

国际三大评级机构信用评级定义及方法研究

联合资信评估有限公司 李丹 伦杭 聂逆 宿夏荻

摘要：自 2008 年全球金融危机爆发之后，国际三大评级机构对于信用等级的认识及评级方法也发生了一定的变化。通过研究最近几年这三家评级机构信用等级的内涵及对于一般主体和债项的评级方法，以增进对评级理念的了解，并促进我国评级机构评级方法的完善。

一、信用等级的定义

国际三大评级机构对信用等级的定义基本一致，均认为信用等级是对债务人偿债能力和偿债意愿的综合评价。三大评级机构均认为：信用等级的目的是力图将各种评级因素对评级对象信用质量的影响用简单的评级符号来代表，以表示对评级对象信用质量的意见；信用等级具有前瞻性，是包含对未来的判断，而不仅仅是依赖历史记录及当前状况的判断；信用等级是对相对信用质量的评估，即信用等级不是对评级对象具体违约概率的预测，而是对评级对象违约可能性的一个排序（如评级对象为 AAA 级别的违约可能性低于 AA 级别的）；信用等级只是对评级对象信用风险的评价，不是对其资产价值的度量，不能单独用作投资操作的依据。^[1,4,5]

标普认为，信用等级是在对信用风险要素进行定量和定性分析基础上的定性判定，最终的定性判定即体现为信用风险分析的艺术特征，但是这一艺术特征不排除采取科学的定量分析工具或方法对影响信用风险的有关要素进行统计和分析。^[1]穆迪认为，信用等级的目的是试图为资本市场参与者提供一个可比较的债务人或债务信用质量框架；拥有相同信用等级的债务人或债务可以在整体信用质量上比较，但在某个特殊信用质量特征上可能有所不同，并且它们的信用质量只是大体相似，信用等级无法反映债务人或债务具体的各种风险状况。^[5]惠誉认为，除了信用风险，信用等级不直接评估其他任何风险；信用等级不评估由于市场原因（利率变化、流动性变化等）导致的证券市场价值损失的风险，然而市场风险可能是影响债务人偿债能力的因素之一。^[4]

信用等级的目的是将多个评级因素对评级对象信用质量的影响浓缩到评级符号中。标普的评级因素主要包括相对违约可能性、回收程度、偿还顺序

和信用稳定性¹四个方面，其中违约可能性是最重要的因素。穆迪的主要评级因素包括相对违约可能性、损失严重性²、财务实力³和过渡风险⁴四个方面。惠誉的主要评级因素包括相对违约可能性、回收程度和偿还顺序三个方面。总体来看，国际三大评级机构均认为违约可能性和回收程度是影响信用等级的主要因素，因此信用等级主要反映了评级对象的违约可能性及（或）回收程度。

信用等级与违约概率有“相对”和“绝对”两种关系；相对关系是指信用等级与违约概率存在着排序上的相关关系，即信用等级越高，违约概率越低；绝对关系是指信用等级与违约概率存在着数量上的对应关系，如 AAA 级别的主体对应 1 年期的违约概率为 0.0001%。国际三大评级机构均表示各自的信用等级与违约概率是一种相对关系。并且标普与惠誉认为各自的信用等级不是对具体违约概率的绝对度量，而是对信用质量的序数的评估，信用等级与违约概率是完全的相对关系，不存在绝对关系。虽然穆迪的信用等级也反映的是相对的信用质量，但其在评级过程中会运用理想违约率表，以表明对某一信用等级其所期望达到的具体违约概率。

二、主体评级和债项评级

根据评级对象不同，信用等级一般分为主体信用等级（以下简称“主体评级”）和债券信用等级（以下简称“债项评级”）。根据期限不同，主体评级和债项评级又均包含长期评级和短期评级；对于期限为

¹ 信用稳定性评价了在压力情景下受评对象信用质量下降的突然性。

² 穆迪采用损失的概念来表明违约时债券损失的严重性，标普和惠誉则运用回收的概念，由于损失率=1-回收率，因此本文统一运用回收的概念来表示三大评级机构对违约时债券损失严重性（或回收程度）的判断。

³ 财务实力是指债务人偿还债务的能力，包括潜在的外部支持。

⁴ 过渡风险是指信用事件在程度和时间方面的不确定性；具有高过渡风险的信用在大规模评级变动方面具有相对较高的机率。具有高过渡风险的行业包括银行、主权国家、投资者持有的公用事业和地方政府当局。这些行业的发行人有大量的信用实力都是源自外部的支持来源。此外，具有高水平短期融资的信心敏感发行人（如证券公司）亦面临很高的过渡风险。

一年以上的债务，进行主体或债项的长期评级；对于期限为13个月（含）以下的债务，进行主体或债项的短期评级。

（一）主体评级

标普和惠誉的主体评级（包括长期评级和短期评级）含义较为相似，主要反映了主体的违约可能性，不反映违约时债务的回收程度；而穆迪的短期主体评级也只反映主体违约可能性，不反映债务的回收程度，但长期主体评级不仅反映主体违约的可能性，同时反映债务的回收程度。

（二）债项评级

对于一般债券，国际三大评级机构的长期债项评级含义较为相似，均同时反映债券的违约可能性及违约时债券的回收程度，尤其对于信用等级为投机级主体发行的债券，债项评级更加重视对回收程度的分析。穆迪和惠誉的短期债项评级含义较为相似，均主要反映债券的违约可能性，不反映违约时债券的回收程度；而标普的短期债项评级不仅反映债券的违约可能性，同时也反映违约时债券的回收程度。

（三）违约的定义

1. 标普对违约的定义

标普认为，违约状态是指债务人对评级或未评级的任何一项资金义务（除了由于真实的商业纠纷产生的资金义务）发生的第一次支付违约，但不包括在宽限期之内支付逾期利息以及未能支付优先股股息的情况。标普认为，优先股不是资金义务，未能支付优先股股息不属于违约。而有利于债权人的债务置换，即债权人被迫以本金折让、降低票息、延长期限或其他减少资金义务条款的方式将原始债权替换成现金或其它工具，也属于违约。^[1]

2. 穆迪对违约的定义

穆迪认为，出现下列任何一种情况均被视为债券违约：

（1）未能按照合约规定支付或延期支付利息或本金（包括在宽限期内延期支付）；

（2）债务人申请破产保护或发生法律接管或者债务人在未来的合同义务债务偿还中将可能无法偿还或延期；

（3）发生此类债务置换：1）债务人提供给债

权人新的或重组的债务，或新的证券组合、现金或资产低于原有金融义务；2）置换具有允许债务人避免破产或支付违约的效用；

（4）主权导致的信贷协议或契约中的付款条款的变化造成减低金融义务，如强制的货币重新支配或原有承诺的强制改变。^[5]

穆迪的违约定义不包括“技术违约”，如：债务人发生短期违背最大杠杆率或最低债务覆盖率的情况；由于纯技术原因或行政失误导致的长期债务欠款，而这种欠款不属于没有能力或意愿支付造成的并短时间解决的（通常1-2天工作日）等。

3. 惠誉对违约的定义

惠誉认为，出现以下任何一种情况均应被视为违约：

（1）债务人未能按照合同约定及时支付任何金融债务的本金和/或利息；

（2）债务人申请破产保护、被接管、清算或停业；

（3）发生债务置换，债权人被提供结构条款或经济条款不如原债券的证券。^[4]

三、主体评级方法

标普和惠誉均有基础的主体评级方法，但针对部分行业的主体评级会在基础的评级方法基础上根据行业特性进行评级方法的调整。惠誉的非金融企业主体信用评级倾向于进行跨行业的比较分析，因此其信用评级结果具有行业间的可比性，而由于穆迪强调行业内的信用风险排序，其不使用基础的评级方法，而是根据各行业制定各自的主体评级方法。国际三大评级机构均通过打分表的形式进行主体信用评级，打分表主要由多个评级要素及其相应细化的多个定性和定量指标所组成。信用评级流程为：首先，分析师对各评级要素的具体量化指标分别进行分析，以确定各评级要素所能达到的分数或对应的信用级别，同时对各评级要素设定相应的权重；然后，将各评级要素的得分或对应的信用级别进行加权，得到一个总分数或加权后的信用级别。若打分表采用得分的形式，最终总分数对应的级别即是主体的信用级别，若打分表采用信用级别的形式，加权得出的最终信用级别即是主体的信用级别。

国际三大评级机构对于各评级要素在打分表里

的权重设置方法有所不同。穆迪对于不同行业主体的评级，均在打分表中明确设定了各类评级要素的权重；而标普和惠誉认为各评级要素在打分表中所占的权重将随主体的差异、时间的变化而变动，因此没有在打分表中事先确定各评级要素的权重，而是由分析师根据具体情况具体设定。

标普和惠誉的各评级要素名称有所差异，但是其涵盖的内容基本相同，不仅考虑宏观经济、行业、地区等外部因素，同时也考虑主体的竞争地位、管理水平、财务状况等内部因素；由于穆迪的评级方法已细分到各行业，因此穆迪的评级要素中不包含宏观经济和行业分析等外部因素，而将宏观经济和行业分析作为主体信用评级的基础依据。

标普的评级方法中，对于竞争地位和盈利能力这两个评级要素的打分是通过与行业内其他主体情况的比较进行的，而财务风险要素的分析主要依赖于对各项财务指标的回顾和对未来财务状况的预测。^[2]惠誉的非金融企业主体评级分析倾向于进行跨行业与跨境的比较分析，惠誉会将主体的评级要素与相同行业或相同信用级别的其他主体进行比较，从而判断主体的业务及财务风险状况。并且如果主体（包括非金融企业及金融机构）的某一评级要素相对于其他评级要素表现较弱，在信用评级中会赋予这一较弱评级要素更高的权重。^[3]

四、债项评级方法

1. 长期债项评级

国际三大评级公司均认为，不同信用等级主体，其偿债能力对经济周期以及对不利环境变化的承受能力有很大差别，因此相关长期债项评级均根据主体信用等级为投资级和投机级⁵两种类型，采用不同的方法在主体信用等级基础上得出长期债项等级。

标普和惠誉的长期债项评级方法类似，长期债项评级都主要是根据债券的回收率情况在主体评级基础上进行调整而得出的。根据债券回收情况的不同，债项评级有可能高于、低于或者等于主体评级。而穆迪的长期债项评级是在主体评级的基础上，以预期损失率（预期损失率=违约概率×违约损失率）作为衡量标准得出的，其债项评级一般不高于主体

评级。

标普和惠誉分别选取 50%和 40%的回收率作为参照，如果债券的回收率高于参照的回收率，债项评级就会基于主体评级进行上调，反之则下调。标普针对每个债项进行单独的回收率计算，但惠誉对于主体信用等级分别为BB-级及以上和B+级及以下两种情况，采用不同的回收率计算方法。

标普根据主体信用等级为投资级（BBB-级及以上）和投机级（CC 级~BB+级）两种情况来决定债项等级的上调或下调的幅度。对信用等级为投资级的主体，标普认为其发生违约的概率较小，回收率在投资级主体所发的债项评级中不是一个关注的焦点，债项的级别调整幅度也较小，一般是在主体信用等级基础上上调或下调一个小级（如由 A 上调至 A+）。而对于信用等级为投机级的主体，标普认为其发生违约的概率较大，债项依据回收率的情况进行级别调整的幅度也较大，一般是在主体信用等级基础上上调或下调两个小级（如由 B-上调至 B+）。惠誉基于主体信用级别的调整幅度一般为一个（如由 A 上调至 A+）到三个小级（如由 A 上调至 AA）。同时，惠誉根据各国的司法情况（对债务人有利还是对债权人有利），对各个国家的债项评级分别设定了调整上限，即债项评级基于主体评级上调的最大幅度。

穆迪的债项评级采用预期损失模型，以主体评级为基础，通过主体评级对应的理想违约概率以及计算出的债券回收率，得出债券的预期损失率，再对应理想预期损失率表，从而获得债项评级。但债项等级一般不高于主体信用等级。^[6]

2. 短期债项评级

对于短期债项评级，标普同时考虑债项的违约可能性及回收程度，但认为其债务偿还的及时性是最重要的考虑因素，回收程度不作为重要的考虑因素，因此短期债项评级不会因其回收率高于基准值而进行级别上调，即不会出现短期债项信用等级高于短期主体信用等级情况。而穆迪和惠誉对于短期债项评级均仅考虑债券的违约可能性，不考虑违约时债券的回收情况，因此多数情况下短期债项信用等级与短期主体信用等级相同。

3. 回收评级

⁵ 其中惠誉是将主体分 BB- 级及以上和 B+ 级及以下两种情况。

标普和惠誉会进行回收评级以作为对债项评级的补充。但标普是对于投机级主体发行的债券进行回收评级，惠誉则是对于主体信用等级为 B 级或以下的债券进行回收评级。

五、总结

总体来看，国际三大评级机构的信用评级定义及评级目标大致相同，其短期主体评级含义、长期债项评级含义以及主体评级方法也相似，但在其他评级含义及评级方法方面存有一定的差别。

虽然国际三大评级机构的评级符号体系大致相同，但从本文的分析结论可以看出，三大评级机构的评级内涵及评级方法有一定的差异，其各自对受评对象所给出的信用等级也体现了这些差异。即如果三大评级机构对同一主体或债券评定的信用等级相似，其所反映的主体或债券的信用质量的含义不同。因此投资者在看待不同评级机构给出的评级结果时，不应仅从信用级别的高低来判断评级对象信用质量的好坏，而应关注到评级符号所代表的内涵。

参考文献

- [1] S&P. Standard&Poor's Rating Definitions [EB/OL]. <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>, 2010.
- [2] S&P. Standard&Poor's General Criteria [EB/OL]. <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>, 2008.
- [3] Fitch Ratings. Corporate Rating Methodology [EB/OL].<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>, 2012.
- [4] Fitch Ratings. Definitions of Ratings [EB/OL]. <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>, 2013.
- [5] Moody's. Rating Symbols and Definitions [EB/OL]. <http://www.moodys.com/>, 2013.
- [6] Moody's. Probability of Default Ratings and Loss Given Default Assessments [EB/OL]. <http://www.moodys.com/>, 2009.

（责任编辑：姚 文）