

全球债务杠杆：

## 中国能否避开企业债务陷阱？

2021 年 10 月 19 日

本报告不构成评级行动。

### 信用研究

曾永兴, CFA

墨尔本  
+61-3-9631-2174  
terry.chan@spglobal.com

陈优妮

香港  
+852-2533-3553  
eunice.tan@spglobal.com

### 信用评级

企业

李国宜

香港  
+852-2533-3562  
christopher.k.lee@spglobal.com

张积豪

香港  
+852-2533-3543  
charles.chang@spglobal.com

李畅

北京  
+86-10-6569-2705  
chang.li@spglobal.com

金融机构及主权

哈晔

墨尔本  
+61-3-9631-2058  
vera.chaplin@spglobal.com

金融机构

胡咏瑞

香港  
+852-2533-3571  
harry.hu@spglobal.com

主权

陈锦荣

新加坡  
+65-6239-6350  
kimeng.tan@spglobal.com

### 经济学研究

Vishrut Rana

新加坡  
+65-6216-1008  
vishrut.rana@spglobal.com

### 目录

1. 债务规模全球最大
2. 杠杆趋势
3. 风险高于全球平均水平
4. 高负债行业
5. 当前焦点
6. 避开债务陷阱

附录：样本

### 要点速览

- **规模庞大，难以忽视。** 中国的企业债务规模高达 27 万亿美元，占全球企业债务总量的 31%，规模之大引发投资者关注。中国企业债务对 GDP 的比率 159% 远高于全球平均水平（101%），是美国的（85%）近两倍。巨大的金融和经济传染性风险不言而喻。
- **政策触发。** 中央政府决定稳控金融风险，特别是投机活动（如炒房）所带来的经济风险，由此触发了高杠杆企业的流动性压力。
- **3/5 的中国企业处在全球企业风险水平分布的末端。** 我们基于含 5000 余家中国企业的样本估算出 58% 的企业为高负债企业（处在全球企业风险水平分布的末端，即最高风险水平），这一比例远高于全球样本中的高负债企业比例（38%）。
- **近一半债务来自建筑工程或地产行业。** 45% 的中国样本企业债务来自建筑工程和地产行业。按我们的标准，这些企业中 3/4 的企业为高负债企业。
- **有舍才有得。** 中国政府凭借其掌握的资源，应能成功克服债务陷阱——但债权人和债务人蒙受损失在所难免。如果当前的存量债务按每年 5%（按摊销法计量）的速度进行减记，那中国的债务对 GDP 的比率将于 2030 年降至全球平均水平。

近期的中国恒大集团事件震动了投资界。若恒大集团违约，其传染性或将波及其他地产开发商，造成房价波动，甚至对宏观经济构成负面影响。从恒大集团的现金流危机中我们也能预测其他流动性状况不佳的中国企业未来可能面临怎样的风险（详见 2021 年 9 月 20 日发布的报告《信用答疑：恒大集团违约的传染风险：涟漪还是巨浪？》）。

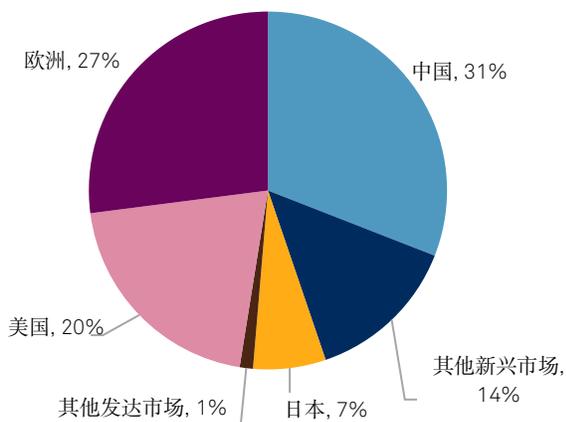
标普全球评级认为恒大集团事件表明中国企业的信用状况正日益承压，也反映出中国政府对解决企业债务问题的坚定态度。我们对全球 25,000 余家企业的调查结果显示中国企业的杠杆水平远高于全球平均水平。这一高达 27 万亿美元的债务问题正日益引起中央政府的重视。

## 投资者需要关注中国企业债务问题吗？

需要。因为中国的企业债务规模过于庞大。中国的企业债务占全球企业债务总量的近 1/3（31%，见图 1），而中国的 GDP 却只占全球 GDP 的 1/5（见图 2）。中国的企业债务对 GDP 比率高达 159%（截至 2021 年 6 月），为全球最高水平之一（见图 3）。即便在 2021 年初，中国经济正从新冠疫情的艰难处境中复苏，债务增速却依然很高（见图 4）。

图1

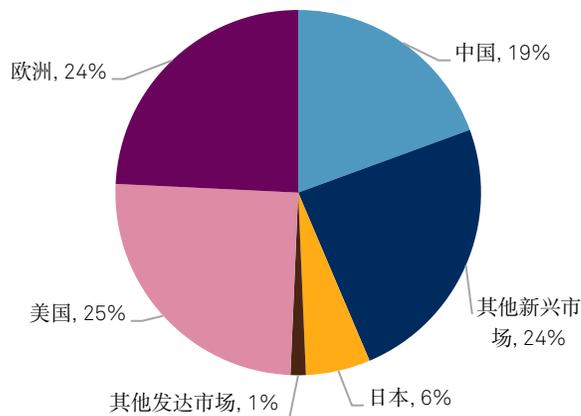
全球各地区非金融企业债务（截至 2021 年 6 月）



包括私营和政府关联企业。资料来源：国际金融协会。

图2

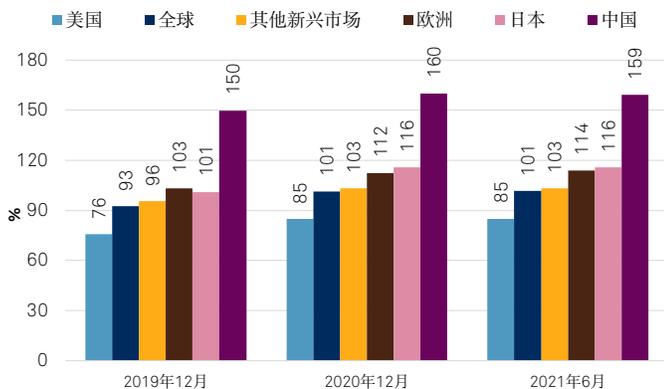
全球各地区国内生产总值（截至 2021 年 6 月）



资料来源：国际金融协会。

图3

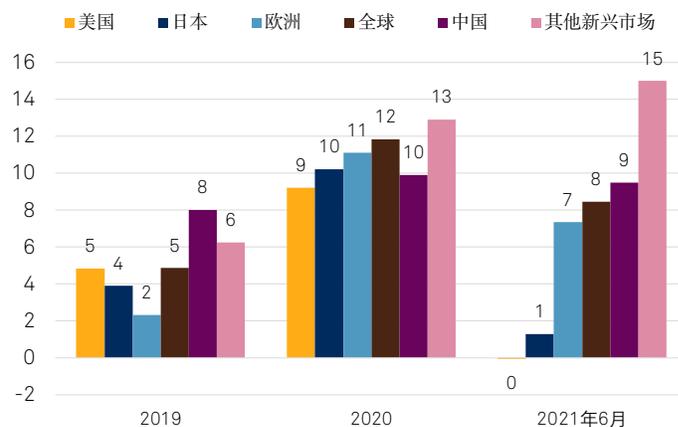
非金融企业债务对 GDP 比率



资料来源：国际金融协会。

图4

企业债务规模变化（同比）



注：除中国和日本按本币计算外，其他国家债务均按美元等价计算。

资料来源：国际金融协会。

## 但中国企业的杠杆率近年来不是一直很高吗？

是的。我们早在 2015 年时就指出了中国企业杠杆率上升的问题（详见 2015 年 7 月 16 日发布的 [Global Corporate Credit: Twin Debt Booms Pose Risks As Companies Seek US\\$57 Trillion Through 2019](#)）。

**各领域企业杠杆率。**企业的杠杆率在上一个十年中期一度呈现平稳走势（见图 5），因为中国政府采取了遏制债务过快增长的措施。但措施的成效有限，企业杠杆率依然居高不下。二十一世纪一十年代

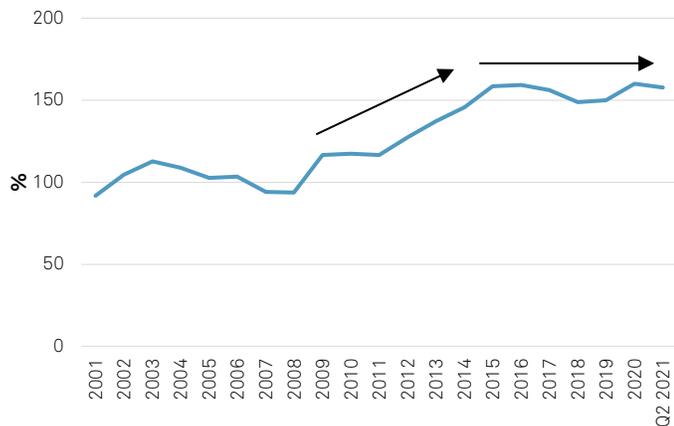
全球债务杠杆：中国能否避开企业债务陷阱？

中期到末期，家庭杠杆率增加一倍有余，正如各级政府的杠杆率（见图6）。我们在图7-9展示了中国与其他国家的企业债务、政府债务以及家庭债务的绝对规模对比。

中国重投资的经济结构导致企业杠杆高企。此外，庞大的制造业和国际贸易（相对于GDP）也分别需要大规模的融资和贸易信贷。而国内宽松的融资环境，以及政府对企业和政府投资项目融资给予的政策支持又进一步推升了杠杆。

图5

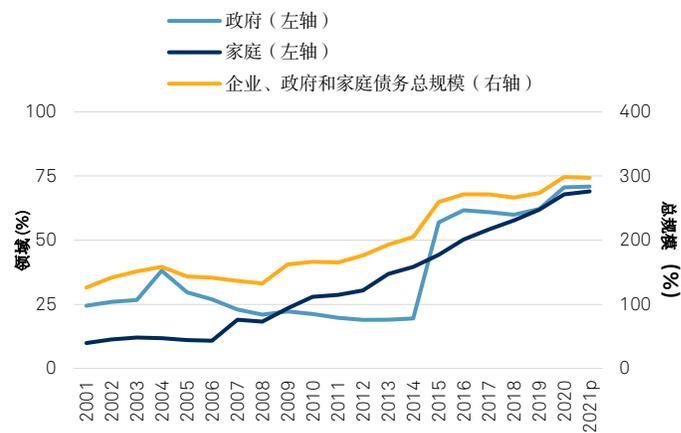
中国企业债务对GDP比率（%）



Q2—二季度。资料来源：国际金融协会。

图6

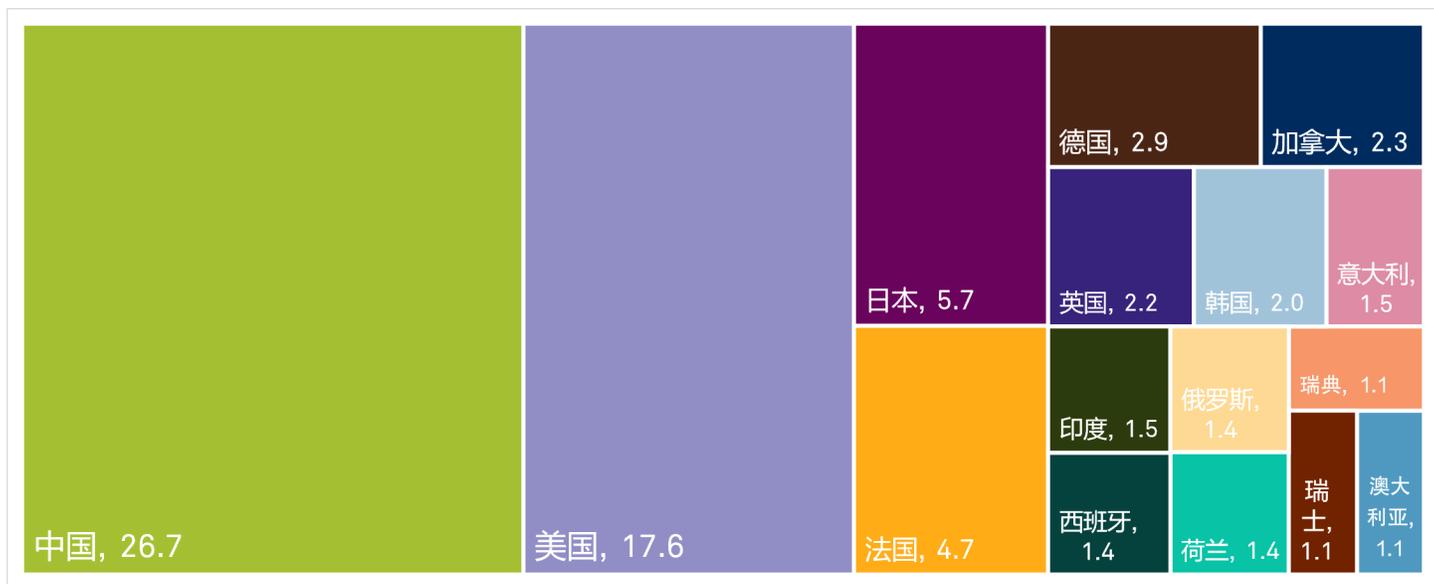
中国各领域的债务对GDP比率



p—预测。资料来源：国际金融协会；2007年之后数据来自标普全球评级。

图7

企业债务（万亿美元），2021年6月



债务规模低于1万亿美元的国家见文末附表。资料来源：国际金融协会。

图8

政府债务总规模（万亿美元），2021年预测值



债务规模低于1万亿美元的国家见文末附表。资料来源：标普全球评级 2021年7月12日发布的 Sovereign Risk Indicators。

图9

家庭债务



债务规模低于1万亿美元的国家见文末附表。资料来源：标普全球评级 2021年5月12日发布的 Banking Risk Indicators，不包括捷克、爱沙尼亚、加纳、拉脱维亚、立陶宛、黎巴嫩、巴基斯坦、斯洛文尼亚、阿联酋和越南；国际金融协会。

## 相比全球平均水平，中国企业的风险分布情况如何？

更差。基于样本数据，我们估算中国企业整体的风险要高于全球平均水平。

**全球企业样本。**我们分析了全球 25,210 家样本企业（其中 23%或 5773 家为中国企业）2021 财年上半年度的财务数据（来源：标普全球市场财智）。基于样本，我们对每家企业的地理分布、行业属性和财务风险进行了情景分析（即，我们未进行评级分析；详见文末附表）。我们将企业负债率分为四个等级：低，中等偏低，中等偏高，高。

我们对“高”负债率的定义为经营性现金流对总债务的比率低于 20%，或债务对 EBITDA 比率高于 4 倍（详见附表）。

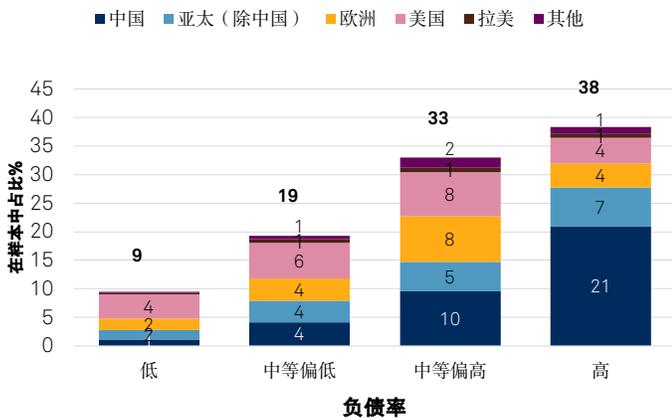
等级划分仅考虑企业个体因素，不涉及债务人所属集团的管理水平、来自集团或当地政府的支持等其他信用因素。

**高负债率。**放眼全球，“高”负债率的企业（38%）中，中国企业占一半以上（21%）（详见图 10）。这个结果并不令人惊讶，因为我们早在 2012 年就指出“虽然中国中央政府十分强大且大型银行的个体信用状况稳固，但中国大型企业的个体财务状况平均而言相对较弱（详见 2012 年 9 月 11 日发布的 [China Credit Spotlight: Significant Financial Risks Fan The Flames For China's Top Corporates](#)）”。

**债务规模样本。**我们的样本是自选择（self-selected）性的。数据仅包含披露了 2021 财年上半年度财务数据的企业（87%的企业为上市企业）。我们的全球样本债务（42 万亿美元）约为全球企业债务总量（86 万亿美元；数据来源：国际金融协会）的 49%。中国的总体企业包括逾 100,000 家国有企业，这些企业的风险可能略低或略高于样本的整体水平。

图10

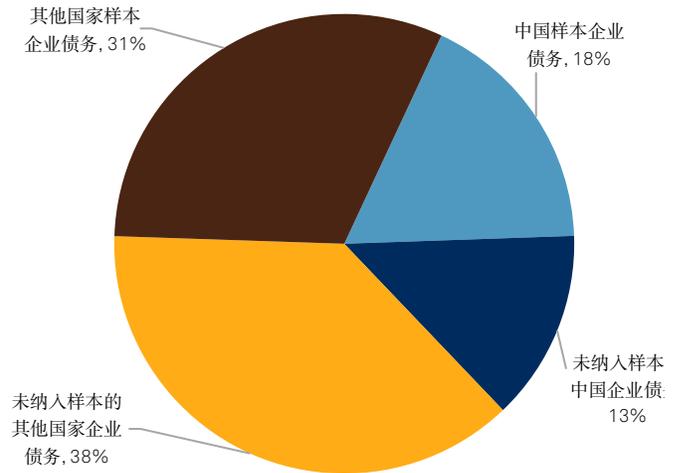
全球样本企业风险组成（按债务规模加权），2021 财年上半年



资料来源：标普全球市场财智。

图11

各样本债务占比



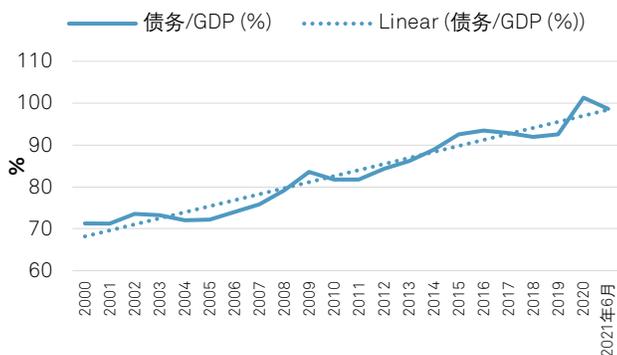
资料来源：标普全球市场财智。

**地区对比。**分析中国企业的风险状况时，也应考虑到全球企业财务杠杆水平在过去的几十年里一直处在所谓的“债务超级周期”（super debt cycle）中，呈现上升态势（见图 12）。全球样本数据的中位数落在“中等偏高”区间（见图 13）。

全球主要经济体中，中国企业风险分布呈现最为明显的负偏态（见图 14），而美国则更多地呈现正态分布（见图 15）。欧洲（见图 16）的风险高于美国；除中国以外的亚太地区（见图 17）与全球平均水平接近。

图12

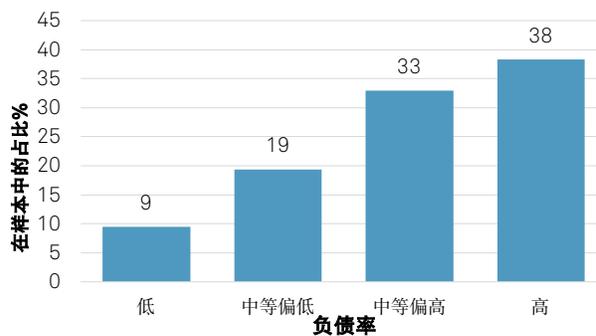
全球非金融企业债务对 GDP 比率 (%)



资料来源：国际金融协会。

图13

全球样本企业，2021 财年上半年

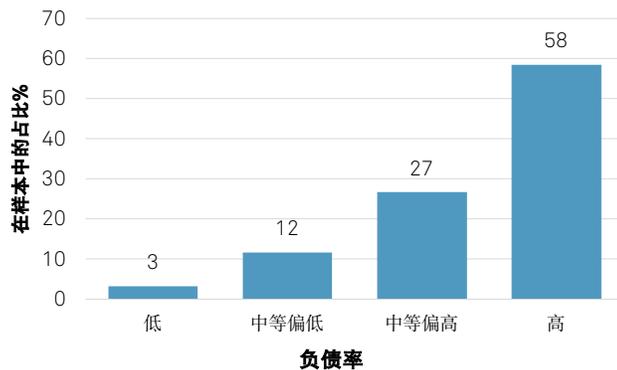


注：百分比按债务规模加权计算。

资料来源：标普全球市场财智。

图 14

中国样本企业，2021 财年上半年

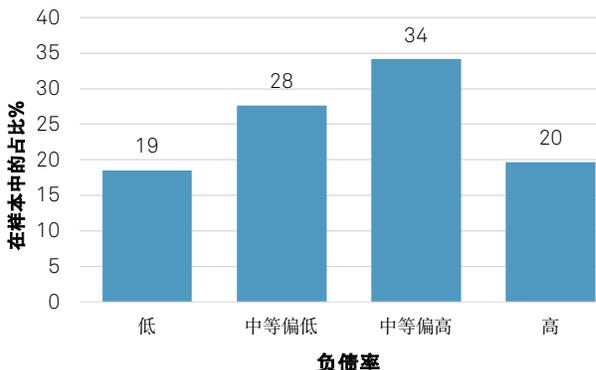


注：百分比按债务规模加权计算。

资料来源：标普全球市场财智。

图 15

美国样本企业，2021 财年上半年

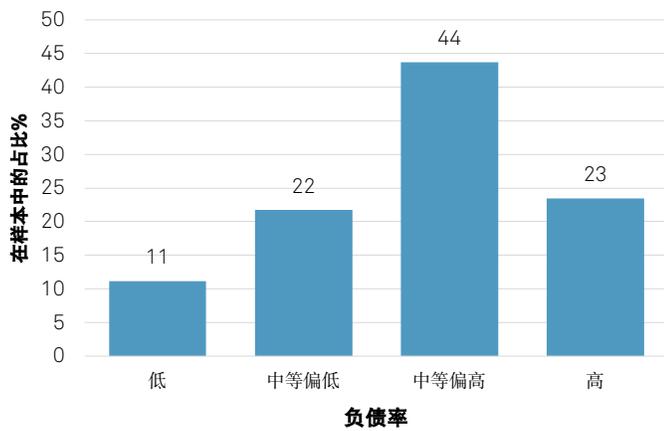


注：百分比按债务规模加权计算。

资料来源：标普全球市场财智。

图 16

欧洲样本企业，2021 财年上半年

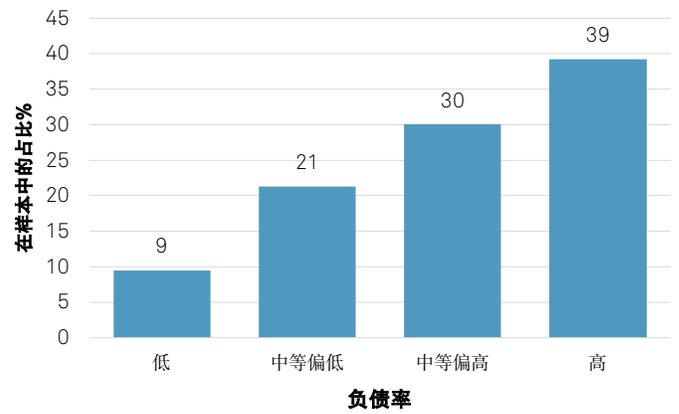


注：百分比按债务规模加权计算。

资料来源：标普全球市场财智。

图 17

除中国以外的亚太地区样本企业，2021 财年上半年



注：百分比按债务规模加权计算。

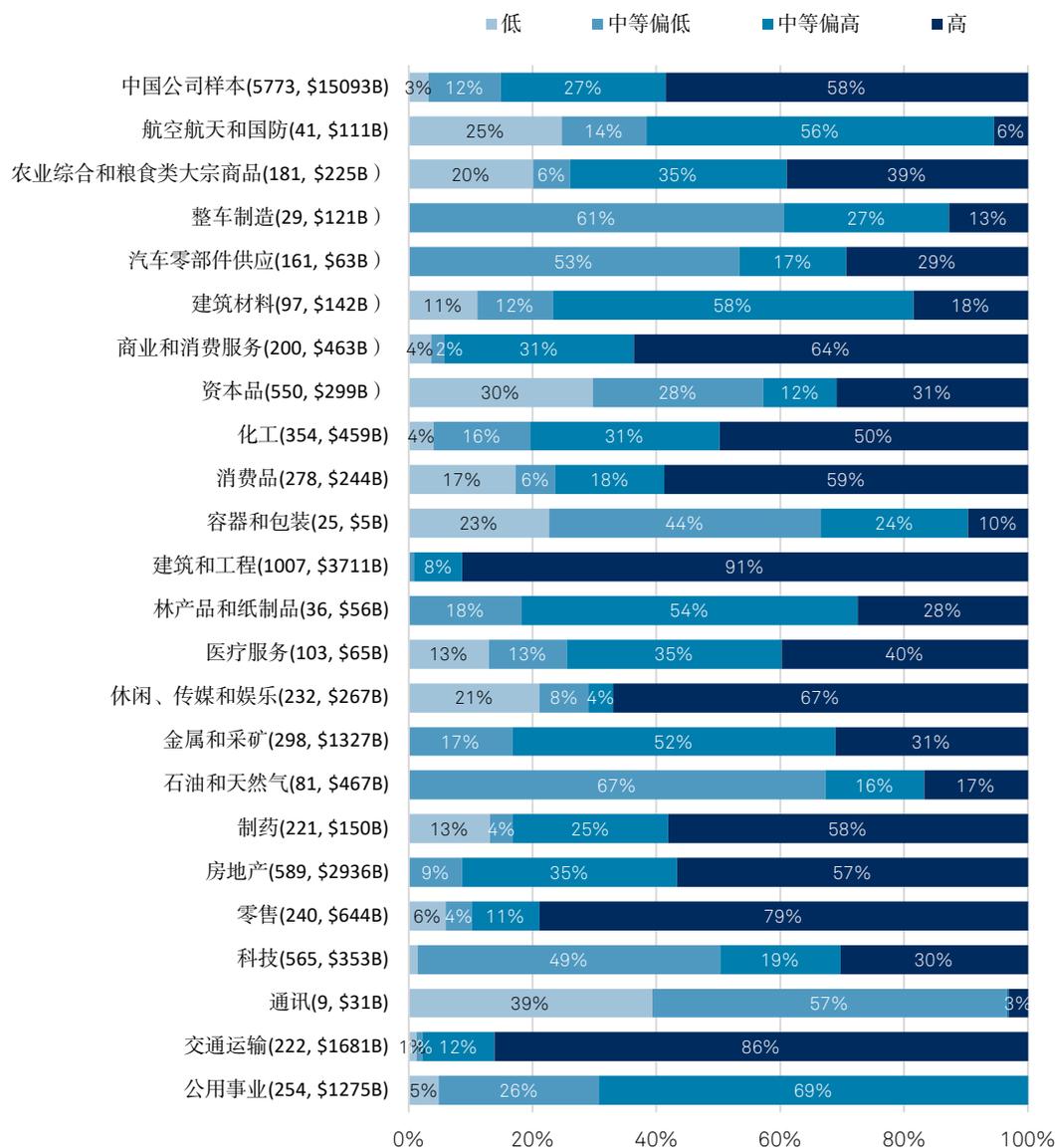
资料来源：标普全球市场财智。

## 中国的建筑业和房地产业是否负债最高？

根据我们的抽样，是的，建筑与工程行业的负债最高，房地产业的负债大约处于平均水平（见图 18）。与房地产行业负债水平近似（或者更高）的行业是交通运输业、零售业、休闲业、服务业、消费品行业和制药业。

图 18

中国公司部门（按字母排序）：债务构成

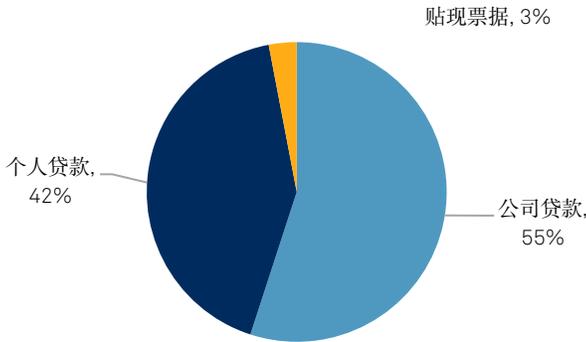


公司部门名称后的括号内数字指部门样本计数和债务额（十亿美元为单位）。比率按债务加权计算。B--十亿。资料来源：标普全球市场财智。

**按行业划分的债务构成。**我们查看中国前 15 大银行的 2020 年年报发现，这些银行的贷款构成中 55% 为公司贷款，42% 为个人贷款，3% 为贴现票据（见图 19，以及 2021 年 8 月 9 日发布的《银行业国别风险评估：中国》）。其中，交通运输、仓储和邮政业；制造业以及租赁和商务服务业占公司贷款总额的 51%（见图 20）。房地产和建筑业相关贷款敞口分别占 11% 和 4%。与此同时，中国人民银行最新的金融稳定报告显示，2020 年末中国银行业对房地产开发商的信贷敞口占贷款总额的 8%。

图 19

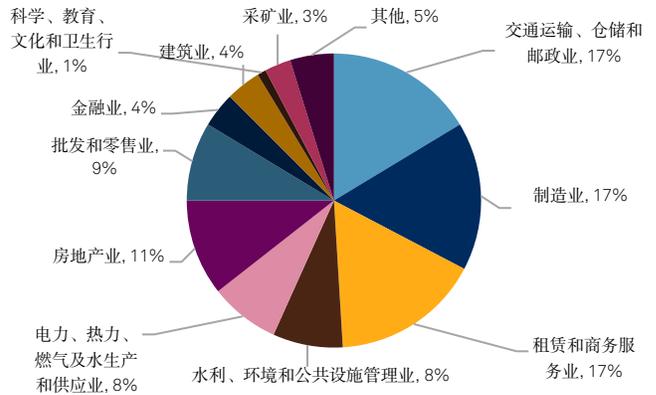
2020 年中国银行业的贷款构成



资料来源：中国前 15 大行贷款部门信息，2020 年年报，标普全球评级。

图 20

2020 年按行业划分的银行业公司贷款构成

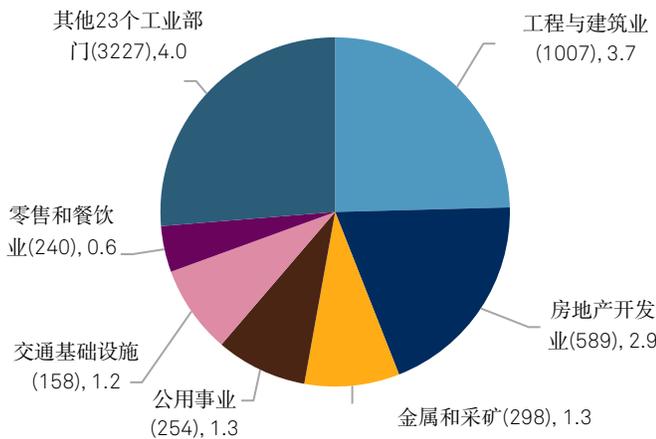


资料来源：中国前 15 大行贷款部门信息，2020 年年报，标普全球评级。

**样本发现。**在我们选取的样本中，建筑与工程及房地产业的债务额最大。两个行业合计占样本公司债务的 45%（见图 21）。房地产行业占样本债务的 20%，大致反映了其对 GDP 的贡献。进一步深入研究两个行业的样本，我们发现工程与建筑行业内高负债实体的比重达 91%，超过房地产行业的 57%（见图 22）。鉴于两个行业的关联度，投资者担忧恒大集团，担忧房地产和建筑行业，及其对整体经济的溢出效应，也就不足为怪。顺便提一句，我们注意到我们授评的大多数工程与建筑公司拥有多元化终端市场敞口，涵盖铁路、高速公路、市政工程、住房，以及电力工程。

图 21

中国企业样本：按行业划分的债务构成

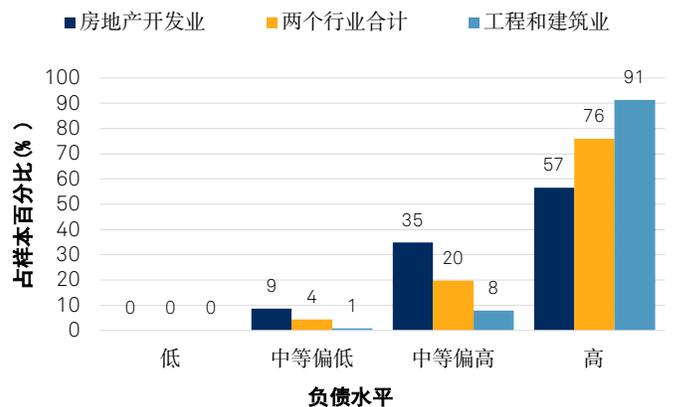


注：括号内数字指行业样本计数，括号外数字为该行业债务总额（万亿美元为单位）。

资料来源：标普全球市场财智。

图 22

中国工程与房地产开发企业样本，2021 财年上半年



注：比率按债务规模加权计算。

资料来源：标普全球市场财智。

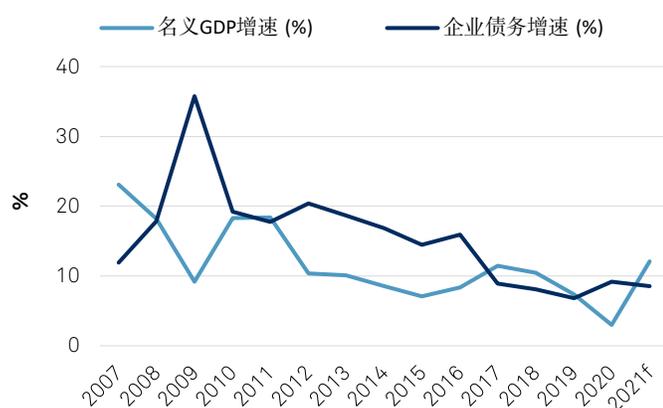
## 中国企业的高杠杆率问题为何现在成为焦点？

中国企业高杠杆水平在近十年一直是一大挑战。中央政府对此一直有所觉知。现在，政府决定稳控金融风险，特别是投机活动所带来的经济风险，使这一问题到达紧要关头。控制金融风险的行动不仅会影响到房地产领域，也会广泛影响企业和金融机构。这一政策立场要求政府机构相互协调以避免出现疏忽，如国内近期发生的限电情况。

降低系统性金融风险的决定是在中国 GDP 增速出现多年下滑趋势的背景下做出的（见图 23）。中国政府最近更加强市场纪律（允许低效且无存活能力的企业进入自然违约程序）。2019 年我们曾讨论过，中国的经济增速或将在这个 10 年进一步放缓（见 2019 年 8 月 29 日发布的"[Economic Research: China Credit Spotlight: The Great Game And An Inescapable Slowdown](#)"）。

图 23

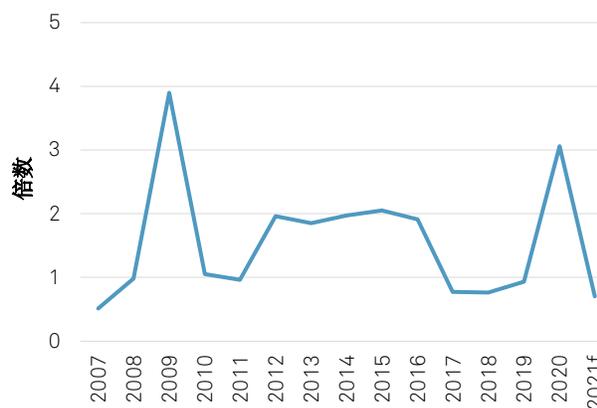
中国企业债务增速与中国名义 GDP 增速对比



f-预测。债务增速为本币计算。数据来源：除 2021 年预测外的 GDP 增速来自世界银行。2021 年预测增速数据来源为标普全球评级 2021 年 7 月 13 日发布的“Sovereign Risk Indicators”一文；除 2021 年预测值外的债务数据来自于国际清算银行，2021 年预测值为 2021 年第一季度实际值。

图 24

企业债务增速与中国名义 GDP 增速的比值



f-预测。债务增速为本币计算。数据来源：除 2021 年预测外的 GDP 增速来自世界银行。2021 年预测增速数据来源为标普全球评级 2021 年 7 月 13 日发布的“Sovereign Risk Indicators”一文；除 2021 年预测值外的债务数据来自于国际清算银行，2021 年预测值为 2021 年第一季度实际值。

**中等收入陷阱。**由此中国陷入“中等收入陷阱”的可能性更高大。这是指经济无法向更高效的发展模式转型，导致人均国民生产总值（GNP）无法提高至中等收入水平以上。十几年以来，中国的企业债务规模增速一直高于其经济贡献的增速（如图 24 所示，途中的趋势线基本保持在 1 倍以上）。

## 中国能否逃脱企业债务陷阱？

能，但要付出巨大代价，还需坚持不懈。

**债务陷阱。**经典的债务陷阱指债务增长在相当长的时间内拉动收入增长，但借债人和政府越来越难以在不牺牲经济增长的前提下削减债务。

**三条红线。**2020 年 8 月，中国政府针对房地产企业发布被成为“三条红线”的政策。红线一：剔除预收款的资产负债率不得大于 70%；红线二：净负债率不得大于 100%；红线三：现金短债比不得小于 1 倍。若三个条件均不达标，则开发商当年不得新增债务，以此限制房企的债务增长。

**资产负债比率。**政府部门能否要求所有重点企业都达到类似于开发商的净负债率要求呢？或许可以，但我们不确定这样做能否在实现缩减债务目标的同时使经济增长保持在可接受的范围内。我们的样本

企业的调整后债务对权益比率为 73%（我们从总债务中扣减 75%的现金等价物得到调整后债务规模），已经好于 77%的全球平均水平（见图 25）。

**生产效率，而非权益。**我们认为，债务陷阱问题更多出在生产效率上，而非缺少权益，至少从宏观层面看是如此。中国样本企业 2021 上半财年的资本回报率（即 EBITDA 除以总债务加权益的比率）为 7.1%，较全球样本 11.7%的水平低三分之一（见图 26）。

图 25

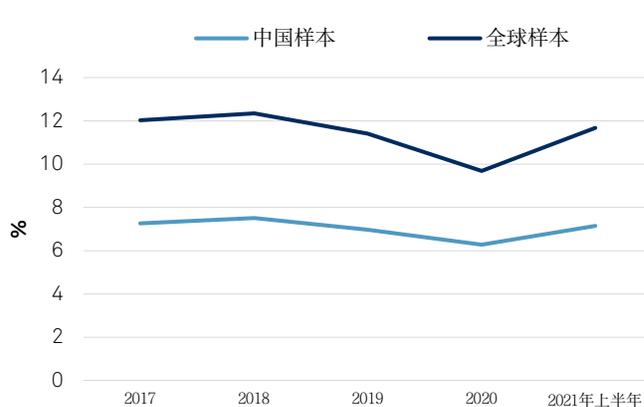
调整后债务/权益：中国样本与全球样本对比



注：调整后债务为债务总额减去 75%的现金等价物。比率按债务权重计算。资料来源：标普全球市场财智。

图 26

EBITDA / (总债务+权益)：中国样本与全球样本对比



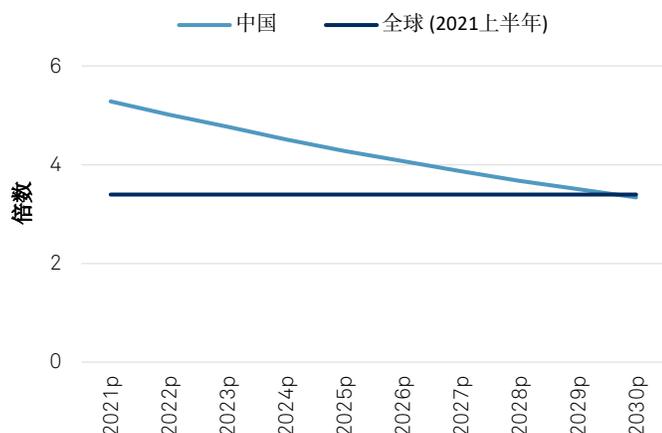
注：比率按债务权重计算。资料来源：标普全球市场财智。

**建设性除旧革新。**中国中央政府似乎更倾向于采取一种“建设性除旧革新”的方式为新变化铺路。我们越来越多地看到，政府更倾向于采取更加市场化的方案来解决私营部门企业杠杆率过高的问题，如债务重组等手段。债权人将是所有利益相关方中受影响最大的一方。随着政策方向持续推升这一势头，我们可能会看到问题资产的规模增加，但因有合理拨备和资本金储备，中国的银行应该能够应对这一环境变化。不过，考虑到近年来信用分化和疫情持续影响已经侵蚀了部分疲弱银行的财务状况，各家银行的应对能力已经很不均衡。尽管近期的政策或将考验银行业的韧性，但我们依然预计若出现金融业不稳定信号，政府将会出手干预。

**假设情景。**若中国打算将企业的债务对 GDP 比率从当前的 159%降至全球当前水平 101%附近（见图 28），企业将需要每年偿还或减记约 5%（确切数字为 4.7%）的初始债务规模（按摊销法计量）。在这种情况下，到 2030 年，中国企业的调整后债务对 EBITDA 比率或将从当前的 5.3 倍改善至全球当前水平 3.4 倍（见图 27）。注意，我们并未假设这一情景下无新增债务，而是假设同期 EBITDA 的同比增长率与新增债务增速保持一致。

图 27

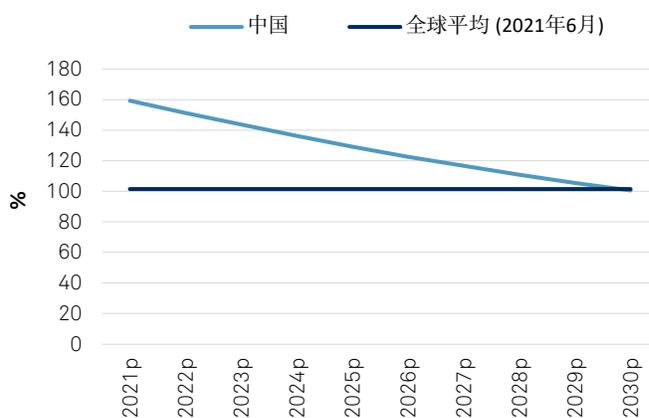
情景：中国企业样本的调整后债务/EBITDA



注：比率按债务权重计算。P 指预测值。资料来源：标普全球市场财智。

图 28

情景：中国企业的债务对 GDP 比率



注：比率按债务权重计算。P 指预测值。资料来源：标普全球市场财智。

**管理低效债务。**上述情景真的可行么？答案将取决于中央政府是否允许或推动政策真正落实。这不是政府第一次解决体系内低效债务问题。低效债务不等同于不良贷款，而是生产率偏低的债务。中国上一次重点解决不良贷款问题发生在 1997-1998 年亚洲金融危机之后，政府成立了四家国有不良资产管理公司来接手重点国有商业银行的约 1.4 万亿元人民币不良贷款（见 2003 年 11 月 25 日发布的 "[China Banking's Two Faces](#)"）。2002 年时我们曾估算中国银行体系的实际不良贷款占贷款总额的比例高达 50%（见 2002 年 5 月 9 日发布的 "[China Banks Face Decade of Problem Loans Unless More Equity Injected](#)"）。到 2012 年，中国已努力将不良资产比率降至 1.6%（见 2014 年 1 月 9 日发布的 "[Banking Industry Country Risk Assessment: China](#)"）。但我们不能因此而低估任务的艰巨性。这将是一条漫长而艰难的道路。

## 相关研究

- 中国在政策风险与改革需求中谋平衡，2021 年 10 月 11 日
- 因未偿付债券本金，花样年的评级下调至“SD”，2021 年 10 月 5 日
- Credit Conditions Asia-Pacific Q4 2021: COVID Besets, China Resets, 2021 年 9 月 28 日
- 恒大集团违约的传染风险：涟漪还是巨浪？ 2021 年 9 月 20 日
- 中国银行业国别风险评估，2021 年 8 月 9 日
- Sovereign Risk Indicators, July 13, 2021
- 2021 中国企业债券违约：冲击虽大，仍敢放手，2021 年 6 月 23 日
- 中国地产观察：杠杆天花板考验开发商内功，2020 年 11 月 12 日
- Economic Research: China Credit Spotlight: The Great Game And An Inescapable Slowdown, Aug. 29, 2019
- Global Corporate Credit: Twin Debt Booms Pose Risks As Companies Seek US\$57 Trillion Through 2019, July 16, 2015
- Banking Industry Country Risk Assessment: China, Jan. 9, 2014
- China Credit Spotlight: Significant Financial Risks Fan The Flames For China's Top Corporates, Sept. 11, 2012
- China Banking's Two Faces, Nov. 25, 2003

## 研究助理

叶按行，香港，+852-2532-8097； [christine.ip@spglobal.com](mailto:christine.ip@spglobal.com)

Yucheng Zheng，纽约，+1-212-438-4436, [yucheng.zheng@spglobal.com](mailto:yucheng.zheng@spglobal.com)

Sushant Desai，标普全球旗下 CRISIL 全球分析中心，孟买

## 附录：样本

附录中包含本文所采用的假设，数据来源及处理方式。

---

**企业财务数据样本来源** 我们从标普全球市场财智的Capital IQ 数据库中获取全球非金融企业样本的财务数据。该样本包含25,210家企业，其中87%为上市企业，91%未获评级。中国的子样本包含5,773家公司。

样本的总债务规模为42.2万亿美元，相当于2021年6月末全球企业债务预估总额的约49%（全球非金融企业债务总额数据来源为国际金融协会）。

---

**样本行业范围** 全球样本被分为23个行业：航空航天与国防、农业与大宗食品、汽车整车厂（OEM）、汽车供应商、建筑材料、商业与消费服务、资本品、化学品、消费品、集装箱和包装、工程建设、林业与纸制品、医疗健康服务、休闲、媒体和娱乐、金属采矿、石油天然气、制药、房地产、零售、科技、通讯、交通、公用事业。

工程建设行业包括商业建设和工程、建设支持服务、重型建设、装配式建筑、以及特殊合同工作子领域。

房地产行业包括房地产开发、房地产运营公司级房地产服务这些子领域。

---

**样本地域范围** 全球样本选自60个地区，我们认为这些地区能很好地代表全球非金融企业全集。

- **亚太**: 澳大利亚，中国内地，中国香港，印度，印尼，日本，韩国，马来西亚，新西兰，巴基斯坦，菲律宾，新加坡，台湾地区，泰国，越南。
- **欧洲**: 奥地利，比利时，塞浦路斯，捷克，丹麦，爱沙尼亚，芬兰，法国，德国，希腊，匈牙利，爱尔兰，意大利，拉脱维亚，立陶宛，卢森堡，马耳他，荷兰，挪威，波兰，葡萄牙，俄罗斯，斯洛伐克，斯洛文尼亚，西班牙，瑞典，瑞士，土耳其，乌克兰，英国。
- **拉美**: 巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥，秘鲁。
- **中东、非洲**: 埃及，加纳，以色列，肯尼亚，尼日利亚，沙特阿拉伯，南非，阿联酋。
- **北美**: 加拿大，美国。

数据以样本选取日当天已披露2021年上半年财年业绩的非金融企业为主。因此，会出现以债务权重为基础的个别样本地区比全球全集中（全球非金融企业整体债务规模数据来源为国际金融协会）的占比偏高或偏低的情况。

---

**名义信用风险水平** 在研究中，我们会确定每家样本企业的名义信用风险水平。因此，我们对样本企业的国家、行业和金融风险评估部分（而非全部）参考我们的企业评级方法论。（参见2013年11月9日发布的“Criteria/ Corporates/ General/ Corporate Methodology”一文）。要特别提醒的是，信息局限性使我们无法完全应用这一方法论。

我们将名义信用风险水平评估分为四个等级：“低负债率”，“中等偏低负债率”，“中等偏高负债率”和“高负债率”，以此作为信用风险的指标。

---

**重点行业及分界水平** 我们基于下列比率评估财务风险：债务对EBITDA比率及FFO对债务比率。

- EBITDA指一财年内的息税折旧摊销前利润。
- FFO指一财年内的经营性现金流；从EBITDA中扣减净利息费用和税费得出。
- 这里的债务指从总债务中扣减75%的现金等价物的调整后债务。

---

**全行业（除房地产和公用事业外）**

等级	FFO/债务（%）	债务/EBITDA（倍数）
低负债率	高于 45	低于 2
中等偏低负债率	30-45	2-3
中等偏高负债率	20-30	3-4
高负债率	低于 20	高于 4

**房地产业**

等级	FFO/债务（%）	债务/EBITDA（倍数）
低负债率	高于 15	低于 4.5
中等偏低负债率	9-15	4.5-7.5
中等偏高负债率	7-9	7.5-9.5
高负债率	低于 7	高于 9.5

**公用事业**

等级	FFO/债务（%）	债务/EBITDA（倍数）
低负债率	高于 23	低于 3
中等偏低负债率	13-23	3-4
中等偏高负债率	9-13	4-5
高负债率	低于 9	高于 5

---

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。

阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/pdf.aspx?ArtObjectId=100620188&ArtRevid=1&isPDA=Y>

版权© 2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)（免费网站），及 [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) 和 [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com)（收费网站），及 [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com)（收费网站），及可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅 [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。