

主权信用评级方法（2017年修订）

2017年5月



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

主权信用评级方法（2017年修订）

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）信用质量的综合评估，而不是评判国家综合国力的简单排序。主权信用评级反映的是对主权政府及时足额偿付非官方债权人债务的能力及意愿的评估，是对主权违约可能性的前瞻性评估。对于主权政府（国家或地区）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，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

联合资信主权长期外币信用评级和长期本币信用评级划分为三等十级，分别用 AAAi、AAi、Ai、BBBi、BBi、Bi、CCCi、CCi、Ci 和 Di 表示，其中，除 AAAi 级和 CCCi 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：

表 1 联合资信主权长期本、外币信用等级设置及其含义

等级	级别	含义
投资级	AAAi	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。
	AAi	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。
	Ai	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。
	BBBi	信用风险低，具备足够的按期偿付债务本息的能力，但易受环境和经济条 件不利变化的影响。
投机级	BBi	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。
	Bi	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。
	CCCi	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。
	CCi	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	Ci	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	Di	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采用定量分析和定性分析相结合的方法，主要考量主权国家（或地区）的国家治理、宏观经济政策和表现、结构特征、公共财政实力和外部融资实力五个方面。

（一）国家治理

国家治理主要考量国家（地区）概况、政治体制、国家安全和国家治理能力。

1. 国家概况

国家概况包括国家基本情况、自然条件、历史表现和国际影响力等方面。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，导致主权国家依赖对外进口。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频发会对主权经济造成严重

影响，增加政府财政负担和债务负担。历史表现主要是总结主权国家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。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，有助于其度过危机。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。

2. 政治体制

政治体制是考量政权合法性和稳定性的重要因素，适当、完善的政治体制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保持政权连续性的前提。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。

3. 国家安全

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。经常处于战争或面临战争威胁会造成主权政府军事支出增加，从而加重财政负担，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社会稳定性通常较差，也会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。

4. 国家治理能力

国家治理能力包括政治稳定性、政府治理能力和制度完善性三个方面。一个稳定、高效的政府治理能力较强，具备较好的偿债能力和偿债意愿，也不易受到执政所遇到的各类不稳定因素的影响，更能抵御负面冲击。世界银行公布的《国家治理能力指标》是重要的评价依据。

➤ 政治稳定性

政治稳定性是考量执政主体被暴力等手段动摇或推翻的可能性，其引发的风险包括执政主体执政能力弱化、缺乏调动内部资源的能力来偿还债务等，这

些均会对主权信用状况产生严重负面影响。政治环境或执政主体的稳定是国家或地区经济社会稳定、政策有效执行、债务正常偿付的前提条件。

➤ 政府治理能力

政府效率是反映政府执政能力最重要的指标，是对政府公共服务质量、政府行政部门独立程度、政策制定和实施的质量以及政府对相关政策做出的承诺的可信度的综合评价。一个高效的政府在提供公众服务、政策制定和执行、公共财政管理等方面成效显著，利于社会的稳定和经济的稳定发展。监管质量指政府制定、实施有效的政策法规、允许并推动私有部门发展的能力。腐败控制指对私行使公共权力的程度，包括各种类型的腐败，以及精英阶层、官员或私人对国家利益的“占取”。透明程度高、责任追究制度完善的政府体系在腐败控制方面通常表现较好；存在严重腐败问题政府其当地经济发展、政府财政状况必定会受到较大负面影响，其执政稳定性也较差。

➤ 制度完善性

完善的法治建设对个人合法权益的保障、社会秩序的维护起到至关重要的作用，也是经济稳定运行的前提条件。我们主要考量执法层对社会制度的信心以及对法律法规的服从程度，重点关注合约执行质量、对财产权保护、警察和法庭质量、以及犯罪或暴力发生的可能性。话语权和问责制指公民在政府选举中的参与度，以及言论自由、媒体自由等。话语权是国家公民可以按照个人意愿表达意见和想法的基本权利，而高度集权的地区容易衍生的特权官僚集团，严重影响了社会的公正性，易引发民众不满从而影响执政主体的稳定。

表 2 国家治理评价主要量化指标

二级因子	参考指标	备注
政治稳定性	政治稳定性	世界银行公布的《国家治理能力指标》
政府治理能力	政府效率	
	腐败控制	
	监管质量	
制度完善性	法规	
	话语权和问责制	

（二）宏观经济政策和表现

宏观经济政策是考量主权政府保证国家经济健康、稳定运行的能力，着重分析宏观经济政策适当性，考量经济发展的稳定性和未来经济增长的可持续性。宏观经济表现是通过分析中长期的经济表现，包括经济发展表现、经济景气度、通胀水平和就业水平四个方面，判断一个国家（或地区）国民经济健康、稳定运行的水平。

1. 宏观经济政策

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方式。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。得益于长期恰当宏观经济政策的国家更有可能具备更高的经济增长水平和更强的抵御冲击的能力。

2. 经济发展表现

经济总量大、持续保持高经济增长的经济体通常具备更强的抵御负面冲击的能力，公共财政波动性也会较低，且居民收入、财富也会同步快速增长，这类经济体通常具有更高的信用等级。而经济增长波动大的经济体其银行业发展、公共财政收支也比较不稳定，这类经济体抵御冲击的能力较差，可能导致主权债务偿付的中断。考量经济发展表现的量化指标包括国民生产总值（GDP）、经济增长率和经济增长的波动性。

3. 经济景气度

经济景气度的动态变化反映了相关经济活动所处的周期状态或行业的整体增长或衰退，是反映宏观经济运行状况的动态指标，主要以时效性较好的制造业和服务业综合采购经理指数来衡量。

4. 通胀水平

价格稳定是经济稳定增长和繁荣的重要条件，低通胀和稳定经济增长的主权通常较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。通货膨胀水平恶化通常是政治和经济环境不稳定的前兆，这是由于高通胀会严重损害市场对本币的信心，使本币实际价值下降，甚至导致资本大幅外流、货币或国际收支危机。通货紧缩同样会给经济带来负面影响，物价的下跌使得企业产品价格下跌、企业利润减少，影响企业生产和投资的积极性，也限制了社会需求的有效增长，还会导致政府债务负担的加重。通货膨胀率的大幅波动则是货币政策不确定、货币当局（央行）控制通胀水平乏力的体现，同样不利于经济的长期稳定发展。

5. 就业水平

失业率作为一国失业水平的量化指标，也是反映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口失业率是重要的参考。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。青年人口失业率高的经济体，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。

表 3 宏观经济表现主要量化指标

二级因子	参考指标	备注
经济发展表现	GDP 总量（亿美元）	反映经济规模
	GDP 增长率	实际 GDP 增长率
	经济波动性	10 年实际 GDP 增长率的标准差
经济景气度	制造业 PMI	制造业采购经理指数
	服务业 PMI	服务业采购经理指数
通胀水平	CPI 增幅	CPI 年度百分比变化
	物价波动性	10 年 CPI 年度百分比变化的标准差
就业水平	失业率	总体失业率、长期失业率及青年人口失业率

（三）结构特征

结构特征是通过经济结构、国家发达程度、对外依赖程度、银行业稳健程度、人口结构及其他结构特征来判断经济增长潜力和经济中存在的主要风险，

以定量分析为主。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。

1. 经济结构

从经济结构看，消费驱动型经济结构是经济结构优良的重要体现，这类经济体的增长通常较投资或贸易驱动型经济体增长更稳定，更能抵御外部风险的冲击，这是由于消费在支撑和平抑投资周期、引导资源配置效率、防止经济大幅波动等方面起到至关重要的作用。从产业结构看，与其他产业部门相比，第三产业主导型经济稳定性更强，受外部环境变化影响相对较小，在一定程度上也代表了经济的发展程度；此外，第三产业在吸纳劳动力方面具有较大优势，第三产业的发展能够起到激活消费、拉动内需的作用。

2. 国家发达程度

国家发达程度主要通过人均 GDP、国家社会发展水平和营商环境来考量。较高的人均 GDP 是国家发达程度较高的表现，意味着劳动力从事着高附加值的工作，也是劳动力质量及其富裕程度的衡量标准，因此其经济实力更强并且能够更好地吸纳负面冲击的影响。发达程度较高的国家社会发展水平也较高，联合国开发计划署（UNDP）公布的《人类发展报告》中的人类发展指数综合反映了国家居民预期寿命、教育水平和生活质量，是衡量社会发展水平的重要指标。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。

3. 银行业稳健程度

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，从而影响主权信用质量。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。

4. 对外依赖程度

一般来说，经济体的经济发展对外贸、外国投资的依赖程度越高，体现了该经济体高度对外开放，有利于技术的进步和国际竞争力的提高，但也易受外部环境变化的冲击，从而导致经济面临困境。

5. 人口结构

老龄化的人口结构使主权政府财政支出负担较重，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。

6. 其他特征

不同的主权结构特征不同，可能会存在特定的风险，对此要特别关注。

表 4 结构特征主要量化指标

二级因子	参考指标	备注
经济结构	经济构成	消费占 GDP 的比重
	产业构成	第三产业占 GDP 的比重
国家发达程度	人均 GDP	反映经济发展程度
	人类发展指数	反映社会发展程度
	营商环境指数	反映商业秩序优劣，并与同类国家比较
对外依赖程度	进出口总额/GDP	反映经济发展对进出口的依赖程度
	外国直接投资/GDP	反映经济发展对外国直接投资的依赖程度
银行业稳健程度	总储蓄率	储蓄金额与 GDP 的比率，反映国家或地区储蓄情况
	银行业资本充足率	反映银行资本充足情况
	银行业不良贷款率	反映银行资产质量
	银行业净资产收益率	反映银行盈利情况
人口结构	人口构成	老年人口（65岁及以上人口）占总人口的比例

（四）公共财政实力

公共财政实力分析是考量主权本币长期信用的重要部分。我们主要从财政政策适当性、财政收支状况、债务负担、债务结构合理性、偿债能力和主权政府的再融资能力等方面来评估主权国家（或地区）的公共财政实力。

1. 财政政策

有效的财政政策可以为经济的持续增长创造有利的环境，从而有助于实现财政收入的持续增长。在积极财政政策下，当政府投资或公共支出扩大、税收减少时，国民收入也会相应增加，从而产生宏观经济的扩张效应，但同时也会使财政赤字、政府债务规模增加；财政紧缩则会产生宏观经济的紧缩效应；中性财政政策则不对社会总需求产生扩张或紧缩的影响。考察财政政策的适当性主要关注财政政策的取向是否适应当前经济形势和经济发展需要，同时也要根据当前财政政策方向，分析未来政府财政赤字、政府债务的变化趋势及其对政府债务偿付能力带来的影响。

2. 财政收支

财政收支状况是政府财政实力的最直接体现，考量因素主要包括财政收入的规模、财政收入增长水平、财政收支结构、财政收支盈余或赤字等。

政府财政收入规模大在一定程度上体现了政府财力较强，用财政收入/GDP来衡量；但该比例并不是越高越好，若该比值很高或财政收入规模接近GDP的规模，这样的财政收入规模可持续性不强，未来增长空间有限。

财政收入保持稳定增长是政府财政状况和经济发展健康的体现之一，有助于降低财政赤字或增加财政盈余，提升政府的偿债能力。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，税收负担较重的地区，政府财政收入弹性将受到限制。

财政支出的弹性、支出项目的效能也在考量范围内。财政支出包括经常性支出和投资性支出，其中经常性支出是用于政府机关、教育医疗、社会保障等方面的支出，这部分用于维持经济社会正常运行的支出具有较强的刚性，在财

政支出中的占比越大，则财政固定费用的负担就越重，财政支出弹性就越小，对债务的保障能力也越弱。此外，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。

长期财政赤字率（财政赤字/GDP）较高的政府面临较大的财政支出压力，也会加重政府的债务负担，政府为了控制赤字，缩减开支也会对经济和社会的稳定发展带来负面影响。

3. 债务负担

计量主权债务的首选指标为一般政府债务总额/GDP。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。一般政府债务净额（一般政府债务总额-政府金融资产）/GDP也是衡量主权债务负担的重要指标。一般来说，政府净债务/GDP越小，债务负担越轻；政府净债务/GDP为负值则说明政府持有的金融资产规模高于政府债务规模，是本币债务偿还能力较强的表现。

4. 债务结构

对政府债务结构分析是考量债务风险的重要因素，合理的债务结构有利于降低债务风险，而不合理的债务结构则会使政府面临更大的流动性风险、利率风险及外汇风险。合理的债务结构以本币债务、固定利率债务和期限较长的债务为主要特征，通过具体分析政府债务的构成、期限、利率水平、历史和未来趋势等衡量政府的财政负担。在债务总量相同的情况下，拥有较强的债务稳定性和较低的融资成本的主权能获得较高的评级。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，债务的持有者结构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。

5. 偿债能力

财政收入是政府偿还本币债务的最主要资金来源，因此财政收入对政府债务的保障程度是政府偿债能力的最直接体现。我们用政府财政收入和一般政府债务总额的比值来衡量政府债务的偿还能力，该比例越高，财政收入对政府债务的保障程度越强。利息支付压力对偿债能力也有较大影响，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。因此主权政府长期维持高利息支出可能会导致财政赤字规模增加并限制政府其他支出规模，对长期经济稳定发展也有负面影响。

6. 政府融资能力

在财政收入增长有限的情况下，主权政府的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或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；高储蓄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向外部融资。

表 5 公共财政主要量化指标

二级因子	参考指标	备注
财政收支	财政收入/GDP	反映财政收入水平
	财政收入增长水平	反映财政收入的增长情况
	财政赤字/GDP	反映主权政府财政收支平衡状况
债务负担	一般政府债务总额/GDP	反映主权债务负担的大小
	一般政府债务净额/GDP	反映主权净债务负担的大小
偿债能力	财政收入/一般政府债务总额	反映财政收入对主权债务的保障能力

（五）外部融资实力

外部融资实力是影响主权外币长期信用的重要因素，我们主要从国际收支、外债规模、外债结构、外债偿还能力和汇率风险五个方面进行分析。一般来说，出口能力强、外债水平较低、外债结构合理、外汇储备充足、本币国际流通性好的主权外部融资实力较强。

1. 国际收支

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。经常账户收入反映了主权政府获取基础外汇的能力，经常账户收入的持续增长是主权政府具有持续、稳定获取外汇能力的体现。经常账户盈余或赤字反映的是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。经常账户盈余或赤字水平用经常账户盈余或赤字与 GDP 的比值来衡量，长期较高的经常账户赤字水平说明该国家或地区的基础外汇获取能力较弱。

2. 外债负担

衡量主权外债负担的指标有外债总额/GDP 和外债净额/GDP。外债总额包括一般政府外债、中央银行外债、银行外债和其他部门（企业）外债。由于货币国际化程度较高的国家或地区，特别是作为国际金融中心的国家或地区，其银行拥有大量境外存款，导致其银行外债规模较大，其企业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。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，私人部门需要通过换取外汇来偿付外债，因此对于此类国家或地区的主权外债负担应参考包括银行外债和企业外债在内的外债总额和净额。

3. 外债结构

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高。

4. 外债偿还能力

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外汇储备是必要的。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的外汇储备相对较少，特别是国际货币国家。因此，分析外汇储备对外债的保障程度时要参考其他因素综合评价。

对外资产和对外净资产是反映主权对外投资状况的指标。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有负面影响。

5. 汇率风险

汇率的变化及波动性也会对一个国家的对外偿付能力产生影响。汇率贬值会削弱一国的对外偿付能力，汇率波动性较高不仅会影响所在国家或地区进出口贸易收支、物价水平、国际资本流动，还会直接导致外汇储备的波动。

表 6 外部融资主要量化指标

二级因子	参考指标	备注
国际收支	经常账户收入增速	反映国家经常账户收入的变化
	经常账户余额/GDP	反映国家经常账户收支状况
外债负担	外债总额/GDP	反映国家总体外债水平
	一般政府外债总额/全部外债	反映国家外债的结构、政府外债水平
	外债净额/GDP	反映国家总体净外债水平
外债偿还能力	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	反映国家贸易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
汇率风险	实际有效汇率变化	反映汇率变化对国家外债偿还能力的影响
	汇率波动性	反映汇率稳定性