



大公国际一般中长期债券信用评级方法

评级方法

版本号：

评级方法：PF-DP-2021-V.1.0

发布日期

2021/01/19

联系方式

联系电话：010-67413300

邮箱: criteria@dagongcredit.com

前言

《大公国际一般中长期债券信用评级方法》（以下简称“本方法”）是依据《大公国际信用评级方法总论》，结合中国债券市场发行和信用评级的实践与特点而制定。

本方法适用于中国境内（不含港澳台）发行和交易的偿债期限在一年以上的一般性债务融资工具的信用等级确定，主要包括金融机构、非金融企业以及地方政府发行的企业债、公司债、中期票据、定向融资工具、金融债等债券信用评级。对于一些特殊中长期债券，如结构融资类产品、项目收益债等，不适用于此方法。

本方法信用评级结果只是投资者投资决策的参考，并非某种决策的结论、建议。同时，随着债券市场改革的推进，影响债券信用等级的要素将随着市场环境的变化发生变动，本方法将随之进行不定期更新。

本方法经技术委员会审议通过，自发布之日起执行。

目录

第一部分	本方法的评级逻辑	2
第二部分	债券信用评级要素	3
一、	发债主体信用评级	3
二、	债券要素评价	3
第三部分	一般中长期债券信用等级确定方法	9
第四部分	评级关键假设	10
第五部分	评级方法和模型局限性	11

第一部分 本方法的评级逻辑

债券信用等级主要反映债券存续期内债务偿付义务得以顺利完成的可能性以及在债券发生违约风险时债券可获得清偿的最大程度。因此在对于债券评级重点考察两方面要素：一是发行主体的信用水平；二是债券获得的额外保障以及债券特点。因此，本方法以大公国际各行业长期主体信用评级方法为基础，以主体分析与专项分析相结合、历史分析与预测分析、定量分析与定性分析相结合为原则，通过对债券发行主体偿债能力和偿债意愿的评价，并结合债券的优先级、增信措施等要素分析最终确定债券信用等级。具体评级逻辑如下图所示：

图 1：一般中长期债券信用评级逻辑



第二部分 债券信用评级要素

一、发债主体信用评级

债券发行人是债券偿还义务的第一责任人，发债主体的偿债能力和偿债意愿直接决定债券偿付的风险性大小。大公国际对发债主体的评级主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡等方面进行综合评价，并通过发债主体可获得的外部支持及其他调整项分析最终得到发债主体的长期信用级别。因行业不同，各行业主体长期信用评级具体要素有所不同，发债主体信用等级将依据大公国际各行业主体长期信用评级方法进行分析评价，相关评级方法均已在大公国际官网披露。

二、债券要素评价

债券评级要素主要是针对债券发行主体评级以外可能对债券信用风险产生影响的要素主要包括债券可获得的额外偿付保障以及在债券违约回收过程中影响其回收补偿程度的相关要素。大公国际债券评级要素主要从债券增信措施、清偿顺序、发行条款和债券存续期限四个方面分析。

（一）债券增信措施

债券增信措施是为保证受评债券在发债主体出现信用风险时仍能够按期足额获得偿付而为受评债券提供的额外保障措施。目前在我国债券市场上，采用最多的是第三方担保和抵质押两种方式。

方式一：第三方信用担保

第三方信用担保增信是指担保方以其自身信用为担保为债券提供增信。依靠第三方信用担保增信发行的债券，在发债主体无法按要求履行偿债义务时，债权人有权要求担保方依据债券担保协议履行偿债义务及其他相关责任。

在第三方担保增信评价中，大公国际重点考察四方面要素：

担保方式：根据我国《担保法》规定，保证人资格和范围包括具有代为清偿债务能力的法人、其他组织或者公民。保证或担保责任方式主要分为一般保证和连带责任保证两类。**一般保证**是指当事人在保证合同中约定，债务人不能履行债务时，由保证人承担保证责任的保证。《担保法》第 17 条规定，一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁，并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前，对债权人可以拒绝承担保证责任。**连带责任保证**是指当事人在保证合同中约定保证人与债务人对债务承担连带责任的保证。《担保法》第 18 条规定，连带责任保证的债务人在主合同规定的债务履行期届满没有履行债务的，债权人可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人在其保证范围内承担保证责任。

由于连带责任保证担保关联性高，债券保证安全性较强，债券清偿时间短，因此是目前我国债券市场上采用较为广泛的一种债券担保方式，大公国际认为连带责任保证对债券的保护性相对较高。

此外，在实际业务操作中，常存在企业自然人法人或实际控制人作为保证人对债券发行承担担保责任的情况，但考虑自然人担保的不确定性因素较多，自然人法人的保证能力与发债主体的相关性较高，增信作用较弱。

担保方信用水平：由于担保增信方式主要依靠担保方的信用为债券发行提供担保，大公国际依据担保方偿债能力分析确定担保方信用水平。

发债主体与担保方的相关性：由于担保方是发债主体出现债务违约时的第二偿债责任人，发债主体与担保方之间关联性有可

能导致担保方在发债主体出现债务违约时偿债能力受到负面影响，因此发债主体与担保方具有高相关性，需酌情下调担保方担保能力评价。

担保覆盖范围及期限：担保方承诺担保的覆盖范围决定被担保债券本金和利息能否全额支付，因此担保覆盖范围将影响债券偿付安全性，全覆盖担保的债券安全性相对较高。根据《担保法》规定，保证期间是保证人对已确定的主债务承担保证责任的期间，债权人只能在此期间内向保证人行使请求权，保证人也只能在此期间内才承担保证责任。因此，担保期限越长，债券受保障时间越长，在债券出现违约风险时投资人可追索的期限越长，对投资人保护性越高。

方式二：抵质押增信

抵质押增信是指发债主体通过抵押或质押其资产或财产权为其发行的债券提供增信的方式。抵质押增信实际是发债主体利用其自有资产和财产权为其所发行债券提供的一种自担保方式，在债券出现违约风险时，债权人可通过申请对抵质押资产的处置获取债券偿付的方式。在抵质押增信方式的评价中，大公国际主要考虑以下要素：

抵质押资产或财产权的合法性和有效性：抵质押资产或财产权作为在发债主体出现债务违约风险时，对于发行债券的一种额外补偿方式，需首先具备合法性和有效性。大公国际认为符合我国《物权法》和《担保法》规定可作为抵质押物的非涉诉资产和财产权视为有效抵质押增信。

可用于抵押的资产包括抵押人所有的房屋和其他地上定着物、机器、交通工具和其他财产；抵押人依法有权处分的国有土地使用权、房屋和其他地上定着物，国有的机器、交通运输工

具和其他财产；抵押人依法承包并经发包方同意抵押的荒山、荒沟、荒丘、荒滩等荒地的使用权以及依法可以抵押的其他财产。

可用于质押的资产或财产权包括汇票、本票、支票、债券、存款单、仓单、提单；依法可以转让的股份、股票、商标专用权、专利权、著作权中的财产权以及依法可以质押的其他权利(如不动产的收益权)等。

抵质押资产或财产权价值：用于债券增信的抵质押资产或财产权需具备可变现价值，未来可对债券清偿产生实质性效果。对此，大公国际对于企业抵质押资产或财产权的价值认定以抵质押债券发行时第三方资产评估机构出具的资产评估结果为主要参考依据，并通过审慎评估后对其价值进行确定。

抵质押资产或财产权利变现能力：抵质押资产或财产权的变现能力是指抵质押资产或财产权处置时的难度和处置后变现价格的高低。处置难度低且处置价格高的资产或财产权对债券偿付的保障性强。

债券覆盖倍数：通过抵质押方式为债券提供自担保的增信方式，增信能力的强弱最终取决于抵质押资产或财产权价值对其所担保债券本息的覆盖倍数。

债券覆盖倍数=抵质押资产或财产权可变现净值/受评债券本息

（二）清偿顺序

债券清偿顺序是指债务人无法偿付其全部债务时，受评债券在各项待偿付债务中的排序。债券清偿顺序的不同会对债券的偿付安全性有较大影响，是发债主体或债务人在偿债能力不足时偿债意愿强弱的体现，对债券违约风险影响较大，一般来说，处于优先级偿付顺序的债券，在发债主体破产清算时，相交其他普通

债券或次级偿付顺序的债券具有优先求偿的权力，债券出现违约风险时的回收比例相对较高。大公国际对债券清偿顺序的认定遵循以下原则：

1. 债券发行文书中有明确约定的，以发行时约定清偿顺序为准。

2. 债券发行时未做明确约定的，以法定清偿顺序为准。依据我国《中华人民共和国企业破产法》及相关法律规定，企业发生破产风险时，债务清偿优先于股权清偿。在债券偿付时也参照此标准，债权性质债券清偿优先于股权性质债券清偿。对于同时具有债权和股权性质的债券，需要通过债券还本付息特征确定其债权性质强弱以确定其与其他债券之间的清偿顺序排序。

在法定清偿顺序相同的情形下，大公国际主要通过债券的公开性、币种、债券规模等方面考量债券存在的隐形偿付顺序，以此对债券信用等级进行调整。

（三）发行条款

发行条款的分析主要是为了确定在债券发行时，发行文书中是否存在影响债券清偿顺序和违约回收率的隐形条款的存在。通常我们主要针对债券发行募集说明书中的投资人保护条款、争议解决方式和保证责任履行约定进行分析，其中投资人保护条款是主要分析要素。

1. 投资人保护条款

根据交易商协会和中国证券业协会发布的《投资人保护条款示范文本》（2019年）和《公司债券投资者保护条款范例（征求意见稿）》（2017年6月），投资者保护条款主要分为三类：

交叉违约条款：交叉违约条款约定了触发交叉违约或提前到期的情形和相应的处置机制，属于一种违约责任认定条款，可以

使受评债券在发债主体出现违约风险时能够实现加速到期并使其债券持有人提前采取司法保全措施，债券受保护程度相对较高。

财务指标承诺：财务指标承诺是指在债券发行时即约定须在债券存续期间保持在投资人合意范围内的财务指标以及未达到承诺时的处置机制。财务指标承诺相较交叉违约条款保护性更高，对债券可能面临的违约风险更加敏感。

事先约束条款：事先约束条款是指在债券存续期内，须通过持有人会议审议通过方可实施的事项，包括资产转让、重组事项以及控制权变更等事项。此类约束条款通常对于发债主体的信用水平对某些特定要素依赖性较高的情况，通过事先约束条款的设定以保障发债主体信用等级的稳定，从而对债券信用形成保护。

2. 争议解决方式

争议解决方式主要是通过争议解决效率影响债券清偿顺序进而对债券违约回收率形成影响。目前国内常见的争议解决方式主要是仲裁和诉讼两种方式，仲裁效率相对诉讼更高，在发债主体出现违约事件时，同等法定偿付顺序的几只债券中，以仲裁为争议解决方式的债券可能比以诉讼作为争议解决方式的债券更早获得债券清偿结果，从而获得优先偿付，债券违约回收率相对较高。

3. 保证责任履行约定

在债券发行文书中对于担保机构履行保证责任的时间以及存入偿债保障金账户中代偿金额的比例要求的不同，对债券清偿安全性会产生影响。对担保人存入保障金账户的时间越早、要求存入的代偿金额比例越高，则债券偿付安全性越高。

（四）债券存续期限

同一发债主体所发行的债券，在其他债券要素相同的情况下，债券存续期限越长，发债主体的不可预见性因素越多，对应的债券信用风险也就越高。

第三部分 一般中长期债券信用等级确定方法

在评级作业过程中，大公国际以发债主体信用等级为基础级别，通过债券要素分析对发债主体信用等级进行调整进而得到债券信用等级。

（一）对于第三方担保债券，根据担保方信用水平以及担保覆盖范围和期限等因素的综合考量，原则上可对债券信用等级进行上调，连带责任保证上调级别通常大于或等于一般保证；对于抵质押增信方式，通过抵质押资产或财产权各要素的综合分析判断其对受评债券的增信效果，抵质押资产或财产权对受评债券的覆盖倍数越高，增信效果越强，原则上可对债券信用等级进行上调。

（二）通过债券清偿顺序的分析，可以判定受评债券在清偿过程中的前后次序。通常情况下，处于优先偿付顺序的债券，债券级别不予调整；处于劣后位置的债券，可下调债券信用等级。

（三）因投资人保护条款受发行双方约定、债券类型等因素影响，个体特性较强；争议解决方式对债券信用等级的影响需通过对比受评债券在发债主体全部存续债券中的争议解决方式来综合判断受评债券潜在的清偿顺序，因此实际操作中存在一定的复杂性，需要在实际操作中根据具体条款约定进行具体分析。

（四）债券存续期越长，潜在不确定性越强，但对于高等级主体发行的债券，其未来偿债风险的不确定性相对较小，在评级作业中需结合发债主体偿债能力各要素分析进行综合考量，同时

在债券存续期内密切监测发债主体的偿债能力和偿债意愿变化，适时对发债主体信用等级和债券信用等级进行调整。

对于上述债券信用等级调整因素，在具体调整过程中通常不予叠加，而主要考虑上调或下调幅度最大的单项因素予以调整。

第四部分 评级关键假设

大公国际一般中长期债券信用评级方法的建立基于一定关键评级假设，当评级对象不满足假设条件时，评级方法适用性显著下降，终评级结果将直接由评审委员会投票得到。主要假设观点包括：

偿债环境稳定性假设。大公国际对评级对象开展的信用评级分析（包括历史信息分析和前瞻性预测）均建立在评级对象所处的宏观经济环境、国家政治法律环境、制度环境特别是金融制度环境、监管体制等不存在不可预见性变化的基础上，同时假设不会出现对经济环境、政治法律环境、制度环境和评级对象发展产生重大影响的不可抗力因素或不可抗力事件（如自然灾害、战争、重大突发性公共卫生事件等）。

经营稳定性假设。大公国际在分析评级对象财富创造能力时，假设其经营具有可持续性，经营数据和财务数据具有连贯性，经营历史与未来发展之间存在内在联系，历史数据可作为预测未来经营的基础。同时，假设生产要素的变动具有可预见性或分阶段逐步变动，不存在突发性的业绩暴涨或经营恶化以及未经事前披露的重大突发性评级对象生产要素变更，这些变更包括但不限于突发性的评级对象性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、其他重大负面事件等。

数据真实性假设。大公国际在进行评级分析时，假设评级对象提供的数据（包括但不限于评级对象编制的的数据、评级对象委托第三方中介机构出具的数据、其他监管认定的专业机构为评级对象出具的数据）均真实、合法、完整、有效，不存在恶意粉饰或伪造，受评对象的财务数据、经营数据被第三方中介机构出具否定意见或被监管处罚、出现财务数据异常时，评级模型将不再适用，大公国际将酌情由评审委员会进行评审决定其级别或列入观察名单。

第五部分 评级方法局限性

大公国际一般中长期债券信用评级方法的建立基于对西方评级理论的深刻研究、对中国债券市场特点的深度剖析和多年国内评级实践经验总结，大公国际主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡三个层次分析评级对象主体及相关债券的信用风险。

大公国际随着经济形势的变化、行业的发展、市场交易行为的多样性发展，将会出现更多信用风险因素点和风险缓释手段，此方法不能穷尽所有未来可能出现风险因素，但大公国际将通过方法的不断完善和更新，尽可能使其能够在每个经济发展时期起到充分揭示信用风险的作用。

评级方法中纳入的因素相对有限，并不能涵盖影响评级对象信用质量的全部因素，仅针对影响各类不同主体普遍性的关键因素进行分析和说明。

大公国际评级最终结果由评审委员会上会评议决定，评审委员凭借其丰富的经验对符合评级对象特性的要素进行补充后得出受评债券最终信用等级结果。