

# 国际评级机构信用评级调整行为分析

郭继丰  
戴晓枫  
周美玲

**摘要：**本文主要研究了国际三大评级机构的评级调整行为，探讨了主权信用等级、经济周期、行业周期、企业生命周期对企业信用评级的影响，并对国际信用评级机构评级调整路径等进行了分析总结。

**关键词：**国际评级机构 评级调整 跨周期 信用风险

2017年，国际评级机构穆迪和标普先后下调了中国主权信用评级，随后对中国境内金融机构和工商企业也下调了评级。由此，评级机构的评级质量问题引发了投资者和社会各方的普遍关注。国际评级机构评级调整的逻辑是什么？评级调整与经济周期、行业周期、企业生命周期之间关系如何？本文将通过对国际三大评级机构（穆迪、标普、惠誉）评级调整行为的分析，对上述问题进行探讨。

## 微观主体信用等级调整与主权信用变化的关系

### （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

从主权信用等级与一国或主权管辖范围内的企业信用等级关系来看，在相同的经济和金融环境下，企业面临的信用风险更多，企业信用等级一般不会高于主权信用等级；在特殊情况下，企业信用等级

可能高于主权信用等级。从企业实体等级与主权信用等级的本外币评级看，国际三大评级机构的方法存在较大差异，共同之处在于国际三大评级机构均将国家风险和汇兑风险作为主要影响要素。需要特别强调的是，由于上述评级机构对国家风险的定义存在差异，因而对企业实体本外币评级上限的设置也存在差异。

标普在主权信用等级和企业实体等级关系的处理上采用了模拟压力情景测试方法，以此确定实体信用等级在主权信用级别上可以向上调整的子级数。标普将企业实体对国家风险的敏感度分为高、适中两档，分别对应上调2个和4个子级，最终得到企业实体的本币评级。另外，标普结合汇兑风险评估级别和实体风险敞口情况，决定企业实体外币评级在汇兑风险级别基础之上可以上调的级别数量。

在处理主权信用等级与实体企业信用等级的关系上，与标普的处理方法不同，穆迪和惠誉直接引入国家风险上限原则，将国家风险上限确定为一国债务发行人所能达到的最高信用等级。穆迪的国家风险上限原则适用于本币评级。对于国家风险上限，穆迪认为企业实体信用等级在特殊情况下可以高于主权信用等级 1 ~ 2 个子级。同时，考虑到欧元区或其他货币联盟地区国家风险的特殊性，企业实体级别的上限范围主要考虑退出联盟和债务重组的风险，企业实体的信用等级可高于主权级别不超过 6 个子级。

与穆迪不同的是，惠誉的国家风险上限标准适用于发行人外币评级。惠誉的国家风险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，可最多上调 6 个子级。

## （二）对区域内实体评级进行批量性调整

依据穆迪的评级逻辑，主权评级虽不完全决定区域内实体评级的上限，但会通过影响国家风险上限对管辖区域内实体信用等级形成限制。当主权评级调整后，区域内部分企业的评级也会有所调整。2017 年 5 月 24 日，穆迪将中国主权评级从 Aa3 下调至 A1，并将评级展望由负面调整为稳定。此后，又对中国 35 家相关企业评级进行相应调整。笔者认为，国际评级机构的评级行为应结合中国的法律制度规定及中国的经济发展状况进行，只有充分了解中国的法律制度以及债务状况，才能做出客观、公正的评价。

## 评级调整与经济周期的关系

### （一）信用评级的“顺周期”和“跨周期”特点

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”是指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”是指评级机构通过对长期经济基本面进行判断，同时结合受评主体表现，全面地评估受评主体在整个经济周期内的表现，评级结果往往具有较强的稳定性。

事实上，当经济发生周期性波动时，评级机构的评级行为无论是“顺周期”还是“跨周期”，都或多或少存在一定弊端。“顺周期”的评级虽然在短期内能够及时反映受评主体的信用风险变化，但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。“跨周期”的评级能够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，又会对信用风险在经济周期内的变化进行判断和预期，这种评级结果不会随着经济周期的波动而出现频繁、大幅的调整，从而引导市场形成稳定预期，但同时也存在对信用风险变化反映不及时的问题。

### （二）评级调整与经济周期关系的实证分析

为了研究国际评级机构在具体评级实践中的评级行为与经济周期的关系，本文搜集了标普的评级调整数据，并将其与全球经济增长数据进行对比分析。

从标普 1981—2016 年的上下调比率（上调率 / 下调率）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，特别是 2008 年国际金融危机之后。相关性检验结果显示，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（见图 1）。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，即会随着经济的上行上调评级，反之则下调，呈顺周期性；在2008年国际金融危机之后，两组数据的相关系数明显上升，说明评级调整行为的顺周期性更加明显。

但笔者也注意到，除了评级的上下调整外，还有对评级的维持，且更为常见。从国际评级机构每年相关年报披露数据来看，还是以维持原评级为主。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，信用评级稳定性相对较高。因此，多数企业信用等级在宏观经济波动中维持了稳定，在一定程度上说明这些信用评级行为在大多数情况下具有跨周期的特点。

### 评级调整与行业周期的关系

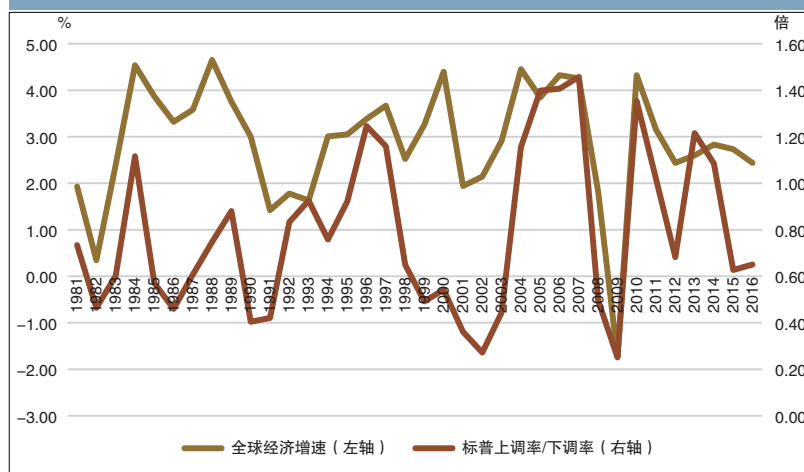
行业生命周期是指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间。行业的生命发展周期主要包括四个阶段：幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。

当行业处于幼稚期时，行业整体信用风险较高，行业内企业评级级别较低，评级下调较多，相应违约率也较高；在行业成长期，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；当行业发展进入成熟期，行业整体信用质量很好，行业内企业整体信用等级仍处于较高评级，信用风险很低，评级调整相对较少，违约率较低；在历经高速发展之后，行业逐渐出现产能过剩，进入衰退期，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。

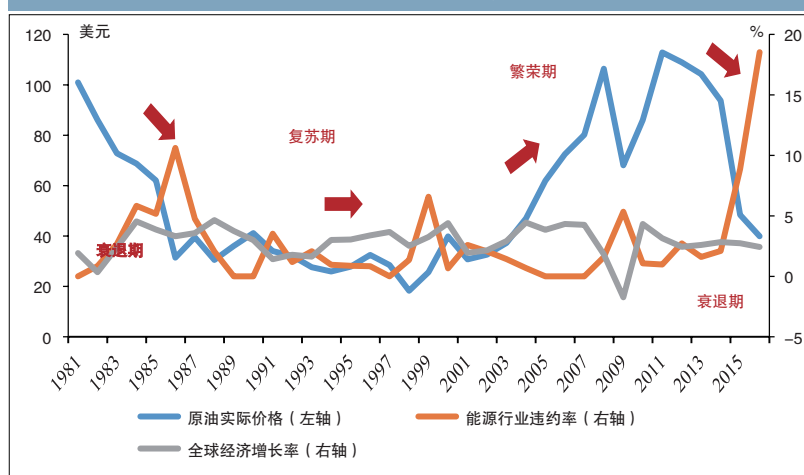
笔者以美国能源行业为例，对行业周期与信用等级之间的关系进行分析，这里选取美国石油价格（剔除通货膨胀影响）<sup>1</sup>作为行业发展周期的指示性指标。通过分析发现，1981—2016年间，美国能源行业违约率变化与行业发展周期高度相关（见图2）。

图1 标普上下调比率与全球经济增长



资料来源：标普、世界银行

图2 1981—2016年美国能源行业违约率与石油价格的关系



资料来源：标普、Wind

### 评级调整与企业生命周期的关系

一般来说，一个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趋势。在成长期，企业很难获得投资级的信用级别，一旦业务增长放缓，容易面临评级下调压力；在再生与成熟期，企业能够获得其生命周期中最高信用级别，同时在较长时间内保持稳定，很少出现大幅波动；在衰退期，企业通常会发生一些影响较大的负面事件，经营或财务状况恶化，评级机构会相应地下调企业信用级别，在某些极端情况下，甚至可能出现短时间内的连续下调。

### 国际评级机构评级下调路径及案例分析

通过对标普的研究发现，企业信用等级下调通常有三条路径（见图3）：A路径可以称为“渐进式”下调，一般以工商企业为主；B路径可称为“断崖式”下调，一般以金融机构的信用恶化为主；C路径发生的情况较少，主要是航空公司的评级下调。

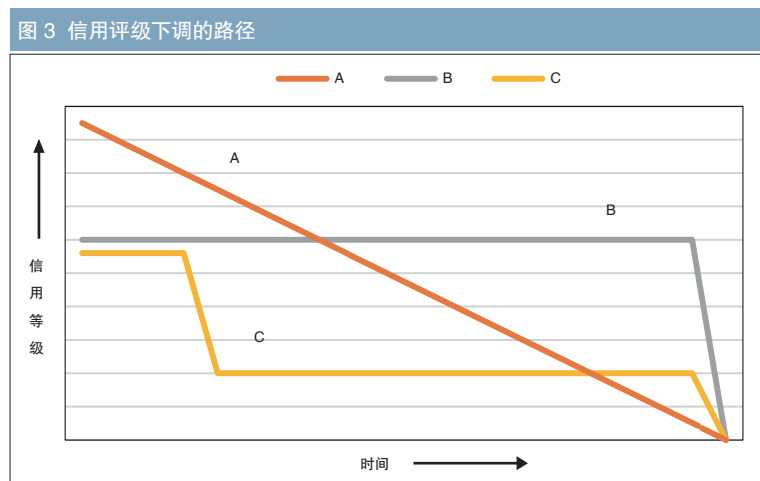
与“渐进式”下调相比，“断崖式”下调方式不容易被投资者接受。从国际评级机构的实务来看，“断崖式”下调多发生在金融行业，由于金融企业信用恶化一般具有突发性和难以挽回的特点，对其违约进行预见的难度较大。

以雷曼兄弟公司（以下简称“雷曼”）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之后，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对其提供保证而失败，最终雷曼母公司于当年9月宣告破产，标普和穆迪相继将其信用等级降至违约级。

从总体上看，标普和穆迪对雷曼信用级别的调整保持审慎。在企业正常经营时期，通常只上下调整1个子级或调整展望，调级前会事先预告。雷曼案例中末期的断崖式下调与公司的金融属性有关。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。

此外，标普和穆迪对雷曼信用级别的调整不够及时。2007年次贷危机端倪已现，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的负面事件。2007年标普虽然调降了次级抵押贷款债券产品评级，但并未充分考虑到雷曼的风险头寸，仍维持其A+的信用等级，仅在2008年初将其级别下调一个子级至A级。在雷曼2008年半年报已爆出巨额亏损的情况下，标普和穆迪仍维持其信用等级，直至9月雷曼宣告破产时，才将其信用等级调降至违



约级。笔者注意到，在国际金融危机中，雷曼破产与其他同样发生危机而未破产的金融机构相比，最大区别在于雷曼未得到政府的干预和救援。由此可见，政府救援的不确定性也是影响国际评级机构评级调整及时性的一个重要因素。

## 国际评级机构评级调整行为总结

### （一）评级调整受到多方面因素影响

国际评级机构评级调整行为受到多方面因素影响，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，需要分析影响企业信用质量的主要因素，有时这些因素会共同发生作用，有时可能仅有一个因素发挥作用。

### （二）从被评对象信用等级稳定性理解“跨周期”特征

一般来说，投资人希望评级机构的评级行为能够权衡及时性、前瞻性和稳定性，而监管部门出于市场稳定性考虑，会希望评级机构的评级具有“跨周期”特征。在信用评级的实际应用中，“跨周期”评级具有两点意义：一是经济无论是衰退还是扩张，信用评级结果都不应在短期内发生频繁、大幅的调整，以实现跨周期可比；二是有助于防止“断崖效应”发生，稳定市场情绪，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：一是评级机构难以做到准确预测经济周期变化，评级结果呈现一定的顺周期性；二是评级机构出于评级稳定性考虑，可能对信用风险变化反映不及时或反映不足。

如果从实证分析的角度看国际评级机构的调级行为，会认为其具有“顺周期”特征。在评级实践中，国际评级机构在大多数情况下实现了跨周期，但在评级上下调整方面又具有一定的顺周期性。

国际三大评级机构尽管已有百年评级经验，但在评级实践中仍无法做到完全的跨周期，主要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。

### （三）“渐进式”和“断崖式”评级下调是主要的下调路径

从国际评级机构评级调整路径来看，“渐进式”下调和“断崖式”下调是评级调整的主要路径。“渐进式”下调路径符合绝大多数企业经营特征变化和企业信用风险变化，易于被投资者接受。而“断崖式”下调在国际评级中也常有发生，如雷曼、安然公司等。“断崖式”下调表明国际评级机构存在评级调整不及时的情况，同时也从客观上反映出对于企业流动性枯竭和突发事件冲击的准确预测存在难度。但“断崖式”下调不易被投资者接受，特别是大规模“断崖式”下调将引发投资者丧失对市场的信心，从而影响金融市场的稳定。

从我国国内情况来看，由于国内债券市场和评级行业发展时间相对较短，评级机构的评级技术仍有待进一步完善，评级经验也有待积累，对企业信用风险的准确预测也存在一定难度。尽管如此，评级机构仍需充分履行持续跟踪评级的义务，及时揭示企业存在的信用风险，尽可能地避免大规模“断崖式”下调，以维持金融市场的稳定发展。

注：

1. 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。

作者单位：上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
责任编辑：印颖 罗邦敏