

# 熊猫债券信用评级方法

2017年4月



## 联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

## 熊猫债券信用评级方法

### 一、 熊猫债券信用评级的基本含义

熊猫债券指境外机构在中国境内发行的以人民币计价的债券。熊猫债券主要包括外国政府（地区及外国地方政府）、国际多边机构、境外金融机构和非金融企业等在中国境内发行的人民币债券（如短期融资券、中期票据、金融债券、公司债等）。

熊猫债券的信用评级是对熊猫债券还本付息能力和意愿及风险的综合评价，即是对其违约可能性及损失严重程度的综合评价。

为了满足境外投资者和境内投资者的需求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对发行人及熊猫债券开展国际评级（逐步）和区域评级。熊猫债券国际评级是指以全球视野和全球标准对发行人及熊猫债券信用风险的评价，具有全球可比性；区域评级指的是以区域标准对发行人及熊猫债券信用风险的相对评价，目前适用于中国大陆地区。

### 二、 熊猫债券信用等级设置及含义

#### 1、 熊猫债券发行人主体国际长期评级

熊猫债券发行人主体国际长期信用等级设置及含义与主权信用等级设置及含义相同，划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub> 和 D<sub>i</sub> 表示，其中，除 AAA<sub>i</sub> 级和 CCC<sub>i</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

表 1 熊猫债券发行人主体国际长期信用等级设置及含义

等级	级别	含义
投资级	AAA <sub>i</sub>	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA <sub>i</sub>	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A <sub>i</sub>	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。

	<b>BBB<sub>i</sub></b>	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	<b>BB<sub>i</sub></b>	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	<b>B<sub>i</sub></b>	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	<b>CCC<sub>i</sub></b>	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	<b>CC<sub>i</sub></b>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	<b>C<sub>i</sub></b>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	<b>D<sub>i</sub></b>	已经违约，进入重组或者清算程序。

## 2、熊猫债券国际长期信用等级

熊猫债券国际长期信用等级设置及含义同主体国际长期信用等级（表 1）。

## 3、熊猫债券发行人主体区域长期信用等级

熊猫债券发行人的主体区域长期信用等级设置及含义与国内主体长期信用等级设置及含义相同，也划分为三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示。除AAA级和CCC级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

表 2 熊猫债券发行人主体区域长期信用等级设置及含义

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

#### 4、熊猫债券区域长期信用等级

熊猫债券区域长期信用等级设置及含义同主体区域长期信用等级（见表2）。

#### 5、熊猫债券区域短期信用等级

熊猫债券区域短期信用等级设置及含义与国内主体短期信用等级设置及含义相同，划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调（表3）。

表 3 熊猫债券区域短期信用等级设置及含义

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

### 三、 熊猫债券区域信用评级方法

熊猫债券区域信用评级的框架为：首先，评定熊猫债券发行人的主体长期国际评级，该评级受主权信用等级上限的限制（跨国经营机构或多边机构受限较小）；其次，根据国际评级和区域评级的映射关系，确定熊猫债券发行人的主体区域长期评级；最后，考虑债券条款等因素，以主体区域长期评级为基础，确定熊猫债券区域信用等级。评级框架见图1：

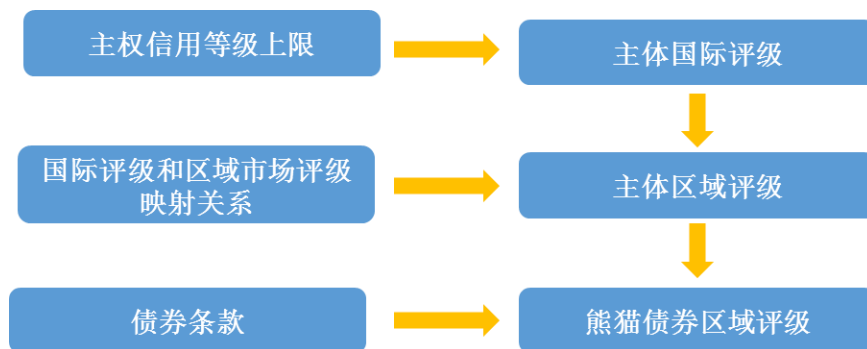


图 1 熊猫债券评级框架

## （一）主体国际评级

### 1、主权评级

主权信用评级是对主权政府（国家或地区）信用质量的综合评估。主权评级（地区）国际评级是对外国政府（地区）的主权长期本外币信用的评级，主要通过对受评对象的政治和经济风险、公共财政实力和外部融资实力等方面进行综合评价。具体参见联合资信主权信用评级方法。

### 2、外国地方政府

外国地方政府国际评级主要根据地方经济实力、财政实力、政府治理、政府债务负担和偿还能力进行评级，并考虑上级政府支持的可能性及程度。一般来说，地方政府的国际评级不高于所在国家的主权信用等级，但在同时满足高度自治及财政独立两个条件时，地方政府的国际评级也可能高于主权信用等级。

### 3、国际多边机构

国际多边机构的国际评级综合考虑了其个体信用状况和外部支持因素，其中个体信用分析是在不考虑外部支持的情况下对多边机构运营状况、财务实力等要素的综合判断，外部支持因素主要衡量其股东提供支持的可能性和支持程度。国际多边机构面临的转移和汇兑风险相对较低，一般不受主权评级上限限制，但在确定其国际评级时需参考各成员国主权国际评级的加权平均等级<sup>1</sup>。

### 4、境外金融机构和非金融企业

第一，对境外金融机构和非金融企业（以下统称“企业”）所在国或者地区进行主权评级。第二，确定企业主体基础国际评级。按照全球可比的原则，在全球视野下，根据发行人的行业风险、业务风险、财务风险等进行评级，确定企业主体基础国际评级。第三，考虑企业主体基础国际评级、企业所在国的主权评级和该企业的跨国经营情况之后，确定最终的主体国际评级。确定企业国

---

<sup>1</sup> 按照各成员国出资比例进行加权处理。

际评级所参考的主权评级上限应以企业开展主要业务所在国家或地区为准，而非企业注册地或上市地。企业国际评级一般情况下会受到主权评级上限的约束，但是如果这个企业是跨国公司或者全球垄断性公司，或面临资本管制时获得海外母公司流动性支持的可能性较大，企业的国际评级可以突破主权评级上限的限制。

### （二）主体区域评级

由于国际评级与中国当地市场情况或监管标准存在一定差异，为了满足国内评级市场需求，我们将发行人的国际评级转换为适用于中国大陆地区的主体区域评级，转换关系是根据联合资信国际评级预期违约率与区域评级预期违约率的关系来确定，但两者的对应关系可能会随着主权评级和预期违约率的变化不定期调整。

### （三）熊猫债券区域评级

熊猫债券区域信用等级（以下简称熊猫债券信用等级）评定以发行主体区域信用等级为基础，考虑债券概况、债券筹资用途、债券发行后可能对主体信用等级带来的影响、债券保护和限制条款及汇兑风险等因素等确定。一般来说，优先无担保普通熊猫债券的信用等级等同于发债主体的区域长期评级；根据对信用增进措施的评价，熊猫债的信用等级有可能高于主体等级；如果有次级条款等，熊猫债的信用等级有可能低于主体等级。

#### 债券概况

主要包括被评债券的类型、发债规模、债券期限和利率、债券偿还方式、债券发行目的等内容。

#### 债券筹资用途分析

包括筹资用途的合法性、可行性、总投资概算情况、资金来源及到位情况（包括自有资金、银行贷款及其他资金等）、资金的落实计划及实际已落实情况、资金缺口及后续资金的解决途径，募投项目效益分析等。

### 熊猫债券发行后对发行人信用状况的影响

主要分析熊猫债券发行后对发行人现有债务结构、负债水平及再融资空间的影响。

### 债券条款分析

发行人在发行熊猫债券时可能会制订或提供的特别保护措施或限制措施，如规定债务的优先顺序、由第三方提供担保、建立专门的偿债基金、以自有资产提供抵质押、由银行等提供融资便利和授信、财务指标限制、融资行为限制等等。对于债券保护条款的分析，我们主要评估其对债券的实际增信效果，以此来判断债券信用等级的提升程度。

### 货币兑换风险

熊猫债券募集资金的汇出和偿债资金的汇入均面临一定的货币兑换风险，如果发行人为其发行债券安排有相应的汇率风险缓释工具（如货币互换协议、外汇掉期等），则会对债项等级产生正面影响，但不构成评级上调的充分条件。

## 四、 局限性

该评级方法存在一定局限性。在对金融机构和非金融企业开展国际评级时，可能会受限于行业研究、资料获取的局限，不能有效识别国外金融机构和非金融企业所面临的各类风险，从而无法给予国际评级。对于这种情况，我们会按照如下方法直接对其进行区域评级：第一，按照区域可比的原则对金融机构和非金融企业发行人进行评级（业务风险、财务风险等），确定它的区域基础评级。第二，根据该企业的货币兑换风险或者主权风险，对其区域基础评级进行调整。货币兑换风险（主权风险）主要取决于该发行人所驻国家和地区是否与中国签署了货币互换协议以及货币的国际化程度，以及发行人所在国或者地区主权评级来判断该风险。第三，对该发行人面对的特殊行业和宏观经济风险进行分析，如果风险明显加大的，则要在区域基础评级的基础上进行级别的下调，反之则受影响小。最后，根据以上两类调整因素和区域基础评级，最终

确定其区域评级。

未来，随着国际业务的不断开展、数据和经验的积累、研究范围的扩大以及评级方法的完善，我们会逐步对全部熊猫债券发行人开展国际评级，以满足国内外投资者的需求。