

中国  
特别报告

# 信用周期转变 资产质量受压

分析师

朱夏莲  
+8610 8567 9898x112  
chartlene.chu@fitchratings.com

温春岭  
+8610 8567 9898x105  
chunling.wen@fitchratings.com

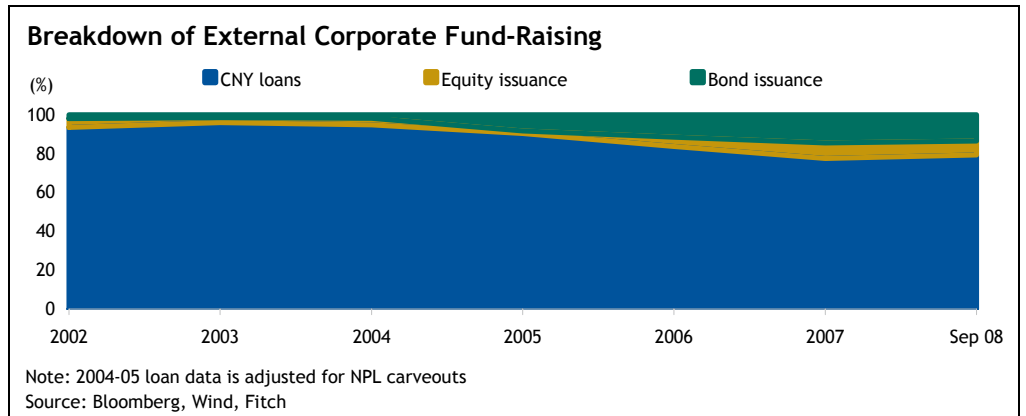
陈蔚  
+8610 8567 9898x106  
florence.chen@fitchratings.com

有关的研究

- 中资银行：2008 年上半年仍然强劲，但紧缩压力凸现（2008 年 9 月）
- 中华人民共和国：主权评级报告（2007 年 11 月）
- 中国：资产质量改善，但仍需谨慎（2007 年 9 月）

引言

当发达经济体进入几十年来最为严重的经济衰退时，人们的注意力越来越多地集中于中国，关注这个全球经济增长引擎在多大程度上能够继续运转。影响中国经济前景的关键是国内银行体系的健康，尤其是资产质量，这是因为银行仍然是本地企业外部融资的主要来源（参见企业外部融资来源分类图）。由于会计和信息披露方面存在的长期问题（不仅是银行，还有借款人），以及风险管理改革的不完善，惠誉评级在考虑中资银行的贷款组合时一直主张谨慎。2008 年上半年上市银行的数据已经显示了信贷恶化的早期迹象。鉴于全球和国内经济背景的严重恶化，重申这种谨慎很有必要。



这份资产质量年度特别报告侧重于中资银行未来信贷损失可能被低估的程度，报告围绕三个关键领域：贷款分类和预期损失模型的弱点；隐性信用风险的上升；以及贷款抵质押品和担保可靠度的不确定性。这些因素综合作用，可能会导致中资银行信用风险敞口的大范围低估，从而使得资本金的风险暴露程度高于表面状况。是否有足够的现有资本金和准备金用以冲减非常不稳定的贷款组合仍不明朗，加上自中资银行商业化后，缺乏经验应对一个完整的经济周期，是惠誉赋予这些银行的个体评级水平较低的主要原因（虽然银行已进行了大量改革）。惠誉评级下的 16 家商业银行个体评级平均水平为 ‘D’，使用评级符号为 ‘A’（高水平）至 ‘E’（低水平；见附件的评级列表）。

虽然中资银行所面临的信用损失毫无疑问将增加，但是这些损失何时以及如何清晰地显示在财务数据中，目前尚难以确定。银行资产负债表通常至少落后于实际经济发展几个季度，而在中国，由于信贷的当地特征，资产质量问题在贷款分类数据中凸现所需的时间更长（见下文“分类、违约及损失模型的弱点”）。与此同时，由于近期中国政府鼓励银行放松信贷供应的举措十分成功——2008 年 11 月贷款增速急剧上升——短期内不良贷款率可能保持稳定，而一旦贷款增长的分母效应超出不良贷款上升的分子效应，不良贷款比率甚至会出现下降（中国农业银行的问题贷款被大规模剥离后，银行体系总的不良贷款率预计在 2008 年第四季度将大幅下降）。由于这些原因，未来几个月内不应局限于资产质量的名义比率，而应参考有关资产质量其他硬性和软性指标，以全面了解中资银行所面临的信贷局面。中资银行定期报告的准确性正承受自银行商业化以来第一次真正的考验，因此透明度和信息披露成为关键。

## 分类、违约及损失模型的弱点

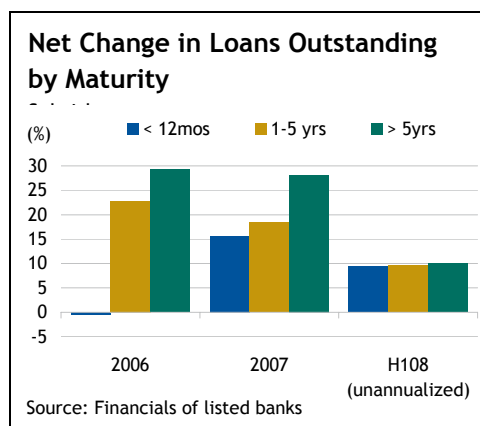
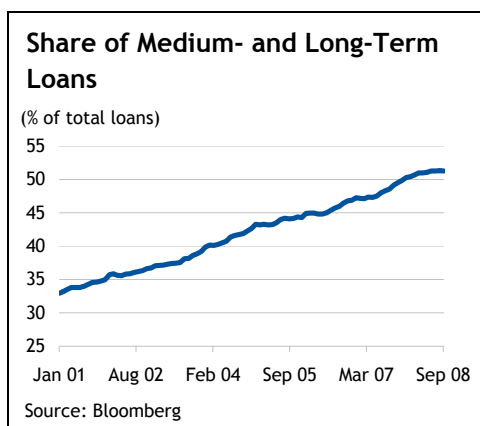
### 贷款分类

惠誉收到的最常见的问题之一是中资银行公布的资产质量数据有多少可信度。鉴于中资银行过去会计信息披露匮乏，以及其他新兴市场中资产质量数据出错的悠久历史，这种忧虑是可以理解的。作为信用分析师，我们不能像会计师那样理解通透，但惠誉总体的印象是，相比十年前较低的起点而言，中国贷款分类方法有了大幅改善。然而，仍有一些不足导致受损贷款分类不够严格，这是市场参与者在评估中资银行时应予注意的。这并不是说中资银行提供的数据完全不可信，或是银行故意漏报不良贷款，而是一些结构性因素在一定程度上掩盖了银行真实的资产质量状况，这些因素包括：

- 五级贷款分类定义中的灰色地带在抵押或担保贷款分类方面给予了银行相当大的回旋余地，例如，某些银行规定，被视为“充分”担保的贷款，其本金和/或利息在贷款分类为不良贷款之前可能逾期长达 12 个月；
- 大部分企业贷款为一次性偿还本金，由于借款人无力偿还贷款在本金到期之前不会自己显示出来，本金则可能需要几年才到期，因此这可能会严重拖延不良贷款的分类；以及
- 大范围地延长在初始到期日尚未偿还的贷款的偿还期，和/或展延贷款，并且通常将这些贷款划分为正常贷款。

由于近几年信贷环境良好，迄今为止这些做法虽具有普遍性但影响相当有限。然而随着中国进入经济下行期，惠誉预计这些做法将更为普遍，对资产质量数据的影响将更明显。首先，几年前贷款期限向长期贷款（即超过一年的贷款）转移的趋势在 2006 年和 2007 年有所加速（见下面图表“中长期贷款份额”和“到期未偿贷款变动净额”）。虽然贷款期限延长可部分归因于零售按揭贷款的增长，但是很显然，越来越多的企业贷款——大部分为到期一次性偿还的贷款——期限有所延长，因此需要更长的时间才能显示出减值。

引入这种新兴的“子弹效应”是延长未偿还贷款偿还期和/或展延贷款（例如，常绿化）的普遍做法。政府对延长偿还期和展延贷款的指导非常有限，因此中资银行在这两个领域往往制定各种内部政策。一般来说，延长贷款偿还期只需要分行级别的批准，且每项贷款允许两次延长，但是累计延长期不得超过短期贷款（即一年或一年以下的贷款）的原贷款期限和长期贷款原贷款期限（最多为三年）的一半。



相比之下，贷款可以有无数次的展期，但是每次展期都必须经过完整的审批，每次展期都视为一次新的贷款。尽管进行了更为严格的审批程序，但由于展期贷款的偿还期更为宽松以及可以不限次数地展期，贷款展期相对更为普遍。<sup>1</sup>

中资银行没有披露偿还期延长或展期的数据，但传闻证据表明银行中“关注”类贷款和正常贷款的相当一部分是由在原到期日没有偿还而展延或延长偿还期的贷款组成的。第一次经过审批的贷款通常分类为“关注”类贷款——虽然一些较为宽松的银行可能允许将其分类为“正常”，但一些较严格的银行可能会将其分类为“次级贷款”——而当需第二次审批时，通常将该贷款分类为“次级贷款”。实际上，这意味着到期未偿还的一年期流动资金贷款在划分为不良贷款之前还需要一年或更长时间。这种推迟确认减值的现象在“子弹”、“展期”或“延长”效应相结合的情况下更加明显。例如，一个三年期的一次性还本贷款在本金到期前并不会出现问题，到期可延长 1.5 年，贷款分类为“关注”类贷款。4.5 年后若贷款仍未偿还，还可以展期，理论上该贷款可以一直处于正常状态。

基于上述原因，中资银行不良贷款数据显示恶化的时间可能比预期要长得多。与此同时，尽管借款人的压力明显上升，银行的名义资产质量数据可能仍继续呈现良好状态。

### 信用风险模型

除了问题贷款分类延迟的问题之外，根据国际会计准则 39 号或当地公认会计准则（涵盖全部 14 家上市银行，或 60% 的银行体系资产），这些银行用于损失模型的数据方面的不足可能也会导致对信用损失的严重低估而因此少计提准备金。大多数中资银行只拥有几年可靠的违约和损失数据，而这些数据几乎全部都是在强劲的经济增长周期中和最少问题贷款的环境中采集。因此，这些模型很可能无法在如此困难的经济环境下揭示中国借款人真实的违约概率，或违约所导致的损失。因此尽管 2008 年上半年上市银行贷款损失准备金覆盖率平均水平为 135%，现有水平的贷款损失准备金——直接从模型获得——可能还远远不能满足困难时期的需求。

### 隐性信用风险上升

在 2008 年 9 月的中资银行特别报告中，惠誉表示应关注越来越多的信贷通过传统渠道以外的方式进行延期，以及这种活动为银行带来的隐性风险。强调的领域是：银行委托贷款和代表第三方的信托公司<sup>2</sup>；中资银行将贷款出售给第三方信托公司或给其自身的特定目的公司（SPV），然后将贷款重新包装成为理财产品，理财产品再由银行向投资者出售（见中资银行特别报告《中国银行业经营压力渐现，尽管 2008 年上半年增长强劲》，详情仍可见于 [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)）。虽然在许多情况下银行并不直接承担这些交易中的任何信用风险，但惠誉认为，倘若这些贷款产品出现问题，中资银行仍间接地面临和承担潜在的风险。鉴于绝大多数交易发生在资产负债表外，当前的贷款损失准备金覆盖率或风险调整资本金比率不能显示出该类潜在风险。

### 委托贷款

中资银行每年仅两次发布详细的财务报表，因此并没有新的关于委托贷款的可靠数据可以添入惠誉的早期数据，这使 2008 年第三季度中国大型银行的未偿贷款金额约

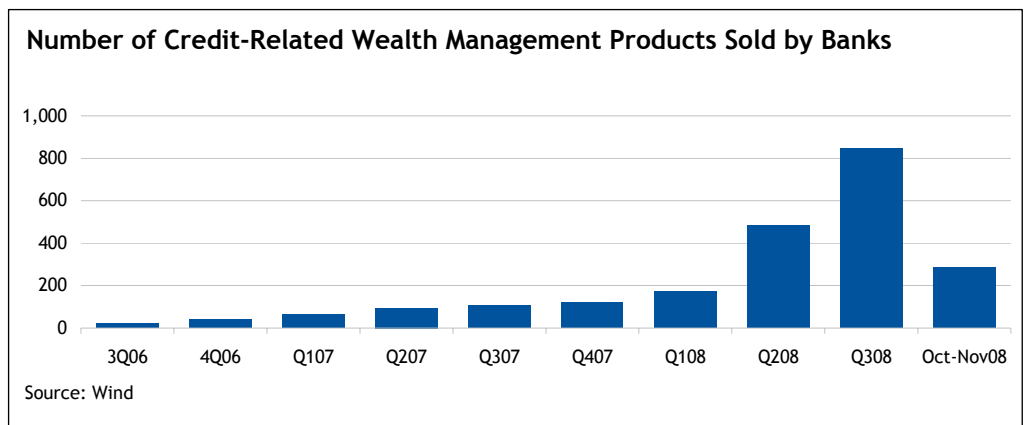
<sup>1</sup> 大多数银行会报告所谓“重组贷款”的数据，在多数情况下，这种贷款在一段时间内是不良贷款，是银行和借款人协商修订贷款条款以避免止赎或成为破产程序的一部分的贷款。此贷款不同于尚未支付的贷款和偿还期已经延展的贷款。

<sup>2</sup> 在这种类型的交易中，按照法律不允许提供贷款的第三方——例如，担保公司和大型企业——通过法律允许提供贷款的实体进行委托贷款交易，实体是指银行或信托公司。典型的结构如下：第三方 A（例如，一家担保公司）决定向借款人 B 放贷，但因为 A 不具有贷款许可证，所以它必须聘请银行 C 来进行此项服务。第三方 A 将其自己 100% 的资金以委托存款的形式发放给银行 C，然后由银行 C 将资金贷放给借款人 B。银行 C 负责收取付款和监测该项贷款，但由于贷款的全部资金由第三方 A 提供，银行不承担交易中直接的信用风险。

为 1.2 万亿人民币。然而，鉴于中小企业面临的信贷紧缩压力增大，以及中国政府越来越多地依赖信贷担保公司——为银行委托贷款业务的主要第三方客户——为这些实体提供资金支持，惠誉预期，2009 年委托贷款业务将会加速增长。虽然银行在委托贷款业务中原则上并不承担直接信用风险，但由于中国担保行业面临较高的信用风险和经营风险，以及非常薄弱的监督，因此应予关注担保公司作为第三方的委托贷款的增加。惠誉认为，如果担保公司在委托贷款业务中遭受大规模损失，可能会严重损害其担保其他贷款的能力或偿还其自身的贷款，反过来又影响到银行贷款账目的不相关部分。如果其他第三方遇到问题，银行可能会遭受类似的间接影响。

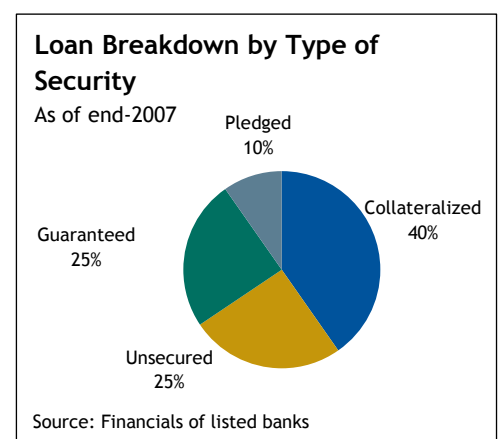
### 银行将贷款出售给信托公司和特定目的公司

关于贷款的出售和重新包装，自惠誉上次报告发布以来还没有新的可用的银行具体数据。然而，银行出售的与信贷相关的理财产品总量数据显示该活动继续强劲（见下文中的图表“银行销售的与信贷相关的理财产品的数量”）。鉴于最近取消了 2009 年的贷款额度，贷款销售和重新包装的前景变得不明朗，这是因为贷款额度是推动银



行进行这些交易的原始动因。不过，如果投资者对此类产品保持旺盛的需求，即使在贷款额度已经取消的情况之下，此类产品的销售仍可保持活跃，由于股市疲软和非常低的储蓄利率，目前就出现了这种情形。然而惠誉注意到，即使此类活动有所下滑（2008 年第四季度的部分数据可以显示），在大多数产品到期前的未来两年内，中资银行面临的与未偿信贷相关的理财产品的潜在损失仍应予以关注。

虽然中资银行认为，贷款出售之后，银行承担很少风险或不承担直接风险，因而银行在此种交易中面临很小的损失风险，但惠誉认为，如果借款人违约，中资银行仍然承担潜在风险，这是因为政府不可能让投资者（其中许多为散户）承担全部损失。由于提供给投资者的一些信息披露报告不够清晰，很大比例的投资者可能宣称在理解理财产品的基础资产时受到了误导——类似于目前香港的雷曼迷你债券丑闻。近期一些有关信贷理财产品的贷款违约（虽然迄今为止还很少）加重了惠誉的担忧。到目前为止，为了保护自己的名誉，即使法律没有要求，中资银行仍在所有情况下都完全补偿了投资者。



### 围绕担保贷款的不确定性

在惠誉与中资银行的讨论中，银行管理层经常强调很大比例的贷款是抵押贷款、担保贷款或有质押资产的贷款（见图表“按担保类型分类的贷款”），来快速反击对

贷款分类、预期损失模型，及潜在信用风险的担忧。在他们看来，这意味着不良贷款引发的实际损失应大幅低于不良贷款的账面金额，使得中资银行现有的贷款损失准备金绰绰有余。虽然惠誉认同，由于银行通常会从贷款清收中获得一些回收，因此有必要区分问题贷款和问题贷款相关的损失，但是由于担保和抵押品的估值和可靠程度充满不确定性，且中国资产扣押法律框架的欠发达，实际回收率经常低于银行的预期。

### 抵押品和担保的估值和可信度不确定

总体而言，中国的抵押贷款评价、估值、监督以及扣押体系不够充分和可靠，易受通货膨胀影响，并且常常不能防范抵押物的多种索赔或担保人过度担保。因此，银行继续获得相当低的不良贷款回收率，而在 2008 年上半年，在国际资本市场上上市的中资银行发布的预计损失率平均超过 68%（见下表 1；注意实际损失率有可能不同，但迄今为止中资银行还没有公开披露的这样的数据）。这些体系中主要的不足为：

**表 1：2008 年上半年，在香港上市的银行的不良贷款的估计损失率<sup>a</sup>**

银行 (%)	逐笔计提的贷款损失准备金 (LLR) 占估计的 逐笔评估不良贷款的百分比	整体计提的贷款损失准备金占整体评估的总不 良贷款的百分比
招商银行	81.66	78.60
中国银行	72.58	65.66
中国建设银行	61.89	63.20
交通银行	65.60	n.a.
中信银行	67.71	69.40
中国工商银行	56.06	n.a.

<sup>a</sup> 中资银行通常逐笔评级大型公司贷款的不良贷款，而整体估计中小企业和个人借款人的不良贷款  
来源：银行金融

- **严重依赖第三方评估机构对抵押和担保物进行评价和估值：**中国大多数第三方评估机构从事业务时间不久，拥有贯穿整个经济周期的资产评估经验很少（如果有的话），并且评估机构容易出现腐败。仅仅十年的时间，中国就从一个没有私有财产的环境发展成在某些地区的估值能力可以媲美世界最大都市。在如此快速的变化环境之中，即使对于很有经验的公司，准确地确定市场价值也是非常困难的。
- **用于鉴定对抵押物现有要求权或确定第三方提供担保金额的系统较为分散：**没有集中的数据库列示抵押资产的所有要求权，或单一担保人提供的全部担保额度。对于抵押，银行主要依靠当地登记管理机制，每次作抵押时，资产所有权证书都应实质性地记录。类似地，公司每次提供担保，都需要在中央银行当地办事处进行担保登记。这些系统过于分散，不能提供全国性的标题检索或对担保人进行全面综合地评估，这些系统还容易产生欺骗和腐败，且严重依赖于强大的数据记录和有效的管理。因此，完善产权或确保担保人没有过度担保的过程可能不值得信赖。
- **在提供抵押贷款后，对抵押品和担保的内部监督宽松：**在银行提供抵押贷款之后，大多数机构仅在抵押物的价值或担保人的信誉明显大幅恶化时才对其安全性进行重新评估（内部政策虽然通常比较严格，但往往不能采用），届时银行再要求对方提供额外的安全性可能为时已晚。
- **止赎过程的低效可能导致回收的延迟，以及低的回收金额：**如果银行扣押抵押物，法律系统的不足可能大大延长扣押和出售资产的过程，之后，回收金额还有可能很少。新的破产法对债权人更为有利，这是因为其不再将职工薪金作为优先债权，并要求委派一名管理员监督破产过程以防止资产剥离。但是整个过程仍然相当低效，银行往往认为不值得为此花费努力，尤其在零售贷款方面更是如此。

中国止赎程序在开始时与其他国家的一致，都是由银行首先起诉借款人；如果法院裁决有利于银行，银行可向法院提请扣押标的资产。然而，就在这时整个流程开始

出现问题。扣押资产之后，法院自身拥有了资产的权利，并按照独立评估人和银行协商一致的最低价格对其进行拍卖。有时价格会高于投标人愿意支付的价格，而导致拍卖流产。如果在三个不同场合的拍卖都未成功，银行将获得资产（如果他们愿意的话）。然而，如果资产拍卖成功，法院在确保了其他优先债权的利益之后再决定分配多少金额给银行。<sup>3</sup>如果资产拍卖没有成功或者回收金额不足以抵偿到期的本金和利息，银行可以向借款人追讨剩余部分——鉴于银行不具有对其他资产的优先追索权，追索成功的可能性很低——并将剩余部分的不良贷款记录在账上，直至追回额外的金额，或直至将其注销或出售给资产管理公司。

### 损失率与估计的担保贷款高价值不一致

为了避免自身受到抵押品价值下降的影响，中资银行通常对各种类型的抵质押贷款施加信贷限制（见表 2）。乍一看，这些贷款价值比（LTV）似乎相当合理，例如，物业约为 70%，土地使用权为 60% 等等。借款人想使用物业作为抵押贷款 1 亿人民币，就必须按 70% 的贷款价值比提供价值 1.43 亿元的物业作为抵押。只有当借款人违约，且抵押物业的价值低于 1 亿元人民币，即贬值 30% 以上，银行才会遭受损失。

**表 2：截至 2007 年年底，各类抵押品的平均贷款价值比（LTV）**

抵押品类型	平均贷款价值比 (%)
银行存款，及财政部和中国人民银行发行的债券	95
中国金融机构发行的债券	90
物业	70
上市股票	60
土地使用权	60
汽车	50
其他有形资产（例如，存货和机器设备）	50

来源：上市银行财务报告

然而，即使平均 75% 的抵押或担保贷款的贷款价值比看似合理，中资银行公布的不良贷款的平均预计损失率仍为 68%。很显然，中资银行对抵押物的初始估值与其最终实现价值有重大差异。继续上面的例子，如果银行损失率为 68%，抵押物业的价值将下跌 77%，从 1.43 亿至 0.32 亿。初始的贷款价值比能够保护银行遭受低质押品价值下跌的影响，但不能完全保护。造成预期与实际回收金额的差距巨大的因素有若干个，包括第三方评估人过高估计初始价值，同一抵押物存在多个索求权，过度担保，或止赎过程效率低下。在某些情况下，也可能是信用贷款的不良贷款所占比例不合理引致（银行通常不会披露这一级别的详细数据），由于大多数信用贷款是向那些银行假定隐含政府信用的国有企业提供，因此其本身就有可能导致问题。无论如何，中资银行对抵押贷款的低质押资产信心过高，因此，可能需要更多的准备金缓冲未来银行预期外的信用损失。

### 对中资银行的意义

那么，所有的这一切对中资银行的资产质量前景实际上意味着什么呢？正如惠誉在许多场合中所指出的一样，近年来随着不良贷款比率的下降，贷款损失计提的增加以及大量的资本融资，中资银行抗击资产质量冲击的财务实力大幅加强。我们不应忽视这些重大改善。但与此同时很显然，银行系统的改革仍在进行之中。特别是贷款发放、分类以及记录方法的一些特点可能导致中资银行低估面临的信用风险。因此，较大一部分资本可能比看上去具有更大的风险，目前的贷款损失准备金和资本金水平虽然已经高于银行改革重组时期的水平，但仍可能较乐观地估计了中资银行在经济下行周期所能承受的资产质量恶化的程度。。

<sup>3</sup> 对于与物业相关的抵押资产，优先追索权包括任何剩余的建筑费用或应收预售款。对于与物业不相关的抵押资产，对抵押物提供监督、运输或加工服务的第三方拥有优先索赔权。

表 3：考虑关注类贷款的村是对资本金比率的潜在影响<sup>a</sup>

	不良贷款和关注类贷款组合的比率	净不良贷款和关注类贷款/权益	权益/资产比率		核心资本充足率	
			目前	调整后	目前	调整后
北京银行	4.23	10.95	7.90	7.10	16.50	14.96
中信银行	3.36	11.81	8.07	7.19	12.34	11.03
招商银行	2.99	2.77	5.55	5.41	8.83	8.59
中国银行	7.09	28.09	7.09	5.20	10.85	7.83
兴业银行	3.96	21.55	4.79	3.79	8.54	6.74
工商银行	6.86	31.91	5.90	4.09	10.33	6.73
交通银行	6.29	38.42	5.75	3.62	9.98	6.06
中国建设银行	8.35	44.74	6.45	3.67	10.08	5.34
民生银行	3.08	18.90	5.20	4.26	6.57	5.18
浦发银行	2.80	2.93	3.45	3.35	4.95	4.80
上海银行	8.39	57.13	4.78	2.11	9.30	3.88
深圳发展银行	5.32	41.15	3.83	2.29	6.15	3.62
广东发展银行	8.93	93.30	3.53	0.24	7.14	0.51
华夏银行 <sup>b</sup>	7.60	115.49	2.31	-0.37	4.51	-0.74
中国光大银行 <sup>c</sup>	4.55	6.36 <sup>a</sup>	3.34	n.a.	6.20	n.a.
中国农业银行 <sup>c</sup>	23.48	867.21 <sup>a</sup>	1.46	n.a.	n.a.	n.a.

<sup>a</sup> 数据为 2008 年上半年数据，其中上海银行、广东发展银行、中国光大银行以及中国农业银行为 2007 年数据

<sup>b</sup> 华夏银行于 2008 年下半年发行了 116 亿元的股本，可能导致年底数据明显改善

<sup>c</sup> 中国光大银行和中国农业银行都没有披露“关注”类贷款的数据

来源：银行财务报表，惠誉

由于缺乏稳健的违约和损失率数据，且机构间水平差异较大，因此很难准确评估现有准备金和资本金充足率。但毋须多说，即使在信贷周期转变之前，由于前面讨论的贷款分类和预期损失模型的弱点，以及面临的隐性信用风险，准备金和资本金充足率也值得质疑，经营环境恶化情况下可能更是如此。为了识别信贷广泛恶化下哪些中资银行的风险水平更高，惠誉简单地比较分析了每家银行的权益和贷款损失准备金水平相对于不良贷款和关注类贷款组合的情况。在所有情况下，不良贷款和关注类贷款都超过了准备金，而许多银行的权益也会受到严重的影响。下表 3 显示，在上述情境下，惠誉评级覆盖内的 16 家商业银行中，四家的权益/资产比率跌破 4%，而有六家目前权益/资产比已经低于 4% 的银行，该比率会进一步下降。同样，风险调整后核心资本充足率也有所下跌，16 家中只有三家的核心资本充足率高于 8%，新的国际规范普遍认为 8% 是银行资本充足的分界线。惠誉评级覆盖下的中资银行属于国内规模最大和最健康的银行，因此，其他小型银行的资本金水平可能会更加不容乐观。

正是基于这些原因，惠誉分析中资银行时一直强调注意关注类贷款。在过去计算银行系统的无资金准备的损失 (unfunded losses) 时，我们假定关注类贷款的违约率为 50%。然而，在过去一年中，日益明显的是常绿化大量涌现，且有相当大比例的关注类贷款在某种程度上已经违约。鉴于这在国内经济和全球经济转变之前就已经发生，在考虑了未来银行面对的全部信用风险后，银行全部的关注类贷款以及一些正常贷款会转变成不良贷款，这一点是可以理解的。有些人可能会认为这种观点过于悲观。但是如果信贷环境显著恶化，认为中资银行可能承担相当于贷款总额 5-6% 的损失（上市银行的关注类贷款和不良贷款合计占贷款总额的平均份额）真的那么不符合实际么？鉴于其他新兴市场银行系统遭遇严重桎梏的历史，如果有不同的话，只可能是损失更高。虽然中资银行的财务实力比改革开始以来的任何时候都要雄厚，但是仍有许多理由对这些银行的资产质量状况保持谨慎，尤其是在国内和全球经营环境恶化的情况下。

附件

惠誉评级覆盖下的中资银行（截至 2008 年 12 月底）

银行	长期发行人违约评级	个体评级	支持评级
招商银行		C/D	3
中信银行		C/D	2
北京银行		D	3
中国银行	A	D	1
交通银行	A-	D	1
上海银行	BB-	D	3
中国建设银行	A	D	1
民生银行		D	4
中国工商银行	A	D	1
兴业银行		D	3
上海浦东发展银行		D	3
光大银行		D/E	2
广东发展银行		D/E	4
华夏银行		D/E	4
深圳发展银行		D/E	4
中国农业银行		E	1
中国农业发展银行 <sup>a</sup>	A+	未评级	1
国家开发银行 <sup>a</sup>	A+	未评级	1
中国进出口银行 <sup>a</sup>	A+	未评级	1

<sup>a</sup> 由于政策性银行不是在完全独立的基础之上运营，惠誉没有对其进行个体评级  
来源：惠誉

Copyright ©2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.