

国家主权评级方法

摘要

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（简称“中诚信亚太”）采用的本评级方法适用于一个国家的中央政府的评级。根据联合国公布的数据，全世界目前共有 195 个具有独立主权的国家，其中包括 193 个联合国会员国及 2 个联合国观察员国。另外考虑到一些地区政府（例如香港、澳门等）虽然不具备独立主权，但是其本地金融市场较为发达，且具有相对独立的货币政策和财政政策制订权，中诚信亚太也会使用与评定中央政府信用等级相类似的方法对这些地区的政府进行主权信用评级。主权信用评级是衡量一国（地区）按时对各类所负债务如约还本付息的可能性，本评级方法介绍了评级中主要的考虑因素。中诚信亚太使用其评级标尺对主权信用进行评级。

本评级方法取代了中诚信亚太于 2018 年 2 月发表的《国家主权评级方法》，新版评级方法沿用了旧版评级方法的核心思路，并作出了适当的修改，以让读者更容易理解当中内容。本评级方法发表后不会导致任何已有的评级产生变化。

主权债券违约的定义

如果一个国家中央政府（地区政府）没有依照契约和承诺支付应付利息或应还本金，就构成主权债券违约。除此之外，还有两种常见的情形也被视作违约：一种是国家（地区）政府实施不良债券交换计划，即为了避免债券违约的发生，国家（地区）政府向债权人提出用一种价值缩水的新债券或者包括债券、现金以及其它资产在内的一个新资产包交换原有债券的计划；另一种是国家（地区）政府单方面修改了原有债券中有关条款以降低债券的价值，并使债权人被迫接受的计划。按照中诚信亚太有关违约的定义，不管债权人是否是自愿参与这些计划，上述这些均构成了主权债券违约。

评级方法概述

主权信用评级分为 3 个方面，包括基础实力、制度实力及事件风险。中诚信亚太在评级过程中使用了定量和定性相结合的分析方法。除了考虑历史数据外，中诚信亚太亦会对国家（地区）的未来表现进行预测。

中诚信亚太首先通过定量和定性相结合的方法计算出一国（地区）的基础实力和制度实力的分数，然后根据分数和阈值决定基础实力和制度实力的等级。其中，基础实力包括一国（地区）的财政实力、经济实力和对外偿付实力；而制度实力包括一国（地区）的政治稳定性、政府效率和违约历史。之后通过基础实力和制度实力之间的矩阵对应关系确定一国（地区）相应的基础级别，再根据事件风险对该基础级别进行调整，并得到该国（地区）的建议级别，最后由信用评级委员会评定该国（地区）的最终等级。

本评级方法包括三大评级因素及多个子因素，如下所示：

类别	因素	二级因素	指标
基础实力	经济实力	国民收入	名义 GDP 人均 GDP
		经济增长趋势	实际 GDP 增长率 实际 GDP 增长率变化
		经济稳定性	通货膨胀波动性
		调整因素	经济结构多样性等
	财政实力	赤字率	一般政府财政余额/GDP
		债务负担	一般政府债务/GDP
		债务承受能力	政府利息支出/财政收入
		收入水平	一般政府债务/财政收入
		调整因素	债务结构等
	对外偿付实力	经常性收支情况	经常账户余额/GDP
		对外资产和负债情况	外汇储备比外债
		调整因素	货币的使用比例等
	制度实力	政府制度	政府效率
政治稳定性			政治稳定性
调整因素			政府战略及执行力等
违约历史		违约历史	违约历史
事件风险	金融系统风险	金融系统风险	信贷扩张等
	地缘政治风险	地缘政治风险	地缘冲突等

关键评级因素

1. 基础实力

(1) 经济实力

经济实力是评估一国（地区）债务偿付能力的主要因素。多元化和富有弹性的经济结构，辅以长期稳定的经济增长，会为一国（地区）中央政府提供坚实的收入基础，增强其财政和货币政策的灵活性，提高其债务容忍度。因此，在对一国（地区）主权信用状况分析时，中诚信亚太会关注其经济运行情况，包括：国民收入、经济增长趋势、经济稳定性、经济结构多元化程度等。

(a) 国民收入

经济规模对于衡量经济的抗冲击能力具有重要的意义。中诚信亚太通常采用名义 GDP 作为衡量经济规模的主要指标。经济体量的大小往往与一国可动用的资源来获得收入有直接的关系。经济体量较小的国家（地区）在面临突发外部冲击时受到的潜在影响往往更大，同时公共部门抵御外部冲击的能力也相对较弱。

人均 GDP (PPP) 是衡量一国（地区）居民人均收入和生活水平的重要参照指标。较高的人均 GDP 一定程度上反映着一国（地区）的劳动力集中在更高附加值的生产活动中，使其对经济波动和外部冲击表现出较低的敏感性；同时说明其拥有更广泛的潜在税收和更强大的融资能力，以支持债务的偿付。如果一国（地区）居民生活水平不断提高、所得分配公正，一定程度上可提高其政府可承担债务的水平，并能更

好地抵御潜在的政治和经济冲击。

(b) 经济增长趋势

一国（地区）的经济实力和国际影响力还与其经济增长密切相关，经济增长不仅可以增加一国（地区）的财富和就业机会，同时，相对较高的经济增长意味着一国（地区）债务保障能力的增强。中诚信亚太主要通过实际 GDP 增长率和实际 GDP 增长率变化进行判断，其中为了衡量更长周期内经济的综合表现和趋势，两个指标在具体衡量过程中均使用了多年的数据。实际 GDP 增长率主要使用了 t-5 至 t+1 周期的平均数据，而实际 GDP 增长率变化则使用了 t-9 至 t 周期的标准差数据。

(c) 经济稳定性

在关注经济增长的同时，中诚信亚太注重对经济稳定性的分析。对于发展中国家来说，通胀压力通常较高，如果一国（地区）物价上涨过快且/或不够稳定，将无法提高本国居民生活水平，就可能带来社会矛盾的深化和政治的不稳定，造成经济动荡。中诚信亚太主要使用 t-9 至 t 周期的通货膨胀标准差数据对经济稳定性进行判断。

(d) 调整因素

调整因素包括但不限于：经济结构的多元化程度、货币政策、失业率、人力资本及教育水平等。其中经济结构的多元化程度是衡量一国经济可持续及稳定发展的重要因素。如果一国（地区）经济结构呈现多元化发展，则不易受到特定风险的冲击；反之，经济结构相对单一的国家（地区）很容易暴露在风险之中，并可能引发严重的政治问题和社会动荡。一国（地区）的经济实力亦会受货币政策影响，货币政策合理且有效的国家（地区）经济实力相对较强。

(2) 财政实力

财政实力反映了政府的财政健全程度，而一个财政健全政府会拥有更强的债务偿付能力。在财政实力的分析中，中诚信亚太量化政府动员资源以偿还债务的能力，判断其财政的稳健性，从而衡量其公共财政的脆弱程度。

(a) 赤字率

赤字率的衡量方式为一般政府财政余额/GDP。长期的财政赤字使得中央政府需要举债经营，债务负担不断增大将最终导致中央政府无力偿还债务。

(b) 债务负担

债务负担的衡量方式为一般政府债务/GDP，而一般政府债务既包括中央政府债务也包括所有的地方政府债务。持续高水平的债务负担反映国家（地区）通常需要依靠不断借新还旧才能满足政府支出，而在经济下滑时将会面临更高的违约风险。

(c) 债务承受能力

债务承受能力的衡量方式为政府利息支出/财政收入。在政府利息支出水平相当的情况下，一国（地区）的财政收入较大意味着该国（地区）有更多的偿还债务的资金，使得该国（地区）偿还债务的能力较强，政府流动性风险较低。债务承受能力较弱的政府则需要使用更大占比的财政收入以偿还其债务。这会导致政府面临更庞大的财政赤字，需以减少财政支出或降低经济增长为代价。

(d) 收入水平

政府收入水平的衡量方式为一般政府债务/财政收入。该指标根据财政收入以反映出政府偿还债务的能力。该指标越低说明政府收入相对于债务较高，财政实力较强。

(e) 调整因素

债务结构是衡量政府财政实力的重要因素。一般情况下，短期债务的偿还压力较大，因为这对国家（地区）的流动水平或再融资水平有更高的要求，因此短期债务占比较高的国家（地区）财政实力相对较弱。此外，更高的外债比率会增加国家（地区）的违约风险，因为其融资成本及债务负担会受汇率影响。中诚信亚太亦会考虑国家（地区）的融资能力及主权财富基金的规模等因素。

(3) 对外偿付实力

对外偿付实力衡量的是一国（地区）作为一个整体从其他国家（地区）获取偿债所需的外汇资金的能力。中诚信亚太主要从经常性收支情况、对外资产和负债情况以及货币的国际地位等方面对一国（地区）对外偿付实力做出评判。

(a) 经常性收支情况

经常性收支水平的衡量方式为经常账户余额/GDP。经常项目逆差指一国（地区）的进口货物或服务总额超出其出口总额，而持续的逆差意味国家（地区）的国外净资产减少，本国货币贬值，外汇储备流出。因此，国家（地区）的对外负债增加，对外偿付能力变弱。

(b) 对外资产和负债情况

对外资产和负债水平的衡量方式为外汇储备/外债。外汇储备是为了应付国际支付的需要，各国（地区）的中央银行及其他政府机构所集中掌握的外汇资产，是政府能够在最短时间内调动的能够稳定市场的资金。充足的外汇储备反映国家（地区）有更强的流动性及对外偿付能力。

(c) 调整因素

其他影响对外偿付的主要因素包括货币的国际地位等，中诚信亚太以一国（地区）货币的使用比例来判断货币地位。一国（地区）货币的国际地位在一定程度上影响其对外偿付实力的高低，并能够反映货币发行国各项政策和体制机制的可信度、金融系统的稳定性、国内资本市场的规模和对外开放程度，以及该货币在国际金融和贸易时被当作结算货币的频繁程度。货币国际地位较高的国家（地区），其货币的币值和兑换能力不易受到国际资本市场波动和投资者信心变化的影响，从而一定程度上保证了货币发行国（地区）政府面临不利局面时在国际资本市场上的融资能力。

2. 制度实力

(1) 政府制度

政府效率及政治稳定性是反映政府制度的指标。中诚信亚太将会考虑世界银行发布的全球治理指数，并根据我们对国家（地区）的研究进行调整。

(a) 政府效率

政府效率反映政府的政策制定能力，而当中包括分析政府的政策制定过程、资源有否有效地利用及对突

发事件的应对能力等。高效的政府能令经济平稳地发展，严谨及精准地控制债务水平，从而降低其违约风险。

(b) 政治稳定性

在分析政治稳定性时，中诚信亚太会考虑政治系统的有序性和连续性。政策制定的连贯性能反映出国家（地区）的政治稳定性，而稳定的政治环境能提高其信用品质。相反，在政局不稳的国家或地区中，政府需要集中解决政治及社会矛盾，削弱其执行有效的经济和金融政策的能力；亦会导致资本外流，最终削弱其对外币债券的偿付能力。

(c) 调整因素

在政府治理中，中诚信亚太注重考量政府的战略选择和执行。政府战略是为实现国家总目标而制定的总体方略，其任务是依据国际国内情况，筹划指导国家建设与发展，达成国家目标。中诚信亚太重点关注一国（地区）战略规划是否审慎，是否有利于经济发展和社会稳定，同时中诚信亚太还关注该国家（地区）战略落实和执行力，具体表现为结构性改革的推动进程和连续性。

(2) 违约历史

中诚信亚太将根据一国（地区）的违约历史对制度实力进行调整，以最近 30 年的偿债历史作为观察期。中诚信亚太认为，一国（地区）的历史违约记录部分反映了其制度实力。事实上，对于一国（地区）违约，债权人能够对债务人采取的措施有限，因此一国在有能力偿还债务的情况下，也可能选择违约。所以一国（地区）的违约意愿能成为分析其信用品质的重要考虑。违约历史会降低一国（地区）的信用品质，亦会使其融资难度增加。因此，没有违约历史的国家（地区），不会轻易选择违约。

3. 事件风险

事件风险着重考虑将对一国（地区）政府的基础实力和制度实力造成潜在负面影响的内外部风险因素及其影响程度。中诚信亚太对事件风险的分析主要包括金融系统风险和地缘政治风险等。

(1) 金融系统风险

金融系统风险关系国家宏观经济和金融系统的运转，风险的爆发不但会给一国（地区）政府带来直接的财政损失，还会产生明显的外溢影响，甚至引发全球金融危机。中诚信亚太对金融系统风险的考量主要包括金融系统的监管、政府对金融系统的干预/支持力度、银行系统稳定性、社会总信贷的扩张情况及银行对私人部门借贷的扩张情况等。银行业是金融系统的重要组成部分，一个稳健的银行体系能对一国（地区）的发展造成支持。其中，资本充足率、不良贷款率及盈利水平等都是考量银行系统稳定性的指标。与此同时，社会信贷扩张情况通常伴随经济周期变化，能够反映经济运行情况及其潜在的金融风险趋势；而国家（地区）私人部门债务负担水平能够从一定程度上影响金融系统的弹性。

(2) 地缘政治风险

随着全球化发展，地缘政治在国家（地区）发展中的重要性日益突显，紧张的地缘政治关系将给一国（地区）的主权信用造成负面影响。中诚信亚太从资源、宗教文化冲突、领土纠纷和大国博弈等问题上，分析一国（地区）与周边国家（地区）的地缘政治关系。

Important Information

All information published in this document belongs to China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited (CCXAP) and is subject to change without prior notice by CCXAP. CCXAP considers the information contained in this document reliable. However, all information is provided on an "AS IS" and "AS AVAILABLE" basis and CCXAP does not guarantee the accuracy, adequacy, completeness or timeliness of any information included in this document. None of the information may be used, including without limitation reproducing, amending, sending, distributing, transferring, lending, translating, or adapting the information, for subsequent use without CCXAP's prior written permission.

CCXAP is not liable for any in whole or part caused by, resulting from or relating to any error (neglect or otherwise) or other circumstances or other circumstance or contingency within or outside the control of CCXAP's or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, interpretation, analysis, editing, transcription, publication, communication or delivery of any such information, or any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if CCXAP, or representatives thereof, are advised of the possibility of such damage, losses or expenses.

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 805-808, 8/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong

Website: www.ccxap.com

Email: info@ccxap.com

Tel: +852-2860 7111

Fax: +852-2868 0656