

债券基金信用评级

自 2003 年初南方宝元债券型基金和华夏债券投资基金成立以来,债券型基金在我国资本市场中相继亮相。目前,共有偏债券投资基金 5 只和纯债券投资基金 10 只。债券投资基金信用评级是国际惯例,如标准普尔目前对债券基金的评级包括“信用评级(Credit Quality Rating)”和“敏感度评级(Volatility Rating)”,前者主要评价债券基金组合对因基金资产信用风险所造成的损失的保护程度,后者主要评价债券基金收益率(Rate Of Return)和净资产(Net Asset-Value)对市场环境变化的敏感程度。

联合资信评估有限公司参照有关国际惯例,并结合中国资本市场的自身特点和需要,开展债券基金信用评级。债券基金信用评级与特定债务(如债券)的信用评级不同,它不是对基金履约(如还本付息)能力的评价。

一、债券基金信用评级的作用

1、促进基金市场的规范化发展

根据国际成熟经验,基金分析和基金信息服务是发达基金市场不可分割的组成部分,而基金评级是其中的一项重要内容。

2、为基金投资者和基金持有人判断基金的信用风险提供参考

债券基金的投资目标一般都定位为:在确保本金安全的情况下,追求基金的高收益。保证债券基金本金安全的主要途径是采取各种措施防止因基金资产(主要是债券)的信用风险导致的损失,为此,在某些基金的投资风格中还规定了基金资产组合的最低平均信用等级。对于偏好债券基金投资的基金持有人和基金投资者来说,首先关注的是基金投资组合实际上对基金安全的保护程度,债券基金信用评级提供了这方面的参考。

二、债券基金信用评级的基本观点

1、债券基金信用评级结果不是投资人购入、卖出或持有基金的建议,因为评级结果没有考虑市场价格、收益、投资偏好等因素。

2、债券基金信用评级是在基金管理公司提供的信息和联合资信评估有限公司通过其他渠道获得的公开信息的基础上做出的,但联合资信评估有限公司并不因为开展基金评级而对基金及基金管理公司审计,在某些情况下,评级也采用非审计信息。

3、在上述有关信息发生变化或得不到这些信息以及其他环境因素发生重大变化的情况下,债券基金信用评级结果可能会变更、停止使用,甚至撤销。

三、债券基金信用等级划分及含义

参照国际惯例,联合资信将债券基金的信用质量等级划分为 7 个级别:AAAf、AAf、Af、BBBf、

BBf、Bf、CCCf，其中 AAf~CCCf 级可用“+”或“-”进行调整，最高级别为 AAaf。各级别的含义如下：

AAaf 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护最强。

AAf 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护很强。

Af 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护较强。

BBBf 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护一般。

BBf 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护存在不确定性。

Bf 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护较差。

CCCf 级：基金投资组合对因基金资产信用风险导致的损失的保护最差。

四、债券基金信用评级内容

债券基金信用质量评级包括三个方面：一是基金管理公司的投资风险管理能力分析；二是基金投资的有关规定、制度及实际执行情况分析；三是基金投资组合的信用等级分析。

1、基金管理公司的投资风险管理能力

主要包括：

基金管理公司的治理结构；

公司的专业经验与专业知识水平；

公司各部门职责划分及运营的独立性；

研究分析部门的能力与独立性；

内部信息管理系统的构成与及时性；

基金管理公司的财务状况；

基金规模，基金经理的权限、个人诚信状况，内部风险控制机制。

2、基金投资的有关规定、制度

主要包括债券投资基金针对投资目标、范围、理念、风格、策略、决策、程序、组合、禁止行为等方面的规定、制度及其执行情况。

3、基金投资组合的信用等级

基金投资组合的信用质量是由其中各项资产的质量、类型以及之间的关系所决定的，表示该投资组合对信用风险损失的保护能力。

确定债券基金投资组合的信用等级，按如下几个步骤进行：

第一步，基金资产的信用等级归类

按长期债信用等级的划分和含义，即 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC，分别将基金资产按信用等级归类，其中现金、国债和特种金融债券按 AAA 信用等级归类；金融机构、企业和公司等发行的长短期债券、可转换债券等按联合资信、其他有资格评级机构对其评级的信用等级归类，未接受评级的，联合资信会重新对其进行信用等级归类；基金其他资产按涉及的交易对手的整体长期债务信用等级归类，对未接受整体债务评级的交易对手，根据联合资信对所涉及交易对手重新评级的信用等级归类。短期债券根据短期债信用等级与长期债信用等级的对应关系（如 A-1+对应 AAA，A-1 对应 AAA 或 AA 等），按其信用等级对应的长期债信用等级归类。

第二步，计算基金资产的信用分数（S）

$S = R * W$ ，其中 R 代表联合资信设定的各长期债信用等级 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC 等所对应的分数，W 代表 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC 类基金资产在基金资产总额中所占比重。

第三步，测算基金资产的信用等级

根据联合资信评估有限公司设定的基金资产的信用分数（S）与债券基金资产信用等级 AA Af、Af、BBBf、BBf、Bf、CCCf 之间的关系，确定基金的信用等级。

联合资信在详细考察以上三方面内容后，最终对债券基金信用质量等级做出综合的评价。

货币市场基金信用评级

货币市场基金（Money Market Funds）是开放式共同基金的一种，主要投资于短期货币市场工具，包括短期国债、银行大额可转让存单、商业票据和回购协议等。自 1971 年第一支货币市场基金在美国发行以来，其凭借低风险、高流动性、较低的管理费用和较为稳定的收益性在美国基金市场乃至世界基金市场中所占份额持续攀升。通常情况下，货币市场基金能够保持与银行存款程度相当的低风险，但其提供的回报收益率较之银行存款更高。因此，在成熟的投资环境中，货币市场基金往往被广大投资者视作良好的银行存款替代产品而受到广泛的欢迎。

目前，截止 2004 年 1 月底我国基金市场中已有五支“准货币市场基金”公开招募发行，分别为华安现金福利投资基金，招商现金增值基金、博时现金收益基金和南方现金增利基金（见下表）。

国内货币市场基金概况一览

| 基金名称 | 发行公司 | 上市时间 | 基金投资范围 | 业绩比较标准 | 平均剩余到期时间 |
|------------|----------|------------------|---|-----------------|----------|
| 华安现金福利投资基金 | 华安基金管理公司 | 2003 年 12 月 14 日 | 价格波动幅度和信用风险低并具有高度流动性的短期金融工具,如银行定期存款、协议存款或大额存单、剩余期限不超过 397 天的短期债券、中央银行票据、期限在一年以内的债券回购、银行承兑汇票、经银行背书的商业承兑汇票或中国证监会认可的其他具有良好流动性的金融工具 | 一年期银行定期存款储蓄税后利率 | 约为 120 天 |
| 招商现金增值基金 | 招商基金管理公司 | 2003 年 12 月 15 日 | 剩余期限在 397 天以内的短期债券；剩余期限在一年以内的央行票据；期限在一年以内的债券回购；法律法规允许投资的其他金融工具 | 一年期银行定期存款储蓄税后利率 | 约为 120 天 |
| 博时现金收益基金 | 博时基金管理公司 | 2003 年 12 月 16 日 | 到期期限在一年以内的国债、央行票据和 AAA 级企业债等；债券回购；同业存款；其他允许短期金融工具。 | 一年期银行定期存款储蓄税后利率 | 约为 120 天 |
| 南方现金增利基金 | 南方基金管理公司 | 2004 年 1 月 29 日 | 剩余年限小于 397 天的国债、金融债、企业债、中央银行票据；期限在一年以内的债券回购、现金以及中国证监会认可的其他具有良好流动性的金融工具。 | 一年期银行定期存款储蓄税后利率 | 约为 180 天 |

一、货币市场基金信用评级的作用

相比目前国内基金市场中的主流投资产品，股票投资基金和固定收益类证券（主要为债券）投资基金，货币市场基金自身的系统风险较小（股票投资基金和股票市场表现出高度的相关性，因此其系统性风险较大），而且面临的利率风险和流动性风险与债券投资基金相比也较低。

但是，货币市场基金并非没有风险，利率风险是该产品面临的重大风险。货币市场基金不同于其他投资于股票的基金，其单位的资产净值是固定不变的，衡量其表现好坏的标准是收益率，通常受市场利率影响，收益风险也因此产生；货币市场基金的投资者一般对流动性的要求较高，当基金投资组合中某些投资工具流动性不佳，而基金又面临较大赎回压力时，基金将会面临流动性风险；此外，我国现阶段的货币市场主要集中在同业拆借市场与回购市场，市场容量有限。货币市场的品种较少、容量不足将会成为货币市场基金面临的潜在市场风险。

鉴于货币市场基金独特的投资特性，针对其进行的信用评级与以往的固定收益类证券（例如企业债券）评级有很大的区别。现在较为普遍的债券类信用评级是对债务人及时偿还借款本金和利息能力的分析，而货币市场基金信用评级是对于基金整体安全性的评价，评估货币市场基金对于保持所管理资产的原有价值和控制损失风险低限的能力。

货币市场基金追求的是本金的安全，高流动性和稳定的收益。其主要投资群体是个体中小投资者。第三方评级报告从较为客观的视点出发，凭借专业的风险判断标准和方法，能够为基金投资者和基金持有人判断基金的整体风险提供有效的参考。不仅对个体投资者全面了解货币市场基金的特性，树立投资信心有极大帮助，而且也作为基金管理者运行基金时的外部工具。

此外，从目前国内货币市场基金状况看来，四家货币市场基金在基金设计模式、投资范围、管理费率等均极为相似，产品特征上只有细微的差别，趋同现象较为明显。因此，投资者在其中做出比较选择时，基金管理公司的管理水平和所提供的附加增值服务也会适当的起到评判标准的作用。而针对基金产品出具的客观详实的信用评级报告无疑是吸引投资者的有效途径之一。

货币市场基金评级是国际惯例，标准普尔自从 1984 年就已经开始从货币市场基金信用评级。联合资信评估有限公司在吸取融国外权威评级机构货币市场基金评级方法的基础上，针对国内目前货币市场基金产品的现状创建了适合中国资本市场的货币市场基金的评级标准、方法和相关跟踪测评服务，并紧密追踪基金产品的发展以在最快的时间内对我们的服务做出相应的调整。

二、货币市场基金信用等级划分及含义

参照国际惯例，联合资信对货币市场基金的信用等级评定的范围从 AAAm—Dm，其中 m 代表货币市场基金（Money market fund），用以和债券信用评级区分。各级别的含义如下：

AAAm 安全性极佳。基金拥有超强的保持原有资产价值的实力，且损失风险有限。

AAAm 安全性很好。基金拥有很强的保持原有资产价值的实力，且损失风险有限。

Am 安全性良好。基金拥有较好的保持原有资产价值的实力，且损失风险有限。

BBBm 安全性一般。基金拥有适当的保持原有资产价值的实力，且损失风险有限。

Dm 基金不能保持原有资产价值。以存在的或潜在的风险已经超过了净资产价值的（NAV）5%

三、货币市场基金信用评级的基本观点

1、货币市场基金信用评级结果不是投资人购入、卖出或持有基金的建议，因为评级结果没有考虑市场价格、收益、投资偏好等因素。

2、货币市场基金信用评级是在基金管理公司提供的信息和联合资信评估有限公司通过其他渠道获得的可靠信息的基础上做出的，但联合资信评估有限公司并不因为开展基金评级而对基金及基金管理公司审计，在某些情况下，评级也采用非审计信息。

3、在上述有关信息发生变化或得不到这些信息以及其他环境因素发生重大变化的情况下，货币市场基金信用评级结果可能会变更、停止使用，甚至撤消。

4、当一只货币市场基金的信用等级在投资级别以下时（通常 BBBm 级别以上划定为投资级），并不能判断该基金运作不佳，而是说明基金目前运行在较高的风险水平上。而投资者如果能够接受这种风险的话，就必然需要得到更高的回报率作为补偿。

四、货币市场基金信用评级内容

联合资信评估有限公司对于货币市场基金的信用评级主要包括三个方面：基金所管理投资组合的信用质量；基金的市场价格风险暴露；基金管理能力评估。

1、投资组合的信用质量

联合资信对货币市场基金信用质量评估的主要部分包括基金投资组合中的证券质量、类型以及投资风险的分化。最终基金信用质量的评价是建立在对每个个体投资工具的信用评级基础之上的。每只基金的最低信用质量标准取决于基金的信用等级和投资组合的成熟期结构。

对于评定等级是“AAAm”的基金来说，投资组合中证券的信用等级都应该在“A-1+”或“A-1”级，其中至少 50%以上应该是“A-1+”级的证券。“AAm”、“Am”和“BBBm”的基金可以拥有“A-2”等级，隔夜到期的证券，并且要表现出“A-1”等级证券增加的趋势。

信用质量评定标准是建立在联合资信对于短期证券等级稳定性的内部研究基础之上的，结合了收益变化动向，所涉及到的货币市场工具信用质量变化的结果，以及评级的历史数据，既可以总结出货币市场基金评级的指导方针。

分散投资的指导方针在大部分情况下由法规来制定。第一等级和第二等级的分散限制可以应用在所有的交税和免税的货币市场基金上。

2、基金市场价格风险

对于货币市场基金评级，最为核心的一部分即是判断基金价格对于市场外部因素变化的敏感程度。影响固定收益率证券价格的因素一般包括市场利率、证券的成熟期、流动性、信用风险以及供求关系等。考虑到上述因素，联合资信针对货币市场基金的特性，评级所考察的变量包括：

投资组合的加权平均期限（Weighted average maturity）

流动性

指数风险和延伸风险

投资风险分散

基金资产潜在的跌价风险

证券和投资组合价值评估的方法

这些变量结合起来会共同决定最终基金市场价格的风险。

3、基金管理能力

货币市场基金信用评级还涉及对基金管理能力的评估，分析基金投资组合管理的优势与劣势。

联合资信的项目负责小组会对基金管理层进行访谈，了解基金的投资目标，投资组合管理技术的运用和风险回避策略。联合资信将着重评估基金管理层在实现投资目标过程中的效率。

对基金管理能力的评估主要包括：

基金管理的经验以及以往管理投资组合的纪录

操作的规章以及风险偏好

规章制度的可靠性和连带责任

内部控制制度