

三大评级机构的国际化发展历程及启示

联合资信评估股份有限公司 艾仁智 李为峰

摘要：经过百余年的发展，标普、穆迪和惠誉三大评级机构从美国本土市场逐步拓展至欧洲、亚洲、拉美和非洲市场，并在全球评级市场中占有绝对垄断优势。本文研究了三大评级机构的国际化发展历程，总结了其发展成果，并进一步分析了其国际化发展的主要驱动因素，以从中汲取经验，总结对中国本土评级机构国际化发展的借鉴意义。

关键词：信用评级 国际化 三大评级机构

信用评级起源于美国，在南北战争之后大规模的铁路建设推动了债券市场的蓬勃发展，标普、穆迪和惠誉这三大评级机构正是在此背景下成立，并在美国评级市场建立起垄断地位。20 世纪 60 年代之后，三大评级机构先后布局欧洲市场，并进入亚洲、拉美和非洲等地区。2008 年以来，各国对信用评级的监管政策趋严，但三大评级机构的全球垄断地位并未受到挑战，国际化发展趋于成熟和稳定，业务趋向多元化。三大评级机构的国际化发展经验可以为中资评级机构走出去带来相关启示。

一、 三大评级机构国际化发展历程

1. 20 世纪 60~90 年代积极布局欧洲市场

三大评级机构的国际化进程开始于 20 世纪 60 年代，经济全球化和跨国公司的快速发展推动了跨境资本的流动，跨境融资成为国际资本市场的一项重要业务，随之而来的是信用评级业务需求的激增，在此背景下三大评级机构在巩固美国本土市场的同时开始着力向全球扩张。

20 世纪 80 年代，在经济全球化和自由贸易理念下，欧洲各国监管当局在当时并未对评级行业准入机制进行约束和限制，三大评级机构借此机会迅速利用自身技术和声誉优势在欧洲建立分支机构。不同于美国债券市场上多元化的发债主

体，欧洲债券市场主要由银行主导，债券发行有严格的政府审批制度，因此在债券市场发展初期对信用评级需求并不高。三大评级机构在进入欧洲市场初期主要以提供金融信息服务为主，以投资人为主要服务对象，为当地投资者提供准确可靠的评级参考。

在欧元区成立之后，欧洲债券市场迅速扩张，投资人对风险信息的需求逐步上升。欧洲央行依据《巴塞尔协议II》将信用评级引入银行的资本要求，欧洲债券市场信用评级需求逐步释放，三大评级机构开始在欧洲密集设立分支机构，并在欧洲评级市场占据了绝对垄断地位。

2. 自 20 世纪 90 年代起逐步渗透进入亚洲、拉美以及非洲等地区

在大力发展欧美市场的同时，三大评级机构自从 20 世纪 90 年代起开始逐步拓展亚洲、拉美以及非洲等市场。由于开放程度的不同以及部分国家监管和法律等方面存在约束等原因，三大评级机构在当地往往无法或不愿直接设立分支机构，而是首选与本土评级机构达成合作伙伴关系，将自身的技术和声誉优势参与到新兴国家的资本市场活动中，借此实现国际化业务布局。

亚洲方面，三大评级机构主要以设立分支机构的方式进入经济开放程度较高的日本、香港和新加坡等市场，以技术合作或参股的方式进入韩国、印度等市场。

在拉美及非洲地区，巴西本土评级机构发展起步较早，但随后三大评级机构的渗入对本国评级机构的发展形成一定程度的抑制；墨西哥、阿根廷、南非三国基本以三大评级机构进驻作为信用评级行业发展的始端，本国评级机构发展较为有限。

3. 2008 年以来国际化发展也趋于成熟和稳定

2008 年全球金融危机和 2012 年欧洲债务危机期间，三大评级机构因信用评级是否保持中立以及是否真正揭示信用风险而广受诟病，评级行业集中度过高等问题也引起监管的高度重视。

2008 年，欧盟宣布要建立本土化的信用评级机构，从而摆脱长期以来欧洲评级市场由三大评级机构占绝对优势的局面，力图通过提倡发债人轮换评级机构的制度来增加评级行业的内部竞争。此外，欧盟还扩大获得认可评级资质的信用评级机构数量，试图削弱国际三大的垄断地位。此外，新兴市场国家也纷纷通过

立法对评级行业与机构进行统一监管，监管内容涵盖市场准入、信息披露、利益冲突等各个方面。但得益于长期以来积累的声誉及公信力，这些措施并未对三大评级机构的全球市场垄断地位产生太大影响。

在两次危机后，三大评级机构继续推进国际化步伐，2013 年惠誉以参股的方式进入印度市场，2015 年穆迪通过技术合作、参股的方式进入秘鲁市场，2016 年标普以技术合作的方式进入泰国市场，2019 年和 2020 年标普和惠誉相继在中国设立独资公司并获准进入中国评级市场。至此，三大评级机构业务范围已经覆盖了全球绝大部分市场，国际化进程也趋于成熟和稳定。

二、 三大评级机构国际化发展的成果

1. 业务趋向多元化，外部并购和重组成为重要手段

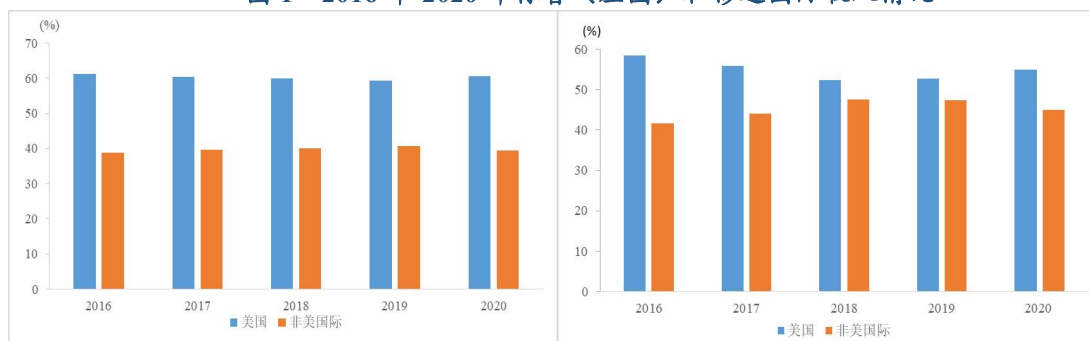
在国际化发展的过程中，三大评级机构利用自身长期累积的海量数据资料开发、延伸和挖掘了更广泛的业务模块。标普除了为全球资本市场提供独立的信用评级服务外，还提供指数服务、普氏能源资讯、市场分析服务等非评级服务。2020 年，标普非评级业务收入占比已超过 52%，成为公司收入的主要来源。穆迪将全球业务分拆为穆迪投资者服务和穆迪分析两大板块，分别负责核心评级服务和投资咨询服务。2020 年，穆迪分析收入的占比已达到 43%，成为评级收入以外的重要补充。惠誉除了核心的信用评级业务外，还成立了惠誉解决方案和惠誉培训两个分公司，分别负责投资咨询和教育培训业务。业务趋向多元化是三大评级机构国际化发展的必然过程，也是国际化发展的重要成果。

在三大评级机构业务扩张中，除了内部整合，外部并购和重组也是国际化业务进程中的重要组成部分。通过对从事相近或相似业务企业，或是业务板块上下游企业的收购和参股，形成对自身业务条线的升级和改造，达到业务版图的全面和完整，进一步提高三大评级机构自身的国际竞争力。例如，2017 年穆迪以 32.7 亿美元收购毕威迪（Bureau van Dijk）。毕威迪与超过 160 个独立的信息提供者建立合作伙伴关系，其解决方案能够满足信贷分析、投资研究、税务风险、转让定价、合规性和第三方尽职调查等多方面的需求。通过此次收购产生的协同效应，穆迪预计在三年内能够产生约 1.2 亿美元的额外收入，并将推动穆迪在信息服务方面的竞争力得到进一步提升。

2. 美国本土市场以外收入占比已达到 40%以上，欧洲地区是主要的国际收入来源

随着国际化发展的推进，国际收入逐步成为三大评级机构收入的重要组成部分。财报数据显示，2020 年标普美国本土市场收入约占全部收入的 60%，其他区域的国际收入约占 40%，近五年来国际收入基本稳定在该水平附近；2020 年穆迪在美国市场收入约占全部收入的 55%，其他区域的国际收入约占 45%，国际收入占比近三年尽管有所下降，但仍处于相对较高水平（见图 1）。

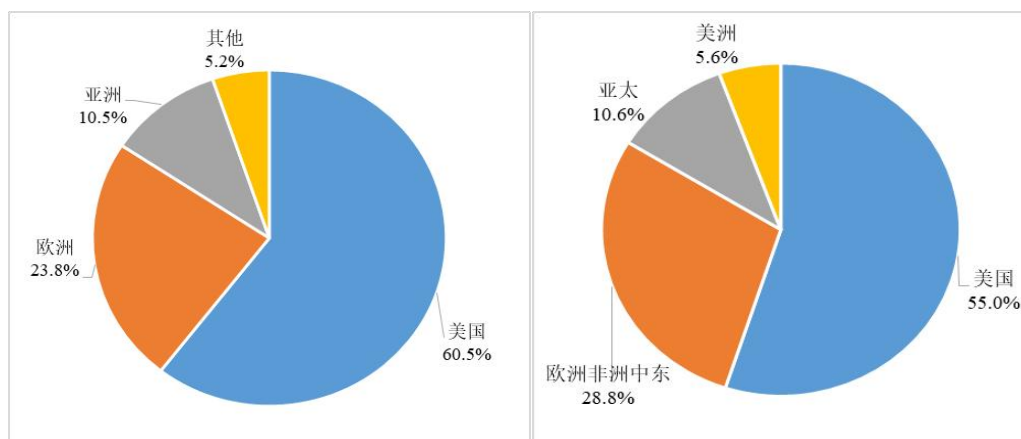
图 1 2016 年-2020 年标普（左图）和穆迪国际收入情况



资料来源：Wind，联合资信整理

具体来看，欧洲市场是三大评级机构的重要收入来源区域。2020 年标普欧洲市场约占全部收入的 24%，穆迪欧洲市场收入也是国际区域中最高的，约占全部收入 29%。同时，随着新兴市场国家的持续开放，一些新兴市场国家也进入三大评级机构的视野，亚太区域逐步成为其创收的主要市场。2020 年标普和穆迪的亚洲区域收入占比均达到 10%以上（见图 2）。

图 2 2020 年标准普尔（左图）和穆迪各地区收入分布



资料来源：Wind，联合资信整理

3. 重视招聘和培养国际化人才，国际员工占比显著超过美国本土员工

信用评级行业是人力资本密集型行业，分析师的专业水平决定了信用评级公司的业务能力。具备职业经验的专业分析师是评级机构迈上国际化道路，赢得国际竞争力的重要力量，人才建设和储备也是评级机构国际化战略的重要组成部分。三大评级机构在国际化进程中均将自身吸引、激励和留住关键人才作为公司价值增长的重要内容。

三大评级机构不仅在美国本土拥有数量庞大且专业的分析师队伍，也在本土之外招收和培养国际化人才。以穆迪为例，2020 年穆迪员工总数增长到 11490 人，其中美国员工和国际员工占比分别为 37%和 63%，国际员工占比显著高于美国员工占比（见图 3）。

图 3 2016 年-2020 年穆迪员工地域分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

三、 三大评级机构国际化发展的驱动因素

1. 监管机构的认可可是三大评级机构国际化发展的必要条件

美国是第一个设立信用评级市场准入制度的国家，1975 年美国证监会首次提出全国统计信用评级机构（NRSROs）资质的概念，通过向特定评级机构发送“无异议函”，确认该评级机构发布的评级结果被美国大部分重要使用者认可，同时指定在某些监管领域只承认具备 NRSROs 资质的评级机构所给出的评级结果。由于首批获得 NRSROs 资质的评级机构只有三大评级机构，其他中小评级机构的评级结果无法用于监管目的，也无法获得大部分使用者的认可，业务发展受到极大的限制。虽然这一制度已在 2006 年被取消，NRSROs 资格改为自行申请后监管审查批准，但三大评级机构的垄断局面已经形成，加之三大评级机构的自身实力和迅速发展，中小评级机构已经无法与三大评级机构相抗衡。

在三大评级机构国际化发展的过程中，如何获得当地市场准入资格并满足监管相关要求是其面临的首要问题。三大评级机构获取境外评级牌照及监管机构认可主要通过以下三种模式：一是在当地设立分支机构并申请获得评级牌照，二审通过参股、收购等方式获得当地有牌照评级机构的股权，三是直接申请当地监管机构的认证（评级结果可用于监管目的，但可能无法在当地市场开展评级业务）。其中，第一种模式主要适合监管较为宽松、金融市场开放程度较高的境外市场，如欧盟、新加坡、香港等；第二种和第三种模式则主要适合监管较为严格、金融市场开放程度较低的境外市场，如马来西亚、泰国、印度尼西亚等。

此外，获得国际监管机构及行业协会的认可也是助力三大经济机构国际化发展的重要因素。巴塞尔委员会、国际保险监督官协会等将外部信用评级引入各成员国的金融监管使得三大评级机构出具的评级机构广泛应用于各国金融监管及银行、保险公司等金融机构的风险加权资产测算，极大地提升了三大评级机构在全球投资者中信誉及影响力，反向促使各国发行人使用其提供的评级服务。

2. 本国货币和企业的走出去推动了三大评级机构国际化发展

美国在二战后通过实施“马歇尔计划”为西欧国家提供了多种形式的援助，大量美元的流入为欧洲美元债的诞生创造了条件。20 世纪 60 年代，美国《利息平衡税法》的推出促使大量美国公司前往欧洲发行美元债，美元离岸债券市场初步形成，为三大评级机构进入欧洲市场提供了坚实的基础。

在 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系终结后，石油美元体系的确立使得全球各国对美元有着强烈的需求。随着美元向全球加速流动以及美国企业向全球布局，美元离岸债券市场得到迅速发展，三大评级机构的国际化脚步逐步扩展至拉美、亚太、中东等地区。以亚洲地区为例，随着亚洲地区发行人美元融资需求的持续增长，再加上当地资本市场的逐步开放，三大评级机构在亚太大部分地区的评级市场上建立起领先地位，在新加坡、中国香港等高度开放的金融市场上更是占据绝对垄断地位。

3. 声誉及公信力是三大评级机构国际化发展的核心竞争力

信用评级起源于美国，三大评级机构在百余年的发展过程中积累了丰富的经验和数据，其树立的评级标准及理念得到了全球绝大多数投资者的认可。声誉及公信力成为了三大评级机构在国际化发展过程中的核心竞争力，在获得境外监管及投资者认可、拓展国际化业务的过程中发挥了重要作用，而国际化发展又成为其传播自身评级标准及理念的重要途径，反过来进一步巩固其在国际投资者中的声誉及公信力。此外，三大评级机构在国际化发展过程中根据不同市场的发展情况及投资者需求的变化，将全球评级体系向国别、区域评级体系拓展，建立了多层次的评级体系，满足了各国投资者差异化的需求，得到了市场各方的广泛认可。

四、 三大评级机构国际化发展的启示

1. 中资评级机构在进入境外评级市场时应坚持“因地制宜、循序渐进”的原则

信用评级行业是一个受到高度监管且具备一定进入壁垒的行业，全球主要债券市场在发展过程中形成了不同的信用评级市场准入机制和监管框架，信用评级机构在“走出去”时面临的首要问题就是如何获得市场准入资格并满足监管相关

要求。

对于中资评级机构而言，短期内可以考虑以申请当地监管机构认证为主获得境外监管机构的认可。这种模式的主要优势在于无需在当地市场设立运营实体，避免短期内出现较大财务支出压力及损失风险，适合在国际化初期阶段采用。得到境外监管机构的认证也有助于推动当地发行人对中资评级机构的认可，提高中资评级机构的国际知名度，为后续国际化发展行动打下较好的基础。中长期内，中资评级机构应根据目标市场的实际情况选择设立分支机构或参股收购的方式获得境外市场评级业务牌照，切实开展境外评级业务。

另一方面，获得巴塞尔委员会、国际保险监督官协会等国际机构的认可也是国际化发展的重要组成部分。中资信用评级机构应持续完善评级方法体系和内部控制体系，提高评级质量表现和市场认可度，在积累违约率数据的同时不断改善违约率结果，以满足这些机构认证的相关要求。

2. 中资评级机构应跟随着人民币及中资企业走出去的步伐

从三大评级机构的国际化发展历程来看，美元及美国企业的国际化是重要的驱动因素。对于中资信用评级机构而言，随着人民币国际化不断取得进展、在国际支付及国际储备中的份额持续提升，离岸人民币债券市场有望在未来迎来蓬勃发展，为中资评级机构拓展国际化业务提供良机。同时，随着中国对外投资持续增长及中资企业走出去步伐加速，中资企业境外融资需求也不断凸显，中资美元债市场近年来发展迅速，已经成为中资企业海外融资的重要渠道。这些都为中资评级机构拓展国际化业务提供了良机。

作为中资企业境外发债的集中地，中国香港吸引了多家中资评级机构设立分支机构并申请评级牌照，短期内香港地区仍将是中资评级机构国际化业务拓展的重点。从中长期来看，中资评级机构国际业务的进一步拓展应与中资企业走出去的步伐保持一致。例如，随着中资企业在欧洲地区投资的增加及欧元融资需求的显现，中资评级机构可以考虑在未来以设立分公司、参股或收购的方式进入欧洲评级市场。

3. 中资评级机构应加强国际评级体系建设，提升在国际投资者中的知名度

和影响力

由于国际评级市场与国内评级市场存在很大的差异，中资评级机构现有的评级体系很难满足国际化业务发展的需要，也很难得到国际投资者的认可。在此背景下，中资评级机构应加强国际评级体系建设，构建全球行业及企业数据库，按照国际标准完善评级质量检验体系，最终实现全球不同区域、不同行业的发行人及债券评级具有可比性。

此外，中资评级机构还应持续加强境外投资者服务工作，开发多种类型、多种语言的评级产品及研究产品，向境外投资者宣传中资评级机构的评级理念和方法，提升在国际投资者中的知名度和影响力。为更好的服务国际投资者，中资信用评级机构在业务国际化过程中应积极培养国际化人才，一方面要加强对评级专业人才的储备，特别是具备国际视野人才的培养和储备，另一方面要注重挖掘具有国际营销能力的人才和针对国际业务拓展积极引进海外人才。