

評級方法

2023年9月4日

征求意见：貨幣市場基金

基金專用評級方法

中誠信亞太對擬定的貨幣市場基金評級方法征求意见

摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）擬發布新的貨幣市場基金（“MMF”）評級方法，將廣泛適用於全球貨幣市場基金。貨幣市場基金的主要目的是為投資者提供本金保值及流動性的投資工具，基金通常投資於具有利息收入的短期固定收益產品，如票據或定期存款。該方法也適用於其他類似的流動性管理產品或目標與貨幣市場基金接近的其他投資工具。

貨幣市場基金評級不是信用評級。這是我們對貨幣市場基金為投資者提供本金保值和流動性兩方面能力的看法。我們通常使用“mf”下標來區分貨幣市場基金評級與傳統的信用評級。

我們評估貨幣市場基金的方法由三個部分組成：（1）信用質量；（2）投資組合的穩定性；（3）其他調整因素。每個因素包含不同的二級因素。該方法包括定性和定量因素，定量因素會使用歷史數據、前瞻性數據、或結合兩者來評估。

本評級方法介紹了我們評估貨幣市場基金的關鍵評級因素，詳細解釋每個評級因素，同時展示貨幣市場基金評級的定義及序列。此外，還對評級方法的假設和限制做出討論。

對評級的影響

貨幣市場基金評級不是信用評級。中誠信亞太目前沒有發布任何貨幣市場基金評級，因此本次新增的評級方法不會對任何存量評級造成影響。

如何提交意見

中誠信亞太誠邀各市場人士對本評級方法提出寶貴的書面意見，並於2023年10月4日或之前提交至征求意见網頁或電郵至 info@ccxap.com。中誠信亞太將考慮及討論所收到的意見，並發布正式的評級方法。

分析師聯系人

楊琚皓 +852-2860 7119

執行董事及副總裁

charles_yang@ccxap.com

張果 +852-2860 7131

副總裁

guo_zhang@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120

評級總監

elle_hu@ccxap.com

客戶服務

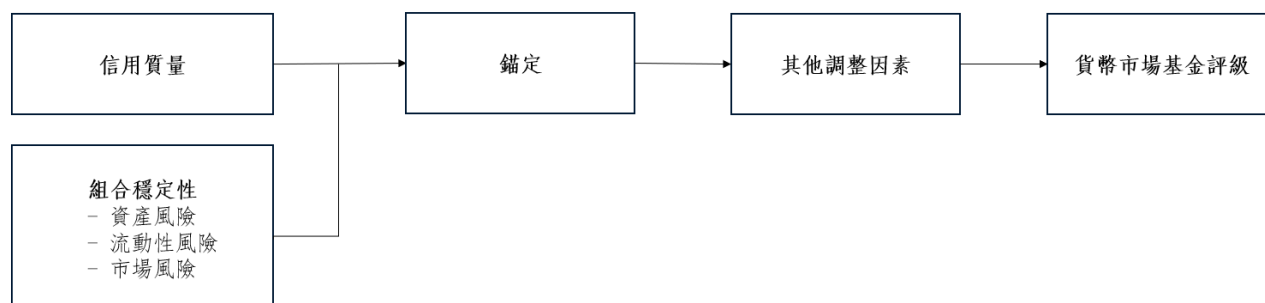
香港 +852-2860 7111

本文為2023年9月4日發布的Request for Comment: Money Market Funds的翻譯版本，如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，請以英文版本為準。

評級方法概述

我們評估貨幣市場基金的投資質量的方法概覽如圖表一所示。首先，透過打分卡的方式來衡量貨幣市場基金的(1)信用質量及(2)組合穩定性，每個因素會包含一組既定的信用指標。接下來，使用矩陣方法來結合這兩個因素以得出錨定級別。此外，在評估基金的最終評級時，會考慮一些與行業內或特定條件下相關但不同基金可能面對不同的因素。

圖表一、中誠信亞太貨幣市場基金評級方法概覽



然而，本評級方法為貨幣市場基金評級的概括性指引，但並未詳盡描述中誠信亞太在評級考慮中可能使用的所有因素。因此，未必每一個基金的映射評級結果與其最終評級結果完全一致。

基礎信用評估

1. 信用質量

在評估貨幣市場基金的投資質量時，信用質量是重要的考慮因素之一。當投資的債務出現違約或在價格下跌期間出售證券時，會產生信用損失。擁有較強能力去降低信用風險有助於基金實現本金保值和提供流動性的主要目標。在評估貨幣市場基金的信用質量時，中誠信亞太重點關注單個持倉的信用質量及這些持倉相關的預期損失。我們會定期檢視基金內投資組合的狀況，以判斷相關的特徵與我們的方法及授予的評級的一致程度。

衡量貨幣市場基金的信用質量時，主要有兩個要點：

- 固定收益投資的賬面值
- 考慮期限後固定收益投資的預期損失

在評估基金的總體信用風險時，中誠信亞太會對基金的投資組合進行評級分析。我們以基金持有資產的長期信用評級為參考點。貨幣市場基金可以持有多種資產，例如現金、現金等價物、定期存款、商業票據、受支持的資產支持計劃、回購協議、主權債券等。對不同的投資工具，我們可能會引用不同類型的評級，以反映相關資產的風險屬性。例如，對於存款可能會採用存款銀行的長期信用評級、對於銀行發行的無抵押債券投資可能會使用其高級無抵押債務評級、對於銀行發行的次級證券投資可能會使用其次級債務評級。

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

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

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

2. 組合穩定性

貨幣市場基金的投資組合穩定性對其投資質量十分重要，基金面對利率風險和流動性風險，這些風險可能會嚴重影響基金的市場價值及提供流動性的能力。中誠信亞太從三個方面評估貨幣市場基金的投資組合穩定性，包括（1）資產風險；（2）市場風險；及（3）流動性風險。

（1）資產風險

中誠信亞太根據投資期限和多元化來衡量基金的資產風險。這是評估基金資產風險的重要指標，用以評估潛在的組合損失或資產減值的風險。持有多元的資產、風險相關性較低的投資組合更有可能降低單筆投資帶來的損失。持有的資產集中性較高或投資於信用關聯度較高的關聯實體所發行的證券，可能會增加損失的風險。此外，相對於短期限資產而言，長期限資產一般具有較高的資產風險，在市場受壓的情況下出售相關資產會變得更困難或出售的損失更大。相反，持有更多短期限資產的基金則有助於減輕利率變化的影響，同時提供流動性的能力會更好。我們通過投資組合的加權平均期限和三大信用風險敞口/基金管理資產的比率來評估基金的資產風險。

加權平均期限：中誠信亞太通過分析基金的加權平均期限來評估其利率風險。我們會按公允價值計算每個投資相對於投資組合總價值的百分比，將每個百分比乘以到期時間（以天為單位）以獲得加權平均期限，如圖表二所示。浮息票據的到期日是按距離下一個利率重置日期的加權平均天數來計算，固定利率票據或貼現票據則按到期日來計算。對於基金投資，中誠信亞太採用其加權平均到期天數來衡量期限。

圖表二、基金加權平均到期的計算示例

投資	佔投資組合的百分比 (按公允價值計)	到期日 (天數)
投資 A	20%	40
投資 B	40%	52
投資 C	40%	30
加權平均期限		40.8

三大信用風險敞口/基金資產管理規模：中誠信亞太透過分析相關投資的信用主體來衡量組合內的信用風險。不同關聯實體發行的證券將被匯總計算在最終母公司的風險敞口，除非中誠信亞太認為該關聯發行人的信用在很大程度上是獨立的，在這種情況下，我們可能將該關聯實體作為獨立個體的基礎進行計算。此外，我們可能會在計算過程中忽略某些被視為風險極低的資產，例如 AA₊ 或更高評級的政府證券、或獲 AA₊ 或更高評級且期限等於或小於 7 天的主權資產所支持的回購協議。

（2）流動性風險

流動性風險對於貨幣市場基金的穩定性相當重要，因為貨幣市場基金的核心功能之一是為投資者提供流動性。投資組合中優質、短期和流動性資產比例較高的基金更能抵禦市場壓力，並能更好地兌現贖回。投資者多元化程度也與基金的穩定性有關。具有多元化投資者基礎的基金有助降低波動性，因為大額單次贖回的資金流出通常較少。對服務於對市場變化更敏感的機構或專業投資者的基金來說，服務於散戶投資者的基金相對有更低的流動性風險。我們通過高流動性資產/基金資產管理規模的比率和高流動性資產/三大基金持有人的比率來評估基金的流動性風險。

高流動性資產/基金資產管理規模：分子為基金持有的高流動性資產，分母為基金資產管理規模。該比率越高，表明基金的流動性越好。中誠信亞太認為的高流動性資產包括現金和現金等價物、18個月內到期的AA₊或更高評級的政府證券、實力強大的交易對手所承諾提供的流動性額度以及其他優質資產。

高流動性資產/三大基金持有人：分子為基金持有的高流動性資產，分母為前三大基金持有人的權益總和。該比率越大，說明基金的流動性越好。中誠信亞太按照持有的基金份額排列出三大基金持有人。為了進行評估，我們可能會將某些行為相似或行為相關性較高的賬戶視為同一基金持有人，例如掃賬戶和匯集綜合賬戶。此外，如果基金公司的內部投資或者所在集團持有比例較高，我們會綜合評估相對規模和條款，判斷基金是否因此具備較高的投資者穩定性，從而可能會導致分數向上調整，以反映此類投資者較低的贖回風險。

(3) 市場風險

市場風險是分析貨幣市場基金時需要考慮的重要因素，因為在市場受壓時，會極大地改變基金的價值。中誠信亞太通過構建壓力情景來捕捉貨幣市場基金的重點市場風險變量，評估在極端市場條件下資產淨值("NAV")的變化。在我們的壓力情景中，我們通常會使用三個關鍵變量，包括(1)短期利率意外上升；(2)信貸利差走寬；及(3)投資者贖回導致大量資本撤出。我們將初始NAV假設為1.000，透過減去上述三個壓力因素造成的損失，計算出NAV的變化。基金的NAV損失越大，其市場風險就越大。

3. 其他調整因素

中誠信亞太可能會考慮上述評級因素中未包含的其他因素，但在某些情況下它們可能會對貨幣市場基金的投資質量產生具意義的影響。其他考慮因素可能包括管理人和基金發起人的素質、運營及監管環境、運營歷史、報告的質量和及時性。這些因素大多會為基金評級帶來負面影響。

(1) 管理人和基金發起人素質

基金管理人和發起人的素質對其運作和績效至關重要。基金經理對投資決策和策略具有重大影響，並且通常對基金的成功負有很大一部分責任。發起人對基金的穩定性也有著重要的影響。與發起人相關的風險可能會對貨幣市場基金的評級帶來負面影響。當基金發起人遭受重大財務惡化或負面輿情時，或會導致投資者對基金失去信心，基金可能會面臨重大贖回。

中誠信亞太通常對基金管理人和發起人進行主要定性評估。基金管理人素質的考慮點包括運營記錄、公司治理以及與行業最佳實踐的管理政策和程序的比對。財務穩定性、公眾形象和運營記錄都是發起人質量的重要因素。基金的評級不會因管理者和發起人素質較佳而獲得提升；然而，我們可能會因為管理人或發起人的素質較差而降低基金的評級。

(2) 經營及監管環境

基金經營和監管環境廣泛影響基金的運營。不同地區或市場具有不同特徵，對貨幣市場基金的投資質量可能會產生較大的影響。我們會綜合考慮可能會影響基金經營環境的多種因素，包括政治、社會、監管、經濟和訴訟環境等。部分地區的監管機構可能會為基金建立了解決大規模贖回問題的工具，例如，允許在不利環境下強制暫停贖回或對贖回收取費用，但這樣會阻斷了貨幣市場基金提供流動性的核心功能。中誠信亞太可能會考慮對為限制流動性而採取行動的基金下調貨幣市場基金評級。此外，我們還將評估地區發展趨勢以及其他國家發生了可能會逐漸影響基金運作的重大事件。

(3) 經營記錄

在某些情況下，中誠信亞太可能會在基金推出前或業績記錄非常短的情況下進行評估，並授予貨幣市場基金評級。相關的評估可能會進行調整，重點關注管理人在管理類似策略或投資指引下的基金方面的經驗和往績記錄。中誠信亞太隨後將評估基金的實際投資組合，以確保投資組合的實際信用質量與備考投資組合一致。

(4) 報告的質量和及時性

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

貨幣市場基金信用等級定義

貨幣市場基金評級不是信用評級。這是我們對貨幣市場基金為投資者提供本金保值和流動性兩方面能力的看法。我們通常使用“mf”下標來區分貨幣市場基金評級與傳統的長期信用評級。

圖表三、中誠信亞太貨幣市場基金評級

信用評級	定義
mfAAA _g	“mfAAA _g ”評級表示非常有能力實現提供流動性和資本保值的雙重目標。
mfAA _g	“mfAA _g ”評級表示實現提供流動性和資本保值雙重目標的能力很強。
mfA _g	“mfA _g ”評級表示實現提供流動性和資本保值雙重目標的能力較強。
mfBBB _g	“mfBBB _g ”評級表示實現提供流動性和資本保值雙重目標的能力中等。
mfB _g	“mfB _g ”評級表示實現提供流動性目標的能力較弱，實現資本保值目標的能力一般。
mfC _g	“mfC _g ”評級表示實現提供流動性或資本保值目標的能力非常弱。

假設及局限性

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

中誠信亞太假設主權評級與受評主體有著密切的關聯，並且再融資能力是信用風險的主要驅動因素之一。評級方法針對債項的評級是假設受償順序是導致債項評級結果產生差異的重要因素。同時，我們假設評級時所使用的信息是真實、合法和不存在重大誤導性陳述。

中誠信亞太評級中包含對受評主體未來表現的合理預測，而這些預測數據主要是通過我們的前瞻性模型從歷史信息中得出的。一些情況下，預測可能以不能披露的保密信息為基礎。並且，往往也會參考行業趨勢、競爭對手的行為及其他因素。無論是何種情況，我們對未來的預測不可避免的存在不準確的風險。因此，多數情況評級模型指示的級別不一定與受評主體的最終級別吻合。評級模型亦會包含一些定性評估因素，儘管中誠信亞太在評級時會通過客觀且謹慎的機制進行評估，但特定情況下不可避免地會存在主觀判斷成分。因此，評級中可能出現某一因素的權重與評級模型建議的權重存在偏離的情況，特別是在受評主體違約或即將面臨違約時。

同時，評級依賴公開信息及受評主體和承銷商提供的資料。儘管中誠信亞太會確保信息的完整性和真實性，但在某些情特定情況下仍然可能因受評主體的提供資料的延遲而未能及時地反映受評主體的信用風險。

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

本文版權歸中國誠信(亞太)信用評級有限公司（以下簡稱“中誠信亞太”）和/或其被許可人所有。

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

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

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

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

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

中國誠信(亞太)信用評級有限公司

地址： 香港中環康樂廣場1號
怡和大廈19樓1904-1909室

網站： www.ccxap.com

郵箱： info@ccxap.com

電話： +852-2860 7111

傳真： +852-2868 0656