工具。2014 年 12 月，宝钢集团正式公开发行 40 亿元可交换债，期限为 3 年，其持有的 1.65 亿股新华保险股票预备用于交换标的并作为本期可交换债的担保及信托财产，成为证券市场首单公开发行的可交

换债。可交换债具有债券和期权的综合特征，票面利率一般低于同评级、同期限的公司债，该产品有利于丰富我国债券市场产品序列，并为上市公司股东增加了温和减持手段，避免减持对股市的扰动。

6. 信用风险事件频发，债券评级调整增多

受债券发行、抵质押、回购等政策收紧以及经济增速放缓、外需疲弱等内外因素影响，我国债券市场信用主体风险分化加剧，债券主体和债项级别调整情况增多。2014 年 3 月初，超日太阳宣布 11 超日债当期利息将无法于原定付息日按期全额支付，成为国内首例债券违约事件。随后，12 华特斯、13 中森债、12 金泰债、12 津联债、13 华珠债等陆续出现兑付危机。其中，12 华特斯、13 中森债由担保方履行代偿责任，12 金泰债和 12 津联债则因担保方未能履约而发生实质违约，13 华珠债一直未公开披露处理结果。

根据 Wind 资讯统计，截至 2014 年末，已有包括 12 中富 01、11 华锐 01、11 华锐 02、11 天威债、09 永煤债等 14 单债券被暂停上市，另有 08 奈伦债、12 湘鄂债、12 华锦债等 10 单债券被风险警示（ST 处理）（见表 2－2）。

**表 2－2　　截至 2014 年末被风险警示或暂停上市的公司债券一览**

| 序号 | 名称 | 目前状态 | 截至 2014 年末最新评级 |
|---|---|---|---|
| 1 | 12 湘鄂债 | ST 处理 | 主体及债项级别为 BB，评级展望负面 |
| 2 | 12 正邦债 | ST 处理 | 主体及债项级别为 AA－，评级展望负面 |
| 3 | 10 银鸽债 | ST 处理 | 主体及债项级别为 A，评级展望负面 |
| 4 | 12 露笑债 | ST 处理 | 主体 AA－，债项 AA＋，评级展望为稳定 |
| 5 | 12 华锦债 | ST 处理 | 主体及债项级别为 AA，评级展望负面 |
| 6 | 12 毅昌 01 | ST 处理 | 主体及债项级别为 AA－，评级展望负面 |
| 7 | 12 三维债 | ST 处理 | 主体及债项级别为 AA－，评级展望稳定 |
| 8 | 12 东锆债 | ST 处理 | 主体及债项级别为 AA－，评级展望稳定 |
| 9 | 11 超日债 | 暂停上市 | 主体及债项为 C，评级展望为稳定 |
| 10 | 11 华锐 01 | 暂停上市 | 主体及债项为 BBB，评级展望为负面 |
| 11 | 11 华锐 02 | 暂停上市 | 主体及债项为 BBB，评级展望为负面 |
| 12 | 11 南钢债 | 暂停上市 | 主体 AA，债项 AA＋，评级展望为负面 |
| 13 | 11 天威债 | 暂停上市 | 主体及债项为 A＋，评级展望为稳定 |
| 14 | 12 中富 01 | 暂停上市 | 主体及债项为 A＋，评级展望为稳定 |

注：此表统计口径为中国证监会核准的公司债，未包括企业债。

资料来源：Wind 资讯。

2014 年 12 月末，备受市场关注的 11 超日债以全额兑付收尾，11 华锐 01 债则以面值回售。虽然上述两单公司债未能打破刚性兑付的局面，但一系列信用风险事件的发生已经使得投资者开始以更理性的视角来看待信用风险，未来信用违约和风险暴露是债券市场成熟的必经之路。

## （二）交易所信用类债券发行情况及特点分析

1. 债券品种略有增加，债券发行规模大幅增长

2014 年，交易所债券市场信用类债券[①]共发行 646 期，较 2013 年增长 46.15%；总发行规模达到 4 575.63 亿元，较 2013 年增长 30.62%。从发行期数来看，除普通公司债下降较快外，其余的证券公司债、可转债、中小企业私募债、资产支持证券、可交换债等产品均呈现较快增长。从发行规模看，除公司债、可转债有所下降外，其余券种的发行规模均呈现不同程度的增长，尤其以证券公司债的规模增长最大，也成为交易所债券市场债券规模增长的主导力量。从产品品种来看，2014 年交易所债券品种较 2013 年略有增加，仅增加了证券公司短期公司债品种（见表 2－3）。

**表 2－3　　2014 年交易所债券产品发行情况统计**

| 种类 | 汇总数据 | 2013 年 | 2014 年 | 同比变化（%） |
|---|---|---|---|---|
| 汇总 | 规模（亿元） | 3 503.00 | 4 575.63 | 30.62 |
| | 总期数（期） | 442 | 646 | 46.15 |
| 普通公司债 | 规模（亿元） | 1 370.05 | 770 | －43.80 |
| | 总期数（期） | 99 | 80 | －19.19 |
| | 主体家数（家） | 87 | 76 | －12.64 |
| | 平均单笔发行规模（亿元） | 13.84 | 9.63 | －30.45 |
| 证券公司债 | 规模（亿元） | 1 179.60 | 2 497.05 | 111.69 |
| | 总期数（期） | 38 | 106 | 178.95 |
| | 主体家数（家） | 21 | 44 | 109.52 |
| | 平均单笔发行规模（亿元） | 31.04 | 23.56 | －24.10 |
| 可转债 | 规模（亿元） | 544.81 | 320.99 | －41.08 |
| | 总期数（期） | 8 | 13 | 62.50 |
| | 主体家数（家） | 8 | 13 | 62.50 |
| | 平均单笔发行规模（亿元） | 68.10 | 24.69 | －63.74 |
| 中小企业私募债 | 规模（亿元） | 331.99 | 532.00 | 60.25 |
| | 总期数（期） | 267 | 313 | 17.23 |
| 可交换债 | 规模（亿元） | 2.57 | 59.76 | 2 225.29 |
| | 总期数（期） | 1 | 5 | 400.00 |
| | 主体家数（家） | 1 | 5 | 400.00 |
| | 平均单笔发行规模（亿元） | 2.57 | 11.95 | 364.98 |

① 信用类债券包括普通公司债、中小企业私募债、证券公司债、可转债、可交换债和资产支持证券，不包括企业债、政策性银行债、保险公司债和其他金融机构债。

续表

| 种类 | 汇总数据 | 2013 年 | 2014 年 | 同比变化（%） |
|---|---|---|---|---|
| 资产支持证券 | 规模（亿元） | 73.98 | 395.83 | 435.05 |
| | 总期数（期） | 29 | 129 | 344.83 |
| | 原始权益人家数（家） | 4 | 22 | 450.00 |
| | 平均单笔发行规模（亿元） | 2.55 | 3.07 | 20.39 |

注：①由于私募债统计口径差异，本表 2013 年数据较 2012 年报告进行了追溯调整。②创业板公司债为私募发行，因为主体分类的特点包括在普通公司债产品统计口径中。③本表统计口径为中国证监会核准的债券产品，未包含跨市场发行的债券产品。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

2. 普通公司债发行期数和额度出现下滑

受公司债信用风险事件的影响，投资者避险心理增强，加之其他融资渠道的分散效应，2014 年公司债发行整体呈现下降趋势。2014 年，交易所债券市场共有 76 家企业发行普通公司债券 80 期，发行规模达 770 亿元，发行期数和金额分别较 2013 年下降了 19.19% 和 43.80%，下滑速度明显（见表 2－4）。

**表 2－4　　2014 年普通公司债券期限结构**

| 期限结构（年） | 数量（期） | 规模（亿元） | 数量占比（%） | 规模占比（%） |
|---|---|---|---|---|
| 1.5 | 1 | 15.00 | 1.25 | 1.95 |
| 2 | 3 | 52.50 | 3.75 | 6.82 |
| 3 | 10 | 76.40 | 12.50 | 9.92 |
| 5 | 56 | 476.60 | 70.00 | 61.90 |
| 6 | 1 | 15.00 | 1.25 | 1.95 |
| 7 | 5 | 39.00 | 6.25 | 5.06 |
| 8 | 1 | 12.00 | 1.25 | 1.56 |
| 10 | 3 | 83.50 | 3.75 | 10.84 |
| 合计 | 80 | 770.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：Wind 资讯。

2014 年，发行的普通公司债券有 34 期采取了信用增进措施，全部采用第三方担保的方式；发行期限以 5 年期为主，5 年期发行期数和规模占比分别达到了 70% 和 61.90%；2014 年，有 60 期普通公司债券采取含权设计，占总发行期数的 75%，其中以“3＋2”最多，合计有 47 期，占含权总期数的 78.33%。

3. 中小企业私募债发行规模继续保持大幅增长

虽然 2014 年发生了部分中小企业私募债违约事件，但在中小企业融资需求强劲的大背景下，中小企业私募债发行量仍实现快速增长。全年交易所债券市场共发行中小企业私募债券 313 期（不含创业板公司非公开发行公司债券，以下同），发行规模达 532 亿元，分别较

2013 年增长了 17.23% 和 60.25% 。中小企业私募债发行期限以 3 年期为主，3 年期发行期数和规模合计占比均超过 75% 。

由于发行主体多为中小企业，主体级别较低，大多数的中小企业私募债均采取了增信措施，增信措施包括第三方担保、房地产抵押、股权质押等，其中，第三方担保占主要比例。2014 年，采取含权设计的中小企业私募债占总发行期数的 60% 以上。

4. 证券公司债发行放量增长

在逐步放宽证券公司融资渠道的大背景下，由于融资需求强劲，2014 年证券公司融资规模大幅扩张。2014 年，交易所债券市场共发行证券公司债券（含次级债）106 期，发行规模达 2 497.05 亿元，分别较 2013 年大幅增长 178.59% 和 111.69% 。证券公司债券发行期限以 3 年期为最多，3 年期发行期数和规模占比分别达到了 26.42% 和 18.42% 。值得注意的是，自推出短期公司债产品以来，目前已经有 10 家证券公司发行了 16 期该类产品，规模达到 616.30 亿元。如表 2 - 5 所示，1 年期及以内的债券发行量（含次级债）较 2013 年大幅增加，数量达到 27 期，规模达到了 780.65 亿元，证券公司债券产品期限分布更加分散。

**表 2 - 5　　2014 年证券公司债券期限结构**

| 期限结构（年） | 数量（期） | 规模（亿元） | 数量占比（%） | 规模占比（%） |
|---|---|---|---|---|
| < 1 | 17 | 504.40 | 16.04 | 20.20 |
| 1 | 10 | 276.25 | 9.43 | 11.06 |
| 1.5 | 1 | 30.00 | 0.94 | 1.20 |
| 2 | 11 | 281.20 | 10.38 | 11.26 |
| 3 | 28 | 459.90 | 26.42 | 18.42 |
| 4 | 17 | 478.80 | 16.04 | 19.17 |
| 5 | 20 | 448.50 | 18.87 | 17.96 |
| 7 | 1 | 10.00 | 0.94 | 0.40 |
| 10 | 1 | 8.00 | 0.94 | 0.33 |
| 合计 | 106 | 2 497.05 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：Wind 资讯。

5. 资产支持证券产品继续大幅扩张

受政策的推动，2013 年资产证券化业务大幅扩张，前期审批的项目在 2014 年逐步发行，使得全年资产支持证券产品呈现井喷式增长。2014 年，交易所债券市场共发行资产支持证券 129 期，发行规模达 395.83 亿元，发行金额较 2013 年大幅增长 435.05% 。

除发行规模的大幅增长外，基础资产的多样性更加明显，除去传统的 BT 回购款、融资租赁租金请求权、高速公路及污水处理权、门票收益权等基础资产外，2014 年首单商业物业经营收益权（海印股份信托受益权专项资产管理计划）、贸易应收账款债权（五矿发展应收账款资产支持专项计划）、信贷资产证券化（平安银行 1 号小额消费贷款资产支持证券）的出现，使得资产证券化产品的创新意义更加凸显。2014 年发行的产品中，共有 22 家原始

权益人发起设立各类基础资产，较 2013 年的 4 家呈现大幅增长。

6. 可转换公司债发行量继续扩大

伴随着 2014 年股市行情的上涨，可转债产品在经历多年的低迷后，发行期数呈现大幅增加。2014 年，交易所债券市场共发行可转换公司债券 13 期，较 2013 年大幅增长 62.50%；由于发行企业规模较小，整体发行规模仅为 320.99 亿元，较 2013 年下降了 41.08%。

7. 可交换债发行规模增加

虽然可交换债产品早在 2008 年已经推出，但受市场接受度的影响，首单产品福星晓程交换债在 2013 年才出现。2014 年，交易所债券市场共发行了 5 期可交换债产品，发行规模达到 59.76 亿元，均较 2013 年呈现大幅增长，但总量仍偏小。其中，A 股市场首期公募型可交换公司债 14 宝钢 EB 于 2014 年 12 月成功发行。

## 二、交易所债券市场政策法规及监管环境

### （一）发行监管政策频出，鼓励产品创新、释放市场活力

1. 资产证券化备案新规出台，全面规范中介尽职调查和信息披露

2014 年 11 月，中国证监会下发正式的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》，同时配套出台《业务尽职调查工作指引》，标志我国企业资产证券化业务进入新的发展阶段。2014 年 12 月底，中国证券投资基金业协会发布《资产支持专项计划备案管理办法》及《资产证券化业务基础资产负面清单指引》、《资产证券化业务风险控制指引》等配套规则。

上述文件明确将资产证券化业务开展主体范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司，统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务；取消行政审批，实行市场化的证券自律组织事后备案和基础资产负面清单管理制度；政策强化重点环节监管，制定信息披露、尽职调查的配套规则，强化基础资产的真实性要求，加强投资者保护。

2. 中国证监会公布公司债新规，交易所债券市场管制放松

2015 年 1 月中旬，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，从发行主体、发行方式、债券品种，到买方资金、交易方式，交易所债券市场都将迎来大范围管制放松。

从卖方角度看，将扩大公司债券发行主体范围，丰富债券发行方式。交易所公司债券发行主体将扩展至所有公司制法人，并将全面建立健全债券私募发行的相关制度；中国证监会允许全国中小企业股份转让系统挂牌公司发行中小企业私募债；推出并购重组债券、市政公司债券、可交换债券等创新品种。

从买方角度看，要积极培育交易所债券市场机构投资者，增强交易所债券市场的融资能力。比如，支持更多的机构投资者在交易所市场开展债券现券与回购交易；引导住房公积金、地方养老保障基金投资交易所债券市场，以及引导合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）和私募基金投资交易所债券市场。

3. 取消证券公司借入次级债的行政审批

2014 年 2 月，中国证监会公告取消证券公司借入次级债的行政审批，证券公司借入次级债将更为灵活、便捷。取消行政审批后，证券公司次级债发行人可视市场情况启动发行，无须预先取得中国证监会核准批文，发行完成后向所属辖区证监局事后备案，在登记结算公司办理登记手续后，可向交易所提交相关文件申请挂牌上市。行政审批的取消，使得发行人可择机选择债券最佳发行时点，增加了利率询价的灵活性，提高了市场运行效率。

## （二）严防债市系统性风险，市场交易监管政策趋严

1. 债券市场风险规避倾向明显，交易流动性标准趋向严格

2014 年 6 月末，中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证登”）发布了关于修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》，逐步对部分存在潜在高风险的回购质押券采取下调折扣系数取值的风险防控措施，分四批调低了评级在 AA 以下但提供资产抵押担保的信用债质押折扣系数。2014 年 12 月，中证登继续发布通知对企业债回购进行调整，不再受理新增企业债券回购资格申请，对于已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库，只有债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级（按主体评级孰低原则认定）及以上（主体评级为 AA 级的，其评级展望应为正面或稳定）的企业债券除外。

中证登多次调整信用债质押折扣系数，主要针对目前市场上信用评级较低而票息较高的城投债，在债券市场信用风险事件频发、政府加大清理城投债的大背景下，中证登意在提前做好债券风险防范，避免回购质押库出现系统性风险。

2. 公司债 ST 新规实施，个人投资者实行买入交易权限管理

2014 年 6 月，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了《关于对公司债券交易实行风险警示等相关事项的通知》，将实施风险警示的公司债简称前冠以“ST”字样，以区别于其他债券。其中，上海证券交易所对评级在 AA－及以下的债券，或前一年亏损且最近一年预告亏损的债券将实施风险警示，而深圳证券交易所则规定债券发行主体亏损一年即被实施风险警示。上述 ST 债市新政自 2014 年 9 月 1 日起正式施行。对被实施风险警示的公司债券，只要是个人投资者，除非满足特定条件，否则不得买入风险警示债券。

风险警示规则适用于通过交易所集中竞价交易系统上市交易的公司债券，不适用于仅通过综合协议交易平台挂牌交易的公司债券。交易所债市实施 ST 新规的目的，主要是为了防范相关风险向承受能力较弱的中小投资者扩散，同时也是从制度上为打破刚性兑付做出铺垫。

3. 交易所对资产证券化交易进行规范，产品流动性进一步增加

2014 年以来，我国资产证券化业务发展步伐不断加速，继中国证监会发布资产证券化业务管理规定及配套规则后，上海证券交易所和深圳证券交易所在 2014 年 11 月分别发布了《上海证券交易所资产证券化业务指引》和修订后的《深圳证券交易所资产证券化业务指引》。这两份政策文件对资产支持证券的挂牌转让、投资者适当性、信息披露等环节的具体

要求进行了明确。

### （三）债市互联互通进一步深化

1. 信贷资产证券化实现跨市场发行，两大市场互联互通进一步深化

根据金融监管协调部际联席第四次会议决定，信贷资产证券化业务由审批制改为业务备案制。2014 年 11 月，中国证监会、中国银监会陆续发布通知确认备案制政策的出台。早在 2014 年 6 月，26 亿元平安银行 1 号小额消费贷款资产支持证券在上海证券交易所上市，成为首例跨银行间和交易所债市的信贷资产证券化产品。7 月，央行已经批复交通银行和中信银行分别约 50 亿元和 61.9 亿元额度的信贷资产证券化项目跨市场发行，即按以往国债和企业债跨市场托管和发行模式，通过中央国债登记公司（以下简称“中债登”）转托管。目前，央行公开表示支持各类债券产品、信贷资产证券化产品以及其他各种适宜跨市场发行、交易的金融产品在银行间和交易所跨市场发行并交易，已形成相应托管与转托管制度。

2. 监管部门联合发布《债券统计制度》，债市互联加速

2014 年 11 月初，中国人民银行和中国证监会两部门联合发布《债券统计制度》。《债券统计制度》的统计对象为我国银行间市场、交易所市场、商业银行柜台及其他场所发行以及境内机构在境外发行的债务证券，包括债券、票据、存托凭证等债务性金融工具。具体操作来看，央行将负责统一采集编制债券统计数据、报表，并按照国家有关规定予以公布；中国证监会负责交易所债券市场统计工作管理与数据的收集、整理与汇总，并以信息共享的方式按制度要求提供给央行，同时，两监管部门会加强债券统计数据的共享。此次债券统计制度的发布，是债券市场监管合作的重要一步。

### （四）加大评级监管，强化评级机构责任

2015 年 1 月 6 日，中国证券业协会正式发布了《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》（以下简称《细则》），对评级机构、评级对象、评级业务规范和评级业务监管等相关事项做出了规定。其中，《细则》参照银行间债券市场的规定对评级机构的作业时间进行了明确规定，并对不定期跟踪的触发事项进行了列示。中国证券业协会可以采取现场检查、非现场检查等方式对证券资信评级机构进行定期或不定期检查。

继前述政策之后，中国证券业协会、上海证券交易所和深圳证券交易所联合于 2015 年 1 月中旬就交易所上市交易及转让的债券、资产支持证券以及其他固定收益或者债务型结构性融资证券的资信评级业务信息披露有关问题发布通知。通知要求评级机构应做好评级对象的首次评级和持续跟踪工作，及时出具定期及不定期跟踪评级报告，并督促发行人及时披露。

上述政策的出台，一方面规范了证券资信评级行业秩序，强化了评级机构责任，加大了评级监管；另一方面，尽职调查监管要求在一定程度上也保护了评级机构，强化了发行人的

配合责任，有利于评级行业的规范发展。

2014 年是交易所债券市场在规范发展道路上步伐明显加快的一年，市场规模进一步扩大，服务实体经济的能力进一步增强。虽然受宏观经济增速放缓的影响，信用违约事件时有发生，但监管层通过高风险信用债披露预警、提高信用债质押资格等手段促进信用债风险的逐渐暴露，信用评级价值在一定程度上也得以提升。未来，随着 2014 年交易所债券市场新政策的陆续实施，证券资信评级行业面临的外部环境将进一步规范和完善。

## 第二节　2014 年证券资信评级业务发展状况

### 一、基础设施建设

2014 年，我国证券资信评级机构通过不断完善自身基础设施建设，使得各机构在完善内部控制、加强研究工作、增加人才储备和评级行业形象提升等各方面取得了一定进步。

#### （一）完善内部控制

内部控制方面，各家评级机构继续致力于完善信息系统，对行政办公管理、评级信息系统、投资者服务、信息数据库等不同方面的信息系统进行了升级。各机构在现有的合规管理制度基础上，进一步修订了各自的评级业务制度，如部分机构新制定了《信用评级新业务评估制度》、《信用评级报备管理制度》、《评级项目组组建规范》等，很多细化制度的出台为评级机构提升作业质量奠定了良好基础。针对 2014 年监管检查暴露出来的部分机构评级检验及披露的缺失问题，各家评级机构均进行了详细自查，及时在中国证券业协会和各公司网站上进行了信息披露及业务公示。

#### （二）加强研究工作

随着证券评级机构在评级业务领域的经验积累，加之交易所债券市场金融创新产品的不断涌现，近年来各家评级机构纷纷加大了研发投入，不断充实自身的评级技术储备。2014 年，各家评级机构加大了对新产品评级方法和行业研究力度，共完成各类研究课题 100 余项，公开发表各类研究报告 41 篇。目前，各家评级机构均拥有各自的内部研究出版物，部分信用评级机构在资产证券化业务风险防控、地方政府债务风险研究等领域取得了一定成果，扩大了评级行业的影响力。为加强对资本市场信用风险管理中重大课题的研究，2014 年末已有 3 家评级机构建立了博士后工作站，并与国内部分重点高校、科研院所展开了合作研究。

### （三）增加人才储备

人才培养方面，2014 年各家评级机构更加注重评级人才培养，不断增加内部培训力度，评级人员整体素质进一步提高。截至 2014 年底，各家机构合计拥有证券从业资格的评级人员总数达 448 人，人数较 2013 年增长 8%。其中，具有 3 年以上评级从业经验的人员数量为 234 人，占比由 2013 年的 46% 上升至 52%；拥有注册会计师、律师等专业执业资格人员的人数为 38 人，占比由 2013 年的 7% 提升至 8%。在评级机构所有员工学历构成中，具有硕士以上学历的人员占比为 62%，占比较 2013 年提升了 8 个百分点；本科及以下员工的占比呈现大幅下降态势。值得注意的是，随着各家评级机构愈加注重研发人员的储备，2014 年拥有博士学历的人员占比由 2013 年的 4% 上升至 6%，表明评级机构高层次人员的占比进一步提升（见图 2－4）。

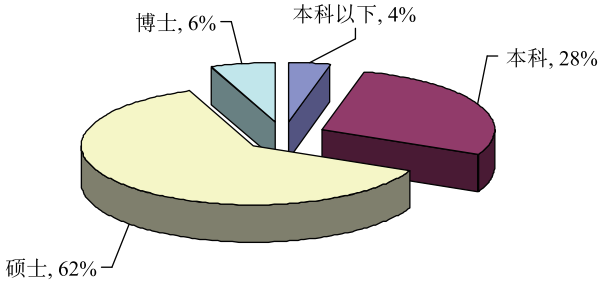


**图 2－4　2014 年末 7 家证券资信评级机构人员学历结构**

注：7 家证券资信评级机构包括（排名不分先后）：大公国际资信评估有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、联合信用评级有限公司、鹏元资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、上海远东资信评估有限公司和中诚信证券评估有限公司；不包括未从事证券市场评级业务的资信评级机构。

资料来源：2014 年中国证券业协会专项调查统计数据。

### （四）提升评级行业形象和地位

伴随着债券市场的发展，评级行业的重要性愈加为投资者所认识，近年来各家评级机构也逐步加强了评级行业宣传。2014 年，很多评级机构通过主办或承办会议、参加论坛及会议演讲、接受媒体采访或召开新闻发布会的形式进行多种形式的行业宣传，促进了各界对评级行业的了解，提升了评级行业在新型城镇化、资产证券化、地方债风险防控等热门课题领域的影响力。此外，多家信用评级机构对世界主要国家进行了主权信用评级，并不断加强与世界知名评级机构的交流考察和战略合作，部分信用评级机构已着手开拓我国香港地区、新加坡等海外市场的评级业务。整体看，2014 年我国证券资信评级机构的业务拓展进一步深化，评级行业地位进一步提升。

## 二、评级业务发展概况

### （一）评级业务持续发展，但传统产品规模下降

2014 年，我国证券评级机构的评级业务持续稳健发展，全年共承担首次评级项目 4 917 单[①]，较 2013 年呈现大幅增长；承担跟踪评级项目 1 353 单，较 2013 年小幅下降。但从首次受评项目的情况看，受 2014 年债券市场信用风险事件的影响，传统的公司债（含证券公司债及次级债产品）产品数量下降较大。其中，公司债项目为 162 单，较 2013 年下降了 20.20%；中小企业私募债产品因发行主体信用风险大，各家评级机构承接谨慎，2014 年承做项目仅为 100 单，较 2013 年大幅下降了 42.53%。由于 2013 年资产证券化业务承揽量剧增，比较基数过大，2014 年该业务呈现下降态势。全年各机构合计承接资产证券化项目 81 单，较 2013 年下降近 20%。与上述传统产品业务量下降的情况相反，2014 年各家评级机构对信托、资产管理等非标产品的业务承揽量呈现爆发式增长，全年合计承接项目 298 单，较 2013 年增长约 2 倍，上述情况也与现有企业融资渠道变化趋势有关（见图 2－5）。

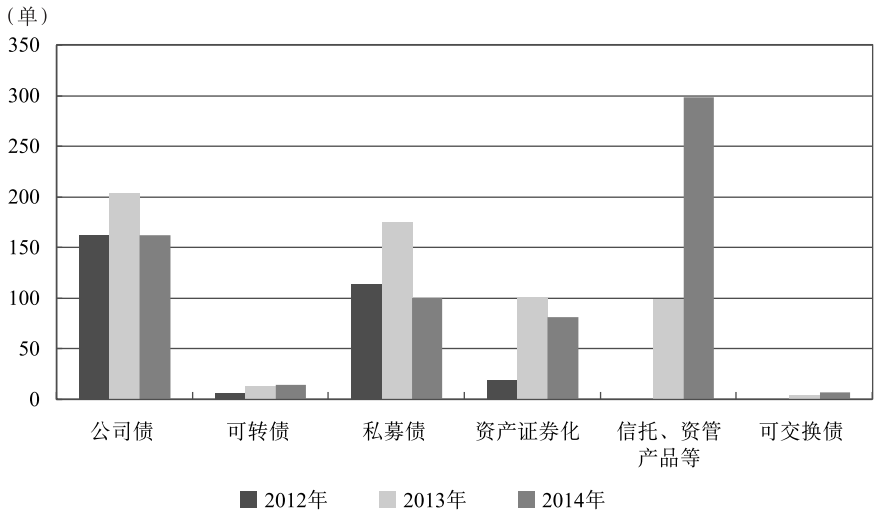


**图 2－5　2014 年 7 家证券资信评级机构首次承做的评级项目情况**

资料来源：2014 年中国证券业协会专项调查统计数据，相关数据统计口径以各资信评级机构报告口径为准。

从上述受评产品的份额占比情况看，信托、资产管理取代了公司债成为占比最大的产品，占比达到了 45.02%；公司债产品次之，占比达到了 24.47%；中小企业私募债份额处于第三位，占比达到了 15.11%；可转债、可交换债产品份额占比微小。

① 新世纪、大公同时拥有银行间债券市场评级资质，统计口径中包含上述业务；2014 年 6 月上海远东资信评估有限公司获得证券资信评级业务资质，相应业务纳入合并范围。

## （二）整体评级收入稳定增长，但证券资信评级收入有所萎缩

得益于市场规模的不断扩容，2014 年信用评级行业继续保持快速发展态势，各家评级机构的财务状况也不断向好。2014 年 7 家证券资信评级机构的合计资产规模、评级业务收入和利润总额分别达到 154 634.14 万元、77 779.40 万元和 29 848.25 万元，分别较 2013 年增长了 35.74%、14.21% 和 126.96%，评级机构的各项财务指标实现了快速增长，其中利润总额增长幅度远快于收入的增长速度，显示评级机构整体盈利水平的进一步提升。但值得注意的是，2014 年各家机构证券资信评级业务收入规模仅为 24 726.75 万元，较 2013 年下降了 21.54%，占 7 家机构整体评级收入的比例仅为 31.79%，未来证券市场资信评级业务收入规模有待进一步提升（见图 2－6）。

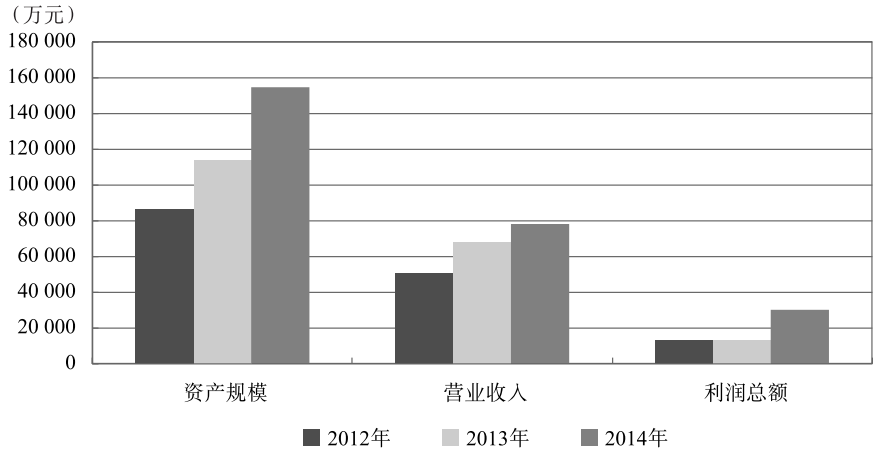


**图 2－6　2014 年 7 家证券资信评级机构财务情况**

资料来源：2014 年中国证券业协会专项调查统计数据。

## （三）评级业务品种继续增加

2014 年，在传统的公司债业务发展的基础上，在监管层的推动下，证券公司短期公司债、并购重组私募债作为新产品开始出现，尤其是证券公司短期公司债较银行间债券市场的短融产品具有发行审批流程相对简单、期限灵活、信息披露要求较低以及募集资金用途限制少等优势，并在推出之初就得到较快发展，上述新业务品种的不断涌现，带动相关评级业务也不断增加。2015 年 1 月 15 日，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，随着公司债券发行主体、发行方式、债券品种的进一步改革，未来评级机构的评级业务品种将进一步丰富。

## 三、评级表现分析

### （一）公司债

1. AAA 级占比较 2013 年下降最快，主体 AA + 级占比上升最快，债项 AA 级占比上升最快

受 2014 年部分信用风险事件的影响，公司债整体发行规模有所下降。2014 年共有 76 家上市公司发行了公司债，发行家数较 2013 年同比减少了 12.64%。从发行人级别分布情况来看，发行人主体级别分布在 A + 至 AAA 之间，级别跨度分布与 2013 年保持一致。其中，AA 级的企业有 39 家，占比达到了 51.32%，份额占比依旧最大，主要来自于电力、电子、房地产、化工、纺织等行业；AA + 主体级别家数为 15 家，份额占比为 19.74%，是占比第二大的级别，主要分布在基础设施、运输、水务、房地产、煤炭等行业。从级别分布变化情况看，2014 年 AAA 级别的发行人家数较 2013 年下降了 54.55%，占比较 2013 年下降了 12.13 个百分点，是下降最快的级次；而 AA + 级别的发行人数量较 2013 年增长了 36.36%，占比较 2013 年上升了 7.09 个百分点，是上升最快的级次。总体看，2014 年中高级别发行人（AA 及以上）的占比较 2013 年变化不大（见表 2 - 6）。

**表 2 - 6　　2014 年公司债主体级别分布及变化情况**

| 级别 | 2013 年 | | 2014 年 | | 变化 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 主体家数（家） | 占比（%） | 主体家数（家） | 占比（%） | 家数变化（%） | 占比变化（百分点） |
| AAA | 22 | 25.29 | 10 | 13.16 | -54.55 | -12.13 |
| AA + | 11 | 12.64 | 15 | 19.74 | 36.36 | 7.09 |
| AA | 42 | 48.28 | 39 | 51.32 | -7.14 | 3.04 |
| AA - | 10 | 11.49 | 10 | 13.16 | 0.00 | 1.66 |
| A + | 2 | 2.30 | 2 | 2.62 | 0.00 | 0.33 |
| 合计 | 87 | 100.00 | 76 | 100.00 | -12.64 | — |

注：①14 广晟债发行人广晟有色主体级别为 A +；②14 阳谷债发行人阳谷华泰主体级别为 A +。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

从债项级别分布情况看，主板公开发行的公司债产品中，除 14 雏鹰债债项信用级别为 AA - 外，其他债项信用级别均在 AA 级以上。创业板非公开发行的 4 期公司债产品中，除 14 阳谷债债项为 AA 级外，其余 3 期产品债项级别均为 AA -。2014 年合计发行的 80 期公司债产品中，AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 47.50%），AAA 级的债项级别占比次之（期数占比为 25%）；AA + 以上的高信用级别产品占比较 2013 年有所下降，由 2013 年的 57.57% 下降至 47.50%，主要来自于 AAA 级债券发行期数的下降（见表 2 - 7）。

**表 2－7　　2014 年公司债债项级别分布及变化情况**

| 级别 | 2013 年 | | 2014 年 | | 变化 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 期数（期） | 占比（%） | 期数（期） | 占比（%） | 期数变化（%） | 占比变化（%） |
| AAA | 35 | 35.35 | 20 | 25.00 | －42.86 | －10.35 |
| AA＋ | 22 | 22.22 | 18 | 22.50 | －18.18 | 0.28 |
| AA | 38 | 38.38 | 38 | 47.50 | 0.00 | 9.12 |
| AA－ | 3 | 3.03 | 4 | 5.00 | 33.33 | 1.97 |
| A＋ | 1 | 1.02 | 0 | 0.00 | －100.00 | －1.01 |
| 合计 | 99 | 100.00 | 80 | 100.00 | －19.19 | — |

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

2. 公司债担保以第三方信用担保为主，多数担保措施增级效果明显

2014 年发行的 80 期公司债中，有 34 期提供了担保，占比为 42.50%，有增信措施的债券占比较 2013 年小幅下降 3 个百分点。与前两年信用担保、抵押、质押等多样化的增信措施相比，2014 年公司债的增信措施较为单一，全部来自第三方信用担保，主要由发行人控股股东或实际控制人提供担保。

从担保增级效果上看，在提供担保的 34 期债券中，实现信用增级的达到 20 期，占比达一半以上，说明多数发行人增信措施有一定增级效果。其中，主体 AA＋级别中实现增级的占比为 60%；主体 AA 级别中实现增级的占比为 62%，主体 AA－级别中实现增级的占比达到了 85%，主体 A＋级别的增信全部实现了有效增级。上述统计显示增级效果与主体级别呈现一定反向趋势，这与目前国内公司债市场以 AA 级为发行交易分水岭的要求有较大关系。

同 2013 年情况类似，在国有独资及控股企业中，除原主体为 AAA 级的发行人外，多数的发行人控股股东的担保有一定增级效果，但部分以上市公司作为主要经营体的担保人担保增级效果并不明显。民营企业方面，主体级别为 AA 级的发行人担保主要来自于实际控制人，由于主业多来自于上市公司，股东担保增级效果有限；而对于主体级别为 AA－级的发行人，多数外部增级效果明显，其中的 14 嘉杰债由第三方担保公司提供担保，信用级别上升至 AAA 级（见表 2－8）。

**表 2－8　　2014 年公司债发行增信情况统计**

| 原主体级别 | 债项级别（级） | 期数（期） | 增信方式 |
|---|---|---|---|
| AAA | AAA | 7 | 全部由控股股东提供担保，均来自大型国有企业 |
| AA＋ | AAA | 3 | 13 楚天 01、14 机电 01、13 包钢 01 均由控股股东提供担保，来自国有控股企业 |
| | AA＋ | 2 | 13 金桥债、14 中山债均由国有控股股东提供担保 |

续表

| 原主体级别 | 债项级别（级） | 期数（期） | 增信方式 |
|---|---|---|---|
| AA | AAA | 2 | 控股股东提供担保，全部来自于国有企业 |
| | AA + | 6 | 除 13 尖峰 02 债由其关联企业天士力控股集团提供担保外，其余均由国有控股股东提供担保 |
| | AA | 5 | 14 嘉宝债由国有控股股东下属企业担保，其余均为民营实际控制人担保 |
| AA - | AAA | 1 | 14 嘉杰债由中合中小企业融资担保股份有限公司提供担保 |
| | AA | 5 | 13 香江债、13 海岛债由关联企业担保，其余由控股或参股股东担保 |
| | AA - | 1 | 14 三聚债由控股股东担保 |
| A + | AAA | 1 | 14 广晟债由控股股东提供担保 |
| | AA | 1 | 14 阳谷债由深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司担保 |
| 期数合计 | | 34 | — |

资料来源：巨潮资讯网、Wind 资讯。

3. 发行利率波动明显，信用等级基本体现了风险区分和排序的功能

2014 年发行的公司债产品期限分布较 2013 年更为分散，但产品仍以 3 年期、5 年期为主。以发行数量最多的 49 期公开发行的 3 年期公司债券作为样本，从公司债的发行利率情况来看，公司债产品的发行利率呈现上半年利率高位波动，6—7 月后利率出现下调，在 10—11 月达到低点后又重新上行。值得注意的是，AA 债项级别的发行利率在 7 月、8 月显著高于其他级别，其利率走势与其他级别呈现相反状态，显示市场投资者对该期间发行的债券产品风险预期较高。

在公司债利差统计来看，从 2014 年公开发行的 3 年公司债券情况看，除 AAA 级别外，其他级别的利率均值、利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大；AAA—AA + 的级差呈现负值，表明投资者对 AAA 债项级别的实际认可度不高；AA + —AA 间级差、AA—AA - 的级差逐步扩大。从 2014 年发行的 5 年公司债券情况看，AAA 级利差均值和标准差水平较其他级别最低，利差均值随着级别的降低逐渐扩大。从 3 年期和 5 年期的利差对比情况看，3 年期的 AAA、AA 级别利差均值均大于 5 年期，5 年期的级差差异较 3 年期的相对小。形成上述情况的差异可能有两方面原因：（1）投资者对 3 年期的 AAA、AA 级别的认可度不高，尤其是对 AAA 级别。从样本实际情况看，造成上述 AAA 利差异动的情况均来自于主体级别较低而担保后增级到 AAA 的债券（如 14 嘉杰债、14 凤凰债）。（2）发行的时间窗口因素，由于 3 月份属于全年发行利率较高的时段，众多的 3 年期 AAA 产品集中于此段时间发行，相应拉高了利差水平。

为进一步研究信用等级对利差的影响程度，下文通过方差分析和多重比较检验（LSD 法），确定信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级之间的差异化（见表 2 - 9）。

**表 2－9　　2014 年部分公司债券的发行利率和利差分析统计情况**

| 期限 | 债项信用等级（级） | 样本数（个） | 利率（%） | | 利差（基点） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 区间 | 均值 | 均值 | 级差 | 标准差 | 偏离系数 |
| 3 年 | AAA | 7 | 5.10—7.50 | 5.95 | 203.71 | N/A | 88.17 | 0.43 |
| | AA＋ | 12 | 4.70—7.24 | 5.68 | 198.67 | －5.04 | 53.86 | 0.27 |
| | AA | 29 | 5.40—9.20 | 7.04 | 328.79 | 130.12 | 91.94 | 0.28 |
| | AA－ | 1 | 8.80—8.80 | 8.80 | 506.91 | 178.12 | — | — |
| 5 年 | AAA | 6 | 5.08—6.30 | 5.80 | 177.62 | N/A | 28.80 | 0.16 |
| | AA＋ | 4 | 5.00—7.35 | 6.24 | 242.71 | 65.09 | 81.81 | 0.34 |
| | AA | 4 | 6.00—8.90 | 5.99 | 306.49 | 63.78 | 115.67 | 0.38 |

注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率。②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3＋2”，则期限为 3 年。③级差为本信用等级的发行利差均值减去比该信用等级高一个级别的发行利差均值。④NA 表示不适用。⑤本表仅列出发行期限为 3 年、5 年的公司债券，其他期限的公司债券由于样本量过小，未列出。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

通过对 2014 年度 3 年期、5 年期不同信用等级公司债的发行利差进行显著性检验（设定显著性水平为 5%），3 年期的信用等级之间的利差差异通过了显著性检验（$F = 12.55 > F_{0.05} = Fcrit = 2.81$），但 AAA 和 AA＋显著性差异较其他级别要小；5 年期的信用等级之间的利差差异显著性并不明显，这可能与其样本数较小有关。

## （二）证券公司债

2014 年，我国交易所债券市场共有 44 家证券公司发行了 106 期公司债券，其中，次级债 78 期（占比 73.58%），短期公司债 16 期（占比 15.09%），普通公司债 12 期（占比 11.32%），产品结构中次级债占比较 2013 年显著提高，同时由于新产品短期公司债数量的增加，普通公司债占比下降较快。上述发行的 106 期债券产品中，有评级信息的是 45 期，其中，次级债 27 期，公司债 12 期，短期公司债 6 期，各品种的评级样本数较小。

次级债产品方面，在有评级信息的样本中，债券信用等级较 2013 年分布更加广泛，开始出现 A 的信用级别，但仍无 AAA 级的债券。其中，AA＋级别的债券有 7 期，占比为 25.93%；AA 级别的债券有 15 期，占比达到 55.56%，是占比最大的区间；AA－级别的债券有 3 期，A 级别的债券有 2 期，合计占比为 18.51%。78 期次级债产品中 14 沪券 01 的品种一和 13 新时代债设置了增信条款。

普通公司债产品方面，在有评级信息的样本中，主体级别由 2013 年的 AA 至 AAA 级扩展到 AA－至 AAA 级，除 AAA 级别占比出现较大下降外，AA－至 AA 级别占比均比 2013 年提升较快，说明中小证券公司发行人的增加。债项分布方面，公司债的债项分布仍以 AAA 及 AA＋级别为主，上述两档占比合计达到了 91.67%。12 期有评级信息的公司债产品中，有增信措施的是 4 期，均为大型国有企业或担保公司进行信用担保。其中 2 期主体评级为

AA 的债券经担保后债项级别达到了 AAA（13 中原债和 14 东海债），1 期主体评级为 AA - 的债券担保后债项级别达到了 AA（14 天风债），1 期主体级别为 AA + 的债券担保后未增级（14 山证 01）。

短期公司债产品方面，目前，监管机构对该类产品无评级要求，发行的 16 期短期公司债产品中有 6 期进行了评级，但各家机构债券评级符号标识不一。其中，14 西部 D1、14 西部 D2、14 中信 D1 山证 1401 债项级别为 A - 1，14 海通 D1 债项级别为 AAA 级[①]。

从整体来看，2014 年证券公司发行人主体级别分布更加分散，伴随对证券公司融资渠道的放宽，证券公司发行的产品类型更加多样化，产品信用状况较 2013 年也有所下降（见表 2 - 10—表 2 - 12）。

**表 2 - 10　　2014 年证券公司公司债主体级别分布及变化情况**

| 级别（级） | 家数（家） | 家数同比变化（%） | 家数占比（%） | 占比同比变化（%） |
|---|---|---|---|---|
| AAA | 7 | - 65.00 | 63.64 | - 19.70 |
| AA + | 1 | - 50.00 | 9.09 | 0.76 |
| AA | 2 | 0.00 | 18.18 | 9.85 |
| AA - | 1 | — | 9.09 | 9.09 |
| 合计 | 11 | - 54.17 | 100.00 | — |

注：①14 东证债仅披露债项级别，未披露主体级别。②14 天风债主体级别为 AA - 。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

**表 2 - 11　　2014 年证券公司公司债债项级别分布及变化情况**

| 级别（级） | 期数（期） | 期数同比变化（%） | 期数占比（%） | 占比同比变化（%） |
|---|---|---|---|---|
| AAA | 9 | - 55.00 | 75.00 | - 8.33 |
| AA + | 2 | 0.00 | 16.67 | 8.33 |
| AA | 1 | - 50.00 | 8.33 | 0.00 |
| 合计 | 12 | - 50.00 | 100.00 | — |

注：14 天风债经湖北中企投资担保有限公司担保后债项级别为 AA。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

**表 2 - 12　　2014 年证券公司次级债债项级别分布及变化情况**

| 级别（级） | 期数（期） | 期数同比变化（%） | 期数占比（%） | 占比同比变化（%） |
|---|---|---|---|---|
| AAA | 0 | — | 0.00 | 0.00 |
| AA + | 7 | 600 | 25.93 | 0.93 |
| AA | 15 | 650 | 55.56 | 5.56 |
| AA - | 3 | 200 | 11.11 | - 13.89 |
| A | 2 | — | 7.40 | 7.41 |
| 合计 | 27 | 575 | 100.00 | — |

注：①14 沪券 01、14 沪券 02 债项级别均为 A。②2013 年次级债无 AA - 和 A 级别。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

① 该等短期公司债级别信息以 2015 年 3 月 11 日 Wind 系统数据为准。

### （三）中小企业私募债

2014 年，虽然信用风险事件频发，但中小企业私募债发行仍呈方兴未艾态势。全年共发行了 313 期中小企业私募债，发行规模达 532 亿元，发行规模和期数较 2013 年均呈现较快增长。与 2013 年相比，有评级信息的私募债期数占比有所下降。

从有评级信息债券的月度发行利率走势来看，以样本量最多的 2 年期私募债券为例，AA 级发行利率呈现前高后低的特点，但整体利率区间分布在 9%—10%，波动幅度相对较小，利率平均水平较 2013 年变化不大；部分 AA 级与 AA－级债券的利率水平在 8 月出现倒挂的现象，表明投资者对该时间段 AA 级债券评级认可度不高。

由于私募债的发行人主体级别一般较低（多数分布在 BBB＋至 A－），绝大部分私募债产品均采取增信措施进行了信用增级，相应使得债项级别提升至 A＋以上。从债项级别分布情况看，2014 年中小企业私募债级别区间分布较 2013 年有所收窄，不再有 A＋债项的产品发行，同时，中高级别的产品占比较 2013 年进一步提升。

从利率及利差分布情况看，中小企业私募债的发行利率和利差显著高于同级别其他债券的发行利率及利差。但从各级别利差比较看，1 年期的利差随级别下降并未呈现明显增长，主要因为 1 年期评级样本较少。在期限间的利差变化看，对应级别的利差并不完全随期限的延长而呈现增长。上述情况表明，虽然私募债券存在评级信息，但实际操作过程中投资者更注重增信措施，并通过设置回售、赎回和利率选择权等方案的设计来规避风险，利差并不能完全反映评级内涵。

### （四）可转换公司债

受股市行情回暖的带动，2014 年可转换公司债券发行期数较 2013 年有所增加，全年共有 13 家企业发行 13 期可转换公司债券。除久立转债等 4 期债券在上半年发行外，其余 9 期均于大盘市场行情较好的 2014 年下半年发行。与 2013 年发行人主要为国有企业不同，2014 年可转债的发行人主要来自于民营企业，民营企业发行人占比达到了近七成。除长青转债、冠城转债两期未披露主体级别外，其他发行人的主体级别均在 AA－以上，但发行人的主体信用较 2013 年有所下降，主要因为中小民营企业发行人增加。发行的 13 期可转债中，除齐翔转债、齐峰转债由第三方提供信用担保外，其余均未有担保措施。

如表 2－13 所示，2014 年发行的可转债信用级别分布较 2013 年有所扩展，出现了 AA－级别的债券。其中，高级别债券（AA＋及以上）的占比由 2013 年的 62.50% 下降至 46.16%，中低级别债券（AA 及以下）占比由 2013 年的 37.50% 上升至 53.84%，说明随着中小企业发行人的增加，可转债债项等级重心有所下移。

### （五）资产支持证券

2014 年，在政策的大力推动下，资产证券化业务规模大幅增长，全年共有 16 家证券公

表 2－13　　2013—2014 年可转换公司债券债项信用等级分布

| 债项级别（级） | 2014 年 | | 2013 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 发行期数（期） | 占比（%） | 发行期数（期） | 占比（%） |
| AAA | 2 | 15.39 | 2 | 25.00 |
| AA＋ | 4 | 30.77 | 3 | 37.50 |
| AA | 6 | 46.15 | 3 | 37.50 |
| AA－ | 1 | 7.69 | 0 | 0.00 |
| 总计 | 13 | 100.00 | 8 | 100.00 |

注：通鼎转债信用级别为 AA－。

资料来源：Wind 资讯。

司作为计划管理人推出 22 个资产证券化产品（合计 129 期），原始权益人也由 2013 年 4 家增长至 22 家。基于基础资产的信用状况，上述资产证券化产品普遍通过优先级/次级结构、超额抵押、机构担保、利差账户等增信方式进行信用增级。2014 年，除次级及次优级产品外，上述发行的资产支持证券优先级产品的评级均在 AA 级—AAA 级的区间。

### （六）可交换债

2014 年，交易所债券市场共发行了 5 期可交换债产品，除 14 宝钢 EB 为公募发行外，另外 14 歌尔债、14 海宁债、14 卡森 01、14 沪美债均为私募发行。上述可交换债产品均以所持目标上市公司股权作为质押物进行增信，并设置了不同的赎回及回售条款。除 14 歌尔债、14 沪美债未予评级外，14 宝钢 EB 获得了 AAA 级的债项评级，14 海宁债获得了 AA＋级的债项评级，14 卡森 01 获得了 AA 级的债项评级。

## 四、信用等级迁移分析

为研究 2014 年信用债发行人的级别调整变化情况，以下以 2014 年初存续的公司债发行人[①]作为研究主体，统计其 2014 年内信用级别及评级展望变化情况。2014 年初，交易所债券市场存续的公司债发行人共计 380 家，信用级别合计变动 25 次，占发行人总数的 6.58%，调整频率高于 2013 年。其中，信用级别上调 5 次，信用级别下调 20 次，级别下调次数远多于级别上调；评级展望上调次数为 2 次，下调次数为 19 次，展望下调次数远多于上调情况。与 2013 年评级调整多在跟踪评级结果密集发布的 4—6 月进行不同，2014 年评级调整时间更加分散，不定期跟踪次数明显增多，部分企业的评级一年内甚至出现了多次调整。发行人主体信用等级的调整情况反映了 2014 年交易所债券市场发行人的信用状况较前两年发生了明显变化，这与宏观经济和市场实际情况较为一致（见表 2－14）。

① 公司债包括普通公司债、可转债、证券公司债产品，包含创业板非公开发行的公司债产品。

**表 2－14　　2014 年公司债发行人主体评级调整情况**

| 项目 | 样本数（个） | 级别提升（次） | 级别调降（次） | 展望调升（次） | 展望调降（次） |
|---|---|---|---|---|---|
| 公司债 | 341 | 4 | 20 | 1 | 18 |
| 可转债 | 24 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 证券公司债 | 15 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 合计 | 380 | 5 | 20 | 2 | 19 |

注：为与 Cohort 法样本研究基础保持一致，本表统计样本均为年初的公司债发行人；级别和展望均发生变化的视为级别调整，不列入展望变化统计。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

为反映信用评级机构对发行人的信用等级调整变化，下文采用 Cohort 法对发行人主体信用等级变化进行分析。在信用等级迁移情况方面，2014 年 1 年期信用等级迁移矩阵显示[①]，从年初至年末，在样本量较多的 AA－级及以上级别中，有 8.70% 的 AA－级发行主体级别迁移至 A＋级别，迁移率最高；有 4.61% 的 AA 级别迁移至 AA－级别，迁移率次之。AA＋级别和 AA 级别向上迁移的迁移率相对较小，AA 级别和 AA－级别的下迁率相对较大，分别有 5.75% 的 AA 级别和 10.87% 的 AA－级别下迁至其他各个低级别。从评级稳定性看，AA＋级及以上发行人主体信用等级的迁移率较低，稳定性较好，尤其是 AAA 级的发行人迁移率处于最低水平；AA－级别发行人主体信用等级的迁移率最高，稳定性最差（A＋级和 CCC 级迁移率较高是因样本数量太少造成的）。值得注意的是，很多信用级别的迁移是跨越若干级别的迁移，尤其是以 AA－跨多个级别迁移的比率最高，达到了 2.17%[②]。上述情况表明该类发行人主体信用等级调整的连续性不强，级别稳定性较差（见表 2－15）。

**表 2－15　　2014 年发行人主体信用等级 1 年期迁移率**　　（单位：%）

| 年初＼年末 | 样本（个） | AAA | AA＋ | AA | AA－ | A＋ | A | BBB | BB | C |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| AAA | 77 | 98.70 | 1.30 | — | — | — | — | — | — | — |
| AA＋ | 72 | — | 97.22 | 2.78 | — | — | — | — | — | — |
| AA | 174 | — | 1.72 | 92.53 | 4.61 | 0.57 | — | 0.57 | — | — |
| AA－ | 46 | — | — | 4.35 | 84.78 | 8.70 | — | — | 2.17 | — |
| A＋ | 8 | — | — | — | — | 87.50 | 12.50 | — | — | — |
| A | 2 | — | — | — | — | — | 100.00 | — | — | — |
| CCC | 1 | — | — | — | — | — | — | — | — | 100 |

注：①中科云网年内评级发生 4 次下调，主体级别由年初 AA－/负面最终调整为 BB/负面（2014 年 12 月 29 日）。②华锐风电年内评级发生 3 次下调，主体级别由年初 AA/稳定最终调整为 BBB/负面（2014 年 12 月 21 日）。③华锦股份年内评级发生 2 次下调，主体级别由年初 AA＋/稳定最终调整为 AA/负面（2014 年 12 月 11 日）。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

① 1 年期发行人主体信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即期对年初和年末均有效的信用等级从年初到年末的变动情况进行统计，不包括年内新发债券和债券在年内到期的发行主体的级别统计，亦不考虑年内等级多调和等级回调的情况。

② 需要特别指出的是，此处迁移样本较少，该统计结论可能存在一定误差。

从整体来看，与2013年相比，2014年发行人主体信用等级迁移改变了之前级别迁移多以单边上调为主的趋势，2014年的级别迁移方向更加多元化，AA及以下级别的迁移率有所上升，跨级别的调整明显增多。

综合本节所述，在监管层强化监管、交易所债券市场继续扩容的大环境下，国内证券资信评级机构在内部控制、科研开发、人才队伍建设、评级宣传、财务状况等方面均取得了良好的进步，市场影响力稳步提升。2014年在宏观经济增速下行，企业信用风险逐渐暴露的背景下，信用降级调整幅度加大。在2015年宏观经济基本面未发生根本变化的大环境下，未来信用债券级别调整将趋于常态化，上述均对评级机构的执业质量提出了更高要求。

## 第三节　证券资信评级行业面临的问题及2015年前景展望

### 一、证券资信评级行业面临的问题

#### （一）信用风险事件频发，评级结果稳定性有待提升

2014年以来，交易所债券市场发生多次信用风险事件，很多公司债和私募债产品出现兑付危机。虽然最受关注的11超日债和华锐01最终相继完成兑付和回售，债市刚性兑付的现象仍未打破，但由于经济基本面疲软状况在中短期内仍难以实现根本性扭转，未来信用事件爆发的风险仍然很高，评级风险预警的作用仍将备受关注。值得注意的是，目前部分评级机构的评级结果稳定性不高，甚至出现了一年内多次调整评级结果的现象。造成上述情况的原因主要有如下方面：（1）我国评级行业仍处于初级发展阶段，竞争秩序不规范，部分评级机构放松评级标准，推动部分发行人主体级别的动态上调；（2）我国评级检验制度尚不完善，目前主要依靠利差进行评级质量检验，但利差检验因基准利率选取、各机构理念差异等原因存在局限性，使得以违约率统计为原则的市场检验制度未能发挥作用。未来评级机构仍需要加强自律意识，注重从评级一致性、稳定性方面提升评级质量。

#### （二）创新产品评级业务有待规范

近年来，我国创新债券产品不断推出，在标准证券化产品迅速发展的同时，国内债券市场也出现了非标产品的创新。反映在评级市场方面，创新产品的评级业务发展较快，创新产品的交易结构更为复杂，模式更为多样，其信用风险的揭示更加专业化和复杂化，相应的监管难度在加大。

由于我国债券创新产品处于初期发展阶段，其评级理论和评级方法尚不成熟，目前国内尚未形成公认的、有较大影响力的创新产品评级体系。我国评级市场中部分创新债券评级缺少完备的监督管理措施，资产支持证券评级、信托评级、资产管理和债权投资计划评级等相