
中誠信亞太對擬定的債券基金評級方法徵求意見

摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）擬發布新的債券基金評級方法，方法適用於全球債券基金或類似的投資工具。債券基金的種類眾多，其中包括債券型共同基金、交易所買賣基金、私募基金和地方政府投資池（“LGIP”）等，基金主要投資於債券、貸款、商業票據、存款證、回購協議、主權債券、結構化證券或衍生品等的固定收益工具。

債券基金評級不是信用評級，是我們對債券基金持有的投資組合整體信用質量（同時考慮了相關投資的期限）的前瞻性評價。債券基金評級不涉及對基金本身履行償付義務及實現回報能力的意見。債券基金評級所反映的是對一整個資產組合的意見，而非單只債券。我們通常使用前綴“bf”來區分債券基金評級和傳統信用評級。

評估債券基金時，分析一般會分為四個部分包括：(1) 信用質量；(2) 組合穩定性；(3) 壓力測試（如適用）；以及 (4) 其他調整因素。每個部分會有相應的子集分析要素。本評級方法包括定性和定量因素，定量因素會使用歷史數據、前瞻性數據、或結合兩者來評估。

本評級方法介紹了我們在評估債券基金時的關鍵因素，詳細解釋了每個評級因素的考慮點，並列出了債券基金評級的定義及序列。此外，還對評級方法的假設和限制作出討論。

分析師聯系人

唐永盛 +852-2860 7125

評級助理總監

vincent_tong@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120

評級總監

elle_hu@ccxap.com

客戶服務

香港 +852-2860 7111

本文為 2025 年 5 月 2 日發布的 Request for Comment: Bond Funds 的翻譯版本，如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，請以英文版本為準。

評級方法影響

債券基金評級不是信用評級。此外，中誠信亞太目前並無任何符合債券基金評級方法適用範圍的已評級基金。采用此方法預計不會導致任何評級變化。

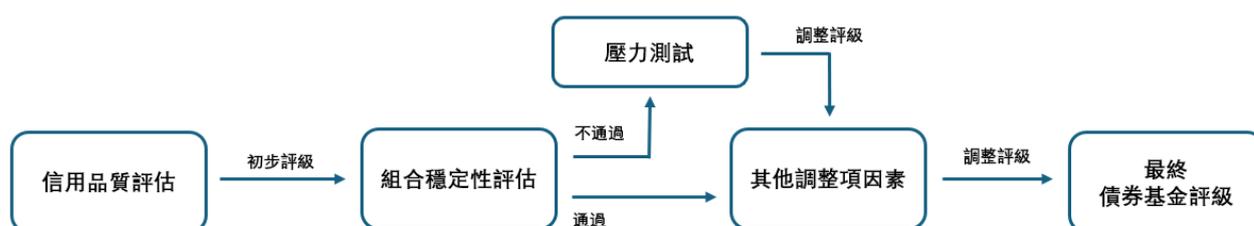
提交意見方法

在此征求意见中，中誠信亞太邀請感興趣的市場參與者在 2025 年 6 月 2 日之前在征求意见頁面或通過電子郵件 info@ccxap.com 提交對擬議評級方法的書面意見。中誠信亞太將在發布該方法之前進行檢討並考慮所有收到的意見。

評級方法概述

我們評估債券基金的一般方法如圖表 1 所示。首先，我們從基金投資組合的加權平均信用質量分析開始。透過標準信用矩陣為投資組合中每個證券或投資分配指定的損失金額，我們可以給予基金投資組合初步評級。然後，我們將進行投資組合穩定性評估，評估分為三個部分：集中度風險、流動性風險和信用評分緩沖。當一個債券基金未能通過投資組合穩定性評估，將需進行壓力測試以確定是否需要進行評級調整。最後，我們將考慮一系列的其他調整因素，包括基金經理的素質、運營和監管環境、運營記錄和風險文化、披露質量和及時性、來自衍生工具的交易對手風險等，得出最終債券基金評級。

圖表一、中誠信亞太債券基金評級方法概覽



本評級方法是評級的概括性指引，但並未詳盡描述中誠信亞太在其評級考慮中可能使用的所有因素。因此，映射評級結果可能與每個評級主體的最終評級並不一致。

評級因素

在評估債券基金的信用質量時，中誠信亞太重點關注單個持倉的信用質量及這些持倉相關的預期損失。我們會定期檢視基金內投資組合的狀況，以判斷相關的特征與我們的方法及授予的評級的一致程度。

衡量債券基金的信用質量時，主要有兩個要點：

- 固定收益投資的賬面值
- 考慮期限後固定收益投資的預期損失

在評估基金的總體信用風險時，中誠信亞太會對基金的投資組合進行評級分析。我們以基金持有資產的長期信用評級為參考點。債券基金可以持有多種資產，例如如公司債券、存款證、貸款、商業票據、結構化融資證券、回購協議、主權債券、現金等。對不同的投資工具，我們可能會引用不同類型的評級，以反映相關資產的風險屬性。例如，對於存款可能會采用存款銀行的長期信用評級、對於銀行發行的無抵押債券投資可能會使用其高級無抵押債務評級、對於銀行發行的次級證券投資可能會使用其次級債務評級。

如果中誠信亞太無法獲得相關投資的長期評級，將會透過目前可獲得的短期評級轉換為適用的長期評級。當涉及未獲中誠信亞太評級的證券投資時，我們將利用發行人的長期評級作為該工具的替代評級，但前提是這些證券沒有抵押或劣後。在評級分析中，中誠信亞太也可能酌情使用內部或私人評級。未評級的風險敞口（除有抵押或擔保外）通常會被歸類為非投資級資產。例如，雖然相關證券沒有獲得評級，但得到了信用證（“LOC”）、擔保或其他形式的信用/流動性支持，我們會使用 LOC 提供方、擔保人或信用/流動性增強提供方的長期信用評級進行評估。

中誠信亞太會將相關資產的長期評級對應到理想損失率表以獲得其預期損失。如果相關的投資工具的期限少於 12 個月，我們將假設基金在 12 個月內將收益再投資於具有相同長期評級和期限的工具。對於期限為一年的工

具，將參照既定評級下的一年期預期損失率。對於期限超過一年的工具，將根據預期損失表採用線性插值法計算非年度的預期損失率。在分析沒有既定期限的投資工具時（例如，對另一只貨幣市場基金的投資），會穿透分析其投資組合內的資產。此外，對於期限短於 12 個月的工具，會對預期損失將進行調整，以反映較低的違約可能性。例如，剩餘期限為 60 天的 AA₊ 評級證券的預期損失與剩餘期限為 1 年的 AAA₊ 評級證券接近。

2. 組合穩定性評估

評估債券基金的投資組合時，我們會考慮三方面：(1) 集中度風險、(2) 流動性風險和 (3) 信用評分緩衝，以衡量組合投資潛在的波動性，並有助於我們預測評級的較長期走勢。每個因素將評定為“中性”或“負面”。如果任何一個因素被評定為“負面”，則表示該基金無法通過的組合穩定性評估，並將需進行壓力測試以確定是否需要評級調整。如果所有因素均被評定為“中性”，則通過評估。

(1) 集中度風險

組合的多元化對於債券基金的信用穩定起重要作用，若投資較集中於個別發行人的債務，相關發行人的信用變化可能會較易拖累基金的整體信用狀況，從而削弱基金管理人在管理基金信用質量方面的能力。我們通常通過單一最大發行人敞口（即其基金總投資的占比）來衡量基金的集中度風險。當我們認為發行人的集中度不會限制管理人在管理基金穩定性的能力時，該指標為“中性”。相反，該指標則為“負面”。不過，對於專注於特定類型發行人或聚焦於較好信用質量的發行人的基金，或會有不一樣的處理。例如，若一個主權債券基金，其主要投資於評級為 AA₊ 或更高級別的主權發行人，雖然投資高度集中於單一發行人，但仍可能被視為“中性”。我們也可能對高收益基金設置較寬松的要求，因為它的投資標的相對有限。此外，我們會將短期投資排除在集中度計算之外，這類短期投資受發行人信用質量變化的影響較為有限。

(2) 流動性風險

債券基金的流動性風險主要源於其持有的非流動性資產。較高的資產流動性將有利於基金執行再平衡，並確保有足夠的靈活性來履行贖回義務。相反，如果基金在市場緊張的情況下，過度配置非流動性投資工具，可能會削弱其及時處置資產的能力。非流動性資產的例子包括覆雜證券、不透明證券或市場占有率有限或沒有的證券。我們使用非流動性資產與資產淨值之比來量化流動性風險指標。當該比率在較低水平將被評定為“中性”，當該比率持續處於較高水平，將被評定為“負面”。然而，如果基金的現金管理或贖回政策能夠降低其流動性風險，我們也可能將該指標評定為“中性”。

(3) 信用評分緩衝

基金的信用評分緩衝主要衡量初步評級分數是否在較低的基金評級門檻。一般而言，如果初步評級沒有落入基金評分下限 10% 的範圍內，則評定為“中性”。如果在下限 10% 的範圍內，則評定為“負面”。

3. 壓力測試

如果基金無法通過投資組合穩定性評估，則需要進行壓力測試。我們使用壓力測試來設定一系列情景下債券基金的評級變化，以衡量其投資組合對負面信貸遷移的敏感性和脆弱性。我們可能會根據投資組合的特點進行一種或多種類型的壓力測試，包括但不限於集中投資者、信用杠鈴和特定市場壓力。對於具有獨特風險的基金，我們可能會用其他測試來或調整現行相關測試，以更好地捕捉基金的投資組合風險。

對資產集中加壓：指根據基金的特定發行人風險敞口創建假設的壓力情境。例如，我們可能會將基金最大的、前三名或前五名發行人的評級下調一個等級，從而重新計算預期損失，得出加壓後的評級。通常來看，我們認為當單一發行人集中度很高時，基金評級下調的可能性會較大。

對信用杠鈴加壓：指根據基金資產等級分布創建假設的壓力情境。例如，對於評級比基金初步評級低兩個類別或以上的基金投資下調一個級別。對於兩只具有相同平均信用評級的債券基金，離散度較低的基金一般表現出

較低的尾部風險，並且更有可能通過壓力測試。相較之下，分散性較大的基金則更有可能無法通過壓力測試，導致基金評級下調。

對市場或行業加壓：指根據基金投資的司法管轄區或行業創建假設的壓力情境。例如，我們可能會下調特定司法管轄區或信用環境大幅轉弱行業的所有發行人評級。在這種情況下，特定風險市場的債券基金（例如，專注於新興市場債券投資）可能會面臨評級下調。

4. 其他調整因素

中誠信亞太可能會考慮上述評級因素中未包含的其他因素，但在某些情況下它們可能會對債券基金具意義的影響。其他考慮因素可能包括管理人和基金發起人的素質、運營及監管環境、運營歷史及風險文化、披露質量和及時性、來自衍生工具的交易對手風險等。這些因素大多會為基金評級帶來負面影響。

(1) 管理人和基金發起人素質

基金管理人和發起人的素質對其運作和績效至關重要。基金經理對投資決策和策略具有重大影響，並且通常對基金的成功負有很大一部分責任。發起人對基金的穩定性也有著重要的影響。與發起人相關的風險可能會對債券基金的評級帶來負面影響。中誠信亞太通常對基金管理人和發起人進行主要定性評估。基金管理人素質的考慮點包括運營記錄、公司治理以及與行業最佳實踐的管理政策和程序的比對。財務穩定性、公眾形象和運營記錄都是發起人質量的重要因素。基金的評級不會因管理者和發起人素質較佳而獲得提升；然而，我們可能會因為管理人或發起人的素質較差而降低基金的評級。

(2) 經營及監管環境

基金經營和監管環境廣泛影響基金的運營。不同地區或市場具有不同特征，對債券基金可能會產生較大的影響。我們會綜合考慮可能會影響基金經營環境的多種因素，包括政治、社會、監管、經濟和訴訟環境等。中誠信亞太可能會考慮因較差的經營環境，如資產出售受到限制，下調基金的評級。此外，我們還將評估地區發展趨勢以及其他國家發生了可能會逐漸影響基金運作的重大事件。

(3) 經營記錄及風險文化

在某些情況下，中誠信亞太可能會在基金推出前或業績記錄非常短的情況下進行評估，並授予債券基金評級。相關的評估可能會進行調整，重點關注管理人在管理類似策略或投資指引下的基金方面的經驗和往績記錄。中誠信亞太隨後將評估基金的實際投資組合，以確保投資組合的實際信用質量與備考投資組合一致。此外，我們將評估基金的風險文化，包括風險偏好、信貸管理標準以及管理層信貸分析的質量等。

(4) 披露的質量和及時性

基金披露的質量和及時性對於評估債時至關重要。鑒於債券基金的性質，基金投資組合可能會因時而異。中誠信亞太高度依賴基金財務報表的準確性和發布頻率。質量差的報告可能表現出披露不完整、報告延遲、會計政策和程序不一致，這可能會影響我們對基金投資質量的看法。

(5) 來自衍生工具的交易對手風險

基金可能會出於不同目的參與衍生工具交易，例如回報管理、對沖或創建新投資敞口。交易對手的信用狀況對於投資組合的信用質量也很重要。我們認為交易對手的信用度至少應等於或高於基金的目標信用敞口。若交易對手的信用質量明顯低於或與基金的信用策略不一致，中誠信亞太可能會考慮下調基金評級。

債券基金等級定義

債券基金評級不是信用評級。這是我們對債券基金組合內資產的整體信用質量的前瞻性看法，同時考慮了相關投資的期限。我們通常使用“bf”前綴來區分債券基金評級與傳統的長期信用評級。

圖表二、中誠信亞太債券基金評級

信用評級	定義
bfAAA _g	“bfAAA _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量極強。
bfAA _g	“bfAA _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量非常強。
bfA _g	“bfA _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量較強。
bfBBB _g	“bfBBB _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量中等。
bfBB _g	“bfBB _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量較弱。
bfB _g	“bfB _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量很弱。
bfCCC _g	“bfCCC _g ”評級表示基金持有的投資組合信用質量非常弱。
bfCC _g	“bfCC _g ”評級表示基金持有的投資組合由較多的違約或接近違約資產組成。
bfC _g	“bfC _g ”評級表示基金持有的投資組合主要由違約資產組成。

假設及局限性

中誠信亞太評級中的前瞻性預測都假設宏觀經濟環境與我們的預測相符，不會出現如自然災害及戰爭等意外變化。

中誠信亞太評級中包含對受評主體未來表現的合理預測，而這些預測數據主要是通過我們的前瞻性模型從歷史信息中得出的。一些情況下，預測可能以不能披露的保密信息為基礎。並且，往往也會參考行業趨勢、競爭對手的行為及其他因素。無論是何種情況，我們對未來的預測不可避免的存在不準確的風險。因此，多數情況評級模型指示的級別不一定與受評主體的最終級別吻合。

評級模型亦會包含一些定性評估因素，儘管中誠信亞太在評級時會通過客觀且謹慎的機制進行評估，但特定情況下不可避免地會存在主觀判斷成分。因此，評級中可能出現某一因素的權重與評級模型建議的權重存在偏離的情況，特別是在受評主體違約或即將面臨違約時。雖然評級模型採用了定量技術，但模型無法預測發行人在某段時間的違約概率；並且，如果發行人違約，模型不會考慮可能損失的嚴重程度。

同時，中誠信亞太假設評級中使用的數據真實、合法且不包含誤導性陳述。評級依賴公開信息及受評主體和關聯方提供的資料。中誠信亞太不保證信息的完整性和真實性，在某些情特定情況下仍然可能因受評主體的提供資料的延遲而未能及時地反映受評主體的信用風險。

此外，評級結果最終由信用評級委員會討論決定，而判定有賴於各專家委員的經驗判斷，各專家委員在做出自身的判定結論時往往都會考慮超出評級模型範圍的更多因素。因此最終評級結果可能與評級模型指示的結果存在差異。

版權所有©2025 中國誠信(亞太)信用評級有限公司。

未經中誠信亞太事先書面許可，任何人不得對本刊物的任何內容進行覆制、轉售或傳播。

信用評級是對受評主體和債項的信用品質所表達的前瞻性信用風險意見。中誠信亞太發布的信用評級是其對受評主體或債項當前和未來相對信用風險的意見，但不涉及其他風險，包括但不限於流動性風險、市場價格風險及利率風險。

中誠信亞太刊物中的信用評級級別、非信用評估及其他意見並非建議投資者購買、出售或持有任何證券，也不評估受評主體和債項的市場價值。中誠信亞太相信其所獲取的信息是可靠的，但中誠信亞太並不對其從受評主體或第三方來源獲取的信息進行審計，也不承擔獨立核實或驗證的責任。

本刊物內的所有信息屬中誠信亞太所有，中誠信亞太可在不事先通知的情況下更改信息。所有信息以“現狀”和“現有”為基礎提供，中誠信亞太相信信息是準確和可靠的，但不保證信息的準確性、充分性、完整性或及時性。

在法律允許的範圍內，中誠信亞太及其董事、經理、雇員、代表和代理對任何人或任何實體均不承擔以下任何責任 (i) 因本文所載信息、或本文所載信息的使用或未能使用而引起的任何直接或補償性損失或損害，包括但不限於由中誠信亞太或其任何董事、經理、雇員、代表或代理的疏忽、及其控制範圍內或超出其控制範圍的偶發事件而引起的；以及 (ii) 因本文所載信息、或本文所載信息的使用或未能使用而引起的任何間接、特殊、後果性或附帶性損失或損害，即使中誠信亞太或其任何董事、經理、雇員、代表或代理被事前告知該等損失或損害的可能性。

中國誠信(亞太)信用評級有限公司

地址： 香港中環康樂廣場1號
怡和大廈19樓1904-1909室

網站： www.ccxap.com

郵箱： info@ccxap.com

電話： +852-2860 7111

傳真： +852-2868 0656