

国际视野下的信用评级观点

文 / 朱荣恩 姜波

随着国内债券市场的逐步发展，信用评级行业开始受到越来越多的关注。尤其，最近国内外发生的一系列评级事件为我们探讨评级行业的理论问题提供了实证研究的机会。以下是我们以国际视野对信用评级行业有关问题作出的思考和回答。

1. 信用评级有没有统一的标准？

首先，信用评级反映的是前瞻性的观点，是对未来的展望，而不是对过去的鉴定。不同的评级机构对同一个被评对象可能因为各自评级思想、方法的不同，得出不同的评级观点。从评级业发展的历史和现状看，评级机构在方法上尚不存在统一的信用评级标准。

其次，信用评级更具有社会科学的特征，很多要素无法量化处理，更多地依赖逻辑判定；尽管也使用各种量化的分析工具，但是并不能取代逻辑判定的总特征。因此，评级机构对具体发行人或债务工具的评级标准只是内部使用，代表评级机构自身对发债主体和债务工具的基本观点和看法，难以把这些分析的逻辑、标准通用化，并使得其他评级机构接受。正是因为信用评级的这一特征，在成熟市场上形成了发行人寻求双评级（**dual rating**）的惯例。某些时候发行人甚至会寻求多家评级机构对其进行评级，其目的是向投资者展现不同的评级观点来增强投资者对其信用的确认。

最后，就近期对美国主权政府信用状况的不同观点看，国际三大评级机构给出的信用级别都不相同，标准普尔给出了长期信用级别 **AA+**、评级展望为负面；穆迪给出了长期信用级别 **AAA**、评级展望为负面；惠誉给出了长期信用级别 **AAA**、评级展望为稳定。三家评级机构分别给出了不同的评级观点。其中，标准普尔和惠誉之间的观点差距最大，主要是这两家机构对于美国当前主要矛盾以及奥巴马政府解决问题能力有不同认识。惠誉将关注焦点更多地放在美国经济增长而非债务问题上，其对于华盛顿的政治信心也强于标准普尔。这一现象既反映了不同评级机构的不同评级标准，也反映了评级是一种意见或展望，可以存在不同观点。

2. 评级机构有没有定价权？

评级机构对金融产品没有定价权。定价权是一项权力（**Power**）。在市场经济的条件下，价格的确定往往是买卖双方议价的结果。在资本市场上，债务工具的价格也表现为票息率及二级市场上的收益率，这其实是资金供需双方之间议价的结果。评级机构对于发行人或债务工具

的信用评级不过是双方在议价过程中参考的部分信息，无法替代市场其他参与方确定价格。评级机构本身并不参与对债务工具的投资，因此对于债务工具而言，任何一家评级机构都不具有定价权。

2011年4月，标普调降日本主权级别没有造成日本国债收益率的上升，同样2011年8月，穆迪调降日本主权信用评级也没有对日本国债价格造成太大影响。从这次美国主权评级被调降后美国国债的收益率情况看，美国10年期国债收益率并未出现明显上升，反而是有所下降。这些事例中也看出评级机构无法左右市场价格的变化，并没有定价权，有时连参考作用也会失效，这次美国政府主权信用评级被调降后市场的反应就是明证。

3. 评级机构的话语权来自哪里？

评级机构的“话语权”可以有两种理解。一是一项权利（right），即可以独立地发表观点的权利。信用评级是评级机构对于债务工具发行人是否能按合约条件偿还债务发表一种观点的活动。从这个意义上说，任何一家评级机构都可以发表自己的观点，都有话语权。比如，国内评级机构就主权评级方面的观点和国际评级机构的观点有很大的不同，但仍然可以自行发表观点，并未受到限制。二是发挥影响力，对于评级机构而言，能否有影响力取决于是否有公信力。只有有了公信力，评级机构的意见和判断才为投资者所参考，才能在投资者中发挥影响力。评级机构只有通过微观盈利，投入中观和宏观的研究，发表让人信服的研究成果，才能赢得投资者的认可。只有投资者认可了评级机构的公信力，那么该评级机构的观点和判断才有可能被参考。对此，我们应该清醒地认识到，国内评级机构的历史还比较短，要形成公信力还有很长的路要走。所以说，评级机构并不是做过某项产品或评级就获得了公信力，就取得了所谓“话语权”，而是要脚踏实地做好各方面的研究，取得投资者和市场各参与方的信任，逐步赢得市场公信力。从这个意义上讲，评级机构的话语权只能来源于它的公信力，取决于投资者的认可，说到底这“话语权”是投资者给予的。

4. 信用评级是揭示风险还是引发风险？

信用评级反映出的的是一个前瞻性的观点，重点在于向投资者揭示被评对象的风险状况。在目前的市场条件下，信用评级保障了投资者的知情权，使投资者可以免费并及时地了解发行人或债务工具的风险状况，及其变化情况。如果评级机构没有起到揭示风险的作用就会失去投资者的信任，从而被市场淘汰。

在具体的实践过程中，由于多种原因，在投资者或其他市场参与者看来，评级机构的评级活动存在反应迟钝，或是反应过度的情况。比如，在2001的安然事件中，评级机构的行动迟缓，而在2011年持续对陷入债务问题的某些欧洲主权政府采取级别调降行动，受到欧盟诟病。这除了评级机构本身跨周期判断的问题外，还有一个关键问题是“信用评级要不要揭示风险，如何揭示风险？”。显然，目前对于资本市场来说，信用评级并不是一个既能揭示风险又能减

少市场波动的完美机制。评级机构的观点也只是投资者参考的多种信息之一，最终还需要投资者自己做出判断，而不是过度依赖评级机构。在现阶段，信用评级尽管并不完美，但尚未有更好的机制来取代。

5. 国际评级机构是如何形成的？

国际评级机构并非与生俱来，而是随着市场范围的扩大逐步演变发展而来的。1860年亨利·瓦卢姆·普尔（Henry Varnum Poor）出版了《美国铁路与内河航运史》一书。1906年卢瑟·李·布莱克（Luther Lee Blake）成立了标准统计局，1914年成为标准统计公司。1922起，普尔出版公司和标准统计公司开始为企业债券和市政债券评级，1941年两家公司合并，出版了《债券指南》，提供企业债券的评级和统计信息。1890年约翰·穆迪（John Moody）创办了穆迪评级公司，1909年出版了《美国铁路公司投资分析手册》。此后，穆迪开始为债券提供评级。惠誉评级最初就成立于美国，1997年惠誉评级与总部在伦敦的IBCA Limited合并，目前总部设在伦敦。

从国际评级机构的发展轨迹看，国际评级机构都是随着美国本地资本市场发展而壮大，通过长期的技术和数据的积累，获得了投资者的认同。随着美国演变成为各国投资者参与的国际市场后，评级机构也自然成为国际评级机构，服务于全球投资者。在此基础上，1975年上述三家评级机构被美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）认定为全国认可的统计评级机构（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO），进一步奠定了三大国际评级机构的地位。

从国际评级机构的发展轨迹中可以看出，评级机构要成为国际评级机构首先要有其所处国际资本市场的信用评级环境，其次，通过参与国际资本市场的评级活动获得国际投资者的认同，第三，还要获得这些市场监管部门的认可。这三者当中，投资者的认同是至关重要的。

6. 信用评级的全球体系、区域体系、本地体系及其之间的关系

信用评级体系是指评级具有跨行业和跨资产类别可比性和一致性的范围。从评级实践看，信用评级体系大致可分为全球体系（Global Scale）、区域体系（Regional Scale）和本地体系（Local Scale）。这三者之间基本差异在于所涉及范围不同：全球体系评级是基于全球范围的信用风险比较，区域体系评级是基于某一特定区域内的信用风险比较，本地体系评级则是基于一个国家或地区范围内的信用风险比较。这一比较强调的是一致性和可比性，即所评出的信用等级分别要在全球范围、区域范围和本地范围形成一致性和可比性。从实际的信用评级使用来看，这三个不同体系的信用评级分别回应了不同投资者的需求，提供了三个不同的信用评价基准（Benchmark），三者之间也存在着某种对应关系。

正因为可比性的范围不同，对同一家评级机构而言，这三个不同体系的信用评级符号要用不同的前缀加以区分，以便于投资者的使用，避免产生误导。比如，标准普尔的全球体系的评

级符号系列就是 AAA——C；大中华地区区域体系的评级符号系列的特征是前缀符号“cn”，即 cnAAA——cnC；台湾地区本地体系的评级符号系列的特征是前缀“tw”，即 twAAA——twC。

至于一个企业可以获得全球体系的评级，也可以获得其他体系的评级，取决于企业的现实需求。企业如果要在国际资本市场上发行债务工具的话，会更倾向于获得全球体系的评级，以便国际投资者做出比较；如果是在本地市场发行的话，则更多会选择获得本地体系的评级。

7. 主权评级是什么？是否存在“主权上限原则”？

主权评级（Sovereign Rating）中的“主权”是个经济实体的概念，“主权”二字与包括领土管辖权和公民管辖权在内的具有政治涵义的“国家主权”不同，仅仅是指与个人、企业处于同一法律主体层次的政府或组织对其拥有的经济资源的管理权。这些实体除了国家或地区的政府之外，还包括国家之间通过国际条约组成的超国家实体（Supranational Entity），比如欧盟（EU）。

主权评级的评级对象是全球各主权政府或超国家实体，所以主权信用级别只能是全球体系的级别，具有全球范围内的可比性和一致性，即评级高的违约可能性小于评级较低的。

评级实践中，我们看到多数情况下，在一个国家或地区内的私人部门发行人的主体信用级别要比该国家或地区政府的主权信用级别低。这是因为在全球体系的评级中，国家和主权风险是影响被评主体信用质量的重要因素，并且在很多时候当政府的外债偿还能力发生严重问题时，往往会采取外汇管制措施，形成货币汇出和兑换风险（transfer and convertibility risk, T&C risk），进而会影响到私人部门的外债偿还。由此造成了“主权上限原则”的印象。然而，实际上存在企业主体信用级别超过主权信用级别的情况，当然这种情况并不多见。

8. 本币评级和外币评级之间存在什么样的关系？

在主权评级中，主权政府的本币评级可以高于外币评级，这是因为主权政府本币的信用质量受到其所拥有的主权利力的支持，包括发行本地货币，控制本地金融系统等。外币评级高于本币评级的可能性一般来说并不存在，因为对于主权政府而言，无论如何，偿还外币债务要比偿还本币债务困难。

对于非主权发行人而言，本币评级是在不考虑债务计价货币，也没有外汇管制的情况下，反映该主体对债务的偿还能力和意愿。外币评级则是在本币评级的基础上，把该主体获取外币偿还外币计价债务的能力也考虑进来。因此，对非主权发行人的货币汇出与兑换风险评估（T&C assessment）的结果决定了其外币评级的高低。

（本文发表于新世纪公司内部刊物《专刊》2011年第3期）