

透析中国信用评级市场

Chinese Credit Rating Market:
A Comprehensive Review

沈中华 黄玉丽 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

透析中国信用评级市场

Chinese Credit Rating Market
A Comprehensive Review

沈中华 黄玉丽 著

图书在版编目(CIP)数据

透析中国信用评级市场/沈中华,黄玉丽著. —武汉:武汉大学出版社,2018.11

ISBN 978-7-307-20596-3

I.透… II.①沈… ②黄… III.信用评级—研究—中国
IV.F832.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 238176 号

责任编辑:陈 红 责任校对:李孟潇 整体设计:汪冰滢

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷:北京虎彩文化传播有限公司

开本:720×1000 1/16 印张:17 字数:281千字 插页:2

版次:2018年11月第1版 2018年11月第1次印刷

ISBN 978-7-307-20596-3 定价:50.00元

版权所有,不得翻印;凡购我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

沈中华

中国台湾大学经济学学士，经济学硕士，美国华盛顿大学经济学博士。现职为南京审计大学银行与货币研究院特聘教授与院长，中国台湾花旗银行独立董事，中国台湾信用评等协会理事、财务金融学会理事、金融管理学会秘书长。曾任天津南开大学长江学者、厦门大学长江学者、湖南大学金融统计学院院长、西南交通大学百人计划特聘讲座教授，中国台湾政治大学杰出教师、台湾大学财金系教授，台湾省证券暨期货市场基金会、台湾金控、台湾银行及多家金融企业董事或独立董事，投信公会理事，马英九财经顾问团队成员。2006年美国艾森豪威尔奖得主、傅尔布莱特学者，香港科技大学兼任教授，新加坡国立大学东亚研究所访问学者，荷兰尼德兰中央银行访问学者，香港金融管理局访问学者，美国旧金山联邦储备委员会及圣路易联邦储备委员会访问学者。曾发表论文于 *J. of Financial Quantitative and Analysis*, *J. of Econometrics*, *Journal of Financial Intermediation*, *J. of International Money and Finance*, *J. of Money, Credit, and Banking*, *J. of Banking and Finance*, *J. of Empirical Finance*，将近85篇SSCI论文与将近71篇TSSCI论文，出版过30本学术专著与教学用书。

黄玉丽

中国台湾实践大学财务金融系教授兼研究发展处研发长、安泰商业银行董事，学术研究专长为金融机构管理、信用评等、国际金融。论文发表于 *Journal of Financial Services Research*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *International Review of Economics and Finance*, *Accounting and Finance*, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, *Emerging Markets Finance and Trade*, *Journal of Financial Studies*，证券市场发展季刊，管理学报，管理与系统，经济研究，管理评论，经济论文丛刊等。

■ 责任编辑 / 陈 红
■ 责任校对 / 李孟潇
■ 整体设计 / 汪冰滢

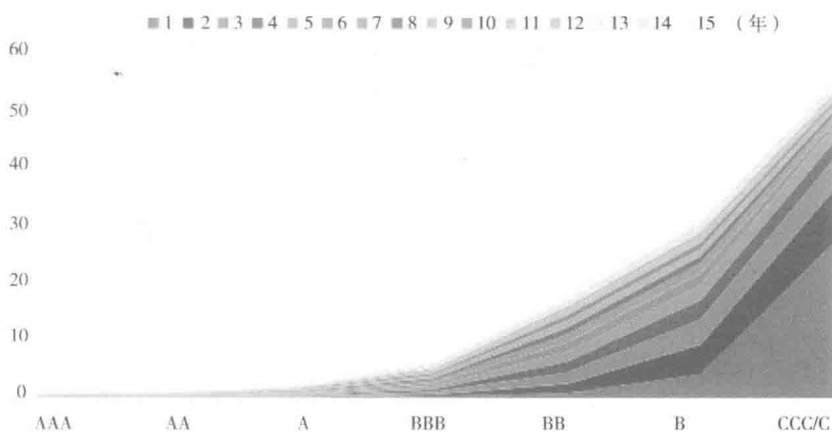


图 12-1 标准普尔的全球企业信用评级与累积违约几率的对应关系

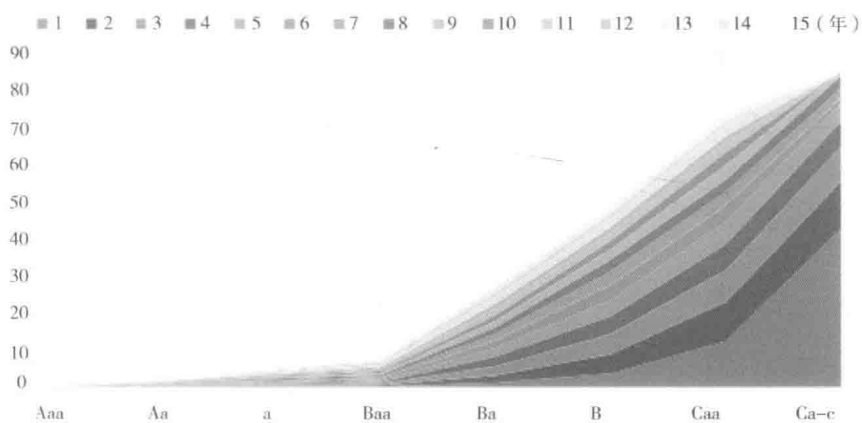


图 12-2 穆迪的全球企业信用评级与累积违约几率的对应关系

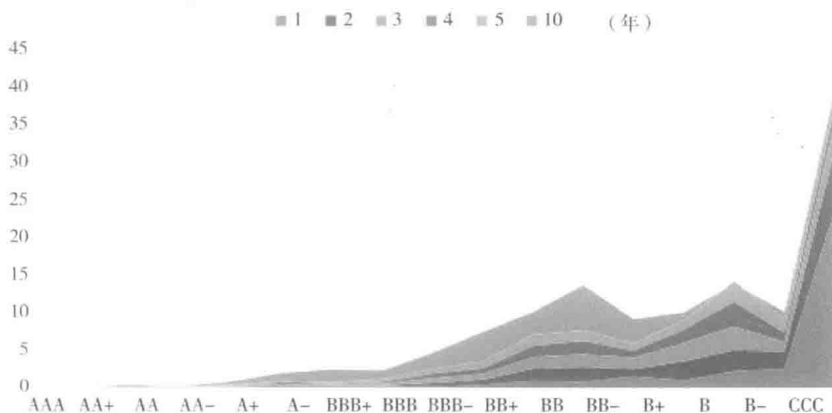


图 12-3 惠誉的全球企业信用评级与累积违约几率的对应关系

序

信用评级机构在资本市场扮演重要的降低信息不对称的角色，但信用评级的独立性、预警性与评级膨胀等问题受到了许多关注，学术研究也关注了相关议题。本书结合学术与实务，对中国大陆的信用评级发展现况与存在的问题进行了深入浅出的分析。

在 1975 年，美国证券交易委员会（SEC）认可穆迪、标准普尔、惠誉为国家认证的评级组织（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）。除了这三家之外，国际上有名的信评机构还包括加拿大的 DBRS，日本的 JCR、R&I，韩国的 KIS、NICE、KED，印度的 ICRA、CRISIL 等。而在中国大陆也有 7 家主要的信评公司，分别为中诚信、联合资信、大公国际、上海远东、上海新世纪、鹏元、东方金诚。

信评公司的报告在金融市场一直受人敬重，更是投资人与债权人所仰仗的重要信息。但自从 2001 年美国的安然公司与世界通信出事之后，信评这一行业的信誉就有如从天上落入凡间。大家会想，原来常评比别人信用的机构，竟然为了收入也可能出卖灵魂。经过此事件，信评公司也有诚意反省，大家也就渐渐淡忘。

时间匆匆，在 2008 年，次级房贷引爆金融危机，华尔街的投资银行家们将高风险的不动产抵押债券（MBS）按照出现违约的几率切割并重组，再包装成新的证券化商品 CDO（抵押债务债券，或称担保债券凭证），但万事俱备，只欠东风：这些投资银行需要信评机构给这些“有毒”产品好的评级。此时，穆迪、标准普尔等国际信评机构也面临天人交战，最后为了商业利益，就算对该等商品存有质疑，但仍然持着“我不做，别家也会做”的生意人心态，给予这些商品 A 以上的评级，甚至 AAA 的最高评级。许多大型基金与投资人误信这些评等，踩中了一颗又一颗“大地雷”。愤怒的投资人认为如果没有信评机构的认可，给予

A 以上的评级，他们不可能购买 CDO，甚至连这个市场可能也无法存在。俄亥俄州的检察长马克·德安（Marc Dann）曾经愤怒地批评信评机构，认为它们是“欺诈的同谋”。

而信评机构在危机前，未能及时有效地向金融市场和投资者揭示次级房贷和其他衍生性金融商品的风险；而在危机中，却又采用更严格的标准，大幅下调债务人的信用评级，使得金融危机雪上加霜。为缓解大众对信评机构的不满与冲突，美国进行金融改革，推出了《多德·弗兰克金融改革法案》，规定在信息公平的竞争原则下，希望能够借此消除对于信评机构的依赖，也更容易依法制约信评机构。

然而追根究底，会发生这些令大家痛心的事，主要源自于信评机构的基本经营模式的架构存在利益冲突现象。信评机构的收入大部分来自发行债券的公司，这称为发行者付费模式（issuer-paid model）。而投资人参考信评机构的评级结果决定是否进场投资。因为信评公司的收入是靠发行公司付费的这种独特商业模式，所以造成信评机构为了讨好出钱的发行公司，可能做出不实的评级，这是发行者付费模式所造成的利益冲突现象。

近年来，随着中国大陆债券市场的快速成长，中国大陆的信用评级市场也愈显其重要性。我们认为知己知彼，才能百战百胜，故对中国大陆的信评市场进行了详细说明。

本书将介绍中国大陆本土的信评公司，以及中国大陆信评产业与信评公司所存在的问题，包括：评级膨胀的现象、与国际信评机构评级标准的差异、采取发行人付费与投资者付费模式信评公司的评级质量，以及信用评级能否预测违约与解释风险溢酬等问题。

我们深入分析评级机构的评级方法与国际主流的差别，例如，本土评级机构会更多考虑隐性政府支持的影响，而国际评级机构是从财务状况出发分析基本面。例如，信用评级可分为两种，第一，主体评级（issuer rating）：是检视主体，如企业、公司、银行与国家的履行财务承诺的能力，并作为与其他债务人相互比较的信用评估。第二，债务评等（issue rating）：是针对特定债务，如公司债、政府公债，检视债务人可否依约准时偿还该项债务本金与利息的能力，以及对此债务所提供的保障。国际信评机构发布的评级中，前者一般等于或高于后者，然而在中国大陆，出乎意料的是，债务评级常高于主体评级，且高于主体评级的幅

度也非常大。主要的原因是，中国大陆非金融信用债的发行，有相当大的一部分有获得担保机构的担保，由于担保机构有更好的评级，而债务评级一般会等于担保机构的评级，造成了债务评级反而高于主体评级。

此外，长期以来，中国大陆对本地信评采取保护主义，国际信评机构无法进入中国大陆，三大国际评级机构——穆迪、标准普尔和惠誉，对大陆境内债券的评级尚未得到官方承认，本土的评级机构中，中诚信、大公国际和联合资信占有债券信评大部分市场，但国际资金对于中国大陆本土信评都半信半疑，认为中国大陆信用评级有膨胀现象，很多获得好评级的公司却出事了，且该比重高出世界比例。例如，以国有企业的中国铁路物资公司为例，2016年4月11日公司突然公告旗下高达168亿元的债券暂停交易；而大公国际于4月14日才将公司评级从AA+下调至AA-。特别是2016年债券市场信用违约事件频发，评级膨胀的问题已成为投资人和公众关注的焦点。

中国大陆金融业了解自己的信评市场不完美，并逐步开放，步入新的阶段，2017年7月3日，债券通正式上线当日，中国人民银行开放境外评级机构进入银行间债券市场，包括惠誉等国际信评机构现已积极准备进入中国大陆市场，并开始在京沪等地招兵买马，业者分析，引入外资评级机构，可促使本土评级机构提升自身评级技术和综合竞争力，可望为高评级、高违约的反常现象建立更加完善的评级制度，同时吸引更多境外机构投资大陆债券市场。

最后我希望读者能在细读后有所收获，希望大家可以多关注信用评级市场的发展，也欢迎大家与我们不断的讨论。

目 录

1	信用评级与信用评级机构：回顾与前瞻国际信评公司与市场	1
1.1	信用评级的影响与发展：总论	1
1.2	三大国际信评机构介绍	4
1.3	信用评级介绍	6
2	中国信评公司与市场的发展	12
2.1	中国信用评级市场的重要性与日俱增	12
2.2	介绍中国信用评级公司	13
2.3	中国信评公司与国际信评机构合作的历程	16
2.4	中国信用评级市场存在的问题	17
3	中国是否存在信用评级膨胀的现象？	23
3.1	信评机构评级膨胀现象的批评	23
3.2	信用评级分布：国际信评机构	27
3.3	信用评级分布：中国本土信评公司	30
3.4	小结	41
4	信用评级移转矩阵：另一个了解信用风险变化的工具	44
4.1	评级调整与评级移转矩阵	44
4.2	信用评级与评级调整对资金成本的影响：文献探讨	44
4.3	国际信评机构对全球企业的评级调整状况	45
4.4	中国的评级移转矩阵：与西方不同，评级调升高于评级调降的事实	47

4.5	小结	67
5	中国评级膨胀（恶化的信用质量）的现象是否已经改善？	69
5.1	信用评级的标准是否已经改变？	69
5.2	中国的评级标准是否改变？评级是否更重视质量？	71
5.3	由各年初始评级了解评级膨胀现象是否获得改善？	79
5.4	小结	87
6	中国信用评级的特色：债项评级优于主体评级	89
6.1	全球信评结果：债项评级多不高于主体评级	89
6.2	中华信评公司债项评级的决定及其与主体评级的关联性	90
6.3	中国债项评级高于主体评级的现象：青出于蓝而更胜于蓝	91
6.4	中国债项评级高于主体评级的原因：第三方担保	99
6.5	担保对债项评级提升的影响：由主体评级与债项评级的 差距观察	103
6.6	债券市场的担保的优缺点分析	108
6.7	小结	109
7	评级标准是否相同？中国信评公司与国际信评机构的比较	111
7.1	主权评级与上限政策的影响	111
7.2	信评机构发布的评级不一致的现象	113
7.3	三大国际信评机构给予中国债券评级统计	115
7.4	中国信评公司与国际信评机构发布的评级的对应性	118
7.5	小结	133
8	投资者付费评级模式更公正客观吗？	139
8.1	信用评级模式的发展历程	139
8.2	信用评级模式的现况	141
8.3	信用评级质量的两个效果：声誉机制与利益冲突	142
8.4	投资者付费模式的评级质量较佳：文献探讨	143

8.5	中债资信主体委托评级分布	144
8.6	投资者付费模式的主体委托评级移转矩阵	148
8.7	小结	151
9	委托评级与主动评级是否存在差异性?	153
9.1	中债资信信用评级的分类	153
9.2	主动提供的信用评级相关学术文献研究	155
9.3	中债资信主动评级与委托评级的分布	157
9.4	中债资信主动评级移转矩阵	165
9.5	小结	168
10	主动评级可以改善评级膨胀的问题吗?	170
10.1	向下偏误在中国与西方是否相同?	170
10.2	主动评级是否向下偏误: 文献探讨	170
10.3	委托评级与主动评级是否存在差异性?	172
10.4	小结	198
11	中国债券违约现况与信用评级能否预测违约的发生?	201
11.1	国际信评机构未能准确预测违约的例子	201
11.2	中国非金融信用债的违约	202
11.3	发行人付费模式的信评公司能否预测中国债券违约?	209
11.4	小结	229
12	中国信用评级质量良窳与是否具有信息内涵?	230
12.1	如何评估信用评级质量的良窳?	230
12.2	信用评级是否具有解释力: 文献探讨	231
12.3	三大国际信评机构的信用评级能否解释违约几率?	232
12.4	中国本土信评公司的信用评级与违约几率的关联性	236
12.5	债项评级能否解释债券的风险溢价?	248
12.6	小结	253

表 目 录

表 1-1	穆迪发布欧洲五国的主权评级（2007—2015 年）	3
表 1-2	国家认证评级组织（NRSRO）发布评级数量统计	5
表 1-3	国家认证评级组织（NRSRO）的收入讯息	6
表 1-4	三大国际信评机构的长期信用评级符号	8
表 1-5	三大国际信评机构区分投资级与投机级评级的标准	8
表 1-6	三大国际信评机构的短期信用评级符号	9
表 1-7	穆迪与标准普尔调整中国主权评级与展望（2017 年）	10
表 1-8	穆迪与标准普尔调整中国主权评级展望（2016 年）	11
表 2-1	中国的银行获得国际信评机构与本土信评公司给予评级的对照表 （2016 年底）	19
表 3-1	国际信评机构与中国本土信评公司的评级差距	24
表 3-2	标准普尔发布全球企业评级分布（2013—2015 年）	28
表 3-3	标准普尔发布非金融业评级分布（2013—2015 年）	29
表 3-4	主体评级分布：企业债（2007—2015 年）	31
表 3-5	债项评级分布：企业债（2007—2015 年）	32
表 3-6	主体评级分布：公司债（2007—2015 年）	33
表 3-7	债项评级分布：公司债（2007—2015 年）	34
表 3-8	主体评级分布：私募债（2012—2015 年）	35
表 3-9	债项评级分布：私募债（2012—2015 年）	36
表 3-10	主体评级分布：中期票据（2008—2015 年）	37
表 3-11	债项评级分布：中期票据（2008—2015 年）	37
表 3-12	主体评级分布：定向工具（2011—2015 年）	39
表 3-13	主体评级分布：整体非金融信用债	40

表 3-14	债项评级分布：整体非金融信用债	41
表 4-1	标准普尔评级调整统计（2001—2015 年）	46
表 4-2	主体评级一年移转矩阵：企业债	48
表 4-3	主体评级一年移转矩阵：公司债	50
表 4-4	主体评级一年移转矩阵：中期票据	52
表 4-5	主体评级一年移转矩阵：私募债	53
表 4-6	主体评级一年移转矩阵：定向工具	54
表 4-7	债项评级一年移转矩阵：企业债	56
表 4-8	债项评级一年移转矩阵：公司债	57
表 4-9	债项评级一年移转矩阵：中期票据	59
表 4-10	债项评级一年移转矩阵：私募债	60
表 4-11	非金融信用债主体评级调整统计	61
表 4-12	非金融信用债债项评级调整统计	63
表 4-13	当年度主体评级被调降 3（含）个以上级距统计	65
表 4-14	当年度债项评级被调降 3（含）个以上级距统计	66
表 6-1	主体评级与债项评级对应矩阵：企业债	92
表 6-2	债项评级未获明显提升的企业债	93
表 6-3	主体评级与债项评级对应矩阵：公司债	95
表 6-4	债项评级未获明显提升的公司债	96
表 6-5	主体评级与债项评级对应矩阵：中期票据	97
表 6-6	债项评级未获明显提升的中期票据	98
表 6-7	2015 年企业债获得第三方担保的情形	100
表 6-8	2015 年公司债获得第三方担保的情形	101
表 6-9	2015 年中期票据获得第三方担保的情形	103
表 6-10	主体评级与债项评级差距的分布：企业债	104
表 6-11	主体评级与债项评级差距的分布：公司债	105
表 6-12	主体评级与债项评级差距的分布：中期票据	107
表 7-1	穆迪给予中国非金融信用债券的主体评级分布	117
表 7-2	标准普尔给予中国非金融信用债券的主体评级分布	117
表 7-3	惠誉给予中国非金融信用债券的主体评级分布	118
表 7-4	企业债主体评级：穆迪与中国本土信评公司的比较	120

表 7-5	公司债主体评级：穆迪与中国本土信评公司的比较	121
表 7-6	私募债主体评级：穆迪与中国本土信评公司的比较	128
表 7-7	中期票据主体评级：穆迪与中国本土信评公司的比较	128
表 7-8	定向工具主体评级：穆迪与中国本土信评公司的比较	132
表 7-9	标准普尔、惠誉与中国本土信评公司的中期票据主体评级比较	134
表 7-10	标准普尔、惠誉、穆迪与中国本土信评公司的公司债主体 评级比较	134
表 8-1	发行人付费模式与投资者付费模式的信评公司	141
表 8-2	中债资信的主体委托评级分布	146
表 8-3	投资者付费与发行人付费模式的主体评级分布比较	147
表 8-4	中债资信的主体评级移转矩阵（2011—2015 年）	149
表 8-5	中债资信与发行人付费模式的评级调整比较	150
表 9-1	中债资信的主动（公开）评级分布	158
表 9-2	投资者付费模式的委托评级、主动评级与发行人付费模式 评级的比较	164
表 9-3	中债资信主动评级移转矩阵（2011—2015 年）	166
表 9-4	中债资信的委托评级、主动评级与发行人付费模式的评级 调整统计	167
表 10-1	中债资信的委托评级、主动评级与基本评级的差距：企业债	173
表 10-2	中债资信的委托评级与基本评级的对应矩阵：企业债	175
表 10-3	中债资信的主动评级与基本评级的对应矩阵：企业债	176
表 10-4	中债资信的委托评级、主动评级与基本评级的差距：公司债	178
表 10-5	中债资信的委托评级与基本评级的对应矩阵：公司债	180
表 10-6	中债资信的主动评级与基本评级的对应矩阵：公司债	181
表 10-7	中债资信的委托评级、主动评级与基本评级的差距：私募债	183
表 10-8	中债资信的委托评级与基本评级的对应矩阵：私募债	185
表 10-9	中债资信的主动评级与基本评级的对应矩阵：私募债	186
表 10-10	中债资信的委托评级、主动评级与基本评级的差距：中期票据 ...	188
表 10-11	中债资信的委托评级与基本评级的对应矩阵：中期票据	189
表 10-12	中债资信的主动评级与基本评级的对应矩阵：中期票据	191
表 10-13	中债资信的委托评级、主动评级与基本评级的差距：定向工具 ...	193

表 10-14	中债资信的委托评级与基本评级的对应矩阵：定向工具	195
表 10-15	中债资信的主动评级与基本评级的对应矩阵：定向工具	196
表 10-16	中债资信的委托评级、主动评级与基本评级的差距：整体 非金融信用债	198
表 11-1	中国非金融信用债历年违约统计	203
表 11-2	2014 年违约债券基本信息	204
表 11-3	2015 年违约债券基本信息	204
表 11-4	2016 年违约债券基本信息	206
表 11-5	违约债券的受评信评公司	210
表 11-6	违约企业债与评级调整历程	211
表 11-7	违约公司债与评级调整历程	214
表 11-8	违约私募债与评级调整历程	217
表 11-9	违约中期票据与评级调整历程	217
表 11-10	违约短期融资券与评级调整历程	224
表 12-1	标准普尔的全球企业信用评级与累积违约几率的对应关系 (1981—2013 年)	233
表 12-2	穆迪的 global 企业信用评级与累积违约几率的对应关系 (1983—2014 年)	234
表 12-3	惠誉的 global 企业信用评级与累积违约几率的对应关系 (1990—2013 年)	235
表 12-4	主体评级：各级别 1 年内违约几率	238
表 12-5	主体评级：各级别 2 年内违约几率	240
表 12-6	主体评级：各级别 3 年内违约几率	241
表 12-7	债项评级：各级别 1 年内违约几率（非金融信用债）	243
表 12-8	债项评级：各级别 2 年内违约几率（非金融信用债）	245
表 12-9	债项评级：各级别 3 年内违约几率（非金融信用债）	247
表 12-10	债项评级与风险溢酬的关系：企业债	249
表 12-11	债项评级与风险溢酬的关系：公司债	250
表 12-12	债项评级与风险溢酬的关系：中期票据	252

图 目 录

图 2-1 中国违约债券统计	22
图 3-1 标准普尔发布全球企业评级分布 (2013—2015 年)	29
图 3-2 标准普尔发布全球非金融业评级分布 (2013—2015 年)	30
图 3-3 中国非金融信用债的分类	31
图 3-4 企业债的主体评级与债项评级分布	32
图 3-5 公司债的主体评级与债项评级分布	34
图 3-6 私募债的主体评级与债项评级分布	36
图 3-7 中期票据的主体评级与债项评级分布	38
图 3-8 定向工具的主体评级分布	39
图 3-9 非金融信用债的主体评级分布	40
图 3-10 非金融信用债的债项评级分布	42
图 4-1 非金融信用债主体评级调整统计	62
图 4-2 非金融信用债债项评级调整统计	63
图 5-1 中国的信用评级向 AA 靠拢	73
图 5-2 企业债主体评级分布 (2007—2015 年)	73
图 5-3 公司债主体评级分布 (2007—2015 年)	74
图 5-4 中期票据主体评级分布 (2008—2015 年)	75
图 5-5 私募债主体评级分布 (2012—2015 年)	76
图 5-6 企业债债项评级分布 (2007—2015 年)	77
图 5-7 公司债债项评级分布 (2007—2015 年)	78
图 5-8 中期票据债项评级分布 (2008—2015 年)	78
图 5-9 私募债债项评级分布 (2012—2015 年)	79
图 5-10 企业债初始主体评级分布 (2007—2015 年)	80