



联合资信：三大评级机构的 国际化发展历程及启示



作者

联合资信副总裁 艾仁智

联合资信主权部总经理 李为峰

摘要：

经过百余年的发展，标普、穆迪和惠誉三大评级机构从美国本土市场逐步拓展至欧洲、亚洲、拉美和非洲市场，并在全球评级市场中占有绝对垄断优势。本文研究了三大评级机构的国际化发展历程，总结了其发展成果，并进一步分析了其国际化发展的主要驱动因素，以从中汲取经验，总结对中国本土评级机构国际化发展的借鉴意义。

关键词：

信用评级 国际化 三大评级机构

信用评级起源于美国，在南北战争之后大规模的铁路建设推动了债券市场的蓬勃发展，标普、穆迪和惠誉这三大评级机构正是在此背景下成立，并在美国评级市场建立起垄断地位。20 世纪 60 年代之后，三大评级机构先后布局欧洲市场，并进入亚洲、拉美和非洲等地区。2008 年以来，各国对信用评级的监管政策趋严，但三大评级机构的全球垄断地位并未受到挑战，国际化发展趋于成熟和稳定，业务趋向多元化。三大评级机构的国际化发展经验可以为中资评级机构走出去带来相关启示。

一、三大评级机构国际化发展历程

(一) 20 世纪 60—90 年代积极布局欧洲市场

三大评级机构的国际化进程开始于 20 世纪 60 年代，经济全球化和跨国公司的快速发展推动了资本的跨境流动，跨境融资成为国际资本市场的一项重要业务，随之而来的是信用评级业务需求激增，在此背景下三大评级机构在巩固美国本土市场的同时开始着力向全球扩张。

20 世纪 80 年代，在经济全球化和自由贸易理念下，欧洲各国监管当局并未对评级行业准入机制进行约束和限制，三大评级机构借此机会迅速利用自身技术和声誉优势在欧洲建立分支机构。不同于美国债券市场上多元化的发债主体，欧洲债券市场主要由银行主导，债券发行遵循严格的政府审批制度，因此在债券市场发展初期对信用评级的需求并不大。三大评级机构在进入欧洲市场初期主要以提供金融信息服务为主，以投资人为主要服务对象，为当地投资者提供准确可靠的评级参考。

在欧元区成立之后，欧洲债券市场迅速扩张，投资人对风险信息的需求逐步增加。欧洲央行依据《巴塞尔协议 II》将信用评级引入银行的资本要求，欧洲债券市场信用评级需求逐步释放，三大评级机构开始在欧洲密集设立分支机构，并在欧洲评级市场上占据了绝对垄断地位。

(二) 自 20 世纪 90 年代起逐步渗透进入亚洲、拉美和非洲等地区

在大力发展欧美市场的同时，三大评级机构自 20 世纪 90 年代起开始

逐步拓展亚洲、拉美和非洲等市场。由于开放程度的不同以及部分国家在监管和法律等方面存在约束等原因，三大评级机构在当地往往无法或不愿直接设立分支机构，而是首选与本土评级机构达成合作伙伴关系，以自身的技术和声誉优势参与到新兴国家的资本市场活动中，借此实现国际化业务布局。

亚洲方面，三大评级机构主要以设立分支机构的方式进入经济开放程度较高的日本、中国香港和新加坡等市场，以技术合作或参股的方式进入韩国、印度等市场。

在拉美和非洲地区，巴西本土评级机构起步较早，但随后三大评级机构的渗入对其本国评级机构的发展形成一定程度的抑制；墨西哥、阿根廷、南非三国基本以三大评级机构进驻作为信用评级行业发展的始端，本国评级机构发展较为有限。

（三）2008 年以来国际化发展趋于成熟和稳定

在 2008 年全球金融危机和 2012 年欧洲债务危机期间，三大评级机构因是否保持中立以及是否真正揭示信用风险而广受质疑，评级行业集中度过高等问题也引起监管机构的高度重视。

2008 年，欧盟宣布要建立本土化的信用评级机构，从而摆脱长期以来在欧洲评级市场上三大评级机构占绝对优势的局面，力图通过提倡发债人轮换评级机构的制度来增加评级行业的内部竞争。此外，欧盟还扩大获得

认可评级资质的信用评级机构数量，试图削弱国际三大评级机构的垄断地位。此外，新兴市场国家也纷纷通过立法对评级行业与评级机构进行统一监管，监管内容涵盖市场准入、信息披露、利益冲突等各个方面。但得益于长期以来积累的声誉和公信力，这些措施并未对三大评级机构的全球市场垄断地位产生太大影响。

在两次危机后，三大评级机构继续推进国际化步伐，2013年惠誉以参股的方式进入印度市场，2015年穆迪通过技术合作与参股的方式进入秘鲁市场，2016年标普以技术合作的方式进入泰国市场，2019年和2020年标普和惠誉相继在中国设立独资公司并获准进入中国评级市场。至此，三大评级机构业务范围已经覆盖了全球绝大部分市场，国际化进程也趋于成熟和稳定。

二、三大评级机构国际化发展的成果

（一）业务趋向多元化，外部并购和重组成为重要手段

在国际化发展过程中，三大评级机构利用自身长期积累的海量数据和资料开发、延伸和挖掘了广泛的业务模块。标普除了为全球资本市场提供独立的信用评级服务，还提供指数服务、普氏能源资讯、市场分析服务等非评级服务。2020年，标普非评级业务收入占比已超过52%，成为公司收入的主要来源。穆迪将全球业务分拆为穆迪投资者服务和穆迪分析两大板块，分别负责核心评级服务和投资咨询服务。2020年，穆迪分析的收入占比已达到43%，成为评级收入以外的重要补充。惠誉除核心的信用评级

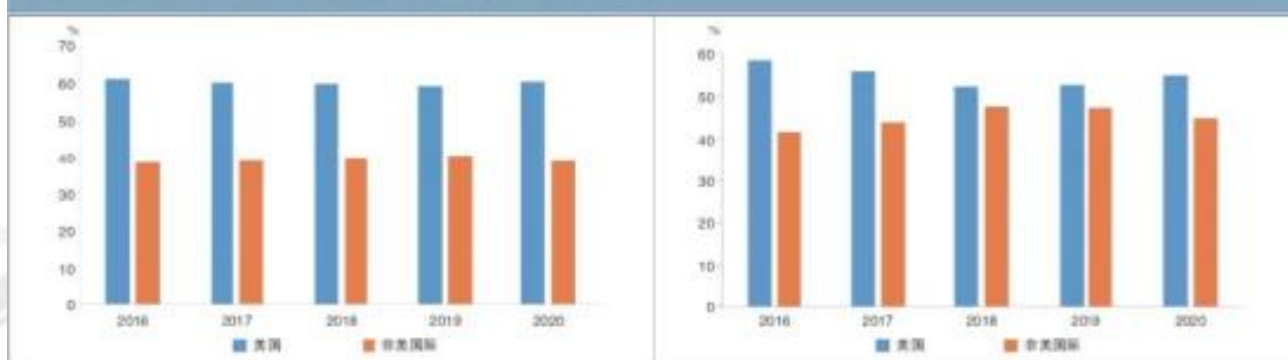
业务外，还成立了惠誉解决方案和惠誉培训两个分公司，分别负责投资咨询和教育培训业务。业务趋向多元化是三大评级机构国际化发展的必然过程，也是其国际化发展的重要成果。

在三大评级机构业务扩张过程中，除了内部整合，外部并购和重组也是重要组成部分。通过对从事相近或相似业务企业或业务板块上下游企业的收购和参股，三大评级机构实现对自身业务条线的升级、改造，业务版图愈发全面、完整，国际竞争力也进一步提高。例如，2017年穆迪以32.7亿美元收购毕威迪（Bureau van Dijk），而后者与超过160个独立信息提供者建立了合作伙伴关系，其解决方案能够满足信贷分析、投资研究、税务风险预警、转让定价、合规性和第三方尽职调查等多方面需求。在收购时穆迪预测，基于此次收购产生的协同效应能够带来超过1亿美元的收入，穆迪在信息服务方面的竞争力也得到进一步提升。

（二）美国本土市场以外收入占40%以上，欧洲地区是主要国际收入来源

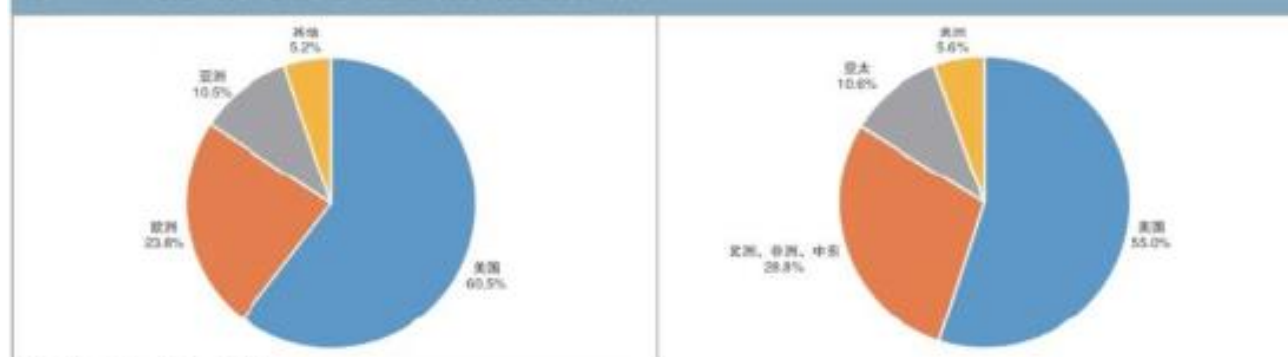
随着国际化发展的推进，国际收入逐步成为三大评级机构收入的重要组成部分。财报数据显示，2020年标普的美国本土市场收入约占全部收入的60%，其他区域的国际收入约占40%，近5年来国际收入基本稳定在该水平附近；2020年穆迪的美国本土市场收入约占全部收入的55%，其他区域的国际收入约占45%，国际收入占比近3年尽管略有下降，但仍处于相对较高水平（见图1）。

图 1 2016—2020 年标普（左图）和穆迪（右图）收入占比情况



具体来看，欧洲市场是三大评级机构的重要收入来源区域。2020 年标普的欧洲市场约占全部收入的 24%，穆迪的欧洲市场收入在国际区域中也是最高的，约占全部收入的 29%。同时，随着新兴市场国家的持续开放，一些新兴市场国家也进入三大评级机构的视野，亚太区域逐步成为其创收的主要市场。2020 年标普和穆迪的亚洲区域收入占比均达到 10% 以上（见图 2）。

图 2 2020 年标准普尔（左图）和穆迪（右图）各地区收入分布



资料来源：Wind，经联合资信整理

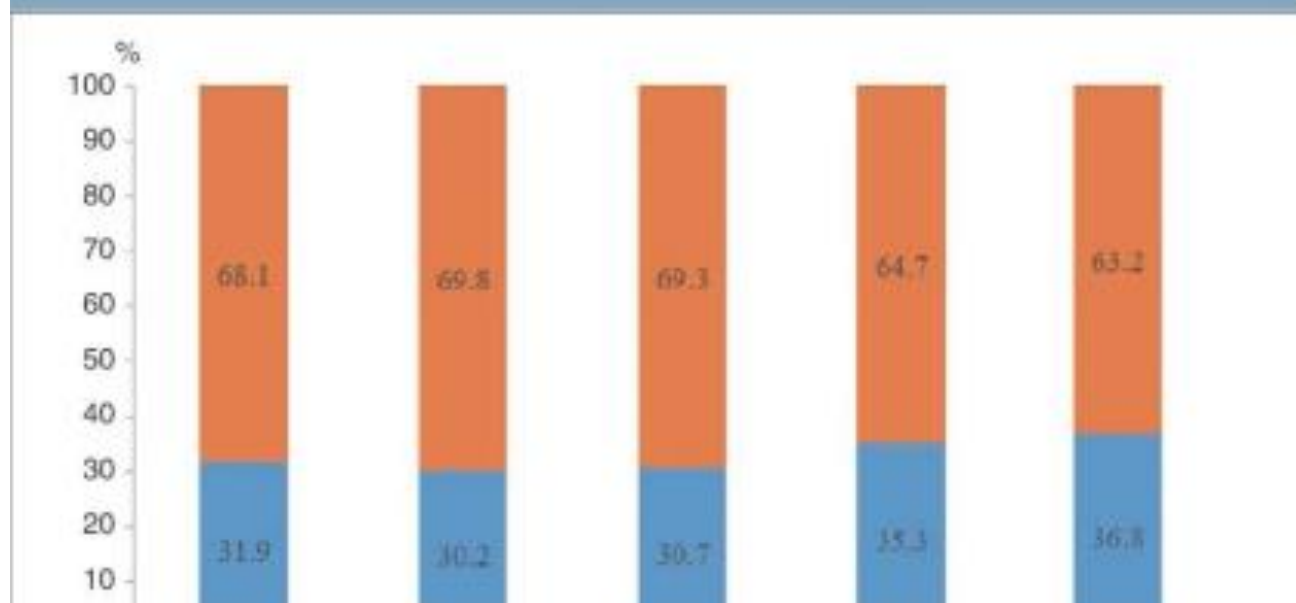
（三）重视招聘和培养国际化人才，国际员工占比显著超过美国本土员工

信用评级是人力资本密集型行业，分析师的专业水平决定了信用评级公司的业务能力。具备职业经验的专业分析师是评级机构迈上国际化道路、

赢得国际竞争力的重要因素，人才建设和储备也是评级机构国际化战略的重要组成部分。三大评级机构在国际化进程中均将自身吸引、激励和留住关键人才作为公司价值增长的重要内容。

三大评级机构不仅在美国本土拥有数量庞大且专业的分析师队伍，也在本土之外招收和培养国际化人才。以穆迪为例，2020年穆迪员工总数增长到11490人，其中美国员工和国际员工占比分别为37%和63%，国际员工占比显著高于美国员工占比（见图3）。

图3 2016—2020年穆迪员工地域分布情况



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_39688

