评级方法

2024 年 9 月 19 日

主权国家

主权和超主权评级方法

中诚信亚太发布更新的主权评级方法

摘要

该评级方法取代了 2019 年 4 月发布的主权评级方法。更新的评级方法沿用 2019 年版本的核心原则，同时对部分内容进行修订，包括：增加新的评级子因素，如在制度实力下新增法律法规，以及在系统性风险下增加环境、社会、治理因素；更详细地说明了我们如何考虑每个子因素内的调整因素；修订部分指标，如在考虑国际收支时增加净外商直接投资；对发达国家和发展中国家采用不同的指标侧重；对部分子因素的名称和方法论的编辑进行了修订。我们相信，评级方法的更新将更完善我们对主权的评估，也有助于各用户更好的理解我们如何衡量主权风险。

本评级方法适用于全球范围内的主权政府。主权国家是一个国家或地区的最高级别政府。联合国承认的独立主权国家有 195 个，包括 193 个会员国和 2 个观察员国。方法也适用于国家中央银行、联邦政府或某些特定司法管辖区的政府，如香港和澳门，虽然不是独立主权国家，但拥有独立的财政和货币政策以及发达的金融市场。

主权评级衡量国家或地区的偿债能力。中诚信亚太采用其评级序列对这些国家或地区进行信用评级。中诚信亚太在主权信用评级过程中使用了定量和定性相结合的分析方法。定量分析方法对一个国家（地区）当前的经济、财政状况以及对外收支状况进行分析并对未来走势进行预测。定性分析是对可能引起一个国家（地区）中央政府信用状况变化的、且不能完全定量化的因素进行合理规则下的专家判断，是中诚信亚太主权信用评级过程中必不可少的环节。

分析师联系人

张果 +852-2860 7141
副总裁
guo_zhang@ccxap.com

胡辰雯 +852-2860 7120
评级总监
elle_hu@ccxap.com

客户服务

香港 +852-2860 7111

本文为 2024 年 9 月 19 日发布的 Rating Methodology for Sovereign 的翻译版本，如中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，请以英文版本为准。

评级方法概述

评估主权信用有3个关键评级因素，即基础实力、制度实力和系统风险。每个因素都将考虑定性和定量因素。除使用历史数据外，中诚信亚太还纳入了对主权政府未来表现的合理预测。

首先，中诚信亚太将通过考虑定性和定量因素，对一个国家或地区的基础实力和制度实力进行评分。对基础实力的评估考虑经济实力、财政实力和对外偿付实力，而对制度实力的评估则考虑政治稳定性、政府效率和法律法规。然后，根据基本实力和制度实力的评级矩阵得出基础信用等级。之后，基础信用等级将根据系统性风险评估进行调整。

下表列出了评估主权信用的 3 类评级因素及其子因素：

一级指标	二级指标	三级指标	四级指标
基础实力	经济实力	国民收入	名义 GDP
			人均 GDP（PPP）
		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、经济增长潜力等
	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
		债务率	一般政府债务/财政收入
		调整因素	政府债务结构、政府融资便利性等
	对外偿付实力	国际收支均衡	（经常账户余额+净 FDI）/GDP
		外债偿付能力	货币地位及短期外债/外储
		调整因素	NIIP、汇率制度、融资渠道及便利性等
制度实力	政府制度	政府效能	政府有效性
			基础设施完善性
		政治稳定性	政治稳定性和杜绝暴力
			安全程度
		法律法规	控制腐败
			产权保护
		调整因素	政府战略及执行力、信息透明度、突发政治事件可能性、违约历史等
系统风险	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
	ESG 风险	ESG 风险	环境、社会、治理因素

本评级方法是评级的概括性指引，但并未详尽描述中诚信亚太在其评级考虑中可能使用的所有因素。因此，映射评级结果可能与每个评级主体的最终评级并不一致。

评级决定因素

本节将详细讨论评级因素和子因素，包括这些因素的基本原理和衡量方法，以及对评级的影响。

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，中诚信亚太首先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。

(i) 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（地区）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。

(ii) 经济增资趋势

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+2 周期的平均数据，而实际 GDP 增长率变化则使用了 t-8 至 t+1 周期的标准差数据。

(iii) 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生平，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通货膨胀波动性对经济稳定性进行判断。通货膨胀率（CPI）通常被政府作为衡量金融工具有效性的指标，也是衡量过度需求压力及供给冲击的重要指标。为了进行更为长期的判断，中诚信亚太衡量通货膨胀波动性使用了 t-9 至 t 周期的标准差数据。

(iv) 调整因素

调整因素主要包括经济结构多样性和经济增长潜力等。

- 经济结构多样性是衡量一国经济稳定及可持续发展的重要因素。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。
- 经济增长潜力的主要影响因素包括该国家（地区）的人口结构、技术变革等。人口结构与经济发展存在密切联系，人口结构的变化如老龄化、移民、人口负增长等问题将影响一国（地区）经济的长期发展趋势。

此外，科学技术是知识形态的生产力，在当代生产力发展中起着决定性作用，技术进步已成为推动经济增长的首要因素。

(2) 财政实力

考虑基础实力的第二个分项指标是财政实力，财政实力是政府基础实力的直接表现，而财政收入是政府偿还债务资金的主要来源。中诚信亚太对政府的财政实力进行深入分析，目的是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。

(i) 赤字率

根据历史经验，财政赤字是影响主权国家偿债能力的重要指标，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。赤字率的衡量方式为一般政府财政余额/GDP，是国际通用的衡量财政赤字率的指标。一般认为，3%的赤字率是警戒线，超过 3%的赤字率会增加政府的财政负担，削弱政府的偿债能力。

(ii) 债务负担

债务负担的衡量方式为一般政府债务/GDP，中诚信亚太认为该指标是衡量财政实力的基础指标。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。一般情况下，债务负担较大的国家（地区）偿还债务的压力较大，通常需要依靠不断借新债还旧债才能满足政府支出。

(iii) 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；此外，政府利息支出状况能够反映政府短期债务偿还压力，利息支出较高的国家（地区）的短期偿债压力较大，对政府的财政实力有负面影响。

(iv) 债务率

在债务水平确定的情况下，政府收入越多，潜在的用于偿还债务的资金就越多，政府偿还债务的能力就越强。中诚信亚太衡量政府债务率的指标是一般政府债务/财政收入，该指标越低说明政府收入相对于债务较高，财政实力较强。

(v) 调整因素

影响财政实力的调整因素主要包括政府债务结构和政府融资便利性等。

- 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，长期债务的偿还压力较小，因此短期债务占比较高的国家（地区）财政实力相对较弱。由于外资在出现动荡时更容易撤离，因此政府外债占比较高的国家（地区）更容易出现流动性危机，导致政府财政实力受损。此外，政府债务中的外币债务占比是考量政府债务结构的重要因素，由于本币相对容易获得，本币债务对一国（地区）造成的财政负担较小，但部分国家获取外币的渠道受限，外币债务占比过高将影响其财政实力。
- 政府融资便利性对于政府债务的存续具有重要意义，在当今社会，普遍而言，一国（地区）政府债务将持续存在，使得该国（地区）政府拥有持续不断的再融资需求。而一般情况下，政府融资越便利，其再融资能力就越强，债务偿还压力就相对有限。

(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。中诚信亚太主要考虑国际收支均衡情况以及其外债偿付能力，从而对一国（地区）的对外偿付实力做出评判。由于发达国家和发展中国家的偿付方式及来源不同，中诚信亚太将发达国家和发展中国家分为两套体系，其中发达国家侧重考虑其货币地位；发展中国家则侧重考虑其短期外债偿付能力。

(i) 国际收支均衡

在衡量一国（地区）国际收支情况时，中诚信亚太主要以（经常账户余额+净外商直接投资）/ GDP 衡量一国（地区）的国际收支均衡。其中经常账户是一国（地区）国际收支的主要组成部分。如果一国（地区）出现经常项目顺差，则意味着由于有商品、服务、收入和经常转移的贷方净额，该国的国外财产净额增加。而一国（地区）出现经常项目赤字意味着进口货物及服务总额大于出口货物及服务总额。外国直接投资（FDI）是现代的资本国际化的主要形式之一，是指在投资人所属国以外的国家所经营的企业拥有持续利益的一种投资，跨国公司是 FDI 的主要形式。如果一国（地区）经常性收支长期出现赤字或在一段时间内赤字出现爆发式增长，若无外商投资的支持，将会导致外债的增加，降低该国（地区）的对外偿付实力。

(ii) 短期外债/外储

短期外债占外储的比例是考虑一国（地区）外债偿付能力的重要指标。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，尤其对于货币地位较低的国家来说，充足的外汇储备将对其外债偿付提供保障。

(iii) 货币地位

一国（地区）的货币国际地位对于其对外偿付起到关键性作用。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，有助于提高其对外偿付实力。作为国际储备的货币资金具有较高的流动性，即这些资产是国际通用的，并且政府随时可以用于国际支付或干预外汇市场。

(iv) 调整因素

影响对外偿付的调整因素主要包括国际投资净头寸（NIIP）、汇率制度、融资渠道及便利性等。

- NIIP 是一个国家的私营和公共部门拥有的外国资产价值减去外国人拥有的国内资产的价值，是一国（地区）国际收支体系的重要组成部分。当一个国家的对外债权债务净头寸为正数时，称其为净债权国。如果一国的对外投资是以直接投资、私人性质的证券投资和其他投资为主体，那么它的债权国地位可以称之为“私人债权国”地位；如果一国的对外投资是以储备资产或官方贷款为主要形式，则债权国称为“官方债权国”。净债权国对外资产充足，多数为发达国家，可从他国（尤其是高速发展的新兴经济体）的经济增长中受益。
- 汇率制度是指一国（地区）或国际社会对于确定、维持、调整与管理汇率的原则、方法、方式和机构等所做出的系统规定。按照汇率变动的幅度，汇率制度通常被分为固定汇率制、中间汇率制和浮动汇率制。中诚信亚太将考虑该国（地区）汇率制度的完善性以及该汇率制度对其当前经济发展阶段的适应程度，评估其汇率体制的有效性以及金融系统的稳定性。
- 融资渠道及便利性是指一国（地区）的政府、金融机构和企业在国际市场上筹集资金的能力，优化融资结构、拓展融资渠道有助于一国（地区）获取资金的持续性和稳定性，同时，一国（地区）的金融中心地位也将提升其融资的便利性，对其偿付实力提供支撑。

2. 制度实力

(1) 政府制度

政府制度对存续期债务的履约起到至关重要的作用，主要考量政治效能、政治稳定性和法律法规等因素。

(i) 政府效能

政府效能包含政府效率和基础设施完善性两个部分。政府效率能够反映政府的工作效率和执政能力，是政府出台合理政策顺利实施的有效保证。政府效率是指政府从事公共管理过程中以较低的成本、较少的资源实现政府最优产出，达到预定行政目标的水平和能力，对政府战略规划和实施极为重要。中诚信亚太对政府效率的衡量参考了世界银行发布的全球治理指数（World Governance Index）。较高的政府效率能够促进经济增长，对契约的尊重程度更高，对债务的控制能力较强，从而意味着更低的违约率。同时，完善的基础设施既能体现一国（地区）政府强大的工作能力和良好的历史积累，也有利于政府提高政府政策的通达性，提高政府运作效率。中诚信亚太对基础设施完善性的衡量则参考了世界经济论坛发布的全球竞争力指数（The Global Competitiveness Index）。

(ii) 政治稳定性

政治稳定性对存续期债务的履约起到至关重要的作用。政治稳定性是指政治系统保持动态的有序性和连续性，是影响政府采取适当措施偿还债务的能力的重要因素，主要包含政治稳定性和杜绝暴力以及安全程度。政治稳定性和杜绝暴力指的是政府因为违宪或暴力手段而丧失稳定的可能性，在政府出现丧失稳定性的危机时，将严重影响政府的偿债能力，中诚信亚太对政治稳定性和杜绝暴力的衡量参考了世界银行发布的全球治理指数。安全程度主要衡量一国（地区）的犯罪率、自杀率、破案情况等，较高的安全程度是政治稳定的重要保障，中诚信亚太对安全程度的衡量参考了世界经济论坛发布的全球竞争力指数。

(iii) 法律法规

法律法规是对存续期债务的履约的重要保障。法律法规包含控制腐败和产权保护两个部分。严重的腐败一方面影响了一国（地区）法律法规的执行并降低政府的可信度，另一方面对政府征税、吸引投资等方面有负面影响，进而影响政府的偿债能力，中诚信亚太对控制腐败的衡量参考了全球治理指数。产权保护是经济发展的重要基础，也是法律法规的重要体现。良好的产权保护有助于维护营商环境、激发企业活力，保证一国（地区）可持续发展，中诚信亚太对产权保护的衡量参考了全球竞争力指数。

(iv) 调整因素

影响制度实力的主要因素还包括政府战略及执行力、信息透明度、突发政治事件的可能性以及违约历史等。

- 政府战略是为实现国家总目标而制定的总体方略。政府需要是依据国际国内情况，综合运用政治、军事、经济、科技、文化等国家力量，筹划指导国家建设与发展，维护国家安全，达成国家目标。中诚信重点关注一国（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。
- 信息透明度方面，中诚信亚太主要衡量一国（地区）政府及其他相关数据的丰富性、可得性、及时性和准确性。较低的信息透明度导致外界乃至一国（地区）自身对于政府运行和经济发展状况理解程度较低，影响决策效率和有效性，不利于一国（地区）的发展，也不利于政府在市场进行融资活动。
- 突发政治事件的可能性主要衡量的是一国（地区）在当前环境下短期内出现极端政治冲突的概率。在当今全球局势下，部分国家（地区）政局较为稳定，但其内部政治分歧明显，或突然出现军事政变、政治清洗等政治事件，进而严重影响其政治稳定性和政府效能。
- 违约历史方面，中诚信亚太认为，一国（地区）的历史违约记录部分反映了其对偿债的重视程度，并以最近 30 年作为观察期。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。基于此，从声誉理论的角度来看，如果一国重视自己的声誉，有助于提高其在国际资本市场上获得无抵押贷款的能力。因此，没有违约历史的国家，不会轻易选择违约。

3. 系统风险

系统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。中诚信亚太对系统风险的分析主要包括金融系统风险、地缘政治风险和 ESG 风险等，对于风险很高的国家（地区）的评级进行子级调整。

(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（资本充足率、不良贷款率、资产收益率）、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。具体来看，金融监管和政府对金融系统的干预/支持力度均反映了政府对金融体系的建设及监督力量，不同的监管政策会导致不同的风险暴露，可能带来不同的影响。此外，在众多国家（地区）中，银行业是金融系统的重要组成部分，因此从资本充足率、不良贷款率和盈利水平来考察银行系统稳定性尤为重要。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。中诚信亚太以地理环境作为基础，从历史、政治、军事、领土等方面综合考察一国（地区）与周边国家（地区）的地缘政治关系，着重考虑地缘冲突、宗教文化冲突、领土纠纷和大国博弈等问题。

(3) ESG 风险

ESG 是环境（Environmental）、社会（Social）及治理（Governance）的简称。随着 ESG 理念成为全球共识性，其对于主权信用的影响日益凸显。中诚信亚太综合考虑环境、社会及治理相关的风险将给一国（地区）的主权信用造成负面影响。其中，环境因素包括低碳转型、气候风险、污水垃圾处理等；社会因素主要包括人力资本、人口结构及社会趋势、健康与安全等；治理因素主要包括政府架构、政策的可信度及有效性、预算管理等。

假设及局限性

中诚信亚太评级中的前瞻性预测都假设宏观经济环境与我们的预测相符，不会出现如自然灾害及战争等意外变化。

中诚信亚太评级中包含对受评主体未来表现的合理预测，而这些预测数据主要是通过我们的前瞻性模型从历史信息中得出的。一些情况下，预测可能以不能披露的保密信息为基础。并且，往往也会参考行业趋势、竞争对手的行为及其他因素。无论是何种情况，我们对未来的预测不可避免的存在不准确的风险。因此，多数情况评级模型指示的级别不一定与受评主体的最终级别吻合。评级模型亦会包含一些定性评估因素，尽管中诚信亚太在评级时会通过客观且谨慎的机制进行评估，但特定情况下不可避免地会存在主观判断成分。因此，评级中可能出现某一因素的权重与评级模型建议的权重存在偏离的情况，特别是在受评主体违约或即将面临违约时。

同时，中诚信亚太假设评级中使用的数据真实、合法且不包含误导性陈述。评级依赖公开信息及受评主体和关联方提供的资料。中诚信亚太不保证信息的完整性和真实性，在某些情特定情况下仍然可能因受评主体的提供资料的延迟而未能及时地反映受评主体的信用风险。

此外，评级结果最终由信用评级委员会讨论决定，而判定有赖于各专家委员的经验判断，各专家委员在做出自身的判定结论时往往都会考虑超出评级模型范围的更多因素。因此最终评级结果可能与评级模型指示的结果存在差异。

本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室

网站：www.ccxap.com

邮箱：info@ccxap.com

电话：+852-2860 7111

传真：+852-2868 0656