



# 国际评级机构的调级行为研究

■ 文 / 郭继丰 戴晓枫 周美玲等

## 摘要

境内信用评级机构的信用评级质量成为2017年以来投资者及社会各方普遍关注的问题。就信用评级质量而言，包括信用评级机构给予的信用等级、信用评级等级的调整幅度、信用评级报告等诸多方面，其中信用评级机构的信用等级调整行为是其中的主要方面。本文从影响企业信用等级的主权信用等级、经济周期、行业周期、企业生命周期及典型信用等级调整路径，研究国际评级机构对企业实体信用等级调整行为，以期为境内外投资者及社会各方提供一个思考或比较的窗口，也希望能够为境内评级机构的信用等级调整提供参考。

## 一、国际评级机构微观主体等级调整与主权信用变化的关系

2017年，国际评级机构穆迪和标普先后对中国的主权信用等级进行向下调整，随后对中国境内的金融机构和工商企业也进行了向下调整。2008年，美国的次贷危机引发的欧洲主权债务危机时，国际评级机构对欧洲主权国家的信用等级也进行相

应的向下调整。国际评级机构的这些调整行为的逻辑关系是什么？具有什么特征？

### （一）国际评级机构主权区域内的实体评级与主权评级的关系

主权信用评级是主权政府履行本币或外币债务的能力和意愿，主权评级分为本币评级和外币评级，本币评级是对主权政府以本国货币发行的债务

评级，外币评级是对本国政府以外币发行的债务评级。由于外币债务受货币的兑换和支付能力等因素影响，通常情况下，外部债务风险不低于本币债务风险。对于一个国家或主权管辖范围内的企业评级，一般情况下不会高于主权评级级别（或之上一个子级），因为在相同的经济和金融环境下，相比而言，企业面临的信用风险更多。

从新世纪评级对国际三大评级机构相关方法论的研究来看，国际三大评级机构对企业实体本外币评级高于主权本外币的评级方法差异较大，处理方式各不相同。

标普认为在主权债务违约的情况下，一般企业和政府实体的发行人可能不会违约，其外币评级可能高于主权外币评级。

对于实体所在国家主权评级为不高于A+级的情况，标普模拟压力情景，通过压力测试的方法确定实体在主权级别上可以向上调的子级数，一般分为两档，根据实体对国家风险的敏感度分为高和适中两档，分别对应上调2个和4个子级，则得到了最终的本币评级。

对于外币评级，还需要结合兑换和转移（T&C）风险评估的级别和实体的风险暴露情况，决定在兑换和转移风险级别基础之上可上调的级别数量。标普认为，一般情况下，非主权实体的外币评级不会高于本币评级和T&C评级。对于高于T&C评级的情形，取决于实体对政府实施资本转移和外汇管制的预期弹性，以及在司法管辖区内的风险敞口。

穆迪和惠誉的方法和标准，总体来说，框架相对接近，但在本外币评级上有所区别。穆迪和惠誉引入国家风险上限的概念，认为国家风险上限决定了一国债务发行人的最高信用等级，而非简单地，主权级别代表了主权政府管辖区域内的最高级别，即主权级别并不一定是国家风险上限。

主权风险与国家风险常常被相提并论，但二者

并不相同，主权风险是评估一个主权国家的政府不履行债务的风险，而国家风险的内涵更为广泛，主要指私营部门受到来自所在国的风险，如政治不稳定、政府干预、跨境投融资受限、T&C风险等方面。穆迪和惠誉对国家风险的定义不同，这是导致二者本外币评级国家上限有所区别的根本原因。

穆迪认为国家风险泛指政治、体制、财政和经济等风险因素，无论是来自国内还是国外，对一个国家带来的风险。这些风险包括：政治不稳定风险、政局动荡风险、监管和法律上的不确定性风险、政府干预风险，例如征用或本地资产国有化，以及系统性的经济混乱，严重的金融不稳定，恶劣环境下的货币重新定价风险和自然灾害等等。穆迪的国家风险上限适用于本币评级。

对于国家风险上限，一般地，穆迪是在主权级别的基础上可上调1~2个子级，对于欧元区或其他货币联盟地区的国家风险，级别上限的范围主要考虑退出联盟和债务重组的风险，欧元区的国家风险上限可以在主权级别的基础上向上调6个子级。

对于外币国家上限，穆迪基于历史经验，一般的做法是将外币存款上限设定为不高于主权外币债券评级。因为，在发生危机时，政府经常使用冻结银行外币存款以遏制资本外逃，且政府也认为，对外币存款的违约的影响要远小于政府债券的违约。

对于注册在开曼群岛和巴拿马的离岸银行例外，因为政府对离岸银行的实际控制能力有限，同时，离岸中心对当地经济、就业、政府收入等影响重大，政府对离岸中心实施外汇管制的可能性极低。

与穆迪国家风险定义不同的是，惠誉的国家风险涵盖了政府实施资本和外汇管制的风险，这将严重阻碍私营部门将本币兑换成外币的能力，并将资产对外转移，或偿还外债的可能，即T&C风险。

与T&C风险较强的相关性使得惠誉国家上限标准适用发行人外币评级。惠誉国家上限一般为不高

于主权评级3个子级，对于货币联盟成员国，或拥有超国家货币安排的国家，可最大上调6个子级。

穆迪和惠誉的国家上限方法均为适用在一个国家内经营的实体，即非跨国公司。非跨国公司的发行人评级受到国家上限的限制，而跨国公司的发行人评级不受国家上限的限制，在一定条件下可以突破国家上限，如拥有强大的外国母公司或战略伙伴的外部支持等。

从国际三大评级机构实体评级突破主权评级的方法可以看出国际评级实体本币或外币评级在一定条件下可以超出国家主权本币或外币评级，从国家上限的结果来看，多数国家的国家上限在主权级别之上2个子级以内。从标普和穆迪全球评级给出的实体级别来看，实际超出主权级别的实体数量亦较少，大部分实体级别不会高于国家主权级别。

## （二）主权评级调整预示着区域内实体评级的批量性调整

主权评级虽不完全决定区域内实体评级的上限，但会通过影响国家上限对管辖区域内实体信用等级形成限制，故当主权评级调整后，区域内的部分企业评级亦会有所调整。

一般情况下，当一国（地区）的主权级别和展望进行下调后，其辖区内部分企业级别和展望会有相应下调，部分企业的级别和展望保持不变；当一国（地区）的主权级别和展望进行上调后，其辖区内部分企业的级别和展望会有相应上调，上调幅度不超过主权级别和展望上调幅度，部分企业的级别和展望保持不变。例如2017年穆迪下调中国主权级别，接连一系列下调政府相关实体和金融机构的评级动作。

2017年5月24日，国际评级机构穆迪以“中国政府为实现经济增长将继续实施财政刺激政策，未来中国经济体系整体杠杆率将进一步上升”为理由将中国长期本币和外币发行人级别从Aa3下调至A1，并将展望由负面调整为稳定。

而穆迪对中国的本币债券和存款评级上限仍维持Aa3，外币债券评级上限仍维持Aa3，外币存款评级上限从Aa3将至A1，短期外部债券和银行存款评级上限仍为P-1。

穆迪对中国主权信用级别及展望调整后，紧接着对中国相关企业的评级进行了相应调整。从调整情况来看，不同类型的企业级别调整情况不尽相同。

对于政府相关实体，穆迪对其发行人评级以及展望的调整分为两种情况，一种是同步下调发行人评级1个子级且展望同步调整为稳定，与主权评级的调整方向和幅度保持一致，例如中国移动公司、中国海洋石油总公司等24家公司；一种是下调发行人评级1个子级，展望仍维持负面，如昆仑能源有限公司和国家电网国际发展有限公司，穆迪认为未来一年左右这两家公司以收购为主业务的战略可能会增加其债务杠杆，同时监管制度的不断发展也将对两家公司带来负面影响。

对于银行类主体，穆迪将所有商业银行的长期存款评级的展望以及主体展望调整为稳定，与主权展望保持一致。

此外，由于与主权政府的信用质量密切相关、国家上限原则以及商业银行存款评级中计入了极高的政府支持的假设等原因，穆迪单独下调中国农业银行的长期存款评级1个子级；所有政策性银行和1家租赁公司（国银金融租赁股份有限公司）的发行人评级均下调1个子级，展望与主权展望保持一致。

对于保险类主体，穆迪下调了4家保险公司的保险财务实力评级1个子级，分别为中国人寿保险股份有限公司、中国人民财产保险股份有限公司、中石油专属财产保险股份有限公司以及中国铁路财产保险自保有限公司，其他保险公司级别不变，且所有保险公司主体展望均调整为稳定，与主权展望保持一致。

■ 图表1 2017年5月24日穆迪下调中国企业级别汇总

类别	公司名称	长期发行人评级		
		调整前	调整后	
非金融企业和基础设施类	中国移动有限公司、中国海洋石油总公司、中海石油财务有限责任公司、中国海洋石油有限公司、中国石油天然气集团有限公司、中国石油化工集团公司、中国石油化工股份有限公司、中国神华能源股份有限公司、中国南方电网有限责任公司、中国长江三峡集团公司、中国国家电网公司	Aa3/负面	A1/稳定	
	中国石油财务(香港)有限公司、Sinopec Century Bright Capital Investment Ltd、东风汽车集团有限公司、国家开发投资公司、浙江省能源集团有限公司	A1/负面	A1/稳定	
	昆仑能源有限公司、国家电网国际发展有限公司	A1/负面	A2/负面	
	天津滨海新区建设投资集团有限公司、安徽交通控股集团有限公司	A3/负面	Baa1/稳定	
	天津保税区投资控股集团有限公司、北京汽车集团有限公司、上海建工集团股份有限公司、广州交通投资集团有限公司	Baa1/负面	Baa2/稳定	
	广州地铁集团有限公司、天津轨道交通集团有限公司	A2/负面	A3/稳定	
银行及租赁类	中国农业银行股份有限公司	长期存款评级		
		调整前	调整后	
			A1	A2
	中国农业发展银行、国家开发银行、中国进出口银行、国银金融租赁股份有限公司	长期发行人评级		
调整前		调整后		
		Aa3/负面	A1/稳定	
保险类	中国人寿保险股份有限公司、中国人民财产保险股份有限公司	保险财务实力评级		
		调整前	调整后	
			Aa3	A1
	中石油专属财产保险股份有限公司	A1	A2	
中国铁路财产保险自保有限公司	A2	A3		

注：新世纪评级根据公开信息整理

## 二、国际评级机构的评级调整与经济周期的关系

无论国际评级机构还是境内评级机构在评级的理念上都宣称是“跨周期”评级，即一个评级是可以穿越经济周期，那么从具有良好市场声誉和悠久历史、丰富经验的国际评级机构看，是否在实践中能够实现“跨周期”？若无法实现“跨周期”，评级调整是评级机构的能力问题还是人类社会的普遍认知能力和预期能力问题？

### （一）信用评级的“顺周期”和“跨周期”选择

信用评级作为资本市场的润滑剂，对市场运行具有重大影响。然而，信用评级机构的评级行动在近年来广受诟病，特别是在2008年国际金融危机以及随

后的欧债危机中，国际三大评级机构的大幅下调行动饱受批评。市场人士认为国际评级机构的评级行动存在顺周期问题，在危机爆发前未能作出合理预期并且给出的评级结果过于宽松，而在危机爆发后又频繁、大幅下调信用等级，加剧了市场波动。

在信用评级领域，信用评级与经济周期的关系大致可分为两种，一种是“顺周期”，另一种是“跨周期”。

其中，“顺周期”指的是评级机构给出的评级结果会随着宏观经济的周期性波动而上下调整，呈现出明显的顺周期波动特征；“跨周期”指的是评级机构通过对长期经济基本面进行判断，同时结合受评主体在整个经济周期内的表现，全面地评估受

评主体在整个经济周期内的表现情况，评级结果往往具有较强的稳定性。

事实上，在经济发生周期性波动时，评级机构的评级行动无论是“顺周期”还是“跨周期”，都或多或少存在一定弊端。对于“顺周期”的评级行动而言，短期内能够及时反应受评主体的信用风险变化，但是由于评级结果会随着经济上行或下行而频繁上调或下调，对长期信用风险无法形成有效预期，同时会加剧市场波动；对于“跨周期”的评级行动而言，评级结果在一定时期内保持相对稳定，既考虑了受评主体当前的信用状况，同时会对信用风险在经济周期内的变化进行判断和预期，评级结果不会随着经济周期的波动而出现频繁、大幅度调整，从而引导市场形成稳定预期，但存在对信用风险变化反应不及时的问题。

一般来说，投资人希望评级机构的评级行动和结果在及时性、前瞻性和稳定性方面能够有所权衡，而监管部门出于市场稳定考虑希望评级机构的评级行动及结果具有“跨周期”特征。在信用评级的实际应用中，“跨周期”评级具有两点重要意义：第一，评级结果具有一致性特征，可以实现跨周期可比，无论经济是衰退或扩张，信用评级结果不会在短期内发生频繁、大幅度的调整，有利于市场预期；第二，有助于防止“断崖效应”发生，有利于市场情绪稳定，从而维护金融市场稳定。“跨周期”评级虽然具有以上优势，但要实现仍然存在一些问题。首先是评级机构难以做到准确预测经济周期变化，其次是评级机构出于对评级稳定性的考虑而对信用风险变化反应不及时或不足。

## （二）国际评级机构评级调整与经济周期关系实证分析

目前，国际三大评级机构均非常注重评级行动的“跨周期”。其中，标普强调信用评级的前瞻

性、穆迪强调对于发行主体及债项的评级遵循关注长期信用品质的原则、惠誉则是通过注重受评主体未来偿债能力和现金流量的分析评估来体现评级的跨周期性。

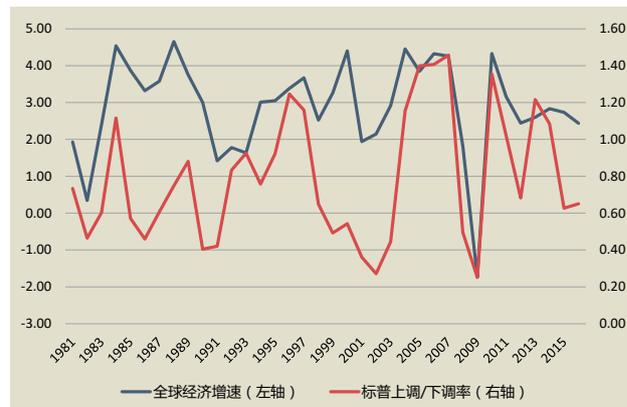
为了研究国际评级机构在具体评级实践中的评级行动与经济周期的关系，本文收集了标普及穆迪的评级调整数据<sup>1</sup>并与全球经济增长数据进行分析对比。

从标普1981-2016年的上下调比率<sup>2</sup>数据以及世界银行公布的全球经济增长数据来看，标普的评级调整数据与全球经济增长走势较为一致。相关性检验结果显示，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（如图2所示）。

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2 标普上下调比率与全球经济增长（单位：倍、%）



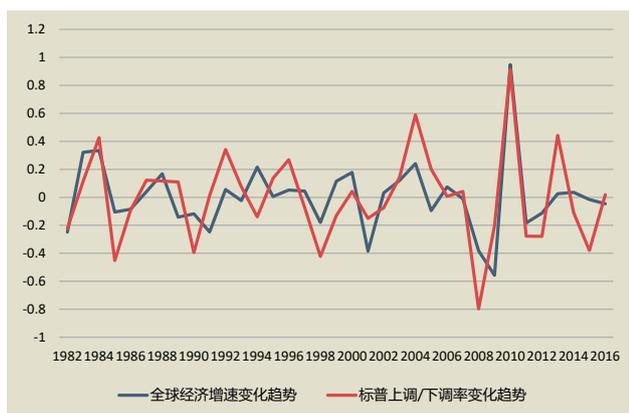
注：资料来源S&P、世界银行

<sup>1</sup>由于信息披露差异，无法从公开信息获取惠誉的评级调整数据。

<sup>2</sup>上下调比率=上调率/下调率。

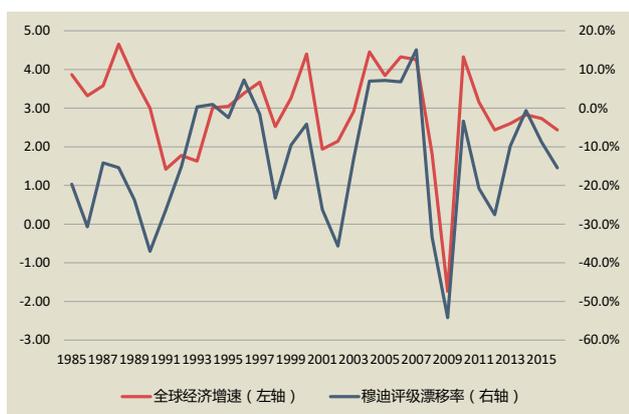
进一步，为了研究评级调整的变化趋势与全球经济增长变化趋势之间的关系，本文分别先将两组数据标准化<sup>3</sup>，然后相邻数据作差值，作出1982-2016年的上下调比率与全球经济增长的变化幅度对比图（如图3所示）。相关性检验结果显示，1982-2016年间两组变化幅度数据的相关系数为0.71，在99%置信区间内显著；其中1982-2007年两组数据的相关系数为0.55，2008-2016年两组数据的相关系数上升至0.78，均在99%的置信区间内显著。这说明在经济加速上升时，标普也会加速上调企业评级，反之则加速下调，在危机爆发后，加速调整更加明显。

■ 图表3 标普上下调比率及全球经济增长标准化后变化幅度对比图



注：新世纪评级计算

■ 图表4 穆迪评级漂移率与全球经济增长（单位：%）



注：资料来源Moody's、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<sup>4</sup>数据与全球经济增长之间的相关系数为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（如图4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。

另外，从穆迪定义的评级漂移率及全球经济增长标准化后的变化幅度来看，相关性检验结果显示，1986-2016年间两者变化幅度的相关系数为0.79，在99%置信区间内显著；1986-2007年期间两组数据的相关系数为0.57，2008-2016年两组数据的相关系数上升至0.89，均在99%的置信区间内显著（如图5所示）。与对标普的调整数据的趋势分析结果相比，除相关系数大小略有差异外，呈现的现象亦一致。

对标普和穆迪的评级调整数据与全球经济增长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，评级调整反映了经济周期的变化，且这种特征在全球性危机后更加明显。

■ 图表5 穆迪评级漂移率与全球经济增长标准化后变化幅度对比图



注：新世纪评级计算

<sup>3</sup>标准化的具体操作为（时点数-时间序列最小值）/（时间序列最大值-时间序列最小值），用以体现时点数在时间序列中的相对位置和消除量纲差异。

<sup>4</sup>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%。

信用等级（或展望）向上或向下调整是评级机构评级行动的两种常见结果，而维持评级也是评级机构评级行动的结果之一，且更为常见。从国际评级机构每年相关年报情况来看，维持原级别才是评级行动的主要方面。以标普为例，BBB级及以上一年期平均信用等级维持率均在85%以上，信用等级的稳定性非常高，五年期平均稳定性仍有50%左右。从这个角度可以讲，国际信用评级机构的信用评级是“跨周期”的，多数企业信用等级在宏观经济波动中仍维持了稳定性。

■ 图表6 标普平均信用等级稳定性(1981 - 2016) (%)

等级	一年期		三年期		五年期	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
AAA	87.05	7.14	65.51	11.52	49.58	11.91
AA	86.82	5.25	65.83	9.29	50.29	7.74
A	87.79	3.53	68.49	6.21	54.95	6.65
BBB	85.56	3.73	64.33	6.94	51.02	7.46
BB	76.98	4.41	46.65	7.1	30.83	6.8
B	74.26	4.22	41.37	5.77	24.83	5.5
CCC/C	43.97	9.03	10.9	6.14	2.53	6.14

注：数据来源S&P，新世纪评级整理

### 三、评级调整与行业周期的关系

自2014年超日债违约以来，境内公开发行债券的企业违约从光伏行业向其他行业迅速扩散。这些扩散既有宏观经济从高速向中高速、高质量发展的宏观经济背景，也有行业周期的特征。那么，仅就行业周期而言，信用等级的变化与行业周期展现什么样的特征？

#### （一）行业生命周期与评级

行业的生命周期是指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间。行业的生命发展周期主要包括四个发展阶段：幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。

行业处于幼稚期时，产品设计尚未成熟，行业利润率较低，市场增长率较高，需求增长较快，技术变动较大，行业中的企业主要致力于开辟新用户、占领市场，但此时技术上有很大的不确定性，

在产品、市场、服务等策略上有很大的余地，对行业特点、行业竞争状况、用户特点等方面的信息掌握不多，企业进入壁垒较低。行业整体信用风险较高，行业内企业评级级别较低，下调较多，相应违约率也较高。

在行业成长期，行业发展进入正轨，技术渐趋定型，行业特点、行业竞争状况及用户特点已比较明朗，市场增长率很高，需求高速增长，企业进入壁垒提高，产品品种及竞争者数量增多，行业整体信用风险下降，企业评级上调较多，违约率虽有所波动，但违约率明显下降。

行业发展进入成熟期，这一时期市场容量逐步达到顶峰，市场增长率不高，技术上已经成熟，行业特点、行业竞争状况及用户特点非常清楚和稳定，买方市场形成，行业盈利能力下降，新产品和产品的新用途开发更为困难，行业进入壁垒很高。企业间竞争开始加剧，盈利能力开始下滑，但行业整体信用质量很好，行业内企业整体信用仍处于较高评级，信用风险很低，级别调整相对较少，违约率较低。

历经高速发展之后，行业逐渐出现产能过剩，技术被模仿后出现的替代产品充斥市场，行业进入衰退期。从衰退的原因来看，主要有四种类型的衰退，它们分别是：资源型衰退，即由于生产所依赖的资源的枯竭所导致的衰退；效率型衰退，即由于效率低下的比较劣势而引起的行业衰退；收入低弹性衰退，即因需求收入弹性较低而衰退的行业；聚集过度性衰退，即因经济过度聚集的弊端所引起的行业衰退。在行业衰退期，行业产能过剩，企业间竞争激烈，行业利润率大幅下降，弱势企业遭到淘汰，行业信用风险不断累积，企业评级下调增多，违约风险不断攀升，行业违约率大幅上升。

#### （二）案例——美国能源行业

囿于行业级别上调和下调数据获取难度，我们使用行业违约率数据变化代替行业级别调整的趋势

来研究评级调整与行业周期的关系，以美国能源行业为例，选取美国石油价格<sup>5</sup>，剔除通货膨胀影响，作为行业发展周期的指示性指标。可以发现，1981~2016年美国能源行业的违约率与行业发展周期贴合度高，违约率变化与行业周期高度相关。

石油行业作为老牌的能源行业代表，行业发展成熟早，1981~1987年期间美国进口石油价格不断下降，行业步入衰退期，行业盈利能力持续下滑，企业评级下调比例上升，违约风险不断加大，相应的带动能源行业违约率不断上升，违约率处于较高水平。

1988~2000年，美国进口石油价格在底部区域徘徊，开始漫长的修复期，行业整体缓慢复苏发展，企业评级处于较低水平，相应地，能源行业违约率也在低水平徘徊。注意到，受1997年亚洲金融危机影响，1998~2000年石油价格短期大幅下滑并拉回，相应地，能源行业违约率短期内亦随之出现大幅上升并很快回落到低水平。

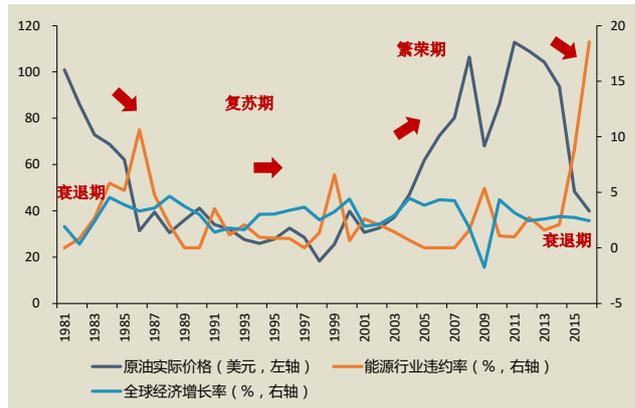
2001~2012年，石油行业发展逐步回暖，快速步入繁荣期，美国进口石油价格持续攀升，石油企业盈利能力增强，评级上调比例大增，行业整体信用等级逐步提升，行业整体信用水平较高，行业违约率较低。其中，受2008年全球金融危机的影响，2008~2011年，石油价格短期大幅下滑并拉回，相应的能源行业违约率短期大幅上升并很快回落到低水平。

2013~2016年，随着行业竞争加剧，石油行业步入衰退期，美国进口石油价格持续下滑，行业整体盈利能力随之不断下降，行业内企业信用质量逐步恶化，评级下调比例大幅上升，相应地，能源行业违约率大幅上升。

总体来看，评级调整反映了行业发展周期的变化，行业繁荣时，评级下调较少，上调较多，违约

企业较少，行业违约率较低；行业发展初期或衰退时，评级上调少，下调较多，违约企业较多，行业违约率较高。

图表7 1981-2016年美国能源行业违约率与石油价格的关系



注：资料来源S&P、Wind数据库，新世纪评级整理

#### 四、评级调整与企业生命周期的关系

一个企业的信用等级变化除受到主权信用等级调整的影响外，还受到经济周期、行业周期的影响，那么一个企业信用等级变化与其自身的生命周期又是什么关系？

##### (一) 企业生命周期与评级

企业生命周期理论是指企业的发展与成长的动态轨迹。按照管理学家伊查克·爱迪思在《企业生命周期》(Adizes, 1989)中的描述，典型的企业生命周期可以分为成长阶段、再生与成熟阶段和老化阶段。一般而言，一家经历完整生命周期的企业，其信用级别通常会呈现由低到高、再由高到低直至违约的变动。

在成长阶段，企业初步确立自己的经营模式，业务规模迅速扩张，成长速度不断加快，但同时面临的问题也与日俱增，特别是资金不足的问题。成长阶段的企业虽然发展速度快，但业务规模和成熟阶段的企业存在较大差距，对外部融资的依赖度较

<sup>5</sup>鉴于石油行业是最具代表性的能源行业之一，本文选取石油行业作为能源行业的替代指标。

高，同时易受到市场环境变化的影响。因此成长阶段的企业很难获得投资级的信用级别，一旦业务增长出现放缓趋势也容易面临评级下调的压力。

在再生与成熟阶段，经过成长初期的一系列挑战后，企业在自控力与灵活性上达到平衡，市场份额、盈利能力达到顶峰。随着企业的逐渐成长，业务风险与财务风险逐渐下降，企业的信用评级会逐步提升。

一般而言，在这一阶段企业能够获得在其生命周期中最高信用级别，同时信用级别在较长时间保持平稳，很少出现大幅波动。

在老化阶段，企业开始逐渐丧失灵活性，在管理与战略决策方面逐渐开始墨守成规，官僚化问题愈发严重。由于组织效率下降、缺乏创新精神，当面对市场变化带来的外部冲击时企业难以进行有效应对，最终逐渐衰落。

老化阶段企业的衰落轨迹普遍伴随影响较大的负面事件，如投资失败、受到市场挑战者冲击等。当上述负面事件造成企业经营或财务状况的恶化时，评级机构会相应地下调企业的信用级别，极端情况下甚至可能在短时间内连续下调。

## （二）企业成长阶段、再生与成熟阶段——亚马逊

亚马逊成立于1994年，是九十年代互联网创业浪潮下最著名的创业公司之一。公司主要经营电子商务业务，旗下在线购物网站Amazon.com于1995年上线运营。1997年亚马逊股票在纳斯达克上市发行（股票代码：AMZN）。

虽然亚马逊在创业初期便成为互联网行业的明星公司，但在公司的成长阶段，评级机构仍对其持较为审慎的评级观点，公司的信用级别长期维持较低的级别区间。作为电子商务与在线零售领域的先行者，亚马逊在成立初期高速扩张，市场份额大幅攀升；但另一方面，为抢占市场份额，亚马逊在市场营销与产品开发方面大幅投入，导致公司长期未

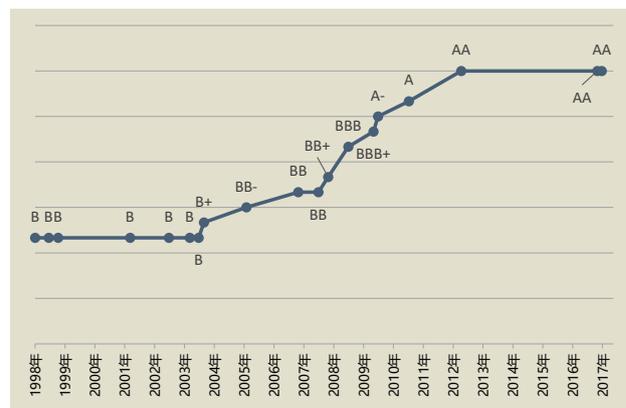
能实现盈利，经营性现金流对债务的覆盖程度处于较低水平。1998年8月，标普首次评级给予亚马逊B级，评级展望为发展中，1999年调整为稳定。这一信用级别一直保持至2004年，期间在互联网泡沫破裂阶段亚马逊的业绩增长曾有所放缓，标普一度将其展望调整至负面。

随着亚马逊市场地位的日趋稳固与盈利能力的大幅提升，公司由成长阶段逐渐向再生与成熟阶段过渡，标普也从2004年开始逐渐调升其长期信用级别。2009年2月标普将公司长期信用级别提升至BBB级，达到投资级。

与成长阶段相比，在这一时期亚马逊除了继续保持强大的品牌影响力与稳健的经营业绩之外，其经营性现金流状况获得显著改善，对资本性支出与运营资本的覆盖程度大幅提高，这成为公司获得投资级信用级别的主要原因。

2009年以来，除继续保持电子商务领域的龙头地位之外，亚马逊凭借多年的技术积累与市场经验，将业务范围拓展至云计算、传媒、娱乐等领域，公司信用等级继续提升，2012年电商竞争格局基本形成，亚马逊自身发展也进入成熟期，亚马逊信用等级也达到了自公司成立以来的最高级AA级，评级展望稳定，自此至2017年末未再做出调整。

■ 图表8 亚马逊长期信用等级调整历史（标普）



注：资料来源Bloomberg、S&P，新世纪评级整理

### （三）企业老化阶段——东芝

东芝株式会社（以下简称“东芝”）成立于1875年，业务涉及半导体、家电、消费电子产品、能源等多个领域。考虑到东芝经营业务广泛，同时在半导体、消费电子产品等领域具有强健的竞争力，1997年2月标普首次给予东芝长期信用评级A级，评级展望稳定。

作为一家逐渐步入老化阶段的大型跨国公司，东芝在供应链管理、成本控制等方面存在诸多劣势。1998~2002年，由于受市场环境等因素影响，东芝长期信用级别被标普逐渐下调至BBB-级，2005年上调至BBB级，此后除2007年曾短暂上调至BBB+级之外，东芝的长期信用等级长期在BBB级维持。

除成本控制能力下降外，东芝的老化还反应在公司治理日益官僚化、内控能力下降等方面。2015年，东芝爆出财务造假丑闻，为掩盖收购核电企业西屋电气投资失败造成的损失，公司对财务报表长期进行粉饰以虚增利润。

2015年7月20日，第三方委员会发布《调查会计业务违规报告》，确认东芝自2008年4月初至2014年3月末（日本企业完整财年为4月初至次年3月末）虚报利润总计达到1562亿日元，相当于税前利润的30%，标普随即于7月21日将东芝列入评级观察名单。

2015年9月，在对东芝财务指标进行修正后，标普将东芝长期信用级别由BBB级下调至BBB-级，评级展望负面。

由于资产减值、递延所得税资产减记与大额重组支出等因素影响，2015年12月东芝预期2015年度公司将会产生经营亏损3400亿日元，2016年2月又将预期经营亏损调高至4300亿日元。

在这一背景下，标普认为东芝的现金流覆盖能力将会显著下降，于2015年12月将东芝长期信用等级下调至投机级的BB+级，又于2016年2月下调至

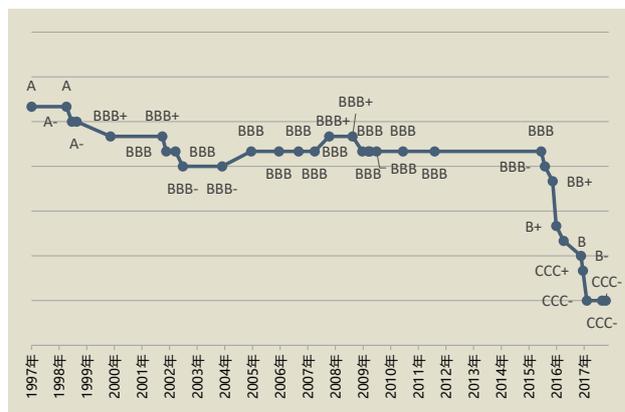
B+级。2016年5月，在东芝披露2015年度财务数据之后，标普将东芝长期信用等级继续下调至B级，展望负面。根据年报数据显示，2015年度东芝产生经营亏损7191亿日元，净亏损4832亿日元，所有者权益由10839亿日元下降至3126亿日元。

2016年度，虽然东芝半导体等业务依然保持强劲的销售业绩，但受核电业务大幅亏损影响，东芝的整体竞争力与盈利能力依然呈现恶化趋势。2016年12月，在东芝对收购西屋电器计提约1000亿日元的商誉减值之后，标普将东芝长期信用级别下调至B-级，2017年1月进一步下调至CCC+级。

为缓解危机，东芝计划将半导体业务整体剥离，但从长远来看，核心业务剥离后东芝在产品研发、市场拓展等领域将面临无法弥补的损失。2017年3月标普下调东芝长期信用级别至CCC-级。

2017年9月，在东芝宣布达成协议以2兆日元出售闪存业务之后，标普将东芝移出评级观察名单。但考虑到东芝已失去依靠自身经营活动偿还债务的能力，流动性主要依靠极强的外部信贷支持，东芝将难以重现昔日的辉煌，其信用评级在未来相当一段时间内仍将在低级别徘徊。

■ 图表9 东芝长期信用等级调整历史（标普）



注：资料来源Bloomberg、S&P，新世纪评级整理

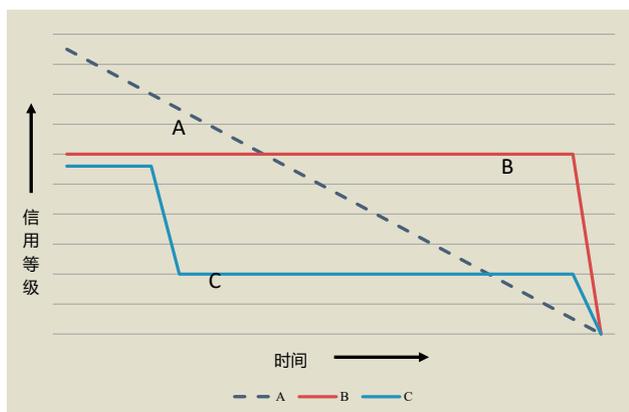
## 五、评级下调的路径与案例分析

既然一个微观实体的信用等级变化既受到主权信用等级、经济周期、行业周期和企业生命周期的影响，国际评级是不是也存在评级机构无法预知的事情发生而出现境内投资者诟病的“断崖式”调级行为？国际评级机构在对微观实体进行向下调级的过程中有哪些路径？

根据标普的研究，企业信用等级从其最高等级下调到违约有三条路径，一种是发行人信用从最高等级开始，随着时间的推移逐步恶化，直至违约，即接近线性的方式下调，可以称为“渐近式”下调；一种是发行人信用从中等水平开始，然后在这个水平上维持一段时间，然后突然下降到违约，即“断崖式”下调；一种是发行人信用等级从中等水平开始，在维持一段时间之后急剧下降至较低水平，然后在相当长的一段时间维持弱势水平，直至最后违约（如下图所示）。

“渐近式”下调和“断崖式”下调是企业信用等级下调的主要方式，一般工商企业的信用恶化以“渐近式”为主，金融机构的信用恶化一般以“断崖式”下跌为主。以第三种方式进行信用等级下调的企业较少，航空公司是主要代表。

■ 图表10 信用等级下调的路径



注：资料来源S&P

### （一）“渐近式”下调——通用汽车

通常情况下，一家企业信用从历史最高等级到违约的过程，信用状况逐渐恶化，信用等级逐级下调，这种逐渐下调的方式是国际评级机构下调一般工商企业评级的主要方式，这种方式比较容易被投资者接受，通用汽车是“渐近式”下调的经典案例。

通用汽车的破产是其市场调研、薪酬管理和扩张策略等多方管理决策失误逐步导致的结果，在其走向衰落的过程中，标普和穆迪根据公司的经营情况对其级别进行的调整通常为下调1个子级或调整展望，具有一定的审慎性和及时性。

2001年以前，评级机构因通用汽车降低成本、新产品开发和北美市场份额提升等积极因素，对其上调级别达到了历史最高等级A级，并维持了3年左右的时间。进入21世纪，通用汽车主打产品货车和SUV的市场竞争加剧，9•11后美国汽车市场进入低迷期，企业员工养老开支压力上升等原因，使得公司面临激烈的价格竞争，市场份额持续下滑，流动性压力上升，其信用级别被标普和穆迪多次下调。2001~2006年，标普和穆迪每次下调级别多为一个子级，也有一次下调2个或超过2个子级的情况。此后，受油价上升、美国经济走软、消费者信心下滑等外部因素以及公司竞争失利、人力成本高企等内部因素的共同影响下，通用汽车出现严重的盈利困难和流动性压力，而企业未能进行有效改革加以应对，最终导致破产，信用级别被标普和穆迪随之下调至违约级。

穆迪在开展调级评估时通常会发布公告，告知调级背景、预计调级的方向、着重评估的内容和进行级别调整的条件。如2005年10月10日，穆迪计划对通用下调级别，公告指出调级背景为通用的零部件子公司德尔福公司宣告破产、美国汽车消费市场低迷，通用汽车核心新产品SUV的市场需求持续下滑，使公司的盈利和获现能力严重受限。

评估将着重考察通用汽车如何应对可能由德尔福破产程序引发的风险、削减员工医保等成本开支、防止美国市场份额进一步下滑、缩小雇员和生产规模以匹配其现有市场份额、满足市场对小型轻燃油车辆的需求、放弃依赖价格战。

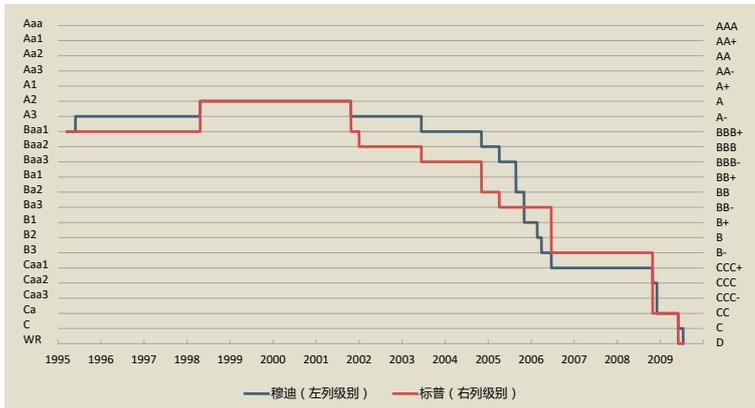
通用若想维持当前Ba2级别则需达到：保持占有美国市场约25%份额、T900轻型货车和SUV系列新品获得市场认可并开放定价、2006年汽车税前利润超过5亿美元、经营性现金流至少高于盈亏平衡点、现金加短期基金的流动性维持在200亿美元以上等明确条件。但由于通用汽车未能到达穆迪所表明的条件，一个月后通用汽车的级别由Ba2下调两个子级至B1。

(二) “断崖式”下调——雷曼兄弟

金融企业的信用恶化一般具有突发性和难以挽回的特点，其违约的可预见难度较大，一旦发生违约往往呈现“断崖式”的等级下调，如雷曼兄弟、华盛顿互助银行、山一证券等。

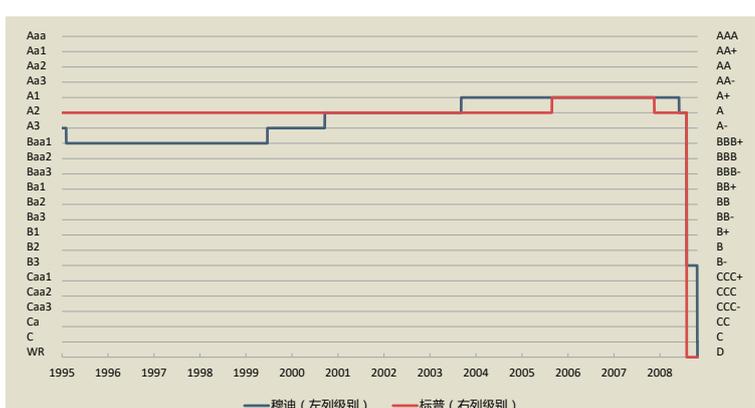
以雷曼兄弟为例，在较长时间里，雷曼的长期信用级别随公司发展和市场环境改善稳健上升，直至2008年公司第二、第三季度财务报告连续出现28.7亿和39亿美元巨额净亏损，由房产抵押证券投资组合引发的公司资产减值问题全面暴露，投资者信心受挫、公司股价下跌，雷曼欲向美国银行、巴克莱银行等出售部分资产的计划因美国政府拒绝提供保证而失败，最终雷曼母公司于当年9月宣告破产，标普和穆迪相继将之降为违约级。

图表11 通用汽车长期信用等级变化历史



注：资料来源S&P、Moody's、Bloomberg，新世纪评级整理

图表12 雷曼兄弟长期信用等级变化历史



注：资料来源S&P、Moody's、Bloomberg，新世纪评级整理

标普和穆迪对雷曼兄弟的级别调整总体审慎，在企业正常经营时期的评级调整通常只上下调整1个子级或调整展望，调级前预告先行。雷曼兄弟案例中末期的断崖式下调与公司金融属性有关，作为非实体企业，在资产萎缩、融资环境恶化、投资者信心崩盘、缺少政府支持、收购谈判失败的情况下，其破产必然是突发且彻底的。

2008年6月13日，穆迪发布准备下调雷曼兄弟级别的公告，声明调级由2008年第二季度雷曼兄弟财务预报28亿美元净亏损并新增股本融资60亿美元两个事件触发，穆迪将评估当时市场条件下雷曼兄弟的经营情况，包括对核心员工的聘用策略，及其未来住房和商业抵押资产组合是否可能进一步发生减记。若雷曼兄弟的主要客户和核心雇员能保持稳定，则维持级别；若存在公司层面的衰退，则可能进行下调。

另一方面，标普和穆迪对雷曼兄弟的级别调整及时性不足。2007年次贷危机端倪已初现，美国金融机构陆续爆出次贷业务坏账事件，并持续爆出国际大型银行、投资公司、基金产品等因此蒙受巨大损失。2007年标普虽然调降了次级抵押贷款债券产品的评级，但并未充分考虑到雷曼公司的风险头寸，仍维持了其A+的信用等级，仅在2008年初将其级别下调一个子级至A级。当雷曼2008年半年报已爆出巨额亏损的情况下，标普和穆迪仍维持了其信用等级，直至9月其宣告破产才调降至违约级。我们注意到，金融危机中，雷曼兄弟的破产，与其他同样发生危机而未破产的金融机构相比，最大的区别在于，未得到政府的干预和救援。可见，政府救援的不确定性也是影响国际评级机构级别调整及时性的重要因素。

“断崖式”下调等级是评级调整的路径之一。事实上，不仅仅是次贷危机引起的金融危机中雷曼兄弟的信用等级经历了“断崖式”下调，安然事件的安然公司也同样是“断崖式”下调，等等。这些“断崖式”调整，表明国际评级机构存在调级及时性不足的情况，但也表明在对微观企业信用等级的预期中，存在评级机构所无可预测和预知的风险因素，如次贷危机引发的金融危机风险、安然公司的财务造假等。

## 六、国际评级机构的调级行为总结

### （一）调级行为受到多方面因素的影响

国际评级机构的调级行为受到多方面因素的影响，既包括主权信用等级调整的影响，也包括经济周期、行业周期、企业生命周期和不可预测因素的影响。具体到一个企业级别的调整，需要分析其中对企业信用质量影响的主要因素有哪些，有时这些因素会共同产生作用，有时可能仅有一个因素发挥作用。

### （二）“跨周期”评级作为评级理念需要从被评对象信用等级的稳定性理解

如果按照实证分析的角度看国际评级机构的调级行为，必然认为国际评级机构的信用等级调整具有“顺周期”的特征。但整体来看，大多数的企业保持了原有的信用等级，并未因经济周期的变化而发生变化。

### （三）“断崖式”等级下调是国际评级机构等级下调路径之一

从国际评级机构的调级路径来看，“断崖