

评论：

## 解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论

2020年6月29日

编者按：本文取代标普信评于2019年6月19日发布的评论文章《解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论》。重发此文的目的在于向读者提供更多信息并更加详尽地介绍我们如何应用“评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论”。

### 概述

标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论阐述了我们在分析评级调整因子对主体信用评级（ICR）或债项评级可能产生的影响时所使用的的方法。此外，我们可能还会分析不同证券的偿付顺序，并评估其对评级可能产生的影响。

我们可能会纳入考量的评级调整因子包括集团和政府的影响、交易对手风险敞口，以及担保等外部因素，并且会判断这些外部因素对发行主体或债项的信用状况或最终评级可能产生的影响。

在适当的情况下，我们还可能会考虑证券偿付顺序，并评估其对信用评级可能产生的影响。例如在评估下列证券时，我们可能会考虑偿付顺序：优先有抵押债券、优先无抵押债券、次级债务（后偿债务）、混合证券、分层的资产证券化产品等。

### 评级调整因子

#### 集团的影响

在对受评主体进行信用分析时，我们通常会首先分析其个体信用状况（SACP）。然而，很多受评主体的组织架构比较复杂，并且可能与其所属集团有着不同程度的关联。

上述关系可能会对受评主体构成信用加分或削弱其信用状况。但在大部分情况下，由于集团通常拥有更强大的资金来源，信用状况也通常会优于受评主体，因此受评主体获得信用加分的可能性更高。

我们通常从以下几个方面来评估上述关系可能会如何影响受评主体的信用水平。

- 相关集团的信用质量；
- 预计可从集团处获得的支持；

#### 分析师

钟晓玲  
May.Zhong  
@spgchinaratings.cn

李迎，CFA，FRM  
Ying.li  
@spgchinaratings.cn

周侃  
Kan.zhou  
@spgchinaratings.cn

Peter Eastham  
Peter.Eastham  
@spgchinaratings.cn

戎芳春，CFA  
FangChun.Rong  
@spgchinaratings.cn

- 预计集团可能对其产生的负面影响，例如交叉违约或对其提出财务要求等。

欲了解更多关于集团影响的分析方法，请参阅我们于2019年5月8日发布的评论文章《[解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架](#)》。我们可能会不定期地更新这篇评论文章。

## 政府的影响

在对受评企业进行信用分析时，我们通常会首先分析其个体信用状况。如果受评企业与政府有关联，那么我们可能还会评估这种关联是否会对其信用质量构成影响。

在分析地方政府的信用质量时，我们可能会考虑该地方政府与上级政府的关系，以及这种关系对其评级可能产生的影响。

上述这些关系可能会对受评主体构成信用加分或削弱其信用状况。但在大部分情况下，由于相关政府或上级政府通常拥有更强大的资金来源，信用状况也通常会优于受评主体，因此受评主体获得信用加分的可能性更高。

我们通常从以下几个方面来评估上述关系可能会如何影响受评主体的信用水平。

- 相关政府或上级政府的信用质量；
- 预计可获得的支持；
- 预计可能受到的干预。

欲了解更多关于政府影响的分析方法，请参阅我们于2019年5月8日发布的评论文章《[解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架](#)》。我们可能会不定期地更新这篇评论文章。

## 系统重要性

部分发行主体的持续经营对当地的服务体系、经济及就业等方面发挥着重要的作用，这些发行主体及其债项可能会因此获得某种形式的支持。

在评估受评主体的系统重要性时，我们可能会考虑多种因素，例如：其经营与社会稳定的关联度、是否为战略性行业或支柱行业内的龙头企业、其违约是否会给经济带来不稳定因素、雇员数量（提供了多少就业机会）等。

对于系统重要性主体的支持可能以多种形式呈现，例如提供优惠待遇、强制业内大型企业合并重组以巩固行业地位、提供税收减免，以及鼓励某些政府相关实体或政府机构提供支持等。这些支持可能体现在日常经营中，也可能发生在特殊情况下，因此其 SACP 和/或 ICR 都有可能予以反映。

## 交易对手

交易中现金管理、银行账户、衍生品、提供流动性支持等活动都可能涉及交易对手。如果交易对手未能履行义务，即使基础资产表现良好，证券的信用还是可能受到负面影响。

在分析资产证券化交易时，尤其是受评证券的评级优于交易对手方的信用质量时，我们通常会根据增信水平和交易对手方的信用质量及其替换条款，来分析受评证券可达到的最高评级。

通常情况下，能够参与银行账户、提供流动性支持或者衍生工具等交易环节的交易对手方会具有较高的信用质量。例如我们认为，对于 AAA<sub>spc</sub> 级证券，跟其信用等级有关的交易对手方的信用质量通常至少应处于 bbb<sub>spc</sub> 这一等级所对应信用质量中的较好水平（若未到达这一要求，交易对手方通常需要承诺提供额外的风险缓释措施）。我们通常会阅览与交易对手相关的条款，包括当交易对手的信用质量下降且不再符合要求时相应的替换条款以及进行替换的时间范围等。

## 担保

一些发行主体或债项可能会获得担保人为之提供的担保。我们通常会阅览相应的担保条款并考虑担保人的信用质量，从而决定是否需要对评级进行调整。

在评估担保是否具有增信作用时，我们可能会考虑的因素包括：与担保相关的兑付条款、对担保人终止担保的权利是否有所限制、担保的受益人是谁（如是否为受评债项的债权人）。

如果受评主体的无担保信用质量优于担保人，则受评主体的评级通常反映的是其自身的信用状况。如果有若干担保人，且每个担保人分别只担保债项的一部分，那么我们在决定债项评级时通常会参考担保人中的最弱信用质量，然而最终的债项评级不应低于无担保情况下的评级。

## 偿付顺序

### 以 ICR 为基础决定债项评级

ICR 反映了我们对于发行主体整体信用质量的前瞻性意见，重点关注其履行财务承诺的能力和意愿。ICR 不与任何特定的债项直接挂钩，它反映的是发行主体的整体财务情况，并构成我们评定债项评级的起点。在为债项评级时，我们通常会考虑债项的偿付顺序，并在 ICR 的基础上作出调整，从而得出最终的债项评级。

一般来说，优先无抵押债券的评级与 ICR 一致。然而在某些情况下，两者也可能不同。

### 次级债务（后偿债务）

次级债务，即后偿债务，在发行主体资本结构中的偿付顺序通常相对靠后，因此此类债务的评级可能低于 ICR。我们通常会结合考虑发行主体的信用特征和具体债项的条款来决定最终的债项评级。

一般来说，优先无抵押债券的评级与 ICR 一致，而次级债务的评级通常至少低于 ICR 一个子级。但在诸如发行主体债务结构中超过 50% 为优先有抵押债务之类的情况下，我们可能将其发行的优先无抵押债券视同为次级债务并可能将 ICR 下调一个子级得出债项评级。如果发行主体为没有实体经营业务的母公司，那么我们可能采取相同的方法判定其债项评级。例如，当集团的债务结构中超过 50% 的债务是由拥有实体经营业务的子公司发行的，那么我们可能会认为母公司发行的优先无抵押债券的偿付顺序在结构上次于子公司发行的债务，因此此类债务的评级可能会低于 ICR。

如果我们预计集团或政府不会对次级债务提供支持，那么我们可能会在 SACP 的基础上进行下调，得出次级债务的债项评级。

### 分层（常见于资产证券化产品）

通常情况下，不同层级的证券具有不同的偿付顺序，并且其不同的信用等级一般也会反映不同程度的增信水平。

另一方面，不同的层级也可能反映了不同的信用等级压力情境下，不同程度的信用风险和违约/损失情况。层级靠后的证券通常会设有更具限制性的违约和加速条款，而且基础资产产生的现金流通常会先流入优先级证券，其后才会流入层级靠后的证券。

### 混合资本工具

一些发行主体会通过混合资本工具的形式发行债务。这类工具可能兼有债权和股权的双重属性。如果债务工具能够在不构成法律意义上的违约或被清算的条件下吸收损失或节约现金支出，那么我们通常

认为此类债务工具属于混合资本工具。吸收损失或节约现金支出的形式有很多种，包括票息延付、本金减记、转换为普通股或其他混合资本工具等。

在评估混合资本工具的股权属性时，我们通常首先关注相关工具的条款设计，而非仅考虑该工具的名称。同时，我们还会考虑发行主体的意图。根据混合资本工具体现出类股权属性的不同程度，我们可能会认为其股权属性为“高”、“中等”或“无”。我们考虑的关键因素通常包括 1) 混合资本工具在有需要时吸收损失或节约现金支出的能力；2) 该混合资本工具或其替代工具的期限是否足够长，从而可以用来吸收损失或节约现金支出。

股权属性“高”的混合资本工具通常拥有极强的类股权特征，比如有助于将发行主体信用质量维持在接近当前水平，如果用来代替普通债务，则可以改善发行主体整体资本质量。具体特征可能包括强制转换条款、与普通股挂钩、强制延付等。相关投资人往往需要承担类似股权投资的风险，并且我们认为此类工具的价值通常与股权的价值高度相关。

股权属性“中等”的混合资本工具通常拥有较强的类股权特征，比如在发行主体财务状况面临压力时有助于维持其信用质量。在分析股权属性时我们可能会考虑的关键因素包括：在财务承压时偿付的灵活性、后偿性、永久性。此类工具如果代替普通债务，则可以改善发行主体的整体资本质量。然而，股权属性中等的混合资本工具在某些方面也拥有类债务特征。一般这是由于分红或付息往往相对固定，这也符合投资者对于此类工具的预期。

当混合资本工具不满足股权属性“高”或“中等”的条件，包括我们认为发行主体没有意图维持其“高”或“中等”股权属性时，我们通常认为其股权属性为“无”，在分析中会视情况将其作为类似普通债务。例如，如果在发行主体信用质量下降的情况下混合资本工具被赎回的可能性会增加，那么我们可能会认为该工具不具有股权属性。

我们通常是根据预期的条款设计，来判断混合资本工具的相对顺位和偿付的可能性，并考虑其对更高顺位证券信用质量的影响，比如是否会为更高顺位的证券提供额外的保护。

除了评估混合资本工具的条款，我们还会分析管理层是否有意图在有必要的时候使用混合资本工具来吸收损失或节约现金支出。我们可能考虑的因素包括：发行该混合资本工具的替代工具的公开说明、发行主体资本策略、历史上发行主体对混合资本工具的处理方式等。我们也会考虑监管机构的看法，因为监管机构可能会对混合资本工具的发行结构、条款和偿付产生影响。对于受到审慎监管的银行和保险公司，我们通常认为不计入监管口径资本的混合资本工具不具有股权属性。

如果混合资本工具吸收损失的能力或期限不确定，我们通常会采取保守的观点。我们对于混合资本工具的观点可能会随着时间的推移而发生变化。

如果我们认为混合资本工具股权属性高，那么我们可能将其本金完全看作股权资本，并且在计算财务比率时通常会将相关的利息支出从总利息费用中扣除。如果我们认为混合资本工具股权属性中等，那么我们可能将本金中的一半视为股权，另一半视为债务；相应的，在计算财务比率时，我们可能会将一半的相关利息支出从总利息费用中扣除。如果我们认为混合资本工具无股权属性，那么我们可能将其完全视为债务，在计算财务比率时，其利息支出可能也会全数计入总利息费用中。

我们一般以发行主体 ICR 为起点进行子级下调以得出混合资本工具的评级。然而，如果 ICR 包含了我们预计不适用于混合资本工具的支持因素，我们可能会予以排除。举例来说，当发行主体 ICR 因为来自集团或政府的潜在支持而高于 SACP 时，如果我们预计混合资本工具无法获得相关支持，那么我们可能会以发行主体 SACP 而不是 ICR 为起点来进行子级下调以得出该混合资本工具的级别。

我们可能会下调一个或两个子级以反映后偿风险，可能还会另外再下调一个子级来反映延付风险。如果下调一个子级无法完全反映延付风险，特别是当发行主体的 ICR 或 SACP 较弱时，我们可能还会考虑更大幅度的下调来反映较高的延付风险。例如，对工商企业混合资本工具的下调一般可能包括：

1) 下调一个或两个子级来反映后偿风险；2) 下调一个或多个子级来反映偿付延迟或取消的风险。对金融机构混合资本工具的下调一般可能包括：1) 下调一个或两个子级来反映后偿风险；2) 下调一个或多个子级来反映票息支付延迟或取消的风险；3) 对于带有强制性或有资本条款的混合资本工具，我们还可能会进一步下调子级以反映其转换为普通股或本金减记的风险。

如果某一债务工具在某些触发事件发生时转化为混合资本工具，并且我们预计相关触发事件在同等情况的混合资本工具开始发挥吸收损失或节约现金支出的作用同时或之前会被触发，那么我们可能会基于该债务工具的混合资本特征对其进行评级。

以上思路一般适用于工商企业、金融机构及保险公司发行的混合资本工具。尽管我们对所有行业采用的原则一般是一致的，但是在评估某些混合资本工具时，我们可能也会考虑其所处行业在股权结构、政府的影响、监管环境等方面的独有特征。

本报告不构成评级行动。

©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。