

债市主体信用风险分化加剧 评级调整案例增多

联合资信评估有限公司 李丹

2014 年，受债券发行、抵质押、回购等政策的趋严以及经济增速放缓、部分产能过剩、外需疲弱等内外因素影响，我国债券市场信用主体风险呈现分化，债券发行主体级别和债项级别发生变化的情况为历年最多。而信用评级机构如何体现为投资者服务，信用评级是否真正帮助投资者揭示风险、是否获得投资者的认可值得我们关注。

债券市场主体信用风险不断分化，信用等级调整仍频繁

截至 2014 年 11 月底，我国债券市场存续债券发行主体级别调整（不包含展望）的共有 273 家，级别调整率为 7.97%（上调率为 5.58%，下调率为 2.39%），较 2013 年全年有所上升¹。其中 AA 级主体级别变动率仍最高，其次 AA+和 AA-级分别是上调、下调的主要级别类型。从企业性质看，城投类企业依赖其地方政府的隐性担保继续保持整体较高的信用等级，而民营企业由于自身的信用风险特征（企业规模相对较小、盈利能力较不稳定、企业管理有待优化、风险控制能力较弱、融资渠道相对狭窄等）导致其抗风险能力相对较弱，2014 年以来密集暴露出相关的信用风险事件，使得民营企业级别下调的比例明显提高。从行业来看，城投类、银行、证券、金融、高速公路、贸易、电力等行业信用级别上调现象突出；而对于行业景气度较低的煤炭、化工、有色金属、机械制造、钢铁以及电气设备行业的级别下调现象较为明显。

随着国务院 43 号文和 351 号文的发布和实施，未来城投债的信用风险将进一步分化，存量债券和新增债券将随着其自身属性的不同呈现不同的信用风险特征，而民营企业和小微企业在全球经济回暖、国内经济调结构、去产能的综合因素下，信用风险仍值得关注。未来评级机构的信用评级调整仍存在一定的不确定性。

信用评级在债券市场中发挥了积极的作用

然而对于评级机构给予债券的信用等级评定，投资者是否认同需要市场的检验。检验的方法可以从两个方面进行：一是通过公开市场上的债券交易价格来反映债券投资者对该债券风险的判断，并据此得出该债券的级别（投资者交易评级），通过投资者交易评级来对评级机构所给出的信用评级结果进行验证（在国外比较成熟的债券市场上，投资者市场交易评级的应用已经非常广泛）；二是在评级机构对债券做出信用等级调整时，通过观察债券价格是否及时产生变化来进行验证。

针对第一种检验方法，我们采用中央结算公司公布的各等级债券二级市场收益率曲线作为基准收益率曲线，计算基准信用利差，再通过基准利差确定相邻两个级别债券的基准信用利差边界线，将单个债券的信用利差与之比较，得到该债券的投资者市场交易评级。以银行

¹ 数据来源于 WIND 资讯

间市场发行和交易的中期票据为样本，在 2014.9.29~11.28 期间，中期票据的投资者市场交易评级与传统评级无差异的占比约为 46%；差异在 1 个子级之内（含+1 和-1）的占比约为 37%；差异在 2 个及以上子级的占比约 17%。即绝大多数投资者市场交易评级与传统评级相似，但也有部分中期票据的级别有相当的差异。而针对第二种检验，我们采用事件研究法建立模型，通过计算债券的平均异常到期收益率以及债券的累积平均异常到期收益率，来对 2013.10.1-2014.9.31 我国债券市场中债券信用等级变化（不包含展望变化）对债券价格的影响进行分析。分析结果显示，2013-2014 年度，债券级别上调在债券市场上迅速引起了显著的价格反应；当债券级别下调 1 个子级时，市场及时做出反映，债券价格迅速开始下降、债券到期收益率开始上升；而市场对跨级别下调的债券在其被降级之前就已经有所识别，评级机构对于该类债券的信用风险揭示相对滞后，但信用等级的下调进一步加剧了该类债券价格的下降或收益率的上升。

总体上看，我国债券市场上评级机构给出的信用评级基本得到了市场的认可，但信用评级机构与投资者对风险的认识有一定的偏差，且评级机构仍存在信用等级上调及时，下调相对滞后的情况。