

# 信用风险定价应更趋于保守

摘自 上海证券报

联合资信评估 李振宇

至今仍余波难息的美国次级住房抵押贷款市场危机，对正处于初期发展阶段的我国信用品种市场提供了难得的警示。

其一，市场是波动的，信用风险定价应当保守。没有只涨不跌的市场，在普遍预期上涨时，可能就孕育着危机的出现。投资者风险偏好一旦发生改变，所有的市场都会被重塑。在信用市场上，信用风险的定价应该更趋于保守。从美国的经验看，为了补偿投资者承担的信用风险，不同信用等级的公司债券收益率不同。据统计，AAA 级在 1998 年 6.5%到 1981 年的 14.2%之间变动；而 BBB 级则在 1998 年的最小值 7.2%至 1982 年的最大值 16.1%之间变动。AAA 级债券与 BBB 级债券的利差高的时候达到了 250 个基点，低的时候接近于 0，这主要是市场对信用风险的看法导致的。如果市场参与者过于乐观，对信用风险没有充分的溢价，就很容易将风险引进来，在市场中潜伏大的损失。

我国债券市场还处于初步发展期，相对的较低信用等级的产品也比较缺乏，债券发行、交易的市场化刚刚开始，信用等级与债券定价和交易价格的关系需要逐步建立。我们认为，评级机构应积极进行这种研究，借鉴国外经验，引导市场完善信用风险定价，建立信用等级与利差的合理关系。市场参与者也需要进一步加强对债券风险定价的理论研究和实证分析，逐步建立自己的信用风险定价模型，合理确定信用风险定价，促进利率体系的健全，形成我国信用风险溢价的基本格局。

其二，信用风险依然很难准确预测。虽然美国开展证券信用评级已经有很长时间，也做了大量的统计和跟踪研究，且经历了多次的信用危机的考验，但信用风险依然存在较大的波动性，评级机构只能提供相对客观的意见，大面积违约的概率依然很难预测。为此，评级机构对不同的信用等级的证券会提出不同的信用提升要求，以抵御市场恶劣情况下可能出现的违约率上升所出现的损失风险。评级机构不是神仙，如果实际出现的情景比评级机构设定的更加恶劣，就会威胁到优先级证券的偿还。因此，投资者要关注评级机构的相关违约率假设，仔细分析实际经济会发展到哪种恶劣情景。