

与信用评级结果有关的市场波动

(译自欧洲央行研究报告, 2004 年 6 月 (European Central Bank ,Occasional paper series No.16/June 2004))

一、对评级结果的越来越广泛使用

(一) 关于评级结果的定义

1、评级结果是一种信用分析观点

评级机构发布的评级结果是对一个公司的长期基本信用实力的评估,例如,履行偿债契约的长期能力和意愿。更详细地说,评级结果可以是对一个债务人一般信用状况的评估,也可以是对债务人特定债务契约(担保或未担保的优先债券和次级债券、结构融资证券等)的信用评估,或是其它特定金融契约的信用评估。

评级机构根据一个公司的财务状况、特权的价值、管理水平以及其在行业中的竞争地位,进行信用分析,对公司在各种经济环境下,包括不景气经济环境下,履行债务契约的行为进行预测。这些分析不仅基于公开信息,而且也采用了公司同意对评级机构公开的一些内部信息或保密信息。

评级机构强调评级结果是一种观点,这些观点来自对公司的基本信用分析,用于对信用风险进行分等。由于评级结果是一种观点,所以评级结果通常是由信用评级委员会来决定。因此,评级结果并不是买、卖或者持有某种特定证券的建议,也没有指出某种投资适合哪些特定的投资者。

根据评级结果的上述含义,它是对信用风险的一种相对(ordinal)评估,但并不一定是绝对(cardinal)评估。此外,所有的评级机构均将它们的评级结果用符号的方式表达出来,例如Aaa、AAA等,不同机构的表达符号之间或多或少均有所对应。如何把握每个信用等级的信用尺度,以及债务契约的信用等级高低,实际上取决于评级人员的判断力和经验,在某些领域中也用一些模型作为补充。

2、使用评级结果的经济原理

从经济原理来看,之所以使用评级结果,而且评级结果的“声誉”越来越高,一方面是因为信息规模经济,另一方面是因为使用评级结果可以帮助解决“委托人-代理人(Principal-agent)”问题。

1)信息规模经济

债权人和投资者在开展、监控交易时发现,因为收集和分析信息经济,使用评级结果的效率高。信用评级减少了投资者与筹资者之间的信息不对称,增加了投资者的数量,筹资者更容易进入债务市场,最终显著地促进了金融市场的发展。

2)“委托人-代理人”问题

信用评级结果对市场产生影响的另一个途径是越来越多地在监管和管理规定中强制使用评级结果。委托人在各种情况下使用评级结果的出发点都是一样的,那就是建立一种简单易行的低成本规则,来监管和约束代理人的行为。用经济术语说,通过使用评级结果来解决“委托人-代理人”问题,即委托人在很难观察到或者直接控制代理人的行为时,尽可能地激励代理人行为规范。

(二)对评级结果的越来越广泛使用

实际上,正是由于上述评级结果质量,除传统债券信用评级之外,对信用评级服务的兴趣以及对评级结果的更广泛需求,在过去三十年中显著增加了。监管者(在监管规定中)、银行(在贷款合同中)、债券持有人(在债券契约中)、养老基金信托人以及其他信托机构(在投资规则、保险公司章程等中)在其有关规定中越来越广泛地使用评级结果,结果导致对评级结果的使用和评级机构的信用分析观点对证券市场的影响力与日俱增,以至于评级结果目前在金融市场中广泛存在,越来越广泛地成为信用质量标准,远远超出了它们的初衷。评级结果的作用将在监管法规以及债务发行和投资组合管理中进一步阐明。

1、“核心客户”:发行人和固定收益债务投资者

1) 债务发行人

从一开始,债务发行人就是一种“天生的”评级结果使用者,而且使用的程度还在不断的增加。虽然信用评级并不能决定他们进入金融市场融资的能力,但至少能够决定他们的融资成本和他们的投资者范围。因此,维持或者获得希望的信用等级经常是公司目标之一,也是公司财务策略的一部分。实际上,虽然公司通过评级机构获得相关评级服务,像穆迪评级服务或者标准普尔评级服务,但公司自身也能够“监控”其在不同情况下的信用等级。“评级触发条款(rating triggers)”的应用,即一种因发行人或债务人信用等级发生变化导致金融工具的特性发生变化的协议条款,是一个投资者如何使用评级结果修改在不同发行者之间投资方案的例子。这样的“评级触发条款”最开始在银行贷款协议中最为常见。在 20 世纪 90 年代后期,在债券发行中“评级触发条款”的使用变得越来越流行,而且形式多样(参见下面的分析)。

2) 债券投资者和投资组合管理者

评级机构的评级结果在投资组合管理中扮演了较为核心的角色,尤其是对那些自身缺乏资源来建立可靠的内部评级系统的中小型资产管理人来说。然而,当得不到外部评级结果或外部评级结果不一致时,为了弥补外部评级结果的不足,即使主要的资产管理人在使用内部信用评估系统时,也经常受到制约。投资组合管理和投资规定中对评级结果的使用表现在两个方面:一是帮助确定合格的投领域,同时,结合期限方面的要求,用于确定可以投资某一对象的最大比例或最小比例;二是当资产管理人面临投资对象的信用质量发生变化时,帮助资产管理人修正管理行为。

2、市场其它参与者

市场其它参与者,如投资者、做市商、经纪人等,也都广泛地依赖对其交易对手的外部评级结果(在选择有信用的交易对手、确定信用规模等方面)。评级结果对于短期流动性管理(例如回购协议)和场外衍生交易(互换、期权等)尤为重要,因为评级机构对市场参与者的评级结果不仅决定了这些市场参与者入市需要满足的条件(成本,如增加保证金通知的频率、要求提供抵押的幅度等),甚至决定了他们能否进入市场。

像其它的市场参与者一样,中央银行在资产组合管理以及实施货币政策时,例如在自有资金投资、外汇储备投资、及货币政策抵押(monetary policy collateral)等确定合格资产时,也经常会使用评级机构的评级结果,尤其是对后者,合格资产的信用状况直接影响到所需抵押的幅度和风险控制。

3、监管部门

在监管规定中重视信用评级结果的作用最初在美国尤为突出,其历史可以追溯到 20 世纪 30 年代。在这些规定中,通过限制或禁止购买“低”信用等级(通常 BBB 以下)债券、给不同信用等级

资产规定不同资本要求、给满足信用等级要求的证券简化发行条件或降低信息披露要求的方式,不仅影响银行,而且影响发行人、社保基金、共同基金、经纪人等。虽然欧洲在监管规定中使用评级结果不那么普遍,但在“资本充足率指引”银行监管规定中也有类似的规定。此外,在巴塞尔协议中,“标准法”为每一项监管资产规定了固定的风险权重,明确要依靠外部信用评估。

二、评级结果与市场波动:评级结果和评级结果的变化会影响市场波动吗?

在考虑评级结果(特别是评级结果的变化)可能对市场波动带来影响(例如资产价格波动、率差(spread)变化等),有必要区分评级结果信息所产生的直接影响和在监管规定中使用评级结果产生的间接影响。

(一)评级结果信息和对评级结果变化的反应

如果债券评级结果以信息披露的方式直接影响率差和率差的波动,那么评级结果必须包含投资者以同样的成本从其他渠道得不到的定价信息。关于评级结果包含信息的问题已从两个方面开展了研究:一是分析债券收益率和评级结果的关系;二是研究当评级结果变化时,债券价格的反应。

1、债券收益率与评级结果之间的关系

许多对评级结果所包含的信息内容所作的研究最后均得出一个结论,那就是评级结果确实能够帮助解释率差在各部分债券之间的差别。在这些研究中,评级结果也许是那些被忽略了的、可以公开获取的、确能对债券率差产生影响的变量因素的代表。

的确,评级结果和评级结果变化可以部分解释观察到的率差和率差波动,但仍然有很大一部分率差是其无法解释的。根据不同的研究,其它一些影响因素的相对重要性各不相同,这些因素包括:

1) 税收

Gbbi 和 Sironi 2002 年发现,尽管评级结果是决定公司债券和同类型政府债券之间率差的最重要因素,其它一些因素,例如债券的税收政策,也重要,但是,市场的结构效率(structural efficiency)以及流动性等对解释率差在各部分债券之间的差别意义不大。

2) 系统风险

根据 Elton, Gruber, Agrawal 和 Mann 2001 年的研究,在能解释公司债券率差的 3 个因素中,由倒闭引起的期望损失因素排在最后一位,即期望损失仅能解释率差变动的 17.8%,税率差别更重要一些,能解释率差变动的 36%,剩余的率差变动部分(大于 46%)与被大家普遍接受的、解释股票市场风险的因素(Fama-French factors)紧密相关。因此,似乎大部分率差是对系统风险的补偿,并不能分散化解。

3) 权益波动

Campbell 和 Taksler 2003 年研究了权益波动(equity volatility)对公司债券收益率的影响,认为特定的权益波动与公司发行债务的成本有直接的关系,此外,研究还表明,权益波动与评级结果对率差的解释的能力是相同的。

4) 供求关系

Collin-Dufresne, Goldstein 和 Martin 2001 年利用公司债券经纪人报价和成交价格来研究决定信用率差变化的决定因素。他们的研究表明,理论上的各变量对信用率差的解释能力是很有限的。但是,通过主要成分(principal component)分析,他们发现大部分剩余(residuals)都是由一个变量引起的。信用率差的月度变动主要是由于与信用风险因素和流动性不相干的本地供应或需求震动

引起的。

5) 流动性

Chen, Lesmond 和 Wei 2002 研究发现,剔除评级结果、期限、数量和波动性等因素,流动性也是解释公司债券利率差的一个重要因素,研究表明,流动性确是公司债券定价的因素。

2、评级结果变化引起的价格变动

很多研究都很关注由于信用等级变化引起的债券和权益价格变动。Klinger 和 Sarig 2000 年在对穆迪公司 1982 年的评级系统仔细研究后发现,投资者对未预料到的信用等级变化发生时的确会做出相应的反应,就和他们听到新消息时做出的反应一样。但是,他们只对一次性事件进行了研究,并不一定反应了评级信息对未来几年的影响。一般来说,尽管在这个领域中的很多研究得出了许多综合结论,但有两点是值得注意的:

1) 对下调债券信用等级的反映,从债券发行主体到它的竞争对手,从债券市场到权益价格,都能表现出来。当一家公司的债务信用等级下调时,权益分析员不仅要向下修正该公司的收益预期,而且要向下修正该公司的竞争对手的收益预期,下调的幅度取决于债务初始信用等级和债务的规模。

2) 对于信用等级变化引起的价格反应,尤其是对股票收益的影响,是不对称的,市场对信用等级下调的反映要远强于对信用等级上调的反应,这中不对称性在股票市场上要比在债券市场表现得更为明显。许多研究表明,当公司债券的信用等级下调时,对股票获得非正常收益是负面的,但是,当信用等级上调时,对股票获得非正常收益没多大影响。Holthausen 和 Leftwich 在 1986 年认为,发布上调信用等级信息之前的证券的 1 年收益率与发布下调信用等级信息之前的证券的 1 年收益率之间相差 20%到 30%,在信用等级上调的信息发布后,没有明显的非正常收益出现,但却找到了足够的证据证明在信用等级下调的信息发布后的一个季度中,会出现非正常的收益降低现象。Dichev 和 Piotroski 在 2001 发现,在信用等级下调后的第一年中,非正常的收益降低 10%到 14%,而且,上述现象对低信用等级的小公司来说表现得更明显。

以上研究成果可从评级机构进行信用等级评定的方法中找到原因,或反映出评级机构在分析公司财务报表不良问题方面花得精力要大于在分析公司收益改进方面花的精力。当然,另一种解释是股市对信用等级下调的反应过度(参见 Dichev 和 Piotroski,2001 年)。也可以认为,这种过度的反应说明信用等级下调还传递了一种额外的信息,即被评级的公司决定不回避或者无力回避这种信用等级的下调。这与评级作为一种协调机制的作用是一致的(参见 Boot/Milbourn,2002)

(二)对评级结果更广泛使用带来的后果

1、在监管规定中使用评级结果带来的后果

如上所述,在监管规定中使用评级结果是解决“委托人-代理人”问题的一个可行途径,同时,这种规定的硬性要求会加剧特定市场的波动,因为这些规定赋予了受影响的市场参与者对初始评级事件的自动化(和可预见的)反映特性,从而放大了评级的门槛作用。例如,根据经验,违约发生概率在信用等级 BBB-与 BB+之间突然显著增加,这个信用等级是信用等级序列的分界点,它把证券划分为“投资级”证券和“投机级”证券两个部分,投资者可能不允许持有或严格在数量限制持有“投机级”证券,所以,这个信用等级是全球资产管理的主要门槛。因此,对债券(或是发行人)信用等级下调到这个信用等级以下,资产管理人可能被迫调整所持有的投资组合,有时会引起部分资产的抛售行为。更广义地看,市场中各类参与者受涉及评级结果的监管规定制约的越多,或受涉及评级结果的类似监管规定制约的越多,他们对同一信用事件的反映就越大,反映的后果也越大。

基于上述原因,对信用等级变化(多数是下调信用等级引起的)引发的违反投资规定的投资行为做出了不同程度的灵活处理,与过去相比,规定马上自动处置已下调信用等级的资产的现象较少,出现了越来越多的灵活规定,许资产管理人在投资组合中保留受到信用等级下调影响的资产(但要保证这类资产不超过整个资产的一定比例),或者允许管理人在一段特定的时间内处置受到影响的资产。这样的灵活处理原则是很受欢迎的,因为它减少了低价抛售资产的风险,使价格的螺旋下降趋势更为明显。虽然这种灵活的政策使得资产处置是在未来一段“特定的时间”内,而不是信用事件发生后立即执行,但这种处置预期会引发市场中其它参与者的“预先行动(front running)”行为,使得资产价格的最终变动影响提前实现。一般说来,增加处理信用事件灵活性的趋势与资产管理从初始的“买入和持有”方法到更活跃、“盯市(mark-to-market)”方法演变是相辅相成的。出于同样的考虑,在巴塞尔资本协议标准方法框架中,由于对信用等级规定的风险权重比较平滑,使投资级与投机级之间的不连续性趋缓。的确,在银行监管部门设定风险权重时,并不把 BBB-/BB+作为相应门槛。

2、从下调信用等级到流动性危机:“评级触发条款”

使用“评级触发条款”的目的是保护投资人不受信用恶化和信息不对称问题的影响,如果使用“评级触发条款”,投资人也愿意接受低一点的率差或利率。因此,从买方的角度看,对债务发行时设立“评级触发条款”的需求是明显的。同时,从卖方的角度看,对债务发行时设立“评级触发条款”的需求也是明显的,因为如果没有这样的条款,投资人可能在一开始就要求在债务合同中规定一个较高的率差。“评级触发条款”试图保护投资者,但从它的作用原理看,有可能引发流动性危机,甚至导致破产的发生。

在债务合同中包含“评级触发条款”的情况已经不新鲜了。20 世纪 80 年代末期,在 RJR Nabisco 收购事件发生后,一种被称作“剧毒选择权条款(super poison put provision)”开始出现在债券发行合同中。这种“剧毒选择权条款”允许债券持有人在发生“指定事件(designated event)”并伴随“实质性的信用等级下调”时,将他们持有的债券以票面价格或高于票面价格卖给发行人公司。因此,这种“剧毒选择权条款”可以被看成是一种“条件性评级触发条款”,以某个或者一系列特定的事件作为条件。每次发行债券时,确切的条款内容均有所区别,使得每次发行提供的保护程度存在不确定性。针对这种不确定性,标准普尔从 1989 年开始对债券发行时类似条款的风险保护能力进行评级。

根据不同的合同签订群体,“评级触发条款”的设计也不相同。一般来说,在筹资者人信用等级下调到或者低于一个设定的级别时,“评级触发条款”将赋予投资人和其它交易对手某些特定的权利。这样的权利有很多种表达形式,从提高正常的利率到实施选择权。

根据穆迪公司 2001 年的调查,在 771 个信用等级高于 Ba1 的美国发行人公司中,只有 12.5%没有有在债务发行时设立“评级触发条款”,而在剩下的 87.5%中,一共设立了 2819 个“评级触发条款”。从这里看出,目前“评级触发条款”不仅得到了广泛的使用,而且单一的发行人经常使用多个复合的“评级触发条款”。表 1 列出了“评级触发条款”的一般形式以及它们所占的比例。

表 1 “评级触发条款”的一般形式以及它们所占的比例

评级触发条款	占比
抵押、信用证、捆绑条款	21.6%
价格变动条款	21.1%
加速条款	29.1%

终止条款	8.5%
实际性恶化条款	5.4%
倒闭条款	5.3%
加速条款	4.0%
选择权条款	3.0%
提前还款	2.9%
其它	28.2%

注：穆迪公司 2001。

从表中可以看出，可能的“评级触发条款”种类很多，因此，一旦生效的后果也很多。

1) 抵押物、信用证和捆绑条款

该类条款经常出现在银行贷款合同中。如果这些条款被触发，其作用机制是：不改变初始融资条件，但是要求融资者在还款之前抵押相应的资产，因此，这种评级触发条款会影响融资者的资本机会成本。

2) 价格变动，或称利率或票息调整条款

在债券和银行贷款合同中都很常见，即在融资者的信用等级（或财务比率）发生变化后，相应的调整初始利率或票息。这种条款执行的结果实际上是改变了融资者的融资成本。

3) 加速条款

该类条款也许能够带来更加严厉的、有时甚至是苛刻的影响。例如，对于一笔初始设定为长期的贷款或债券，这样的条款触发后会导致贷款或债券的加速偿还甚至是提前终止。如上所述，这些条款不仅在债券融资和贷款合同中出现，同样也在授信（back-up credit line）中使用。这些条款的触发不仅会导致融资成本的提高，而且立即增加筹资人在短时间内对新资本的需求。

有关“评级触发条款”的两个问题值得关注：

1) “评级触发条款”会加剧“信用悬崖（credit cliff）”情况的发生

“信用悬崖”是一句用来形容一些最糟糕信用状况的市场术语。标准普尔曾经说过“在这些情况下，由于公司本身对信用质量或特殊事件的极度敏感性，如果该公司的信用等级发生变化，公司也会跟着出现一些变化”。这些变化将会给公司的流动性和业务带来实质性的压力。例如，当信用等级下调时，本来就运行较差的公司会因为融资成本增加而使状况更加恶化。“评级触发条款”和其它条款，特别是它们之间的相互作用，能够加速融资成本增加的速度，加快“信用悬崖”情况的出现，这种作用在多个“评级触发条款”同时应用或由一个“评级触发条款”引起的负面效果开始积累时更为明显。目前还不知道评级机构如何在评级中考虑这些情况。投资级中最低等级的债券（根据调查，该等级债券中应用的“评级触发条款”是最多的）在信用等级下调时最容易面临大的价格下跌。由于上述情况，为了保住声誉，“评级触发条款”的使用进一步验证了这样的观点，即评级机构只愿意对不会马上需要降级的对象进行评级。

2) 发行人“评级触发条款”的披露至今仍部分或很大程度上被分析师和投资者忽略

现行的会计准则对是否披露“评级触发条款”留有很大的自由余地。根据美国准则（GAAP/FAS），英国准则（FRS）和国际准则（IAS），“实质性”的触发条款是需要披露的，但这里的“实质性”不仅指或有负债要大，而且还指其对公司财政状况有重要的潜在影响，这些要求并没有指出当债券或贷款合同中包括“非实质性”的“评级触发条款”时该怎么办。如果存在关系公司能否继续经营方

面的不确定性,就应该被披露。然而,尽管这种披露对分析师、投资人和评级机构都十分重要,但要完全了解这些或有负债是比较困难的。鉴于评级机构鼓励对“评级触发条款”进行系统性的揭示以及重新协商和平滑处理危险事件的压力,这方面已经有了一些改观。标准普尔在 2002 年的一项对超过 1000 个美国和欧洲的投资级债务发行人的调查表明,其中近半数的发行人面临着与评级相关的或有债务,但是,只有不到 3%说明了“评级触发条款”或其它或有流动性要求的严重弱点,以及这些弱点可能将信用质量的中度下降转化为流动性危机。

透明度和披露是很重要的特征,它们能够帮助减少“评级触发条款”和其他或有条款的负面影响。“评级触发条款”的系统性(强制性)揭示和更好的透明度并不能在“评级触发条款”发生作用时阻止这种信用事件对市场产生影响,但是却能增强市场对于这种情况发生的认识,以及促进市场参与者形成一种长期的意识。对基于报表财务比率的条款,也存在上述问题。此外,当前对“评级触发条款”的披露和透明度的不足可能已经影响到了固定收益类证券(从而扩展到股票)的价格发现系统,从而由于“评级触发条款”的不确定性而导致增加了额外风险收益,从而可能导致资本成本的升高和投资收益率的提高。因此,这些条款的“益处”没有被完全开发出来。从这方面考虑,如果“评级触发条款”被系统地揭示,那么这种信息就能初始反映在发行价格当中,从而使用“评级触发条款”的筹资者就少了。此外,有的研究认为,这些条款期待产生的好处(对发行人)是虚幻的,因为由于“评级触发条款”的存在,相关的价格会做出调整,“评级触发条款”带来的好处(有利的融资条件)会和“未被保护”债务工具的越来越不利的融资条件(增加了的易变性)相抵消。当然,不是所有的“评级触发条款”都应该被披露,因为有保密问题、一些银行贷款协议中有选择权问题,但是,更高的透明度还是能给信用市场带来更多正面的直接和间接的影响。

三、挑战:如何满足不同使用者的需要

(一) 评级方法:“周期”评级与“时点”评级

1、评级结果的有效期:在短期内是相对评级,在长期内是绝对评级

从操作的角度来看,评级的目的是用违约发生概率、期望损失或者如期支付可能性来计量信用风险。评级机构都会很慎重地强调,这些评估结果不应被看成是短期的(例如 1 到 2 年),而应被看成是长期的。这里的长期指的是至少 1 到 2 个商业周期。评级机构认为这种时间范围是不确定的,但可以理解为 5 到 10 年。之所以用不确定的时间范围,是因为,对于一个特定评级来说,在不同的时间范围内违约概率是不同的。虽然评级机构总是因为评级时间范围的模糊而被批评,但是,如果假设它们的评级时间范围为几年,它们的各种说法是一致的。按长期的观点看,评级结果是对信用风险的绝对计量(Keenan 1999, Brand 和 Bahar 1999)。的确,从长期看,很多学术研究发现评级结果是对违约概率的准确的、无偏差计量。因此,虽然在方法设计上,评级结果是对信用风险的相对计量,但长期看,它是对违约概率的绝对计量。在较短的时期内,损失概率和评级结果之间不能建立起稳定的对应关系,评级是对信用风险相对计量。不同的评级机构使用不同的损失概念,但实际上这种不同并没有给评级结果带来明显的影响。

2、基本信用分析与市场指标

评级机构将基本信用分析和市场表现做出比较,其中市场表现由一些量化指标来衡量,例如公司债券和股票的市场价格、价格波动、次级债价格以及信用违约互换价格(credit default swap price)等。信用评级机构坚持认为,虽然它们会把市场价格作为一种调查手段,但它们没有直接把市场表现

考虑在评级结果中,相反,它们极力想排除暂时的市场表现影响,之所以这样,是因为它们的客户,特别是投资组合管理人认为,将市场表现考虑在评级内会增加评级结果的波动性。投资组合管理人总是希望评级结果呈现一定的稳定性,变化有序。此外,仅以市场表现或价格为基础得出的评级结果的价值是值得商榷的,因为这种评级没有包括任何市场参与者无法得到的不公开信息。

表 2 给出了不同的信用评估系统在评估期限和评级结果波动性方面的差异。

表 2 评估系统及其评估期限和评级结果波动性的差异

评估系统	纯“时点” 评级	默顿模型 评级	内部评级 (IRB)	评级机构模 型评级	评级机构评 级	纯“周期” 评级
期限、波动性	短期、高波动		长期、低波动			

评级机构的传统评级方法被认为最接近纯“周期”评级(through-the-cycle),而默顿(Merton)模型是典型的“时点”评级(point-in-time)。商业银行的内部评级方法可能介于二者之间。虽然商业银行传统上只评估 1 年期的违约概率,但根据巴塞尔协议 征求意见稿 3 中的要求,银行在评级时必须应用更长的时间范围。因此,银行对违约概率的评估方法不再是纯粹的默顿(Merton)模型,每家银行的内部评级方法最终具体介于“周期”评级与“时点”评级之间的位置由银行根据各自的特点决定。评级机构的模型评级系统(量化信用打分模型)介于银行的内部评级体系与评级机构的传统评级体系之间,虽然其评级结果由于更频繁的更改修订,比传统的评级结果变化大,但其设计理念是复制“周期”评级方法。

3、“周期”评级方法的局限性

1) 评级结果不稳定性增加和下调趋势

一些学术机构一直在对评级结果进行研究,其中包括信用等级上调和下调。Altman 和 Kao 1992 年研究了标准普尔在 1970-1979 年和 1980-1988 年两个时期新评定信用等级的稳定性。他们的研究表明,对每项评级和期限(5-10 年)来说,早期评定的信用等级显得更为稳定。Lucas 和 Lonski 1992 年研究了 4000 个以上 1970 至 1990 年之间发行的美国和国际债务的评级结果后发现,公司的信用状况随着时间的推移变得越来越不稳定,而且不稳定性的增加伴随着下调信用等级的发展趋势。Carty 和 Fons 1994 年应用穆迪 4700 多笔长期债和 2400 笔短期债评级数据库进行研究,并以百分比的形式来表示信用等级正面或负面调整的幅度,发现公司信用质量随时间的变化而变化,他们还注意到评级结果的变动在长时间内呈现出一定的可预见性,特别是信用等级变化趋势表现出连续相关性,而且信用等级下调后更趋向于紧跟着发生另一次下调,而不是上调。

存在这种信用等级变动趋势,显示了评级机构的评级历史记录对预测它们在未来的评级行为是有一定帮助的,也说明了评级结果没有能够彻底反映得到的信息。Loffler 2001 年认为,尽管“周期”评级方法能够解释评级结果稳定性等重要的事实,但没有考虑评级变动的可预测性。此外,非经常的评级结果研究无法解释一系列的信用等级变动原因。评级政策和信息处理方面的不足(反应迟钝、偏见等)都是造成评级结果中含有信息不足的主要原因。要解释这些结论中的差异之处是一项艰巨的任务。Loffler 2003 年指出,以违约概率表示的重叠评级等级,是信用等级之间不连续的结果,也是出于避免“级别反弹(rating bounces)(例如,满足市场对“稳定的评级结果的期待”))”的考虑,是产生信用等变动趋势的原因。相邻的信用等级之间含有模糊的违约概率区间是由评级结果的关联性产生的,这种评级结果的重叠引发了随后信用等级的逐步调整。

2) 评级变动展示了一定程度的周期性

Nickell 2000 年指出,违约概率很大程度上取决于经济周期所处的阶段,评级结果转换矩阵显示,在经济衰退期,信用等级趋于下调,而在经济发展阶段信用等级趋于上调。但是,如果没有设定其它条件来计量违约风险,不能得出结论认为评级结果是按经济周期评定的,而只能说明信用等级的变动有周期性。

Amato 和 Furfine 2002 年注意到,虽然大多数公司的信用等级变动很小,但特别是从统计和经济的角度看,有足够的证据表明评级结果对经济周期是敏感的。评级机构随时或多或少地监控被评级公司的状况,而且一般不对小的风险变动做出反应。这一点与评级机构经常表示的“只对相对短期内无法逆转的情况”才会采取评级行为的立场是一致的(Cantor 2001 年)。但是,一旦评级机构做出了评级变动,相对于先前的状况它们一般反应过度,这种过度反映与积累的经济状况是正相关的。这也许是评级机构在经济上升或下降时过分乐观或悲观的结果(Amato 和 Furfine 2002 年 0)。

经验模型倾向于显示,在经济衰退期,信用风险上升,例如,Altman et al 2002 年认为,违约概率和违约损失与经济周期之间存在一定关系。这些研究者指出,模型假设违约概率和违约损失之间是不相关的,模型会在经济衰退期低估严重损失发生的概率。Bangia 2002 年在他的一篇研究报告中指出,估计的信用损失在经济紧缩期要比经济扩张期高很多,信用质量呈周期性变化。Kavvathas 2001 年对信用漂移(credit migration)(包括违约风险)在经济周期中的变动进行了系统研究,发现短期和长期实际利率(real rates)的上升、更低和更高权益收益的波动与更高的信用等级下调概率相关。由于使用了国家变量信息数据(state variable information),信用评级转移概率矩阵(CRTP)的准确性无论从统计还是经济的角度看,以及从样本内实验还是样本外实验的角度看,都有了提高。这种研究在统计和经济上的重要性表现在,研究结果可以部分消除人们对评级机构的评级行为前瞻性的上述批评的担心。根据 Kavvathas 的研究结论,评级结果与市场变量之间的相关性是可预见的,与这些批评的观点在某种程度上是一致的。然而,由于评级机构的目的和限制可能明显地妨碍信息效率,所以对评级结果的一些经验数据的解释要谨慎。因此,评级机构的行为须与合理的基准相比较。

近期,有关文献还对评级标准是否随时间变化进行了研究。在这方面,Blume、Lim 和 Mackinlay 1998 年研究了近期公司债务信用等级的上调和下调趋势是否是由日趋下降的美国公司债务信用质量引起的,或评级标准是否随着时间变化不断改进。在研究了 1978-1995 年的评级结果数据后,他们认为,评级机构变得更谨慎了,信用等级下调趋势部分是由于评级标准的变化引起的。

(二) 评级方法的近期发展:结构性变化或改进?

国际评级机构一直致力于保持信用等级在经济周期内稳定(周期评级)。然而,“安然”事件后,这些机构一直承受着来自某些投资者相当大的压力,需要它们提供更及时准确的信用质量展望(“评级机构怎么了”,摩根斯坦利,2003)。可能部分是由于对评级机构这种压力增加,市场的参与者们开始感受到了信用评级方法变得对经济周期越来越敏感。

近期评级结果的波动增加也许恰好能说明上述感受是正确的。实际上,根据穆迪公司发布的资料,“最近两年(2001 和 2002 年)评级结果波动是不正常的”,在各类信用评级中,总共有 28%的发行主体的评级发生变化,其中 8%发生了较大变动(3 个或以上微调)。在正常年份,这两个相应的数字分别是低于 25%和低于 5%。因此,“评级波动目前正处在自 1982 年以来的最高峰”。

信用等级的变更一般由两方面因素引起:一是评级方法发生变化;二是对经济和经营状况的预测发生变化。关于评级方法变化,由于更广泛的评级结果客户群体对评级结果日渐增长的需求,期

待评级机构能够满足不同客户的需求,发行人和“传统”的资产管理人不再仅仅要求简单的短期损失概率说明,而是需要评级结果能在一定程度上保持长期的稳定性。此外,对评级结果稳定性的需求还和评级结果在有关监管规定中广泛使用有关,评级结果的波动或评级结果的意外变化会迫使资产管理人在一个不合适的时间卖出或买进相应的证券。但是,盯市交易者、活跃的投资者和风险管理人都希望能及时揭示信用状况的变化。

因此,评级机构提供的评级产品和评级过程都在随着时间进行演变:

1、进一步加强沟通

1971 到 1982 年,主要评级机构为了满足这些新需求,采用了对信用等级微调(notches,+/-,1,2,3)的做法。最近,为了给评级结果使用者提供额外的信息,例如,将来评级结果变化后的违约概率怎样?或吸引评级结果使用者对异常评级研究的注意,又采用了评级展望(outlooks and watchlists)的做法。微调 and 评级展望可以看成是评级机构更及时地揭示信用质量变化、回应评级机构滞后于市场价格变动或在“在曲线之后”的指责所作出的努力,期待通过这些做法,提早提供预警信号,平滑市场对评级结果变化的反映。同时,评级展望的时间间隔也因为客户批评不够及时而缩短。2002 年 5 月,穆迪公司宣布,通过披露评级变化的方向和程度,改进评级结果的交流和透明度。

2、对流动性风险的重视

与上面所说的情况类似,评级机构已经很重视对流动性风险的评估,因为一些没有充分考虑这种风险的评级机构在最近披露的重大倒闭事件中暴露出了许多不足。为了评估公司的短期融资能力,考虑融资环境不断增加的波动性(特别是对投机级发行主体来说),评级机构推出了一些新品种 2002 年 3 月推出了对美国商业票据发行主体的流动风险评估(LRAs),2003 年 9 月又推出了对投机级发行主体的投机级流动性评级(SGLs)。SGLs 是对发行主体在未来 12 月中内部现金和外部可获得现金对现金负债支付能力的评估观点。更具体地说,流动性评级结果是对发行主体失去流动性所影响的计量,短期评级揭示了出现这种情况的概率。

3、重视“隐性(hidden)”负债

为了更好地反应公司可能存在的养老金债务对公司盈利的影响(特别是在目前这种低利率和股市低迷的环境下),2003 年初标准普尔宣布修改了财务分析方法和指标。

4、增强市场工具(market-based tools)的运用

评级机构在信用风险评估过程中越来越广泛地使用数量分析和基于市场表现的方法来提供额外的观点。例如,穆迪公司应用 KMV 模型来揭示基础评级结果与市场数据影射(market implied)的评级结果之间的实质性差别和系统性差别。同样,根据穆迪公司的观点,对偶然事件(诉讼风险、会计违规、cash/debt-financed M&As 和股份回购计划)风险的重新关注说明,为了更好地“捕捉(capture)”股票市场关心的因素并把它们更好地反映在评级结果中,对风险数量分析模型更加倚重(例如,参见“引入 KMV 模型对穆迪评级的意义,2002 年 3 月”)。评级机构还一直在开发“模型评级”工具,即信用量化打分模型,该模型通过分析财务数据来预测违约概率,或由此量化出“传统”评级结果。虽然这些数量分析模型原本设定为传统评级的补充而不是取代传统评级,但实际上对这些评级模型相对传统评级的功能的定义还存在很多争议。例如,从方便市场参与者理解模型评级结果的角度,这些结果也可以用传统评级符号来表示。此外,标准普尔认为,虽然模型得出的分数不是信用观点,但是“评级模型解释分析数据的方法和标准普尔分析师的方法是一致的”,而且“这

些模型反映了标准普尔特有的信用分析经验和对每个行业的远景展望”。

所有的这些变化说明，评级机构提供的信用信息正在变得更加多样化，而且更能反映当前的市场条件，由此人们怀疑，“安然”事件后，评级过程可能发生了革命性变化。但同时值得注意的是，评级机构多次公开声明它们并没有主动去改变评级过程。它们强调评级稳定的价值以及评级结果作为一种长期基本信用风险评估的意义，评级机构相信市场不会把信用等级视做主要的买卖信号，而且不希望评级结果呈周期性，或者是增加市场的波动性。

虽然最近的信用评级方法改变和改进有可能增加评级的波动性，但经济不稳定性的增加和一些商业突发事件可能是产生评级结果更高波动的主要原因。评级机构承认，信用紧缩和不景气时期与历史上的正常时期相比，评级波动要更大。对于这个争论，可以这样理解，并不是评级过程的变化（从“周期评级”到“时点评级”）导致近期评级更高的波动，导致波动的原因是经济预测的难度增加。这种难度的存在使评级分析工作更具挑战性

四、评级结果的准确性、稳定性和“相对”周期性

虽然近期评级波动性的增加在某种程度上与经济和商业环境的不确定性有关，但是现在还不能确定这种不约定性是否会使评级机构在评级过程中更主动地调整对评级结果稳定性和准确性这两个目标的权重。可以通过分析评级机构使用的评级方法（即是通过“周期评级”来提供准确和稳定的违约风险评级结果吗），或分析替代信用风险计量技术（即把评级结果提供的信用风险信号与其他信用风险信号比较分析），来判断评级机构对达到这两个目标所采取的措施。以下详细介绍后者。

显然，评级机构要同时达到准确和稳定这两个目标就必须进行一番权衡。穆迪公司通过自己的计算说明，在稳定性方面，它的评级结果比市场影射的债券等级（从债券率差角度）胜出许多。在最近的一段时期（1999-2002 年），以 12 个月为平均值，穆迪公司对 25%的发行主体的评级做出了调整，而在同一时期，市场影射评级变化影响了 91%的发行主体。

如果考察一小段时间内的准确性，穆迪公司的评级与市场影射的评级之间似乎是不相符合的。例如，在一年的时间段里，平均来说市场影射的评级比穆迪公司的评级能更好的衡量公司的违约风险，但是，随着时间段的加长，两者之间的差距逐渐减小。

如果评级机构的评级结果在稳定性上表现优异，另外一个问题就是评级机构是否更加关注评级结果的准确性（短期），即第二个目标？，许多市场参与者和观察者批评评级机构“在市场曲线之后”或“滞后于市场”（虽然这种情况可能是评级机构的传统评级方法所固有的，但这可能对评级机构的信誉是一种威胁）更说明了这一点。事实上穆迪公司发现，按历史标准，其评级结果目前的稳定性是低的，但现阶段说这是一种趋势的开始，还为时过早。

评级机构表示，它们有意识地把稳定性考虑在评级结果中，是为了满足它们的“核心”客户的需求。如果评级机构的主要客户群体不包括盯市投资者，而主要是投资组合管理人和发行主体的话，那么他们的任务就不光是提供信息的规模效益，并且包括为解决“委托人-代理人”问题提供监管信号。在这两项任务之间需要某种权衡。稳定性通过“平滑”经济周期赋予了基金经理更多处置权，评级信号试图过滤掉所有市场固有的杂音。相比之下，应于预测短期（1 年）违约率的模型特别重视市场价格，预测结果呈明显的周期性，他对盯市投资者有吸引力。

“平滑”程度（权衡两项任务）本质上是一个判断问题：如果影响信用的基本因素变化不大或发生短暂的变化，就没有理由改变信用等级，反之，在发生大的变化、发生长期变化时，就需改变

信用等级。评估“平滑”程度的方法之一就是比较分析评级结果的波动性(例如,与市场信用率差比较)。很遗憾,截止目前,学术界忽略了这方面情况,而是倾向于把评级结果与市场价格对立起来看,如果评级没能反映市场的一些微小变化,就说评级没有效率。

五、政策建议和问题

(一) 硬性要求与灵活性

一些研究认为,评级结果和评级变化能潜在地引起市场波动。然而,值得注意的是,这种市场波动往往是由于市场参与者使用评级结果的方式所引起的(这并不是评级的原始动机),而不是评级结果本身所携带的信息引起的。有关规定中对评级结果的硬性使用、“评级触发条款”应用的增加以及评级结果在资产管理中广泛使用,使评级结果和评级机构成为现代金融市场的结构性要素。结果,评级变化本身已经成为了一种信用事件。出于这种考虑,为了避免评级变动自动触发资产组合重新调整和强迫卖出,当在有关规定中使用评级结果并发挥作用时,赋予市场参与者足够的灵活性是十分关键的。问题是要在使用评级结果带来的监管和规范好处与市场参与者作出有效反映需要的“呼吸空间”之间找到一个好的平衡点。在资产管理实践中的一些变化,即在有关规定中放弃对评级变化的严格联动,是寻求最适合平衡点的一种尝试。

(二) 对评级结果短期准确性不高的建议

本文中提到的一些分析研究认为,与其它基于市场价格表现的信用风险评估方法相比,评级结果的短期准确性欠佳,这使人们怀疑,资本市场的参与者和银行监管部门在信用评估、在银行经济资本确定和监管部门确定资本充足率中不断以依赖部评级结果是否合理。就个体信用率差(credit spread)而言,评级结果和以市场价格为基础的信用风险评估方法之间存在明显差别,就给定的同一信用等级而言,信用率差的变化很大,在两个相邻的信用等级中,信用率差有相当一部分重叠(一些高信用等级的信用率差比相邻低信用等级的信用率差大)。因此,评级结果可能不是计量短期违约(或信用质量恶化)的有效工具,的确,评级结果也不是为此而设计。上述结论和另一个结论之间并不一定互相矛盾,即平均信用率差随信用等级的上升而直线下降(即从一般意义上讲,评级结果是有指导意义的,一个更低的信用等级意味着一个更高的违约率)。

研究认为,在资本充足率监管中,基于市场价格表现的信用风险评估系统与外部评级系统(或与评级机构使用方法类似的方法)相比,对信用风险的评估更准确,对资本需求的变化更及时。但这种情况成立的前提是金融市场能够提供可靠、一致的商业周期信号。穆迪公司承认,债券市场影射的评级结果在1年期内比穆迪公司的评级结果影响力更大。

但是,就像本文中所阐述过的,一般来说,资产价格,特别是信用率差,除受信用风险评估(市场)因素影响外,还受其它许多因素影响,在银行确定经济资本和监管部门进行资本充足率考核时,可以把这些因素(部分)看成短暂事件或需要过滤掉的杂音。

总之,必须在信用评估过程中考虑市场价格信息所带来的好处(准确性)与市场特性决定的较大波动事件引起的对资本需求的波动(稳定性)之间做出合理权衡。

(三) 评级机构动机和透明度

关于当前评级结果的波动性增加问题,想通过改变评级机构使用的评级方法来消除经济不确定性(本身很难评估)的影响,被证明是很困难的。从上述对一些新进展的研究看,并不能得出评级机构愿意改变评级方法、倾向于采用更“时点”化一点的评级方法的结论。然而,评级机构近年来

在改进信用风险评价方法以及增加新产品方面已经表现出了一种很强的“主动性”。从纯技术的角度来看,评级机构有能力发展基于市场价格表现的信用风险评估系统(现阶段只作为传统评级方法的补充而不是替代)。中央银行和政策制定部门对这些方面的发展比较关注。

近年来,在许多外界批评之下,评级机构努力采取了许多措施,以使它们的评级活动更加透明、易懂。截止目前,评级结论如何得出一直是不透明的,只是公布不断完善的评级结果长期表现(如评级结果违约率等,译者注)。在评级机构的评级过程中几乎看不出其如何得出级别的,评级机构认为这方面在很大程度上是它的专利。为了满足市场参与者日渐增多的需求,评级机构花费了很多努力来扩展自身的评级产品和信用风险分析模型。如果不增加沟通交流,评级机构最终将面临一种很尴尬的局面,市场参与者会越来越难理解不同的评级产品之间的内在联系,不知道如何区分。例如,评级机构如何协调地做出商业票据评级结果和发行主体评级结果?同样,评级机构的“传统”评级方法和其不断推出的信用风险数量评估模型之间的关系也需要明示。如果评级机构向市场发送模糊信号(显得多余或不连贯)这种感觉发展下去,不仅会给评级机构造成负面影响(信任度的下降),而且会给市场功能造成负面影响。

(四) 评级方法变化的建议

总而言之,正是由于评级结果被不同的市场参与者广泛使用,使用更市场化信用风险评估方法的倾向将对金融市场和金融稳定带来深远影响,在价格极度波动时可能导致风险的增加,尤其在微观层面。评级结果的一个关键特征是它包含了一些没有被公开的、与定价有关的信息,尽管这些“新信息”的量通常很小。评级结果在公司债券市场中扮演着重要角色,对于许多消息闭塞的投资者来说,评级能够将各种风险转换成简单的评级符号(即一个简单的排序),并且能够在一部分未披露的信息基础之上提供长期的信用分析,是非常可靠、有价值的。更广义地看,由于评级机构能够提供信息的规模经济,能够剔除市场信息中的“杂音”,所以,评级机构对提高金融市场的信息效率做出了贡献。根据上述对率差和率差波动的研究,如果评级方法转向单一的“时点”法,可能使得评级结果不包含在市场价格中没被反映出来的定价信息。因此,评级机构面临的挑战是在评估过程中如何把市场价格提供的信息和收集来的未公开披露信息有效地整合。此外,如果评级结果变得更“时点”化,由此使市场经常受到干扰,信用率差会更波动,进而,评级结果波动性的增加可能最终导致对其使用的变化。例如,如果评级结果在经济周期内变化,老合同和新合同就不可能使用“评级触发条款”。由于筹资方和投资方之间存在在债务合同中使用选择权特征条款的供求关系,如果评级结果过度波动,可能导致选用具有同样功能、波动小的替代解决方案。在这种情况下,筹资方和投资方可能会回到使用“条件性评级触发条款”,例如“剧毒选择权条款”。从更广义的角度看,如果评级结果变得更“时点”化,由此使评级结果更具波动性、所含信息量下降,筹资方和投资方将承受高成本。

(责任编辑 张驰 李信宏)