

# 联合研究报告

2013.11.07

## 评级展望及评级观察的含义与使用

# 评级展望及评级观察的含义与使用

联合资信评估有限公司 李丹 伦杭 聂逆 宿夏荻

近年来，随着我国债券市场的发展，我国评级机构也借鉴国外的经验，在信用等级的基础上，增加了反映发行人或债券中短期信用状况变化的“评级展望”及“评级观察”，以更好地向投资者揭示信用风险的变化。随着债券市场上各种情况的出现，“评级展望”和“评级观察”也越来越多，我国评级机构需要处理各种新问题。因此，深入探讨“评级展望”和“评级观察”的含义，更好地为投资者服务，在市场上形成更多的共识，是本文的目的。

## 一、惠誉的评级展望和评级观察

### （一）评级展望

#### 1. 定义

评级展望是指信用评级在1到2年内可能的变动方向，反映了财务或其他方面的趋势还未到触动评级变动的程度，但如果该趋势持续，则评级会向该方向变动。

#### 2. 类型及含义

惠誉的评级展望设定为四种：(1)正面、(2)负面、(3)稳定、(4)发展中(Evolving)。

在评级实践中，惠誉大多数的评级展望为稳定。正面或负面的评级展望不表示信用等级变动一定会发生，同样，当评级展望为稳定时，信用等级也可能被调低或调高。偶尔，当正面和负面的评级因素均很强烈且相冲突，评级展望为发展中。

#### 3. 应用范围

目前，惠誉的评级展望应用于公司融资(corporate finance)（包括主权、非金融企业、金融企业、保险公司以及公用事业单位）以及美国之外的公共融资(public finance)中的长期主体评级；保险公司财务实力评级；部分地区评级(National Rating

scales) 中的主体或债项评级；美国公共融资中的债项评级；部分项目融资（project finance）中的债项评级；以及结构性产品的评级。

惠誉的评级展望也应用于较低的投机级别（“CCC”、“CC”、“C”），但不应用于短期评级和已违约的评级。

## **（二）评级观察**

### **1. 定义**

惠誉的评级观察表明了信用等级具有较大的变动可能性，并且可能朝着该方向进行变动。

评级观察通常是由某个事件触发的，所以主体或债项处于评级观察期的时间相对较短。触发评级观察的事件可能是已经发生的，也可能是预期会发生的，但在这两种情况下都意味着主体或债项的信用等级此时是不确定的。

评级观察期通常是用来搜集更多的信息或是对信息进行进一步的分析。评级观察也用于当触发事件已经发生，且信用等级的变动已经很明确的情况下。一般在评级观察期内，触发事件已经解决或是能够预见到事件的结果，并且能够有充足的信息去决定评级观察的结果。

### **2. 类型及含义**

- （1）正面--表明信用等级有调升的可能；
- （2）负面--表明信用等级有调降的可能；
- （3）发展中--表明信用等级可能调升或调降或不变。

但是，信用等级的调升或调降并不是都必须先经过评级观察才能进行。

### **3. 应用范围**

评级观察适用于单个主体、债项以及所有信用等级。另外，当发生特殊事件或是威胁到信用质量的事件时，信评委可以通过评级观察的方式对该事件进行分析和判断。

惠誉认为，时间的长短是决定进行评级观察还是进行评级展望的一个有用的信息，但不是一个绝对的标准。如果一个事件的发生和内容都很确定，但在6个月内该事件还没有发生（如冗长的监管审批流程），此时也应该将信用等级放入评级观察而不是评

级展望。而当一个特殊事件已经被认识到，但其发生的条件和产生的影响在很大程度上还不能确定，且在较长一段时间内还存在是否真正发生的风险（如具有较大政治争议的私有化提案），此时就应进行评级展望。

## 二、标普的评级展望和评级观察

### （一）评级展望

#### 1. 定义

标普的评级展望是指所评估企业、政府主体以及结构融资产品的长期信用等级可能的变化和发展方向。通常对于投资级的长期信用等级的评级展望期限为6个月到2年，而对于投机级的长期信用等级的评级展望期限为6个月到1年。评级展望是长期信用等级的组成部分。

与信用等级不同，评级展望关注的是可能会引起信用等级变化的趋势和风险因素，如宏观经济趋势、企业经营状况的变化等，但这些因素尚未能完全明确地评估，还不足以推动信用等级调整。因此，在确定评级展望时，要根据这些因素对企业未来信用状况产生的影响，对企业信用等级的变化进行预判。

#### 2. 类型与含义

- （1）正面--表示信用等级可能提升；
- （2）负面--表示信用等级可能降低；
- （3）稳定--表示信用等级不太可能改变；
- （4）发展中（developing）--表示信用等级可能提升或降低；
- （5）无意义--表示没有意见。

正面或负面的评级展望并不意味着之后必然会进行信用等级的变化或是列入信用观察名单。同样，信用等级的变化也可能出现在评级展望为稳定的情况下。标普通常在给予发行人信用等级的评级展望为正面或负面时，认为至少有30%的可能会进行信用等级的调整。

### 3. 应用范围

目前，标普的评级展望只运用于企业、政府主体以及结构融资产品的长期信用等级。

## (二) 信用观察

### 1. 定义

标普的评级观察或信用观察是指所评估主体、债项的长短期信用等级在3个月内（特殊情况可能超过90天）可能的变化和发展方向。评级观察主要关注的是特定事件或者短期的趋势对于信用等级的影响，如企业的兼并、重组、再融资，选民公投，行业内新的监管政策或运营环境的重大变化、证券化资产的恶化等；或者评级资料的更新，如评级机构获得了新的数据与信息时，并且这些事件、数据或信息对评级对象的主体或债项的信用质量产生影响。

### 2. 类型与含义

- (1) 正面--表示信用等级可能提升；
- (2) 负面--表示信用等级可能降低；
- (3) 发展中--表示信用等级可能提升或降低或不变。

列入信用观察名单，并不意味着信用等级一定会发生变化，同样，信用等级的调整也不一定必须先列入信用观察。标普认为，列入信用观察名单的信用等级至少有50%的可能性会在90天以内发生变化。

### 3. 应用范围

标普通常在以下三种情况下会进行信用观察：

- (1) 当一个事件或者与我们的预期方向有所偏离的情况发生或预期将要发生时，对于信用等级的影响必须进行更多的信息、资料的搜集和分析（如发行人在进行兼并、重组或意料之外的经营情况发生之后）；
- (2) 当发行人或债项发生了重大变化，但该变化对信用等级的影响还没有能够完全确定；
- (3) 当所采用的评价标准发生变化，标普认为有必要对整个主体或多个评价环节进行重新评估，且该主体或债项的信用等级可能会在短期内发生变化。

标普认为，当发行人的信用等级列入信用观察名单时，则发行人的信用观察会覆盖评级展望。多数情况下，当信用观察期结束后，如果信用等级发生变化，则信用等级的调整方向和评级展望的方向是一致的（信用等级上调，评级展望为正面或是信用等级下调，评级展望为负面），但在极个别的情况下也会出现信用等级的调整方向和评级展望的方向不一致（即信用等级上调，评级展望为负面或是信用等级下调，评级展望为正面）的情况。

### 三、穆迪的评级展望与评级观察

#### （一）评级展望

##### 1. 定义

穆迪的评级展望是对信用等级在中期（6-18个月）内方向变化的一种看法。由于发行人可能具有多个类别评级（如财务实力评级、支持评级等），所以其可能被给予不同的展望。虽然穆迪给予发行人不同的评级展望，但穆迪认为在这一时点上，其授予发行人的信用等级仍与信用状况相符。

##### 2. 类型及含义

穆迪的评级展望主要包括：（1）正面、（2）负面、（3）稳定、（4）发展中（developing）。

评级展望为“稳定”，表示在中期内发生评级变动的可能性较低，“正面”、“负面”和“发展中”表示在中期内发生评级变化的可能性较高。

根据穆迪的历史数据统计，约有三分之一的评级展望为“正面”和“负面”的评级会在第二年向该方向进行调整。而评级展望为“发展中”的评级则根据事件的影响情况，有可能上调、下调或保持不变。

##### 3. 应用范围

穆迪认为评级展望可以针对发行人，也可以针对债项等级，但在资产证券化产品评级中没有评级展望，这在穆迪的评级报告中可以看到这一点。同时我们在评级报告

中也可以看到，在阐释评级展望结果理由时，穆迪大多是针对主体的信用状况进行分析，很少涉及债项的信用情况。穆迪还认为，评级展望并不是给予所有受评主体，在某些情况下，会表示为无展望。

## （二）评级观察

### 1. 定义

穆迪的评级观察是指近期内信用等级可能会发生变动，但造成等级变动的因素以及影响大小还需要进一步搜集资料及分析，或是在短期内评级对象的实际变化情况与支持现有信用等级的假定或数据不符的情况下，将其列入评级观察名单。一般在90天以内，穆迪会给出评级观察的结果，即信用等级的上调、下调或维持不变。

### 2. 类型及含义

穆迪的评级观察进一步分为：（1）上调、（2）下调、（3）不确定（uncertain）。

根据穆迪的历史数据统计，大约有三分之二被列入评级观察名单的信用等级，会在评级观察期结束后向着评级观察给出的方向变动。

列入评级观察名单的信用等级并不意味着一定会变化，同样信用等级的变动也不一定必须要经过评级观察。

### 3. 应用范围

穆迪认为所有评级都可列入评级观察名单，并且对于例如资产支持证券，穆迪可能会在同一时间将某个档次的证券进行信用等级的调整，并将某个档次的信用等级列入评级观察名单。

如果发行人多个类别的信用等级被列入评级观察名单，其评级观察会覆盖评级展望，但此时的信用等级仍然有效。

## 四、建议

从三大评级机构评级展望的定义来看，三家公司的评级展望均是对中期内可能引起评级变动的不确定因素的分析 and 预测。从我国评级实践看，由于我国基本上每年至

少开展一次跟踪评级，因此，评级展望的基本时间可以框定为一年左右。

从评级展望类型来看，国外三大评级机构基本都包含4种类型，但标普和穆迪在特定情况下还会分别出“无意义”或“无展望”的情况。对于我国的信用评级市场，我们可以借鉴三大评级机构对评级展望的使用，增加一类评级展望——“发展中”，用来表示对于短期不能确定信用等级发展方向、但又需要给予投资者一种提示的情况。

从评级展望的应用范围来看，惠誉和标普的评级展望主要是对主体的展望，惠誉会对部分特定债项也进行展望，而穆迪的评级展望不仅对主体，也大都对债项进行展望。结合我国评级实践，我们认为，从为投资者服务的角度出发，评级展望既可以包括对发行人的评级展望，也可以包括对债项的评级展望。对于那些债项信用等级与发行人等级关系较远的情况（如有担保的债券和资产证券化产品），更应加强对债项信用等级展望的工作，以更好地揭示债项的风险。

对于信用观察或评级观察，国外三大评级机构基本都包含3种类型，即对短期内特定事件或因素对信用等级的影响会做出方向性的预测。对于我国的信用评级市场，我们可以考虑增加评级观察的具体分类，给予投资者较为明确的提示。