



国际评级行业发展与监管动态报告

联合资信 研究中心 | 郝 帅 | 刘晓光 | 王祎凡 | 张岩



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



国际评级行业发展与监管动态报告

摘要

2023 年至 2024 年全球国债收益率整体呈震荡上行走势。2023 年，美国和日本主要债券品种发行量较上年小幅下降，欧盟主要债券品种发行量小幅增长；2024 年，各国发行总量整体有所增长。截至 2024 年末，全球主要经济体托管规模均有所增长。

国际评级行业发展动态方面，截至 2024 年末，美国认可的全国性评级机构（NRSROs）为 10 家，较上年末无变化。截至 2024 年末，通过欧洲 ESMA 注册的评级机构共 25 家，较上年末减少 1 家，认证家数为 3 家，较上年无变化。国际三大评级机构业务存量略有收缩，但依然占据优势地位；中小评级机构市场份额占比整体有所收缩。

国际三大评级机构评级表现方面，2023 年穆迪所评国家主权违约率较上年有所下降，惠誉所评国家主权违约率较上年小幅上升。全球企业评级方面，国际三大评级机构所评全球企业违约率整体有所上升。全球企业信用调整趋势表现变化不一。全球主要品种等级分布较上年末变化不大。

2024 年，国际评级行业的监管重心是修订评级机构法规条例、完善监管措施和流程，加强内部控制，以及加强违规处罚等，共同推动国际评级行业健康发展。

一、全球债券市场

2023年至2024年全球国债收益率整体呈震荡上行走势。2023年，美国和日本主要债券品种发行量较上年小幅下降，欧盟主要债券品种发行量小幅增长；2024年，各国发行总量整体有所增长。截至2024年末，全球主要经济体托管规模均有所增长。

（一）2023年至2024年全球国债收益率整体呈震荡上行走势

2023年，为抑制通胀上涨，全球主要经济体央行保持紧缩性货币政策。在此背景下，美国、德国、法国、英国的10年期国债收益率均整体呈震荡上行走势，且波动幅度较上年显著增大。2024年，随着通胀水平回落至目标区间，全球多国央行开启政策转向提振经济。美联储、欧洲央行和英国央行均进入降息周期，日本央行则持续推进货币政策正常化。本年度金融风险和经济下行压力增大成为影响国债收益率走势的重要因素，各国国债收益率呈现波动型走势。

美国方面，**2023年**，美国实际GDP增速达到2.9%，较上年增长0.4个百分点，经济复苏势头良好。上半年通胀水平波动下行，下半年保持小幅波动走势，但受能源价格影响，仍高于政府调控目标。劳动力市场供应紧张，截至年底失业率处于3.7%的较低水平。良好的经济数据为美联储进一步收紧货币政策提供了政策空间，美联储年内累计加息4次，累计上调基准利率100个基点。10年期美国国债收益率整体呈现先升后降走势，且波动性较上年显著提升。整体来看，10年期国债收益率全年平均水平为3.96%，较上年（2.95%）上升101个基点。**2024年**，美国经济呈现温和复苏趋势，全年经济增速约2.9%，较上年基本持平。通胀速度有所放缓，但下半年以来出现反弹趋势，且高于预期水平，12月CPI同比增长1.9%。美联储年内累计降息三次，累计下调基准利率100个基点，联邦基准利率区间下调至4.25%—4.5%。10年期美国国债收益率呈现波动走势。整体来看，10年期美国国债收益率全年平均水平为4.21%，较上年（3.96%）上升25个基点。

欧盟方面，**2023年**，欧元区经济增长低迷，全年实际GDP平均增长0.4%，较上年下降2.0个百分点。其中，德国全年实际同比GDP下降0.3%，较上年（1.4%）下降1.7个百分点，法国经济增速放缓至0.9%，较上年（2.6%）下降1.7个百分点。受能源价格持续高企影响，欧元区通胀维持高位，欧洲央行为抑制通胀延续紧缩性货币政策，欧洲央行年内连续加息6次，累计上调基准利率200个基点。截至年末，欧元区存款便利利率、再融资利率和边际贷款利率分别上调至4.00%、4.50%和4.75%，创历史最高水平。德国和法国10年国债收益率在10月底前呈震荡上行走势。整体来看，法国全年10年期国债收益率平均水平为2.99%，较上年（1.71%）上升129个基点。德国全年10年期国债收益率平均水平为

2.46%，较上年（1.19%）上升 128 个基点。**2024 年**，欧元区经济增长持续低迷，全年实际 GDP 同比增长 0.9%，较上年仅增长 0.5 个百分点。其中，德国实际 GDP 同比下降 0.2%，降幅较上年收窄 0.1 个百分点，连续第二年经济萎缩。法国实际 GDP 同比增长 1.1%，较上年增长 0.2 个百分点。欧洲央行自 6 月开启降息周期，年内累计降息 4 次，累计下调基准利率（再融资利率）135 个基点。截至年末，欧元区存款便利、再融资操作和边际贷款便利的利率将分别降至 3.00%、3.15% 和 3.40%。同时如期宣布减持紧急抗疫购债计划（PEPP）持有的债券，减持幅度为平均每月 75 亿欧元。国债收益率走势方面，法国 10 年期国债收益率均值为 2.97%，较上年下降 2 个基点。德国 10 年期国债收益率均值为 2.34%，较上年下降 12 个基点。

英国方面，**2023 年**，英国通胀水平呈现下行趋势，但受能源价格持续高企影响，仍显著高于央行 2% 的通胀目标水平。同时叠加紧缩性货币政策影响，英国经济增长面临停滞风险，全年实际 GDP 同比增长 0.3%。为抑制通胀，英国央行延续紧缩性货币政策，2 月至 8 月连续 5 次加息，累计上调基准利率 175 个基点至 5.25%，创 2008 年以来新高。9 月和 11 月，由于 CPI 涨幅低于预期，同时三季度 GDP 环比零增长，英国央行连续在两次议息会议中暂停加息。经济增速下行引发的投资者避险需求上升，成为影响英国国债收益率走势的重要因素，带动英国 10 年期国债收益率由年内高点回落。整体来看，10 年期英国国债收益率均值为 4.07%，较上年（2.45%）上升 162 个基点。**2024 年**，英国通胀水平逐步回落至 2% 的政府目标水平，但紧缩性货币政策仍对消费端和投资端产生抑制，为提振经济，英国央行于 8 月开启政策转向，当月降息 25 个基点，是 2020 年 3 月以来的首次降息。11 月，英国央行再度降息 25 个基点，下调基准利率至 4.75%。同时，英国政府 10 月公布英国秋季预算，其中包括加大基础设施建设投入、提升公共服务支出，合计增税约 400 亿英镑的多项加税举措，为近 50 年来英国政府加税规模最大的预算案。整体来看，英国全年 10 年期国债收益率平均水平为 4.14%，较上年上升 7 个基点。

日本方面，**2023 年**，日本实际 GDP 同比增长 1.9%，受输入性通胀影响，核心 CPI 同比上涨 3.1%，创 41 年来新高。经济复苏潜力和通胀压力为日本央行政策转向提供了空间。7 月，新任日本央行行长植田和男宣布进一步调整收益率曲线控制（YCC）政策，表示将增加 YCC 的灵活性，允许长期利率波动超过 0.5% 的区间上限。10 月底，日本央行宣布取消 YCC 上下限，仅将 1% 作为 10 年期日本国债收益率上限的参考利率，同时取消每日固定利率购债操作参考。日本央行收紧货币政策带动 10 年期国债收益率上涨。整体来看，日本 10 年期国债收益率平均水平为 0.57%，较上年（0.24%）上升 33 个基点。**2024 年**，日本实际 GDP 同比增长 0.1%，

较上年下降 1.8 个百分点。3 月，日本央行将政策利率由-0.1%提高至 0%~0.1%区间，并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金，同时决定于年底退出结束 YCC 政策。7 月，日本央行公布最新利率决议，将目标政策利率再度上调至 0.25%，同时宣布了每季度缩减购债规模 4000 亿日元。本次加息幅度超出市场预期。同时叠加日本股市下跌影响，投资者避险情绪短期急剧上涨，日本 10 年期国债收益率在 8 月初急剧下跌。年底前，随着投资者信心逐步回暖，日本国债收益率恢复上升趋势。整体来看，2024 年日本 10 年期国债收益率均值为 0.91%，较上年上升 34 个基点。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 2019—2024 年主要发达经济体 10 年期国债收益率走势图

（二）2023 年美国和日本债券发行总量下降，欧元区发行总量连续两年增长

美国方面，2023 年，受政府持续缩减发债规模和债务融资成本上涨的影响，美国主要债券品种发行量延续下降走势，发行总量为 6.99 万亿美元，较上年下降 13.34%。其中，国债发行量为 3.52 万亿美元，同比下降 8.07%，仍是年度发行规模最大的主要债券品种；地方政府债、企业债¹和结构融资产品发行量分别为 0.39 万亿、1.50 万亿和 1.59 万亿美元，其中企业债发行规模小幅上涨，地方政府债和结构融资产品延续下降走势，结构融资产品降幅超过 35%，是降幅最大的债券品种。2024 年，美联储开启降息周期，美国主要债券品种发行量显著增长，发行总量为 9.13 万亿美元，较上年上涨 30.70%，其中国债、地方政府债、企业债和结构融资产品发行规模分别为 4.67 万亿、0.51 万亿、1.97 万亿和 1.98 万亿美元，较上年分别上涨 32.78%、33.16%、30.87%和 25.32%。

欧元区方面，2023 年，欧元区主要债券品种的发行规模小幅上涨，发行总量为 6.42 万亿欧元，同比上涨 0.50%。其中，国债发行量为 2.80 万亿欧元，同比上涨 7.20%，为发行量最大的券种；地方政府债、企业债和结构融资产品发行量

¹ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

分别为 0.39 万亿、3.02 万亿和 0.21 万亿欧元，其中地方政府债发行规模同比下降超过 30%，是本年度降幅最大的主要债券品种。2024 年，欧元区平均利率水平小幅下降，各主要券种发行规模较上年有所增长。其中国债、地方政府债和企业债发行规模分别为 2.92 万亿、0.44 万亿和 3.21 万亿欧元，分别增长 4.11%、14.60%和 6.44%。

日本方面，2023 财年，日本主要债券品种的发行总量为 226.07 万亿日元，同比下降 4.72%。其中，日本国债发行量为 200.67 万亿日元，同比下降 5.80%，仍为发行量最大的券种；地方政府债、企业债和结构融资产品发行量分别为 5.52 万亿、15.66 万亿和 4.22 万亿日元，其中企业债较上年增长 12.65%，是本年度唯一实现增长的债券品种。2024 年 4 月至 12 月，日本国债、地方政府债和企业债发行规模分别为 137.95 万亿、4.40 万亿和 13.67 万亿日元。

表 1.1 主要经济体债券发行情况

| 债券类型 | 美国（万亿美元） | | | 欧元区（万亿欧元） | | | 日本（万亿日元） | | |
|--------|----------|--------|--------|-----------|--------|--------|----------|--------|--------|
| | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
| 国债 | 3.83 | 3.52 | 4.67 | 2.62 | 2.80 | 2.92 | 213.03 | 200.67 | 137.95 |
| 地方政府债 | 0.39 | 0.39 | 0.51 | 0.56 | 0.39 | 0.44 | 5.53 | 5.52 | 4.40 |
| 企业债 | 1.40 | 1.50 | 1.97 | 3.02 | 3.02 | 3.21 | 13.90 | 15.66 | 13.67 |
| 结构融资产品 | 2.45 | 1.58 | 1.98 | 0.20 | 0.21 | -- | 4.82 | 4.22 | -- |
| 合计 | 8.06 | 6.99 | 9.13 | 6.39 | 6.42 | -- | 237.28 | 226.07 | -- |

注：1. 表中欧元区国家指欧元区 19 个国家债券统计总数，以下同；2. 日本为财政年度数据，财政年度截止日为每年 3 月 31 日，2024 年数据截止 2024 年 12 月末，以下同；3. 美国联邦机构证券和欧元区货币金融机构（MFI）证券未纳入该表统计，以下同；4. 根据各经济体最新披露数据，对 2020 年和 2021 年数据进行追溯调整，以下同；4. 日本 2024 年数据为 4 月-12 月数据

数据来源：美国证券业及金融市场协会（Sifma）、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

（三）各地区债券托管量整体均有所增长

美国方面，截至 2023 年末，国债、地方政府债和企业债托管量 41.17 万亿美元，较上年有所增长；截至 2024 年末，主要债券品种延续上涨趋势。

欧元区方面，截至 2023 年末，欧元区国家债券托管总量为 16.79 万亿欧元，较上年上涨 7.41%，各券种托管量均较上年有不同程度上涨；截至 2024 年末，美国国债、地方政府债和企业债均有所上涨。

日本方面，截至 2023 年末，债券托管总量为 1329.52 万亿日元，较上年增长 1.96%，各券种托管量较上年均有不同程度增长。截至 2024 年 12 月末，日本个券种托管量保持上涨趋势。

表 1.2 主要经济体债券托管情况表

| 债券类型 | 美国（万亿美元） | | | 欧元区（万亿欧元） | | | 日本（万亿日元） | | |
|-------|----------|--------|--------|-----------|--------|--------|----------|---------|---------|
| | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
| 国债 | 23.93 | 26.37 | 28.28 | 9.18 | 10.03 | 10.41 | 1127.19 | 1147.39 | 1162.67 |
| 地方政府债 | 4.04 | 4.06 | 4.19 | 0.76 | 0.78 | 0.84 | 63.97 | 63.71 | 63.66 |

| | | | | | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|---------|---------|-------|
| 企业债 | 10.44 | 10.74 | 11.22 | 4.77 | 5.03 | 5.47 | 86.29 | 91.16 | 95.17 |
| 结构融资产品 | -- | -- | -- | 0.93 | 0.95 | -- | 26.45 | 27.26 | -- |
| 合计 | 38.41 | 41.17 | 43.69 | 15.63 | 16.79 | -- | 1303.90 | 1329.52 | -- |

数据来源：美国证券业及金融市场协会（Sifma）、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

二、国际评级行业发展动态

截至 2024 年末，美国认可的评级机构（NRSROs）为 10 家²，较上年无变化。通过欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority，以下简称 ESMA）注册的评级机构共 25 家，较上年减少 1 家，认证家数为 3 家³，较上年无变化。2024 年，ESMA 取消了 EuroRating 的注册资格。

（一）国际三大评级机构业务存量小幅收缩，但依然占据优势地位⁴

2023 年，国际评级行业继续稳步发展，标普、穆迪和惠誉三家评级机构仍占据优势地位，但评级业务总量呈现小幅收缩趋势。根据美国证券交易委员会（Securities And Exchange Commission，以下简称 SEC）的监管年报，截至 2023 年底，国际三大评级机构存续评级业务总量约为 199 万个，较上年减少 0.43%。从各家机构评级业务情况来看，截至 2023 年底，标普和穆迪存续评级业务量较上年分别下降 0.84%和 0.14%，惠誉存续评级业务量较上年上升 0.48%。从产品类别上看，国际三大评级机构所评全球企业存续评级业务量较上年均有所上升，标普、穆迪和惠誉较上年分别上升 3.50%、5.67%和 7.13%；国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年均有所下降，其中标普、穆迪和惠誉分别较上年下降 1.49%、0.80%和 3.02%；国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量较上年变化不一，其中穆迪较上年下降 1.10%，标普和惠誉则较上年均有所增加，分别较上年上升 1.02%、6.72%。

表 2.1 国际三大评级机构各品种评级存续业务量（单位：万个）

| 类型 | 标普 | | | 穆迪 | | | 惠誉 | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 政府证券评级 | 93.58 | 90.87 | 89.52 | 56.22 | 54.88 | 54.44 | 17.74 | 17.03 | 16.51 |
| 全球企业评级 | 11.66 | 11.87 | 12.29 | 6.98 | 7.09 | 7.49 | 5.66 | 5.76 | 6.17 |
| 金融机构评级 | 5.29 | 5.68 | 6.14 | 3.40 | 3.56 | 3.95 | 3.28 | 3.39 | 3.74 |

² 10 家 NRSROs 包括 8 家美国本土评级机构：穆迪、标普、惠誉、贝氏评级（A.M.Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏）、伊根琼斯评级（Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯）、Kroll Bond Rating Agency, Inc（下文简称 KBRA）、DBRS, Inc.（下文简称 DBRS）和 Demotech, Inc.，2 家非美国机构：日本 Japan Credit Rating Agency, Ltd.（下文简称 JCR）、墨西哥 HR Ratings de México, S.A. de C.V.（下文简称 HR Ratings）。

³ 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构 14 家、标普（1 家在欧分支机构）、穆迪（6 家在欧分支机构）、惠誉（1 家在欧分支机构）、DBRS 欧洲评级机构、KBRA 欧洲评级机构、AM Best 欧洲评级机构；3 家认证的信用评级机构分别是日本的 JCR、墨西哥的 HR Ratings 和美国的伊根琼斯。2023 年，ESMA 取消了评级机构 Qivalio SAS (previously Spread Research 和 Scope Hamburg GmbH (previously Euler Hermes Rating GmbH) 的注册资格，2024 年，ESMA 取消了 EuroRating 的注册资格。

⁴ 根据美国 SEC 披露的年度监管报告，该部分统计数据范围为 2023 年。

| 类型 | 标普 | | | 穆迪 | | | 惠誉 | | |
|----------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 保险机构评级 | 0.69 | 0.69 | 0.70 | 0.26 | 0.27 | 0.27 | 0.31 | 0.32 | 0.32 |
| 工商企业评级 | 5.67 | 5.50 | 5.45 | 3.32 | 3.26 | 3.27 | 2.07 | 2.05 | 2.11 |
| 资产支持证券评级 | 3.76 | 3.73 | 3.77 | 5.08 | 5.18 | 5.13 | 3.47 | 3.41 | 3.64 |
| 合计 | 109.00 | 106.48 | 105.58 | 68.29 | 67.16 | 67.06 | 26.87 | 26.20 | 26.32 |

注：本表评级品种依据 NRSRO 划分标准分类，具体包含政府证券评级、金融机构评级、保险机构评级、工商企业评级、资产支持证券评级，其中政府证券评级是指政府证券发行人、市政证券发行人或外国政府发行人所发行债券的债券及其主体评级，下表同

数据来源：SEC 年报

从市场份额来看，截至 2023 年底，国际三大评级机构存续评级业务量在所有 NRSROs 存续评级业务量合计中的占比为 94.15%，较上年（94.00%）小幅扩张。其中，标普存续评级业务量仍然占据优势地位，占比 49.96%，较上年小幅收缩；穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为 31.73%和 12.46%，较上年小幅扩张。从产品类别来看，国际三大评级机构所评的政府证券和全球企业存续评级业务量占比均较上年变化不大；所评资产支持证券存续评级业务量占比较上年出现明显下滑，其中标普、穆迪和惠誉分别较上年下降 2.56 百分点、4.15 百分点和 1.30 百分点。在国际三大评级机构所评存续评级业务量中，资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪，其他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普。

表 2.2 国际三大评级机构所评各品种存续业务量市场份额占比（单位：%）

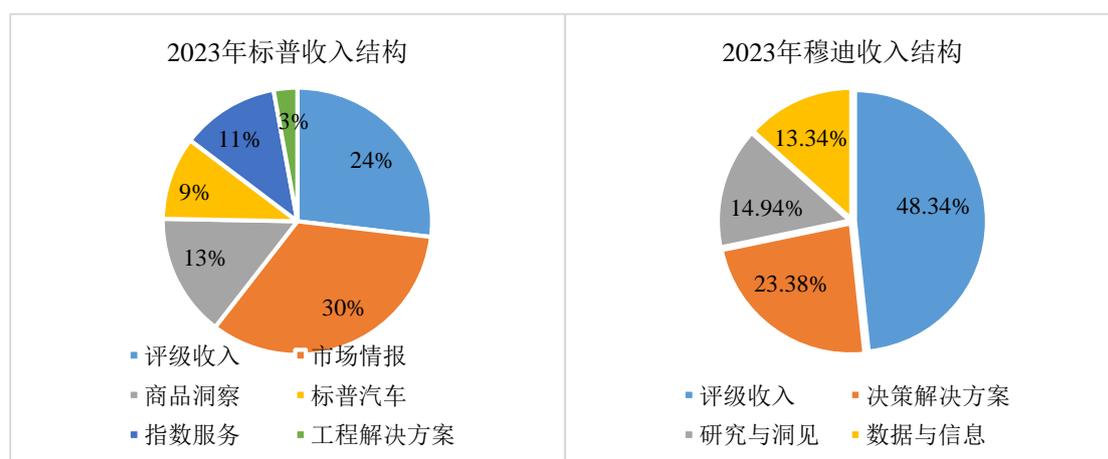
| 类型 | 标普 | | | 穆迪 | | | 惠誉 | | |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 政府证券评级 | 54.77 | 54.36 | 55.15 | 32.9 | 32.83 | 33.54 | 10.38 | 10.19 | 10.17 |
| 全球企业评级 | 40.71 | 40.86 | 40.49 | 24.38 | 24.40 | 24.69 | 19.77 | 19.82 | 20.33 |
| 金融机构评级 | 38.28 | 39.39 | 39.33 | 24.59 | 24.73 | 25.35 | 23.7 | 23.52 | 23.96 |
| 保险机构评级 | 33.01 | 31.77 | 31.61 | 12.52 | 12.40 | 12.28 | 15.02 | 14.77 | 14.72 |
| 企业评级 | 44.62 | 44.14 | 43.50 | 26.11 | 26.12 | 26.05 | 16.29 | 16.44 | 16.80 |
| 资产支持证券评级 | 22.52 | 22.79 | 20.23 | 30.44 | 31.64 | 27.49 | 20.76 | 20.81 | 19.51 |
| 合计 | 50.42 | 50.09 | 49.96 | 31.58 | 31.59 | 31.73 | 12.43 | 12.32 | 12.46 |

数据来源：SEC 年报

从收入状况来看，SEC 监管年报显示，2023 年，国际三大评级机构收入占所有 NRSROs 评级机构总收入的 91.90%，较上年（91.10%）有所上升。具体来看，2023 年标普和穆迪的总业务收入⁵均保持增长态势，分别较上年增长 11.77%、8.19%。评级业务收入方面，2023 年，标普和穆迪的评级业务收入分别为 33.32 亿美元和 28.60 亿美元，分别较上年上升 9.25%和 5.97%，其中，标普评级业务收入上升，主要得益于再融资活动增加推动的企业债券评级收入和银行贷款评级收入增长，以及跟踪评级收入增长和子公司 CRISIL 收入增长带来的非交易性收

⁵ 标普和穆迪公司收入来源于公司年报，由于惠誉为非上市公司，其年报披露时间不固定，截至本报告发布日，惠誉财务数据尚未公布。

入⁶上升。穆迪收入增长则主要由于 2022 年全球通胀高涨、地域冲突加剧、美联储加息背景下，债券市场活动受到抑制，今年公司债券、基础设施融资及银行相关的发行同比均有所增长，推动评级收入增加。非评级业务收入方面，2023 年，标普和穆迪的非评级业务收入分别为 91.65 亿美元和 30.56 亿美元，分别较上年增长 12.72%和 10.36%，其中标普的非评级业务收入大幅增长主要受益于公司收购 IHS Markit 后相关业务并入影响，市场情报和商品洞察领域收入均有所上升；穆迪的非评级业务收入的增长主要受评级数据订阅服务、了解客户（KYC）解决方案及信用经济研究报告的需求量增加影响。



资料来源：标普和穆迪公司年报

图 2.1 2023 年标普和穆迪收入情况

从分析师数量来看，SEC 监管年报显示，截至 2023 年末，国际三大评级机构分析师数量占有所有 NRSROs 评级机构分析师总数的 80.82%，占比较上年（80.62%）小幅上升。具体来看，标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为 1636 人、1644 人和 1133 人，其中标普分析师数量较上年增长 3.15%，穆迪和惠誉分析师数量均较上年有所下降，降幅分别为 8.46%和 17.42%。

（二）国际中小评级机构市场份额占比略有收缩，但整体保持平稳发展⁷

2023 年，美国认可的中小评级机构整体仍然保持平稳发展，中小评级机构市场份额、评级收入占比和分析师数量均较上年小幅下降。

从市场份额来看，截至 2023 年底，美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为 5.85%，较上年（6.00%）小幅下降，其中，DBRS 市场占有率仍然较高，为 3.00%，继续保持小幅增长态势。在资产支持证券评级方面，美国

⁶标普全球评级业务的收入分为交易收入和非交易收入。交易收入：针对以发行为目的的评级收取费用，主要为债项评级。具体包括收取新发行债券的信用评级费用、借款企业信用评级费用和信用估计费用，交易收入由债券发行量驱动。非交易收入：主要包括信用评级的跟踪费用、主体评级费用和咨询分析服务费用等。非交易收入一般来说比较稳定，主要受到各项服务的价格以及具体合同条款等的影响。

⁷ 数据来源为美国证券交易委员会（SEC）年度监管报告。

认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额占比 32.75%，较上年上升 7.99 个百分点；其中，DBRS 表现突出，市场份额由上年的 11.42% 上升至 22.93%，KBRA 市场份额则由上年的 13.33% 下降至 9.82%。在保险机构评级方面，AMB 仍占据市场优势地位，市场份额为 33.38%，较上年（33.84%）小幅下降。其他各中小评级机构所评各类别存续评级业务量市场份额均在 7.00% 以下，市场份额占比较上年变动不大。

从收入状况来看，2023 年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有所有 NRSROs 机构总收入的 8.20%，较上年（8.90%）有所下降。

从分析师数量来看，截至 2023 年末，美国认可的中小评级机构分析师数量占比为 19.18%，较去年（19.38%）小幅下降。具体来看，截至 2023 年末，美国认可的中小评级机构分析师数量为 1047 人，较上年末减少 96 人，主要受 DBRS 的分析师数量减少影响，降幅超 13.00%，除 JCR 分析师数量小幅增多外，其他中小评级机构的分析师数量均有不同程度减少。

三、国际三大评级机构评级情况⁸

2023 年，受全球性通胀、地缘政治不稳定等多重因素冲击影响，全球经济增长预期进一步下调，融资环境收紧，金融脆弱性攀升。在此背景下，国际三大评级机构所评国家主权违约率仍维持在较高水平，其中穆迪所评国家主权违约率较上年有所下降，惠誉所评国家主权违约率较上年小幅上升；评级调整趋势表现变化不一，其中穆迪所评国家主权评级均呈调降趋势，惠誉所评国家主权评级则由上年的调降转为调升趋势。全球企业方面，国际三大评级机构的违约率整体有所上升，国际三大评级机构所评全球企业信用调整趋势变化不一，标普和惠誉呈调升趋势，穆迪延续下调趋势。结构融产品方面，标普所评结构融资产品的违约率较上年有所上升，惠誉所评结构融资产品违约率较上年小幅下降；评级调整均延续调升趋势。截至 2023 年末，国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构融资产品评级的等级分布较上年变化不大，其中投资级占比变化不一。

（一）国际三大评级机构所评全球企业违约率整体有所上升

2023 年穆迪和惠誉所评国家主权违约率表现不一。2023 年，穆迪和惠誉所评国家主权共有 8 个国家⁹出现违约，较去年增加 1 家。穆迪所评国家主权违约率为 4.20%，较上年有所下降；惠誉所评国家主权违约率为 2.60%，较上年小幅上升。主权违约仍主要集中于新兴市场和前沿市场国家，这些国家主要受债务融

⁸ 根据国际三大评级机构披露的违约率与迁移报告，该部分统计数据范围为 2023 年。

⁹ 分别是萨尔瓦多、阿根廷、厄瓜多尔、喀麦隆、尼日尔、莫桑比克、加纳和埃塞俄比亚。

资成本上升、金融环境收紧、全球增长疲软以及高通胀等因素影响，偿债能力减弱。

2023 年国际三大评级机构所评全球企业违约率整体有所上升。2023 年标普和惠誉所评全球企业违约率分别为 1.85%和 1.10%，较上年均有不同程度的上升；穆迪所评全球企业违约率 2.30%，与上年持平。全球企业债券违约事件主要集中于消费、服务行业。从区域来看，标普和穆迪所评违约企业主要集中于北美以及欧洲地区，惠誉所评违约企业主要集中于北美和拉丁美洲地区。

2023 年标普和惠誉所评结构融资产品违约率表现不一。具体来看，标普所评结构融资产品的违约率较上年有所上升，为 1.30%；惠誉所评结构融资产品的违约率较上年小幅下降，为 0.40%。从产品类型看，商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）违约率最高，标普和惠誉所评违约率分别为 2.26%和 1.20%，其次为住房抵押贷款支持证券（RMBS），标普和惠誉所评违约率分别为 1.23%和 0.10%，资产支持证券（ABS）和结构化信贷证券（SC）的违约率较低。从区域来看，违约主要集中在北美地区。

表 3.1 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况（单位：%）

| 项目 | 标普 | | | 穆迪 | | | 惠誉 | | |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 国家主权违约率 | 0.73 | 3.57 | -- | 0.70 | 4.90 | 4.20 | 0.80 | 2.50 | 2.60 |
| 全球企业违约率 | 0.84 | 0.99 | 1.85 | 0.80 | 2.30 | 2.30 | 1.00 | 0.90 | 1.10 |
| 结构融资产品违约率 | 0.60 | 0.50 | 1.30 | 0.10 | -- | -- | 0.60 | 0.50 | 0.40 |

注：1. 三大国际采取的违约率统计方法有所不同，其中标普和惠誉采用的是静态池分析技术，而穆迪采用的是动态群组分析技术；2. 截至本报告发布日标普未公开 2023 年主权评级违约数据，穆迪未公开 2022-2023 年结构融资产品评级违约数据

资料来源：标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

（二）国家主权和全球企业信用调整趋势变化不一，结构融资产品延续调升趋势

2023 年国家主权评级调整趋势表现变化不一。其中，穆迪所评国家主权评级上调率和下调率分别为 7.75%和 11.63%，延续上年的调降趋势；惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为 8.61%和 7.95%，由上年的调降转为调升趋势。从地域分布来看，信用等级调升和调降均主要集中于新兴市场和前沿市场国家。

2023 年全球企业信用调整趋势表现变化不一。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为 8.84%和 7.35%，延续上年调升趋势。惠誉全球企业评级上调率和下调率分别为 9.50%和 6.50%，由上年的调降转为调升趋势。穆迪的级别偏移（Rating drift）¹⁰由上年的-8.60%上升至-6.30%。从地域分布来看，等级调升主要集中于北美地区，等级调降主要集中于欧洲、中东、非洲地区。

¹⁰ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

2023 年结构融资产品评级调整延续调升趋势。2023 年，标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为 12.40%和 3.30%，惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为 12.80%和 4.50%，均延续去年的调升趋势。从地域分布来看，等级调升主要分布于美国和欧洲地区，等级调降主要集中于拉丁美洲。

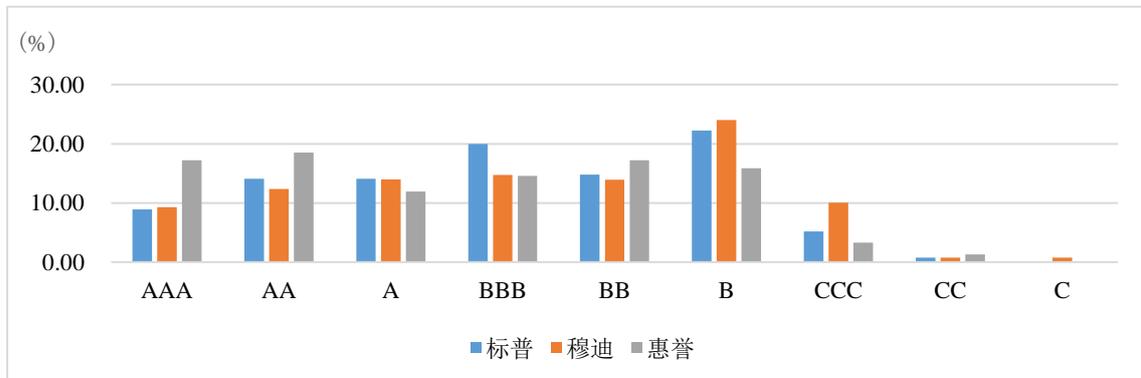
表 3.2 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品信用等级调整情况（单位：%）

| 项目 | 标普 | | | 穆迪 | | | 惠誉 | | |
|-----------------|-------|------|-------|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 国家主权评级 | | | | | | | | | |
| 上调率 | 3.65 | 9.29 | -- | 5.76 | 4.20 | 7.75 | 4.94 | 6.17 | 8.61 |
| 下调率 | 8.03 | 4.29 | -- | 11.51 | 12.59 | 11.63 | 4.32 | 9.26 | 7.95 |
| 全球企业评级 | | | | 级别偏移 (Rating drift) | | | | | |
| 上调率 | 10.20 | 8.25 | 8.84 | 6.20 | -8.60 | -6.30 | 8.7 | 7.20 | 9.50 |
| 下调率 | 5.52 | 6.16 | 7.35 | | | | 5.6 | 8.70 | 6.50 |
| 结构融资产品评级 | | | | | | | | | |
| 上调率 | 8.20 | 9.10 | 12.40 | -- | -- | -- | 14.60 | 15.10 | 12.80 |
| 下调率 | 2.40 | 2.30 | 3.30 | -- | -- | -- | 2.90 | 1.90 | 4.50 |

资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告，2021-2023 年穆迪和惠誉国家主权评级调整数据由违约率与迁移报告中的上调及下调次数与 2021、2022、2023 年初所评的全部主体个数的比值求得；截至本报告发布日标普未公开 2023 年主权评级调整数据，穆迪未公开 2021—2023 年结构融资产品评级调整数据

（三）全球主要品种等级分布较上年末变化不大

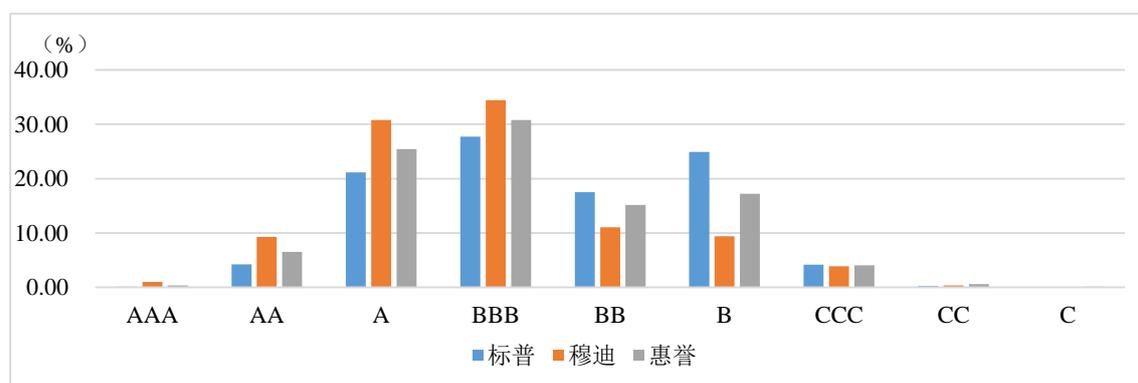
国家主权评级方面，截至 2023 年末，标普、穆迪和惠誉所评国家主权信用等级分布较为分散，BB 级及以上分布较为平均，与上年末分布变化不大。其中，标普、穆迪所评 B 级占比均最高，分别为 22.22%、24.04%，惠誉所评的 AA 级占比最高，为 18.53%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为 57.04%、50.41%和 62.25%，较上年末（55.64%、47.75%和 61.85%）均有所上升。



数据来源：标普、穆迪和惠誉“信用评级表现统计”信息披露文件（Exhibit 1 to Form NRSRO），联合资信整理

图 3.1 截至 2023 年末国际三大评级机构所评国家主权信用等级分布

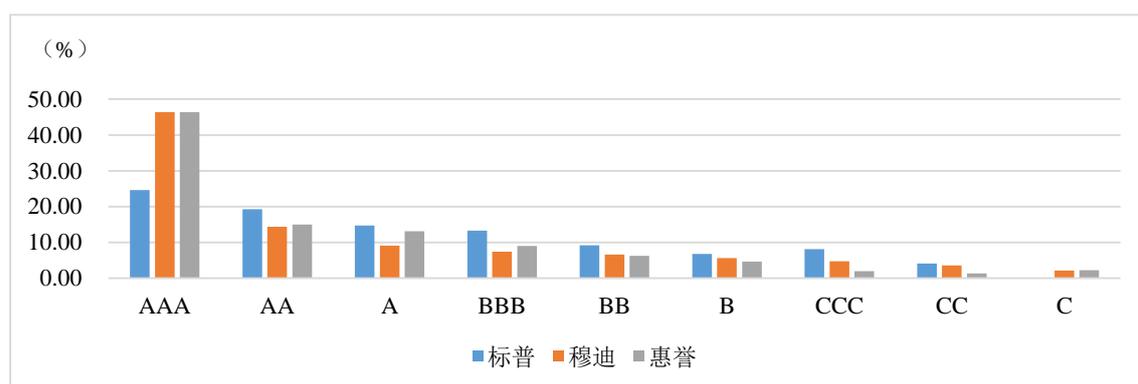
全球企业评级方面，截至 2023 年末，国际三大评级所评全球企业主体的信用等级仍主要集中在 A 级~B 级，标普、穆迪和惠誉所评 A 级~B 级全球企业主体的占比分别为 91.33%、85.60%和 88.59%，其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比较高的均为 BBB 级(或 Baa 级)，占比分别为 27.74%、34.40%和 30.75%。截至 2023 年末，标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为 53.28%、75.45%和 63.11%，均较上年（52.26%、75.44%和 62.63%）变化不大。



数据来源：标普、穆迪和惠誉“信用评级表现统计”信息披露文件（Exhibit 1 to Form NRSRO），联合资信整理

图 3.2 截至 2023 年末国际三大评级机构所评全球企业信用等级分布图

结构融资产品评级方面，截至 2023 年末结构融资产品的等级分布仍较为分散，其中 AAA 级占比最高，标普、穆迪和惠誉 AAA 级占比分别为 24.60%、46.41%和 46.39%。截至 2023 年末标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的投资级占比分别为 71.79%、77.36%和 83.49%，较上年末占比（为 69.41%、74.05%和 81.59%）均有不同程度上升。



数据来源：标普、穆迪和惠誉“信用评级表现统计”信息披露文件（Exhibit 1 to Form NRSRO），联合资信整理

图 3.3 截至 2023 年末国际三大评级机构所评结构性融资产品信用等级分布图

四、信用评级国际监管动态

2024 年，国际评级行业的监管重心是修订评级机构法规条例、完善监管措施和流程，加强内部控制，以及加强违规处罚等。

（一）美国信用评级监管动态

1. 开展对评级方法、评级监测、CMBS、证券所有权等方面的专项风险评估

在评级方法方面，SEC 审查了 NRSROs 的评级方法是否能够适当的衡量相关信用风险，以及随着条件的变化，这些评级方法是否能够准确反映出信用风险的变动过程。此外，SEC 还审查了 NRSROs 是否遵守其关于评级方法和模型的开发、维护及检验的政策和程序。

在评级监测方面，NRSROs 在对存续信用评级进行监测时采用不同的方法，部分 NRSROs 要求所有存续评级由评级委员会定期进行审查，而其他 NRSROs 则采取非正式的定期审查，以识别可能需要提交给委员会审查的评级。SEC 对 NRSROs 的监测实践进行了审查，主要评估其是否符合法规要求，例如法规要求 NRSROs 建立有效的内部控制机制，以确保遵守评级的政策、程序和方法。

在商业不动产/CMBS 方面，许多在 2013 年和 2014 年发放的商业地产贷款被打包为 CMBS 产品。这些贷款通常有到期时一次性还款条款，其中部分贷款将在未来几年到期，需要全额偿还或再融资。在当前的利率环境下，到期贷款的商业地产借款人可能需要注入股本以进行再融资。该领域的风险还包括因远程和混合工作模式的普及带来的写字楼空置率上升等风险。SEC 审查了部分 NRSROs 的商业地产相关评级活动，以检查其是否遵守评级方法论和监测要求。

在证券所有权方面，根据 NRSROs 关于员工证券所有权的政策，NRSROs 禁止员工直接持有其参与评级的发行人或债务人的证券。NRSROs 通常还会监控员工的证券持有情况，具体的监控流程可能因机构而异。SEC 审查了所有 NRSROs 关于其员工和董事证券所有权的政策和程序，以评估这些政策和程序是否设计合理，是否能够有效管理相关的潜在利益冲突。

此外，为协助风险评估过程和检查计划的制定，SEC 工作人员在 2024 年监测了信用评级活动、行业趋势和发展、NRSROs 的运营发展和计划，以及相关的资本市场、经济和金融新闻与事件。SEC 工作人员的监测活动包括与 NRSROs 进行沟通，并审阅 NRSROs 出版物、新闻报道、行业刊物、学术论文、行业会议信息和政府报告等资料。

2. 加强对违反《证券交易法》规定的行政监管

SEC 对多家 NRSROs (A.M. Best、Demotech、Fitch、HR Ratings de México、Moody's Investors Service、S&P) 发起了行政终止程序，认定其违反了《证券交易法》第 17(a)(1)条和第 17g-2(b)(7)条规则¹¹。这些违规行为与 NRSROs 未能保存包含有关启动、确定、维持、监控、变更或撤销信用评级讨论的内部和外部电子通讯记录有关。

(二) 欧盟信用评级监管动态

1. 修订评级机构法规条例和附件

2024 年 4 月 2 日，ESMA 发布了关于欧盟委员会第 447/2012 号委托条例和 CRA 法规附件 I 拟议修订的咨询文件，旨在征求公众对修订欧盟信用评级机构 (CRA) 监管框架的意见。ESMA 提出了相关修订建议，包括明确将 ESG 因素纳入监管框架，并通过一系列补充修正案确保更好地追踪 ESG 因素在信用评级方法中的整合，并提高 ESG 因素对个别信用评级行动的相关性披露，要求信用评级机构在公开披露中详细说明 ESG 因素如何影响信用评级和评级展望；提出修订委托条例，要求信用评级机构的方法论更加详细和系统化，确保在确定信用评级和评级展望时的一致性；建议将委托条例的适用范围扩展至“评级展望”，以确保与 2013 年修订的 CRA 法规保持一致；提出对委托条例中的某些条款进行技术性修订，例如明确“方法论”的定义，确保其涵盖所有对信用评级有贡献的要素，如标准、模型、驱动因素和关键评级假设。

2024 年 12 月 18 日，ESMA 发布了关于修订欧盟委员会第 447/2012 号委托条例和 CRA 法规附件 I 的技术建议的最终报告。委托条例的具体修订内容包括：对“信用评级方法”的定义、ESG 因素的整合、评级展望的处理、方法论的验证等方面进行修订；CRA 条例附件 I 的具体修订内容包括：在信用评级和评级展望中突出显示 ESG 因素的重要性，以及在组织要求中增加“验证”一词等。

2. 完善监管措施和流程，加强内部控制

2024 年 7 月 8 日，ESMA 发布了关于基准管理机构、信用评级机构和市场透明度基础设施向 ESMA 定期提交信息的指南的咨询文件，ESMA 希望通过制定统一的指南，规范其直接监管下的各类实体向 ESMA 提交定期信息的流程，以提高信息的一致性和可用性，同时减轻报告实体的负担。

¹¹ 该条款要求 NRSROs 等受监管实体完整保存所有业务相关记录，包括电子通信（如邮件、即时消息、内部讨论记录）。

同日，ESMA 还发布了关于对所监管机构的监督期望的咨询文件，旨在为 ESMA 监管下的各类实体提供关于治理安排的统一参考点，特别是所监管机构的设置和运作。这些监管期望将作为 ESMA 与这些实体监管互动的基础。

2024 年 12 月 19 日，ESMA 发布了关于基准管理机构、信用评级机构和市场透明度基础设施的内部控制的咨询文件，该咨询文件为更新 2020 年 9 月 30 日发布的《信用评级机构内部控制指南》征求公共意见，并阐述 ESMA 对所有直接监管实体（除第三国中央对手方外）的监管要求。同时，考虑到信息技术对被监管实体运营的影响日益增加，ESMA 修订了其期望，这包括管理来自外部和内部的信息技术风险，以及将新技术整合到受监管实体的内部控制体系中。

3. 加强对违反利益冲突规定的监管处罚

2024 年 3 月 22 日，ESMA 发布了对评级机构 Scope Ratings GmbH（Scope）违规行为罚款决定的公告，因在处理利益冲突方面未能达到 CRA 法规的要求，对其处以总额 219.75 万欧元的罚款。Scope 是一家在德国注册的信用评级机构，自 2011 年 5 月 24 日起获准开展信用评级业务。ESMA 在调查中发现 Scope 在利益冲突管理、内部控制机制、组织和行政安排以及信息披露等方面存在严重不足。具体违规行为包括：Scope 未能建立足够的政策和程序来识别、消除或管理利益冲突；Scope 内部控制机制不完善，且在记录保存和信息处理方面存在缺陷；Scope 未能建立适当的组织和行政安排以管理利益冲突；Scope 未能在最终评级报告中披露其为被评级实体或相关第三方提供的附属服务。