

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

信用债违约风险预警问题再思考：难点、机遇及对策

摘要

本文侧重从我国信用评级服务角度，梳理了评级符号发挥信用债违约风险预警问题的难点，分析了信用债违约风险预警能力改善所面临的机遇，提出了改善信用债违约风险预警能力的对策建议。

信用债违约风险预警问题难点包括：（1）债市信息披露机制建设部分存在信息披露不及时、不全面乃至失真等局限；（2）国内债券市场违约历程短暂，信用评级模型建设相对缺乏违约债券样本参照（尤其针对某些细分行业）；（3）评级技术体系建设方面，评级人才建设、评级方法和模型建设、评级服务模式数字化等诸环节有待加强；（4）不可预见及不确定性因素对信用债违约风险精准预警形成干扰或限制。

信用债违约风险预警建设适逢诸方面机遇：（1）以《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》出台等为标志，评级行业监管制度及其实践逐步优化；（2）债券市场迈出推进高质量发展的步伐，其本身蕴含评级服务健康发展乃至高质量发展的机遇，从而推动评级视角的信用债违约风险预警能力建设；（3）在新《证券法》全面构建证券发行注册制的精神指引下，以《公司信用类债券信息披露管理办法》出台等为标志，注册制下的债市发行人信息披露机制建设得以加强；（4）数字化时代背景下评级服务面临数字化转型，有助于增强债券信用风险甄别、风险预警能力。

鉴此，本文提出以下信用债违约风险预警能力建设对策，并且针对每点对策给出具体建议：一是切实优化信用评级技术体系；二是构建债市信息披露强力约束机制；三是营造高效运作的评级监管环境；四是深入推进债市高质量发展。

相关研究报告：

- 1.《信用债违约风险预警现象聚焦——从整体到结构》，2022年4月28日
- 2.《违约形势边际缓和，风险预警能力还需提升——国有企业债券违约现象解析》，2022.3.31
- 3.《新增债券违约率大幅下降，关注房企展期债券后续状态——2021年第四季度信用债违约分析》，2022.1.13
- 4.《近期中国信用债违约形势变化浅析》，2021.12.09

信用债违约前的违约风险预警问题，不仅关系到整个债券市场的稳定有序发展，也牵涉到投资者的投资交易效率。2018年以来，中国信用债违约形势趋于常态化、规模化，信用评级符号对债券违约风险预警能力不强的问题在部分范围内凸显，表明信用评级服务建设对于信用债违约风险预警能力建设具有重要意义。本文侧重从评级服务角度梳理了我国信用债违约风险预警问题难点，分析了预警能力改善所面临的机遇，并提出了信用债违约风险预警能力改善对策建议。

一、问题难点

（一）债市信息披露机制建设

信用评级机构是评级信息提供部门，也是发行人信用相关原始信息需求部门，原始信息披露的及时性、全面性、准确性对于评级报告的准确性具有重要影响。我国债券市场运行过程中，部分范围的债券发行人信息披露暴露出多方面不足，客观上不利于信用评级服务高效开展，具体表现为：

一是信息披露不及时。一些企业拖延财务报表披露时间，而财务信息是开展信用评级的重要依据。部分发债企业由于财务报表披露时间拖延等原因，造成评级机构终止评级或推迟评级的行为。

二是信息披露不全面。有些企业虽及时披露信息，但是有挑选性地披露信息，不愿意公开负面信息，缺乏公开基于自身原因的负面信息的主动性，导致信息披露不全面、遗漏信用负面信息从而干扰评级结果准确性。

三是信息披露失真。部分企业频繁更换会计师事务所，尤其会计师事务所出具的审计报告带有保留意见，可能意味着财务会计信息质量存疑。信息披露失真极端情况是财务造假行为，例如康美药业涉嫌虚增货币资金、五洋建设涉嫌少计提坏账准备等财务造假行为。

综合来看，造成债券发行人信用信息披露机制弊端的一大原因在于发行人缺乏披露主动性，针对发行人信息披露的约束监督力度有待加强，而这表明了债市信息披露机制建设还有加强空间。

（二）债市违约案例积累

标准普尔等国际评级巨头拥有悠久的信用评级服务发展历史，搜集并构建了丰富的违约债券数据及其数据库，部分违约债券数据甚至在1929-1933年经济危机时就有积累。丰富的发债企业数据对于国际评级巨头加强评级质量检验，促进评级模型优化提供了有利基础。相比之下，我国信用评级行业起步较晚，而债券市场违约历程更是短暂，从Wind资讯下载的违约债券报表显示，自2014年发生违约以来迄今（统计截至2022年4月27日），我国发生违约的信用债累计701只、发行人合计208家。由于我国债券市场违约历程短暂，违约企业数据积累有待丰富，我国信用评级模型建设相对缺乏违约债券样本参照，尤其某些细分行业迄今没有违约债券样本。

（三）信用评级技术优化

长期以来，在多方面因素影响下，我国信用债发行评级密集分布于AA级（含）以上，评级符号区分度不强现象突出。其中，AAA级、A-1级、AA+级等较高级信用债违约现象，撇除不可预见因素或重大不确定因素等对评级预警的干扰项外，这部分反映了评级技术有待优化的问题。具体来看，我国评级人才建设、评级方法和评级模型建设、评级服务模式的数字化等方面均有待加强。

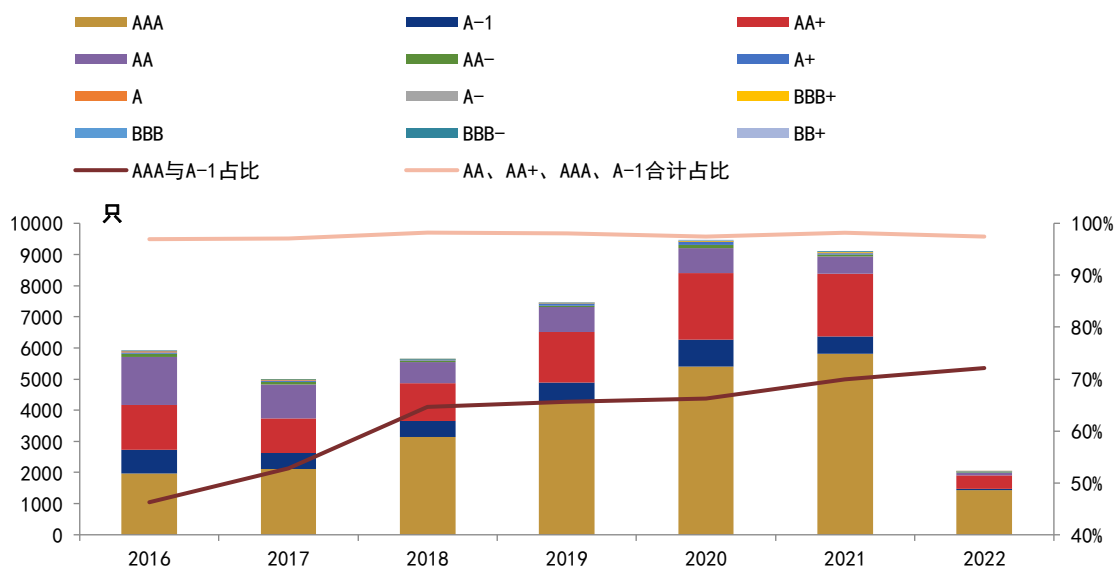


图1：历年发行信用债的首次评级分布变化

注：2016年以来发行的债券之中，无评级债券与极个别AAA+（1只）、A1（1只）债券不参与统计；2022年统计截至4月27日。
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）不可预见及不确定性因素

信用评级符号体现的是评级机构对被评对象未来偿债能力与意愿的评价与预测，但这并不意味着评级机构拥有“先知先觉”。一般而言，评级机构针对受评对象利用评级模型评分，是基于评级基本假设成立的基础上做出的，评级基本假设一般可包括外部环境相对稳定性假设，如假定宏观经济和金融环境、法律和政治环境、社会环境、行业竞争环境等外部环境不会发生重大意外变化，不会发生不可控的自然灾害、重大公共卫生事件、武装冲突乃至战争等突发性、不可抗力事件。然而现实当中，不可预见因素等超出预期情况不能完全避免。

2019年底以来（主要是2020年以来），新冠肺炎疫情突然暴发并且逐渐波及全球，对全球经济社会发展产生显著影响，其中包括对我国债券市场信用状况造成影响。但新冠疫情及其影响具有突发性和不可提前预见性，受疫情等不可预见因素影响，2020年我国发生首次违约的信用债券违约前一个月已下调至投机级的数量占比滑落至自2015年以来最低值（31.11%）。

此外，一些发债企业的生产或经营面临重大不确定性因素——如重大并购重组项目成败不明、重要诉讼案件结果不明等——此类重大不确定因素很难提前预见其未来进展，但具体进展情况可能对发债企业及其债券信用质量带

来明显不利或有利影响。针对面临重大不确定性因素的信用债，评级机构在评级观察期内存在违约风险预警准确性难点。

二、改进机遇

前述我国信用债违约风险预警问题难点展示了从信用评级角度精准预警信用债违约风险的复杂性，而从破解问题难点的利好因素来看，当前我国评级视角的信用债违约风险预警能力建设适逢发展机遇，至少表现为以下方面。

（一）评级行业监管制度及其实践优化

近年伴随债券市场违约常态化发展，以及部分范围的评级合规问题暴露，我国信用评级行业监管制度建设加强，人民银行会同发改委、财政部等部门先后出台了《信用评级业管理暂行办法》（2019）、《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》（2021）（下称五部门《通知》）等重要政策文件，推动信用评级行业向健康发展阶段过渡。其中，五部门《通知》针对信用评级行业指出，加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度。为此，五部门《通知》明确了“信用评级机构应当长期构建以违约率为核心的评级质量验证机制”等具体要求，为我国评级行业加强评级技术体系建设夯实制度基础。

（二）债券市场推进高质量发展

债券市场高质量发展的政策机遇与市场机遇，本身蕴含着评级服务健康发展乃至高质量发展的机遇，从而推动评级视角的信用债违约风险预警能力建设。当前我国债券市场已经跻身于全球第二大市场地位，但债券市场高质量发展还有明显潜力，包括市场国际化水平有待提高、信用评级服务还有改善空间、投资者结构多元化有待加强、债券发行定价效率有待提升、市场法制化监管有待加强、多层次券种结构有待优化等方面。2021年8月，人民银行等六部门联合发布《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》，债券市场高质量发展上升到政策层面。

（三）注册制下的债市发行人信息披露机制建设加强

评级符号对于违约信用债的违约预警能力高低，一定程度上取决于债券市场信息披露效率与质量。2020年以来，在新《证券法》全面构建证券发行注册制的精神指引下，以信息披露建设等为核心的信用债市场注册制建设加快进展。2020年12月，人民银行、发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，于2021年5月起施行。该《管理办法》明确了企业信息披露、中介机构信息披露的具体规定，以及信息披露的监督管理与法律责任，对于产业类信用债市场信息披露机制建设具有重要指导价值。2021年4月，沪深交易所相继发布的“公司债券发行上市审核规则适用指引”之“审核重点关注事项”，以公司债发行上市审核为中心，明确了发行人信息披露的条件与规则、特定条件下的公司债发行约束规制等内容，意在深入推进以信息披露为核心的注册制改革，加强公司债准入管理以防范信用风险。

（四）数字化时代背景下的评级服务数字化转型

大数据、云计算、区块链等数字化技术与各行业的跨界融合，正在成为国民经济可持续发展的重要途径。依托蓬勃发展的数字化技术，促进评级服务数字化转型发展，也是推动我国评级服务高质量创新发展的必经途径。通过人与机器的重新分工，数字化转型有利于为评级行业带来数字化变革，提升评级服务工作效率，增强债券信用风险甄别、风险预警能力。在推进评级数字化方面，标准普尔（S&P）等评级巨头提供了先行经验，标普近年致力于收购金融科技公司以促进数字化，标普通过多层神经网络开展主权债、企业债的评级，提高了预测准确度。从国内来看，五部门《通知》指出，鼓励信用评级机构在依法合规、风险可控的前提下，创新评级技术，将大数据、人工智能等科技手段应用于信用风险分析，提高评级数据质量、风险识别和风险监测能力，此举意味着我国信用评级服务面临数字化转型发展机遇，进而为提升评级预警能力带来政策机遇。

三、对策建议

针对我国评级视角的信用债违约风险预警问题难点，立足问题改进所面临的发展机遇，本文提出如下关于评级视角的信用债违约风险预警能力提升对策建议。

（一）切实优化信用评级技术体系

评级技术体系优化是从评级角度提升信用债违约风险预警水平的根本性举措。建议以评级行业健康发展为契机，大力推动评级技术优化改善，提升债市评级区分度，切实构建以违约率为核心的评级质量验证机制，提高评级服务市场化运作效率。大力支持评级服务数字化转型发展，支持评级企业参与金融科技监管沙盒实践，推进将优秀实践成果付诸债市评级业务试点乃至推广实践。

（二）构建债市信息披露强力约束机制

为了约束和鼓励发行人加强信息披露质量和效率自律管理，建议建立和完善发行人信息披露质量管理体系，明确信息披露主动性、及时性、全面性或专业性、真实性、精准性、一致性等具体要求，由于信用债发行人所属行业、区域及其经营规模和发展阶段等方面存在差异，发行人信息披露质量管理体系的构建需要尽可能平衡信息披露质量管理标准化与差异化之间矛盾；建议实施发行人信息披露成效后评估管理，对信息披露存在严重瑕疵的企业“秋后算账”，彻查问题原因，并依据相关处置办法做出处置，确保规则公平，对于信息披露效率和质量表现极佳的发行人给予正向激励，如可对发行人债务再融资适度给予额外支持。

（三）营造高效运作的评级监管环境

推进评级行业行政监管与市场化监管相结合，提高市场化监管（包括信用评级机构市场化评价在内）在评级行业监管中的地位和作用。促进评级行业统一监管，推进跨部门针对评级行业的执法监管、行政监管、自律监管等监管趋同，以便防范监管套利、提高监管效率。

（四）深入推进债市高质量发展

促进债券市场开放发展，提高债市双向国际化（内向型+外向型国际化）水平。促进债市投资者结构多元化，促进风险保守型、风险偏好性等各类投资者均衡发展，提高投资者投资行为理性。发展多层次、多元化券种体系，实现中低收益债券、高收益债券市场均衡发展。提升债市发行定价市场化效率，支持评级报告服务在债市发行定价中发挥积极作用。促进违约债券流通市场建设，提高违约债券处置效率。完善债市法制建设，优化法制化管理环境。打通债券市场与评级服务协同发展堵点，构建债券市场与信用评级行业高质量发展相辅相成、循环互动的发展格局。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究与发展部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-65100651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。