

# 联合 研究报告

2014.01.15

## 我国外部评级使用现状和发展方向



**联合资信评估有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 我国外部评级使用现状和发展方向

联合资信评估有限公司 李振宇 李丹 聂逆

随着我国债券市场的发展，为防范信用风险和维护债券市场的稳定，我国引入了信用评级机制，强制要求市场参与者广泛使用外部评级。在监管部门的推动下，外部评级在我国债券市场上得以推广，并在债券发行审批、核准、注册和债券流通交易、投资以及在对相关金融机构的资本监管、风险监管、准入监管中被广泛使用。信用评级目前在我国债券市场、资本市场乃至金融市场发挥着积极的作用。近几年，我国债券市场发展迅猛，外部评级在我国资本市场中发挥的作用越发突显。然而，由于对信用评级的认识偏差及不当使用，我国在对外部评级的使用方面存在一些问题。这些问题已对我国债券市场产生负面影响，阻碍了我国债券市场以及资本市场的发展。借鉴国外在使用外部评级方面的先进经验，我国除应继续发挥外部评级的作用外，也应及时纠正对外部评级的不合理使用问题，减少对外部评级的过度依赖和不当使用。

### 一、我国对外部评级的使用及存在的主要问题

随着我国债券市场的发展，为防范信用风险，我国引入了信用评级机制，强制要求市场参与者广泛使用外部评级。在监管部门的推动下，外部评级在我国债券市场上得以推广，并在债券发行审批、核准、注册和债券流通交易、投资以及在对相关金融机构的资本监管、风险监管、准入监管中被广泛使用。目前信用评级在我国债券市场、资本市场中发挥着积极的作用，但我国对外部评级的使用既存在利用不够的现象，也存在过度、机械和不恰当使用等问题。

#### **（一）信用评级是我国债券市场准入条件之一，但未覆盖所有固定收益类金融产品**

从1993年起，中国人民银行、国家发改委、银监会、证监会、保监会等监管部门陆续颁布相关法规，对在我国债券市场公开发行的债券和发债主体逐步要求由具有资

质的评级机构进行信用评级。截至到目前，我国债券市场上的主要债券品种及其发行人都必须进行信用评级。但随着资本市场的不断扩大，金融产品种类不断增加，像债券投资基金、货币市场基金、固定收益类的信托产品、理财产品和私募发行的债券产品等，监管部门并没有强制要求进行信用评级。此外国内机构到境外发债，监管部门也没有要求必须进行评级。如果从揭示信用风险和保护投资者利益的角度看，监管部门也应该鼓励对上述产品或发行人进行信用评级。

## （二）信用等级是债券发行审批、核准、注册的重要门槛，存在过度依赖的问题

虽然监管部门没有明确表示债券的信用等级与债券发行之间有必然联系，但从以往的债券发行情况看，不论债券发行采用的是审批、核准还是注册的方式，信用等级均为一个重要参考，甚至成为发债的一道门槛。如近8年来成功发行的非金融企业债务融资工具，其信用等级大都在AA-级及以上，且独立发行债券的主体信用等级都在A+级及以上，这被视为一种潜在规定或门槛。

较高的信用等级要求，一方面可以较大程度地规避信用风险和维护债券市场的稳定，在债券市场发展初期有一定的合理性，但另一方面也存在明显的不公平问题，阻碍了债券市场的持续发展。由于信用等级要求较高，导致活跃在我国债券市场的企业多为一些信用质量较为优质的国有企业和大型民营企业，大多民营企业和中小企业因信用等级达不到要求而无法进入债券市场，或只能通过集合或私募的形式发债，使得债券市场的持续扩容受到阻碍。另外，由于最低信用等级要求较高，债券产品信用等级划分较少，风险区分和产品差别化能力不强。这种高信用等级的潜规则也导致评级机构面临巨大压力，被迫提升企业的信用等级以求得进入市场，债券市场存在对外部评级过度依赖的问题。

信用等级的高低也影响企业发债额度的审批。2012年6月，银行间市场允许AA级及以上信用级别的企业可以按照双40%净资产额分别计算短券和中票发债额度。监管部门简单地依赖信用等级对企业发债额度进行区分限定，再一次加剧了信用等级对债券发行的影响。

围绕发债审批环节，发改委于2013年颁布的《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》中规定，发行主体或债券信用等级为AAA级的债券、资产负债率低于30%

且主体信用级别在AA+级及以上的无担保债券等情况为加快和简化审核类债券；而资产负债率较高（城投类企业65%以上，一般生产经营性企业75%以上）且债项级别在AA+级以下的债券等为从严审核类债券。发改委对企业债券进行分类审核，并且使用信用等级和资产负债率等指标共同作为审核要素，可以更有效地对企业债券发行进行监管并提升优质企业债券的发行效率，一定程度地降低了信用等级对企业债券发行的绝对影响，也减轻了评级机构对来自受评企业要求给予高级别的压力，值得其他监管部门的借鉴。但从级别要求来看，发改委的监管要求仍然较高，对信用级别的依赖依然较大。

### （三）信用等级是债券发行定价的主要依据

早期监管部门曾采用定价估值体系，给出每个信用级别的市场指导价，目前一级市场上主要由发行人与主承销商自主确定债券的发行利率区间，但该区间仍以信用等级作为主要参考依据。一般而言，在不考虑宏观和流动性因素的影响下，信用等级越高的债券，其发行利率越低。从近两年债券市场上发行量最大的短期融资券和中期票据两个债券品种的利差分析结果来看，信用等级与债券发行利率有着显著的负相关关系。但是过于机械地使用信用等级对债券进行定价，不能真实的反应市场对于债券的认识和需求，债券的定价权应交还给市场。

### （四）信用等级对债券流通交易有很大影响，有些规定明显不合理

关于债券在交易所上市、回购等方面，交易所均要求债券要具有较高的信用等级，使得外部评级成为决定债券流通性大小的重要因素之一，也间接地使得债券的信用等级对债券的发行定价起到关键性作用。例如，对于想通过综合协议平台挂牌交易的债券，其信用等级应不低于AA级；只有主体和债项信用等级为AA（含）级以上的公司债券、企业债券、分离交易可转换公司债券方可办理质押式回购。

AA级债券在国外属于仅次于最高信用级别的高信用质量债券，如果严格按照国外AA级债券的信用质量标准，我国实际上可达到的债券不会很多。而我国债券市场对债券上市、回购条件的过高信用等级要求，实际上逼迫发行人要求评级机构将其债券的信用等级提高至AA（含）级以上，使得我国企业所发债券的信用等级明显虚高。

#### （五）信用等级是划分债券投资类别的重要依据，间接影响债券发行和流通

为了控制风险，有关监管部门对机构投资者所能够投资的债券及债券发行人的信用级别提出了明确要求，对投资者的投资活动进行一定程度的限制。例如，保监会要求保险机构只能对国内评级机构评定的发行主体级别为A级及以上，债项级别为AA级及以上（金融债券为A级及以上，短期融资券为A-1级）的债券进行投资。除信用等级之外，保监会同时还对债券发行人的净资产、净资本、核心资本充足率（发行人为商业银行）以及总资产等财务指标提出限制要求。总体看，保监会对于保险资金的投资运作监管手段较为多元化，值得其他监管部门借鉴，但对投资范围仍较严格。除了像养老金等资金需要保证绝对安全外，对于一般商业保险资金来说，如果投资门槛设定较高，保险资金很难合理进行风险与收益的组合以获得较好的投资收益。另外，如果投资者对债券和其发行主体信用等级具有较高的要求，就会使得信用等级对于债券的发行和流通具有较大的影响，间接地增加了发行人对较高信用等级的需求，从而使得债券的信用等级虚高。

#### （六）信用等级使用不恰当问题

我国监管部门及交易所，在使用信用等级进行监管的同时，还会规定一些对风险判断或限制的实质性条款，但是信用等级与这些实质性条款存在不匹配或使用不当问题，无法达到预期的监管效果，甚至造成市场信息混乱。

例如，发改委在划定加快和简化审核类企业债券时，对于主体信用级别在AA+级及以上的无担保企业债券则要求资产负债率不高于30%。从我国企业实际情况以及合理经营角度来看，企业的资产负债率大多高于30%，因此能够达到资产负债率低于30%且主体信用级别在AA+级及以上要求的企业很少。发改委的上述规定对资产负债率和信用级别的搭配使用上存在不完全、过于严格或不当搭配的问题。

再如，证券交易所规定，对于想通过综合协议平台挂牌交易的债券，除了要求债券的信用等级不低于AA级外，债券的发行人还应满足净资产不低于5亿元人民币等条件。从信用评级角度看，净资产为5亿元的企业一般很难达到AA级的信用等级。虽然交易所降低发债企业净资产的要求，目的是为了增强中小企业的融资能力（中小企业可通过担保等增信手段使其所发行的债券达到AA级，从而能够在交易所上市），但实



际却给市场传递出拥有5亿元净资产的企业其发行的债券可以达到AA级的错误信息。

## 二、外部评级的不合理使用造成的影响

### （一）债券发行人对信用级别的预期较高

由于我国企业公开发行的主要债务融资工具均必须进行信用评级，并且信用等级的高低成为债券能否成功发行、能否获得较好的流动性和降低发行成本的重要影响因素，因此发债企业对信用评级的依赖较大，对高信用等级具有较大需求。对于那些能够满足监管部门关于发债的其他要求，但不能达到信用等级要求的企业，获得较高信用等级成为它们跨越发债门槛的重要一关。而一些信用质量较好的企业，考虑到发行成本以及声誉影响，也极力追求高信用等级。

### （二）评级机构之间存在级别竞争现象

与国内资本市场其他中介机构相比，评级机构仍处于发展的初级阶段，同时监管不断放行新机构进入评级市场，抢占市场份额、确保生存空间是评级机构在短期内的首要经营目标。在我国债券市场零违约率的背景下，评级结果的质量无法通过违约率进行有效检验，评级机构判断的准确度与公信力尚难以直接体现；加之监管机构目前并未强制要求实施双评级，债券发行人及承销机构也倾向于以更高级别降低发行成本，评级作用更多地体现在债券的一级市场，这些都给了新进评级机构不断降低评级基准，以高级别争取企业客户的动力及空间，级别竞争成了新进评级机构最为直接而有效的竞争手段。

### （三）债券市场呈现评级虚高现象

由于我国债券市场准入门槛较高，债券发行企业对较高信用等级具有极大的需求，加之国内评级行业竞争激烈，存在级别竞争现象，从而造成了我国信用类债券市场呈现评级虚高的现象。与国际债券市场相比，我国信用类债券市场目前呈现以下特点：一是信用等级分布较集中于高信用等级。二是信用等级调整呈单边上调趋势，且调整方向与国际三大评级机构的评级调整趋势相反，与实际经济状况也有所背离。三是投资级主体的信用等级迁移率较高，投资级评级稳定性较差。

评级虚高现象的出现会给我国债券市场乃至整个资本市场造成很大的危害。它不仅会引起投资者的损失，还可能引发金融风险，美国的次贷危机已经印证了这一点。因此，我国债券市场上的评级虚高问题亟待解决。

### 三、国外合理使用外部评级的发展方向

从国际范围看，信用评级业的发展模式为主要以美、欧为代表的市场自发式发展模式和以日本为代表的国家主导式发展模式。2008-2009年金融危机后，国际上对于外部评级的使用初步达成共识，从美、欧、日对外部评级使用的发展方向看，虽然最初的发展模式不同，但目前已表现出相同的发展方向，即减少对外部评级的使用、鼓励内部评级和使用双评级的发展趋势。在解决我国目前对外部评级使用存在的问题和探讨合理使用外部评级的发展方向上，我们可以结合自身发展情况，有选择地借鉴国际先进经验。

金融危机后，减少对外部评级的依赖成为G20在对于外部评级使用问题上达成的共识。2010年10月，金融稳定理事会（FSB）发布了《降低信用评级机构依赖性的原则》，要求各国降低法律法规、监管规则和其他各类标准对于信用评级机构的依赖，降低金融市场对信用评级机构的依赖和降低具体的金融活动（包括中央银行操作、商业银行监管、投资者内部政策等）对信用评级机构的依赖。从各国的落实情况看，多数国家和地区主要从降低在发行条件、资本框架、风险管理和投资交易等领域中对外部评级过度、机械、不恰当的依赖以及要求金融机构提高内部评级能力两个方面进行。

从美国和欧盟在金融危机后对外部评级使用的具体改革措施来看，虽然对于减少对外部评级的依赖、鼓励加强内部风险评估能力和鼓励双评级的总体趋势相同，但在具体的改革形式上略有不同。在监管层面，美国的主流趋势是直接取消法律法规对外部评级的直接引用，降低监管者对外部评级的依赖；而欧盟的主流趋势是在承认外部评级的不可替代性的前提下，修订监管标准和调整外部评级的使用方式，主要表现为通过要求及时披露使用评级信息的情况、定期审查外部评级使用情况和减少自动评级触发、限制投资组合中依赖外部评级做出投资决定的权重等方式。对于投资者，美欧均表现出鼓励投资者（特别是银行等金融机构）加强自身风险评估能力，提高内部评

级水平。另外，在肯定评级行业的专业性、独立性等背景下，为了提高信用评级的准确性和客观性，美欧均鼓励使用双评级，以加强评级机构的信息透明度，强化评级机构间的竞争。例如对于结构化金融产品，美欧均鼓励使用双评级。2012年，欧盟议会还提出将双评级的适用范围从结构化金融产品扩大为所有评级对象的建议。

与美欧相比，日本债券市场的市场化和信用评级体系的建立相对较晚，但在外部评级的使用上也呈现出与美欧相同的发展方向。在日本债券市场发展的初期，信用评级被要求作为债券发行的必要条件之一，并且只有具有较高信用等级的债券才能得以发行，信用等级也是债券发行定价的主要决定因素之一。之后日本实行发债注册制度，债券信用等级的高低不再作为市场准入、发行额度以及债券定价的限定要素，债券的发行利率主要根据发行人的财务状况来确定，实现了发债自由化。2010年，日本不再将信用等级作为债券注册发行的必要条件。目前，日本仍在积极修订相关法律，减少监管机构对外部评级结果使用的依赖。

#### 四、我国合理使用外部评级的发展方向

从国际债券市场发展来看，信用评级是债券市场发展的基础，目的是保护投资者的利益及维护债券市场稳定。然而，我国现有的监管规则对直接引用外部评级的依赖较大。我国应在充分发挥信用评级在信息揭示和风险监测方面的作用的基础上，适当减少监管层面对外部评级的直接引用，鼓励投资者自行分析、提高内部评级水平，同时扩大双评级的适用范围，增加投资者对外部评级的选择性和参考性。

##### （一）减少监管机构对外部评级的过度、机械和不恰当使用

###### 1. 监管部门应放宽债券发行、流通、投资的门槛

根据我国目前的实际情况，我国监管部门应扩大债券发行人的范围，如将非金融企业融资工具市场准入条件即无担保的企业主体和债项信用等级放宽至所有投资级（BBB-级及以上）。对于债券的流通交易，证券交易所应取消对于债券交易流通的信用等级限制要求，债券流通应进一步市场化。对于债券投资可根据投资资金类型进行分类监管，放宽商业资金的投资门槛，满足不同投资者的风险偏好。而未来的发展方向可以借鉴日本的经验，逐步取消信用等级对债券发行、流通和投资的过度限制，使



债券市场更趋市场化。

2. 监管部门应采取多元化的监管标准，将信用等级作为监管要求的参考条件之一。信用等级是评判债券信用风险大小的重要工具，但不应该成为绝对标准。监管部门在制定监管规则上应该保留一定的空间，一方面应充分发挥外部评级作为评价信用风险的参考工具的作用，另一方面可以考虑引入财务量化指标等多个维度进行风险评价和监控，同时还应避免信用等级与其他限定条件的机械搭配和不恰当搭配。

3. 监管部门应引导投资者正确认识外部评级的局限性，加强内部评级水平和自我分析判断能力，将外部评级作为一种有价值的参考工具进行使用。

2012年5月，由人民银行、银监会和财政部联合发布的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》就曾要求资产支持证券投资者建立内部信用评级体系，减少对外部评级的依赖，并鼓励探索采取多元化信用评级方式，支持对资产支持证券采用投资者付费模式进行信用评级。监管部门可以将此项规定内容在整个债券市场上加以应用，不应只局限于或强调资产支持证券。

## （二）积极推动双评级的使用

双评级具有丰富投资者的信息选择、有效地减少信息不对称，增强信用评级结果的准确性、客观性以及减少评级机构恶性竞争等作用 and 优势。我国监管部门应在债券发行和投资两个环节上积极推动双评级的使用。

### 1. 应适度扩大双评级的适用范围

我国可考虑将双评级的使用范围由资产证券化产品的单一品种扩大至其他债务融资工具，这也是改变我国债券市场信用等级虚高的一种有效手段。另外，我国境内企业到境外发债通常会采用国外评级机构进行评级，如果监管部门规定到境外发债的企业必须由至少一家国内评级机构进行评级的话，那么市场可以对国际和国内评级机构所评定的评级结果进行比较，可以完善国内评级行业的竞争环境，提高评级机构竞争力，并有利于国内评级机构参与国际市场，提升国内评级机构的国际化程度和培育公信力。

## 2. 应引导投资者使用双评级

虽然外部评级具有一定的局限性，但考虑到其专业化程度较高并可以降低投资者的分析成本的优势，外部评级尚无法被完全替代。即使对于内部评级体系较完善的投资者来说，外部评级仍具有参考价值。2011年1月，银监会发布了《关于规范商业银行使用外部信用评级的通知》，要求商业银行的内部评级体系如果在评级确定方面引用或参考外部评级结果，或者若重大投资产品没有内部评级，则有关信用风险评估必须引用至少两家外部评级机构的评级结果进行比较，选择使用评级较低、违约概率较大的外部评级结果。银监会的这项规定从投资者角度在使用外部评级方面提供了较好的思路，监管部门可以将规定对象扩大至其他市场投资者。

本文发表在《征信》2013年第12期

2013年第12期  
总第179期

征 信  
CREDIT REFERENCE

No.12 2013  
Serial NO.179

### 【信用评级】

## 我国外部评级使用现状和发展方向

李振宇，李 丹，聂 逆  
(联合资信评估有限公司，北京 100022)

**摘 要：**近几年，我国债券市场发展迅猛，外部评级在我国资本市场中发挥的作用越发突显。然而，由于对信用评级的认识偏差及不当使用，我国在对外部评级的使用方面存在一些问题。这些问题已经阻碍了我国债券市场以及资本市场的发展。借鉴国外在使用外部评级方面的先进经验，我国除应继续发挥外部评级的作用外，也应及时纠正对外部评级的不合理使用问题，减少对外部评级的过度依赖和不当使用。

**关键词：**信用评级；外部评级；评级使用；信用等级

中图分类号：F832.3

文献标识码：A

文章编号：1674-747X (2013) 12-0038-05