



大公国际：提高评级质量助力 信用债市场改革发展





8月18日，人民银行等六部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（以下简称《意见》）。我们就《意见》中与评级行业相关性较大的内容进行解读。

一、针对整个信用债市场的建设工作，认为评级行业是市场的重要组成部分。

《意见》主体由十个部分、32个条款组成，从完善市场法制（第1-4条）、推动发行交易管理分类趋同（第5-8条）、提升信息披露有效性（第9-11条）、强化信用评级机构监管（第12-14条）、加强投资者适当性管理（第15-16条）、健全定价机制（第17-19条）、加强监管和统一执法（第20-21条）、统筹宏观管理（第22-24条）、推进多层次市场建设（第25-30

条)、推动市场高水平开放(第 31-32 条)共十个方面,系统性提出推动信用债市场改革开放和高质量发展的具体意见。值得注意的是,继 8 月 6 日发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》(以下简称《通知》)后,《意见》再次提及评级行业发展与监管,反映了评级行业对于信用债市场的重要性。

《意见》从一个很高、很宏大的视角对我国信用债市场的长期发展进行规划。如果我们把《通知》看作是评级行业的纲领性文件,将推动评级行业加速变革;那么《意见》就是信用债市场的纲领性文件,将指导整个信用债市场的未来发展。评级公司作为信用债市场的重要参与者,需要准确把握市场的未来发展趋势,顺势而为,及时校准定位。

二、强调评级行业要统一评级标准、提升评级质量和区分度,加强市场评价和监管检查。

相较《通知》对评级行业牵涉的方方面面提出多达 16 条要求,《意见》中与评级行业直接相关的要求共有 3 条,可以说为我们划了重点。首先,统一评级标准,不能因为债券在不同市场发行而采取不同的评级标准。这一点对涉及牌照整合的评级机构影响相对较大。其次,建立有区分度的评级方法体系和以违约率为核心的评级质量验证方法体系,鼓励不同评级模式进行交叉验证。这一点与《通知》中的内容基本一致,但《通知》还明确要求评级公司在 2022 年底前建设完成新的评级方法体系并投入使用。最后,强化市场评价机制,保持强监管态势不变。鼓励进一步完善对评级

机构的市場评价机制，发挥市場评价的约束和引导作用。对跟踪评级滞后、大跨度级别调整、更换评级机构后上调评级等行为给予重点关注；对存在级别竞争、买卖评级等违法违规行为加大处罚和市場退出力度。需要注意的是，加大市場退出力度这一说法并未在早前发布的《通知》中出现。

三、强调要压实中介机构责任，通过尽职免责、失职追责的激励约束机制来提高中介机构服务民营企业融资的积极性。

《意见》还对信用债市場上的整个中介机构群体提出了明确要求，除去评级机构，还包括承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等。首先，中介机构具有信息披露义务和职责。《意见》指出，中介机构要加强对发行人涉及重大资产重组、资产抵押质押、股权变动及违约处置进展等重要信息的披露工作。其次，中介机构要加强尽职调查和受托管理工作；如果存在不充分、不到位的情况，将会被问责。对于评级公司在尽职调查工作中遇到的困难，早前发布的《通知》中已经给予明确的政策支持，指出发行人、增信机构、中介机构应当积极配合评级机构的尽职调查等评级作业；若拒不配合，导致评级作业无法正常开展的，评级机构可以暂停或终止评级，并对外披露。最后，为鼓励中介机构积极服务民营企业融资活动，《意见》指出要树立尽职免责、失职追责的激励约束机制。综合来看，我们认为，各类中介机构都是市場的“看门人”，谁出了问题都会影响市場有效性和良好形象。中介机构要始终保持市場中性姿态（不偏向发行人和投资者任何一方），要兼顾经济效益和社会责任，不能仅盯着眼前的一点

利益而影响到市场的发展进程。

四、强调信用债市场分类趋同、规则统一的管理理念，评级行业需要关注非公开债券发行将会趋严、结构化发行将被严打。

《意见》指出，公开发行业债券和非公开发行业债券将会进行更加严格的分类管理，银行间市场和交易所市场都将继续是信用债的发行场所，两个市场的制度规则将会走向分类趋同。公开发行业债券由于面向一般公众投资者，发行审核方面较为严格，市场流通性较好，信息披露要求较高；非公开发行业债券因面向的是合格投资者，发行审核方面较为宽松，市场流通性较差，信息披露要求较低。管理上的差异使发行人存在监管套利的可能，比如通过拆分发行、降低投资者准入门槛等方式变相公开发行业，将低信用高风险的债券出售给不合格投资者（风险识别与承受能力较弱），造成投资者利益受损。《意见》认为需要尽快补上非公开发行业债券管理方面的漏洞。我们认为，评级公司需要继续坚持在评级行动中不区别对待两类债券的原则。此外，《意见》还指出要打击结构化发债行为（这是一种违法违规行为，与正常的结构融资不同）。根据我们了解到的情况，市场上确实存在发行人在承销商的协助下结构化发行（部分或全部自发自买）的情况，制造出公司经营良好、融资渠道畅通的假象，严重影响了市场秩序和定价机制有效性。我们认为，评级公司如果在评级行动中发现受评主体存在此种情况，应该在评级报告中充分揭露并及时向监管部门汇报。

五、强调信用债市场宏观管理重要性，评级行业需要加强信用风险识

别和预警能力。

《意见》指出，信用债市场融资行为要与宏观调控政策相匹配，这里既包括发行规模方面的总量匹配，也包括资金投向方面的结构匹配。具体来看，一方面，国家会在积极拓展信用债市场的同时合理把握债券发行节奏，达到宏观调控的目的。另一方面，未来发债主体的资金投向符合国家重大战略和产业、区域政策的将会获得更多支持，审批发行会更容易通过，同时机构投资者（比如商业银行）也会受监管考核影响更愿意购买此类债券。同理，债券资金投向不符合政策的将不会被支持，审批发行也会遇到困难，机构投资者也不愿意购买。我们认为，评级机构应该在方法论建设和评级行动中将受评主体的资金用途纳入考量。

此外，《意见》强调信用债市场要始终重视债务风险的防范化解工作，特别指出要重点处置房地产和地方融资平台两大风险。对于这两大风险，《意见》传递出支持信用风险市场化出清和有序违约的开放性态度，同时也明确不能逃废债和引发系统性风险的底线。我们认为，评级公司应该不断提高信用风险识别能力，对资产负债率偏高、经营风格激进、关联关系

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34573

