

## 中诚信亚太对拟定的债券基金评级方法征求意见

## 摘要

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（“中诚信亚太”）拟发布新的债券基金评级方法，方法适用于全球债券基金或类似的投资工具。债券基金的种类众多，其中包括债券型共同基金、交易所买卖基金、私募基金和地方政府投资池（“LGIP”）等，基金主要投资于债券、贷款、商业票据、存款证、回购协议、主权债券、结构化证券或衍生品等的固定收益工具。

债券基金评级不是信用评级，是我们对债券基金持有的投资组合整体信用质量（同时考虑了相关投资的期限）的前瞻性评价。债券基金评级不涉及对基金本身履行偿付义务及实现回报能力的意见。债券基金评级所反映的是对整个资产组合的意见，而非单只债券。我们通常使用前缀“bf”来区分债券基金评级和传统信用评级。

评估债券基金时，分析一般会分为四个部分包括：(1) 信用质量；(2) 组合稳定性；(3) 压力测试（如适用）；以及 (4) 其他调整因素。每个部分会有相应的子集分析要素。本评级方法包括定性和定量因素，定量因素会使用历史数据、前瞻性数据、或结合两者来评估。

本评级方法介绍了我们在评估债券基金时的关键因素，详细解释了每个评级因素的考虑点，并列出了债券基金评级的定义及序列。此外，还对评级方法的假设和限制作出讨论。

## 分析师联系人

唐永盛 +852-2860 7125

评级助理总监

[vincent\\_tong@ccxap.com](mailto:vincent_tong@ccxap.com)

胡辰雯 +852-2860 7120

评级总监

[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

## 客户服务

香港 +852-2860 7111

本文为 2025 年 5 月 2 日发布的 Request for Comment: Bond Funds 的翻译版本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，请以英文版本为准。

## 评级方法影响

债券基金评级不是信用评级。此外，中诚信亚太目前并无任何符合债券基金评级方法适用范围的已评级基金。采用此方法预计不会导致任何评级变化。

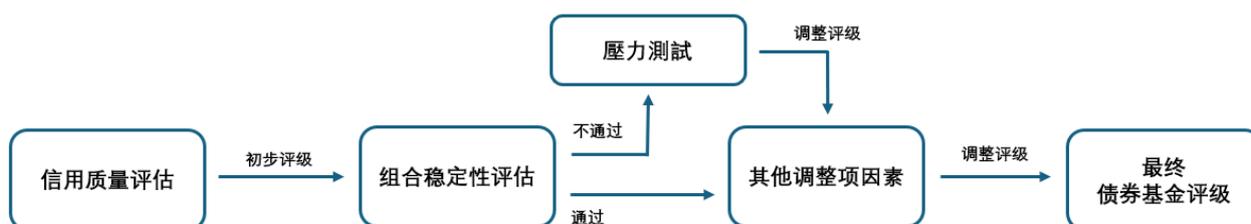
## 提交意见方法

在此征求意见中，中诚信亚太邀请感兴趣的市场参与者在 2025 年 6 月 2 日之前在征求意见页面或通过电子邮件 [info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com) 提交对拟议评级方法的书面意见。中诚信亚太将在发布该方法之前进行检讨并考虑所有收到的意见。

## 评级方法概述

我们评估债券基金的一般方法如图表 1 所示。首先，我们从基金投资组合的加权平均信用质量分析开始。透过标准信用矩阵为投资组合中每个证券或投资分配指定的损失金额，我们可以给予基金投资组合初步评级。然后，我们将进行投资组合稳定性评估，评估分为三个部分：集中度风险、流动性风险和信用评分缓冲。当一个债券基金未能通过投资组合稳定性评估，将需进行压力测试以确定是否需要进行评级调整。最后，我们将考虑一系列的其他调整因素，包括基金经理的素质、运营和监管环境、运营记录和风险文化、披露质量和及时性、来自衍生工具的交易对手风险等，得出最终债券基金评级。

图表一、中诚信亚太债券基金评级方法概览



本评级方法是评级的概括性指引，但并未详尽描述中诚信亚太在其评级考虑中可能使用的所有因素。因此，映射评级结果可能与每个评级主体的最终评级并不一致。

## 评级因素

在评估债券基金的信用质量时，中诚信亚太重点关注单个持仓的信用质量及这些持仓相关的预期损失。我们会定期检视基金内投资组合的状况，以判断相关的特征与我们的方法及授予的评级的一致程度。

衡量债券基金的信用质量时，主要有两个要点：

- 固定收益投资的账面值
- 考虑期限后固定收益投资的预期损失

在评估基金的总体信用风险时，中诚信亚太会对基金的投资组合进行评级分析。我们以基金持有资产的长期信用评级为参考点。债券基金可以持有多种资产，例如如公司债券、存款证、贷款、商业票据、结构化融资证券、回购协议、主权债券、现金等。对不同的投资工具，我们可能会引用不同类型的评级，以反映相关资产的风险属性。例如，对于存款可能会采用存款银行的长期信用评级、对于银行发行的无抵押债券投资可能会使用其高级无抵押债务评级、对于银行发行的次级证券投资可能会使用其次级债务评级。

如果中诚信亚太无法获得相关投资的长期评级，将会透过目前可获得的短期评级转换为适用的长期评级。当涉及未获中诚信亚太评级的证券投资时，我们将利用发行人的长期评级作为该工具的替代评级，但前提是这些证券没有抵押或劣后。在评级分析中，中诚信亚太也可能酌情使用内部或私人评级。未评级的风险敞口（除有抵押或担保外）通常会被归类为非投资级资产。例如，虽然相关证券没有获得评级，但得到了信用证（“LOC”）、担保或其他形式的信用/流动性支持，我们会使用 LOC 提供方、担保人或信用/流动性增强提供方的长期信用评级进行评估。

中诚信亚太会将相关资产的长期评级对应到理想损失率表以获得其预期损失。如果相关的投资工具的期限少于 12 个月，我们将假设基金在 12 个月内将收益再投资于具有相同长期评级和期限的工具。对于期限为一年的工

具，将参照既定评级下的一年期预期损失率。对于期限超过一年的工具，将根据预期损失表采用线性插值法计算非年度的预期损失率。在分析没有既定期限的投资工具时（例如，对另一只货币市场基金的投资），会穿透分析其投资组合内的资产。此外，对于期限短于 12 个月的工具，会对预期损失进行调整，以反映较低的违约可能性。例如，剩余期限为 60 天的 AA<sub>g</sub> 评级证券的预期损失与剩余期限为 1 年的 AAA<sub>g</sub> 评级证券接近。

## 2. 组合稳定性评估

评估债券基金的投资组合时，我们会考虑三方面：(1)集中度风险、(2)流动性风险和(3)信用评分缓冲，以衡量组合投资潜在的波动性，并有助于我们预测评级的较长期走势。每个因素将评定为“中性”或“负面”。如果任何一个因素被评定为“负面”，则表示该基金无法通过的组合稳定性评估，并将需进行压力测试以确定是否需要评级调整。如果所有因素均被评定为“中性”，则通过评估。

### (1) 集中度风险

组合的多元化对于债券基金的信用稳定起重要作用，若投资较集中于个别发行人的债务，相关发行人的信用变化可能会较易拖累基金的整体信用状况，从而削弱基金管理人在管理基金信用质量方面的能力。我们通常通过单一最大发行人敞口（即其基金总投资的占比）来衡量基金的集中度风险。当我们认为发行人的集中度不会限制管理人在管理基金稳定性的能力时，该指标为“中性”。相反，该指标则为“负面”。不过，对于专注于特定类型发行人或聚焦于较好信用质量的发行人的基金，或会有不一样的处理。例如，若一个主权债券基金，其主要投资于评级为 AA<sub>g</sub>-或更高级别的主权发行人，虽然投资高度集中于单一发行人，但仍可能被视为“中性”。我们也可能对高收益基金设置较宽松的要求，因为它的投资标的相对有限。此外，我们会将短期投资排除在集中度计算之外，这类短期投资受发行人信用质量变化的影响较为有限。

### (2) 流动性风险

债券基金的流动性风险主要源于其持有的非流动性资产。较高的资产流动性将有利于基金执行再平衡，并确保有足够的灵活性来履行赎回义务。相反，如果基金在市场紧张的情况下，过度配置非流动性投资工具，可能会削弱其及时处置资产的能力。非流动性资产的例子包括复杂证券、不透明证券或市场占有率有限或没有的证券。我们使用非流动性资产与资产净值之比来量化流动性风险指标。当该比率在较低水平将被评定为“中性”，当该比率持续处于较高水平，将被评定为“负面”。然而，如果基金的现金管理或赎回政策能够降低其流动性风险，我们也可能将该指标评定为“中性”。

### (3) 信用评分缓冲

基金的信用评分缓冲主要衡量初步评级分数是否在较低的基金评级门槛。一般而言，如果初步评级没有落入基金评分下限 10% 的范围内，则评定为“中性”。如果在下限 10% 的范围内，则评定为“负面”。

## 3. 压力测试

如果基金无法通过投资组合稳定性评估，则需要进行压力测试。我们使用压力测试来设定一系列情景下债券基金的评级变化，以衡量其投资组合对负面信贷迁移的敏感性和脆弱性。我们可能会根据投资组合的特点进行一种或多种类型的压力测试，包括但不限于集中投资者、信用杠杆和特定市场压力。对于具有独特风险的基金，我们可能会用其他测试来或调整现行相关测试，以更好地捕捉基金的投资组合风险。

**对资产集中加压：**指根据基金的特定发行人风险敞口创建假设的压力情境。例如，我们可能会将基金最大的、前三名或前五名发行人的评级下调一个等级，从而重新计算预期损失，得出加压后的评级。通常来看，我们认为当单一发行人集中度很高时，基金评级下调的可能性会较大。

**对信用杠杆加压：**指根据基金资产等级分布创建假设的压力情境。例如，对于评级比基金初步评级低两个类别或以上的基金投资下调一个级别。对于两只具有相同平均信用评级的债券基金，离散度较低的基金一般表现出

较低的尾部风险，并且更有可能通过压力测试。相较之下，分散性较大的基金则更有可能无法通过压力测试，导致基金评级下调。

**对市场或行业加压：**指根据基金投资的司法管辖区或行业创建假设的压力情境。例如，我们可能会下调特定司法管辖区或信用环境大幅转弱行业的所有发行人评级。在这种情况下，特定风险市场的债券基金（例如，专注于新兴市场债券投资）可能会面临评级下调。

#### 4. 其他调整因素

中诚信亚太可能会考虑上述评级因素中未包含的其他因素，但在某些情况下它们可能会对债券基金具意义的影响。其他考虑因素可能包括管理人和基金发起人的素质、运营及监管环境、运营历史及风险文化、披露质量和及时性、来自衍生工具的交易对手风险等。这些因素大多会为基金评级带来负面影响。

##### (1) 管理人和基金发起人素质

基金管理人和发起人的素质对其运作和绩效至关重要。基金经理对投资决策和策略具有重大影响，并且通常对基金的成功负有很大一部分责任。发起人对基金的稳定性也有着重要的影响。与发起人相关的风险可能会对债券基金的评级带来负面影响。中诚信亚太通常对基金管理人和发起人进行主要定性评估。基金管理人素质的考虑点包括运营记录、公司治理以及与行业最佳实践的管理政策和程序的比对。财务稳定性、公众形象和运营记录都是发起人质量的重要因素。基金的评级不会因管理者和发起人素质较佳而获得提升；然而，我们可能会因为管理人或发起人的素质较差而降低基金的评级。

##### (2) 经营及监管环境

基金经营和监管环境广泛影响基金的运营。不同地区或市场具有不同特征，对债券基金可能会产生较大的影响。我们会综合考虑可能会影响基金经营环境的多种因素，包括政治、社会、监管、经济和诉讼环境等。中诚信亚太可能会考虑因较差的经营环境，如资产出售受到限制，下调基金的评级。此外，我们还将评估地区发展趋势以及其他国家发生了可能会逐渐影响基金运作的重大事件。

##### (3) 经营记录及风险文化

在某些情况下，中诚信亚太可能会在基金推出前或业绩记录非常短的情况下进行评估，并授予债券基金评级。相关的评估可能会进行调整，重点关注管理人在管理类似策略或投资指引下的基金方面的经验和往绩记录。中诚信亚太随后将评估基金的实际投资组合，以确保投资组合的实际信用质量与备考投资组合一致。此外，我们将评估基金的风险文化，包括风险偏好、信贷管理标准以及管理层信贷分析的质量等。

##### (4) 披露的质量和及时性

基金披露的质量和及时性对于评估债时至关重要。鉴于债券基金的性质，基金投资组合可能会因时而异。中诚信亚太高度依赖基金财务报表的准确性和发布频率。质量差的报告可能表现出披露不完整、报告延迟、会计政策和程序不一致，这可能会影响我们对基金投资质量的看法。

##### (5) 来自衍生工具的交易对手风险

基金可能会出于不同目的参与衍生工具交易，例如回报管理、对冲或创建新投资敞口。交易对手的信用状况对于投资组合的信用质量也很重要。我们认为交易对手的信用度至少应等于或高于基金的目标信用敞口。若交易对手的信用质量明显低于或与基金的信用策略不一致，中诚信亚太可能会考虑下调基金评级。

## 债券基金等级定义

债券基金评级不是信用评级。这是我们对债券基金组合内资产的整体信用质量的前瞻性看法，同时考虑了相关投资的期限。我们通常使用“bf”前缀来区分债券基金评级与传统的长期信用评级。

图表二、中诚信亚太债券基金评级

信用评级	定义
bfAAA <sub>g</sub>	“bfAAA <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量极强。
bfAA <sub>g</sub>	“bfAA <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量非常强。
bfA <sub>g</sub>	“bfA <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量较强。
bfBBB <sub>g</sub>	“bfBBB <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量中等。
bfBB <sub>g</sub>	“bfBB <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量较弱。
bfB <sub>g</sub>	“bfB <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量很弱。
bfCCC <sub>g</sub>	“bfCCC <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合信用质量非常弱。
bfCC <sub>g</sub>	“bfCC <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合由较多的违约或接近违约资产组成。
bfC <sub>g</sub>	“bfC <sub>g</sub> ”评级表示基金持有的投资组合主要由违约资产组成。

## 假设及局限性

中诚信亚太评级中的前瞻性预测都假设宏观经济环境与我们的预测相符，不会出现如自然灾害及战争等意外变化。

中诚信亚太评级中包含对受评主体未来表现的合理预测，而这些预测数据主要是通过我们的前瞻性模型从历史信息中得出的。一些情况下，预测可能以不能披露的保密信息为基础。并且，往往也会参考行业趋势、竞争对手的行为及其他因素。无论是何种情况，我们对未来的预测不可避免的存在不准确的风险。因此，多数情况评级模型指示的级别不一定与受评主体的最终级别吻合。

评级模型亦会包含一些定性评估因素，尽管中诚信亚太在评级时会通过客观且谨慎的机制进行评估，但特定情况下不可避免地会存在主观判断成分。因此，评级中可能出现某一因素的权重与评级模型建议的权重存在偏离的情况，特别是在受评主体违约或即将面临违约时。虽然评级模型采用了定量技术，但模型无法预测发行人在某段时间的违约概率；并且，如果发行人违约，模型不会考虑可能损失的严重程度。

同时，中诚信亚太假设评级中使用的数据真实、合法且不包含误导性陈述。评级依赖公开信息及受评主体和关联方提供的资料。中诚信亚太不保证信息的完整性和真实性，在某些情特定情况下仍然可能因受评主体的提供资料的延迟而未能及时地反映受评主体的信用风险。

此外，评级结果最终由信用评级委员会讨论决定，而判定有赖于各专家委员的经验判断，各专家委员在做出自身的判定结论时往往都会考虑超出评级模型范围的更多因素。因此最终评级结果可能与评级模型指示的结果存在差异。

版权所有©2025 中国诚信(亚太)信用评级有限公司。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

**中国诚信(亚太)信用评级有限公司**

地址： 香港中环康乐广场 1 号  
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室

网站： [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com)

邮箱： [info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com)

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656