

关于熊猫债信用等级的说明

一、联合资信熊猫债评级方法及符号定义

（一）熊猫债评级方法及符号定义

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）自 2015 年起开展熊猫债相关研究工作，并于 2016 年 1 月发布《熊猫债评级方法研究》。2017 年 4 月，联合资信正式发布《熊猫债券信用评级方法》¹，并沿用至今。《熊猫债券信用评级方法》中明确了熊猫债券评级的适用范围、等级设置及含义、并介绍了熊猫债券的评级方法。

为了满足境外投资者和境内投资者的需求，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。

1. 主体国际长期信用等级设置及含义²

联合资信主体国际长期信用等级划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 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。

表 1 熊猫债券发行人主体国际长期信用等级设置及含义

信用等级	含义
AAA _i	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 _i	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 _i	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
BBB _i	信用风险一般，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

¹ 详见：<https://www.lhratings.com/file/b9571957-a929-46a7-a265-c9bf663e897c.pdf>

² 详见：<https://www.lhratings.com/file/f0f57768-a3e5-438d-93f3-d822b8468106.pdf>

BB _i	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 _i	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
CCC _i	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
CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆
C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高
D _i	已经违约，进入重组或者清算程序

资料来源：联合资信官网

2. 中长期债券国际信用等级设置及含义

中长期债券国际信用等级设置及含义同主体国际长期信用等级（见表1）。

3. 主体区域长期信用等级设置及含义

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

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

资料来源：联合资信官网

4. 中长期债券区域信用等级设置及含义

中长期债券区域信用等级设置及含义同主体区域长期信用等级（见表2）。

（二）联合资信评定熊猫债主体等级的方法

目前，联合资信根据熊猫债发行主体类型的不同有两种评级方法：一是针对发行人为外国政府类机构的熊猫债主体，首先通过主权评级方法³（国际序列）评定发行人的国际等级，然后通过映射关系确定区域等级。二是针对发行人为国际多边开发机构、境外金融机构以及境外非金融企业等熊猫债主体，联合资信依旧以区域评级方法为主，首先根据自有评级方法评定发行人主体等级，然后参考发行人的主权等级映射结果作为等级上限。通常情况下，其他各类发行主体的信用等级不超过主权信用等级。

二、联合资信平均累计违约率情况

信用评级的核心是对受评主体信用质量的综合评估，衡量债务人按时足额偿付本金和利息的能力和意愿，是对债务人违约可能性的排序。因此，不同评级序列之间映射，本质上不是符号翻译，而应基于信用等级隐含的违约概率的跨体系校准。

从违约率表现看，由于联合资信所评主权国家并未发生违约情况，因此参考联合资信所评公开市场非金融企业各级别平均累积违约率情况。2014—2025 年，剔除未发生违约级别，联合资信所评非金融企业各级别平均累积违约率基本呈现随级别降低而增大的趋势。其中，AAA 级一年期累计违约率为 0.14%，三年期累计违约率为 0.53%，五年期累计违约率为 0.70%（见表 3）。详见报告《2025 年联合资信评级结果质量检验报告》

表 3 联合资信所评非金融企业平均累积违约率（2014—2025）

信用等级	1 年	3 年	5 年
AAA	0.14%	0.53%	0.70%
AA+	0.26%	0.95%	1.53%
AA	0.31%	1.19%	2.43%
AA-	0.76%	2.01%	2.55%
A+	0.62%	0.62%	0.62%

³ 联合资信自 2016 年起开始开展主权评级业务。2016 年 3 月，联合资信首次公开披露《主权信用评级方法》；后于 2017 年、2019 年和 2025 年三次修订，目前最新版本为《主权信用评级方法与模型 V4.0.202512》，详见：<https://www.lhratings.com/file/f0f57768-a3e5-438d-93f3-d822b8468106.pdf>

信用等级	1 年	3 年	5 年
A	2.13%	9.12%	--
A-	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.00%	0.00%	--
BBB	5.71%	15.64%	--
BBB-	3.45%	9.48%	--
BB+	0.00%	0.00%	--
BB	15.38%	43.59%	--
BB-	0.00%	0.00%	--
B+	0.00%	0.00%	--
B	0.00%	--	--
B-	0.00%	--	--
CCC	0.00%	--	--
CC	25.00%	--	--
C	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

三、国际主流信用等级与联合资信熊猫债信用等级的对应关系

2024 年，联合资信修订并发布了《联合资信评级过程及评级方法》⁴，其中披露了联合资信国际评级与区域评级的映射关系。

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。需要注意的是，两者之间并不存在严格的一一对应关系，且这种关系可能会随着主权评级和预期违约率的变化而改变。

联合资信在研究国际等级和区域等级的映射关系时，一是基于平均累积违约率的映射关系，二是基于主权等级上限的映射关系调整。此外，参考国际主流信用等级，联合资信将国际主流信用等级、联合资信国际等级与区域等级的对应关系设置如下（见表 4）。

通常情况下，国际主流信用等级以及联合资信国际等级的 BBB-/BBB₋及以上对应到联合资信区域等级 AAA，上述对应关系仅供参考。在实践中，鉴于评

⁴ 详见：<https://www.lhratings.com/file/6bbaa952-8a58-4129-b869-07d7ef2123f3.pdf>

级方法存在差异，在个别情况下实际区域等级可能在下表基础上进行调整，但调整幅度不超过 2 个子级。具体请以联合资信的评级方法为准。

表 4 国际主流信用等级、联合资信国际等级与区域等级对应表

国际主流信用等级	联合资信国际等级	对应联合资信区域等级
[BBB/Baa, AAA/Aaa]	[BBB _i , AAA _i]	AAA
BB/Ba	[BB _i , BBB _i]	AA
B	BB _i	A
	B _i	[BBB, A]
CCC/Caa	CCC _i	BB
CC/Ca	CC _i	B
C	C _i	[CC, CCC]
D	D _i	C

注：1. 国际主流信用等级 BBB-/Baa3 及以上为投资级，BBB-/Baa3 以下主要为投机级；2. 国际主流信用等级参考各家中较高等级

资料来源：联合资信整理