

境外机构在境内发行人民币债券 信用评级方法

(RTFX001202412)



东方金诚国际信用评估有限公司

Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目 录

一、概述.....	2
二、适用业务类别.....	3
三、境外机构境内发行人民币债券的定义、分类及风险特征.....	3
四、境外机构主体及人民币债券信用评级定义及等级符号.....	5
五、境外机构在境内发行人民币债券信用评级分析框架.....	7
六、境外机构境内发行人民币债券信用评级要素.....	10
七、评级方法的局限性.....	111

一、概述

（一）版本和制定日期

境外机构在境内发行人民币债券信用评级方法（以下简称“本方法”）经公司技术委员会审议通过，版本编码为 RTFX001202412，自 2024 年 12 月 9 日起施行。

（二）制定或修订说明

本方法对 2016 年 1 月生效的《境外机构在境内发行人民币债券信用评级方法》进行了评估，依据东方金诚的信用评级概念框架、相关监管规定和自律指引进行修订。主要修订内容如下：

1. 补充了版本号、批准日期、生效日期、制定或修订说明、适用业务类别、基本假设、评级方法的局限性等内容；
2. 对境外机构境内发行人民币债券的定义及风险特征、债券信用评级定义进行了重述；
3. 更新境外机构人民币主体信用评级分析框架；
4. 删除境外机构人民币主体信用评级要素；
5. 更新人民币债券的境外发行人分类；
6. 对部分文字表述进行调整。

（三）基本假设

本方法主要基于以下假设：

1. 稳定性假设

东方金诚假设未来一段时间受评主体政治经济格局相对稳定，从而根据受评主体所在国或地区历史和当前表现，以及社会经济运行规律和特征，在未来稳定预期的基础上进行评级分析和预测。

2. 持续营运假设

东方金诚通常假定受评主体处于持续营运状态，即受评主体在可以预见的将来能够以现有营运能力保持运转，在此基础上进行相应的评级分析和预测。

3. 治理和数据可靠性假设

东方金诚假定受评主体的治理机制足以保障其提供的数据是可以合理信赖的，因而引用受评主体提供的数据（包括官方披露数据、第三方机构公开数据等）进行评级分析和预测。

4. 会计准则等效性假设

东方金诚假定受评主体采用中国企业会计准则或与中国企业会计准则实现等效的会计准则编制财务报告，采用其他会计准则编制的财务报告，按中国企业会计准则进行差异调整后能够用于评级分析和预测。

二、适用业务类别

本方法所称的境外机构境内发行债券是指境外机构依据《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》（中国人民银行 财政部公告〔2018〕第16号公布）、《公司债券发行与交易管理办法》（中国证券监督管理委员会令第180号发布）等相关规定，经监管部门核准、注册或备案等，在境内银行间债券市场、交易所债券市场等公开或非公开发行债券的行为。境外机构是指在境内银行间债券市场、交易所债券市场发行债券的外国政府类机构、国际开发机构、在中华人民共和国境外合法注册的金融机构法人和非金融企业法人等，其中外国政府类机构包括主权国家政府、地方政府及具有政府职能的机构等，国际开发机构是指进行开发性贷款和投资的多边、双边及地区国际开发性金融机构。

三、境外机构境内发行人民币债券的定义、分类及风险特征

（一）境外机构境内发行人民币债券的定义及特点

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具有以下特点：

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、国家外汇管理局、财政部、证监会等。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. 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，政府主体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。

3. 募集资金可根据相关法律法规及监管要求使用于中国境内或境外。

4. 境外机构人民币债券需用人民币偿还，境外机构偿还境内发行债券本金、利息、支付相关税费的，资金可从境外或境内汇入发债专户。还本付息资金需结汇的，应按照债券还本

付息计划进行。

随着人民币国际化稳步推进，以及中国资本市场坚定不移扩大高水平制度型开放，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显著提升；同时共建“一带一路”倡议深入推进，合作领域大幅度拓展，进一步加大了熊猫债市场发展潜力，“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对在中国境内发行人民币债券的需求持续攀升，熊猫债市场将保持快速增长。

（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政府主体¹、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。

1. 政府主体

政府主体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。政府主体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。代表发行人包括韩国、波兰、匈牙利等。

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。代表发行人包括加拿大不列颠哥伦比亚省、阿联酋沙迦酋长国等。

3. 国际开发机构

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。国际开发机构是境内债券市场最早引入的境外发行主体，代表发行人包括国际金融公司、亚洲开发银行、新开发银行（NDB）、亚洲基础设施投资银行（AIIB）等。

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。代表发行人包括汇丰香港、加拿大国民银行、永隆银行等。

¹ 包括主权政府及次主权政府。

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。代表发行人有招商局集团（香港）有限公司，奔驰（德国），宝马（德国），威立雅（法国），法国液化空气，托克贸易（新加坡）。

（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不同信用风险特征：

1. 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或地区的影响较大，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。

2. 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，存在一定货币转换风险。

四、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. 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。东方金诚对境外机构熊猫债发行人，将评估其主权信用风险，并以此作为受评主体的信用评级参考上限。主权信用评级结果将通过“全球评级序列”与“本地评级序列”映射关系，映射为“本地评级序列”符号。

2. 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。

（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. 政府主体及人民币长期债券信用等级符号及定义

表 1：政府主体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，政府主体财政实力极强，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，政府主体财政实力很强，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，政府主体财政实力较强，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和经济条件不利变化的影响，但人民币债务违约风险较低；
BBB	经济与金融实力一般，政府主体财政实力一般，债务保障程度和偿债能力一般，且内外部环境和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；
BB	经济与金融实力较弱，政府主体财政实力较弱，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；
B	经济与金融实力很弱，政府主体财政实力很弱，债务保障程度和偿债能力很弱，政府主体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；
CCC	经济与金融实力极弱，政府主体财政实力极弱，债务保障程度和偿债能力极弱，政府主体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；
CC	政府主体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；
C	濒临破产，政府主体还本付息的能力极弱，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。

2. 除政府主体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和定义

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。

五、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境外机构人民币主体评级

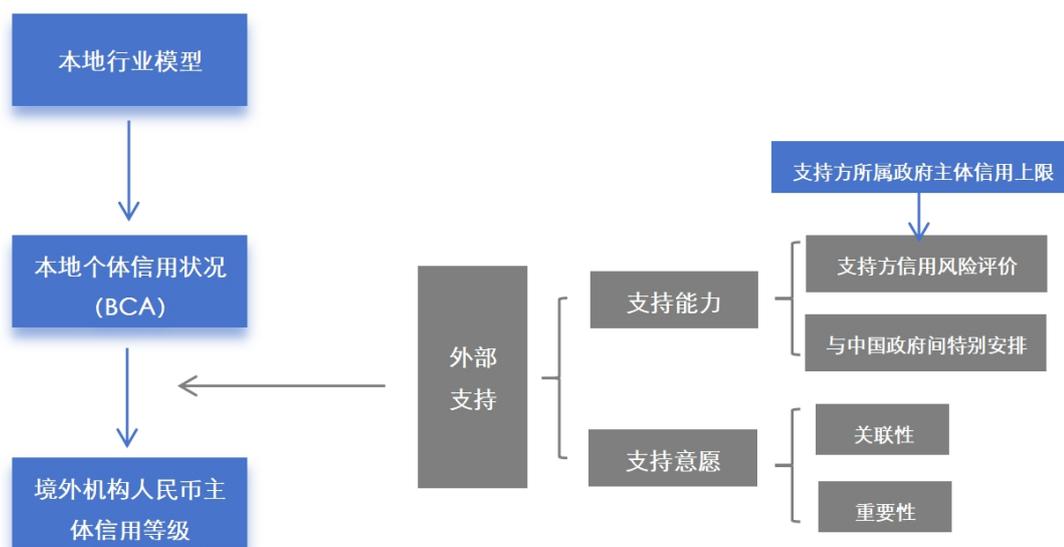
和境外机构人民币债券债项评级。

（一）境外机构人民币主体信用评级分析框架

境外机构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个体信用状况和外部支持两个部分。其中，个体信用状况主要考察不考虑外部支持情况下受评主体自身的信用风险程度，根据受评主体所处行业，选择东方金诚对应的行业模型评价其个体信用状况。境外机构为政府主体的，其个体信用状况即为其政府主体信用评级。由于政府主体信用评级采用全球序列评价标准，为了满足国内评级市场需求，政府主体信用评级结果将通过“全球评级序列”与“本地评级序列”映射关系，映射为“本地评级序列”符号，再考虑其与中国政府间特别安排等因素对其外部支持进行综合评价。

外部支持主要考察支持方对受评主体的支持意愿和支持能力。

图 1：非政府类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。

（三）境外机构人民币主体个体信用状况

1. 政府主体及境外地方政府

根据东方金诚主权信用评级方法（RTFS001202005），东方金诚从政治稳定性与政府能力、经济实力、金融实力、财政实力及外债保障能力五个方面综合评定一国或区域受评政府的债务违约风险。其中，政治稳定性与政府能力是一国或区域政治稳定性和制度实力的综合体现，它既是社会经济能否稳定、持续发展的前提条件，也对政府偿债能力和偿债意愿产生直接影响；经济实力是政府偿债能力的基石，它是政府偿债来源的源泉，经济能否稳定、持续发展直接关系政府财政和债务的可持续性；金融实力是经济发展的“血液”，它为包括政府在内的各经济主体提供融资便利，但金融体系的不稳定性也是构成政府最大或有负债的风险来源之一。以上三大评级要素共同构成受评政府偿债能力的基础。财政实力是受评政府本币偿债能力的直接体现，政府财政平衡和债务状况直接反映了政府偿债压力和抗风险能力，它和前三大基础要素共同决定了政府本币偿债能力和本币债务违约风险。外债保障能力是在本币偿债能力判断的基础上，进一步考虑政府能否获得充足的外币金融资产，按时足额偿付外币债务的能力，其与本币偿债能力共同决定政府外币偿债能力和外币债务违约风险。

2. 其他境外机构

其他境外机构主要包括国际开发机构、境外金融机构及境外非金融企业等，以上非政府类境外机构个体信用状况评价主要包括基础评分和调整因素两个部分。基础评分主要考察受评主体的经营实力、财务实力、风险管理等，调整因素主要考察受评主体行业风险、财务弹性、资产质量、ESG（环境、社会和公司治理）和其他因素等。由于非政府主体类境外机构所涉及的行业众多，不同行业受评主体的个体信用状况分析的侧重点和主要内容有所不同，具体参见东方金诚各对应行业的评级方法及模型。当应用具体行业的评级方法及模型进行个体信用状况评价时，模型中所涉及的行业风险、ESG等定性调整因素需参考受评主体所属国家或地区的实际情况进行客观评价。

（四）外部支持

假如受评主体在面临流动性危机难以履行债务承诺时仍然能获得稳定的外部支持，将有助于稳定相关方的预期从而降低受评主体发生实际流动性危机的可能性，同时外部支持方在受评主体发生经营或流动性危机时做出的具体救助措施将有助于提升到期债务的偿付可能性或降低违约损失率。

向上逐层追溯,直至最终实际控制人可以发现,境外机构发行人的支持方主要为其股东、所属国家或地区政府等。东方金诚主要从支持能力和支持意愿两个方面综合考察外部支持情况。支持能力指支持方对受评主体进行流动性及偿债方面支持的能力,主要考察支持方的信用风险²及与中国政府之间的特别安排(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)。政府主体信用等级为支持方的信用评级上限,支持方的信用等级评价不得超过受评主体所在国家或地区的主体信用评级。支持意愿指当受评主体面对偿债危机或者流动性压力时,支持方提供支持的主观愿望或者可能性,主要考察受评主体与提供支持方的关联性和对于提供支持方的重要性。

六、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。

² 当支持方为境外机构所属国家或地区时,支持方的信用风险评价以东方金诚已发布的支持方政府主体信用等级为基础映射为本地级别,再考虑其与中国政府间特别安排等因素对外部支持能力综合评价;当支持方所属政府信用评级缺失时,东方金诚通过考察支持方的政治稳定性与政府能力、经济实力、金融实力、财政实力及外债保障能力综合评定其国别风险,结合其与中国政府之间的特别安排综合判断其支持能力。

(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。

七、评级方法的局限性

该评级方法存在一定局限性。

第一，由于影响受评主体信用风险变化的因素众多且存在动态变化，东方金诚各行业模型未能穷尽所有判断境外机构发行人信用风险的影响因素。

第二，东方金诚各行业模型仅评估了常规的短期流动性风险，但受评主体存在受突发因素影响导致短期流动性紧张引发信用违约的可能，由于这些突发因素众多且难以预测，模型并未能全部纳入。

第三，东方金诚各行业评级模型中指标的权重为通常情况下东方金诚认为该指标在评估信用风险中的重要性，但实际重要性可能因个体差异及外部环境等差异而不完全固定。

第四，东方金诚政府主体信用评级未能覆盖所有国家，当受评主体所属政府主体信用评级缺失时，本方法通过评价支持方的国别风险及与中国政府之间的特别安排综合判定其外部支持能力。

东方金诚将定期或不定期评估本评级方法的表现，对本方法进行相应优化调整，同时测试和检验评级方法调整对信用评级结果的影响。