

政府相關企業評等準則

範圍

本報告闡述了惠譽評等向全球公共融資、企業和基礎設施領域的政府相關企業授予新評等以及追蹤其現有全球和本地信用評等的方法。如果國家、地區或地方政府與企業之間存在母公司/子公司關係並充分控制該企業，則該企業被視為“政府相關”企業。該評等準則不適用於商業或投資金融機構，例如銀行。

本報告中闡述的評等準則是以下內容的補充，並與其結合使用：[公共政策營收支持企業評等準則](#)、[全球地方政府和地區政府評等準則](#)、[企業評等準則](#)、[基礎設施和項目融資評等準則](#)以及[非銀行金融機構評等準則](#)，以授予發行人違約評等以及債項評等。債項評等根據用以授予獨立信用狀況的相關評等準則授予。若不涉及獨立信用狀況且無相關適用準則，則根據本報告“[債項評等](#)”部分相關規定授予債項評等。

政府相關企業的本地評等是通過將上述準則與[本地評等準則](#)結合應用而得出的。

關鍵評等驅動因素

關鍵評等驅動因素的相對重要性：政府相關企業的信用品質受到三個關鍵評等驅動因素（KRD）的影響，即：政府相關企業的獨立信用狀況、提供支持的政府發行人違約評等和支持得分。三個KRD中的任一驅動因素都可能影響和驅動政府相關企業的評等，儘管在某些情況下，其中一個KRD的變動可能不一定會導致評等發生變化。如果支持評估結果為強，政府相關企業的發行人違約評等首要驅動因素將是提供支持的政府發行人違約評等。否則，政府相關企業的發行人違約評等的主要驅動因素將是其獨立信用狀況。

獨立信用狀況：政府相關企業自身的財務能力（不依靠母公司的任何額外支援）由其自身的獨立信用狀況決定。獨立信用狀況代表假設在財務困難時政府將不提供額外支持的情況下，按照相關評等準則得出的政府相關企業信用狀況。

提供支持的政府發行人違約評等：我們使用提供支持的政府的發行人違約評等作為該政府支持政府相關企業的能力和空間的衡量指標。在本評等準則提供的評等等級調整指引中，政府相關企業的獨立信用狀況和政府的發行人違約評等之間的關係被整合為一個數值，也就是“獨立信用狀況與政府發行人違約評等間的差異”，即兩者之間的等級差距。

支援得分：政府支援政府相關企業的可能性通過“支持責任”和“支持動機”兩個關鍵風險因素（KRF）進行評估。支持動機 KRF（提供公共服務、主權和金融蔓延風險）的權重高於支持責任 KRF（決策和監管，以及支援先例）。

該等因素導致的結果可能是：政府相關企業的發行人違約評等等同於政府的發行人違約評等；基於政府的發行人違約評等進行下調得出政府相關企業的發行人違約評等；基於政府相關企業的獨立信用狀況進行上調得出其發行人違約評等；政府相關企業的發行人違約評等等同於其獨立信用狀況。

支持責任：該關鍵風險因素評估政府對政府相關企業承擔的責任。通過政府對政府相關企業決策過程的參與度及對後者所做決策的監督力度來衡量。

支持動機：該關鍵風險因素評估政府在必要時向政府相關企業提供支持的動機。

導致評等等同的充分條件：在三個關鍵評等驅動因素外，惠譽認為還存在兩個因素，它們任何一條成立都會令政府相關企業的發行人違約評等等同於相關政府的發行人違約評等。當政府相關企業擁有相當於政府擔保的法律地位，或當政府擔保政府相關企業超過 75% 的債務，且無需擔心支付不及時或擔保比例可能會顯著下降時，政府相關企業的發行人違約評等通常會等同於政府的發行人違約評等。

本報告包含中文摘譯與英文全文，譯文若與英文有出入，請以英文為準。

This report contains a full report in English and a summary in Chinese. The Chinese version is for reference only and must not be relied on. The English version shall prevail in all circumstances.

目錄

框架	2
支援評估—主要風險因素	6
評等考慮因素	11
其他考慮因素	14
附錄一：定義	16
附錄二：貨幣考慮因素	17
附錄三：評等因素評估摘要表	18
附錄四：評等等級調整方法	20

本報告更新並全面取代成文日期為 2020 年 9 月 30 日的《政府相關企業評等標準》以及成文日期為 2023 年 9 月 15 日的《徵求意見稿：政府相關企業評等標準》。

適用評等標準

- 公共政策營收支持企業評等標準（2024 年 1 月）
- 企業評等標準（2023 年 11 月）
- 全球地方政府和地區政府評等標準（2021 年 9 月）
- 基礎設施和項目融資評等標準（2023 年 5 月）
- 非銀行金融機構評等標準（2023 年 5 月）
- 本地評等標準（2020 年 12 月）
- 母子公司評等關聯性標準（2023 年 6 月）

分析師

Nicolas Painvin
+33 1 44 29 91 28
nicolas.painvin@fitchratings.com

Buddhika Piyasena
+65 6796 7223
buddhika.piyasena@fitchratings.com

框架

政府相關企業的分析方法結合了三大核心因素，其中前兩個因素為輸入項，只有第三個因素是本評等準則中描述的評等方法主題：

- 政府相關企業的獨立信用狀況
- 支持政府的發行人違約評等
- 政府相關企業面臨財務困難時，獲得額外支援的可能性

在實際操作中，通過考慮政府相關企業的獨立信用狀況和支援政府的發行人違約評等間的等級差異，二者被整合為一個輸入項。

該評等框架包括評估額外支援的可能性，其輸出結果以評分表示。該評分將確定支持類別（A至G），然後與政府相關企業的獨立信用狀況和支持政府的發行人違約評等間的等級差異相結合，以確定政府相關企業的發行人違約評等。

額外支援可能性評估

在評估支援的可能性時，惠譽考慮了兩個關鍵風險因素，每個關鍵風險因素包含兩個子項，具體在**支持評估—主要風險因素**中列出並詳細說明。

根據**附錄三：評等因素評估摘要表**中的定義，每項因素的評估結果分為“強”或“很強”。每個評估級別對應下表**評估得分**中的一個得分。

惠譽給予關鍵風險因素“支持動機”的權重是關鍵風險因素“支持責任”的兩倍，反映了在任何時間點的不同情況下，外部壓力對於提供支援的重要性。在確定未來是否會提供支援時，“避免對政府造成不利後果”的動機被視為比“決策和監管”或“先前提提供的援助”更為重要的指標。

框架

步驟 1：確定政府相關企業獨立信用狀況與政府發行人違約評等之間的等級差異

步驟 2：評估政府相關企業陷入財務困境時獲得額外支援的可能性，並授予介於“A”和“G”之間的支持類別

步驟 3：通過在評等等級調整指引表中交叉維度 1 和維度 2 來得出結果（政府相關企業的發行人違約評等）

步驟 4：如相關，則應用額外的評等考慮因素（導致評等等同的因素、額外的評等調整等）

結果：政府相關企業的發行人違約評等

資料來源：惠譽評等

從支持評估到評等等級調整

支援得分系統

整體支持得分透過以下組合獲得：

評估得分

動機		責任						
		2 x 很強		1 x 很強， 1 x 強	1 x 很強	2 x 強	1 x 強	0
		20		15	12.5	10	5	0
		20	60	55	52.5	50	45	40
2 x 很強	40	60	55	52.5	50	45	40	40
1 x 很強， 1 x 強	30	50	45	42.5	40	35	30	30
1 x 很強	25	45	40	37.5	35	30	25	25
2 x 強	20	40	35	32.5	30	25	20	20
1 x 強	10	30	25	22.5	20	15	10	10
0	0	20	15	12.5	10	5	0	0

資料來源：惠譽評等

支持類別

	範圍	
	最高	最低
A—非常確定	60	45
B—極有可能	42.5	35
C—非常可能	32.5	30
D—強烈預期	25	20
E—中等預期	15	15
F—適度預期	12.5	12.5
G—幾乎沒有預期	10	0

資料來源：惠譽評等

兩個因素（責任和動機）的結合得出政府相關企業總分，然後通過評等等級調整指引表的方法得出政府相關企業的發行人違約評等。 惠譽通過確定支持屬於以下哪一類，來區分可能獲得的政府支援水準：

- 可能性很大（支持類別為 A 至 C 類;由此產生的評等將使用自上而下的方法表示（詳細信息請參閱附錄四：評等等級調整方法））;或者
- 有可能（支持類別為 D 至 G 類）;基於上述考慮因素，由此產生的評等將使用自下而上的方法表示。

評等等級調整指引

	A	B	C	D	E	F	G
政府相關企業的獨立信用狀況與政府的發行人違約評等的等級差異	等於或高於 45	42.5 至 35 之間 ^a	32.5 至 30 之間 ^a	25 至 20 之間 ^a	15	12.5	等於或低於 10
>0	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限
0	0	0	0	獨立	獨立	獨立	獨立
- 1	0	0	0	+1 ^b	獨立	獨立	獨立
- 2	0	0	0	+1	獨立	獨立	獨立
- 3	0	0	- 1	+1	獨立	獨立	獨立
- 4	0	- 1	- 2	+1	獨立	獨立	獨立
- 5	0	- 1	- 2	+2	+1	獨立	獨立
- 6	0	- 1	- 2	+3	+2	+1	獨立
- 7	0	- 1	- 2	+4	+2	+1	獨立
- 8	0	- 1	- 2	+4	+3	+1	獨立
- 9	0	- 1	- 2	+5	+3	+1	獨立
- 10	0	- 2	- 3	+5	+3	+1	獨立
- 11	- 1	- 2	- 4	+5	+3	+1	獨立
- 12	- 1	- 3	- 4	+5	+3	+1	獨立
- 13	- 2	- 3	- 5	+5	+3	+1	獨立
- 14	- 2	- 3	- 5	+5	+3	+1	獨立
- 15	- 2	- 3	- 5	+5	+3	+1	獨立

^a該等數值本身。
^b若政府相關企業的信用驅動因素與政府的信用驅動因素基本相似或相互關聯（這是政策性政府相關企業的典型情況），則至多在政府發行人違約評等基礎上減 1。
注：A 至 C 類指在政府發行人違約評等基礎上下調等級，D 至 F 類指在獨立信用狀況基礎上上調等級。
資料來源：惠譽評等

上文的評等等級調整指引表是兩個維度的簡單組合：支持預期（從A到G類，以得分表示），以及政府相關企業的獨立信用狀況與政府的發行人違約評等之間的差異（以相差的等級數表示）。

當支持評估（政府相關企業支援得分）變更一個類別時，該表傾向於導出一個等級的評等變化。同時，只要支持類別沒有同時發生變化，獨立信用狀況與政府評等之間的等級差異變化對政府相關企業的發行人違約評等的影響也會漸進變化。

隨著政府相關企業的獨立信用狀況與政府的發行人違約評等之間的差異等級增加，政府相關企業發行人的評等等級調整幅度也在擴大，原因在於評等量表所反映的違約概率的非線性特性。

獲得政府支持的政府相關企業的發行人違約評等可能是：

- 受限制：政府相關企業的發行人違約評等通常受政府發行人違約評等的限制，除非政府相關企業的獨立信用狀況高於政府發行人違約評等並且政府獲得政府相關企業現金或資產的管道有限（例如，存在股東協定、嚴密的債務隔離契約或類似限制，限制現金和資產從政府相關企業流向政府），在這種情況下，政府相關企業的發行人違約評等可能高於政府的發行人違約評等。
- 評等等同：政府相關企業的發行人違約評等等同於政府的發行人違約評等。
- 通過自上而下並減去 1、2、3、4 或 5 得出的評等結果：政府相關企業的發行人違約評等比政府的發行人違約評等低一至五級。
- 通過自下而上並加上 1、2、3、4 或 5 得出的評等結果：政府相關企業的發行人違約評等比其獨立信用狀況高一至五級。
- 獨立：政府相關企業的發行人違約評等等於其獨立信用狀況。

沒有獨立信用狀況的發行人

如果發行人無法有效地與政府脫鉤，尤其是當政府相關企業主要代表政府執行政策驅動的任務且不產生自己的現金流時，或因為與政府的運營和財務聯繫非常緊密時，獨立信用狀況可能“沒有意義”。在這種情況下，惠譽將遵循下述評等方法：

評等等級調整指引—沒有獨立信用狀況的發行人

支援得分	≥45	35-42.5	30-32.5	20-25
評等方法	等同	自上而下減1	自上而下減2	自上而下減3

資料來源：惠譽評等

當獨立信用狀況沒有意義時，支持評估介於“E”和“G”類之間的企業將不會授予評等。

獨立信用狀況的來源

在本報告中，獨立信用狀況只是一個輸入項。獨立信用狀況是使用相關主要評等方法得出的，其中公共部門類政府相關企業適用[公共政策營收支持企業評等準則](#)，企業類政府相關企業適用[企業評等準則](#)，商業基礎設施類企業適用[基礎設施和專案融資評等準則](#)，以及部分金融類政府相關企業適用[非銀行金融機構評等準則](#)。

如前文所述，如果發行人不能有效地與政府脫鉤，獨立信用狀況可能“沒有意義”。在該等情況下，區分日常支持（包含入獨立信用狀況）和額外支持（包含入最終評等）將是主觀的；因此，將不再需要得出獨立信用狀況。

當政府相關企業的獨立信用狀況高於政府的發行人違約評等時

如果政府相關企業的獨立信用狀況高於政府的發行人違約評等，惠譽將使用用於得出前者獨立信用狀況（或相關的相應評等準則）的評等準則中的相關考慮因素，以確定政府相關企業的發行人違約評等是否受限或以政府評等水準為上限。[公共政策營收支持企業評等準則](#)將適用於政策性政府相關企業，[母子公司評等關聯性準則](#)以及[企業評等準則](#)將適用於商業類政府相關企業，以及[基礎設施和專案融資評等準則](#)將適用於基礎設施政府相關企業。

這些不同的評等準則中統一的處理方式是，當政府相關企業的獨立信用狀況高於政府的發行人違約評等，並且政府獲得政府相關企業現金或資產的管道有限時，政府相關企業的發行人違約評等可能會高於政府的發行人違約評等。

支持評估 — 主要風險因素

關鍵風險因素評估體系

- 如果某個因素不符合表中的條款描述，則該因素將被評估為不適用（n.a.）
- 未被評估為“強”或“很強”的因素對政府相關企業的支援得分不產生貢獻
- 在進行是否為“強”的評估時，有些條款可能要求同時具備才能滿足評估條件（使用“和”運算符），而其他條款則可獨立滿足評估條件（使用“或”運算符）

支持責任

決策和監管

政府因對政府相關企業擁有控制權被視為有責任支援政府相關企業;政府相關企業在政府的指導和監督下開展運營、投資和融資。 這種控制權，即做出關於政府相關企業的所有重要決策的權力，有兩個維度：決策和監管。

政府可能對政府相關企業的債務負有一定責任，因為政府對政府相關企業的運營、財務表現以及融資施加重大影響。

所有的評估都是前瞻性的，預計在可預見的未來仍然有效。

評估考慮兩個主要因素：

- 政府對政府相關企業決策過程的控制程度。 這種控制可能來自所有權水平（絕對和相對擁有）;和
- 政府對政府相關企業的經營、策略及融資活動的監管程度。

支援責任：決策與監管

“強” 提供支援的政府對政府相關企業關鍵營運具有強大的決策影響力	“很強” 提供支持的政府是政府相關企業決策的關鍵決策者
與評估等級為「強」的要求相比，除了該等要求外，政府相關企業還應表現出以下特徵，方能被評估為「很強」。	
• 政府對政府相關企業的營運活動、財務表現、融資結構和投資計畫行使決策權： u2012 該決策權是憑藉關鍵股東地位（政府可以持有低於50%的股份）或公共法規定的其他同等地位（地方制度向政府代表提供明確的表決權控制等）而行使的;或者 u2012 政府可能缺乏直接擁有權，但通過其他與政府掛鉤的企業或通過其他政府股東的授權而擁有同等的決策權。	• 政府對政府相關企業實施更為嚴格的控制。 在運營事項（例如產品定價、供給）或在具有高度戰略性質的特定重大項目的執行方面對政府相關企業提出了具體要求。
和	
• 政府對政府相關企業實施有力的監管，經常、定期（頻率超過每年一次）報告關鍵運營和財務關鍵業績指標（KPI）。	

資料來源：惠譽評等

對於嚴格意義上不具備法律擁有權的企業（由於結構或狀態原因，如基金會），惠譽主要關注政府的控制水準，而不是擁有權。

何種情況下才能將此關鍵風險因素評估為“很強”

政府更嚴格的控制的證據將支持「很強」的評估。 在有限框架內實施公共政策承擔政策職能的政府相關企業將受到此等嚴格的控制（例如，大多數服務水平和受益人均由政府確定的福利機構、集中式醫療體系中的醫院、實施政府計劃的城市開發機構等）。 一些商業類政府相關企業也會受到嚴格控制，政府規定其營運和投資的重要方面，並監督此類決策的實施。

哪些因素會限制該關鍵風險因素的評估

如果有證據表明，政府相關企業在沒有提供支援的政府的批准或支援下亦能夠參與具有戰略意義的重要決策，而且決策或監督機制也存在不確定性時會限制評估。

支援先例

如果政府在過去已經提供對政府相關企業的支援，則被視為對該政府相關企業有支持責任。政府向政府相關企業提供財務支持的證據，以及是否定期提供這類支援、這類支援是否說明政府相關企業保持財務穩健，通過該等情況評估未來政府提供支援以及承諾在未來持續提供支援的可能性。

對該因素的評估完全基於對先例以及對歷史行為和事實記錄（作為未來支援的佐證）的分析。這不應與支持的一般性期望相混淆，一般性期望包含本評等準則描述和評估的其他因素。

支持包括資本注入、資產捐贈、補貼、損失補償、針對性支持政策和有利的分紅政策。

評估中考慮的主要因素包括：

- 過去支持的持續性，例如透過資本注入、資產捐贈、補貼、損失補償、有利的分紅政策、由國家控制的金融機構提供的定向優惠待遇、部分債務擔保或特殊稅制等形式。除了正式擔保以外，惠譽也關注具有法律約束力並可強制執行的類似支持形式；
- 政府相關企業是否自然（例如透過其地位或長期慣例）受益於平衡性補貼，該等補貼可能專款用於特定支出（不一定可用於債務償付）；
- 政府過去是否曾進行幹預以減輕或接管政府相關企業的債務，並且是否提前足夠的時間提供支持以顯示政府將在政府相關企業違約之前拯救該政府相關企業，而不是紓困救助；
- 其他考慮因素，例如政府相關企業的財務狀況（尤其是流動性狀況）是否會導致對其短期內履行財務義務的能力產生擔憂；任何監管或政策影響的支持性質；以及政府相關企業是否能夠脫穎而出，比其他企業更多或更少可能獲得額外支持。

若根據業界具體準則，政府相關企業的獨立信用狀況或財務狀況被評估為「bb」或以上，則惠譽認為此類政府相關企業的信用狀況穩健。當政府相關企業的獨立信用狀況因營運環境和業務狀況而非財務狀況而低於「bb」時，我們會關注其財務狀況。

我們評估四種主要類型的支持先例。存在其中任何一種類型就足以得出該考慮因素為「強」（甚至有可能「很強」）的評估結果。

支援責任：支援先例

“強” 提供支持的政府提供了有效的財政支援	很強’ 提供支持的政府多次為政府相關企業提供實質支持
	與評估等級為「強」的要求相比，除了該等要求外，政府相關企業還應表現出以下特徵，方能被評估為「很強」：
● 有證據表明，先前的政府支持是有效的，使政府相關企業能夠履行其合約義務（包括債務償付）（否則政府相關企業的履行能力會受到損害），或能使政府相關企業維持（或改善）其財務狀況；或 ● 在政府相關企業之前不需要任何政府支持的情況下，該企業的直接可比同業企業（與該政府相關企業的影響力相似，且與同一政府有關聯性的政府相關企業）已獲得上述定義所界定的支持。	● 顯示政府在過去持續支持政府相關企業，使其能夠維持足夠強勁的財務狀況a；或 ● 政府公開發布計畫提供支援（例如多年增資），以維持政府相關企業穩健的財務績效a；或 ● 政府為政府相關企業的大部分債務提供擔保b。
或	
● 政府相關企業的債務償付很大程度上與政府的財政資源相匹配，但政府並未無條件提供資金以便政府相關企業能夠完全履行其債務義務（例如，可能存在平衡性補貼記錄，但政府沒有法律義務持續提供該等補貼）。	● 政府提供無條件的財政資金，能夠讓政府相關企業償還其債務義務（特別是透過政府的法定、合約或法律承諾）。

或	
政府有明顯減輕政府相關企業（或直接可比同業企業）債務融資壓力的記錄，顯示出透過間接手段對流動性的明確支持。例如，可以透過指導國有金融機構為政府相關企業提供融資來實現這一目的。	- 政府有多次承擔政府相關企業債務的記錄，包括政府一次性或分期償還債務;或 - 政府直接提供政府相關企業幾乎所有債務融資工具（即透過政府貸款c）。
或	
政府相關企業的地位涉及債務轉移條款，即違約將意味著政府將在管理/清算過程結束時承擔債務責任。	其他政府相關企業也有因此類債務轉移條款而得到政府介入的先例。

^a獨立信用狀況或財務考量評估為「bb」等級或以上。政府向政府相關企業提供財務支持的證據、這類支持的規律性，以及在維持政府相關企業財務狀況穩健方面發揮的重要作用，都用於評估未來政府支持的可能性。

^b超過 25%，但低於與政府自動評等等同所需的水平（導致評等等同的充分條件）。

^c政府貸款指由政府決定和實施的貸款，由政府直接或通過行政命令向國有機機構發放。

資料來源：惠譽評等

哪些因素會限制該關鍵風險因素的評估

如果政府相關企業的財務狀況持續走弱且沒有任何持續性支持的記錄，則該評估將受到限制，除非政府已宣佈支持計劃或重組安排，提供給企業較為可靠的政府支援。

支援動機

維持政府政策職能

政府相關企業違約可能會導致其無法提供關鍵服務、無法保護對主權至關重要的事項或無法確保關鍵經濟活動的持續，且沒有替代方案。違約也可能帶來政治影響，令公眾認為政府無法完全履行其使命或職責。此外，有價值的資產（金融或是策略性資產）可能會損失，其價值可能超過救助政府相關企業的成本。

我們評估促使政府希望避免政府相關企業違約的三個主要原因。我們認為，其中任一原因本身就足以得出該考慮因素為「強」（甚至有可能「很強」）的評估結果。

第一個原因是政府相關企業違約對提供關鍵公共服務或經濟活動的影響。依賴定期獲得融資的經濟功能（例如貿易、原材料和原料的購買以及食品進口）將受到的違約的影響最為嚴重。另一方面，基於先前建成的基礎設施運營的部門，除了維護支出（例如高速公路或橋樑）外幾乎不需要額外資金，因此其違約不太可能產生重大的社會政治影響。主權相關的事項（例如能源的使用或關鍵國防技術）將產生重大的社會政治影響，因此以同樣的方式進行分析。

我們還將評估違約是否會妨礙按照嚴格的安全準則維護關鍵網路（例如能源相關或運輸相關網路）的能力。最後，違約可能會妨礙政府管轄區內關鍵經濟活動的正常運作，例如經濟相關供應鏈中的主要生產商（例如晶片、稀土和化學產品）。

第二個原因是政府相關企業違約對政府的政治和製度的影響。此類案例涉及有巨大影響力的政府相關企業，其違約可能歸咎於政府官員，這可能會產生嚴重的政治影響。

第三個原因是政府相關企業違約是否會導致有價值的策略、金融或技術資產損失。

支持動機：維持政府政策功能

強 ^a 政府相關企業違約可能會損害提供支持的政府的政策功能	很強 ^a 政府相關企業違約很可能會損害提供支持的政府的政策職能
	與評估等級為「強」的要求相比，除了該等要求外，政府相關企業還應表現出以下特徵，方能被評估為「很強」：
- 政府相關企業違約將對以下方面產生直接重大影響：持續提供關鍵公共服務;或 - 主權/自給自足問題（即自治或獨立問題，例如國防、食物或能源取得）;或 - 關鍵經濟活動（或關鍵經濟活動的組成部分），但有一些容易獲得的替代方案可以有效地減輕影響，但遠未達到完全減輕影響。	有限或沒有容易獲得的有效替代來減輕違約的影響，且違約的影響將是直接的或在短期內產生（不僅是長期）。

或	
- 違約將導致有價值投資（具有良好未來前景的有價值金融投資;具有戰略性和重要性，儘管不是關鍵技術）或資產（如在清算過程中可能將資產移交給債權人）的損失，或者導致政府失去未來的實質財政收入。 和 - 從中長期來看，救助行動具有顯著的淨效益。	- 違約將導致難以或無法替代的有價值資產的損失，無論是金融性質的資產還是與關鍵技術相關的資產。 和 - 從中長期來看，救助行動具有顯著的淨效益。
或	
除了上述與服務提供、主權、或有價值投資或資產的損失相關的影響，政府相關企業（根據其地位、影響力或職能）的失敗被歸因於政府領導，併產生嚴重的政治影響	政府相關企業根據其職能/使命，是政府之下最具影響力的企業之一，因此其違約幾乎肯定會引發嚴重的政治危機。
資料來源：惠譽評等	

何種情況下才能將該關鍵風險因素評估為「很強」：

對於每個因素，支援的力度（在「強」和「很強」之間）取決於：

- 是否有替代;
- 影響程度;
- 時間期限（即刻發生的影響將促使支持動機為非常強）。

哪些因素會限制該關鍵風險因素的評估：

除特定的公共政策政府相關企業外，缺乏政府的持續性支持則將不太可能導出該因素「很強」的評估結果。尤其是當政府相關企業的財務狀況惡化至「ccc」的獨立信用狀況水平，或者在政府相關企業未被授予獨立信用狀況的情況下，缺少政府的持續性支持導致其財務結構不具可持續性或產生經常性的流動性危機，就符合這種情況。

蔓延風險

政府相關企業違約會影響相關司法管轄區內政府或其他政府相關企業的未來融資能力。我們考慮了政府相關企業違約相對於可比同業企業的影響、違約對融資市場的影響以及對政府和其他政府相關企業獲得市場融資的影響。

我們評估政府相關企業違約的影響，以確定其對政府及其他政府相關企業未來獲得融資的潛在影響。違約會導致問題發生，使政府產生強烈的動機來避免違約，需要同時滿足三個條件：

- 我們考慮的主要方面是政府相關企業在與政府和其他政府相關企業相關的債務市場（債券、貸款或擔保）上的表現。我們使用前瞻性的方法來分析這一特徵，這意味著即使是一個沒有債務的政府相關企業，但如果存在公開的未來借貸計劃，便已被視為具有借款人的身份。債務規模不一定是主要因素，因為一個與政府關係密切的小型政府相關企業的違約也可能產生重大影響。
- 第二個面向是政府相關企業的影響力，在確定借款人和潛在借款人是否將政府相關企業的違約視為政府無能力或無意願支持該政府相關企業的表現時，政府相關企業的影響力發揮著重要作用。此影響力主要透過政府相關企業的角色、其與政府的過往和象徵性聯繫、其規模（如果相關）及其重要性來評估。政府相關企業可以是公共體系¹的一部分，其失敗會被視為整個體系的失敗。公共體系包括醫院、大學或保障性住宅主體，體系內的所有主體均受監管機構或監督機構的監管。
- 第三個面向是核實是否存在任何已知事實與政府相關企業違約將對政府或其他政府相關企業產生蔓延風險的假設相矛盾。如果政府相關企業過去沒有遇到任何困難，我們無法從中得出結論，但這並不能否定「蔓延風險假設」。相反，如果政府相關企業過去曾經歷過財務困難（例如信用利差急劇增加或流動性突然收縮），但政府和其他政府相關企業沒有受到影響，我們就無法授予「強」的評估結果。事實上，這種情況表明，該政府相關企業與其他公共部門之間的財務相關程度很低，或者說已經受損。

¹此「體系」不同於下文系統或廣泛的公共部門模式中提及的「系統」;我們在此討論的情況是，主體本身的影響力可能並不高，但其作為統一系統內的一部分所承擔的角色可能顯現為似乎是一個更重要的主體陷入了困境。而在下文「系統或廣泛的公共部門模式」中，我們僅指企業不由政府所有，但其透過在系統中承擔角色而與政府相關聯。

支持動機：蔓延風險

強’ 如果政府相關企業違約，則支援政府（或其他政府相關企業）很可能面臨融資管道受損的風險	很強’ 如果政府相關企業違約，則支援政府（或其他政府相關企業）幾乎肯定會面臨融資管道受損的風險
	與評估等級為「強」的要求相比，除了該等要求外，政府相關企業還應表現出以下特徵，方能被評估為「很強」。。
政府相關企業已經（或在評等情景中預期將）產生債務（債券、貸款、政府貸款、多邊銀行貸款、擔保）。	- 政府相關企業是（或預期將是）與其政府相關的融資市場的參考發行人。該評估將依據政府相關企業在相關市場借款的關注度，以及政府及其他政府相關企業就進行自身融資對該等市場的依賴程度。參考發行人有可能以接近政府融資的成本獲得融資;或 - 政府相關企業從多邊開發銀行（MDB）獲得高金額融資-較高或更頻繁的多邊貸款意味著更強的政府支持，用於避免違約並持續獲得上述融資。
和	
鑑於政府相關企業的角色和地位，其對政府來說具有很高的影響力;其違約可能會影響政府或其他政府相關企業獲得融資（或影響其融資成本）。政府相關企業可以是公共體系的一部分，其失敗會被視為整個體系的失敗。	政府相關企業由於其角色或使命，或因為該政府相關企業從其他政府相關企業中脫穎而出更有可能獲得額外支持，所以市場參與者將其視為核心政府企業。這意味著政府相關企業的違約幾乎肯定會在較長一段時間內嚴重影響政府或其他政府相關企業獲得融資（或嚴重影響其融資成本）。
和	
- 政府相關企業沒有出現財務緊張的情況;或（如果有財務緊張的情況）- - 政府對觀察到的財務緊張事件做出了反應，並（在蔓延跡象成為現實之前或之後）提供支援或安撫措施來解決問題。	與“強”評估因素相同。

資料來源：惠譽評等

哪些因素會限制該關鍵風險因素的評估：

除某些肩負公共使命的政府相關企業之外，如因政府相關企業缺少政府的持續性支持，導致其財務狀況惡化至“ccc”的獨立信用水準，或者在政府相關企業未被授予獨立信用狀況的情況下，缺少政府的持續性支持導致其財務結構不具可持續性或產生經常性的流動性危機，則該因素將不太可能導出”很強“的評估結果。

評等考慮因素

導致評等等同的充分条件

以下單一因素自身就是導致政府相關企業和政府評等等同的充分条件：

- 根據惠譽的準則，政府為政府相關企業調整後債務的75%以上提供持續擔保（包括財務債務和資本化租賃，但不包括最終與政府共同產生的債務）;和
- 政府相關企業享有相當於被政府擔保的法律地位。

削弱支持的因素—支持能力與執行風險

在某些情況下，政府的支援能力可能低於其發行人違約評等所表明的水準，這是因為政府相關企業的規模超出了政府的干預能力（政府相關企業較大而政府規模相對較小），或者因為政府可能沒有相關管道來提供支援（即沒有立即獲取流動性的能力或缺乏管道來進行政府相關企業重組或減輕政府相關企業融資壓力）。

部分政府相關企業可能面臨政府支援意願或及時性的不確定性，而不是提供支援的能力方面的問題（例如，政府過去沒有支持類似的政府相關企業）。

最後，政府可能存在法律或政治限制，該等限制可能會（部分或完全）限制對其所確認的支持措施納入評估的程度。例如，當政府的立法機構（如議會）對支持計劃表示多數反對意見，或者當一個強大的司法或監管機構阻止提供支援時，就會出現這種情況。

對於該等情況，[支持評估—主要風險因素](#)詳述的支援框架中的四個關鍵評等因素無法有效解決。因此，評等委員會可能採用一種疊加一個或多個評等等級的評等方法，即採用比[評等等級調整指引](#)表建議的評等等級更為保守的方法

動態評估支援

支援的評估和影響是動態的。政府相關企業的支援得分和由此產生的評等等級調整取決於與相關政府關係的演變（即在評等等級調整表水平維度的變動）以及發行人獨立信用狀況與政府發行人違約評等之間差異的發展（即在評等等級調整表垂直維度的變動）。例如，政府持股比例的減少、法律地位的變更或者政府相關企業使命或活動的顯著變化，可能導致惠譽不再將政府相關企業評估為 A 到 C 類的支持類別（政府相關企業的評等低於政府評等五個級別內），並且惠譽將採取相應的評等行動。相反，股權比例、戰略性活動的增加和額外的公共服務義務可能導致反向變化（支持增加和評等上調）。

評等等級調整表的設計中，一個支持類別的變動，或獨立信用狀況與政府之間的差異變動一個等級僅會導致有限的評等變動，通常為一到兩個級別（除非獨立信用狀況與政府之間的差異超過八個級別）。

支援的重大限制

如果出現重大限制，並可能阻止政府向政府相關企業提供支援，則總體支援分數將被限制在 25 分以下，從而使最終評等更加依賴於獨立信用狀況。此種情形可能會在國家援助條例嚴格限制向完全競爭領域內國有企業提供支持的情況下發生。在競爭性活動和公共部門活動並存的部門，支援分數的上限可能會低於 40 分，並反映出我們認為可能存在限制。

政府相關企業與政府之間的關聯性

如果政府相關企業財務困難的原因，有很大可能性與政府向該政府相關企業提供支持的能 力下降同步發生，評等委員會可能會採用比[評等等級調整指引](#)表建議的更保守的評等等級調整方法。例如，如果政府相關企業和政府的獨立評等驅動因素均與石油等特定商品密切掛鉤，並且該等評等驅動因素顯著惡化的脆弱程度是類似的，則可能會出現這種情況。

多擁有者政府相關企業

若政府相關企業由多個政府擁有，則惠譽基於政府在政府相關企業中的控股權和/或出資程度，採用政府信用狀況的加權平均值。在計算此加權平均值時，惠譽會將所有受評政府相關企業持股比例達 25 % 或以上的政府納入計算，直到它們對政府相關企業的累積持股比例達 75 % 或更高。

但是，加權平均值的上限是持股最多的政府的信用狀況水準。當一個政府擁有的股份實質上大於任何其他政府，並且在實踐中是“主管政府”時，我們可能會將該政府視為參考支援政府。不過，如果政府股東數量眾多（比如四個以上）且任何一個政府的持股比例都不高於 50 %，亦沒有在實質上大於任何其他政府，則惠譽可能會認為受評政府相關企業與任何政府股東之間的聯繫均沒有緊密到足以支援評估結果為“強”（表現為“自上而下”的評等結果），反而可能會採用“自下而上”的評等方法。

系統或廣泛的公共部門模式

在某些情況下，政府相關企業並不是歸某個明確的政府股東所有，而是受益於廣泛的公共部門支援。在這種情況下，如果系統性支持強大，但無法清楚地識別出直接支援來自一個主體或一組主體，惠譽將把支援限制至 D 類（而不是更高），並且將採用自下而上的方法進行評等等級調整。

對於政府相關企業不是歸某個政府所有，但是可清楚地識別出政府或政府機構提供的直接支持的情況，前述限制不適用。

穿透直接政府擁有者

惠譽可以不基於持有多數股權的政府股東進行評等等級調整，而是基於更高（或更低）級別政府調整評等。

當掌握政府相關企業的有效控制權的政府與名義上擁有或合法控制該政府相關企業政府為不同級別的政府時，會發生這種情況。這意味著支援將直接來自體現出積極作為的政府（而不是名義擁有者）或通過一種指定或受保護的流程提供。

評等等級調整的起始點

評等等級調整指引表根據一個起始點進行評等等級調整，從政府的發行人違約評等下調或從政府相關企業的獨立信用狀況上調。

在某些情況下，在“評等向下調整”中，評等委員會可能決定評等等級調整的起始點不應該是政府的發行人違約評等，因為該評等無法最好地反映政府提供支持的能力。例如，如果政府的發行人違約評等本身是基於上級政府的支援，而我們認為這種支援不太可能流向政府相關企業，就會發生這種情況。在這種情況下，可以選擇直屬政府的獨立信用狀況而不是發行人違約評等作為評等等級調整的起始點。

政府相關企業子公司的評等方法

融資平臺

許多主體經營融資平臺（即企業沒有業務運營，以發行債務為唯一用途，且所發行的債務可供集團使用）。融資平臺通常免受獨立信用狀況分析，亦不單獨獲授發行人違約評等。在向融資平臺授予發行人違約評等時，若市場公認該融資平臺為集團的主要發行平臺之一，則即使在融資平臺未獲擔保的情況下，融資平臺獲授的發行人違約評等與集團內相關主體的發行人違約評等等同。如果融資平臺承擔的重大風險（如外匯風險）未能傳遞至其隸屬的政府相關企業，則融資平臺的評等將向下調整。

公共政策政府相關企業

如果政府相關企業的子分公司本身就是承擔公共政策服務的主體，且與政府有密切聯繫，我們將直接應用政府相關企業評等準則得出該子分公司的評等。這意味著我們將“穿透”母分公司政府相關企業，並將本政府相關企業的評等準則應用於其子分公司，以政府作為評等等級調整參考。

除上述情況外，以下類型企業一般不被穿透：

- 主權財富基金或類似機構
- 政府用於持有其投資的居間控股公司，因此被視為具有政策職能的政府機構

其他情形

對於所有其他情況，對政府相關企業子分公司進行評等時採用**母子公司評等關聯性準則**。母子公司關聯性（PSL）評估中使用的母分公司信用狀況通常是母分公司政府相關企業的發行人違約評等

（包括政府支援）。但是，如果惠譽認為政府支援流向子分公司的可能性不大（例如，子分公司並不開展任何公共服務或其他給母分公司政府相關企業帶來政府支援的活動），則以母分公司政府相關企業的獨立信用狀況作為起始點。

我們考慮以下因素：

- 子分公司違約給母分公司政府相關企業運營造成的後果；
- 子分公司是否參與提供公共服務或給母分公司政府相關企業帶來政府支援的經濟活動（例如政府相關企業的外國子分公司儘管規模很大，但不太可能從政府支援中受益）。

如果子分公司的獨立信用狀況高於母分公司政府相關企業的發行人違約評等，則子分公司的發行人違約評等通常限制在與母分公司發行人違約評等相同的水準。如果母分公司政府相關企業對子分公司現金或資產的獲取受到限制（例如根據法律或正式運營要求），則較高的獨立信用狀況可能不會受到限制。“母分公司政府相關企業”的定義是在集團中負責整個集團運營管理並制定戰略目標的最高級別企業。

由於母分公司政府相關企業未評等而無法使用 PSL 方法時，惠譽將通過將本政府相關企業評等準則直接應用於子分公司來評估政府支援。

在所有情況下，當相關企業不直接由支持政府擁有時（即政府與相關企業之間存在多層企業），只有當我們認為位於政府相關企業和政府擁有權鏈中的企業不會阻止子分公司及時獲得政府支援時，我們才會將企業的評等與政府評等掛鉤。

本地評等

政府相關企業的本地評等是通過將本評分準則與本地評等準則結合而得出的。本地評等表達了對發行人所處環境以及在單一國家/地區內所發行債券的信用度的觀點。政府相關企業國內評等的調整幅度較該等評等準則中載明的評等等級調整指引可能會有所放寬或收窄，其目的是在考慮國內相關情況後，保留相關國家/地區的相對風險等級。

債項評等

債項評等根據用以授予獨立信用狀況的相關準則授予。這並不意味著債項評等將與獨立信用狀況掛鉤。通常，優先債務的債項評等與其發行人的發行人違約評等相同。但獨立信用狀況所依據的評等準則將用於評估任何結構性從屬關係或其他考慮因素是否可能阻止政府為受評債務工具提供支持。

對沒有獨立信用狀況且無債項評等相關準則的企業而言，通常情況下，優先無抵押債項評等等同於發行人違約評等。

對於具有特定特徵的優先無抵押債務工具和非優先無抵押債務工具，惠譽可能會針對不同級別的債務結構（例如結構性從屬結構或獲得專用現金流）對債項進行評等等級調整，並使用企業混合資本處理和評等等級調整準則或非銀行金融機構評等準則等相關準則來確定最終的債項評等。對於使用企業評等準則得出獨立信用狀況的政府相關企業優先有抵押債務工具，根據企業回收率評等和債項評等準則和回收率評等準則國別化處理的規定，如果政府相關企業的獨立信用狀況高於其政府所有者的獨立信用狀況，其評等可以高於政府相關企業的發行人違約評等（以及可能高於政府的發行人違約評等）。

短期評等

對依據惠譽本政府相關企業評等準則進行的信用評等而言，如果發行人的長期發行人違約評等與政府的長期發行人違約評等相同，則該發行人的短期發行人違約評等亦應與政府的短期發行人違約評等相同。如果發行人評等基於自上而下的評等等級調整方法表示，則應以兩種短期發行人違約評等選項中較高者為準，並以其提供支持的政府短期發行人違約評等為上限。如果發行人評等系根據獨立信用狀況或基於自下而上的評等等級調整方法表示，則短期發行人違約評等應基於相應獨立信用狀況評估準則中所述原則確定（參見獨立信用狀況的來源）。

如果未評估獨立信用狀況，則應以兩種短期發行人違約評等選項中較高者為準，並以其提供支持的政府短期發行人違約評等為上限。

處於困境中的政府相關企業

惠譽認為，在政府相關企業不太可能違約的情況下，該等評等準則的原則是相關且有效的。當政府相關企業陷入嚴重財務困境，表明其財務義務近期違約的可能性很高時，導致評等包含在獨立信用狀況基礎上得到提升的考慮因素將變得無關緊要，並且可能無法充分反映近期違約風險。在這種情況下，將根據適當的評等準則確定評等，包括公共政策營收支持企業評等準則、企業評等準則、非銀行金融機構評等準則和基礎設施和專案融資評等準則（針對基礎設施的單獨評等）。

“CCC”類別及以下政府評等

如果政府陷入困境並且確實有可能違約，那麼其支持能力將受到損害，可能沒有必要使用評等等級調整的方法對政府相關企業授予評等。我們將主要根據惠譽的評等定義構建評等推導，而不是應用本評等準則中說明的評等等級調整方法。

同業分析

只要情況具有可比性，關鍵風險因素的評估將考慮對類似企業的評估。

其他考慮因素

評等準則變動

惠譽的評等準則旨在與評審委員會的經驗和分析判斷結合使用。通過將透明的評等準則、針對每筆交易或每位發行人所採用的分析判斷，以及評等新聞稿的完整披露相結合，在強化惠譽評等流程的同時，亦可協助市場參與者理解評等背後的分析內容。

評等委員會可能調整該等評等準則的實際應用，從而體現特定交易或企業的風險。這類調整被稱為評等變動。所有變動均將披露在各自評等行動評論文章中，包括對評等的影響（如適用）。

當與授予評等相關的風險、特徵或其他因素以及評等方法均包含在準則範圍內，但評等準則中所述的分析要求通過變通來解決針對某些特定交易或企業的因素時，該變通可能會獲得評等委員會批准。

評等敏感性分析

政府相關企業評等受以下因素影響：

- 政府評等的變動;
- 政府相關企業獨立信用狀況的變動;
- 政府相關企業面臨財務困難時，對獲得額外支援可能性的重新評估結果。

評等準則披露

在評等報告和評等行動評論文章中，惠譽預期會披露以下內容（如適用）：

- 評等等級調整方法（等同或以自下而上、自上而下或獨立表示）及其基本原理;
- 與此評等準則所約定的評等等級調整方法的任何偏離。舉例而言，如果政府相關企業面臨財務困難的原因，有很大可能性與政府向該政府相關企業提供支援的能力下降同步發生（即如果政府和政府相關企業獨立評等驅動因素面臨惡化的脆弱程度是類似的），則惠譽可能會採用比[評等等級調整指引](#)表更為保守的調整方法;
- 為政府相關企業授予高於政府評等的理由;以及任何評等準則變動。

局限性

惠譽授予的評等（包括評等觀察和展望）應遵循“[惠譽評等定義](#)”中指定的限制

數據來源

惠譽通過對政府相關企業數據、企業對於信用風險的脆弱程度，以及政府主管部門可能提供的支持進行分析，得出本評等準則中的關鍵評等假設。其中包括分析關鍵評等驅動因素及其長期表現、從財務報告得出的分析結論、公共和私人部門資訊，以及通過發行人和其他市場參與者獲得的分析資訊。運用上述資訊，通過經驗豐富的分析判斷得出假設。惠譽在評估政府相關企業與政府的關係並按照本文檔所述授予得分時，也會使用此處提及的資訊。

建立獨立信用狀況使用的資訊，即是應用相關主要評等準則過程中所用的信息（適用於政策驅動企業的[公共政策營收支持企業評等準則](#)、適用於企業的[企業評等準則](#)、適用於金融政府相關企業的非銀行金融機構評等準則、適用於專案和基礎設施的[基礎設施和項目融資評等標準](#)）。

附錄一：定義

“政府相關”的定義

如果國家、地區或地方政府與企業之間存在母公司/子公司關係並充分控制該企業，則該企業被視為「政府相關」企業。在本報告中，「政府」代表政府相關企業所關聯的母公司。一般而言，這表示政府對該企業具有佔多數的（直接和/或間接）經濟或控制/決策權。此外，如果惠譽評估認為政府可能會在企業面臨財務困境時提供支持，例如避免違約造成負面社會政治影響，或者如果企業肩負重要公共政策職責，則惠譽將該企業視為政府相關企業。

該等準則可適用於在嚴格意義上不具備法人所有權（原因在於其結構或特定地位，例如基金會、協會組織、慈善機構）但政府對其實施有力控制的企業。

政府相關企業的類型

政府相關企業可具有公共政策職能（公共類政府相關企業）或商業使命（商業類政府相關企業）或兩者兼具。

擁有政策職能的政府相關企業主要提供必要公共服務，或者為其政府（主權或地方）肩負社會或政治發展職責。這類政府相關企業由政府直接或間接持有多數股權，並且受到嚴格控制，且可能享有特別的公共地位。該企業通常與政府之間存在控股、法律和/或財務關係。如果受到監管，則監管規定不會阻礙政府在需要時向該企業提供直接或間接財務援助。將使用[公共政策營收支持企業評等準則](#)或任何具體領域評等準則，來評估這類企業的獨立信用狀況。

開展商務工作的政府相關企業可能會提供某些公共服務或履行公共任務或職責，但該等不是其主要活動。同樣，此類政府相關企業可能會獲得政府的一些財政支援或補貼，但其主要收入來源將來自商務工作（收入來自以具有經濟意義的價格銷售產品或提供服務等活動，該等收入可能完全或不完全是市場性的）。商業類政府相關企業可由政府直接或間接持有多數股權，部分可能享有特殊公共地位。此類企業的獨立信用狀況將使用[企業評等準則](#)，或在相關時，[基礎設施和專案融資評等準則](#)進行評估。

額外支援或普通影響

額外支援涉及為了避免政府相關企業違約而向其提供的任何類型的支援。額外支援有多種形式。例如，政府相關企業可以獲得政府提供的緊急流動性支援，或從更實用角度來說，政府可以安排公共銀行支援，讓政府相關企業按時履行財務承諾。惠譽評估政府相關企業的獨立信用狀況不會考慮政府額外支援因素。

然而，影響信用度的其他類型的政府影響力包含在獨立信用狀況中。其中，正面影響包括政府的日常付款、良性的監管環境或低於市場價格的原料，而負面影響則包括對企業採取必要的運營和組織重組能力的限制或激進的股息分配政策。

附錄二：貨幣考慮因素

本幣和外幣評等等級調整指引

將政府評等下調時，對本幣（LC）和外幣（FC）評等等級調整的幅度通常是相同的。因此，如果一個企業的評等較政府評等下調一級，則該企業的本幣發行人違約評等將比政府的本幣發行人違約評等低一級，其外幣發行人違約評等將比政府的外幣發行人違約評等低一級。如果政府的本幣和外幣發行人違約評等不同，這可能會導致政府相關企業的本幣和外幣發行人違約評等出現不同的結果。

採用不同幣種的政府發行人違約評等為自上而下的評等等級調整起始點，即承認政府支持評等企業的外幣債務相對於本幣債務的能力和潛在意願存在差別。此考量因素不適用於自下而上的評等等級調整方法。

本幣和外幣評等等級調整限制條件

惠譽已確認，在多種可能情況下需要採用與本評等準則報告所述準則方法不同的評等等級調整方法。該等情況如下所列。

額外外匯相關風險

如果惠譽認為存在準則評等等級調整中未完全覆蓋的外匯相關風險，這種情況下可能需要進行比準則方法更嚴格的評等等級調整（自上而下評等時進行比準則方法更多級數的評等等級調整，自下而上評等時進行比準則方法更少級數的評等等級調整）。

例如，受支持企業的外幣債務相比於政府的外匯資源而言規模較大，可能限制政府提供外幣支援的能力（超出政府外幣與本幣發行人違約評等的已有差距）。

缺少政府評等

如果惠譽未對向政府相關企業提供支持的政府授予評等，則通常根據企業的獨立信用狀況對企業進行評等。如果沒有足夠信息用於對政府相關企業進行單獨信用狀況分析，惠譽將不會對政府相關企業授予評等。

另外，如果惠譽已經對政府的本幣或外幣信用水準建立內部觀點，且當前沒有公開的政府評等，則通常採用本報告所述評等準則。發行人研究報告將包括清晰表述企業與政府的關聯強度以及所採用的評等方法（即較政府評估結果從上而下調整評等，或較政府相關企業的獨立評估結果自下而上調整評等）。

附錄三：評等因素評估摘要表

	支持責任		支援動機	
	決策和監管	支援先例	維持政府政策職能	蔓延風險
惠	政府對政府相關企業的營運活動、財務表現、融資結構和投資計畫行使決策權。此決策權是憑藉關鍵股東地位（政府可以持有低於50%的股份）或公共法規定的其他同等地位（地方制度向政府代表提供明確的表決權控制等）而行使的。 政府可能缺乏直接所有權，但透過其他與政府掛鉤的企業或透過其他政府股東的授權而擁有同等的決策權。 和	有證據表明，之前的政府支援是有效的，使政府相關企業能夠履行其合同義務（包括債務償付）（否則政府相關企業的履行能力會受到損害），或者能夠使政府相關企業維持（或改善）其財務狀況；或在政府相關企業之前不需要任何政府支持的情況下，有證據表明政府可能已向其直接可比同業企業（與該政府相關企業的影響力相似，且與同一政府有關聯性的政府相關企業）提供了支援。 或	政府相關企業違約將對以下方面產生直接重大影響：持續提供關鍵公共服務； 或 主權/自給自足問題（即自主或獨立問題，例如國防、食物或能源獲取）； 或 關鍵經濟活動（或關鍵經濟活動的組成部分），但有一些容易取得的替代方案可以有效地減輕影響，但遠未達完全減輕影響。	政府相關企業已經（或在評等研究中預期將）產生債務（債券、貸款、政府貸款、多邊銀行貸款、擔保）。 和 鑑於政府相關企業的角色和地位，其對政府來說具有很高的影響力；其違約可能會影響政府或其他政府相關企業獲得融資（或影響其融資成本）。政府相關企業可以是公共體系的一部分，其失敗會被視為整個體系的失敗。
	政府對政府相關企業實施強而有力的監管，經常、定期（頻率超過每年一次）報告關鍵營運和財務關鍵績效指標（KPI）。	政府相關企業的債務償付很大程度上與政府的財政資源相匹配，但政府並未無條件提供資金以便政府相關企業能夠完全履行其債務義務（例如，可能存在平衡性補貼記錄，但政府沒有法律義務持續提供該等補貼）。 或 政府有明顯減輕受評政府相關企業（或直接可比同業企業）債務融資壓力的記錄，顯示出透過間接手段對流動性的明確支持。例如，透過指導國有金融機構為政府相關企業提供融資來實現該等支持。 或 政府相關企業的地位涉及債務轉移條款，即違約將意味著政府將在管理/清算過程結束時承擔債務責任。	違約將導致有價值投資（具有良好未來前景的有價值金融投資；具有戰略重要性，儘管不是關鍵技術）或資產（如在清算過程中可能將資產移交給債權人）的損失，或者導致政府失去未來的實質財政收入； 和 從中長期來看，救助行動具有顯著的淨效益。	政府相關企業沒有出現財務緊張的情況； 或 如果有財務緊張的情況，政府對觀察到的財務緊張事件做出了反應，並（在蔓延跡象成為現實之前或之後）提供支持或安撫措施來解決問題。
				或 除了上述與服務提供、主權、或有價值投資或資產的損失相關的影響，政府相關企業（根據其地位、影響力或職能）的失敗被歸因於政府領導，併產生嚴重的政治影響。

注：虛線框表示框內的關鍵風險因素相關。
資料來源：惠譽評等

評等因素評估摘要表（續）

支持責任		支援動機	
決策和監管	支援先例	維持政府政策職能	蔓延風險
很強	政府對政府相關企業實施更為嚴格的控制。政府在運營事項（例如產品定價、供給）或在具有高度戰略性質的特定重大項目的執行方面對政府相關企業提出了具體要求。	有限或沒有容易獲得的有效替代來減輕違約的影響，且違約的影響將是直接的或在短期內產生（不僅是長期）。	政府相關企業是（或預期將是）與其政府相關的融資市場的參考發行人。該評估將依據政府相關企業在相關市場借款的關注度，以及政府及其他政府相關企業就進行自身融資對該等市場的依賴程度。參考發行人有可能以接近政府融資的成本獲得融資。
	或 政府公開發布計畫提供支援（例如連續多年增資），以維持政府相關企業穩健的財務績效a。	或 違約將導致難以或無法替代的有價值資產出現損失，無論是金融性質的資產還是與關鍵技術相關的資產。	或 政府相關企業從多邊機構獲得高金額融資——較高或更頻繁的多邊貸款意味著更強的政府支持，用於避免違約並持續獲得上述融資。
	或 政府為政府相關企業的大部分債務提供擔保b。	和 從中長期來看，救助行動具有顯著的淨效益。	和 政府相關企業由於其角色或使命，或因為該政府相關企業從其他政府相關企業中脫穎而出更有可能獲得額外支持，所以市場參與者將其視為核心政府企業。這意味著政府相關企業的違約幾乎肯定會在較長一段時間內嚴重影響政府或其他政府相關企業獲得融資（或嚴重影響其融資成本）。
	或 政府提供無條件的財政資金，能讓政府相關企業償還其債務義務（特別是透過政府的法定、合約或法律承諾）。	或 政府相關企業根據其職能/使命，是政府之下最具影響力的企業之一，因此其違約幾乎肯定會引發嚴重的政治危機。	和 政府相關企業沒有出現財務緊張的情況； 或 如果有財務緊張的情況，政府對觀察到的財務緊張事件做出了反應，並（在蔓延跡象成為現實之前或之後）提供支持或安撫措施來解決問題。

a 獨立信用狀況或財務考慮因素評估為「bb」級或以上。政府向政府相關企業提供財務支持的證據、這類支持的規律性，以及在保持政府相關企業財務狀況穩健方面發揮的重要作用，都用於評估未來政府支援的可能性。

b 超過25%，但低於與政府自動評等等同所需的水平（導致評等等同的充分條件）。
政府貸款指由政府決定和實施的貸款，由政府直接或通過行政命令向國有機構發放。

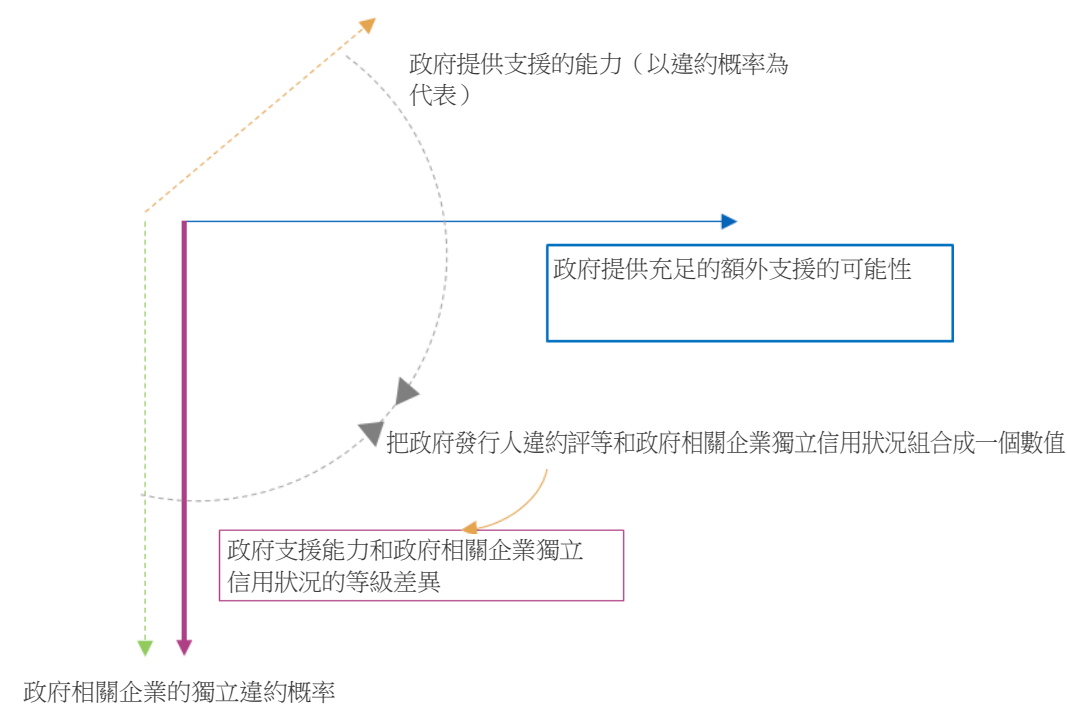
注：虛線框表示框內的關鍵風險因素相關。

資料來源：惠譽評等

附錄四：評等等級調整方法

為了便於理解和閱讀，[評等等級調整指引表](#)以二維表表示。然而，政府的支援能力和政府相關企業的獨立信用狀況之間的差異實際上是兩個不同變數的綜合。

評等準則風險評估框架——假定的政府相關企業，與相關政府之間的關係



資料來源：惠譽評等

我們的方法不是純粹的自上而下或自下而上，評等是綜合驅動違約風險的三個因素得出的。

我們只是使用這種自上而下或自下而上的表述來指代對於最近的錨點（政府或獨立信用狀況）的相對位置。下表可以通過完全自下而上或完全自上而下來表示，這對最終結果沒有影響。

以完全自下而上表示

	A	B	C	D	E	F	G
政府相關企業的獨立信用狀況與政府的發行人違約評等							
的等級差異	等於或高於 45	42.5 至35 之間a	32.5 至30 之間a	25 至20 之間a	15	12.5	等於或低於10
>0	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限
0	0	0	0	獨立	獨立	獨立	獨立
- 1	+1	+1	+1	+1 ^b	獨立	獨立	獨立
- 2	+2	+2	+2	+1	獨立	獨立	獨立
- 3	+3	+3	+2	+1	獨立	獨立	獨立
- 4	+4	+3	+2	+1	獨立	獨立	獨立
- 5	+5	+4	+3	+2	+1	獨立	獨立
- 6	+6	+5	+4	+3	+2	+1	獨立
- 7	+7	+6	+5	+4	+2	+1	獨立
- 8	+8	+7	+6	+4	+3	+1	獨立
- 9	+9	+8	+7	+5	+3	+1	獨立
- 10	+10	+8	+7	+5	+3	+1	獨立
- 11	+10	+9	+7	+5	+3	+1	獨立
- 12	+11	+9	+8	+5	+3	+1	獨立
- 13	+11	+10	+8	+5	+3	+1	獨立
- 14	+12	+11	+9	+5	+3	+1	獨立
- 15	+13	+12	+10	+5	+3	+1	獨立

^a含該等數值本身。
^b若政府相關企業的信用驅動因素與政府的信用驅動因素基本相似或相互關聯（這是政策性政府相關企業的典型情況），則至多在政府發行人違約評等基礎上減 1。
資料來源：惠譽評等

以完全自上而下表示

	A	B	C	D	E	F	G
政府相關企業的獨立信用狀況與政府的發行人違約評等							
的等級差異	等於或高於 45	42.5 至35 之間a	32.5 至30 之間a	25 至20 之間a	15	12.5	等於或低於10
>0	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限	獨立或受限
0	0	0	0	0	獨立	獨立	獨立
- 1	0	0	0	0 ^b	獨立	獨立	獨立
- 2	0	0	0	- 1	獨立	獨立	獨立
- 3	0	0	- 1	- 2	獨立	獨立	獨立
- 4	0	- 1	- 2	- 3	獨立	獨立	獨立
- 5	0	- 1	- 2	- 3	- 4	獨立	獨立
- 6	0	- 1	- 2	- 3	- 4	- 5	獨立
- 7	0	- 1	- 2	- 3	- 5	- 6	獨立
- 8	0	- 1	- 2	- 4	- 5	- 7	獨立
- 9	0	- 1	- 2	- 4	- 6	- 8	獨立
- 10	0	- 2	- 3	- 5	- 7	- 9	獨立
- 11	- 1	- 2	- 4	- 6	- 8	- 10	獨立
- 12	- 1	- 3	- 4	- 7	- 9	- 11	獨立
- 13	- 2	- 3	- 5	- 8	- 10	- 12	獨立
- 14	- 2	- 3	- 5	- 9	- 11	- 13	獨立
- 15	- 2	- 3	- 5	- 10	- 12	- 14	獨立

^a含該等數值本身。
^b若政府相關企業的信用驅動因素與政府的信用驅動因素基本相似或相互關聯（這是政策性政府相關企業的典型情況），則至多在政府發行人違約評等基礎上減 1。
資料來源：惠譽評等

注：本報告為中文譯本。如有疑問，請以英文版本為準。

免責條款及披露

惠譽評等（簡稱「惠譽」）的所有信用評等都遵守特定限制和免責條款。請參照以下鏈接詳細閱讀該等限制和免責條款：<https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>。此外，以下<https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> 詳細介紹每個評等量表和評等類別的惠譽評等定義，包括與違約相關的定義。已出版的評等結果、評等準則和評等方法亦可隨時參見上述網站。惠譽的行為準則、保密協定、利益衝突協定、防火牆協定、合規政策和其他相關政策，請參見網站的“行為準則”部分。董事及股東相關權益可參見<https://www.fitchratings.com/site/regulatory>。惠譽可能已向受評企業或其相關第三方提供了其他許可或輔助服務。此類許可或輔助服務詳情（評等的首席分析師位於經歐洲證券市場管理局（ESMA）或英國金融行為監管局（FCA）註冊的惠譽評等公司）請參見惠譽網站上該發行人的企業摘要頁面。

在發佈和維護其評等以及其它報告（包括預測信息）時，惠譽依賴於從發行人和承銷商以及惠譽認為可信的其它來源得到的事實資訊。惠譽會根據其評等方法，對其所依賴的事實信息進行合理調查，對從獨立來源取得的信息進行合理驗證，確保該等來源適用於既定證券或存在於既定司法管轄區。惠譽進行事實調查的方式及其獲得第三方驗證的範圍將視以下因素而不同：受評證券及其發行人的性質；受評證券發行和出售所在的司法管轄區及/或其發行人所在的司法管轄區的要求和做法；相關公開資訊的可得性和性質；發行人管理層及其顧問的可及性；既存第三方驗證（如審計報告、議定程式函、估價報告、精算報告、工程報告、法律意見和第三方提供的其它報告）的可得性；發行人特定證券或司法管轄區相關的獨立、合格第三方驗證來源的可得性；以及其它各種因素。惠譽評等及報告的用戶應了解，無論是增強的事實調查還是任何第三方驗證，都不能確保惠譽在評等方面所依賴的所有信息都是準確和完整的。最終應由發行人及其顧問負責確保向惠譽和市場提供的發行檔和其他報告所含信息的準確性。在發佈評等和報告時，惠譽必須依賴專業人士的工作，包括在財務報表方面依靠獨立審計師、在法律和稅務事宜方面依靠律師。此外，財務和其它信息的評等和預測本質上是前瞻性的，它體現了對未來事件的假設和預測，因其本質，評等不能作為事實予以證實。因此無論對目前的事實進行了怎樣的核實，評等和預測都可能受到在發佈或確認時沒有預期到的未來事件或條件的影響。惠譽評等根據相關準則和/或行業準則對報告的財務數據進行常規的、普遍接受的調整，以使同一行業或資產類別的企業的財務指標保持一致。

本報告中的資訊“按實際”提供，不作任何形式的表示或擔保，惠譽並不代表或保證本報告或其任何內容滿足報告接收者的任何要求。惠譽評等是對證券信用度的一種看法。惠譽提出的該等看法和報告是基於惠譽不斷評估和更新的公認準則和方法。因此評等是惠譽的集體工作產品，個人或個人組成的團體均不單獨對評等或報告負責。除非具體提及風險，否則評等不涉及信用風險以外的風險造成的損失風險。惠譽不從事任何證券的發售或出售。所有惠譽報告都具有共用著作權。惠譽報告中指明個人參與評等，但對其中所述意見不全權負責。所列人名僅供聯繫使用。惠譽評等報告既不是招股書，也不能取代發行人及其代理人就證券買賣而收集、核實並提交給投資者的資料。評等可以在任何時候因任何原因而被更改或撤回，由惠譽全權決定。惠譽不提供任何形式的投資建議。評等結果不是購買、出售或持有任何證券的建議。評等不評論市場價格是否適宜，任何證券對某一特定投資者的適用性，或對任何證券的支付的免稅性質或可課稅性。惠譽從發行人、保險人、擔保人、其他債務人和承銷商收取證券評等的費用。該等費用一般從每次發行 1000 美元到 75 萬美元（或適用貨幣的等值金額）不等。在某些情況下，惠譽會對某一特定發行人發行的、或由某一特定保險人或擔保人承保或擔保的所有或若干期產品進行評等，僅收取一年的費用。該等費用預計將從 1 萬美元到 150 萬美元（或適用貨幣的等值金額）不等。惠譽授予、發佈或分發評等不得構成惠譽同意將其名稱用作美國證券法、英國 2000 年頒布的《金融服務和市場法》、或任何特定司法管轄區的證券法下的任何註冊聲明或其他備案相關的專家。鑒於電子版本出版和發行的相對效率，惠譽研究報告的電子版可能比印刷版提前三天提供給訂閱使用者。

僅限澳大利亞、紐西蘭、中國臺灣和韓國：惠譽澳大利亞控股有限公司持有澳大利亞金融服務許可證（AFS 號許可證 337123），授權惠譽只向批發客戶提供信用評等。惠譽公佈的信用評等信息不適用於 2001 年《公司法》中所指定的零售客戶。

惠譽評等公司在美國證券交易委員會註冊為國家認可的統計評等組織（“NRSRO”）。儘管 NRSRO 的某些信用評等子公司已列入 NRSRO 表格第 3 項，因此有權代表 NRSRO 發佈信用評等（見<https://www.fitchratings.com/site/regulatory>），而其他信用評等子公司未列入 NRSRO 表格（“非 NRSRO”），因此該等子公司發佈的信用評等並非代表 NRSRO 發佈。但是，非 NRSRO 人員可以參與確定由 NRSRO 發佈或代表 NRSRO 發佈的信用評等。

版權 © 2024 歸 Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. 及其子公司所有。33 Whitehall Street, NY, NY 10004。電話：1-800-753-4824，（212）908-0500。未經許可不得全部或部分複製或轉載。保留所有權利。