

版本号：V3.0.202207

债项评级基本方法



债项评级基本方法

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度规定，为适应债券市场发展变化，完善债项评级方法，对债项评级方法进行了重新梳理、修订。

《债项评级基本方法（版本号：V3.0.202207）》（以下简称“本方法”）以2013年《联合资信企业债项评级方法》为基础进行的修订，主要是进一步明确了债项评级的基本内容，梳理了各类债项的评级思路，并形成了债项评级基本方法。本方法主要内容为适用范围、债项评级的定义、债项信用等级设置及含义、评级方法局限性及债项评级框架等。本方法已经联合资信评级技术委员会审议通过，于2022年8月1日起施行。

二、适用范围

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和偿债意愿的综合评估，并用简单明了的符号表示。

根据信用评级对象的性质，信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是指对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者说是对其违约可能性的评价，评定的等级代表其长期的违约可能性。债项评级是对上述各类经济主体所发行的债务融资工具的评级。

本方法适用于对在中国大陆地区发行的债务融资工具的评级。本方法所称债务融资工具，包括政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）及其他固定收益类产品等，不包括资产支持证券等结构化融资产品。

按照期限划分，债项分为短期债项（约定偿还期限 ≤ 1 年）和长期债项（约定偿还期限 > 1 年）。鉴于长短期债项信用风险的差异，相应地，债项评级也分为短期债项评级和长期债项评级。

按照债项的偿还顺序、资本属性、保障特性，债项可以划分为资产抵质押债券、可交换债券、保证担保债券、优先无担保债券（普通债券、一般债券）、可转换债券、次级债券、二级资本债、永续债券、优先股等。基于上述特性，债项信用等级可能与相关主体长期信用等级有所差别。

三、债项评级的定义

债项评级是以各类经济主体发行的债务融资工具为评级对象进行的评级。

债项评级评定的是债务融资工具的信用风险，是对债务融资工具违约可能性及违约损失严重程度的综合判断，并用简单明了的符号表示。其中，违约可能性可以违约概率¹（PD）进行度量，违约损失的严重程度可以违约损失率²（LGD）进行衡量。债项信用等级首先反映的是违约概率大小，同时也在一定程度上反映了违约损失率的高低。债项信用等级揭示的是债项违约概率与违约损失率高低的相对排序，而不是对违约概率与违约损失率的绝对度量。

四、债项信用等级设置及含义

债项信用等级设置及含义以联合资信官网披露的信用等级设置及含义为准。其中，长期债项信用等级设置及含义见“中长期债券信用等级设置及含义”；短期债项信用等级设置及含义见“短期债券信用等级设置及含义”；债项评级展望设置及含义见“评级展望设置及含义”。

五、评级方法局限性

债项评级是以债务融资工具发行主体（以下简称“发债主体”）的长期信用等

¹违约概率（Probability of Default, PD）：是指债务融资工具在未来一段时期内不能偿还的可能性。

²违约损失率（Loss Given Default, LGD）：指债务融资工具一旦发生违约将给债权人带来的损失率，采用相对数形式表示，即违约后的损失占风险暴露的百分比。违约损失率是由回收率（Recovery Rate, RR）决定的，即 $LGD=1-RR$ 。

级为基础进行的评级。联合资信对发债主体长期信用等级的评估是以其历史运营状况和现状为基础，但是发债主体未来发展状况及影响其偿债能力的因素是动态变化的，上述影响因素的未来状况可能与过去、现在有较大不同，因此对发债主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险；其次，对发债主体评级所使用的数据来源于发债主体和监管部门认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响评级结果；另外，对发债主体评级可能无法覆盖影响其信用风险的全部因素，如跨行业的系统性风险和影响发债主体偿债能力的特殊事件等。上述影响发债主体长期信用等级的因素也相应影响债项信用风险的评估结果。

本方法是债项评级的基本方法，具体债项评级还需要参考联合资信有关评级方法。同时，本方法中的考核重点，尤其是增信措施、其他限制条款会随着相关法律、法规或其他规范性文件的不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。

六、债项评级框架

（一）长期债项评级

一般来说，长期债项的信用等级主要取决于发债主体（本方法以工商企业为例）的长期信用等级及债项偿还顺序、增信措施及其他限制条款等。

1. 发债主体长期信用等级

发债主体长期信用等级主要取决于其未来获得的现金流量及其对债务的保障能力，以及发债主体的偿债意愿（由于偿债意愿多受法律约束，且偿债意愿以偿债能力为基础，本方法重点分析偿债能力），与发债主体经营风险和财务风险等信用状况相关。发债主体长期信用评级可参考联合资信对应行业企业的评级方法。

需要强调的是，由于债务规模的重大变化对于发债主体长期信用等级有重要影响，因此，在对发债主体所发行的债项进行评级时，要对发债主体信用状况进行必要的重新评估。

一是评估债务融资工具的发行对发债主体当前信用状况的基本影响。基本的评估内容包括债务融资工具的规模、期限、用途，以及债务融资工具发行后发债主体

资产负债率、全部债务资本化比率的变化，以判断债务融资工具发行对发债主体基本财务状况的影响。其中，债务融资工具的规模、用途与发债主体发展战略、规划是否匹配，财务政策是否有重大改变等，都应综合分析评估。

二是评估债务融资工具发行对发债主体未来信用状况的影响，考虑本期债券发行后，公司经营现金流入量、经营现金净流量和 EBITDA 对长期债务的保障情况，分析判断本期债券的偿还能力。如果条件具备，应分析发债主体未来（3 年左右）有关盈利、EBITDA、现金流等对其未来总债务、到期债务的保障程度。如果债券规模过大，对发债主体产生重大影响，则发债主体的长期信用等级可能需要调整。

经过上述必要的评估后，可以基本确定发债主体的长期信用等级。在发债主体长期信用等级的基础上，根据必要的规则或评估方法，可以确定相应债项的信用等级。一般情况下，优先无担保债券（普通债券、一般债券）的信用等级等同于发债主体信用等级。

2. 债项偿还顺序

债项偿还顺序是发债主体在发行债务融资工具时，债项募集说明书或债项契约中规定的债项在发债主体破产清算或其他特定情况下偿还的先后顺序。一般来讲，中国优先无担保债券为普通债权，其偿还顺序在次级债券、二级资本债、永续债券、优先股等之前，在资产抵质押债券之后。具体偿还顺序需分析债项的规定条款。

由于偿还顺序的差别，从理论上讲，同一发债主体发行的不同偿还顺序的债项，给债权人带来的风险程度也不同，主要是债项回收风险不同，违约概率相近。但也存在偿还顺序或触发条款导致的比发债主体违约概率更高的触发债项违约或损失的风险。以下对偿还顺序不同的债项进行分别阐述。

（1）优先无担保债券和资产抵质押债券

优先无担保债券也可称为普通债券，为普通债权。《中华人民共和国企业破产法》规定：对破产人的特定财产享有担保权的权利人，对该特定财产享有优先受偿的权利。由于普通债权清偿顺序一般在对发债主体特定财产享有担保权的债权之后，所以在发债主体破产时，如果所抵质押资产具有必要的变现价值，则可提升债项的违约回收率（虽然违约概率相近），即降低债项的违约损失率。因此，对于同一发债

主体，如果其同时发行了资产抵质押债券和普通债券，则其资产抵质押债券的信用风险可能略低于普通债券，因而其资产抵质押债券的信用等级可能略高于普通债券，可在发债主体信用等级（发债主体信用等级等同于普通债权的信用等级）的基础上上调一定子级。

同时也要看到，如果发债主体的资产抵质押率过高，将影响发债主体的再融资及对普通债权的保护，发债主体的信用风险或普通债权的信用风险也将有所变化。

（2）次级债券

从偿还顺序看，在发债主体破产清算时，次级债券的清偿顺序在普通债权之后，但先于优先股和普通股，且一般会设置减记条款和转股条款，所以次级债券的违约损失率可能会高于普通债权，此类债券的信用等级往往会在发债主体信用等级的基础上下调一定子级，具体降幅与发债主体信用水平、次级债券相关条款有关。发债主体信用等级越低，其发行的次级债券所面临的次级风险越显著，债项信用等级向下调整的幅度就越大。某些次级债券设有其他触发减记条款或延迟付息、转股等条款，如其导致债券出现损失的概率更高，则其信用等级降幅更大。次级债券信用等级的具体评估方法可参考联合资信有关评级方法。

（3）其他债券

对于其他偿还顺序更靠后的债券如永续债券、优先股等，应根据其具体偿还顺序、其他触发减记条款或延迟付息、转股等相关条款，债项信用等级在主体信用等级的基础上需下调一定子级。其具体评估方法可参考联合资信有关债项的评级方法。

3. 增信措施

所谓债项增信措施，就是发债主体在发行债务融资工具时，对债项的偿还所制订或提供的特别保护措施。比较常见的有：第三方保证担保，资产抵质押担保，设置差额补足、流动性支持条款等。在同等情况下，有增信措施的债项违约概率或违约损失率可能会低于无增信措施的债项。有效的增信措施可增强对债权人偿付的保障，降低违约可能性或违约损失的程度，故设定增信措施的债项信用等级有可能会高于发债主体的信用等级，但这并不具有确定性，必须具体分析，也可能不会提升债项的信用等级。

（1）第三方保证担保

第三方保证担保有两种：一般保证担保和连带责任保证担保。一般保证担保指只有在对发债主体财产强制执行后仍不能履行义务时，债权人才能要求一般保证人承担保证责任，是一种“补充责任”，因而对债权人的保护力相对较弱。连带责任保证担保是指在发债主体发生违约时，债权人既可以对发债主体追偿，也可向担保方直接追偿。连带责任保证的保证通常是无条件和不可撤销的，实际上保证担保人承担了与债务人基本相同的债务偿还责任。

对于设定第三方保证担保的债项，需根据担保条款的具体规定和担保方对债务的保障能力进行判断。保证担保条款对担保触发条件的规定是该担保是否能够生效的基础。担保方的信用等级及资金实力是决定该担保是否能够达到增信效果的重要因素。由于部分担保金额较大，可能对担保方主体信用状况产生影响，因此需要对担保方对外担保总额的变化进行分析，比如可以通过考察担保方对外担保总额/总资产或净资产等指标来加以判断。

综合考虑上述因素，若连带责任保证担保方信用等级高于发债主体，则债项信用等级最高可上调至担保方信用等级；如果担保方信用等级低于发债企业，则一般不会上调。一般保证担保的增信效果比较有限。保证担保债券信用等级的具体评估方法可参考联合资信有关评级方法。

（2）资产抵质押担保

从违约概率和违约回收率方面看，如果抵质押资产的处置是在债项违约之后，抵质押资产的数量和质量并不能改变发债主体违约概率的高低，但由于抵质押资产的存在，当债项真正发生违约时，由于债权人可以获得相对于其他债权人优先的抵质押资产作为其债权的保障，债项违约回收率将高于其他债权人，即债项损失率会低于其他债权人。因此，设定抵质押担保措施的债项信用等级可能会高于发债主体信用等级。

一般来说，资产抵质押的有效性和抵质押资产权属、对债券的覆盖程度、有关处置等条款都会对资产抵质押担保债券的信用提升产生影响。对于设定资产抵质押担保的债项，需要对抵质押资产质量、价值、流动性以及对债项覆盖程度做重点分

析。所设定抵质押资产的可变现净值越高、变现越便利、对债项覆盖比率越高，则该债项的违约损失率就越低，可参考的指标是抵质押资产可变现净值对本期债券需偿付金额的覆盖比率。同样，如果对其他债项设定了一定的抵质押条款，则在现金流不足时可用于变现并偿还本期债券的现金流就会下降，从而影响本期债券的风险等级，可参考的指标是对其他债项设定抵质押的资产占总资产的比重。资产抵质押债券信用等级的具体评估方法可参考联合资信有关评级方法。

（3）差额补足

差额补足是指为了保证债权人和发债主体之间的债权债务关系，约定当发债主体未按照约定履行义务或者款项不足以支付时，由发债主体或者第三人（通常是发债主体关联方，股东或者实际控制人）对差额部分按照约定承担补足义务。差额补足的增信效果分析思路和第三方保证担保接近。

值得注意的是，虽然差额补足和第三方连带责任保证担保的增信效果有一定的相似性，但两者的实际增信效果可能相差很大。根据最高人民法院关于适用《民法典》有关担保制度的解释第 36 条，差额补足具有担保意思表示的将被认定为保证，若有债务加入意思表示的将认定为债务加入，若难以认定为保证或债务加入的将认定为保证，均不符合前三种情形的，债权人请求第三人承担保证责任或者连带责任的，人民法院不予支持，但是不影响其依据承诺文件请求第三人履行约定的义务或者承担相应的民事责任。总之，差额补足的条款更加灵活，其法律效力也更加多变，其增信效果也就相差较大，必须根据具体差额补足条款及司法实践等来判断。

（4）流动性支持

流动性支持是指发债主体因临时资金流动性不足，导致未能按时兑付债项利息或者本金的情况下，银行/第三方将在每次付息和本金兑付日前给予发债主体不超过债项本次本息偿还金额的流动性支持，以解决发债主体债项本息的短期偿付困难。流动性支持只是为了平抑发债主体临时性资金周转问题，仅解决现金流管理出现临时紧张的风险，不解决发债主体的信用风险或市场风险。对具有流动性支持条款债项的信用分析，具体关注点与第三方保证担保类似。有效的流动性支持对债项增信具有一定积极作用。

值得注意的是，不同于差额补足承诺只要出现风险就需要承担补偿的安排，流动性支持往往还设有很多其他触发条件。根据目前中国的实践，银行流动性支持的额度被限制在授信额度以内，且银行也无法确保在发债主体任何需要的时点都可以提供流动性贷款支持，所以流动性支持的实际增信效力相对较弱。总之，获得第三方明确且可靠的流动性支持的债项信用等级有可能会高于发债主体信用等级，但一般提升作用很有限或不足以提升债项的信用等级。

4. 其他限制条款

其他限制条款一般包括财务指标承诺、支出限制条款、交叉违约条款、核心资产出售限制条款、质押或减持上市公司股权、明股实债、资产池承诺、对外提供重大担保等。其他限制条款可对债项的优先性产生正面或负面的影响，从而改变债项的偿付顺序。再者，有些债项具有本息递延、取消支付机制以及减记机制，此类机制触发条件的高低与债项的违约损失情况反向相关，即触发条件越高，违约损失可能性越低，反之亦然。此外，部分债项可能附有如强制转股、发行人赎回、投资人回售等条款，其对债项信用等级的影响需要具体分析，具体可参考联合资信有关评级方法。

（二）短期债项评级

短期债项的信用分析是以发债主体长期信用分析为基础，重点分析发债主体短期信用状况，同时结合短期债项特征进行深入分析，综合判断短期债项的信用级别。短期债项的偿还主要有两方面的保障，一是发债主体的偿债能力和偿债意愿，二是债权保护措施或限制条款。

发债主体的偿债能力主要取决于其在未来时期获得偿还到期债务的现金流量的大小，而这种能力与发债主体所处行业、在行业中的地位、竞争实力、经营管理水平、财务状况、未来发展等许多方面的因素有关，也就是与发债主体长期信用等级有关。发债主体长期信用等级基本决定了短期债项的信用风险状况。联合资信建立了短期债项信用等级与发债主体长期信用等级的对应关系，具体参见下表。

对于短期债项来讲，还要在发债主体长期信用分析的基础上，重点分析评估发债主体的短期偿债能力，尤其是发债主体现金类资产、债项偿还期内发债主体所产

生的现金流对债项发行额度的保障程度。发债主体所产生的现金流量主要从发债主体未来的现金流入和现金支出两个方面来分析。

债权保护措施主要为针对短期债项的偿还所采取的专门保障措施，一般包括第三方保证担保、资产抵质押、有效监督下建立的专门的偿债基金、限制企业投资与分红的专门规定等。债权保护措施越充分，则债项到期偿还的保障程度越高，违约概率或违约损失率越小，信用等级越高。

综合来看，短期债项的信用状况主要取决于发债主体长期信用状况、短期偿债能力及短期债项的债权保护措施或限制条款等。

短期债项信用等级与发债主体长期信用等级对应关系表

短期债项 信用等级 发债主体 长期信用等级	A-1	A-2	A-3	B	C	D
AAA						
AA ⁺						
AA						
AA ⁻						
A ⁺						
A						
A ⁻						
BBB ⁺						
BBB						
BBB ⁻						
BB ⁺						
BB						
BB ⁻						
B ⁺						
B						
B ⁻						
CCC						
CC						
C						