进一步理解和完善信用评级

联合资信评估有限公司 李丹 刘艳

我国信用评级行业起步较晚，目前尚处于发展初期。从评级行业现状来看，信用等级划分尚未统一，信用级别虚高问题普遍存在，同时投资者对于垃圾债券和违约的含义缺乏正确的认识，这都对评级行业的健康发展造成一定程度的阻碍。本文揭示了我国目前评级行业存在的问题，明确了容易被投资者混淆的评级概念，并有针对性地提出了相关建议。

一、信用等级划分问题

目前，我国信用评级机构对发债企业和债券的信用评级是按照中国人民银行2006年3月和11月发布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》和《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》关于信用评级要素、标识和含义及有关评价指标规定开展的。根据规定，企业长期债信用等级分为三等九级，三等分别为投资级（AAA、AA、A、BBB）、投机级（BB、B、CCC、CC）和倒闭/违约级（C），九级分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C表示。其中，除AAA级、CCC级（含）以下等级外，其它各信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本级别。短期债信用等级的设置采用六级制，符号分别表示为A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

但是，由于种种原因，我国在长期债信用等级设置和使用方面仍存在一些分歧。个别评级机构对长期债券的信用等级设置采用三等十级，即增加了AAA+级，并在实践中采用的这种信用等级划分。此外，银行间交易商协会在其网站公布的“非金融企业债务融资工具定价估值曲线”中还列示了“重点AAA”的利率；中央结算公司在制定收益率曲线时，也创造出了所谓的“超AAA级（AAA+级）”和“AAA-级”银行间中短期票据收益率曲线。

从法律角度来说，我国相关政策法规中对信用等级的设置是十分明确的，并不包含超AAA级（或AAA+级）和AAA-级的使用，超AAA级（AAA+级）和AAA-级信用级别的设置缺乏法律规范性。同时，国外评级行业也并不存在超AAA级（或AAA+级）和AAA-级的信用评级。虽然这种设置对信用风险的区分有一定价值，但可以采取更好的方法来改进，如级别逐级下调，以最高级（超AAA级）作为AAA级，达不到所谓超AAA级的，都降级为AA+，以此类推，并督促评级机构严格评级标准等。

在短期债信用等级方面，目前我国短融市场上的债项评级一般都为A-1级，短融信用等级的信用风险区分度不够。因此，投资者只能通过主体信用等级区分短融的信用风险程度。随着短融市场的不断扩大、产品种类的丰富，市场需要加

强风险提示，应该完善短融信用等级设置，可借鉴国际经验，增加现有短融信用等级的类别，即增加 A-1+级。

二、信用级别虚高问题

众所周知，AAA 级别是信用评级中的最高级别。在美国，经权威性资信评级机构评定为最高资信等级（AAA 级）的债券，也称“金边债券”；AA-级以上债券通常称为高质量债券，也只有极少数优质发债企业才能获此级别。截至 2013 年末，国际三大评级机构¹的 AAA 级企业主体共 90 家，在发债主体总数中的占比仅约为 1%，AA-级（含）以上级别企业主体占比也仅约为 7%。相较之下，根据 wind 数据，截至 2013 年末，我国发债企业 AAA 级别 13.14% 的占比明显过高，AA-级（含）以上级别企业主体占比更是达 94.82%。

虽然我国债券市场发展起步较晚，最初监管部门为了控制风险，对于发债主体资质要求较高，主体信用等级整体较高。但随着近年来债券市场的快速发展，发债主体渐趋多元化，主体级别理应不断下移，形成更有区分度的合理分布。然而，实际情况是债券的发行主体信用等级向上迁移的现象却比较突出。

我国发债主体信用等级向上迁移扣除正常的调整因素外，还受到两个方面的非合理因素的影响：第一，在债券发行、投资、交易等过程中所需信用等级条件的影响。为了满足债券的发行、投资和交易所需要的信用等级条件，债券的发行者、承销商甚至投资者，会以直接或间接的形式对评级机构施加压力，从而使得发债主体的信用等级上移。例如最近沪深交易所规定“债券最近一次资信评级为 AA-级以下（含）”的公司债券将被进行“ST”风险警示，并设置了买入权限。这从制度上迫使评级机构调高较低信用等级发行人的信用等级，以满足发行人达到监管要求和降低发债成本的要求。第二，评级机构之间的竞争对发债主体信用等级的上移也产生一定的影响。随着我国债券市场的发展，一些评级机构为了维持、提高占有率，对评级标准的执行相对宽松，从而推动了发债主体信用等级在市场上的动态调整。

三、缺乏对垃圾债券的正确认识

关于垃圾债券，国际上没有明确的官方定义，一般是指被市场认可的信用评级机构评定为投资级别以下的债券，即信用级别为投机级的债券。由于此类债券的信用风险较高，收益率也较高，因此被称为垃圾债券或高收益债券。

对于垃圾债券，目前我国市场上缺乏统一认识：一种观点认为按照国际通行的标准，投机级以下级别的债券为垃圾债券；第二种观点认为我国债券信用等级存在虚高现象，应将 AA-级以下级别的债券定义为垃圾债券；第三种观点认为，

¹ 国际三大评级机构是指标普、惠誉和穆迪。

信用风险较大、收益率较高的债券即为垃圾债券；第四种观点则认为中小企业私募债券即为垃圾债券。对于垃圾债券，我们认为信用等级是个重要识别依据，但不是唯一的判断依据，我们更应关注其高风险、高收益的实质特征。

如果按照投机级标准定义垃圾债券，我国已出现符合垃圾债券定义的债券，但尚未出现真正意义上可发展的垃圾债券，即发行级别为投机级的债券。我国垃圾债券尚未得到发展，主要是由于监管部门对债券的信用风险防范要求较高，在债券发行、投资交易、上市流通等环节均要求债券应具有较高的信用等级，直接或间接地导致我国债券市场上很难出现垃圾债券。近日，有消息称，证监会将加快推进公司债券市场规范发展，其中中小企业私募债试点将扩大，其“发行主体将拓展至全国中小企业股份转让系统挂牌企业，更好地支持广大中小微企业融资，进一步拓宽中小微企业融资渠道”。这对我国垃圾债的发展将有一定的促进作用。

另外，从国外的经验来看，信用评级不仅是垃圾债券的衡量标准，也是这一市场不可或缺的重要的风险揭示工具。相比普通债券，垃圾债券具有高信用风险特征，因此强制要求对其进行信用评级符合我国目前的实际发展需要，可以为投资者的风险识别和监管部门的风险监测提供参考。另一方面，对垃圾债券进行信用评级，也有利于评级行业的发展。首先，中小企业作为垃圾债券的主要发行主体，本身易受宏观经济及行业景气度的影响，抗风险能力较弱，经营情况波动较大，因此垃圾债券评级是对评级机构的评级准确性和稳定性的一种考验，这就要求评级机构须完善自身的评级体系和评级方法，提高评级质量。其次，垃圾债券作为投机级债券，可以填补评级机构目前的评级序列，可以更好地完善评级体系建设，提高风险区分能力。最后，今年我国相继已有“12 华特斯”、“13 中森债”、“12 金泰债”、“12 津天联”、“13 华珠债”共五只中小企业私募债出现实质违约，评级机构可以进行违约率的积累，通过违约率对现有评级方法进行检验，有利于评级行业的长远发展。

四、违约判定标准值得明确

2014 年“11 超日债”利息未按时全部兑付，该事件被认定为我国公募债券市场上首例债券违约事件。在刚性兑付被打破的今天，对于违约有一个正确的认识和判断显得尤为重要。

从理论上讲，违约通常是指债务人不能按既定的金融契约偿还债务。对评级机构而言，违约的定义实际上包括发行人主体违约和债券违约两个层面。在对企业长期债务信用等级和主体信用等级评级中，我国评级公司一般以 C 级代表倒闭/违约级（国外评级机构也有用 D 级表示倒闭/违约级）。我国企业长期债务信用评级和发行人主体信用评级的 C 级表示不能偿还债务。

债券违约的定义分为宽松标准和严格标准两种。宽松的债券违约定义标准是：

债券未能如期兑付且在宽限期内（通常 1-2 个工作日）未及时纠正的情况视为债券违约。另外，根据国际上通行的债券违约定义和我国银行间债券市场对违约事件的定义，严格的违约定义标准是，债权人发生下列任何一种情况均使其发行的债券违约：一是债务人未能按照合约规定支付或延期支付债券本金和/或利息，包括在宽限期内的延期支付；二是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显地帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；三是债务人申请破产或进入破产清算程序，被接管，被停业或关闭；四是债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务，明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；五是债务人的其他金融债务发生违约，如对商业银行的实质性信贷债务逾期 90 天以上。但是如果债券具有担保，在债务人发生上述三、四或五的情况时，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券不被视为违约。

如果从发行人主体信用质量的角度考虑，债务人发生上述严格的债券违约定义中的任何一种情况，可判定为债务人主体发生违约。