

东方金诚|熊猫债评级方法—框架篇

2016-01-18

戳上面的东方金诚关注我们哦！

作者：东方金诚 主权信用评级团队

编者按

2015年韩国政府、渣打银行（香港）有限公司、戴姆勒股份公司、招商局集团（香港）有限公司、香港上海汇丰银行有限公司、中国银行（香港）有限公司等境外机构相继在交易商协会注册并发行了人民币债券（俗称“熊猫债”）。2016年人民币将加入特别提款权（SDR），国际化的程度进一步提高，有望激发境外机构发行熊猫债券的需求。为帮助国内投资者更好地了解境外机构所发行熊猫债券的信用风险，东方金诚特推出“熊猫债评级方法”系列专题文章，剖析熊猫债的信用风险特征，并介绍东方金诚对熊猫债发行人及熊猫债的评级分析框架、各类境外机构（主权政府、境外地方政府、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业）评级要点。本期为“东方金诚熊猫债发行人及熊猫债的评级分析框架”。

境外机构境内发行的人民币债券定义及特征

境外机构在境内发行的人民币债券是指境外机构依法在中国境内发行的、约定在一定期限内还本付息的、以人民币计价的债券，即通常所说的熊猫债券。

根据监管机构先后发布的相关监管文件以及存续的境外机构人民币债券来看，境外机构人民币债券目前具有以下特征：

1.境外机构发行人民币债券的监管机构主要包括中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会等。同时银行间市场交易商协会对境外机构人民币债券的注册发行实行自律管理。

- 2.境外机构人民币债券发行之前至少需一家国内有资质信用评级机构的信用评级。《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（2010）要求人民币债券信用等级达到 AA 级以上，目前已经发行的债项信用等级均较高。
- 3.从债券品种来看，包括但不限于国际开发机构发行的人民币长期债券，主权政府及境外地方政府发行的人民币长期债券，境外非金融企业发行的以人民币计价的非公开定向债券融资工具、短期融资券、中期票据，境外金融机构发行的人民币金融债券等。
- 4.债券募集资金优先用于中国境内建设项目，也可以购汇后汇出境外使用。
- 5.境外机构人民币债券需用人民币偿还，可从境外调用人民币资金或通过汇兑取得人民币资金偿还。
- 6.监管机构将进一步推动境外机构到境内发行人民币债券，在发行主体及债券信用等级、募集资金用途等方面的发行限制有望进一步放开。

随着人民币加入特别提款权（SDR）后，人民币国际化有望进一步提速，人民币在资本项下将逐步实现自由兑换，人民币债券对境外机构发行人和国内外投资者的投资价值和吸引力均有望显著提升；同时中国的“一带一路”战略鼓励“一带一路”沿线国家政府和信用等级较高的企业和金融机构在中国境内发行人民币债券，熊猫债市场即将快速增长。

熊猫债券相对于国内债券的信用风险特征

尽管同为人民币债务，但熊猫债券与国内债券存在以下差异：

- 1、人民币对境外机构来说通常是外币，因此其对人民币债务的偿债能力主要取决于其拥有的人民币资产质量及将非人民币资产转换为人民币资金的可能性；对境内发行人来说人民币则是本币，其可偿债资金主要是人民币资金，偿还人民币债务不需要汇兑转换。

2、国内监管机构对境外机构和境内发行人的约束力存在较为重大的差异。境外机构在国内可能有业务和分支机构，也可能没有，境内发行人的总部和主要业务则均在国内，国内业务对境外机构和境内发行人的重要性存在较为显著差异。

3、除国际开发机构外，境外机构发行人在制度环境、信用文化方面受所属国家的影响较大，同时在偿债资源的配置上一定程度上也会受到所属政府的约束与制约，因此境外机构发行人信用质量受到主权信用风险的显著影响。

境外机构及人民币债券信用评级定义

境外机构在境内发行的人民币债券信用评级是指东方金诚对境外机构发行人及其所发行人民币债券信用质量的综合评定。其中，境外机构发行人主体信用评级是对其人民币偿债能力和偿债意愿的综合分析，并判断其一般无担保人民币债务的违约概率及违约损失程度（下称“违约风险”或“信用风险”）。人民币债券信用评级则是在境外机构人民币偿债能力和意愿分析基础上，结合人民币债券偿付保障措施等因素判断境外机构人民币债券的违约风险。

鉴于熊猫债券的信用风险特征，东方金诚对熊猫债券发行主体及债项的评级具有以下特点：

- 1、东方金诚对熊猫债券发行人的主体评级侧重于对其人民币偿债能力和偿债意愿进行评定，而不是对其本币偿债能力和偿债意愿的评定，也更为关注发行人对人民币偿债能力和意愿相对于其他外币的差异。
- 2、鉴于熊猫债和国内债券同为人民币债务，对熊猫债的信用评级同样也是对人民币债务违约风险的评定，因此东方金诚对熊猫债的信用评级采用与国内债券相同的评级标尺、评级等级符号和定义。对两者信用风险度量保持一致和可比，有利于国内投资者以及 QFII 对熊猫债和国内债券进行统一的信用风险管理。

境外机构人民币主体信用评级分析框架

人民币主体评级是对境外机构发行人的人民币债务偿债能力和意愿的综合评定。

东方金诚对境外机构发行人的人民币主体评级分为三个方面：

1、对境外机构自身综合实力进行评级

境外机构自身综合实力是在未考虑国别风险之前对其自身经营和财务能力的评定，这是对其债务偿债能力和意愿的初始评定。

境外机构为主权政府的，主权信用评级即为其自身综合实力评级。

2、对机构自身综合实力进行国别风险调整

对于除主权政府以外的人民币债券境外机构发行主体，国别风险调整主要考虑注册地所在国家或主要业务所在国家的主权信用等级，结合其面临的多种国别风险特征，对机构自身综合实力进行调整。

（1）如机构总部注册地、主要业务、债券发行市场均在同一国家区域，通常对机构的主体评级不需要进行国别风险调整，只需评判本币偿债能力和意愿。

（2）如三者不在同一国家区域，则总部注册地所在国家或主要业务所在国家的国别风险均有可能对其偿债资金的跨国调配产生重要影响，进而影响其偿债能力和偿债意愿。国别风险调整主要关注总部注册地所属国家和主要业务所在国家的政治风险、经济风险、汇兑转移风险以及行业监管政策风险。

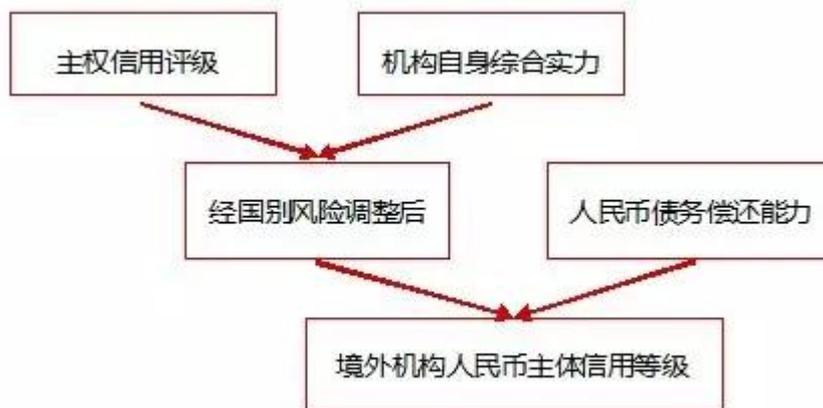
（3）对在各国开展业务的跨国机构来说，其业务链或产业链可分布多个国家或地区，其面临着多个国家或地区的国别风险；但是作为全球性的企业，多样性的风险分布也可能有效降低系统性风险。

3、在国别风险调整后的自身综合实力基础上，评定其对人民币债务的偿债能力和偿债意愿

由于人民币债务对境外机构属于外币债务，在人民币尚未完全国际化之前，人民币债务的风险还存在一定的特殊性。因此需在国别风险调整后的自身综合实力评

估基础上,对其人民币债务偿债能力和偿债意愿进行单独评定,从而得到人民币主体评级结果。

图1：境外机构人民币主体信用评级分析框架



东方金诚

在经国别风险调整的机构综合实力评级基础上,对人民币债务偿债能力和偿债意愿主要考察：

(1) 境外机构在中国业务的重要性：主要从中国业务对境外机构的重要性和境外机构境内开展业务对中国的重要性两方面考察。对于主权政府和境外地方政府而言,主要考察境外主权国家或地方政府与中国贸易和投资往来密切程度。对于国际开发机构而言,主要考察中国在其治理机制中扮演角色、中国在其业务和战略的重要程度。

(2) 境外机构的非人民币资产转换为人民币可偿债资金的可能性：主要考察境外主权国家或地方政府本币、国际开发机构及境外企业或金融机构主要功能货币与人民币的汇兑稳定性,既包括汇率水平历史表现,也包括在人民币债券存续期内汇率预期。

(3) 人民币可偿债资金对人民币债务的覆盖程度：主要考察境外机构现有人民币可变现资产对其现有人民币债务或计划新增人民币债务的覆盖程度。

(4) 与中国政府之间的特别安排：主要考察境外机构所属国家或地区与中国政府间包括但不限于相互外交战略定位、货币互换协议、双方货币直接交易机制、自由贸易协定等。

境外机构人民币债券评级分析框架

人民币债券债项信用评级是在人民币主体评级基础上,对债项的交易结构和保障措施是否使其违约风险区别于一般无担保人民币债务进行综合评定。

债项的交易结构和保障措施有可能具有较为正面的作用,也可能导致其受到的保障程度弱于一般无担保人民币债务。东方金诚主要从债务期限、偿债优先顺序、交易结构、增信措施等方面评估其保障程度与一般无担保人民币债务的差异。

1、债务期限

(1) 短期债务

境外机构短期债券的信用评级是基于境外机构主体信用状况的评估,重点关注发行主体短期资产流动性和短期债务情况,以及宏观环境、行业环境、经营环境的预期变化对资产流动性和短期债务的潜在影响,从而判断境外机构的短期偿债能力。

(2) 中长期债务

基于对境外机构主体信用状况的评估,重点考察债券存续期内境外机构获得人民币偿债资金的能力。

2、偿债优先顺序

偿债优先顺序考察境外机构在境内发行的人民币债券在适用法律框架下的偿债次序。特别是对于境外金融机构而言,需重点关注境外金融机构发行人注册地的

适用法律框架下,不同债务的清偿顺序和法律上另有强制约定且适用的其他债务履约义务。

3、交易结构

境外机构境内发行人民币债券的交易结构包括但不限于人民币现金流归集机制、人民币现金流支付机制、信用触发机制、浮动利率、提前偿还条款等。东方金诚将对交易结构对境外机构人民币债券的本息偿付保障程度进行评估,若存在重大的交易结构风险,东方金诚将适度调整受评境外机构人民币债券的债项信用等级。

4、增信措施

对于存在增信措施的人民币债券,东方金诚将评估增信措施的增信效力:

(1) 保证担保

东方金诚将对保证人进行人民币主体信用评级以综合判断其代偿能力,并从保证条款以及保证人的代偿记录等方面判断保证人履行代偿义务的可能性,在此基础上综合判断保证担保的增信效果。

(2) 抵押担保/质押担保

东方金诚将在专业评估机构出具的评估报告基础上,对抵押担保物的可变现价值进行独立复核,综合判断抵质押比率对抵质押物的流动性和可变现价值变化的敏感性,在此基础上评估抵质押担保的增信效果。

(3) 差额补偿机制

东方金诚将对差额补偿人进行人民币主体评级以综合判断其履行差额补偿义务的能力,并从差额补偿条款、差额补偿人与发行人的关系、差额补偿人的信用记录等方面判断履行差额补偿义务的可能性,在此基础上评估差额补偿机制的增信效果。

(4) 其他保障措施

人民币债券存在信用保险、偿债基金等保障安排的，东方金诚将具体分析保障安排的增信效果。

点击左下角阅读原文，查看完整版评级方法。



信 东方金诚
GOLDEN CREDIT RATING

- 资本市场上唯一的国有绝对控股评级机构
 - 股东具备全金融产业牌照
- 同一法人拥有全部市场信用评级资质
- 拥有国内最大的不良资产处置数据库Loss Metrics
 - 全国26个省市区拥有分公司
- 首批获得人民银行颁发的企业征信业务牌照

长按以下二维码，关注东方金诚官方微信 GO

中国东方资产旗下国有控股信用评级机构