

主权信用评级方法研究

作者：李百羽 李文平

电话：85679696



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

主权信用评级方法研究

联合资信 李百羽 李文平

一、什么是主权信用评级和主权违约？

从信用评级的角度来看，主权是一于认可辖区内行使优先管辖权的政府实体。由于主权在其管辖区内是最高权力机构并且具有施行其意志的能力，在主权不能或不愿偿付其债务的时候，债权人仅有有限的法定求偿权。因此，在进行主权信用风险分析时，除了考虑主权偿付债务的财务实力，还必须分析主权的偿付意愿。主权信用评级反映的是我们对于主权政府将来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。

通常我们将违约定义为未能在债务到期日（或宽限期内）偿还债务本金和利息。但主权违约的定义有些许不同。对于主权发行的本外币债券和票据，如果主权未能在到期日按规定偿付债务，或者发行新债务对原始债务进行转换且新债务的条款不如原始债务条款那样对债权人有利，则我们认定发生主权违约。需要注意的是，主权未能按规定偿付公有部门、官方债权人或国际金融机构的债务以及未能履行担保义务并不构成违约，不过这些信息会被作为政治/财务危机和/或缺乏偿付意愿的信号纳入评级考量。对于私有银行对主权的贷款，如果主权未能在到期日按规定偿还贷款，或者以不如原始贷款条款的条件进行重组，则我们认定发生主权违约。

二、主权信用评级方法

主权信用评级着重于政治和经济风险分析，包括定性和定量分析。在进行主权信用分析时，我们考虑的主要因素包括：

政治风险：

政权的合法性和稳定性；政府效能；遏制腐败的能力；国家安全。

宏观经济政策和表现：

政策框架的适当性；经济增长和其波动性；通货膨胀。

经济结构：

人均收入/产出水平；国内储蓄和投资；贸易开放程度；银行系统有效性等。

公共财政：

财政收支弹性；债务规模及结构；债务水平的可持

续性。

外部融资：

经常项目差额；外汇储备；外部债务的规模和结构。

1、政治风险

政治风险指主权缺乏政治能力和意愿调用资源偿付债务的风险，关于它的评估本质上是定性的。同主权信用品质相关的政治风险因素主要包括：政权的合法性；政府效能；遏制腐败的能力；发生严重国内冲突和战乱的可能性。政权的合法性是指精英和大众都普遍认同，政体在道义上有权进行统治。政治稳定性建立在合法性基础之上，主要表现为参与政治的各种利益集团对规则有一种共识并且政体中没有大规模的政治暴力。在一个被收入分配、种族、宗教以及地区差异所割裂的国家，其现政府的统治会面临艰巨挑战。与此同时，既得利益集团对实质性结构改革的阻挠亦应加以考虑。政府效能主要从政策制定、执行和政策有效性方面进行评估。公职人员的行政权力具有对有价值的公共稀缺资源进行权威性分配的功能，因而易诱发腐败。而腐败官员往往将延宕政策执行、拖延办事时间等低效率方式作为敲诈勒索的基本手段。难以遏制的腐败行为会严重损害政府效率。当政府面临来自其他方的军事威胁（比如发生边境冲突或内战）时，用于军事的支出会成为财政的一个重大负担，同时政府借由不可抗力中止债务偿还的风险也应考虑在内。

虽然债务偿付记录是历史信息，但其仍然是最能直接反映偿付意愿的指标。如果没有违约记录的历史被断定反映了长期可靠的信守债务的承诺，那么这对评级来讲是一个正面因素。近来的债务违约事件若被证实并非主权当局动用资源偿付债务的政治能力和意愿持续弱化的征兆，则其对评级的影响不大。

2、宏观经济政策和表现

我们首先分析一国经济的历史和当前表现，以对宏观经济政策框架的内聚力和稳健性以及经济结构的优劣势进行评价。我们认为，合力致力于经济长期可持续发展同时使产出和通胀冲击最小化的货币和财政政策是最为适宜的宏观政策框架。

财政、货币政策具有不同的作用机制和特点，如果

政策框架制定恰当，二者会产生较好的合力作用，反之，可能会出现矛盾效应，使宏观政策的调控作用减弱或失效。例如，在经济明显过热时，财政政策通过减少财政支出、增加税收，货币政策通过减少货币量的供应、提高利率，两者相互配合从而取得较好的合力效应。再例如，当经济出现滞胀时，刺激经济增长的财政政策会增加通货膨胀的压力，货币政策在抑制通货膨胀时又会阻碍经济增长，这时财政、货币政策产生矛盾效应，所以，评估宏观政策整体的恰当性是我们关注的重点之一。

宏观经济的波动性制约了储蓄和投资，扭曲了金融部门的发展并妨碍长期商业决策的制定，同时它也对主权对既定债务水平的承受能力产生不利影响。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。在其他条件相同的情况下，那些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非通胀增长，从而其收入水平更高、抵御冲击的能力更强。经历低通胀和稳定经济增长的主权通常较经历长期通胀和强烈经济周期波动的主权具有更高的信用等级。此外，失业率作为一国失业程度的量化指标，也是衡量宏观经济运行状况的重要参考依据。

主权债务危机通常发生在由不恰当汇率政策导致的货币崩溃和金融危机之后，这些汇率政策要么未能有效应对冲击要么与其他经济政策尤其是财政政策相互抵触。因此，在对实施汇率管制的主权进行评级分析时，应尤其关注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。对于那些货币联盟的成员国来讲，如欧元区成员国或完全美元化的国家，货币和汇率政策并不在主权当局的直接控制之下，所以我们更加着重于财政和结构调整政策的恰当性以及经济的竞争力和灵活性。

对于那些长期通胀的经济体，由于外币成为主要的价值贮藏手段而汇率成为经济中关键的参考价格，所以通常呈现出高程度的指数化和美元化现象。银行体系中大量的外币存款将会迅速耗尽体系的外币资产（包括央行外汇储备）并成为资本外逃的源头。外币存款占存款总额的比例是反映美元化程度的一个量化指标。此外，契约的美元化和指数化限制了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。

3、经济结构

除了政治风险和宏观经济，经济结构特征也是重要的评级考量因素。如果国内储蓄率较高、金融系统稳健高效、对外贸易相对开放、商业环境较为有利、劳动力

市场弹性较大，那么这样的经济体在应对冲击时将更具弹性，从而遭受更少的产出损失，且政府税收收入和支出的波动性更小。因此，呈现上述结构特征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。

主权评级的一个重要参考指标是人均国民总收入。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，因此其经济更为强健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和意愿。

健全并受到良好监管的银行系统是主权评级的正面因素。在这样的银行系统下，不但影响主权信誉的直接金融风险受到控制，而且能够提升宏观经济的表现，因为高效的银行系统能够促进国内储蓄和投资，并且与国际资本市场相比是一个成本相对低廉的融资来源。国内私人信贷同GDP的比率是银行系统规模和深度的一个测度。

国内银行系统对主权信誉施加的风险主要表现在两个方面，即宏观经济不稳定性和或有负债。宏观经济不稳定风险源自于脆弱的银行系统加剧而不是缓解了经济冲击，例如在面对外部冲击时，由于银行系统的货币错配加剧了汇率超调。某个大银行的倒闭也可能导致对银行系统信心的崩溃，由此发生存款挤兑和资本外逃并且削弱了主权在国内和国际金融市场上融资的能力。银行体系扮演着吸纳储蓄、为投资和信贷提供资金以及提供基本支付体系的关键角色，这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。

我们考察银行系统内单个银行的加权平均级别（以资产规模为权重），该加权平均级别越高，说明银行系统的质量越高。国有银行历来受制于政治干预并且易于成为政府的准财政资金来源从而破坏其财务稳健性，并且在其陷于困境时通常需要大量的财政资金救助，我们结合国有银行的健康程度来评估银行系统中公有关键的占比对评级的潜在影响。

4、公共财政

成功的财政政策可以为持续的经济增长创造有力的环境，而不恰当的财政政策会导致宏观经济不稳定甚至是经济危机，从而损害主权信誉。财政政策除了考虑预算盈余和赤字，还要考虑收入和支出的弹性，支出项目的效能以及政策的适当性。如果税基狭窄、基础设施建设需求大、债务负担重或金融部门有系统性问题，那么盈余或低赤字通常不能提供较大的财政弹性。当需要采取反周期措施或者经济增长需要大量的基础设施投资

时，高赤字政策则是恰当的。宽税基和低税率是健康的税收制度，可以提供较大的收入弹性。相反的，如果税负已经较重或者存在征税困难，则收入弹性将受到限制。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。

公共财政是主权风险分析的一个关键要素。较高且持续增加的债务负担会恶化主权的偿付能力，而不合理的债务结构使公共财政难以抵御久期、货币及再融资风险。可承受的债务负担依国家和时期而异，因此政府债务存量（相对于GDP或政府收入）或债务偿付比率（到期债务占GDP的比重或利息支付占政府收入或支出的比重）与主权信誉及评级之间不是一个简单的线性关系。但是，在其他条件相同的情况下，具有沉重政府债务负担的主权其评级相对较低。

计量主权债务的首选指标为各级政府总债务。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。我们在做公共财政分析时，主要使用各级政府（包括中央、区域和地方政府）的合并数据，因为各级政府合并数据能够最好的捕捉财政政策的经济影响并且与宏观经济稳定性和经济持续增长最为相关。此外，有些国家并不是高度中央集权，在进行主权间的比较时，仅仅比较中央政府本级财政可能出现误导性的结果。

或有负债是重要的评级考量因素，主要取决于非金融公有企业的规模和健康程度以及金融系统的稳健性。在我们评估或有债务时，那些盈利能力差或资产负债率高的非金融公有企业的债务是我们考虑的重点。银行系统的稳健对于宏观经济稳定性和经济的持续增长是至关重要的，因此当银行系统出现问题时，政府通常会出手相助。若我们认定这些机构的债务极有可能由政府负担（若该债务有政府明确的全额保证担保且很可能发生代偿）或该债务由政府引致，那么我们会将这部分债务包括在各级政府总债务的范畴内。

通过考察政府债务的到期日、利率以及币种结构来判断政府面临的市场风险的大小。若主权拥有被良好监管且流动性充足的国内政府债务市场，该市场拥有广大有意愿和能力提供系列融资选择的投资者群体，则该主权能够获得额外的财务弹性并可以承受相对较高的债务水平。类似地，在其他条件相同的情况下，那些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。主权在国际资本市场上融资的历史是正面的评级考量因素。

如果预计财政政策不足以调整基本预算差额以维持中长期下行的债务比率，那么政府的长期偿债能力将面临压力。政府债务负担的历史状况以及财政政策的历史表现影响对债务可持续性的评估。在关于经济增长、

借贷成本及基本差额的各种假设基础上对政府债务负担的程序化预测有时也被用来帮助信用评审委员会判断既定债务水平和现行财政政策的可持续性。此外，对于人口快速老龄化的国家，养老金负债对财政的压力越来越大，若官方预测表明未融资的养老金负债重大的话，则在评估公共财政中长期可持续性时需将其考虑在内。

5、外部融资

主权必须获取外汇以偿还外币债务，无论是通过借款、出口商品和服务抑或对外出售资产，所以该章节的分析着重于经济体获取外汇的能力。

一国主要通过对外经济活动获取外汇，所以国际收支平衡表是我们分析的起点，它是反映一定时期一国同外国的全部经济往来的收支流量表，经常项目是国际收支中最重要的项目。我们分析经常项目中货物和服务进出口的趋势和影响趋势的潜在因素。我们也分析经常项目收入的构成和集中度以评价其稳定性。出口收入对单一货物或服务（如石油或旅游）的依赖性越大，其面临不利贸易环境冲击时就越脆弱。投资收益有赖于被投资经济体的表现，其在国内经济陷入危机时是否能够提供缓冲存在不确定性。经常转移项目在很大程度上受外部因素影响，但其作为获取外汇的渠道之一，我们也会评估此类收入在面临内外部冲击时的波动性。

一国经常项目赤字的规模反映的是国内投资大于国内储蓄的状况，这本身或许不构成重要的评级考量因素。比如投资如果增强了竞争力而且很可能产生更多的外汇收益，那么将来外部融资的压力将会减轻。如果大额（以绝对额和相对于经常项目收入的比例衡量）的经常项目赤字是通过具有不稳定性的资本（比如证券投资资本和短期借款）进行融资，那么其将是影响宏观经济稳定性的风险来源。这在央行外汇储备相对不足以及汇率被严格管制的情况下尤其如此。相比证券投资资本和借款，经常项目赤字通过外国直接投资融资所面临的风险要小些，因为外国直接投资更加稳定并且更具弹性（在不盈利的情况下一般不会支付股利）。对于那些汇率管制以及债务负担沉重的国家，还需考虑其外部融资弹性。而且，如果我们判定宏观经济稳定性和政策有效性较差的话，那么私人资本外逃的历史则作为评级的负面影响因素。经常项目赤字会导致外部债务的增加和/或外部资产的消耗，但是并不存在导致外部债务不可持续并最终违约的某个既定的外部债务水平。

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。但是高额的外汇储备有其一定的不利方面。首先外汇储备资产的收益率通常比较低，而且往往低于主权的融资成本。其次，高额的外汇储备面临很大的汇率风险。再次，大量外汇储备

会积累通货膨胀。外汇储备在货币当局账目上的对应项是外汇占款，而外汇占款构成本币投放的主要部分。特别对于那些并不发达的国内资本市场，根本无法满足如此大规模的外汇占款导致的本币投放，这将导致流动性过剩，引起信贷高速增长和资产泡沫。此外，高额的外汇储备对本币具有较大的升值压力，本币升值将减弱出口产品的竞争力，给贸易出口带来不利影响，从而负面影响经济增长和就业。外汇储备政策通常在外汇储备的利与弊之间进行权衡。那些拥有深化外汇市场、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。例如，美国的外汇储备水平很低，这是由于美国自1971年就开始实行自由浮动汇率，而且美元作为主要国际货币也降低了对黄金和外汇的需求。

外部偿债能力的主要衡量指标为外部债务净额占国内生产总值或经常项目收入的百分比，而且我们也会同时考虑主权外部债务净额占国内生产总值或经常项目收入的百分比。我们也分析总外债指标，尤其是主权总外债。总外债中主权债务所占的份额越大、外币计价的债务所占的份额越大，则在其他条件相同的情况下，主权的评级越低。

如果存在严重期限错配，就会导致流动性不足，我们使用流动性比率来分析这个问题。流动性比率为银行系统外部流动资产（包括央行外汇储备）与外部流动负债的比率。若流动比率大于1，则意味着在国际资本市场融资渠道暂时枯竭时能够提供缓冲。对于那些习惯依赖于国际资本市场进行财政金融融资的主权以及那些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。

如果一国居民（包括主权）能够以低成本长长期限获取本币融资并且该国拥有能够吸引国际投资者的本币资产，那么在其他条件相同的情况下，该国抵御汇率冲击的能力更强，这是主权评级的正面因素。主权净外汇指标用于衡量货币的错配程度，该指标为主权外币债务与央行外汇储备的差额占央行外汇储备的百分比。

官方信贷提供的融资条件通常比市场更为优惠，但是从评级的观点看，如果官方机构和国际金融组织是外部融资的主要来源，那么在主权陷入财务危机时，私人债权人的求偿权可能会劣后于官方债权人，这增加了选择性违约的风险以及降低了违约后的回收预期。