

# 国际视野下的资信评级行业市场观点思考

文 / 姜波

目前一些流行的观点认为，在国际资本市场上的话语权由国际信用评级公司把握，定价权也随之掌握在它们手中；通过它们所制定的“国际标准”影响和操控别国信用评级行业，并借助主权评级放大信用评级机构在国际市场上的作用，进一步推高其在国际的地位；这一系列的做法导致人民币国际化过程中我国的国家利益受损。因此，有观点认为“要把扶持民族信用评级机构、提高国际资本市场话语权视为我国的核心利益，并纳入国家战略层面”。这一观点的出发点是好的，但是未厘清国际资本市场的基本事实，对信用评级机构的定位也存在较大偏差。

信用评级在资本市场上的最根本的作用，是消除发行人和投资者间的信息不对称，进而使资本市场优化资源配置的功能得到强化。因此，信用评级机构的最根本的服务对象是投资者，只有以投资者利益为根本出发点进行信用评级工作，评级机构才有可能获得投资者的认同，才有生存空间。

## 一、信用评级行业的属性决定了该行业不存在所谓的“国际标准”

从信用评级的实践看，其本身就只是一个对于偿还能力和偿还意愿的观点。各评级机构的观点以及支持这一观点的方法论都不尽相同，所以不存在一个“国际标准”。信用评级机构并不是巴塞尔协会或国际货币基金组织，可以颁布标准，并通过一定的力量使这些标准得到贯彻和执行。信用评级机构对具体发行人或债务工具的评级标准只能内部使用，无法把这些“评级标准”通用化和标准化，使之成为一项国际通行的标准。这是因为各评级机构即便是对于同一个发行人或债务工具，也可能因为各自在评级思想、方法论等方面的差异而得出不同的评级结论。这也是为什么在成熟市场上发行人往往寻求两家甚至多家评级机构的评级，就是要通过向投资者展现不同的评级观点来增强投资者对其的信任度。正是因为信用评级无法形成一个统一的“国际标准”，成熟市场上才形成发行人寻求双评级（dual rating）的惯例。

## 二、主权评级（sovereign rating）是评级机构为国际投资者进行跨国投资而推出的一项主体评级服务

自1970年代后，国际间的资本流动越来越频繁，购买其他国家政府发行的债务工具也成为投资者的一项投资选择。为了方便投资者对各政府发行的债务工具进行跨国的比较，评级机构推出了以评价主权政府偿债能力和意愿为目标的主权评级产品。所以主权评级只是主体评级中的一个种类。从当下看，在全球经济一体化的背景下，国际间的资本流动已经成为常态。中国已经购入相当数量的美国国债，也购入一定数量的日本国债。同样，国内目前也开放部分境外投资者在银行间债券市场投资。评级机构提供主权评级产品为投资者提供参考，实为方便投资者判断和比较信用风险之举，并不具有政治意图。

主权评级是一项全球视野评级（global scale rating）。这项评级具有全球范围内的一致性和可比性。因此，为了避免相同评级符号对投资者的误导，提供全球视野评级的

信用评级机构在提供本地视野评级（local scale rating）<sup>1</sup>的时候，必须通过不同的评级符号加以区分（一般是在以评级符号后加地区后缀的形式），否则会严重误导投资者。

本地评级机构如果开始提供主权评级，而对本地发行人的评级符号与主权评级级别符号并不加以区分的话，就意味着是以全球一致性和可比性的原则来执行对本地发行人的信用评级。那么按照主权上限原则，本地发行人的主体级别一般不会高于本国政府的主体级别，即本地政府的主权信用级别。

### 三、评级机构并不具有“定价权”，而其“话语权”实际是源自其公信力

评级机构的“话语权”实际是一项**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的观点。因此“话语权”即发言权是其生存的基础。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，今年5月就有国内评级机构就主权评级方面发表了自己的观点，即便它的观点和主流评级机构的观点有很大的不同。而定价权（pricing power）则是一项**权力**，即制定价格的权力。在市场经济的环境下，价格的确往往往往是买卖双方议价的结果。在资本市场上，价格就表现为债务工具的票息率，这其实是资金供需双方之间博弈的结果。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一项信息。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。然而，对债务工具不具有定价权的评级机构仍然对国际资本市场具有一定的影响力（influence）。

评级机构对国际资本市场的影响力，主要是通过其长

期经营所培育出的公信力（credibility）得到投资者的认可，进而所做出的评级对投资者的行为产生影响而体现出来。评级机构对于发行人和债务工具所做出评级是对其偿债能力和意愿的判断，是投资者做投资决定时的一个重要参考。形成评级机构公信力的要素是：（1）评级机构的独立性。因为评级机构在资本市场上发挥的最主要的作用就是降低发行人和投资者之间的信息不对称。只有完全保持独立的评级才能获得投资者的信任。评级机构的独立性反映在它的股权结构、公司治理结构和具体的评级程序上。（2）能够提供全球视野的评级。在国际资本市场上，对投资者有意义的是全球视野的评级，即评级具有全球范围内的一致性和可比性。也就是说，一家被评为AAA级的美国企业的违约可能性和一家被评为AAA级的日本企业的违约可能性相近。否则的话，相同的评级符号将会对投资者形成极大的误导。因此，评级机构不仅对发行人做出信用风险判断，同时还对发行人所在国家的经济风险做出评估（country risk assessment）<sup>2</sup>。评级机构做出的评级只有具有全球一致性和可比性，才有可能成为国际投资者衡量信用风险的基准（benchmark），对其的投资才具有参考意义。（3）稳定的评级表现。即便做到了级别的一致性和可比性，评级机构想要获得投资者信任，发挥在国际资本市场上的影响力，还要有稳定的评级表现。评级机构的评级表现主要是通过长期的累计平均违约率和级别迁移率的数据来体现。

评级机构从这三个方面培育公信力而获得投资者的认可是一个漫长的过程。在这当中过多的政府干预和“扶持”，往往会让投资者担心评级机构的独立性，而这一担心将对评级机构公信力形成负面作用。简言之，评级机构的生命力和影响力来自它的公信力，而公信力来自评级机构自身在公司治理和评级技术方面的努力耕耘，更来自投资者对此的广泛认可。

<sup>1</sup> 本地视野评级是指评级机构做出的评级只具有在本地范围的可比性和一致性，比如国内评级机构做出的对国内发行主体或债务工具的评级一般就是本地视野评级。

<sup>2</sup> 国家经济风险的评估结果往往也是评级机构进行主权评级时所参考的内容。