

主权信用评级方法



2016/3/11

主权信用评级方法

一、主权信用评级的基本含义

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为，主权信用评级是对主权政府（国家或地区）信用质量的评估，而不是评判国家综合国力的简单排序。从信用评级角度，主权信用评级反映的是联合资信对于主权政府及时足额偿付对非官方债权人债务的能力及意愿的评估，是对主权违约概率的前瞻性评估。对于主权发行的本、外币债券和票据，如果主权政府未能在到期日按规定偿付债务或者发生了债务重组等损害债权人利益的行为，则我们认定发生主权违约。如果主权政府未能按规定偿付公有部门、官方债权人或国际金融组织的债务以及未能履行担保义务并不构成违约，但这些信息会被作为政治或财政危机以及缺乏偿付意愿的信号纳入评级考量。

主权信用评级通常包括主权本币和外币的短期和长期的信用评级，是对主权本币和外币的短期和长期债务偿还能力及意愿的评定，并用特定和简明的符号表征。一般而言，主权实体的绝大部分收入都是以本币形式获取的，且在境内资本市场的融资能力很强；而偿还外币债务的资金只能从外汇市场购买或者借入，故外币债务偿还能力依赖于境内企业的外汇收入的创造能力、市场参与者兑换货币的意愿和特定情况下政府征收或调拨外币储备的能力。如果主权政府发生了不能足额偿付债务的情形时，主权政府为了维护国家的稳定等因素会优先考虑偿还国内的本币债务。因此，通常情况下，主权本币信用等级不低于主权外币信用等级。

二、主权信用等级设置及含义

联合资信主权信用评级目前只包括主权的长期外币信用评级和长期本币信

用评级，并均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。

三、主权信用评级方法

联合资信主权信用评级主要考量主权国家（或地区）的治理情况、宏观经济、结构特征、公共财政和外部融资等五个方面，并采用定性分析和定量分析相结合的方法进行评价，具体考虑的要素如下：

国家治理：国家概况，政治体制，国家治理能力等；

宏观经济政策和表现：经济实力，经济增长和稳定性，政策框架的适当性，经济政策的可持续性；

结构特征：经济结构，产业结构，人口结构，经济和金融的开放程度，银行系统的有效性；

公共财政：财政政策的稳健性，财政收支水平，政府债务规模及结构，政府债务偿还能力；

外部融资：国际收支状况，外部债务的规模和结构，外汇储备，银行和货币国际化水平等。

（一）国家治理

国家治理评价包括国家（地区）概况、政治体制、国家治理能力三个方面。

国家概况包括国家基本情况、自然条件和历史表现三个方面。自然条件主要考量自然资源对国家经济的影响和自然灾害发生频率及对财政造成的负担程度。自然资源丰富有利于经济的发展，相反，自然资源匮乏不利于经济发展，导致主权依赖对外进口。自然灾害发生频率多与地理环境有关，地震、海啸、台风、火山喷发等重大自然灾害发生频繁的话，对主权经济会造成严重影响，会增加财政负担，扩大主权债务规模。历史表现主要是总结过去经济和政治的表现，以及造成的国际影响和是否发生过主权违约事件。历史经济和政治表现能反映未来的趋势，一个长期繁荣稳定的经济体和一个经常发生经济危机或政治危机的经济体的信用质量有很大不同。在国际上形成影响力的主权国家通常拥有较好的融资渠道，即使遭遇危机也易受到国际金融组织的援助，有助于其度过风险。违约史是考量偿债意愿的重要因素，有过违约记录的主权信用质量通常较低，特别是违约频繁的主权国家。

政治体制是考量政权合法性和稳定性的重要因素，政治体制的适当性和完善程度是国家治理的重要保障。政权的合法性是政权稳定性的有力保障，而执政主体的稳定性是政权连续性的前提。政权的合法性是指政权是通过宪法产生，并得到绝大多数民众普遍认同。执政主体的稳定性是指执政党或执政者能按期完成执政，并始终贯彻执政目标，无不正当的党派斗争或党内斗争。

国家治理能力主要考量政府的治理能力、号召力、处理突发事件的能力以及维护国家安全的能力。政府治理能力主要从话语权和问责制、政治稳定性、政府效率、监管质量、法规和腐败控制等六方面来评估。号召力是反映政府在民众中的影响力，一个让民众信任的政府通常能得到民众的支持，有利于政策的执行。处理突发事件的能力是政府治理能力的特殊表现，是考量政府在突发的重大自然灾害、特大事故、暴动和军事冲突的解决能力，以保证国家秩序正

常运行。国家安全主要是以有无战争、反动活动和民族矛盾来考量社会的稳定性。通常处于战争或面临战争威胁的主权国家会造成军事支出增加，从而增加财政负担，并对经济的稳定发展造成严重影响。存在反动势力或恐怖主义盛行的主权国家的社会稳定性较差，影响经济秩序的正常运行。民族矛盾激化会导致军事冲突，从而破坏国家的稳定。

主要量化指标	备注
全球治理指数	包括话语权和问责制、政治稳定性、政府效率、监管质量、法规和腐败控制等六项指标，反映主权国家治理水平

（二）宏观经济政策和表现

宏观经济政策和表现是考量主权政府保证国家经济健康、稳定运行的能力。通过对中长期的经济表现，以及宏观经济政策适当性，考量经济发展的稳定性和预测经济增长。经济政策的适当性和可持续性保障经济平稳、持久发展的重要因素。

经济政策主要包括财政政策、货币政策和汇率政策等国家宏观调控的主要手段。财政政策和货币政策的相宜配合是保障经济稳定增长的政策手段。我们认为，致力于经济长期可持续发展同时使产出最大化和通胀最小化的货币和财政政策是最为适宜的宏观政策框架。经历低通胀和稳定经济增长的主权通常较经历长期高通胀和强烈经济周期波动的主权具有更高的信用等级。得益于长期恰当宏观经济政策的国家更有可能享有平稳高速的低通胀增长，从而其经济增长水平更高、抵御冲击的能力更强。而长期的经济波动以及脆弱的宏观经济政策容易促使经济和公共财政难以抵御冲击从而导致主权债务偿付的中断。

在很多时候，不得当的汇率政策会导致货币体系崩溃而爆发金融危机，从而发生主权债务危机。因此，稳健的汇率政策是宏观经济平稳发展的重要因素。对于实施汇率管制的主权，由于外币有可能成为主要的价值储藏手段，因此汇率成为经济中关键的参考价格，特别是高通胀的经济体通常呈现出高程度的指数化和美元化现象，契约的美元化和指数化限制了货币当局运用货币和汇率政策遏制和管理冲击的能力，也减少了在通胀可控情况下将主权本币债务货币化的余地。因此，我们应尤其关注这些主权的宏观经济政策的一致性和可持

续性，以及金融系统的稳健性、国际收支趋势、外汇储备水平等，并进行综合分析。

失业率作为一国失业程度的量化指标，是衡量宏观经济运行状况的重要参考依据。在分析劳动力市场时，长期失业率和青年人失业率是重要的参考。对于长期信用评级来说，我们也关注结构性失业，一个处于长期高失业状态的经济体势必存在结构性问题，不仅会对其财政支出造成负担，更会陷入高失业和低增长的恶性循环。青年人失业率高的经济体，其经济增长停滞或陷入衰退的可能性较大，未来的经济增长有限。

主要量化指标	备注
经济增长率	实际 GDP 增长率
经济波动性	实际 GDP 增长率的标准差
物价指数	CPI 年度百分比变化
物价波动性	CPI 年度百分比变化的标准差
失业率	总体失业率、长期失业率及青年人失业率
货币量	M1、M2 和 M3 货币供应变化
利率水平	利率水平及走势
汇率水平	汇率水平及走势

（三）结构特征

结构特征是通过经济结构、产业结构、人口结构、经济和金融的开放程度、银行系统的有效性等来判断经济增长潜力和经济中存在的主要风险。其中，着重分析经济增长模式、对外依赖程度、经济发展的局限性、金融稳定性以及实体经济与虚拟经济的匹配程度等。

一个经济结构优化、产业结构合理、金融系统稳健高效、对外贸易自由开放、商业环境优良、劳动力市场弹性较大的经济体，其经济稳定性较强并具有较强的抵御风险的能力。这样的经济体的主权评级通常较那些制度刚性且不能有效吸纳负面冲击的经济体的主权评级要高。在产业门类齐全的情况下，较高的人均收入水平是良好的结构特征的表现。较高的人均收入水平意味着劳动力从事着高附加值的工作，因此其经济实力更强并且能够更好得吸纳负面冲击的影响。同时，较高的人均收入水平也反映了较强的债务承受能力。稳定、高效的金融系统，特别是银行系统，不仅可以有效地调配社会资金，提高经济运转

效率，还可以在在一定程度上为政府抵御风险提供资金保障。与此同时，银行在经济体系中的重要角色也决定了政府和央行会一贯进行干预以避免银行业出现系统性的失效。这些干预通过监管和规制加以实施，往往也采用财务支持的形式，包括将银行债务社会化以确保银行系统的偿付能力。因此，银行系统存在的风险大多最终会转嫁给主权，影响主权信用质量。虽然金融自由化是经济灵活性的重要特征，但我们认为，实体经济基础较强的储蓄型经济体通常比过于依靠虚拟经济的消费型经济体的稳健性强。营商环境良好的经济体通常具有较强的国际竞争力，有利于吸引外资和本土企业的成长。对于发达国家，老龄化的人口结构使其财政支出负担较重，通常拥有较高的主权债务，并且此类债务缩减的可行性较小，同时由于劳动人口比例减小，经济持续增长难度较大。对于发展中国家，私人部门私有化的程度、工业部门的生产效率、政府研究经费支出水平和营商环境的优劣是其经济增长潜力的重要考量因素。

主要量化指标	备注
经济构成	消费、投资和进出口对 GDP 的贡献率
产业构成	一、二、三产业占 GDP 的比重
人口构成	老年人口占总人口的比例
人均 GDP	反映经济发展程度
人类发展指数	反映经济社会发展程度
营商环境指数	反映商业秩序优劣，并与同类国家比较
总储蓄率	储蓄金额与 GDP 的比率，反映国家或地区储蓄情况
银行资本充足率	反映银行资本状况
银行不良贷款率	反映银行资本质量
银行净资产收益率	反映银行盈利状况
国内私人信贷/GDP	反映银行体系规模和信贷规模

（四）公共财政

公共财政分析是考量主权本币长期信用的重要部分。其中，主权债务规模是基础要素，主权债务承受度是关键要素。通过分析债务的构成、期限、利率水平、历史和未来趋势等衡量政府的财政负担，并加以比较财政赤字水平、经常性财政收入、税务负担率等进行分析，评估现有债务偿还能力和未来债务偿还的可行性。

计量主权债务的首选指标为一般政府债务总额和净额。我们认为该指标是

最为相关和全面的主权债务计量指标，且其最适用于主权间的比较分析。较高且持续增加的债务负担会恶化主权的偿付能力，但因国家发展程度不同，债务负担的承受度也不同。因此，主权债务存量与主权信用不是一个简单的线性关系。但是，在其他条件相同的情况下，主权债务负担越大，主权信用风险越高。到期债务比重主要体现短期偿付风险，对长期信用评级的影响不大。而利息支付压力对于财政收支的弹性产生较大影响，特别是长期债务利息支付压力较重会持续增加财政负担，减小财政支出弹性。而主权政府长期维持高债务会对其债务的可持续性造成负面影响。

政府对债务的管理能力是考量债务风险的关键因素。换句话说，合理的债务结构面临的债务风险相对较小，而不合理的债务结构使公共财政难以抵御流动性风险、利率风险及外汇风险。合理的债务结构是指以本币债务、固定利率债务和期限较长的债务为主要特征。拥有较强的债务稳定性和较低的融资成本的主权在债务总量相同的情况下能获得较高的评级。债务的稳定性可以通过经济增长率、利率和汇率的浮动假设对一般政府债务进行敏感性测试，债务总量波动越小，其稳定性越强。另外，债务的持有者对债务风险也有影响。在同等条件下，本国持有者的债务比重越大，债务风险越小。

政府本币债务的偿还能力主要依靠财政收入的增长和再融资的能力。有效的财政政策可以为持续的经济增长创造有力的环境，从而实现财政收入的持续增长。我们除了考虑财政收支盈余或赤字，还要考虑财政收入和财政支出的弹性，支出项目的效能，以及财政政策的适当性。财政收入的主要来源是税收，宽税基和低税率是健康的税收制度表现，可以提供较大的收入弹性。相反，税收负担较重的政府，其财政收入弹性将受到限制。而有效的支出项目能够提供社会所需的公共服务和支撑经济持续增长的基础设施和教育水平。在财政收入增长有限的情况下，主权政府的再融资能力成为评级的考量因素。一般来说，主权政府的再融资渠道有吸收家庭储蓄、私人部门储蓄和对外融资。家庭和私人部门的负债水平较高的话，主权政府的再融资可行性便较低，而较强的对外融资能力是评级考量的正面因素。国内储蓄率较高的国家比低储蓄国家能够支撑更大的财政失衡和债务负担，因为在低储蓄国家，政府的借贷会迅速耗尽国内储蓄并迫使主权和私有部门外部融资。

主要量化指标	备注
财政收入总额	反应国家财政规模
财政收入/GDP	反应财政收入水平
财政盈余/GDP	反映主权政府财政收支状况
一般政府债务总额/GDP	反映主权债务规模
一般政府债务净额/GDP	反映主权净债务规模
一般财政收入/一般政府债务总额	反映主权收入对主权债务的保障能力
一般财政收入/一般政府债务净额	反映主权收入对主权净债务的保障能力

（五）外部融资

外部融资是考量主权外币长期信用的重要部分。我们主要分析包括外债规模和结构、对外贸易规模、经常账户收入、对外净资产、外汇储备、银行和货币国际化水平等要素。一般来说，对外开放程度高、出口能力强、外汇储备较高、银行国际化水平较高和货币国际流通性好的主权信用等级较高。

衡量外部债务规模的指标是外债总额和外债净额，包括一般政府外债、中央银行外债、银行外债和企业外债。由于国际货币国家或地区，特别是国际金融中心国家或地区，其银行拥有大量境外存款，导致其银行外债规模较大，而其企业因外部融资能力也较强，国际融资较为普遍，因此对于此类国家或地区主权外债主要参考其一般政府外债和中央银行外债的规模。而对于非国际货币且私人部门国际融资能力不强的主权国家，私人部门需要依靠中央银行换取外汇，因此对于此类国家或地区的主权外债规模应参考包括银行外债和企业外债在内的外债总额和净额。

外债的结构分析主要分为外债持有者、币种、期限和计息方式等方面。通常情况下，拥有较分散的外债持有者对主权外债的兑付风险造成的影响较小，而外债中外币债务的比重越大，主权面临的汇兑和汇率风险也越大。

由于主权必须获取外汇以偿还外币债务，无论是通过借款、出口商品和服务、甚至对外出售资产，主权的外汇获取能力是外币债务偿还的重要保障，特别是获取基础外汇的能力。

对外贸易是国家或地区获取外汇的主要途径，对外贸易规模是衡量国家或地区外部融资实力的重要参考。

经常账户收入规模反映主权政府获取基础外汇的能力，经常账户盈余或赤字则反映基础外汇积累的可行性。经常账户赤字会导致外债规模扩大或外部资产的消耗，长期较大规模的经常账户赤字反映该国家或地区的基础外汇获取能力不强。

对外资产和对外净资产是反映主权对外投资状况的指标。如果主权国家的对外资产规模庞大且净资产为正，有助于提升其外债偿还保障能力，反之则将对外债偿还保障能力起到负面影响。

充足的外汇储备能够增强一国的国际清偿能力，有利于应对突发事件，防范金融风险，特别是对于非国际货币国家而言。而拥有开放的外汇市场、实行自由浮动汇率制度的国家通常需要相对较少的外汇储备，特别是国际货币国家。而对于非国际货币国家外汇储备是必要的。因此，分析外汇储备对外债的保障水平时要参考其他因素综合评价。

国际化水平较高的银行拥有较高的外币融资能力和外币资产，可以帮助主权政府对外融资或货币兑换。对于依赖国际资本市场进行财政金融融资的主权及汇率严格管制和经济部分美元化的主权而言，流动性是一个重要的考虑因素。

主要量化指标	备注
外债总额/GDP	反应国家总体外债规模
外债净额/GDP	反映国家总体净外债规模
对外进出口总额/GDP	反应国家对外贸易规模
经常账户余额/GDP	反映国家经常账户收支状况
对外净资产/GDP	反映国家资本账户收支状况
对外资产/外债总额	反应对外资产对外债偿还的保障能力
经常账户收入/外债总额	反映国家出口收入对外债偿还的保障能力
外汇储备/外债总额	反映外汇储备对外债总额的偿还保障能力