

評等準則 | 金融機構 | 固定收益基金： 基金信用品質評等方法論

June 26, 2017

(編按：本準則文章已由2024年7月26日出版的「Methodology For Determining Ratings-Based Inputs」取代，惟需在當地完成登記流程的司法管轄區除外。)

適用範圍與摘要

1. 標普全球評級關於授予固定收益基金的基金信用品質評等 (FCQRs) 方法論提供額外的透明度，以協助市場人士更佳瞭解我們在授予基金信用品質評等時使用的方法，並提升這些評等的前瞻特性。
2. 標普全球評級的基金信用品質評等，也稱為「債券基金評等 (bond fund rating)」，反映的是固定收益投資基金整體信用品質的前瞻性意見。標示有字母「f」的FCQR，是授予固定收益基金 (包括主動式或被動式管理基金) 的評等，此類基金的淨資產價值通常呈現變動性。FCQR反映的是一基金投資組合的信用風險、交易相對人風險、以及基金經理人在維持目前基金信用品質方面的能力與意願等方面的風險。與傳統信用評等 (例如發行人信用評等) 不同的是，FCQR並非用來反映基金能否履行其支付義務，且亦無法代表基金的收益率水準。可因基金層級 (非資產層級) 的保證而受益的基金，並非本準則的適用範圍。
3. 在可以授予基金波動度評等 (fund volatility rating) 的情況下，我們將在FCQR之外同時授予基金波動度評等 (例如「Af/S3」)，以表達FCQR未能反映的風險 (請參考公布於2017年6月26日的「Fund Volatility Ratings Methodology」)。

重要發佈日期

- 首次發佈日期：2017年6月26日。
- 本文所述準則說明2011年2月16日發佈之「Principles of Credit Ratings」所列的基本原則。

方法論

4. 我們決定FCQR的過程中包括4個步驟 (見圖)。我們會先對基金投資組合的信用風險進行量化評估，決定出「初步FCQR」(preliminary FCQR)。這項評估反映的是基金所投資資產的加權平均信用風險，其中包含附買回交易。如果基金使用衍生性合約 (例如信用違約交換) 來複製信用風險投資部位 (例如公司債)，我們亦會將該投資部位納入考量。在某些情況下，我們也會考量衍生性商品的市值，例如利率與貨幣交換。這些部位統稱為「資產」。
5. 在計算基金的「信用品質評分」(credit score) 時，我們會先將基金資產以不同評等等級及剩餘到期日來進行區分並加總其個別比例，再以表1所列出的資產「信用風險係數」(credit factors) 加權計算。投資組合的部位比例乘上「信用風險係數」後進行加總，即

分析聯絡人

Michael Masih
紐約
+ 1 (212) 438 1642
michael.masih
@spglobal.com

Andrew Paranthoiene
倫敦
(44) 20-7176-8416
andrew.paranthoiene
@spglobal.com

Guyna G Johnson
芝加哥
(1) 312-233-7008
guyna.johnson
@spglobal.com

準則聯絡人

Nik Khakee
紐約
(1) 212-438-2473
nik.khakee
@spglobal.com

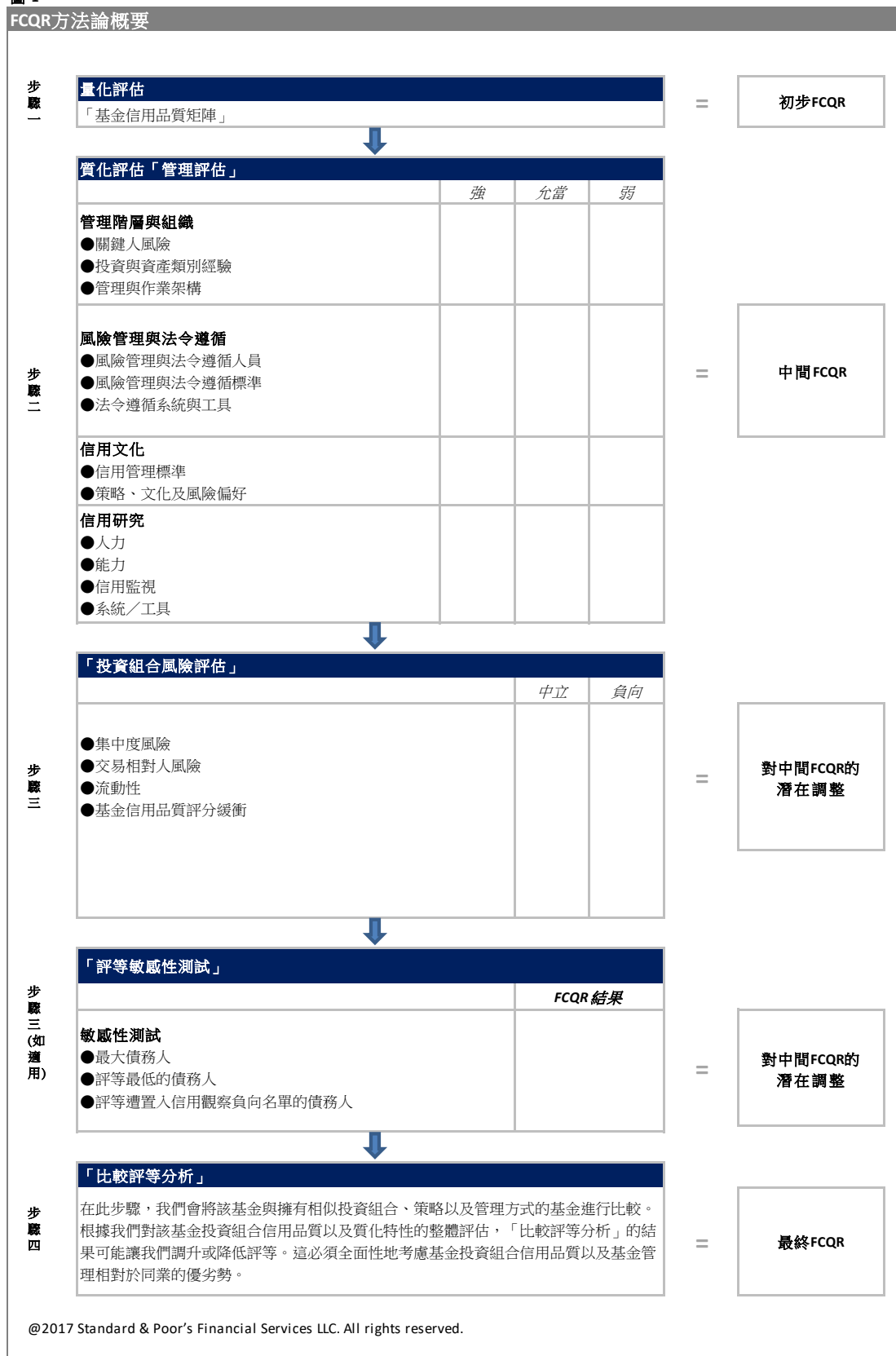
Russell J Bryce
Charlottesville
(1) 214-871-1419
russell.bryce
@spglobal.com

• 此處提供之中文版內容僅為參考之用。若中文內容與英文版原文有任何歧異，一切以英文版為準。

為基金的「信用品質評分」。接著將這項評分與表3中各個評等等級的「評等臨界值」（**rating threshold**）進行比較。標普全球評級運用其長期及短期評等違約與變動的歷史資料來得出「基金信用品質矩陣」中的「信用風險係數」。

6. 在這之後我們會考慮兩項調整因子並依次決定出「中間FCQR」（**intermediate FCQR**）。第一、在「管理評估」（**management assessment**）中，只要該項評估中有任何一項主要指標的評定結果為「弱」，就將導致FCQR低於「初步FCQR」。「管理評估」的四項主要指標為：管理階層與組織、風險管理與法令遵循、信用文化以及信用研究。第二、在「投資組合風險評估」（**portfolio risk assessment**）中有四項指標：交易相對人風險、集中度風險、流動性以及基金「信用品質評分」緩衝空間（即「初步FCQR」與「評等臨界值」的接近程度）。若任何一項「投資組合風險評估」的指標結果為「負向」，而且我們相信其將在未來的十二個月影響基金信用品質，我們就會進行「評等敏感性測試」（**rating sensitivity test**）。「管理評估」及「投資組合風險評估」結果可能導致「中間FCQR」低於「初步FCQR」。
7. 在最後一個步驟，我們會進行「比較評等分析」（**comparable rating analysis**），亦即將該基金與其他投資策略及投資組合相似的基金進行比較。這裡我們著重的是相對於同儕，對該基金資產的信用品質及投資組合特性的全面看法。這項評估可能使「最終FCQR」（**final FCQR**）高於或低於「中間FCQR」一個評等級距。

圖 1
FCQR方法論概要



量化評估：「基金信用品質矩陣」

8. 量化評估反映基金投資標的之加權平均信用品質。我們將基金所持有之資產以資產評等等級以及剩餘到期日進行區分（其曝險金額的計算通常係根據其帳列市值）並依其占基金投資組合的比例進行個別加總，然後套用不同的「信用風險係數」（見表1）。基金所持有的資產一般包含有價證券、附買回交易、合成型投資以及現金與銀行存款。「信用風險係數」的加權總和可得到基金的「信用品質評分」，再將「信用品質評分」對照表3中不同評等等級的「評等臨界值」，以決定出「初步FCQR」。
9. 當被動式管理之目標到期日基金距離其到期日在一年之內時，我們基本上不會因為此時基金投資標的之加權平均信用品質有所提升而調高該基金的FCQR。這是因為此時基金正處於結清過程，而且來自陸續到期之投資標的的收款會以現金或約當現金之投資形式持有，因此該基金投資組成結構呈現出的改善情況已不再與其長期投資策略有關。但當我們觀察到某一距離到期日在一年之內的基金投資標的之加權平均信用品質發生惡化時，我們就會將此種情況反映在這些基金的FCQR中，因為距離到期日在一年之內的基金發生加權平均信用品質惡化的狀況並不尋常，因此可能代表該基金在信用品質與策略方面或許存在劣勢。
10. 當我們對基金投資組合信用品質的前瞻性看法（可能會基於假設性的投資組合為主，因為這應可反映該基金未來的投資策略）與目前的初步FCQR不同時，我們可能會假設初步FCQR低於表3所示的水準。例如，當基金投資組合的存續期間結構較短（即符合較低的信用矩陣輸入值條件）時，我們可能會依據對基金投資組合策略的前瞻性預期降低初步FCQR，預期因素可能包括延長存續期間和/或信用結構惡化。由於投資組合資產可能會出現積極交易的情況，我們通常不會在每次投資組合發生改變時調整初步FCQR。在適當的情況下，我們反而會著重考量其投資組合策略以反映我們對基金的長期看法。

表 1

FCQR資產（投資標的）「信用風險係數」

長期信用評等 輸入值	短期評等 輸入值	到期日短於 或等於31天	到期日長	到期日長	到期日長
			於31天但 短於或等 於92天	於92天， 但短於或 等於365天	於365天
AAA	A-1+	1	2	7	10
AA+	A-1+	1	2	7	25
AA	A-1+	1	2	7	40
AA-	A-1+	1	2	7	70
A+	A-1	10	20	40	100
A	A-1	10	20	40	130
A-	A-2	25	45	120	220
BBB+	A-2	25	45	120	310
BBB	A-2	25	45	120	400
BBB-	A-3	125	125	300	800
BB+	B	1,200	1,200	1,200	1,200
BB	B	1,600	1,600	1,600	1,600
BB-	B	3,700	3,700	3,700	3,700
B+	B	5,800	5,800	5,800	5,800
B	B	8,000	8,000	8,000	8,000
B-	B	15,000	15,000	15,000	15,000
CCC+	C	22,000	22,000	22,000	22,000
CCC	C	30,000	30,000	30,000	30,000
CCC-/CC/C/D	SD/D	37,500	37,500	37,500	37,500

套用「信用風險係數」

11. 我們以信用品質及剩餘到期日將基金所投資之資產進行分類。我們會依據基金資產的信用品質（信用評等）以及其到期日來決定所套用的「信用風險係數」。到期日可區分為四個類別（見表1）：
 - 短於或等於 31 天（1 個月）；
 - 長於 31 天但短於或等於 92 天（3 個月）；
 - 長於 92 天但短於或等於 365 天；以及
 - 長於 365 天。
12. 為了計算基金「信用品質評分」，我們首先會將依資產評等等級及到期日所決定的「信用風險係數」乘上該基金每筆資產之帳列市值占基金資產總和的比例（除非該資產有進行避險安排，或該資產為衍生性交易，詳見附錄A的額外說明）。此處所稱之信用評等係指由標普全球評級所授予之信用評等，或是在附錄B中所提到的「評等輸入值」（rating inputs）。每筆資產依上述計算所得之加權「信用風險係數」的加總決定該基金的「信用品質評分」。
13. 舉例來說，一檔基金有四筆資產（見表2）。該基金的「信用品質評分」即為 $(2) \times (.50) + (7) \times (.35) + (130) \times (.10) + (30,000) \times (.05) = 1,516$ 。

表 2

範例：基金信用品質評分之決定

資產占基金投資組合比例 (%)	信用評等	到期日	「信用風險係數」	對基金信用品質評分的貢獻
50	AAA	90天	2	1.00
35	AA	180天	7	2.45
10	A	2年	130	13.00
5	CCC	30天	30,000	1,500.00
基金信用品質評分 =				1,516.45

以臨界值決定「初步 FCQR」

14. 我們將基金「信用品質評分」的結果與表3之基金「評等臨界值」進行比較，來決定其「初步FCQR」。基金的「信用品質評分」必須小於或等於某個初步「評等臨界值」，才能得到與該「評等臨界值」相關的「初步FCQR」（意即初步FCQR可低於或等於表3中基金信用品質評分可授予的最高評等。請參閱「量化評估：「基金信用品質矩陣」」一節中的範例）。以上述的範例來說，該基金的「信用品質評分」為1,516，落在「BB+f」的臨界值1,500及「BBf」的臨界值2,865之間。若某一加權平均的評分結果出現小數，我們將會採四捨五入的方式取到最近的整數。例如，加權平均評分結果為2,865.49時，小數部分會被捨去而成為2,865；但當加權平均評分結果為2,865.50時，則會進位至2,866。此時，該基金的「初步FCQR」為「BBf」，因為其「信用品質評分」超過「BB+f」的「評等臨界值」。

表 3

基金「評等臨界值」	
最大臨界值	信用評等
18	AAAf
37	AA+f
58	AAf
91	AA-f
120	A+f
184	Af
290	A-f
360	BBB+f
640	BBBf
1,125	BBB-f
1,500	BB+f
2,865	BBf
5,220	BB-f
7,200	B+f
12,250	Bf
19,350	B-f
26,250	CCC+f
33,000	CCCf
>33,000	CCC-f

附買回及附賣回交易與信用違約交換

15. 我們會評估基金的附買回交易與衍生性交易的部位以及該部位的信用品質。附買回及附賣回交易可提供融資與額外的收益，但是也可能增加基金的信用風險。我們會依據交易的型態與參與的對手來決定如何運用「基金信用品質矩陣」（如我們認為這些部位可視為投資組合的一部份）。這些交易可能占基金信用曝險很大的部分，因而會影響基金信用品質。同樣地，出借有價證券的基金，也須將該有價證券部位量化至基金的「信用品質評分」中。
16. 最後，基金的信用違約交換（以及其他例如總回報交換的衍生性交易合約）部位有時並不是信用風險承擔部位，而是信用風險保護部位，或是對於目前投資部位的避險部位。如果這些部位的淨值為正，其總和占整個投資組合顯著的比例，而且是屬於該基金計劃維持的投資策略之一，我們就會將其計入基金「信用品質評分」之中。在附錄A當中，我們提供了如何處理附買回及附賣回交易與信用違約交換部位的細節。

利率及匯率衍生性交易（交換交易）

17. 當基金從事例如利率及匯率交換的衍生性交易，我們通常會將此類交易排除在信用風險矩陣的計算之外。然而，如果這類衍生性資產在投資組合中所占比例相當顯著，或是交易相對人的信用評等較弱（通常是比基金本身的信用評等低一至兩個評等類別），且該衍生性交易的淨值為正，我們會以該衍生性合約的到期日與交易相對人的信用評等來決定「信用風險係數」，並計入基金「信用品質評分」的計算。在附錄A以及表8的附註當中，我們提供了如何處理利率及匯率衍生性交易的細節。

長期及短期評等的對應

18. 表1顯示了我們如何依照投資資產的不同評等等級及到期日來決定「信用風險係數」。當發行人的長期評等以及短期評等與表1中所對應的結果不同（例如「A+ / A-1+」）時，我們將運用我們認為對信用品質最具代表性的係數。當資產的到期日短於一年時，通常以短期評等來決定所適用的係數（見附錄B的例子）。
19. 當投資資產具有短期評等，但該資產的發行人並無長期評等時，我們會運用短期評等可對應出的最低長期評等來決定信用風險係數。舉例而言，若債務發行的短期評等為「B」，且其發行人並無長期評等，我們就會套用長期評等等級為「B-」的「信用風險係數」。

對於違約或接近違約資產所套用的「信用風險係數」與基金「評等臨界值」

20. 我們並不會區分信用評等為「CCC-」（含）以下資產的「信用風險係數」，以及「評等臨界值」在「CCC-f」（含）以下投資組合的「評等臨界值」。對於評等為「CCC-」、「CC」、「C」以及「D」的資產，我們套用同樣的係數。相對於僅透過量化分析來區分這些資產對基金信用品質評等的影響，我們也會採用質化分析。若基金「信用品質評分」結果超過「CCCf」的臨界值時：
 - 如果該基金顯著投資於信用評等為「CCC-」的資產，我們會授予該基金「CCC-f」的信用評等。
 - 如果該基金顯著投資於信用評等為「CC」與／或「C」的資產，我們會授予該基金「CCf」的信用評等。
 - 如果該基金顯著投資於信用評等為「D」與／或「SD」的資產，我們會授予該基金「Df」的信用評等。
21. 基於量化分析的結果，對於顯著投資於信用評等為「CCC-」的資產的基金，但其「初步FCQR」的結果在「CCC-f」以上者，我們仍可能授予該基金「CCC-f」的評等。我們對所有前述「顯著」的定義係指其部位超過投資組合的一半以上。

「評等輸入值」以及評等撤銷

22. 我們通常仰賴我們授予資產以及交易相對人的信用評等來決定「信用風險係數」。當基金的投資部位不具有標普全球評級所授予的信用評等時，我們運用附錄B中的說明來決定「基金信用品質矩陣」所需之「評等輸入值」。
23. 如果我們撤銷信用評等等級為「AA-」或以上的政府相關機構（government-related entity, GRE）的信用評等，而且直到撤銷當日（含當日），其政府提供特別支持的可能性仍被認為是適格集中性（見附錄D），則在接下來九十天（日曆日），對於任何上述政府相關機構資產的投資，我們會套用該機構在評等撤銷前的最後信用評等。在九十天之後，我們即認為該類資產為未受評，並適用依附錄B的說明來決定其「評等輸入值」。這是因為隨著時間經過，該機構的角色以及其與政府的連結是否能持續將變得較不確定。
24. 有關其他信用評等已遭撤銷的資產，我們遵照附錄B的說明。

資產到期日

25. **除了資產證券化資產外之所有資產**。我們會使用資產的法定最終到期日來決定適用的「信用風險係數」。當基金的投資部位屬於例如貨幣市場基金或共同基金的組合資產池（pooled strategy）時，我們便會使用該組合資產的加權平均到期日來決定信用風險係數。
26. **資產證券化資產**。我們會使用來自國家或國際認可資訊提供者的資料中，資產擔保證券以及不動產抵押貸款證券的最近可取得的平均加權到期日，來決定其所適用的到期日及對應的風險係數。

基金信用品質指標中的管理因素

27. 除了基金「管理評估」之外，我們另外將基金管理團隊無法有效管理其基金，使其「初步FCQR」偏離量化臨界值的現象，視為基金操作上的弱點。這項弱點將於「違反與改正」的段落闡述。

尚無實際資產之基金

28. 為評估一檔新設立但尚無實際資產之基金的「初步FCQR」，我們會要求基金管理團隊提供一檔其管理之類似基金或假設性資產組合的資訊，內容包含證券說明、CUSIPs、信用評等與價格等，以反映該基金在未來在達到一定規模時之可能投資策略。類似基金目前之投資組合與基金經理人在其他基金的績效表現，亦可能做為我們對該無資產基金進行量化與質化評估時的資訊。視可取得性、攸關性、歷史資料的多寡、基金投資組合的準則、現有資產、模型投資組合、以及管理團隊以往的紀錄等條件而定，以下為我們通常會採用的分析方法：
 - 當我們認為有可以比較的類似基金、指定的基準或指數投資組合，或假設性的投資組合（擁有與欲取得FCQR的基金相近的信用品質、產業與到期日）時，我們通常會依據具代表性的類似基金、假設性的投資組合或是可供參考的指數紀錄，以授予「初步FCQR」。
 - 我們無法僅依據基金的投資組合準則與管理團隊之聲明來授予「初步FCQR」。

違反與改正

29. 我們將「主動違反」定義為基金管理團隊所採取的特定行動所導致的「初步FCQR」降低。在考慮「管理評估」、「投資組合風險評估」以及「比較評等分析」之前，違反與改正的評估是根據基金的「初步FCQR」的變化。我們在附錄A中提供了評估違反與改正的例子。

30. 主動違反的範例包含購入某項資產後，該資產信用評等導致基金的「信用品質評分」惡化並高於基金評等對應之「評等臨界值」。在我們評定是否為主動違反之前，我們會與基金管理團隊討論違反的原由。
31. 我們將「被動違反」定義為不在基金管理團隊可控制範圍之內的事件。當基金的「信用品質評分」惡化到超過基金評等對應之「評等臨界值」的原因是某項資產的信用評等被調降時，我們會視這樣的情況為被動違反。
32. 我們會根據一連串事件的評估來決定基金管理團隊的違反是屬於主動或被動。無論有無進行改正的措施，若基金管理團隊在短時間內發生多次違反的情形，則顯示基金管理團隊對於FCQR的管理僅保留極小的緩衝空間。為了反映上述基金管理團隊的管理方式，我們將「初步FCQR」調降一個級距。
33. 對於主動違反，我們允許三十天的改正期間。被動違反則適用九十天的改正期間。如果期限內未改正，該基金的評等將會被重新檢視。FCQR將會依照附錄中的範例被調降。
34. 根據附錄中所描述的例子，若在過去的十二個月中，該基金有超過三次的主動違反但均經過改正，FCQR將會被調降一個級距（或一個級距以上）。此外，若在過去的十二個月中，該基金持續有多次被動違反的情形但經過改正，次數在五次或以上，我們也會將FCQR調降一個級距（或一個級距以上）。若基金管理團隊通知我們該基金的管理策略改變，且變動至不同的信用品質承受水準，此項策略變更不會被視為違反。但是我們會透過「管理評估」中信用文化的分析、投資組合的信用風險分析，或是假設性的「初步FCQR」來反映新的管理策略。
35. 一般來說，一旦基金是因為違反而被降評，即使之後基金評分改善，我們至少會維持降評後的評等六個月以上，才會重新考慮調升信用評等。

「管理評估」

36. 為了要確定基金有能力及意願來持維其FCQR（或是新授予評等基金之「初步FCQR」），我們將對其管理進行評估。評估項目將包含下列四大主要指標，分別是：管理階層與組織、風險管理與法令遵循、信用文化及信用研究。我們會將每個主要指標進行全面性的評估，並將評估結果區分為「強」、「允當」或「弱」（見表 4至表7）。我們並不認為每一個基金或其管理階層都可展現出各評估等級下的所有特性；更確切的說，我們會在評估基金的過程中檢視各個適用的因素，並以多數因素的評估結果來決定該基金整體的評估結果。主要指標下各細項指標所占權重可能相同也可能不同，且會以個案方式進行考量，以反映我們認為其可能增強或減損基金信用品質或波動性的程度。
37. 如果任何一個主要指標的評估結果是「弱」，則其「中間FCQR」將至少比「初步FCQR」低一個評等級距；如果上述「弱」的評估結果已達到極弱的程度，其甚至可能導致基金「中間FCQR」比「初步FCQR」低至少一個以上的評等級距。
38. 如果多項主要指標之評估結果為「弱」，或是雖然僅有單一主要指標之評估結果為「弱」，但我們認為其將可能導致投資組合的信用品質明顯惡化，則「中間FCQR」將比「初步FCQR」低至少二個評等級距。
39. 如果沒有任何一項主要指標的評估結果低於「允當」，則「初步FCQR」將維持不變。如果至少有一項的主要指標之評估結果為「強」，且沒有任何一個主要指標的評估結果為「弱」，則該基金的管理優勢可以反映在最後一個評等分析階段之「比較評等分析」上。

40. 我們通常針對基金管理者進行上述之「管理評估」，並且會針對基金管理相對於該基金的策略以及其執行各主要指標的能力來進行評估。如果基金管理者其中一項主要指標的評估結果為「弱」，則該管理者所管理的其他基金的評等也可能同時受到影響。如果該基金為被動式管理且追蹤某一指數，則我們不會針對信用文化及信用研究這兩項主要指標進行分析。

管理階層與組織

41. 我們將針對關鍵人風險、投資與資產類別經驗、及管理與作業架構等三項細項指標來評估基金投資管理團隊。

表 4

管理階層與組織

細項指標	強	允當	弱
關鍵人風險	能夠管理基金的經理人數眾多。公司是透過團隊管理或人員交叉培訓方式來管理基金。關鍵人員的流失並不會影響到基金的運作。	當基金經理人不在公司時，公司至少有其它的代理人能夠管理基金。公司透過團隊管理或人員交叉培訓的方式來管理基金，即使關鍵人員不在，也不會削弱該基金的運作。	公司沒有代理基金經理人或團隊中沒有相應的資源來有效地管理基金。關鍵人員的流失將影響基金的運作。
投資與資產類別經驗	基金管理人具有相關的經驗，並且與其基金所投資之產業（例如公營事業）或資產類別（例如固定收益證券、市政債券、資產擔保證券、商業抵押貸款支持證券及特別股等）有所關連。該等經驗和其管理基金的投資策略（例如指數型基金、槓桿使用及衍生性工具等）有所關連。如果管理者具有五年以上的經驗或是曾經歷一個經濟週期，我們一般則認為該管理人具有相當之經驗。	基金管理人在不同的產業、資產類別、投資策略有允當的經驗，且該經驗和基金的整體策略有所關連。	基金管理人在其基金所投資之產業與資產類別、及投資策略之經驗並不足夠，並且可會弱化投資組合管理的有效性。一般而言，我們認為不到一年的相關經驗為不足的。
管理與作業架構	投資組合管理團隊獨立於信用研究團隊。公司各部門能夠提供各項重要支援。前台團隊通常包括交易團隊、投資管理團隊與銷售團隊。中台團隊通常包括基金定價與評價的團隊。後台團隊包含資訊系統團隊。	投資組合管理團隊具有清楚且明確的架構，或是在交易團隊與信用研究團隊之間具有類似的制衡機制。公司各部門能提供與其投資活動相稱的支援功能。	投資組合管理團隊沒有明確或清楚的架構，或是在交易團隊與信用研究團隊之間不具有類似的制衡機制。

風險管理與法令遵循

42. 在風險管理與法令遵循方面，我們將針對基金治理、營運風險及法令遵循三方面來進行評估。風險管理與法令遵循準則與政策所涵蓋的活動範例包括交易單據驗證、風險上報、定價與營運回復、投資組合監測、投資組合壓力測試及交易前後的管控系統。我們對某些特定的基金並不會進行壓力測試的評估。我們認為，在對含有一個或多個主權、非主權、或交易相對人風險部位之基金的信用品質進行評估時，對其進行壓力測試是有幫助的。然而當基金之信用品質直接與某一特定主權、交易相對人、或債務人的評等相互連結時，壓力測試對我們的評估並沒有助益，因此我們不會在我們的評估中納入或使用以信用為基礎的壓力測試。相同地，我們不會對僅投資於發行人信用評等在「AA」或以上之非次順位等級資產的基金進行壓力測試評估。在各個例子中，當基金本身有足夠的規範與標準來確保該基金在合乎其基金目標之範圍內運作，我們亦不會對該基金進行壓力測試評估。然而，若

該基金沒有足夠的標準與規範，則該主要指標的評估結果即為「弱」。

表 5

風險管理與法令遵循			
細項指標	強	允當	弱
風險管理與法令遵循人員	投資管理者具有傑出的風險管理能力與文化，並且能由以下情況來證明：在風險承受能力超限的情況下，其解決方式通常以風險控管的考量為優先；法令遵循團隊（有指派法令遵循人員）對資深管理階層（例如董事會、執行長等）有一獨立之報告機制；人員的編制及組織能配合其業務的規模與複雜性。	投資管理者具有允當的風險管理能力與文化，並且能由以下情況來證明：在風險承受能力超限的情況下，其解決方式會意識到風險控管；法令遵循團隊對資深員工有一獨立的報告機制；風險管理團隊與員工法令遵循責任足以滿足公司的營運規模及複雜度。	投資管理者沒有足夠的風險管理能力或文化，或沒有足夠的法令遵循團隊或風險管理資源。如果法令遵循團隊規模相對公司業務較小，或是其經驗與公司業務複雜度相比較為不足，我們將認為其法令遵循團隊沒有達到允當的標準。
風險管理與法令遵循標準	公司具有嚴謹的風險管理與法令遵循監視。公司對各項政策與程序均有提供書面文件，並且進行年度複審或是依據市場事件視需要進行複審。公司具有全面性的壓力測試及風險上報程序。	公司具有針對其基金投資策略之性質與複雜度打造的風險管理與法令遵循監視的政策與程序。這些政策不僅為書面，且定期複審（通常每二年至三年）。針對公司面對的風險因子與風險承受度有相當充份的監視。公司的壓力測試相對於基金的策略是足夠的，並且有適當的風險上報程序。	公司的風險管理與法令遵循監視有限，導致對風險因子的控管不足；公司相關的書面政策、法令遵循標準及風險管理準則之複審機制並不完善；公司並未有合適的壓力測試；或是在基金管理團隊的管理下，基金的評分不斷地超出評等臨界值（適用於初步FCQR）。
法令遵循與工具	基金管理團隊具有穩固的投資組合監視工具來檢視基金的相關風險。公司具有完善的交易前後之管控流程，使經理人能在符合相關準則的情況下，監視及管理基金。	基金管理團隊具有足夠的投資組合監視工具來檢視基金的相關風險。公司已備有功能性的控管或足夠的流程，能在符合相關準則的情況下，監視及管理基金。	基金管理團隊的投資組合監視能力，以及對基金相關風險因子進行檢驗及監視的系統與流程，低於產業標準。

信用文化

43. 信用文化係指基金管理團隊所發展出來以及所應用之信用品質管理標準的嚴格程度。其亦涉及投資組合管理團隊的資源和政策、以及團隊如何有效管理交易相對人及基金投資資產的信用風險，使得基金的信用品質能與目前狀況維持一致。對於具有長期（可證明的）紀錄的經理人而言，投資策略的顯著改變將立刻強化或弱化此項評估結果；對於尚未有長期紀錄的經理人而言，至少需要三至六個月的觀察時間來決定其投資策略是否有顯著不同，以及其對該項評估結果的影響。

表 6

信用文化

細項指標	強	允當	弱
信用品質管理標準	公司具有明確及全面的書面政策與流程，以確保信用品質評估的過程具一致性。公司至少每年會去檢視與更新這些政策與流程。員工激勵機制與政策均有明確規定，而且高度相互配合。	公司具有明確及全面的書面政策與流程，以確保信用品質評估的過程一致。公司會定期檢視這些政策與流程。員工激勵機制與政策能相互配合。	公司進行信用品質評估的政策與流程有限；公司用來確保信用品質評估過程一致的政策與流程有限；公司並沒有明確的程序來更新這些政策與流程；或是員工的激勵機制與政策無法相互配合。
策略、文化及風險偏好	公司的信用風險偏好由基金經理人、交易員及信用分析人員共同執行。他們使用一致的致方式（例如：由上而下、由下而上或兩者方式）來管理信用風險，使其能與基金的目標以及初步FCQR一致（及/或如果基金亦被授予FVR）。公司明定可接受的風險承受度，並且嚴格遵守。基金經理人與信用分析人員對於目前的投資或未來計畫之投資會互相交流訊息（如適用）。公司的投資策略已經改變或是我們認為其策略會朝著改善基金信用品質的方向改變。	基金經理人與信用分析人員對於公司的風險偏好有足夠的認知。公司不同部門基本上採用類似的信用品質原則與投資準則。對於風險承受度規範的違反大多是輕微之情況，並且不會影響公司管理特定FCQR及/或FVR等級的能力（端視基金被授予的評等種類）。基金的投資策略的改變並不會影響到基金的信用品質。	基金經理人與信用分析人員對於公司的風險偏好認知不足。對於風險承受度規範的違反不僅顯著且持續發生，或是違反的情況並未以書面記錄，並可能導致較差的FCQR及/或FVR結果（端視基金被授予的評等種類）。投資策略的改變已經或將會造成基金信用品質的惡化。

信用研究

44. 信用研究反映了經理人信用品質分析的深度和品質。我們會檢視信用品質評估、審核、與監視等方面的流程，並檢視其信用品質政策的目標、重點及一致性。我們對該信用流程的評估，主要是藉由檢視信用研究分析團隊、分析人員所屬部門與其產業經驗、其分析的獨立性、資源以及工具來進行。信用團隊內對職務及任務的明確性，是一信用研究流程穩固程度的指標。標準作業程序的清晰度和邏輯性，則是信用流程檢視中另一個考量面向。我們會評估信用分析中所使用的技術、維護與分析人員間的溝通，以及當內部研究不足時，是否會透過外部投資研究與顧問來補足、或彌補差距。

表 7

信用研究

細項指標	強	允當	弱
人員	公司具備資深的研究分析團隊，並配置能夠進行獨立分析的專門分析人員。	公司研究分析團隊之產業經驗平均，且其表現能夠符合投資策略與目標。	公司研究分析團隊的獨立分析不足，並且可能導致降低有效管理投資組合信用風險之能力。
能力	研究分析團隊運用內部以及外部的發行人基本面研究(external and internal issuer fundamental research)來進行信用分析，並且考量來自不同市場觀點之資訊。	研究分析團隊內部能夠進行基本的發行人信用分析(internal issuer credit analysis)，同時透過外部研究來補強內部分析。既有的程序足以支應基金投資所需。	研究分析團隊的獨立信用研究與分析的能力不足，並且可能使基金容易因為信用品質惡化而被降評。
信用監視	所有的信用研究報告集中維護保管，至少每年複審乙次；並且每天監視發行人之信用評等。	公司會依據與發行人之相關事件與其必要性來維護並更新信用研究報告。	信用研究資訊或報告的記錄相當有限；或是針對信用品質變化的監視方式不一致。若公司沒有相關記錄留存或是沒有監視機制，這將成為該公司的顯著弱點。
系統／工具	研究分析團隊能運用信用及／或者其它的模型技術。舉例來說，這些技術包含運用市場訊息以補足其基本面研究來評估信用品質，以及／或者能將基金未來可能面臨到的信用風險模型化，同時反映該基金目前所承擔的風險水平。研究分析團隊的信用研究詳盡，並且包含量化及質化分析。	公司的研究分析與工具的深度及廣度足以分析與審視基金的投資策略。	公司所具備的系統或工具無法有效地支援信用研究。

「投資組合風險評估」

45. 「投資組合風險評估」有四項評估指標：集中度風險、交易相對人信用品質、流動性、基金「信用品質評分」緩衝空間（緩衝空間係指基金「信用品質評分」距離與該基金評等相關之「評等臨界值」的接近程度－見表3）。這些評估指標是對潛在評等波動性的測量，並幫助我們形成對基金評等的前瞻性看法。評估投資組合風險中的任何評估指標時，我們通常會考量三個月的基金投資組合報告，以確保我們觀察到的是持續性的趨勢，而非基金投資組合短暫的變化。
46. 我們將每項指標評估的結果分為「中立」或是「負向」。除非我們預期造成該指標為負向的弱點不會持續，或是我們認為經理人將會有效管理該風險，否則該「投資組合風險評估」指標結果應為「負向」。舉例來說，即便該基金的「信用品質評分」已相當接近基金評等的臨界值，但我們認為基金經理人未來會保持該緩衝，我們仍會將基金「信用品質評分」緩衝空間的指標評估為「中立」。
47. 如果任何一項指標的評估結果為「負向」，那麼整體「投資組合風險評估」即為「負向」。如果並無任何一項指標評估結果為「負向」，則「投資組合風險評估」即為「中立」。
48. 如果我們判定「投資組合風險評估」結果為「負向」，我們便會進行「評等敏感性測試」。「評等敏感性測試」是在評估一檔基金對於其投資組合中佔比最大的單一債務人、信用品質最差的債務人以及評等被置入信用觀察負向名單的債務人的曝險程度所可能造成

對基金信用評等的影響。在每項測試中，前述資產的信用評等會被降低一個級距，並重新計算該基金的「初步FCQR」。

49. 如果在進行完最大單一債務人情境測試或其他兩個情境測試後，結果顯示基金評等比「中間FCQR（在考量「管理評估」後）」還要低，我們會將FCQR降低至情境測試結果中允許的最低FCQR，除非降評的程度超過三個級距以上。通常「投資組合風險評估」對基金信用評等的影響會限制在比FCQR低三個級距以內。
50. 對於基金本身特有的風險，我們可以使用其他的測試或是調整測試內容來補足，以更完整地反映基金的投資組合風險。

表 8

「投資組合風險評估」

指標	中立	負向
發行人集中度風險	基金管理團隊致力維持基金資產的高度分散性，和最大單一發行人相關之資產占整體基金投資組合的比例小於或等於10%，或信用評等在「BB+」或以下的最大單一發行人部位，其占比小於或等於5%。	管理團隊沒有維持基金資產的高度分散性，信用評等在「BBB-」或以上的最大單一發行人部位占整體基金投資組合的比例大於10%，或評等在「BB+」或以下的最大單一發行人部位的占比大於5%。
衍生性交易相對人信用品質	1. 交易相對人的信用評等大致上在「BBB-」或以上。 2. 針對採用投機級信用品質投資策略的基金而言，交易相對人的評等大致與投資策略所要求的信用品質相當或是更好。 3. 針對採用投資級信用品質投資策略的基金而言，交易相對人的信用評等與基金信用評等的差距在兩個評等類別以內(如「AAAf」評等的基金，其交易相對人信用評等在「A」評等級別)。 *。	1. 交易相對人的信用評等大致在「BBB-」或以下。 2. 針對採用投機級信用品質投資策略的基金，其交易相對人的信用評等大致低於其投資策略所要求信用品質。
流動性	基金所遵守的流動性準則，使經理人在有可能發生贖回的情況下，不需被迫處分非流動性資產來支應贖回需求。在因為主動式管理的決策或是被動式管理中要重新調整投資組合的需求下，其基金主要投資的資產（占投資組合的比例在80%以上）可以進行變賣，則該指標通常會被評估為「中立」。	非流動性資產占投資組合的比例經常大於20%，且非流動性資產無法在市場處於中度壓力（moderate stress）以及有贖回需求時即時變賣，或是在被動式管理下該基金投資組合需重新調整時，基金沒有提供贖回權利。
基金信用品質評分緩衝空間	「初步FCQR」和與該基金評等相關之「評等臨界值」的差距在該基金評等所在「評等臨界值」的10%以上。	「初步FCQR」和與該基金評等相關之「評等臨界值」的差距不到該基金評等所在「評等臨界值」的10%。

* 如果交易相對人的信用評等與基金信用評等的差異超過兩個評等類別，除了會使該指標結果為「負向」，若該交易的淨值亦為正，則該交易相對人的評等亦會被考量進基金信用品質中。

發行人集中度風險

51. 我們評估投資組合的集中度是為了要衡量該基金因為投資集中在單一發行人上，而在該發行人的信用品質發生變化時，造成FCQR改變的潛在曝險。
52. 如果我們認為發行人的曝險集中度並不會限制基金經理人管理基金信用品質的能力，則該項指標即為「中立」。如果我們相信基金經理人對於基金信用品質的管理能力會受到發行人曝險集中的限制，則該指標即為「負向」。通常當一個或多個信用評等在投資等級的發行人在該基金中的占比持續或經常超過10%，或是一個或多個信用評等在投機等級的發行人在該基金中的占比持續或經常超過5%，則該指標結果就會為「負向」。另外，就定義上

來說，專門投資於投機級債券或是投機級主權債務的基金會大量投資於投機級的債務或是投機級主權國家發行的債務，因為此類投資標的限制的關係，該類資產的投資集中度通常會超過5%。在此情形下，上述5%的標準不會適用在此類基金上。

53. 某些基金的設計會使投資組合集中在特定發行人上，像是美國政府。對於這類基金來說，發行人集中度風險指標會是「中立」，因為該基金評等會直接連結到某特定主權。這種類型的基金，其信用品質已經反映主權或相關發行人的信用品質，例如主權政府相關機構和國際金融組織發行人的信用品質。同樣地，對於投資多個發行人信用評等在「AA-」或以上主權債務的基金，其評等並不會連結到單一主權發行人，該基金的發行人集中度風險指標的評估結果也為「中立」。
54. 此外，我們在評估發行人總合集中度風險指標時，會排除到期日等於或短於五個工作日的資產。因為這類曝險部位距離到期日很近，因此基金因這些曝險部位發行人的信用品質發生變化，或因基金經理人無法出售這些資產部位而面臨的風險有限。

衍生性交易相對人信用品質

55. 「基金信用品質矩陣」通常不會包含承作利率或匯率衍生性交易的相對人的信用品質，但相關風險會透過「投資組合風險評估」來衡量。同樣地，當基金向交易相對人購買信用保護，且該建立空頭部位之交易並非作為現有基金投資資產的信用避險，則此情況亦適用上述的做法。
56. 對於投資策略為投資信用評等在「BBB-」以上資產的基金而言，交易相對人的信用品質基本上都要在信用評等「BBB-」級別以上，才能使交易相對人信用品質評估指標結果為「中立」。當交易相對人的信用評等與基金的信用評等的差距超過兩個評等類別時，則該指標之評估結果即為「負向」。例如，當基金的「初步FCQR」為「AAAf」，而且其衍生性交易相對人的信用評等在「A」級別或以上，則該項指標即為「中立」。但當該基金的「初步FCQR」為「AAAf」，而其衍生性交易相對人的信用評等在「BBB」級別或以下，則該項指標的評估結果即為「負向」。對於投資策略為投資投機級資產的基金而言，若其交易相對人的信用品質大致與基金投資標的的信用品質相符或更好，則該項指標的評估結果即為「中立」。

流動性

57. 流動性風險的評估著重在基金因非流動性資產的曝險而造成管理基金信用品質上的困難，而非評估對基金的收益率的影響。如果我們相信該基金對非流動性資產的曝險並不會限制經理人管理該基金信用品質的能力，則該指標評估結果即為「中立」。如果我們相信該基金對非流動性資產的曝險部位大到足以抑制基金經理人在面臨資產信用品質惡化情況下出售資產的能力，則該指標評估結果即為「負向」。在非流動性或流動性不佳的資產占該基金的比重持續超過20%的情況下，除非該基金的現金管理或是基金贖回準則可以減緩流動性風險，否則我們通常會評估該指標為「負向」。如果是被動式管理的基金，我們會評估在不曾被動變賣非流動性資產的情況下，該基金是否有足夠的流動性可以重新調整(rebalance)整個投資組合。
58. 非流動性／流動性不佳的資產包括：
 - 複雜的證券（因為證券架構或是證券的評等依賴其它交易相對人）。
 - 不透明證券（因為公開資訊取得困難）。
 - 無活絡市場交易的證券（發行規模小、無造市活動、沒有市場分析資訊、買賣價差大）。
 - 已無交易市場或和可積極交易之工具明顯不同的證券，包括不可轉讓之投資工具，例如無到期前可解約條款的定期存款。

基金「信用品質評分」緩衝空間

59. 如果「初步FCQR」和與該基金評等相關之「評等臨界值」的差距相差不到該基金評等所在「評等臨界值」的10%，我們通常會採用「評等敏感性測試」來決定該基金潛在評等調低的程度。舉例來說，若某基金的「信用品質評分」為30，且該基金所在評等的臨界值為31，則該基金評等之「評等臨界值」的10%為3.1分（四捨五入後為3分）。如果該基金的「信用品質評分」為29或30，除非我們相信該基金能有效管理其資產組合信用品質遭侵蝕的風險，否則該項指標會被評為「負向」。

「評等敏感性測試」（如適用）

60. 「評等敏感性測試」是透過三個和集中度風險相關的情境：即基金對最大債務人、信用評等最低的債務人、評等已被置入信用觀察負向名單的債務人的部位規模，評估「初步FCQR」的可能改變。如2013年11月19日所公布的「集團評等方法論」（Group Rating Methodology）所述，此處所稱債務人係指單一債務人（發行人）所發行的所有債務（投資標的）。在每個測試中，如果某該債務人發行之債務有我們授予的短期信用評等，則我們假設該發行人長期信用評等低於目前信用評等一個級距，並決定調整後的長期信用評等是否對應至下一個較低的短期信用評等。
61. 當基金評等很明確的連結到某單一主權國家發行人時（例如美國政府證券基金）或是連結到某一國際金融組織發行人或其他單一債務人時，「評等敏感性測試」就不適用。同樣地，當一檔基金投資多個評等為「AA-」以上的主權國家發行人之債務且該基金評等不是連結到單一主權國家發行人時，我們也不會進行「評等敏感性測試」。「評等敏感性測試」是用在投資於一個以上的主權（例如新興市場主權基金）、國際金融組織、或債務人的基金上，且基金的評等不與上述債務人連結，而且符合其他適用「評等敏感性測試」的情況。
62. 在前述的三個壓力情境中，我們會將現金投資與約當現金予以排除。現金及約當現金包括可自由運用之現金和到期日不長於五天的高流動性有價證券。另外，即便我們無法取得被投資基金的投資組合明細，我們也會將投資部位中受到監管並且擁有穩定淨資產價值的基金（如政府貨幣市場基金）曝險部位予以排除。原因在於該基金的信用品質與一受評等級較高之政府機構相關之故。
63. 在第一項測試中，我們假設基金投資組合中占比最大的債務人評等被調降一個級距，並在「基金信用品質矩陣」中套用降評後所對應的「信用風險係數」。
64. 在第二項測試中，我們假設基金投資組合中信用評等最低的債務人評等被調降一個級距，並在「基金信用品質矩陣」中套用降評後所對應的「信用風險係數」。
65. 在第三項測試中，我們假設所有評等被置入信用觀察負向名單的債務人評等都被調降一個級距，或是調降至當該債務人評等被置入信用觀察負向名單時可能會被降評的水準，並在「基金信用品質矩陣」中套用降評後所對應的「信用風險係數」。
66. 當一檔被授予FCQR的基金投資於其他基金，且我們取得被投資基金的投資組合明細時，我們會評估該投資組合，並進行前述三項「評等敏感性測試」，來衡量其對授予FCQR的基金的影響。例如，被授予FCQR的基金投資於其他兩檔基金，且該兩檔基金各擁有兩筆資產，則我們會針對每檔基金中的最大債務人以及評等最低的資產進行壓力測試。同時，我們也會對每筆資產進行評等置入信用觀察負向名單的壓力測試。
67. 如果我們無法取得該基金所投資之基金的投資組合明細，我們會針對該基金所投資之基金採用「評等敏感性測試」。例如在先前的例子中，我們會針對兩檔基金中部位最大的基

金、兩檔基金中信用評等最低的基金、以及兩檔基金中評等有被置入信用觀察負向名單的基金進行「評等敏感性測試」。如果被投資基金未被授予評等，則適用附錄B來決定基金的信用品質，以套用在「評等敏感性測試」中。

「比較評等分析」

68. 最後一個步驟是「比較評等分析」。我們會將該基金與擁有相似投資策略、資產組合、還有管理特性的基金做一比較。而根據對基金投資組合信用品質以及管理優劣勢的全面性檢視評估，「比較評等分析」的結果可能讓我們最後授予的「最終FCQR」比「中間FCQR」高或是低。若這項比較評估的結果為正面，通常是因「管理評估」結果為強，則將導致調升FCQR一個級距；若比較評估的結果為負面，則將導致調降一個級距；若結果為中性，則「中間FCQR」不受「比較評等分析」的結果影響。

附錄

A. 交易相對人分析/其它主題

1) 保證與集團評等方法論

69. 標普全球評級在2016年10月21日公布的「Guarantee Criteria」並不適用於基金信用品質評估，因為信用保證通常對債務人支付利息與本金的能力提供支持。然而FCQR並不對任何基金支付利息或本金的能力提供評論看法。
70. 標普全球評級公布的「Group Rating Methodology」，通常不適用於基金評等的FCQR，因為資產管理公司基本上是以第三方服務提供者的角色管理這些基金。

2) 交易相對人

71. 各基金可能會簽訂有不同類型的金融合約，例如利率交換、匯率交換、交易所交易之期貨合約、選擇權等（統稱衍生性商品），以及諸如附買回協議（在美國統稱「repo」）、附賣回協議（在美國統稱為「reverse repo（附賣回）」）、及有價證券借券（securities lending）等的其它類型金融合約。

i) 利率與匯率衍生性商品（簡稱swap）

72. 當衍生性商品並非用來創造信用曝險部位，而是用來管理基金的報酬率，例如利率交換或匯率交換，則我們基本上並不會將此類商品的價值納入「基金信用品質矩陣」中考量。但若利率或匯率衍生性商品部位的總合在一基金整體資產中占比較大（例如，超過50%），且我們認為該占比反映該基金的投資策略、或交易相對人的信用品質低於我們在「投資組合風險評估」中所設定的門檻標準，則我們會把這些部位總額納入信用品質矩陣中進行考量。我們會以這些曝險部位的市值乘上交易相對人的「信用風險係數」，並將這些曝險部位加進信用品質評分計算中。

ii) 信用衍生性商品（信用違約交換）

73. 信用衍生性商品，例如信用違約交換以及特定總報酬交換等，可能會導致基金出現合成型多頭或空頭信用風險部位，也可做為基金現有信用風險部位的避險之用。
74. **合成型多頭**。合成型多頭風險部位會被加入基金投資組合，並納入基金的整體信用品質評分當中。當基金經理人出售信用保障時，該基金的總信用品質評分將會增加，幅度的計算則是以對該信用參考實體曝險部位的名目金額乘上與合約到期期間以及信用參考實體信用品質相關的「信用風險係數」而得。我們運用該名目金額做為其欲複製之實體資產的曝險預估值。

75. **未平倉之合成型空頭**。未平倉之合成型空頭信用風險部位（即該部位並非為了既有基金投資部位的信用避險）有可能，但通常不會影響基金的信用品質評分。我們並不會將這類部位視為是基金的投資，因為安排這些部位的目的並不在創造信用曝險，而是希望能產生或穩定基金的報酬，這與安排利率或匯率衍生性商品的目的相同。不過，在持有這些衍生性商品時，如果空頭部位在一基金整體資產中的占比較大（即當這些部位的市值對基金具有正相關之影響時），且我們認為該占比反映該基金的投資策略時，我們將會把這些部位加入該基金的總信用品質評分當中。而加入部位的計算，則是以該衍生性商品部位的市值（相對於多頭部位時的標的曝險部位名目金額）乘上該交易相對人（相對於多頭部位時的信用參考實體）的「信用風險係數」而得。若該衍生性商品為在交易所進行交易，我們會運用附錄B，來決定該信用參考實體（該基金對其有具市值的曝險部位）的「評等輸入值」。
76. **信用違約交換被用來做為投資部位的信用風險避險之用**。購買信用衍生性商品做為基金持有之有價證券的避險之用，可以改善基金的「信用品質評分」。若基金購買信用保障並且同時持有該信用保障所連結之信用參考實體之資產，而且我們相信該避險安排是有效的，則該基金的整體「信用品質評分」將可因此改善。我們對避險有效性的評估會考量基金管理團隊在信用違約交換合約方面的安排，例如信用事件、終止事件、信用事件後結算方法、以及信用參考實體的選擇等。我們視避險為一種信用風險減緩方式，因為透過信用替代，避險提供者（交換交易的交易相對人）的信用品質，將可取代信用參考實體的信用品質。
77. **對實體資產進行避險**。當避險交易相對人的評等高於該實體資產，而且該信用違約交換的名目金額超過該實體資產市值時，則在計算信用品質評分時，該信用違約交換名目金額會取代資產市值做為計算基準，而該交換交易相對人的信用評等則可取代連結實體（資產）的信用評等。
78. 若僅做部分避險安排，且該基金投資組合中仍有部分曝險部位時，則該剩餘的曝險部位仍會留在該基金的「信用品質評分」計算當中，而該已避險金額則以上述方法納入基金「信用品質評分」的計算。
79. 若避險部位超過投資曝險部位總額（意即該避險的名目金額超過該實體資產的市值），則該避險交易相對人的信用評等將在計算該基金投資的信用品質評分時取代實體資產的信用評等，而且該超額避險的金額將被視為是未平倉的合成型空頭部位。
80. **對合成型資產進行避險**。若一信用多頭部位係因與交易相對人交易而形成之合成型曝險部位（而非透過對實體資產的投資），則我們在計算信用品質評分時會以上述與避險相同的方式處理。在合成型多頭部位的名目金額內（若避險交易的名目金額大於或等於合成型多頭部位的名目金額），我們將以該交換交易相對人的信用評等取代信用參考實體的信用評等來計算基金的信用品質評分。然若該避險交易相對人的信用評等低於信用參考實體的信用評等，或若該避險安排不具有有效性時，則該多頭部位的名目金額將會繼續留在該基金的信用品質評分中，且該避險部位將被視為是一個空頭的信用風險部位。

3) 有價證券借券、附賣回與附買回協議

81. 當基金從事有價證券借券並收取現金時，這些現金收款會被納入基金的「信用品質評分」中，而該現金收款的信用風險反映的是該現金款項存放之金融機構的信用評等。而且這些交易的交易相對人風險，也會被列入我們對該基金的信用文化指標進行評估。這些借出資產仍會納入「初步FCQR」計算。相同的，當該基金從事附賣回協議時，基金也會收到因出售其持有之有價證券而從附賣回交易相對人處取得的現金。這些有價證券會留在該基金的信用品質評分中，且該現金收款也會以該現金款項存放金融機構的信用品質為依據，納入該基金的「信用品質評分」的計算中。

82. 另外，持有該現金部位之金融機構與該附賣回交易相對人的信用品質，也會被納入「投資組合風險評估」中，就如同其為衍生性商品交易相對人一樣。
83. 若出借有價證券（借券）或訂定附賣回協議所取得的現金收款被投資於有價證券時，則該買進之有價證券（而非現金部位）的信用評等與其到期期間必須依「基金信用品質矩陣」來計算信用品質評分。
84. 例如：若基金將受評等級為「BBB」、價值105美元的有價證券出售予一交易相對人，取得100美元的現金收款，並將該筆現金款項存放在受評等級為「AA」的銀行，則105美元將依評等等級「BBB」來計算「信用品質評分」，而100美元則依評等等級「AA」來計算「信用品質評分」。但若該基金將其取得的100美元買進100美元受評等級為「AAA」的有價證券，則該100美元將依評等等級「AAA」來計算「信用品質評分」，且最初的105美元受評等級為「BBB」的有價證券仍將依原部位來計算「信用品質評分」。
85. 在附買回交易（repo）中，基金會以其現金部位投資於某交易相對人，而交易相對人則以其與該基金達成協議的有價證券做為此交易的擔保品，以取得該基金投資的現金。據此，在附買回協議存續期間中，該筆投資的現金將會以該附買回交易相對人的信用評等為依據來計算「信用品質評分」。

4) 保管機構與外國銀行分行存款

86. 存放在保管機構的現金係代表基金的一項資產，而該保管機構的信用品質會被依「基金信用品質矩陣」來評估。若現金存放在未受評的保管機構，且該保管機構對其母公司具有策略重要性時，為了進行量化評估，我們會將該保管機構的信用評等，視為是與其母公司的信用評等（或推估之評等）相當。當一家保管銀行未接受評等時，我們通常會依照該保管銀行與其銀行集團的關係，假定該保管銀行的評等與其母公司信用評等相同。在一般情形下，如果該保管銀行對母公司的營運策略屬不可或缺，並審慎營運（觀察指標為：具備良好的風險控管系統與控管機制、以及穩健的營運基礎設施），則我們對被受評母公司全部或大部分持有的保管銀行之方式，與其母公司相同。當一家保管銀行未受評，且其與受評母公司（100%持有該保管銀行）的關係並不強時，此時適用附錄B的處理方式。
87. 我們假定，存款與保管銀行所持有的金額，具有隔夜到期的性質。除非存款或其安排方式具有約定到期日性質（例如定存單），我們才會採用約定到期日來計算信用評分。
88. 在決定銀行分行的信用品質時，我們採用的是「Financial Institutions Rating Methodology」評等準則。

5) 有擔保定存單

89. 擔保品通常會被推定為可以提升整體信用品質。擔保品可以降低交易相對人或收受存款機構違約後的損失率，如此一來便能提升整體基金的信用品質。
90. 若基金投資未受評的定存單，我們採用附錄B來決定其「評等輸入值」。不過，若定存單以適格之主權國家債務進行超額擔保，並且其擔保水準與2016年6月23日公布之「Principal Stability Fund Rating Methodology」表11最後一欄所述的內容相符，則推定該定存單的信用品質為「A」。若某定存單以適格主權國家債務外之證券進行超額擔保，但其超額擔保與2013年9月17日發布之「Methodology And Assumptions For Market Value Securities」表1與表2所描述的擔保水準相符，則該定存單投資部位的信用品質將由前述準則的表2來決定。例如，若信用評等為「AAA」的美國公司債被質押作為超額擔保品，且該證券的剩餘到期期間為五至七年，同時其超額擔保水準為25%（即1.25倍），則我們認

定該定存單的評等為「BBB」。上述做法僅限於擔保品至少每週進行評價，且係以該基金名義存入保管銀行的存單。

91. 基金持有之所有銀行發行未受評之有擔保定存單最大部位為10%。超過此一水準的部位通常被視為未受評，而「評等輸入值」的決定方式則如附錄B所述。針對這些擔保部位我們不會按照上述較有利之方式處理。

6) 違反與改正—範例說明

92. 第一個範例是，「管理評估」與「投資組合風險評估」的評估結果對評等不造成影響，且該基金的「比較評等分析」結果為中立。該基金目前的評等為「AAAf」，且基於整體「信用品質評分」為14的結果（評等臨界值為18），其「初步FCQR」為「AAAf」。不過，該基金管理團隊反覆地違反並且改正數次，其整體「信用品質評分」一再超過18，且我們認為該基金的「信用品質評分」應為24。我們會將基金評等調降為「AA+f」（由於我們認為信用品質評分不會超過37，因此基金評等不會調降為「AAf」）。
93. 第二個範例是，在「管理評估」與「投資組合風險評估」的評估結果對評等造成負面影響，而該基金的「比較評等分析」結果為中立。雖然基金的「初步FCQR」評分為11，符合取得「AAAf」基金評等的條件，但目前該基金的評等為「AAf」。由此可知，質化評估的結果已反映在該基金「最終FCQR」之中。現在，該基金的管理團隊反覆地違反並改正數次，其整體「信用品質評分」一再超過18，且我們認為該基金的「信用品質評分」應為24。我們會將基金評等調降為「AA-f」，以反映我們預估的「初步FCQR」，以及在「管理評估」與「投資組合風險評估」中的劣勢。

B. 「評等輸入值」

94. 以下篇幅列出為了應用表1的「信用風險係數」，我們會如何決定某項未受評之投資（或某債務發行）的「評等輸入值」。

1) 企業暨政府評等之「評等輸入值」

95. 標普全球評級為應用表1，已發展出決定某資產的信用品質與相關「信用風險係數」的方式。以下係針對決定未受評投資部位之「評等輸入值」的不同方法，進行簡要敘述。
96. 若標普全球評級已對某發行人（或位於相同組織層級的債務人）授予長期信用評等，且該債務並非次順位債務，則該長期發行人評等可為「評等輸入值」。
97. 若該債務為次順位債務，我們會將其長期發行人評等調降一個級距以作為「評等輸入值」；若長期發行人評等為投機級評等，我們會將其長期發行人評等調降二個級距以作為「評等輸入值」（或由本附錄所得出之「評等輸入值」）。若該次順位債務通常具有短期評等（如商業本票），我們會在決定長期發行人的「評等輸入值」後，將其結果對應至短期評等。
98. 若無法取得該發行人評等，但可取得標普全球評級授予之credit estimate結果，則該結果可作為「評等輸入值」（詳見「S&P Global Ratings Definitions」）。
99. 若標普全球評級已提供針對某發行人的評等對應，則應依照該對應表，決定相對應的「評等輸入值」〔詳見「Mapping A Third Party's Internal Credit Scoring System To Standard & Poor's Global Rating Score」一文〕。
100. 若發行人有另一個NRSRO（國家認可統計評等機構）所授予的信用評等、該信用評等為公開非限制性的評等，且我們認為針對該NRSRO的評等進行對應是可行的，我們會將我們的

評等對應準則所述之統計分析應用於其他NRSRO的信用評等等級，藉此決定出相對應的「評等輸入值」（詳見「NRSRO評等對應」之章節）。分析出來的結果將被用來調整其它NRSRO的信用評等，以決定「評等輸入值」。若發行人或某債務具有一家以上NRSRO的評等，我們將使用其最低的信用評等。透過上述方式授予「評等輸入值」之資產的本金餘額部分，不得逾基金總資產25%，且每個發行人不得超過基金總資產5%。超出此限制的部位僅能依「CCC-」決定「評等輸入值」。

101. 若發行人或其聯屬公司均未經歷重組、破產或類似程序，且該發行人所有債務目前均正常還款，且基金經理人認為這些債務未來仍將正常還款，則這類債務的「評等輸入值」為「CCC-」。若這些債務在基金資產中占有顯著比重，則我們可能會決定不授予基金評等，或撤銷該基金評等。
102. 若某些資產無法採用前述任何步驟來決定其「評等輸入值」，則其「評等輸入值」為「CC」。若這些債務在某基金資產中占有顯著比重，則我們可能會決定不授予基金評等，或撤銷該基金評等。
103. 針對已破產企業的debtor-in-possession（簡稱DIP）融資，我們認為該債務之信用評等可做為其「評等輸入值」，但其使用期限為自初次授予評等時起算，至最多十二個月為止。不過，若我們認為授予評等後DIP貸款的信用品質已有惡化，則我們可能會限制該評等使用的範圍。為了進行此一評估，我們可能會要求基金經理人提供與DIP貸款相關的資訊，比如修改後的攤還計劃、到期期限的延長、拖欠本金的減免、或利息無法及時清償或到期本金無法償還等情形。該基金經理人亦須依據合理的商業判斷，提供可能對DIP資產的信用品質造成明顯負面影響的其他資訊。
104. 為決定「評等輸入值」，我們會採取以下作法：若債務人（或其債務）的評等被置入信用觀察負向或正向名單時，待該債務人的評等被調降或調升後，我們才會修改其「評等輸入值」。這些狀況在「投資組合風險評估」中會進行評估。

2) 基金對其他基金的投資

105. 若基金的投資標的為標普全球評級以principal stability fund rating（PSFR）進行評等的基金，則我們會運用非帶有標示的評等。例如，針對「AAAm」的基金，我們採用「AAA」的「信用風險係數」。
106. 若基金的投資標的為註冊編號為2a-7之政府貨幣市場基金（標普全球評級並未對此類基金進行評等），則我們將信用品質評分依信用風險矩陣進行計算時，會採用可反映美國政府短期評等之「評等輸入值」，這是因為該基金絕大多數的投資標的僅限於美國政府所發行之證券。
107. 若基金的投資標的為其他類型的固定收益基金，則我們在進行量化評估時，會檢視該基金投資之標的組合。若無法得知該基金持有之投資組合，我們會將該基金視為未受評，且其「評等輸入值」為「CC」。

3) NRSRO的評等對應

i) 企業暨政府

108. 在本節討論之範圍內，我們已經完成對Moody's與Fitch評等的對應方式。若標普全球評級對某企業、公共財政、保險、金融機構及主權之資產，均未授予長期或短期信用評等，且附錄B所述之其他選項亦不適用，則我們會以Moody's與Fitch兩者授予之最低的長期或短期發行人信用評等（須視是否適用而定）為基準。若該評等基準為投資級評等，則其「評等輸入值」會較該評等基準低一個級距；若該評等為投機級評等，則其「評等輸入值」會較評等基準低兩個級距。若Moody's與Fitch僅授予某資產或投資部位短期評等，我們會將該評等對應至Moody's與Fitch的長期評等；且若該評等為投資級評等，則依該評等基準向下調降一個級距；若該評等為投機級評等，則依該評等基準向下調降兩個級距。接著，我們再將該長期評等對應至短期評等後得出「評等輸入值」，再運用表1來決定信用品質評分的參數。

ii) 基金

109. 因為我們的基金評等與Moody's與Fitch的重疊性不足，我們無法進行評等對應，也無法得出具統計精確意義之「評等輸入值」，所以我們並不會針對上述兩家機構授予之基金評等進行對應。

iii) 資產證券化

110. 若債務未接受標普全球評級的評等，且其他「評等輸入值」選項亦均不適用，但該資產已取得Moody's或Fitch的評等，則我們會採用其長、短期債務評等中最低的評等，作為其「評等輸入值」。根據我們對Moody's與Fitch的資產證券化評等對應，我們會將上述兩家機構的資產證券化證券評等向下調整三個級距，來決定該資產的「評等輸入值」。

iv) 對應長期與短期評等的其他範例

111. 長期、短期評等對應方式係反映我們的「Linking Short- And Long-Term Ratings」準則（請見相關準則與研究），並反映標題為「Strong or adequate liquidity」一欄之內容。表1所述之對應方式，幾乎涵蓋所有的受評發行人。不過，部分評等並未反映該欄所述的對應方式。

112. 針對到期期間短於一年的債務，我們可能授予「A/A-2」的債務評等，或針對信用評等為「A」的發行人，我們可能會授予其債務「A-2」的債務評等。在以上兩個範例中，我們通常會採用「A-2」的「信用風險係數」。反之，若債務的債務評等為「A-2」，且該債務的發行人並無長期發行人信用評等，則針對同一債務人發行且到期期間長於365天之投資部位，我們會使用與「BBB」相關的「信用風險係數」，即「A-2」短期評等所對應出的最低長期評等等級。若信用評等為「A/A-2」投資部位的到期期限長於365天，則我們會授予與「A」相關的「信用風險係數」。

113. 另一個範例是，針對到期期間365天或以下的投資部位，我們可能會授予「A-1」的評等，但該投資的發行人評等為「A-/A-1」。在本例中，我們採用與「A-1」相關的「信用風險係數」，但若資產到期期限為一年以上，則我們會採用「A-」的「信用風險係數」。不過，當長期與短期評等之間等級落差太大時，我們便不會堅持使用短期評等作為其「評等輸入值」。若基金投資的是具「AAA/A-1」評等的標的，則不論到期期間的長短，我們均會採用與「AAA」相關的「信用風險係數」。

C. 評等定義

114. 本準則公布後，表9中所示之最新修訂的評等定義也同時開始適用。現行的評等定義可參見2017年6月26日公布的「標普全球評級評等定義」。

表 9

基金信用品質評等定義*

AAAf	該基金投資組合曝險部位的信用品質極強。
AAf	該基金投資組合曝險部位的信用品質非常強。
Af	該基金投資組合曝險部位的信用品質強。
BBBf	該基金投資組合曝險部位的信用品質允當。
BBf	該基金投資組合曝險部位的信用品質弱。
Bf	該基金投資組合曝險部位的信用品質非常弱。
CCCf	該基金投資組合曝險部位的信用品質極弱。
CCf	該基金投資組合對已違約或近乎違約之資產與／或交易相對人有明顯的曝險部位。
Df	該基金投資組合絕大部分是對已違約資產與／或交易相對人的曝險部位。

*在「AAf」等級到「CCCf」等級的各級別內，皆可以增加一個加號「+」或減號「-」方式，來代表在同級別內信用之強弱程度。

D. 定義

適格集中性之政府相關機構（GRE）

115. 為了本篇準則的目的，我們將適格集中性之GRE定義為信用評等與該GRE相關主權之信用評等達到相同水準或更高水準的個體，而且該GRE獲得來自該主權支持的可能性至少在「非常高」等級，且我們認為該GRE的價格穩定性與較其它短期投資選項更穩定（即使在不同市場景氣循環週期）之類似GRE大致相同。如果該GRE的價格穩定性明顯差於其它評等相近之GRE，我們將不會認為該機構為適格集中性之GRE。上述所提政府支持的可能性係根據2015年3月25日公布之「政府相關機構之評等方法與假設（Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumption）」一文中的表一計算而得。

E. 基金信用品質評等—國家等級評等

116. 現行的FCQR國家等級評等定義請見「標普全球評級評等定義」。至於各國家等級的FCQR，我們通常是先根據全球適用之FCQR評等準則進行評估分析，然後再依據全球評等等級與國家等級對應表來決定其在國家等級量尺上的FCQR（見相關準則與研究）。

117. 本段落已刪除。

修訂與更新

本準則文章原始公布於2017年6月26日。

本準則公布後沿革：

- 我們在2018年6月21日完成定期檢視後，刪除了與本準則原始公布時相關的段落編號1與115的內容，並更新了聯絡資訊、與「相關準則與研究」一節。
- 2020年6月30日，我們對本準則文章進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。我們在表1之前加入新的段落編號9，以說明我們對距離到期日在一年之內之被動式管理之目標到期日基金的評等方法。同時，我們還更新了本文的聯絡人資訊以及相關準則與研究。
- 2020年10月27日，我們對本準則文章進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。我們澄清，經由評估假設性的資產組合亦為決定「初步FCQR」的一種方式，而這類基金並無「違反與改正（Breaches and cures）」一節中所說明之違反情事。我們也

- 從「重要發佈日期」中刪除了一個與本準則生效日期有關的項目，因為本準則現已在所有市場中生效。我們還更新了「相關準則與研究」一節。
- 2021年12月13日，我們對本準則文章進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。我們更新了準則參考來源與相關研究。
 - 2022年11月9日，我們對本準則文章進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。如2021年10月1日出版之「Evolution Of The Methodologies Framework: Introducing Sector And Industry Variables Reports」準則中所公布的，我們正逐步將準則指引文件汰除。作為前述過程的一部分，我們亦將「Guidance: Principal Stability Fund And Fund Credit Quality Ratings Methodology」歸檔，並將其與本準則相關的內容納入新的附錄 F 與 G。此外，我們亦對本準則進行編輯以提升可讀性，並更新了「相關準則與研究」一節與聯絡人資訊。
 - 2023年12月14日，我們對本準則文章進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。我們在『量化評估：「基金信用品質矩陣」』一節中新增段落編號10，以及我們何時會調整對於初步FCQR看法的新範例，同時為了清楚說明初步FCQR為何可低於或等於表3之基金信用品質評分可授予的最高評等等級而更新了段落編號14。此外，我們更新了附錄B「評等輸入值」，將先前的段落編號97（與2014年11月20日出版之「Mid-Market Evaluation Rating Methodology」汰除歸檔相關內容）刪除。我們亦更新了本準則通篇的段落編號、「相關準則與研究」一節，以及聯絡人資訊。

相關準則與研究

相關準則

- National And Regional Scale Credit Ratings Methodology, June 8, 2023
- Financial Institutions Rating Methodology, Dec. 9, 2021
- General Criteria: Group Rating Methodology, July 1, 2019
- Global Methodology And Assumptions For CLOs And Corporate CDOs, June 21, 2019.
- Counterparty Risk Framework: Methodology And Assumptions, March 8, 2019
- Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings, April 7, 2017
- Guarantee Criteria, Oct. 21, 2016
- Principal Stability Fund Rating Methodology, June 23, 2016
- Mapping A Third Party's Internal Credit Scoring System To Standard & Poor's Global Rating Scale, May 8, 2014

相關產業變數報告與指引

- Sector And Industry Variables: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology, June 8, 2023

相關研究

- S&P Global Ratings Definitions, updated from time to time
- Evolution Of The Methodologies Framework: Introducing Sector And Industry Variables Reports, Oct. 1, 2021

本文所敘述之評等準則為評等基本原則的特定應用，此類評等基本原則定義了信用風險與評等意見。評等準則的應用取決於發行人或債務發行本身獨有的特性，以及標普全球評級對某一發行人或債務發行評等的信用風險與可能之結構風險所進行的評估。評等方法與假設可能會隨市場與經濟情勢、發行人或債務發行特定因素、或出現可能會影響我們信用判斷之新實證證據而有所改變。

英文版準則「Criteria | Financial Institutions | Fixed-Income Funds: Fund Credit Quality Ratings Methodology」已公布於英文版網站。

Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED, OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com and www.globalcreditportal.com (subscription) and www.spcapitaliq.com (subscription) and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.