

结构性次级因素的分析方法概述

2021 年 8 月 11 日

金融控股公司、特别是保险集团的控股公司由于不直接参与经营活动，它们的评级反映了其相对于集团从事经营活动的子公司在信用状况方面可能存在的差异。出现这样差异的主要原因是，控股公司层面的信用风险可能高于经营性子公司，主要是因为上游金融资源可能因监管制约而受限，以及违约情况下可能受到的待遇不同。控股公司通常依赖经营性子公司的股息和其它来自子公司的现金流来偿还债务，从而形成结构性次级。

我们可能对金融控股公司未经调整的集团信用质量（集团个体信用状况加上外部支持）进行下调，以反映控股公司层面的债务结构性次级因素。对于保险控股公司，我们一般下调不超过 3 个子级，其他类型的金融控股公司一般下调不超过 1 个子级。在以下情况下，控股公司层面的信用风险差异可能缩小甚至消除：

- 监管机构对金融控股公司在控股公司层面进行强监管。虽然控股公司的债权人在结构上劣后于经营性子公司的债务，但控股公司层面的严格监管，尤其是资本充足性监管，可能会降低控股公司的违约风险，使得控股公司的违约风险与主要经营性子公司类似。
- 控股公司直接控制多个经营性子公司，这些不同子公司业务多元化好且独立经营，以致于任何一家经营性子公司的现金流流入暂停都不会显著削弱控股公司的财务状况。
- 控股公司自身从事经营性活动，或控制着不受强金融监管的经营性子公司，因此具有足够的现金流来偿还控股公司层面的债务。
- 控股公司长期持有大量非受限现金或高信用质量和高流动性的固定收益投资来偿还债务。
- 控股公司是政府直接控制的实体，政府对经营性子公司的任何资本或流动性支持都很有可能通过该控股公司进行。

表 1

对金融服务集团及其控股公司的一般分析方法

评级要素	
集团个体信用状况	我们会综合评估整个集团的个体信用状况。
未经调整的集团信用质量	将集团个体信用状况与集团或政府支持相结合，得出未经调整的集团信用质量，其中不包括任何与控股公司层面的结构性次级相关的调整。
控股公司的主体信用等级	若由于结构性次级导致信用风险可能上升，我们可能会对金融控股公司未经调整的集团信用质量在子级上进行下调（保险控股公司下调幅度通常不超过 3 个子级，其他金融控股公司下调幅度通常不超过 1 个子级）。因此，金融控股公司的主体信用等级可能低于或等同于未经调整的集团信用质量。

资料来源：标普信评。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

李征，FRM
北京
zheng.li@spgchinaratings.cn

李迎，CFA，FRM
北京
ying.li@spgchinaratings.cn

我们在金融机构评级中通常会考虑两种不同的次级因素，一种是本文所述的结构性次级，另一种为合同次级，通常与混合资本债券相关，这在我们的评论《国内金融机构资本补充工具信用评级答疑》中已做过解释。下面的例子展示了结构性次级和合同次级在评级中的具体分析方式。

表 2

保险控股公司及其资本工具的评级分析过程举例

评级要素	评估结论	主要分析因素
业务风险	2 分（共 6 分，1 分最好，6 分最差）	业务风险打分是行业风险和竞争地位的结合。
财务风险	1 分（共 6 分，1 分最好，6 分最差）	我们根据风险状况和财务灵活性调整其资本与盈利性得分，得出最终的财务风险打分。
评级基准	aa+	通过使用《解读标普信用评级（中国）保险机构评级方法》中的矩阵将业务风险和财务风险打分结合起来确定评级基准。
个体信用状况	aa _{spc} +	我们在评级基准的基础上，对公司的管理与治理、流动性和同业比较相对位置进行评估，得出最终的个体信用状况。
外部支持	+1（政府支持）	该保险集团由财政部所有，在政府为公众提供可靠的保险保障和改善公众福祉的目标中起着重要作用。因此，我们将其对中央政府的重要性评估为“2/高”。我们认为该保险集团在面临危机时受到政府支持的可能性高，因此由于政府支持给与 1 个子级的上调。
未经调整的集团信用质量	AAA _{spc}	未经调整的集团信用质量是我们对保险集团整体信用质量的评估，它是集团个体信用状况和外部支持的综合考虑，但并未针对控股公司的结构性次级进行调整。
控股公司的特有 有风险因素 - 结构性次级	-1	由于与子公司的现金流往来可能受到监管限制，以及违约情景下可能存在差别待遇，很可能导致控股公司的信用风险较子公司更高，我们对结构性次级的风险因素进行评估，这是控股公司的特有风险因素。 由于结构性次级带来的信用风险增加可能导致控股公司被下调最高 3 个等级，以反映控股公司债权人相对于经营性子公司债权人的结构性次级地位，以及经营性子公司向控股公司提供现金流支持时可能遇到的潜在监管限制。 由于下述原因，我们最终把对该控股公司的下调子级减至 1 个子级，而不是 3 个子级：（1）保险监管机构对保险集团采取全面监管，该保险集团本身在控股公司层面受到在偿付能力充足率、公司治理等方面的有效监管。（2）控股公司直接控制多个重要经营性子公司，各个子公司能够提供分散的、相对独立的现金流给控股公司，因此，如果其中一个经营性子公司现金流中断，不会严重削弱该控股公司的财务状况。（3）该控股公司是由政府直接控制的实体，任何对经营性子公司的政府资本支持或流动性支持很可能通过该控股公司进行。我们认为这三个因素显著降低了控股公司层面结构性次级风险。

控股公司主体信用等级	AA _{spc} +	保险集团控股公司的主体信用等级反映了其相对于集团经营性子公司的信用质量差异。在本例中，它比未经调整集团信用质量低 1 个子级。
控股公司发行的资本补充债—合同次级		
债项评级调整的起点	控股公司主体信用等级, AA _{spc} +	我们认为政府的支持将延伸到该控股公司的资本补充债，因此我们以主体信用等级作为债项评级的起点。 如果我们认为某公司的资本补充债无法获得政府的支持，我们将向下调整 1 个子级，以 AA 作为评级调整的起点。
基于债项条款进行的标准调整	-1	金融机构发行的混合资本工具的调整通常包括：1) 下调 1 个子级来反映后偿风险；2) 下调 1 个子级来反映票息支付延迟或取消的风险；3) 下调 1 个子级来反映本金减记/转股条款。 该资本补充债的募集说明书中有次顺位条款，但没有本金减记/转股条款，也没有息票递延/取消条款。因此，我们进行 1 个子级的下调，以反映其次顺位条款。
基于控股公司资本水平进行的非标准调整	无调整	如果我们认为前一个步骤的标准调整没有全面反映公司资本短缺时债券投资人可能受到的信用损失风险，我们可能会进行进一步的非标准调整。 但是，由于该保险集团的资本水平很好，因此我们认为在这种情况下，不需要进行非标准调整。
控股公司资本补充债的信用等级	AA _{spc}	由于该资本补充债的次顺位条款，该控股公司的资本补充债 AA _{spc} 的债项等级比控股公司的主体信用等级低 1 个子级。

注：以上分析仅作为示例，并不代表对任何保险集团的实际评级结果。

资料来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

附录：相关评级方法论及研究

- 标普信用评级（中国）— 金融机构评级方法论
- 标普信用评级（中国）— 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素
- 标普信用评级（中国）— 保险机构评级方法论
- 评论：解读标普信用评级（中国）金融机构评级方法论
- 评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论
- 评论：解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架
- 评论：解读标普信用评级（中国）保险机构评级方法
- 评论：国内主要保险集团维持着良好信用质量 | 国内保险集团信用质量研究

©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。