

信用评级质量和话语权研究

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 研发部

目录

摘要.....	3
第一章 美国三大评级机构话语权的形成.....	5
一、悠久的历史 and 声誉的传承（1860-1931）.....	5
二、美国投资者监管部门对信用评级的使用（1931-1975）.....	6
三、美国 NRSROs 认证和监管部门对评级结果的进一步使用（1975-2008）..	7
四、美国三大评级机构完备的风险管理参数.....	8
（一）三大评级机构风险管理的主要参数.....	8
（二）三大评级机构对风险管理参数的披露与检验结果.....	10
五、经济全球化与美国三大评级机构的国际化.....	11
第二章 美国评级行业存在的问题和成因.....	14
一、美国评级行业评级标准制定的样本选择局限性.....	14
二、美国评级行业国家风险或主权评级的歧视性.....	15
（一）美国三大评级机构的主权评级方法.....	15
（二）美国三大评级机构的主权评级方法的主观偏向歧视.....	17
三、美国评级行业穿越周期评级假设的非合理性.....	17
四、美国评级行业评级预期的不足性.....	19
（一）亚洲金融危机中美国评级行业的评级质量.....	19
（二）美国次贷危机中美国评级行业的评级质量.....	20
（三）欧洲主权债务危机中美国评级行业的评级质量.....	21
（四）安然事件中美国评级行业的评级质量.....	21
第三章 中美评级质量的比较分析.....	23
一、信用评级质量比较的维度和指标.....	23
（一）信用评级的准确性和指标.....	23
（二）信用评级的稳定性和指标.....	23
二、信用等级分布特征的比较分析.....	24
（一）中美评级的信用等级分布特征比较分析.....	24
（二）中美评级的等级差异形成原因分析.....	26
三、信用评级的违约率和迁移率比较分析.....	27
（一）中美评级的违约率比较分析.....	27
（二）中美评级的迁移率比较分析.....	29
四、中美评级质量比较分析的结论和建议.....	30
（一）信用数据的缺乏使得评级质量准确性降低.....	30
（二）等级分布不均衡使得评级质量区分度降低.....	31
（三）级别调整的滞后性使得评级质量降低.....	31
（四）中国本土评级机构在国际市场的认可度较低.....	31
第四章 主要国家或地区培育本土评级机构的措施和成效.....	32

一、欧盟培育本土评级机构的措施和成效	32
(一) 欧盟培育本土评级的起因	32
(二) 欧盟培育本土评级的措施	35
(三) 欧盟培育本土评级的成效	38
二、印度培育本土评级机构的措施和成效	41
(一) 印度培育本土评级的起因	41
(二) 印度培育本土评级的措施	43
(三) 印度培育本土评级的成效	45
三、俄罗斯培育本土评级机构措施和成效	46
(一) 俄罗斯培育本土评级的起因	46
(二) 俄罗斯培育本土评级的措施	48
(三) 俄罗斯培育本土评级的成效	50
第五章 中国本土评级机构国际化的可行性	53
一、中国本土评级机构国际化的战略支点：中国主权信用等级	53
(一) 西方传统信用评级机构对中国主权信用状况的描述	53
(二) 中国本土信用评级机构对中国主权信用状况的描述	53
(三) 中国本土信用评级机构在中国主权信用领域的话语权建设问题	54
二、中国本土评级机构国际化的战略起点：熊猫债市场的发展	55
三、中国本土评级机构国际化的出海港：中国香港	56
(一) 中国本土评级机构国际化概况	56
(二) 中国本土评级机构在港设立分支机构的主要流程	56
(三) 中国本土评级机构在香港业务开展情况	56
四、中国本土评级机构业务的国际化路径：“一带一路”	57
参考文献	58

信用评级质量和话语权研究

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 研发部¹

摘要

评级质量是评级机构的生命线，是评级机构建立公信力的源泉，是评级话语权影响力之根本。评级行业的发展建立在资本市场特别是债券市场发展的基础之上，在资本市场发展的过程中，国际评级机构以信用等级对违约风险较好的区分度和排序能力，获得了市场认可，并以此积累了早期的声誉资本，监管机构对信用等级的使用进一步促进了投资者对信用评级的依赖，从而确定了评级机构在债券市场上的重要地位，并为其后期在国际债券市场上的垄断地位打下基础。国际三大评级机构通过设立分支机构、参控股本土有影响力的评级机构的方式，推广其评级业务和标准，实现信誉资本垄断，巩固其在国际市场上的地位，形成了较高的国际话语权。然而，国际评级机构在百余年的发展过程中的评级质量也出现了一些问题，在近几次的经济金融危机中的评级表现，均遭到了抨击与诟病。

通过对中美评级质量的比较分析，监管机构对债券市场发债主体的准入门槛在一定程度上决定了一国评级主体分布的范围和特征，较高的准入门槛使得信用评级分布在有限的级别上，同时亦降低了市场整体的违约率。中美本土评级机构在各自国家的债券市场中均表现出了较高的评级质量。

从亚洲金融危机到次贷危机，再到欧债危机，各国政府认识到培育本土评级机构的重要性，并为本土评级机构发展提供政策支持，扶持本土机构提升行业竞争力。欧盟、印度和俄罗斯的实践表明，本土评级机构的发展、市场地位以及话语权与评级市场的开放程度、政策支持等方面存在较大关联。欧洲市场在债券市场发展初期奉行经济全球化和自由化理念，未对评级市场准入机制形成约束和限制，国际三大评级机构很快利用先发优势占领市场，即使在欧洲证券与市场监管局（ESMA）出台多项措施扶持本土评级机构发展后，国际三大评级机构的市场份额亦难以撼动。印度评级市场虽然由本土评级机构控制绝大部分市场份额，但股东背景中均出现了国际三大评级机构的身影。俄罗斯本土评级机构发展起步较晚，2015 年以来密集出台多项行业监管制度，为本土评级机构的建立和发展创造条件，但尚有诸多方面有待发展，国际话语权有限。

众所周知，国际三大评级机构给予中国的主权级别明显偏低，是对中国政治、

¹ 具体参与人员为：戴晓枫、周美玲、陈文沛、何金中、王力、孙田原、王衡、杜永康、武博夫、郭文渊、黄田、张珏、徐永、程静、刘珂琦、郭佩、曹曼茜、柯乐、余潜。

经济和文化的发展方式和成果缺乏认知和认同的结果。而本土评级机构的认知则相对客观，给予的级别相对较高。提升本土评级机构的国际话语权可以促进中国文化和价值观获得更多的认同，在资本市场获得更多的定价权，降低国内企业在国际资本市场的融资成本。中国本土评级机构的国际化过程中应充分利用熊猫债评级市场快速发展的机会加大与国外主权政府、机构和企业之间的合作；充分利用好香港在国际金融市场中的地位，通过香港这个出海港顺利实现“走出去”；在“一带一路”的跨国经贸合作中提升本土评级机构的国际服务能力和积累全球影响力。

关键词：评级质量 评级话语权 评级机构国际化

第一章 美国三大评级机构话语权的形成

标普、穆迪和惠誉是国际上知名的三大评级机构，这三家起源于美国的评级机构已拥有超过百年的历史。随着评级经验的积累、评级技术的提升和评级方法的完善，三大评级机构以声誉为根本，累积了发展的基石，并构建了完善的风险管理参数体系，形成了较强的公信力，在美国占据了垄断地位。20 世纪 80 年代后，随着世界经济一体化进程的加快，三大评级机构在开拓本土信用评级市场和业务的同时，不断向全球领域扩张，形成了跨国经营体系，并确立了全球性的权威和国际话语权。

一、悠久的历史 and 声誉的传承（1860-1931）

信用评级行业起源于十九世纪后期的美国。南北战争后大规模铁路建设催生了美国资本市场的蓬勃兴起，债券市场成为铁路公司重要的融资手段。但是由于各地的铁路公司经营区域范围分散，来自全国各地的投资者难以及时有效地获得铁路债券发行人的经营与财务信息，由此催生出对独立第三方金融信息机构的需求。在这一背景下，多家金融信息出版机构陆续成立，成为信用评级机构的雏形。

1860 年亨利·瓦纳姆·普尔（Henry Varnum Poor）创立普尔公司，并于 1968 年出版《美国铁路手册》（Manual of the Railroads of the United States）；1906 年，路德·李·布莱克（Luther Lee Blake）建立标准统计公司，开创性地开始提供约 100 家美国公司的财务信息，而这些信息此前并未公布过；此后普尔出版公司和标准统计公司于 1941 年合并成为目前为人们所熟知的标普。穆迪也同样在这种情况下创办。1900 年约翰·穆迪（John Moody）建立穆迪公司（Moody Co.），并于 1903 年、1909 年分别出版《穆迪工商企业与其他证券手册》（Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities）和《穆迪铁路投资分析报告》（Moody's Analyses of Railroad Investments）；1914 年，穆迪公司重组为穆迪投资者服务公司（穆迪 Investor Service）。三大评级机构中最年轻的惠誉也有超过一百年的历史，1913 年由约翰·惠誉（John K. Fitch）成立。

进入二十世纪，美国资本市场日趋成熟，尤其是 1907 年金融危机之后，债券市场投资者对独立信用评估服务的需求进一步加深。在这一背景下，穆迪公司于 1909 年首次对铁路债券进行信用评级。1913 年，穆迪公司将信用评级范围扩大到工商企业与公用事业行业，并引入评级符号，其他评级机构相继效仿，如普尔出版公司（1916 年）、标准统计公司（1922 年）与惠誉出版公司（1924 年）。在 20 世纪 20 年代，美国债券市场长期保持高速增长，发行规模与交易规模接连攀升，而信用评级愈发成为投资者的重要分析指标。

经过十余年的信用评级业务实践后，早期信用评级机构在 1929~1933 年的大萧条时期接受了第一次重大的评级质量考验。在大萧条时期，资本市场的巨大震动导致实体经济滑坡，债券市场违约率急剧上升。但与此同时，高评级发行人与低评级发行人的违约率呈现明显分化，发行人违约率与其信用评级由高到低排序呈现出显著的正相关关系。根据穆迪历年发行人加权企业违约率统计显示，1929~1933 年，穆迪所评投资级发行人违约率分别为 0.239%、0.158%、0.488%、0.775% 与 0.801%，投机级则分别为 1.294%、2.131%、7.845%、10.811% 与 15.391%，投资级与投机级之间区分度明显。在经历大萧条时期的违约率检验之后，信用等级开始逐渐成为债券定价的重要依据，信用评级机构也在此过程中积累了早期的声誉资本。

二、美国投资者监管部门对信用评级的使用（1931-1975）

由于评级机构在大萧条中获得市场检验的认可，一些监管部门也开始对信用评级的结果加以使用，从而进一步稳固了评级机构在债券市场中的重要地位。1931 年美国货币审计署（Office of the Comptroller of the Currency）规定，如果银行持有的债券按照面值入账，那么该债券必须获得至少一家评级机构提供不低于 BBB 级的公开评级，否则应按市场价值进行减值。在此之后，陆续有其他监管部门在相关规定中对信用评级结果进行使用，规定允许或不允许投资某一信用等级的债券。

在没有被政府有关部门认证、监管的条件下，依赖于自身的声誉度，信用评级的结果却被投资监管机构所使用，信用评级开始影响证券在市场中的销售情况。监管机构对信用评级的依赖也进一步促进了投资者对信用评级的依赖，从而确立了信用评级机构在债券市场中的重要地位。

图表 1 美国各金融监管机构对信用评级结果的使用（1931~1975 年）

序号	年份	条例内容	最低等级	等级数目	颁布机构/条例出处
1	1931	允许银行对市场等级较低的债券进行标记	BBB	2	货币监理署、联邦储备系统调查规定
2	1936	禁止银行购买投机性有价证券	BBB	未定义	货币监理署、联邦存款保险公司及联邦储备系统联合声明
3	1951	向保险公司的较低等级债券强制征收较高的资金需求	可变	不适用	全美保险业协会强制保留条件
4	1975	强制要求经纪人给予低于投资级债券较高的折价率	BBB	2	美国证券交易委员会，标准净资本条例（15c3-1）的修正案

资料来源：《新世纪信用评级研究与探索》

三、美国 NRSROs 认证和监管部门对评级结果的进一步使用（1975-2008）

1974 年石油危机导致美国经济陷入大萧条以来最严重的衰退，在这次经济危机中，一些被信用评级机构给予较高信用等级的公司仍然发生了债券违约的情况，这让投资者意识到，并非所有的信用评级机构都能很好地揭示风险，需要对信用评级机构加以区分。

1975 年，美国证监会（Securities and Exchange Commission, SEC）通过“无异议函”（no-action letter）的方式将穆迪、标普和惠誉确认为首批“全国认可的统计评级机构”（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSROs）。NRSROs 框架的最初目的是通过信用评级结果来确定净资本规则下经纪公司的净资本，如果经纪公司广泛投资于流动性较强、信用质量较好的证券，其净资本充足水平要求可以适当放宽。但随着时间的推移，NRSROs 的应用范围逐渐扩展，被纳入金融监管法规的框架之内，使得 NRSROs 的评级结果和监管制度紧密连接。而穆迪、标普和惠誉本就通过声誉资本积累了一定的公信力，再借助 NRSROs 制度创造的有利竞争环境，逐步走向了垄断地位。根据 2017 年 12 月 SEC 信用评级办公室发布的信用评级行业 2016 年度报告显示，美国三大评级机构的评级业务量、从业人员和经营收入占比均处于评级行业绝对领先地位，市场占有率合计在 95% 以上。

图表 2 2016 年 SEC 公布 NRSROs 的市场占有率统计

NRSROs	市场占有率
标普	48.92%
Moody's	34.17%
Fitch	13.28%
DBRS	1.78%
EJR	0.81%
A.M. Best	0.39%
KBRA	0.28%
Morningstar	0.17%
JCR	0.16%
HR Ratings	0.05%

资料来源：NRSROs 年度报告

图表 3 美国各金融监管机构对信用评级结果的使用（1975~1999 年）

序号	年份	条例内容	最低等级	等级数目	颁布机构/条例出处
1	1975	NRSROs 认可			交易商最低清偿标准之净资本条例（Rule15c3-1, 1975）
2	1982	简化投资级债券的披露要求	BBB	1	美国证券交易委员会通过的

序号	年份	条例内容	最低等级	等级数目	颁布机构/条例出处
					综合披露系统（修订号 6383）
3	1984	简化非机构按揭证券的发行	AA	1	1984 年国会发布的二级按揭市场增强法案
4	1987	允许使用保证金贷款抵付按揭证券及（以后的）外国债券	AA	1	联邦储备系统，T 条例
5	1989	允许抚恤基金投资于高等级的资产支持证券	A	1	劳工部对雇员退休收入保障法案的放宽（PTE89-88）
6	1989	禁止存贷款投资于低于投资级的证券	BBB	1	1940 年国会颁布的金融机构恢复-改革法案
7	1991	对货币市场共有基金持有的低等级票据进行限制	A1	1	美国证券交易委员会，1940 年投资公司法案条例 2a-7 的修正案
8	1992	特定资产支持证券的发行商可豁免注册共有基金	BBB	1	美国证券交易委员会，1940 年投资公司法案条例 3a-7
9	1994	对银行和存贷款机构所持有的国际储备各部分的资产支持证券的资本支出进行强制性多样化	AAA BBB	1	联邦储备系统、货币监理署、联邦存款保险公司、储蓄机构监管署，追索和直接信用替代品提案
10	1998	仅交通运输部能够对投资级项目提供信用支持	BBB	1	——
11	1999	限制国家银行建立金融分置机构	A	1	金融服务现代化法案，1999

资料来源：《新世纪信用评级研究与探索》

四、美国三大评级机构完备的风险管理参数

除历史声誉与监管依赖之外，评级质量是评级机构话语权的基础。为了更好地服务于投资者，对评级结果进行检验，三大评级机构构建了违约率、迁移率与挽回率等风险管理参数，以达到评级质量把控的目的。依靠近百年评级实践所积累的数据基础，三大评级机构均建立了复杂、完备的风险管理体系，并被三大评级机构用来展示其评级质量和专业能力，以获得投资者的认可。

（一）三大评级机构风险管理的主要参数

1. 违约率

违约率主要用于检验评级结果的准确性和可比性。违约率是指发生违约事件的比率，可以通过历史数据进行测量。具体来看，违约率通常分为两种：一种是以发行人的数目作为计算的基础；另一种是以债券的发行金额作为计算基础。前者可以近似认为是对发行人主体违约概率的测算，后者则更加关注债券的违约情况，两种违约率计算方式类似。就计算方法来看，违约率的计算又包括静态池法

与动态池法。

三大评级机构中，穆迪同时计算发行人数目的违约率与发行金额的违约率，标普和惠誉则均仅计算基于发行人数目的违约率。在违约率计算方法上，穆迪对违约率的计算采用动态池法，另使用平均违约位置、投资级发行人违约率、违约前平均信用等级来更好地展示违约情况；标普与惠誉则采用静态池法，并用平均累积违约率和基尼系数来展示评级质量。

2. 迁移率

迁移率主要用于评级结果的稳定性和一致性检验。迁移率统计的是期初到期末级别的变化情况，通过迁移矩阵，可观察到各级别的迁移情况。总体上，高级别的迁移率相对于低级别的迁移率低，即高级别比低级别稳定；多年迁移矩阵显示，原始评级较低的债务工具，其违约率也更高。

SEC 和欧洲证券与市场管理局（ESMA）要求信用评级机构定期披露等级迁移矩阵。在三大评级机构有关评级质量的制度中，标普在《评级质量指引》（Guide to Ratings Performance）中将等级迁移矩阵定位为测量与解释评级结果质量的一种方法；穆迪在《评级质量术语表》（Glossary of 穆迪 Ratings Performance Metrics）中详细解释了穆迪如何计算违约率、迁移率和评级表现指标；惠誉虽然没有明确将等级迁移矩阵视为评级质量的检验方法，但在每年发布的《迁移和违约研究》报告中说明了该指标如何影响评级的稳定性。

3. 挽回率

挽回评级是通过情景分析来评价当发行人发生违约时，特定债务的预期挽回情况。三大评级机构利用其长期积累而得到的稳健的违约数据这一关键优势，开发了专门的挽回评级。通常来说，挽回评级不会影响发行人评级，但对特定债务的发行评级将产生重大影响。

标普挽回评级对象为投机级发行人，使用“1+”~“6”由高到低共 7 个等级的标准来衡量挽回评级结果，分别对应 100%到 0%的挽回率；惠誉的挽回评级对象为发行人违约评级为 B+级及以下的发行人，有“RR1”~“RR6”由高到低共六个级别，对应 100%到 0%的挽回率，根据发行人历史评级及债务担保情况等进行调整；穆迪的挽回率计算包括贷款和债券，类似违约率包含发行人数目和发行金额的计算，挽回率也包含发行人和交易价格的挽回率的计算，结果直接用百分比显示。

根据三大评级机构挽回评级结果显示，债务的挽回率具有以下特征：违约债务的回收率大致与资本结构中的受偿顺序相关，即越优先级的债务，诸如有担保的银行债务，挽回率越高；越次级的债券，诸如附属次级债务，挽回率越低；如

果债务具有担保物，尤其是以所有资产做担保，产生更高的挽回率；有更多的易变现担保物做担保的债务比以无形资产做担保的债务挽回率更高；挽回水平与经济周期有关，经济扩张期的回收率明显高于经济衰退期；行业不是挽回率的关键决定因素。

（二）三大评级机构对风险管理参数的披露与检验结果

三大评级机构每年定期披露评级质量表现，并就不同行业、区域或券种进行比较分析。

标普按年发布《全球企业违约研究和迁移率》报告，使用静态池技术对受评发行人进行违约率统计，样本区间自 1981 年起。由历史统计可知，评级与违约率之间有明确的相关性：评级越好，违约率越低；评级越差，违约率就越高；随着评级下降，违约率差异也逐渐变大，在 BBB 级和 BB 级之间的跨度，或者说，投资级与投机级之间的跨度尤其大；随着时间的推移，违约水平也每年发生变化。据标普《2016 年全球企业违约研究和迁移率》报告，标普所评全球企业中，AAA 级 10 年期的平均累积违约率为 0.72%。

穆迪按年发布《企业违约率与挽回率》报告。报告中研究了违约、迁移和挽回率以及评级行动等主要趋势，包括按行业和地区进行独立分析。历史统计结果显示：在过去 30 年中，违约债务的挽回率大致与资本结构中的受偿顺序相关，受偿顺序越靠前，则平均回收率越高。当违约位置以低价交易方式而不是破产时，挽回率通常较高。

惠誉按年发布《迁移和违约研究》报告，报告中研究了分地区（全球、北美、EMEA、亚太地区、拉丁美洲、新兴市场）的等级迁移情况，样本区间自 1990 年起，券种方面统计美国公共融资、全球基建项目金融、全球公共融资、全球结构融资的迁移和违约情况。

标普、穆迪和惠誉公布的违约率与信用等级映射的统计资料，其统计结果基本反映了高的信用等级对应低的违约率、低的信用等级对应高的违约率的特征。尽管在个别信用等级上存在着倒挂，即高的信用等级对应了相对高的违约率，但这些机构并未对此进行隐藏或粉饰。迁移率和挽回率也表现出对级别较好的区分度。这些行为及其长期的数据统计结果，反映信用评级机构基本做到了独立、客观、公正和科学的风险揭示。也正是这些行为和结果，培育了信用评级机构的信誉，使得投资者监管机构可以选择资信评级机构的评级结果作为监管的依据和风险管理的参数，使得美国三大评级机构在美国甚至国际上具有话语权。

五、经济全球化与美国三大评级机构的国际化

随着美国三大评级机构凭借自身独立地位和对信息收集、整理、加工和处理的的优势,其在经历几次经济危机检验后所建立的良好声誉逐步得到了信用评级市场的认可,同时 NRSROs 以及美国监管部门对评级结果的使用为美国三大评级机构创造了有限的竞争环境,助推其逐步走向垄断竞争的地位。

20 世纪 80 年代之后,美国债券市场凭借其较低的利率、稳定的汇率和开放的资本市场吸引了大量的主权国家和私营部门,债券市场参与者范围的扩大、发行券种的日益丰富、各国债券市场规模的增大带来的活跃的跨境融资以及政策和投资者对 NRSROs 出具评级的认可和依赖,为 NRSROs 的战略扩张提供了成长的土壤。同时,冷战之后世界经济活动开始超越国界,通过对外贸易、资本流动、技术转移、提供服务等方面形成相互依存、相互联系的全球统一经济体,促进资源和生产要素在全球合理配置,资本和产品在全球流动,科技在全球扩张。尤其是 21 世纪以来,经济全球化与跨国公司的深入发展推动了跨境融资,使得国际信用评级业的评级服务需求日益增强,并呈现出评级机构集中化、业务全球化、受评对象扩大化和技术方法模型化的特点。在此背景下,信用评级机构,特别是三大评级机构开始向全球扩张,推动国际信用评级的繁荣和发展。

随着信用评级国际化发展内外需求的增加,三大评级机构在纵横两方面进行战略扩张。纵向业务发展方面,三大评级机构不断开拓本土信用评级业务,除传统的证券和公司信用评级外,其开始对结构性融资产品、理赔能力和国家主权进行信用评级。自 2008 年由美国次贷危机引发的全球金融危机爆发以来,结构性融资产品如商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)、抵押支持证券(MBS)和资产支持证券(ABS)的评级成为信用评级市场重要的竞争领域,而根据 SEC2017 年度报告,标普、穆迪和惠誉依旧占据了美国市场超过半数的份额²。而三大评级机构对全球各个国家开展的国家主权评级也成为走向国际化不可或缺的一步。IMF 在 2010 年发布的报告中指出,评级机构对主权信用评级所给出的风险排序在某种程度上是可以被证实的,例如 1975 年以来所有出现过违约的国家,都曾在违约发生前一年被给予“非投资级”评级。因此,在活跃的跨境融资环境下,三大评级机构给予的主权信用等级成为投资者对一个国家判断的依据。

横向地域方面,三大评级机构在巩固本土市场地位的同时把目光转向了全球资本市场,它们通过新设海外机构和办事处、兼并重组、参股当地评级机构的方式进行全球业务布局,逐步确立其在全球范围内的垄断地位。欧洲债券市场是三大评级机构国际化的主要目标,20 世纪 60 年代初欧洲债券市场形成时,经济全

² 这里的市场份额是指所发行的债券以美元计价的收入。因三大评级机构客户范围存在交叉,因此市场份额之和高于 100%。

球化和自由化理念使得欧洲各国监管当局基本未对评级市场准入机制进行约束和限制，三大评级机构利用先发优势在欧洲各国设立分支机构或通过兼并重组的方式，推广其评级业务和标准，实现信誉资本垄断。尽管随着欧元区的诞生，金融一体化进程加快，欧洲部分国家的金融市场出现了本土评级机构，但仍未能与美国三大评级机构抗衡。从 2017 年 12 月 20 日 ESMA 发布的《信用评级机构市场占有率报告》来看，2016 年标普、穆迪和惠誉在欧盟市场的占有率³分别为 46.26%、31.27%和 15.65%，合计占欧盟信用评级市场⁴的 93.18%，较 2015 年的 92.85%上升了 0.33 个百分点。可见，三大评级机构在欧盟布局的国际化进程仍在加快。

三大评级机构除了在欧美市场得到充分的认可外，还通过设立分支机构、控股或参股本土有影响力的评级机构以及技术合作的方式不断开拓欧美以外的评级市场，进一步巩固在国际市场上的地位和话语权。至今，三大评级机构的业务范围已经拓展到了亚洲、拉丁美洲、非洲和中东等地区。近年来，随着一些新兴市场国家的崛起，本土债券市场上的评级机构所占的市场份额越来越多，但通常由于当地法律法规的限制，三大评级机构只能通过与当地评级机构合作，逐步实现其国际化的业务布局。其中，亚洲信用评级市场中，印度收入排名前三的评级机构中有两家有三大评级机构参股，其中 2013 年标普将在印度最大的评级机构 CRISIL 的持股比例由此前的 52.8%增至 67.8%，而 ICRA 也于 2014 年被穆迪所控制，成为穆迪在印度的子公司。韩国知名评级机构 KIS 于 2016 年被穆迪 100% 控股。拉美国家中，2015 年穆迪收购了秘鲁信用评级领导企业 Equilibrium 实现控股。此外，三大评级机构在非洲均设有分公司，并将业务逐步渗透以色列等中东国家。至此，美国三大评级机构成功实现了其国际化的经营和发展。

图表 4 美国三大评级机构国际化发展概况（截至 2017 年末）

区域	标普	穆迪	惠誉
欧盟	欧盟分支机构（法国、意大利、英国）	欧盟分支机构（塞浦路斯、德国、西班牙、法国、意大利、英国）	欧盟分支机构（德国、西班牙、法国、意大利、波兰、英国）
亚洲	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 中国：上海新世纪-技术合作 中国台湾：中华信用评级-51%股份	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 中国：中诚信-49%股份 韩国：KIS-100%股份 印度：ICRA-控股	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 韩国：Korea Ratings-74%股份 马来西亚：RAM-5%股份 印度尼西亚：Kasnic-持有

³ 这里的市场占有率是指 ESMA 以各评级机构（集团层面）上报的 2016 年在欧盟地区提供信用评级服务和相关辅助服务收到的营业收入为基础，统计出的信用评级行业的市场占有率情况。

⁴ 2017 年 11 月新注册的 Kroll Rating Agency 未纳入统计。

区域	标普	穆迪	惠誉
	印度: CRISIL-67.8%股份 马来西亚: RAM-8.2%股份 泰国: TRIS-持有股份 印度尼西亚: PEFINDO-技术合作		股份
拉美	墨西哥分公司 巴西分公司 阿根廷分公司	秘鲁: Equilibrium-持有股份 墨西哥、巴西、阿根廷分公司	秘鲁: Apoyo&Asociados-持有股份 墨西哥、巴西、阿根廷分公司
非洲	南非分公司	埃及: MERIS-35%股份 南非分公司	南非分公司
中东	以色列: Maalot-100%股份	以色列: Midroog-51%股份	——

资料来源: 新世纪评级根据公开资料整理

第二章 美国评级行业存在的问题和成因

以国际三大评级机构为代表的美国评级行业经过百年多的发展和积累，已在全球评级行业中处于垄断地位，具有较高的国际话语权。然而，国际三大信用评级机构的评级行动近年来广受诟病，特别是在 2008 年国际金融危机以及随后的欧洲主权债务危机中，国际三大评级机构的大幅下调行动饱受批评。市场各方认为国际评级机构不够客观公正，评级行动存在顺周期问题，评级实践中事前预期不足、事后的频繁大幅调整级别加剧了市场波动。

形成上述问题的主要原因在于，国际三大评级机构的评级理念是建立在以西方国家的政治、经济、法律、文化和企业数据基础之上，评级方法和分析框架并不具有全球普适性，评级结果存在一定局限性和歧视性。同时，因周期长度的不完全可预见性、周期的非对称性和非均匀性，信用评级穿越周期假设不尽合理且并未实际践行，在具体评级实践中存在顺周期性。另外，从近年重大危机或风险事件中国际三大评级机构的评级行动看，受制于信用评级机构或人类对周期的预期能力不足，其评级行动对未来的预期明显不够且不准确，而事后又大规模、大幅度地进行级别下调，未能充分考虑金融市场的稳定性，反而导致了市场波动的加剧，经常遭到相关经济体和国家的公开谴责或质疑。

一、美国评级行业评级标准制定的样本选择局限性

以国际三大评级机构为代表的美国评级机构的评级标准的建立，是以西方国家的政治、经济、法律、文化和企业数据为基础，是有利于西方主要国家或经济体的信用评级。在这一评级标准下建立的评级分析表，存在一定局限性，不利于其他地区的国家或经济体的信用评级，不被这些国家或地区的政府或企业所认可。尤其是，作为崛起中的中国政府和企业、承销商或投资者，一定程度上，在境外发行债券时，并不太认可国际评级机构的评级。

以标普的数据为例，截至 2017 年 9 月 30 日，其所评的 6985 个样本主体中，属于美国的样本主体为 3212 个，欧洲的样本主体为 1531 个，其它发达经济体样本主体为 604 个，新兴经济体样本主体个数为 1638 个。可以看到，所属美国的样本占比达到了 45.98%，而发达经济体整体样本占比则达到了 76.55%。在发达经济体样本占据绝大多数的情況下，其制定的评级标准自然而然地将更加适应发达国家的经济体制和市场环境。而不同经济体或国家的经济体制和市场环境不尽相同，有的甚至相去甚远，例如资本主义经济制度和社会主义公有制经济制度的差异、新兴经济体高速发展的市场环境和发达经济体低速增长的市场环境差异等，忽视这些差异而采用统一的评级标准，其评级结果必然不能完全反映出受评主体

真实的偿债能力。

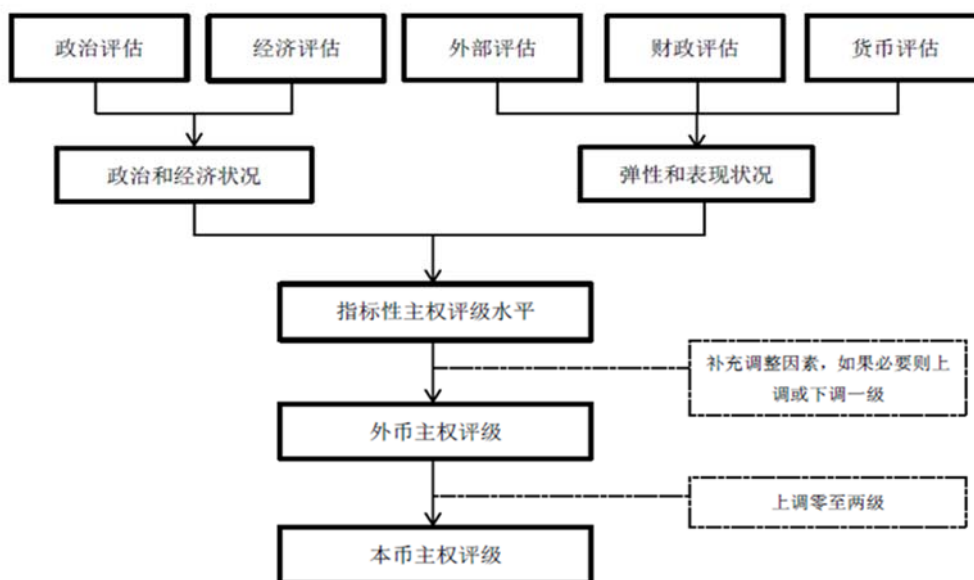
二、美国评级行业国家风险或主权评级的歧视性

虽然美国三大评级机构均有企业实体评级突破主权评级的方法，但从三大评级机构给出的企业实体评级结果来看，实际超出主权级别的企业数量较少，大部分企业级别不会高于所在地区的国家主权级别。所以，在三大评级机构的评级体系中，主权评级虽不完全决定区域内企业实体评级的上限，但会对管辖区域内实体信用等级形成限制。而国际三大评级机构在主权评级的标准中对于经济、政治制度等方面存在一定的主观偏向性歧视，使得其对部分国家的主权评级无法准确的体现受评国家的主权信用风险，从而对受评国家区域内企业实体评级产生影响。

（一）美国三大评级机构的主权评级方法

标普对主权国家信用的分析和评估采用的是定性和定量相结合的模式。定量分析包括对经济效率，政府财政收支和银行或有负债的综合分析；而定性分析则主要针对政治因素和政策制定等政府行为。具体而言，标普的主权信用评级主要从政治、经济、外部、财政和货币五个方面进行评估，其中，政治评估和经济评估结合形成一个主权的“政治和经济状况”，同时外部评估、财政评估和货币评估形成“弹性和表现状况”。

图表 5 标普主权评级框架图



资料来源：标普

惠誉公司认为主权风险分析是对支付债务的意愿和能力的一种定性和定量分析的综合。另外，考虑到政府和公共部门对一国经济的重要性，以及主权行为和政策行动对经济业绩的重大影响，惠誉的主权评级分析不仅考虑了一国的金融

力量，还将许多主权行为因素纳入考量。一般说来，惠誉的主权信用评级分析考虑的因素有以下几方面：（1）宏观经济状况和预期；（2）会使经济对冲击和政治风险以及管理因素的抗冲击能力发生变化的结构性特征；（3）金融部门和银行系统、尤其是和宏观经济稳定性和主权或有负债相关的金融部门和银行系统的稳定性；（4）公共财政，包括公共债务和财政融资的结构和可持续性；（5）外部金融状况，尤其是国际贸易平衡、经常账户融资、资本流动以及（公共的和私人部门的）外部债券的水平和结构的可持续性。

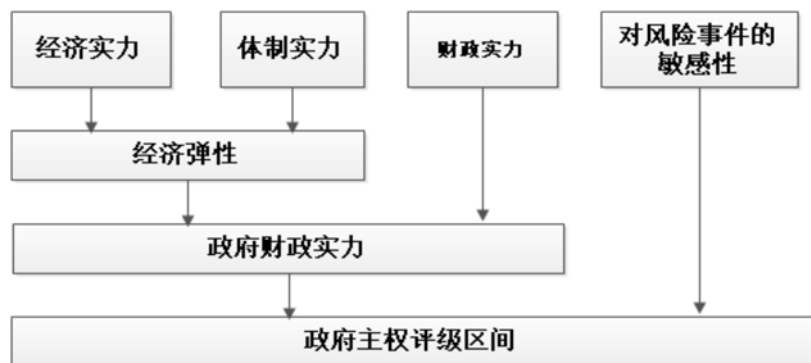
图表 6 惠誉主权评级模型变量

宏观经济状况	经济结构特点	公共财政	外部财政
实际 GDP 增长变动	政府指标的使用	总债务	储备货币弹性
GPI	人均 GDP	作为储备货币的主权国家的总债务	对大宗商品的依赖性
实际 GDP	在全球 GDP 中占比	没有作为储备货币的主权国家的总债务	不作为储备货币的主权国家的官方国际储备
—	距上次违约的年份	预算平衡	主权国家国外资产净额
—	货币供应量	公共外币债务	经常账户收支平衡加上外商直接投资
—	—	利息支付	外部利息支付

资料来源：惠誉

穆迪认为并不存在一个定量模型可以将导致某一政府违约的众多复杂因素都考虑进去，因为根据定量因素所确定的纯模型化的方法不能够掌握政治、经济、金融和社会因素之间相互关系的复杂性，而正是这些因素决定了主权信用的风险程度，因此对主权政府进行评级需要综合考虑定量与定性两大因素。根据这个指导思想，穆迪采取了分步骤评级的方法，共分为三大步骤、四大因素，从经济实力、体制实力、财政实力以及对风险事件的敏感性四个因素来对经济弹性、政府财政实力进行评估，并最终得到政府主权信用等级。

图表 7 穆迪主权评级方法框架图



资料来源：穆迪

（二）美国三大评级机构的主权评级方法的主观偏向歧视

在美国三大评级机构的主权评级方法中，其主观偏向性主要在于对政治、经济、货币制度等方面存在明显的歧视性，以此作为评级标准的核心，而非真正的以国家的债务偿还能力作为其信用评级的核心标准。

在政治体制方面，美国三大评级机构以西方的民主、自由观念和政治体制作作为级别排序的依据，否定了其它政治制度存在的优势，将信用评级政治化和意识形态化，并将其作为评级标准的核心。而在经济体制方面，三大评级机构将私有化、市场化、自由化作为关键的评价指标，强调经济开放度特别是金融开放度对国家信用评级的影响，实际上是借此推行新自由主义和“华盛顿共识”的经济主张。此外，三大评级机构还将银行业的私有化、自由化和对外开放程度作为国家金融风险的主要判断依据并广泛使用世界银行等外部机构制作的具有明显意识形态色彩的指数⁵作为评级依据。这些评级标准基本上将美国的政治、经济等制度作为最高标准，而其它的制度体制在其标准下自然将受到一定的歧视，其评级结果的公平性令人质疑。

在主权评级标准存在主观偏向性的情况下，国际三大评级机构对不同国家的评级结果的差异并不能真实反映两国偿债能力的实际差异。同时，因一国主权评级虽不完全决定该国内企业实体评级的上限，但会对管辖区域内的实体信用等级形成限制，这种主权评级的主观偏向性歧视会传导至该区域内的金融机构和企业，导致国际三大评级机构高估或低估有关金融机构和企业的信用品质。

三、美国评级行业穿越周期评级假设的非合理性

美国三大评级机构的信用评级在评级理念上坚持信用评级穿越周期的分析思路，在信用评级过程中充分考虑宏观经济周期、行业周期和企业生命周期等周期性因素，并坚持审慎的原则对周期性因素和对信用品质的影响进行合理性判定。但受制于信用评级机构或人类对周期的预期能力不足，而周期长度的不完全可预见性、周期的非对称性和非均匀性使得穿越周期分析更加难上加难，所以穿越周期评级假设并不合理。

以经济周期为例，美国三大评级机构在具体的评级实践中就未做到穿越周期。下面以标普及穆迪的评级调整数据为例，结合全球经济增长数据进行分析对比。

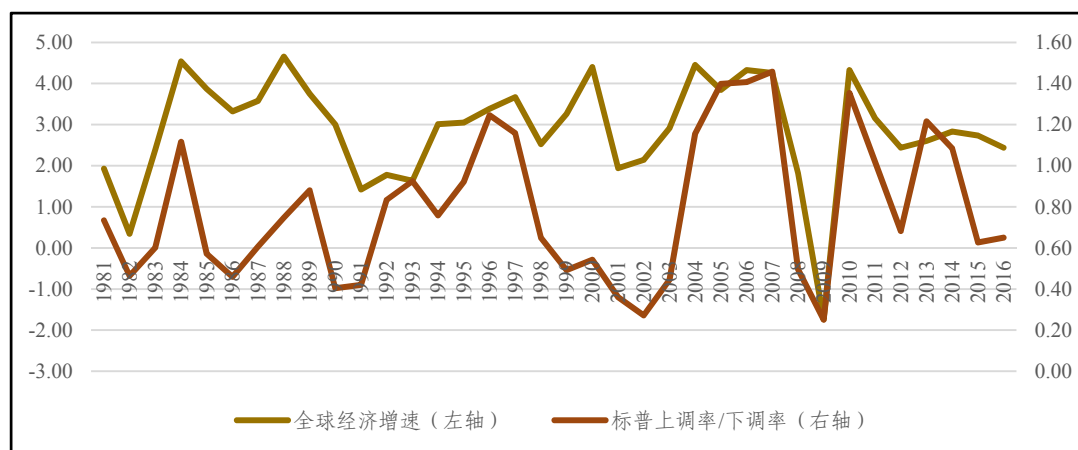
从标普 1981-2016 年的上下调比率⁶数据以及世界银行公布的全球经济增速数据来看，标普的评级调整数据与全球经济增速走势较为一致。相关性检验结果

⁵ 目前使用的指数有五类，即世界银行治理指数、腐败指数、经商难易度指数、全球经济竞争力指数和人类发展指数。

⁶ 上下调比率=上调率/下调率。

显示，1981-2016 年两组数据的相关系数为 0.56，在 99% 的置信区间内显著。其中，在 1981-2007 年两组数据的相关系数为 0.52，2008-2016 年两组数据的相关系数上升至 0.79，均在 99% 的置信区间内显著。首先，这说明标普的评级调整行为与全球经济周期间存在正相关关系，也即标普会随着经济的上行上调评级，反之则下调，呈顺周期性；其次，在 2008 年全球金融危机之后，两组数据的相关系数明显上升，这说明标普的评级调整行为的顺周期性在全球性危机爆发后会更加明显。

图表 8 标普上下调比率与全球经济增速（单位：倍、%）

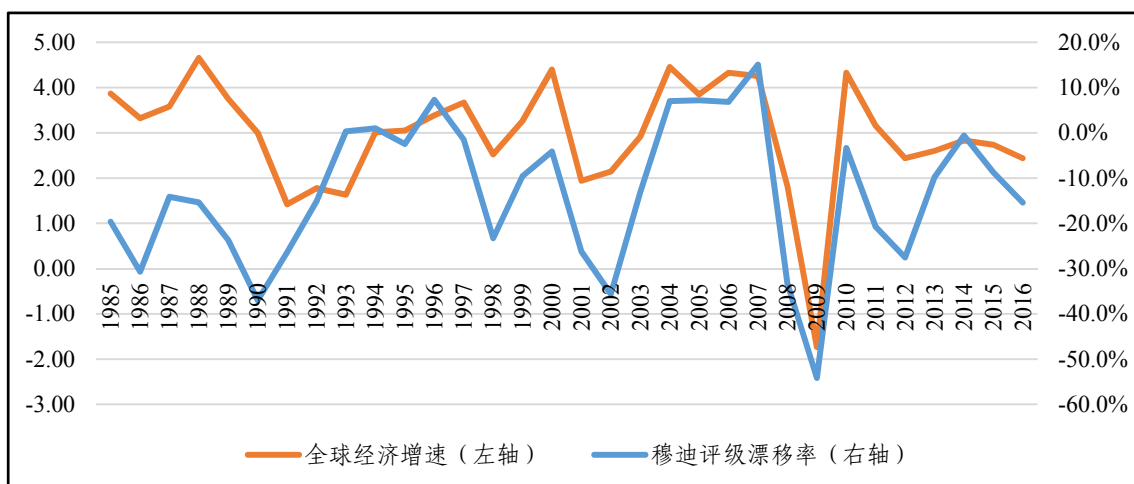


资料来源：标普、世界银行

同样地对穆迪的评级调整数据进行相同的分析，相关性检验结果显示，1985-2016 年间，穆迪的评级漂移率⁷数据与全球经济增速之间的相关系数为 0.64，在 99% 的置信区间内显著；其中 1985-2007 年间两组数据的相关系数为 0.46，2008-2016 年两组数据的相关系数上升至 0.87，均在 99% 的置信区间内显著（如下图所示）。与对标普的调整数据分析结果相比，除相关系数大小略有差异外，呈现的现象一致。

⁷ 是指每年主体评级上调子级数减去下调子级总数然后除以年初主体评级总数再乘以 100%。

图表 9 穆迪评级漂移率与全球经济增长速（单位：%）



资料来源：穆迪、世界银行

对标普和穆迪的评级调整数据与全球经济增长速的相关性分析结果均表明两大国际评级机构的评级调整行动与经济周期贴合度较高，评级调整随着经济周期的变化而变化，且这种特征在全球性危机后更加明显，穿越周期假设与评级行动之间存在一定的差距，合理性不足。

四、美国评级行业评级预期的不足性

美国三大评级机构的信用评级在评级理念上坚持信用评级是对未来的预期，这一理念只能是在一个国家或地区经济正常运行的条件下、企业正常经营管理下的一种预期，无法对突发性的系统性风险、生产经营风险和流动性风险做出准确的预期，以及基于发债企业提供虚假信息、会计师事务所出具虚假审计报告基础上的准确预期。例如，亚洲金融危机、美国次贷危机、欧洲主权债务危机、安然事件。美国三大评级机构在风险事件前没有对风险形成足够的预期，而在风险事件后又大规模地进行级别下调，从而导致了市场波动的加剧，体现了其评级结果事前预期的不足。

（一）亚洲金融危机中美国评级行业的评级质量

早在亚洲金融危机中，美国信用评级机构就因未能先于危机通过评级向市场发出警告、履行其“保障措施”的承诺而受到人们的质疑；危机爆发后为挽救自己的声誉，又骤然大幅降低东亚许多国家的主权评级，加剧了市场恐慌，从而使得危机走向恶化。IMF 在 2002 年的工作文件中称美国三大评级机构对亚洲金融危机负有责任，因其“仓促下调评级，致使局面恶化”。

1997 年 7 月，泰铢发生危机，泰国宣布放弃固定汇率制，实行浮动汇率制。穆迪与标普给予泰国政府公债的信用评级仍为 A 级，直到 12 月才加以调整，同样的事情也发生在印度尼西亚和马来西亚的信用评级上。

1997 年 11 月中旬，金融危机蔓延至韩国，11 月 17 日，韩元对美元的汇率跌至创纪录的 1008：1；11 月 21 日，韩国政府不得不向国际货币基金组织求援，暂时控制了危机。但到了 12 月 13 日，韩元对美元的汇率又降至 1737.60：1。而穆迪直到 12 月 21 日才将韩国的主权信用等级下调 6 个子级至 Ba1 级，标普直到 12 月 22 日才将韩国的主权信用等级下调 10 个子级至 B+级，其后标普又在 1999 年上调韩国 4 个子级至 BBB-级。

图表 10 亚洲金融危机中标普、穆迪的信用评级表现

	失败评级（日期）	更正评级（日期）	缺口调整	主要因素
标普				
1997：泰国	A(1997-09-03)	BBB-(1998-01-08)	4↓	外汇储备枯竭
1997：印度尼西亚	BBB(1997-10-10)	B-(1998-03-11)	7↓	资产质量恶化
1997：韩国	AA-(1997-10-24)	B+(1997-12-22)	10↓	外汇储备枯竭
1997：马来西亚	A+(1997-12-23)	BBB-(1998-09-15)	5↓	资产质量恶化
1998：韩国	B+(1998-02-18)	BBB-(1999-01-25)	4↑	外汇储备重新增加
穆迪				
1997：泰国	A2(1997-04-09)	Ba1(1997-12-21)	5↓	外汇储备枯竭
1997：韩国	A1(1997-11-27)	Ba1(1997-12-21)	6↓	外汇储备枯竭
1997：印度尼西亚	Baa3(1997-12-21)	B3(1998-03-20)	6↓	资产质量恶化
1997：马来西亚	A1(1997-11-21)	Baa2(1999-09-14)	4↓	资产质量恶化

资料来源：United Nations, “Credit Rating Agencies and Their Potential Impact On Developing Countries”, No.186, January 2008.

（二）美国次贷危机中美国评级行业的评级质量

2008 年的美国次贷危机几乎完全重演了十年前亚洲金融危机，甚至三大评级机构对高杠杆金融衍生品的过高评级被普遍认为是引发次贷危机的一大因素，而危机爆发中骤然大幅下降评级的行为则再次加剧了市场恐慌，推动危机走向恶化。G7 委托金融稳定论坛（Financial Stability Forum, FSF）所做的研究报告这样总结评级机构在本次危机中的作用：“在此次金融动荡中，信用评级机构的不佳表现不但促进了动荡的形成，而且加快了动荡的演化。”

导致此次金融危机的最直接原因是美国次级抵押贷款规模的大幅扩张。2004-2006 年，美国次级抵押贷款占抵押贷款的比例由不到 8%上升至 20%左右；而在次级抵押贷款中，一些高风险抵押贷款所占比重更高。当市场处于持续繁荣期时，信用评级机构对评级标的信用评级通常偏高，而自身存在的利益冲突又促使信用评级机构倾向于进行虚高的信用评级。因此，在次贷危机爆发前，信用评级机构对次级抵押债券的信用评级整体虚高。据标普发布的研究报告统计，在 2005-2007 年间，新上市的 CDO 类别中获得 AAA 级信用评级的占比达 85%。惠誉公司 2007 年 7 月的统计报告中同样显示，有 73.7%的中间等级 CDO 产品获得

了 AAA 级信用等级。然而，次级抵押债券的信用等级与在金融市场中的现实表现并不相符。在获得高信用评级的同时，次级抵押债券的市场违约率在 2006 年第四季度却达到了 14.4%，到 2007 年第一季度更进一步提升至 15.75%，这充分表明了用评级机构对大量基于次级抵押债券的结构性金融衍生品的评级是不当的。

（三）欧洲主权债务危机中美国评级行业的评级质量

2009 年 10 月，希腊债务空洞曝光，标普、穆迪和惠誉三大信用评级机构相继调降了希腊的长期主权信用评级，这成为欧洲主权债务危机的导火线，并迅速波及欧洲其他国家。在 2010 年和 2011 年，希腊、葡萄牙、西班牙、爱尔兰和意大利的主权信用等级被多次下调，虽然欧盟及成员国采取了财政紧缩、紧急援助、建设财政联盟等多种应对方式，但欧债危机并没有根本解决。2012 年，财政一向稳健的法国和奥地利被降级，德国、荷兰和卢森堡的主权信用评级展望也从稳定调为负面。

以葡萄牙为例，2011 年 3 月 24 日，惠誉宣布，将葡萄牙的长期外币和本币发行人违约评级由“A+”下调至“A-”，将该国短期发行人违约评级由“F1”下调至“F2”，并将这两项评级列入负面观察名单中。同日，标普也宣布，将葡萄牙长期主权信用评级下调两档，从“A-”下调至“BBB”。2011 年 3 月 29 日，标普宣布，将葡萄牙的主权信用评级由“BBB”下调一档至“BBB-”，这是标普两周内第二次调降葡萄牙主权评级，该机构同时将希腊的主权信用评级由“BB+”下调两档至“BB-”，且上述评级前景展望均为“负面”。2011 年 11 月 24 日，惠誉也将葡萄牙主权信用评级由 BBB- 下调至 BB+（惠誉的 BB 评级即被市场认定为垃圾级）。

在欧洲主权债务危机发生前的长时期内，评级机构并没有侦测到希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙等欧盟成员国中债务风险的积累，而在危机爆发后连续下调这些国家的主权信用评级。在欧盟和国际货币基金组织出台救助希腊的方案之后，标普依然将希腊主权评级降至“垃圾”级，客观上加剧了金融市场上恐慌情绪的蔓延。欧盟委员会主席巴罗佐（Barroso）因此严厉批评三大评级机构，称他们让金融市场的悲观情绪遮蔽了判断，评级过于周期性，过于依赖市场情绪而不是基本原则。

（四）安然事件中美国评级行业的评级质量

二十一世纪初，一些重要公司的破产动摇了评级机构的公信力，尤其是安然公司的破产，对于美国评级机构来说是一个巨大的信誉灾难，安然事件甚至导致萨班斯－奥克斯里法案提早获得通过。

2001 年 8 月，当普通投资者已经对安然公司的盈利能力和现金流向产生怀

疑时，标普和穆迪仍旧维持安然公司的债券信用等级在“投资级”。2001年10月16日，穆迪才将安然公司的信用评级展望调整为负面，并于随后的10月29日将安然公司信用等级下调至Baa2，展望仍为负面。而标普直到2001年11月1日、惠誉直到2001年11月5日才下调安然公司的信用等级。此后，2001年11月9日穆迪将安然公司的企业债券信用等级降至Baa3级。尽管对安然公司的债券信用等级予以调降，但直到2001年11月28日，标普、穆迪和惠誉三大信用评级机构才将安然公司的债券信用评级下调至“投资级”以下，而在4天后的12月2日，安然公司就提出了破产申请。在安然事件中，三大评级机构事前未对安然公司真实的财务状况作出准确的预期，事件爆发后频繁下调信用等级，更是在破产前几天大幅下调，体现出事前预期的明显不足。

图表 11 美国评级机构在安然事件中的评级表现

日期	破产前天数	标普	穆迪	惠誉
2001年8月15日	110	BBB+	Baa1	BBB+
2001年10月16日	48	BBB+	Baa1(负面)	BBB+
2001年10月29日	35	BBB+	Baa2(负面)	BBB+
2001年11月1日	32	BBB- (负)	Baa2(负面)	BBB+
2001年11月5日	28	BBB- (负)	Baa2(负面)	BBB-
2001年11月9日	24	BBB- (负)	Baa3(负面)	BBB-
2001年11月28日	5	B-	B2	CC

资料来源：彭博

第三章 中美评级质量的比较分析

一、信用评级质量比较的维度和指标

（一）信用评级的准确性和指标

信用评级的基本功能之一是风险揭示功能，这就要求信用评级应具有风险区分能力，即不同的信用等级对应不同程度的信用风险。同时，高信用等级对应低信用风险，低信用等级对应高信用风险，也体现出了信用评级应具备的风险排序能力。信用级别对信用风险的区分能力和排序能力是考察信用评级质量的重要方面，也是衡量信用评级是否准确的主要方面。

信用评级的准确性通常通过违约率进行检验。对一家企业给出的信用等级，会受到宏观经济环境、公司所处行业和地区、经营状况、外部支持等多方面因素影响，但是为什么给出这个等级，而不是更高一级也不是更低一级，是综合上述影响因素得到的对该公司违约风险的相对评价。不同的信用级别应当对应不同的违约风险，即不同的违约率。违约率是评级机构对评级质量准确性检验的核心指标。

不同级别对应不同的违约率，体现了信用评级的风险区分能力，另一方面，违约率是否出现倒挂，即出现高信用等级违约率高于低信用等级违约率的情形，可以反映信用评级的风险排序能力。在对信用评级机构的评级质量的评价中，违约率的倒挂次数也成为国内监管机构使用的一个参考指标。

各个评级机构对信用等级的评级定义、符号、评级方法等各方面都不尽相同，对评级机构之间的评级质量进行比较相对困难，而相同统计口径和计算方法下，违约率为不同评级机构间的评级质量比较提供了一条路径。同一等级下，违约率低的评级机构的评级质量要高于违约率高的评级机构的评级质量。

国际评级机构对信用评级准确性的检验还有一些指标，也都是建立在对违约样本进行分析的基础上，如标普的洛伦兹曲线与基尼系数、违约前平均信用级别，穆迪的平均违约位置、违约前平均信用等级等。

（二）信用评级的稳定性和指标

信用评级是对受评对象在特定时期内偿还债务的意愿和能力进行评价的一种相对意见，应该在一定时间内保持稳定，稳定的信用评级能够让投资者形成稳定的风险预期。只有在受评对象的信用风险发生实质性变化，且这一变化在未来一段时间内不会发生改变的情况下，评级机构才做出相应的评级调整。评级调整不应过于频繁，频繁地调整级别可能会使得投资者不断调整信用产品持仓，加剧

市场波动。

信用评级的稳定性体现在其具有穿越周期性，具体而言，在信用评级过程中充分考虑宏观经济周期、行业周期、产品生命周期和企业成长周期等周期性因素，并坚持审慎的原则来合理判定周期性因素对信用品质的影响。同时，需要注意的是，由于周期长度的不完全可预见性、周期的非对称性和非均匀性，使得穿越周期分析的结果具有一定的顺周期特征。但是，这种顺周期性在波动幅度和频率上要小于周期本身的幅度和频率，且信用等级越高顺周期性的特征越不明显。

衡量信用评级稳定性，通常通过迁移矩阵对等级变动情况进行分析比较。通过迁移矩阵可以观察到各信用等级维持原信用等级以及迁移到其他信等级的情况。维持原信等级的比例越高，信用评级的稳定性越高，迁移到其他级别的比例越高，信等级的稳定性越差。

迁移矩阵是评价评级质量稳定性的通用指标，国际三大评级机构每年发布的相关年报中均会披露该数据。另外，穆迪还采用级别波动率和评级逆转率两个指标来反映评级结果的变动频率、变动幅度和变动方向，从而检验评级结果的稳定性。从国内评级机构评级质量稳定性的衡量指标来看，不管是监管机构还是投资人，越来越多地使用的是级别大幅调整的次数。

对于评价评级结果稳定性的指标的理想值设定没有一个绝对标准，评级结果要兼顾稳定性和精确性，既不能对信息过度反应而频繁调级，也不能对信息反应迟滞而缺乏预警性，而应当对受评对象信用风险发生根本变化时做出适当的评级调整。

二、信用等级分布特征的比较分析

（一）中美评级的信用等级分布特征比较分析

标普评级所评企业主要集中在欧美等发达国家，截至 2017 年 9 月末，标普全球评级主体数量 6985 家，美国市场、欧洲市场、新兴市场占比分别为 45.98%、21.92%和 23.45%。其中，中国企业占新兴市场的比重为 12.15%，仅占标普所评全球企业的 2.85%（如下图所示）。

图表 12. 标普所评主体区域分布（截至 2017 年 9 月 30 日）

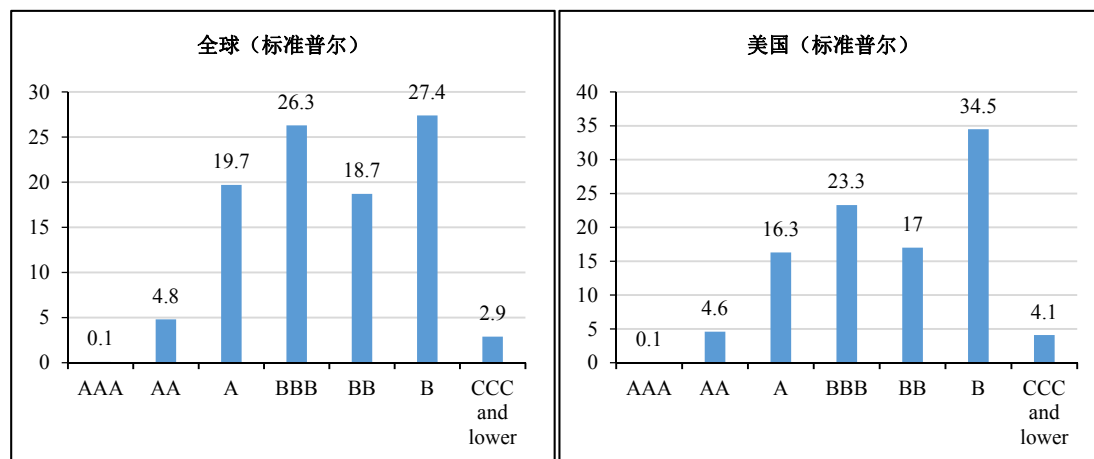
主体区域	美国	欧洲	其他发达国家	新兴市场	全球
主体数量（家）	3212	1531	604	1638	6985
主体占比（%）	45.98	21.92	8.65	23.45	100

资料来源：标普

从标普全球评级信用等级分布来看，信用等级分布呈现出两边低、中间高的形态，接近正态分布。标普所评全球主体信用等级主要分布在 A 级~B 级，AAA

级和 CCC 级及以下主体较少。从标普全球评级中美国企业信用等级分布来看，A 级~B 级的占比分别为 16.3%、23.3%、17%和 34.5%；目前标普给予美国主权信用等级为 AA+级，受评级上限影响，标普对美国企业评级超过 AA+级的很少，AAA 级的主体仅有 2 家（如下图所示）。

图表 13. 标普全球评级和美国评级信用等级分布（%）



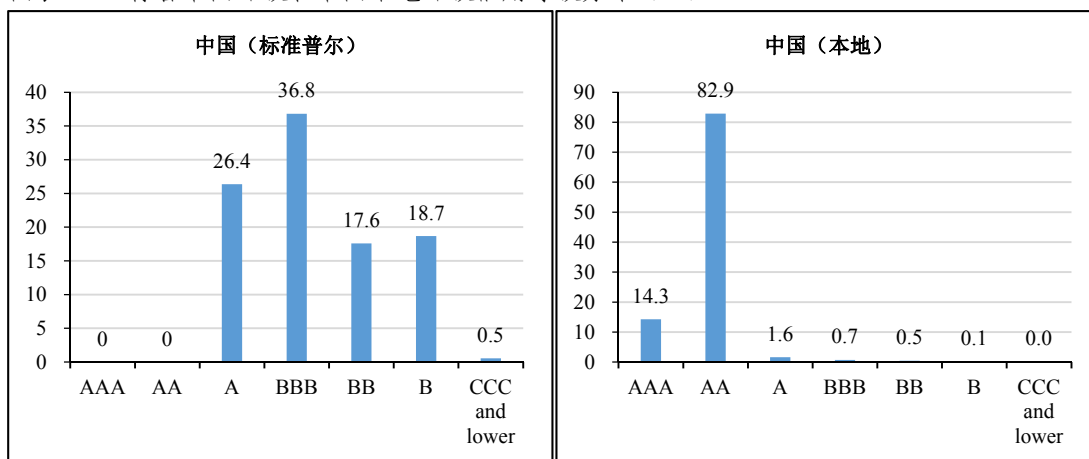
资料来源：标普

从标普中国企业信用等级分布来看，中国企业信用等级主要集中在 BBB 级，其次是 A 级，CCC 级及以下主体很少，无 AAA 级和 AA 级主体，主要是因为标普给予中国主权信用等级为 A+级，对中国企业的评级尚无超过主权评级 A+级。由于标普所评中国企业样本较少，仅有 200 家左右，且多数为信用资质较高的大型国有企业，标普对中国企业的评级相对集中，BBB 级和 A 级占比分别为 36.8% 和 26.4%。

从中国本地评级来看，国内信用评级机构所评本地企业的信用等级分布相对集中，主要集中在 AA 级，占比达到 80%以上，其次为 AAA 级，二者合计占所有受评企业的 90%以上。

对比标普对中国企业信用评级分布，本地评级信用等级整体上高于标普给予中国企业的信用等级，且更为集中；目前，国内信用评级机构除大公给予中国主权本币信用评级 AA+级外，其他机构均给予 AAA 级，与标普的 A+级存在较大差异，这是造成国内外评级机构对中国企业评级分布差异的主要原因（如下图所示）。

图表 14. 标普中国评级和中国本地评级信用等级分布 (%)



资料来源：标普、彭博数据库、新世纪评级

(二) 中美评级的等级差异形成原因分析

1. 中国主权信用等级的基准效应

从国内外的评级理论来看，虽然各个评级机构有所差异，但基本观点都认为国家主权信用等级会对该国企业信用等级形成一定限制。国际评级机构的评级准则是在全球评级框架下进行，任何一家主体企业的评级，以该国主权信用等级为基础，基于资本管制、汇率风险、市场经济程度等因素来确定企业的全球评级的信用等级，目前标普给予中国的国家主权信用等级为 A+级，这就使得标普给予中国企业信用等级不会超过 A+级或之上一两个子级。国内大部分评级机构对中国企业的评级都是建立在对国家主权信用评级是 AAA 级的基础之上的，国内评级机构评级体系建设的全球视野发展相对较晚，全球评级与区域评级关系尚需厘清。国内外评级机构对中国主权评级的巨大差异是中美企业评级的信用等级差距较大及中国本土评级信用等级整体上明显高于标普全球评级的主要原因。近年来，随着我国债券市场对外开放扩大、人民币国际化、熊猫债发展加快和“一带一路”建设推进等，我国评级行业对外开放进程进一步加快，国内评级机构开始“走出去”，主权评级逐步推进，评级体系建设仍有较大进步空间。

2. 中国本地评级信用等级分布较窄

鉴于中国债券市场发展历史较短、市场准入等限制，本土评级机构所评主体信用等级主要集中于 AA 级和 AAA 级，二者合计占有所有发行主体的 90%以上，其他信用等级发行主体较少，信用等级分布较窄；而欧美等发达地区债券市场经历一百多年的发展，相关制度比较完善，发债主体涵盖较广，主体信用等级分布较为分散，最高级 AAA 级和 CCC 级及以下主体较少。因此，中国本土评级信用等级分布较窄是中美评级的等级差异较大的又一重要原因。

三、信用评级的违约率和迁移率比较分析

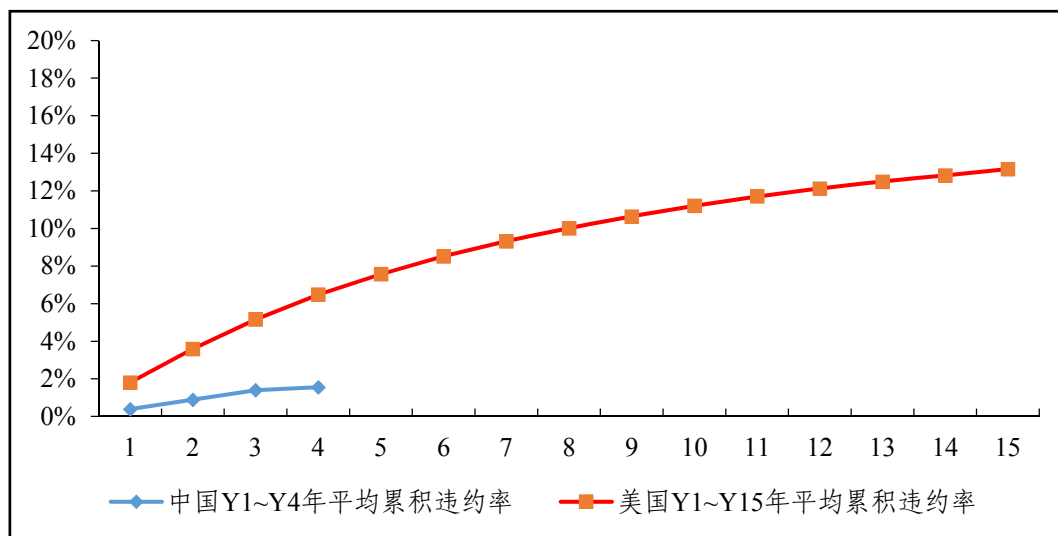
（一）中美评级的违约率比较分析

违约率一般是指历史发生的债务人未能偿还到期债务的实际违约比率。违约率的统计一般需要长期的数据积累和较大的样本量才具有统计意义。对信用评级机构而言，违约率是检验信用评级机构评级准确性的重要工具。

国际三大评级机构均会在每年发布违约率统计报告，但使用的方法不尽相同，为避免统计方法不同带来的统计差异，我们选取同样使用静态池法统计违约率的标普进行比较。目前，标普发布的最新违约率统计报告为 2016 年年报，统计期间为 1981~2016 年，观察期为 1~15 年。中国债券市场首例公募债违约发生在 2014 年，故本统计的时间区间选取为 2014~2017 年，观察期为 1~4 年。

从总样本统计结果看，美国 1~4 年期的总样本平均累积违约率分别为 1.80%、3.59%、5.16%和 6.48%，均高于中国债券市场总样本平均累积违约率 0.39%、0.89%、1.40%和 1.56%，可见，中国债券市场总体违约风险要小于美国（如下图所示）。

图表 15. 中国和美国平均累积违约率对比图（总样本）



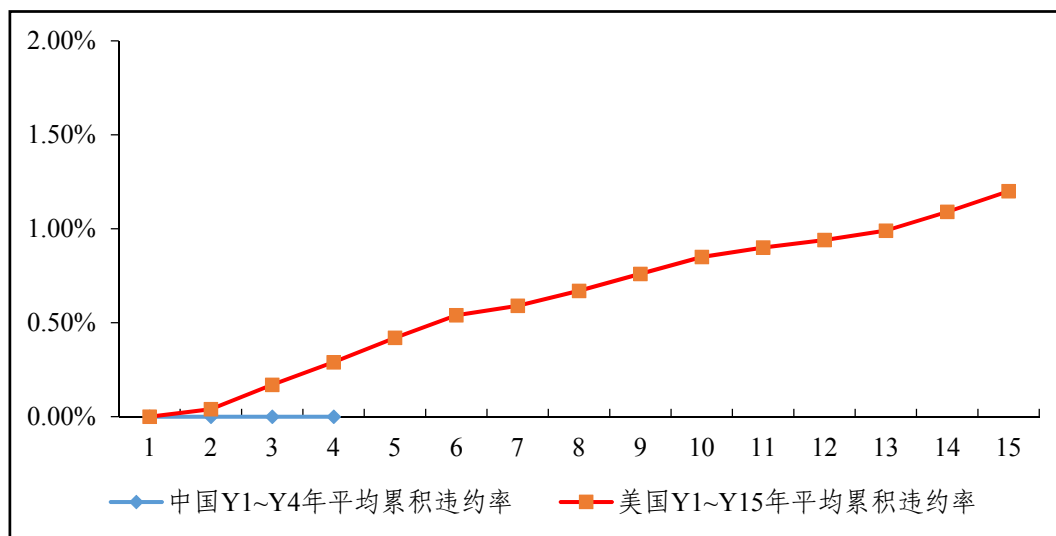
资料来源：新世纪评级、标普

中国债券市场违约率相对较低的主要原因是：首先，长期以来，中国债券市场流动性充足，融资成本相对较低，债务主体偿债压力不大。其次，债券市场开放以来，为控制市场信用风险，债券发行人的进入门槛较高，发行人主体信用等级普遍较高，信用资质不良的企业尚未进入债券市场公开发债，降低了整体的违约风险。最后，很多债券发行人在债券违约之前，已经存在贷款违约情况，但境内债券长期以来没有“交叉违约”条款。虽然 2016 年 9 月交易商协会出台《投资人保护条款范例》提出该条款，但债券发行条款设计中，仍主要是以其他债券是

否违约为交叉违约的触发条件。而银行贷款违约引起的发行人主体违约尚不能完全计入主体违约率统计范围，这也使得国内债券市场违约率计算结果相对较低。

从分等级样本统计结果看，美国 1~4 年期的 AAA 级平均累积违约率分别为 0.00%、0.04%、0.17%和 0.29%，而中国债券市场统计期间内 AAA 级发行主体中尚无违约样本。由此可见，中国债券市场 AAA 级发行主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低（如下图所示）。

图表 16. 中国和美国平均累积违约率对比图（AAA 级）

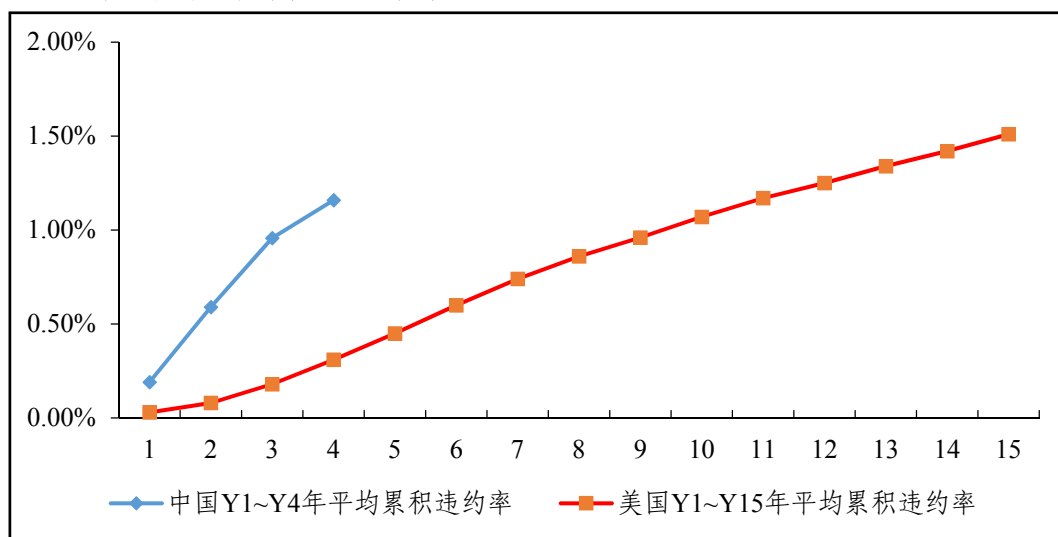


资料来源：新世纪评级、标普

从分等级样本统计结果看，美国 1~4 年期的 AA 级平均累积违约率分别为 0.03%、0.08%、0.18%和 0.31%，均低于中国债券市场 AA 级平均累积违约率 0.19%、0.59%、0.96%和 1.16%（如下图所示）。

从主体违约当年年初各信用等级占比来看，2014~2017 年中国债券市场主体违约当年年初信用等级主要集中在 AA 级，占有违约主体的 41.67%，占比最大。这很大程度要归因于中国债券发行主体的信用等级主要以 AA 级为主，2014~2017 年 AA 级占总发行主体的比例均在 78%以上。总体来看，中国债券市场主体信用等级过于集中，主体发生信用状况恶化时级别调整滞后是导致违约事件较多发生于 AA 级主体的主要原因。中国债券市场信用评级相对集中也使得国内外市场细分等级的违约率高低的可比性降低。

图表 17. 中国和美国平均累积违约率对比图（AA 级）



资料来源：新世纪评级、标普

从中国债券市场 2014~2017 年的违约率统计来看，中国债券市场的信用评级，在等级相对集中的情况下仍表现出较好的风险区分和排序能力，未出现违约率倒挂的现象。

图表 18. 2014-2017 年中国债券市场各信用等级平均累积违约率统计表 (%)

信用等级	Y1	Y2	Y3	Y4
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.19	0.59	0.96	1.16
A	1.73	2.77	3.71	3.71
BBB	3.16	5.31	7.50	7.50
BB	5.08	9.98	15.88	15.88
B	18.75	27.78	27.78	27.78
CCC/C	33.33	33.33	33.33	33.33

资料来源：新世纪评级

（二）中美评级的迁移率比较分析

信用等级调整是信用评级机构重要的评级行动之一，信用评级机构对发行主体的信用等级调整结果可以形成发行主体的信用迁移路径，这反映了债务发行人信用质量的变化。对信用评级机构而言，信用等级迁移是检验信用评级机构评级稳定性的重要工具。

针对中国债券市场主体信用等级迁移的情况，新世纪评级对静态池中的样本进行信用等级迁移情况的统计和分析，研究对象为存续的超短期融资券、一般短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转债、可交换债、可分离可转债、金融债和同业存单发行主体的主体信用等级，基础数据来源于 Wind 资讯。针对美国债券市场主体信用等级迁移的情况，本文采用标普每年定期披露的违约率和迁

移率年度报告作为参考。由于中国债券市场主体信用等级 AA 级以上的样本占比达 90%，投机级样本占比较小，而美国债券市场主体信用等级分布更接近正态分布，因此，中美两国样本分布的差异使得两国迁移矩阵的可比性下降。

为方便表述，一个信用等级保持期初信用等级的比率我们用“维持率”来表示，从可对比的 AAA 级迁移情况来看，中国 AAA 级一年期的维持率为 99.23%，高于美国的 87.29%，可见，中国债券市场一年期 AAA 级主体信用等级保持了相当高的稳定性；中国债券市场 AA+级、AA 级以及 AA-级的一年期维持率分别为 88.35%、91.23%和 74.96%，与美国 AA 级一年期维持率 86.91%不相上下（如下表所示）。

图表 19. 中国债券市场主体信用等级一年期平均迁移矩阵(2012-2017) (%)

	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	99.23	0.63	0.14	-	-	-	-	-	-	-	-
AA ⁺	9.89	88.35	1.33	0.34	-	-	-	-	-	-	0.09
AA	0.03	7.19	91.23	1.17	0.13	0.04	-	0.03	0.03	0.01	0.14
AA ⁻	-	0.21	21.82	74.96	1.96	0.25	0.08	0.04	0.17	-	0.51
A ⁺	-	-	1.01	24.75	69.70	2.27	0.51	0.25	0.76	-	0.75
A	-	-	1.61	1.61	37.10	48.39	-	3.23	-	-	8.06
A ⁻	-	-	6.25	-	6.25	25.00	56.25	-	6.25	-	-
BBB ⁺	-	-	-	-	-	10.00	10.00	40.00	-	-	40.00
BBB	-	-	25.00	-	-	12.50	-	-	-	-	62.50
BBB ⁻	-	-	100.00	-	-	-	-	-	-	-	-
BB ⁺ 及以下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源：新世纪评级

图表 20. 美国债券市场主体信用等级一年期平均迁移矩阵（1981-2016） (%)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	87.29	8.72	0.58	0.04	0.12	0.04	0.04	0.00	3.16
AA	0.53	86.91	7.57	0.59	0.08	0.10	0.03	0.03	4.14
A	0.04	1.77	87.73	5.40	0.40	0.16	0.03	0.07	4.40
BBB	0.01	0.12	3.57	85.97	3.83	0.62	0.11	0.22	5.55
BB	0.02	0.05	0.18	4.99	76.78	7.73	0.60	0.80	8.85
B	0.00	0.04	0.12	0.21	4.72	75.23	4.58	3.92	11.20
CCC/C	0.00	0.00	0.18	0.28	0.74	11.79	44.06	28.85	14.10

资料来源：标普

四、中美评级质量比较分析的结论和建议

（一）信用数据的缺乏使得评级质量准确性降低

由于中国评级行业发展的时间相对国际评级机构来说较短，各评级机构数据

库建设不足、信用数据大量缺乏，表现最突出的就是违约事件较少，评级行业缺乏违约数据积累，使国内的违约率统计缺乏充分的数据基础。中国债券市场自2014年以来，“刚性兑付”才逐渐被打破，债券市场违约步入常态化。而美国信用评级行业已有百年多历史，信用数据积累丰富。这就在客观上要求中国评级机构加快推进数据库建设，为未来违约率统计奠定良好的基础。

（二）等级分布不均衡使得评级质量区分度降低

中国债券市场主体等级分布较窄，2014~2017年中国债券市场主体违约当年年初信用等级主要集中在AA级（包括AA-级、AA级和AA+级），占比41.67%。对于中国债券市场，信用级别区分度不足，不利于识别和判断风险。目前，中国债券市场的发行主体主要是信用优质企业，但级别过度向高等级集中，而且随着获得高评级的企业越来越多，导致同一级别里的企业信用水平差异很大。由于各细分市场不同类型债券发行往往面临着不同的准入条件，其中部分设置有发行人信用等级的要求，监管的要求使得发行人信用等级集中。因此，在改进评级结果分布、提高发行人信用等级分散度方面，需适当逐步放开发行人信用资质限制。

（三）级别调整的滞后性使得评级质量降低

信用评级基于历史信息对未来进行预期，其本身也受到信息不对称和预期能力的影响，导致信用评级的调整具有一定的滞后性。从金融危机期间国际评级机构在结构融资评级方面的表现来看，信用评级的调整并未体现出较好的预警作用。国际评级机构在危机爆发后频繁或者大幅下调相关等级，伤害了信用评级的稳定性。这也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。虽然信用评级确实面临信用恶化难以预见的困难，但从中国违约率较高的AA级的违约案例来看，评级机构在风险揭示充分性、级别调整及时性上仍存在一定改进空间。

（四）中国本土评级机构在国际市场的认可度较低

虽然中国本土评级机构均在稳步推进其国际化发展，但并无机构获得NRSRO认可，与国际三大评级机构在国际市场上几乎垄断的优势相比，中国本土评级机构在国际市场上的认可度仍然不足，中国企业海外发债也更多选择国际三大评级机构进行评级。面对巨大的机遇和生存的压力，信用评级机构应加强与外部各界的合作与交流，同时不断提高自身的业务质量和管理水平。

第四章 主要国家或地区培育本土评级机构的措施和成效

一、欧盟培育本土评级机构的措施和成效

（一）欧盟培育本土评级的起因

1. 欧盟主权债务危机爆发与恶化

美国次贷危机 2007 年爆发，受次贷危机影响，欧洲地区也爆发了银行危机和主权债务危机。欧债危机的开端是冰岛的金融危机。冰岛 1997 年以后金融监管宽松，金融机构快速扩张，金融杠杆高企，在次贷危机的冲击下引发了金融危机。

2009 年 10 月 20 日，希腊政府突然宣布 2009 年的财政赤字占 GDP 的比例将超过 12%，大大超出欧盟允许的警戒线水平 3%，随后葡萄牙政府也宣布 2009 年的财政赤字将可能高达 8%，欧洲主权债务风险逐步暴露。

从政府债务水平来看，在次贷危机后欧洲政府债务水平全面上升。2007 年欧元区政府债务与 GDP 之比为 67%，但自 2008 年开始，政府债务占比逐年攀升，2009 年达到 82%。

之后，国际三大评级机构（标普、穆迪、惠誉）开始密集下调欧洲国家的主权评级，希腊公债的级别还跌入垃圾级，失去从欧洲央行抵押融资的资格，加剧了其主权债务风险。降级还逐步从冰岛、希腊、爱尔兰等外围国家，扩大到意大利、英国等欧盟核心国家，导致政府债务危机传导至银行、政治和社会等方面，欧洲深陷债务危机泥潭。

欧债危机是在欧洲自身经济结构、政策体制、人口福利等问题日积月累的情况下，在次贷危机的影响下逐步恶化，并在评级机构的推波助澜下多种因素共同促成的，在主权政府陷入债务风险-被降级-融资成本升高-债务风险恶化的恶性循环中，加剧了欧洲经济政治的问题，至今欧洲仍然处于缓慢复苏的过程中。

2. 欧盟主权债务危机中三大评级的“添乱”

在次贷危机和欧债危机之前，因为在拉美债务危机、大型企业造假事件如安然公司、世通公司等信用事件中，评级机构均没有事先预警风险，其评级方法和评级质量问题就引起过广泛的质疑。

次贷危机过程中，因为助推结构化金融产品虚假繁荣、事后加剧市场波动、以及可能存在国别偏见等问题，三大评级机构更是成为市场指责的“添乱”对象。

欧债危机爆发后，三大评级公司相继下调了欧元区多个成员国的主权信用评级。以希腊为例，希腊国债被下调至投机级，且部分下调时间发生在希腊到期偿付债务之前，或者欧洲援助方案讨论之际，使得希腊一度面临严重的“退欧危机”。

图表 21 希腊主权信用评级下调过程（文字为评级展望）

评级日期	惠誉评级	评级日期	标普评级	评级日期	穆迪评级
1999-10-25	A-	1997-03-26	A-正面	1997-01-28	A2
2000-03-13	A-关注升级	2001-03-13	A 正面	2002-11-04	A1
2000-07-27	A-	2003-06-10	A+稳定	2009-10-29	A1 关注降级
2000-09-21	A-稳定	2004-09-13	A+负面	2009-12-22	A2
2001-06-20	A 稳定	2004-11-17	A 稳定	2010-04-22	A3 关注降级
2002-10-23	A 正面	2009-01-09	A 关注降级	2010-06-14	Ba1
2003-10-20	A+稳定	2009-01-14	A-稳定	2010-12-16	Ba1 关注降级
2004-09-28	A+关注降级	2009-12-07	A-关注降级	2011-03-07	B1
2004-12-16	A 稳定	2009-12-16	BBB+关注降级	2011-05-09	B1 关注降级
2007-03-05	A 正面	2010-03-16	BBB+负面	2011-06-01	Caa1
2008-10-20	A 稳定	2010-04-27	BB+负面	2011-07-25	Ca
2009-05-12	A 负面	2010-12-02	BB+关注降级	2012-03-02	C
2009-10-22	A-负面	2011-03-29	BB-关注降级	2013-11-29	Caa3 稳定
2009-12-08	BBB+负面	2011-05-09	B 关注降级	2014-08-01	Caa1 稳定
2010-04-09	BBB-负面	2011-06-13	CCC'负面	2015-02-06	Caa1 关注降级
2010-12-21	BBB-关注降级	2011-07-27	CC'负面	2015-04-29	Caa2 负面
2011-01-14	BB+负面	2012-02-27	SD	2015-07-01	Caa3 关注降级
2011-05-20	B+关注降级	2012-05-02	CCC 稳定	2015-09-25	Caa3 稳定
2011-07-13	CCC	2012-08-07	CCC'负面	2017-06-23	Caa2 正面
2013-05-14	B-稳定	2012-12-05	SD	2018-02-21	B3 正面
2014-05-23	B 稳定	2012-12-18	B-稳定		
2015-01-16	B 负面	2014-09-12	B 稳定		
2015-03-27	CCC	2015-01-28	B 关注降级		
2015-06-30	CC	2015-02-06	B-关注降级		
2015-08-18	CCC	2015-04-15	CCC+'负面		
2017-08-18	B-正面	2015-06-10	CCC'负面		
2018-02-16	B 正面	2015-06-29	CCC-'负面		
		2015-07-21	CCC+稳定		
		2016-01-22	B-稳定		
		2017-07-21	B-正面		
		2018-01-19	B 正面		

数据来源：wind,新世纪评级整理

根据世界银行的测算，1999-2015 年全球 20 个被三大评级机构下调主权评级的国家，当主权信用级别被调降至投机级时，短期国债的融资成本平均上升 138BP，接下来再次降级，融资成本平均上涨 56BP。

值得注意的是，在欧债危机过程中频繁调降欧盟成员国主权信用级别的国际三大评级机构，却在次贷危机以及随后的过程中，并没有及时和全部调降美国的主权信用级别，仅有标普于金融危机后第四年即 2011 年将美国的长期评级从 AAA 调降到 AA+，穆迪与惠誉则只是将展望从“稳定”调整至“负面”或“关注降级”，“国别偏见”的质疑由此更加高涨，也是欧盟希望提升评级话语权的重要原因。

3. 欧盟对美国三大评级机构的监管有限

相比美国较为发达的评级市场，欧盟评级行业起步较晚且监管宽松，在正式出台评级机构监管条例之前，欧盟对评级机构主要实行自律监管。自律监管采用的是“遵循或解释”（comply or explain）原则，即评级机构可以采取遵循，或者不遵循但解释原因的做法，对评级机构的约束能力有限。

次贷危机前，欧盟委员会甚至一度认为不需要对信用评级机构（CRA）进行专门立法监管。当时针对欧洲及美国出现了一些金融造假丑闻，使得欧盟委员会一度要求对评级机构的监管进行评估。不过此后，无论是欧盟证券监管委员会（CESR）还是欧盟委员会自身都认为，依靠国际证监会组织（IOSCO）的行为准则自律监管，就已经有助于增强评级公司的透明度和可靠性，不需推出新的针对评级机构的立法措施。欧盟对国际三大评级公司的监管有限导致了其在欧盟评级行业内处于垄断地位，抑制了欧盟本土评级机构的发展。

次贷危机发生后，国际三大评级公司的公信力备受市场质疑，欧盟逐渐认识到评级公司重要的市场地位及其影响力，考虑进行实质性监管。欧盟委员会最早在 2007 年夏天开始着手准备出台相关监管条例；2007 年 10 月 7 日，欧盟各国财政部长齐聚研讨当年金融危机影响时，再次提及评级市场监管问题；2008 年 8 月欧盟委员会形成了一份评级机构监管法律草案；当年 10 月欧盟领导人会议明确进入立法程序加强欧盟范围内评级机构监管。

欧盟当时对评级机构的质疑主要集中在评级公司收费模式及其利益冲突、评级质量不高、评级方法不透明、在欧盟范围内缺乏监管等方面。当时在欧盟及其成员国内，均没有一套完整的注册和监管信用评级的程序。

最终在 2009 年 9 月 16 日正式出台了《欧盟议会和理事会关于信用评级机构监管条例》（EC1060/2009）（以下简称“欧盟 2009 年监管条例”），一般也被称为“CRA I Regulation”，欧盟对评级机构正式进行立法监管。

欧盟通过引入注册制度并降低准入门槛的监管模式打破了国际三大评级机构的垄断格局，同时加强了评级行业的竞争。同时 2009 年监管条例设置了属地

化监管评级机构的基本框架和机制，要求在欧洲的评级机构需要进行注册、接受监管部门监管、避免利益冲突、有稳健可靠的评级方法同时评级活动透明等。

2011 年发布的修改后的评级机构条例（CRA II Regulation EU 513/2011），主要是明确了欧洲证券与市场管理局（ESMA）的职责和监管分工，ESMA 承担 CRA 的注册、日常监管（ESMA 有要求提供相关信息、检查记录文件、现场检查等权利）和采取合适监管措施等职责。同时，该条例对信用评级市场的竞争有了更多考虑、加强了对评级机构的追责和处罚等等。2013 年再次进行修改的监管条例 CRA III regulation 主要对主权评级行为、鼓励投资者内部信评和防止利益冲突、评级机构收费和评级机构追责等进行了规范。

（二）欧盟培育本土评级的措施

1. 欧盟对评级机构的属地化管理

欧盟对评级机构的属地化管理体现在多个方面，包括 ESMA 和各成员国属地监管部门的监管分工、进入门槛要求评级机构在欧洲注册子公司，以及成立欧洲政府机构性质的评级机构设想等方面。

在 ESMA 正式成立时，和各成员国的具体监管部门就有了分工明确，欧盟认为，评级机构不像银行保险等金融机构，业务和注册地关联度很多，评级机构是向全市场提供评级服务，活动范围可能跨越欧洲，因此首先需要一个统一的监管部分，就是 ESMA，在此基础上，为了便于属地化管理，ESMA 将把部分监管权比如现场检查权等交还给各成员国的监管部门。

在市场准入方面，欧盟建立了以注册制为主，以背书、认证制为补充的行业准入门槛。根据欧盟 2009 年监管法规，注册机构仅针对在欧盟境内设立实体的评级机构，成功注册的评级机构通过背书制度可将其境外的关联机构的评级结果用于欧盟境内，而未设立分支机构的评级机构经欧盟对其发布评级信息的第三国评级监管制度进行审查并确认是否符合认证条件后方可申请认证。

（1）注册程序（Registration）

所有评级机构监管条例适用的对象都是要在欧盟区域内注册的机构，但也有一些排除情况，包括四种：一是针对私人要求，仅对其单独提供的且没有公开传播意图的评级报告。二是针对基于消费、商业或工业关系产生债务所做的信用评分、信用评分系统或类似的评估方法。三是由出口信用机构作出的评级，且该评级符合欧盟关于业务的相关要求。四是由中央银行所做的评级，这些评级不用付费、不用公开、但遵守信用评级的诚实性、独立性原则、和成员国中央银行发行的金融工具无关等。

除此之外，评级机构的评级报告要在欧盟范围内获得许可，都需要在欧盟范围内设立法律实体，注册成为外部信用评估机构（ECAI），申请时需要提交股权结构、评级方法、分析师信息、利益冲突管理等方面的信息给 ESMA，ESMA 收到申请报告后 20 个工作日内，需要反馈其申请信息是否完整，如果不完整，要通知申请机构限期补充信息，如果完整也要同时要告知申请机构。之后欧盟需要就申请机构提交的申请信息作出审查，并决定是否通过注册或拒绝，拒绝时要提供完整的描述说明，欧盟评级机构的注册审查还包括评级机构集团的注册程序、收费、以及违反规定等情况撤销其注册资质的内容。

截至 2017 年末，欧盟区域内现有 26 家注册的评级机构，其中标普、穆迪和惠誉都在欧盟注册有法人实体，三家机构在欧盟的市场份额超过 93%。

（2）认证程序（Certification）和认可程序（Endorsement）

欧盟对评级机构属地化监管，除了要求注册外，还有两种国际合作方式，其中之一是认证程序。如果评级公司是在欧盟范围之外设立或者接受监管，同时在欧盟范围内没有注册或附属机构，2009 年的监管条例允许第三国发布的评级报告在欧盟范围内使用，如果这个评级报告满足一些条件，比如是由欧盟认证符合监管条例的评级公司发布，而接受认证表示欧盟认为第三国的监管机制等同于欧盟条例的要求；另外这些评级机构应该对欧盟金融市场的稳定没有系统重要性，目前有巴西、美国、香港、澳大利亚、加拿大、新加坡、墨西哥、阿根廷、日本等 9 个国家和地区的评级监管获得了欧盟的认证。根据 ESMA 对评级机构 2017 年的监管年报，有 4 家评级机构获得了 ESMA 的认证进入欧盟市场。

国际合作的另一种方式是认可程序，即已经在欧盟范围内注册的评级机构可以对其他国家评级机构发布的信用评级机构进行认可，认可程序适用于欧盟范围内最大的几家评级机构，目前超过 2/3 的基于监管目的获得认可的第三国评级，都是通过认可程序，几乎所有的获得认可程序的评级都是非欧盟范围内的发行人和金融工具。

2017 年 ESMA 还对认可程序的部分监管内容进行了更新，比如如果注册在欧盟的评级机构要对一个第三国的评级机构进行认可，需要有足够证据证明这些评级机构接受的监管至少和欧盟的要求一样严格，同时 ESMA 不再自动地认为那些来自 ESMA 正面评价的国家的评级机构自动可以获得认可资格。ESMA 也有权直接要求欧盟评级机构提供其认可的评级报告或第三国评级公司的相关信息。同时当一个评级机构获得认可，ESMA 也要公开其评估方法。ESMA 表示这项更新的关于认可程序的监管措施将从 2019 年正式实施，以给相关机构一定的准备时间。

2. 鼓励本土评级的发展

欧盟对于欧债危机过程中评级话语权旁落深有体会，因此现有一些政策体现了明显向注册在欧盟的一些中小评级机构，即非三大的评级机构的倾斜。

为了提高评级市场的多样性，打破市场垄断，2010年11月，欧盟委员会曾经就新增评级机构咨询过意见，包括新设一个公立的欧洲信用评级机构，不过后来分析显示，设立一个政府机构性质的评级机构，每5年的花费可能达到3-5亿欧元；政府机构性质的评级机构给各成员国进行主权评级时，其独立性可能会受到市场质疑；同时公立评级机构也可能给私营的评级机构带来不利影响，因此最终欧盟委员会决定暂时不再讨论设立政府机构性质评级机构的打算，转而去增加评级多样性。

2013年修改过程中的草案内容显示，欧盟有意在欧洲发展一个针对主权债务评级的特别系统，并再次准备评估设立专门欧盟成员国主权评级机构以及欧盟评级机构基金的可能性，显示欧盟仍有提升区域内主权评级独立性、培育本土评级机构的较强意愿。欧盟还新建了一个欧盟的评级机构平台，自2015年6月起启用。

欧盟对于本土中小评级机构的倾斜政策也不少。在考虑增加评级机构市场多样性时，欧盟提出了评级机构市场的轮换机制。2009年监管明确轮换机制是基于评级分析师，而不是评级机构，不过后来的讨论显示评级机构也应该轮换，如评级机构对同一家发行人连续评级服务不得超过3年，如果是双评级的情况，则只有一家评级公司可以继续提供评级服务，但最长连续时间不得超过6年，若时间中断间隔达到了4年，评级机构又可以恢复对其提供评级，分析师对一家发行人连续的评级也不得超过4年。这样做的原因是此前发行人对于更换评级机构多有顾虑，担心外界将此与其信用质量恶化相联系，但如果是规定要求更换，则可以降低发行人更换评级机构的影响，同时增加市场多样性，减少垄断。

在2013年的最新版本里，轮换机制的要求仅只是针对再证券化产品，且对同一发行人最长的评级时间调整为4年，不过如果评级机构的员工人数少于50人或每年营收少于1000万欧元，则可以不必执行轮换机制，由于这类评级机构均为三大以外的中小评级公司，显示了欧盟对本土评级机构的扶持。

需要注意的是，这些要求更换评级机构的规定，只适用于在欧洲注册的评级机构，不包括评级机构的主动评级以及主权评级，因为这类业务对评级机构的依赖更低。要求评级机构轮流评级的目的，一是提高评级的独立性和评级质量，二是评级市场更加充满活力，给发行人更多选择。

另外, ESMA 每年公布注册类信用评级机构市场份额, 鼓励发行人采用双评级制度时选择至少一家市场份额小于 10% 的评级机构, 若发行人不采用这项建议, 则需要在 ESMA 备份这一决定。此外, ESMA 也会为中小型信用评级机构组织一系列探讨会, 依据 ESMA 的风险控制监管框架就中小型信用评级机构的风险评估领域进行讨论。同时, 针对小型的全球业务范围的认证信用评级机构, ESMA 提供双边交流的机会。

(三) 欧盟培育本土评级的成效

1. 欧盟本土评级机构的数量

根据欧盟 2009 年监管法规, 欧盟将信用评级机构分为注册机构(Registered)和认证机构(Certified)。其中, 注册机构仅针对在欧盟境内设立实体的评级机构, 成功注册的评级机构通过背书制度可将其及其境外的关联机构的评级结果用于欧盟境内, 而未设立分支机构的评级机构经欧盟对其发布评级信息的第三国评级监管制度进行审查并确认是否符合认证条件后方可申请认证。

2017 年, ESMA 撤销了一家评级机构的授权资质, 同时新授权了一家注册类评级机构。截至 2018 年 3 月末, 欧盟信用评级机构数量为 27 家注册类信用评级机构以及 4 家认证类信用评级机构, 数量上与上年增加了一家。注册类信用评级机构中, 欧盟信用评级机构有 20 家, 在欧洲设立法人实体的非欧盟评级机构有 7 家⁸。4 家认证类信用评级机构分别为日本信用评级公司、美国的 Kroll 债项评级机构、Egan-Jones 评级机构以及墨西哥的 HR 评级机构。

图表 22 注册类及认证类信用评级机构列表 (截至 2018 年 3 月末)

分类	信用评级机构名称	注册地
注册类信用评级机构	Kroll Bond Rating Agency Europe Limited	爱尔兰
	BCRA-Credit Rating Agency AD	保加利亚
	Fitch Polska S.A., EuroRating Sp. z o.o., INC Rating Sp. z o.o., SPMW Rating Sp. z o.o.	波兰
	Euler Hermes Rating GmbH, Creditreform Rating AG, Scope Ratings AG, GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH, ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH, Fitch Deutschland GmbH, 穆迪 Deutschland GmbH, Rating-Agentur Expert RA GmbH	德国
	Fitch France S.A.S., 穆迪 France S.A.S., 标普 Global Ratings France SAS,	法国
	ARC Ratings, S.A.	葡萄牙
	穆迪 Investors Service Cyprus Ltd, Capital Intelligence Ratings Ltd	塞浦路斯
	European Rating Agency, a.s.	斯洛伐克

⁸ 分别为标准普尔、穆迪、惠誉、DBRS (加拿大)、A.M.Best (美国)、大公 (中国) 以及 Kroll 欧洲债项评级机构 (美国)。其中, 惠誉、穆迪和标准普尔分别拥有 7 家、7 家和 3 家分支机构。

分类	信用评级机构名称	注册地
	Fitch Ratings España S.A.U., 穆迪 Investors Service España S.A., Axesor Risk Management SL	西班牙
	ICAP Group SA,	希腊
	Fitch Italia S.p.A., 穆迪 Italia S.r.l., 标普 Global Ratings Italy S.R.L., CRIF Ratings S.r.l., Cerved Rating Agency S.p.A., Dagong Europe Credit Rating Srl, modeFinance S.r.l.	意大利
	AM Best Europe-Rating Services Ltd., DBRS Ratings Limited, Fitch Ratings Limited, Fitch Ratings CIS Limited, 穆迪 Investors Service Ltd, Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited, The Economist Intelligence Unit Ltd, 穆迪 Investors Service EMEA Ltd	英国
认证类信用评级机构	Japan Credit Rating Agency Ltd	日本
	Kroll Bond Rating Agency	美国
	HR Ratings de México, S.A. de C.V.	墨西哥
	Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	美国

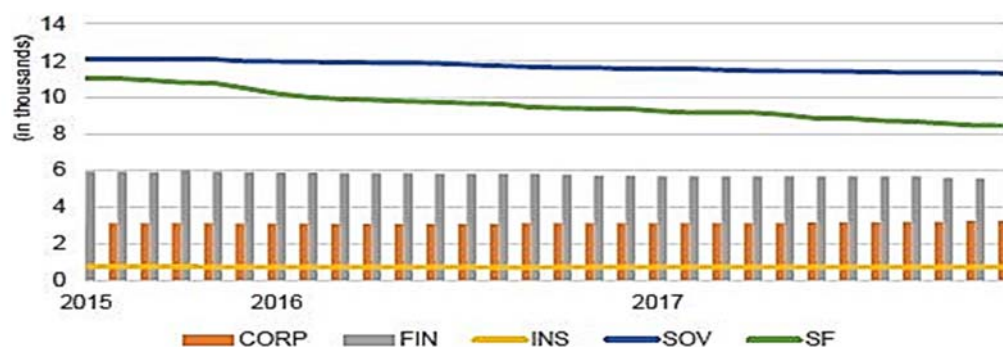
资料来源：ESMA、新世纪评级整理

2. 欧盟本土评级机构的业务规模

根据 ESMA 发布的 2017 年年报，近 3 年以来，国际三大评级机构的存续期内的金融工具评级数量较为稳定。其中，主权及公共融资和金融机构金融工具评级数量小幅下滑，结构融资类产品评级数量持续减少，2017 年评级数量较 2015 年下降 22.7% 左右（图表 28）。同时，ESMA 公布了中小信用评级机构近 3 年的现存发行人评级数量，从图表 28 可以看出，2017 年中小信用评级机构对金融机构现存发行人评级和现存企业发行人评级数量较 2015 年大幅提升。

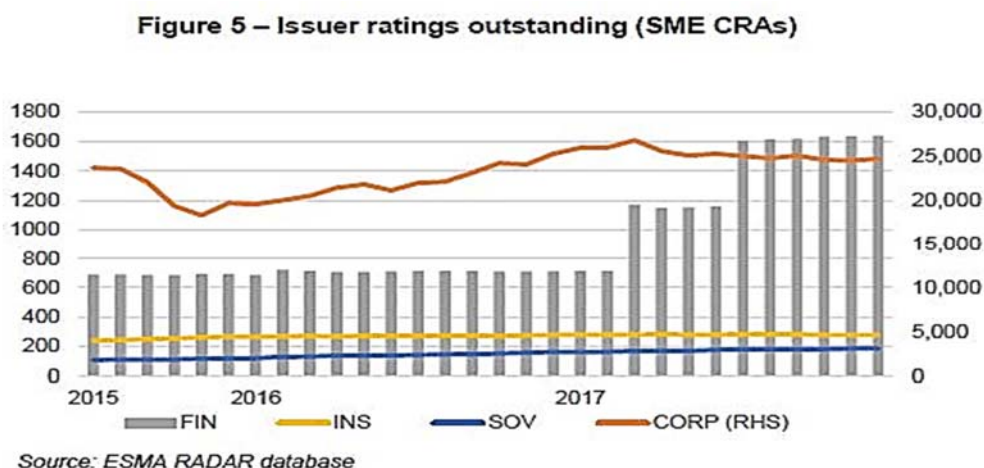
图表 23 国际三大评级机构未偿还金融工具评级数量

Figure 4 – Financial instrument ratings outstanding (three largest CRAs)



Source: ESMA RADAR database

图表 24 中小型信用评级机构近 3 年的现存发行人评级数量



资料来源：ESMA

从市场占有率来看，根据 ESMA 发布的数据，在注册类信用评级机构中，国际三大评级机构的仍处于垄断地位，2017 年三大机构的市场占有率合计为 93.18%。其中，标普的市场占有率增长较快，而穆迪和惠誉的市场占有率略有下降。其他欧盟评级机构的市场占有率仅为 3.98%⁹，且从下表可看出近 4 年来市场份额呈逐渐下降的趋势。

图表 25 2017 年注册类信用评级机构市场占有率（单位：%）

机构名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
标普	39.69	40.42	45	46.26
穆迪	34.53	34.67	31.29	31.27
惠誉	16.22	16.8	16.56	15.65
三大评级机构	90.44	91.89	92.85	93.18
DBRS（加拿大）	1.27	1.47	1.89	1.87
A.M.Best（美国）	0.72	0.79	0.93	0.9
大公（中国）	<0.01	0.02	0.04	0.07
其他欧盟评级机构	7.57	5.83	4.29	3.98

资料来源：ESMA、新世纪评级整理

从评级机构业务范围来看，27 家注册类评级机构中仅有 7 家注册全类别评级机构，其中欧盟评级机构仅有 2 家，分别为 Scope 评级和 ARC 评级；在欧洲设立法人实体的 7 家非欧评级机构中有 5 家评级机构拥有全资质，分别为标普、惠誉、穆迪、DBRS（加拿大）和 Kroll 欧洲债项评级机构（美国）。此外，从单一评级业务获得的资质情况来看，拥有非金融类公司、金融公司、保险公司、主权及公共融资以及结构融资评级资质的注册类评级机构数量分别为 23 家、16 家、14 家、15 家和 10 家，占注册类评级机构总量的比例分别为 85.19%、61.5%、

⁹ 由于 Kroll 欧洲评级授权时间为 2017 年 11 月底，因此 2017 年的市场占有率并不包含此公司。

53.8%、55.56%和 38.5%。

图表 26 信用评级机构获得评级资质情况

机构名称	非金融类公司	金融公司	保险公司	主权及公共融资	结构融资
标普	√	√	√	√	√
穆迪	√	√	√	√	√
惠誉	√	√	√	√	√
DBRS（加拿大）	√	√	√	√	√
Kroll 债券评级（美国）	√	√	√	√	√
A.M.Best（美国）	√	-	√	-	-
大公（中国）	√	√	√	-	-
其他欧盟评级机构	16 家	10 家	7 家	10 家	5 家

资料来源：ESMA、新世纪评级整理

3. 欧盟本土评级机构的影响力

欧盟本土信用评级行业起步较晚，以引进外部评级机构为主。据统计，2010 年欧盟本土信用评级机构数量仅 1 家，为注册在德国的 Euler Hermes 信用评级机构。之后，在 ESMA 政策支持下，截至 2018 年 3 月末，欧盟本土信用评级机构数量增加至 20 家。

图表 27 欧盟评级机构数量变化

机构类型	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
注册机构	欧盟信用评级机构	1	9	13	15	16	19	19
	在欧设立法人实体的非欧评级机构	0	2	5	6	6	6	7
认证机构	1	1	1	2	4	4	4	4

虽然，在数量上欧盟本土信用评级机构远远超过以标普、穆迪和惠誉为主的非欧盟信用评级机构，但其在市场占有率及评级话语权上仍处于劣势地位。国际三大评级机构在欧盟信用评级市场依旧占据垄断地位，且对其评级结果的市场认可度仍高于欧盟本土评级机构。

二、印度培育本土评级机构的措施和成效

（一）印度培育本土评级的起因

1. 以日本为代表的亚洲债券市场崛起

日本自二战后，开始实行外向型经济发展战略，积极引进国外先进技术，走

上“贸易立国”的发展道路，经济高速发展。

进入 20 世纪 70 年代，“第四次中东战争”引发的“石油危机”波及日本，加之“布雷顿森林体系”解体，导致日元持续升值。当时，日本央行采取宽松的货币政策加以应对，导致日本国内通货膨胀严重，经济衰退，财政收入锐减，财政赤字情况加重，日本政府因此大量发行国债。在此期间，日本的国债市场得以迅速发展。

20 世纪 80 年代后期，经历了经济的长期繁荣，日本经济增速开始放缓，日本中央银行为了刺激经济的持续发展，实行宽松的货币政策，大量资金流入房地产和股票市场，致使房地产市场价格暴涨，金融机构大量发放贷款，形成了房地产不断升值和信贷规模不断扩大的恶性循环，最终形成“房地产泡沫”。在此期间，日本政府对国债的依存度有所下降，但之后由于泡沫经济的破灭，经济进入萧条期，日本国债的发行量再次大幅增长。

同时，日本政府开始放松对公司债券的发行管制，两度放宽日本企业完全无担保公司债券的发行基准，1993 年废除了公司债券的发行额度限制和债券托管制度，1996 年又废除了限定公司债券发行企业范围的发债标准，公司债券进入快速发展时期。1998 年日本国债的本币发行规模为 27635 亿美元，公司债券的本币发行规模为 10936 亿美元，合计达到 38571 亿美元，位列亚洲第一。

亚洲其他各主要经济体，自 20 世纪 60 年代起开始推行出口导向型战略，利用西方发达国家向发展中国家转移劳动密集型产业的机会，大量吸收国外技术与资金，陆续走上工业化发展道路，在短时间内实现了经济的快速增长，但债券市场的发展仍然相对滞后，规模偏小。1998 年，亚洲各主要经济体国债和公司债的本币债券市场发行规模如下：韩国 731 亿美元，香港 508 亿美元，新加坡 295 亿美元，泰国 245 亿美元；上述国家国债和公司债的本币债券规模占 GDP 的比例分别为：21%、30%、36%和 22%。

2. 日本信用评级机构的设立

由于公司债券开始实行无担保化，在评级机构缺失的情况下，投资者无法判断债券的安全性，因此，为建立保护公司债券债权人利益的新体系，日本设立了日本评级研究所和日本投资者服务公司等评级机构，采用证券发行方在评级后付费的商业盈利模式。

为了推动债券市场的发展，日本于 1996 年完全废除了《债券发行合格标准》，实现了发债自由化，在此情况下，评级市场形成自由准入、完全竞争的格局。信用评级机构的建立和业务的发展也主要取决于市场因素，监管部门不直接对机构

的设立、业务范围、评级操作等进行监管，评级机构的生存和发展主要由市场决定。

3. 亚投行对亚洲信用评级的培育

亚洲基础设施投资银行(Asian Infrastructure Investment Bank, 简称亚投行, AIIB)成立于2015年12月25日,是首个由中国倡议设立的多边发展银行,提供主权和非主权融资,重点支持基础设施建设。其宗旨是为了改善亚洲及其他地区的经济发展,促进亚洲各国之间的交流与合作。

对于每个申请融资的项目,亚投行都需对其进行评估,具体包括:技术评估、经济评估、财务评估、环境和社会评估、稳健及财务管理评估、法律评估、采购评估、成本收益评估以及风险评估等。必要时,亚投行可以依赖独立第三方对上述一个或多个方面进行评估;可以寻求项目所在地的信用评级机构对项目进行信用质量评估,这为亚洲本土信用评级机构的发展创造了一定机会。

(二) 印度培育本土评级的措施

1. 次贷危机前印度培育本土评级的措施

印度信用评级机构分为服务资本市场的在印度证监会注册信用评级机构和服务非资本市场的非注册信用评级机构。注册信用评级机构提供金融工具评级,包括债券、优先股、结构融资产品、商业票据等;而非注册信用评级机构则提供中小企业信用评级、SSI评级(Small Scale Industry assessment)、个人征信评级等评级。印度监管主要由印度证监会对注册信用评级机构进行监管。非注册信用评级机构由评级业务涉及相关领域的监管部门进行监管,主要是以自律管理为主。

印度培育本土评级采用政府主导的模式,印度储备银行(Reserve Bank of India, RBI)与印度证监会(Securities and Exchange Board of India, SEBI)强制要求对特定证券的发行进行信用评级,创造本土评级需求,推动了本土评级的发展。

RBI在1988年要求对商业票据的发行进行信用评级。同年,印度第一家信用评级机构CRISIL(Credit Rating Information Services of India Ltd, CRISIL)正式开展业务,拉开了印度信用评级行业建设的帷幕。随后几年,RBI和SEBI分别出台了要求对特定的公开发行业务的发行人进行信用评级的法规政策:强制公开发行业务期限超过18个月的公司债券必须进行信用评级(SEBI, 1992);要求非银行金融机构应取得主体信用评级(RBI, 1994)。

此后,SEBI为确保信用评级的公正性和专业性,以及本土评级行业的健康发展,开始对印度信用评级机构进行监管。1999年,SEBI出台了《信用评级机构监管规则》(SEBI Credit Rating Agencies Regulation, 1999),该版法规共有6

章、34 个小节及 3 个附表，分别从信用评级机构的注册、义务、对利益相关方的评级限制、SEBI 监管及调查程序、违约的后续处理程序等五个方面做出了较为全面的规定，是印度对信用评级机构的监管基础。其中，监管要求信用评级机构按照《印度 1956 年公司法》成立公司，向 SEBI 申请注册资质。此后，SEBI 对《信用评级机构监管规则》进行了多次修订，主要新增了对合规总监的任命要求、信用评级在对与其有共同独立董事的证券的评级限制条件、以及对第六章“违约发生的后续程序”中删除大部分内容，规定应按照由 SEBI 发布的《调查官进行查询及施加惩罚程序规则》(Procedure for Holding Enquiry by Enquiry Officer and Imposing Penalty)进行处理。除此之外，SEBI 也出台了诸如《信息披露及保护投资者指引》(Disclosure and Investor Protection, 2000)等法规中信用评级机构做出了相关规定。

同时，为保护本国评级机构的发展，SEBI 在《信用评级机构监管规则》中规定，外国评级机构需在印度有五年以上的评级经验才能有资格申请在 SEBI 注册在案。目前，在 SEBI 注册的信用评级机构共有 7 家，只有 INDIA Ratings and Research PVT 由外资 100%持股。

印度对中小企业信用评级进行政策扶持。2005 年 RBI 要求各公有银行将中小企业贷款成本与信用等级挂钩。此后，NSIC (National Small Industries Corporation, NSIC) 与信用评级机构、印度银行协会以及小工业协会 (Small Industries Associations, SIAs) 合作，为中小企业提供绩效和信用评级方案服务 (Performance and Credit Rating Scheme)，银行则根据评级结果决定贷款条件。该项目为首次参加评级的中小企业提供 75% 的评级费用补贴，鼓励了企业信用评级的参与度，有效培育了市场对信用评级的旺盛需求。此外，RBI 规定银行对于特定金额以上的贷款如未取得信用评级机构的评级，需采用 150% 的风险资产权重，通过对资本充足率的约束使得银行主动采用外部评级。

2. 次贷危机后印度培育本土评级的措施

次贷危机之后，印度从多方面对信用评级行业加强监管。首先，印度重新明确了评级机构监管和评级业务监管职责：SEBI 负责监管注册在案的信用评级机构，RBI、保险监管与发展局 (Insurance and Regulatory Development Authority, IRDA) 及养老金监管与发展局 (Pension Fund Regulatory Development Authority, PFRDA) 等部门分别负责各自范畴内评级业务的监管。在多头监管之下，由财政部、证券交易委员会、印度储备银行、保险监管与发展局、养老金监管与发展局共同组成的金融市场高层协调委员会 (High-Level Coordination Committee on Capital and Financial Markets, HLCCFM) 为主导，发挥协调机制。其次，SEBI 对监管框架进行完善，修订了《信用评级机构监管规则》和《信息披露及保护投资

者指引》、新颁布了《信用评级机构内部审计》(Internal Audit For Credit Rating Agencies, 2010)、《关于发布信用评级机构指引的通知》(Guidelines For Credit Rating Agencies, 2010)以及《信用评级机构人员投资交易利益冲突指引》

(Guidelines For Dealing with Conflict of Interest for Investment/Trading by Credit Rating Agencies, Access persons and other Employees, 2013), 加强信息披露与利益冲突管理, 明确具体处罚措施, 确保现有监管政策与修订后的 IOSCO 行为准则相一致, 旨在增强评级公信力。比如, 在新的法规下, 信用评级机构被强制要求建立内部审计制度, 每半年对评级机构运营、评级程序、投资人申述处理等方面进行审核; 评级机构必须发布规避利益冲突的规范政策、必须披露评级方法论和发行人付费安排、必须披露自身的股权结构、公布评级表现和历史违约数据, 来提高评级的透明度。

(三) 印度培育本土评级的成效

1. 印度本土评级机构的数量

目前, 在印度证监会注册备案的信用评级机构共有 7 家, 其中获得国家中小企业部颁发的中小企业评级资质的有 5 家。标普、穆迪和惠誉分别控股其中三家。

图表 28 印度主要的信用评级机构列表

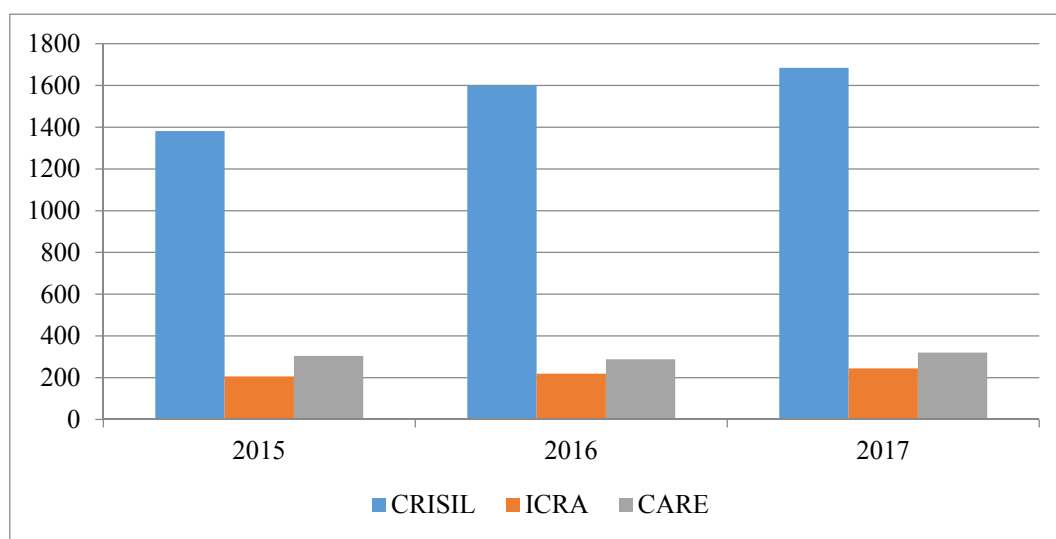
名称	相关背景	是否在证监会注册	是否获中小企业评级资质
CRISIL LTD.	标普为最大单一股东, 持股 66.94%	是	是
INDIA RATINGS AND RESEARCH PVT. LTD.	惠誉 100%持股	是	否
CARE RATINGS LIMITED (以下简称“CARE”)	股东为多家印度国有和民营金融机构	是	是
BRICKWORK RATINGS INDIA PRIVATE LIMITED		是	是
SME RATING AGENCY OF INDIA LIMITED		是	是
INFOMERICS VALUATION AND RATING PVT. LTD.		是	否
ICRA LIMITED (以下简称“ICRA”)	穆迪为最大单一股东, 持股 28.5%	是	是

资料来源: 新世纪评级整理

2. 印度本土评级机构的业务规模

CRISIL、ICRA、CARE 为印度比较大型的评级机构，控制了金融工具/IPO 评级的绝大部分市场份额。根据各公司年报，CRISIL2017 财年的营业收入为 Rs.1684.05 crore，ICRA 为 Rs.244.93 crore，CARE 为 Rs. 320.30 crore。此外，印度的评级公司除了提供评级服务以外还从事研究、咨询等服务，评级收入一般占其总收入的 50%左右。

图表 29 三大主要评级机构收入规模（单位：Rs. in crore）



资料来源：新世纪评级整理

3. 印度本土评级机构的影响力

CRISIL 作为印度最大的评级机构，于 1987 年率先在印度创立，迄今已为 110000 家中小企业和超过 25400 家大中型企业、金融机构提供了评级服务，其评级覆盖了 90% 的印度银行业，评估的债券规模超过 13 亿美元，并对 86 个行业进行研究。在印度监管体系对评级机构没有要求业务隔离的背景下，CRISIL 在研究与分析业务上也取得了重大成就，将全球 3300 多只股票纳入研究范围的同时，对 20% 的外国权益衍生品进行了评估，还负责为全球领先的企业和投资银行提供商业信息，其 7 个研究中心分布于阿根廷、中国、印度和波兰。

三、俄罗斯培育本土评级机构措施和成效

（一）俄罗斯培育本土评级的起因

相对于欧美发达国家，俄罗斯本土信用评级机构成立时间较晚，大多起步于 20 世纪 80 年代，苏联解体后经济体制从计划经济转变为市场经济之后。俄罗斯本土评级机构的诞生主要原因可以分为两个方面，一是以标普、穆迪和惠誉三大评级机构为代表的西方评级体系给予俄罗斯较低的主权评级和金融产品的信用

级别；二是随着俄罗斯债券市场的发展，评级服务需求也随之增长。

1. 以三大评级机构为代表的欧美评级模式存在不足和价值观偏差

欧美信用评级行业经过一百余年的发展，标普、穆迪和惠誉三大评级机构已经建立了成熟的方法体系并掌握了全球话语权，其评级结果已成为世界范围内投资者的重要参考依据。而经历了 2008 年美国次贷危机之后，三大评级机构暴露出自身存在的诸多问题，包括俄罗斯在内的新兴市场国家对于三大评级机构的评级客观性、透明性和公正性存在担忧和疑虑，认为由于欧美评级模式存在政治文化偏向等原因，给予其偏低的主权评级，因此俄罗斯有需求培育本土的信用评级机构。具体体现为经济发展的需要和战略需要两方面。

图表 30 标普、穆迪及惠誉近六年对俄罗斯主权信用评级

评级机构	2012	2013	2014	2015	2016	2017
标普	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB+	A
穆迪	—	Baa1	Baa2	Ba1	Ba1	Ba1
惠誉	BBB	—	BBB	BBB-	BBB-	BBB-

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（1）经济发展需要

三大评级机构对俄罗斯的主权信用评级直接影响到国内外投资者对于其政府、金融机构及企业实体等偿债能力的判断，进而决定了国家整体及国内机构的举债能力和融资成本，主权评级还被认为对股票和外汇市场产生影响¹⁰，甚至进一步传导至实体经济之中。因此，俄罗斯经济的健康发展，客观上需要培育本土信用评级机构，为国家及发债主体提供更加客观、透明和公正的信用评级服务。

（2）战略需要

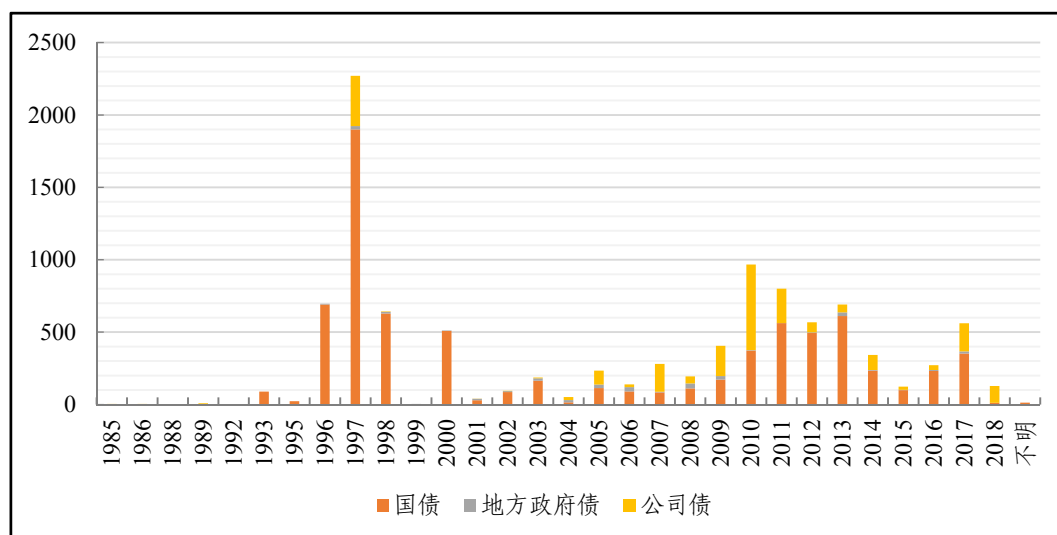
包括俄罗斯在内的金砖国家需要进一步扩大在全球事务中的参与度，增强话语权。包括主权信用评级在内的评级体系从根本上将是国际规则的一种补充，它通过给予优劣评判来确认、巩固或排斥、边缘化特定的标准与规则，故而也是全球治理的一个组成部分。因此成立本土信用评级机构，并在此基础上建立新兴市场国家间的跨国机构、加强新兴市场国家间的交流与合作，是一个改变欧美评级机构对国际信用市场垄断局面的有效之策。

¹⁰ Rodolfo Martell, 'The Effect of Sovereign Credit Rating Changes on Emerging Stock Markets', Krannert School of Management (Purdue University) Working Paper, 2003; Ibrahim Fatnassi, Zied Ftiti and Habib Hasnaoui, 'Stock Market Reactions to Sovereign Credit Rating Changes: Evidence from Four European Countries', IPAG Business School Working Paper Series, No. 111, 2014; Rasha Alsakka and Owain ap Gwilym, 'Foreign exchange market reactions to sovereign credit news', Journal of International Money and Finance, Vol.31, 2012, pp. 845-864.

2. 本土机构发展的市场条件：俄罗斯债券市场发展

俄罗斯债券市场发端于上世纪 80 年代后期，1985 年俄罗斯开发和对外经济银行发行了多支以欧美国家货币计价的价值约 4.08 亿美元的外币债券（全部发生违约），1995 年俄联邦政府发行了第一支以卢布计价的国债，1996 年地方政府债券发行了第一支融资债券。俄罗斯评级业也伴随债券市场同步发展：苏联解体后俄罗斯开始市场经济转型，俄罗斯债券市场经历了第一轮由国债拉动的井喷式发展，俄罗斯开始出现本土评级机构，2000 年后公司债的崛起带动债券市场开始了第二轮更加稳健、快速且持续的发展，以三大评级机构为代表的外资机构也开始进入俄罗斯评级行业建立分支机构，2012 年在俄罗斯债券市场较为成熟的条件下，因不满国际三大评级机构的话语权垄断，中国大公国际资信评估、美国伊根-琼斯和俄罗斯信用评级公司三方联合成立“世界信用评级集团（Universal Credit Rating Group）”，至此俄罗斯评级业基本成型，包括两家本土机构、三家分别由三大评级机构注资的外资机构和一家跨国联合评级集团。

图表 31 俄罗斯债券市场发行规模及结构（单位：亿美元）



数据来源：彭博，数据截至 2018 年 3 月 13 日

（二）俄罗斯培育本土评级的措施

进入 2015 年，俄罗斯颁布专项法律并密集出台多项行业监管制度，设置了严苛的信用评级行业准入条件和行业规范，为本土评级机构的建立和规范发展创造了条件，同时，新的法律制度对外资及合资机构在俄境内的评级活动作出了限制，在一定程度上有利于本土评级机构参与市场竞争。此外，俄罗斯当局也采取行动支持本土机构的组建。

2015 年 7 月 13 日，俄罗斯颁布实施了俄联邦第 222 号法律《信用评级机构在俄罗斯联邦境内开展业务活动法》（以下简称“《业务活动法》”），这是俄罗斯

第一部针对评级机构的专项法律，明确了评级机构在俄罗斯范围内开展业务的前提和要求，包括评级机构的准入条件、信息披露要求、行业标准、评级机构与客户的关系、评级定价、评级机构责任等；另一方面该部法律对包括三大评级机构在内的国外评级机构在俄罗斯境内的业务活动也加以限制，限定国外评级机构只能通过其在俄罗斯的子公司发布评级结果，且子公司也需接受俄监管机构的严格监管，并认同一些特定条件，例如评级结果不能因外部政治压力撤回。这些严格的条件和业务活动限制对于本土评级机构的培育、俄罗斯境内评级行业的规范有重要的意义。

图表 32 《信用评级机构在俄罗斯联邦境内开展业务活动法》的主要条款概述

条款	主要内容
准入	评级机构需要在俄罗斯央行注册，申请方需要提交一份申请和大量材料（包括：直接或间接、独自或和他人合计持有股东大会10%以上表决权的股东的资料，资本金最少为5000卢布的证明，公司治理描述，所有高管、董事会成员和分析师的材料，确认高管和分析师具有资质的材料、评级方法的材料），外资机构在俄本土评级受限
独立性	1、评级活动独立于政治和经济影响。2、防止并监测利益冲突，同时管理并披露利益冲突
信息披露	评级机构必须创建并维护一个网站，并持续披露大量数据，包括：信用评级及展望、以及公开撤销评级的列表，存在和潜在的利益冲突，信用评级披露规则，不同金融工具的定价规则，评级模型方法、关键假设、量化因子和数据源，历年的信用评级，以前年度为评级机构贡献了超过5%的年收入的被评实体和人员
专业标准	评级机构应该形成并由评级委员会通过自己的评级方法。特殊情况下允许违背自己的评级方法，但须在官网披露，不允许经常地违背评级方法。评级机构应当披露信用评级变动时评级方法的前提假设的影响，如果发现方法中存在错误，且已经或可能影响到信用评级，评级机构应修正方法、在网站公布并向央行提交修正版以及错误和采取措施的信息
信用评级合同	以下情况下评级机构可以拒绝提供服务：违背评级活动的独立性原则，需要保护免受政治或经济影响，合约主体间违背诚信、合理和平等的经济关系，提供给评级机构的材料中被发现存在错误信息
评级机构的责任	开发、认可并遵循一种方法；在网站披露信用评级及展望；识别并处理利益冲突，避免冲突对评级造成影响；具有清晰的公司治理结构，聘用具有专业技能的人才等

资料来源：新世纪评级整理

其后，俄央行又陆续发布实施了相关评级机构的业务规范，包括评级机构资本规模的衡量、信用评级委员会工作流程、对内部控制人员胜任能力的评估、评级机构的备案规程、信息共享机制工作规程、对评级分析师专业知识和经验的要求、业务开展期间获取信息的保存要求、信用评级机构利益冲突的防范、向俄罗

斯中央银行报送评级信息要求、披露不定期主权跟踪结果的操作流程、批准附加服务的工作流程以及定期向中央银行报送工作报告的要求等。这些监管制度进一步明确和补充了《业务活动法》中的有关要求和规定，设置了较高的准入门槛和严格的行为规范。

（三）俄罗斯培育本土评级的成效

1. 俄罗斯本土评级机构为高速发展的债券市场提供服务

俄罗斯债券市场规模不大，目前仍处于高速发展阶段。2017 年俄罗斯债券市场上新发行债券 560.94 亿美元，约占当年俄罗斯 GDP 的 7.91%，较 2016 年增长 106.79%（同期中国债券市场新发行债券 83392.03 亿美元，约占中国 GDP 的 28.38%，较上年增长 3.31%）。

其中，企业及金融机构发行的债券增速高于国债和地方政府债的增速。2017 年俄罗斯新发行国债 352.15 亿美元，占总发行量的 62.78%，较上年增长 51.63%；新发行地方政府债 14.88 亿美元，占总发行量的 2.65%，较上年增长 157.75%；新发行公司债 193.91 亿美元，占总发行量的 34.57%，较上年增长 483.27%。

俄罗斯债券市场初期违约事件多发，1985~1998 年发行的 486 只债券中有 50 只发生违约，主要为政府短期债券和俄罗斯开发和对外经济银行发行的债券，涉及违约金额共计 391.31 亿美元。1999 年至今发行的 925 只债券中则仅 1 只发生违约，为俄罗斯 IAZS Republic of Khakassia 酒店于 2007 年底发行的 3 年期约值 1554 万美元的本币债券。

2. 俄罗斯本土评级机构数量增加、行业竞争加大

俄罗斯本土评级取得的一项重要发展是行业竞争加大。2015 年俄罗斯联邦通过立法建立了对评级业的监管，新规要求评级机构在俄罗斯中央银行注册执照，更多机构有望通过注册进入评级行业，同时俄罗斯中央银行宣布计划组织银行、保险和管理公司认股建立注册资金为 30 亿卢布（约 5000 余万美元）的新评级机构。

评级行业的一些特性也使得俄罗斯的评级机构数量难以大规模增长，其一是资产规模、人才和技术资本形成的进入门槛，其二是市场认可度形成的进入门槛。第二点指由于不同机构所颁布的级别在评级方法和质量上存在一致性和连贯性差异，因此市场倾向于依赖声誉较高的少数评级机构颁布的级别来衡量不同发行人所发的各类债券的风险水平，新的评级机构取得市场认可存在较大难度。

俄罗斯本土评级机构自 1980 年代发源，2000 年后经历外资渗透，目前已在俄罗斯中央银行成功备案的有五家。2012 年由大公、伊根-琼斯和俄罗斯评级机

构组成的世界信用评级集团也成为一股新生力量。评级机构数量的增加进一步推动了市场竞争加大。

图表 33 俄罗斯主要评级机构

名称	主要背景
Analytical Credit Rating Agency(ACRA)	俄资
Expert RA	俄资
RUS Rating JSC(俄罗斯信用评级公司)	聘请西方高管
Interfax Rating Agency	与穆迪合资，设立了穆迪控股的Moody's Interfax

资料来源：新世纪评级整理

3. 俄罗斯本土评级在立法监管下逐步规范

俄罗斯本土评级取得的另一项重要发展是通过立法规范使得评级机构利益冲突的问题得到部分解决。一方面，监管提高了对评级机构信息披露的要求。例如，2015 年 7 月发布并即刻生效的俄罗斯联邦法律第 6 条明文规定，评级机构的持股人不能在事实上造成利益冲突，例如，在一家评级机构直接或间接控制 10% 以上投票权的个人禁止投资另外一家评级机构或对其他金融机构或组织实施影响力。在评级机构控股超过 10% 的投资者需主动向俄罗斯中央银行申报。在评级机构持有股份的金融机构、投资银行、保险和再保险公司均不可将持股份额提升超过 20% 等等。

另一方面，评级机构需在监管要求下建立并实施内部控制规范。例如，监管要求公司自行审核评级方法以保证评级质量。每年评级机构的管理人员需要签署并提交报告声明公司实行了内部控制流程。评级机构市场和营销部人员禁止参与评级业务流程等等。

4. 俄罗斯本土评级未来在更多方面有待发展

俄罗斯本土评级的监管要求大多学习自美国和欧盟的经验，由于债券市场和评级业都起步较晚，俄罗斯本土评级在许多方面仍有待发展。

其中一个监管发展方向是引入评级机构担责机制，在评级给投资人造成损失的情况下要求评级机构依法提供补偿。美国 2010 年的《多德弗兰克法案》和欧洲 2013 年的 462 号法令已先后引入担责机制。

此外，俄罗斯立法部门尚未对信用评级的使用给出意见。国际证监会组织（IOSCO）曾在 2008 年的报告中要求银行不能将风险管理外包给评级机构，其自身必须保留风险管理部门并承担相应法律责任。信用评级虽然得到市场和包括美国证监会在内的各国监管方的广泛应用，但信用机构给出的评级结果相较于其

他金融部门的风险评估而言并不具有特殊的监管授权。俄罗斯本土对信用评级的定位如何、银行和金融监管是否采用信用机构的评级作为标准都有待相关部门做出定义。

第五章 中国本土评级机构国际化的可行性

一、中国本土评级机构国际化的战略支点：中国主权信用等级

一直以来，关于中国主权信用等级始终存在着两个截然不同的观点，其背后则隐藏着中国与西方国家之间在信用评级领域话语权的争夺。以标普、穆迪和惠誉为代表的西方传统信用评级机构长期以来始终有失公正客观的态度与评级标准来衡量中国的主权信用状况，导致中国主权信用等级与中国实际宏观经济发展状况出现背离；而同时，以中诚信国际、联合资信、新世纪评级、大公等为代表的中国本土信用评级机构则坚持以事实为依据，结合各自对中国经济发展状况的深入了解，给予中国主权信用较高的评级。

（一）西方传统信用评级机构对中国主权信用状况的描述

目前西方传统信用评级机构给予中国的主权信用等级主要是 A+(A1) 级别，虽然在整个主权信用评级体系中尚处于投资级的较高水平，但同西方主要发达国家相比，中国主权信用级别明显偏低。标普长期给予美国主权信用 AAA 级别，直至金融危机后的 2011 年 8 月才首次下调一个子级至 AA+ 级别，并一直延续至今；标普同样给予德国、英国、法国 AA 至 AAA 的主权信用级别，分别较中国高了 2 到 4 个子级。但就实际经济发展状况而言，2017 年中国 GDP 增速为 6.9%，不仅远高于西方主要发达国家，在新兴市场国家当中也位居前列；此外，从各大评级机构都非常关注的政府债务率、财政赤字及外汇储备（三者基本上决定了一国政府的债务压力及偿债能力）的角度来看，中国的表现都远远优于西方发达国家。所以，西方传统信用评级机构长期以来对中国主权信用状况的描述违背了公平公正的评级原则，尤其是在 2017 年中国政府着力推进供给侧结构性改革，经济增长基础更加稳固，经济增长质量进一步提升的大背景下，标普和穆迪依然接连下调中国主权信用级别更是体现了这种双重标准下的评级霸权主义。

图表 34 西方传统信用评级机构给予中国主权信用等级及展望（截至 2018 年 2 月）

评级机构名称	主权信用级别（本/外币）	展望	评级时间
标普	A+/A+	稳定	2017.09
穆迪	A1/A1	稳定	2017.05
惠誉	A+/A+	稳定	2017.07

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）中国本土信用评级机构对中国主权信用状况的描述

与美国三大评级机构相比，中国主要的本土信用评级机构都给予了中国 AA+ 至 AAA 的较高主权信用级别，除了在信息获取渠道、社会文化了解等方面的“先天性”优势外，中国本土信用评级机构之所以给予中国更高的主权信用级别，

根本原因还是在于对中国改革开放和经济发展成就及未来预期的充分客观认知。综合分析各家评级机构的观点,关于中国主权信用状况有如下判断:(1)中期内,中国政府稳中求进、推进结构性改革将有助于逐步化解发展瓶颈,为经济可持续发展提供保障;(2)稳健中性的货币政策下,银行体系资产质量风险可控,资产泡沫将得到一定遏制,信用环境整体稳健;(3)短期经济继续减速企稳,结构性改革成效初显且持续深化,经济增长将在中长期保持较高动能;(4)短期内各级政府财政赤字虽有上升但增幅可控,中期内中国政府债务负担仍将处于合理区间;(5)中国外债规模极小,经常项目持续顺差、外汇资产规模较大及人民币国际化推进将为中国的外币偿债能力提供有力保障。

图表 35 中国本土信用评级机构给予中国主权信用等级及展望(截至 2018 年 2 月)

评级机构名称	主权信用等级(本/外币)	展望	评级时间
中诚信	None/AA+	正面	2016.03
上海新世纪	AAA _g /AAA _g	稳定	2017.05
联合资信	AAA _i /AAA _i	稳定	2017.05
大公国际	AA+/AAA	稳定	2017.05

资料来源:新世纪评级整理

(三) 中国本土信用评级机构在中国主权信用领域的话语权建设问题

尽管中国本土信用评级机构给予了中国较高的主权信用等级,而且从历史经验来看,相较于西方传统信用评级机构,中国本土信用评级机构的观点更能综合全面的反映中国主权信用风险的实际状况,但由于在全球信用评级,尤其是主权信用评级领域缺乏足够的话语权和国际影响力,中国本土信用评级机构的相关观点并不能被国际资本市场广泛接受,这严重影响了中国经济金融主权的安全,增加了中国企业海外融资的成本。在此背景下,中国本土信用评级机构若想真正实现国际化的目标,构建属于中国自己的主权信用话语权就显得尤为重要。具体措施建议如下:

1. 夯实信用评级行业监管的法律基础。针对我国信用评级行业监管的立法缺陷,应制定一部统领各类信用评级机构的基础性法规,明确信用评级机构的法律地位、权利义务、组织制度、发展模式、市场准入、行为准则及法律责任等基本内容,体现维护国家经济安全和金融安全的重大原则。

2. 依法加强监管,促进信用评级业健康发展。明确监管主体,加强统一监管,彻底改变我国信用评级监管机构分散、政出多门的现象。通过实施机构资质和从业人员执业资格认定制度,完善评级机构统计报告制度和信息披露机制,强化对信用评级机构执业行为的检查和督导,促使其有效、及时和全面地反映被评主体的信用风险状况。

3. 制定国家信用评级产业整体发展战略，使之与我国经济发展和日益增长的全球影响力相适应。制定有针对性的政策和措施，扶持我国本土信用评级机构成长壮大，包括以国有参股的方式发展数个坚持维护国家利益和公平公正原则的信用评级机构。随着人民币国际化的步伐不断加快，应该把跨境贸易人民币结算试点和人民币离岸金融业务，与扶持我国信用评级机构开展主权信用评级结合起来，加强我国在国际金融事务中的话语权。

4. 充分把握“一带一路”建设和亚投行不断推进的机会，积极主动地为广大发展中国家提供公平、公正、客观、专业的信用评级服务，帮助他们的政府和企业“一带一路”和亚投行的框架内分配到应有的信用资源，有效降低融资成本，发展国民经济，在经济全球化的进程中不断开创和平合作、开放包容、互学互鉴、互利共赢的良好局面。

当然，提升本土信用评级机构国际话语权的根本动力还是来自于中国自身经济的持续健康发展，以及中国在整个世界经济体系中所扮演的越来越重要的角色。在此基础之上，中国良好的主权信用状况也会逐步获得国际资本市场的广泛认可，而站在这背后的中国本土信用评级机构也会因此获益良多。可以说，一个“漂亮”的主权信用等级将会成为中国本土信用评级机构国际化的重要战略支点。

二、中国本土评级机构国际化的战略起点：熊猫债市场的发展

2005 年《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》发布，当年 10 月，国际金融公司和亚洲开发银行在境内银行间债券市场发行了规模分别为 11.3 亿和 10 亿的人民币债券。此后的 10 年间熊猫债市场发展较为缓慢，2005 年至 2014 年间共计发行 60 亿元。

自 2014 年以来，央行 6 次降息，融资成本降低；人民币被纳入 SDR 货币篮子，人民币跨境支付结算建设展开，人民币国际化程度提升；资本自由度加大；熊猫债发行条件不断放宽；“一带一路”倡议的提出以及亚洲基础设施投资银行的建立等一些列条件的刺激下，2015 年熊猫债进入快速发展期。2015-2017 年发行的熊猫债数量分别为 11 支、66 支和 35 支，总发行金额分别为 130 亿元、1320.4 亿元和 719 亿元。

同时，熊猫债的发行主体由最初的国际机构发展成以中资企业海外子公司为主，包含境外主权政府、国际机构、金融企业和非金融企业。此外，我国熊猫债券种也趋于多样化，由最初的国际机构债扩展至公司债券、一般中期票据、定向工具商业银行债、短期融资券等。

熊猫债的发展使我国评级机构的评级对象国际化，加大了与国外主权政府、机构和企业之间的金融合作，也加强了国内外债券市场的相互连通。

三、中国本土评级机构国际化的出海港：中国香港

（一）中国本土评级机构国际化概况

伴随着中国改革开放的不断深入，人民币国际化水平的不断提升，包括中国本土评级机构在内的中国金融企业逐步试水跨海走出国门。中国本土评级机构国际化的第一步一般是在中国香港成立评级子公司。目前在港设有可开展评级业务的分支机构的中国本土评级机构共有三家，分别为中诚信、鹏元资信和大公国际。其中，中诚信于 2012 年获得香港评级执业牌照，成立了中诚信（亚太）信用评级公司，成为首家在香港获得金融执业牌照的中国本土评级机构。此后，鹏元资信和大公国际也相继获得香港评级执业牌照，分别成立鹏元资信评估（香港）有限公司和大公国际资信评估（香港）有限公司。

（二）中国本土评级机构在港设立分支机构的主要流程

中国本土评级机构如需在香港成立子公司开展评级业务，必须向香港证监会申请并获得香港评级执业牌照（即 RA10 牌照）。牌照申请公司至少要有两名高管负责公司管理，并在其中任命一名为执行董事，申请公司及其高管、员工和股东都必须符合香港证监会规定的适当人选原则；香港证监会将对申请人的财务状况、员工教育、拟开展业务方面的相关经验以及公司声誉等方面进行评估；同时，公司也要求在香港有实际的办公地址，有经验丰富的管理团队去协助运营公司（详情可参阅 2017 年 4 月版本的香港证监会发牌手册内相关规定）。获得香港评级执业牌照后，评级公司需在香港证监会的持续监管下开展相关评级业务，定期呈报相关财务及业务数据，并缴付年费；评级分析师也需遵守相关职业操守（详情可参阅 2011 年 6 月版本的香港证监会关于提供信贷评级服务人士的操守准则内相关规定）。

（三）中国本土评级机构在香港业务开展情况

中国本土评级机构借助人民币的国际化而不断拓展包括香港在内的海外市场，香港人民币离岸中心的设立，为中国评级业的国际化提供了一条较为明晰的路径。目前，中国本土评级机构在香港资本市场开展的债券评级业务，主要是为内地企业和金融机构，以及香港和国际的企业和金融机构在香港债券市场发行包括人民币债券在内的各种国际货币债券提供评级服务；未来业务将会扩展至更加复杂的产品，包括对结构性债券及金融产品进行评级。2017 年香港市场人民币债券发行额高达 820 亿，随着在香港债券市场评级业务经验的不断积累，同时得益于在信息获取渠道及对国内企业经营、财务和企业文化了解等方面的先天性优势，中国本土评级机构在香港债券市场乃至整个海外市场都将迎来历史性机遇。

四、中国本土评级机构业务的国际化路径：“一带一路”

自习近平总书记在 2013 年 9 月和 10 月先后提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”战略构想以来，全球资本、技术、劳动力等要素持续向一带一路沿线国家汇聚。在短短四年多时间内，已有 100 多个国家和国际组织积极响应支持“一带一路”战略，50 多个国家和国际组织同中国签署了合作协议。“一带一路”国际合作过程中的跨国贸易、投资和资金融通均孕育了大量的信用服务需求，为中国本土评级机构搭建国际服务能力和积累全球影响力提供了黄金窗口。这主要体现在以下几个方面。

1. “一带一路”沿线国家和地区基础设施等领域的投资需求旺盛。据统计，未来十年“一带一路”沿线国家和地区仅基础设施建设领域的投资需求额将高达 8 万亿美元，但这些国家多为新兴经济体和发展中国家，经济实力和融资能力相对较弱。此外，以基础设施建设为优先领域的“一带一路”项目投融资具有规模大、周期长、信息不对称等特性，很多基础设施项目进入资本市场进行融资过程中存在着一大障碍，即信用评级的缺失，这就催生了大量的信用评级服务需求。

2. 以标普、穆迪、惠誉为主导的现行传统国际信用评级体系长期以来对以“一带一路”沿线国家和地区为代表的全球新兴市场实行有别于西方发达国家的**双重评级标准**。譬如许多优秀的中国龙头企业，即使获得国内评级机构和国际资本市场的普遍认可，也会被西方评级机构评定为“投机级”甚至“垃圾级”；而在广大的亚非拉地区，这种“歧视”则更为严重，约 2/3 的非洲国家被排除在全球金融市场之外。显而易见，传统的西方评级体系已经不能完全承担起引导国际资本在“一带一路”沿线国家和地区进行科学配置的重任，“一带一路”建设亟需一个更为科学与合理的评级体系支撑，这成为中国本土评级机构通过“一带一路”走向海外市场的重要突破口。

未来中国本土评级机构借助“一带一路”提高自身的国际影响力和认可度的着力点主要来自两大业务领域，一是“一带一路”沿线国家熊猫债市场的蓬勃发展，二是熊猫债市场背后的主权信用评级业务及海外市场风险识别与管理。

熊猫债是我国债券市场可以对接“一带一路”相关投资项目的**一个重要融资产品**。2017 年 3 月，首单“一带一路”熊猫债在上交所成功发行，发行金额 10 亿人民币，发行人为俄罗斯铝业联合公司。2017 全年“一带一路”熊猫债发行总额为 30 亿人民币，主要涉及俄罗斯、马来西亚、匈牙利三国。未来随着“一带一路”发展战略的逐步推进，熊猫债潜在发行人的范围将持续扩大并吸引更多优质境外发行人，发行总额也将持续提升。

“一带一路”熊猫债市场的蓬勃发展必将带动起相关评级业务的发展。由于熊

猫债天然具有跨国属性，其所涉及的发行人都来自海外，这将为本土信用评级机构走向国际，服务“一带一路”沿线国家和地区提供机遇。加之中国是“一带一路”发展战略的主导国家和主要的资本输出国，中国本土信用评级机构在业务获取方面具有其他西方评级机构不可比拟的“东道主”优势。未来，中国本土信用评级机构可以从熊猫债背后的主权信用评级及海外市场风险识别与管理入手，运用更为科学与合理的评级方法，建立一套统一的评级标准，以衡量不同国家的信用风险，并把不同国家的债务人放进“一带一路”或全球评级矩阵中进行比较，确定其风险坐标，实现评级信息的一致性、可比性与流动性。在此基础上，中国本土信用评级机构一定可以完成“一带一路”信用体系的建设并获得包括“一带一路”沿线国家和地区在内的全球主要资本市场的高度认可，最终实现其国际化的目标。

参考文献

1. 《新世纪信用评级研究与探索》，朱荣恩，2012.
2. 《新世纪信用评级国际研究》，朱荣恩，2015.
3. 《金砖国家独立评级机构建设研究》，姜璐、杨扬、侯筱辰，2017.
4. 《欧美信用评级机构监管经验及启示》，赵磊，2017.
5. 《国际信用评级行业监管镜鉴》，黄鑫、杨健健等，2017.
6. 《欧盟对信用评级的监管及其启示》，姜威、顾勤琳，2014.
7. 《国际信用评级机构在危机中的行为分析及启示》，马林影、赵放，2013.
8. 《国际信用评级体系亟待重塑》，朱光耀，2010.
9. 《地方财政研究》，范思雯，2014.
10. 《剑桥美国经济史（第三卷）》，斯坦利·L·恩格尔曼等，2008.
11. 《评级机构的秘密权力》，（德）霍斯特曼（Horstmann, U.），2015.
12. 《Japanese Corporate Default Rates and rating transition matrices》，R&I，2016.
13. 《2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions》，标普，2017.
14. 《Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2016》，穆迪，2017.
15. 《2016 Transition and Default Studies》，惠誉，2017.
16. 《Non-Financial Corporates Notching and Recovery Ratings Criteria》惠誉，2017.
17. 《Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations》，SEC，2017.
18. 《Corporate Bond Default Risk: a 150-Year Perspective》，Kay Giesecke 等，2010.
19. 《The Credit Rating Agencies（Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 2）》，Lawrence J. White，2010.
20. 新世纪评级研究报告《熊猫债市场发行与评级研究》，2018.
21. 新世纪评级研究报告《我国债券市场多年期迁移研究（2017年）》，2018.
22. 新世纪评级研究报告《2017年度债券市场主体信用等级迁移研究》，2018.
23. 新世纪评级研究报告《2017年债券市场违约率统计年报》，2018.