

版本号：V3.0.201910

# 主权信用评级模型（打分表）



2019年10月

## 主权信用评级模型（打分表）

### 一、 修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应主权信用评级的发展变化，完善主权信用评级体系，联合资信对主权信用评级方法进行本次调整和修订。此次《主权信用评级模型（版本号：V3.0.201910）》以 2017 年版本为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，自 2019 年 11 月 1 日起施行。

本次修订主要内容包括修订完善评级因子、调整部分评级因子权重、完善定性调整因素、新增评级模型（打分表）适用范围及局限性等，以便更为充分地揭示主权风险。联合资信关于主权政府的整体评级逻辑与此前评级模型基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有主权级别产生重大影响。

根据监管有关要求，为提高评级透明度，更好为监管部门、投资者、受评对象及其他机构等报告使用者服务，联合资信公布了本模型的主要方面，包括本模型（打分表）逻辑框架、一二三级因子与权重（矩阵映射关系）、阈值、定性调整因素等。

### 二、 打分表适用范围

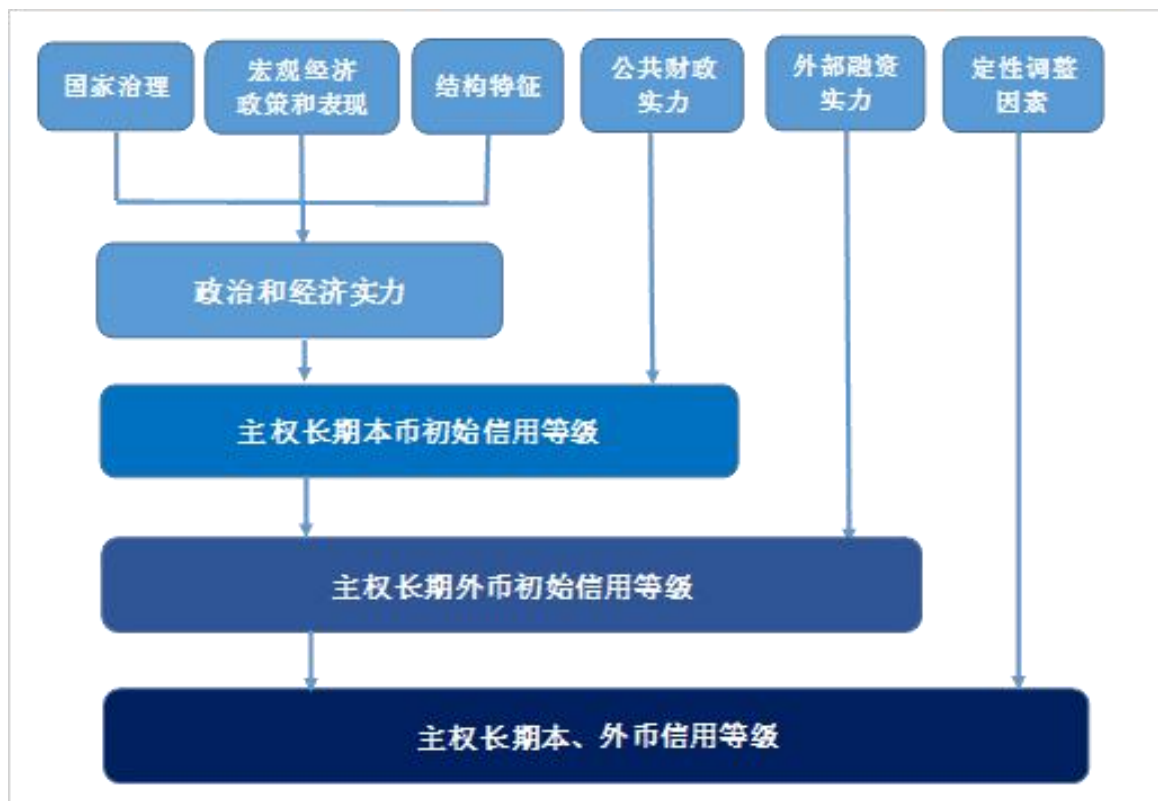
联合资信主权信用评级打分表适用于全球范围内的主权政府（包括次主权政府）。

### 三、 打分表逻辑框架

对全球范围内的主权政府（国家或地区）开展主权信用评级时，联合资信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、宏观经济表现、结构特征、公共财政实力和外部融资实力五个方面，各评级要素又由多个二级因素组成。比如，国家治理细分为“政治稳定程度”“政府治理能力”和“制度建设状况”三部分；宏观经济表现细分为“经济规模”“经济增长”“物价水平”和“就业情况”四部分；结构特征细分为“经济结构”“发达程度”和“金融稳健性”三部分；公共财政实力细分为“财政收支状况”“政府债务压力”和“政府偿债能力”三部分；外部融资

实力细分为“国际收支”“外债压力”和“外债偿付能力”三部分。联合资信根据自主开发的主权信用评级模型（见图 1）进行定量分析，该模型利用主成分分析方法得到各项指标权重。

图 1 主权信用评级模型框架



打分思路如下：

**第一步：确定主权政府（国家或地区）的政治和经济实力**

国家治理、宏观经济表现和政策、结构特征共同决定了政治和经济实力要素，按照实力强弱程度由高到低分为 A（很强）、B（较强）、C（一般）、D（弱）、E（较弱）、F（很弱）六个等级。其中，国家治理主要从政治稳定程度、政府治理能力和制度完善性这三方面考量；宏观经济从经济规模、经济增长、物价水平和就业情况这四方面考量；结构特征从经济结构、发达程度和金融稳健性这三方面考量。为此，联合资信共选取了 20 个三级因子（国家治理 6 个、宏观经济 6 个、结构特征 8 个），对其进行定量因素分析并打分（具体见表 1、表 5），根据对各三级因子设定的权重进行加权后，得到各二级因子的得分。进一步，根据对各二级

因子设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的政治和经济实力分数：国家治理方面包括“政治稳定程度”得分、“政府治理能力”得分和“制度建设状况”得分，其中“政治稳定程度”得分是“政治稳定性”要素和“监管质量”要素加权后的综合得分，“政府治理能力”得分是“腐败控制”要素和“政府效率”要素加权后的综合得分，“制度建设状况”得分是“法规”要素和“话语权和问责制”要素加权后的综合得分；宏观经济方面包括“经济规模”得分、“经济增长”得分、“物价水平”得分和“就业情况”得分，其中“经济规模”得分是“名义 GDP”要素的量化得分，“经济增长”得分是“GDP 增长率波动性”要素和“GDP 增长率”要素加权后的综合得分，“物价水平”得分是“物价波动性”要素和“通货膨胀率”要素加权后的综合得分，“就业情况”得分是“失业率”要素的量化得分；结构特征方面包括“经济结构”得分、“发达程度”得分和“金融稳健性”得分，其中“经济结构”得分是“进出口总额比 GDP”要素、“第三产业占 GDP 比重”要素和“消费占 GDP 比重”加权后的综合得分，“发达程度”得分是“竞争力指数”要素和“人均 GDP”要素加权后的综合得分，“金融稳健性”得分是“不良贷款率”要素、“资本充足率”要素和“信贷总额比 GDP”要素加权后的综合得分。

**表 1 政治经济能力评分表（下限，大于等于）**

评分	政治和经济能力
<b>F(很弱)</b>	<b>else</b>
<b>E(较弱)</b>	<b>0.35</b>
<b>D(弱)</b>	<b>0.45</b>
<b>C(一般)</b>	<b>0.55</b>
<b>B(较强)</b>	<b>0.65</b>
<b>A(很强)</b>	<b>0.75</b>

**第二步：确定主权政府（国家或地区）的公共财政实力**

财政收支状况、政府债务压力和政府偿债能力共同决定了一个主权国家（或地区）的公共财政实力要素，按照实力强弱程度由高到低分为 a（很强）、b（较强）、c（强）、d（一般）、e（弱）、f（较弱）、g（很弱）七个等级。联合资信选取了 5 个三级因子，对其进行定量因

素分析并打分（具体见表 2、表 6），根据对各三级因子设定的权重进行加权后，得到各二级因子的得分。进一步，根据对各二级因子设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的公共财政实力分数：公共财政风险方面包括“财政收支状况”得分、“政府债务压力”得分和“政府偿债能力”得分，其中“财政收支状况”得分是“财政赤字比 GDP”要素和“财政收入比 GDP”要素加权后的综合得分，“政府债务压力”得分是“政府债务比 GDP”要素和“利息支出比 GDP”要素加权后的综合得分，“政府偿债能力”得分是“财政收入比政府债务”要素的量化得分。

**表 2 公共财政实力评分表（下限，大于等于）**

评分	政治和经济能力
<b>g(很弱)</b>	<b>else</b>
<b>f(较弱)</b>	<b>0.1</b>
<b>e(弱)</b>	<b>0.2</b>
<b>d(一般)</b>	<b>0.3</b>
<b>c(强)</b>	<b>0.4</b>
<b>b(较强)</b>	<b>0.45</b>
<b>a(很强)</b>	<b>0.55</b>

第三步：根据政治和经济实力得分、公共财政实力得分，通过评级要素矩阵（见表 3）得到主权长期本币初始信用等级。

**表 3 评级要素矩阵**

政治和经济能力	公共财政实力						
	a(很强)	b(较强)	c(强)	d(一般)	e(弱)	f(较弱)	g(很弱)
<b>A (很强)</b>	AAAi	[AAAi,AAi+]	[AAAi,AAi]	[AAAi,AAi-]	[AAi,Ai]	[AAi,BBBi+]	[Ai,BBBi-]
<b>B (较强)</b>	[AAi+,AAi-]	[AAi+,Ai+]	[AAi+,Ai]	[AAi,Ai]	[AAi-,BBBi+]	[Ai,BBBi-]	[Ai-,BBi+]
<b>C (一般)</b>	[AAi,Ai+]	[AAi,Ai]	[AAi-,BBBi+]	[Ai+,BBBi]	[Ai,BBBi-]	[Ai-,BBi+]	[BBBi+,BBi]
<b>D (弱)</b>	[Ai+,Ai-]	[Ai-,BBBi-]	[BBBi+,BBi]	[BBBi,BBi-]	[BBBi-,Bi+]	[BBi+,Bi]	[BBi,Bi-]
<b>E (较弱)</b>	[BBBi+,BBBi-]	[BBBi,BBi]	[BBBi-,BBi-]	[BBi+,Bi+]	[BBi,Bi]	[BBi-,Bi-]	[BBi-,CCC 或以下]
<b>F (很弱)</b>	[BBBi-,BBi+]	[BBBi-,BBi]	[BBi+,BBi-]	[BBi-,Bi-]	[Bi+,Bi-]	[Bi,CCC 或以下]	CCC 或以下

#### 第四步：确定主权政府（国家或地区）的外部融资实力

国际收支、外债压力和外债偿付能力共同决定了一个主权国家（或地区）的外部风险要素，按照实力强弱程度由高到低分为 a（很强）、b（较强）、c（强）、d（一般）、e（弱）、f（较弱）、g（很弱）七个等级。联合资信选取了 6 个三级因子，对其进行定量因素分析并打分（具体见表 7），根据对各三级因子设定的权重进行加权后，得到各二级因子的得分。进一步，根据对各二级因子设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的外部融资实力分数：外部风险方面包括“国际收支”得分、“外债压力”得分和“外债偿付能力”得分，其中“国际收支”得分是“经常账户平衡比 GDP”要素和“国际净头寸比 GDP”要素加权后的综合得分，“外债压力”得分是“外债总额比 GDP”要素和“一般政府外债总额比全部外债”要素加权后的综合得分，“外债偿债能力”得分是“经常账户收入比外债总额”要素和“外汇储备比外债总额”要素加权后的综合得分。

第五步：在主权长期本币初始信用等级的基础上，考虑外部融资实力表现确定主权长期外币初始信用等级。

第六步：根据定性调整因素评价标准（见表 4），分别对主权长期本币初始信用等级和主权长期外币初始信用等级进行调整，确定最终级别。

表 4 定性调整因素评价标准

主权长期本币信用等级调整因素	调整幅度	备注
自然条件	上调或下调 1 个子级	考量自然条件对主权国家经济发展、政府财政的影响
地缘政治、战争、民族矛盾风险	下调 1~2 个子级	考量地缘政治风险、战争、民族矛盾等因素对国家安全、社会稳定性及经济发展的影响
国际影响力和话语权	上调 1 个子级	考量主权国家能否凭借其国际影响力和话语权获得较好的融资渠道及在遭遇危机时受到国际金融组织援助的可能性
政治体制完善性	上调或下调 1 个子级	考量主权国家政治体制是否完善，是否对政治和经济稳定性产生影响
宏观经济政策有效性	上调或下调 1 个子级	考量宏观经济政策的适当性和可持续性，是否有利于经济的平

		稳发展
经济、金融发达程度	上调或下调 1 个子级	考量主权国家吸纳负面冲击、抵御风险的能力
经济发展前景	上调或下调 1 个子级	考量对主权国家未来经济增长的潜力
财政收支的稳定性及弹性	上调或下调 1 个子级	考量政府财政收入来源的稳定性及财政支出项目的刚性
政府债务增长趋势	上调或下调 1 个子级	考量政府债务的可持续性 & 未来偿债压力
历史违约记录（近十年）	下调 3~4 个子级	考量主权国家在近十年内在国内及国际资本市场上是否有过违约记录
其他有利因素	上调或下调 1 个子级	-
其他不利因素	上调或下调 1 个子级	-
<b>主权长期外币信用等级调整因素</b>	<b>调整幅度</b>	<b>备注</b>
资本管制及汇率制度	上调或下调 1 个子级	考量资本管制及汇率制度对偿还外债的影响
银行和货币国际化水平	上调或下调 1 个子级	考量银行和货币国际化水平对偿还外债的影响
受外部环境变化程度	上调或下调 1 个子级	考量外部环境变化对外债偿还的影响
外债优先偿还条款	上调 1 个子级	考量债券条款设置对偿还外债的影响
其他有利因素	上调或下调 1 个子级	-
其他不利因素	上调或下调 1 个子级	-

#### 四、 主权评级打分表

表 5 主权评级打分表——政治和经济实力评价表

因子						指标表现						
一级因子	一级权重 (%)	二级因子	二级权重 (%)	三级因子	三级权重 (%)	A(很强)	B(较强)	C(一般)	D(弱)	E(较弱)	F(很弱)	国家类型
国家治理	39%	政治稳定程度	33%	政治稳定性	49%	1	0.5	0	-0.5	-1	≤-1	
				监管质量	51%	1	0.5	0	-0.5	-1	≤-1	
		政府治理能力	36%	腐败控制	51%	1	0.5	0	-0.5	-1	≤-1	
				政府效率	49%	1	0.5	0	-0.5	-1	≤-1	
		制度建设状况	31%	法规	57%	1	0.5	0	-0.5	-1	≤-1	
				话语权和问责制	43%	1	0.5	0	-0.5	-1	≤-1	
宏观经济	32%	经济规模	11%	名义 GDP (十亿美元)	100%	2000	1000	500	200	50	≤50	
		经济增长	34%	GDP 增长率波动性	56%	2	3	4	5	6	≥6	
				GDP 增长率	44%	3	2	1	0.5	0	<0	发达国家
						6	4	3	2	0	<0	非发达国家
		物价水平	39%	物价波动性	53%	1	2	3	4	5	≥5	
				通货膨胀率	47%	[0,2)	[2,3)	[-1,0],[3,4)	[-2,-1],[4,6)	[-3,-4],[6,8)	≥8,<-4	
		就业情况	16%	失业率	100%	4	6	8	12	20	≥20	
结构特征	29%	经济结构	20%	进出口总额比 GDP	13%	[40,60)	[30,40],[60,70)	[20,30],[70,80)	[10,20],[80,100)	[5,10],[100,200)	[0,5),≥200	
				第三产业占 GDP 比重	36%	70	60	50	40	30	≤30	
				消费占 GDP 比重	52%	80	70	55	40	30	≤30	
		发达程度	39%	竞争力指数	65%	80	70	60	50	40	≤40	
				人均 GDP	35%	30000	15000	7500	5000	2000	≤2000	
		金融稳健性	41%	不良贷款率	42%	1.5	3	4	6	12	≥12	
				资本充足率	42%	15	12	10	8	6	<6	
信贷总额比 GDP	16%			150	100	70	50	20	≤20			



表 6 主权评级打分表——公共财政实力评价表

因子						指标表现							
一级因子	一级权重 (%)	二级因子	二级权重 (%)	三级因子	三级权重 (%)	a(很强)	b(较强)	c(强)	d(一般)	e(弱)	f(较弱)	g(很弱)	国家类型
公共财政 风险	100%	财政收支状况	38%	财政赤字比 GDP	65%	0.2	-2.5	-3.5	-4.5	-5.5	-6.5	≤-6.5	发达国家
						-0.5	-3.5	-4.5	-6.5	-8.5	-10.5	≤-10.5	非发达国家
				财政收入比 GDP	35%	45	35	25	15	10	5	≤5	发达国家
						40	30	25	20	15	10	≤10	非发达国家
		政府债务压力	42%	政府债务比 GDP	34%	40	70	90	100	120	150	≥150	发达国家
						30	40	50	60	70	80	≥80	非发达国家
				利息支出比 GDP	66%	0	1.5	2	3	4	4.5	≥4.5	发达国家
						0.5	1.5	3	4	5	6	≥6	非发达国家
		政府偿债能力	20%	财政收入比政府债务	100%	100	80	60	40	20	10	[0,10)	发达国家
						150	100	70	50	30	10	[0,10)	非发达国家

表 7 主权评级打分表——外部融资实力评价表

因子						指标表现						
一级因子	一级权重 (%)	二级因子	二级权重 (%)	三级因子	三级权重 (%)	a(很强)	b(较强)	c(强)	d(一般)	e(弱)	f(较弱)	g(很弱)
外部风险	100%	国际收支	32%	经常账户平衡比 GDP	27%	5	2	0	-2	-4	-10	≤-10
				国际净头寸比 GDP	73%	50	0	-20	-40	-60	-80	≤-80
		外债压力	43%	外债总额比 GDP	24%	30	50	70	80	100	120	≥120
				一般政府外债总额比全部外债	76%	15	25	35	45	55	65	≥65
		外债偿债能力	25%	经常账户收入比外债总额	24%	100	80	60	45	35	25	≤25
				外汇储备比外债总额	76%	100	80	60	40	20	10	≤10

## 五、 打分表局限性

联合资信采用专家经验和数理统计分析相结合的方法确定主权评级模型的指标和具体指标的评价标准，依据数理统计分析方法初步确定各指标权重，并依据专家经验对权重进行适当微调。

评级模型是评级方法在操作层面的数量化实现工具，评级模型的建立可以减少评级过程中的主观判断因素，提高评级结果的客观性、统一性和准确性，但评级模型不可能涵盖影响涉及主权信用水平的所有因素和指标，其使用存在一定的局限性，对于某些主权国家可能存在评级模型处理结果和实际信用风险差异显著的情况，因此评级模型只是级别确定的辅助工具。联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型处理结果来确定受评主权国家的信用等级。在参考评级模型处理结果的基础上，联合资信还将综合考虑影响主权国家信用状况的其他考虑因素，并依据信用评审委员会投票结果最终确定主权国家的信用等级。