

## 评级方法

2023 年 9 月 4 日

## 征求意见：货币市场基金

基金专用评级方法

### 中诚信亚太对拟定的货币市场基金评级方法征求意见

#### 摘要

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（“中诚信亚太”）拟发布新的货币市场基金（“MMF”）评级方法，将广泛适用于全球货币市场基金。货币市场基金的主要目的是为投资者提供本金保值及流动性的投资工具，基金通常投资于具有利息收入的短期固定收益产品，如票据或定期存款。该方法也适用于其他类似的流动性管理产品或目标与货币市场基金接近的其他投资工具。

货币市场基金评级不是信用评级。这是我们对货币市场基金为投资者提供本金保值和流动性两方面能力的看法。我们通常使用“mf”下标来区分货币市场基金评级与传统的信用评级。

我们评估货币市场基金的方法由三个部分组成：（1）信用质量；（2）投资组合的稳定性；（3）其他调整因素。每个因素包含不同的二级因素。该方法包括定性和定量因素，定量因素会使用历史数据、前瞻性数据、或结合两者来评估。

本评级方法介绍了我们评估货币市场基金的关键评级因素，详细解释每个评级因素，同时展示货币市场基金评级的定义及序列。此外，还对评级方法的假设和限制做出讨论。

#### 对评级的影响

货币市场基金评级不是信用评级。中诚信亚太目前没有发布任何货币市场基金评级，因此本次新增的评级方法不会对任何存量评级造成影响。

#### 如何提交意见

中诚信亚太诚邀各市场人士对本评级方法提出宝贵的书面意见，并于2023年10月4日或之前提交至征求意见网页或电邮至 [info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com)。中诚信亚太将考虑及讨论所收到的意见，并发布正式的评级方法。

#### 分析师联系人

杨琚皓 +852-2860 7119

执行董事及副总裁

[charles\\_yang@ccxap.com](mailto:charles_yang@ccxap.com)

张果 +852-2860 7131

副总裁

[guo\\_zhang@ccxap.com](mailto:guo_zhang@ccxap.com)

胡辰雯 +852-2860 7120

评级总监

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

#### 客户服务

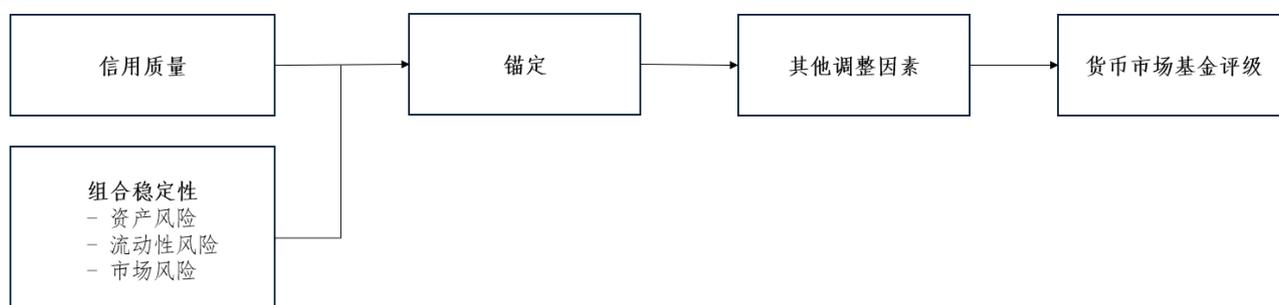
香港 +852-2860 7111

本文为2023年9月4日发布的 Request for Comment: Money Market Funds 的翻译版本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，请以英文版本为准。

## 评级方法概述

我们评估货币市场基金的投资质量的方法概览如图表一所示。首先，透过打分卡的方式来衡量货币市场基金的(1)信用质量及(2)组合稳定性，每个因素会包含一组既定的信用指标。接下来，使用矩阵方法来结合这两个因素以得出锚定级别。此外，在评估基金的最终评级时，会考虑一些与行业内或特定条件下相关但不同基金可能面对不同的因素。

图表一、中诚信亚太货币市场基金评级方法概览



然而，本评级方法为货币市场基金评级的概括性指引，但并未详尽描述中诚信亚太在评级考虑中可能使用的所有因素。因此，未必每一个基金的映射评级结果与其最终评级结果完全一致。

## 基础信用评估

### 1. 信用质量

在评估货币市场基金的投资质量时，信用质量是重要的考虑因素之一。当投资的债务出现违约或在价格下跌期间出售证券时，会产生信用损失。拥有较强能力去降低信用风险有助于基金实现本金保值和提供流动性的主要目标。在评估货币市场基金的信用质量时，中诚信亚太重点关注单个持仓的信用质量及这些持仓相关的预期损失。我们会定期检视基金内投资组合的状况，以判断相关的特征与我们的方法及授予的评级的一致程度。

衡量货币市场基金的信用质量时，主要有两个要点：

- 固定收益投资的账面值
- 考虑期限后固定收益投资的预期损失

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

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

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

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

## 2. 组合稳定性

货币市场基金的投资组合稳定性对其投资质量十分重要，基金面对利率风险和流动性风险，这些风险可能会严重影响基金的市场价值及提供流动性的能力。中诚信亚太从三个方面评估货币市场基金的投资组合稳定性，包括（1）资产风险；（2）市场风险；及（3）流动性风险。

### （1）资产风险

中诚信亚太根据投资期限和多元化来衡量基金的资产风险。这是评估基金资产风险的重要指标，用以评估潜在的组合损失或资产减值的风险。持有多元的资产、风险相关性较低的投资组合更有可能降低单笔投资带来的损失。持有的资产集中性较高或投资于信用关联度较高的关联实体所发行的证券，可能会增加损失的风险。此外，相对于短期限资产而言，长期限资产一般具有较高的资产风险，在市场受压的情况下出售相关资产会变得更困难或出售的损失更大。相反，持有更多短期限资产的基金则有助于减轻利率变化的影响，同时提供流动性的能力会更好。我们通过投资组合的加权平均期限和三大信用风险敞口/基金管理资产的比率来评估基金的资产风险。

**加权平均期限：**中诚信亚太通过分析基金的加权平均期限来评估其利率风险。我们会按公允价值计算每个投资相对于投资组合总价值的百分比，将每个百分比乘以到期时间（以天为单位）以获得加权平均期限，如图表二所示。浮息票据的到期日是按距离下一个利率重置日期的加权平均天数来计算，固定利率票据或贴现票据则按到期日来计算。对于基金投资，中诚信亚太采用其加权平均到期天数来衡量期限。

图表二、基金加权平均到期的计算示例

投资	占投资组合的百分比 (按公允价值计)	到期日 (天数)
投资 A	20%	40
投资 B	40%	52
投资 C	40%	30
加权平均期限		40.8

**三大信用风险敞口/基金资产管理规模：**中诚信亚太通过分析相关投资的信用主体来衡量组合内的信用风险。不同关联实体发行的证券将被汇总计算在最终母公司的风险敞口，除非中诚信亚太认为该关联发行人的信用在很大程度上是独立的，在这种情况下，我们可能将该关联实体作为独立个体的基础进行计算。此外，我们可能会在计算过程中忽略某些被视为风险极低的资产，例如 AA<sub>+</sub> 或更高评级的政府证券、或获 AA<sub>+</sub> 或更高评级且期限等于或小于 7 天的主权资产所支持的回购协议。

### （2）流动性风险

流动性风险对于货币市场基金的稳定性相当重要，因为货币市场基金的核心功能之一是为投资者提供流动性。投资组合中优质、短期和流动性资产比例较高的基金更能抵御市场压力，并能更好地兑现赎回。投资者多元化程度也与基金的稳定性有关。具有多元化投资者基础的基金有助降低波动性，因为大额单次赎回的资金流出通常较少。对服务于对市场变化更敏感的机构或专业投资者的基金来说，服务于散户投资者的基金相对有更低的流动性风险。我们通过高流动性资产/基金资产管理规模的比率和高流动性资产/三大基金持有人的比率来评估基金的流动性风险。

**高流动性资产/基金资产管理规模：**分子为基金持有的高流动性资产，分母为基金资产管理规模。该比率越高，表明基金的流动性越好。中诚信亚太认为的高流动性资产包括现金和现金等价物、18个月内到期的AA<sub>+</sub>或更高级别的政府证券、实力强大的交易对手所承诺提供的流动性额度以及其他优质资产。

**高流动性资产/三大基金持有人：**分子为基金持有的高流动性资产，分母为前三大基金持有人的权益总和。该比率越大，说明基金的流动性越好。中诚信亚太按照持有的基金份额排列出三大基金持有人。为了进行评估，我们可能会将某些行为相似或行为相关性较高的账户视为同一基金持有人，例如扫账户和汇集综合账户。此外，如果基金公司的内部投资或者所在集团持有比例较高，我们会综合评估相对规模和条款，判断基金是否因此具备较高的投资者稳定性，从而可能会导致分数向上调整，以反映此类投资者较低的赎回风险。

### (3) 市场风险

市场风险是分析货币市场基金时需要考虑的重要因素，因为在市场受压时，会极大地改变基金的价值。中诚信亚太通过构建压力情景来捕捉货币市场基金的重点市场风险变量，评估在极端市场条件下资产净值("NAV")的变化。在我们的压力情景中，我们通常会使用三个关键变量，包括(1)短期利率意外上升；(2)信贷利差走宽；及(3)投资者赎回导致大量资本撤出。我们将初始NAV假设为1.000，透过减去上述三个压力因素造成的损失，计算出NAV的变化。基金的NAV损失越大，其市场风险就越大。

## 3. 其他调整因素

中诚信亚太可能会考虑上述评级因素中未包含的其他因素，但在某些情况下它们可能会对货币市场基金的投资质量产生具意义的影响。其他考虑因素可能包括管理人和基金发起人的素质、运营及监管环境、运营历史、报告的质量和及时性。这些因素大多会为基金评级带来负面影响。

### (1) 管理人和基金发起人素质

基金管理人和发起人的素质对其运作和绩效至关重要。基金经理对投资决策和策略具有重大影响，并且通常对基金的成功负有很大一部分责任。发起人对基金的稳定性也有着重要的影响。与发起人相关的风险可能会对货币市场基金的评级带来负面影响。当基金发起人遭受重大财务恶化或负面舆情时，或会导致投资者对基金失去信心，基金可能会面临重大赎回。

中诚信亚太通常对基金管理人和发起人进行主要定性评估。基金管理人素质的考虑点包括运营记录、公司治理以及与行业最佳实践的管理政策和程序的比对。财务稳定性、公众形象和运营记录都是发起人质量的重要因素。基金的评级不会因管理者和发起人素质较佳而获得提升；然而，我们可能会因为管理人或发起人的素质较差而降低基金的评级。

### (2) 经营及监管环境

基金经营和监管环境广泛影响基金的运营。不同地区或市场具有不同特征，对货币市场基金的投资质量可能会产生较大的影响。我们会综合考虑可能会影响基金经营环境的多种因素，包括政治、社会、监管、经济和诉讼环境等。部分地区的监管机构可能会为基金建立了解决大规模赎回问题的工具，例如，允许在不利环境下强制暂停赎回或对赎回收取费用，但这样会阻断了货币市场基金提供流动性的核心功能。中诚信亚太可能会考虑对为限制流动性而采取行动的基金下调货币市场基金评级。此外，我们还将评估地区发展趋势以及其他国家发生了可能会逐渐影响基金运作的重大事件。

### (3) 经营记录

在某些情况下，中诚信亚太可能会在基金推出前或业绩记录非常短的情况下进行评估，并授予货币市场基金评级。相关的评估可能会进行调整，重点关注管理人在管理类似策略或投资指引下的基金方面的经验和往绩记录。中诚信亚太随后将评估基金的实际投资组合，以确保投资组合的实际信用质量与备考投资组合一致。

#### (4) 报告的质量和及时性

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

#### 货币市场基金信用等级定义

货币市场基金评级不是信用评级。这是我们对货币市场基金为投资者提供本金保值和流动性两方面能力的看法。我们通常使用“mf”下标来区分货币市场基金评级与传统的长期信用评级。

图表三、中诚信亚太货币市场基金评级

信用评级	定义
mfAAA <sub>g</sub>	“mfAAA <sub>g</sub> ”评级表示非常有能力实现提供流动性和资本保值的双重目标。
mfAA <sub>g</sub>	“mfAA <sub>g</sub> ”评级表示实现提供流动性和资本保值双重目标的能力很强。
mfA <sub>g</sub>	“mfA <sub>g</sub> ”评级表示实现提供流动性和资本保值双重目标的能力较强。
mfBBB <sub>g</sub>	“mfBBB <sub>g</sub> ”评级表示实现提供流动性和资本保值双重目标的能力中等。
mfB <sub>g</sub>	“mfB <sub>g</sub> ”评级表示实现提供流动性目标的能力较弱，实现资本保值目标的能力一般。
mfC <sub>g</sub>	“mfC <sub>g</sub> ”评级表示实现提供流动性或资本保值目标的能力非常弱。

#### 假设及局限性

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

中诚信亚太假设主权评级与受评主体有着密切的关联，并且再融资能力是信用风险的主要驱动因素之一。评级方法针对债项的评级是假设受偿顺序是导致债项评级结果产生差异的重要因素。同时，我们假设评级时所使用的信息是真实、合法和不存在重大误导性陈述。

中诚信亚太评级中包含对受评主体未来表现的合理预测，而这些预测数据主要是通过我们的前瞻性模型从历史信息中得出的。一些情况下，预测可能以不能披露的保密信息为基础。并且，往往也会参考行业趋势、竞争对手的行为及其他因素。无论是何种情况，我们对未来的预测不可避免的存在不准确的风险。因此，多数情况评级模型指示的级别不一定与受评主体的最终级别吻合。评级模型亦会包含一些定性评估因素，尽管中诚信亚太在评级时会通过客观且谨慎的机制进行评估，但特定情况下不可避免地会存在主观判断成分。因此，评级中可能出现某一因素的权重与评级模型建议的权重存在偏离的情况，特别是在受评主体违约或即将面临违约时。

同时，评级依赖公开信息及受评主体和承销商提供的资料。尽管中诚信亚太会确保信息的完整性和真实性，但在某些情特定情况下仍然可能因受评主体的提供资料的延迟而未能及时地反映受评主体的信用风险。

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

本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

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

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

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

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

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

#### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

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

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

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

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656