

标普信用评级（中国）——熊猫债券评级方法论

2026 年 9 月 28 日

一、适用范围及方法论概述

本方法论阐述了标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）分析熊猫债券的方法，主要适用于境外机构在中国发行的人民币债券。境外机构的定义包括主要业务在中国的集团公司位于境外的关联机构，以及境外外资机构等。

本方法论阐述了我们在分析发行人信用状况时可能会考虑的因素，并基于对这些因素的评估得出标普信评的信用观点。

二、方法论

熊猫债券的发行主体通常分为两大类。

第一类我们称之为中资集团境外发行主体，这类发行主体通常是总部及主要经营活动均在中国境内的集团公司位于境外的关联机构，通常为离岸金融机构。

第二类我们称之为外资发行主体，此类发行主体通常为真正的外资机构，其主要经营活动都在境外。

我们对两类发行主体采取以下的信用分析方法，具体如下。

（一）中资集团境外发行主体

我们通常使用标普信评相关行业的评级方法论对中资集团境外发行主体所发行的熊猫债券进行信用评级。

例如，当发行人为一家中国金属与矿业公司位于马来西亚的子公司时，我们通常会使用《标普信用评级（中国）——工业企业评级方法论》和《标普信用评级（中国）补充评级方法论——材料行业》进行分析。此外，我们也可能使用标普信评其他的评级方法论，如担保评级方法论等来评估发行主体的信用状况。

当我们认为中资集团境外发行主体所处地区的信用状况可能会影响最终评级时，我们也可能会在分析时将这项因素纳入考量。与此同时，我们还可能考虑发行人对集团或政府的重要性，以此判断其可能获得的支持力度，从而调整发行主体评级。

最后我们会运用《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》这一方法论，结合我们对发行主体的信用观点，得出债项评级。

(二) 外资发行主体

在分析外资发行主体的信用状况时，我们通常会参考标普全球评级的信用观点，并以此为起点来考虑其在标普信评的评级。我们相信在标普全球评级稳健和完善的分析体系下得出的信用观点是值得信赖的，可以作为标普信评参考的标准。

基于标普全球评级的信用观点，我们通常会使用如下方法将其转化为标普信评的评级：通常情况下，当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的A序列或以上时，标普信评可能会给与AAA_{spc}的主体信用等级。当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的BBB序列时，标普信评可能会给与AAA_{spc} ~ AA_{spc}的主体信用等级。当外资发行主体的信用质量逐渐下降时，标普信评的主体信用等级也会相应下调。当外资发行主体的信用质量位于标普全球评级的B序列时，标普信评的序列可能会落在BB_{spc}+ ~ B_{spc}-。上述转化方法同样适用于发行主体个体信用质量的评估。详见下表：

表 1

标普全球评级信用等级	标普信评信用等级
[A] 及以上	AAA _{spc}
[BBB]	AAA _{spc} , [AA] _{spc}
[BB]	[A] _{spc} , [BBB] _{spc}
[B]	[BB] _{spc} , [B] _{spc}
[CCC]	CCC _{spc}
CC, C	CC _{spc}
SD, D	C _{spc}

注1：“[]”代表相应评级序列，如 “[AA]_{spc}”代表AA_{spc}+, AA_{spc}, AA_{spc}-。

注2：我们可能会根据标普全球评级主权评级的变化、我们对市场信用质量分布及差异化的预期变化等因素，对本表映射关系进行调整。

注3：本表展示的是各评级序列映射关系理论值，实际操作中将对各子级映射结果进行具体细分，如，[BBB]序列中，原则上仅BBB+可直接映射至AAA_{spc}。个别情况下，为充分反映全球尺度分析及映射选择中未涵盖的本地化特定因素，可结合受评主体信用特征进行全面分析，在上表基础上对转化结果进行上调或下调。考虑因素包括个体信用状况（SACP）、行业风险、外部支持及同业对比等。若使用调整项，须提供合理依据。

如果标普全球评级没有外资发行主体的信用观点，但标普全球评级发布了该外资发行主体的核心关联机构的信用观点，我们会通过分析外资发行主体与其核心关联机构之间的关系来得出外资发行主体的主体信用等级，通常等于或低于其核心关联机构的主体信用等级。具体分析方法参照工商企业或金融机构方法论中关于集团支持的表述。

如果标普全球评级没有外资发行主体及其核心关联机构的信用观点，我们会根据标普信评的相关行业方法论，并考虑国别风险等其他因素来得出该机构的个体信用状况和主体信用等级。

最后我们会运用《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》这一方法论，结合我们对发行主体的信用观点，得出债项评级。

需要特别说明的是，由于标普信评评级方法论与标普全球评级体系具有较强一致性，且相关行业方法论均基于标普全球方法论框架制定，因此，应用标普信评方法论得出的评级结果在整体分布上大致遵循上述对应关系。

关于信用等级具体释义，详见《标普信用评级（中国）—评级定义》。针对熊猫债及其发行主体，本方法论适用一般性评级符号体系，具体适用其中的“（一）长期债务/主体信用评级”标准。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2026 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，以及其董事、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。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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，包括但不限于适销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、特殊或后续的损害、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决策的建议，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）的联属企业。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 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。