

评级方法解读：国际评级与国内评级的衔接

本文为惠誉博华基于惠誉评级（Fitch Ratings）（以下简称“惠誉”）[National Scale Rating Criteria](#) 所作的中文解读，不构成正式评级指引。如有不一致，概以惠誉评级发布的正式文件为准。

惠誉评级的评级序列涵盖国际评级及国内评级。其国内评级主要衡量一个国家或一个地区内不同发行人之间的相对信用风险，而不是发行人在全球范围内的信用水平，因此一个国家或地区的国内评级不能与另一个国家或地区的国内评级直接比较，也不能直接与其国际评级比较。国内评级的主要作用，是在本地市场或地区内部提供较国际评级更细的等级区分。

惠誉的国内评级的确定始于其对发行人在国际评级等级下信用质量的评估。惠誉通常采用国际评级序列下本币发行人长期主体评级作为起点，再根据适用的国内评级对应关系表（如有），将该国际评级下的信用等级对应至相关国家或地区的国内评级等级或等级区间。在完成这一初步定位后，惠誉会进一步比较发行人与同一国家或地区内其他发行人的相对信用状况，确定最终国内长期主体评级。

除在发行人层面授予国内长期主体评级，惠誉也可以对具体债务工具授予国内债项评级。国内债项评级以发行人的国内主体评级为基础，并根据相关国际评级标准确定调整幅度。多数在本地市场获得国内评级的债项属于高级无担保债务，该类债务通常与发行人的国内长期主体评级一致。国内评级只适用于部分国家或地区。评级结果使用者需识别评级所对应的国家或地区，并在相应国内评级序列内进行比较。

国内评级的定义与适用范围

惠誉评级（Fitch Ratings）（以下简称“惠誉”）的评级序列涵盖国际评级（International Scale Ratings）及国内评级（National Scale Ratings），本文为惠誉博华基于惠誉评级 [National Scale Rating Criteria](#) 所作的中文解读，不构成正式评级指引。如有不一致，概以惠誉评级发布的正式文件为准。

惠誉评级授予的国内评级主要衡量一个国家或一个地区内不同发行人之间的相对信用风险。它所反映的是发行人在本地区内的相对信用质量，而不是发行人在全球范围内的信用水平。因此，一个国家或地区的国内评级不能与另一个国家或地区的国内评级直接比较，也不能直接与国际评级比较。

惠誉的国内评级覆盖完整的信用评级等级，所使用的字母符号与其国际评级相近。为区分不同国家或地区的国内评级等级，部分国家评级符号后附两位或三位国家或地区后缀。例如，“AAA(bra)”表示巴西国内评级的评级等级。即使字母等级相同，不同后缀的评级等级也可能代表明显不同的信用风险水平。

惠誉的国内评级的主要作用，是在本地市场或地区内部提供较国际评级更细的等级区分。这一特点在国际主权评级较低的国家更为明显，其较弱的经营环境可能使当地发行人的国际评级集中在较低的主权评级附近，而国内评级将比较范围限定在本地市场，可以进一步区分不同发行人之间的相对信用状况。

相关报告

[National Scale Rating Criteria](#)

[National Ratings Correspondence Tables](#)

分析师

刘 萌, CFA

+86 10 5663 3822

meng.liu@fitchbohua.com

李运桥, CFA

+86 10 5663 3821

yunqiao.li@fitchbohua.com

彭 立, FRM

+86 10 5663 3823

li.peng@fitchbohua.com

媒体联系人

李 林

+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

国内长期主体评级

惠誉可以在发行人层面授予国内长期主体评级，也可以对具体债务工具授予国内债项评级。对于区域内的本地发行人，发行人层面的国内长期主体评级主要衡量其本币债务的相对违约风险。由于资金转移和货币兑换风险只计入外币评级，发行人层面的国内长期主体评级不包含这两类风险。因此，惠誉通常以国际评级序列下的本币主体评级作为国内主体评级分析的起点。

虽然发行人层面的国内主体评级主要针对本币债务，惠誉在判断发行人整体信用状况时仍会考虑其全部本币和外币债务。如果本地发行人仅对外币债务发生选择性违约，而本币债务仍按期偿付，其国内长期主体评级不会因此直接降至“RD”。不过，惠誉可能将国内长期主体评级及相关国内债项评级下调至较低等级，以反映发行人履行各项金融债务所面临的整体压力。

国内债项评级

国内债项评级通常适用于发行人在注册地区发行的本币债务，也可以适用于外国发行人在有关国家或地区发行的当地货币债务。若当地监管规则或市场惯例要求采用国内评级，以外币偿付的本地或外国发行人债务也可获得相关国内债项评级，但此类情况较为少见。同一发行人的本币债务与外币债务如果面临不同的违约风险，可以获得不同的国内债项评级等级。惠誉不会为这种差异

另设本币或外币国内评级标识，而是直接对相关债项授予不同的等级。

当发行人在注册地以外的国家或地区发行当地货币债券时，其当地国内债项评级反映的是债券本金及利息在发行地区是否能够按时支付的风险。因此惠誉以国际评级等级下发行人外币长期主体评级为起点，将其置于债券发行地的国内评级对应关系表中，再与当地发行人以及在该市场发债的其他外国发行人进行比较，从而得出对应的国内评级结果。评级结果同时考虑发行人按时足额偿付发行地当地货币债务的能力，以及在适用情况下的资金转移和货币兑换风险。

关键评级驱动因素与国内评级的确定

惠誉国内评级的确定始于其对发行人在国际评级等级下信用质量的评估。惠誉通常采用国际评级序列下本币发行人长期主体评级作为起点，再根据适用的国内评级对应关系表（如有），将该国际评级下的信用等级对应至相关国家或地区的国内评级等级或等级区间。在完成这一初步定位后，惠誉会进一步比较发行人与同一国家或地区内其他发行人的相对信用状况，确定最终国内长期主体评级。

一个国际评级等级可能对应多个国内评级等级。因此，即使两个或多个发行人在国际评级序列下本币长期主体评级相同，其最终国内评级也可能不同。惠誉会比较这些发行人与国内同业的相对信用风险，并在适用情况下考虑国内支持因素。在部分情况下，惠誉还会参考补充比率、指标或关键评级驱动因素，以提升相关国内评级结果的区分。国内同业比较所依据的评级标准，与惠誉在国际评级下评估相关关键风险因素时采用的标准相同。

政治、宏观经济、货币、法律和主权违约风险同时影响国内评级和国际评级。不过，国内评级关注的是这些风险对同一国家内不同发行人的相对影响。只有当不同发行人受到上述风险的影响程度存在差异时，这种差异才会反映在国内评级中。

国内评级对应关系表是连接国际评级与国内评级的主要工具。对应关系表按国家建立，反映特定时点上国内评级与国际评级序列下本币发行人长期主体评级的关系。建立新表时，惠誉先评估一组本地发行人在两个评级序列下的关系，再对企业、金融机构等不同评级领域进行一致性校准。对于全新设立的国内评级序列，惠誉还会结合可获得的信息、本地市场惯例、投资指引和监管要求确定对应关系。

对应关系表所列对应关系会因国家和时间而异。同一个国内评级等级，在不同国家可能对应不同的国际评级水平。例如，一个国家的“AA”国内评级可能对应国际本币评级“BB”，另一个国家的相同国内等级则可能对应国际本币评级“BBB”。这一差异说明，国内评级更多表达了其在所属的国家或地区内的相对水平，不能脱离评级后缀进行跨区域比较。

国内评级序列顶部的“AAA”需要设置相应的国际评级参照点。该参照点是能够对应国内评级“AAA”水平的最低国际评级级别。惠誉通过分析一个国家或区域内信用状况最强的发行人确定这一参照点，并在国内评级序列顶部保留必要的等级区分。参照点不一定等于一国最高信用主体的国际评级；如果多家发行人的国际评级高于主权评级，参照点也可能高于主权评级，以避免大量发行人集中在国内评级“AAA”。

在国际评级级别低于“B-”的情况下，惠誉通常不会授予国内评级“AAA”级别。因此如果对应参照点为国际评级“B-”以下级别，惠誉极少可能会对该区域内发行人授予“AAA”国内评级。仅有少数国际评级级别高于对应参照点的发行人，或相较于同业机构能够更好承受主权违约所带来冲击的发行人，可以获得国内评级“AAA”级别。上述限制主要用来防止在一个国家或区域面临压力，相关发行人国际及国内评级同步向“C”级别靠拢时，产生的大幅评级变动。在国际与国内评级序列中，“C”均表示发行人违约已经迫近，其含义在这一等级趋于一致。

对应关系表会随着信用环境的变化重新校准。主权评级变化等系统性因素可能引起一个国家或区域内多个行业的发行人国际评级调整，但这些发行人在国内评级范围内的相对排序未必发生变化。在这种情况下，惠誉可以调整国际评级而不调整国内评级，并通过重新校准对应关系表反映两种评级序列之间的新关系。重新校准会采用使国内评级变动数量尽可能少的最佳拟合方式。

重新校准主要由三类因素触发。第一，主权评级变化等系统性因素导致多项国际评级发生变动。第二，现有对应关系表不能充分反映地区内发行人之间的相对关系，无法保持足够的等级区分度。第三，当地监管要求或市场惯例发生变化，即使发行人的基础信用状况和国内相对关系没有改变，也可能需要调整对应关系表。

评级调整与评级迁移

评级调整——外部支持

母公司、关联机构或政府支持可能改变发行人的国内评级。存在支持因素时，惠誉同时评估发行人的独立信用状况和考虑支持后的信用状况。由外部支持驱动的内部评级，反映受支持主体相对于未获得外部支持情况下更强的信用状况。惠誉可采用“自上而下”或“自下而上”的方式以确定国内评级序列下的外部支持。

对于企业、政府和基础设施类发行人，当应用“自上而下”的评级方法时，如果其评级结果由外部支持驱动，惠誉将首先确定外部支持方对应的国内评级级别，再应用相关的支持评级调整以确定国内评级序列下的支持评级。如果母公司支持力度在本地环境中的强度与在国际环境中的情况不同，国内评级的调整幅度可以相应缩小或扩大，此外调整的幅度也会考虑评级集中程度和区域内受评主体的相对信用地位。“自下而上”的方法则以发行人的独立信用状况为基础，再根据适用行业评级标准和在区域内同业相对关系的基础上，向上调整。

对于金融机构，惠誉通常以其国际评级序列下的长期主体评级为基础，再通过对对应关系表确定其国内评级。对部分国家或地区的机构也可以采用另一种顺序，即先将母公司的国际评级对应至国内评级，再在国内评级基础上调整确定外部支持。同一国家的同一行业应采用一致的方法。对于保险机构，惠誉先将发行人国际评级对应为国内评级，再根据当地监管制度的严格程度作级别调整，形成国内保险公司财务实力评级。

评级调整——债项

国内债项评级以发行人的国内主体评级为基础，并根据相关国际评级标准确定调整幅度。例如在国际评级序列下非金融企业发行的混合资本工具及其他次级债务，通常比发行人的长期评级低一

至三个等级，上述级别差异也存在于该发行人国内评级序列中。多数在本地市场获得国内评级的债项属于高级无担保债务，该类债务通常与发行人的国内长期主体评级处于同一等级；保险控股公司的债项评级通常低一个等级。

经过级别调整的国内债项评级，反映相关债项在资本结构中的偿付顺序或回收前景，不能与未经调整的国内长期主体评级直接作为同类对比。因支持因素而调整的国内评级，也可能偏离对应关系表所列的一般关系。因此，在比较国际评级与国内评级之间的相对风险关系时，非支持驱动的国际长期主体评级和国内长期主体评级是更具一致性的比较对象。

评级变动与迁移

惠誉的国内评级与历史违约概率没有对应关系。除非当地监管要求，惠誉通常不编制国内评级的评级迁移和违约研究。由于国内评级等级在区域内部提供了更细的等级区分，国内评级通常比国际评级更容易因发行人自身信用状况的较小变化而调整，关键财务比率等信用指标的变动也可能更快反映在国内评级中。

国内评级的变动与迁移率通常高于国际评级。国内评级调整一个等级，可能不对应国际评级的变化；国际评级调整一个等级，则

可能在技术上对应国内评级多个等级的变化。除非信用基本面突然发生重大变化并足以支持多个等级的调整，惠誉会尽量降低由这种对应关系产生的国内评级大幅变动风险。

评级委员会会为每项国内评级设定上调和下调敏感性。相关敏感性既考虑国内评级在对应关系表区间内可能发生的变化，也考虑适用国际评级标准中的关键评级驱动因素，并以国内相对信用状况分析为重点。如果国内评级的调整还与国际评级变化相关联，评级敏感性还会纳入国际评级标准对信用基本面变化的要求。

若当地法规对国内评级规定不同或特殊的标准和实践时，当地法规优先于惠誉的国际评级标准和政策。向当地监管机构备案的评级标准通常遵循全球标准，但惠誉可以为符合当地监管标准、定义或市场惯例作出修改，也可以为特定市场制定仅适用于当地国内评级的标准。

国内评级只存在于部分国家或地区。评级使用者应识别评级所对应的国家或地区，并在相应国内评级序列内进行比较。

附录：惠誉国际评级与国内评级对应关系表示例

对应关系表示例

国际本币发行人主体评级级别	国内长期主体评级级别
BBB	AAA(xxx)
BBB-	AA+(xxx)/AA(xxx)
BB+	AA(xxx)/AA-(xxx)
BB	AA-(xxx)/A+(xxx)
BB-	A+(xxx)/A(xxx)/A-(xxx)
B+	A-(xxx)/BBB+(xxx)/BBB(xxx)
B	BBB(xxx)/BBB-(xxx)
B-	BB+(xxx) 至 B-(xxx)
CCC 至 C	CCC(xxx)至 C(xxx)
RD 至 D	RD(xxx)至 D(xxx)

数据来源：惠誉评级、惠誉博华整理

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。