

熊猫债券 信用评级方法

(PJFF-XMZQ-2026-V1.1)



安融信用评级有限公司
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.



目录

一、概述	1
二、定义及适用范围	1
三、基本假设	1
1. 偿债环境稳定性假设	1
2. 经营稳定性假设	1
3. 数据真实假设	2
4. 偿债意愿无差异假设	2
四、信用风险特征	2
1. 国别风险	2
2. 跨境资本流动转移转换风险	2
3. 全球化与区域化差异产生的行业风险	2
4. 信息透明度风险	3
5. 利率风险	3
6. 汇兑风险	3
五、熊猫债券信用评级架构	4
六、评级要素	5
（一）熊猫债券发行人主体信用等级	5
（二）熊猫债券债项评级要素	6
七、本评级方法局限性	7
版权及声明	8

一、概述

安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）为落实《中国人民银行 国家发展改革委 财政部 银保监会 证监会 关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》及其它评级行业监管和自律指引的有关规定，提高评级方法模型和评级结果一致性、准确性和稳定性，依据安融评级业务相关管理制度规定，将《熊猫债券信用评级方法（PJFF-XMZQ-2026-V1.0）》（以下简称“原评级方法”）修订为《熊猫债券信用评级方法（PJFF-XMZQ-2026-V1.1）》（以下简称“本评级方法”）。本次修订的重点是对原评级方法中熊猫债券信用评级架构进行了修订。经测试，本方法模型的修订未对尚处于安融评级信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

本评级方法自 2026 年 8 月 14 日起生效。原《熊猫债券信用评级方法（PJFF-XMZQ-2026-V1.0）》自本评级方法生效之日起废止。

二、定义及适用范围

熊猫债券是指境外机构依法在中国境内发行的，约定在一定期限内还本付息，以人民币计价的债券。熊猫债券可依据相关监管规定在中国银行间债券市场和证券交易所市场发行。

根据中国人民银行、财政部《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》（中国人民银行 财政部公告〔2018〕第 16 号）规定，本评级方法所称境外机构是指外国政府类机构、国际开发机构、在中华人民共和国境外依法注册设立的境外金融机构法人与境外非金融企业法人等。其中外国政府类机构包括主权国家政府、地方政府及具有政府职能的机构等；国际开发机构是指进行开发性贷款和投资的多边、双边及地区国际开发性金融机构；境外金融机构法人是指在中华人民共和国境外合法注册成立的金融机构法人，涵盖银行、证券公司、保险公司、担保公司和资产管理公司等；境外非金融企业法人是指在中华人民共和国境外合法注册成立的非金融企业法人。

本评级方法适用于熊猫债券的信用评级以及发行熊猫债券的境外机构主体信用评级。

三、基本假设

1. 偿债环境稳定性假设

安融评级假设宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境不会发生意外变化，不会出现诸如自然灾害、战争等不可抗力因素。

2. 经营稳定性假设

安融评级假设受评主体处于稳定持续经营状态，其经营数据和财务数据具有连贯性，历史数据可作为预测未来经营的基础；即在可以预见的将来，不会出现基于宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境等导致受评主体持续经营能力产生重大变化，不存在突发性的经营变化以及未经事前披露的重大突发性变化，这些变化包括但不限于突发性的受评主体性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、违约、破产重整以及其他重大负面事件等。

3. 数据真实假设

安融评级假设公开权威渠道获取的数据和受评主体提供的数据（包括但不限于受评主体编制的财务数据、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，不存在重大误导性陈述。

4. 偿债意愿无差异假设

安融评级假设受评主体对其同类债务的清偿意愿相同，对同类债务未设定清偿顺序安排。

四、信用风险特征

安融评级认为熊猫债券的信用风险主要有以下几个方面：

1. 国别风险

熊猫债券发行人来自不同国家，其信用风险受所在国政治体制、经济稳定性、法律体系及外汇管制政策等多维度因素影响。国别风险具备系统性特征，一旦风险爆发（如政治动荡、经济危机、外汇政策突变等），可能对发行人偿债能力形成普遍性冲击。

2. 跨境资本流动转移转换风险

熊猫债券为人民币计价债务，发行人兑付本息需要充足人民币资金来源，若发行人自有人民币储备不足，则需要通过外币兑换获取人民币，所在经济体外汇自由兑换限制、跨境资本流出管控政策（资金汇出审批、额度管控等）均可能阻碍偿债资金归集。同时汇率波动形成双向风险：人民币升值将抬升发行人外币换汇成本，增加偿债负担；人民币贬值将降低外币资金需求，但可能弱化发行人主动偿债意愿。

3. 全球化与区域化差异产生的行业风险

熊猫债券发行人虽可能处于与国内类似的行业，但实际面临的是全球或特定区域的行业风险特征，可能在竞争格局、产业政策和技术路线等方面与国内市场类似的行业存在显著差异；境外行业周期波动（如大宗商品价格波动、贸易政策变化）可能通过发行人经营链的市场波动传导作用于债券信用风险；跨国企业因全球布局，可能通过内部资金调配降低单一市场风险，但也可能因复杂架构增加信息透明度风险。

4.信息透明度风险

熊猫债券属于跨境债券品种，在信息传递、信息处理、持续信息披露等环节存在天然障碍。发行主体注册地位于境外，受地域、时差、语言等因素制约，现场尽职调查开展存在一定约束，可能影响资料获取的充分性、真实性与核验难度。

境外机构编制财务报表可能采用国际会计准则或其它非中国企业会计准则体系，准则差异降低财务数据可比性，增加信用风险研判难度；境外审计机构监管规则、信息报备要求不同，也会影响信息获取的及时性与准确性。

不同国家和地区金融政策、税收政策、债券市场交易规则存在差异，政策变动将影响熊猫债券流动性与投资收益，相关政策信息的搜集与解读存在壁垒。

部分熊猫债券增信安排涉及境外资产抵押、境外第三方担保，相关权属文件、资产资料获取难度较大，难以开展全面风险分析。

境外机构所处宏观、行业、经营环境对境内评级机构相对陌生，加大外部支持力度评估难度。评估主权支持时，受对当地财税、产业扶持政策熟悉程度限制，难以精准量化政府支持效力；评估股东支持时，境外股东公开信息获取渠道有限，不利于准确判断股东综合实力。

综上，境外发行人相关信息获取存在客观障碍，信息不对称可能造成信用风险误判。跨国企业存在注册地与实际经营地分离特征，虽可分散区域经营风险，但进一步放大信息获取难度。

5.利率风险

熊猫债券二级市场价格受境内市场利率水平影响，利率上行通常推动债券价格下行，反之债券价格上升。美联储作为全球主要央行，政策调整对全球利率格局具备显著外溢效应。依据利率平价理论及资产组合平衡相关模型，美联储降息将降低美元资产相对吸引力，推动全球资本重新配置，国际投资者提升非美资产、新兴市场资产配置比例，引发跨境资本流向结构性调整。当中美利差扩大、中国境内利率显著低于欧美市场时，熊猫债券发行利率随市场下行形成融资成本优势；若中美利差收窄或出现倒挂、境内利率上行，熊猫债券融资成本优势减弱，或将出现发行规模收缩、发行利率上行压力。

6.汇兑风险

熊猫债券是境外机构在中国境内发行的以人民币计价的债券。对于境外发行人而言，若无充足人民币储备，则需要将外币资产兑换为人民币用于债券本息偿付。外汇市场波动、外汇兑换管制等因素将影响外币兑换人民币的效率与成本，形成汇兑风险。人民币升值情景下，发行人需要耗用更多外币资金兑换等额人民币，变相抬升偿债成本；人民币贬值情景下，发行人外币资金需求相应下降，偿债成本降低。汇率波动具备双向性且难以精准预判，给境外发行人偿债安排带来不确定性。此外，各国外汇管理政策存在差异，部分经济体实施严格汇兑管控，可能限制发行人外币资产兑换人民币的能力，直接影响偿债资金筹

措。若发行人无法及时筹措足额人民币资金兑付债券本息，则存在违约可能性。

五、熊猫债券信用评级架构

熊猫债券信用评级是对熊猫债券还本付息能力和偿债意愿的综合评价，即对债券违约可能性及违约后损失严重程度的预测。

熊猫债券信用评级架构如下：

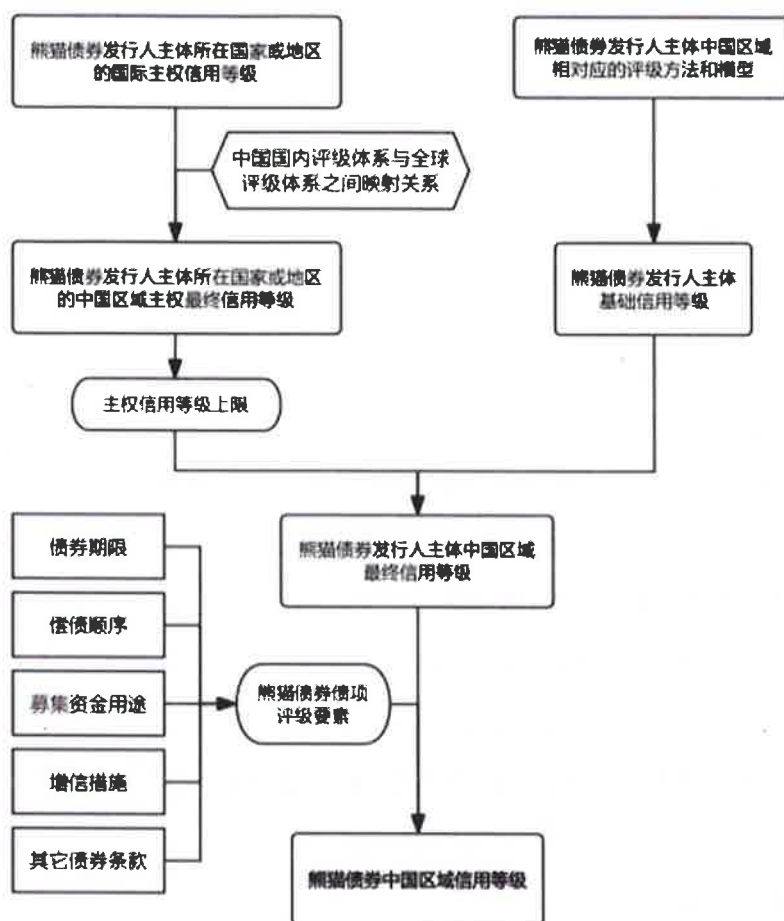
第一步，依托安融评级《主权信用评级方法和模型》评定熊猫债券发行人主体所在国家或地区的国际主权信用等级。在熊猫债券发行人主体所在国家或地区的国际主权信用等级的基础上，根据安融评级《国内评级体系与全球评级体系之间映射关系规定》，确定熊猫债券发行人主体所在国家或地区的中国区域主权信用等级。

第二步，对于除国家或地区之外的熊猫债券发行主体，根据安融评级已发布的相对应的中国区域（国内）的评级方法和模型开展评级，得到熊猫债券发行人主体基础信用等级。

第三步，将熊猫债券发行人主体所在国家或地区的中国区域主权信用等级作为上限约束（跨国经营机构、多边开发机构、红筹企业等约束相对较弱），得到熊猫债券发行人主体中国区域最终信用等级。

第四步，在熊猫债券发行人主体中国区域最终信用等级基础上，结合熊猫债券债项评级要素（包括债券期限、偿付顺序、募集资金用途、增信措施以及其它债券条款等）开展分析，得到熊猫债券中国区域信用等级。

熊猫债券信用评级架构



六、评级要素

(一) 熊猫债券发行人主体信用等级

安融评级开展主权国家政府熊猫债券发行人信用评级时，依托安融评级《主权信用评级方法和模型》评定熊猫债券发行人主体全球评级体系下信用等级。在此基础上，依据安融评级《国内评级体系与全球评级体系之间映射关系规定》，按照等级映射规则，确定熊猫债券发行人主体中国区域最终信用等级。

安融评级开展境外地方政府、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业等境外机构熊猫债券发行人信用评级时，首先依托安融评级《主权信用评级方法和模型》评定熊猫债券发行人主体所在国家或地区的国际主权信用等级。在熊猫债券发行人主体所在国家或地区的国际主权信用等级的基础上，依据安融评级《国内评级体系与全球评级体系之间映射关系规定》，确定熊猫债券发行人主体所在国家或地区的中国区域主权信用等级；同

时根据安融评级已发布的相对应的中国区域（国内）评级方法和模型开展评级，得到熊猫债券发行人主体基础信用等级；在熊猫债券发行人主体所在国家或地区的中国区域主权信用等级上限约束（跨国经营机构、多边开发机构、红筹企业等约束相对较弱）下，得到熊猫债券发行人主体中国区域最终信用等级。

（二）熊猫债券债项评级要素

开展熊猫债券债项评级时，安融评级先确定发行人中国区域主体信用等级，在此基础上，结合债券期限、偿付顺序、募集资金用途、增信措施以及其它债券条款等要素，综合评定熊猫债券中国区域信用等级。

1. 债项期限

安融评级按照债项期限将熊猫债券划分为短期债项、中长期债项，针对不同期限品种设置差异化分析重点开展债项信用风险研判。

2. 偿债优先次序及其它债券条款安排

债务受偿次序直接决定债权人在违约情景下的损失水平。安融评级重点核查熊猫债券约定的受偿优先级、配套偿债保障安排；评估各类债权人保护性条款对债项信用水平的影响，包括财务杠杆约束、高风险业务限制等。同时关注调整票面利率、回售、提前赎回、提前偿还、利息递延等其它条款设置及其法律约束力。

3. 募集资金用途

重点分析募集资金用途的合法合规性与实施可行性，涵盖总投资概算、各类资金来源（自有资金、银行贷款及其他配套资金）、资金落实计划与到位进度、资金缺口解决方案，并结合募投项目预期效益研判对发行人现金流的支撑作用。

4. 增信措施有效性

安融评级重点研判熊猫债券各类增信安排的实际保障效力。通常情况下，无担保普通优先级熊猫债券信用等级与发行人中国区域主体信用等级保持一致；结合信用增进措施评估结果，熊猫债券债项信用等级存在高于发行人主体信用等级的可能性；若设置次级偿付等相关条款，熊猫债券债项信用等级亦可能低于发行人主体信用等级。本评级方法选取资产抵质押、第三方保证担保两类主流增信方式开展分析：

（1）资产抵/质押担保

核查抵质押资产权属、资产类型和评估价值等基础要素，评估资产变现能力及处置执行风险。若抵质押标的为境外资产，将充分考量跨境信息不对称、担保权益实现成本和货币汇兑风险等因素，审慎判断资产处置对债权本息的保障水平。

（2）第三方保证担保

评估担保主体自身信用实力，并分析担保人与发行人之间的风险关联程度。若担保人与发行人业务高度趋同、风险相关性较强，担保的增信效果将有所弱化。若担保人为境外主体，将额外重点核查担保安排适用法律框架及担保效力的稳定性。

5.跨境资金管理安排及其它重要影响因素

境外发行人发行熊猫债券募集的人民币资金，依据法律法规与监管规定可留存境内使用或汇出境外。资金账户管理、跨境划转和信息报送等操作应当遵守中国人民银行、中国国家外汇管理局相关监管要求。安融评级结合债券本息兑付计划，分析资金投向落地、跨境流转路径和现金流归集机制等安排对发行人持续偿债能力产生的影响。除上述评级要素外，对于其它能够显著影响债项信用风险的特殊事项，将结合项目实际情况综合评估。

七、本评级方法局限性

1.安融评级对熊猫债券及境外发行人的各类评级要素判断，是以其历史运营情况为基础的，但相关要素及其未来发展对偿债能力的影响可能因外部环境变化而有所不同，因此，本评级方法对熊猫债券及境外发行人的信用风险评估不能保证准确预测熊猫债券及境外发行人的未来实际违约风险。

2.本评级方法仅列举了对熊猫债券及境外发行人评级时需重点考察的评级要素，并未覆盖评价熊猫债券及境外发行人信用风险时需考虑的全部要素。

3.本评级方法对指标的选取存在人为因素，评级方法中的要素权重代表了对评级要素人为评估的相对重要性，评级方法中包含关键性的定性评估因素，这些因素可能导致本评级方法无法全面、准确反映信用风险；同时，信用评级委员会各评审委员在作出自身的判定结论时可能考虑超出评级方法范围的更多因素，因此最终信用等级的评定始终带有主观影响的成分。

安融评级将定期或不定期审查本评级方法并适时修订。

版权及声明

本文件的版权归安融信用评级有限公司所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经安融信用评级有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、修改、传播和转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。

安融信用评级有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

安融信用评级有限公司主要通过公司网站:www.arrating.cn 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止权利。

国内评级体系与全球评级体系之间 映射关系规定

(PJFM-PJYS-2026-V1.1)

第一条 安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）密切关注国际资本市场的动态变化情况，如政策法规、市场趋势、地区差异、发达经济体与新兴市场差异、技术革新等，根据上述变化对国内评级体系与全球评级体系之间映射关系进行动态调整，特制定本规定。

第二条 本规定是安融评级用于规范国内评级体系与全球评级体系之间映射关系的专项文件。

第三条 鉴于外部环境处于动态变化中，本文件中的映射关系并非精确映射关系，并根据需要不定期更新本文件，确保文件始终保持最新状态。

第四条 国内评级体系与全球评级体系之间映射关系

目前，安融评级国内评级体系与全球评级体系之间映射关系如下：

国内评级 国际评级	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA									
AA									
A									
BBB									
BB									
B									

国内评级 国际评级	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
CCC									
CC									
C									
D									

注：以上表格仅适用于国际评级映射为国内评级，为单向映射关系。

第五条 本规定由技术政策委员会负责完善、修订并解释。

第六条 本规定经技术政策委员会审议通过，总经理批准后生效。