

国际三大信用评级机构的评级比较

文 / 姜波

目前，虽然国际三大评级机构的评级产品有相似的地方，但各家评级机构在评级定义、评级符号、评级方法和评级检验方法上，都存在着较为显著的差异。正是由于评级机构之间的这些差异，使投资者可以获得更多的关于信用风险的信息，便于投资者进行多角度信用风险检视，便于投资者更好地进行风险管理。

一、评级定义比较

标准普尔对于发债人评级和债项评级方面在定义上有严格的区分。标准普尔的发债人评级是指“企业信用评级、交易对手评级和财务实力评级，是对发债人履行财务责任的整体能力的评估。”标准普尔的债项评级是“对债务人在偿还某一特定的财务责任或融资项目的信用可靠程度的意见。该意见也反映了财务责任的有关条款，以及债务担保人、保险人和其他信用增强方式的信用可靠性。”

穆迪对于评级则认为“穆迪长期债务评级是有关固定收益债务相对信用风险的意见，而这些债务的原始到期日须为一年或以上。这些评级是关于某种金融债务无法按承诺履行的可能性，同时反映违约机率及违约时蒙受的任何财务损失。穆迪发行人评级是有关各实体高级无抵押融资债务与合约的偿付能力的意见。用于发行人评级的穆迪评级符号与用于表示长期债务信用质量的符号相同。”

惠誉对于评级的表达和标准普尔的较为相似，也对发行人和债项做了一定的区分。惠誉对发行人的长期评级也就是发行人违约评级，是衡量发行人违约可能性的基准。对发行证券的长期评级可能高于或低于发行人的评级，反映了证券回收可能性的不同。

二、评级符号比较

尽管三家国际评级机构在各个不同等级的级别定义方面比较相似，但是评级符号并不相同，相互之间只是存在一定的可比关系。

表 1 三家国际评级机构的长期信用级别

	标准普尔	穆迪	惠誉
投资级别	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-

非投资级别	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	Ca	CC
违约	C	C	C
	SD	D	RD
	D	-	D

表 2 三家国际评级机构的短期信用级别

标准普尔	穆迪	惠誉
A-1	P-1	F-1
A-2	P-2	F-2
A-3	P-3	F-3
B	NP	B
C	-	C
R	-	-
SD/D	-	D

三、评级方法比较

三家国际评级机构的评级方法也有所不同，穆迪是按行业建立各自的评级方法，标准普尔和惠誉都有总体的评级方法论。

以全球钢铁行业为例，穆迪评级方法在分析的时候特别关注四大类因素，包括：（1）规模与业务状况；（2）经营业绩和波动性；（3）财务政策；（4）财务实力。这四大类因素又包括 10 个具体的因子，每个因子都会映射到具体的级别，再根据这些映射到的级别确定具体的信用等级。

在标准普尔的企业评级方法中，对一个公司的经营状况和财务风险状况分别作出判断，并根据经营 - 财务风险矩阵，得到一个指示性等级。

表 3 标准普尔的经营 - 财务风险矩阵

经营状况	财务风险状况					
	最小	较小	中等	较强	激进	高杠杆
极强	AAA	AA	A	A-	BBB	-
较强	AA	A	A-	BBB	BB	BB-
足够	A	BBB+	BBB	BB+	BB	B+
恰当	-	BBB-	BB+	BB	BB	B
较弱	-	-	BB	BB-	B	B-
极弱	-	-	-	B	B	CCC+

在经营状况的分析中，标准普尔考虑的是：（1）国家风险，包括政治、经济、特定行业因素和外汇方面的风险；（2）行业风险，包括行业趋势、行业结构、市场规模、增长潜力、周期性、竞争基础、技术改革和监管环境等方面的风险；（3）公司的状况，包括竞争因素、市场地位、成功的关键、多元化、战略与管理及盈利能力与同行的比较。

在财务风险分析中，标准普尔考虑的是：（1）会计政策；（2）管理层的风险偏好，包括董事会（组成、独立性和有效性）、管理实践、财务策略、风险容忍度、会计实务和内部控制；（3）现金流状况；（4）资本结构和资产保护，包括债务形式、资产负债表外债务、混合工具等；（5）流动性及短期因素。

惠誉的评级方法中，考虑的因素是：（1）行业状况和运营环境，包括行业风险、运营环境和国家风险等；（2）公司概况，包括公司在主要市场中的地位、产品的市场主导水平和价格影响力等；（3）管理战略和公司治理；（4）所有权、支持和集团因素等；（5）财务状况，包括现金流、收益、资本结构、财务灵活性、或有负债和养老金。惠誉的评级分析通常覆盖企业的运营记录、财务数据以及惠誉对于未来业绩的预测。这类素材被应用于可比性分析中。该分析将通过惠誉对该发行人所属行业与（或）评级分类中的同类企业相关的情况进行比较，从而判断发行人的商业及财务风险状况。若有必要，该可比性分析将酌情考虑该发行人在运营环境或财务战略方面潜在的、相对其评级的变化情况。个体与整体之间的定性和定量因素的加权值将随时间不同而变动。作为概括性指南，某一因素若明显比其他因素，该最薄弱因素通常会被赋予更大权重¹。

四、评级检验方法比较²

三家机构对于违约率统计的方法也不尽相同。从目前的实践来看，国际通用的违约率计算方法主要有两种：静态池法（static pool）和动态群组法（dynamic cohorts）。标准普尔采用的是静态池分析技术，而穆迪和惠誉采用的是动态群组分析技术。

静态池法：所谓静态池是在每一年年初建立起来，包括在该时点之前参与评级的所有债券发行人，而不考虑债券的发行日期是何时。在研究中所有的公司都同时属于一个或几个静态池。当一个发行人违约，这个违约将被追溯到其过去所有曾属于的静态池。对于那些评级被撤销（rating withdrawal）或者违约的发行人，它们将会从接下来的静态池中被去除，但不影响历史静态池。

动态群组法：动态群组采用与静态池类似的构建方式，群组是由各等级的发行人组成的，自每年年初群组建立之时开始，跟踪群组中发行人信用等级的变化和违约情况，以此来统计每个群组中各等级发行人债券的违约率。但群组是动态的，当群组中某一债券发行人评级被撤销时，将追溯至原始的动态群组，并对其进行调整。这是与静态池分析技术的重大差别。因此，穆迪又将静态池法称为未调整法（unadjusted method），将动态群组法称为撤销调整法（withdrawal-adjusted method）。

上述两种方法的区别在于：在静态池法中，对于静态池中撤销评级的发行人仍然跟踪其违约情况，如果违约则需要计入撤销以前的违约数量中，但是撤销评级的发行人需要从撤销以后的静态池中剔除，且撤销评级的发行人违约对撤销以后的违约数量不造成影响；而在动态群组法中，对于静态池中撤销评级的发行人，不仅需要从撤销以后的群组中剔除，还需要从撤销以前的群组中剔除，撤销评级的发行人违约对任何群组的违约数量都不造成影响因而不需要监视其违约情况。由于动态群组法将撤销评级的发行人从撤销以前的群组中剔除从而违约率的分母较小，动态群组法的边际违约率和累积违约率均大于静态池法，且随着计算期间（time horizon）的延长，这种差异更加明显。（见下页）

表 4 三家国际评级机构违约率计算方法比较

	惠誉	标准普尔	穆迪
计算基础	已发行者数目或面值为计算基数，加权平均	已发行者数目或面值为计算基数，加权平均	已发行者数目或面值为计算基数，加权平均
分析方法	动态群组分析技术	静态群组分析技术	动态群组分析技术
基础数据	基于公司已有或隐含具有无担保债券的信用等级	基于公司已有或隐含具有无担保债券的信用等级	基于公司已有或隐含具有无担保债券的信用等级
撤销调整	根据原始群组计算违约率，有无对撤销信用等级进行调整不明确	根据静态池计算违约率，对边际违约率计算中的撤销信用等级进行调整	根据原始群组计算违约率，对边际违约率计算中的撤销信用等级进行调整
样本期间	1990-	1981-	1970-

¹<http://www.fitchratings.com.cn/uploaded/20100209175949219.pdf>
² 该部分内容原载于新世纪公司研究报告 2009 年第三期的“信用评级违约率计算方法——来自国际评级公司的数据”