
联合评级 主权信用评级方法

国家风险部

2017年1月

UNITED RATINGS | 联合评级有限公司

目录

联合评级主权信用评级方法.....	2
一、 联合评级主权信用评级内容	2
二、 联合评级主权信用评级原则	3
三、 联合评级主权信用评级分析基本框架	5
四、 联合评级主权信用评级指标分析	5
(一) 联合评级主权信用评级指标分析要素	5
(二) 联合评级主权信用评级指标分析体系	7
五、 联合评级主权信用评级等级符号及定义	8

联合评级主权信用评级方法

一、联合评级主权信用评级内容

联合评级主权信用评级是对一国中央政府或地区政府作为债务人，能否按时足额偿还直接、显性、商业性金融债务的能力和意愿的前瞻性评估，是对一国或地区政府发行的主权债务违约可能性的预判。一般而言，与其他债券发行人相比，主权债券发行人具有以下特征：

- (1) 中央政府在国家范围内拥有最高权力，其偿债意愿对主权信用具有重要影响；
- (2) 中央政府能够通过货币增发、增加税收等行政法律手段，筹集用于偿还债务的资金；
- (3) 主权信用能力通常被视为一国债务的最大偿付能力。因此，一国的主权信用级别往往也被视为一国范围内其他债券发行主体的级别上限。

需要注意的是，**主权国家与主权信用评级是有区别的**。在联合评级主权信用评级中，主权国家并不一定会获得主权信用等级，授予主权信用等级的也不一定是独立的主权国家。联合评级目前有选择的给出某些地区或国家的主权信用等级。同时，虽然某些地区政府并不具备独立主权（例如中国澳门和中国香港），但考虑到该地区货币、财政的特殊性和其金融市场的发达程度，联合评级也会对相应地区给出主权信用等级。

主权债务及主权债务违约定义。主权债务是指一国中央政府以本国的主权信

用为担保向外借来的债务，包括向国际货币基金组织、世界银行等国际组织、向其他国家或者是通过发行债券直接从资本市场融入的资金，这就统称为一国主权债务。当然，广义的主权债务还中央政府隐形担保的或有债务。“主权债务违约”，即一国债务负担太重导致本国无力偿还债务或是违约成本较低导致主权债务偿还意愿不足，引起的债务本息未按照契约规定支付的行为。在联合评级主权信用评级体系中，对主权债务违约的认定本着客观，专业和实事求是的原则，若一国或地区政府发行的主权债务发生以下任何一种或同时发生以下几种情形时，联合评级认为该国或地区主权债务发生违约。具体情形如下：（1）主权债务或债务利息出现支付延迟；（2）一国主权债务出现债务重组，与债权人就债务利率、还债时间和本金进行商讨等降低支付成本拖延支付的行为；（3）因债务到期无法支付而向世界银行或国际货币基金组织进行借款；（4）其他主权债务违约行为。

本币信用等级和外币信用等级。主权信用评级包括本币和外币的短期和长期信用等级。本外币信用等级是根据一国债务货币属性进行区分的。本币信用等级反映了一国或地区政府按照契约规定偿付债权人持有的本币计价债务的能力及意愿。外币等级则是对该政府按照契约规定偿付债权人持有的以外币计价债务的能力及意愿的预估。通常而言，一国或地区本币主权信用等级不低于其外币主权信用等级，但如果该国或地区对外偿付能力较强，外债规模相对较小，其外币信用等级也有可能高于其本币信用等级。

二、主权信用评级原则

在联合评级主权评级方法体系中，我们在评级逻辑、评级要素等方面，重点坚持以下原则：

1. 注重运用层次递进的评级逻辑

充分利用层次递进分析逻辑，按照各类要素对主权信用质量的影响性质，分层组合、层层递进，最终得出信用级别。定量与定性方法相结合，在定量模型的基础上充分利用专家意见，力图涵盖影响主权评级的关键要素，同时考虑要素之间存在的复杂关系及全球系统性风险冲击。在基础评级逻辑中，主权信用评级要从政治稳定性、宏观经济、结构性风险等基础性、长期性风险要素入手，将财政、外部等直接性、流动性风险要素作为第二个分析层次，最后结合补充性要素的人工调整，确定风险级别。

2. 高度重视评级结果的全球可比性

在评级指标处理过程中，对不同区域中的经济、金融、财政等数据指标，按照其特定风险含义，分类分组进行模型开发，保证评估结果的全球可比性与一致性。为此，联合评级特别建立了国家主权信用风险方面的独立数据库。

3. 突出对国内外风险事件的抗压性分析

抗压性分析重视国际重大事件对一国主权信用质量的冲击。将国内外重大风险事件作为一个单独层次，进行抗压性分析，并与由经济、财政实力组成的基础弹性一起，共同决定评级结果。

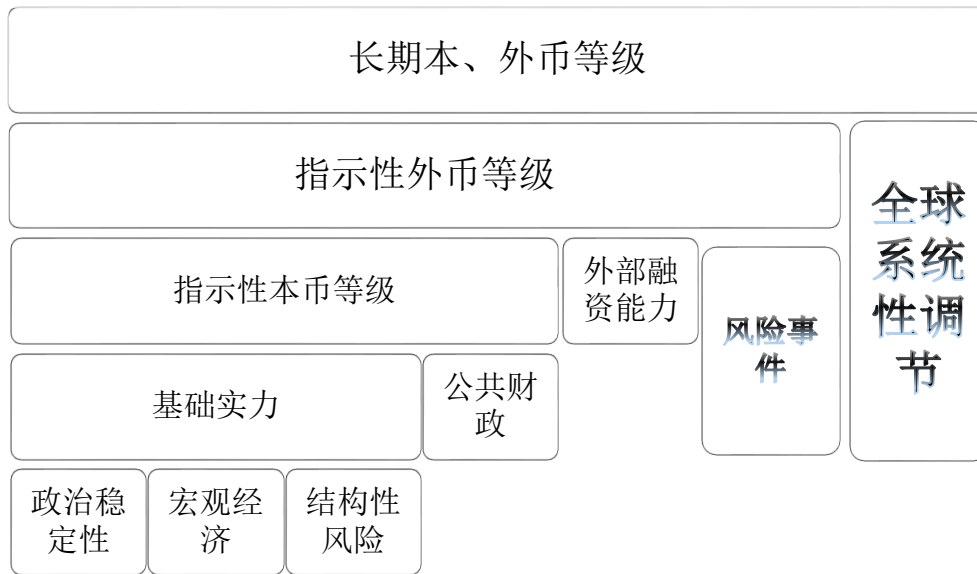
4. 更为强调偿债意愿在一国主权信用中的作用

由于主权政府在所辖区域内拥有至高无上的权力，即便其拥有偿债能力，外部力量也无法强制其履行偿债义务。因此要高度重视中央政府对债务、特别是外债的政策理念和政策演化方向。同时，也要关注政府更叠造成政策转向，从而对偿债意愿带来的影响。

三、联合评级主权信用评级分析基本框架

根据联合评级主权信用评级内容及原则，初步制定了一下主权信用评级分析框架。

图表 1 联合评级主权信用评级分析框架



四、联合评级主权信用评级指标分析

(一) 联合评级主权信用评级指标分析要素

主权信用风险分析一般围绕政治、经济、财政、金融与外部状况等五类要素展开的。本次主权信用评级分析体系分析充分借鉴了国际先进信用评级机构以及国内部分信用评级机构的经验和研究，将指标体系分析分为以下几个部分。

1. 政治稳定性

从政局稳定性，政府效率，社会环境等方面分析主权信用风险。一个长期政局稳定的经济体和一个经常发生政治危机的经济体的信用质量肯定是不同的。通常政治局面动荡的国家或地区，政府财政收入持续性无法得到保障，同时因忙于

应对内部各项政治争端和社会矛盾，政府支出会增加，造成政府财政负担较大，从而影响国际债务支付意愿和能力，对国家主权信用造成不良影响。该部分风险度量指标应用最广泛的是世界银行研究发布的全球政府管理指数（Global Governance Index）该指数体系包含 6 项分指数，分别为话语权和问责制、政治稳定性、政府效率、监管治理、法规和腐败控制。

2. 宏观经济

对宏观经济风险进行分析，捕捉主权国家或地区的中长期经济运行中的风险因素，考察的是主权政府保障国家经济健康、稳定运行的能力。长期保持恰当的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。反之，长期的经济波动及脆弱的宏观经济政策容易促使经济和公共财政难以抵挡冲击从而导致主权债务偿付受到影响。该部分分析主要从经济规模、经济增长以及经济稳定性入手。常用的风险度量代理指标包括人均 GDP，名义 GDP，实际 GDP 增长率，通货膨胀率等。

3. 结构性风险

关注结构性风险。对经济发展的考察，不仅要关注发展规模和增长潜力，也要关注其发展结构的合理性。结构特征是通过经济结构、贸易依赖、经济和金融开放程度、银行系统有效性等来判断经济增长中存在的主要风险。一个经济结构优化，对外贸易自由开放，金融系统稳健的经济体，其经济稳定性较强并具备较强的抵御风险的能力。该部分通过对经济结构、银行系统及主权历史违约情况构建信用评价体系。常用的风险度量指标包括贸易对外依存度，全球竞争力指数，信贷总额/GDP，银行不良贷款率，主权历史违约记录等。

4. 公共财政

分析公共财政风险。通过分析政府债务状况，比较财政赤字水平、经常财政收入等，分析现有债务偿还能力和未来债务偿还的可行性。财政收入是政府债务支付的主要来源之一。较高且持续的债务负担会恶化主权偿付能力，而持续有效的财政收入会缓解主权偿付压力。利息支付压力会对于财政收支弹性产生较大影响，特别是长期债务利息支付压力较大会持续增加财政负担，减小财政支出弹性，对主权信用产生负面影响。该部分风险度量指标主要包括财政平衡/GDP，政府债务总额/GDP，政府债务总额/财政收入，政府利息支付/财政收入等。

5. 外部融资能力

最后是主权外部融资能力。该部分主要考察主权政府的国际投资地位，外债规模，以及国际收支情况。一个国际化水平较高，外汇储备充足，经常账户持续盈余的主权国家，在国际市场获得融资的能力较高。同时，如果一个主权国家对外资产规模较大且净资产为正，有助于提高其外债偿还的保障能力，在国际市场获取融资的成本也较低。该部分风险度量指标包括国际投资净头寸，外债总额/GDP，外债总额/经常项目收入，FDI+经常项目收入/GDP 等。

(二) 联合评级主权信用评级指标分析体系

根据对国内外主权评级方法的对比和研究结果，我们初步建立了以政治风险，经济风险，结构风险，财政风险和外部融资五个风险维度为框架的指标体系。包含十五个风险要素，二十八个风险指标。如下表所示：

图表 2 联合评级主权信用评级指标体系

风险	要素	指标
政治风险	政局稳定性	政府稳定性及社会暴力指数
	政府效率	政府效率指数
		政府腐败控制指数
	社会安全	失业率

		全球和平指数
宏观经济风险	经济规模	名义 GDP
		人均 GDP
	经济增长	实际 GDP 增长率
		M2/GDP
	经济稳定性	实际 GDP 增长波动率
通货膨胀率		
结构风险	经济结构	GDP 占世界份额
		全球竞争力指数
		对外依存度
	银行系统	信贷总额/GDP
		不良资产率
		资本充足率
历史违约	主权违约记录	
财政风险	财政收支平衡	财政盈余/GDP
	政府债务压力	政府债务总额/GDP
		政府债务总额/财政收入
	政府偿债能力	政府利息支出/财政收入
政府利息支出/GDP		
外部融资	国际投资头寸	国际投资净头寸
	外债规模	外债总额/GDP
		外汇储备/外债总额
	国际收支	外债总额/经常项目平衡
		(FDI+经常项目收入)/GDP

五、联合评级主权信用评级等级符号及定义

联合评级主权信用评级等级包括主权信用长期本币等级及主权信用长期外币等级，并划分为三等十级，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：

图表 3 联合评级主权信用等级符号和定义

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强几乎不受可预见的不利情况影响。

	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力强基本不会受到可预见的不利情况影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力强有可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获取资偿付债务本息，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弱目前够偿还本息债务的保障能力依赖于良好商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力弱触发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高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或清算程序。