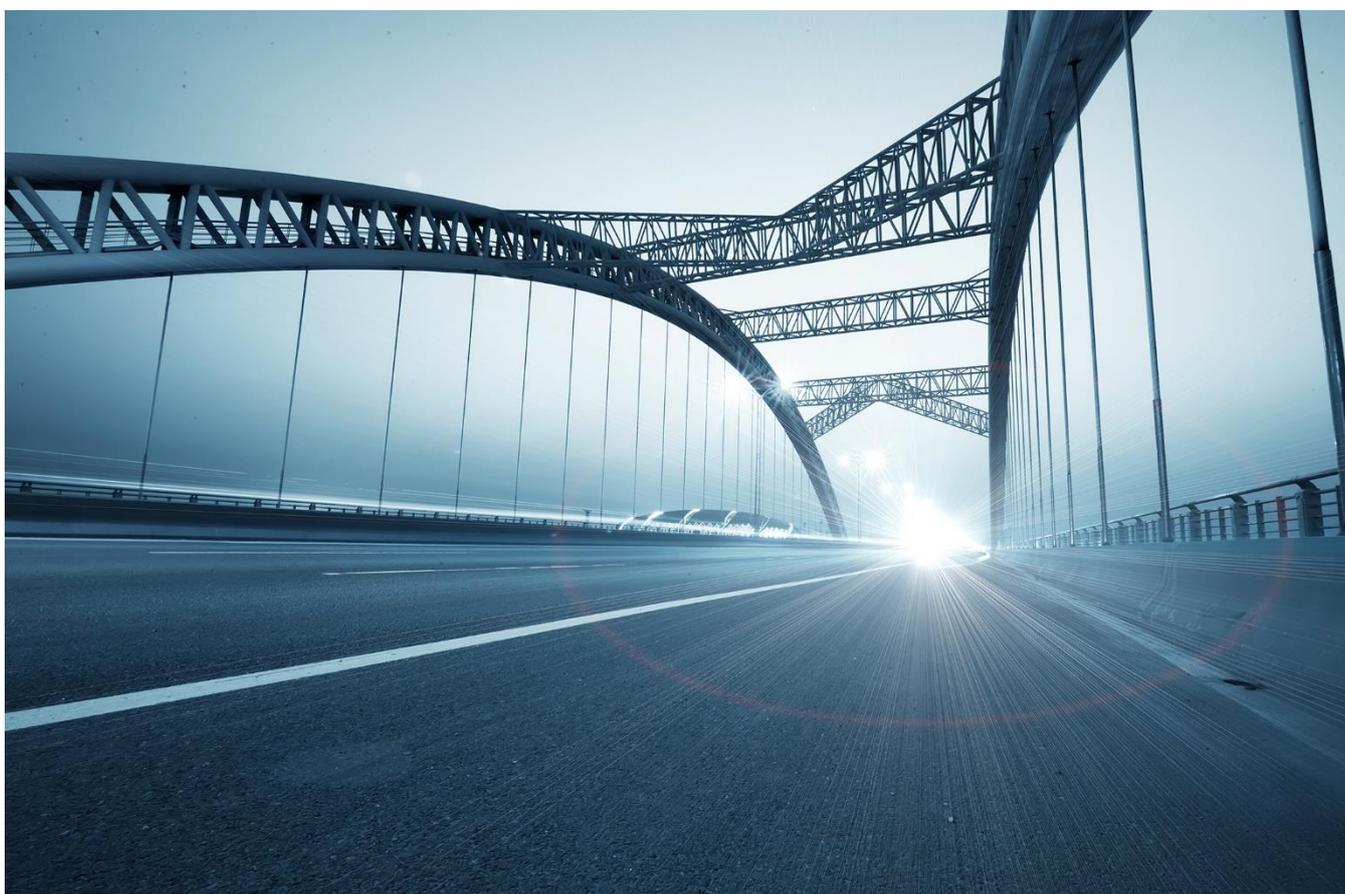


国际评级行业发展与监管动态报告

2021年1月8日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2
号 PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2
号 PICC 大厦 10 层

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

网址：www.unitedratings.com.cn

国际评级行业发展与监管动态报告

作者： 债券市场研究部

2019 年，全球经济增速放缓，主要经济体经济呈同步减速趋势，全球主要国家和地区央行货币政策整体宽松，主要经济体债券市场发行总量和托管总量基本均有所增加。国际评级行业稳步发展，国际三大评级机构依然占据优势地位，国际中小评级机构仍呈平稳发展态势。在全球经济增速放缓、市场流动性紧张和波动性较大的背景下，企业信用状况恶化，2019 年国际三大评级机构所评全球企业的违约率有所上升，信用等级呈明显调降趋势。截至 2019 年末，国家主权评级、全球企业评级和资产支持证券的信用等级分布较上年末变化不大，而投资级占比变化不一。

2019 年以来，国际评级行业的监管重心是继续加强内部控制建设与防范利益冲突，加强对信用评级数据获取与使用的监管，完善法律责任追究制度和扩大法律责任追究范围等。

一、全球债券市场

2019 年，世界经济增速放缓至近十年来的最低水平，主要经济体经济呈现同步减速趋势。在此背景下，全球主要国家和地区央行货币政策整体宽松，其中美联储和欧洲央行通过降息刺激经济，英国和日本央行继续维持上年货币政策。受此影响，主要国家和地区的 10 年期国债收益率整体呈“L 型”走势。主要债券品种发行和托管总量方面，美国和欧元区债券发行量有所上升，日本债券发行量略有下降；各主要经济体债券托管量较上年均有不同程度的上升。

（一）国债收益率呈“L 型”走势

2019 年，全球经济低迷，国际贸易摩擦加大，主要经济体增长动能进一步放缓，货币政策呈宽松态势，美国、德国、法国、英国和日本的 10 年期国债收益率均整体呈“L 型”走势，其中，德国、法国和日本的 10 年期国债收益率一度进入负值区间，波动性较上年进一步上升。

2019 年，在中美贸易摩擦和制造业持续疲软等因素影响下，美国经济承压，

美国全年 GDP 同比实际增速 2.30%¹，较上年（2.90%）下降 0.6 个百分点。美联储分别于 2019 年 8 月、9 月、10 月将联邦基金利率目标区间各下调 25 个基点至 1.50%~1.75%²。此外，美联储于 8 月停止缩表，并于 10 月以买入美国短期国债的方式重启扩表³。在此背景下，美国 10 年期国债收益率整体呈“L 型”走势，具体来看，其 1 月至 9 月波动下行至最低点 1.47%，10 月中美贸易摩擦有所缓和⁴，10 年期国债收益率有小幅回升。整体来看，美国全年 10 年期国债收益率平均水平为 2.14%，较上年（2.91%）下降 0.77 个百分点。

2019 年，由于全球贸易紧张局势和英国“脱欧”不确定性对欧元区冲击加剧，加上制造业疲软和投资不足，欧元区经济放缓幅度超过预期，全年 GDP 同比实际增速由上年的 1.90% 放缓至 1.20%⁵。作为欧元区第一大经济体，德国陷入近十年来最严重的制造业低迷中，全年 GDP 同比实际增速 0.60%⁶，为 2013 年以来的最低点。法国国内爆发大规模罢工，对经济增长造成严重冲击，全年 GDP 同比实际增速 1.30%⁷，较上年（1.70%）下降 0.40 个百分点。2019 年 9 月欧洲央行宣布将存款便利利率从 -0.40% 下调至 -0.50%，维持再融资利率（0.00%）、边际贷款利率（0.25%）不变。同时欧洲央行宣布重启资产购买计划，从 11 月 1 日起每月购买 200 亿欧元证券资产。在此背景下，德国和法国 10 年期国债收益率持续波动下行并一度跌为负值，三季度，前期财政政策刺激使得欧元区 GDP 增速超预期，德国和法国 10 年期国债收益率小幅回升，但均未突破年初高点。2019 年，德国和法国全年 10 年期国债收益率平均水平分别为 -0.22% 和 0.13%，较上年（0.48% 和 0.78%）分别下降 0.70 和 0.65 个百分点。

2019 年，英国“脱欧”进程屡次受阻、制造业和工业产出继续下滑，全年

¹ 数据来自美国经济分析局。

² 指美国同业拆借市场的利率（The interest rate at which depository institutions lend reserve balances to other depository institutions overnight）。

³ 2019 年 10 月 11 日，美联储宣布将开始买入美国短期国债，资产购买至少持续 6 个月，首月购买规模为 600 亿美元。

⁴ 2019 年 10 月 11 日，第十三轮中美经贸高级别磋商初步达成第一阶段协议，11 月 7 日中美双方同意根据协议进展分阶段、等比率取消加征关税。

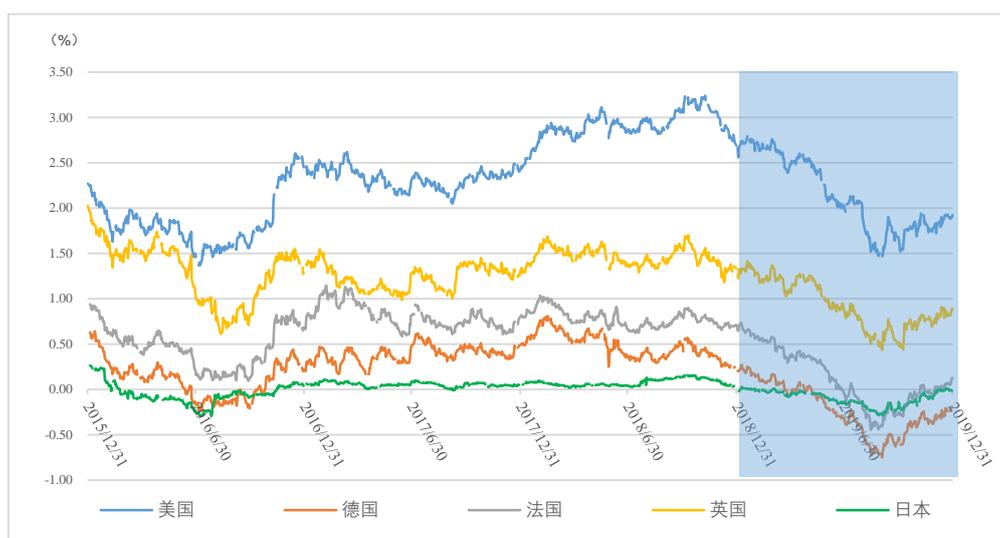
⁵ 数据来自欧盟统计局。

⁶ 数据来自德国联邦统计局。

⁷ 数据来自法国国家统计局。

GDP 同比实际增速 1.40%⁸，较上年的 1.30% 回升 0.1 个百分点，但整体增速依然偏低。英国央行将基准利率⁹ 维持在 0.75% 不变，央行资产购买规模维持在 4350 亿英镑。2019 年，在英国无协议“脱欧”不确定性升温的背景下，市场对英国经济“硬着陆”的担忧加剧，1 月至 9 月英国 10 年期国债收益率持续波动下行，10 月英国 10 年期国债收益率小幅回升。整体来看，英国全年 10 年期国债收益率平均水平为 0.93%，较上年（1.46%）下降 0.53 个百分点。

受外部需求不振、自然灾害以及消费税上调的三重打击，2019 年日本经济增长显露疲态，出口持续下降，全年 GDP 同比实际增速由上年的 0.70% 放缓至 -0.10%¹⁰，为 2014 年以来首次负增长。2019 年日本央行延续超宽松货币政策不变，将政策利率¹¹ 维持在 -0.10% 的水平，并继续购买长期国债，使 10 年期国债收益率维持在 0.00% 左右¹²。在此背景下，2019 年日本 10 年期国债收益率由年初 0.00% 水平跌至年中 -0.29% 左右，下半年有所上升，整体来看，日本全年 10 年期国债收益率平均水平为 -0.09%，较上年（0.08%）下降 0.17 个百分点。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1 2016—2019 年主要发达经济体 10 年期国债收益率走势图

⁸ 数据来自英国统计局。

⁹ 指再回购利率（The interest rate the bank of England pays to commercial banks that hold money with the former）。

¹⁰ 数据来自日本内阁府。

¹¹ 指银行间无担保隔夜拆借利率。

¹² 日本央行于 2016 年 9 月开始修订政策框架，引入收益率曲线控制（YCC）政策，不宣布政府债的购买规模，而是设定 10 年期日本国债收益率的目标区间为“接近于零”。

(二) 债券发行情况

2019年，美国主要债券品种的发行总量为7.20万亿美元，较上年增加5.93%。其中，国债发行量为2.94万亿美元，同比增长9.34%，增速较上年下降11.35个百分点，国债仍为发行量最大的券种；地方政府债、企业债¹³和结构融资产品的发行量分别为0.43万亿美元、1.42万亿美元和2.42万亿美元，同比增速均由负转正，较上年分别增长22.94%、3.47%和1.04%。

2019年，欧元区主要债券品种的发行总量为5.22万亿欧元，同比增长7.52%。其中，欧元区国家企业债仍为发行量最大的券种，达2.65万亿欧元，较上年增长16.02%；地方政府债发行量为0.54万亿欧元，较上年增长10.42%；国债发行量为1.81万亿欧元，与上年基本持平；结构融资产品发行量为0.22万亿欧元，较上年下降18.09%。

2019年，日本主要债券品种的发行总量为171.82万亿日元，较上年略有下降。其中，日本国债发行量为142.98万亿日元，仍远超其他券种，但较上年下降4.99%；地方政府债和企业债发行量分别为6.45万亿日元和16.88万亿日元，同比增速由负转正，较上年分别增长3.09%和42.95%；结构融资产品延续增长态势，发行量为5.50万亿日元，较上年增长14.90%。

表1 主要经济体债券发行情况表

债券类型	美国（亿美元）			欧元区（亿欧元）			日本（亿日元）		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
国债	22243.39	26845.92	29354.10	19437.82	18131.55	18100.98	1591689.55	1504983.65	1429848.02
地方政府债	4490.10	3467.97	4263.38	4546.71	4911.77	5423.59	62979.73	62572.00	64503.00
企业债	16714.23	13754.94	14232.44	21769.75	22831.50	26489.72	128309.25	118115.93	168843.40
结构融资产品	24850.86	23915.46	24163.67	2364.88	2696.67	2208.87	44936.31	47866.70	54998.50
合计	68298.58	67984.29	72013.59	48119.16	48571.49	52223.16	1827914.84	1733538.28	1718192.92

注：1.表中欧元区国家指欧元区19个国家债券统计总数，以下同；2.日本结构融资产品为财政年度数据，财政年度截止日为每年3月31日，以下同；3.美国联邦机构证券和欧元区货币金融机构（MFI）证券未纳入该表统计，以下同；4.根据各经济体最新披露数据，对2017年和2018年数据进行追溯调整，以下同
数据来源：美国证券业及金融市场协会（Sifma）、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

¹³ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

(三) 债券托管情况

截至 2019 年末，美国债券托管总量为 42.09 万亿美元，较上年增长 5.14%，国债、地方政府债、企业债、结构融资产品托管量均较上年有不同程度增长；欧元区国家债券托管总量为 14.24 万亿欧元，较上年增长 3.28%，其中结构融资产品托管量较上年小幅下降，国债、地方政府债和企业债托管量较上年均有所上升；日本债券托管总量为 1138.82 万亿日元，较上年增长 2.08%，各券种托管量较上年均有不同程度增长。

表 2 主要经济体债券托管情况表

债券类型	美国 (亿美元)			欧元区 (亿欧元)			日本 (亿日元)		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
国债	144687.81	156079.67	166733.27	73046.84	74458.29	75572.38	9441047.43	9629123.21	9775504.92
地方政府债	38993.06	38420.56	38622.02	7009.04	6734.96	6864.65	604730.50	614777.18	615219.32
企业债	89968.10	92314.93	95664.02	45078.52	46501.94	49838.74	707478.48	708877.83	773610.71
结构融资产品	107624.35	113479.58	119852.13	10397.08	10144.23	10085.99	192768.20	203246.11	223850.30
合计	381273.32	400294.74	420871.44	135531.48	137839.42	142361.76	10946024.61	11156024.33	11388185.25

数据来源：美国证券业及金融市场协会 (Sifma)、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

二、国际评级行业发展动态

截至 2019 年底，美国认可的全国性评级机构 (NRSROs) 为 9 家¹⁴，较上年减少 1 家。2019 年 7 月，晨星评级 (Morningstar Credit Ratings, LLC., 下文简称晨星) 的母公司晨星公司 (Morningstar, Inc.) 完成对 DBRS 的收购并整合其业务。2019 年 11 月，晨星向美国证券交易委员会 (Securities And Exchange Commission, 下文简称 SEC) 提交撤回注册的申请，于 2019 年 12 月 30 日生效，DBRS 则向 SEC 提交了将晨星添加为其信用评级附属机构的申请。

截至 2019 年底，通过欧洲证券和市场管理局 (European Securities and Markets Authority, 以下简称 ESMA) 注册的评级机构共 42 家，较上年减少 2 家，

¹⁴ 9 家 NRSROs 包括 6 家美国本土评级机构：穆迪、标普、惠誉、贝氏评级 (A.M. Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏)、伊根琼斯评级 (Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯)、Kroll Bond Rating Agency, Inc (下文简称 KBRA)，以及 3 家非美国机构：加拿大 DBRS, Inc. (下文简称 DBRS)、日本 Japan Credit Rating Agency, Ltd. (下文简称 JCR)、墨西哥 HR Ratings de México, S.A. de C.V. (下文简称 HR Ratings)。

认证家数为 3 家¹⁵，较上年减少 1 家。2019 年，通过了西班牙信用评级公司（Inbonis SA）的注册申请，同时取消穆迪欧洲、中东及非洲（EMEA）分公司（Moody’s Investors Service EMEA Ltd）、法国 Beyond 评级公司（Beyond Ratings SAS）和大公国际意大利分公司（DG International Ratings SRL）3 家评级机构的注册资格，并取消美国 KBRA (Kroll Bond Rating Agency) 评级机构的认证资格。

（一）国际三大评级机构业务存量略有收缩，但依然占据优势地位

近年来，国际评级行业继续稳步发展，标普、穆迪和惠誉三家评级机构一直占据优势地位，但评级业务总量持续呈现小幅收缩趋势。根据美国证券交易委员会（Securities And Exchange Commission，以下简称 SEC）的监管年报，截至 2019 年底，国际三大评级机构存续评级业务总量约为 203 万个，较上年减少 0.04%。从各家机构评级业务情况来看，截至 2019 年底，标普存续评级业务量较上年小幅上升 1.01%，穆迪和惠誉的存续评级业务量均略有下滑，降幅分别为 1.33%和 3.47%。从产品类别上看，国际三大评级机构所评工商企业存续评级业务量较上年均有不同程度增长，其中穆迪涨幅最大，为 7.13%，标普和惠誉涨幅分别为 1.12%和 3.24%；国际三大评级机构所评金融机构存续评级业务量较上年均有所下滑，其中标普下滑幅度最大，为 5.73%，穆迪和惠誉下滑幅度分别为 4.64%和 4.20%；国际三大评级机构所评保险机构存续评级业务量较上年均有小幅上升，上升幅度不超过 4.00%；国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年变化不一，其中穆迪和惠誉均小幅下滑，下滑幅度分别为 1.57%和 5.26%，而标普较上年略有上升；国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量较上年变化不一，其中标普和穆迪较上年略有下滑，而惠誉存续评级业务量较上年上涨 3.58%。

表 3 国际三大评级机构各品种评级存续业务量 (单位: 个)

	标普	穆迪	惠誉
--	----	----	----

¹⁵ 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构 22 家、标普（1 家在欧分支机构）、穆迪（7 家在欧分支机构）、惠誉（7 家在欧分支机构）、DBRS（2 家在欧分支机构）、KBRA 欧洲评级机构、贝氏（2 家在欧分支机构）；3 家认证的信用评级机构分别是日本的 JCR、墨西哥的 HR Ratings 和美国的伊根琼斯。

类型	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
政府证券评级	920306	901312	914907	598614	571308	562320	205674	195667	185367
全球企业评级	114800	120061	117496	67750	69560	70007	61383	59682	58807
金融机构评级	57091	58989	55608	36631	37315	35583	39189	36862	35312
保险机构评级	6496	6562	6770	2484	2462	2516	3261	3260	3302
工商企业评级	51213	54510	55118	28635	29783	31908	18933	19560	20193
资产支持证券评级	43760	36838	36539	59320	50055	49388	29108	32902	34080
合计	1078866	1058211	1068942	725684	690923	681715	296165	288251	278254

注：本表评级品种依据 NRSRO 划分标准分类，具体包含政府证券评级、金融机构评级、保险机构评级、工商企业评级、资产支持证券评级，其中政府证券评级是指政府证券发行人、市政证券发行人或外国政府发行人所发行债券的债券及其主体评级，下表同
数据来源：SEC 年报

从市场份额来看，截至 2019 年底，国际三大评级机构存续评级业务量在所有 NRSROs 存续评级业务量合计中的占比为 95.13%，较上年（95.36%）略有收缩。其中，标普存续评级业务量仍然占据优势地位，占比 50.12%，较上年占比（49.53%）略有上升；穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为 31.96%和 13.05%，较上年均有小幅下降。从产品类别来看，国际三大评级机构所评全球企业评级存续业务量占比均有不同程度下降，其中标普存续业务量占比下降幅度最大，下降了 8.14 个百分点；国际三大评级机构所评的其他产品类别存续评级业务量占比与上年基本持平；资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪，其他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普。

表 4 国际三大评级机构所评各品种存续业务量市场份额占比（单位：%）

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
政府证券评级	52.76	53.38	54.32	34.32	33.83	33.39	11.79	11.59	11.01
全球企业评级	39.58	48.16	40.02	23.35	27.90	23.84	20.82	23.94	20.03
金融机构评级	36.28	37.23	37.18	23.28	23.55	23.79	24.27	23.26	23.61
保险机构评级	31.61	31.72	32.25	12.08	11.90	11.99	15.87	15.76	15.73
工商企业评级	45.66	45.98	44.79	25.53	25.12	25.93	16.88	16.50	16.41
资产支持证券评级	27.73	24.51	23.57	37.60	33.31	31.86	18.45	21.89	21.98
合计	49.21	49.53	50.12	33.10	32.34	31.96	13.46	13.49	13.05

数据来源：SEC 年报

从收入状况¹⁶来看，2019 年标普和穆迪的总业务收入分别为 66.99 亿美元和 48.29 亿美元，分别较上年增长 7.05%和 8.69%，继续保持增长态势。评级业务

¹⁶ 由于惠誉为非上市公司，其年报披露时间不固定，截至本报告发布日，惠誉 2017 年至 2019 年财务数据尚未公布

收入方面，标普评级业务收入为 31.06 亿美元，较上年增长 7.73%，收入上升主要由美国和欧洲地区企业债评级业务收入增长所推动，评级业务收入在总业务收入中的占比为 46.37%，与上年（46.07%）基本持平；穆迪评级业务收入为 28.46 亿美元，较上年增长 5.68%，主要是由于企业债评级业务以及公共财政、项目收益和基础设施评级业务收入均有所增长，评级业务收入占总业务收入的 58.94%，较上年（60.61%）小幅下降。

表 5 国际三大评级机构业务收入情况

项目	标普（亿美元）			穆迪（亿美元）		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
评级业务收入	29.88	28.83	31.06	27.55	26.93	28.46
非评级业务收入	30.75	33.75	35.93	14.49	17.50	19.83
合计	60.63	62.58	66.99	42.04	44.43	48.29

注：1. 标普非评级业务主要包括标普指数（Indices）和市场及商品情报（Market and Commodities）；穆迪非评级业务主要包括固定收益产品定价服务，研究、数据及分析（Research, Data and Analytics），企业风险解决方案（The Enterprise Risk Solutions）以及其他专项服务（Professional Services）

资料来源：标普和穆迪公司年报

从分析师数量来看，SEC 监管年报显示，截至 2019 年末，国际三大评级机构分析师数量为 4568 人，较上年（4540 人）小幅增长。标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为 1559 人、1732 人和 1277 人，较上年均有小幅增长，增幅均不超过 1.00%。国际三大评级机构分析师数量占有 NRSROs 评级机构分析师总数的 82.96%，占比较上年（84.62%）小幅下降。

业务发展方面，2019 年以来国际三大评级机构通过收购、共同创建平台等方式在数据分析、金融科技以及 ESG¹⁷等领域继续进行业务拓展，进一步拓宽研究领域，提升专业服务能力，加强品牌影响力。

表 6 2019 年以来国际三大评级机构业务发展情况

评级机构	时间	业务发展	目的或影响
标普	8 月	收购大米行业信息和基准价格评估供应商 Live Rice Index	扩大标普在国际谷物主要出口地区的数据和研究覆盖范围
	9 月	收购加拿大能源数据供应商 Enerdata 公司	增强标普对能源行业的分析能力
	12 月	收购私营研究和咨询公司 451 Research	扩大标普研究领域，增强提供专业服务的能力
	12 月	收购美国人工智能公司 Kensho，该公司为金融机构提供机器学习和投研分析服务	推动标普金融科技化业务的进程

¹⁷ ESG 代表环境（Environment）、社会（Social）和公司治理（Governance）。

	12月	收购瑞士资产管理公司 RobecoSAM 的 ESG 评级部门, RobecoSAM 是全球专注可持续发展评估的资产管理公司	加快标普 ESG 风险评估业务的发展
穆迪	4月	收购 Vigeo Eiris 多数股权, Vigeo Eiris 是 ESG 领域的全球领导者	有助于穆迪 ESG 风险评估业务的进一步发展
	6月	与领先的网络安全智库和公司创建平台 Team8 组建合资企业	推动穆迪建立企业网络风险的全球评价和评估标准
	7月	收购美国领先的物理气候风险相关数据、情报和分析服务提供商 Four Twenty Seven 多数股权	有助于穆迪 ESG 风险评估业务的进一步发展
	7月	收购金融科技公司 RiskFirst, 该公司是资产管理和养老基金界提供风险解决方案的公司	有助于穆迪将其风险解决方案业务范围扩大至机构买方领域
	10月	收购商道融绿公司少数股权, 商道融绿是中国领先的 ESG 数据及分析服务机构	有助于穆迪 ESG 风险评估业务的进一步发展
	10月	向德勤会计师事务所收购 ABS Suite 系统, 该系统为债券发行商、服务商和信托机构设计, 是一个综合性结构化融资和资产支持证券计划管理系统	巩固穆迪作为结构性融资解决方案领先供应商的地位
惠誉	1月	推出全球首个结合 ESG 三大因素的企业信用评级系统 (ESG Relevance Scores), 对 51 个行业的 1500 多家非金融企业的 ESG 指标进行打分, 阐述 ESG 指标对发行人主体评级的影响。	通过标准化和透明化的评分方式, 揭示 ESG 各元素与信用评级决策之间的关系

资料来源: 联合资信整理

(二) 国际中小评级机构评级收入和分析师数量整体保持增长态势¹⁸

2019 年, 美国认可的中小评级机构整体仍然保持平稳发展, 中小评级机构市场份额较上年略有上升, 评级收入和分析师数量整体保持增长态势。

从市场份额来看, 截至 2019 年底, 美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为 4.87%, 较上年 (4.64%) 略有上升, 其中, DBRS¹⁹市场占有率仍然较高, 为 2.71%, 较上年进一步增长。在资产支持证券评级方面, 美国认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额进一步上升, 共占比 22.59%, 较上年增长 2.31 个百分点, 其中, DBRS 表现依旧突出, 市场份额由上年的 10.73% 进一步升至 14.33%; 其次为 KBRA, 市场份额继续增长, 占比 8.25%, 较上年 (7.47%) 小幅增长。在保险机构评级方面, 贝氏的市场份额为 34.16%, 与上年基本持平, 仍占据市场优势地位。其他各中小评级机构所评各类别存续

¹⁸ 数据来源为美国证券交易委员会 (SEC) 年度监管报告。

¹⁹ 由于 DBRS 将晨星添加为附属机构, 本报告期内 DBRS 统计数据中包括了 2019 年 7 月 2 日后晨星部分, 下同。

评级业务量市场份额均在 7.08% 以下，市场份额占比与上年变动不大。

从收入状况来看，2019 年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有所有 NRSROs 机构总收入的 6.70%，占比较上年（6.50%）进一步上升。

从分析师数量来看，截至 2019 年末，美国认可的中小评级机构分析师数量为 938 人，较上年末增加 113 人，除 JCR 的分析师数量略有减少外，其他中小评级机构的分析师数量均有不同程度增加，其中 DBRS 的分析师数量增幅最为显著，为 51.27%，增至 475 人，主要是由于 DBRS 将晨星添加为附属机构。整体来看，中小评级机构分析师数量在所有 NRSROs 分析师总量中的占比继续小幅扩大，由 2018 年的 15.38% 上升至 2019 年的 17.04%，主要受益于评级业务量的增加与业务的拓展需求。

三、国际三大评级机构评级情况

2019 年，受全球经济增速放缓、流动性紧张和市场波动性较大等因素影响，企业信用状况转弱，全球企业评级的违约率有所上升，全球企业评级整体由上年调升趋势转为调降趋势。国家主权评级和结构融资产品评级方面，国际三大评级机构的违约率表现不一，其中标普和穆迪所评国家主权和结构融资产品的违约率较上年均有小幅下降，而惠誉所评国家主权和结构融资产品的违约率均略有上升；国际三大评级机构所评国家主权评级和结构融资产品评级均延续上年调升趋势。截至 2019 年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品评级的等级分布较上年变化不大，而投资级占比变化不一。

（一）全球企业违约率有所上升

2019 年，全球经济增速较上年有所放缓，关税壁垒冲突上升、贸易和地缘政治风险不确定性以及发达经济体结构性因素导致了全球经济下行压力凸显。在此背景下，国际三大评级机构所评全球企业违约率较上年均有不同程度上升。国家主权评级方面，标普和穆迪所评国家主权违约率较上年小幅下降，惠誉所评国家主权违约率小幅上升。结构融资产品方面，标普和穆迪所评结构融资产品违约率较上年有所下降，惠誉所评较上年略有上升。

2019 年，国际三大评级机构所评国家主权有 1 个出现违约，与 2018 年违约数量相同。具体来看，标普和惠誉所评国家主权各有 1 个出现违约（均为阿根廷政府），违约率分别为 0.75% 和 0.90%，穆迪无所评国家主权出现违约。标普和穆迪所评国家主权违约率较上年小幅下降，惠誉所评国家主权违约率小幅上升。

2019 年全球经济增速放缓，企业信用质量下降，违约数量增加，全球企业违约率呈上升态势。标普、穆迪和惠誉所评全球企业违约率分别为 1.30%、1.50% 和 0.80%，较上年均有不同程度上升。全球企业债券违约事件主要集中于石油与天然气和消费行业，在地域上集中于拉丁美洲、北美以及欧洲地区。

结构融资产品违约率方面，2019 年国际三大评级机构所评结构融资产品违约率表现不一，其中惠誉所评结构融资产品的违约率为 1.18%，较上年略有上升；标普所评结构融资产品的违约率为 1.82%，较上年略有下降；穆迪所评结构融资产品无违约。从产品类型看，住房抵押贷款支持证券（RMBS）违约率最高，标普和惠誉所评违约率分别为 2.57% 和 1.60%，其次为商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS），标普和惠誉所评违约率分别为 2.47% 和 1.42%，资产支持证券（ABS）的违约率较低。从区域来看，违约仍主要集中在美国和欧洲地区。

表 7 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
国家主权违约率	4.55	0.76	0.75	2.99	0.75	0.00	1.80	0.00	0.90
全球企业违约率	1.20	1.03	1.30	1.60	1.10	1.50	0.39	0.65	0.80
结构融资产品违约率	2.10	1.86	1.82	0.05	0.02	0.00	1.80	1.14	1.18

资料来源：国家主权、全球企业及结构融资产品违约率数据来自标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

（二）全球企业信用评级呈调降趋势

2019 年，全球经济增速放缓，企业信用状况弱化，国际三大评级机构所评全球企业评级呈明显调降趋势。国际三大评级机构所评国家主权评级和结构融资产品评级均整体呈调升趋势。

2019 年国家主权评级整体呈调升趋势。其中，标普国家主权评级上调率和下调率分别为 13.43% 和 4.48%，惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为 11.00% 和 9.00%，均延续上年调升趋势。信用等级调升主要集中于中欧和东欧地区；

等级调降集中于非洲、中东和拉丁美洲地区，主要受国内经济或财政情况的恶化等因素影响。

受全球经济增速放缓，市场流动性紧缩等因素影响，2019 年国际三大评级机构所评全球企业评级由上年调升趋势转为调降趋势。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为 6.30% 和 9.00%，惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为 9.60% 和 9.90%，调降趋势均较为明显。穆迪的级别偏移（Rating drift）²⁰ 由上年的 2.00% 转为 -5.00%，也呈明显调降趋势。从地域分布来看，等级调降主要集中于拉丁美洲、中东和非洲地区。从行业分布来看，等级调降主要集中于汽车行业、广告、印刷和出版行业以及零售行业的非金融企业。

结构融资产品评级整体呈调升趋势。2019 年，标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为 7.20% 和 4.70%，惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为 14.00% 和 3.00%，均延续上年调升趋势。从产品类型来看，住房抵押贷款支持证券（RMBS）级别调升幅度最大。从地域分布来看，等级调升与调降均主要集中于欧洲地区。

表 8 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品信用等级调整情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
国家主权评级									
上调率	7.75	10.85	13.43	9.38	4.04	--	8.80	10.00	11.00
下调率	17.05	7.75	4.48	16.67	9.09	--	13.20	8.00	9.00
全球企业评级									
上调率	8.96	9.02	6.30	9.69	9.82	--	7.20	8.40	9.60
下调率	8.70	8.71	9.00	9.04	6.42	--	9.20	9.50	9.90
结构融资产品评级									
上调率	9.10	13.10	7.20	7.51	8.58	--	10.6	10.90	14.00
下调率	5.00	8.20	4.70	2.38	1.72	--	5.90	3.50	3.00

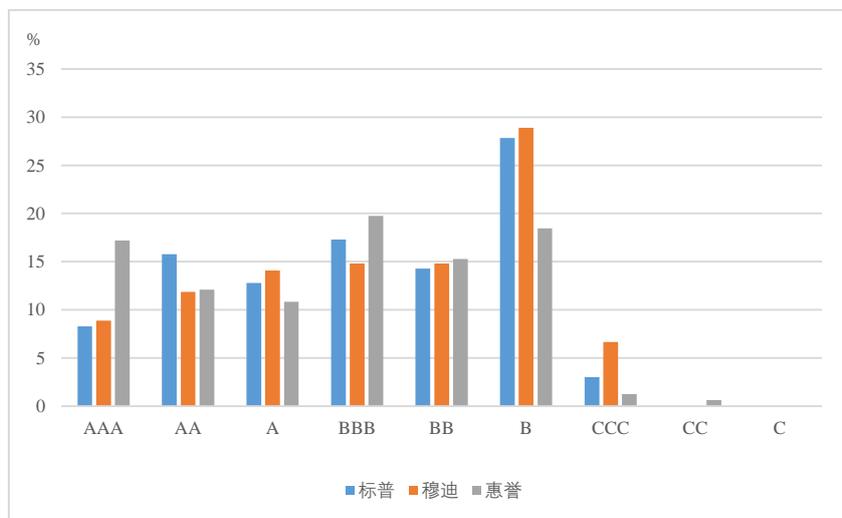
资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告；穆迪 2017 年和 2018 年评级调整数据来源于 ESMA，截至本报告发布日 ESMA 尚未更新 2019 年数据

²⁰ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

(三) 国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品的等级分布较上年末变化不大，而投资级占比变化不一

截至 2019 年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品的信用等级分布较上年末变化不大。投资级占比方面，穆迪所评全球企业投资级占比较上年末小幅上升，标普和惠誉所评全球企业投资级占比较上年末有所下降；国际三大评级机构所评国家主权评级投资级占比较上年末小幅下降；国际三大评级机构所评结构融资产品的投资级占比较上年末小幅上升。

国家主权评级方面，截至 2019 年末，标普、穆迪和惠誉国家主权信用等级分布较为分散，BB 级及以上分布较为平均，与上年末分布变化不大。其中，标普和穆迪所评 B 级占比仍然最高，分别为 27.82% 和 28.89%，惠誉所评 BBB 级占比最高，为 19.75%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为 54.13%、49.62% 和 59.88%，较上年末占比（54.62%、50.36% 和 63.40%）均小幅下降。

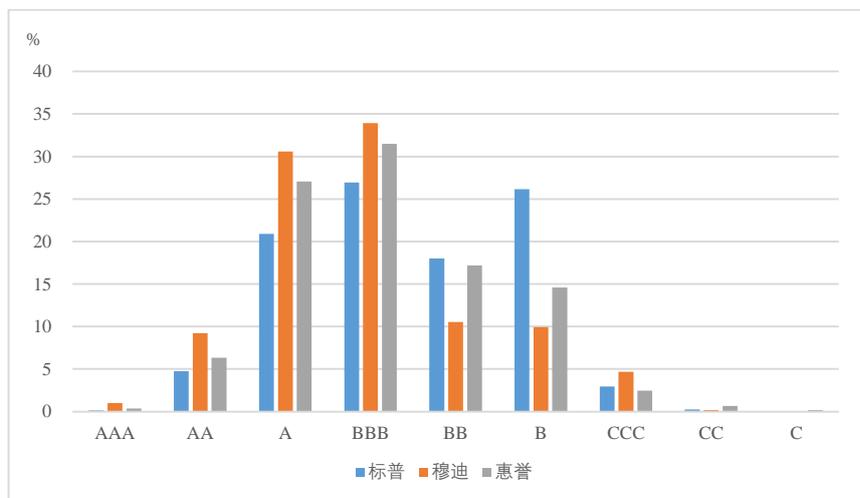


数据来源：穆迪、惠誉和标普“信用评级表现统计”信息披露文件（Exhibit 1 to Form NRSRO），联合资信整理

图 2 截至 2019 年末国际三大评级机构所评国家主权信用等级分布图

截至 2019 年末，国际三大评级所评全球企业主体的信用等级仍主要集中在 A 级~B 级，标普、穆迪和惠誉所评 A 级~B 级全球企业主体的占比分别为 92.02%、84.98% 和 90.34%，其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比较高的均为 BBB 级（或 Baa 级），占比分别为 26.94%、33.92% 和 31.49%。截至 2019 年末，标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为 52.73%、74.75% 和 65.25%，其中标

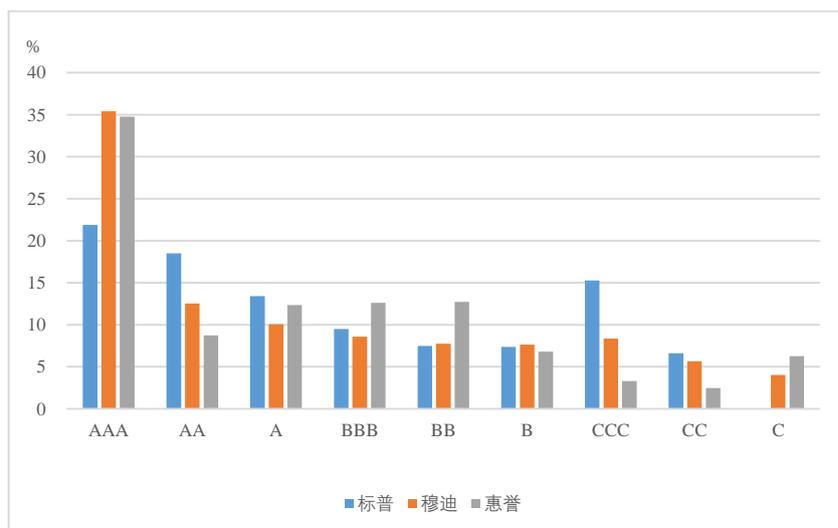
普和惠誉所评全球企业投资级占比较上年末占比（53.77%和 70.60%）有所下降，穆迪所评全球企业投资级占比较上年末占比（73.44%）小幅上升。



数据来源：穆迪、惠誉和标普“信用评级表现统计”信息披露文件（Exhibit 1 to Form NRSRO），联合资信整理

图3 截至2019年末国际三大评级机构所评全球企业信用等级分布图

结构融资产品评级方面，截至2019年末结构融资产品的等级分布仍较为分散，其中AAA级占比最高，标普、穆迪和惠誉AAA级占比分别为21.89%、35.42%和34.78%，AA级~CC级分布较为平均。截至2019年末标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的投资级占比分别为63.29%、66.58%和68.47%，较上年末占比（60.95%、60.99%和62.46%）均有所上升。



数据来源：穆迪、惠誉和标普“信用评级表现统计”信息披露文件（Exhibit 1 to Form NRSRO），联合资信整理

图4 截至2019年末国际三大评级机构所评结构性融资产品信用等级分布图

四、信用评级国际监管动态

2019 年以来，国际评级行业的监管重心是继续加强内部控制建设与防范利益冲突，加强对信用评级数据获取与使用的监管，完善法律责任追究制度和扩大法律责任追究范围等。

（一）美国信用评级监管动态

1、加强对突发公共事件应对、ESG 因素及产品、贷款抵押债券和利益冲突防范机制等方面的专项风险评估工作

SEC 每年都会对评级机构开展专项风险评估，2019 年以来，SEC 主要针对 ESG 因素及产品、贷款抵押债券（以下简称 CLOs）和利益冲突防范机制、突发公共事件应对等方面展开。

在对 ESG 因素及产品专项风险评估方面，鉴于部分 NRSROs 在信用评级分析过程中引入了 ESG 因素，SEC 审查了这些机构是否将 ESG 因素纳入评级方法或者是否对企业进行了 ESG 评级，还审查了在进行 ESG 相关评级业务开展中可能存在的利益冲突。

在 CLOs 评级专项风险评估方面，SEC 审查了一些 NRSROs 对大规模银团贷款 CLOs 和中型市场贷款 CLOs 的评级文件，以检查这些评级机构对 CLOs 的评级政策和流程与评级方法的一致性。

在利益冲突专项风险评估方面，SEC 审查了一些 NRSROs 私人或投资者付费评级活动的范围及其活动中涉及的潜在利益冲突。此外，SEC 还审查了 NRSROs 内部合规报告，检查其市场业务是否与评级业务相互独立，并与评级机构合规人员就利益冲突防范机制是否有效运行进行讨论。

在突发公共事件应对的风险评估方面，鉴于新冠肺炎疫情对全球金融环境的不确定性影响，2020 年 SEC 从三个方面审查了 NRSROs 的应对措施：疫情背景下评级方法的调整、评级机构分析师对宏观经济的假设和预测的调整、疫情下评级业务的连续性等。此外，SEC 还对一些 NRSROs 的评级方法偏差情况进行了审查，包括对信用评级相关政策法规的遵守情况以及评级调整相关文件的披露情况。

在对伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）退出市场的应对方面，针对企业从 LIBOR 过渡至其他基准利率所产生的不确定性，SEC 审查了 NRSROs 是否对关键假设做出调整，是否对相关评级政策、评级程序和评级方法进行更新。

SEC 对以上各方面的专项风险评估，有助于防范评级机构因突发公共事件、评级方法有效性下降以及利益冲突防范机制不健全等因素引发的信用风险。

2、强化法律责任追究，首次对加密货币评级机构进行法律追究

SEC 对俄罗斯加密货币评级机构（以下简称 ICO Rating）²¹发布禁令，称其违反了反兜售规定。2019 年 8 月，SEC 调查发现 2017 年 12 月至 2018 年 7 月期间，ICO Rating 对基于区块链的数字资产（包括作为证券的“代币”或“硬币”）发布研究报告和评级，并将内容发布在其网站和社交媒体帐户。ICO Rating 称自己为“发布独立分析研究的评级机构”，但并未披露其评级业务是由发行商付费的，以及其评级业务获得的收入和具体金额。因此，SEC 裁定 ICO Rating 违反了《1933 年证券法》第 17 条 b 款的反兜售规定²²。ICO Rating 同意停止违反规定的行为，并支付 10.69 万美元的赔偿和预审利息及 16.2 万美元民事罚款。这是 SEC 首次对加密货币评级机构进行处罚，此举旨在打击涉嫌虚假宣传和欺诈的项目，保护投资者利益。

晨星因违反利益冲突规定被 SEC 处罚 350 万美元。2020 年 5 月，SEC 指出，2015 年 6 月至 2016 年 9 月，晨星业务经理指示评级分析师寻找潜在的客户并“通过营销电话、会议和提供指示性评级的提议”最终获得客户业务；同时，在为某些公司进行评级时，参与评级的分析师也参与了公司产品或服务的销售。此外，SEC 称在 2015 年 6 月至 2016 年 11 月期间，晨星未能就评级分析和销售业务相分离的问题制定合理的书面规定和程序。针对以上行为，SEC 指控晨星违反了规则 17g-5(c)(8)²³和《1934 证券交易条例》第 15E(h)²⁴条，晨星同意支

²¹ ICO Rating 成立于 2016 年 9 月，该公司为全球各地首次代币发行（Initial Coin Offering，简称 ICO）项目提供审查和评级服务。截至 2019 年 8 月，公司网站共列出 5359 个 ICO 项目。

²² 《1933 年证券法》第 17 条 b 款规定，对虚伪不实或重要事项不实陈述省略或遗漏者，赋予取得证券之人起诉之权利。

²³ 规则 17g-5(c)(8)禁止评级机构在分析师同时参与信用评级和销售活动时发布或维持信用评级。

²⁴ 规则 15E(h) 要求信用评级机构制定、维护和执行合理设计的政策和程序，以解决和管理利益冲突。

付 350 万美元罚款并承诺对指控涉及的违规行为进行修改。SEC 此举有利于加强评级业务人员的合规意识，警示评级机构规避利益冲突，提高评级质量。

KBRA 因在对商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）和 CLOs 组合票据进行评级时存在内部控制缺陷问题被 SEC 起诉。在对 CMBS 进行评级时，KBRA 允许分析师基于专业判断做出对最终评级有实质性影响的调整，但没有对调整的原因和分析方法做出规定，SEC 认为 KBRA 未能对上述情况进行有效的内部控制，从而导致评级结果不准确。此外，SEC 认为 KBRA 对 CLOs 组合票据的评级方法和程序设计不合理，不能确保分析师严格按照债券的发行条款进行评级，导致评级结果不准确。2020 年 9 月，SEC 宣布 KBRA 已同意支付超过 200 万美元解决这两项指控，并同意审查和纠正与被控违规行为有关的内部政策和程序。SEC 对 KBRA 这两项指控加强了对评级机构 CMBS 和 CLOs 业务的风险监控力度，促进评级机构评级质量提高。

（二）欧盟信用评级监管动态

1、《信用评级机构内部控制准则》正式发布

2019 年 12 月 ESMA 发布《信用评级机构内部控制准则咨询文件》（以下简称“咨询文件”），对信用评级机构内部控制工作的建设进行了公开指导，2020 年 9 月 30 日，ESMA 发布《信用评级机构内部控制准则》（以下简称“内控准则”），内控准则在咨询文件的基础上确定了信用评级机构内部控制的总体框架和该框架下不同内部控制职能的职责。框架分为五个部分，即控制环境、风险管理、控制活动、信息与沟通和监管活动；内部控制职能的职责包括五项，即合规、审查、风险管理、信息安全和内部审核，并进一步明确了相关职责的分工。ESMA 将实施的开始日期定为 2021 年 7 月 1 日。内控准则的发布明确了内部控制制度的监管要求，规范了评级机构内部控制行为，有利于促进欧盟信用评级行业的健康发展。

2、继续完善背书制度²⁵，加强英国脱欧影响监管工作

完善信用背书制度，加强英国脱欧影响的监管工作，是近两年 ESMA 持续关注的重点事项之一。2020 年 10 月 27 号，ESMA 发布《脱欧过渡期结束后英国信用评级机构信用背书制度的公开声明》（以下简称“公开声明”）。公开声明指出，在英国脱欧过渡期结束后²⁶，英国的信用评级机构将不再符合欧盟信用评级机构第 1060/2009 号法规的注册条件，其注册将被撤销，状态将更改为第三国信用评级机构，在英国的信用评级机构的评级结果想要在欧盟被合法使用将依赖背书制度。同时，ESMA 指出，2019 年 3 月英国针对其脱欧制定的英国境内信用评级监管法律框架符合背书标准²⁷，如果该法律框架在脱欧之日仍以不变的形式完全生效，则符合背书条件，英国的信用评级机构的评级结果就可以在欧盟被合法使用。

3、首次出具 CLOs 监管主题报告，加强对 CLOs 的审查和监管工作

近年来，欧盟地区 CLOs 发行量增长迅速，鉴于 CLOs 产品的复杂性和较高的风险性，ESMA 加强了对 CLOs 的审查和监管。2019 年 2 月 19 日，ESMA 在《欧洲证券和市场管理局 2018 年年度监管报告和 2019 年监管工作计划》中指出，对 CLOs 信用评级的监管将成为其未来监管行动的重点内容。2020 年 5 月 13 日，ESMA 发布《欧盟信用评级机构对贷款抵押债券评级的实践和挑战概述主题报告》（以下简称“主题报告”），主题报告在总结 2019 年 5 月 ESMA 对国际三大评级机构的 CLOs 审查结果的基础之上²⁸，对 CLOs 的定义和特点、评级过程、评级方法以及相关风险和主要监管问题进行了说明。在对 CLOs 的监管方面，ESMA 重点强调了以下四个方面的内容：一是加强对 CLOs 内部分析师团队的监管；二是加强对 CLOs 运营风险的监管；三是加强对 CLOs 评级方法和

²⁵ 背书制度（Endorsement Regime）是 ESMA 信用评级监管法律 CRAR 规定下的一种制度，该制度允许欧盟境外评级机构的评级结果在得到已向 ESMA 注册的评级机构背书的情况下，可在欧盟境内用于监管目的，目前在欧盟境内超过三分之二用于监管目的的信用评级报告来自背书制度。

²⁶ 过渡期到 2020 年 12 月 31 日。

²⁷ 2019 年 3 月 15 日，ESMA 发布《关于英国无序脱欧情况下的信用评级背书制度的公开声明》，ESMA 认为英国针对其脱欧制定的英国境内信用评级监管法律框架《2019 年 2 月 13 日第 266 号》在遵守英国金融服务监管局和 ESMA 签订的谅解备忘录的条件下符合 ESMA 的背书标准。

²⁸ ESMA 于 2019 年 5 月对国际三大评级机构的 CLOs 方法、CLOs 评级过程进行了审查。

模型风险的监管；四是加强对 CLOs 进行全面分析的监管。主题报告是 ESMA 首次就 CLOs 监管问题出具的报告，对加强 CLOs 的审查和监管，降低 CLOs 产品引发的潜在信用风险具有重要意义。

4、首次对信用评级数据获取和使用进行监管

近年来，ESMA 发现存在众多信用评级机构将其信用等级数据外包给第三方数据服务提供商的现象，同时众多信用等级数据用户和潜在用户²⁹的主要评级信息来源并不是信用评级机构网站和欧洲评级平台³⁰（European Rating Platform），而是通过向第三方数据提供商付费方式获取评级信息。为提高信用评级机构评级数据的使用效率，加强信用评级数据使用规范，2020年3月30日，ESMA 发布《信用评级数据获取和使用支持的咨询文件》，该咨询文件通过针对不同类型数据用户设计问卷调查的形式，力图找出存在上述问题的原因，提高评级机构网站和欧洲评级平台数据的可用性。咨询文件问卷调查主要包括三方面内容：一是对信用等级数据用户和潜在用户对数据使用的需求³¹展开调查；二是对评级机构网站提供的评级数据、第三方数据提供商提供的付费评级数据的特征和用途展开调查；三是对“为什么不将信用评级机构网站和欧洲评级平台作为主要评级信息来源的原因”展开调查。此次咨询文件，是 ESMA 首次专门针对信用评级数据问题进行的监管调查，对于提升信用等级数据用户和潜在用户对评级数据的使用效率，降低对信用评级数据的获取和使用的成本，加强评级数据的使用规范，具有重要意义。

5、加强监管处罚，完善法律责任追究制度建设

加强监管处罚。2020年4月6日 ESMA 对 Scope Ratings GmbH³²（以下简称“Scope”）开出合计 64 万欧元的罚单。ESMA 称，因 Scope 在 2015 年 9 月和

²⁹ 信用等级数据用户和潜在用户包括监管机构、其他公共机构、行业协会、银行、保险业、投资公司、资产管理人、非政府组织等。

³⁰ 欧洲评级平台的目标是让投资者、发行人和其他相关方能够在中央网站上获得最新的评级信息，并使投资者能够方便地比较某个特定评级实体的所有信用评级。同时，欧洲评级平台还旨在帮助小型和新的信用评级机构获得知名度。

³¹ 信用等级数据的用户和潜在用户对数据使用的需求层次包括数据的使用格式、频率、范围、可下载性等。

³² Scope Ratings GmbH(前身为 Scope Ratings AG)是一家德国信用评级机构，2011年5月24日注册成立，在英国、意大利、法国和挪威设有分支机构。

2015 年 11 月发布的评级不包括对基础贷款覆盖池的分析，违反其债券担保评级方法中“对有担保的债券进行评级时，必须对其覆盖池进行全面分析”的规定，对其处以 55 万欧元的处罚；因 Scope 在 2016 年对其评级方法进行重大更改之前未能告知 ESMA，且未在其网站上进行公开披露、未与利益相关者进行公开磋商，ESMA 对其处以 9 万美元的罚款。

完善法律责任追究制度建设。2019 年 9 月 24 日 ESMA 收到欧洲联盟委员会的临时请求，要求提供关于对第三国中央交易对手³³（third-country central counterparties，以下简称“TC-CCPs”）实施处罚的程序规则的技术咨询，同时 ESMA 指出由于交易数据库机构³⁴（trade repositories，以下简称“TRs”）监管条例和信用评级机构监管条例（以下简称“CRAR”）之间存在相似之处，为确保对 TC-CCPs、TRs 和信用评级机构实施处罚规则的一致性，有必要对信用评级机构监管条例进行修改。

2020 年 3 月 31 日，ESMA 发布《关于对第三国中央交易对手、交易数据库机构和信用评级机构实施处罚程序规则技术指导的最终报告》（以下简称“指导报告”），ESMA 对 CRAR 的修订建议包括以下三个方面：一是在调查官员提交的文件条例方面，ESMA 建议增加“调查官提交给 ESMA 的文件中应包含调查官调查结果声明的副本”；二是在罚款和定期罚款收取的条例方面，ESMA 建议增加“如果 ESMA 同时收取多笔罚款和定期罚款，ESMA 的会计主管应确保将这些罚款和罚款存入不同的账户或子账户”；三是在临时决定程序条例方面，ESMA 建议增加“在采取紧急行动时需要通过临时决定的程序³⁵”。此次指导报告进一步完善了对评级机构法律责任追究的制度建设。

³³ 中央交易对手，相当于为场外衍生品建立一个集中清算制度。目前，衍生品的清算和结算存在两套平行体系，即双边清算体系和中央交易对手体系。通常而言，大部分的场外衍生品交易采用双边清算体系，而大部分在交易所买卖的衍生品和部分场外衍生品的清算则通过中央交易对手系统。

³⁴ 交易数据库机构是指收集和保存涉及衍生合同的交易记录的公司，受欧洲市场基础设施监管机构（EMIR）监管，交易数据库必须满足 EMIR 规定的运行可靠、保护和记录数据、透明度和数据可用性的监管条件。

³⁵ ESMA 指出，在防止对金融系统造成重大和迫在眉睫的损害需要采取紧急行动时，CRAR 不包括任何正式的关于通过临时决定的程序，因此有必要增加相关临时决定程序。临时决定程序包含了程序的适用范围、通过临时决定时所需遵守的监管条款等内容。