

境外机构在境内发行人民币债券 信用评级方法

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇一六年一月

目录

一、境外机构境内发行人民币债券的定义及风险特征	2
(一) 境外机构境内发行的人民币债券定义及特征.....	2
(二) 人民币债券的境外发行人分类.....	2
(三) 熊猫债券相对于国内债券的信用风险特征.....	4
二、境外机构主体及人民币债券信用评级定义及等级符号	5
(一) 境外机构及人民币债券信用评级定义.....	5
(二) 境外机构主体及人民币债券信用等级符号及定义.....	5
三、境外机构在境内发行人民币债券信用评级分析框架	8
(一) 境外机构人民币主体信用评级分析框架.....	8
(二) 境外机构人民币债券的债项信用评级分析框架.....	9
四、境外机构人民币主体信用评级要素	10
(一) 各类境外机构的主体信用评级.....	10
(二) 境外机构的国别风险分析要素.....	17
(三) 境外机构人民币债务偿还能力和偿还意愿的评级要素.....	18
五、境外机构境内发行人民币债券信用评级要素	19
(一) 债务期限.....	19
(二) 偿债优先顺序.....	19
(三) 增信措施.....	19
(四) 交易结构风险.....	19

一、境外机构境内发行人民币债券的定义及风险特征

（一）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。

（二）人民币债券的境外发行人分类

随着我国金融市场化改革和债券市场对外开放的加快，国内债券市场人民币债券的发行主体范围逐步拓宽，人民币债券境外发行人具体可分为主权政府、境外地方政府、国际开发机构、境外非金融企业、境外金融机构。

1. 主权政府

主权政府是指在一个国家或地区境内拥有管辖内外部事务的最高权力机构。主权政府既包括拥有国家主权的一般意义的中央政府，也包括在特定区域内拥有一定立法、行政、司法，甚至军事权力的区域性政府。

韩国于 2015 年 12 月 16 日成功发行 30 亿元 3 年期熊猫债券，为首个境外主权政府境内发行人民币债券。

2. 境外地方政府

境外地方政府包括单一制下由中央政府设置的治理国家部分地域的政府和联邦制下具有一定独立性、管理国家行政区事务的政府组织。作为人民币债券发行主体之一的境外地方政府一般是指一级行政区如省、州、自治区等政府。

截至 2015 年末，加拿大不列颠哥伦比亚省已获准注册 60 亿元人民币债券，并择机在银行间债券市场发行。

3. 国际开发机构

根据 2010 年中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会、中国证券监督管理委员会四部委对《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》的修订，国际开发机构是指进行开发性贷款和投资的多边、双边以及地区国际开发性金融机构。国际开发机构申请在中国境内发行人民币债券应具备以下条件：

(1) 财务稳健，资信良好，经两家以上（含两家）评级公司评级，其中至少应有一家评级公司在中国境内注册且具备人民币债券评级能力，人民币债券信用级别为 AA 级（或相当于 AA 级）以上；

(2) 已为中国境内项目或企业提供的贷款和股本资金在十亿美元以上，经国务院批准予以豁免的除外；

(3) 所募集资金应优先用于向中国境内的建设项目提供中长期固定资产贷款或提供股本资金，投资项目符合中国国家产业政策、利用外资政策和固定资产投资管理规定。主权外债项目应列入相关国外贷款规划。

国际开发机构是境内债券市场最早引入的境外发行主体，目前该类发行主体有国际金融公司和亚洲开发银行两家国际开发机构。

4. 境外金融机构

境外金融机构是指在境外设立的从事存款、贷款、票据贴现、结算、信托投资、金融租赁、担保、保险、证券经营等各项金融业务的机构，主要包括商业银行、保险公司、证券公司、金融租赁公司、担保公司等。

截至 2015 年末，境内发行人民币债券的境外金融机构有 3 家，分别为中国银行（香港）有限公司、香港上海汇丰银行有限公司和渣打银行（香港）有限公司。

5. 境外非金融企业

境外非金融企业是指在境外设立的主要从事市场货物生产和提供非金融市场服务的企业，包括在香港注册的中资非金融企业。

截至 2015 年末，发行人民币债券的境外非金融企业有戴姆勒股份有限公司和招商局集团（香港）有限公司。

（三）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的差异。

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。

二、境外机构主体及人民币债券信用评级定义及等级符号

（一）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出发点概括如下：

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。

（二）境外机构主体及人民币债券信用等级符号及定义

境外机构主体及人民币债券信用等级符号划分成九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。

1. 主权政府主体及人民币长期债券信用等级符号及定义

表 1：主权政府主体及人民币长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	经济与金融实力极强，主权政府财政实力极强，债务保障程度和偿债能力极强，人民币债务违约风险极低；
AA	经济与金融实力很强，主权政府财政实力很强，债务保障程度和偿债能力很强，人民币债务违约风险很低；
A	经济与金融实力较强，主权政府财政实力较强，债务保障程度和偿债能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境 and 经济条件不良变化的影响，但人民币债务违约

- 风险较低；
- 经济与金融实力一般，主权政府财政实力一般，债务保障程度和偿债能力一般，且内外部环境 and 经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，人民币债务违约风险一般；
- BBB
- 经济与金融实力较弱，主权政府财政实力较弱，债务保障程度和偿债能力较弱，且受不利内外部环境和经济条件影响较大，人民币债务违约风险较高；
- BB
- 经济与金融实力很弱，主权政府财政实力很弱，债务保障程度和偿债能力很弱，主权政府对债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
- B
- 经济与金融实力极弱，主权政府财政实力极弱，债务保障程度和偿债能力极弱，主权政府对债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；
- CCC
- 主权政府对债务还本付息能力具有很大的不确定性，基本不能保证偿还债务；
- CC
- 濒临破产，主权政府还本付息的能力极弱，不能偿还债务。
- C

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

2. 除主权政府以外的境外机构主体及人民币长期债券信用等级符号及定义

表 2：境外机构主体及人民币长期债券信用等级符号及定义

符号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

3. 境外机构人民币短期融资券信用等级符号和定义

表 3：境外机构人民币短期融资券信用等级符号及定义

符号	定 义
A-1	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。

注：每一个信用等级均不进行微调。

4. 评级展望

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果分为“正面”、“稳定”和“负面”三种。“正面”或“负面”评级展望并不一定意味着信用等级的变化或被列入评级观察名单。

列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内；列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单也并不一定意味着信用等级的变化。

三、境外机构在境内发行人民币债券信用评级分析框架

东方金诚对境外机构在境内发行人民币债券的信用评级分为人民币主体评级和人民币债券债项评级。

（一）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

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。

i. 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。

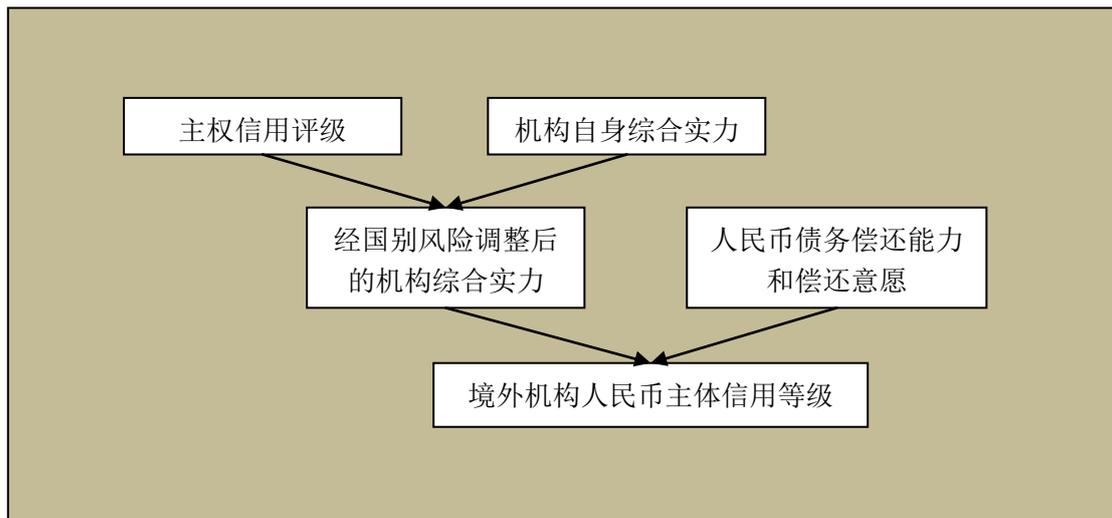
ii. 如三者不在同一国家区域，则总部注册地所在国家或主要业务所在国家的国别风险均有可能对其偿债资金的跨国调配产生重要影响，进而影响其偿债能力和偿债意愿。

iii. 对在多国开展业务的跨国机构来说，不同业务的国别风险也可能存在较为显著的风险分散效应，从而对其综合实力起到正面作用。

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，得到人民币主体评级结果。

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。

图 1：境外机构人民币主体信用评级分析框架



（二）境外机构人民币债券的债项信用评级分析框架

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、增信措施、交易结构风险等方面评估其保障程度与一般无担保人民币债务的差异。

四、境外机构人民币主体信用评级要素

（一）各类境外机构的主体信用评级

1. 主权信用评级要素

东方金诚的主权信用评级既是对特定国家或区域主权政府的偿债能力和偿债意愿的分析判断，也是对该国家或区域国别风险的判断。主权信用评级分为政治稳定性、经济和金融实力、财政实力、本币债务偿还能力、外币债务偿还能力等五个维度。其中，政治稳定性是国家和区域政治实力的综合体现，其既是该国或区域经济社会能否持续发展的前提条件，也会对该国家或区域的偿债意愿产生较为重要的影响；经济和金融实力是主权政府财政实力的基础；主权政府财政实力是该国或区域偿债能力的直接来源；本币债务偿还能力、外币债务偿还能力则是在财政实力分析的基础上分别判断主权政府对其本币、外币债务负担及保障程度。除此之外，东方金诚还考察主权政府的违约记录。

i. 政治稳定性

政治稳定性是指特定国家或区域的国内政治稳定性以及在国际政治中的稳定性。稳定的政治环境能为该国家或区域持续发展提供有利条件；动荡的政治环境则会对经济和社会发展产生较为不利的影响，且更容易导致违约。

东方金诚对政治稳定性的分析分为国内政治稳定性、政府治理能力和国际政治稳定性三个方面。

（1）国内政治稳定性，即国内政治体制和政治生态的稳定性。主要是在考察一国权力运行是否顺畅，国内是否存在不同民族、种族、社会阶层和宗教之间的不稳定因素等基础上进行定性判断。

（2）对政府治理能力主要是在考察政府机构运行是否高效，政府政策制定是否合理有序，政府对国家控制能力或动员能力有多强等基础上进行定性分析。

（3）国际政治稳定性通过定性分析该国家或区域在国际政治中的影响力、其与周边邻国、区域性国际组织、全球性国际组织、大国的关系等因素。

ii. 经济与金融实力

经济与金融实力是判断一国财政实力的重要依据，是主权政府财政收入和创汇能力的基础。东方金诚对经济与金融实力分析主要包括经济发展水平、经济结构、经济政策环境、金融体系稳定性等方面。

（1）经济发展水平是指一国经济的相对经济规模和国民的富裕程度，评级指标包括但不限于国内生产总值、人均国内生产总值、经济增长速度以及增速波动、通货膨胀率、失业率等。

(2) 经济结构主要考察资源禀赋、产业结构、经济推动力结构、科技研发投入、人口与劳动力结构等影响经济发展质量的结构因素。对资源禀赋考察是了解产业构成的出发点；产业结构分析是判断经济实力的基础；对于经济推动力结构的分析更多的是从需求的角度来探讨该国经济是受内需中的消费、投资，还是受外需中的出口影响，进而结合根据研发投资和人口结构变化趋势等生产要素的结构特征，判断经济长期发展动力。

(3) 经济政策构成了经济运行环境的重要组成部分，对政策的分析是对短期经济增长及波动、经济发展长期趋势做出预判的重要条件。东方金诚主要考察财政政策、货币政策（仅适用于发行本国货币的主权政府）、产业政策、生产要素政策等。

(4) 金融体系的稳定性。金融体系是经济发展的大动脉，脆弱的金融体系更有可能爆发金融风险，并对经济发展带来较为沉重的影响。东方金诚对金融体系稳定性的分析主要考察金融监管体系和风险防范机制的有效性、金融体系的发展程度。

iii. 财政实力

财政实力是决定主权政府偿债能力的直接因素。东方金诚主要从财政收入、财政支出、财政平衡能力和政府可支配资产四个方面考察财政实力。

(1) 财政收入是指政府为履行其职能、实施公共政策和提供公共物品与服务需要而筹集的一切资金的总和。东方金诚主要考察财政收入的规模、结构和变化趋势。规模方面主要判断可支配财政收入的绝对规模和相对规模，结构方面主要是分析税收收入占财政收入的比例来判断财政收入的可持续性；对未来财政收入分析主要是结合短期经济走势预测财政收入变化趋势，结合经济长期走势判断未来财政收入增长空间。

(2) 财政支出是政府投资的主要来源，对经济发展通常具有重要影响，此外财政支出也是考察政府财政支出灵活性的重要方面。东方金诚主要关注财政支出的结构，尤其是经常性支出的占比。

(3) 财政平衡能力是指一段时间内政府财政收支盈余或赤字状况。

(4) 主权政府可支配资产是偿债能力的重要组成部分，东方金诚主要考察政府可支配资产的充足性和流动性。

iv. 本币债务偿债能力

本币债务偿债能力分析是在政治稳定性、经济和金融实力、财政实力分析的基础上，对主权政府的本币债务及偿债能力做出的综合判断。东方金诚主要考察主权政府本币债务规模和结构分析，并对主权政府的可偿债资金相对于本币债务的充足程度做出判断。

(1) 本币债务规模既包括对绝对规模和变化趋势的分析，又包括本币债务与国民经济总量和财政收入的相对规模的分析。

(2) 债务结构的分析可以更好地反映政府的各种债务所面临的不同风险，主要包括期限结构、利率结构、债权人结构等。

(3) 本币可偿债资金一般包括财政盈余、财政储备资金、政府可变现资产以及政府可获得的债务再融资资金，东方金诚通过本币可偿债资金对债务的覆盖程度考察其本币偿债能

力。

v. 外币偿债能力

外币偿债能力分析是对主权政府的外币债务及其偿债能力的综合判断。与本币债务相比，外币债务需要主权政府动用外币予以偿付，因此东方金诚将考察主权政府拥有的可偿债外币资金对外币债务的覆盖程度。

东方金诚认为，主权政府的可偿债外币资金主要取决于如下因素：（1）本币的国际流动性决定了本币可偿债资金转换为外币可偿债资金的难易程度或者用本币直接偿还外币债务的难易程度；（2）出口创汇的能力决定了国家或区域在特定时期形成外币资金的规模；（3）政府的外汇储备决定了政府可直接动用的外币资金。

对于外币偿债能力，东方金诚在对外币债务的规模和结构进行分析的基础上，主要从本币的国际流动性、创汇能力、可支配外汇资产三个方面考察主权政府可偿债外币资金相对于外币债务的覆盖程度。

（1）外币债务的规模和结构。外币债务的规模主要考察外币债务的总量和相对规模，结构主要考察外币债务的期限结构、币种结构和利率结构。

（2）本国货币国际流动性包括货币兑换能力和货币国际使用率，其中货币兑换能力可综合考虑一国货币属性、汇率机制、长期汇率表现等因素；货币国际使用率从本国货币作为国际贸易结算货币的比例和以本国货币计价的金融资产规模等方面考察。

（3）创汇能力可通过出口总额、经常项目、资本项目的顺差来定量考察。

（4）可支配外汇资产。货币当局持有的外汇储备可变现外币资产是政府偿还外币债务时最直接、最可靠的来源。同时，充沛的民间外汇资源、金融体系的成熟性与开放性，境内外汇市场充足的流动性也是判断可支配外汇资产的主要关注方面。

（5）主权政府的可偿债外币资金包括官方外汇储备、政府外部可变现外币资产、政府可获得国际市场再融资资金以及政府可能获得国际援助资金等。东方金诚通过可偿债外币资金对外币债务的覆盖程度考察其外币偿债能力。

2. 境外地方政府主体信用评级要素

境外地方政府主体信用评级是对境外地方政府偿债能力和偿债意愿的判断。东方金诚对境外地方政府信用评级分为地方政府与主权政府的制度框架、地方政府治理、经济实力、财政实力和偿债能力五个维度。其中，地方政府与主权政府的制度框架决定了两者之间的权力分配，以及地方政府信用风险受主权政府信用风险影响的程度；地方政府治理能力是指地方政府在制度框架下的具体治理结构及治理效率，是影响区域经济发展和地方政府财政实力的基础性条件；经济实力是地方政府财政实力的基础，也是其可偿债资金的源泉；财政实力决定了地方政府可支配的财政资源和可偿债资金规模；偿债能力是在经济和财政实力分析的基础上分析地方政府的债务负担及地方政府对债务的保障程度。除此之外，东方金诚还考察地方政府在债务方面的违约记录。

i. 地方政府与主权政府间的制度框架

地方政府与主权政府间的制度框架是指主权政府与地方政府之间的政治权力、经济社会权力和财政权力进行分配的制度安排，包括单一制、联邦制等。

东方金诚对地方政府与主权政府间的制度框架主要考察：

(1) 主权政府与地方政府的权力分配安排对地方政府的治理能力、经济实力、财政实力等的影响；

(2) 主权信用风险对地方政府信用风险的影响程度。一方面，判断地方政府在偿债方面（特别是外币债务）受主权政府的影响程度；另一方面，也分析地方政府从主权政府获得支持的可能性。通常情况下，主权政府的信用等级构成了所辖地方政府的信用等级上限。但在邦联制等特定的制度框架下，地方政府与主权政府的信用风险也可能没有必然的联系。

ii. 地方政府治理能力

地方政府治理能力包括经济治理能力、财政预算执行能力、债务管理能力等，东方金诚主要考察地方政府治理对经济发展、财政实力和债务管理的影响。

(1) 经济治理能力主要考察地方政府在经济发展、财政、就业、吸引外来资本和人口等方面的政策对经济发展的影响；

(2) 财政预算执行能力主要考察地方政府财政收入汲取能力、地方政府财政支出纪律，和地方政府财政预算决算公开情况及接受监督情况；

(3) 债务管理能力是主要考察地方政府负债在债务规模、债务成本和债务期限方面的管理安排，以及债务信息披露透明度。

iii. 区域经济实力

所辖区域的经济实力是地方政府获取财政收入和可偿债资金的基础。东方金诚对区域经济实力的分析分为经济发展水平和经济结构两个方面：

(1) 经济发展水平是指地方经济的相对经济规模和人均富裕程度，评级指标包括但不限于国内生产总值、人均国内生产总值、经济增长速度以及增速波动、失业率等。

(2) 经济结构主要考察资源禀赋、产业结构、经济推动力结构、科技研发投入、人口与劳动力结构等影响经济发展质量的主要因素。

iv. 地方财政实力

地方财政实力是决定地方政府偿债能力的直接和最主要因素，主要从地方政府财政收入规模和稳定性、财政平衡能力、地方政府可支配资产等方面考察。

(1) 财政收入规模和稳定性。东方金诚主要考察财政收入的规模、结构和变化趋势。规模方面主要判断可支配财政收入的绝对规模和相对规模，结构方面主要是分析税收收入占财政收入的比例来判断财政收入的可持续性；对未来财政收入分析主要是结合未来短期经济走势预测财政收入变化趋势，结合经济长期走势判断未来财政收入增长空间。

(2) 财政支出。东方金诚主要关注财政支出的结构，尤其是经常性支出的占比。

(3) 财政平衡能力分析一段时间内政府财政收支盈余或赤字情况，并结合财政收入稳定性和财政支出刚性的分析，对地方政府结构性的财政平衡能力作出判断。

(4) 可支配资产是偿债能力的重要组成部分，东方金诚主要考察政府可支配资产的充足性和流动性。

v. 地方政府偿债能力

东方金诚对地方政府偿债能力的分析是在制度框架、地方政府治理、地方政府经济、财政实力分析的基础上，对地方政府的债务及偿债能力做出的判断。

(1) 对债务规模的分析既包括对绝对规模和变化趋势的分析，又包括债务与国民经济总量和财政收入的相对规模的分析，同时对或有负债判断其转变为直接债务的可能性。

(2) 债务结构主要考察债务的期限结构、利率结构和币种结构。

(3) 地方政府的可偿债资金主要包括政府财政盈余、政府利用往年财政盈余建立的财政储备基金、政府可变现资产和地方政府债务再融资资金。东方金诚主要通过可偿债资金对债务的覆盖程度判断其偿债能力。

3. 国际开发机构主体信用评级要素

国际开发机构是指进行开发性贷款和投资的多边、双边以及地区国际开发性金融机构，其通常是由多个国家参与的政府性国际组织，为成员国提供相应的服务。

对国际开发机构主体信用评级，主要判断其偿债能力和偿债意愿。东方金诚对国际开发机构的主体信用评级分为治理结构、开发机构重要性、资本实力、风险管理能力、财务实力四个方面。其中治理结构决定了其参与的国家、投票权的分配以及具体的治理机制，为国际开发机构的运行奠定了制度框架，对开发机构业务的运行、资本实力、风险管理能力和财务状况均有重要影响；开发机构的重要性是考察该机构业务的重要性的对成员国的影响力，机构的业务越重要、对成员国的影响力越大，其越能获得各成员国的支持，资本实力就越强；资本实力主要考察成员国向开发机构投入的资金，这是国际开发机构提供相应服务的基础能力，也决定其融资能力；对从事贷款等金融性服务的开发机构来说，风险管理能力决定了其业务开展的健康程度和资产质量；财务实力是治理结构、开发机构重要性、资本实力和风险管理能力在财务层面的集中体现。

i. 治理结构

治理结构是国际开发机构的“顶层设计”，对开发机构业务的运行、资本实力和风险管理能力均有重要影响。东方金诚对治理结构主要考察：

- (1) 参与的成员国在国际的影响力；
- (2) 投票权在成员国的分配，主要是考察对国际开发机构具有实质性影响力的成员国；
- (3) 国际开发机构管理层的产生方式、现有管理层的管理经验和水平；
- (4) 国际开发机构的透明度。

ii. 业务重要性

国际开发机构的业务重要性主要是指是指创始国和成员国赋予其的使命和职能的重要性。国际开发机构的使命和职能对各成员国越重要，就越有可能从各成员国获得必要支持。东方金诚对开发机构重要性主要考察：

(1) 开发机构的职能定位，一般来说，国际性的开发机构比区域性的开发机构重要性高；覆盖多行业、多领域的开发机构比特定行业或领域的开发机构重要性高；

(2) 各成员国投入国际开发机构的资源；

(3) 各成员国给予的政策支持；

(4) 国际开发机构对成员国地区经济和社会发展的贡献程度。

iii. 资本实力

国际开发机构资本实力是国际开发机构偿债能力的根本要素，东方金诚主要考察其现有资本实力和未来新增资本实力。

(1) 现有资本实力评判指标包括实收资本占总资产的比例、实收资本对债务的覆盖程度；

(2) 未来新增资本实力通过股东认缴资本与实收资本的比例、股东潜在的备用信贷支持等来体现。

iv. 风险管理能力

国际开发机构风险管理能力主要体现在对信用风险、资产集中度风险、市场风险、操作风险、流动性风险的控制与防范。

(1) 在信用风险方面，主要关注开发机构贷款及投资主体信用状况、不良贷款比例、高信用质量贷款或投资占比、权益投资占比、对非主权个体风险敞口等指标；

(2) 对资产集中度风险的管理能力以开发机构贷款及权益投资多样性来度量；

(3) 市场风险管理主要包括对利率风险、汇率风险、对冲工具应用、市场风险管理制度的分析；

(4) 管理操作风险能力是指开发机构对运营国家或地区法律框架的认知程度、对开发机构总部所属国家或地区政治经济动荡应对举措以及对因为人为或技术操作不当所引发风险的防范；

(5) 流动性风险管理是对开发机构资产流动比率、资产与负债端期限匹配程度等指标的定量分类来评判。

v. 财务状况

对国际开发机构财务状况的分析主要是资产质量、现金流和偿债指标等方面。

4. 境外金融机构主体信用评级要素

境外金融机构包括商业银行、证券公司、保险公司、财务公司以及担保机构等。东方金诚对境外金融机构信用评级方法首先通过对金融机构经营环境、管理与战略、业务运营、风险管理和财务状况的分析得到个体财务实力。其中经营环境、管理与战略、业务运营和风险管理是评价金融机构经营风险的要素；财务状况则反映了金融机构的财务风险。金融机构的个体财务实力反映了其在不依赖外部支持情况下的自主偿债能力，在个体财务实力的基础上纳入外部支持因素得到金融机构的主体信用等级。

i. 经营环境

对经营环境分析主要包括宏观经济环境和行业环境。

(1) 宏观经济环境分析主要根据宏观经济数据，判断宏观经济、宏观政策状况及其变化趋势，并在此基础上重点分析这种趋势对未来金融机构业务发展、经营风险和盈利能力的影响；

(2) 行业环境考察行业竞争格局及发展趋势、行业监管以及行业整体信用风险。

ii. 管理与战略

对境外金融机构管理与战略的分析主要是从其公司治理、内部管理以及发展战略三个方面来考虑。

(1) 公司治理方面，东方金诚考察金融机构股权结构以及股东会、董事会、监事会、管理层构成及运作情况；

(2) 公司管理方面，主要考察公司是否已建立了分工合理、职责明确、相互制衡、权限关系清晰的组织结构；

(3) 发展战略方面，对境外金融机构发展战略的分析主要评估的是其发展战略的前瞻性、合理性和可行性。

iii. 业务经营

对业务经营的分析主要从市场地位和业务开展情况两方面来进行评价。

(1) 市场地位主要以市场份额来体现，较高的市场份额在显示金融机构稳定的市场地位以及广泛的品牌认可度的同时，也是阻止其他竞争者进入的壁垒；

(2) 业务开展情况主要关注的是境外金融机构的经营区域、网点数量及分布情况、各项业务收入占比、业务构成的变化趋势、收入变化情况及稳定性等。

iv. 风险管理

境外金融机构的风险管理能力直接关系到其运营的安全性，进而影响盈利水平、资本充足水平以及信用风险水平。对境外金融机构风险管理的评价主要是从风险管理架构、信用风险管理、流动性风险管理、市场风险管理和操作风险管理及其他风险管理等方面来考虑。

(1) 风险管理架构具体包括风险偏好、理念和风险管理目标，并考察现有风险管理体系的完善性和有效性；

(2) 信用风险管理可分为资产端信用风险组合分析和表外信用风险敞口和种类分布；

(3) 市场风险管理包括利率风险敞口、利率敏感性和外汇敞口；

(4) 流动性风险管理主要考察流动性风险管理策略、政策和程序的完善性以及风险识别、计量、监测和控制的有效性；

(5) 操作风险管理主要考察业务和管理制度及流程的优化情况、风险识别和计量方法等，此外，东方金诚还关注机构近年发生的重大操作风险事件的起因、发展与处置等；

(6) 其他风险管理具体有法律风险、声誉风险等。

v. 财务状况

对境外金融机构财务状况的分析主要关注的是会计信息质量、资产质量、盈利能力、资

本充足性和流动性。

(1) 在会计信息质量分析过程中要考虑境外金融机构变更审计机构的频率及原因、财务数据的真实性与准确性、报表披露的透明性等；

(2) 对资产质量的评价要从境外金融机构的信贷资产质量、投资资产质量以及其他资产质量等方面进行整体判断；

(3) 在评估境外金融机构的盈利能力时，需要关注其盈利的来源、构成以及稳定性，从而判断长期核心盈利能力；

(4) 在进行资本充足性分析时主要关注资本的构成、补充资本的渠道和渠道稳定性、资本补充计划与年度经营目标的匹配程度等；

(5) 评估境外金融机构的流动性状况也是评价其财务实力的重要内容之一，在分析时应考虑负债端资金变动情况、对借入资金的依赖程度、可随时变现资产的数量以及以前的融资需求情况和未来的筹资需求预测等。

vi. 获取外部支持的能力

在发生危机时能否获得足够力度的外部支持对受评境外金融机构的最终信用等级有重大影响。外部支持包括来自政府和股东的支持。

(1) 政府支持主要关注政府支持的意愿和提供必要支持的能力；

(2) 股东支持主要考察股东信用状况、支持意愿和支持能力。

5. 境外非金融企业主体信用评级要素

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个维度考察境外非金融企业主体信用风险。经营风险是非金融企业主体信用风险的根本性因素，财务风险是非金融企业偿债能力的直接体现。

(1) 经营风险由行业因素、企业竞争力和管理素质等共同决定，其中行业因素包括宏观经济环境、区域经济发展水平、行业现状及发展趋势、政策及监管环境等，企业竞争力主要考察企业规模与产品多样化、设备和技术水平、销售渠道和客户稳定性以及外部支持，管理素质考察企业管理与战略、管理水平、组织架构有效性和经营战略；

(2) 财务风险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流状况和偿债能力等共同决定。

由于非金融企业涉及的行业众多，不同行业的企业信用分析的主要内容有所不同，具体参见东方金诚各行业的评级方法。

(二) 境外机构的国别风险分析要素

对于除主权政府以外的人民币债券境外机构发行主体，需要对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. 总部注册国的国别风险：面临总部注册地所属国家或地区的政治风险、经济风险、

汇兑转移风险；

2. 主要业务所在国的国别风险：面临主要业务所在国家的政治风险、经济风险、汇兑转移风险、行业监管政策风险；

3. 跨国业务国别风险的分散效应：对于跨国经营的全球性企业，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。

（三）境外机构人民币债务偿还能力和偿还意愿的评级要素

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。

五、境外机构境内发行人民币债券信用评级要素

东方金诚人民币债券债项评级要素主要包括债券期限、偿债优先顺序、交易结构、增信措施等。

（一）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。

（二）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。

（三）交易结构风险

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。

（四）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。