

债券市场更开放趋势下，评级机构要准备哪些？

联合资信评估有限公司



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

债券市场更开放趋势下，评级机构要准备哪些？

联合资信评估有限公司

编者按：最近，有记者向联合资信提出了一些问题，联合资信对这些问题进行了研究。我们认为，其中不少问题也是我国很多投资者关心的，因此，我们选编了部分问题及联合资信的答复，与大家共享。

中国的信用评级体系是何时建立的？该体系的建立对于国内债券市场的发展有何推动作用？

联合资信：中国信用评级业是随着经济体制改革不断深化、在由计划经济向市场经济过渡过程中出现的，最早产生于 20 世纪 80 年代末。伴随着债券市场和信贷市场的发展，我国信用评级业至今经历了萌芽期、初步发展期和快速发展期三个主要发展阶段。在此期间，中国信用评级体系逐步建立和完善，目前仍处于初级发展阶段。

1987-1992 年是中国信用评级行业产生的萌芽阶段。其间，为规范企业债券市场的发展，国家提出发展信用评级机构，信用评级行业由此开始起步。1993-2004 年是中国信用评级行业初步形成阶段。从 1993 年起，人民银行、发改委、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具有资质的评级机构进行信用评级，为中国信用评级行业奠定了业务发展基础。中国全国性信用评级机构大体在这个阶段逐步形成。2005 年至今是中国信用评级行业快速发展阶段。随着中国债券市场债券品种逐渐丰富、市场发行规模不断扩大、市场发展日趋规范，评级行业的监管逐步加强，中国信用评级行业不仅业务量大幅增加、人员队伍不断壮大，而且在自身建设方面得到了显著提升。其间，一些评级机构达成了与国外评级机构合资、合作，也有评级机构开始走向海外。

经过多年的发展，信用评级在我国债券市场中发挥的作用越发凸显。在监管部门的推动下，信用评级在中国债券市场中被广泛使用，对债券的发行、交易、流通等各个环节均具有较大影响，已成为市场准入的重要门槛、投资定价的参考标准、交易流通的重要条件、风险揭示的主要工具等。信用评级机制的引入符合债券市场的发展规律，是债券市场化的一个重要标志，在解决市场信息不对称、降低企业融资成本、提高市场透明度、完善市场定价机制、揭示信用风险等方面发挥着重要作用，已经成为债券市场的基础设施之一，得到了市场的广泛使用和高度重视，促进了债券市场的稳定发展。

一般来说，联合资信的分析师会如何分析一家公司，然后给出评级？

联合资信：联合资信是按照监管部门、自律组织发布的法规、规则中对评级业务的要求，结合公司相关规章制度有序开展评级业务。在收到发行人委托后，主要评级流程包括：评级准备、实地调查、初评阶段、评定等级、评级结果反馈与复评、发布评级结果、项目资料存档、跟踪评级等。我们通过定性和定量相结合、以定量分析为基础、以定性为主的分析方法对受评对象偿债能力和意愿进行综合评价，最终由信用评级委员会确定主体及债项信用等级。对于企业主体评级，我们主要从宏观经济背景、行业环境、企业的管理风险、经营风险、财务风险、偿债能力等方面进行综合评价。对于债券评级，一般是以发债主体的偿债能力评价为基础，同时结合对债券发行条款及信用增级措施的分析，如债券的偿还计划和顺序、财务限制条款、触发条款、债券的抵质押和保证等增信措施，最终确定债券的信用等级。

中国 97%的债券被评为 AA 级别或以上。有一些公司被评为高投资等级，尽管其在海外发行的债券被评为不宜投资的等级。有分析师指出造成这一现象的原因有两点，一是评级机构之间的竞争；二是受级别门槛所限，银行和保险公司不能买低于 AA 级别的债券。联合资信认为以上两点是否为这一现象的主要原因？有哪些其他原因导致这一现象？

联合资信：中国债券市场上公开发行的债券的信用等级确实很高，根据联合资信的研究报告，按发行期数统计，2014 年发行的中票的债项信用等级仍以 AAA 级、AA+级、AA 级为主，占总发行期数的 96.06%。其他种类债券也有类似的情况。之所以在中国债券市场出现这种情况，主要原因有以下几点：

首先，很长时期中，债券都是企业融资方式的补充，受到很大限制，发债的主要群体是大型国有企业，因而市场上所发行的债券级别普遍较高。近些年，债券市场发行主体持续扩容，较低评级的发行人也在不断增加。我们也有一些中小企业集合债券和集合票据的发行，以及一些私募债券的发行，这些发债企业的信用等级会比较低一些，但债项等级由于担保等仍会较高。总体看，到目前为止，以大企业为主要发债主体的格局依然变化不大。

其次，在过去较长的时期内，债券发行管理部门都不希望看到违约事件，在债券发行审批中都会进行严格控制，对达不到一定级别的债券要么不准发行，要么要取得第三方增信（常见的是信用保证）。容忍债券违约是近几年的事情。

再次，存在对信用评级过度使用、机械和不恰当不科学使用等现象，一些监管部门对其所监管机构的债券投资级别提出了过高限制。由于这些管制，中国债券市场上能够对较低级别的债券进行投资的投资者比较缺乏，需要培育；在实际运行中投资者对较低级别的债券的认可程度仍有待提高，对这些债券的定价也存在不合理之处，发行人的积极性也不高，因而也抑制了较低级别债券的发行。

最后，中国债券市场不够成熟，对评级机构的违约率检验机制和约束机制尚未形成，评级机构间的无序竞争导致级别虚高、级别不断上移的现象确实存在，这也是重要原因。

国内评级机构还处于初步发展阶段，评级标准仍主要限于国内，总体上看评级结果基本能够保持可比性和有序性。而国际评级机构是按照全球统一标准进行评级，在外国评级机构对中国主权评级不高的情况下，由于国家主权评级的限制，国内企业国际评级一般均会低于国内评级。

评级虚高可能不是中国特有的现象，而是信用评级行业发展初级阶段的普遍现象，是债券市场市场化不充分的表现，日本和韩国的信用评级行业发展的早期也出现过评级虚高的现象。

越来越多海外投资人参与国内债市，会带来怎样的影响？

联合资信：近几年，中国债券市场得到了长足发展，市场规模不断扩大、债券产品不断丰富、监管体系日趋完善。截至 2015 年上半年，中国债券市场托管债券总量达 13679 只债券，合计托管总额达 400363.89 亿元，分别较 2010 年末增长了 441.10% 和 93.54%。目前中国债券市场是仅次于美国的全球第二大债券市场。相比国外债券市场，中国债券市场收益率相对较高，市场违约率较低，未来发展前景良好，对境外投资者具有较大的吸引力。2013 年以来，中国监管部门逐步放宽人民币境外合格投资者进入我国银行间债券市场的条件，境外投资者债券投资额迅速扩大。截至 2014 年底，我国债券市场托管债券中，境外投资者共计持有债券 5030.53 亿元，较上年同期增长了 27 倍多，占市场债券总托管量的 1.78%。从债券投资品种看，境外投资者主要投资于国债、政策性银行债和政府支持机构债券等国家信用支持债券产品，投资规模占其投资总规模的 91.60%，投资于信用类（企业）债券的比重相对较小。2015 年 4 月 30 日，人民银行批准有 QFII、RQFII 或人民币清算资格的 32 家外资机构进入银行间债券市场。2015 年 5 月，人民银行又允许已获准进入银行间债券市场的境外人民币清算行和境外参加行可以开展债券回购交易。中国债券市场正逐步向国际市场开放，未来境外投资者数量及所投债券规模将大幅增加。

国内评级机构发展时间较短，与国际三大评级机构还有很大的差距。正如前面提到的，目前国际三大评级机构已确立了全球评级标准，而国内评级机构主要立足于国内市场，评级标准的确立是基于国内信用环境，因此在评级标准上二者有所不

同。对于境外投资者而言，国内评级机构更熟悉中国市场，对中国企业的信用状况更加了解，已具有较为丰富的评级经验，能够更好地为境外投资者服务。联合资信具有国际三大评级机构之一惠誉国际评级的股东背景，将国外先进评级技术与国内实际情况相结合，积累了丰富的经验，国内市场占有率长期保持前两位。从近两年我们所评的国内债券市场主要债券产品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，即信用等级越高，债券发行利率越低，说明我们出具的信用评级具有良好的风险区分和定价功能。另外，从近两年我们对债券信用等级调整行为与债券价格变动的实证分析结果看，信用等级调整对债券市场价格的影响愈发显著。上述检验结果一定程度上反映了我们的信用评级是受到了市场投资者认可的。

中美经济对话达成的一个重要共识和成果就是，中国将为实体经济拓宽直接融资渠道，开发一个深度、高效的债券市场，加强国内市场与国际市场之间的联系，增进外国金融服务公司和投资者对其资本市场的参与。因此，海外投资人会更多地参与国内债券市场。联合资信认为，海外投资人将逐步更多地参与国内债券市场，对我国债券市场也将逐步产生一些影响，如推动国内债券市场与国际债券市场的联系，减少两者之间的套利空间；国内外利率、汇率、税收等关键交易参数的联动、联系会更密切、更敏感；市场参与者更多元化，债券的交易有可能更活跃，定价机制更市场化，市场更均衡，博弈更充分等。

联合资信和其他的国内信用评级机构，正在做哪些准备去迎接这些新的变化？

联合资信：随着海外投资人逐步更多地参与国内债券市场，由于国内债券市场的评级体系与国外有系统的差别，国外投资者可能提出更多的评级要求。为了满足国外投资者的需求，近几年国内的评级机构已经在做一些准备工作。

第一，与国外评级机构合资合作，引进国外的评级理念、技术和方法，进行多方面的交流和合作，为向海外投资人提供评级服务进行技术上的准备。2007年惠誉评级就成为了联合资信评估有限公司的股东。

第二，一些评级机构已经开始开展主权评级，尝试搭建一个中国评级机构视角下的全球评级体系。这样，国外的投资者可以参考这样一个全球评级体系来理解中国国内的债券评级。按照国际主流评级机构的评级逻辑，如果中国外币和本币主权评级为 AAA，则意味着目前该评级机构的国内债券评级基本就是可以在全球可比的评级。当然，国内评级机构这种全球评级体系影响力还很小，要得到国外投资者的认可需要很长的时间。

第三，一些评级机构主动到国外和境外设立评级机构，开展国际评级，让国际的投资者更多了解中国的评级机构。

第四，中国债券市场上所有的评级报告可以免费查阅，而且可以在不少地方搜索到，国外投资者可以搜集和参阅。为了更好地向国外投资者提供服务，一些评级机构还专门发布了一些外文版的评级报告、研究成果等。联合资信会经常发布一些英文版评级报告。

第五，通过对外国公司的中国子公司发行的债券或发起的资产支持证券的评级、国外机构在中国发债的评级等工作，已经在加大对国外公司的评级工作。我们也希望国外投资者在投资中国企业在海外发行的债券时，查阅我们对这些中国企业的评级，获取更多的投资参考信息。

为了应对国外机构更多投资国内债券市场，联合资信认为，评级机构应进一步加大宣传力度，让更多的国外投资者了解国内评级机构，了解我们的评级方法、标准，了解我国债券市场违约率统计结果、债券利差等评级表现；应发布更多的外文版的评级报告；应进一步提供全球可比的评级结果，与国际评级进一步接轨，为国外投资者投资中国债券提供全球可比的配置标准。

中国评级机构走向世界需要一个过程，可以有不同的路径，如直接到海外投资设立评级机构；或者收购投资海外评级机构；或者首先在国内做好工作，为在国内投资的国外投资者服务，为国内企业到海外投资服务，然后再到海外发展等。

中国是否将允许外资评级机构发布对于国内地方政府债的评级？

联合资信：中美经济对话达成的一个重要成果就是中国将允许外资评信机构发布对地方政府债券的评级。我们也是从媒体上获得的信息。联合资信认为，这代

表着中国正在进一步开放国内债券评级市场，这也是与中国债券市场进一步对外开放相配套的措施。中国地方政府债券的发展空间很大，需要引进国际投资者，需要有更多元的评级。

国内债市未来的发展会怎样？国内和海外投资人有哪些方面应多加注意？

联合资信：我国债券市场仍不够成熟，品种依然不够丰富，发展空间很大。因此，联合资信认为，未来中国债券市场需要进一步完善管理体制，要加强投资者培育、信息披露、发行和统计登记管理，要完善违约风险处置等方面的体制、制度，总的方向应是更市场化、规范化。

未来中国债券发行规模增长空间很大，这包括单个企业融资中债券融资占比的提高（突破债券融资规模超过净资产 40%的限制），也包括风险较大的企业更多到债券市场发债（更低信用等级的债券以及高收益债），还包括私募债、资产支持证券等品种的大发展等等。

债券违约将逐步成为一种正常现象，或者说中国债券市场将逐渐打破刚性兑付，这是未来一段时期内中国债券市场发展的重要任务，也是必然的发展趋势。因此，投资人应树立正确的风险观，客观对待违约事件，做好相关的准备。