

# 评级虚高“信用锚”失效？ 治本之策或在于“全面从严”

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

Wind数据显示,信用债发行人评级依然居高不下。截至2026年4月23日,AAA级发行人家数占比高达28.90%,AA级及以上比例更是高达88.27%。

## AAA级发行人占比近30%

在信用事件持续暴露的背景下,高等级主体占比维持高位,评级结果对风险差异的识别功能仍有待加强。

Wind数据显示,截至4月23日,信用债发行人共5475家,其中主体评级为AAA占比28.90%,AA+占比30.48%,AA占比28.57%,AA级及以上占比合计88.27%。

中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)和中国证券业协会(以下简称“证券业协会”)近期公布的《2025年第四季度债券市场信用评级机构业务运行及合规情况通报》(以下简称《情况通报》)显示,2025年,公司信用类债券和金融债券发行主体合计4080家,AA+级及以上占比73%;存续主体合计6397家,AA+级及以上占比57%。

“在信用事件持续暴露的背景下,高等级主体占比维持高位,评级结果对风险差异的识别功能仍有待加强。”中国人民大学财政金融学院教授高昊宇对记者表示。

《情况通报》还显示,2025年共有719家企业更换评级机构,其中70家企业新承做评级机构所给级别高于原级别,占比9.7%,同比上升5.3个百分点。

高昊宇称,这反映部分发行人

## 评级虚高或误导市场定价

评级虚高可能误导市场定价,扰乱债市秩序,同时还会弱化发债主体风险意识,加剧债务风险。

信用评级被称为债市“信用锚”,但由于评级虚高,其实际效果引发担忧。

在首都经济贸易大学国际经济管理学院副教授黄雨婷看来,当评级高度集中甚至虚高时,部分高风险债券可能被赋予偏高等级,则可能导致其主体以过低利率融资,投资者未能获得充分的风险补偿。一旦信用事件发生,投资者损失与市场波动都可能被放大。

“此外,虚高评级存在引导资金过度流向名义高级主体的倾向,而部分基本面稳健但因缺乏增信资源

监管部门近期发布的数据显示,2025年度,公司信用类债券和金融债券发行主体中AA+级及以上占比73%,存续主体中AA+级及以上占比57%。

监管部门发现,个别评级机构存在利益冲突管理不严、评级质量

可能通过更换评级机构寻求更高级别,也说明行业竞争可能带来评级宽松压力。

另据《情况通报》,截至2025年年末,债券市场共有818家发行人获得2家及以上评级机构出具的主体评级。其中62家发行人的评级结果不一致,不一致率为7.6%,同比上升1.2个百分点。

高昊宇认为,若同一主体在相近时点获得不同评级,说明评级模型、支持假设或标准口径存在差异,削弱信用评级作为统一风险语言的功能。

此外,从评级变动的时序特征看,在部分情况下,主体财务与经营压力已持续显现,但评级在较长时间段内仍维持高位,直至风险临近暴露前才被集中下调。“这样的调整方式未能充分体现风险逐步累积的过程,也削弱了评级应有的风险预警作用。”高昊宇称。

“评级虚高主要表现在级别分布上,近几年发债主体AAA评级占比超过20%,较国际成熟市场高得离谱。同时,评级区分度不足,部分高级别发行人也出现违约,甚至

的民营企业、中小企业可能因评级受限而融资受阻,进而形成一定程度的资源错配,削弱金融支持实体经济的效率。”黄雨婷对记者称。

连立帅也认为,评级虚高可能会误导市场定价,扰乱债市秩序,同时还会弱化发债主体风险意识,加剧债务风险。“若发债主体凭借虚高评级可轻松获得融资,容易滋生‘重融资、轻偿债’的倾向,忽视自身债务结构优化和经营能力提升,导致债务规模持续扩张、偿债压力不断累积,长期导致企业自身违约破产。”连立帅表示。

控制不足、内控制度建设情况有待改善等问题。

有业内专家对《中国经营报》记者表示,当前债市评级虚高问题仍较为突出,这会误导市场定价,扰乱债市秩序;弱化发债主体风险意识,

信用债发行人评级分布						
截止日期:2026年4月23日						
主体评级	家数	家数占比 (%)	债券余额 (亿元)	余额占比 (%)	债券只数	只数占比 (%)
AAA	1582	28.90	536541	81.30	33321	54.75
AAA-	18	0.33	3494	0.53	254	0.42
AA+	1669	30.48	83137	12.60	17736	29.14
AA	1564	28.57	28156	4.27	7387	12.14
AA-	319	5.83	3029	0.46	889	1.46
A+	159	2.90	2597	0.39	606	1.00
A	70	1.28	921	0.14	286	0.47
A-	30	0.55	827	0.13	194	0.32
BBB+及以下	64	1.17	1252	0.19	192	0.32
合计	5475	/	659954	/	60865	/

数据来源:Wind

刘洋/制图

存在评级与违约率倒挂的现象。”一位不愿具名的资深从业者对记者直言。

华东师范大学经济与管理学部副教授连立帅也对记者表示,自2021年起,我国针对债券违约与评级的监管介入发力,虚高问题逐步遏制,但当前债市评级虚高问题在三方面表现仍显得较为突出:城投

加剧债务风险;损害投资者利益,加剧投资风险。

专家认为,评级虚高只是表象,治本之策在于全面加强从严监管,提高违法违规成本,建立优胜劣汰机制,优化评级机构内部治理。

平台评级虚高现象仍普遍,部分资质较弱的区县级城投仍维持AA+及以上评级,与自身偿债能力不匹配;部分评级机构仍存在“重业务、轻质量”的倾向,跟踪评级流于形式,对企业风险变化反应不及时;高等级(AAA)占比仍处于高位,远超成熟市场水平,风险区分度不足的问题未得到根本解决。

至于评级“放水”为什么能轻易实现,该资深从业者称,背后的原因在于评级机构的公司治理存在严重问题:“很多评级机构存在一股独大的问题,一股独大就容易造成‘一言堂’的问题,进而导致其评级业务的合规性、独立性出现问题。”

据《情况通报》,2025年,监管部门对部分评级机构进行调查、检查和排查,发现个别机构存在下列亟待改进的问题:一是利益冲突管理不严,个别机构向受评企业提供咨询或级别承诺;二是备案与信息披露不完整;三是评级质量控制不足;四是内控制度建设情况有待提升,个别机构尚未建立评级质量检验、评级报告更新等环节的关键制度。

交易商协会和证券业协会发布的2025年度信用评级机构联合市场化评价结果显示,13家参评机构无一家获得最高等级“第一类”。

# 东海证券8300万股流拍后二拍上架 东吴证券并购初心未改

中经实习记者 王力凝 记者 夏欣 北京报道

4月23日,阿里资产司法拍卖平台上线了首誉光控东海证券1号新浙专项资产管理计划持有的、东海证券8300万股无限售流通股股票的二拍拍卖,起拍价为3.2亿元,总价较首次拍卖的3.735亿元减少了14.3%,开拍时间为5月12日。

就在一天前的4月22日上午,东海证券8300万股股权在同一平台的竞拍进入最后倒计时。屏幕上的时间一秒一秒逼近10点,围观人数早已超过3000人次,90余人设置提醒,而出价栏始终空白。直到倒计时归零,这笔起拍价3.735亿元的股权最终无人报名,宣告流拍。

特别值得一提的是,40天前披露对东海证券收购预案的东吴证券,没有在本次拍卖中现身。3月14日,东吴证券曾发布公告称,拟以9.46元/股的价格收购东海证券83.77%股权。

“东吴证券拟收购东海证券”案,系2026年中国券商已披露的首例并购案,在此关键时刻东海证券的股权流拍,也可能给这场联姻增添了变量。

东吴证券董秘办相关人士在接受《中国经营报》记者采访时表示:“本次整合正有序推进,具体交易价格尚未确定并公告。”至于东吴证券未参与本次拍卖的原因,该人士表示,系基于避免内幕信息泄露及内幕交易的谨慎考量。

## 股权拍卖无人报价

根据拍卖公告,拍卖标的为东海证券8300万股无限售流通股,评估总价为3.735亿元,平均每股的价格为4.5元。参与竞拍须缴纳保证金7000万元,每次竞拍的增价幅度为150万元及其倍数。开拍时间为4月21日上午10点,直到24小时之后,东海证券的这笔股权拍卖始终无人报名。

而从市场表现看,这并非一次“无人关注”的拍卖。

本次拍卖的辅助机构、上海捷利拍卖有限公司相关项目负责人告诉记者,拍卖前曾有多位意向方咨询相关情况,但最终没有人报名。

## 整合是否继续?

本次法拍时间节点,恰逢东海证券被收购窗口期,是否会对并购产生影响?

3月14日,东吴证券披露收购预案,拟以发行股份及支付现金相结合的方式,购买61名交易对方持有的东海证券约15.54亿股股份,占其总股本的83.77%。

而在此12日之前,东吴证券在3月2日发布的公告中,则仅计划收购常州投资集团所持26.68%股权。

东海证券官网显示,公司成立于1993年,注册资本18.56亿元,总部位于江苏省常州市,员工逾2000人,在全国拥有分公司及营业部共计86家。2015年7月,东海证券在新三板挂牌。

2025年半年报显示,截至当年6月30日,东海证券的总资产为570.98亿元。2025年上半年,东海证券营业收入为8.15亿元,同比增长38.07%,归母净利润1.06亿元,同比增长231%。

4月21日被拍卖的股权数量,仅次于东海证券第一大股东和第二大股东的持股数量。市场人士认为,从体量上看,这应是机构投资者或战略买家进入

收购股权比例由26.68%提升为83.77%,可见,东吴证券对于东海证券所谋求的已是绝对控股。

对于本次并购的初衷,东吴证券公告称,东海证券注册地在江苏省常州市,具有独特的区域优势和一定的品牌知名度。交易完成后,上市公司将进一步做强法人券商核心功能,提升金融服务实体经济、服务区域发展的能力。同时强调,交易有利于落实

东海证券股东名册的绝佳机会。

据介绍,在司法拍卖实践中,流拍并不罕见。通常情况下,若一拍流拍,将进入二次拍卖程序,起拍价会有所调整。按司法拍卖惯例,第二次拍卖起拍价通常在评估价基础上或有所打折。

根据最高人民法院《关于人民法院网络司法拍卖若干问题的规定》,流拍后应当在30日内在同一网络司法拍卖平台再次拍卖,再次拍卖的起拍价降价幅度不得超过前次起拍价的百分之二十。另外,起拍价及其降价幅度、竞价增价幅度、保证金数额和优先购买权人竞买资格及其顺

国家战略,服务区域发展大局;有助于增强核心竞争力,助力实现可持续发展;有助于发挥协同效应,提升国有资本经营效率。

而今年,8300万股的股权面临二次拍卖,这种拍卖与并购并行的状况,仍有法律层面的事项需要厘清。中国人民大学商法研究所所长刘俊海在接受记者采访时表示,依法启动的司法拍卖程序必须走完,不受并购进程影响。鉴

## 评级虚高破解之道

业内人士建议,应完善评级行业监管规则,明确评级虚高、评级滞后等违规行为的界定标准、追踪机制和处罚措施,提高违规成本。

但上述专业人士也直言,“评级虚高是寡头垄断的必然结果”,“供给高度集中而需求广泛存在,缺乏充分竞争机制,评级公司掌握定价权,‘虚高’成为理性选择”。

《情况通报》显示,从业务集中度看,2025年,15家评级机构中排名前三的评级机构业务量占比分别为29%、24%和13%,合计占比近七成。

不过,在一位资深从业者看来,问题在于“评级机构过多,造成‘僧多粥少’的局面,市场竞争过于激烈甚至无序”,“但由于缺少出清机制,竞争并没有带来‘优胜劣汰’”。

“由于级别在发行与定价上的重要性,满足发行人‘有利评级’的需求,可以直接获得客户,取得业务收入。这么多机构在竞争,为了追逐利益和市场份额,无论大小机构,都有放松评级的动机。”上述资深从业者称。

至于评级“放水”为什么能轻易实现,该资深从业者称,背后的原因在于评级机构的公司治理存在严重问题:“很多评级机构存在一股独大的问题,一股独大就容易造成‘一言堂’的问题,进而导致其评级业务的合规性、独立性出现问题。”

据《情况通报》,2025年,监管部门对部分评级机构进行调查、检查和排查,发现个别机构存在下列亟待改进的问题:一是利益冲突管理不严,个别机构向受评企业提供咨询或级别承诺;二是备案与信息披露不完整;三是评级质量控制不足;四是内控制度建设情况有待提升,个别机构尚未建立评级质量检验、评级报告更新等环节的关键制度。

交易商协会和证券业协会发布的2025年度信用评级机构联合市场化评价结果显示,13家参评机构无一家获得最高等级“第一类”。

上述资深从业者强调,一定要全面从严监管,监管重点应包括:提升评级机构业务合规性,如有造假等违法行为必须加以严惩;加强对评级的追责机制建设,避免评级机构在发行人违约之前通过终止评级逃避责任;严查以级定价、以价定级,以及关联交易;严查其他市场主体干预评级机构的评级业务;强化评级机构信息披露,加强对实际控制人的监管,排除隐秘股东的风险。同时,要尊重市场,发挥市场的力量,激发投资机构的主动性,实现对信评机构的择优汰劣。

“完善评级行业监管规则,明确评级虚高、评级滞后等违规行为的界定标准、追踪机制和处罚措施,提高违规成本。”连立帅建议,加大对违规评级机构的惩戒力度,除罚款、警示外,可采取暂停业务、吊销资质、追究相关人员责任等方式,形成有效震慑。

高昊宇认同应该强化市场约束与外部监管。“建议进一步完善评级质量评价体系,将长期评级表现、违约率检验、评级迁移情况等纳入监管考量。对执业质量长期偏弱、合规管理不足的机构,依法依规采取相应监管措施。持续通过信息披露和市场化评价机制,推动行业优胜劣汰。”高昊宇表示。

黄雨婷认为,应该提升评级透明度与内部治理水平。一方面,应加强对关键假设、评级逻辑和调整依据的披露,提高评级的透明度和可检验性;另一方面,应持续完善评级机构的公司治理和内部控制机制,优化评级方法体系,增强评级过程的规范性和一致性;同时,进一步健全评级分析与业务拓展之间的隔离安排,更好地保障评级独立性。

程序等事项,应当由人民法院依法组成合议庭评议确定。

就在流拍后的第二天,4月23日,阿里资产司法拍卖平台再次上线了这笔股权拍卖,不过起拍价格已经减少至3.2亿元。这也意味着,东海证券的这部分股票的平均价格下探至3.86元/股。

4月22日流拍的股权,来自“首誉光控资管——首誉光控东海证券1号新三板专项资产管理计划”,对应东海证券总股本的4.4731%,由上海市第二中级人民法院裁定冻结并执行处置。

记者注意到,东海证券股权此前已有过司法处置的先例。

于东吴证券收购协议尚未正式签署,则买方在明知股权存在司法处置情形下仍决定推进的,须自行承担相应风险。

刘俊海还认为,在本次东海证券拍卖流拍之后,若东吴证券有意将这部分股权纳入整合范围,在满足同等条件下参与二次竞拍,从法律角度看具有可行性,且市场预期偏弱时或有助于降低取得成本。

“本次重组仍在稳步推进,本

2020年11月17日,上海宝丰股权投资合伙企业(有限合伙)持有的东海证券2000万股股权拍卖,起拍价格为1.146亿元,平均价格为每股5.73元。当时,这笔股权的评估价为1.482亿元,单价每股为7.41元。在2020年11月的这次拍卖中,东海证券第一大股东常州投资集团成为唯一竞买人,化解了股权旁落的风险。

4月22日的拍卖体量达3.735亿元,且时间节点恰逢东吴证券收购推进的关键期,东海证券第一大股东常州投资集团却没有介入。对于其中原因,记者联系常州投资集团方面,未能获得回复。

次拍卖结果不会对重组整体进程产生影响。”东吴证券董秘办相关人士作了肯定答复。

“整合正有序推进,具体交易价格尚未确定并公告。”上述人士告诉记者,公司已聘请独立财务顾问、法律顾问对东海证券开展尽职调查,相关中介机构将对交易股权进行充分核查,确保股权权属清晰。后续公司将密切协同各方,依法依规稳步推进本次整合工作。