



# 评级三巨头： 靠谱与不靠谱

对信息的搜集及分析能力，加上金融市场的发展，三大评级机构逐步成为金融市场的“看门人”，但发行人付费引发的利益冲突也让其评级的独立性越来越被质疑。

文 | 本刊记者 张琴琴

《纽约时报》专栏作家弗里德曼说：“我们生活在两个超级大国之间，一个是美国，一个是穆迪，美国可以用炸弹摧毁一个国家，穆迪可以用评级毁灭一个国家，有时候，两者的力量说不上谁更强大。”

弗里德曼讲这话的背景是在 20 世纪 90 年代。恐怕约翰·穆迪，这位穆迪投资者服务公司的创始人，自己也不会想到，当初几个英文字母组成的简单的债券评估符号会有炸弹般的威力。

如今，同穆迪一样拥有炸弹般威力的评级机构还有标普和惠誉，这三大巨头垄断着全球的评级业务，在固定收益债券市场有着举足轻重的地位。

三巨头的评级业务分为公司债券、结构化产品及主权评级，各有自己的一套评级体系，评级符号稍有不同，但客户群体相同，彼此竞争激烈。

## 资本市场“看门人”

从现在的视角看，1909 年，约翰·穆迪在《铁路投资的分析评估》中，用字母来标注相关企业的投资风险程度，依然是一个颠覆性的创新，穆迪可谓评级业的鼻祖。这种字母标注的评级法目前仍是评级机构采用的基本评级标注方法。如今，管理着全球 80% 资本的机

构都是穆迪的客户。

标普以业界领袖自居，1860 年亨利·瓦纳姆·普尔创立普尔公司，编制发布《铁路历史》及《美国运河》，向投资者提供行业资讯，开启了美国的金融信息服务业，1941 年普尔公司与进行企业债券评级的美国标准统计局合并，标普作为评级公司的模型铸就。目前，标普每年评级的各类债券高达数万亿美元规模，其编制发布的标普全球 1200 指数成为全球股市的风向标。

与穆迪、标普美国企业的身份不同，惠誉是一家欧资企业，在市场份额上较前两家评级机构小很多，但在金融机构评级方面首屈一指，影响力不容小觑。

信用评级是一种专业意见，是信用评级机构凭借自身在信息搜集、处理与分析方面的专业优势，借助科学的技术手段和评估体系对债券发行人的违约可能性予以评估，并以信用等级的方式，通过简明的符号标识代表最终的评估意见。

早期，信用评级信息还只是出售给投资者作为投资的参考，如今，信用评级已经成为资本市场监管体系的一部分，扮演着资本市场“看门人”的角色。这种转变背后，几次危机的爆发起到了很大的推动作用。

20 世纪 20 年代末，美国出现经济大萧条，



## 穆迪全球长期信用评级符号

<b>Aaa</b>	具有最高质量的信用水平，债务违约概率极低。
<b>Aa</b>	具有高质量的信用水平，债务违约概率很低。
<b>A</b>	具有中等以上质量的信用水平，债务违约概率低。
<b>Baa</b>	面临适度信用风险，具有中等质量的信用水平和一定的投机特性。
<b>Ba</b>	具有投机特征，面临确实的信用违约风险。
<b>B</b>	被视为投机性产品，面临高信用违约风险。
<b>Caa</b>	债务履约基础薄弱，面临非常高的信用违约风险。
<b>Ca</b>	债务具有高投机性，债务处于违约边缘，本金和利息有收回的可能性。
<b>C</b>	债务基本违约，本金和利息收回的可能性很小。

其中，从 Aa 至 Caa，每个评级又被分成 1,2,3 等级，1 级信用水平高，2 级居中，3 级次之。比如评级为 Aa1 的信用水平高于 Aa2，Aa2 又高于 Aa3

<b>Prime 1</b>	发行人（或相关机构）具有卓越的短期债务偿还能力。
<b>Prime 2</b>	发行人（或相关机构）具有很强的短期债务偿还能力。
<b>Prime 3</b>	发行人（或相关机构）具有可接受的短期债务偿还能力。
<b>Not Prime</b>	发行人（或相关机构）未纳入任何具体评级。

## 穆迪全球短期信用评级符号

资料来源：穆迪官网

## 三大信用评级机构的评级期限与等级划分

		穆迪	标准普尔	惠誉	
信用等级数		9	10	12	
信用等级	长期	投资	Aaa/Aa/A/Baa	AAA/AA/A/BBB	
		投机	Ba/B/Caa/Ca/C	BB/B/CCC/CC/C/DDD/DD/D	
	短期	投资	P-1/P-2/P-3	A-1/A-2/A-3	F1/F2/F3
		投机	Not Prime	B/C/D	B/C/D

资料来源：根据公开资料整理

大量公司债券违约，其中不乏企业欺诈行为，信用评级对风险的预测作用凸显，政府开始将主要信用评级机构的评级作为监管的关键性指标。1936年，美国货币监理署规定，银行只能购买具有两份以上“认可的评级手册”评级支持的债券，其中“认可的评级手册”是指由穆迪、标准和惠誉出版的信用评级手册。

20世纪70年代，美国宾州中央铁路公司破产，这可以说是当时美国金融史上最大的

违约案。为加强对市场的监管，1975年，美国证券交易委员会（SEC）确立了“国家认定的统计评级组织”（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO）制度，获得NRSRO“投资级”评级的债券承销人或交易商，最低资本金比例可以适当降低。当时进入NRSRO的信用评级机构只有标普、穆迪和惠誉。

美国证券交易委员会明确规定，NRSRO

的信用评级结果被纳入到证券交易法规体系，这使得三巨头在资本市场的话语权得到空前增强。2013年，进入NRSRO的评级机构数量扩充至十家，但这并没有改变三巨头对全球评级市场垄断的事实。

### 发行人付费引利益冲突

如果说是危机让三巨头在资本市场的话语权加大，同样也是危机，让三巨头评级的独立性饱受质疑。

最为直接的就是2007年由美国次贷危机爆发所引发的全球性金融危机。虽说危机的爆发不是一方的责任，但三巨头显然难辞其咎。

美国证券交易委员会针对三大信用评级机构对次级抵押债券所采用的信用评级程序的调查显示，2007年以前，三大信用评级机构并未建立专门的次级抵押债券信用评估模型；并且，在次级抵押债券资产池包含上千种品质可能随时发生显著改变的贷款的情况下，信用评级机构仍仅仅依据历史数据对模型进行调整，而未根据具体的债务变动状况来进行精确的信用分析和模型调整。

可以说，在危机爆发前，三巨头未能预测到危机的发生，虚高的信用评级助长了市场上的投机行为；而危机发生后，信用评级机构又大规模下调评级，动摇了市场信心，在事实上引发了恐慌，使市场走向恶性循环，加重了危机的程度。

信用评级的独立性和客观性是评级业坚守的准则，三巨头能占领市场，也是因其良好的声誉，奈何就在2008年金融危机中表现如此糟糕？原因有二。

一是发行人付费模式引发利益冲突。

NRSRO制度确立后，企业发行债券，必须得到评级机构的评级，且评级结果的好坏直接决定着企业的债券融资成本。就在同一时期，

即20世纪70年代，三巨头盈利模式由用户付费向发行人付费转变。其中就存在这利益冲突，即企业可以购买信用评级。

在公司债券市场，这种利益冲突表现的并不明显。因为公司债券市场庞大而分散，单个公司的议价能力很低，而且评级机构基于模型、数据积累及对公司内部信息（2001年，美国regulation FD规定，评级机构在评级时可以获取公司内部信息）的获取，本着对自身声誉负责的原则，会做出对公司债券独立的信用评级。

但在结构化产品市场，情况就有所变化。以占据结构化产品很大比例的MBS为例，2000~2006年间，前十大MBS发行商占据50%~60%的市场份额，最大的发行商每一家可能占据8%~10%的市场份额，如此，发行商的议价能力极高。丰厚的市场回报加上市场竞争，将发行人付费模式下的利益冲突暴露得淋漓尽致。

电影《大空头》更是毫不掩饰地直指这一弊端。次级贷款违约率大幅攀升，与次级贷款相关的结构化金融产品却始终维持着名不副实的高评级，基金经理马克非常气愤，找到标普负责人，标普负责人在无奈之下给出了这样的回答：“如果我们不这么做，生意就被隔壁的穆迪抢走了”。

二是对评级机构监管的缺失。

在2006年9月29日布什签署《信用评级机构改革法案》之前，美国市场对评级机构的监管一直是空白，《信用评级机构改革法案》虽将对评级机构的监管上升到法律的层面，但未规定评级行为的法律责任。在相关涉及信用评级的诉讼中，三巨头也多以“言论自由”为自己成功开脱。

金融危机之后，《多德-弗兰克法案》于2010年颁布，试图加强对NRSRO的监管，针对利益冲突问题，法案规定参与信用评级过

在2006年9月29日布什签署《信用评级机构改革法案》之前，美国市场对评级机构的监管一直是空白。

中诚信在2006年被穆迪收购了49%的股权，几乎与此同时，联合国际也被惠誉收购了49%的份额，上海新世纪则在2009年与标普签订了合作协议。

程或者信用评级方法设计的人员禁止参与费用谈判，并建立追溯复核机制等。但一个不可避免的事实是，《多德-弗兰克法案》的规定并没有让监管部门摆脱对评级机构的依赖，利益冲突依然存在。

### 被绑架的主权评级

弗里德曼说，穆迪可以用评级毁灭一个国家，说的是评级业务中的主权评级这一类。

对于主权信用评级，IMF曾在2010年10月发布报告，全面评估了主权债务评级的积极作用和负面影响。报告说，虽然评级机构坚称他们不是为了得出特定的信用风险度量指标（如违约可能性或预期损失），而只是为了给风险做出排序，但报告发现，评级机构的辨别能力（discriminatory power）在某种程度上是可以证实的。例如，1975年以来所有出现过违约的国家，都曾在违约发生前一年被给予“非投资级”评级。

但这份报告并不能平息那些被降级的国家对三巨头的不满。

不满之一在于，与公司债券和结构化产品不同，影响一个国家主权信用水平的因素太多，不可能都被纳入模型，且国家之间数据采集和披露标准不一，评级机构也无法拿到主权国家的内部数据，所以主权评级的科学性较低。

不满之二在于，三巨头在危机中的顺周期表现。2009年欧债危机爆发，有其经济发展失衡的内部原因，但三大评级机构在危机前并未成功预警，在危机爆发后轮番下调欧元区国家的主权评级，加剧了市场的恐慌情绪，导致其再融资困难，引发了欧债危机，被火速降级的希腊至今还在苦海挣扎。

然而，不满归不满，要在国际市场融资，主权国家还是离不开三巨头给出的信用评级。

因为在对一个国家不甚了解的情况下，三巨头给出的主权评级就是外界对其判断的依据。这就造成了一种评级绑架的局面，对它不满，却还离不开它。

看看伊朗吧。在过去10多年里，伊朗一直因发展核计划遭制裁，难以在国际债券市场融资，如今制裁解除，想要重回国际市场，首先就需要有评级机构为其评级。有消息称，伊朗最近正在接洽穆迪和惠誉，希望两家机构对其主权信用进行评级。

有一种说法是这样说的，对付一个评级机构最好的方法就是成立新的评级机构。不愿受制于这种评级绑架，多个国家和国际间合作组织也都致力于建立自己有国际影响力的评级机构。

一个现实的问题就是，成立评级机构，不难，但要达到炸弹级威力，不易。

三巨头通过在世界各地开设分支机构，对其他评级机构或控股或收购，已发展成为全球评级市场的垄断寡头。“百年基业”也使他们拥有了丰富的公司和各类债券产品的历史数据，这是后来的评级机构难以企及的。

而且，三巨头的全球渗透还在持续。以穆迪为例，在其2015年年报中，扩张新兴市场是目标之一，2015年5月，穆迪收购Equilibrium，秘鲁一家信用评级领导企业；2015年12月，穆迪收购BlackBox Logic。拿中国评级市场来说，中诚信在2006年被穆迪收购了49%的股权，几乎与此同时，联合国际也被惠誉收购了49%的份额，上海新世纪则在2009年与标普签订了合作协议。国内最大的四家全国性的信用评级公司中，仅大公国际是中资企业。

三大评级机构伴随着美国金融市场的发展而壮大，在危机中有过惊艳的风险预警，但也有着让人诟病的过于趋利。虽备受争议，但眼下它们的全球垄断地位还是难以撼动。 □