

国际评级行业发展与监管动态报告

2024年3月25日



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

国际评级行业发展与监管动态报告

债券市场研究部

摘要：全球债券市场方面，2022¹年主要国家和地区的 10 年期国债收益率整体呈震荡上行走势。2022 年主要债券品种发行和托管总量方面，美国、欧元区及日本主要债券品种的发行量分别为 8.04 万亿美元、5.38 万亿欧元和 237.28 万亿日元，较上年均有不同程度的下降；截至 2022 年末，欧元区国家债券托管总量为 17.15 万亿欧元，较上年有所增长，日本债券托管总量为 1308.96 万亿日元，托管量较上年有所增长。

国际评级行业发展动态方面，截至 2022 年末，美国认可的全国性评级机构（NRSROs）为 10 家，较上年新增一家。截至 2022 年末，通过欧洲 ESMA 注册的评级机构共 28 家，较上年减少 1 家，认证家数为 3 家，较上年无变化。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；中小评级机构市场份额整体保持增长态势。

国际三大评级机构评级表现方面，2022 年国家主权违约率较上年大幅上升。全球企业评级方面，标普、穆迪所评全球企业违约率较上年有所上升，惠誉所评全球企业违约率较上年略有下降。标普全球企业评级延续去年的调升趋势，但调升趋势较去年有所减弱，惠誉和穆迪均呈调降趋势。全球主要品种等级分布较上年末变化不大。

2023 年，国际评级行业的监管重心是加强风险管理与防范利益冲突，加强对信用评级技术和评级流程的监管，加强对内部控制和信息披露违规的监管处罚，完善信用评级相关法规制度等。

一、全球债券市场

2022 年，俄乌冲突推升全球通胀水平，全球多国央行激进收紧货币政策，主要国家和地区的 10 年期国债收益率整体呈震荡上行走势。受发行成本上升影响，美国和欧元区主要债券品种发行和托管量较上年有所下降；日本主要债券品种发行量较上年小幅下降，主要债券品种托管量较上年均有不同程度的上升。

（一）国债收益率整体呈震荡上行走势

2022 年，年初爆发的俄乌冲突推动以能源为代表的全球大宗商品价格持续走高，并迅速推升全球通胀水平，多国 CPI 同比增速达到有纪录以来最高水平。为抑制通胀上涨，全球主要经济体纷纷收紧货币政策，多国央行激进加息。但由于

¹ 因本报告涉及的主要数据存在官方披露时间滞后的问题，除信用评级国际监管动态部分外，其余章节均针对 2022 年的情况进行分析。

供给端短缺的问题难以得到解决，紧缩性货币政策对通胀抑制作用有限。同时持续高企的物价水平对消费端形成抑制，各国经济陷入滞胀的风险显著提升。在此背景下，美国、德国、法国、英国的 10 年期国债收益率均整体呈震荡上行走势，日本 10 年期国债收益率在年度前小幅波动，并于年底急剧上升。

2022 年，受俄乌冲突影响，美国通胀水平超预期上涨，全年 CPI 同比上涨 8%，创近 40 年以来新高，为遏制通胀持续走高，美联储激进收紧货币政策，但效果有限。通胀持续高企提升了居民生活成本，抑制以消费为主的 GDP 增长，同时叠加货币政策收紧的影响，美国经济表现低迷，全年实际 GDP 同比增长 2.2%，市场避险情绪上升。货币政策方面，美联储自 3 月起连续 7 次加息，累计加息幅度高达 425 个基点，上调提升基准利率至 4.25%—4.50%，达到 2008 年金融危机以来的最高水平；6 月中旬，美联储停止对 150 亿美元的到期国债进行再投资，同时自 6 月开始启动疫情以来首次缩表，初期 3 个月以每月 475 亿美元的节奏减持资产，其中包括 300 亿美元美债和 175 亿美元机构抵押支持证券（MBS），并在 9 月将缩表规模翻倍。在此背景下，2022 年美国国债收益率呈现震荡上升走势。截至年末，10 年期美国国债收益率达到 3.88%，较上年末大幅上涨 236.00 个基点，创 2008 年以来纪录新高。整体来看，10 年期美国国债收益率平均水平为 2.95%，较上年（1.45%）提升了 150 个基点。

2022 年，由于欧盟对俄罗斯出口的石油和天然气等能源高度依赖，欧盟地区通胀水平在俄乌冲突爆发后持续走高。欧洲央行为抑制通胀收紧货币政策，但并未取得显著成效。持续上升的通胀水平和紧缩货币政策导致消费端承压，欧元区经济持续低迷，全年实际 GDP 同比增速由上年的 5.30% 下降至 3.50%²。其中，欧元区前两大经济体德国和法国 2022 年 GDP 同比实际增速分别为 2.00%³和 2.60%⁴，较上年分别下降 0.7 个和 5.1 个百分点。货币政策方面，随着通胀压力的持续加剧，欧洲央行自 7 月开启政策转向，年内连续 4 次大幅加息，累计上调基准利率 250 个基点，截至年末，欧元区存款便利利率、再融资利率和边际贷款利率分别上调至 2.00%、2.50%和 2.75%。同时，欧洲央行在 3 月底如期结束紧急资产购买计划（PEPP），自 7 月起终止资产购买计划的净资产购买。在此背景下，2022 年欧元区各经济体国债收益率呈现震荡上行走势。整体来看，德国和法国全年 10 年期国债收益率平均水平分别为 1.19%和 1.71%，较上年分别提升 150 和 170 个基点。

2022 年，俄乌冲突爆发以来，英国通胀水平持续走高，CPI 月度同比增速一度突破 10%，创历史最高记录。英国央行为抑制通胀，跟随美联储收紧货币政策，年内累计加息 8 次，上调基准利率 325 个基点。同时，英国在本年度面临的政治

² 数据来自欧盟统计局。

³ 数据来自德国联邦统计局。

⁴ 数据来自法国国家统计局。

不确定风险性大幅提升，加剧了英国国债收益率波动性。特拉斯政府在制定“迷你预算案”时提出的减税政策引发市场对英国政府债务融资和偿付能力的强烈质疑，成为推动英国国债收益率在10月迅速走高的重要原因之一。10月底新任苏纳克首相上台后，英国政治逐渐趋向稳定，同时经济低迷走势更加明显，英国国债收益率较年内高点有所回落。此外，经济增速下行引发的投资者避险需求上升，2022年，英国GDP同比增长为4%，较上年下降3.6个百分点，其中四季度GDP环比零增长。在此背景下，2022年英国国债收益率呈现震荡上行走势。整体来看，英国全年10年期国债收益率平均水平为2.45%，较上年（0.79%）上升166个基点。

2022年，国际能源价格上涨导致日本出现输入性通胀，日本全年核心CPI水平达到3.1%，虽然超出其2%的目标水平，但相比于美国和欧盟涨幅较为温和，为其央行保持超宽松货币政策提供了空间。日本央行继续将政策利率⁵维持在-0.10%的水平，10年期国债收益率维持在0.00%左右⁶不变。但日本央行年内多次以固定收益率无限量购债，同时在12月宣布将长期利率波动幅度由正负0.25%调整为正负0.5%，通过“变相加息”支撑本币，吸引海外资金流入。日本10年期国债收益率在年内整体呈现上行趋势，并在年底前受“变相加息”政策影响急剧升高，突破0.5%的近5年最高水平。整体来看，日本10年期国债收益率平均水平为0.24%，较上年（0.07%）上升170个基点。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 2018—2022 年主要发达经济体 10 年期国债收益率走势图

（二）主要经济体债券发行总量显著下降

2022 年，受政府在疫情后缩减发债规模和债务融资成本上涨的影响，美国主

⁵ 指银行间无担保隔夜拆借利率。

⁶ 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”。

要债券品种发行量整体下降，发行总量为 8.04 万亿美元，较上年大幅下降 36.97%。其中，国债发行量为 3.83 万亿美元，同比下降 25.54%，是本年度发行规模最大的主要债券品种；地方政府债、企业债⁷和结构融资产品发行量分别为 0.39 万亿、1.37 万亿和 2.45 万亿美元，较上年均有所下降，其中降幅最大的为结构融资产品，降幅超过 50%。

2022 年，欧元区主要债券品种的发行规模为 5.38 万亿欧元，同比下降 4.84%。其中，国债发行量为 2.62 万亿欧元，同比下降 6.39%，为发行量最大的券种；地方政府债、企业债和结构融资产品发行量分别为 0.55 万亿、2.00 万亿和 0.20 万亿欧元，其中结构融资产品发行规模同比下降超过 10%，是本年度降幅最大的主要债券品种。

2022 年，日本主要债券品种的发行总量为 237.28 万亿日元，同比下降 2.78%。其中，日本国债发行量为 213.03 万亿日元，同比下降 1.11%，仍为发行量最大的券种；地方政府债、企业债和结构融资产品发行量分别为 5.53 万亿、13.90 万亿 4.82 万亿日元，较上年均有所下降，其中地方政府债降幅超 20%，是本年度降幅最大的债券品种。

表 1.1 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）		
	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
国债	38958.00	51391.37	38268.28	27367.44	27984.00	26196.00	2214159.74	2154093.09	2130285.56
地方政府债	4852.24	4833.77	3907.58	7867.31	5556.00	5544.00	69913.00	72399.00	55270.00
企业债	22749.05	19612.89	13697.82	25436.97	20652.00	20016.00	166523.61	158617.98	139007.83
结构融资产品	45752.54	51662.97	24488.96	1947.00	2331.00	2033.00	51710.70	55411.30	48198.90
合计	112311.83	127501.01	80362.63	62618.72	56523.00	53789.00	2502307.05	2440521.37	2372762.29

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 2020 年和 2021 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

（三）美国、日本债券托管量有所增长，欧元区小幅下降

截至 2022 年末，美国国债、企业债托管量较上年有所增长，地方政府债小幅下降；欧元区国家债券托管总量为 17.15 万亿欧元，较上年下降 10.32%，各券种托管量均较上年有不同程度下降；日本债券托管总量为 1308.96 万亿日元，较上年增长 2.85%，各券种托管量较上年均有不同程度增长。

表 1.2 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）		
	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
国债	209731.29	225840.39	239344.53	105012.00	106181.00	91826.00	10651576.28	10957940.16	11271903.51
地方政府债	39839.08	40694.32	40155.60	9005.00	9108.00	7571.00	622584.39	639645.77	639652.25

⁷ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

企业债	98100.32	100584.27	102235.14	61709.00	65823.00	62783.00	824128.50	873412.88	913597.85
结构融资产品	127495.48	137868.80	--	9928.06	10094.59	9301.66	242374.64	255902.91	264502.28
合计	475166.17	504987.78	--	185654.06	191206.59	171481.66	12340663.81	12726901.72	13089655.89

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 2022 年末，美国认可的评级机构（NRSROs）为 10 家⁸，较上年新增一家。2022 年 7 月，美国证券交易委员会（SEC）通过 Demotech, Inc⁹ 的注册申请，正式批准其作为美国认可的统计评级机构。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 28 家，较上年减少 1 家，认证家数为 3 家¹⁰，较上年无变化。2022 年，ESMA 取消了 Rating-Agentur Expert RA GmbH 的注册资格。

（一）国际三大评级机构业务存量小幅收缩，但依然占据优势地位

2022 年，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仍占据优势地位，但评级业务总量呈现小幅收缩趋势。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 2022 年底，国际三大评级机构存续评级业务总量约为 200 万个，较上年减少 2.12%。从各家机构评级业务情况来看，截至 2022 年底，标普、穆迪和惠誉存续评级业务量较上年分别下降 2.31%、1.65% 和 2.50%。从产品类别上看，国际三大评级机构所评全球企业存续评级业务量较上年均有所上升，标普、穆迪和惠誉较上年分别上升 1.80%、1.53% 和 1.70%；国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年均有所下降，其中标普、穆迪和惠誉分别较上年下降 2.89%、2.38% 和 4.01%；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，其中穆迪较上年上升 1.99%，标普和惠誉则较上年有所减少，分别下降 0.68%、1.62%。

表 2.1 国际三大评级机构各品种评级存续业务量（单位：万个）

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
政府证券评级	92.71	93.58	90.87	56.09	56.22	54.88	17.77	17.74	17.03
全球企业评级	11.34	11.66	11.87	6.98	6.98	7.09	5.70	5.66	5.76

⁸ 10 家 NRSROs 包括 8 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）、DBRS, Inc.（下文简称 DBRS）和 Demotech, Inc，2 家非美国机构：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）。

⁹ 公开资料显示，Demotech, Inc 属于一家专注于美国保险公司评级的小型评级机构，其核心评级服务为面向各种规模的保险公司提供财务稳定性评级。

¹⁰ 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构 17 家、标普（1 家在欧分支机构）、穆迪（6 家在欧分支机构）、惠誉（1 家在欧分支机构）、DBRS 欧洲评级机构、KBRA 欧洲评级机构、AM Best 欧洲评级机构；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。此外，2023 年，ESMA 取消了评级机构 Qivalio SAS (previously Spread Research 和 Scope Hamburg GmbH (previously Euler Hermes Rating GmbH) 的注册资格。

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
金融机构评级	5.08	5.29	5.68	3.45	3.40	3.56	3.34	3.28	3.39
保险机构评级	0.68	0.69	0.69	0.26	0.26	0.27	0.32	0.31	0.32
工商企业评级	5.58	5.67	5.50	3.27	3.32	3.26	2.03	2.07	2.05
资产支持证券评级	3.68	3.76	3.73	4.74	5.08	5.18	3.41	3.47	3.41
合计	107.74	109.00	106.48	67.81	68.29	67.16	26.87	26.87	26.20

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 2022 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 94.00%，较上年（94.43%）小幅收缩。其中，标普存续评级业务量仍然占据优势地位，占比 50.08%，较上年小幅收缩；穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为 31.59%和 12.33%，较上年变化不大。从产品类别来看，国际三大评级机构所评的各品种存续评级业务量占比均较上年变化不大；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 2.2 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：%）

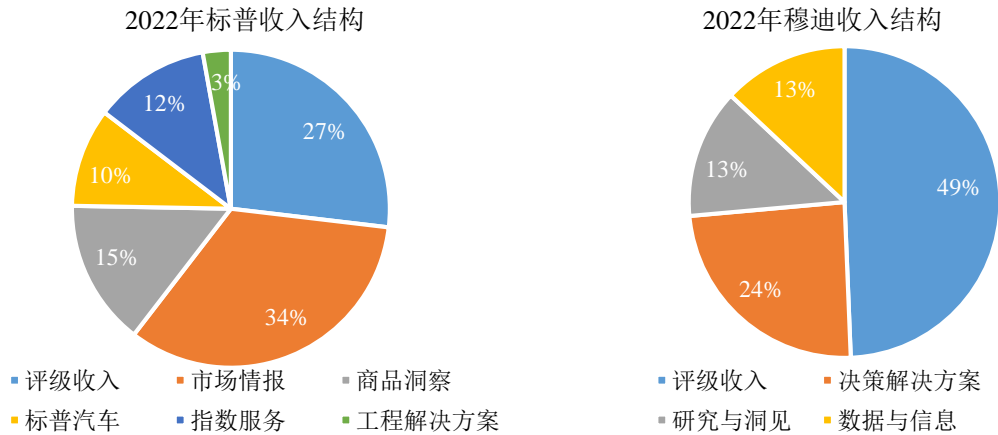
类型	标普			穆迪			惠誉		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
政府证券评级	54.89	54.77	54.36	33.2	32.9	32.83	10.52	10.38	10.19
全球企业评级	38.91	40.71	40.86	23.96	24.38	24.40	19.54	19.77	19.82
金融机构评级	35.48	38.28	39.39	24.12	24.59	24.73	23.35	23.7	23.52
保险机构评级	32.25	33.01	31.77	12.04	12.52	12.40	15.06	15.02	14.77
企业评级	43.88	44.62	44.14	25.77	26.11	26.12	15.99	16.29	16.44
资产支持证券评级	23.56	22.52	22.79	30.33	30.44	31.64	21.82	20.76	20.81
合计	50.42	50.42	50.08	31.73	31.58	31.59	12.58	12.43	12.33

数据来源：SEC 年报

从收入状况来看，SEC 监管年报显示，2022 年，国际三大评级机构收入占所有 NRSROs 评级机构总收入的 91.10%，较上年（93.20%）有所下降。具体来看，2022 年标普总业务收入¹¹继续保持增长态势，较上年增长 34.76%；穆迪总业务收入则有所下滑，较上年下降 12.06%。评级业务收入方面，2022 年，标普和穆迪的评级业务收入分别为 30.50 亿美元和 26.99 亿美元，分别较上年下降 25.56%和 29.20%，主要由于在全球通胀高涨、地域冲突加剧、美联储加息背景下，债券市场发行疲软，银行杠杆贷款、高收益债券和结构性融资产品有所减少，此外，外汇剧烈波动也对标普及穆迪评级收入产生了一定的不利影响。非评级业务收入方面，2022 年，标普和穆迪的非评级业务收入分别为 81.31 亿美元和 27.69 亿美元，

¹¹ 标普和穆迪公司收入来源于公司年报，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 2019 年至 2022 年财务数据尚未公布。

分别较上年增长 93.60%和 15.09%，其中标普的非评级业务收入大幅增长主要受益于公司收购 IHS Markit 后相关业务并入影响，市场情报和商品洞察领域收入大幅上升；穆迪的非评级业务收入的增长主要受决策解决方案（Decision Solutions）和研究与洞见（Research and Insights）两个领域收入的增长的影响。



资料来源：标普和穆迪公司年报

图 2.3 2022 年标普和穆迪收入情况

从分析师数量来看，SEC 监管年报显示，截至 2022 年末，国际三大评级机构分析师数量占有所有 NRSROs 评级机构分析师总数的 80.62%，占比较上年（81.71%）有所下降。具体来看，标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为 1586 人、1796 人和 1372 人，分析师数量均较上年有所增长，增幅分别为 0.57%、7.54%和 6.52%。

（二）国际中小评级机构市场份额整体保持增长态势¹²

2022 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、评级收入占比和分析师数量均较上年有所上升。

从市场份额来看，截至 2022 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 6.00%，较上年（5.57%）小幅上升，其中，DBRS¹³市场占有率仍然较高，为 2.94%，较上年变化不大。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占比 24.76%，较上年下降 1.51 个百分点；其中，KBRA 表现突出，市场份额由上年的 10.97%上升至 13.33%，DBRS 市场份额则由上年的 15.30%下降至 11.42%。在保险机构评级方面，AMB 仍占据市场优势地位，市场份额为 33.84%，较上年（34.76%）小幅下降。其他各中小评级机构所评各类别存续评级业务量市场份额均在 7.00%以下，市场份额占比较上年变动不大。

¹² 数据来源为美国证券交易委员会（SEC）年度监管报告。

¹³ 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。

从收入状况来看，2022 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 8.90%，较上年（6.70%）有所上升。

从分析师数量来看，截至 2022 年末，美国认可的中小评级机构分析师数量占比为 19.38%，较去年（18.29%）有所上升。具体来看，截至 2022 年末，美国认可的中小评级机构分析师数量为 1143 人，较上年末增加 128 人，主要受 DBRS 和 KBRA 的分析师数量增加的影响，增幅均超 13.00%，其他中小评级机构的分析师数量较少，但较上年均有不同程度增加。

三、国际三大评级机构评级情况

2022 年，受通胀高企、以美联储为代表的发达经济体持续收紧货币政策以及俄乌冲突影响，全球经济增长预期下调，融资环境收紧，市场波动风险加大。在此背景下，国际三大评级机构所评国家主权违约率较上年大幅上升，评级调整趋势表现变化不一，其中穆迪和惠誉所评国家主权评级均呈调降趋势，标普所评国家主权评级则由上年的调降转为调升趋势。全球企业方面，国际三大评级机构的违约率表现不一，标普和穆迪所评全球企业违约率较上年均有所上升，惠誉所评全球企业违约率则较上年小幅下降；国际三大评级机构所评全球企业信用调整趋势变化不一，其中，标普全球企业评级延续去年的调升趋势，但调升趋势较去年有所减弱，惠誉和穆迪均呈调降趋势。结构融产品方面，国际三大评级机构所评结构融资产品违约率较上年均有所下降，评级调整均呈调升趋势，且调升趋势较去年有所增强。截至 2022 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）国家主权违约率大幅上升

2022 年，在通胀高企、美联储持续收紧货币政策以及俄乌冲突升级背景下，国际三大评级机构所评国家主权违约率较上年大幅上升。所评全球企业违约率表现不一，标普和穆迪所评全球企业违约率较上年均有所上升，惠誉所评全球企业违约率较上年小幅下降。结构融产品方面，国际三大评级机构所评结构融资产品违约率较上年均有所下降。

2022 年国家主权违约率大幅上升。2022 年，国际三大评级机构所评国家主权共有 7 个国家¹⁴出现违约，较去年（1 个）明显上升。标普、穆迪和惠誉所评国家主权违约率分别为 3.57%、4.90%和 2.50%，均较上年大幅上升。主权违约主要集中于新兴市场和前沿市场国家，这些国家主要受新冠疫情、俄乌冲突以及发达经济体加息影响，国家财政收支状况恶化，偿债能力减弱。

¹⁴ 分别是俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、马里、萨尔瓦多、斯里兰卡和加纳。

2022年国际三大评级机构所评全球企业违约率表现不一。2022年标普、穆迪所评全球企业违约率分别为0.98%、2.30%，较上年有所上升，惠誉所评全球企业违约率为0.90%，较上年略有下降。全球企业债券违约事件主要集中于消费、商业服务以及房地产行业。从区域来看，标普和穆迪所评违约企业主要集中于美国、新兴市场以及欧洲地区，惠誉所评违约企业主要集中于亚太、欧洲、中东、非洲地区。

2022年结构融资产品违约率小幅下降。具体来看，标普和惠誉所评结构融资产品的违约率较上年有所下降，均为0.50%。从产品类型看，商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）违约率最高，标普和惠誉违约率分别为0.30%和0.80%。从区域来看，结构融资产品违约主要集中在北美，少数来自欧洲。

表 3.1 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		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
国家主权违约率	4.32	0.73	3.57	4.17	0.70	4.90	4.20	0.80	2.50
全球企业违约率	2.75	0.84	0.98	3.14	0.80	2.30	1.60	1.00	0.90
结构融资产品违约率	1.40	0.60	0.50	0.30	0.10	--	0.57	0.60	0.50

注：1. 三大国际采取的违约率统计方法有所不同，其中标普和惠誉采用的是静态池分析技术，而穆迪采用的是动态群组分析技术；2. 截至本报告发布日穆迪未公开2022年结构融资产品评级违约数据

资料来源：标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

（二）结构融资产品评级呈调升趋势

2022年，国际三大评级机构所评国家主权评级调整趋势变化不一，其中标普所评国家主权评级由上年的调降转为调升趋势，穆迪和惠誉所评国家主权评级均呈调降趋势。全球企业方面，国际三大评级机构所评全球企业信用调整趋势变化不一，但信用质量整体有下滑趋势。结构融产品方面，国际三大评级机构所评结构融资产品评级调整均呈调升趋势，且调升趋势较去年有所增强。

2022年国家主权评级调整趋势表现变化不一。其中，标普国家主权评级上调率和下调率分别为9.29%和4.29%，由上年的调降转为调升趋势；穆迪所评国家主权评级上调率和下调率分别为4.20%和12.59%，延续上年的调降趋势，且调降趋势有所加强；惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为6.17%和9.26%，由上年的调升转为调降趋势。从地域分布来看，信用等级调升和调降均主要集中于新兴市场和前沿市场国家。

2022年全球企业信用调整趋势表现变化不一。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为8.30%和6.20%，仍延续去年的调升趋势，但调升趋势较去年有所减弱。惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为7.20%和8.70%，由上年的

调升转为调降趋势。穆迪的级别偏移（Rating drift）¹⁵由上年的 6.20% 下降至-8.40%。从地域分布来看，等级调升主要集中于北美地区，等级调降主要集中于欧洲、中东、非洲地区。

2022 年结构融资产品评级调整均延续调升趋势。2022 年，标普、惠誉所评结构融资产品均延续调升趋势，且调升趋势较去年有所增强，其中标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为 9.10% 和 2.30%，惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为 15.20% 和 1.90%。从地域分布来看，等级调升主要分布于大洋洲（澳大利亚和新西兰）、欧洲及北美地区，等级调降主要集中于拉丁美洲。

表 3.2 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		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
国家主权评级									
上调率	2.16	3.65	9.29	3.49	5.76	4.20	1.26	4.94	6.17
下调率	15.83	8.03	4.29	20.14	11.51	12.59	20.13	4.32	9.26
全球企业评级				级别偏移 (Rating drift)					
上调率	2.79	10.20	8.30	-21.00	6.20	-8.40	4.30	8.70	7.20
下调率	18.50	5.52	6.20				16.80	5.60	8.70
结构融资产品评级									
上调率	3.70	8.20	9.10	--	--	--	6.40	14.60	15.20
下调率	7.60	2.40	2.30	--	--	--	3.90	2.90	1.90

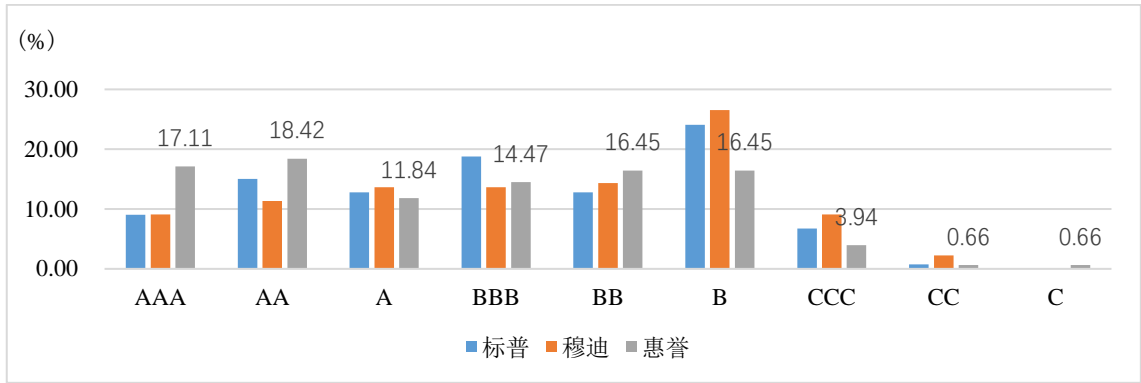
资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告，2021-2022 年穆迪和惠誉国家主权评级调整数据由违约率与迁移报告中的上调及下调次数与 2021、2022 年初所评的全部主体个数的比值求得；截至本报告发布日穆迪未公开 2020—2022 年结构融资产品评级调整数据

（三）全球主要品种等级分布较上年末变化不大

截至 2022 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，国际三大评级机构所评国家主权及结构融资产品的投资级占比较上年末均有所上升，所评全球企业投资级占比较上年变化不大。

国家主权评级方面，截至 2022 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、穆迪所评 B 级占比均最高，分别为 24.06%、26.51%，惠誉所评的 AA 级占比最高，为 18.42%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为 55.64%、47.75% 和 61.85%，较上年末（53.96%、45.99% 和 61.01%）均有所上升。

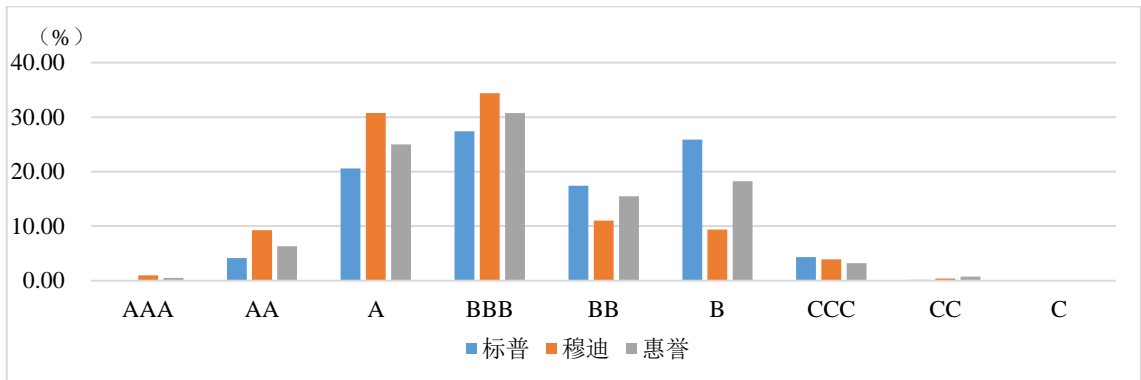
¹⁵ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用等级上调子级的平均值减去发行人信用等级下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。



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 3.1 截至 2022 年末国际三大评级机构所评国家主权信用等级分布

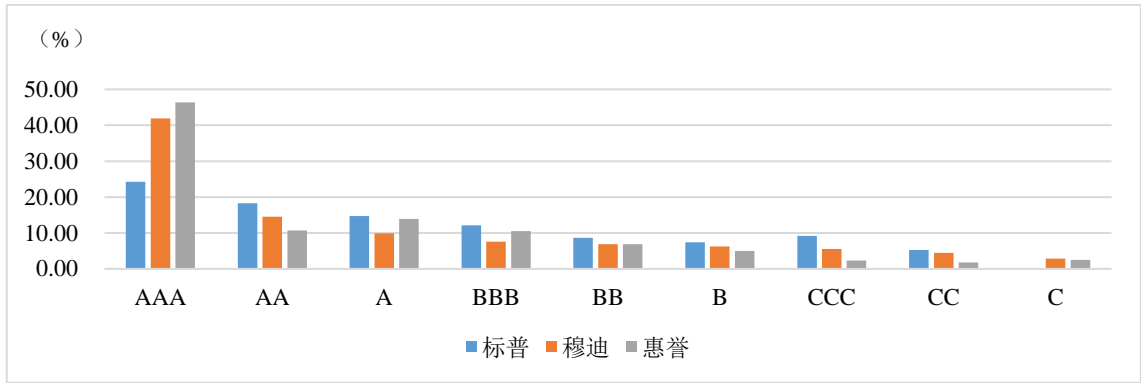
截至 2022 年末，国际三大评级所评全球企业主体的信用等级仍主要集中在 A 级~B 级，标普、穆迪和惠誉所评 A 级~B 级全球企业主体的占比分别为 91.30%、85.63% 和 89.51%，其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比较高的均为 BBB 级（或 Baa 级），占比分别为 27.39%、34.41% 和 30.73%。截至 2022 年末，标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为 52.26%、75.44% 和 62.63%，均较上年（53.04%、75.42% 和 62.30%）变化不大。



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 3.2 截至 2022 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 2022 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 24.27%、41.94% 和 46.41%，AA 级~CC 级分布较为平均。截至 2022 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 69.41%、74.05% 和 81.59%，较上年末占比（65.05%、67.82% 和 74.25%）均有不同程度上升。



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 3.3 截至 2022 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

2023 年，国际评级行业的监管重心是加强风险管理与防范利益冲突，加强对信用评级技术和评级流程的监管，加强对内部控制和信息披露违规的监管处罚，完善信用评级相关法规制度等。

（一）美国信用评级监管动态

1. 开展对评级模型及相关工具、债券利率、租金收入证券化等方面的专项风险评估

在模型使用方面，SEC 指出 NRSROs 必须制定信用评级相关的定量模型并由其董事会或类似的职能机构审批制度和流程。除模型外，NRSROs 还可能使用特定工具来分析他们认为不属于模型定义范畴的定量计算。SEC 对 NRSROs 区分分析工具和模型的流程、NRSROs 对分析工具的使用以及工具和模型审批流程的差异进行风险评估。

在债券利率方面，SEC 认为 2022 年利率的持续上升增加了高杠杆公司的偿债支出，使其面临更大的财务压力。受此影响，SEC 将对 NRSROs 对低信用评级公司的风险监控、对消费资产和汽车贷款资产支持证券的风险监控进行风险评估。

在租金收入证券化方面，大型机构在某些地区大幅增加了对单户出租房的投资，并将这些房产的租金收入证券化作为资金来源。美国众议院拨款委员会对租金收入证券化市场的透明度和评级要求及流程发表了意见，认为这可能导致金融或住房价格的不稳定，因此 SEC 将此作为风险评估的领域。

此外，2023 年 SEC 积极监测商业地产的潜在信贷影响、与加密资产有关的评级行动，并积极参加全球评级监管机构会议，加强机构间的沟通交流等。

2. 加强对违反《证券交易法》规定的行政处罚

DBRS 因未遵循证券交易法要求的政策和程序被提起行政终止程序。2023 年 9 月 29 日，SEC 对 DBRS 提起了行政终止程序，因其违反了《证券交易法》的关于内部控制等方面的规定。DBRS 没有有效的内部控制来管理其多借款人 CMBS 交易的信用评级流程和评级方法的执行情况。具体来看，DBRS 对其定量预测模型所隐含的信用增级水平进行了系统性调整，而 DBRS 公布的评级流程和方法并未对调整方式进行说明。SEC 还认定，DBRS 未能明确其对某些单一资产/单一借款人 CMBS 交易的评级方法，也未能执行相关的信用评级政策和流程。此外，DBRS 还未保留关于启动或确定信用评级相关的员工短信。

KBRA 因未遵循证券交易法要求的程序被提起行政终止程序。2023 年 9 月 29 日，SEC 对 KBRA 提起了行政终止程序，认定其违反了《证券交易法》第 17 条的规定，即 KBRA 未保留包括关于启动、确定、维护、更改或撤销信用评级的讨论相关的员工短信。

3. 再次延长日本 JCR 在公司治理方面的豁免指令

2023 年 9 月 28 日，SEC 再次授予日本评级机构 JCR 临时有条件豁免《证券交易法》第 15E(t)条¹⁶规定关于公司治理的相关指令。该豁免延长至 2026 年 10 月 30 日。因日本法规所规定的评级机构公司治理要求与美国《证券交易法》的规定有所差异，为保护公众和投资者利益，SEC 首次于 2018 年颁布临时有条件豁免指令，于 2021 年再次豁免并自动延长至 2023 年 8 月 20 日。

4. 正式删除 M 法规¹⁷中对信用评级的提及

2022 年¹⁸SEC 提出修正案，提议删除相关法规中对信用评级的提及，而用信用价值的衡量替代，并在特定情况下需保存相关记录。2023 年 6 月 20 日，SEC 正式通过了对此项规则的修改，删除了《M 法规》中第 101 条和第 102 条中现有例外规定中对信用评级的提及。

（二）欧盟信用评级监管动态

¹⁶ 1934 年证券交易法第 15E (t) 条要求每个 NRSRO 实施特定的公司治理措施。包括：要求每个 NRSRO 拥有一个董事会；规定了这种董事会的具体强制性职责；规定至少一半（不少于两名）的董事会成员应独立于 NRSRO，部分独立董事应包括 NRSRO 的评级用户；规定 NRSRO 董事会的独立成员的报酬不得与 NRSRO 的业务表现挂钩，并确保他们判断的独立性，独立董事的任期应是事先约定的固定期限，不超过 5 年，不得延期。

¹⁷ 作为一套预防性反操纵规则，M 条例旨在通过禁止可能人为影响证券市场的活动来维护证券交易市场独立定价机制的完整性。

¹⁸ 见联合资信 2022 年版《国际评级行业发展与监管动态报告》

1. 更新评级机构法规应用要求和实践

2023年7月13日，ESMA更新了关于实施第462/2013号法规（欧盟）的Q&A文件，本次更新修订了文件中第三部分“方法、模型与关键评级假设”中的问题8，涉及的问题包括评级方法和具体应用中的错误情况，ESMA认为，根据第8(7)(a)条，如果错误导致需要审查已发布的信用评级，则应将错误通知到ESMA和所有受影响的被评级企业，无论审查是否会导致相关信用评级发生变化。当信用评级机构意识到其评级方法或其应用中出现错误时，该机构应立即将这些错误通知ESMA和所有受影响的被评级企业，并尽快解释对其信用评级的影响，通知行为不能晚于重新评级后发布新闻稿或信用报告。

2. 完善对ESG因素的评估与监督，助力欧盟金融市场可持续发展

2023年12月5日，ESMA发布《对可持续金融的贡献》，在信用评级机构方面，ESMA指出，未来将向欧盟委员会提供技术建议，以改进信用评级方法中对环境、社会和治理因素的评估，以及规范信用评级报告中对环境、社会和治理因素披露的一致性。在ESG评级条例方面，ESMA表示支持引入ESG评级的监管保障措施，并期待ESG评级监管立法进程的完成，未来ESMA将支持条例的顺利有效实施，并对ESG评级提供商进行监督。在ESG风险评估和市场监测方面，ESMA发布《趋势、风险和脆弱性报告》，以监测欧盟市场和报告中与环境、社会和公司治理相关的趋势和风险。

此外，ESMA还在绿色债券条例、发行人披露和绿色清洗等领域关注可持续发展，促进欧盟金融市场的稳定有序。在绿色债券条例方面，ESMA指出，未来将根据《欧盟绿色债券条例》提供首批技术标准，并准备对外部审查机构承担监督责任；在发行人披露方面，2023年ESMA的主要工作内容包括发布《关于欧洲可持续发展报告标准草案的意见》，实施《企业可持续发展报告指令》有关的技术工作，要求在招股说明书中披露可持续性信息，发布《改进公司气候相关信息披露的建议》，在《国际财务报告准则》财务报表中披露气候相关事项等。在“绿色清洗”领域，ESMA发布相关工作进展报告，其中确定了整个可持续发展投资价值链的高风险领域和潜在驱动因素，以及一系列初步补救行动；未来将持续对可持续发展信息、绿色清洗和补救行动的监督进行评估。

3. ESMA修订规范初步审查和初步评级披露要求准则

2023年6月9日，ESMA更新了《关于初步审查和初步评级的披露准则》，相较于2022年版本，此版本主要在格式上做了优化更新，并强调了ESMA要求信用评级机构需严格遵守此准则，ESMA也会持续监督该准则的应用情况。

4. 加强对 CLO 方法变更相关的利益冲突风险的防范和管理

2023 年 12 月 7 日，ESMA 就欧盟信贷资产证券化（CLO）方法变更相关的利益冲突风险发布专题报告。ESMA 注意到，在调研期间，信用评级机构政策、程序及其实施的覆盖范围、详细程度和对工作人员的指导程度各不相同，为确保非分析性信息不会影响 CLO 方法的制定，并解决潜在利益冲突的风险，ESMA 已指示信用评级机构在必要时进行补救。ESMA 认为，评级机构应制定充分的保障措施，确保对其方法的修改是基于客观原因。

ESMA 曾于 2020 年发布了一份关于 CLO 的评级流程和方法验证的报告。ESMA 指出，评级机构在评级过程中主要与 CLO 主办银行和管理人沟通，而在其他资产类别中，评级机构主要与发行人沟通。评级机构向发行人提供模拟预期评级的工具。由于 CLO 主办银行和管理人可以确定哪家评级机构可以为 CLO 提供最佳信用评级，因此评级机构必须确保其评级过程独立于任何商业影响。之后，ESMA 继续监测 CLO 评级方法和变化。ESMA 观察到，在某些情况下，欧盟最大的评级机构更改其 CLO 评级方法后，市场份额会出现大幅波动。2021 年底，ESMA 开始对近年来 CLO 方法变化的驱动因素进行调查。调查发现，所有接受调查的评级机构都制定了程序，以识别、管理和减少利益冲突的风险，特别是与收费有关的讨论和谈判。然而 ESMA 发现，此类控制措施并不完善，评级机构分析师参与市场拓展活动是常见做法，包括与主办银行和主要投资者接触，参与这种外联活动的分析师也经常参与对 CLO 方法的修改。因此，分析性外联活动有可能变成商业性反馈活动，这两类的界限需要得到谨慎的保护。ESMA 表示未来将继续监测 CLO 市场的发展，并密切留意 CLO 信用评级、评级实践及评级方法的变化等情况。

5. 加强对内部控制和信息披露违规的监管处罚

2023 年 3 月 22 日，ESMA 发布通知称其调查发现，标普全球评级欧洲有限公司（S&P，以下简称“标普欧洲”）可能存在内部控制缺陷和违反 CRA 条例规定的披露要求的行为。ESMA 发现，由于内部控制失灵，标普欧洲在企业发行相关证券并向市场公布之前就发布了信用评级结果。此外，标普欧洲还有两项违反信息披露透明度的行为，标普欧洲曾 6 次删除其公共平台上发布的信用评级，而未及时披露相关理由；2019 年，标普欧洲在 19 天内未更新欧洲评级平台（ERP）上披露的信息。2023 年 3 月 24 日，ESMA 发布处罚公告，称因违反 CRA 条例，存在内部控制缺陷和违反信息披露透明度等问题而对标普欧洲罚款 111 万欧元。