

## ◆ 专题研究

# 标准普尔主权评级方法

张斌/编译

主权信用评级是信用评级机构对一国中央政府作为债务人履行偿债责任的能力和意愿的预测，是对主权国家的政治、经济和信用状况的综合评价。标普在主权评级中的主要考虑的是政治风险、经济结构和发展前景、财政弹性、货币弹性以及外部金融等五个方面。标普认为主权评级的分析变量是相互关联的，对于不同的主权国家和事件，分析变量的权重也不是固定的。

## 一、主权评级方法论

针对各个评级因素的特点，标准普尔又细分出许多个子因素或指标对评估进行完善。标普采用1分（最强） - 6分（最弱）的打分制对各子因素进行打分，并通过对各子因素得分等权重加权平均得出最初的指示性评级，然后再根据最多优先级因子对指示性评级进行调整，得出最终评级结果。

表1：标准普尔主权评级要素评估

主要评级要素	要素评估
制度有效性	政治评估
经济结构以及增长预期	经济评估
外部流动性以及国际投资头寸	外部评估
财政弹性以及财政状况，以及财务负担	财政评估
货币弹性	货币评估

资料来源：标准普尔主权评级方法

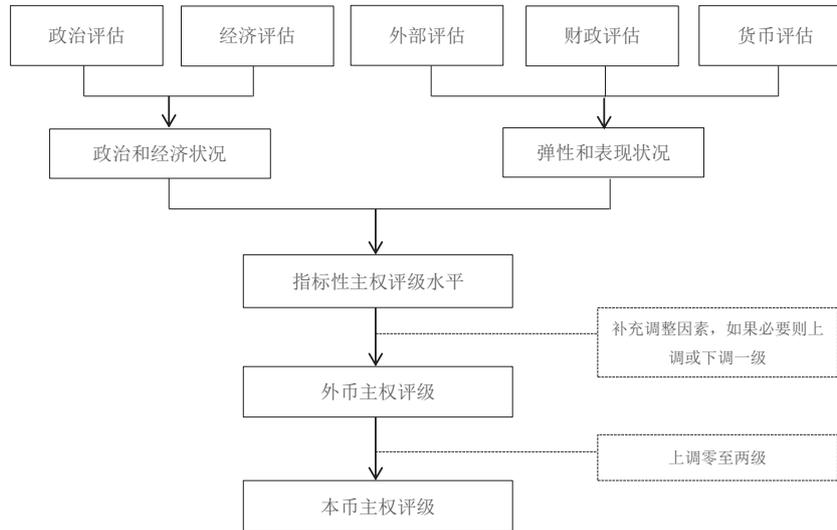
在主权评级过程中，政治评估和经济评估结合形成一个主权的“政治和经济状况”，同时外部评估、财政评估和货币评估形成“弹性和表现状况”。

“政治和经济状况”反映了一个国家经济的韧性、国内体制的优点和稳定性以及决策

的有效性。“政治和经济状况”的得分是政治评估得分和经济评估得分的平均值。

“弹性和表现状况”反映政府的财政平衡和债务负担的可持续性，“弹性和表现状况”的得分是外部评估得分、财政评估得分和货币评估得分的平均值。

图1：标准普尔主权评级框架图



资料来源：标准普尔主权评级方法

根据“政治和经济状况”和“弹性和表现状况”可以确定指示性主权评级水平（级别的评定如表2）。

表2：指示性主权评级水平

		体制与经济状况											
		类别	优秀的	极度强	非常强	强	较强	中等	较弱	弱	非常弱	极度弱	差
类别	评级	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	
弹性及 绩效状 况	极度强	1-1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
	非常强	1.8-2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	强	2.3-2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
	较强	2.8-3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
	中等	3.3-3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
	较弱	3.8-4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
	弱	4.3-4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
	非常弱	4.8-5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
极度弱	5.3-6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-及以下	b-及以下	

注：“ccc+”“ccc”“ccc-”，和“cc”级别的给定需根据《“ccc+”“ccc”“ccc-”，和“cc”评级方法》给定

资料来源：标准普尔主权评级方法

在没有补充调整因素的情况下，主权外币评级可能在给定指示性主权评级水平的基础上上调/下调一个子级。

主权外币评级与指示性评级水平的差异可能超过一个子级，如果符合以下一个或多个特点。这些补充调整因素是基于前瞻性分析。这些补充调整因素很重要是因为即使在其他因素保持不变的情况下，信用风险的某些因素会主导整体信用。负面的补充调整因素的主导地位是基于标普认为负面的补充调整因素危及债务清偿能力超过积极因素对信用的提升。

- 外部流动性极度疲软；
- 财政债务负担极高；
- 政府流动金融资产非常大；
- 制度风险和高债务负担非常高；
- 风险事件。

标普确定一个主权本币评级比外币评级高零到两个子级。主权本币评级可以高于主权外币评级是因为本币信用是由主权政府在境内所具有的独特权利所支持，包括发行本币债券和通过监管控制国内的金融体系。当一个主权国家是货币联盟的成员，或者使用另一个主权国家的货币，那么该国的本外币评级是一样的。

## 二、主权评级要素论述

对于五个要素的分析是基于一系列定性和定量的元素组合。

### 1. 政治评估

政治评估包括分析政府制度和决策如何通过提供可持续的公共财政，促进均衡的经济增长和应对经济或政治冲击来影响一个主权信用的基本面。

政治评估的主要因素如下：

- 国家决策和政治制度的有效性、稳定性和可预见性；
- 国家制度、数据和流程的透明度和问责制，以及统计数据的范围及可信用度；
- 国家还债记录；
- 外部安全问题（潜在的调整因素）。

表3包含了政治评估各级水平的期望特点，尽管政府可能只是表现出大多数特点而不是全部。最后，在还债记录和外部安全风险的基础上，主权政治评估的最终结果可能比初步评估低。

表3：主权国家政治评估

以1-6的评分体系来衡量。下表列出的得分1-6（强到弱）的具体评估因素		
得分	主要评估因素：决策和政治制度的有效性、稳定性和可预测性	次要评估因素：制度、数据和过程的透明度和可靠性
1	<ul style="list-style-type: none"> <li>●积极制定政策、此前在应对经济金融危机及促进经济增长方面拥有的记录；</li> <li>●有能力和意愿实施改革，以确保公共财政的长期可持续性；</li> <li>●制度和政策保持稳定的可能性很高，确保了未来应对危机的举措具有可预见性。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●制度上存在广泛的制衡；</li> <li>●公正地执行合同，尊重法治；</li> <li>●信息在社会上自由流动，公开辩论政策的决定；</li> <li>●公共财政数据和统计信息及时可靠。</li> </ul>
2	<ul style="list-style-type: none"> <li>●与1相比存在以下某种情况：</li> <li>●政策大体上有力，实现公共财政可持续和经济平衡增长，但该记录的时间较短；</li> <li>●实施改革的能力稍弱，受缓慢或复杂的决策过程拖累；</li> <li>●政治环境或制度框架发生变动，给实现公共财政长期可持续发展的能力带来不确定性。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●制衡机制大体有效；</li> <li>●公正地执行合同，尊重法治；</li> <li>●信息在社会上自由流动，公开辩论政策决定；</li> <li>●公共财政数据和统计信息大体上及时可靠。</li> </ul>
3	<ul style="list-style-type: none"> <li>●近年的决策大体有效，促进可持续的公共财政和平衡的经济增长。但由于政府变动，或者社会经济或重大长期财政挑战引起的潜在不稳定影响，政策存在变化可能。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●制度上制衡还在发展中；</li> <li>●基本上执行合同，基本尊重法治；</li> <li>●信息在社会上自由流动，但是部分政策决定未完全公开辩论；</li> <li>●与1和2相比，统计信息及时性可能不足，数据可能经历大幅修正。</li> </ul>
4	<p>以下任意一种情况</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●政策的选择可能会削弱对可持续公共财政和经济平衡增长的支持；</li> <li>●由于高度的中央集权和大多数人参与政治和经济意愿的增强引起的风险以及不确定的权利交替，使得对政策的可预见性下降；</li> <li>●国内社会道德、种族和阶级矛盾，犯罪率上升，以及对于社会优先的政策回应能力的下降。然而，社会巨变可能性小。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●比3相比，在制度、合同执行和对法治的尊重方面有更多的考虑和不平衡；</li> <li>●政治制度干扰信息的自由传播、数据的空白或是报道延迟使得透明度相对较差。</li> </ul>

5	<p>以下任意一种情况</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●政策选择有可能会削弱维持公共财政可持续性和债务偿还的能力和意愿；</li> <li>●政治制度的高度风险，可能包括国内部分人口更多的参与政治和经济的需求而导致的国内矛盾，或是由于严重的道德和宗教挑战导致政治制度的合法性问题；</li> <li>●由于两个极端政治格局、高度中央集权或是不确定的权利交替导致未来的政策无法预测；</li> <li>●受损的公民社会有着困难的道德、种族或社会矛盾，高犯罪率，和政治制度对于社会优先的政策回应能力的下降。社会巨变的可能性上升。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●不保证合同的执行和对法治的尊重；</li> <li>●受以下因素中任意一个影响，导致信息透明度受损：中高程度腐败、实质性的数据空白、政治制度严重干扰信息的自由传播。</li> </ul>
6	<ul style="list-style-type: none"> <li>●政治制度弱，导致在承压时期政策的不确定，包括及时偿还债务的能力和意愿的下降；</li> <li>●有着明显的政治制度崩溃的可能性，包括严重的而国内矛盾；</li> <li>●陷入困境的公民社会：尖锐的道德、种族或是阶级矛盾；政治制度无法也无意愿回应社会优先；社会巨变危险显现。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●不保证合同的执行和对法治的尊重；</li> <li>●受以下多个因素影响，导致信息透明度受损：高程度政治机构腐败、实质性和经常性的数据空白、压制数据和信息的自由传播。</li> </ul>

根据以下因素对初始得分进行调整后得出政治得分：  
政府的偿债记录：偿债记录差的政府政治得分为“6”。  
外部安全性风险：如果该国内存在战争风险，但预期3-5年内不会发生，则该国政治得分比初始得分低1-2级。  
外部机构对决策影响：若外部机构的支持有助于改善该国的决策，则其政治得分较初始得分高1级。相反，若外部机构所设的限制削弱了该国的决策，则其政治得分较初始得分低1级。

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

对于这些因素的评估可能会使用外部资料，如来自于世界银行和国际货币基金组织。

### (1) 决策、政治机构和公民社会的有效性、稳定性和可预见性

评级方法对政策制定、政治机构和公民社会的有效性、稳定性和可预见性的分析是建立在以下基础上的：

■国家过去对政治、经济和金融危机的应对，维持谨慎的决策以及保持经济平衡增长的记录；

■对整体政策框架和发展的预测；

■政治制度实际或潜在的挑战；

■公民社会的凝聚力。

有效的决策和稳定的政治制度，能使政府有能力应对经济压力并且纠正经济不平衡问题，也能保持长期可持续发展并且制止国家信用迅速恶化。平稳、合理的制度设置一般在某种程度上能对未来决策走向有一定的预见性，甚至在具有竞争关系的政党交替执政的过程中。相反权利高度集中、政治制度的潜在或实际的风险会影响到制度的稳定性，从而导

致政策的不断变动并且最终影响国家信用。对政治制度面临挑战的风险分析是建立在内部政治矛盾的基础上的。

## （2）制度、数据和处理过程的透明度和问责制

制度、数据和流程的问责制和透明度主要建立在以下分析的基础上：

■ 制度之间的制衡；

■ 一个国家对于腐败的认知水平，与机构的问责制有很强的相关性；

■ 无偏差的执行契约以及对法治的尊重（特别是产权）与对债权人和投资者利益的尊重密切相关；

■ 统计机构和媒体的独立以及数据的真实性是度量信息透明度和可信度的标准。

最后一点包括对国民收入账户、财政账户、货币信息、公共企业账户、国际收支和国际投资头寸等数据质量和一致性的评估。因此，当有明显的数据修正、数据空白或是数据不一致时，评级方法需要解释这些问题。

机构的透明度和问责制很少直接与国家信用相联系是因为这加强了政治制度和政治框架的稳定和可预测性。此外，这也提高了信息的可靠性和准确性，有利于及时了解国家的决策的变动或与主权信用相关的风险。

## （3）主权国家偿债记录

初始政治评估的第一个潜在调整因素与偿债记录相关。债务违约意愿是分析主权国家信用的一个重要考虑因素，因为债权人只有有限的法律援助。其原因是，一个主权国家可以在有能力履行偿付义务时违约。

在标普认为主权偿债记录是信用风险的情况下，整体机构评估不能超过6。对于这种情况，一个主权国家通常有一个或多个以下特点：

■ 严重并且持续的拖欠官方双边债务，债权人为国外的政府或是国有企业；

■ 公开质疑由前任统治者签订的债券的合法性（恶债）；

■ 在债务违约后没有实际性的政策改变。

违约会导致国家的经济衰退以及公众对政策的怀疑，从而影响政治稳定性。公众的不信任越严重会使得达成经济政策的共识更为困难，因此，可能会进一步的违约。但历史证明，虽然会经过较长的时间，但国家可以从一连串违约行为中解脱。

#### (4) 外部安全风险

初步政治评估的第二潜在调整因素涉及地缘政治/外部安全风险，包括源于冲突或与周边国家的紧张关系的战争或战争的威胁。当有一个长期存在的战争风险，但这种风险不会在未来2到3年内爆发，政治评估会下调一到二级，取决于该风险对实体经济、财政支出和外部性能的潜在影响。然而，当这些风险是迫在眉睫或迅速攀升，它会影响整体评级。

## 2. 经济评估

国家主权债务违约的历史表明，一个富有的、多元化的、市场化的、具有弹性的经济体，再加上一个持续的经济增长的记录，能够为国家提供强大的收入基础，增强其财政和货币政策弹性，并最终提高其债务承受能力。

主权国家经济评估的主要因素：

- 收入水平；
- 增长前景；
- 经济多元化和波动情况。

标普根据国家的收入水平（按人均GDP计算）来确定初步经济评估。然后，根据国家的经济增长前景或其潜在的经济集中度和波动进行最多两级的正向或负向的调整。

表4：主权国家经济评估的调整因素

正面调整	负面调整
<p>以下因素可以将初步经济评估上调一级：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 在相同人均GDP水平分类中，持续高于平均经济增长率（按实际人均GDP增长趋势计算）。</li> </ul>	<p>以下每一个因素可以将初步经济评估下调一级：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 在相同人均GDP水平分类中，持续低于平均经济增长率（按实际人均GDP增长趋势计算）</li> <li>● 经济的增长主要来自于储蓄性机构对本国非政府部门信贷的大幅增长和经过通胀调整后的资产价格的大幅增长，显示潜在的信贷资产泡沫；</li> <li>● 经济波动大或集中度高，如过度依赖于单一的行业（占GDP的20%以上）。但如果初始评估已将为“5”或“6”，或是政府有大量的流动资产去缓解这种冲击（政府资产净头寸超过GDP的50%），则不需进行调整。</li> </ul>
<p><b>在以上因素的合成效应的基础上，至多可以上调或下调二级</b></p>	

附注：\*如果一个国家的人均GDP在2个评估类别之间波动（特别是低于最近临界值的10%之内），那么经济评估将根据标普对该国下一年的人均GDP的预测进行提高或降低。

\*这个调整因素是通过BICRA方法进行衡量。

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

## （1）收入水平

人均GDP是标准普尔最突出的衡量收入水平的指标。人均GDP较高的国家具有广泛的潜在税收和资金基础，其信用一般会更好。经济评估是利用当年国家统计的人均GDP（转换为美元）来确定的。更新“主权评级标准的人均GDP临界值”，提供了最新的人均GDP的范围划分，用于获得初步的经济评估（表4）。如果一个国家的人均GDP在2个评估类别之间波动（特别是低于最近临界值的10%之内），那么经济评估将根据标普对该国下一年的人均GDP的预测进行提高或降低。

## （2）经济发展前景

如果经济发展前景比同等人均国内生产总值的国家好或差，一个主权国家的评估可以上调或下调一个级别。经济增长的主要指标是实际人均GDP的趋势增长。“趋势增长率”是指在一段较长的时期里可以持续的GDP增长率（换句话说，不产生通胀压力，资产泡沫，或其他经济混乱）。

为了形成表4中趋势增长的测算，标普采用一个国家的10年的实际人均GDP平均增长率，这通常包括至少一个经济周期。更具体地说，实际人均GDP的趋势增长是六年的历史数据、当年的估值以及未来三年的预计值的平均。过去一年的值、今年的估值以及预测的年份的权重极大，而前几年分配一个较低的权重以避免当一个例外的年份的值与10年平均价值相差太大而导致平均值明显的下将或增加。如果选定的时期（10年）没有充分覆盖该国的观察到的经济周期，趋势增长用最近的经济周期进行调整。

标普的估计和预测来自于对政府预测的分析、国际货币基金组织和其他来源，用于确定可能会导致未来增长与历史趋势相比出现变化的主要因素。

标普最近的人均GDP的估值区间是：大多数初步经济评估为“1”和“2”的国家的GDP年增长率在0.3% -1.5%之间；初步经济评估为“3”或“4”的，年增长率为1%-4%；初步经济评估为“5”或“6”的，年增长率为1.5%-5.5%。标准普尔定期更新这些区间。增长率在区间临界点上下的主权国家将在初步评估的基础上分别作出正向或负向的调整。对于资源型经济体而言，名义经济增长率可能是一个更好的衡量繁荣和资源的指标，经济财富（人均GDP至少是初始评估为“1”的临界值的1.5倍）可以大大减少潜在风险，那么就不需要进行负面调整。

一个主权的经济评估将比初始评估低一个级别，如果GDP的增长主要是由国内非政府部门的储蓄机构的信贷增长和经过通货膨胀调整后资产价格的持续增长推动的，这表明潜在的、脆弱的、由信贷推动的资产泡沫。标普认为，主权信用尤为突出的风险是外部融资为主导的信贷增长。标普根据在BICRA<sup>1</sup>方法对这个因素进行衡量。

<sup>1</sup>BICRA: Banking Industry Country Risk Assessment.

### （3）经济多样性和波动性

最后，有着显著的经济集中度和波动性的国家的经济评估会比初步评估差一级。但如果国家的初步经济评估是“5”或“6”或是政府GDP的50%或更多是净资产头寸，那么波动性的影响会减弱。

## 3. 外部评估

外部评估反映了一个国家从国外获得必要的资金来偿还公共和私营部门对非本国实体的债务的能力。外部评估是指所有国内实体（公共和私营部门）相对非本国实体的交易和头寸，因为正是这些资金流动与存量会影响国家的竞争力、汇率发展、外国投资者的情绪，并且最终影响该国的国际采购能力和还款能力。

三个因素决定一个国家的外部评估：

■ 国家货币在国际交易中的地位；

■ 国家的外部流动性，这是国家经济获取必要的外汇去支付其公共或私有部门对非本国实体的债务的能力的衡量指标；

■ 国家的外部头寸，这显示本国居民的资产和负债水平（以本币或是外币折算）与全球其他国家的比较。

### （1）本国货币在国际贸易中的地位

外部评估的第一步涉及到主权货币在国际交易中使用的程度。标普给予控制着“储备货币”或“活跃的交易货币”的主权国家更好的外部评估。这些主权国家有一个共同的属性：他们的货币被广泛的使用在境外的金融交易中。标普对控制“储备货币”的主权国家和“活跃的交易货币”的国家的定义区别如下：

■ 根据国际货币基金组织“官方外汇储备货币构成”的报告的定义，控制“储备货币”的国家，其货币被分配超过全球外汇储备的3%。在经济紧张时期，对于这些主权国家的债券需求往往会增大（所谓的安全投资转移）。

■ 根据国际清算银行（BIS）的报告，一个控制“活跃的交易货币”的主权国家，其货币在全球外汇市场成交量中超过1%。

对于控制储备货币或活跃交易货币的主权国家，分析的重点是外债的衡量，定义为狭义的净外债与经常账户收入之比。

对于其他国家来说，标普通过国家外部评估和外部流动性分析来得出他们的初步外部评估。

## (2) 外部流动性

标普对于外部流动性的主要衡量指标是外部融资总需求与经常账户收入总和和官方可用外汇储备之和之比。

表5中的外部融资总需求是当年的估值和未来两年到三年的的预计值的平均。标普预测一个国家的外部融资总需求首先通过回顾该国国际收支和国际投资头寸的历史，同时参考政府、中央银行、国际货币基金组织以及独立的经济学家所做的预测。其次，标普还根据该国预期进出口情况、外债结构以及国际收支平衡的其他组成部分等信息，独立测算一个主权国家的外部融资总需求。当有一次性项目使得平均值失真，评估基于根据一次性项目进行调整的未来外部流动性水平。

## (3) 外债

标普对国家外债最重要的衡量是狭义净外债与经常账户收入之比。“狭义的净外债”的计算从总外债中扣除官方外汇储备、公共部门外部流动资产和所有金融资产<sup>2</sup>。

主权国家的外部评估可以根据在表中列出调整因子对初始外部评估进行正向或反向最多三级的调整。

表5：主权国家外部评估

下表列出的得分1-6（强到弱）的具体评估因素							
		控制储备货币的国家	控制活跃的交易货币的国家	其他国家以外部流动性衡量			
				外部融资总需求 / (CAR+可用外汇储备)			
				<50%	50-100%	101-150%	>150%
国家外部负债的计算： 狭义外部净负债（资产）/CAR	<50%	1	1	1	1	1	1
	(50)-0%	1	1	1	1	2	3
	1-50%	1	2	1	2	3	4
	51-100%	2	2	2	3	4	5
	101-150%	2	3	3	4	5	5
	151-200%	3	4	4	5	5	6
	>200%	3	4	5	6	6	6

<sup>2</sup>狭义的境外债的计算：公共和私有部门从非本国居民借得的本币和外币债务减去官方储备减去公共部门非本国国民的流动性减去金融部门对非本国实体的借款、存款和投资。

正面调整	负面调整
<p>以下各个因素将提高初始等级一级：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 国家显示出很强的外部净头寸。国际投资净头寸持续超过狭义净外债达CAR的100%。这反映了国家明显的外部股权资产的净头寸或是明显的非金融私营部门资产的一部分具有很强流动性；</li> <li>● 控制活跃交易货币的国家处于持续的经常账户盈余。</li> </ul>	<p>以下各个因素可以下调初始等级一级：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 外部融资情况明显恶化：（1）金融部门和非金融公共企业的融资情况恶化；（2）公共企业面临实质性的外部融资风险；（3）官方融资可行性有严重下降的可能；（4）非本国具名存款严重流失的可能；（5）外商直接投资和股权投资严重减少的可能性；</li> <li>● 国家显示明显的贸易波动基单一的出口（包括商品出口国），除非这个国家有巨大的外部资产净头寸来弥补这种波动；</li> <li>● 国家负债比率较低，但反映发债受限制；</li> <li>● 国家统计数据不一致；</li> <li>● 控制活跃交易货币的国家有着长期的经常账户赤字（超过CAR的10%）或是有大量外部短期负债（超过CAR的100%）。</li> </ul> <p>以下因素可以下调外部初始评估两级：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 控制活跃交易货币的国家有很高的财政赤字（超过CAR的20%）。</li> </ul>
<p>在以上因素的净效应的基础上，可以对初始外部评估进行至多三级的调整</p>	

附注：初始评估值在临界点或是在临界点附近（在最近的临界值的10%之内），如果未来是提升趋势，则升至较高级别，如果未来是下降趋势，那么划入较低的级别。外部融资总需求/（CAR+可用外汇储备）的值在前两个等级中间，那么外部初始评估级别根据对于该值在两个等级中移动的动力是狭义外部净资产（负债）的变化还是CAR的变化

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

#### （4）对货币联盟成员的特殊考量

每个属于货币联盟的主权国家的外部评估基于该国的外部独立地位（利用表5）和联盟货币的实力。这是因为联盟的各个成员国家的外部流动性和资产负债的情况可能存在很大差异，即使他们共享共同的货币和共同的资本市场。当一个货币联盟成员显示大规模并且持续的经常账户赤字，联盟货币也没有汇率压力。

#### （5）官方融资的影响

主权国家参与一个官方项目，比如，国际货币基金组织项目，可能会对其外部情况的改善产生影响。成功的国际货币基金组织项目可以帮助一个国家的外部状况停止恶化或逐渐改进。

有外部融资压力的国家通常寻求国际货币基金组织和其他官方组织项目。项目提供的支持包括低成本的外部融资、可能解决压力源和改善基本面的策略以及各种形式的技术援助。然而，项目的实行并非总是成功的，在某些情况下，这些主权国家随后会发生债务违约。

## (6) 具有有限的外部数据的主权国家

一些主权国家没有足够的外部存量和流量数据为标准普尔应用前面描述的标准进行外部评估。这些国家在他们的管辖范围内主要使用另一个主权国家的货币作为法定货币（几个是离岸金融中心）。在外部评估所需数据无法收集的情况下，该主权国家的外部评估会按几个步骤进行：（1）确定一个初步评估，与控制货币的主权国家（东道国）的初始外部评估一致；（2）对初始评估进行负面调整，因为缺少外部数据无法有效指出高信用级别风险。

## 4. 财政评估

财政评估反映了国家的赤字和债务负担的可持续性。这种方法会考虑财政弹性、长期财政趋势和脆弱性、债务结构和融资方法、以及或有负债带来的潜在风险。标普将财政评估分为两个部分，“财政表现及弹性”和“债务负担”，分别进行评估。财政评估结果为两部分的平均值。

### (1) 财政表现和弹性

国家财政评估的初步评估基于一般政府债务与GDP之比。根据表6中列出的因素，可以对初步评估进行正面或负面的调整，最多2级。这些因素与政府的财政弹性、脆弱性以及长期趋势相关。

表6：国家财政状况和弹性评估

以1-6（强到弱）的评分体系来衡量						
政府债务与GDP之比变化	<0%	0%-3%	2%-4%	3%-5%	4%-7%	>6%
初始评估	1	2	3	4	5	6
正面调整因素			负面调整因素			
<p>以下每一个因素可以提高初始财政评估一级</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府拥有大量的流动性金融资产（政府流动性金融资产超过GDP的25%）；</li> <li>● 与同等发展水平国家政府相比，该国政府有更好的能力在短期内增加收入或是减少支出（大于GDP的3%）。</li> </ul>			<p>以下每一个因素可以降低初始财政评估一级</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 不可持续的、波动的收入基础可能会使得一段时期内的财政状况大幅提升。财政收入的一大部分（占收入的25%以上）来源是具有潜在的不稳定性的，如房地产和大宗商品；</li> <li>● 与同等发展水平国家相比，该国政府在短时间内增加政府收入的能力有限，可能因为该国的经济不规范，使得其在增加税收方面有困难；</li> <li>● 在基础服务和基础设施建设上有很大的缺口，很有可能会造成中长期的支出压力，在UNDP人类发展指数上会显示为“一般”或是“低”；</li> <li>● 为解决与居民年龄相关支出的中期财政压力。</li> </ul>			
<p>根据以上调整因素的净效应，可以将国家财政状况和弹性评估的级别上调/下调至多2级</p>						
<p>*在标普当年估值和未来两到三年预计值的平均的基础上。</p> <p>*国家政府负债的增加与GDP之比可能会对应两个等级，初始评估取决于政府财政表现趋势。例如，一个国家的平均的政府债务变化与GDP之比是2.9%，对应的初始级别是“2”或是“3”。如果赤字水平在这期间是处于下降状态，那么最终初始评估为“2”。如果趋势是上升的，那么就是“3”。</p>						

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

## 财务状况

标准普尔衡量政府的财务状况的关键指标是一年政府总债务存量的变化与当年GDP之比<sup>3</sup>。表6中的锚定评估是基于本年度的估计值和接下来的两到三年的预测值的平均。标普的本年度的估计值和未来的预测值是建立在政府自身和外部机构如国际货币基金组织的预测的基础上，通过必要的调整，以反映经济增长预测或或有风险。评级方法关注的政府层面是国家、地区和地方政府的综合。

### 财政弹性、长期财政趋势以及脆弱性

财政弹性为政府提供了缓解经济衰退或其他冲击的影响的回旋余地，并且最终帮助政府恢复财政平衡。主权国家的收入和支出弹性、财政脆弱性和长期趋势是评估的首要定性考量。财政弹性对初始财政评估的调整见表6。

### (2) 债务负担

债务负担评估反映了主权国家预期的债务水平。主权国家债务负担评估的基础因素是债务与GDP之比、利息支出与政府收入之比、债务结构和融资方法。这也反映了来自于可能变成政府负债的或有负债的风险。一般来说，债务负担不包括养老金和其他与年龄相关的福利的预期净现值，无论是对公务员、退役军人或大部分人口的而言。

国家债务负担因素需要与其他信用特征联系起来看，而不能单独决定级别。

表7：国家债务负担评估

以1-6（从强到弱）的评分体系来衡量						
		债务水平				
		广义政府债务净值占GDP百分比*				
广义政府利息支出占广义政府收入的百分比*		低于30%	30%-60%	60%-80%	80%-100%	>100%
债务成本	低于5%	1	2	3	4	5
	5%-10%	2	3	4	5	6
	10%-15%	3	4	5	6	6
	高于15%	4	5	6	6	6

<sup>2</sup> (年末政府债务-年初政府债务) / GDP

正面调整因素	负面调整因素
<p>对于净负债的主权政府而言，若标准普尔评估认为未来两三年内该国政府的再融资需要将由官方资金满足，则其债务得分较初始得分高1级。</p>	<p>对于净债务的主权政府而言，若满足以下条件中的至少两个，则其债务得分较其初始得分低1级别：总债务中超过40%的债务为外币债务，或者平均期限低于三年；非居民持续持有超过60%的中央政府的商业债务；债务偿付状况可能出现显著变化；居民银行部门资产负债表的很大一部分为中央政府负债（高于20%）。</p>
<p>或有负债的负面调整：</p>	
<p>若或有负债为“温和”，则其债务得分较调整后得分低1级，若或有负债为“高”，则低2级；若或有负债为“非常高”，则低3级。</p>	
<p>可根据以上调整因素的净效果对初始得分上调或下调最多3级，得出债务负担得分。</p>	
<p>注：</p> <p>*基于当年度预估值和未来三年预测值的均值；</p> <p>*基于当年年度预估值和未来2-3年的预测趋势</p>	

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

决定主权国家债务负担评估的因素的组合见表7，通过两个主要指标：政府负债水平和负债成本来得到初步评估。然后，在政府债券结构、融资方法和或有负债的基础上，初步评估可以有最多一级的正面调整或是最多三级的负面调整。

### 债务水平和债务成本

对主权国家债务水平的分析主要建立在以下两个测量基础上：

- 政府利息支出与政府收入之比，以及
- 政府净债务与GDP之比。

标普采用的政府净债务通常比国家自己定义的政府净债务更严格，因为它只从政府总债务中扣除最具流动性的金融资产。例如，以下罗列的资产是不被扣除：（1）由中央银行掌握的国际货币储备，通常用来满足国家的收支平衡的需要，而不是供政府使用；（2）由政府控股的公司的贷款或者投资；和（3）在国家承受压力的情况下，流动性可能受到损害的资产。因此，标普只扣除那些在国家承受财政压力的情况下，政府能即时使用于保持国家信用并且阻止违约的资产。无论是政府还是公共部门的统计数据通常都不包括中央银行。

### 融资和债务结构

当政府处于净负债状态，根据表7中的调整因素可以对初始评估进行调整

## 或有负债

或有负债是指有可能成为政府负债的债务，当其实质化的时候，会影响政府的信用。这些负债可能很难识别和测算，但他们通常可以分为三大类：

■ 金融机构或有负债（FICL），金融机构由国有和私有储蓄机构以及非储蓄金融机构组成；

■ 与公共部门非金融机构（NFPEs）相关的或有负债；

■ 预算外有担保关系的或有负债。

对或有负债的评估是通过对这些机构在困境中可能会致使政府产生直接支出的估算和排序进行。这种评估不包括与经济衰退相关而产生的成本。表8中给出或有负债的风险衡量（从“有限”到“非常高”）。需要注意的是，这部分中对不同或有负债的定性分析需与评级方法中的其他部分的定量分析相结合。

对于或有负债的分析可以分为以下几个步骤：（1）储蓄机构（银行）或有负债的计算；（2）由于来自非储蓄金融机构、非金融国有企业和其他或有负债的风险，银行的或有负债类别可能下调。

表8：国家或有负债评估

银行资产/GDP					
BICRA分类	<50%	50%-100%	100%-250%	205%-500%	>500%
1-6	有限	有限	有限	有限	有限至一般
6-7	有限	有限	有限	有限至一般	一般至高
8-9	有限	有限	有限至一般	一般至高	高至非常高
10	有限	有限至一般	一般至高	高至非常高	高至非常高

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

银行的或有负债。标普通过将其银行业国家风险评估（BICRA）与银行系统的规模结合起来用于获取银行或有负债。BICRA具有一致性的国家银行业经济和行业风险的全球相对排名。BICRA得分从“1”到“10”，银行系统风险程度由“低”到“非常高”。

标普可以提高BICRA（表8）两个级距，如果潜在的银行困境成本不是完全由政府承担。这可能是由于外国银行对其进行资本重组，如果该国银行体系中外资占比较高，而且

母公司总部所在国家的BICRA评估高于该国。调整的级距数量取决于外资在该国银行系统所占份额以及母公司在银行处于困境时提供支持的意愿和能力。如果母公司愿意提供支持，而外资在该国银行系统的份额超过50%，那么标普将上调一个子级；如果超过75%，标普将上调两个子级。

BICRA与银行系统资产规模结合起来获得银行的或有负债分类。2008-2009的全球经济危机已经表明，国家的或有负债可能产生于投资和信贷两方面。因此标普采用银行系统的总资产与GDP之比对或有负债进行评估。标普从总资产排除任何由银行持有由政府资产管理公司发行的用于收购陷入困境的银行资产的债券。

在表8中，标普对银行或有负债的排名分为以下四类：“有限”、“一般”、“高”和“非常高”。评估可能对应两个分类时，或有负债的类别选择基于其在类别范围内所处位置、银行系统的风险趋势以及其他对主权有影响的但没有反映评估中的特殊因素。

在确定银行的或有负债分类后，标普可以根据以下因素对评级进行下调：

- 非储蓄性机构的或有负债；
- 国有非金融企业（nonfinancial public enterprises, NEPEs）的或有负债；
- 担保或是其他或有负债。

这些消极的调整因素通常会被用到，除非这些NFPEs、担保或其他或有负债已经计入政府债务或其风险已在评级方法的其他部分被提及。

非存款性公司的或有负债。非储蓄性机构，如开发银行、金融公司、证券交易商、或保险公司以及其他公共部门的金融企业可能具有或有负债风险。标普会将银行的或有负债评估下调一级如果下面条件1和2或2同时得到满足：

- (1) 这些机构的规模实际上与储蓄性机构或GDP相关；
- (2a) 如果标普认为非储蓄性机构资金不足或是在不规范的子行业中运营；
- (2b) 非储蓄性机构得到政府大力支持的可能性非常大。

非金融公共企业（NFPEs）的或有负债。NFPEs也可以对一个主权构成威胁，因为他们通常会影响到未来公共政策的形成，会受盈利能力和狭窄的股本基础影响使得其在不利的经济环境中显得脆弱。NFPEs包括金融部门之外的大多数的政府关联企业。这些企业通常部分或完全由政府控制。标普认为这些企业会在困难时期受益于政府的大力支持。标普将NFPE的或有负债进行定性分析，特别专注于大型政府相关企业，包括他们的财务状况和政府对于他们的支持倾向。

标普会对政府对这些实体在困难时期提供支持的可能性进行分析。标普会下调银行的或有负债评估一级如果以下两个条件同时满足：

■ 国家通过所有权、担保或其他渠道与一个或多个NFPEs有实质性关系。标普通常评估这些联系，当这些或有负债转变为政府净债务，这将导致初始债务评估（表7所示）下调；

■ 政府对NFPE提供大力支持的可能性很大，可以通过大幅提高企业SACP级别，或者对未评级企业则大幅提升其独立信用。

在特殊情况下，与国家信用相关的企业急剧恶化，标普可能会将初始或有负债评估下调两级。

## 5. 货币评估

国家的货币评估反映了其货币管理机构在履行职责并且支持可持续的经济增长和缓解较大的经济或金融冲击的能力。灵活的货币政策可能是减缓或防止国家信用恶化的一个重要因素。

国家的货币评估主要根据对以下要素的分析获得：

■ 国家将货币政策与财政和经济政策相结合以维持经济的可持续发展的能力；

■ 通过对经济周期内通胀趋势的评估来获取货币政策可信度；

■ 以市场为导向的货币机制对实体经济的影响，在很大程度上是国内金融体系和资本市场深度和多样化的重要因素。

评估值“1”对应的是一个有着很强货币弹性的国家，货币管理机构能够通过降低利率或在没有加剧通胀压力情况下扩大其资产负债来缓解流动性问题。相反，在经济过热时期，货币管理机构能够有效地使用货币工具以收紧信贷。

另一端是缺乏货币弹性的国家，如：使用他国货币的国家、有很大汇兑限制的国家、有着持续的高通货膨胀或是高度美元化的国家。具有这些特点的国家货币灵活性非常有限或是没有。

国家的初始货币评估是汇率政治评估和货币政策的可信度评估的结合。在这个组合中，标普给予货币政策的权重为60%和汇率制度为40%。

表9：国家货币评估

以1-6（从强到弱）的评分体系来衡量					
1	2	3	4	5	6
<b>汇率制度</b>					
储备货币	活跃的交易货币	由政府操作的浮动汇率；爬行盯住；类似爬行安排；只有很短的浮动汇率记录或是资本流动受利率影响；软盯住；对汇率市场有所干预	传统盯住安排；或是对外汇市场严重干涉	从硬汇率盯住	没有本国货币
定义来自于IMF系统汇兑安排和汇兑限制年度报告。虽然使用了IMF的定义，但分类可能与IMF不同					
<b>货币政策的可信度和有效性以及通货膨胀趋势</b>					
以下所有因素： 1、有强健的、长期的（超过10年）的完全独立运行的记录；2、清晰的货币政策目的；3、广泛的货币工具；4、具有作为金融系统最后贷款人的能力；5、国家的CPI低，引导其贸易伙伴拥有超越经济周期的实际有效汇率；6、广泛的价格稳定；7、储蓄性公司持有居民本币存款和非主权债券的市值超过GDP的50%	以下所有因素： 1、有独立运营的记录；2、以市场为导向的货币工具；3、作为金融系统最后贷款人的能力；4、国家的CPI低，引导其贸易伙伴拥有较为稳定的实际有效汇率；5、广泛的价格稳定；6、储蓄性公司持有居民本币存款和非主权债券的市值超过GDP的50%	以下所有因素： 1、较短的独立运营记录，或是不能保证；2、以市场为导向的货币工具，但与外汇储备有很大关联；3、作为金融系统最后贷款人的能力；4、国家的CPI与贸易伙伴的一致；5、储蓄性公司持有居民本币存款和非主权债券的市值加上股权超过GDP的50%	以下所有因素： 1、比上一级别更短的独立运营记录，或更加不能保证；2、以市场为导向的货币工具，但是没有在下行的情况下测试其有效性；3、作为金融系统最后贷款人的能力；4、年度CPI低于10%	以下所有因素： 独立运营有限因为缺乏有效地传播机制或是受到政治干扰；2、作为金融系统最后贷款人的能力有限；3、货币统计不可信；4、平均CPI超过10%	以下所有因素： 1、没有作为金融系统最后贷款人的能力；2、平均CPI超过20%
货币初始评估的负面调整					
(1) 以下因素会削弱货币评估一个级距，最多两个级距： 一个国家的传播机制较弱或明显减弱；央行对最近与非居民的交易付款提出限制，或是歧视性的汇率安排；居民的外币存款或借款超过50%。					
(2) 以下因素会额外降低货币联盟成员国的货币评级一级： 国家是货币联盟的一部分；国家显示出长期价格和工资水平大幅偏离货币联盟平均值。					

资料来源：标准普尔主权评级方法，新世纪整理

### (1) 国家使用货币政策和汇率制度的能力

只有在国家可以控制国内经济和金融交易的主要货币的情况下，该国政府才可以使用货币政策来解决国内经济失衡或是对它的冲击。汇率制度会对货币管理机构执行货币政策的能力产生影响。汇率制度越固定，对货币政策的阻碍越严重。

### (2) 货币政策的可信度和影响以及通胀趋势

有效的货币政策需要由可信的机构执行。通常中央银行显得更可信，可以有效地执行货币政策。

衡量货币政策的有效性是广泛的价格稳定，包括低通胀的经济周期、没有采用行政管理手段。有着最高水平货币灵活性的国家，标普预测其资产价格符合基本面，通常不易受经济周期影响而大幅波动。标普通常把可信的货币政策和积极的实际利率（以国债收益率与预测通货膨胀共同衡量）相关联。相反，受质疑的货币统计削弱了货币政策的可信度。

### (3) 金融市场和资本市场的发展水平

金融体系和债务市场的发展对货币灵活性分析非常重要，因为这些是货币政策传递到实体经济的渠道。一个发达资本市场允许公开市场操作和金融体系中的本币交易推进中央银行货币政策的执行。

### (4) 货币联盟成员国

货币联盟成员国的货币评估分两步。首先，将货币联盟作为一个整体给出一个初步评估（表9）。然后与拥有自己央行的主权国家相比，在其他条件相同的情况下，货币联盟成员国的初步评估要降低一个级别，因为货币同盟成员国通常有更少的灵活性。货币联盟的中央银行提供货币灵活性，将整个区域作为预期受益的整体，而不是单个成员国。然后货币联盟成员的经济与联盟其他国家不同步，例如如果它显示的长期价格和工资趋势强烈偏离联盟平均水平，那么该成员国的初步评估可以继续下调一个子级。如果货币联盟成员国的经济占整个联盟GDP的50%以上，标普不会使用这两种调整。

对于表9中初始货币评估的负面调整也适用于货币联盟的成员。因此，货币联盟成员的最终评级结果可能最多与初步评估相差四级。

如果货币联盟成员国脱离联盟，那么其货币评估将建立在自身特征的基础上（根据表9）。

### 三、确定主权本币级别

主权的本币级别可能高于外币级别。从历史上看，标普发现本币债务违约率低于外币债务违约率。主权本币和外币级别的差异反映了这两种债务的独特的信用风险。

虽然国家政府在境内具有广泛的权力，能够发行本币，但严重依赖扩张性的货币政策可能会引发很高的通货膨胀，甚至恶性通货膨胀，这可能会导致严重的政治和经济损失超过本币债务的重组。在这种情况下，国家可能会选择本币债务违约。

在以下情况下，主权本币级别比主权外币级别高一到两个子级：

- 独立的货币政策；
- 本币资本市场的深度；
- 制度和财政弹性。