



# 新时代中国信用评级行业公信力重塑

■ 文 / 郭继丰

## 摘要

近日，新世纪评级副总裁郭继丰先生撰写的《新时代中国信用评级行业公信力重塑》在中国银行间市场交易商协会主办的《金融市场研究》杂志2017年第11期刊登。文章通过国际比较，从国内外信用等级的分布、信用等级的境内外对比、信用等级的向下调整特点、评级结果的市场表现、信用评级的信息披露和透明度、评级行业的竞争结构等六大方面分析了中国评级业的公信力和形象，以便于境内外投资者能够更清楚地认识到中国信用评级行业存在和需要解决的问题，有利于在新时代中国特色社会主义思想下，提高中国信用评级行业的公信力和形象，提高中国信用评级行业服务于中华民族伟大复兴的能力。

自2014年以来，中国债券市场的企业违约数量增加的同时，信用等级也出现了向上迁移的态势，评级虚高、评级泡沫的批评声占据主流。近期，媒体上曝出的某些违约事件，再次引起投资者为代表的社会各方的普遍关注和批评。中国信用评级业的公信力和形象普遍受到质疑。

在正常情况下，公信力和形象的好坏是一个相对的概念，是有参照物对比下的公信力和形象判定。中国信用评级业的公信力和形象通常是与国际上三大评级机构对比所投射的公信力和形象。以国际三大评级机构的作为参照物进一步分析中国评级业的公信力和形象，可以更清楚地认识到中国信用评级行业存在和需要解决的问题，这样有利于在新时代中国特色社会主义思想下，提高中国信用评级行业的公信力和形象，提高中国信用评级行业服务于中华民族伟大复兴的能力。

## 信用等级的分布

从信用等级的分布看，一般认为国际信用等级的分布更加合理，高等级的发债企业数量较少、低等级的信用发债企业数量较多。相反，中国信用等级的分布仅有三个等级，AA（含AA）以上企业数量较多，AA（不含AA）以下的企业数量较少。因为从金融机构的投资端来说，主流投资机构一般对于投资AA等级以下的债券十分谨慎，而更倾向于投资信用等级在AA（含AA）以上的债券。而市场上所见到的AA（不含AA）以下的等级大多是由于信用品质的下降下调而形成的。同时，中国发债的企业多以央企和地方国企为主，民营企业较少，在等级分布上更倾向于高等级。

## 信用等级的境内外对比

从信用等级境内外评级行业的对比看，中国境内评级机构所评的这些信用等级的企业或债券，以境外评级机构的全球评级体系来看，大多数的信

用等级在BB左右。在国际评级机构给予中国A+的信用等级下，大多数中国企业在境外发债获得国际评级机构是BB左右的信用等级。2017年上半年，中国人民银行发布了工作论文《中外企业信用等级的差异及其决定因素》，认为境内外的评级机构存在评级基准效应，若放在同一个基准上，经过调整后，境内外评级机构的评级大多数处于同一位置，有24%左右存在差异。

同时，需要看到中国的企业、投资者、承销商，对国际评级机构给予中国企业BB左右的信用等级是被动地接受了；但中国的这些企业、投资者和承销商认为，在境外发行的美元债券大多数是中国的承销商、中国的投资者，国际评级机构给予的BB左右的评级无法维护中国发行的债券在国际上的定价权，呼吁中国的评级机构“走出去”。这反映了一个客观现实，中国信用评级机构的国际化脚步没有能够跟上中国企业和金融市场的国际化进程。

如果将国际评级机构给予中国企业BB左右的信用等级与第一个问题相结合，会发现，国际信用评级机构之所以出现高等级企业数量少于低等级企业的评级分布，中国企业是重要影响因素。因此，有一种观点认为，评级虚高、评级泡沫用境内评级与境外评级相比较是伪命题。

## 信用等级的向下调整特点

一是悬崖式的等级向下调整。悬崖式的等级向下调整在国际评级中常有发生，在中国信用评级行业也时有发生，这从客观上反映了企业流动性枯竭预测的难度和突发事件冲击的不可预测性。对于悬崖式的等级向下调整，评级机构的责任在于是否履行了持续跟踪评级的义务。

二是从向下调整信用等级特点看，国际评级机构具有批量性特征，而中国评级行业具有点状性特征。从2017年看，最显著的案例就是穆迪将

中国主权信用等级从Aa3下调为A1后，对中国几十家企业（含银行）进行了批量下调。这种一连串的向下调级，既引起了中国政府、企业、金融机构等的警觉，也遭到了中国信用评级行业的一致批评。

从2008年美国次贷危机引起的国际金融危机看，国际评级机构对欧洲国家的信用等级调整，也遭到了欧洲国家或欧盟的抵制，由此也引起了以欧盟等为代表的地区或国家对信用评级行业进行属地化监管，纷纷制定本国或地区的信用评级机构的认可和监管法规。中国信用评级机构向下点状性调整信用等级，反映了中国信用评级机构自我强化的维护中国金融市场稳定的责任。

## 评级结果的市场表现

从评级结果的市场表现看，通常使用三个基本的计量参数，即利差参数、迁移率和违约率。

“评级结果的市场表现”是国际评级市场常用的一个概念。这个概念在中国境内常用“评级结果的检验”。“评级结果的市场表现”与“评级结果的检验”存在本质上的不同。评级结果的市场表现是信用等级基本反映所发债券的主体或信用增进下债券的风险状况，是一个相对的、不是点对点映射的含义；也反映了评级是一门艺术，是专业意见或专家意见。而评级结果的检验是信用等级严格地反映了发债主体或信用增进下债券的信用状况，是一个具有严格、唯一、点对点映射的含义，这是把评级作为标准化的工业生产过程。实际上，境内外的评级机构都公开表明评级是一门艺术，认为是一个专业意见和看法，不是一个工业化的生产过程。

从评级市场表现的利差参数看，中国信用评级行业利差的统计结果基本体现了信用等级与利差的对应关系，且大都能够通过利差的显著性检

验。也即高信用等级的债券对应较低的利差，低信用等级的债券对应较高的利差，且分层比较清晰。

从信用等级的迁移率看，中国信用评级行业的迁移率总体表现为持续向上迁移的特征，尤其是在经济增速从高速向中高速换挡的过程中仍有这个特征。这一特征也是被普遍诟病中国信用评级行业“评级虚高、评级泡沫”的主要原因。将中国信用评级行业信用等级总体上移特征与下移数据相比较，会发现在经济增速换挡的过程中，总体的上移比率下降和下移比率上升的这个过程，以及在供给侧改革取得一定成效后上移比率又开始增加的过程。作为评级行业，需要客观、冷静面对评级机构竞争引起的级别上移。

从违约率看，中国信用评级行业的总体违约率仍未超过国际评级机构所评结果的违约率。2016年5月28日，据“高盛集团估计，把后来全额偿付的剔除在外，中国约有0.2%的公司发生违约。相比之下，穆迪的数据显示，全球和美国过去12月公司债违约率分别高达0.8%和0.9%。”<sup>1</sup>

国际评级机构的投资组合参数提供比国内的评级机构更具有参考价值。一般债券的投资组合需要违约率或违约概率、违约挽回率、迁移率等，这些参数国际评级机构有一百多年的积累，可以拿出实际的历史统计数据为投资者的投资组合提供服务。相比较而言，国内的评级机构仅有十多年的发展，无法提供这些历史统计数据，仅是内部推断参数。

## 信用评级的信息披露和透明度

从信用评级的信息披露和透明度看，国际评级机构的信息披露更全面、透明度更高。仅就评级方法或准则或指导性文件的披露看，几乎可以使用国际评级机构披露的这些文件制定出国际评级机构

<sup>1</sup>彭博环球财经. 高盛估计中国公司债违约率远低于美国，投资者却高兴不起来[J/OL]. 2016-05-28.

的评级分析过程和打分依据，但却无法使用相同的数据复制出与国际评级机构给予的相同评级结果。

相比较于国际评级机构，中国信用评级机构披露的主要是评级方法，这些评级方法侧重于评级要素和逻辑的说明，基本不可能“依葫芦画瓢”地复制出相应的评级分析过程和打分的依据，不过在静态下可以通过被评对象的比较得出可能给予的等级结果。

### 评级行业的竞争结构

从评级行业的竞争结构看，国际评级机构主要是标普、穆迪和惠誉形成的寡头垄断市场，竞争结构较为稳固，很难看出三家机构之间竞争性的级别向上迁移。中国的信用评级行业尚未形成稳固的竞争结构，被不同监管部门认可的或默认的评级机构共计至少在10家以上，且尚有新的机构或将加入被认可的评级行业。这就加剧了评级机构之间的非理性竞争，社会能够明显感受到等级向上迁移的倾向。

通过上述对中国信用评级行业与国际信用评级机构进行了比较分析，能够清楚地看出中国信用评级行业与国际评级机构存在的差距主要体现为投资者服务的参数提供能力不足、信息披露和透明度不足、市场竞争引起的级别上移、评级机构认可和监管、国际影响力不足；在信用等级分布、信用等级之间的对应关系、信用等级下调特征、评级结果的市场表现上难以区分出孰好孰坏。

在这种情况下，中国信用评级行业的评级机构，应正视自己存在的不足，在金标委“三个规范”<sup>2</sup>的基础上补充和完善包括地方政府债、资产证券化等创新金融产品的评级规范，制定信息披露和透明度管理规则，防止利益冲突，遏制竞争性的

信用等级上移，提高信用评级人员的人才队伍建设，提高信息收集和分析能力，积极引导舆论，向境内外投资者说明中国的信用评级和中国的信用状况，提高国际影响力，重塑中国信用评级行业的公信力和形象，为新时代中国特色社会主义贡献力量。

<sup>2</sup>“信用评级业务标准”包含了《信用评级主体规范》、《信用评级业务规范》和《信用评级业务管理规范》三个子规范，分别从三个角度对信用评级行业进行了规范，明确了相关领域的概念、内容和程序。