

## 非银行金融机构评级标准

### 主评级标准

#### 适用范围

本评级标准报告阐述了惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）为中国境内非银行金融机构进行首次评级及跟踪评级的评级方法。适用本方法的非银行金融机构包括证券公司、投资管理公司、融资和租赁公司等。除了少数持有银行牌照的金融机构，本文讨论的评级标准并不适用于银行以及保险公司。

惠誉博华主要针对中国境内主体开展国内评级，该评级反映了对发行人所处环境以及在中国境内所发行债券的信用水平的看法。

#### 关键评级驱动因素

**独立评估的五个因素：**在不受到政府、地方或机构支持的情况下，非银行金融机构的主体评级 (Issuer Default Rating, IDR) 由其基本信用状况决定。惠誉博华一般先明确行业内“最佳信用发行人”。随后，在进行比较分析的基础上，使用全面的评级等级进行评估，以建立起信用水平的相对等级。惠誉博华在评估非银行金融机构的独立信用状况时，通常会考量下述五项关键因素：经营环境、公司概况、管理和战略、风险偏好以及财务状况。

前三项因素在不同类型金融机构中相对比较类似，而对公司风险偏好和财务状况的评估则更具有各子行业的针对性。

**资产负债表的区分：**在非银行金融机构的子行业中，惠誉博华将根据资产负债表使用频率的高低对公司进行区分。对于资产负债表高使用率公司，盈利能力指标侧重于对其总资产和净资产的收益能力的衡量，资本水平则使用杠杆率进行评估。对于资产负债表使用率低的公司，惠誉博华使用营业利润率作为其盈利能力的常用指标，并使用现金流比率来评估其杠杆水平。

**支持因素：**惠誉博华对非银行金融机构进行评级时，最常见的支持形式是来自母公司的机构支持。在评估潜在的支持时，惠誉博华考虑了母公司及时提供支持的能力和倾向。例如，金控集团子公司的评级通常受益于母公司支持力度，因为这些支持能够强化子公司的经营地位以及收入预期。

尽管政府支持通常是非银行政策性机构的评级因素，但对于其他非银行金融机构来说，政府支持一般不纳入评级考量，因为它们的系统重要性较低。

**违约风险、回收预期：**与其他金融行业一样，非银行金融机构的债项评级反映了惠誉博华对于其特定财务承诺（通常是债券）的整体信用风险水平的看法。此看法包括对特定债务违约的可能性（或“不偿付”风险），以及在违约/不偿付情况下债权回收可能性的评估。

**与主体评级一致的高级债务：**非银行金融机构的高级无担保债务评级通常与其长期 IDR 等同，但如果具有较强的次级属性或债务负担过重，则可能下调评级。

## 报告摘要和结构

### I. 评级框架

惠誉博华为非银行金融机构及其债务授予主体评级和债项评级。两个主要的主体评级分别为：

- 长期 IDR
- 短期 IDR

在某些情况下，惠誉博华还可能为非银行金融机构授予支持评级 (Support Rating, SR)、支持评级底线 (Support Rating Floor, SRF) 和衍生交易对手评级 (Derivative Counterparty Rating, DCR)。

惠誉博华在向非银行金融机构授予长期 IDR 时，通常采取孰高的原则。具体而言，惠誉博华首先会根据非银行金融机构的独立财务实力为其确定一个长期 IDR，然后根据其所获得的支持为其确定第二个长期 IDR（包括反映于 SRF 的政府支持，以及股东的机构支持）。惠誉博华随后取上述两个评级中的较高者作为非银行金融机构的 IDR。

### II. 独立评估

对非银行金融机构的独立信用状况进行评估时，惠誉博华考虑以下五项关键因素：

- 经营环境
- 公司概况
- 管理和战略
- 风险偏好
- 财务状况

### III. 支持

对于非银行金融机构，最常见的支持来源为股东。非银行金融机构获得政府支持的可能性比银行小得多，因为他们的规模通常较小，对金融体系的影响也较小。非银行金融机构的政府支持往往更加看重其政策作用而非其系统重要性。非银行金融机构的 SR 反映了惠誉博华对于该机构在需要时获得外部支持可能性的看法。若惠誉博华认为最可能的支持形式是政府支持，这也会反映在该机构的 SRF 中，SRF 表明在假定的重大支持程度下该机构的长期 IDR 可能下降到的最低水平。

政府支持评级的关键因素包括：

- 政府的支持能力
- 政府对特定非银行金融业的支持倾向
- 政府对特定非银行金融机构的支持倾向

机构支持评级的关键因素包括：

- 母公司的支持能力
- 母公司的支持倾向
- 法律和监管义务或限制

#### IV. 债项评级

债项评级是对非银行金融机构发行的高级、次级或混合债券和其他债券的评级，包括对特定债务违约（或“不偿付”风险）可能性的评估，以及违约或不偿付时债权人债权回收可能性的评估。

#### V. 附件

有关非银行金融机构评级标准的其他信息、按子行业划分的非银行金融机构量化基准和衡量标准摘要，以及某些评级程序的信息见附件。

## I. 评级框架

本节概述了授予非银行金融机构及其发行债券的评级有关的内容：评级符号的定义、何时授予评级、授予的评级范围，以及评级结果的确定方式。本节将介绍非银行金融机构主体评级以及债项评级。

II、III 和 IV 节分别详细介绍了授予主体评级 (IDR)、支持评级 (SR)、支持评级底线 (SRF) 和债项评级的评级标准。框架的简化版本如下图所示。



### I.1 长期主体评级

#### 评级目的

对非银行金融机构而言，IDR 体现了惠誉博华对实体金融债务发生违约风险的看法。根据惠誉博华的评级定义，IDR 的违约风险通常指不偿付债务，而“不偿付”反映了该实体的经营失败。

对于少数受到审慎监管的非银行金融机构，惠誉博华认为对第三方非政府债权人高级债务的不偿付通常最能反映该机构经营失败。对于其他非银行金融机构，不向第三方非政府债权人偿还高级和次级债务（包括通过不良债务交换方式）将反映发行主体经营失败。IDR 不考虑某些合同项下允许为了持续经营而不偿付混合证券（如票息递延）的情况。具体信息请参见下文。

## 非银行金融机构主体评级反映的内容：相关债务的定义

除少数受到审慎监管的非银行金融机构外，主体评级通常体现了惠誉博华对第三方非政府债权人的高级或次级债务违约风险的看法。惠誉博华认为，债务无法偿付最能反映发行人经营失败。根据惠誉博华的评级定义，非银行金融机构的违约可以有多种形式，包括在有效的补救期内未能偿付债务、不良债务交换，或发行人进入破产程序。

当出现以下两种情形时，惠誉博华将认定为债务重组或不良债券置换：与原始合同条款相比，重组会导致重大减值；重组或交换操作是为了避免破产、类似破产或介入程序或传统的支付违约。

对于非银行金融机构相关债务也应授予 **SR** 和 **SRF**（如适用），这反映了惠誉博华对于非银行金融机构的外部支持程度的看法，即该支持程度是否足以使其避免对第三方非政府债权人的相关债务违约。

惠誉博华对主体评级相关债务的定义如下：

### 第三方与集团内债务

由于以下原因，非银行金融机构主体评级通常不会针对共同控制下实体（例如母公司/集团成员或相关非金融公司）的融资违约风险进行评级。首先，这些贷款可能不会像无关联债权人一样在贷款到期时偿还，而是得以续期。其次，惠誉博华无法判断实体内部关联方债务的透明性，因为无法判断续期的真实原因（自愿或强迫）。第三，惠誉博华通常不会将共同控制下的实体视为其评级的主要使用方，因为在大多数情况下，实体有权直接获得借款人财务信息。

### 私人与政府债权人

由于通常无法获得中央银行的融资，非银行金融机构的资金主要来自私营部门。但一些非银行金融机构因具有政策性角色或拥有银行牌照，在市场压力较大时仍可能获得政府融资。在这种情况下，非银行金融机构对中央银行和政府机构债务的主体评级通常不会评为违约级。这反映了作为最后贷款人的中央银行与受益于这种融资形式的发行人之间的特殊关系。事实上，如果中央银行作为债权人的业务发生到期续期或者重组，这种重组应当被视为“自愿”还是“被迫”存在相当大的模糊性。此外，通常很难及时确定发行人是否偿还了其中央银行的债务。

### 不同类别的债务

在某些情况下，非银行金融机构可能对某些类别的第三方违约，而继续履行其他债务。当惠誉博华认为不同类别的高级债务存在显著不同的违约风险水平时，主体评级将对风险最高的类别进行评级。如果机构对于某个重要类别的第三方私营部门高级债务产生违约，但对于其他类别继续履行义务，则其主体评级将被降至限制性违约（**Restricted Default, RD**）。

## 长期主体评级序列

类别	简要说明
AAA	信用质量极高
AA	信用质量很高
A	信用质量较高
BBB	信用质量良好
BB	投机，有一定违约风险
B	高度投机，违约风险较高
CCC	违约风险很高
CC	违约风险非常高
C	即将违约
RD	限制性违约
D	违约

可为评级附加修饰因子“+”或“-”，以表示从“AA”到“CCC”等级中的相对状态。

来源：惠誉博华

## 短期主体评级序列

类别	简要说明
F1	短期信用质量最高
F2	短期信用质量较高
F3	短期信用质量一般
B	短期信用质量较低
C	短期违约风险很高
RD	限制性违约
D	违约

可以为“F1”评级附加“-”修饰因子，以表示信用质量极强。

来源：惠誉博华

### 何时授予评级

惠誉博华将会对所有受评的非银行金融机构授予长期 IDR。如果一个机构仅发行短期债务，可能会只授予其短期 IDR，但这种情况通常比较罕见。

一般情况下，惠誉博华只关注非银行金融机构在中国境内的人民币本币债务违约评级。但如果惠誉博华认为有必要单独强调外币和本币债务的违约风险，那么可能会分别授予非银行金融机构外币和本币长期 IDR，以显示不同货币的债务违约风险存在重大差异。

### 按何种评级等级评级

长期 IDR 授予“AAA”评级序列（请参见左侧表格）。

### 评级结果的确定方式

惠誉博华在向非银行金融机构授予长期 IDR 时，通常采取“孰高”原则。具体而言，惠誉博华首先仅根据非银行金融机构的独立财务实力为其确定一个长期 IDR，然后仅根据其获得的支持为其确定第二个长期 IDR。惠誉博华取上述两个评级中的较高者作为金融机构的长期 IDR。

在某些情况下，非银行金融机构信贷状况可能会迅速恶化，而在其他情况下，可能会在相对较长的时间内保持基本面薄弱。在“CCC”评级范围内，后者使用“+”或“-”修饰因子的可能性更大。

如果存在机构支持，则长期 IDR 将基于该实体在其母公司的战略重要性，以及母公司对子公司支持意愿和能力的评估。在很多情况下，当子公司与母公司的财务、运营和管理整合程度较高时，惠誉博华无法对非银行金融机构子公司形成独立评级意见。例如，如果子公司的经营地位与母公司的地位高度相关，或子公司的融资渠道严重依赖母公司，可能会限制惠誉博华对子公司进行独立评级。

如果子公司相对于母公司而言规模较小且不具重要性，这也可能限制惠誉博华对子公司进行独立评级。对于承担政策性功能的开发机构或其他非银行金融机构，惠誉博华通常不会授予独立评级。

如果非银行金融机构有充足的、偿付顺序低于其 IDR 债务的缓冲，那么这些债务在必要时可以用于重组，使非银行金融机构得到注资而不会导致其 IDR 相关的债务违约。在这种情况下，非银行金融机构主体评级可能高于其独立评估所示的水平。

本币主体评级通常被认为反映了公司的潜在信用质量，并包含经济/政治风险以及流动性和外汇风险。尽管本币主体评级衡量的是以当地货币计价债务还款的可能性，但并没有考虑到货币的可兑换及可转换风险。

值得注意的是，本币主体评级评估的是在没有可兑换及可转换风险的情况下，对所有发行人债务（以本币和外币计价）违约的可能性。该评估反映压力下发行主体对所有债务违约的可能性，而不会对特定债务选择性违约。

## 1.2 短期主体评级

### 评级目的

短期 IDR 反映非银行金融机构在短期内违约的可能性。“短期”通常意味着不超过 13 个月。

### 何时授予评级

惠誉博华会对所有拥有长期 IDR 的非银行金融机构授予短期 IDR，除非发行人没有且预期不会发行短期债务。惠誉博华对非银行金融机构最常见的短期评级工具是短期融资券 (Commercial Paper, CP)。

### 按何种评级等级评级

短期 IDR 将授予七个等级（请参见左侧表格）。

### 评级结果的确定方式

短期 IDR 在通常情况下按照长期和短期 IDR 之间的对应表（见左表）进行授予。当长期 IDR 取决于非银行金融机构的独立信用状况，且可以对应于两个短期 IDR 中的任意一个时，短期 IDR 通常依据发行人的流动性状况来确定，例如考虑其流动资产水平，以及对资本市场的参与程度或应急融资来源的广度。

如果长期 IDR 取决于支持水平，且发行人的违约评级低于支持实体，则通常会授予两个可能的短期 IDR 中较高的评级。这是因为惠誉博华通常认为短期的支持倾向更具确定性。

## 评级对应表

长期评级	短期评级
从 AAA 至 AA-	F1+
A+	F1 或 F1 +
A	F1
A-	F2 或 F1
BBB+	F2
BBB	F3 或 F2
BBB-	F3
从 BB+ 至 B-	B
从 CCC 至 C	C
RD	RD
D	D

可为评级附加修饰因子“+”或“-”，以表示从“AA”到“CCC”类别中的相对状态。

来源：惠誉博华

## I.3 生存力评级

### 评级目的

惠誉博华仅在极少的情况下为非银行金融机构授予生存力评级，例如当主体评级由外部政府支持驱动时使用 VR 以增强透明度，或者当实体具有银行特征（包括可能持有银行牌照和可以开展存款业务）时。

### 何时授予评级

当惠誉博华预计实体能够从政府支持中获益，同时惠誉博华认为实体与其政府支持的提供方独立，并且有足够的信息以判定其独立信用水平时，可能依据其市场重要性和政策角色授予非银行金融机构生存力评级。

## I.4 支持评级

### 评级目的

惠誉博华的支持评级 (SR) 反映了其对非银行金融机构在需要时获得重大支持以防止违约的可能性的看法。重大支持通常来自下列两个来源之一：受评实体的股东或其政府。在某些情况下，SR 也可能反映其他来源的潜在支持，例如国际金融机构、地区政府或对受评实体的意向收购方。

### 何时授予评级

对于惠誉博华预期将成为政府、地方或机构支持受益方的非银行金融机构，可能为其授予 SR。

### 按何种评级等级评级

支持评级分为 5 五个等级，“1”级表示支持的可能性极高，“5”级表示支持不可靠。

### 评级结果的确定方式

惠誉博华评估非银行金融机构外部支持可能性的评级标准请见本报告章节 III。无论是考虑政府支持还是机构支持，惠誉博华都将分析支持实体向相关金融机构提供支持的能力和倾向。一旦确定了非银行金融机构基于机构支持的 IDR 或 SRF，其 SR 将按照下面的“支持评级等级对应表”确定。

## 支持评级等级对应表

IDR/基于 SR (SRF) 的隐含 IDR	支持概率	支持评级
AA 或更高	外部支持可能性极高的非银行金融机构。潜在的支持提供者本身评级非常高，并且具有极高倾向来支持相关的非银行金融机构。	1
A 范围	外部支持可能性较高的非银行金融机构。潜在的支持提供者本身评级很高，并且具有较高倾向来支持相关的非银行金融机构。	2
BBB 范围	由于潜在支持提供者的能力或倾向的不确定性，获得支持可能性为中等的非银行金融机构。	3
BB 范围	由于任何可能支持提供者的能力或倾向的重大不确定性，获得支持可能性为有限的非银行金融机构。	4
B 或以下	有可能获得外部支持但不能依赖的非银行金融机构。这可能是由于缺少提供支持的倾向或因财政能力非常薄弱无法提供支持。	5

来源：惠誉博华

## 1.5 支持评级底线

### 评级目的

支持评级底线（SRF）反映了惠誉博华对受评实体在需要时获得重大支持的可能性的看法。这通常是来自政府支持，此外在某些情况下，惠誉博华也可能将地方或国际政府机构的潜在支持因素纳入评估中。SRF 表明该实体的长期 IDR 可能降到的最低水平。

SRF 不具体针对非银行金融机构经营所在地的可兑换及转移风险，也不反映清算风险。

### 何时授予评级

如果惠誉博华认为潜在重大支持的最可能来源是政府，而不是非银行金融机构的股东，则会为非银行金融机构授予 SRF。例如，惠誉博华可能会向表现出系统重要性或作为金融市场核心组成部分的非银行金融机构授予 SRF。如果支持评级取决于机构支持，但惠誉博华认为应该强调因政府支持而可能下降到的最低评级水平，也可能授予 SRF。

### 按何种评级等级评级

SRF 将按照“AAA”序列授予评级。如果没有任何政府支持，不会授予评级底线。

### 评级结果的确定方式

惠誉博华评估非银行金融机构获得政府支持的可能性以及授予 SRF 的评级标准请见本报告章节 III.1。惠誉博华对政府提供支持的能力、向特定非银行金融行业提供支持的倾向，以及向相关特定非银行金融机构提供支持的倾向做出分析。上文的“支持评级等级对应表”展示了非银行金融机构的支持评级与其基于机构支持的 IDR 或 SRF 对应关系。

## 1.6 衍生交易对手评级

### 评级目的

在一些情况下，即使优先级顺位相同，处置体系或破产体系的完善意味着衍生合约违约风险可能低于其他高级债务的违约风险。这可能是因为衍生工具在法律偿付顺序上优于高级债务。

衍生交易对手评级（DCR）体现了惠誉博华对非银行金融机构因无力偿付，而与第三方非政府交易对手签订的任何衍生合同的相对违约风险的看法。衍生工具的短期“不偿付”不会被视为违约。

即使在此类风险暴露下，违约风险也可能有所不同（例如，有担保衍生品风险敞口或清算衍生品的违约风险相比无担保衍生品而言要小）。衍生交易对手评级体现了风险最大的交易对手风险敞口，即无担保衍生品敞口下的违约风险。

## 衍生交易对手评级序列

类别	简要说明
AAA(dcr)	最高信用质量
AA(dcr)	极高信用质量
A(dcr)	高信用质量
BBB(dcr)	良好信用质量
BB(dcr)	投机信用质量
B(dcr)	高度投机信用质量
CCC(dcr)	重大信用风险
CC(dcr)	超高信用风险
C(dcr)	极高信用风险
RD(dcr)	限制性违约
D(dcr)	违约

可为评级附加修饰因子“+”或“-”，以表示从“AA(dcr)”到“CCC(dcr)”类别中的相对状态。

来源：惠誉博华

除非惠誉博华明确对境外子公司授予评级，否则衍生交易对手评级同时适用于重大国内衍生债务和境外子公司的衍生债务。衍生交易对手评级并不具体反映非银行金融机构经营所在地的可兑换及转移风险，也不反映清算风险。

### 何时授予评级

惠誉博华仅在以下情况下对特定的非银行金融机构授予衍生交易对手评级：i) 惠誉博华认为，当其他优先债权人遭到违约时，衍生工具交易对手或许能够规避违约；ii) 发行人可能作为国内或国际著名衍生工具交易对手，也可能作为惠誉博华评级交易的衍生工具交易对手（例如结构融资），或者惠誉博华认为其市场份额高。

### 按何种评级等级评级

衍生交易对手评级授予“AAA”的级别序列，但带有“(dcr)”后缀（见左表）。

### 评级结果的确定方式

DCR 与实体的长期 IDR 挂钩，并且一般与实体的长期 IDR 一致，但在以下情况下将高于非银行金融机构的主体评级：

- i) 非银行金融机构的长期 IDR 基于其生存力评级或独立评估，或者由于整合而与母公司的主体评级保持一致；
- ii) 衍生交易对手相对于优先债务和/或其他高级工具有明显的法律优势地位；
- iii) 惠誉博华认为高级债务具有足够的规模，可以通过法定手段、合同手段或不良债务交换来避免清算和吸收损失，而不会触发任何衍生交易对手的违约。

在某些情况下，非银行金融机构信贷状况可能会迅速恶化，而在其他情况下，可能会在相对较长的时间内保持基本面薄弱。在“CCC”衍生交易对手评级范围内，后者使用“+”或“-”修饰因子的可能性比前者更大。

## 1.7 债项评级

### 评级目的

非银行金融机构的债项评级反映了惠誉博华对特定金融承诺（通常是债券）信用风险水平的看法。这一观点包括对特定债务违约（或次级和混合证券的“不偿付”风险）可能性的评估，以及对违约和不偿付情况下债权人追回欠款可能性的评估。短期非银行金融机构的债项评级只包含对该工具违约风险的评估。

非银行金融机构在其次级或混合证券上的违约定义包含：

- 票息派发的停止或延期；
- 有条件的转换成对投资者不利的更次级的工具（投资者选择的除外）；
- 本金的减记、核销、转换或不偿付本金；
- 不良债务交换。

### 何时授予评级

可能向非银行金融机构的单个债务或债务计划授予债项评级。

### 按何种评级等级评级

初始到期时间超过 13 个月的非银行金融机构发行的债券通常按长期评级等级进行评级，而初始到期时间少于 13 个月的债券通常按短期评级等级进行评级。惠誉博华债项评级还取决于市场惯例和监管要求。

当非银行金融机构的长期 IDR 为“B+”或更低时，惠誉博华通常还根据长期评级等级为债券授予回收率评级 (RR)。回收率评级为惠誉博华评估低评级发行人债券回收提供了参考。

### 评级结果的确定方式

对于长期非银行金融机构债券，惠誉博华首先采用“AAA”的级别序列确定该债务违约或不偿付的可能性。通常情况债项评级与发行人的长期 IDR 或 VR 一致或者在其基础上调降，故债券评级视为发行人主体评级的“挂钩评级”。

在确定债券的违约或不偿付风险水平后，如果惠誉博华认为该工具的回收预期高于或低于平均水平，则惠誉博华可能调整债项评级。如果回收预期被视为平均值，那么债项评级将与违约或不偿付风险评估一致。上表显示了基于金融工具回收预期的债项评级潜在调整幅度。

惠誉博华对非银行金融机构发行的不同类别债券授予债项评级的方法详见本报告章节 IV。

### 回收率评级序列

评级	违约情况下的回收预期	典型历史回收率 (%)	债项评级调整 <sup>a</sup>
RR1	极佳	91-100	+3
RR2	优秀	71-90	+2
RR3	良好	51-70	+1
RR4	平均	31-50	0
RR5	低于平均	11-30	-1
RR6	差	0-10	-2 <sup>b</sup>

<sup>a</sup> 相对于不偿付的风险水平。

<sup>b</sup> 依据惠誉博华对回收率评级的定义，在 RR6 的级别上可以下调 3 个子级，但惠誉博华针对金融机构的债项评级不会下调超过 2 个子级。

来源：惠誉博华

## II. 独立评估

惠誉博华在评估非银行金融机构的独立信用状况时，将考虑如下五项关键因素：经营环境、公司概况、管理和战略、风险偏好以及财务状况。惠誉博华对上述每项因素和子因素授予“aaa”序列评分。前三项因素在银行和非银行金融机构中类似，而公司风险偏好和财务状况的评估则对于子行业更有针对性。

对于从事多种业务的金融实体，根据其实际经营的业务范围，实体信用状况的评估可能同时参照银行和非银行金融机构评级标准。惠誉博华会考虑将该实体的信用状况与从事类似业务的银行和非银行金融机构进行比较。

	证券公司	投资管理公司 <sup>a</sup>	融资和租赁公司 <sup>b</sup>
<b>经营环境</b>	经济和商业环境、金融市场发展、监管和法律框架		
<b>公司概况</b>	特许经营、业务模式和组织架构		
<b>管理和战略</b>	管理质量、公司治理、战略目标和执行		
<b>风险偏好</b>	操作风险	操作风险 (IM、IF) / 授信标准 (IC)	授信标准
	风险控制	风险控制	风险控制
		增长	
	市场风险	市场与交易对手风险	市场风险
<b>财务状况</b>	资产质量	资产表现 (IM、IC、IF) / 资产质量 (IC)	资产质量
		收益和盈利能力	
		资本化和杠杆水平	
		融资、流动性和覆盖率	

<sup>a</sup> 包括传统和另类投资管理公司 (IM)、投资公司 (IC) 和投资基金 (IF)、信托、理财子公司、资产管理公司。

<sup>b</sup> 包括商业融资、保理公司、财务公司、小额贷款公司、汽车金融公司、消费金融公司和不良资产管理公司。

<sup>c</sup> 并不意味着不考虑风险控制，而是意味着评估已包括在“操作、声誉和法律风险”以及“交易对手风险管理”部分中。

来源：惠誉博华

惠誉博华在确定非银行金融机构的独立信用风险状况时，所有关键因素均会纳入考量范围，但它们的相对重要性会根据各个机构的具体情况而有所不同，并且相对重要性可能随着时间的推移而有所变化。因此，在确定特定机构的独立信用风险状况时，惠誉博华并不会为每个因素分配固定的权重，而是会根据其相对重要性的差异确定各项因素对于风险状况的影响程度。惠誉博华通常考量相对重要性、关键评级因素以及财务状况子因素的趋势及预期指标。

由于经营环境会影响非银行金融机构的资产质量、资本的易损性、收益的可持续性以及资金的稳定性，非银行金融机构经营环境通常会影响到其他信用因素。经营环境也可能影响到非财务因素的评估，例如非银行金融机构的经营质量（公司概况）、战略执行（管理和战略），以及与授信标准（风险偏好）相关的风险。因此除非银行金融机构能够证明自身有能力独立于其经营环境，否则经营环境通常会限制独立信用评级和其他关键评级因素得分。

对于每个评级因素，惠誉博华制定了子因素及评级类别矩阵，为该级别范围的代表性特征进行描述，但这些特征不一定是对该因素或子因素详尽和决定性的陈述。例如，非银行金融机构可能满足与多个类别相关联的一些特征，或某些金融机构具有特殊性，其中一些特征可能不适用。在这些情况下，惠誉博华将选用最适合的特征及描述来划定级别范围。

独立评估将参考以下五个关键评级因素：

- 经营环境
- 公司概况
- 管理和战略
- 风险偏好
- 财务状况

前四个关键评级因素主要是定性因素，然而可行且相关的情况下惠誉博华会参考定量指标，例如参考经济数据确定经营环境、参考市场份额和业务发展相关指标确定公司概况。同时这些单独或综合的定性因素也提供了衡量定量财务指标的相关背景。详细信息请参见随后的相关章节。

惠誉博华的关键因素和子因素评估将同时考量“核心”和“补充”属性。大多数非银行金融机构在通常情况下都存在核心属性，部分情况也存在补充属性。在实际评级过程中将考量所有属性，但如果某个属性不存在或者对信用状况不重要时，则该属性对分析没有影响或实际影响有限。在分析每个因素和子因素时，每个属性的重要性和影响因机构而异。如果补充属性是关键评级驱动因素时，该属性在独立分析中可能具有较高的影响。

惠誉博华将非银行金融机构划分为三个子行业，但也可能会有业务模式跨越这些子行业或不属于这三个子行业。在这些情况下，惠誉博华会采用混合或定制的分析方法，该分析方法将在惠誉博华对发行人的评级评论中阐述。

此外，分析过程还需考量所分析的业务模型对资产负债表的使用程度。下表概述了典型的差异因素。业务模型可能同时具有“高”和“低”资产负债表使用率的特征，在这种情况下，将根据惠誉博华认为对发行人风险状况和整体财务表现有更大影响程度的方面决定。

### 高和低资产负债表使用率非银行金融机构之间的典型差异因素

属性	高资产负债表使用率非银行金融机构	低资产负债表使用率非银行金融机构
资产负债表中固定资产的水平	高	低
市场、信贷和/或残值风险在资产负债表中的敞口	高	低
主要的盈利来源	净息差，分红/利息收入，交易/投资收益	佣金，手续费，服务，数据/信息销售
资金的主要用途	贷款，投资，购买租赁资产，证券存货融资	收购和兼并，资本支出，提高股本回报率，分红转增股本
核心商业活动的开展对融资的依赖度	高	低
偿还债务的首要资金来源（再融资缺失）	偿还或清算资产负债表资产	现金流生成，未来合同现金流货币化，平台销售

来源：惠誉博华

非银行金融机构子行业包括：证券公司、投资管理公司以及融资和租赁公司。融资和租赁公司包括不良资产管理公司（即购买违约资产组合或不良贷款组合的公司）以及大多数非银行机构。

投资管理公司子行业包括传统和另类投资管理公司、投资公司、投资基金、银行理财子公司和资产管理公司。传统投资管理公司和另类投资管理公司主要管理第三方资产，因此通常在赚取管理费收入的同时会承担有限的资产负债表内风险。

投资公司通常使用永久资本金来承担投资/资产负债表风险，同时通过资产增值、股息和利息收入创造价值。投资相对集中的投资公司有能力对投资组合成员公司施加一定影响，并通常拥有超过数年的投资持有期，这种情况下惠誉博华依据的评级标准为“投资控股企业评级标准”。金融机构中投资规模也可能影响惠誉博华对《非银行金融机构评级标准》或《投资控股企业评级标准》的使用。

投资基金也会使用自己的资本金进行投资，承担相关的投资/资产负债表风险，但通常是受赎回风险影响的开放式产品，主要通过较短投资期限内的交易收益来获得回报。

对经营环境、公司概况以及管理和战略的评估在各个子行业（以及银行）基本通用，但本文也加入了一些细微的考量因素，对非银行金融机构的风险偏好和财务信用状况的评估可能因行业而异，因此，将其划分为五个类别。

## II.1 经营环境评估

### 本评估的重要性

惠誉博华评估独立信用水平的第一步是审查某一机构的经营环境，从而为潜在的主体评级设定范围。经营环境在很大程度上是主体评级的制约因素，因为无论发行人在其他因素或子因素上得分如何，主体评级很少明显高于经营环境评估。例外情况可能包括：机构所采取业务模式的操作风险极低，或在其他评级因素上的表现非常好，这使得该行在其经营环境下显得“非典型”。在这两种情况下，惠誉博华都需要确认，该机构能够成功缓释那些原本会限制评级的经营环境风险。

在经营环境评级较高的地区内，IDR（以及多个因素评分）可能低于经营环境评分，以反映其业务模式、风险偏好或管理层采取的其他战略决策及其对财务指标的影响。因此，经营环境在驱动评级方面所发挥的作用可能更加有限。在经营环境评级较低的地区内，经营环境可能会作为更明确的评级制约因素，因为惠誉博华预计经营环境导致的脆弱性或波动性将体现在发行人信用状况的其他方面。

惠誉博华对经营环境的评估包括在特定地区中开展业务相关的更广泛地区风险。对于在多个地区运营的机构，子因素和整体经营环境评估将采用不同地区的混合观点。

对非银行金融机构的经济环境和监管以及法律框架的评估，可能与同一地区内银行的评估不一致，而在非银行金融机构不同类别中也可能有所不同。此外，对全球银行的监管审查应当会比非银行金融机构子行业的监管严格许多。

下表确定了惠誉博华定义为“核心”以及“补充”的经营环境属性，并附带了通常如何评估每个属性的指标。随附的子因素/评级类别矩阵阐述了若干典型特征，有助于确定每种情况下授予的总体因素得分。

### 经济和商业环境

属性	核心与补充	描述
经济变量、预测和判断	核心	惠誉博华对经济环境的看法反映了其对某地区经济的预测和判断，这些看法结合了惠誉博华对这些宏观经济变量的观点，而这些宏观经济变量可能通过影响商业环境而影响非银行金融机构的基础信用优势，包括但不限于经济发展阶段、经济多样性、经济增长预期、私人信贷增长以及就业和人口前景。
行业或子行业细节	核心	惠誉博华还会考虑到某一特定行业或子行业对其经营所在地区经济形势变化的敏感性。一些行业将受到更广泛经济环境周期性变化的影响（如飞机租赁），而另一些行业可能在各种市场情况下都表现良好（如另类投资管理）。其他业务可能对特定指标高度敏感，如利率（例如抵押贷款服务）。并非一个地区内的所有非银行金融机构都可以在此因素下得到相同的分数，原因是各个子行业对经济趋势的反应可能有很大不同。
资产、商品和市场价格变动	补充	惠誉博华会考虑房屋/房地产价格、股票价格、利率和汇率的变化，以帮助识别风险积聚所产生的潜在压力。

来源：惠誉博华

## 金融市场发展

属性	核心与补充	描述
金融体系的规模和结构	核心	在其他条件一样的前提下，一个庞大、健康且高度发达的金融市场，会获得更高的“金融市场发展”评分，因为这将为非银行金融机构的特许经营提供支撑。相反，一个小型或发展中的或高度分散的金融市场，可能获得较低的“金融市场发展”评分，因为非银行金融机构可能无法产生任何明显的竞争优势或规模效应。寡头垄断市场结构可能有助于保护非银行金融机构的特许经营权或市场地位，或为新参与者制造实质性障碍。
资本市场的深度和流动性	核心	资本市场的深度和流动性为市场稳定提供了支撑，通常会获得更高的“金融市场发展”评分。就规模和/或市场流动性而言，欠发达的资本市场一般会获得较低的“金融市场发展”评分。
中央银行市场支持	补充	中央银行支持措施以及可靠、可预测和透明的最后贷款人的存在，对金融市场发展评估通常是中性的。如果通过中央银行提供给金融市场的一般性支持措施或选择较为有限或不透明，或者在整个业务周期内依赖中央银行的流动性支持，这通常会获得较低的金融市场发展得分。
支持金融系统运行的机构框架	补充	支持金融体系平稳运行的机构框架的存在，对金融市场发展得分影响为中性到正面。缺乏任何有效的机构框架，通常会对应于较低的金融市场发展得分。例如，在交易对手违约的情况下，结算所或非银行中央证券存款机构 (CSD) 没有能力对交易对手抵押品持有第一优先留置权的情况，可能会被视为一种制约因素。

来源：惠誉博华

## 监管和法律框架

属性	核心与补充	描述
框架的稳健性和有效性	核心	监管和法律框架评估考虑了非银行金融机构相关法律、会计准则和法律框架的相关性，以及监管机构执行法律法规的意愿。一个地区的监管和法律框架通常与其一般经营环境和成熟阶段相对应，因此通常对整体经营环境评估的影响为中性。
审计和会计准则	补充	这一分析还考虑了所采用的通用会计框架，例如财务报告准则、审计有效性以及所需报告的频率和稳健性。如果审计或会计准则或其对法律报告要求的遵守程度低于惯例，这将导致较低的监管和法律框架得分。
债权人权利	补充	监管和法律框架评估考虑了在涉及债权人权利时，相关法律在多大程度上提供了适当债权人保护，以及保障债权执行的情况。
治理	补充	企业治理是在系统和特定发行人的基础上评估的。显著的系统性弱点将对“监管和法律框架”评估产生负面影响。
业务模式细节	补充	一般来说，惠誉博华认为非银行金融机构的监管和法律框架弱于与银行有关的监管和法律框架，因为银行受各种规则和条例的制约。

来源：惠誉博华

## 经营环境

aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了非常好的业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境异常强劲，收入水平非常高，没有结构性弱点。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了很好的业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境很强，收入水平很高，结构性弱点有限。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了较好的业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境较强，收入水平较高，结构性弱点有限。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了合理的业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境中等，收入水平可接受，结构性弱点可控。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了合中等业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境较弱，收入水平中等，有明显的结构性弱点。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了有限的业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境弱，收入水平低，有较大的结构性弱点。	经营环境为/或即将为非银行金融机构提供了非常有限的业务机会，使其在信贷周期中持续盈利。经济环境非常弱，收入水平很低，有突出的结构性弱点。

来源：惠誉博华

## II.2 公司概况评估

惠誉博华的公司概况评估考虑以下子因素：

- 特许经营
- 业务模式
- 组织结构

### 本评估的重要性

对公司特许经营、业务模式和组织结构的评估有助于识别某一机构可能面临的业务风险类型，并对其长期竞争优势、劣势、机会和威胁以及获得新业务的能力做出分析。

除非惠誉博华认为非银行金融机构的业务状况不受经营环境的影响，否则公司概况评估通常受经营环境评估的制约。在该经营环境背景下所确定的公司概况水平，主要反映了其特许经营的实力和质量及其业务模式的稳定性。

下表确定了惠誉博华定义为“核心”以及“补充”的公司概况属性，并阐述了通常如何对每个属性进行评估。随附的子因素/评级类别矩阵阐述了典型特征，有助于确定各情况下的总体因素得分。

### 特许经营

属性	核心与补充	描述
市场份额	核心	非银行金融机构的特许经营状况通常会在实体的核心产品的市场份额中反映。考虑到非银行金融机构运营所在市场的规模及其在市场中的地位，惠誉博华将在最相关的基础上，即按照全国、本地或地区来评估特许经营价值。相对较小的市场份额（特别是在较大的市场中）不一定对评估有负面影响，并且这种影响可能被核心产品和客户群中可持续的竞争优势和稳定的表现所抵消。如果不受市场本身的实力或质量或相关经营环境评估的限制，在小市场中占有较大市场份额，可能对评估有正面影响。
竞争地位	核心	在相对产品竞争力和定价能力以及任何重大准入门槛方面，非银行金融机构相对于同行的竞争地位显而易见。产品竞争力通常可通过市场规模反映出来，也可以反映出技术和效率与同行相比的优势或不足。对于某些特定的利基产品或服务，竞争力可能反映在相关的“排行榜”中。
关键规模	补充	单独而言，规模不太可能是公司概况评估的驱动因素，但可能会影响定价能力和客户关系。规模较小的非银行金融机构可能会得到较低的分。
客户关系	补充	惠誉博华会考虑客户关系的性质，以及产品范围和/或专业知识（而不是价格）对于客户维护或业务量增长的重要性。
集团内部利益和风险	补充	一个机构的特许经营权可能包括从一个更大的集团中（通常为财团）获得的利益。这可能包括该机构原本不会获得的客户关系、融资渠道、产品供应或技术专业知识和来自子公司或联营公司非银行业务（如保险）的潜在多样化收益。另一方面，整个集团的信用状况出现问题时，可能会对非银行金融机构的特许经营权带来不利影响。

来源：惠誉博华

## 业务模式评级范围

行业	子行业	资产负债表使用率	典型最高评级类别 <sup>a</sup>	主要评级制约因素						
				商业周期性	单一业务	机构融资	监管风险	资产流动性低	市场/交易对手风险	操作风险
证券公司	不适用	低-高	'AA+'	✓	✓	✓	✓		✓	✓
	投资公司	高	'AA'	✓			✓	✓	✓	
投资管理公司	投资基金	高	'A'	✓			✓	✓	✓	✓
	银行理财子公司	低	'AA'	✓			✓		✓	✓
	资产管理公司	低	'A'	✓			✓		✓	✓
	消费金融	高	'AA'	✓	✓	✓	✓			
融资和租赁公司	商业融资	高	'AA'	✓	✓	✓	✓			
	抵押贷款服务机构	低	'BBB'	✓	✓	✓	✓			✓
	不良资产管理公司	中-高	'AA'	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	集团财务子公司	高	'AA'	✓	✓	✓	✓			✓

<sup>a</sup> 并不代表硬性上限，而是代表给定非银行金融机构子行业内大多数实体通常达到的最高评级类别。

来源：惠誉博华

## 组织架构

属性	核心与补充	描述
相对于业务模式的适当性	核心	一个集团的组织架构通常与其业务模式相称。集团结构很少成为惠誉博华总体评级评估的影响因素，但如果惠誉博华认为集团过于复杂（相对于其运营和业务区域）、不透明，或存在集团内部交易产生的重大风险，则可能会影响总体评级评估。业务模式复杂性的例子包括中间控股公司的多个层级，其设立可能主要是税收所驱动的，或者具有不必要的复杂结构，这些结构看起来与机构/集团的大小、规模和业务范围不一致。
不透明性	补充	与非银行金融机构业务模式不相称的，不明原因的交叉持股协议或大量小股东，通常会导致较低的公司概况评分。
集团内部交易	补充	集团内交易可能会影响与受评实体相关的风险。在现金或资金可能受限于子公司的情况下，这一点尤其重要，这种情况下资金不可能随时分配给整个集团。
股权结构动态	补充	惠誉博华还会考虑股权结构的动态，包括发行人是公开交易、私人持股还是相互持股，是否存在私募股票股权结构和/或非战略性股权结构，以及关联方对战略决策、流动性和/或资本水平是否造成重要影响。相互持股的机构，例如结算所等，在减少风险管理和利润最大化之间的利益冲突方面，可能会被视为有利因素。

来源：惠誉博华

## 业务模式

属性	核心与补充	描述
业务组合	核心	机构的业务模式包括其创造收入和利润的方式。包括对机构业务组合的评估，如资产和产品构成，以及来自核心业务线的收入和利润的比例。
收益波动	核心	如果业务模式高度依赖波动性业务（如交易），或市场环境可以对各报告期的业务量和收入产生较大影响，则相对于观测波动较低的其他金融机构而言，这些非银行金融机构的“业务模式”评分通常会较低。通过信贷和利率周期获得的收益稳定性，通常有助于提高评分。
地理多元化	补充	如果非银行金融机构的业务高度集中在欠发达地区，可能会影响惠誉博华对其业务模式的评估。客户和/或投资者的高集中度也可能是一项限制因素。地域分散性可能会是评级的一个积极属性，但如果扩张到只能增加很少或有限整体协同作用的地区，则可能会被视为对公司概况评估的中性或负面因素。
产品集中度	补充	相对于提供更广泛产品类型业务模式而言，产品有限的业务模式（例如单一的抵押放贷者），其评估将会受到与特定产品和产品特许经营质量相关的潜在风险的影响。产品多元化可能会是评级的一个积极属性，但如果扩张到只能增加很少或有限整体协同作用的业务领域，则可能会被视为对公司概况评估的中性或负面因素。

来源：惠誉博华

## 公司概况

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
<b>特许经营</b>	在多个业务板块或地区占主导地位。强大的竞争优势可能会得到持续。在主要业务领域拥有强大的竞争优势和定价能力。这些优势贯穿了经济周期。	在多个业务领域或地区占有领先地位。坚实的竞争优势可能会长期持续。展现出竞争优势和定价能力。这些优势已保持多个经济周期。	在关键市场或业务领域拥有强大的经营地位。在一些关键的经营领域或地区占有领先地位。在关键业务领域展现出竞争优势和定价能力。	在地区拥有足够的经营地位。在欠发达的市场经营，或者在主营业务领域的竞争优势或定价能力有限。	在关键业务领域或地区占有一定的经营地位。在欠发达的市场经营，或者在主营业务领域的竞争优势有限，通常是价格接受者。运营历史有限。	在关键业务领域或地区占有名义上的经营地位。在欠发达的市场经营或没有明显的竞争优势。运营历史非常有限。	在不发达的市场经营或没有明显的特许经营价值或竞争优势。运营历史极其有限。
<b>业务模式</b>	高度多元化和稳定的业务模式，跨多个业务领域或地区。在所有其运营的业务领域和地区保持关键规模。对不稳定的业务依赖极低。	非常多元化和稳定的业务模式，跨多个业务领域或地区。在大部分其运营的业务领域和地区保持关键规模。对不稳定的业务依赖一般。	多元化和稳定的业务模式。在其运营的关键业务领域或地区保持关键规模。对不稳定业务存在明显依赖。	多元化和稳定的业务模式。在其运营的关键业务领域或地区保持关键规模。对不稳定业务存在明显依赖。	不太多元化和稳定的业务模式，面临在关键业务领域或不稳定/不发达经济体专营的潜在可能。对不稳定业务存在严重依赖。	有限的业务模式稳定性。可能完全依赖于波动的业务或经济体。	业务模式在不稳定的经济环境中迅速发展或运营。
<b>组织结构</b>	与“aaa/aa”业务模式相称的组织架构复杂性。存在出于明确的商业原因设立的主要法人实体。主要法人实体有高度可见性。	与“a/bbb”业务模式相称的组织架构复杂性。潜在的组织架构复杂度。主要法人实体有良好的可见性。	与“a/bbb”业务模式相称的组织架构复杂性。潜在的组织架构复杂度。主要法人实体有良好的可见性。	与“a/bbb”业务模式相称的组织架构复杂性。潜在的组织架构复杂度。主要法人实体有良好的可见性。	组织架构存在显著的复杂度。主要法人实体的可见度有限。	组织架构存在显著的复杂度。主要法人实体的可见度有限。	高度复杂、不透明或实质性变化的组织架构。

来源：惠誉博华

### II.3 管理和战略评估

惠誉博华的管理和战略评估考虑以下子因素：

- 管理质量
- 企业治理
- 战略目标
- 执行

#### 本评估的重要性

惠誉博华对管理质量、公司治理、战略目标和执行情况方面的评估，是基本分析中最难以量化的要素之一，但是这些分析对于了解该机构如何运作非常重要，例如通过对特定的业务或财务目标制定战略以实现这些目标所展现出的能力的分析，将有助于了解该机构的管理机制。

惠誉博华认为管理和战略评估通常受到经营环境和公司概况的制约，并且通常会受到限制。在较弱的经营环境中，公司治理问题通常会更普遍，战略目标更有可能随时间推移而变化或更具投机性，并且战略的执行通常更为困难。管理和战略得分有可能高于经营环境得分（例如，在疲软环境中出色运行的极佳管理团队）；但是，如果卓越的管理质量不能对整体风险状况产生有意义的影 响，那么管理和战略得分可能对评级的影响较小。

管理的质量和有效性通过个体和整体管理结构，以及公司治理和战略等其他因素得到反映。表面上看这是一种主观评估，但是财务和/或风险指标通常可以证明其管理效果。

下表列出了惠誉博华定义为“核心”以及“补充”的管理和战略属性，并阐述了通常如何评估每个属性的指标。随附的子因素/评级类别矩阵阐述了各项典型特征，有助于确定每种情况下的总体因素得分。

## 管理质量

属性	核心与补充	描述
高层管理人员的深度和稳定性	核心	一个强有力的管理团队将表现出高度的可信度、经验和能力，并且与该机构的规模和复杂性相匹配。惠誉博华将基于新进员工在其他类似机构或业务领域具有良好表现的假设下，考虑任何人员流失的影响。
企业文化	补充	牢固树立文化认同有助于确保整个组织采用连贯一致的商业理念，并且在管理层转型以及不同商业周期内保持一致。这对管理质量得分是一个正面因素，通常会增强市场信心。
关键人员风险	补充	规模较小的机构可能对特定个人或一小部分关键人士的依赖度很高，例如机构创始人。惠誉博华期望一个机构的高级管理结构与其规模和复杂程度相匹配，但通常会将对关键人员的任何依赖视为一种约束，无论出发点的好坏，关键人物的离开可能会对组织未来的业务前景造成重大破坏，并损害其经营。对于某些投资管理公司，基金管理文件（如有限合伙公司合伙协议或公司章程）中也可能存在触发事件，能够在关键人物离开公司时，允许有限合伙公司提前赎回或退出，或解除普通合伙人的职务。如果存在容易触发的重要因素，并产生潜在的重大人员流动，该项可能会是一个制约因素。

来源：惠誉博华

## 公司治理

属性	核心与补充	描述
债权人权利的保护	核心	惠誉博华将考虑非银行金融机构内在治理实践为债权人利益提供合理保护的程度，或者债权人利益是否要为其他利益相关者（特别是股东、管理层）利益承担损失，或受到政府影响。惠誉博华还将考虑监事会的有效性，包括是否具有足够的专业知识、资源独立性和有效监督管理层的可信度。
财务报告和审计程序的质量	补充	如果惠誉博华认为财务报告（质量、频率和/或及时性）与国内最佳做法相比存在不足之处，或者内部或外部审计流程相对于经营环境而言显得不够稳健，则惠誉博华可能授予较低的公司治理得分。
关联方交易	补充	如果存在重大关联方交易，这可能对公司治理评估造成负面影响。关联方交易的数量、交易是否按市场条件进行，以及审查和批准交易的内部程序，都是这项评估的关键因素。
潜在投资利益冲突的管理	补充（对于投资管理公司）	惠誉博华将对公司管理层为解决潜在利益冲突而建立的治理结构进行评估。政策可能允许在同一家公司内使用不同的投资工具持有股权和债权。在正在进行重组或可能面临破产的公司中，债权和股权的所有权可能存在重大利益冲突。惠誉博华将评估分配政策、程序和董事会参与程度，以限制此类冲突可能带来的风险。
私营/合伙关系结构	补充	一些非银行金融机构为私营或合伙经营结构。这可能导致对管理的深入了解更具挑战性，意味着作为公司合伙人的经理同时充当经纪人和委托人，有可能会影响治理评估。如果合伙人-经理为公司的整体利益而谨慎行事，并采取有分寸的行动，或者愿意个人承受过度冒险的经济后果，则可能对治理评估产生正面影响。相反，个人未经审查的决策可能会对治理评估产生负面影响。

来源：惠誉博华

## 战略目标

属性	核心与补充	描述
定量战略目标	核心	公司的战略目标反映了其业务和财务目标，其中可能包括市场份额的业务目标或财务指标。这些目标的实现将推动整个组织的决策制定，并且通常会激励管理层和员工。惠誉博华将考虑这些目标的可实现性和可持续性，并将评估基本假设的合理性、一致性和适当性，例如考虑非银行金融机构经营环境、业务模式和市场地位所面临的挑战。战略目标评分通常受到以下因素的影响：财务和业务目标阐述的清晰性和一致性，战略方向与该公司经营环境、公司概况、竞争地位和管理专业程度的适当性。
定性战略框架	核心	战略目标评估的分数基于中/长期战略及其凝聚力和稳健性是否有效地传达给利益相关者，以及能否在风险和回报之间保持平衡。惠誉博华将考虑管理层的关键战略理念，例如以收购为导向还是内生增长，和/或区域/国际扩张还是集中在国内市场，因为这可能突出表明战略的优势或劣势。如果非银行金融机构的业务模式随着时间推移频繁且显著地变化（无论是由于内生发展还是兼并/收购）或经过重大重组，则会对惠誉博华的评估产生负面影响。
披露	补充	在预期管理层不会阐明战略方向的情况下，惠誉博华将自行判断来确定叙述和基本假设的适当性和合理性。

来源：惠誉博华

## 执行

属性	核心与补充	描述
实现既定目标的记录	核心	惠誉博华考虑了非银行金融机构在多个时期既定目的和目标的执行记录，以及财务和业务目标的现实性或适当性的背景。如果惠誉博华认为战略目标在中期范围可以实现，那么在单一报告期内无法实现战略目标（包括特定目标财务指标）并不一定会导致较低的得分。
并购活动	补充	合并、收购或重组计划执行不力或缓慢，或惠誉博华认为在此类交易或计划的执行有不一致的历史记录，可能导致较低的执行得分。有效执行符合计划的业务收购可能会对执行评分产生积极影响。如果惠誉博华认为未来执行风险将上升，那么这也将被计入惠誉博华对执行情况的评估。

来源：惠誉博华

## 管理和战略

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
<b>管理质量</b>	管理层拥有极高的深度、稳定性和经验。不存在关键人员风险。在整个经济周期中，管理层在公司内保持着很强的信誉。机构具有强大而一致的企业文化。	管理层拥有非常高的深度、稳定性和经验。关键人物风险有限。长期以来，管理层在公司内保持着很高的信誉。机构具有稳固而一致的企业文化。	管理层拥有高的深度、稳定性和经验。关键人物风险不大。管理层在公司内保持高度信誉。机构具有良好而一致的企业文化。	管理层具有良好的深度、稳定性和经验。关键人物风险中等。管理层在公司内保持良好信誉。企业文化健康，但与评级较高的实体相比，其一致性可能较差。	管理层具有可接受的深度、稳定性和经验，但明显低于评级较高的实体。关键人物风险较高。对关键个人的依赖比评级较高的实体更普遍。	管理层可能存在明显的弱点，包括缺乏深度、稳定性或经验。关键人物风险很高。	管理缺陷可能很严重。
<b>公司治理</b>	非常强的公司治理，为债权人的利益提供了强有力的保护。非常有效的董事会监督，高质量和频繁的财务报告，以及非常有限的关联方交易。	健全的公司治理，为债权人的利益提供了保护。有效的董事会监督、质量较好的财务报告和有限的关联方交易。	健全的公司治理，为债权人利益提供合理保护。有效的董事会监督、质量较好的财务报告和有限的关联方交易。	治理水平低于较高评级的同行，但未对债权人造成明显的重大风险。	治理给债权人带来重大风险，例如，董事会监督薄弱、财务报告不善或关联方交易严重。	治理给债权人带来重要风险，例如，董事会监督极其薄弱、报告重大的会计缺陷或大量关联方交易。	
<b>战略目标</b>	战略目标阐述明确，反映了业务和财务业绩的长期可持续水平。战略目标长期保持高度一致。	战略目标阐述明确，反映了业务和财务业绩的长期可持续水平。随着时间的推移，战略目标仍具可持续性。	战略目标阐述良好，反映了业务和财务业绩的中期水平。战略目标可能随着时间推移适度变化。	有成文的战略目标，反映了业务和财务业绩的中期水平。战略目标可能随着时间推移而变化，并可能更具投机性。	战略目标未能明确阐述，和/或反映了业务和财务业绩的短期水平。战略目标可能会根据市场机会或不太稳定的经济环境而变化。	战略目标未有阐述，反映了业务和财务业绩的短期水平。战略目标经常变动，包括由于经济环境波动因素造成的变动。	由于经济或经营环境不稳定，战略目标缺乏或可能极具可变性。
<b>执行</b>	在整个经济和/或市场周期中，机构始终如满足既定的业务和财务目标。	在经济和利率周期内，机构通常可以满足既定的业务和财务目标，变动性非常有限。	在经济和/或利率周期内，尽管存在适度的变动性，机构一般可以满足既定的业务和财务目标。	机构通常能实现目标业务和财务目标。执行可能会随着经济和/或利率周期内的变化而更具变动性。	机构经常无法实现目标业务和财务目标，或者执行记录有限。执行可能会随着经济或利率周期内的变化而变动。	机构一般无法实现目标业务和财务目标，或者仅有非常有限的执行记录。基于总体经济状况，执行可能会有很大变动。	机构不遵循业务或财务目标，或者没有执行记录。

来源：惠誉博华

## II.4 风险偏好评估

### 本评估的重要性

评估公司的授信标准、风险控制、增长和市场风险是确定非银行金融机构独立信用风险状况的重要考虑因素，因为这些因素最终将反映非银行金融机构关键财务指标的变化。惠誉博华将根据特定业务线、产品或战略的内在风险程度作出判断。必要时，惠誉博华还将考虑运营和/或声誉风险。

惠誉博华对风险偏好的分析侧重于对整体信用状况有重大影响的风险。风险偏好评估通常受到经营环境和公司概况的制约，除非惠誉博华认为基本风险不受非银行金融机构经营环境及其选择的业务模式/战略的影响。风险偏好得分可能高于经营环境或公司概况得分（例如，相对于环境或运营模式而言，“非典型”的极低风险偏好）。不过，极低风险偏好预期将在持续改善的资产质量和较低收益波动上体现出来。

整个周期运营结果的稳定性可以一定程度上体现公司的风险偏好。高风险偏好可以通过采用强风险控制、抵押品和基于风险的定价得到一定程度的缓解。一般来说，具有较高风险偏好的非银行金融机构评级通常低于那些惠誉博华认为风险偏好适度或管理较好的非银行金融机构。此外，如果控制措施被视为薄弱或无效，那么即使是低风险偏好的非银行金融机构的风险也可能很高。

风险控制评估涵盖操作（包括网络）和声誉（包括诉讼）风险，这些风险对机构而言很重要，也可以说是其业务模式或运营管辖权的组成部分。

惠誉博华将对风险偏好做出整体评估，并对市场风险中具有实质意义的风险进行分析。考虑到非银行金融机构的资产负债配置能力，市场风险最典型的形式是利率风险，但此项评估也将包括其他因素，如重大的衍生品和外汇风险等。对于有实质性交易业务的机构或其跨境活动或资产负债表结构产生外汇风险的机构，市场风险将更高，因此在这些情况下，这一因素可能更为重要。

下表列出了惠誉博华定义为“核心”以及“补充”的风险偏好属性，并阐述了通常如何对各项属性进行评估。随附的子因素/评级类别矩阵阐述了该等属性的典型特征，有助于确定各情况下的总体因素得分。

## 11.4.a 证券公司

惠誉博华对证券公司的风险偏好评估会考虑以下子因素：

- 风险控制
- 增长
- 市场风险
- 操作风险

### 风险控制 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
风险管理工具	核心	惠誉博华的风险控制评估考虑了风险管理系统相对于业务的风险状况和所使用的管理报告类型（如有）的广度和复杂性。这可能有助于表明典型的证券公司对可能承担的关键风险（如市场、操作、声誉和信用风险）的控制组织中的渗透程度。惠誉博华还可能评估新开展重要业务相关的信用、市场、操作和声誉风险及其对经营的整体影响。
人员配置和文化	补充	惠誉博华尝试了解整个公司的风险管理参与水平，委员会及其成员的多样性，以及风险职能部门的独立性和权威性。也可能考虑风险管理专业人士的背景和经验水平。

来源：惠誉博华

## 增长 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
绝对和相对增长率	核心	惠誉博华通常根据潜在的经济增长、盈利留存、人员增长、市场活动以及同行业公司、部门和行业平均值来衡量资产负债表的总体扩张情况，以识别任何异常值并评估潜在风险的累积。快速增长可能会让财务分析参考性降低，例如无法对库存周转率作出有效判断，并可能成为标准降低或需求放缓的指标。
基础设施的伴随性增长	补充	快速增长可能带来的其他层面的挑战，对增长评估可能是负面的，如因后台工作人员或系统可能无法处理增加的业务量所带来的运营压力。

来源：惠誉博华

## 市场风险 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
市场风险敞口	核心（对于资产负债表使用率高的证券公司） 补充（对于资产负债表使用率低的证券公司）	对于有重大交易活动的公司，惠誉博华的市场风险评估侧重于市场风险敞口的大小以及衡量和管理市场风险的手段。通常包括风险价值 (VaR)、止损限额、集中度限额、敏感性分析和压力测试。
对市场动态的敏感性	核心（对于资产负债表使用率低的证券公司） 补充（对于资产负债表使用率高的证券公司）	尽管在资产负债表上没有持有证券的证券公司一般只有有限的市场风险敞口，但其收入受到市场交易量的严重影响，因此惠誉博华对市场风险的评估通常集中在业务模式对市场动态的敏感性上。
压力测试和敏感性分析	补充	惠誉博华将评估关于特定产品风险、敏感性以及补充压力环境的管理层报告（如有）。惠誉博华还会使用流动性压力环境或重复的压力历史时期来审查包括调整后 VaR 在内的报告（如有）。惠誉博华会评估压力限额的使用，但无法在同业公司之间进行比较。在可能的情况下，惠誉博华会评估交易和投资组合中的市场风险集中度（按产品、发行人/交易对手、行业和地区），并审查管理层的投后管理情况。惠誉博华还可能会审查有关抵押品和追加保证金的政策，以及对这些政策进行任何更改的原因。
对冲活动和有效性	补充	抵押品和对冲经常被用来降低市场风险，但对冲并不完善，因此在一定程度上市场和信用敞口通常仍然存在。因此，惠誉博华依据可得到的信息评估总头寸和净头寸。
市场发展水平	补充	在波动性和流动性问题都可能比较极端的市场中，可能会更多地强调名义限额/现金限额的水平。在欠发达地区，信贷/结算风险仍然很大。由于在这类市场中付款可能存在一定难度，所以惠誉博华特别密切地评估欠发达地区的“不付款”交割水平（相对于交割即付款）。

来源：惠誉博华

## 市场风险指标 - 证券公司

平均 VaR/股东权益
惠誉博华压力 VaR/股东权益
主要每日交易收入/平均交易 VaR
主要业务收入/总收入

来源：惠誉博华

## 操作风险 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
运营基础设施/框架	核心	惠誉博华对证券公司操作风险的评估侧重于对前台、中台和后台系统的投资，包括新产品开发/实施和系统升级。结算、协议和客户投诉的积压，或者公司托管人的问题历史，都可能体现了后台员工支持不足。对于从事大额收购业务的机构来说，这些挑战可能会带来负面影响。
运营亏损经验	补充	如果惠誉博华确定公司的操作风险基础设施或控制环境薄弱，例如系统故障、不准确的交易处理或违反限额（如欺诈交易事件），这通常会对操作风险评估产生负面影响，尤其是当导致声誉受损、业务损失和/或高额罚款/处罚的情况下。因为运营缺陷可能导致公司核心业务暂时或永久受损，操作风险可能对多元化不足的业务产生更明显的影响。

来源：惠誉博华

## 风险偏好 - 证券公司

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
<b>风险控制</b>	风险和报告工具都为极为稳健。风险限额高度保守并且绝对遵守。风险限额会受到定期监控，在较长时期内变化很小。风险控制渗透到组织中。操作风险的敞口很小。新产品在推出前经过严格审查和测试。	风险和报告工具都非常稳健。风险限额非常保守。风险限额会受到定期监控，在较长时期内略有变化。风险控制渗透到组织中。操作风险的敞口较小。新产品在推出前经过仔细审查和测试。	风险和报告工具都为稳健。风险限额保守。风险限额受到监控，但可能会根据业务条件进行改变。风险控制集中。操作风险的敞口适当。新产品在推出前经过仔细测试。	风险和报告工具表现良好。风险限额健全并受到监控，但可能会基于业务机会而上下波动。风险控制在整个组织内不太普遍。有一定操作风险的敞口。新产品在推出前经过测试。	风险和报告工具可以接受，但可能缺乏深度或复杂性。风险限额受监控频率低于评级较高的机构。风险限额可能会基于业务机会而变化。操作风险的敞口较大。新产品在推出前可能没有经过彻底审查或测试。	风险和报告工具可能有缺陷。风险限额管控能力较弱，可能不会经常监控。违反限额可能不会引起管理层的高度重视。操作风险的敞口较大。新产品在推出前没有经过测试。	存在重大风险控制缺陷。
<b>增长</b>	资产负债表增长或业务增长不太可能对偿付能力造成压力，也不太可能超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制能够满足业务量的增长。	资产负债表增长或业务增长很少对偿付能力造成压力，也很少超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制能够满足业务量的增长。	资产负债表增长或业务增长可能有时对偿付能力造成压力，也有时会超过主要业务部门的长期可持续增长。能够根据业务量适时调整风险控制水平。	资产负债表增长或业务增长更经常对偿付能力造成压力，并经常会超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制可能落后于业务规模的扩大。	资产负债表或业务增长常常对偿付能力造成压力，并常常会超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制更有可能落后于业务量的扩大。	资产负债表增长通常对偿付能力造成压力，并通常会对主要的业务部门的长期可持续增长造成压力。风险控制一般滞后于业务量的增长。	增长可能远远超过可持续水平。或者无法出售资产以实现必要的资产负债表收缩。
<b>市场风险（直接和间接）</b>	市场风险的敞口很小。结构性利率风险和外汇风险相对同业来说非常低。自营交易非常少。	市场风险敞口较小。结构性利率风险和外汇风险相对同业来说较低，可通过对冲适当降低风险。自营交易较少。	市场风险敞口适当。结构性利率和外汇风险适当，可通过对冲适当降低风险。自营交易可能较多，但有健全的控制措施。	市场风险敞口为平均水平。可能会采用适当的对冲技术。自营交易可能较多。控制可能令人满意，但略低于行业最佳做法。	市场风险敞口较大。市场风险可能包括结构性利率风险和外汇风险。可以使用基本对冲技术，但有效性一般。	市场风险敞口很高，或者可变性很高。风险可能无法得到有效对冲。	市场风险可能很大。尚未建立控制措施。
<b>操作风险</b>	极强的操作风险基础设施/框架。历史记录中运营损失非常有限。	强有力的操作风险基础设施/框架。历史记录中运营损失非常有限。	良好的操作风险基础设施/框架。重大运营损失能够得到及时纠正。	充足的操作风险基础设施，一些流程外包给了第三方提供商。运营损失可能会发生，但可控。	有限的操作风险基础设施，严重依赖第三方提供商。有运营亏损/问题的历史记录。	薄弱的操作风险基础设施。有运营亏损/问题的历史记录。	操作风险管理措施极为不足。

来源：惠誉博华

## II.4.b 投资管理公司

惠誉博华对投资管理公司、投资公司和投资基金的风险偏好评估会考虑以下子因素：

- 风险控制
- 增长
- 市场风险与交易对手风险
- 操作风险（适用于投资管理公司和投资基金）或授信标准（适用于投资公司）

### 风险控制 - 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
风险管理工具	核心	惠誉博华会评估投资管理公司在风险和报告系统以及技术投资的支持下，识别、测量、管理和监控风险的能力。惠誉博华考虑的关键领域是风险管理和合规职能的独立性和有效性、高级管理层对风险管理问题和现有报告关系的理解和参与，以及公司内部是否有投资风险职能部门监控各个经理承担的投资风险，以评估他们对公司资产绩效/资产质量、收益和经营的潜在累积影响。惠誉博华的风险控制评估可能会考虑所使用的管理报告的类型（如有），这可能有助于表明风险控制在组织中的渗透程度。 对于投资公司和投资基金，风险管理监督和基础设施或者通过投资公司的员工进行，或者通过关联的外部投资管理公司进行。因此，在相关情况下，将考虑投资管理公司级别的风险管理框架。投资管理公司还有可能提供基金的风险框架和策略。
风险限额	补充	惠誉博华对风险控制的评估也可以扩展到现有的风险限额管控，对于具有更复杂市场风险敞口的公司或基金更是如此。惠誉博华的分析将倾向于关注公司的 VaR 或风险输出情况下的收益、止损限额、集中度和压力测试结果（如有）。
情景测试	补充	如果可用且相关，惠誉博华将评估对当前/未来业务活动进行的情景测试，并尽可能根据风险衡量来评估绩效。如果压力测试结果被认为相关但不可用，这可能导致较低的独立评级。

来源：惠誉博华

### 增长 - 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
绝对和相对增长率	核心	当增长为内生增长时，惠誉博华对增长的评估集中在公司是否有适当的内部投资专业人员来管理新的和/或更大的战略，因为相对而言，绩效不佳可能会对公司的声誉造成较大的损害。惠誉博华还尝试理解为什么管理资产（AUM）增长率在同业公司之间可能不同。
非内生增长的影响	补充	对于通过收购快速增长的投资管理公司，对增长战略是否成功的评估是根据评估收购参数和价格规则、收购前后的绩效、客户周转率、员工稳定性和管理企业文化的能力来进行的。
基础设施的伴随性增长	补充	如果没有相应的基础设施来支持增长，惠誉博华的评估可能会受到负面影响。另一方面，如果通过构建 AUM、盈利能力（尤其是如果有稳定的来源）、声誉、分销渠道（新客户群）以及多元化的产品或经营区域，成功执行后带来基础设施和整合管理方面的可衡量增长，对经营状况有提升作用，将对惠誉博华的增长评估产生正面影响。对于投资公司和投资基金来说，如果有强劲的资产升值推动，可积极看待增长。

来源：惠誉博华

## 市场风险与交易对手风险 - 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
资产估价值风险	核心	基于估值变动对管理费的影响，惠誉博华对市场风险的评估会考虑投资管理公司在多大程度上依赖于基于费用的资产净值 (NAV)。这种风险对于传统的投资管理公司来说更为普遍，因为他们运营的是具有相对流动性资产的开放式基金。另类投资管理公司的大部分管理费通常基于其承诺资本或投资资本，这些资金不会受到潜在估值波动或赎回活动的影响。不过更广泛的市场低迷可能会减缓基金资本调用/投资的速度，并因此对基金内部回报率造成压力。对于在基金中共同投资、赚取绩效费或延期费用的投资公司、投资基金和投资管理公司来说，由于收益和资产负债表杠杆率将基于相关基金投资的估值，市场风险也是重要的独立信用评级因素。
资产估值流程	补充	定期估值流程的独立性，以及是在内部进行还是由第三方完成，可能是重要的考虑因素，特别是对于可能需要建模技术或依赖可比较销售的私人投资公司而言。在这种情况下，惠誉博华将审查估值方法的合理性、管理层如何解决问题投资，以及如何使用第三方进行估值。模型验证工具应确保估值过程合理且与相关公司投资年份相一致，这一点至关重要。模型风险与传统的投资管理公司不太相关，因为出于会计目的，他们的大部分资产被认为是一级资产，这意味着有现成的市场价值。惠誉博华可以通过将投资退出价值与前一季度的公允价值进行比较，以便确定公司随时间推移的估值流程。
利率与外汇风险	补充	惠誉博华的市场风险评估还包括对衡量、监控和控制利率风险的方法的审查，此类风险有多种表现形式，包括其对费用产生的影响（如现金管理产品）、投资绩效（如固定收益基金）和资产负债表敏感性（如共同投资资产或浮动利率债务）。必要时，惠誉博华还考虑收益对利率和货币变动的敏感性，以及风险敞口是自然对冲、资产组合内的对冲，还是用衍生工具主动对冲。规模较大的未对冲风险敞口更有可能对惠誉博华的市场风险评估产生负面影响。
交易对手的质量与多元化	补充	交易对手的质量和多元化是在管理公司自有盈余资金的配置范围内评估的，但同时也代表托管基金资产，因为如果某个交易对手遇到困难，可能需要将清算、交易和/或证券借贷活动转移到其他方。交易对手集中度会增加运营和/或财务风险，对惠誉博华的市场风险评估产生负面影响。对于投资公司，对冲和/或融资对交易对手的依赖通常是有限的，因此，交易对手风险通常是一个较小的影响因素。对于投资基金，惠誉博华评估了主要经纪关系的多元化，这些关系是融资、清算、结算和其他服务的重要来源。这些交易对手的多元化可能会对市场风险评估产生正面影响，尽管在审查主要经纪关系时，这与成本上升和潜在的效率损失是平衡的。惠誉博华还将了解投资基金在多大程度上要求分离包括抵押品在内的资产，或限制经纪自营商的再抵押，以确保在主要经纪人面临困境时能够获取证券。

来源：惠誉博华

## 操作风险 - 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
运营基础设施/框架	核心	在评估操作风险时，惠誉博华考虑了与合规、操作、信贷和/或投资绩效相关的现有流程。如果惠誉博华确定运营基础设施薄弱或操作风险没有得到很好的控制，可能面临潜在的声誉风险和法律风险，这可能会对惠誉博华的操作风险评估产生负面影响。对于投资公司来说，由于投资数量（相对）较少和投资周转率（相对）较低，操作风险通常是一个低影响因素。此外，鉴于价值创造通常以资产增值为前提，惠誉博华倾向于在采购、尽职调查、投资委员会审查、结构和监督方面更加强调投资公司的授信标准。
运营外包	补充	很多投资管理公司、投资公司和投资基金会将关键运营职能外包给外部提供商，如资产托管人、独立定价服务商或交易提供商。在这种情况下，操作风险仍然存在，但控制权在公司手中，公司将对供应商进行管理和分析。惠誉博华可能评估公司如何筛选和确定提供商。
运营亏损历史	补充	操作风险管理质量的另一个指标是运营损失的历史记录（如有）。大多数公开上市公司将讨论财务披露中的重大损失。对于私营企业，惠誉博华将审查此类损失的记录，以了解这些损失的性质，以及是否采取了足够的控制措施来降低再次发生此类损失的可能性。

来源：惠誉博华

## 风险偏好 - 投资管理公司

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
<b>风险控制</b>	风险和报告工具都为稳健。风险限额会受到定期监控，在较长时期内变化很小。新战略/行业垂直市场在推出前经过了严格审查和测试。	风险和报告工具都非常稳健。风险限额会受到定期监控，在较长时期内略有变化。新战略/行业垂直市场在推出前经过了仔细审查和测试。	风险和报告工具都为稳健。风险限额受到监控，但可能会根据业务条件进行改变。新战略/行业垂直市场在推出前经过了仔细测试。	风险和报告工具表现良好。风险限额健全并受到监控，但可能会基于业务机会而上下波动。新战略/行业垂直市场在推出前经过了测试。	风险和报告工具可以接受，但可能缺乏深度或复杂性。风险限额可能会基于业务机会而变化。新战略/行业产品在推出前可能没有经过彻底审查或测试。	风险和报告工具可能有缺陷。风险限额管控能力较弱，可能不会经常监控。新战略/行业垂直市场在推出前没有经过测试。	存在重大风险控制缺陷。
<b>增长</b>	AUM 增长或业务增长与市场机会相匹配。风险控制能够满足业务量的增长。	AUM 增长或业务增长通常与市场机会相匹配。风险控制能够满足业务量的增长。	AUM 增长或业务增长通常与市场机会相匹配。能够根据业务量适时调整风险控制水平。	AUM 增长或业务增长的速度可能适当超出了市场机会。风险控制可能落后于业务规模的扩大。	AUM 增长或业务增长的速度可能合理超出了市场机会。风险控制更有可能落后于业务量的扩大。	AUM 增长或业务增长的速度可能大幅超出了市场机会。风险控制一般滞后于业务量的增长。	AUM 增长可能远远超过可持续水平。
<b>市场风险与交易对手风险</b>	市场风险的敞口很小。结构性利率风险和外汇风险相对同业来说非常低。投资组合估值是完全独立的。交易对手多元化且风险管理非常完善。	市场风险敞口较小。利率和外汇风险相对同业来说较低，并可被适当缓释。投资组合估值是完全独立的。交易对手多元化且风险管理完善。	市场风险敞口适当。利率和外汇风险适度，并可被适当缓释。投资组合估值是完全独立的。交易对手多元化且风险管理合理。	市场风险敞口为平均水平。利率和外汇风险可被适当缓释。投资组合估值涉及独立的第三方。交易对手多元化且风险管理充分。	市场风险敞口有所增大。可以使用基本对冲技术，但有效性一般。投资组合估值为内部估值。交易对手风险管理低于平均水平，多元化程度有限。	市场风险敞口较大，或者可变性高。风险可能无法有效对冲。交易对手风险管理薄弱，集中度高。	可能存在与利率或外汇相关的重大市场风险。
<b>操作风险</b>	极强的操作风险基础设施/框架。历史记录中运营损失非常有限。	强有力的操作风险基础设施/框架。历史记录中运营损失非常有限。	良好的操作风险基础设施/框架。重大运营损失能够得到及时纠正。	充足的操作风险基础设施，一些流程外包给了第三方提供商。运营损失可能会发生，但可控。	有限的操作风险基础设施，严重依赖第三方提供商。有运营亏损/问题的历史记录。	薄弱的操作风险基础设施。有运营亏损/问题的历史记录。	极强的操作风险基础设施/框架。历史记录中运营损失非常有限。

来源：惠誉博华

## 11.4.c 融资和租赁公司

惠誉博华对融资和租赁公司的风险偏好评估会考虑以下子因素：

- 授信标准
- 风险控制
- 增长
- 市场风险

### 授信标准 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
政策和程序	核心	惠誉博华对融资和租赁公司授信标准的评估考虑了内部管理信用报告以及与监管政策的差异（如有）、不良贷款的确认方式和债务偿还展期做法，以确保发行人不会延迟对问题贷款的确认，特别是如果发行人在整个周期中没有长期、可确认的授信历史记录，该评估尤为重要。
残值风险管理	补充	惠誉博华通过了解公司的定价政策、监控租赁资产状况的能力、更改租赁付款或修改合同的灵活性、抵押品的相对市场流动性，以及租赁公司的可用处置渠道等方面，评估发行人对残值风险的管理。有效控制各种资产残值损益能力最能体现残值风险管理能力。
业务模式细节	补充	某些类型的融资和租赁公司，如不良资产管理公司，并不参与其购买公司的原始贷款。他们的业务模式意味着资产质量本来就很差，他们产生现金流偿还债务的能力在很大程度上取决于回收率/收款超过贷款支付价格的程度。因此，对于这样的公司，惠誉博华对授信标准的评估将侧重于经济周期中的定价规则。诸如“现金回报倍数”之类的行业指标（即迄今为止的收款加上估计的剩余收款除以购买价格）可能是惠誉博华会在可用情况下审查定价规则的有用指标。

来源：惠誉博华

### 风险控制 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
风险管理工具	核心	惠誉博华通过考虑风险管理工具和系统的实力和有效性，评估融资和租赁公司遵守风险偏好框架和授信标准的情况。这些工具通常包括信贷集中度、经营区域、市场风险和运营控制有关的限制。还可能包括诸如定制记分卡、内部评级或第三方数据来源等工具。
风险报告	补充	惠誉博华的风险控制评估可能会考虑所使用的管理报告的类型（如有）。这可能有助于表明融资和租赁公司对可能承担的风险（如信用、市场和操作风险）的控制的组织中的渗透程度。

来源：惠誉博华

### 增长 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
绝对和相对增长率	核心	惠誉博华通常从业务和资产负债表相对于潜在经济增长、盈利留存、人员配置增长，以及同业和行业平均水平扩张的角度，对增长进行评估。例如，贷款的快速增长也可能使财务分析可信度下降，从而更难形成真实资产质量的观点，由于贷款池成熟尚需时间，这可能会成为授信标准降低或增长超过风险控制的指标。
基础设施的伴随性增长	补充	如果快速增长带来了其他挑战，例如运营压力（因为后台或系统可能无法处理增加的业务量）或更高的杠杆率（如果增长超过盈利留存），则可能会对惠誉博华的增长评估产生负面影响。
非内生增长的影响	补充	在通过收购资产或整个公司来推动增长的情况下，惠誉博华会考虑战略适合性、尽职调查流程、经济影响和整合成功等因素。稀释性交易、收购失败和/或扩展到非核心产品类别的历史记录，可能会对增长评估产生负面影响。

来源：惠誉博华

## 市场风险 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
利率与外汇风险	核心	惠誉博华对融资和租赁公司市场风险的评估，主要考虑由公司资产和融资状况等差异引起的利率风险，但也可能包括衍生工具的使用，或直接和间接外汇风险等因素。当跨境活动会产生外汇风险时，发行人的市场风险会更高，所以这一因素在这种情况下可能具有更高的相对重要性。对于抵押贷款服务公司来说，服务权的估值将受到利率水平和方向的很大影响，但也将受到房价趋势、适用对冲和其他投资组合特征的影响。
市场风险管理工具和控制	补充	有效的缓释工具和控制，和强大的压力测试框架，可能是市场风险的强有力的缓释因素。在市场风险较大的情况下，惠誉博华会对与该风险相关的控制措施的适当性、对冲措施，以及整个行业的其他市场风险信息做出评估。

来源：惠誉博华

## 风险偏好 - 融资和租赁公司

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
<b>授信标准</b>	授信标准可以明显地规避风险，并且远比亚内其他标准显得更为保守。信用标准与整个经济周期中的最小变化是一致的。标准中纳入了长期绩效预期。与同业相比，残值的风险敞口非常小，且管理非常保守。	授信标准的风险极低，并且明显比亚内其他标准更为保守。信用标准与整个经济周期中的名义变化是一致的。标准中纳入了长期绩效预期。残值风险敞口较小和/或相比同业对风险管理更加保守。	授信标准的风险较低，通常比业内惯例更为严格。信贷标准在很大程度上是一致的，但在经济周期中可能会有所不同。标准反映了中期绩效预期。残值风险敞口适度和/或相比同行对风险管理更加严格。	授信标准与业内惯例基本相符。信用标准随不同经济周期而变化。标准反映了中期的绩效预期。残值风险敞口为平均水平和/或通常按与同行一致的方式进行管理。	授信标准反映了通常高于平均水平的风险偏好。信用标准可能比业内平均值更激进。标准可能会随着不同经济周期发生显著变化。残值风险敞口增大和/或相比同业公司对风险管理更加激进。	授信标准显示了很高的风险偏好。信用标准通常比业内平均值更激进，并可能在经济周期中发生显著变化。残值风险敞口很大和/或相比同业对风险管理更加激进。	授信标准会导致高风险敞口，并可能反映该实体存在压力。信用标准没有任何明显的历史记录。标准可能会频繁变动。残值风险敞口极大和/或风险管理不当。
<b>风险控制</b>	风险和报告工具都为稳健。风险限额高度保守并且绝对遵守。风险限额会受到定期监控，在较长时期内变化很小。风险控制渗透到组织中。操作风险的敞口很小。新产品在推出前经过严格审查和测试。	风险和报告工具都非常稳健。风险限额非常保守。风险限额会受到定期监控，在较长时期内略有变化。风险控制渗透到组织中。操作风险的敞口较小。新产品在推出前经过仔细审查和测试。	风险和报告工具都为稳健。风险限额保守。风险限额受到监控，但可能会根据业务条件进行改变。风险控制集中。操作风险的敞口适当。新产品在推出前经过仔细测试。	风险和报告工具表现良好。风险限额健全并受到监控，但可能会基于业务机会而上下波动。风险控制在整个组织内不太普遍。有一定操作风险敞口。新产品在推出前经过测试。	风险和报告工具可以接受，但可能缺乏深度或复杂性。风险限额受监控频率低于评级较高的机构。风险限额可能会基于业务机会而变化。操作风险的敞口较大。新产品在推出前可能没有经过彻底审查或测试。	风险和报告工具可能有缺陷。风险限额较为粗糙，可能不会经常监控。违反限额可能不会引起管理层的高度重视。操作风险的敞口较大。新产品在推出前没有经过测试。	存在重大风险控制缺陷。
<b>增长</b>	资产负债表增长或业务增长不太可能对偿付能力造成压力，也不太可能超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制能够满足业务量的增长。	资产负债表增长或业务增长很少对偿付能力造成压力，也很少超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制能够满足业务量的增长。	资产负债表增长或业务增长可能有时对偿付能力造成压力，也可能会超过主要业务部门的长期可持续增长。能够根据业务量适时调整风险控制水平。	资产负债表增长或业务增长更经常对偿付能力造成压力，并更经常会超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制可能落后于业务规模的扩大。	资产负债表或业务增长常常对偿付能力造成压力，并常常会超过主要业务部门的长期可持续增长。风险控制更有可能落后于业务量的扩大。	资产负债表增长通常对偿付能力造成压力，并通常会超过主要业务部门的长期可持续增长造成压力。风险控制一般滞后于业务量的增长。	增长可能远远超过可持续水平。或者无法出售资产以实现必要的资产负债表收缩。
<b>市场风险</b>	市场风险的敞口很小。结构性利率风险和外汇风险相对同业来说非常低。	市场风险敞口较小。结构性利率风险和外汇风险相对同业来说较低，可通过对冲适当降低风险。	市场风险敞口适当。结构性利率风险和外汇风险适度，并可以通过对冲适当降低。	市场风险敞口为平均水平。可能会采用适当的对冲技术。	市场风险敞口较大。可以使用基本对冲技术，但有效性一般。	市场风险敞口很大，或者可变性很高。风险可能无法得到有效对冲。	可能存在与利率或外汇相关的重大市场风险。

来源：惠誉博华

## II.5 财务状况评估

### 本评估的重要性

非银行金融机构的财务状况可以清晰地反映信用水平各关键维度的表现。财务状况通常可以通过分析关键财务指标，以及这些指标的趋势和稳定性来衡量。财务指标可以从多个方面反映非银行金融机构经营环境、公司概况、管理和战略、风险偏好的成果。

风险指标可以将非银行金融机构的风险偏好和管理与同业公司相比较，并判断其业绩是否与商业周期相匹配。对资产质量的评估是有意义的，因为薄弱的资产质量可能会损害非银行金融机构的资产负债表偿付能力，并最终损害其履行对债权人债务的能力。杠杆率和资本充足率指标决定了非银行金融机构实现增长和吸收意外损失的能力。融资与流动性的不足常常导致非银行金融机构因资产/负债错配或资产流动性不足而经营失败。盈利能力至关重要，因为它决定了非银行金融机构偿还债务和/或资本内生的能力，是抵御资产减值费用上涨或其他风险或损失的第一道防线。

惠誉博华对非银行金融机构财务状况的分析通常基于经审计的财务报告和公开的监管报告，但也会使用未经审计的中期财务报告。惠誉博华使用这些数据得出自己的衡量指标，从而实现不同地区之间较好的可比性，例如重新分类项目以适应其标准数据库和比率计算。财务调整可能包括从经营利润中扣除一次性损益或非现金收入和开支，从资本中扣除无形资产，或将重组贷款列入受损资产中的一部分。

惠誉博华一般会对非银行金融机构财务状况的各个方面进行自己的压力测试（参见附件 3），包括资产质量、资本充足性和流动性。这些测试可能包括各种特定机构、区域性或广泛的行业背景，以确定机构承受经营环境快速变化的能力。这些压力测试的结果在绝对和相对的基础上具有参考性，但本身并不一定会决定评级。惠誉博华还会考虑发行人开展的压力测试，以了解其如何推动组织内的决策。

### 量化范围

对于每个非银行金融机构子行业，惠誉博华对财务状况因素会使用一组核心指标和补充指标。以下各章节中的数字列出了核心财务状况指标的指示性量化范围。惠誉博华使用四年平均数据（如有）来确定所有指标的隐含因素得分。而资本化与杠杆水平则使用最新可用的数据点，因为惠誉博华认为，这能更可靠的预示非银行金融机构的未来表现。四年平均值代表四个单独时间段中每一个时间段所讨论度量的平均值，而不是累积时间段内的分子总和除以分母。

尽管单个指标不能完全解释某个因素得分，但隐含因素得分是确定实际得分的起点。例如，对非银行金融机构资产质量的评估将涉及增长率、抵押品，以及损失准备金和贷款核销等其他方面，这可能导致要对隐含因素得分进行调整后才能得出最终因素得分。非银行金融机构财务状况的部分其他方面会在补充指标中反映出来，惠誉博华将定量分析和定性判断相结合，以确定所授予的因素得分。

调整隐含因素得分的最常见原因见以下各个章节。调整可能会对最终因素得分产生负面或正面的影响。这些调整分为两类：(1) 惠誉博华针对核心财务比率中可能无法充分反映的特定风险元素或业务状况特征进行的调整；(2) 惠誉博华针对周期性和/或结构元素进行的调整，在惠誉博华看来，这意味着历史比率可能不是未来绩效的可靠预测因素。

### 对隐含资产质量/资产绩效因素得分的调整

对非银行金融机构隐含资产质量/资产绩效得分的最常见调整如下：

**增长：**比同业或国内经济高的增长可能导致资产质量或资产绩效的显著恶化。此外，高增长率可能由于分子的滞后效应而降低资产质量比率，而去杠杆化则可能使其上升。明显低于同业的增長被视为是保守的，这对于授予的因素得分有正面影响，尤其是在市场条件具有挑战性时。

**抵押品和准备金：**相对同业机构而言，贷款损失准备金对减值贷款的覆盖率较强。例如反映于贷款损失准备金与资产负债表使用率较高的融资和租赁公司的减值贷款的比率，或较高比例的担保贷款或政府贷款（如担保学生贷款），可降低非银行金融机构减值风险敞口的风险。相反，无抵押贷款或较低的准备金覆盖率可能会产生相反的效果，它潜在可能影响非银行金融机构清算抵押品能力，或会导致隐含得分向下调整。

**贷款核销：**不良贷款/贷款总额比率可能无法完全反映非银行金融机构的基础资产质量表现，即如果其在减值后不久就核销了很大比例的贷款，或者相反，如果在违约后将遗留不良贷款长时间保留在资产负债表中。因此，惠誉博华还考虑了近期产生的贷款减值，反映在贷款资产减值准备金与贷款总额的补充比率上。

**贷款分类政策：**如果惠誉博华认为非银行金融机构的高风险贷款比例相对较高，同时这些贷款未被反映在传统的不良贷款中（如已被重组或被归入观察类别），那么这可能会降低对资产质量评估的得分。与同业相比相对保守的贷款分类可能会对惠誉博华的评估产生一定的积极影响。

**集中度：**对单一借款人/交易对手、部门或资产类别（如股票、固定收入或投资管理公司的另类产品）的高集中度风险敞口，可能会增加周期性资产质量的波动性。相反，高分散度的投资组合可能对资产质量评估带来积极影响。

**非贷款风险敞口：**如果惠誉博华认为存在因非贷款和租赁资产（如证券、衍生工具公允价值或止赎资产）或表外敞口（如托管基金、担保和承诺）引起的重大风险或损失，可下调资产质量得分。相反，除贷款外，如果非银行金融机构有较高比例的风险敞口不是贷款且这些资产风险较低，（如评级较高的证券或表外交易融资敞口），可能会使隐含资产质量得分得到正面调整。

**风险偏好与业务模式：**惠誉博华可能会在其认为非银行金融机构具有相对较高的风险偏好，或者在其看来更有可能导致未来资产质量恶化或波动的业务模式或资产分类的情况下，调降资产质量得分。在这些情况下，惠誉博华可能认为，随着贷款和其他风险敞口规模的扩大，近期报告的资产质量指标更容易恶化。相反，低风险偏好或低风险业务模式可能导致资产质量得分的中等正面调整。如果因存量问题贷款而导致资产质量指标较弱，即使非银行金融机构仅于近期才降低风险偏好，那么正面调整的范围可能会受到限制。

**历史和未来指标：**惠誉博华可能认为历史资产质量指标不是预测未来的可靠指标，例如，由于非银行金融机构战略或运营的变化；因为合并、收购或处置可能对集团风险敞口产生重大影响；惠誉博华的经济预期与过去的情况有很大差异；或者最近的资产质量指标对应于信贷周期的特别有利或不利的部分。

**相对规模：**投资管理公司资产管理规模（Asset Under Management, AUM）的绝对规模将影响净客户流量百分比。净流入可能超过同行，但按 AUM 的百分比计算则滞后。如果可投资资产超过投资机会，过大的客户流量可能会带来潜在问题，而低于平均流量可能是适当的，这取决于市场条件。

#### 对隐含收益和盈利能力因素得分的调整

对非银行金融机构隐含收益和盈利能力得分的最常见调整如下：

**投资组合风险：**对于给定的业务模式，如果非银行金融机构管理的风险较低，因而投资组合收益也较低，那么收益可能低于同行。在这种情况下，惠誉博华还将使用经风险调整后的回报率来评估整体盈利能力。

**收入多元化：**惠誉博华对营业收入比同业机构更加多元化的非银行金融机构的绩效，会给予更有利的评估。如果依赖单一或集中的业务线、客户关系或收入流，可能会对惠誉博华的评估产生负面影响。

**收益稳定性：**如果非银行金融机构的收益在一个周期内证明是稳定的，或者最近的绩效表明与非银行金融机构的四年平均值相比有持续改善，则可能会对非银行金融机构的收益和盈利能力得分进行正面调整。相反，高收益波动或近期绩效结构性减弱可能导致得分的负面调整。即使波动很

难被观察到，某些业务模式或资产类别也可能更容易受到周期性绩效波动的影响；在这种情况下，最近报告的数据可能无法持续或代表整个周期的预期绩效，则可能需要调降收入和绩效得分。

**历史和未来指标：**惠誉博华可能认为历史收益和盈利能力指标不是预测未来的可靠指标，例如，由于非银行金融机构战略或运营会有变化；因为合并、收购或处置可能对集团盈利能力产生重大影响、惠誉博华的经济预期与过去的情况有很大差异，或者最近的绩效指标对应于信贷周期的特别有利或不利的部分。

**所有权与结构考量因素：**拥有外部股东的非银行金融机构通常将重点放在持续实现收益最大化上，而少数人持股或员工持股的非银行金融机构可能会更加灵活，他们能够接受当前较低的收益，以换取未来增长潜力、竞争定位和/或员工留存。这种灵活性将被纳入非银行金融机构的收益评估。

#### 对隐含资本化和杠杆水平因素得分的调整

对非银行金融机构隐含资本化和杠杆水平得分的最常见调整如下：

**拨备覆盖率和资产评估：**可能需要对资本金进行调整，以反映减值资产拨备严重不足或过度的情况，通常由不良贷款减去贷款减值准备占惠誉博华核心资本金的比率反映。对营运资产或大量其他高风险资产（例如没收的抵押资产）的积极或保守估值也可能影响惠誉博华对资本水平的评估。

**盈利能力、股息支付和增长：**当非银行金融机构的盈利留存较弱（例如，由于盈利能力弱和/或高股息支付率或高股票回购率）或非银行金融机构的预期增长率高的情况下，惠誉博华可能向下调整资本化和杠杆水平得分，以反映这将对资本水平指标产生的可能负面影响。相反，强劲的盈利留存或低增长可能导致对资本化和杠杆水平得分的正面调整。

**集中度：**单一借款人/交易对手、部门或资产类别的高集中度，可能会让资本金对资产绩效波动的脆弱程度增加。相反，良好的投资组合多元化可能成为评估资本化和杠杆水平的适度正面因素。

**规模：**即使资本充足率较高，但绝对规模小的资本金基数会使一个机构更容易受到意外事件的影响，特别是在风险集中的部分。这可能导致非银行金融机构的资本化和杠杆水平得分下调。绝对规模大的资本金基数对评估而言可能是正面因素。

**可互换性：**如果非银行金融机构有重要子公司，特别是外国子公司或受监管子公司，且集团内部对资本金的转让有重大限制，则惠誉博华可能会下调非银行金融机构的融资、流动性和覆盖率得分。独立流动性和融资比率低于集团合并报表的相应比率，会增加这种调整的可能性。

**增资（或分红）：**惠誉博华可能会调整资本化和杠杆水平的得分，以反映资本金在上一个财务报告日期后发生的募集或分红（或对这些改变的期望）。

**风险偏好与业务模式：**某些业务模式或资产类别可能更容易受到周期性波动的影响，因此需要更大的资本金缓冲才能获得给定的资本化和杠杆水平得分。相反，如果绩效在某个周期内被证明是稳定的，或者如果实体同时因资产负债表资产和现金流生成能力而受益，则可能会给予正面调整。基于现金流杠杆率（债务/EBITDA）评估的非银行金融机构的资本化和杠杆水平得分，也可能进行调整，以反映 EBITDA 生成的可变性。

**历史和未来指标：**惠誉博华可能认为最近报告的资本化和杠杆水平指标不是预测未来的可靠指标，例如由于非银行金融机构战略或运营的变化；因为合并、收购或处置可能对集团状况产生重大影响；或者因为银行资产质量绩效或盈利能力发生预期变化。

**持续增加的现金余额：**尽管惠誉博华倾向于将重点放在基于债务总额的杠杆比率上，但可能会上调资本化和杠杆水平的得分。例如，如果非银行金融机构一直保持现金余额增加，在这种情况下，惠誉博华可能会更关注净债务杠杆率。净债务杠杆率的考虑将得到结构化特征的支持，这些

结构化特征可确保持续提供现金使债权人受益，通过压力时期或公开阐明某一战略来维持这一现金余额，以展示现金维护情况。缺乏这些特征将使这种向上调整变得不太可能。

### 对隐含融资、流动性和覆盖率因素得分的调整

对非银行金融机构隐含融资、流动性和覆盖率得分的最常见调整如下：

**流动性覆盖率（优质流动性资产与未来 30 天的现金净流出量之比）：**流动资产对非银行金融机构短期债务覆盖程度的强弱可能会导致融资、流动性和覆盖率得分的调升或调降。惠誉博华在进行这一评估时将考虑非银行金融机构流动资产的数量、质量和留置权。没有中短期内到期的债务可能会降低对大量流动性的需求，特别是如果债务到期日超过资产到期日的话。类似地，对于短期和中期金融债务有限的投资基金，融资、流动性和覆盖率得分可能会上调。

**现金流生成业务模式：**如果非银行金融机构的业务模式被视为高现金流生成，特别是在压力期、经济放缓和/或资本金支出减少的时候，那么融资、流动性和覆盖率得分可能会更高。例如，历史数据表明某些具有合同现金流的业务模式（服务公司、租赁公司），一旦某些资本支出得到削减，就有能力产生大量现金流。

**置信度敏感性：**惠誉博华在评估机构融资相关风险时，将考虑非银行金融机构的期限结构、来源多元化和获得市场融资的可靠性。稳定的长期融资（例如，由于获得市场融资的完善性）可能导致融资、流动性和覆盖率得分的向上调整。相反，如果非银行金融机构进入资本市场的渠道不一致或有限，那么其隐含的融资、流动性和覆盖率得分可能会向下调整。

**外币流动性：**非银行金融机构的融资、流动性和覆盖率得分可以在外币流动性对外币债务的覆盖率较低的情况下下调，特别是非银行金融机构在需要时难以将本币兑换成外币的情况下。

**可互换性：**如果非银行金融机构有重要子公司，特别是境外子公司或受监管子公司，且集团内部对资本金的转让有重大限制，则惠誉博华可能会下调非银行金融机构的融资、流动性和覆盖率得分。对于采用合并报表的集团而言，如果独立流动性和融资率较低，将增加此类调整的可能性。

**或有融资渠道：**相对较强的获取或有流动性的能力，例如，由于较大规模、承诺的和长期的信贷额度，可能导致对融资、流动性和覆盖率得分的积极调整。相反，过度依赖短期或未承诺融资可能导致负面调整。

**历史和未来指标：**惠誉博华可能认为历史融资和流动性指标不是预测未来的可靠指标，例如，由于非银行金融机构战略或运营的变化，或者因为合并、收购或处置可能会对资产负债表结构产生重大影响。

财务指标通常受经营环境的影响，而惠誉博华会在经营环境背景下形成观点。因此，对不同地区的财务指标进行比较，将反映非银行金融机构的不同经营、法律和监管环境。因此，对直接同行或市场上同行的财务指标进行比较，在这一评估中通常会变得更加重要。

由于各因素或子因素对评级造成的影响有所区别，惠誉博华不会对因素或子因素采用预设权重。例如，即使非银行金融机构在其他因素或子因素上表现仍然可以维持良好或更好，由于某一贷款损失而出现重大资本缺口时，资本水平和资产质量的重要性将很可能提高（导致独立信用状况降低）。

在评级标准的财务状况其余部分，常用到 EBITDA。为避免疑义，惠誉博华通常会调整 EBITDA 计算，以考虑各种分析因素，包括但不限于非经常性项目、绩效相关项目或其他非现金开支，例如股票报酬。

在评级标准的财务状况其余部分，常用到普通股。为避免疑义，惠誉博华侧重于有形股权，计算中不包括商誉和其他无形资产。

下表确定了惠誉博华定义为“核心”以及“补充”的财务状况属性，并附带了通常如何评估每个属性的指标。随附的子因素/评级类别矩阵提供了一些代表性特征，有助于确定每种情况下授予的总体因素得分。

## EBITDA 计算<sup>a</sup>

税前收入
+ 利息费用
+ 折旧
+ 摊销
+/- 非经常性项目调整
+/- 其他分析调整（例如非现金项目）
= EBITDA

<sup>a</sup>对于投资管理公司，惠誉博华通常使用基于费用的 EBITDA 计算 (FEBITDA)。  
来源：惠誉博华

## 11.5.a 证券公司

惠誉博华对证券公司的财务状况评估会考虑以下子因素：

- 资产质量
- 收益和盈利能力
- 资本化和杠杆水平
- 融资、流动性和覆盖率

### 证券公司主营业务的风险特征

活动	资产负债表使用率	风险水平	盈利能力水平	盈利能力的稳定性
证券做市	高	高	中	周期性
主经纪商业	高	高	中	周期性
自营交易	高	高	中	周期性
证券承销	高	中	高	周期性
贷款	高	中	低	周期性
证券经纪	低	中	低	周期性
财务顾问	低	低	中	周期性
交易后服务	低	低	低	稳定
投资管理	低	低	中-高	稳定

来源：惠誉博华

### 资产质量 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
减值和不良比率 <sup>a</sup>	核心（对于有大量贷款业务的证券公司）	对于有更大资产负债表风险暴露于投资和贷款业务的证券公司而言，资产质量评估类似于惠誉博华对其他非银行金融机构贷款人的分析，考虑了贷款减值、相关准备金和资产增长。对于资产负债表使用率较低的公司，资产质量可能是影响较小的因素，甚至可能被视为不适用。
覆盖率、抵押品和保证金	补充（对于有大量贷款业务的证券公司）	惠誉博华会考虑拨备覆盖率、抵押品和保证金要求的充分性，以及强制执行证券索赔的能力。惠誉博华的重点是确定公司的资本金是否可能由于拨备覆盖水平不足而受到负面影响。对于以公允价值或市场价值持有的资产，惠誉博华会对计算方法进行衡量，特别是基于模型的估值。惠誉博华还考虑了不良资产的管理，以及管理层重组和重新安排不良资产的方法。
交易对手与结算风险	补充	交易对手风险是从事证券和衍生工具交易的公司需考虑的因素。如果公司没有针对证券/衍生工具的交易对手风险的独立信贷职能和评分标准，将对惠誉博华的资产质量评估产生负面影响。然而，相较于于证券交易投资，信用风险对纯粹的经纪活动（如一些交易商间经纪商）或提供咨询服务的公司来说并不重要。信用风险部门独立于确定交易对手限额的销售和交易部门，积极监控使用情况并报告违规情况，可能会对惠誉博华的资产质量评估产生正面影响，而对于所使用的主要托管人的信用质量相关的风险参数，也是如此。
证券化和其他表外敞口	补充（对于有大量贷款业务的证券公司）	在惠誉博华能够确定和评估证券公司对证券化产品风险敞口的范围内，表外证券化的首次损失部分将从惠誉博华的核心资本金计算中扣除。如果此类敞口存在于表外，则惠誉博华也可能将其纳入资产负债表。惠誉博华考虑了表外风险和承诺，这些风险和承诺与资本金或风险加权资产紧密相关，或者会构成重大声誉或流动性风险。这可能是同意为特殊目的机构或其他非并表机构提供资金的公司所面临的固有风险，该风险也适用于拥有投资基金的公司。

<sup>a</sup>若采用 IFRS 9 编制企业财报，减值贷款为处于“第 3 阶段”的贷款。

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
营业利润/平均净资产	核心（对于资产负债表使用率高的证券公司）	收益和盈利能力是惠誉博华对高资产负债表使用率的公司进行分析时的重要考虑因素，因为该指标表明证券公司有能力产生或侵蚀资本金。强劲或疲弱的收益和盈利表现也可能影响市场对发行人的信心，进而影响其获得融资的机会。核心指标为营业利润/平均净资产，反映了证券公司（相对于其承担的风险）产生经常性利润的能力。
调整后的 EBITDA/收入	核心（对于资产负债表使用率低的证券公司）	对于资产负债表使用率低的证券公司，首要的现金流盈利能力指标是调整后的 EBITDA 利润率。鉴于很多资产负债表使用率低的证券公司需要持续对技术开发进行投资，惠誉博华还考虑了为支持资本支出而产生的运营现金流。
收益稳定性	补充	惠誉博华的收益和盈利能力评估可能会受到自营交易和投资活动的负面影响，因为它可能会带来重大的潜在收益波动。相反，如果通过风险较高的业务得到更稳定的营业收入的补充，例如投资管理、清算业务或证券融资，这将对惠誉博华的收益和盈利能力评估产生正面影响。
薪酬费用	补充	薪酬费用通常以净收入的百分比进行分析，以确定与活动水平相关的成本，过高的薪酬比率可能会限制独立信用状况评级。然而，在评估这一比率时，业务组合是一个重要的考虑因素，因为特定业务线可能需要更多或更少的基础设施和人员支持。在不同的收入周期中，薪酬比率的稳定性也是衡量成本结构灵活性的重要尺度。惠誉博华会对公司薪酬的有效性进行评估，主要包括其奖金和控制薪酬开支的政策，主要评估奖金与公司或个人绩效挂钩的程度、奖金随着时间推移的变化情况，或者以股票或期权而不是现金支付的程度。
非薪酬费用	补充	惠誉博华将评估非薪酬成本占非利息开支总额的百分比，如有可能，按个别项目进行评估。在评估非薪酬成本比率时，惠誉博华也可能考虑公司的业务组合。尽管异常高的非员工成本费用比率或费用上升趋势可能表明管理层对开支水平缺乏控制，但低比率则可能表明系统、技术和基础设施的再投资不足，无法提高生产力、满足监管要求、维持公司竞争力或保持对风险发展的良好监督。

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力基准 - 证券公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
营业利润/平均净资产 (%) <sup>a</sup>	x>20	10<x≤20	5<x≤10	3<x≤5	x≤3
调整后的 EBITDA/收入 <sup>b</sup>	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10

<sup>a</sup>适用于资产负债表使用率高的证券公司。<sup>b</sup>适用于资产负债表使用率低的证券公司。

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力指标 - 证券公司

高资产负债表使用率	核心与补充
营业利润/平均净资产	核心
净收入/平均净资产	补充
营业费用/总收入	补充
薪酬/净收入	补充
低资产负债表使用率	核心与补充
调整后的 EBITDA/收入	核心

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平 — 证券公司

属性	核心与补充	描述
净调整后的杠杆率 (有形资产减去逆回购和通过股东权益借入的证券, 或其反向操作)	核心 (对于资产负债表使用率高的证券公司)	对于那些在资产负债表上保留大量资产或承诺, 可能需要融资的证券公司, 惠誉博华对杠杆率的评估更类似于对银行的分析。
债务总额/调整后的 EBITDA	核心 (对于资产负债表使用率低的证券公司)	对于风险资产相对较少的证券公司, 对债务覆盖率的评估更多的是基于对现金流的评估。对于交易商间经纪商和其他一些证券公司来说, 出于监管和运营的目的, 很大一部分现金通常被锁定在子公司中, 因此杠杆率最好是以债务总额为基础进行评估。惠誉博华还考虑了净债务/调整后的 EBITDA, 但多余的现金可以用其他方式支出或使用, 特别是在压力时期。对于证券公司而言, 其合并的业务具有不同程度的资产负债表使用率, 例如零售经纪公司, 惠誉博华通常会评估现金流和资产负债表杠杆比率, 在资产负债表使用率更明显的情况下, 资产负债表比率在分析中变得越来越重要。
双重杠杆率	补充	在相关情况下, 惠誉博华还会考虑双重杠杆率, 定义为对子公司的权益投资加上控股公司无形资产除以净资产的结果, 反映在母公司层面发行的债务, 这些债务已经作为权益下行到子公司中。尽管可以预期有少量的双重杠杆率, 但惠誉博华会担心双重杠杆率持续处于高位 (即高于母公司普通股的 120% 或更多), 除非能通过其他方式 (如子公司流动性支持协议) 进行缓解。处于高位的双重杠杆率可能会导致母公司与其子公司之间的评级差距扩大, 特别是如果涉及受监管的子公司 (因为这些实体的股息可能受到限制)。在可行的情况下, 惠誉博华将审查受监管子公司相对于控股公司固定成本和付息能力。
内部、监管和合约要求资本	补充	除了惠誉博华的资本金指标之外, 公司的资本金管理计划和对经济资本模式的理解对评级也很重要。惠誉博华认为, 经济资本模式会对业务活动产生正面影响, 并且在较长时间内支持稳定和稳健的资本金水平, 这些都是评级正面因素。在相关情况下, 惠誉博华会监控监管资本比率, 以确保公司不会有违规的风险。

来源: 惠誉博华

## 资本化和杠杆水平基准 — 证券公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
(有形资产 - 逆回购 - 借入证券) / 股东权益 (x) <sup>a</sup>	x < 5	5 ≤ x < 10	10 ≤ x < 15	15 ≤ x < 20	x ≥ 20
债务总额/调整后的 EBITDA (x) <sup>b</sup>	x < 0.5	0.5 ≤ x < 1.5	1.5 ≤ x < 2.5	2.5 ≤ x < 3.5	x ≥ 3.5

<sup>a</sup> 适用于资产负债表使用率高的证券公司。 <sup>b</sup> 适用于资产负债表使用率低的证券公司。

来源: 惠誉博华

## 资本化和杠杆水平指标 — 证券公司

高资产负债表使用率	核心与补充
净调整杠杆率: (有形资产 - 逆回购 - 借入证券) / 股东权益	核心
有形总杠杆率: (有形资产 + 衍生工具、逆回购和借入证券的总收益) / 股东权益	补充
调整后的杠杆率: (有形资产 - 逆回购) / 股东权益	补充
资产杠杆率	补充
总资产/净资产	补充
核心一级资本充足率	补充
一级资本金充足率	补充
低资产负债表使用率	核心与补充
债务总额/调整后的 EBITDA	核心

来源: 惠誉博华

## 融资、流动性和覆盖率 - 证券公司

属性	核心与补充	描述
流动资产/短期融资	核心（对于资产负债表使用率高的证券公司）	证券公司融资的期限与其资产的流动性相匹配是非常重要的，而且惠誉博华特别关注可用于支持短期融资来源的流动资产数量，短期融资面临再融资风险。惠誉博华认为短期回购协议主要用于为可抵押给交易所的高流动性资产融资更为合适。
调整后的 EBITDA/利息支出	核心（对于资产负债表使用率低的证券公司）	对于资产负债表使用率较低的证券公司，融资、流动性和覆盖率评估主要基于调整后的 EBITDA /利息支出。
长期融资/低流动性资产	补充（对于资产负债表使用率高的证券公司）	惠誉博华评估低流动性资产的融资，如商业银行和高收益证券、固定资产和私募股权，并考虑它们通过长期债务和资本金融资的程度。惠誉博华还会评估公司可能面临的任何或有融资要求，例如流动性额度、备用贷款扩张，或者如果市场条件发生变化，可能在其上进行的额外抵押品调用的可能性。
融资多元化	补充	惠誉博华会对证券公司的融资多元化、债务到期状况、流动性状况和受限流动资产比例进行评估。取得中央银行流动性支持也可以成为融资、流动性和覆盖率评估中的一个正面因素，但并非所有证券公司都具有此资质。
合同条款的合规性	补充	惠誉博华的融资、流动性和覆盖率评估还可能涵盖发行人对任何融资合同的遵守情况，是否遵守这些合同，以及管理层经营业务并获得融资而不受合同过度约束的能力。

来源：惠誉博华

## 融资、流动性和覆盖率基准 - 证券公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
流动资产/短期融资 (%) <sup>a</sup>	x>200	150<x≤200	100<x≤150	85<x≤100	x≤85
调整后的 EBITDA/利息支出(x) <sup>b</sup>	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

<sup>a</sup>适用于资产负债表使用率高的证券公司。<sup>b</sup>适用于资产负债表使用率低的证券公司。

来源：惠誉博华

## 融资、流动性和覆盖率指标 - 证券公司

高资产负债表使用率	核心与补充
流动资产/短期融资	核心
长期融资/低流动性资产	补充
低资产负债表使用率	核心与补充
调整后的 EBITDA/利息支出	核心
流动资产/短期融资	补充

来源：惠誉博华

## 财务状况 - 证券公司

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
资产质量	贷款和投资业务：在整个市场周期中非常稳定。资产质量指标始终优于同类机构。集中度风险极低。交易活动：交易对手多元化且风险管理非常完善。	贷款和投资业务：在整个市场周期中具有极高稳定性。资产质量指标优于同类机构。集中度风险低。交易活动：交易对手多元化且风险管理完善。	贷款和投资业务：在整个市场周期中具有高度稳定性。资产质量指标可能略好于同业机构，或者不太容易受到经济收益率周期的影响。集中度风险优于同行水平。交易活动：交易对手多元化且风险管理合理。	贷款和投资业务：在整个市场周期中具有一定程度的稳定度。资产质量和/或集中度风险指标与行业平均水平一致。交易活动：交易对手多元化且风险管理充分。	贷款和投资业务：面对经济/市场周期的变化，资产质量指标更不稳定，通常比行业平均水平更差或更脆弱。集中度风险可能高于平均水平。交易活动：交易对手风险管理低于平均水平，多元化程度有限。	贷款和投资业务：面对经济/市场周期的变化，资产质量指标非常不稳定，通常比行业平均水平差得多或脆弱得多。集中度风险可能很高。交易活动：交易对手风险管理薄弱，集中度高。	贷款和投资业务：具有或可能具有严重偏离行业基准或历史普通水平的资产质量指标。交易活动：严重的交易对手风险管理不足。
收益和盈利能力	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力是高度可预测的。对交易收入的依赖有限。高可变成本结构。相对于同业公司，回报优越。	在多重经济和利率周期中，收益和盈利能力的可预测程度非常高。对交易收入的依赖有限。高可变成本结构。相对于同业公司，回报强劲。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力是适度可变的。对交易收入的适度依赖。较为可变成本结构。相对于同行，回报可靠。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能可变。对交易收入的适度依赖。较为可变成本结构。相对于同业公司，回报充分。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能高度可变。对交易收入的中度依赖。成本结构变化比同行企业小。相对于同业公司，回报率低于平均。	收益和盈利能力有波动，并与经济和/或利率周期中高度关联。对交易收入的严重依赖。成本结构大致固定。相对于统一公司，回报较弱。	从报表或运营的角度来看，已无法盈利。恢复盈亏平衡或可持续盈利能力极为不确定。
资本化和杠杆水平	资本化和杠杆水平极强，与风险相对应。相对于最低监管要求和同业机构，资本化和杠杆水平保持着非常显著的缓冲。资本金和杠杆率目标具有抵御严重冲击的能力。	资本化和杠杆水平很强，与风险相对应。相对于最低监管要求和同业机构，资本化和杠杆水平保持着适当的缓冲。资本金和杠杆率目标具有抵御重大冲击的能力。	资本化和杠杆水平与风险大致相对应。资本化和杠杆水平由坚实的缓冲而非最低监管要求维护，通常高于同业机构。资本金和杠杆率水平可能相对波动较大，但可能仅受到严重资产质量和市场价值冲击的影响较小。	资本化和杠杆水平可能没有完全对应于风险。资本化和杠杆水平更多由充足的缓冲而非最低监管要求维护，通常与同业机构一致。资本金和杠杆率水平可能更容易受到严重冲击影响。	资本化和杠杆水平没有完全对应于风险。在最低监管要求下，资本化和杠杆水平保持适度缓冲，可能低于同业机构，或者由于重大地区风险而略显脆弱。资本金和杠杆率水平可能更容易受到严重冲击，但能够承受中等冲击。	资本化和杠杆水平没有对应于风险。资本化和杠杆水平较低，超过最低监管要求的缓冲较小，或者资本金由于地区风险而更易受冲击。资本金和杠杆率的水平可能远远低于同业机构，并且极易受到冲击。	资本化和杠杆水平有明显的缺陷，有资本注入或需要资本注入。
融资、流动性和覆盖率	融资和流动性极其稳定。对机构融资依赖性极低。对外部融资不敏感。资金来源高度多元化。已经建立极其稳健的应急融资计划。	融资和流动性非常稳定。对短期融资的依赖性很低。批发融资主要是长期的，具有成熟投资者偏好。融资对自身信用水平的敏感度较低。资金来源非常多元化。已经建立非常稳健的应急融资计划。	融资和流动性稳定。批发融资主要是长期性的。融资对自身信用水平有一定的敏感度。融资来源相对多元化。已经建立稳健的应急融资计划。	融资和流动性总体上是稳定的，尽管可能有适中的融资集中度，或者依赖不太稳定的批发融资来源。融资对自身信用水平敏感，并且在压力期间流动资金可能变得更昂贵或更不稳定。已经建立合理的应急融资计划。	融资和流动性总体上是稳定的，尽管可能有较大的融资集中度，或者合理依赖于不太稳定的批发融资来源。在市场压力时期，获得融资可能不确定。应急融资计划可能不充分。	融资和流动性不太稳定，可能容易出现债权人要求的突然变化。在市场压力时期获得融资是非常不确定的。应急融资计划可能没有很好地制定出来。	融资与流动性不稳定，缺乏任何正式的重大支持机制。缺乏应急融资计划。

来源：惠誉博华

## 投资管理公司收益定义

### 基本管理费

(+) 交易和咨询费
(-) 非激励薪酬
(-) 股权薪酬
(-) 营业费用
(-) 利息费用
(=) 费用相关收入
(+) 股权薪酬
(+) 利息费用
(+) 折旧与摊销
(-) 非现金收入
(=) FEBITDA

来源：惠誉博华

## II.5.b 投资管理公司

惠誉博华对投资管理公司、投资公司和投资基金的财务状况评估会考虑以下子因素：

- 资产绩效（和投资公司资产质量）
- 收益和盈利能力
- 资本化和杠杆水平
- 融资、流动性和覆盖率

## 资产绩效 - 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
净客户流量/初始 AUM	核心（对于投资管理公司和投资基金）	惠誉博华在绝对和相对基础上对现金流进行评估，以了解公司利用市场条件进行投资和/或退出投资的能力；对于流动性较好的基金，则会在各个市场周期对净流入或净赎回进行评估。随着时间的推移，更稳定的资金流会转化为更强的费用稳定性。在管理公司或基金具有更可预测的流入和/或管理流出速度能力的情况下，这些因素可能会对惠誉博华的评估产生正面影响。更可预测的资金流入的例子可包括拥有兄弟保险公司的投资管理公司，这种公司会使用投资管理公司来管理其全部或部分普通投资账户，或者设立养老基金来管理特定部分雇员或公民的缴款。如果基金架构使投资管理公司对赎回时间或赎回数量的控制力较强，则资金流出情况将得到很好的管控。
资产绩效和质量	补充（对于投资公司）	对于投资公司，惠誉博华同时考虑资产绩效和资产质量因素。资产绩效旨在说明市场价值升值/贬值如何影响为未偿债务提供担保的资产价值，同时也说明投资公司（或投资管理公司）的资产选择能力。资产质量旨在表明为未偿债务提供担保的投资质量，以及从投资组合成员公司处收到股息和利息收入的质量/可靠性。对于投资有限数量（少于 30 个）的公司或具有重大资产组合集中度（个人持股超过 15%）的投资公司，惠誉博华会考虑底层资产的信用状况和优先级，以评估整体资产质量状况。评级一般通过查看惠誉博华对此类投资组合成员公司的评级做出，如果没有此类信息，则可以考察其他外部信息来源。在大部分（大于 15%）投资组合成员公司没有评级的情况下，惠誉博华可以选择对该实体进行内部信用评价，以便为投资公司的评级提供支持。
相对于基准和同业的绩效	补充	惠誉博华会在绝对和相对于投资者期望的基础上，考虑投资绩效的稳定性。惠誉博华在评估基金绩效时，将考虑公司特定的基准，但也将寻求独立的绩效数据来源（如有），以便根据发行年、规模、地理位置和策略来了解相对基金绩效。然而，还需要对长期无法解释的出色绩效进行进一步分析，如果优异绩效是由于风险管理和/或风格转换驱动，而这些变化存在重大漏洞，可能导致惠誉博华对资产绩效评估进行负面调整。
管理费稳定性	补充	惠誉博华还将通过基金、战略和/或细分市场来分析收益贡献，对管理费稳定性进行评估。类似地，对一个行业或战略过大的风险敞口可能会增加费用流出的关联性和波动性。惠誉博华会在相对的基础上审查各个策略的平均费率，以评估投资管理公司的定价能力和承受递增费用压力的能力。

来源：惠誉博华

## 资产绩效基准 - 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
净客户流量/初始 AUM (%) <sup>a</sup>	x>10	5<x≤10	5≥x>(5)	(5)≥x>(10)	x≤(10)

<sup>a</sup>适用于投资管理公司和投资基金。

来源：惠誉博华

## 资产绩效/资产质量指标 - 投资管理公司

投资管理公司与投资基金	核心与补充
净客户流量/初始 AUM	核心
AUM	补充
AUM 增长	补充
管理费/平均 AUM	补充
总收入/平均 AUM	补充
EBITDA/平均 AUM	补充

### 投资公司

核心与补充	
加权平均投资信用质量/投资组合成员公司	补充

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力—投资管理公司

属性	核心与补充	描述
EBITDA/费用收入	核心（对于投资管理公司）	惠誉博华主要根据费用相关的收益指标来评估投资管理公司的收益和盈利能力，例如 EBITDA 利润率。EBITDA 包括交易费、监督和咨询费，但如果惠誉博华认为这些费用随时间波动很大，可能会将其从经常性现金流计算中扣除。与之相对应的是，如果另类投资管理公司可能从资产负债表投资中获得的利息和/或股息收入被认为是合同收入（例如利息和优先股息），且与核心管理费的相关性较小，随着时间的推移相对稳定，则可以纳入 EBITDA。
资产回报率	核心（对于投资公司和投资基金）	对于资产负债表更加密集的投资管理公司，资产回报率 (ROA) 是主要的收益和盈利能力考虑因素。对于投资公司来说，收益和盈利能力通常是影响力较低的评级因素，因为分析重点是资产超额抵押和相对于债务的流动性，而且由于底层资产的市场价值变化，收益可能会周期性地受到未实现损益的影响。作为补充，收益和盈利能力也可以根据净资产收益率 (ROE) 来评估。
收益稳定性与多元化	补充	惠誉博华的收益和盈利能力评估考虑了投资管理公司的收益绩效的历史趋势、收益的多元化、稳定性和质量，以及投资管理公司通过周期产生利润的能力。产品组合和按产品分类的绩效强度，是提供收益稳定性的关键因素。评估收益和费用稳定性的另一项因素是基金是否有锁定期。
激励费用的产生	补充	尽管在评估投资管理公司的核心收益绩效时，惠誉博华会重点关注经常性现金流指标，但惠誉博华并不会忽视共同投资收入或激励收入（也称为账面收入和绩效费用）的产生，原因是该等收入可为偿债能力提供额外的缓冲并表明管理公司基金的成功，有助于公司筹集未来资金，从而产生未来管理费。附带权益可能会很重要，但是随着时间的推移具有显著的可变性。

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力基准 — 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
EBITDA/费用收入 (%)	x>50	30<x≤50	20<x≤30	10<x≤20	x≤10

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力指标 — 投资管理公司

投资管理公司	核心与补充
EBITDA/费用收入	核心
管理费/总费用	补充
管理费/总收入	补充
（基本薪酬 + 营业费用）/总费用收入	补充
奖励薪酬/奖励收入	补充
费用相关收入（净收入）/费用收入	补充
净收入/平均净资产	补充
投资管理公司与投资基金	核心与补充
净收入/平均资产	核心
净收入/平均净资产	补充

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平 — 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
债务总额/EBITDA	核心（对于投资管理公司）	杠杆率用债务除以 EBITDA 来衡量，可从趋势角度进行分析，并与给定评级的同行公司和惠誉博华的一般容忍度水平相关。惠誉博华会对投资管理公司采用更保守的杠杆率基准，其大部分费用针对 NAV 评估，而其他一些公司大部分费用基于承诺的资本金进行评估。
债务总额/有形股权	核心（对于投资公司）	对于有重大共同投资风险敞口的投资公司、投资基金和投资管理公司来说，资产负债表资本水平是一个更重要的考虑因素。在审查资本水平的充分性时，惠誉博华考虑了资本金相对于投资管理公司、投资公司或投资基金的风险的规模。在资本金是合理分析因素的情况下，惠誉博华会考虑管理层关于最低资本金比率的目标、股票回购计划和股息支付的政策，以及提高新资本金和资本内生的能力。无论是对公司本身还是其任何受监管的子公司而言，如果受监管资本要求的管控，惠誉博华也将对此进行审查。
债务总额（长+短）/资产净值	核心（对于投资基金）	对于投资基金来说，惠誉博华通常会以类似于证券公司的方法来分析杠杆率，使用 NAV 来代替权益。高杠杆水平率将被视为投资基金的负面评级属性，因为收益不太稳定，而且债务偿还通常来自流动性较差资产的出售。投资基金的杠杆率可能会根据风险状况、流动性和资产期限而有很大变化。
资产负债表规模和组成	补充	惠誉博华指出，仅管理外部投资者资产的投资管理公司通常不需要大规模资产负债表来吸收重大损失。在这种情况下，资本水平可能会较低，有形普通股可能为负，即使在投资级资本化和杠杆水平得分水平下也是如此。不过，鉴于投资管理公司的运营范围，惠誉博华预计投资管理公司将拥有足够的现金和现金生成能力，以便在必要情况下抵消意外诉讼或运营损失。在同等条件下，广泛使用资产负债表并进行低流动性投资的投资管理公司，与很少使用资产负债表的投资管理公司相比，其投资资本化和杠杆水平得分往往较低。不过，资本水平、获得资本金的能力，以及流动性等其他因素，可能会抵消这些因素。
商誉	补充	很多投资管理公司通过收购产生商誉，因此资产负债表将拥有大量商誉和其他无形资产。如果收购业务的生存能力恶化，这些资产会减值。惠誉博华将酌情将此类资产减值的可能性纳入其资本化和杠杆水平分析中。惠誉博华指出，资产减值不会对有形资本或股东权益产生任何影响，因为商誉不包括在这两项指标之内。然而，重大的资产减值将是评估投资管理公司整体核心收益的负面指标。
合并杠杆率	补充（对于投资公司）	对投资公司而言，惠誉博华倾向于将未合并债务/权益作为主要的杠杆率指标，并认为现金流杠杆率指标的影响较小。合并后的杠杆率可视为补充指标，用于评估底层资产投资组合的总杠杆率。如果投资公司在向投资组合成员公司提供财务支持方面有持续的记录，惠誉博华还可能会在分析中更多地关注合并后的杠杆率指标。

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平基准 — 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
债务总额/EBITDA (x) <sup>a</sup>	x<0.25	0.25≤x<1.5	1.5≤x<3.0	3.0≤x<5.0	≥5.0
债务总额/EBITDA (x) <sup>b</sup>	x<0.50	0.50≤x<2.5	2.5≤x<4.0	4.0≤x<6.0	≥6.0
债务总额/有形股权 (x) <sup>c</sup>	x<0.15	0.15≤x<0.35	0.35≤x<0.50	0.50≤x<1.0	≥1.0

<sup>a</sup>适用于投资管理公司，其大部分费用基于净资产值进行评估。<sup>b</sup>适用于资产管理公司，其大部分费用基于已投资的资本金或承诺的资本金进行评估。<sup>c</sup>适用于投资公司。

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平指标 — 投资管理公司

投资管理公司	核心与补充
债务总额/EBITDA	核心
净债务/EBITDA	补充
债务总额/有形股权	补充
净债务/有形股权	补充
监管核心一级资本充足率	补充
投资公司	核心与补充
债务总额/有形股权	核心
投资基金	核心与补充
(多头头寸总额 + 空头头寸总额) / 资产净值	核心

来源：惠誉博华

## 融资、流动性和覆盖率 - 投资管理公司

属性	核心与补充	描述
EBITDA/利息支出	核心（对于投资管理公司）	惠誉博华主要根据利息覆盖率对投资管理公司的融资、流动性和覆盖率进行评估。惠誉博华会对投资管理公司采用更保守的利息覆盖率基准，其大部分费用是针对 NAV 评估的，而投资管理公司大部分费用基于承诺的资本金进行评估。对于支付优先股股息的投资管理公司，惠誉博华还将计算利息支出和优先股股息的 EBITDA 覆盖率。
股息收入及利息收入/利息支出	核心（对于投资公司）	对于投资公司而言，覆盖率根据投资组合成员公司的股息收入和利息收入，以及与控股公司营业费用、利息费用和股息相关的投资做出评估。对于没有明确股利政策的私人控股投资公司，惠誉博华可能会将控股公司股利从这一比率的分母中剔除。
（现金+未抵押资产）/无抵押债务	核心（对于投资基金）	对于投资基金而言，惠誉博华更注重资产的流动性，而不是现金流生成能力。
融资稳定性和多元化	补充	在评估此类融资来源的稳定性时，惠誉博华会审查债务到期日状况、任何短期债务的到期还款来源、重大债务合同的性质，以及这些合同下的当前和近期绩效。获得无抵押债务和不依赖任何单一的融资来源被认为是融资、流动性和覆盖率得分的积极因素，债务到期结构也是如此。对于拥有更多重大资产负债表风险敞口的投资公司、投资基金和投资管理公司，惠誉博华还在评级中考虑公司融资来源相对于其资产期限和资产流动性的债务到期状况。
流动性来源和条件	补充	惠誉博华将考虑投资管理公司的流动性来源，包括承诺贷款、现金流产生能力、不受约束的资产负债表现金，以及资产负债表投资。有关基于负债的流动性来源，惠誉博华会考虑贷款的条款和期限、相关合同以及融资提供商的质量。对于另类投资管理公司，惠誉博华会审查相对于无准备金承诺的流动性水平，特别会注意资产负债表现金和流动性证券占无准备金承诺的百分比。同样的评估也适用于没有广泛使用自身资产负债表的投资管理公司，尽管考虑程度较轻。惠誉博华期望这种投资管理公司具有合理水平的现金或基于负债的流动性，以满足意外损失、预期债务到期、利息支付和其他流出的需求。
分红	补充	投资管理公司倾向于每年分配相当大一部分收入。尽管惠誉博华认为，投资管理公司具有根据需要调整分配的灵活性，但流动性约束往往在更恶劣的经济和市场环境中产生，因为该环境下补充收益流往往相对较低。因此，较高分配率可能是对融资、流动性和覆盖率得分的限制。
赎回风险	补充（对于投资基金）	对于投资基金，惠誉博华分析初始封闭期的结构、其后基金的赎回参数（频率、通知期、金额等），以及对流动性管理进行评估的任何要素。

来源：惠誉博华

## 融资、流动性和覆盖率基准 - 投资管理公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
EBITDA/利息支出 (x) <sup>a</sup>	x>18	12<x≤18	6<x≤12	3<x≤6	x≤3
EBITDA/利息支出 (x) <sup>b</sup>	x>12	8<x≤12	4<x≤8	2<x≤4	x≤2
一年股息及利息收入/一年控股公司利息支出 (x) <sup>c</sup>	x>10	6<x≤10	3.5<x≤6.0	2.5<x≤3.5	x≤2.5
一年股息和利息收入/两年控股公司营业支出、利息支出和股息 (x) <sup>d</sup>	x>1.0	x>1.0	x>1.0	x≤1.0	x≤1.0

<sup>a</sup> 投资管理公司的大部分费用基于净资产值评估。<sup>b</sup> 适用于资产管理公司，其大部分费用基于已投资的资本金或承诺的资本金评估。<sup>c</sup> 适用于投资公司。<sup>d</sup> 适用于没有明确股息政策的私人投资公司，惠誉博华很可能将持有公司股息从该比率的分母中剔除。

来源：惠誉博华

## 融资、流动性和覆盖率指标 - 投资管理公司

投资管理公司	核心与补充
EBITDA/利息支出	核心
(现金+流动资产)/总资产	补充
(现金+流动资产)/债务	补充
(现金+流动资产+共同投资)/债务	补充
流动资产/基金承诺	补充
股息/现金收入	补充
投资公司	核心与补充
一年股息及利息收入/一年控股公司利息支出	核心
一年股息和利息收入/两年控股公司营业支出、利息支出和股息	核心
投资基金	核心与补充
(现金+未抵押资产)/无抵押债务	核心
低流动性资产总额/资产净值合计	补充

来源：惠誉博华

## 财务状况 — 投资管理公司

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
资产绩效	在整个市场周期中，AUM 流入/稳定性异常强劲。费率和奖励结构明显高于行业标准。集中度风险（行业、发行年和投资者）非常低或已被有效缓释。	在整个市场周期中，AUM 流入/稳定性非常强劲。费率和奖励结构大幅高于行业标准。集中度风险（行业、发行年和投资者）较低或已被有效缓释。	在整个市场周期中，AUM 流入/稳定性良好，尽管在市场极度紧张的时期，流量可能变为负值。费率和奖励结构高于行业标准。集中度风险（行业、发行年和投资者）可能不大。	AUM 流入/稳定性可能会受到市场条件/趋势的更大影响。费率和激励结构基本符合行业标准。集中度风险（行业、发行年和投资者）中等。	AUM 流入/稳定性可能会受到市场条件/趋势的重大影响。费率和奖励结构低于行业标准。集中度风险（行业、发行年和投资者）合理。	由于集中于产品/基金类型的原因，AUM 流量在极端市场压力后可能保持负值。费率和奖励结构远低于行业标准。集中度风险（行业、发行年和投资者）重大。	由于基金/资产类别中的重大大量集中度，AUM 流量波动很大。费率和奖励结构远低于行业标准。
收益和盈利能力	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力是高度可预测的。对交易收入的依赖有限。高可变成本结构。相对于同行业公司，回报优越。	在多重经济和利率周期中，收益和盈利能力的可预测程度非常高。对交易收入的依赖有限。高可变成本结构。相对于同行业公司，回报强劲。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力是适度可变的。对交易收入的适度依赖。大幅可变成本结构。相对于同行业公司，回报可靠。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能可变。对交易收入的适度依赖。大幅可变成本结构。相对于同行业公司，回报充分。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能高度可变。对交易收入的中度依赖。成本结构变化比同行企业小。相对于同行业公司，低于平均回报率。	收益和盈利能力有波动，并与经济和/或利率周期中高度关联。对交易收入的严重依赖。成本结构大致固定。相对于同行业公司，回报较弱。	从报表或运营的角度来看，可能已无法盈利。恢复盈亏平衡或可持续盈利能力极为不确定。
资本化和杠杆水平	资本化和杠杆水平极强，与资产负债表风险和/或收益波动性相匹配。杠杆率目标结合了抵御严重市场价值冲击的能力。	资本化和杠杆水平强劲，与资产负债表风险和/或收益波动性相匹配。杠杆率目标结合了抵御重大资产质量问题和市场价值冲击的能力。	资本化和杠杆水平能够与资产负债表风险和/或收益波动性相匹配。杠杆水平可能相对波动较大，但可能受到严重资产质量和市场价值冲击的影响不大。	资本化和杠杆水平可能无法完全与资产负债表风险和/或收益波动性相匹配。杠杆水平可能更容易受到严重资产质量和市场价值冲击的影响。	资本化和杠杆水平不能完全与资产负债表风险和/或收益波动性相匹配。杠杆水平高于同行，但应能承受资产质量和市场价值冲击。	资本化和杠杆水平不能对与资产负债表风险和/或收益波动性相匹配。杠杆水平可能远高于同行机构，并且极易受到资产质量和市场价值冲击的影响。	资本化和杠杆水平有明显的缺陷，有资本注入或需要资本注入。
融资、流动性和覆盖率	融资和流动性极其稳定。对机构融资依赖性最低。对外部融资不敏感。资金来源高度多元化。已经建立极其稳健的应急融资计划。	融资和流动性非常稳定。对短期融资的依赖性最低。机构融资主要是长期的，具有成熟投资者偏好。融资对自身信用水平的敏感度较低。资金来源非常多元化。已经建立非常稳健的应急融资计划。	融资和流动性稳定。机构融资主要是长期性的。融资对自身信用水平有一定的敏感度。融资来源相对多元化。已经建立稳健的应急融资计划。	融资和流动性总体上是稳定的，尽管可能有适中的融资集中度，或者依赖不太稳定的机构融资来源。融资对自身信用水平敏感，并且在压力期间流动资金可能变得更为昂贵或更不稳定。已经建立合理的应急融资计划。	融资和流动性总体上是稳定的，尽管可能有较大的融资集中度，或者合理依赖于不太稳定的机构融资来源。在市场压力时期，获得融资可能不确定。应急融资计划可能不充分。	融资和流动性不太稳定，可能容易出现债权人要求的突然变化。在市场压力时期获得融资是非常不确定的。应急融资计划可能没有很好地制定出来。	融资与流动性不稳定，缺乏任何正式的重大支持机制。缺乏应急融资计划。

来源：惠誉博华

## II.5.c 融资和租赁公司

惠誉博华对融资和租赁公司的财务状况评估会考虑以下子因素：

- 资产质量
- 收益和盈利能力
- 资本化和杠杆水平
- 融资、流动性和覆盖率

### 资产质量 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
减值和不良比率	核心	惠誉博华对融资和租赁公司资产质量的评估主要侧重于贷款减值，但也考虑了拖欠、非应计资产、净坏帐冲销和拨备覆盖率使用率较高的融资和租赁公司)。惠誉博华基于公司的授信评级标准和明确的风险偏好，评估上述指标随时间推移以及在市场周期中的表现，并将这些衡量指标与同业公司的同类产品进行比较。与
借款人状况	补充	银行的资产质量基准一致，惠誉博华针对高资产负债表使用率的融资和租赁公司的资产质量基准，通过将实体的经营环境与财务指标相结合而得出。这反映了惠誉博华的预期，即由于实体运营所处环境产生的财务风险状况不同，经营环境在各个地区存在差异（参见章节 II.1，经营环境评估），而经营环境在评估中占比较高。由于资产质量不是某些子行业的主要分析考虑因素（例如，资产绩效更适用于投资管理公司），当经营环境差异不存在（例如，对于在单一经营环境中操作的商业开发公司）时，不会按经营环境对其他非银行金融机构衡量指标或子行业进行分类。
服务、收款和处置	补充	对于发放消费贷款的公司，惠誉博华可能会审查贷款组合的数据，例如每个账户的平均余额和平均收益，以及相对平均值的差异。也可能涉及贷款组合的人口统计资料或内部及外部信用评级。对于商业贷款公司和租赁公司，惠誉博华可能会审查融资的企业或设备的类型、贷款价值比，以及与承租人有关的任何内部信用评级或监督名单。对于租赁公司而言，其评估取决于租赁协议的期限和租赁设备的类型，承租人的信用水平重要性较低。
季节性和增长影响	补充	惠誉博华认为，强大的服务和收款平台是资产质量的组成部分，因为它可以对资产减值/逾期和核销产生重大影响。例如，惠誉博华会考虑发行人有关不良/逾期账户的收款策略，以及提升预期周转率的能力。对于租赁公司，惠誉博华也考虑到发行人以经济高效的方式收回和处置抵押品的能力。惠誉博华考虑到了发行人在处置渠道方面的灵活性，并试图评估发行人在响应不断变化的市场条件时，快速解约和重新签约的能力。抵押品销售收益随时间变化和残值的相关性，用于评估租赁公司折旧政策的有效性。
业务模式细节	补充	由于资产质量可能会因增长而出现偏离，因此只要有可能，惠誉博华就会在静态池的基础上进行分析，以衡量不同发行年的资产质量。静态池或账龄分析可以提供早期警告，例如资产质量快速恶化和强制加速核销，这可能凸显授信政策的放松。惠誉博华认识到，季节性会对资产质量产生较大影响，为补充静态池分析，惠誉博华可能会分析其他经增长调整的资产质量指标，在一致（当前）和滞后的基础上查看资产不良/逾期和净抵押率。此外，组合规模下降也可能导致同步和滞后的信用指标失真，因此，在这些情况下，惠誉博华还将追踪不同时期组合不良/逾期和损失之间的相对和绝对变化。
		融资和租赁公司的关键资产质量指标与不良资产管理公司不太相关，不良资产管理公司的资产通常是不良资产，但能以相当大的折扣获得。惠誉博华的做法是，将重点放在收购的组合相对于其购买价格所产生现金流的稳定性和弹性上。惠誉博华还将审查行业指标，例如总现金回报倍数、净现金回报倍数（扣除催收业务成本）和已购买资产的支付价格/面值（如有）。

注：若采用 IFRS 9 编制企业财报，减值贷款为处于“第 3 阶段”的贷款。

来源：惠誉博华

### 资产质量指标 - 融资和租赁公司

指标	核心与补充
减值和不良比率	核心
贷款减值准备	补充
不良贷款减去贷款减值准备/股东权益	补充
净手续费/平均贷款	补充
残值收益（损失）/资产账面价值	补充

注：如果认为季度数据受到季节性的不当影响，而不能反映长期资产质量趋势，惠誉博华可能会排除季度数据或对其进行标准化处理。

来源：惠誉博华

### 经营环境下的资产质量基准 - 融资和租赁公司

(%)	经营环境得分	评级类别				
		aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
减值和不良率	aa 及以上	x≤1	1<x≤3	3<x≤6	6<x≤14	x>14
	a	x≤0.25	0.25<x≤2	2<x≤5	5<x≤12	x>12
	bbb		X≤0.5	0.5<x≤4	4<x≤10	x>10
	bb			x≤0.75	0.75<x≤5	x>5
	b 及以下				x≤1	x>1

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
税前净收入/平均资产	核心（对于资产负债表使用率较高的融资和租赁公司）	对于资产负债表使用率较高的融资和租赁公司，惠誉博华主要关注投资组合收益率、资产回报率和资本回报率，该等因素在银行和非银行领域更容易比较。惠誉博华还将考虑风险调整后的利润率，并衡量所承担风险的盈利水平，因为该指标从净营业收入总额中扣除了拨备费用和利息费用。对收益质量的审查主要反映了对经常性现金收益的评估，主要是净利息、租赁和费用收益，而不是衍生工具或投资的非经常性损益、非现金收益或按市值计算的收益。
调整后的 EBITDA/收入	核心（对于资产负债表使用率较低的融资和租赁公司）	对于资产负债表使用率较低的融资和租赁公司，惠誉博华会强调调整后的 EBITDA 利润率分析。当主要收入来自于费用，如融资和租赁公司资产负债表使用率低，惠誉博华会评估这些费用在一个周期内的可靠性和可变性。此外，惠誉博华还可能审查费用型服务的应计项目，例如信用卡使用奖励或未获得收入的费用抑制政策，以评估收入可靠性（如适用）。对于平均租赁期限相对较短的租赁公司，以及对于证明稳定的基于资产产生现金的和/或与资产负债表无关的重大收益的公司，例如不良资产管理公司，惠誉博华的收益和盈利能力分析通常侧重于现金流指标和分析。惠誉博华可能对其 EBITDA 计算进行调整，如果折旧被认定为经常性运营费用，且预计租赁资产水平不会发生重大变化，则将折旧费用剔除。不过，在这种情况下，惠誉博华将把出售租赁资产所得的收益追加到现金流计算中，因为该收益可能使偿还债务的重要来源。
营业费用	补充	惠誉博华还关注与贷款或租赁相关的运营成本，包括可变成本和固定成本。惠誉博华确认，融资和租赁公司可能有非常不同的成本结构。
折旧和非现金项目	补充	折旧费用对于租赁公司来说通常是一个重要的非现金项目，惠誉博华认为这是一个重要的成本，因为这类公司通常需要不断更换经营租赁中涉及的设备，并保持在一定的年份内。在发行人报告大量非现金收入的情况下，惠誉博华可以请求将报告的收益与运营现金流进行核对。惠誉博华认为大量的非现金项目降低了收益质量。
证券化的处理	补充	在融资和租赁公司将应收款项类投资证券化并将其从资产负债表或不在其资产负债表中的服务资产中移除的情况下，惠誉博华侧重于利润指标，该指标会考虑与公司提供的贷款或租赁组合相关的盈利和费用。这更清楚地显示了业务的潜在盈利能力，因为发行人通常会为证券化工具中的资产提供服务而收取费用。

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力基准 - 融资和租赁公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
税前收入/平均资产(%) <sup>a</sup>	x>4	3<x≤4	2<x≤3	1<x≤2	x≤1
调整后的 EBITDA/收入(%) <sup>b</sup>	x>25	20<x≤25	15<x≤20	10<x≤15	x≤10

<sup>a</sup> 适用于资产负债表使用率高的融资和租赁公司。<sup>b</sup> 适用于资产负债表使用率高的融资和租赁公司。

来源：惠誉博华

## 收益和盈利能力指标 - 融资和租赁公司

高资产负债表使用率	核心与补充
税前净收入/平均资产	核心
税前净收入/平均净资产	补充
残值收益（亏损）/净收入	补充
营业费用/总净收入	补充
折旧费用/总收入	补充
低资产负债表使用率	核心与补充
调整后的 EBITDA/收入	核心
税前收入/收入	补充

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平—融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
债务/有形股权	核心（对于资产负债表使用率较高的融资和租赁公司）	惠誉博华对融资和租赁公司的资本化和杠杆水平指标的评估主要侧重于传统的杠杆率指标，针对高资产负债表使用率的融资和租赁公司。
债务/调整后的 EBITDA	核心（对于资产负债表使用率较低的融资和租赁公司）	针对资产负债表使用率低的融资和租赁公司，以及拥有能够产生稳定现金流的资产得公司，和/或拥有与资产负债表无关的重大收益的公司（如不良资产管理公司），惠誉博华对融资和租赁公司的资本化和杠杆水平指标的评估主要侧重于这些公司的债务/调整后的 EBITDA。
业务模式细节	补充	对于租赁期限较长和有重大残值风险的租赁公司，如大型设备出租公司，资本化和杠杆水平的重点是资产负债表指标，如债务/净资产。对于平均租赁期限相对较短的租赁公司，如出租汽车公司和小型出租汽车公司，以及拥有能够产生稳定现金流的资产的公司，和/或拥有与资产负债表无关的重大收益的公司（如不良资产管理公司），惠誉博华的杠杆率和资本水平的分析可能采用企业方法，重点关注现金流覆盖率和偿债能力。惠誉博华使用调整后的 EBITDA 代替现金流。对于不良资产管理公司，惠誉博华还将评估债务总额/预计剩余回收款（如适用）。
双重杠杆率	补充	在适用情况下，惠誉博华还会考虑双重杠杆率，定义为对子公司的权益投资加上控股公司无形资产除以净资产，这反映了在母公司层面发行的债务，已经作为股权包含到子公司中。小幅的双重杠杆率在预期之中，但惠誉博华会担心双重杠杆率持续处于高位（即高于母公司普通股的 120% 或更多）的情况，除非能通过其他方式（如子公司流动性支持协议）进行缓解。高位双重杠杆率可能会导致母公司与子公司之间的评级差距扩大，特别是如果涉及受监管的子公司，因为这些实体的派息可能受到限制。在可行的情况下，惠誉博华将审查受监管子公司的派息能力相对于控股公司固定成本和股息。

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平 - 融资和租赁公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
债务/有形股权 (x) <sup>a</sup>	x<1.0	1.0≤x<3.0	3.0≤x<5.0	5.0≤x<7.0	x≥7.0
债务/调整后的 EBITDA (x) <sup>b</sup>	x<0.5	0.5≤x<1.5	1.5≤x<2.5	2.5≤x<3.5	x≥3.5

<sup>a</sup>表示资产负债表使用率高的融资和租赁公司。<sup>b</sup>表示资产负债表使用率高的融资和租赁公司。

来源：惠誉博华

## 资本化和杠杆水平指标 - 融资和租赁公司

高资产负债表使用率	核心与补充
债务/有形股权	核心
核心一级资本充足率	核心
股东权益/有形资产	补充
(净收入 - 股息 - 股份回购) / 初始权益	补充
股东权益/风险加权资产	补充
低资产负债表使用率	核心与补充
债务/调整后的 EBITDA	核心

来源：惠誉博华

## 融资、流动性与覆盖率 - 融资和租赁公司

属性	核心与补充	描述
无抵押债务/债务总额	核心（对于资产负债表使用率较高的融资和租赁公司）	惠誉博华认为，过度依赖资产支持证券化、回购、有担保债券或有担保银行贷款等担保融资来源，可能会降低融资和租赁公司的融资、流动性和覆盖率评分，因为高比例的担保资产将降低财务灵活性。在评估债权人保护时，如果信息可用，惠誉博华将把重点放在无抵押债务占债务总额的百分比上，进而放在相对于无抵押债务的未支配资产上。这不仅包括支持无抵押债务的资产金额，还包括其相对质量。惠誉博华通常通过应用估价扣减来强调资产价值，这取决于资产类别的风险。在考虑未支配资产时，惠誉博华还根据对融资协议和质押资产中可能存在的留置权优先级进行调整。
调整后的 EBITDA/利息支出	核心（对于资产负债表使用率较低的融资和租赁公司）	对于资产负债表使用率较低的融资和租赁公司，惠誉博华对融资、流动性和覆盖率的评估主要基于利息覆盖率，而不是融资或流动性。对于平均租赁期限相对较短的租赁公司，如出租汽车公司和小型出租汽车公司，以及拥有能够产生稳定现金流的资产的公司，和/或与资产负债表无关的重大收益的公司（如不良资产管理公司），惠誉博华对融资、流动性和覆盖率的分析通常侧重于现金流指标。对于支付优先股股息的融资和租赁公司，惠誉博华还将计算利息支出和优先股股息的 EBITDA 覆盖率。
短期融资的依赖程度	补充	惠誉博华认为，发行人可能有动机使用短期债务融资，因为这通常成本较低；不过，过度依赖短期融资可能存在较大问题，尤其是在市场压力时期。惠誉博华侧重于考虑短期融资所对应的资产到期时间。例如，具有非常短期资产（收费卡、保理应收账款或某些消费贷款）的发行人可能比具有长期资产（例如抵押贷款、学生贷款或飞机租赁）的发行人更能依赖资产现金流来支持短期融资。尽管资产到期时间很短，也应该有一定程度的长期融资来业务提供资金。
应急融资	补充	应制定健全的应急计划，以应对由短期债务支撑的短期资产可能无法在业务或产品周期的所有阶段产生预期水平现金流的可能性。这包括由于债务延期需要用短期债务来提供资金支持。应急融资在财务紧张时应能合理使用，不应依赖发行人来维持合同的合规性。惠誉博华预计，投资级融资和租赁公司已制定应急计划，让实体能够应对流动性和融资市场的长期中断。这可以通过在 12 个月内通过产生现金流和从适当评级的实体承诺融资贷款来为核心运营提供资金的能力来证明，但如果这是正常市场条件下融资的主要来源，则不包括进入公共无担保市场。此外，惠誉博华可能评估公司的缩减规模或清算方案，以了解如何有效和高效地清算资产，以便及时支付成本，包括偿还债务。
融资质量与多元化	补充	惠誉博华认为，在市场、投资者和地区以及稳定性等方面来源多样的融资，对融资、流动性和覆盖率评分都是正面的。惠誉博华可能分析已使用和未使用的授信额度、信用提供者的组成以及贷款的使用频率。惠誉博华关注融资和租赁公司与其信贷提供商客户关系的时间长度以及其他业务流（例如现金管理或证券授信），因为这可能对贷款人在财务困难期间是否支持发行人产生重大影响。惠誉博华可能只考虑来自评级较高银行和/或评级等于或高于发行人的银行的未使用授信额度作为可用流动性。
证券化的处理	补充	当证券化活动占比很大时，惠誉博华可能会将证券化后的应收款项类投资的质量与其他无抵押投资的质量进行比较，以确保不会出现“随意选择”或“逆向选择”。惠誉博华认为，证券化的应收款项类投资应该反映跨行业的贷款发放和租赁业务。因此，依赖出售最差或最强信贷资产的策略可能会对融资、流动性和覆盖率评分产生负面影响。此外，惠誉博华认为，融资和租赁公司应该能够证明其发起的所有资产类型的流动性。例如，如果发行人不能证明特定资产类别的二级市场流动性，惠誉博华可以视情况查看额外的资本金和/或流动性来支持该特定资产。此外，惠誉博华可能会考虑提高自愿支持无追索权债务的可能性，如果公司过度依赖证券化作为融资的来源。如果表现不佳，发行人可以通过自愿支持的方式来限制声誉损失和潜在损失。
合同条款的合规性	补充	惠誉博华可能会考虑信用协议中的合同条款来理解合同和安全特性，因为这些合同条款可能影响融资和租赁公司开展业务的能力。尽管技术上的违约（如财务条款违规）通常可豁免，但通常要付出极大代价。因此，如果合同条款违约表明实体风险状况或财务灵活性出现重大变化，那么可能对惠誉博华的融资、流动性和覆盖率评估产生负面影响。
股息支付率	补充	很多融资和租赁公司将部分收入支付给母公司或私人股东，这是利用现金的一种方式。对于派息率，惠誉博华侧重于包括股息和净股份回购在内的综合影响，以评估对流动性的影响。

来源：惠誉博华

## 融资、流动性与覆盖率指标 - 融资和租赁公司

高资产负债表使用率	核心与补充
无抵押债务/债务总额	核心
短期债务/债务总额	补充
调整后的 EBITDA/利息支出	补充
股息/净收入	补充
低资产负债表使用率	核心与补充
调整后的 EBITDA/利息支出	核心

来源：惠誉博华

## 融资、流动性与覆盖率基准 - 融资和租赁公司

	aa 及以上	a	bbb	bb	b 及以下
无抵押债务/债务总额 (%) <sup>a</sup>	x>90	50<x≤90	35<x≤50	x≤35	x = 0
调整后的 EBITDA/利息支出(x) <sup>b</sup>	x>15	10<x≤15	6<x≤10	3<x≤6	x≤3

<sup>a</sup>适用于资产负债表使用率高的融资和租赁公司。<sup>b</sup>适用于资产负债表使用率高的融资和租赁公司。

来源：惠誉博华

## 财务状况 - 融资和租赁公司

	aaa	aa	a	bbb	bb	b	ccc 及以下
<b>资产质量</b>	具有无可比拟的稳定性，在整个经济和/或利率周期中减值极低和/或损失极小。资产质量指标始终优于同业机构。集中度风险非常低，或得到有效缓释。	具有极高稳定性，在多个经济和/或利率周期中减值资产较少和/或损失水平较低。资产质量指标优于同业机构。集中度风险低，或得到有效缓释。	具有高度稳定性，适度的减值资产和/或损失水平。资产质量在经济或利率周期中有适度变化。资产质量指标可能略好于同业机构，或者不太容易受到经济和/或利率周期的影响。集中度风险适度优于同业水平。	具有一定稳定性，行业平均的减值资产和/或损失水平。资产质量指标可能随经济和/或利率周期波动。资产质量和/或集中度风险措施通常与广泛的行业平均水平一致。	减值资产和损失高于行业平均水平。随着经济/或利率周期的变化，资产质量指标有可能波动性更大，通常比广泛的行业平均水平更差或更脆弱。集中度风险可能高于平均水平。	不良的资产质量、减值资产和亏损波动较大。随着经济/或利率周期的变化，资产质量指标有可能波动性很高，通常比广泛的行业平均水平更差或更脆弱。集中度风险可能很高。	具有或可能具有大幅弱于行业基准或历史规范的资产质量指标。
<b>收益和盈利能力</b>	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力是高度可预测的。盈利能力始终与风险规避措施的性质相匹配。	在多个经济和利率周期中，收益和盈利能力的可预测度非常高。盈利能力指标与风险相匹配，风险很低但有小幅变化。总体上仍优于可比较的机构。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能适度波动。盈利能力指标与低风险相匹配，但受可变因素影响。盈利能力通常优于行业平均水平。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力适度波动。盈利能力指标反映了内在风险或竞争激烈的环境，并可能受到更多可变因素的影响。盈利能力为平均水平。	在整个经济和/或利率周期中，收益和盈利能力可能波动较大。盈利能力指标可能不能充分反映内在风险，并受到可变因素的影响。盈利能力低于平均水平。	收益和盈利能力有波动，并与经济和/或利率周期高度关联。盈利能力指标可能不能充分反映内在风险，并受到可变因素的影响。盈利能力大幅低于平均水平。	从报表或运营的角度来看，可能已无法盈利。恢复盈亏平衡或可持续盈利能力极为不确定。
<b>资本化和杠杆水平</b>	资本水平非常强大，与风险相对应。资本和杠杆率目标涵盖了抵御严重资产质量问题和市场冲击的能力。	资本水平较强，与风险相对应。资本和杠杆率目标结合了抵御重大资产质量问题和市场冲击的能力。	资本水平广泛与风险相对应。资本和杠杆率水平可能相对波动较大，但可能仅受到严重资产质量和市场冲击的小幅影响。	资本水平可能没有与风险完全对应。资本和杠杆率水平可能更容易受到严重资产质量和市场冲击的影响。	资本水平可能没有与风险完全对应。资本和杠杆率会承受资产质量和市场冲击。	资本水平没有与风险相对应。资本和杠杆率水平可能远低于同行机构，并且极易受到资产质量和市场冲击的影响。	资本化和杠杆水平有明显的缺陷，有资本注入或需要资本注入。
<b>融资、流动性和覆盖率</b>	融资和流动性极其稳定。对机构融资依赖性极低。融资对置信度不敏感。资金来源极为多元化。融资持续时间明显超过投资组合资产的平均期限。融资完全没有担保，由极为稳健的未支配资产池提供支持。极其稳健的应急融资计划已到位。	融资和流动性非常稳定。对短期融资的依赖性很低。机构融资主要是长期的，具有成熟的投资者偏好。融资具有相对较低的敏感性。融资来源非常多元化。融资持续时间超过投资组合资产的平均期限。融资大多数没有担保，由非常稳健的未支配资产池提供支持。非常稳健的应急融资计划已到位。	融资和流动性稳定。机构融资主要是长期性的。融资可能具有适度的敏感性。融资来源相对多元化。融资持续时间与投资组合资产的平均期限相对应。融资很多没有担保，由稳健的未支配资产池提供支持。稳健的应急融资计划已到位。	融资和流动性总体稳定，尽管可能有中等的融资集中度。依赖不太稳定的机构融资来源。融资渠道不太稳定。融资持续时间与投资组合资产的平均期限相对应。合理的无担保融资占比，有适量未抵押资产提供支持。合理的应急融资计划已到位。	融资和流动性总体稳定，尽管可能有融资集中度。适度依赖不太稳定的机构融资来源。在市场压力时期，获得融资可能不确定。融资持续时间可能没有与投资组合资产的平均期限相对应。合理的担保融资占比，部分资产负债表资产作为抵押品融资。应急融资计划可能还不充分。	融资和流动性不太稳定，可能容易出现债权人要求的突然变化。在市场压力时期获得融资是非常不确定的。融资持续时间没有与投资组合资产的平均期限相对应。大量资产负债表资产作为担保融资。应急融资计划不够完善。	融资和流动性不稳定。融资持续时间非常短。以全部资产担保融资。应急融资计划不存在。

来源：惠誉博华

### III. 支持

与银行不同的是，大多数非银行金融机构通常不能获得极强的政府支持，使其在压力情况下仍然能够继续偿还债务。如本报告章节 I 所述，非银行金融机构最常见的支持来源是股东（机构支持），政府的支持则很少。惠誉博华对获得支持可能性的看法一般反映在非银行金融机构的支持评级（SR）中，如果机构最可能的支持形式是政府支持，也将反映在支持评级底线（SRF）中。对于特定发行人，如果认为不太可能存在重大政府支持，则不会授予 SRF。

#### III.1 政府支持

在评估政府对非银行金融机构提供特别支持可能性时，惠誉博华的重点通常是政府可能提供的援助。因为政府既有防止实体违约的动机，又有制定监管和法律权力。然而，在某些情况下，惠誉博华还将评估国家层面和地方政府向破产的非银行金融机构提供支持的可能性。

少数非银行金融机构的某些业务更类似于金融公用事业部门，但惠誉博华认为政府对非银行金融机构的支持决策可能更多地由公司政策性作用来决定，而不是取决于其系统性重要性。

#### 隐含经营环境和支持评级底线

隐含经营环境	高支持倾向下的典型 SRF
aaa 范围	AA+ 至 AA-
aa 范围	AA 至 A+
a 范围	较经营环境得分下调 1-2 个子级
bbb 范围	较经营环境得分下调 0-2 个子级
bb 范围	较经营环境得分下调 0-1 个子级
b 范围及以下	与经营环境得分等同

来源：惠誉博华

##### III.1.1 政府提供支持的能力

**本评估的重要性：**就非银行金融机构获得政府支持而言，政府必须有能力和倾向提供支持。如果政府提供支持的能力受到更多限制，则支持通常不太可能实现，从而导致 SR 和 SRF 较低，或者不存在 SR 和 SRF。

##### III.1.2 政府提供支持的倾向

非银行金融机构一般不太可能像银行那样具有系统重要性，特别是如果不是金融体系的重要组成部分。因此，大多数非银行金融机构不太可能得到政府支持。尽管政府会考虑其系统重要性及其与金融系统的相互联系，但具有政策作用才能提高非银行金融机构可能获得政府支持的可能性。

## 授予支持评级底线的关键因素<sup>a</sup>

因素	正面（高于 SRF）	中性	负面（低于 SRF）	
政府的支持能力	金融体系相对于经济的规模 潜在问题的规模	小 金融部门在经济低迷时期遭受较大损失的可能性低。	平均 金融部门在经济低迷时期遭受较大损失的可能性中等。	大 金融部门在经济低迷时期遭受较大损失的可能性较高。
	金融体系结构	低集中度，股权主要由强股东持有	中等集中度，部分股权由强股东持有	高集中度，有限股权由强股东持有
	金融体系的负债结构	长期/稳定的当地货币融资占据主要地位。	融资稳定性一般和/或有一定规模的外币债务。	短期外币融资金额较大。
	政府财务灵活性	优越（例如低负债、大量外汇储备和/或良好的市场融资获得性）	平均（例如平均水平的债务和储备金和/或合理的市场融资获得性）	薄弱（例如高负债、低外汇储备和/或不确定的市场融资获得性）
政府对非银行金融机构的支持倾向	制度重要性或政策作用	对金融体系和传到风险具有极高的系统重要性；占据主导地位的市场份额或高度战略政策作用。	对金融体系和经济具有重要意义；高传到风险或重要的政策作用。	中度或低度系统重要性；更有限的传到风险或有限的政策作用。
	金融机构的负债结构	政治上可以接受救助高级债权人的可能性非常有限（如有）。	重要的国外/批发基金，在某些情况下，政治上可以接受救助。	高额的国外/批发基金，在很多情况下，政治上可以接受救助。
	股权结构	政府战略性控股，或与政府关系密切的民营股东。	非战略性政府所有，或与政府关系适中的民营股东。	外资所有权，或与政府关系较弱的民营股东。
	非银行金融机构破产的具体情况	不适用	经营失败更有可能归结于常规经营活动	企业治理弱点可能是导致经营失败的重大风险

<sup>a</sup> 本表中确定的因素决定了支持评级底线中所示的 SRF 范围。也将考虑除表格外的其他相关因素。  
来源：惠誉博华

## III.2 机构支持

惠誉博华对非银行金融机构子公司的评级中不一定包括母公司支持。一方面，控股金融子公司可能获得很高的支持概率，因为它的存在增强了母公司经营的战略目标和收入增长。另一方面，出于税收优惠考量而设立的实体获得支持的概率较低。

在确定母公司对非银行金融机构子公司的潜在支持时，惠誉博华考虑了母公司提供支持的能力和倾向，以及子公司获得母公司支持的能力，具体请见下文章节 III.2.1 和 III.2.2。

### III.2.1 母公司支持子公司的能力以及子公司使用支持的能力

**本评估的重要性：**根据定义，非银行金融机构要获得股东支持，其股东必须既有能力也愿意提供支持，且子公司必须能够使用母公司支持来避免违约。

**母公司 IDR：**惠誉博华对母公司支持子公司能力的评估始于母公司的长期 IDR。这些评级限制了母公司提供支持的能力，因为惠誉博华认为，母公司在自身违约时为子公司提供支持的可能性不大。此外，诸如母公司/集团监管和相对规模等其他因素，也可能在一定程度上影响母公司提供支持的能力。

**母公司 VR：**如果母公司的长期 IDR 基于政府支持，例如银行母公司，惠誉博华将考虑是否允许这种支持流向子公司。惠誉博华认为，鉴于子公司违约对集团运营和声誉会产生潜在负面影响，母公司监管机构在很多情况下会有相当强的激励措施，允许支持流入子公司。

然而，如果惠誉博华判断支持流入存在重大不确定性，相比于一般情形，则可能拉大母公司和子公司长期 IDR 之间的调整幅度。如果惠誉博华认为支持流入存在高度不确定性，则可能使用银行母公司的生存力评级或独立的信用风险评估，而不是其长期 IDR，作为其评估母公司支持其子公司能力的基准评级。

如果由于次级债务和/或控股公司债务的大量缓冲，导致集团主要营业银行的长期 IDR 高于其 VR 评级，则对于高度整合的国内子公司以及预先部署了大量次级债务缓冲的高度整合的国际子公司而言，母公司的 IDR 通常用作它们的基准评级。否则，子公司的 IDR 通常低于母公司的 VR，这表明子公司高级债权人在母公司经营失败时能否从母公司的初级债务缓冲中受益，存在很大不确定性。

此外，在惠誉博华看来，决定母公司支持子公司倾向的很多因素（如战略重要性、整合程度和股权结构），也可能影响母公司监管机构决定是否允许支持流向子公司。

**母公司/集团监管：**除“政府支持流入”的问题外，母公司层面的重大监管限制可能会更普遍地降低资本金的可互换性和集团内部的流动性（如适用），从而降低母公司向子公司提供支持的能力。

相反，明确的支持子公司的监管要求将对授予的子公司 IDR 产生积极影响，从而使其与母公司的 IDR 水平保持一致，在支持倾向可能较低的情况下也是如此。母公司和子公司监管机构之间的正式或非正式协议可能会提高提供支持的可能性。

**相对规模：**如果子公司构成并表集团的较大部分，即使其自身（独立）资产负债表相对未受损，母公司也可能难以提供充分、及时的重大支持。惠誉博华认为，如果多个子公司因在单一地区运营等原因，对母公司的支持需求具有高度相关性，那么这种风险将更大。当子公司相对于并表集团规模较大时，惠誉博华可能会增加母公司与子公司长期 IDR（后者受母公司支持推动）之间的评级调整力度。

**共同评级：**在某些情况下，如果子公司规模很大（如占集团资产 25% 以上），母公司可能无法为子公司提供支持，因为其资产负债表规模不够大，无法产生足够的经营现金流，或者无法有效地利用资本市场。此外，这些非常大的子公司在管理、资产负债表可互换性和系统方面倾向于与其母公司高度整合，这意味着子公司和母公司信用状况可能高度相关。在这种情况下，惠誉博华不会将子公司的评级建立在母公司支持的基础上，而是会为母公司和子公司授予“共同”评级，这反映了其信用状况不能有效剥离的事实。

如果授予共同 IDR，必须同时满足规模和整合程度两个特性。如果子公司与母公司高度整合但规模相对较小，并且对集团整体信用状况没有重大影响，那么其主体评级（如被授予）将基于其母公司评级（如果认为能够得到母公司支持）或其自身的独立状况（如果认为不能得到母公司支持）。共同的生存力评级和主体评级也适用于同一个集团中的成员或实体，例如在控股公司结构下，其业务高度整合，或运营是集团功能的重要补充，或当监管要求集团中实体对彼此的损失承担责任。

**地区风险：**惠誉博华考虑子公司经营地区中的地区风险是否会限制其获得母公司支持偿还债务的能力。在地区风险较高的情况下，子公司评级可能会明显低于根据母公司提供支持的能力与倾向而确定的评级。

### III.2.2 母公司支持子公司的倾向

**本评估的重要性：**即使母公司有能力为子公司提供支持，是否提供支持将取决于母公司的支持倾向。一般而言，惠誉博华认为，受到审慎监管的母公司（如保险公司）或非银行金融机构子公司支持母公司核心业务的母公司（如自有汽车贷款公司或承担集团财政职能的机构），向子公司提供支持的倾向较高，高于那些出于收益、税收或分散风险等因素而设立子公司的公司。

评估支持倾向时，惠誉博华分析了下列因素（请参见表格“子公司评级调整”）。若对母公司支持能力没有限制，被视为“核心”子公司的评级通常与母公司等同；被视为“具有战略重要性”的子公司，其评级通常低于母公司一个子级（但在某些情况下低两个子级）；被视为具有“有限重要性”的子公司，评级通常低于母公司至少两个子级。如果母公司采取了处置计划，惠誉博华可能进一步分析，以确定母公司是否将在需要时支持子公司。

**在集团中的角色：**子公司在更广泛集团中的角色通常是决定母公司是否愿意提供支持的关键因素。如果子公司代表集团业务的关键和重要部分，在核心市场向客户提供集团的某些核心产品/服务，则相对于与母公司的协同作用有限且不在目标市场运营的子公司，母公司对前者的支持倾向通常会更高。在某些情况下，惠誉博华对子公司经营所在市场战略重要性的看法将考虑到一系列子公司的角色。

惠誉博华授予在非核心市场经营的境外子公司评级，通常比母公司低至少一个子级。这反映了与国内企业相比，境外企业的战略重要性和整合程度通常稍低，且境外子公司违约的传到风险则不那么严重。这也反映出与国内子公司相比，母公司监管机构向境外子公司提供支持的要求可能略低。

另一方面，如果子公司长期在母公司核心市场运营，惠誉博华通常授予境外子公司的评级与其母公司持平。

**出售的可能性：**若出售子公司的可能性较低，如出售子公司会显著改变集团的整体布局并剥离其关键业务，子公司的评级可能与母公司的评级相同。如果子公司更容易与集团分离，尤其子公司已经出售或准备出售，惠誉博华通常认为母公司的支持倾向不强。

地区风险也可能影响境外子公司的长期财务状况，从而削弱母公司在某个地区维持运营的承诺。

**子公司违约的影响：**母公司在决定是否支持子公司时，在很多情况下会考虑提供（或不提供）支持的近期成本和收益。如果违约对母公司造成巨大的声誉风险，并可能损害其经营甚至生存能力，那么支持倾向往往比子公司违约造成的声誉风险有限且对母公司的直接影响可控时要高。

**整合：**惠誉博华通常认为，母公司与子公司之间管理、运营和资产负债表的高度整合，表明了母公司对子公司的运营支持，意味着子公司违约对母公司造成的成本可能会更加繁重。惠誉博华认为这些因素通常会导致更高的支持倾向，因而使母公司与子公司长期 IDR 之间级别差异减小或等同。如果母公司为子公司提供较高比例的非股权资金，可能会大大增加子公司违约和潜在破产为母公司造成的成本，并提高提供支持的意向。

如果母公司与子公司的整合程度非常高，且子公司的运作方式类似于分支机构，则惠誉博华可能会使母公司和子公司的长期 IDR 等同，或者为其授予的评级相差一个子级（即使子公司的战略重要性有限）。

**股权结构：**在评估母公司支持子公司的倾向时，惠誉博华通常不区分完全所有权和多数股权结构（超过 75%）。但是，如果小股东拥有相对较多（超过 25%）的股份，可能会适度降低母公司单方面支持子公司的可能性，而且可能使提供联合支持的决策趋于复杂化和拖延。因此，如果存在持股较多的小股东，惠誉博华将不太可能对子公司授予与母公司相同的评级。此外，如果大股东和小股东的股份几乎持平，或者如果股东之间存在某种竞争因素，惠誉博华可能会将评级下调两个子级或更多。

**历史支持记录：**在压力环境下向子公司（或集团内的其他子公司）及时提供重大支持的历史记录，在惠誉博华评估母公司支持倾向时将产生积极影响，从而限制子公司相对于其母公司长期 IDR 的评级调整。此外，惠誉博华会正面看待高水平的“日常”支持，在这种情形下，母公司利用充分的流动性来运营子公司，特别是资本缓冲，而不仅仅是满足最低监管要求。

**子公司绩效和前景：**在惠誉博华看来，一家绩效强劲、前景普遍良好的子公司通常比绩效记录中等或较差的子公司更有可能得到母公司的支持。同时，对一家子公司进行评估时，惠誉博华将着重考虑其绩效恶化程度而非历史盈利能力。

**品牌：**如果子公司与其母公司共享品牌，这可能意味着母公司对子公司的承诺更强，或者与子公司的整合程度更高。在子公司违约的情况下，共享品牌可能增加母公司的声誉风险，因而提高母公司提供支持的倾向。

## 子公司评级调整

相对于母公司评级的调整 <sup>a</sup> 核心/等同	战略上重要/下调一个（或在某些情况下两个）子级	重要性有限/下调两个或多个子级 <sup>b</sup>
<b>母公司提供支持和子公司使用支持的能力</b>		
<b>母公司/集团监管</b>	母公司监管机构/条例对支持子公司持中立态度。	母公司监管机构/条例可能会限制支持，或者支持所需的资本/税务影响可能会非常重大。
<b>相对规模</b>	对于母公司提供支持的能力而言，提供任何所需的支持的难度都不太大。	对于母公司提供支持的能力而言，所需的支持可能相当大。
<b>地区风险</b>	地区风险（如转移和可兑换风险）对子公司使用母公司支持的能力构成适度的限制。	地区风险（如转移和可兑换风险）对子公司使用母公司支持的能力构成严重的限制。
<b>母公司提供支持的倾向</b>		
<b>在集团中的角色</b>	与母公司存在强有力的协同作用，在被认为具有战略重要性市场提供产品/服务。	与母公司的协同作用有限，不在目标管辖区或市场运营。
<b>出售的可能性</b>	没有出售计划，尽管出售不会从根本上改变集团的整体特许经营权；地区风险将在一定程度上引发惠誉博华对母公司向子公司所作长期承诺的质疑。	潜在待售备选，或可能已经出售；对集团经营业绩而言，出售处置没有重大影响；地区风险将引起惠誉博华严重怀疑母公司向子公司所作的长期承诺。
<b>子公司违约的影响</b>	对母公司造成的信誉风险很高，有可能会对集团其他部门产生重大的负面影响。	信誉风险对母公司而言很可能是可控的。
<b>整合</b>	重大的管理独立性；对资本和资金转移有某些操作/监管限制。	相当大的管理独立性；对资本和资金转移有明显操作/监管限制。
<b>股权规模</b>	所有权低于 75%，但少数股东对子公司业务的影响有限。	所有权低于 75%，且少数股东对子公司运营的影响显著。
<b>历史支持记录</b>	在需要时及时提供了充分的支持，或是之前没有需要支持的先例；在政府债务违约情况下，可能无法提供支持。	已经提供了支持，但存在些许延迟，或者提供的支持在规模方面，相对于子公司的需求而言较为适中；在政府债务违约的情况下，不会提供支持。
<b>子公司绩效和前景</b>	成功运营记录有限或长期展望适中。	业绩记录表现不佳，或是对企业的长期生存存在疑问。
<b>品牌</b>	结合母公司与其自己的品牌。	子公司拥有独立于母公司的品牌。
<b>法律承诺</b>	母公司做出了没有约束力的支持子公司的承诺。	母公司尚未做出任何支持子公司的法律承诺。

<sup>a</sup> 表示子公司基于支持的长期 IDR 和母公司长期 IDR 之间的普遍差异。如果子公司具有较高的独立信用状况或 SRF，则其评级可能高于母公司支持所示水平。<sup>b</sup> 若惠誉博华判断支持不太可能或高度不确定，重要性有限子公司的长期 IDR 可能会完全基于其独立信用状况，也可能会基于其独立信用状况评级水平向上调整。

来源：惠誉博华

**法律承诺：**在极少数情况下，子公司可以无限责任成立，为母公司提供支持创造了明确的法律义务。来自第三方受益人的无条件且不可撤销的担保允许子公司债权人在子公司违约时向担保人提出索赔，也将作为子公司和/或其担保债务的 IDR 底线。

母公司签订的正式支持协议，例如，将非银行金融机构子公司的资本和流动性需求保持在界定的阈值以上，将对子公司评级有适度的积极作用。但是，虽然某些支持协议从效力而言具有法律约束力，但它们通常是可撤销的，而且可在子公司剥离时失效，其在提升子公司评级方面的作用非常有限（如有）。

母公司为支持子公司提供的不具约束力的承诺，如公共的管理层声明（如债券募集说明书）、战略声明（如年度报告）或向子公司监管机构提交的函件等，可通过界定管理层的意图，以及要求母公司承担支持子公司更强有力的道德义务，对评级过程带来正面影响。但是，由于这些不具约束力的承诺不可强制执行，因此它们对评级决策的直接影响通常非常有限。

**交叉违约条款：**母公司融资协议中的交叉违约条款可以规定子公司违约将构成母公司债务的违约事件，从而使债权人向母公司要求提前还款。尽管这并不意味着母公司有义务支持子公司，但可能会产生很大的激励作用，提升母公司提供支持的倾向。除了其他方面，这一激励措施的力度还将取决于以下几个方面：（1）可能提前还款的债务金额，（2）提前还款的条款对债权人是否有

吸引力并进而采取行动（如赎回价格高于或低于当前市场价格），（3）债权人是否接受一定的补偿费用而放弃要求提前还款。

**母公司 IDR 级别：**如果母公司的长期 IDR 处于较低的投机级水平（通常“B”评级范围或以下），惠誉博华更有可能使母公司与子公司的长期 IDR 等同。这是因为在评级量表的下端，两个连续评级子级之间的违约风险差别变大，因此，为风险差别相对较小的母公司和子公司授予相同水平的长期 IDR 可能更合适。

**非银行母公司：**对企业和保险母公司支持非银行金融机构子公司的倾向和能力，采用与银行母公司类似的原则进行评估。母公司和子公司的相对规模、母公司的信用水平和财务灵活性，以及子公司对母公司核心业务的重要性，这些都将是相关的考虑因素。一般而言，惠誉博华认为，受到审慎监管的母公司（如保险公司）或非银行金融机构子公司支持母公司核心业务（如自有汽车贷款公司或承担集团财政职能的机构）的母公司，向子公司提供支持的倾向较高，高于那些出于收益、税收或分散风险等因素而设立子公司的公司。

**集团内成员之间的支持：**若惠誉博华认为兄弟公司和母公司会提供强有力的潜在支持，也会将这种支持纳入非银行金融机构评级。但是，评估这种潜在支持时，惠誉博华将特别考虑 (i) 兄弟公司的支持倾向是否可能减弱，因其未持有股份，且因此不会因被评估实体破产而产生资产负债表损失；(ii) 兄弟公司的监管机构是否可能限制支持以保障兄弟公司自身的偿付能力。

**地方政府：**在某些情形下，惠誉博华认为政府或其他地方政府（区域、市或当地）提供的潜在支持足够强大，足以影响非银行金融机构的 IDR。惠誉博华通常将此视为一种机构支持，因此通常不会根据地方部门的支持授予 SRF。但是，在特殊情况下，惠誉博华也可能根据地方的支持授予 SRF。

在惠誉博华看来，地方政府不太可能向非银行金融机构子行业整体提供支持，因此惠誉博华对其支持的评估将侧重于地方政府支持某一特定机构的能力和倾向。在评估地方政府的支持能力时，下列附加因素将与“子公司评级调整”中列出的一些因素一并考虑。

**相对规模：**惠誉博华将考虑地方政府的整体财务灵活性（在某种程度上可能高于或低于其评级所示水平），包括其预算规模、流动性以及必要时发行更多债务的能力。

**在集团中的角色：**惠誉博华将考虑地方与非银行金融机构之间是否存在特殊关系（如非银行金融机构在本地区具有重要的政策作用或代理职能）。

**子公司违约的影响：**惠誉博华将考虑非银行金融机构对区域金融体系和整体经济的系统性重要程度（如其在该区域的贷款市场份额）。

**区域影响力：**当非银行金融机构在当地拥有强大业务，而在国内其他区域或海外业务有限，更有可能出现基于当地政府支持的评级。

## 支持倾向变动和子公司出售

基于环境的变化，惠誉博华可以改变母公司为特定的子公司提供支持的看法。例如，在某些情况下，如果惠誉博华认为子公司在集团中的角色急剧变化，子公司的支持评级和 IDR 的潜在变化可能会很大（如变更多个子级）。

**渐进趋势：**如果惠誉博华认为母公司支持某子公司的倾向正逐渐发生变化，无论是因为战略重要性的变化还是由于上述其他因素，惠誉博华可能会改变其对子公司长期 IDR 的展望（假设是支持驱动），修正后的展望可能会不同于母公司长期 IDR 展望。例如，如果母公司评级展望为稳定，但惠誉博华认为核心银行子公司对集团来说变得不那么重要，那么惠誉博华可以将子公司的评级展望转变为“负面”，以表明与子公司战略重要性降低相关的评级潜在变化。相反，子公司战略重要性的逐步提高可能导致在母公司长期 IDR 评级展望为“稳定”时，子公司长期 IDR 评级展望为“正面”。

**出售风险：**在正式宣布子公司将被出售或即将出售前，惠誉博华在其评级中不会明确反映出出售风险。然而，惠誉博华认为，子公司的战略重要性与其售出的可能性之间通常存在密切的关联（参见“子公司评级调整”）。因此，如果子公司的长期 IDR 与母公司的长期 IDR 等同，则出售风险通常较低。

**已宣布出售，但未确定买家：**如果母公司宣布将要出售子公司但尚未确定买方，或者管理层正在探索有关该实体的战略替代方案，或者如果监管机构要求母公司从子公司撤资，那么惠誉博华将重新评估母公司向有关实体提供支持的倾向。如果惠誉博华认为子公司的战略重要性降低，使母公司在销售前支持倾向较低，或者如果出售没有完成，子公司的长期 IDR 可能被降级。如果惠誉博华认为出售的可能性很大，则子公司的评级也可能被置于“观察”级。

在出售公告发布后采取评级行动时，惠誉博华还将考虑是否已经确定了一组范围相对较小的评级较高的潜在收购方，或者是否有监管机构表示仅会批准向高评级实体出售子公司。在这种情况下，子公司的长期 IDR 被降级的风险可能有限，因此，即使惠誉博华认为子公司对其当前母公司的战略重要性已经降低，评级也可能保持在原来的水平。

与之相对应的是，如果惠誉博华认为子公司最有可能被出售给评级比当前母公司低得多的实体，那么子公司的长期 IDR 可能在有关潜在出售的公告发布后立即降级。例如，当一家高评级银行母公司正从新兴市场退出时，惠誉博华认为，当地评级更低的实体比其他高评级外资银行更有可能成为收购方。

**已宣布出售，已确定买家：**如果母公司宣布已经达成将某个子公司出售给特定买家的协议，并且惠誉博华认为新买家提供支持的可能性与当前所有者提供支持的可能性不同（可能会影响子公司的长期 IDR），那么惠誉博华将该子公司的长期 IDR 置于“观察”级。评级“观察”可以是“正面”、“负面”或“发展中”，具体取决于新所有者提供的支持对于评级的潜在影响。

如果长期 IDR 有可能在出售后降级，并且惠誉博华认为当前所有者在出售计划因任何原因未通过审核的情况下支持子公司的倾向显著降低，那么这可能会导致 IDR 在公告发出后立即降级。如果惠誉博华认为出售也会导致子公司的独立信用状况出现重大变化，如失去“一般性支持”或战略变化，那么子公司的 VR 也可能被置于“观察”级。

惠誉博华将在出售流程完成后或在更早的时候，根据其对新所有者提供支持可能性的评估，来解决 IDR 为“观察”的问题。

### III.2.3 机构支持（针对外资非银行金融机构子公司）

与“机构支持”部分所述的方法论相同，惠誉博华认为外资非银行金融机构子公司获得的支持主要来自其股东（机构支持）。因此，惠誉博华采用母公司的长期 IDR 确定外资非银行子公司的潜在长期 IDR。

**机构支持上限：**考虑到外币的转移和可兑换风险，惠誉博华较为保守地估计母公司对子公司的支持能力和倾向。下表显示了母公司 IDR 和子公司基于机构支持的潜在长期 IDR 之间的关系，其中母公司 IDR 为惠誉评级授予的国际级别。

机构支持级别对应表

母公司 IDR 级别（惠誉授予的国际级别）	基于机构支持的潜在的长期 IDR 级别
A 级及以上	AAA 至 A
BBB 级	AA 至 BBB
BB 级	A 至 BB
B 级	BBB 及以下
CCC 级及以下	无支持

来源：惠誉博华

## IV. 债项评级

如本报告第 1.7 节所述，非银行金融机构的债项评级与其他企业金融机构的部门一样，包含了对特定债务违约（或次级/混合证券“不偿付”风险）以及债权人在违约/不偿付的情况下回收特定债务可能性进行的评估。本节概述了惠誉博华如何评估不同类型的非银行金融机构证券的违约/不偿付风险和回收预期，以及如何将这一因素纳入授予发行债务的长期评级和回收率评级。

### IV.1 短期债务

短期 IDR 几乎总是按照长期和短期 IDR 之间的对应表（见评级对应表）进行授予。当长期 IDR 可以对应于两个短期 IDR 中的任意一个时，短期 IDR 通常根据发行人的流动性状况确定。

非银行金融机构流动性状况的关键评级因素包括：

- 非银行金融机构流动性状况、流动性管理及其他融资渠道综述
- 可用流动资产
- 流动性储备的来源和到期状况
- 流动性提供者信用质量
- 利用流动资金来源的先决条件

如果非银行金融机构的商业票据（CP）融资与一般资产周转周期或运营自由现金流期限不匹配，发行人必须进行再融资以偿还现有 CP，要么发行新的 CP 或长期债券，要么通过已取得的、CP 专用或企业通用目的银行信用额度（允许当日融资）。如果发行人没有这样的即时融资来源，公司可能无法偿还到期债务。因此，惠誉博华认为，未偿 CP 和其他短期债务的备用流动性是授予债项级评级的一个重要因素，也是对长期 IDR 进行评估的因素。

流动性支持的充足与否也使一个考量因素。充足的流动性支持不一定会得到更高的短期信用评级。但当 CP 得到明确增信时，如由直接支付信用额度或类似形式的担保所支持，则 CP 的最终评级将是直接支付信用额度、或类似增信，或发行人本身短期评级三者中的较高者。

惠誉博华通常期望投资级 CP 发行人（无论实体的信用评级如何）的流动性储备可以覆盖其全部未到期 CP 和其他短期债务。备用流动性不仅包括银行授信，还包括现金或有价证券、预期的经营性现金流、来自母公司有形的流动性支持和其他可靠的流动性支持。

如果大部分存量债务在一年或更短时间内到期，CP 发行人将面临无法续期的风险，因为一些银行可能不愿意继续授信。对于大量未到期 CP 的发行人，覆盖多年的流动性储备更为重要。拥有多种长期流动性支持工具可通过发行到期日不同的债务降低无法续期的风险。

## IV.2 高级无担保债务

### IV.2.1 概述

高级无担保债务的评级通常与非银行金融机构的长期 IDR 一致，原因如下：

- 由于任何无担保债务的重大违约将由惠誉博华视作实体违约处理，惠誉博华几乎总是将任何特定高级无担保债务的违约可能性视作与非银行金融机构违约的可能性相同（即长期 IDR）。
- 惠誉博华通常认为非银行金融机构的高级无担保债务回收预期一般。在发生违约时，非银行金融机构的资产负债表出现的变化，以及政府采取的行动存在高度不确定性，惠誉博华需要大量证据以根据回收预期对高级债务的级别进行调整。因此，非银行金融机构的高级无担保债务回收率评级通常为“RR4”，对应 31%-50% 的平均回收率。

不过，在下述情况中，高级无担保债项评级可能会低于或高于非银行金融机构的长期 IDR：

**回收预期低，发行债务评分较低：**在发行人拥有大量有担保借款的某些情况下，惠誉博华可能会将高级无担保债务的回收预期设在低于平均值的水平，从而导致其被授予的发行债务级别低于长期 IDR。原因包括如下几点：可能是出于对非银行金融机构资产质量的考量，违约时这可能损害所有债权人的回收预期。或者可能由与非银行金融机构资金结构有关的具体问题所驱动（例如资产负债表的负债水平非常高，或者负债结构中高级债权人处于严重次级地位）。

有担保债务历来是为非银行金融机构资产提供融资的一种经济有效的方法。因此，无担保债务可能在资本结构中占比很小，并且可能比长期 IDR 低一个子级，除非其在融资组合中的占比达到一定水平。

**回收预期很强，较高的债项评级：**惠誉博华通常不会使高级无担保债务评级高于非银行金融机构的长期 IDR，因为评估回收预期的不确定性很大。实体越接近违约，那么高级无担保债权人对回收预期就有越清晰的了解。

**违约风险较高，评级较低：**在极少数情况下，惠誉博华可能认为，非银行金融机构可以选择性地对某些高级无担保债务进行违约，但由于违约的具体情况通常涉及某种形式的监管介入和/或所涉债务不构成总体融资基础的重要部分，这样的违约不会表明实体的经营失败。在这种情况下，债项评级可能会反映与所涉及金融工具相关的特定选择性违约风险，而长期 IDR 将继续反映发行人的高级无担保债务的大部分违约风险。

**替代和变更条款：**有时高级无担保债券细则中包括允许对债券特定条款进行变更，或发行新债券以替代该债券的合同条款。此等条款可由发行人酌情决定，但须经受托人批准。

惠誉博华根据具体情况评估此类条款是否应影响债券的评级。如果惠誉博华认为变更或替代的概率较高，并且新债券条款比较具体，则惠誉博华将对可能的替代或变更债券的条款进行评级。

### IV.2.2 回收率评级分析

如果非银行金融机构的长期 IDR 为“B+”或更低，则惠誉博华通常还会为该实体发行的产品授予一个回收率评级 (Recovery Rate, RR)，该评级为长期评级。当惠誉博华评估低评级发行人债券的信用风险时，RR 为其回收率部分提供了更高的透明度。该评估是基于评级等级进行的，范围从有最强的回收预期的“RR1”到较弱回收预期的“RR6”，如下表所示。然而，当可用数据不足或潜在的回收结果变化很大时，惠誉博华不会授予回收率评级。

对“AAA”和“BB-”之间的发行人债务进行评级时，大部分时候将违约债券市场上的回收率总额作为整体考量，请参见“BB-”及以上评级发行人的调整矩阵。

## 回收率评级序列

评级	违约情况下的回收预期	典型历史回收率 (%)	债券评级调整 <sup>a</sup>
RR1	极佳	91–100	3
RR2	优秀	71–90	2
RR3	良好	51–70	1
RR4	平均	31–50	0
RR5	低于平均	11–30	(1)
RR6	差	0–10	(2)

<sup>a</sup>相对于不偿付风险水平。如第 IV.2.1 节“回收预期强劲，债券评级更高”所述，惠誉博华因回收原因而上调高级无担保债务的情况非常罕见。  
来源：惠誉博华

不使用特定回收方法对债券进行评级时，惠誉博华可能会通过使其评级低于主体评级，以反映对无抵押债券不利的合同条款或结构次级属性。这可能由于抵押债务在债务总额中所占比例较大，尤其是杠杆率相对较高的情况下；或者部分债务被从业务中剥离，依赖股息来偿还债务。次级属性的可能由于集团对特定债务的担保水平较低。

“BB+”评级金融工具（主体评级为 B+，回收率评级为 RR1）不太可能升级到“BBB-”，除非主体评级是“BB+”。反之，如果主体级别从 BB-调降，金融工具级别将根据担保条款等重新评估。

### 如何确定回收率评级

惠誉博华首先通过长期“AAA”评级序列确定发行人违约/不偿付的可能性。随后，将根据其回收预期，得出违约/不偿付的情况下的债项评级。根据下表，如果将回收预期为平均值，那么债项评级将与违约/不偿付风险评估一致。如果惠誉博华认为金融工具具有高于或低于平均水平的

## 发行人 IDR 和 RR 评级对应表

回收率评级	长期 IDR							
	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C/RD/D
RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC
RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-
RR3	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC
RR4	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
RR5	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C
RR6	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C	C

注：假设金融工具评级相对于主体评级没有额外的不偿付风险。如第 IV.2.1 节“回收预期强劲，债券评级更高”所述，惠誉博华因回收原因而上调优先无担保债务的情况非常罕见。

来源：惠誉博华

回收预期，例如评估杠杆率、融资结构和压力测试等，惠誉博华可能在违约/不偿付风险的基础上调升或调降，以得到债项评级。基于金融工具回收预期的债项评级潜在向上/向下调整幅度，在下表中列示。

## “BB-”及以上评级发行人的调整矩阵

相对主体评级的调整	投资级别		高投机级别“BB+”到“BB-”	
	抵押债务	无抵押债务	抵押债务	无抵押债务
3				
2				
1	调整 +0 到 +1	平均回收率： 调整 +0 低于平均回收率 调整 +0 到 -1	调整 +0 和 +3， 但上限为“BBB-”	低水平抵押债务： 调整 +0 到 +1
+0				
-1		次级债务： 调整 -0 到 -2		无抵押债务和/或次级 抵押债务： 调整 -0 到 -2
-2				

来源：惠誉博华

## 估值方法

惠誉博华用于确定非银行金融机构债券的回收率评级的估值方法包括清算估值法 (LV) 和持续经营法(GC)。估值方法的选择可能受到特定非银行金融机构部门的惯例、发行人的股权结构、多实体集团的组成以及适用的破产制度的影响。如果惠誉博华认为 LV 或 GC 方法不适用于给定实体的违约，可以选择仅使用一种估值方法进行回收分析。

对于具有高资产负债表使用率的子行业，惠誉博华的分析中倾向于使用 LV 方法，可能辅以压力下的 NAV 或帐面净值计算。对于资产负债表使用率低的子行业，惠誉博华也通常使用 LV 方法，但更常见的是使用 GC 方法。

惠誉博华在分析这两种方法时，可能会选择企业价值较高的方法，这符合债权人在破产程序中寻求企业价值最大化的做法。下表显示了主要子行业通常使用的估值方法和倍数。

## 非银行金融机构细分估值方法

非银行金融机构子行业	清算方法 通常适用?	特定情形下应用持续经营方法 (典型倍数范围)
<b>证券公司</b>		
现金流业务模式	是	压力下的调整后 EBITDA 倍数 (5.0x-10x)
资产负债表业务模式	是	压力下的有形资产倍数 (0.3x-1.5x)
<b>投资管理公司</b>		
现金流业务模式	是	压力下的调整后 EBITDA 倍数 (4.0x-10x)
资产负债表业务模式	是	压力下的 NAV (0.5x-1.0x)
<b>融资和租赁公司</b>		
现金流业务模式	是	压力下的调整后 EBITDA 倍数 (4.0x-10x)
资产负债表业务模式	是	压力下的有形资产倍数 (0.3x-1.5x)

来源：惠誉博华

惠誉博华可以根据实体各业务部门或经营区域分别应用最适用的估计方法，然后得到合并企业价值。

## 清算估值法

对于评级为“B+”及其以下的非银行金融机构，违约时很有可能被清算，因此惠誉博华通常对其资产负债表进行拆分分析，以评估潜在的债权人回收率。这可能涉及消除至少一部分现有现金，反映它们在压力下被耗用情况。大多数情况下，惠誉博华将从总资产中扣除普通股，以反映该机构在违约事件中耗尽本金的预期。

在 LV 方法下，惠誉博华将对剩余资产进行减值，以反映这些资产可能以低于账面价值的价格出售的预期。然后，惠誉博华将资产出售产生的现金分配给债权人，并按债权优先级分配。

三大类资产在清算时不予考虑：1、给予特定机构债权人的资产；2、承诺进行资产证券化的资产；3、递延所得税资产。

所应用的折扣率可能会因业务模式、资产类别和地区等因素而有很大差异，惠誉博华将根据具体情况对此进行评估。作为参考，下表反映了资产密集型非银行金融机构资产负债表上常见的多种广义资产类别的折扣范围。

## 资产减值<sup>a</sup>

资产	特征	折扣 (%)
现金及等价物	没有风险，可能会进行调整以反映违约时的预期余额	0-50
固定收益证券	风险和流动性可变	5-75+
股票	流动性和波动性可变	15-100
有形固定资产	流动性和波动性可变	15-75+
抵押贷款	一押风险低，二押风险高；流动性可变	5-40
无担保个人贷款	高风险	25-50+
合伙公司和合资公司	流动性低和价值可变	20-60
无形资产 <sup>b</sup>	流动性低和压力情境下价值存疑	70-100

<sup>a</sup>适用于以较大折扣购买的资产（如不良资产管理公司），惠誉博华通常基于指示范围的低端进行扣减，以反映压力环境下更有限的额外扣减风险。<sup>b</sup>适用于拥有相当规模的轻资产负债表子公司（可作为持续经营整体出售）的非银行金融机构，无形资产扣减率可能处于所述 70% 至 100% 范围的低端。

来源：惠誉博华

## 持续经营方法

持续经营方法包括两个步骤：

- 估计违约后的收益水平，通常是调整后的 EBITDA，以此作为估值的基础。
- 应用保守估值倍数，该倍数通常反映公司在行业内的相对地位，并反映市场正常或压力情境下的实际或预期值。在没有提供统计上显著的市场交易样本的情况下，分析师将确定替代性行业，或基于不良市场交易的总体趋势做出假设。

估值倍数范围（参见表格：非银行金融机构细分估值方法）广泛适用于不同子行业。回收分析中应用的实际倍数将取决于对当时市场状况的判断，以及在分析期间对类似市场交易中应用的估值倍数。

对于某些非银行金融机构子行业，惠誉博华可能会对各子行业进行特定估值。

## 估算债权人债权

为估算债权人的债权，惠誉博华的分析会侧重如下因素：

- **循环信贷工具求偿权：**惠誉博华假设授信额度（有担保或无担保）、循环信用贷款和信用证承诺的未使用部分会在允许的范围内全部使用。如果贷款用于并购和资本支出，惠誉博华将做出进一步判断。惠誉博华还将考虑信贷额度的回收情况。
- **行政求偿权：**通常为不良企业价值的 2% 到 10% 之间，具体取决于机构规模和复杂程度。
- **租赁求偿权：**在已经提出租赁求偿权的情况下，惠誉博华将评估发行人在违约情境下将租赁合理化的能力。同时，在 GC 方法下，通常须保持一定的水平，而在 LV 方法下，不考虑 100% 非住宅租赁。
- **让步支付假设：**将一部分分配给高级无担保债权人的价值重新分配给低级债权人，以确保他们同意重组或清算计划，将导致高级无担保债权人的价值受损。这种减让步支付的金额在很大程度上取决于具体情况。
- **养老金和其他离职后福利义务：**对破产实体而言，资金不足的养老金计划和其他离职后福利债权可能是重大债权。
- **其他债权：**其他非债务或有债权，包括与机构相关的重大诉讼和或有债务（和担保）。

- **关联方融资：**当非银行金融机构有大量关联方融资时，惠誉博华将考虑关联方债权人是否有可能在违约前提取资金，从而实质上成为优先债权人。

## 确定非银行金融机构发行的次级和混合证券的评级和潜在权益信贷

发行人类型	适用评级标准
根据与银行类似的框架对非银行金融机构进行审慎监管	银行评级标准
非银行政策性机构，或其他具有某种政府资助、关联或所有权形式的实体	银行评级标准
根据与保险公司类似的框架对非银行金融机构进行审慎监管	保险评级标准

来源：惠誉博华

惠誉博华的回收分析通常采用合理的分配顺序方法。然而，实际操作中不仅受到特定发行人金融工具相对优先级的影响，还受到组织结构的影响。如果没有特殊情况，惠誉博华将假定特定法律实体的债权人对该实体的资产拥有优先债权（相对于联营公司和相关实体的债权人）。若某集团中有多个实体，惠誉博华将使用实体的未合并资产负债表作为其回收计算的基础，可能会在实体层级建立估价和索赔，并考虑母公司或关联实体的债权人可用的残值。上级担保以及公司间债务都可部分抵消次级债务。对于国际性非银行金融机构，其跨国复杂程度可能会导致惠誉博华在确定回收率时更加保守。

惠誉博华明确知道 LV 或 GC 方法分析需要基于很多关于发行人违约时财务状况的重要假设。鉴于这些假设，惠誉博华不一定会将预期的回收率映射到相应的回收率评级和长期债项评级中。但是，惠誉博华可根据回收率预期对诸多因素的敏感程度，对估值方法和调整方法所示回收率评级进行调整，相关因素包括但不限于：假设中的微小变化、未决事件、特定金融工具内的合同条款、抵押品的范围或对特定公司经营环境的看法等。

惠誉博华不会在它认为可用信息不足或分析结果不可预测的情况下授予回收率评级。

### IV.3 次级债务和混合工具

如果发行次级债务或混合工具的非银行金融机构与银行受到同样的审慎监管，评级方法将遵循《银行评级标准》。如果次级债务或混合工具由政策机构或其他实体发行，并有某种形式的政府资助、联系或股权结构，评级方法将遵循《银行评级标准》。如果发行次级债务或混合工具的非银行金融机构受到与保险公司类似的审慎监管框架，评级方法将遵循《保险评级标准》。

### IV.4 担保和抵押债务

惠誉博华通常根据担保人的高级无担保债务（如果高于非银行金融机构发行人的无抵押债务评级），对完全担保债务（或与完全担保债务有同等信用风险的债务）进行评级。担保债务评级与保证人的高级无担保债务评级的均等化将取决于以下因素：担保债务与担保人的高级无担保债务级别相同、担保人所受司法监管得到惠誉博华认可、可执行性、及时性和/或保证人履行保证的期望。受益于与担保人次级债务同等级别的担保的非银行金融机构债务，通常按照担保人的次级债务评级。在不满足上述与担保人评级的相同条件的情况下，惠誉博华通常将按照发行人的债务评级对这些债务进行评级。

如果惠誉博华拥有足够的信息来分析和监控底层抵押品，则使用“BB-”及以上评级发行人的调整矩阵中概述的违约风险/回收预期方法，对非银行金融机构的长期抵押债务进行评级，特别是那些结构相对简单的金融机构。债券具有更复杂的结构增强形式，例如证券化、有担保债券和部分担保债务。

非银行金融机构的短期债务评级完全基于债券的违约风险，因此不考虑可违约情况下可能提高回收率的结构性的增信措施。

#### IV.5 控股公司与非银行金融机构经营子公司的债务发行区别

当集团内债务工具的其他次级债务工具进行评级时（如控股公司或债务发行工具发行的债务），惠誉博华会考虑集团内部不同子公司之间的战略、运营或法律联系进行评级。

如果惠誉博华的分析确定此类债务与本集团其余部分充分隔离，那么未能偿还此类债务可能对运营子公司的信誉度产生有限影响。惠誉博华的分析仍将从对运营子公司的“信用状况”评估开始。不过，这一分析可能会以发行实体独立状况评估为补充。惠誉博华可能会向发行实体授予公开评级，告知投资者其违约概率与运营子公司不同。

在某些情况下，如果现有一个强有力的围栏机制（如运营子公司受到审慎监管），可能会导致惠誉博华从围栏分析中排除此类控股公司或债务发行机构的金融工具债。

另一方面，如果惠誉博华断定控股公司或债务发行机构和运营实体拥有相对重要性，且没有或限制性围栏机制对经营实体和债务持有人进行保护，那么结构次级债务最有可能合并到经营实体的分析中，而控股公司或债务发行机构的债务工具的债项评级将通过调整方法确定。

惠誉博华将评估控股公司与运营公司之间的债务工具违约可能性的潜在差异。在这类评估过程中，惠誉博华会分析相关的监管，以及经营实体向上游派息的能力与其向上游转移债务额度和利息支出的能力对比。惠誉博华还将考虑发行实体的其他潜在收入，包括相关的公司间贷款利息收入和其他集团实体的现金流。

### 附件 1：评级标准变动

惠誉博华的评级标准旨在与委员会流程得出的经验分析判断结合使用。透明的评级标准、针对每笔交易或每位发行人所采用的分析判断以及通过评级评论所作的完整披露相结合，在强化惠誉博华评级流程的同时，协助市场参与者理解评级背后的分析内容。

评级委员会可能调整这些评级标准的应用情况，从而体现特定交易或实体风险。这类调整被称为评级标准变动。所有变动均将披露在相应的评级公告中，包括对评级的影响（如适用）。

与授予评级相关的风险、特征或其他因素以及评级方法均包含在标准范围内，但根据评级标准对特定交易或实体做出调整时需要通过评级委员会批准。

## 附件 2：用于发行和维护评级的信息

### 关键原则

惠誉博华的研究和评级分析基于对所有已知和认为与分析 and 评级决策相关的信息的详尽分析。

该信息包括公开信息、发行人直接提供的信息、第三方提供的信息，以及惠誉博华在与其他发行人互动过程中收集的相关信息。

所有评级委员会成员都需要验证数据是否足够和可靠。如果没有足够的信息来授予或维持评级，则不应授予或维持评级。

### 评级标准数据来源

评级标准的关键评级假设是通过与外部各方（例如发行人、机构所有者、监管者和政府）的讨论以及惠誉博华对财务和非财务信息（例如发行人财务报表和年度报告、债券文件和金融市场、行业、学术和经济数据、研究和历史）的分析而获得的。

### 信息阈值

评级流程所依赖的核心信息是可公开获得的信息，例如年度和中期财务报表（通常至少三年的审计报告）、用于公开债券和公开报表的交易文件、发行人管理层的陈述和其他特别披露、公开监管备案和官方行业评论。这一公开信息代表了投资者作出投资决策的最低要求，并基于公开上市公司通常提供的信息级别和信息类型。

除公开披露信息外，发行人管理层还会直接提供其他附加信息作为补充。此类附加信息的形式可能是对通常公开披露的信息和/或被认为具有分析重要性的特定非公开信息进行更频繁或机密的更新。可与发行人管理层成员举行会议，讨论所提供的信息，并了解在准备信息时使用的任何假设。评级流程中使用的非财务信息通常包括对机构核心产品、客户群、地理市场、风险管理框架、集团结构、股权结构和战略的描述。

惠誉博华采用的是最新可用信息。公开披露的时间通常是可以预测的；其他信息的定期更新通常会被安排在与计划的审查同时进行，或者根据变化的条件进行临时更新。该补充信息可提供定期信息，但其规定由评级实体决定。历史时间序列信息提供了重要的见解，但最新信息在未来的评级意见中通常具有更高的权重。

惠誉博华根据相关评级方法和评级标准，尽可能从独立来源（在此类来源可用的情况下）获得信息，对所依赖的事实信息进行合理核实。

### 跟踪

分析师会对已评级项目开展定期或不定期跟踪评级。在某个因素或趋势可能对评级产生影响的情况下，惠誉博华将确定适当的行动方案，该行动方案可能是以下其中的一项：

- 非银行金融机构评级案例被提交至评级委员会。
- 向非银行金融机构发出要求其提供更多具体信息的请求（惠誉博华也可能认为此时将其放在评级观察表中更为合适）。

惠誉博华也可能决定不采取行动。

### 附件 3：在评级过程使用压力测试和其他工具

#### 关键原则

在相关情况下，惠誉博华将通过评估一系列合理/可信的压力环境或模拟的潜在影响，以补充其对相关信息的分析。

#### 假设

压力分析或情景分析中使用的假设会有所不同，但通常会包含宏观经济变量、损失率和风险参数的变化（例如违约概率和违约损失率），影响通常会根据对收益、流动性、利息覆盖率和/或资本金/杠杆率来确定。所选变量将根据设想或测试的压力的性质和/或严重程度决定，并将在发行人特定的行业、地区级别上确定。

#### 评级过程中使用的工具

在相关情况下，惠誉博华将使用一系列标准化工具来模拟资产质量/绩效、收益、资本金和流动性压力的影响。压力测试可以在特定发行人或行业的基础上进行，如果标准化方法不合适，则通过定制模拟进行补充。

惠誉博华可能会使用其自己的类似工具来更好地理解监管压力测试及其敏感性，并考虑基准数据和压力变量等因素的不同披露程度。

#### 输入和输出

压力和情境测试可能需要输入非公开的标准发行人的信息，惠誉博华将要求认为必要的信息输入。如果不提供此类信息，惠誉博华将基于分析判断以及更广泛的行业知识，采取保守估计。或者，发行人可以向惠誉博华提供其自己的情景分析。在这种情况下，惠誉博华将与发行人管理层讨论这些问题，以了解分析中使用的基本假设，并在适当情况下对管理层的基本假设进行进一步的分析调整。

惠誉博华可能会酌情全部或部分披露输出内容，这种披露会增加分析和/或研究的价值。然而，非公开数据的存在通常导致披露以摘要或汇总形式呈现。惠誉博华将在相关情况下使用同业比较，以评估特定压力或情境下的相对韧性。

## 附件 4：评级敏感性和限制

### 评级敏感性

惠誉博华的意见是前瞻性的，包括惠誉博华对未来绩效的看法。非银行金融机构评级将会受到基于实际或预期财务和运营绩效的正面或负面调整。下面的列表包括可能影响评级和/或评级前景敏感度的部分因素。

- **经营环境风险：**由于经济环境普遍弱化、金融市场健康、监管要求或条件的变化，发行人经营所在地区的治理体系以及可能实施的外汇管制造成的发行人经营环境恶化。
- **业务风险：**发行人能力的变化，维持关键市场地位/经营、业务模式/多元化、定价能力和运营效率水平等方面的竞争压力。
- **财务风险：**由于运营开发、发行人经营环境的弱化、发行人财务政策或风险偏好变化，或在市场中断情况下的融资可用性等方面的影响，而导致发行人财务状况的变化。
- **事件风险：**在获得明确定义前，某个不可预见的事件，会被排除在现有评级之外。事件风险可以由外部触发，例如法律变更、自然灾害、政治冲击或股权结构变更；也可以由内部触发，例如资本水平政策变更、重大收购、欺诈、管理或战略重组。由于大多数非银行金融机构倾向于资产负债错配（资产期限长于融资期限），它们可能容易受到极端流动性压力的影响。融资、流动性和覆盖率是惠誉博华的评级分析的核心部分，有时特殊事件可能导致流动性出现快速且严重的恶化。
- **支持风险：**发行人有可能面临重大支持的变化，例如，由于股权结构或处置框架出现变化。事件风险和支持风险对非银行金融机构评级的影响往往比上述其他风险影响更大。
- **金融工具特定风险：**债项级别可能对公司主体级别的变化、与主体级别相关的绩效风险（如混合工具）以及此类金融工具的违约风险或回收预期的变化敏感，例如，作为金融工具的优先级、同等债务金额、其他债务的数量和偿付次序、未支配资产的可用性和/或企业价值。

### 限制

本评级方法确定了惠誉博华在向适用于本主要评级方法范围内特定实体或债务授予评级时所考虑的因素。并非这些评级标准中的所有因素都适用于每一独立评级或评级行动。每个具体的评级公告或评级报告，都将讨论与单个评级行动相关性最高的因素。

惠誉博华授予的评级（包括评级观察和评级展望），受惠誉博华评级定义所述限制的约束，具体参见“惠誉博华信用评级定义及评级符号体系”。

## 附件 5：相关评级标准

此评级标准报告已与以下评级标准一起发布：

《银行评级标准》

《保险公司评级标准》

*[本标准系申请人惠誉博华的内部规章、制度与政策，惠誉博华将在其自身视为合理的范围内结合业务发展，或基于法律法规、监管规定、自律规则的要求，对该等规章、制度与政策进行修改并重新公示。惠誉博华不以任何形式或方式对该等规章、制度与政策的准确性、及时性、完整性或特定用途的适用性作出明示或暗示的保证。]*