

发布时间：
2015 年 1 月 27 日

撰写人

肖上贤
0755-82875018
xiaoshx@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

信用评级要点指南

目 录

一、什么是信用评级？	2
二、评级如何分类？	2
三、信用评级关注哪些风险因素？	3
四、信用评级有何作用？	5
五、信用评级的使用者有哪些？	5
六、不同评级机构间信用等级符号与含义为何存在差异？	6
七、如何看待/理解信用评级？	9
（一）评级结果是债券买卖的决策依据吗？	9
（二）信用评级是债券定价的唯一依据吗？	9
（三）信用评级是对受评对象违约概率的精确预测吗？	9
（四）信用评级能准确预测受评对象信用风险吗？	9
（五）评级模型是得出评级结果的唯一工具吗？	10
（六）不同评级机构之间的评级结果具有可比性吗？	10
八、什么是跟踪评级？跟踪评级时评级结果会发生变化吗？	11
九、如何理解评级展望？	12
十、如何理解列入信用评级观察名单？	12
十一、什么情况下会终止评级？	13
十二、债券信用增级的主要方式有哪些？	13
十三、如何检验信用评级的质量？	14
（一）国际通行的评级质量检验方法	14
（二）国内通行的评级质量检验方法	17

一、什么是信用评级？

也称资信评级，指信用评级机构采用特定的评级方法¹，对受评对象偿债能力和偿债意愿进行分析，评估其相对信用风险大小，并用一个简单的符号将评估结果表示出来的活动。

信用评级机构是实施信用评级的行为主体，是指依法设立的从事信用评级业务的社会中介机构。信用评级机构是金融市场上一类重要的服务性中介机构，目前国际公认的专业信用评级机构有穆迪投资者服务公司（以下简称“穆迪”）、标准普尔（以下简称“标普”）和惠誉国际信用评级有限公司（以下简称“惠誉”）等。国内可从事资本市场评级业务的专业信用评级机构有中诚信国际信用评级有限公司（以下简称“中诚信国际”）、中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证券”）、鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）、上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪”）、大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）、联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）、联合信用评级有限公司（以下简称“联合信用”）、东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）、上海远东资信评估有限公司（以下简称“上海远东”）和中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）。

从信用评级的内涵来看：（1）信用评级所评价的内容包括受评对象的偿债能力和偿债意愿；（2）信用评级的主要功能是揭示信用风险，有效缓解信息不对称；（3）评级机构所做出的评级结论是基于对一定信息的收集和加工，因此评级机构所获取信息的真实性、广泛性以及所采用的评级方法与标准会对评级结果造成直接影响；（4）评级机构采用一系列具有特定意义的符号来表达其评级结果，因此评级结果具有直观性；（5）评级结果是对被评级对象未来的预期，这种预期具有一定的时效性，因此需对评级结果进行跟踪。

二、评级如何分类？

按受评对象类型的不同，可以将评级分为：

1. 工商企业/金融机构信用评级

包括工业、商业、外贸、交通、建筑、房地产、旅游等企业和集团的信用评级，以及商业银行、保险公司、信托公司、证券公司、担保公司、小额贷款公司等各类金融机构或

¹ 此处指广义概念的评级方法，包括评级方法、评级模型与标准。

类金融机构的信用评级。金融机构或类金融机构与一般工商企业的信用评级要求不同，一般工商企业生产经营比较正常，虽有风险，容易识别，企业的偿债能力和盈利能力也易测算；而金融机构或类金融机构则易受经营环境影响，主要是经营货币借贷和证券买卖的企业，涉及面广，风险大，在资金运用上要求盈利性、流动性和安全性的协调统一，要实行资产负债管理，要受政府有关部门严格监管。因此，金融机构或类金融机构信用评级的风险性要比一般工商企业高，评估工作也更复杂。

2. 证券信用评级

包括长期债券（含公司债券、企业债券、中期票据、可转换公司债券、分离交易的可转换公司债券、非政策性金融债、中小企业私募债券、地方政府债券、项目收益债等）、短期融资券、结构融资产品、优先股、基金、各种商业票据等的信用评级。目前我国主要以债券（包括长期债券、短期融资券）和结构融资产品信用评级为主。

3. 国家主权评级

是指评级机构采用特定的评级方法和标准，对主权国家按期足额偿付所有债务本息的能力和意愿所作的评价。

4. 地方政府评级

是指评级机构采用特定的评级方法和标准，对地方政府按期足额偿付所有债务本息的能力和意愿所作的评价。

5. 其他评级

除以上评级之外，评级机构还开展了一系列的特殊目的评级，例如：国际评级机构开展了基金信用质量评级、基金波动性评级、保险商财务实力评级、本金稳定性基金评级、财务增强评级、回收率评级、银行基本实力评级、银行存活能力评价、收益率评级、稳定性评级、互换风险评级和项目评级等。国内评级机构目前基本上尚未开展以上评级，但开展了综合实力评级、投标企业评级和公司治理评级等特殊目的评级。

三、信用评级关注哪些风险因素？

1. 宏观经济风险

宏观经济风险主要是由于宏观经济因素的变化、经济政策变化、经济的周期性波动以及国际经济因素的变化，导致企业运营环境发生重大变化，进而影响企业运营或资本市场

证券价格的风险。评级机构在对受评对象进行评级时，一般会考虑经济周期、宏观经济发展前景、货币政策、财政政策、税收政策、通货膨胀等宏观经济因素。若受评对象为外向型企业，除关注国内宏观经济风险因素外，一般还需关注国际宏观经济风险因素对受评对象的影响。

2. 行业风险

行业风险主要是由行业生命周期、技术革新、产业政策变化等因素引起的，是信用评级关注的主要风险类别之一。

行业生命周期由初创期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段构成的。处于行业初创期的企业，有获取高额利润的可能性，但风险比较大；处于成长期的企业，利润增长较快，风险也比较小；处于成熟期的企业，利润进一步大幅增长比较困难，但风险仍比较小；处于衰退期的企业，要维持相应的利润比较难，且行业风险在不断增大。

技术革新对行业风险的影响主要表现在：技术革新的速率、技术革新广度和深度。

此外，产业政策变化也是影响行业风险的重要因素，国家或区域产业政策的变化直接影响到相关产业的结构调整、竞争状况和发展潜力。

3. 管理与治理风险

主要包括股权结构、委托代理结构、内部激励机制等法人治理结构，内部资金管理、财务管理、投资管理、销售管理、生产管理、质量管理、技术管理、安全管理、人力资源管理、项目管理等涉及的风险。

4. 经营风险

主要包括企业所提供的产品、服务市场价格变动，主要原辅材料、能源供应和价格变动、交通运输的限制，对主要供应商和主要销售客户或销售网络的依赖程度或集中风险，其他代替性产品与服务的竞争风险，消费者消费偏好变动的风险，新产品和新技术风险，产品和服务的单一风险等。

5. 财务风险

主要包括对客户信用风险的管理和控制，融资风险和资本结构控制，资金调度和流动性管理，汇率风险和利率风险，资产保值增值能力，对外担保、重大诉讼等或有事项风险等。

四、信用评级有何作用？

1. 降低投资者搜寻信息成本

投资者在投资决策之前，需广泛地收集与投资对象相关的信息，以此判断能否获得预期收益。但由于投资者与投资对象之间存在严重的信息不对称，投资者难以对每一个投资对象进行详尽的调研与分析。评级机构作为金融市场上一类重要的服务性中介机构，其所出具的评级结果客观地揭示了投资对象的信用风险，有利于降低投资者与投资对象间的信息不对称，为投资者优化投资决策，减少投资盲目性和投资风险提供参考。

2. 降低融资企业的资金成本

没有信用等级参考的企业与外部的债权投资人之间存在信息不对称问题，会导致该企业必须付出更高的风险报酬才能吸引外部的资金，以补偿因信息不对称所产生的额外风险。较高的融资成本，对于信用良好的公司来说是不公平的，可能会迫使其选择退出市场，也就是逆向选择；对于取得资金的公司而言，由于成本过高，它会倾向于投入高报酬高风险的项目，继而危害债权投资人的权益，也就是道德风险。

信用评级在交易双方信息不完全的情况下，可以降低信息不对称所带来的认知风险，尤其是对于信用评级高的债券来说，容易得到投资者的信任，可以减少发行者的筹资成本和交易成本，拓宽发行者的筹资渠道。

3. 降低监管部门的监管成本

信用评级的结果，可以提高证券市场的效率与透明度，为监管部门开展和加强对监管对象的分级分类管理提供依据，从而能有效的降低监管成本。

五、信用评级的使用者有哪些？

信用评级的使用者主要包括证券发行人、监管部门、证券投资者、商业银行及相关利益主体。

1. 证券发行人

信用评级为证券发行人提供了客观公正的资信能力证明，减少投资者与发行人之间的信息不对称，不仅有利于拓宽其融资渠道，而且有利于提高证券发行的效率，降低融资成本。此外，在中国，债券以及结构融资产品的发行大多要求进行信用评级，因此，信用评级成为发行人发行证券的一个必备环节。

2. 监管部门

为防范系统性风险，维护金融市场稳定，监管部门需要时刻关注证券发行人的信用风险，但由于监管部门与发行人之间存在严重的信息不对称，且监管部门难以花费巨大的精力和成本来具体了解发行人的风险状况，因此，监管部门往往借助信用评级来识别发行人的信用风险，作为证券发行审查决策的重要依据。

3. 证券投资者

信用评级简单而客观的提供了有关受评对象的信用风险情报，投资者在评估投资的风险水平和收益水平，以及进行证券定价、投资组合风险控制与管理时，可以参考信用评级的结果，从而有效降低投资者信息收集成本和决策成本。

4. 商业银行及相关利益主体

与证券投资者类似，商业银行在对客户进行授信或贷款时，可参考第三方信用评级机构出具的评级结果，以进一步识别客户的信用风险，从而决定是否提供授信或贷款。

六、不同评级机构间信用等级符号与含义为何存在差异？

信用等级符号是评级机构根据自身评级技术体系而建立的一套符号标识，用以直观地反映评级机构对受评对象的评级结果，从而使得投资者了解受评对象信用风险的相对大小。

由于信用等级符号是评级机构根据自身评级技术而建立的，而不同评级机构的技术体系是存在差异的，因此，不同评级机构之间的信用等级符号标识及含义并不完全一致，信用等级代表的信用风险大小也可能是不一样的。

从国际三大评级机构来看，标普、穆迪和惠誉均拥有各自的等级符号体系，包括主体长期和长短期债务等级符号体系等，尽管三大评级机构的等级符号及定义存在一定的相似性，但异大于同，特别是它们所体现的关注要点不同。以国际三大评级机构长期债项信用评级等级符号及含义为例，从下表可以看出，标普和惠誉的等级符号较为相似，但标普包括 11 个等级，较惠誉多 2 个等级；而穆迪的等级符号体系分为 9 个等级，且符号标识与标普、惠誉明显不同。在等级符号含义上，标普侧重偿还债务能力、外部因素影响、违约可能性等；惠誉侧重偿还债务能力、外部因素影响、信用风险、投机性等；穆迪则侧重信用风险、投机性、违约可能和违约回收可能等。标普和惠誉在其等级含义中并未包括关于违约回收可能的相关内容，原因是标普和惠誉均会进行回收评级作为对债项评级的补充，

但标普是对投机级（BBB-以下）债务进行回收评级，而惠誉则是对 B 级及以下债务进行回收评级。相比之下，穆迪没有回收评级，而是在长期债务评级中 Ca 级及以下级别已直接考虑了债务违约回收可能。

表 1 国际三大评级机构长期债项信用评级等级符号及含义比较

标普		穆迪		惠誉	
符号	等级含义	符号	等级含义	符号	等级含义
AAA	偿还债务能力极强，为标准普尔给予的最高等级。	Aaa	债务信用质量最高，信用风险最低。	AAA	信用质量最高，信用风险最低，表示偿还债务的能力极强，基本不受可预见事件的不利影响。
AA	偿还债务能力很强，与最高评级差别很小。	Aa	债务信用质量高，只有很低的信用风险。	AA	信用质量很高，信用风险很低。表示偿还债务的能力很强，受可预见事件的影响不大。
A	偿还债务能力较强，但相对于较高等级的债务，其偿债能力较易受外在环境及经济状况的不利因素影响。	A	债务为中上等级，信用风险低。	A	信用质量较高，信用风险较低。表示偿还债务的能力较强，相比高级别，较易受不利商业和经济环境影响。
BBB	目前有足够的偿债能力，但若在恶劣的经济条件或变化的外在环境下，其偿债能力可能会削弱。	Baa	债务为中等等级，有中等信用风险，因而具有某些投机特征。	BBB	信用质量良好，目前信用风险低。表示偿还债务的能力尚可，但不利商业和经济环境对其影响较大。
BB	相对于其他投机级评级，违约的可能性最低，但持续的重大不稳定情况或恶劣的商业、金融、经济条件可能令债务人没有足够的偿债能力。	Ba	债务具有投机成分，信用风险较高。	BB	具有投机性，信用风险较大，尤其是在商业和经济环境持续恶化的情况下。但其业务和财务弹性可能仍可支撑债务的偿付。
B	违约可能性较 BB 级高。债务人目前仍有能力偿还债务，但恶劣的商业、金融或经济情况可能削弱高信用风险债务人偿还债务的能力和意愿。	B	债务为投机性债务，信用风险高。	B	投机性高，信用风险大。
CCC	目前有可能违约，债务人须倚赖良好的商业、金融或经济条件才有能力偿还债务。如果商业、金融、经济条件恶化，债务人可能会违约。	Caa	债务具有投机性且信用状况差，信用风险很高。	CCC	信用风险很大。
CC	目前违约的可能性较高。	Ca	债务投机性很高，可能或接近违约，只有一些收回本金及利息的可能。	CC	信用风险非常高。
C	目前很可能违约。有偿付安排的债务，或债务人已提交破产申请或采取类似行动的，可能尚未出现偿付违约。	C	债务为最低等级，通常已经违约，回收本金及利息的可能小。	C	信用风险极高。
D	债务人未能按期偿还债务，纵使宽				

	限期未清，除非标准普尔相信借款可于5个工作日内还清。此外，如正在申请破产或已作出类似行动以致债务偿付受阻的也会给予D级。				
NR	表示未受托对债务进行评级，或评级所需信息不足，或因政策原因标准普尔无法对特定债务进行评级。				

资料来源：标普、穆迪、惠誉全球官网公开资料、鹏元整理

国内主要评级机构也建立了不完全一致的等级符号定义，但与国际三大评级机构相比，相互间的差异程度相对较小。以鹏元、中诚信国际和中债资信的中长期债务信用等级符号及含义为例，等级符号体系均分为三等九级，但在等级符号含义上除了都关注债务安全性和违约风险外，中债资信特别列明违约损失风险，中诚信国际特别列明经济环境影响程度。

表 2 中债资信、中诚信国际、鹏元中长期债务信用评级等级符号及含义比较

符号	鹏元等级含义	中诚信国际等级含义	中债资信等级含义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。	债券安全性极高，违约风险极低，或者违约损失风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。	债券安全性很高，违约风险很低，或者违约损失风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。	债券安全性较高，违约风险较低，或者违约损失风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。	债券安全性一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。	债券安全性一般，违约风险一般，或者存在一定违约损失风险。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。	债券安全性较弱，受不利经济环境的影响很大，有较高违约风险。	债券安全性较弱，违约风险较高，违约损失风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。	债券安全性很低，违约风险很高，违约损失风险很高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。	债券安全性极低，违约风险极高，违约损失风险极高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。	基本不能保证偿还债券。	债券在破产或重组时可获得保护较小，难以保证本金及利息的偿付。
C	债务无法得到偿还。	不能偿还债券。	基本不能偿还债券。

资料来源：鹏元、中诚信国际、中债资信官网公开资料、鹏元整理

七、如何看待/理解信用评级？

（一）评级结果是债券买卖的决策依据吗？

评级机构是服务性中介机构，评级结果是评级人员在大量尽职调查的基础上，对受评主体未来本息偿付能力和意愿出具的专业意见。作为意见，评级结果存在一定的局限性，其准确与否在很大程度上取决于受评主体提供的基础信息及第三方鉴证资料（如审计报告、资产评估报告等）的质量，且相关专业人员的判断不可避免带有一定主观性。此外，信用风险仅仅是债券风险的一部分，利率风险、流动性风险等因素也是债券投资应考虑的重要因素。因此，信用评级结果只是一种专业意见，而非标准化的答案。投资者应正确看待评级机构的职责与评级结果，参考评级结果的同时应自行判断受评主体的实际信用风险，不能将评级结果作为唯一的决策依据。

（二）信用评级是债券定价的唯一依据吗？

利率作为债券的价格形式，其与证券信用评级存在着显著的负相关关系，因此，信用评级会在一定程度上影响债券定价。但由于债券价格（或利率）还受到债券期限、流动性、可回售/赎回条款、资金供求关系以及税收待遇等因素影响，因此，信用评级只是影响债券价格（或利率）的重要因素之一，不是债券定价的唯一依据。

（三）信用评级是对受评对象违约概率的精确预测吗？

信用评级揭示的是受评对象的相对信用风险，而不是绝对信用风险，评级结果反映的是受评对象违约可能性的相对大小。由于信用评级是面向未来的判断，这种判断在未来可能受到不可预见因素的影响，存在着一定的不确定性。因此，信用评级并不是一门精确的科学，其评级结果不是对受评对象违约概率的精确预测。

（四）信用评级能准确预测受评对象信用风险吗？

信用评级是评级机构根据受评对象的相关信息，对其信用风险大小所作的判断与评价，因此，评级机构所获取的受评对象信息的真实性、充分性和及时性，是影响评级判断准确性的重要依据之一。此外，纵观国内外评级机构的各类评级方法，无一例外地采用了定量分析与定性分析相结合的方式进行综合评价，以平衡信用评级的客观性和全面性要

求。定量分析一般以历史数据为基础，并结合评级模型直接实现客观判断；但历史数据并不能充分反映受评对象的未来状况，且评级模型与标准的科学性也会影响定量分析的准确性。而定性分析主要是评级人员的主观判断，依赖于评级人员的专业性，其对受评对象信息的理解程度以及对未来判断逻辑的合理性，都会影响到对受评对象未来信用风险的判断。因此，在现实条件下，信用评级并不一定能完全准确地预测受评对象的信用风险，尤其是对于长期信用风险的预测，信用评级结果也只是一专业意见，而非投资决策的依据。

（五）评级模型是得出评级结果的唯一工具吗？

为平衡信用评级的客观性和全面性要求，评级机构在评级过程中基本都采用了定量分析与定性分析相结合的方式，其中定量分析多直接通过数理统计模型实现客观判断，而定性分析则需要依赖分析师的主观判断，然后再将定性分析指标以一定的方式量化纳入评级模型内。对于不同类型的信用评级，分析的主导性模式会有所差异。例如，对于企业主体和一般信用债评级，评级机构多采用基于信用评级模型的分析师主导模式，强调在遵从相应的信用评级方法的基础上，充分发挥分析师的专业知识和经验，利用信用评级模型及其他现代信用分析统计或计量工具，对各评级要素或指标进行分析、预测。而对于结构融资产品评级，评级机构普遍采用数理统计模型为主导的分析模式。

在多数情况下，评级模型得出的结果不应与分析师所作出的判断存在很大差异，而如果两者出现冲突，一般会由评审委员会或类似功能机构充分考虑产生差异的原因以及分析师主观判断的合理性，再以投票方式最终确定代表集体决策的评级结果。

因此，评级模型并不是得出评级结果的唯一工具，但评级模型得出的结果为分析师或评委作出判断提供了指示性参考。

（六）不同评级机构之间的评级结果具有可比性吗？

由于不同评级机构的评级方法、评级模型与标准并不完全一致，再加上各评级机构对受评对象发展前景判断有所差异，这将导致不同评级机构之间的评级结果并不具有横向可比性。

此外，不同评级机构评级符号、评级符号定义及评级侧重点也存在着差异（参见表 1）。虽然评级都是对债务或者发行人相对信用风险的排序，但不同评级机构的评级符号及其内涵意义并不完全一致，不同评级机构的评级结果会有所差异。

比较穆迪和标普长期债务评级符号的定义可以发现（参见表 1），两者评级结果所度

量的侧重点有所不同，穆迪更强调预期损失率，而标普更强调违约率。穆迪认为其长期信用评级表示的是不同债务可能给投资者带来信用损失的相对大小，因此其评级度量的是不同债项之间预期损失率的相对大小，也即同时考虑了债务违约的可能性和违约后可能损失的大小。而标普则在比较债务相对风险的同时，更侧重债务人的偿还能力，认为其长期评级主要衡量的是违约率。评级侧重点的不同可能使得评级结果不具有横向可比性。

八、什么是跟踪评级？跟踪评级时评级结果会发生变化吗？

由于信用评级是面向未来的判断，侧重于对影响受评对象未来偿债能力的长期性因素的预期分析和评价，这种预期具有一定的时效性，因此，需对受评对象进行跟踪评级，审查跟踪期内受评对象信用状况是否发生重大变化，并决定是否调整评级结果。

跟踪评级是指在信用等级有效存续期内，由评级机构主动发起的对受评对象进行重新检查并确定信用等级过程。跟踪评级一般分为定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级是常规性的跟踪评级，在评级结果公布或证券有效期内固定的一段时间内（每年至少一次）启动。

不定期跟踪一般是当受评对象发生重大突发事件可能影响信用等级时才启动。一般地，在评级结果出具后，如出现以下情形时，应及时启动不定期跟踪：

- (1) 评审委员会上次评审信用等级时确定需持续监察的事项发生；
- (2) 受评对象发生可能影响其信用等级的突发性重大事项，包括①发生重大并购事件；②主要领导人发生变动；③经营情况异常（如业务领域收缩或核心业务发生重大变动、市场份额下降导致主营业务收入大幅下降、产品或服务的需求大幅下降和主要供货商或客户流失等）；④财务状况异常（如盈利能力急剧下降、负债水平急剧上升、银行借款出现付息或还本逾期和现金流不足以支付利息等）；⑤涉及重大诉讼；⑥其他突发事件（如自然灾害和安全质量事故等）；
- (3) 受评对象所处行业或其他经营环境出现可能影响其信用等级的突发性重大事项，如行业政策发生重大变动。

从工作程序上来看，定期跟踪评级和不定期跟踪评级工作流程和首次评级无重大差异，包括评级准备、尽职调查、评级分析、评审、评级结果公布等流程。

跟踪评级是对受评对象信用风险的重新审查，评级机构对于跟踪评级采取的行动包括维持原级别和评级展望、上调级别或评级展望、下调级别或展望。如果跟踪期内受评对象信用状况发生了足以影响信用级别改变的重大变化，评级机构将会调整评级结果。

九、如何理解评级展望？

评级展望是指长期信用评级在中期（通常 6 个月到 2 年）的可能变动方向，其反映了当前受评主体的经营风险、财务风险及其他方面的变化趋势尚未达到触发评级变动的程度，但如果该趋势持续，则评级会向该方向变动。

评级展望通常分为：正面，表示存在积极因素，未来信用等级可能提升；负面，表示存在不利因素，未来信用等级可能降低；稳定，表示情况稳定，未来信用等级大致不变。

值得注意的是，正面和负面的评级展望不一定预示着评级必然发生变化或列入信用观察名单，稳定的评级展望也不一定意味着评级不可能发生变动。

十、如何理解列入信用评级观察名单？

指当发生了影响受评对象信用风险的重要事件，受评对象的信用等级在短期内（通常不超过 6 个月）可能发生变动时，评级机构将其列入信用评级观察名单，并重新确定信用等级。可能引起受评对象信用等级可能发生变化的重大事件包括但不限于：

(1) 受评对象发布重大计划，且该计划的实施可能对受评对象的信用等级产生较大影响。重大计划包括重组、融资、对外担保和投资、新建项目等。

(2) 受评对象的经营或财务实力发展趋势、行业发展趋势、宏观及区域经济状况、法律法规等发生变化，对受评对象的信用等级产生较大影响。

(3) 发生突发事件，使受评对象的生产经营环境发生变化，其影响程度尚不清楚。

(4) 受评对象发生重大人事或组织架构变动。

(5) 评审委员会在上次确定信用等级时根据受评对象的特性提出的须重新确定信用等级的事项被触发。

一般来说，当上述事项发生或者与期望的趋势出现差异，并且需要额外的信息来审查当前评级时，评级机构会将受评对象列入观察名单。由于评级观察通常是由某个事件触发的，因此列入评级观察的时间相对较短，最长期限一般为 6 个月。受评对象列入信用观察名单后，评级机构将对受评对象信用状况重新进行评估，并重新审查信用级别。

评级观察的类型通常分为：正面，表示评级可能上调；负面，表示评级可能下调；待定，表示评级可能上调、下调或维持。

值得注意的是，被列入信用观察名单并不意味着必然会出现评级改变，同样地，信用观察不一定包括所有正在进行检查和监视的评级，评级改变也可能在未出现在评级观察名单的情况下发生。

十一、什么情况下会终止评级？

终止评级是指评级机构不再对受评对象进行评级的行为。根据中国证券业协会《证券资信评级机构执业行为准则》的规定，如出现下列情形，评级机构可以终止评级：

(1) 受评对象拒不提供评级所需关键材料或提供的材料存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的；

(2) 委托人不按约定支付评级费用的；

(3) 因受评主体被收购兼并、重组或受评证券被转股、回购等，导致受评对象不再存续的。

如因上述原因终止评级的，评级机构一般应公告原因。评级机构终止跟踪评级的，一般应公布最近一次的评级结果及其有效期，并说明该项评级此后将不再更新。

十二、债券信用增级的主要方式有哪些？

债券信用增级是指债券发行人为了吸引更多的投资者，改善发行条件，降低融资成本，通过各种增信方式来降低债券违约概率或减少违约损失率，以降低债券持有人承担的违约风险和损失，提高债券信用等级的行为。

目前国内债券发行过程中采用较多的增信方式是第三方担保和资产抵/质押担保，其中第三方担保包括公司担保（含母公司担保、兄弟公司担保、非关联公司担保）、专业担保公司担保、个人保证担保；资产抵/质押担保包括土地使用权抵押担保、采矿权抵押担保、林权抵押担保、收费权质押担保、股权质押担保（含上市公司股票质押担保和非上市公司股权质押担保）、应收账款质押担保等。

评级机构对于第三方担保增信的效果，主要考察因素包括：（1）担保方信用水平；（2）担保双方相关性；（3）担保函是否为标准条款及是否有补充条款。

评级机构对于资产抵/质押担保增信的效果，主要考察因素包括：（1）抵/质押资产覆盖倍数；（2）抵/质押资产的质量与价值稳定性；（3）抵/质押资产的流动性；（4）抵/质押期限；（5）抵/质押资产处置受法律限制的程度。

十三、如何检验信用评级的质量？

（一）国际通行的评级质量检验方法

国际上通常用评级准确性与评级稳定性两类指标来综合评价评级机构的评级质量。

1. 评级准确性

根据信用等级的含义，信用级别符号主要用于度量评级对象信用风险大小，因此，评级结果符号释义与评级对象实际信用风险情况是否相匹配则成为衡量评级准确性的重要标准。然而现实中由于实际信用风险难以量化考查，因此事后的实际违约率则成为国际通行的衡量评级机构评级准确性的重要指标。

违约率指债务人未能按照合约的规定履行其义务，即发生违约的实际历史频率。对于评级准确性的评估，除了简单地对不同信用级别发行人进行违约率统计之外，评级机构还通常在违约率数据的基础上构建累积准确性曲线（Cumulative Accuracy Profile，简称“CAP”）和准确性比率（Accuracy Ratio，简称“AR”）来度量信用评级的相对准确性，其中违约率统计最为直接，累计准确率曲线（CAP）最为直观，准确性比率（AR）综合性最强。

违约率统计是按照各个信用等级，对已发生违约发行人进行统计，每个级别对应一个违约率。一般而言，如果评级机构评级准确性高，在相同年份，信用级别越高，对应违约率越低。信用等级与违约率单调关系越显著，评级准确性越好，反之亦然。

表 3 穆迪事后违约率统计（1983-2010 年，单位%）

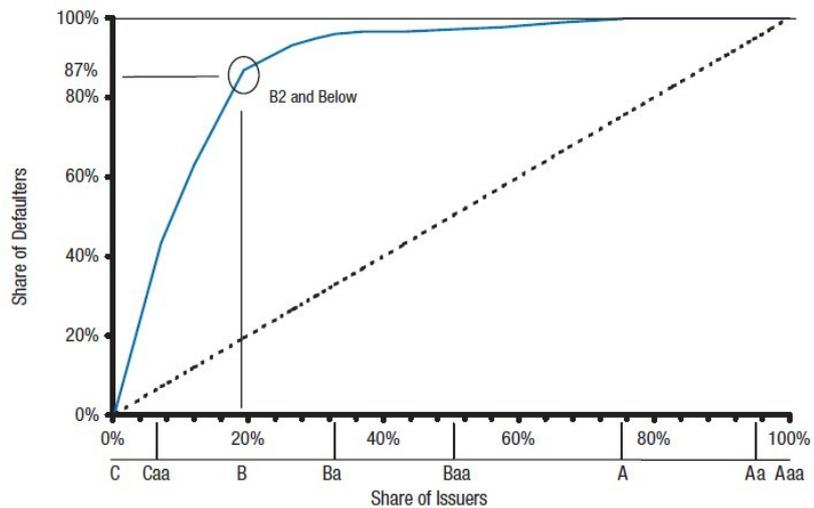
级别	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Aaa	0.00	0.02	0.02	0.05	0.09	0.13	0.18	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Aa	0.02	0.07	0.12	0.20	0.29	0.35	0.39	0.42	0.45	0.50	0.59	0.72	0.87	0.99	1.13
A	0.06	0.20	0.41	0.62	0.85	1.10	1.37	1.68	1.97	2.22	2.45	2.67	2.93	3.24	3.63
Baa	0.20	0.56	1.00	1.50	2.06	2.64	3.18	3.71	4.26	4.89	5.54	6.23	7.08	8.00	8.88
Ba	1.20	3.44	6.18	9.07	11.51	13.76	15.76	17.68	19.53	21.34	23.03	24.84	26.65	28.66	30.72
B	4.47	10.52	16.53	21.77	26.52	31.03	35.30	39.03	42.31	45.19	47.76	50.36	52.88	55.42	57.46
Caa	15.53	27.59	37.25	45.15	51.80	56.26	59.23	62.76	67.20	73.04	77.15	77.37	77.37	77.37	79.54
Ca-C	38.74	50.58	59.68	66.35	71.65	73.39	75.92	78.88	78.88	78.88	78.88	78.88	78.88	78.88	78.88

资料来源：穆迪网站，鹏元整理

累积准确性曲线（CAP 曲线）在坐标平面上通过描点来完成，通常来说每个点与一个信用级别相对应，点的横坐标表示的是信用级别等于或低于该级别的债务人的比重，而点

的纵坐标表示的是信用级别等于或低于该级别的违约债务人数占全部违约数的比重。例如，信用级别等于或低于 B2 的债务人占全部债券人的比重为 20%，同时，信用级别等于或低于 B2 的违约债务人数占违约总数的比重为 87%，这时就在坐标轴上标出一个点（详见下图）。以此类推，可以依次标出坐标轴上的其他点，将这些点连接起来就得到累积准确性曲线。

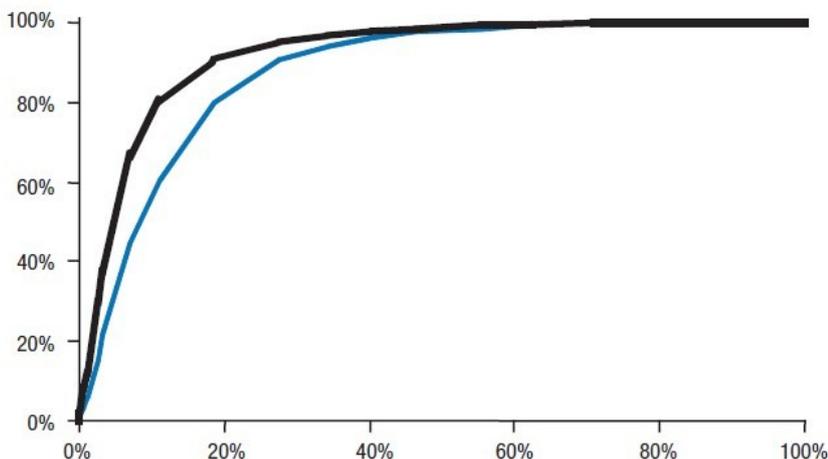
图 1 累积准确性曲线示意图



注：图中的虚线为 45 度对角线
资料来源：穆迪网站

CAP 曲线的用法有很多，下面举例说明如何利用 CAP 曲线来比较两个不同的评级系统的相对准确性。如下图所示，黑色和蓝色两条曲线分别代表两个评级系统，其中黑色曲线更加向坐标平面的左上角靠拢，或者更加偏离 45 度对角线，这时我们可以判断出黑色曲线代表的评级系统具有更好的信息处理效果，而蓝色曲线则略差。

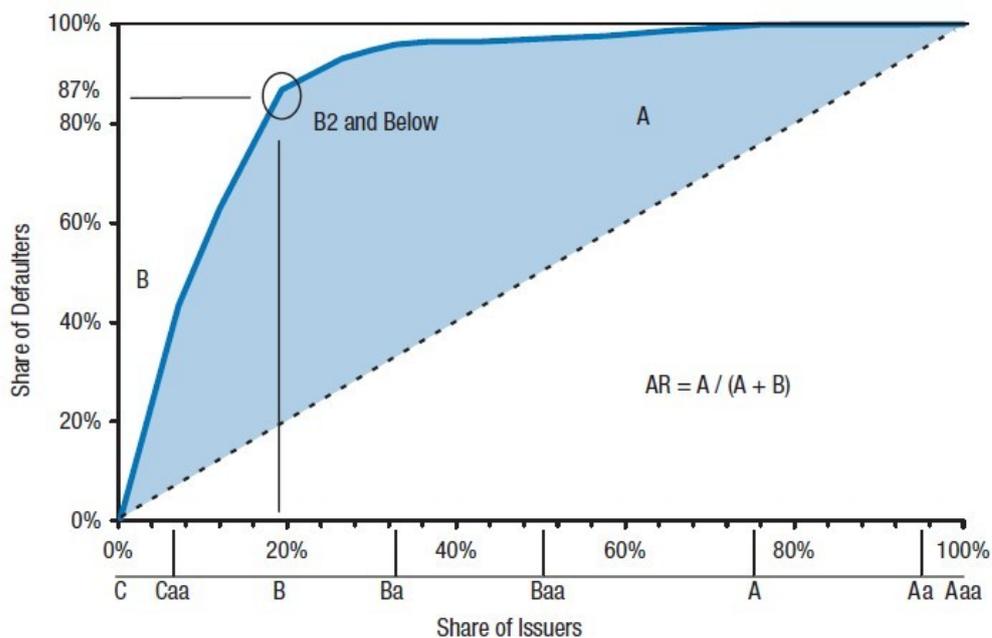
图 2 以 CAP 曲线比较两个评级系统的表现（无交叉情况）



资料来源：穆迪网站

准确性比率是用一个比值来反映评级系统的相对准确性，分子为 CAP 曲线与 45 度对角线之间的面积（用 A 表示），分母为 45 度对角线之上的最大可能面积（用 A+B 表示）。那么，准确性比率 AR 就等于 A 与 (A+B) 之比。一般而言，AR 的值越大，说明评级系统的相对准确性越好。

图 3 借助 CAP 曲线计算准确性比率 AR



资料来源：穆迪网站

准确性比率的取值介于 1 与 -1 之间，当 CAP 曲线处于 45 度对角线的下方时，AR 的

取值为负。通常来说，当违约样本总数较大时，准确性比率的值才有意义。

2. 评级稳定性

评级机构长期信用评级是对评级对象长期信用风险大小的评价，评级结果反映的是评级对象基础信用风险情况，考虑了经济周期波动的影响，评级结果在未来一段时间内应该相对稳定。同时，投资者在确定固定收益投资组合时，往往将评级机构评级结果作为投资参考，缺乏稳定性的评级结果可能影响投资者的参考。评级稳定性是评级的内在要求，也是评级使用者的外部要求，评级稳定性是度量评级质量的重要方面。评级稳定性可以通过级别调整比率、级别大调率、级别逆转率和级别迁移率几个指标进行评价，这些指标可以通过信用等级迁移矩阵统计表直观地判断。

信用等级迁移矩阵描述了评级对象在特定一段时期内信用级别的迁移路径，通过等级迁移矩阵可以观察到从期初到期末各信用级别的迁移情况，从而度量评级体系的稳定性。评级机构调整级别越频繁，表明评级机构的评级稳定性越差，评级结果的准确性也越难得到保证。

表 4 穆迪 1 年内信用等级迁移矩阵（1970-2010 年平均值）

From/to	AAA	AA	A	BBB	BB	B	Caa	Ca-C	default	wr
AAA	87.40%	8.63%	0.60%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	3.34%	0.00%
AA	0.97%	85.62%	7.97%	0.36%	0.05%	0.02%	0.01%	0.00%	5.00%	0.02%
A	0.06%	2.69%	86.76%	5.27%	0.49%	0.11%	0.03%	0.00%	4.53%	0.05%
BBB	0.04%	0.18%	4.53%	84.52%	4.11%	0.78%	0.17%	0.02%	5.48%	0.18%
BB	0.01%	0.06%	0.37%	5.64%	75.76%	7.24%	0.53%	0.08%	9.21%	1.10%
B	0.01%	0.03%	0.13%	0.34%	4.76%	73.52%	5.77%	0.67%	10.54%	4.23%
Caa	0.00%	0.02%	0.02%	0.14%	0.46%	8.26%	60.09%	4.10%	12.18%	14.72%
Ca-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	2.37%	8.88%	36.27%	16.70%	35.45%

资料来源：穆迪网站

（二）国内通行的评级质量检验方法

尽管违约率是国际上应用最为普遍和广泛的评级质量检验方法，但利用违约率数据来检验评级系统准确性的前提条件是违约率数据存在且能够获得。但目前在中国债券市场上由于极少发生违约案例，导致违约率的数据不可获得，在此情况下，评级机构及监管机构难以应用违约率的方法检验评级系统的质量。因此，目前在国内，主要采用信用等级迁移矩阵对评级机构评级稳定性进行检验。

版权及声明

本文件的版权归鹏元资信评估有限公司所有。

未经鹏元资信评估有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。鹏元资信评估有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

鹏元资信评估有限公司主要通过公司网站：www.pyrating.cn 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。