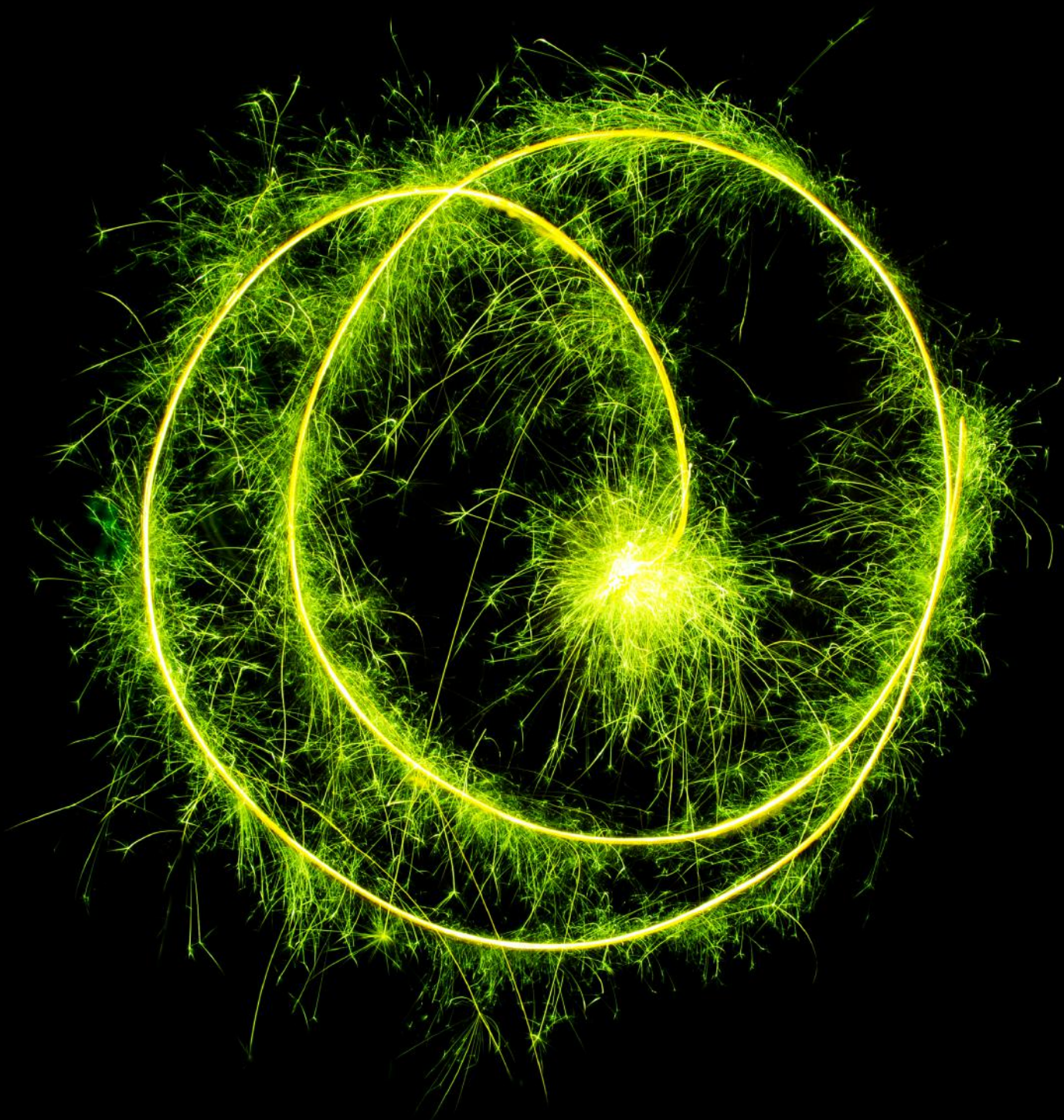


Deloitte.

德勤



中国信用评级谏议

作者：俞宁子、张迅

引言

2017年5月12日，国务院新闻办召开新闻发布会，介绍中美全面经济对话框架下的早期收获，其中提及“中方将在2017年7月16日前允许在华全资金融服务公司提供信用评级服务，并开始申请征信许可程序”。这意味着在不远的将来，穆迪、标普，以及惠誉等国际评级将有机会参与国内的信用评级服务，对人民币国际化和资本市场的进一步开放有重大意义。

受到消息影响，MCO的股票从5月17号开始有一波上涨。穆迪、标普也对中国进一步开放评级市场表示欢迎。然而评级公司并没有对中国的开放态度投桃报李，5月24日穆迪下调中国国家主权评级为A1。其主要依据是债务的上升和经济增长放缓。消息一出，各方反应不一，包括美国媒体在内都认为对中国影响有限。穆迪、标普和惠誉到底是什么样的公司？他们的评价方法和国内的评级公司有什么区别？未来他们参与国内的信用评级服务，会产生哪些影响呢？要回答这些问题我们首先来看看什么是信用评级。

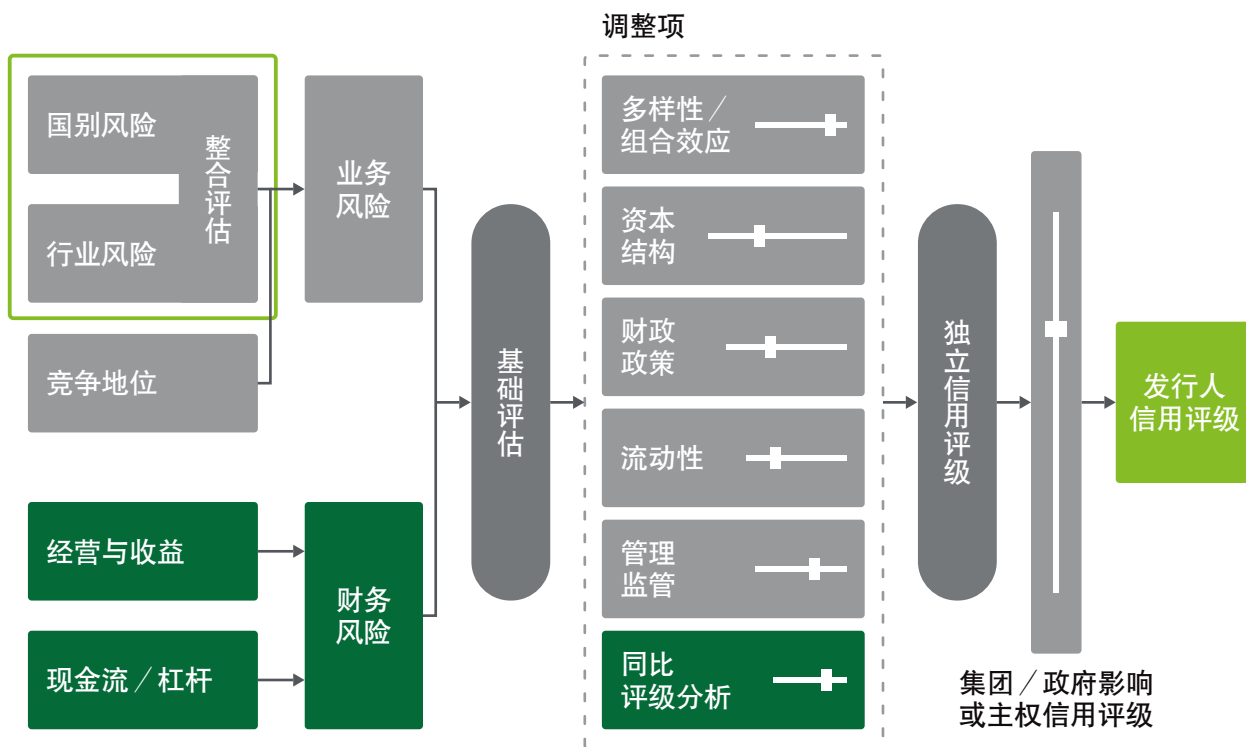
信用评级简介

随着时代的发展，我国金融市场发生了巨大变革。信用评级、债券评级、评级机构、主体评级、债项评级等词汇频频出现。你的信用卡额度，房贷，公司借款，甚至节假日租车都和信用评级/评分息息相关。那么到底什么是信用，什么是信用评级，主体评级和债项评级又有什么区别？什么是短期和长期？要想回答清楚，我们可能需要写好几本书。这里我们尝试对信用评级、评级公司、主权评级以及对经济的影响做个简单的介绍。

信用评级的发展有上百年的历史，根据维基百科的定义信用评级是对借款人某一特定债务或整体财务状况的综合评定。更直观一点就是评估你借了钱不还的可能性。说到信用评级的起源就不能不提100多年前的美国大搞基础设施建设，发行了大量的国债，州债，铁路债等。并由此产生了大量的统计信息，以及投资者对这些债券风险进行公正和准确评估的要求，评级公司应运而生。目前国外主流评级公司有20多家，其中穆迪、标普和惠誉占90%左右的市场，处于绝对垄断地位。由于长期的信誉积累，这三家的评级对相应公司债券在市场的定价有着非常大的影响。我国的评级体系和相关公司的发展更加复杂。总的来说经历了起步、整顿、恢复，目前进入了高速发展阶段。但是由于多头监管，政策壁垒等原因，目前评级的公信力不够。面对国际评级公司的竞争压力，如何吸收先进的方法并结合我国实际情况建立一套适合我国国情的评级体系并得到国际的广泛认可，是我们在未来的工作重点。我们坚信通过数据的积累，建立符合国情的评价体系，可以逐步增强国内主要评级公司的公信力，并逐渐掌握评级/定价的话语权，为人民币的国家化打下坚实基础。

国际评级公司评级框架分析

其实穆迪、标普和惠誉在评级的框架上各有特色，受限于篇幅，我们在这里做个简单的介绍和总结。



如上图所示，国际评级公司对企业评级的框架一般从企业的业务风险和财务风险两方面入手进行基础评估。在基础评估基础上，设置了各类调整项，经调整后得到独立信用评级；再经过集团/政府影响或主权信用评级等方面的调整，得到发行人的信用评级。最后通过委员会的讨论确定最终评级。具体而言，其包括以下几个基本模块：

- 系统性风险分析，主要包括国家风险和行业风险分析。一般体现为主权评级（或国家评级）和行业评级，分别反映企业的宏观运营环境风险和行业发展风险；
- 非财务分析，主要针对企业的竞争地位的定性分析，包括但不限于市场地位、业务多样性、治理架构、运营能力等方面。对于不同的行业，国际评级机构也有不同的非财务分析框架；
- 财务分析，主要分析企业的财务比率指标，包括但不限于规模、盈利能力、偿债能力、杠杆水平、营运能力、流动性等方面。对于不同的行业，国际评级机构有不同的财务比率指标分析框架；

- 模型外调整，主要针对低频高危的信用事件，诸如高级管理层变动、审计师负面意见等。这些信用事件，一旦发生即说明企业的信用质量已经发生较为严重的恶化，因而适合放在模型外对评级进行直接的调整；
- 集团/政府影响或主权信用评级，主要评估政府/母公司的实力以及支持意愿。如果政府/母公司的评级相对较高，并且对企业有很强的支持意愿，可视为对企业的担保或背书。评级公司会考虑对企业的评级进行相应的调整。

在系统性风险的分析环节，国际评级公司非常强调对企业的国别风险和行业风险的分析。可以说，企业评级很大程度上受到国别风险和行业风险的评估结果限制。为了让大家对国别风险有个大概的了解，我们简单解释一下国别风险考虑的主要因素。首先我们必须承认，这个世界除了做出评级的少数几个人，没有人百分百清楚评级结果是怎么出来的。虽然评级公司为了显示其透明性和公正性，都会简单披露评级原理和框架。但是由于很多因素不能量化，同时评级公司也不会公布相关的权重；特别是最后的评级委员会对评级结果掌握着生杀大权，导致评级结果的出炉有很多主观因素。通常主权评级会考虑以下因数：

1. 人均国民收入 (Per capita income)
2. GDP增长率
3. 通胀
4. 财政收支情况 (Fiscal Balance)
5. 对外收支平衡 (External Balance)
6. 外债
7. 是否是工业化国家
8. 历史上有没有不还钱

这次穆迪降低中国主权评级的重要原因就是经济发展放缓和债务增长不可控。貌似公允但实际上在人民币争取国际话语权的关键时刻，是不是有国家利益和地缘政治的考虑我们就不得而知了。至少我们的政府和监管机构对这个观点是不认可的。不管我们是否愿意，当国际评级公司对我国主权评级和某特定行业的评估与国内的通常看法出现偏差时，对于国内发债企业而言，国际评级公司的评估结果与国内的评估结果就会出现较大的差异。考虑到在不远的将来我们会对外资评级公司开放市场，在这一过程中，上述差异所产生的影响应该被重点考虑。本文以下部分，我们将结合实际数据，分别阐述因为国别风险评估结果和行业风险评估结果，而对国内企业评级可能产生的影响。

（一）国别风险评估结果影响分析

文国别风险评估结果一般反映为主权评级。债券发行人评级原则上不可能超过主权评级。由于穆迪将中国主权评级从Aa3下调至A1。受到主权评级下调的影响，一大批国内企业的评级存在被下调的风险。这样的影响可以归纳为两个方面：

一方面，因封顶的主权评级下调导致部分企业评级随之下调。换言之，这部分机构下调之前的评级，由于政府支持等因素，等同于主权评级。这些机构包括但不限于：

- 中国农业发展银行的长期发行人评级和/或高级无抵押债务评级从Aa3下调至A1；
- 国家开发银行的长期发行人评级和/或高级无抵押债务评级从Aa3下调至A1；
- 中国进出口银行的长期发行人评级和/或高级无抵押债务评级从Aa3下调至A1。

另一方面，因负面宏观因素作用导致部分企业评级下调。这些机构包括但不限于：

- 交通银行股份有限公司A2的长期存款评级和P-1的短期存款评级列入下调的复评名单；
- 交银金融租赁有限责任公司A2的长期发行人评级列入下调的复评名单；
- 国银金融租赁股份有限公司的长期发行人评级从Aa3下调至A1；
- 中国神华能源股份有限公司的长期发行人评级从Aa3下调至A1；
- 东风汽车集团股份有限公司的长期发行人评级从A1下调至A2。

以上数据来源：穆迪官网，<http://www.moodys.com>

可见，当主权评级被下调时，跟主权评级密切相关的企业（一般是政策性银行、大型国有银行、大型国有企业等），其评级均会面临向下调整的可能。而这些与主权评级密切相关的企业，往往是国内评级公司给予稳定AAA级的企业。

不仅如此，理论上，在主权评级下调后，所有在海外市场发债的企业均面临评级下调的风险，并由此产生高额的融资成本。因此，引入外资评级公司过程中，由于外资评级公司对我国主权评级的评估而导致国内企业评级调整的影响，必须被系统性的分析和评估，并早做准备。

（二）行业风险评估结果影响分析

在系统性风险的评估中，除了国别风险，另一个主要的维度是行业。如果所在行业风险过高，则该行业向下的所有企业评级均会受到影响。在我国，房地产行业是个典型的例子。相对与大公、中诚信等公司给予的高评级结果，国际评级机构对国内房地产看法相对负面。

穆迪对中国房地产企业评级举例

保利房地产(集团)股份有限公司	Baa2
绿地控股集团有限公司	Ba1
华润置地有限公司	Baa1
广州富力地产股份有限公司	Ba3
万科企业股份有限公司	Baa1
首创置业股份有限公司	Ba3

标普对中国房地产企业评级举例

华润置地有限公司	BBB+
宝龙地产控股有限公司	B
万科企业股份有限公司	BBB+
万达集团股份有限公司	BBB-
保利房地产集团股份有限公司	BBB+
绿地控股集团有限公司	BB
世贸地产控股有限公司	BB+

数据来源：标准普尔官网，www.standardandpoors.com；穆迪官网，<http://www.moody.com>

如上图所示，对于国内的房地产企业，穆迪和标普的评级均为B级。并且，在穆迪评级中，Ba1级及以下即为“投机级”；同样地，对于标普评级，BB级及以下即为“投机级”。在以上例子中，绿地控股集团有限公司、广州富力地产股份有限公司、首创置业股份有限公司、宝龙地产控股有限公司、世贸地产控股有限公司，均为“投机级”。这直接导致这些企业的外债融资成本偏高，加上人民币去年贬值等原因，我国房地产企业大幅度减少了在海外的融资。

这些具备国际评级公司评级的房地产企业，均是行业中排名领先的房企。由于外资评级公司对国内房地产行业的看法偏负面，因此该行业向下的企业的评级均较低。可想而知，如果引入外资评级公司进入国内市场，对于房地产行业处于中流及以下的企业，其评级大多数会落入“投机级”甚至“垃圾级”。这势必会极大增加这些企业在国内的融资成本。可见，外资评级公司对我国各行业的研究以及评估结果，也不容忽视。

结束语

本文简要地介绍了国际评级公司的评级框架，并且分析了在国际评级公司的评级框架下，国别风险和行业风险两方面评估结果对企业评级的影响。在分析影响过程中，我们通过实证数据分析，可以看出外资评级公司进入中国市场很可能造成对现有的评级体系的冲击。同时由于我国现有评级生态中不合理的部分，比如评级的集中度过高、评级公信力不够、评级历史短，违约数据积累不足、竞争压力导致的利益输送等，可能会让国内的主要评级公司丧失评级话语权。特别是一些经营情况良好，或受到政策大力扶持的产业被低估，由此产生巨大冲击。

企业名称	标普评级	中诚信评级
华能国际电力股份有限公司	BBB	AAA
中国宝武钢铁集团有限公司	BBB+	AAA
中国铝业控股有限公司	BBB+	AAA
中国石油化工股份有限公司	A+	AAA
中国银行股份有限公司	A	AAA
中国建设银行股份有限公司	A	AAA
中国神华能源股份有限公司	AA-	AAA
华润置地有限公司	BBB+	AAA
国泰君安证券股份有限公司	BBB	AAA
宝龙地产控股有限公司	B	AAA

数据来源：标准普尔官网，www.standardandpoors.com、Wind资讯

实际上，国际评级公司的评级与国内评级公司的评级之间的差异，不仅仅是国别风险评估和行业风险评估的差异。如上图所示，这些均是国内评级AAA的企业，与标普的评级结果对比，普遍存在2到5个级别的差异。一方面，这样的差异是因为国别风险评估和行业风险评估的差异。部分是因为国别风险评估的影响，如中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司等；部分是因为行业风险评估的影响，主要是房地产企业，如华润置地有限公司、宝龙地产控股有限公司等。另一方面，这样的差异是因为对企业本身的分析结论的不同。但是作为市场的投资方来说，标普的评级至少在区分能力上是优于中诚信的。中国银行和宝龙地产处于同一级别也会对投资决策产生误导。总而言之，要深入分析引入国际评级公司的影响，可以采用以下的研究思路：

(1) 研究分析国际评级和国内现有评级主标尺的映射关系。例如，国内评级的AA+，大体对应于穆迪评级的Ba1到Baa3，标普评级的BB+到BBB；

(2) 将国际评级机构的评级框架进行结构化。换言之，将评级框架的关键指标进行提炼；

(3) 收集关键指标相关数据，并构建新的评级模型。将国内发债企业分成两个部分，一个部分是同时具有国际、国内评级企业；另一部分是没有国际评级公司评级的企业。通过考察模型对于第一部分企业的评级结果，分析模型对国际评级的拟合程度。换言之，该模型结果与国际评级结果具有一定的可比性；

(4) 用模型分析第二部分企业的评级结果。通过国际评级和国内评级的大体映射关系，对现有和潜在发债企业、上市公司进行测评。通过结果分析，哪些公司的评级存在高估的嫌疑，对市场的影响和冲击有多大。

通过以上思路，我们可以在国际评级公司进入中国市场前，尽早分析研究可能产生的影响，并制定相应的解决方案。一方面要学习先进的评级方法和理念，提高我们的公信力。另一方面，监管机构也要在政策上进行调整，保证国内的评级公司能在相对健康的环境中竞争。提升评级的时效性、准确性和公正性。

关于德勤全球

Deloitte (“德勤”)泛指一家或多家德勤有限公司(即根据英国法律组成的私人担保有限公司,以下称“德勤有限公司”),及其成员所网络和它们的关联机构。德勤有限公司与其每一家成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司(又称“德勤全球”)并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 以了解更多有关德勤有限公司及其成员所的详情。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务及相关服务。德勤透过遍及全球逾 150 个国家与地区的成员所网络为财富全球 500 强企业中的 80%左右的企业提供专业服务。凭借其世界一流和高质量的专业服务,协助客户应对极为复杂的商业挑战。如欲进一步了解全球大约 263,900 名德勤专业人员如何致力成就不凡,欢迎浏览我们的 Facebook、LinkedIn 或 Twitter 专页。

关于德勤中国

德勤于 1917 年在上海设立办事处,德勤品牌由此进入中国。如今,德勤中国的事务所网络在德勤全球网络的支持下,为中国本地和在华的跨国及高增长企业客户提供全面的审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询和税务服务。德勤在中国市场拥有丰富的经验,同时致力于中国会计准则、税务制度及培养本地专业会计师等方面的发展作出重要贡献。敬请访问 www2.deloitte.com/cn/zh/social-media, 通过德勤中国的社交媒体平台,了解德勤在中国市场成就不凡的更多信息。

本通信中所含内容乃一般性信息,任何德勤有限公司、其成员所或它们的关联机构(统称为“德勤网络”)并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前,您应咨询合格的专业顾问。任何德勤网络内的机构均不对任何方因使用本通信而导致的任何损失承担责任。