

评级方法

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2016年11月

主权信用评级方法

主权信用评级定义：

主权信用评级是对主权债务人的偿债能力和偿债意愿的综合评估。主权债权人包括辖区内实际行使最高权力的国家政府或地区政府。

新世纪评级主权评级要素包括：

- 政治稳定性
- 经济和金融实力
- 对外经济稳定性
- 财政实力
- 货币弹性

主权信用评级是对国家（地区）政府偿债能力和偿债意愿的分析和评价。

主权债务违约是指一国(地区)政府没有履行或是延期履行合同和承诺的还本付息的义务。同时，若发生以下两种情况，也将被视为违约：一是一国（地区）政府单方面修改原有债券中有关条款以降低债券的价值，并迫使债权人接受；二是一国（地区）政府向债权人提出用价值缩水的新资产包交换原有债券以避免债券违约的发生。

对一国（地区）进行主权信用评级时，新世纪评级将同时对主权本币和主权外币进行评级。主权本币评级是以本币作为偿还债务货币的主权评级，不考虑货币兑换以及辖区间转移的风险。主权外币评级是以外币作为偿还债务货币的主权评级，需要额外考虑债务主体将本币兑换为外币或转移至国外的能力和限制。

对本币计价的债务，主权政府在偿还时主要依赖本国（地区）的税收能力、控制本国（地区）货币和金融系统的能力，从而利用本币资源的潜力较大。对外币计价的债务，一国（地区）政府必须运用外币偿还，需要依赖于本国（地区）经济运行产生的外汇储备、外汇管制、汇率变化和市场参与者的兑换意愿。

新世纪评级在进行主权评级时主要考虑政治稳定性、经济和金融实力、对外经济稳定性、财政实力和货币弹性五个主要要素，其中每个主要要素又细分为多个子要素（见表1）。

表 1：新世纪评级主权信用评级的主要分析要素

政治稳定性	经济和金融实力	对外经济稳定性	财政实力	货币弹性
政府治理水平	经济规模和增长动态	本国货币在国际上的地位	财政收支情况	货币政策
国家安全	人均收入水平	国际收支平衡情况	债务负担	汇率政策
偿债记录	产业结构的多样化和先进性	外债情况	偿债能力	
	金融体系稳定性		或有负债	

■ 政治稳定性

政治稳定性：

政治稳定性分析主要考虑政府制度和决策的合理性，以及制度和决策如何促进经济的均衡增长、应对经济或政治冲击以及维护主权信用。

在进行政治稳定性分析时，新世纪评级主要考虑一国（地区）政府制度和政策的合理性、决策的有效性，并充分考虑这些制度、政策和决策对公共财政可持续性的影响，对经济均衡性增长或政治稳定性的冲击。

政治稳定性的分析主要考虑以下子要素：

- 政府治理水平；
- 国家（地区）安全；
- 国家（地区）政府偿债记录。

■ 政府治理水平

新世纪评级首先考虑一国（地区）政府的政治体制是否有利于支撑其偿还债务的能力和意愿。政府治理水平的高低通过经济政策影响该国（地区）经济增长和发展水平情况来衡量。

对政府治理水平的评价主要通过以下指标实现：政府效率、政府应对危机的能力、国家（地区）的法治程度、对腐败的控制、政府的问责制、实际或是潜在的政治挑战以及信息的透明度和可信度进行分析和评价。

政府效率指一国（地区）的政治制度的稳定性和政府制定决策的有效性，稳定的政治制度和有效的决策有利于该国（地区）的政府解决经济发展中出现的问题，有利于该国（地区）政府应对经济压力、经济失衡的问题，有利于该国（地区）的经济保持长期可持续发展、制止国家信用的恶化。同时，平稳、合理的制度设置使得该国（地区）的决策更具有可预测性。

新世纪评级对一国（地区）政府应对危机的能力的分析和评价主要考察该国（地区）政府过去对政治、经济和

金融危机时的应对方式,以及这些应对方式决策的谨慎性和有效性。

新世纪评级对一国(地区)的法治程度的评估内容包括合同执行、产权、司法的独立性和司法系统的可信度等。新世纪评级认为一个严格执行契约并尊重法治(特别是产权)的国家(地区)政府将更加尊重债权人和投资者的利益。

腐败是指运用公共权力谋取私人利益的行为,也是指一国(地区)的经济由官僚主义或特殊利益集团掌控。新世纪评级认为腐败会危及和损害法律的权威性和实施的有效性,对社会稳定具有破坏性,也会导致社会矛盾突出。新世纪评级在评估一国(地区)政府对腐败的控制能力时,重点评价和分析公共部门的透明度和问责制落实情况。

新世纪评级认为对政治制度实际或潜在的挑战包括民众参与政治和经济活动需求的增加,以及明显的道德、宗教、种族分歧等问题。政治和社会的局势对主权信用产生重大的影响。如果一个国家(地区)在重大社会经济问题上有着高度共识,该国(地区)的政府提供稳定、有效的经济政策的可能性更高;相反,在一个分裂的国家(地区),政府实行有效的经济和金融政策遇到的挑战会更多;在最坏的情况下(如内战、革命),政府会暂停对公共债务的偿付。

新世纪评级认为一个国家(地区)的信息透明度和可信度的评估包括对相关数据的质量和一致性,新世纪评级主要分析和评价的数据包括国民(地区)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。

■ 国家(地区)安全

新世纪评级在分析一个国家(地区)的政治稳定性时,充分考虑该国(地区)的地缘政治,包括源于与周边国家(地区)的紧张关系,而可能面临的军事威胁或战争。国家(地区)的安全是新世纪主权评级的重要要素之一,因为军事威胁或其他风险等可能会对政治稳定性造成影响,从而减少潜在投资,或对国际收支平衡产生压力,甚至使国家(地区)受到经济制裁。

如果一个国家（地区）可能面临长期的战争风险，同时这种风险不会在未来 2 到 3 年内爆发，新世纪评级将根据该风险对实体经济、财政支出和外部性能的潜在影响对该国（地区）的政治稳定性得分做出相应的下调；如果这种风险迫在眉睫或迅速攀升，新世纪评级将对该国（地区）政府的主权信用整体级别进行调整。

■ 国家（地区）政府偿债记录

新世纪评级认为一个国家（地区）的违约的发生有可能是该国（地区）政府偿债能力的不足，也可能是偿债意愿的缺失所导致的。因此，新世纪评级同时对该国（地区）政府偿债能力和偿债意愿进行分析。

新世纪评级对有违约记录的国家（地区）进行分析时，将综合分析这个国家（地区）政府在违约后的应对措施，以及历史的违约记录是否对现在仍然存在影响。新世纪评级认为，对一些国家（地区）政府而言，违约会导致国家（地区）的经济衰退，也会使公众对这个国家（地区）政府的政策产生怀疑，从而影响这个国家（地区）的政治稳定性；这些因违约而形成的负面影响可能形成恶性循环，促使这个国家（地区）进一步的违约。当然，能够较好应对违约的国家（地区），通常能够在官方组织（如国际货币基金组织）的支持下，通过改革解决压力源、改善经济基本面来摆脱违约困境。

■ 经济和金融实力

经济和金融实力：

经济实力和金融实力是主权违约的一个决定性要素，它决定一个国家的经济弹性以及应对冲击的能力。

国家（地区）的经济实力是一个国家（地区）的经济增长潜力、产业结构多样化和竞争力、国民收入以及规模等的综合体现。金融通过自身融通资金特点，促进社会资源的优化配置，促进了要素生产率的提高，推动经济增长。经济和金融实力在很大程度上影响一个国家（地区）的经济弹性和应对风险的冲击能力。国家（地区）中期内经济的增长和繁荣程度将影响一个国家（地区）的财政收入和偿还债务的能力。从历史记录上看，经济和金融实力较弱是主权违约的主要因素，一个国家（地区）的违约一般发生在经济和金融实力转弱或经济前景疲软的情况下。

国家（地区）经济表现的记录在一定程度上能反映他

们的宏观经济政策框架的有效性和稳健性,以及经济结构的优劣势。

对国家经济和金融实力的分析主要的考虑因素包括经济规模和增长动态、人均收入水平、产业结构的多样化和先进性、金融体系评估等方面。

■ 经济规模和增长动态

经济规模是评价主权信用的一个重要因素。规模较小的经济体通常意味着产业结构的多样性不足、对外经济的依赖程度较高,既容易受到本国经济增长发展的影响,也会受到国际经济的影响或冲击;相比之下,一个规模更大并且产业结构多样化的经济体能够更好抵御产业风险和外部经济产生的影响和冲击,这也意味规模较大的经济体政府有能力去获取稳定的收入用于偿还现有债务。

经济规模的关键衡量指标是一个国家(地区)的名义GDP(Gross Domestic Product, 国内生产总值)。

除对经济规模进行评估外,还将对经济增长动态进行评估。国家(地区)政府的偿债能力会因为经济增长下降而弱化;相比之下,在历史记录中,有着强劲而持续的经济增长的国家(地区)政府一般具有稳定的债务偿债能力。

国家(地区)经济增长动态的主要评估因素包括:近年来实际GDP的增长状况以及中期展望;近年来实际GDP增长率的波动情况;经济的全球竞争力和创新能力。

■ 人均收入水平

人均收入水平较高表明其劳动力从事活动的附加值更高(大宗商品生产国例外),因此人均收入水平较高的国家(地区)的经济更具有抵抗力,从而能更好地抗击负面冲击,违约风险一般不高。

人均收入水平的衡量指标包括由购买力平价计价的人均国内生产总值和人均国民总收入。

■ 产业结构的多样化和先进性

与产业结构比较单一的经济体相比,产业结构多样化的国家(地区)能够更好地应对经济结构性风险和外部冲击。在进行产业的多样化分析时,通常以该国(地区)

各部分附加值总和在其经济输出中所占比重为基础进行判断。

对一个国家（地区）而言，先进的产业结构能够提升国际竞争力，改善经济发展的质量和效益，促进经济的可持续发展，增强国家（地区）政府获取收入和偿还债务的能力。

■ 金融体系稳定性

现代金融体系是一个以银行、证券、保险为主体，集债券、股票、外汇、黄金、期货等市场和直接与间接融资功能为一体的信用交易体系，它们之间的相互联系对经济发展的起着输血的功能。

在进行主权信用评级时，新世纪评级从金融发展水平和金融稳健性两个方面综合评估一国（地区）的金融体系实力及其稳定性。

在对金融发展水平进行评价时，主要分析金融市场的规模和结构、影响金融发展的金融政策和中央银行的货币政策等。

在对金融稳健性进行分析时，首先分析信用规模与实体经济的比例。因为金融体系的改革和开放需要有稳固的经济基本面做支撑，也需要与其它领域的改革措施相配套，避免盲目快速的改革、开放对金融稳健性造成损害。新世纪评级认为，不加区别的大规模金融自由化和对外开放政策并不完全具有积极的意义。

此外，新世纪评级还分析金融机构和金融市场两类主体的稳健性，从维持金融安全的角度分析信用信息服务体系的健全状况和运行机制，分析政府对金融体系内各类主体的监管能力等。

■ 对外经济稳定性

对外经济评估反映了一国（地区）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债务的偿还能力。

评估一国（地区）的对外经济时主要考虑以下四个因素：

- 该国（地区）的货币在国际交易中的地位；

对外经济稳定性：

一个国家（地区）政府从国外获得必要的资金来偿还非本国实体债务的能力。

- 国际收支平衡情况；
- 外债情况；
- 对货币联盟国家将采取特殊的考量。

■ 一个国家（地区）的货币在国际交易中的地位

在进行对外经济稳定性分析时，首先考虑的是主权货币在国际交易中使用的程度。广泛使用于境外交易中的货币可以被划分为“储备货币”和“活跃的交易货币”。

一般而言，控制着“储备货币”或“活跃的交易货币”的国家（地区）对外经济的稳定性一般会比其他国家好，这些国家（地区）一般具有可信的政府制度、较强的金融实力、开放的资本市场、市场化的利率和汇率以及国际化的货币。

对控制“储备货币”或“活跃交易货币”的国家（地区）政府将重点分析其外部负债情况，其衡量指标是净外债与经常账户收入之比。对于其他国家（地区）政府，则通过国家外债分析和外部流动性分析来得出他们的初步外部评估。

■ 国际收支平衡情况

国际收支分析的起点是国际收支的经常账户，这个账户显示的是居民与非居民之间货物、服务、初次收入和二次收入的流量¹。

经常账户收入的脆弱性是衡量国际收支平衡的因素之一。在其他条件相同的情况下，如果一个国家（地区）政府的经常账户依赖单一商品或服务作为出口收入，那么该国（地区）在面对贸易相关冲击和其他冲击时将显得脆弱，其主权信用状况也更差。除了经常账户的脆弱性外，经常账户的基本驱动因素也是分析的要素之一。

一个国家（地区）的经常账户赤字规模相对经济规模和经常账户收入规模的比例也是其中的考虑要素。如果这两个比例相对较大，那么宏观经济的稳定性将受到影响。大量外债产生的再融资需求和利息支付会使该国（地区）的国际收支平衡更趋脆弱，该国（地区）应对外部冲击的能力也将随之减弱。

¹ 经常账户的定义来自 IMF 的《国际收支和国际投资手册头寸》（第六版）。

■ 外债情况

外债是指一国（地区）的私人部门及公共部门对境外的居民、法人或政府的所借债务。在对外债情况进行评估时，新世纪评级首先分析该国（地区）外债的期限结构、债务类型、利率结构和比重结构等，其次分析债务率（即净外债与经常账户收入之比），以衡量该国（地区）的外债承受能力。

■ 对货币联盟国家的特殊考量

一个属于货币联盟的国家（地区）政府的外部评估将基于该国（地区）政府的外部独立地位和联盟货币的实力。虽然联盟的各个成员国家（地区）共享相同的货币和资本市场，但其外部流动性和资产负债表的情况可能存在很大差异。在同一个货币联盟中，各国货币承受的汇率压力相同，但有些货币联盟国家持续、大规模的财政赤字，可能说明该国（地区）竞争力疲软或是国内经济杠杆比重过高；有些货币联盟中的国家（地区）经常账户则为盈余，这标志着强劲的经济竞争力和对外债稳定偿还能力。

■ 财政实力

财政实力是影响一国（地区）主权信用级别的直接要素。在分析一国（地区）的财政实力时，新世纪评级主要通过评估该国（地区）政府财政实力的强弱及其增长的可持续性，来判断政府的实际债务偿付能力。财政实力的分析要素包括财政收支情况、债务负担、偿债能力以及或有负债。

■ 财政收支情况

在分析一国（地区）财政收支情况时，首先新世纪评级分析财政的经常性收支的状况。经常收支状况作为影响政府债务偿还能力的最基础因素，决定了政府债务未来的发展趋势，能够影响政府在当前和未来一定时期的财政平衡能力。

其次，新世纪评级分析财政收入增长潜力。财政收入的增长潜力是考量政府偿债保障的重要因素，主要包括

财政实力：

财政实力评估通过分析政府财政实力的强弱以及其增长的可持续性来判断政府的实际偿债能力。

税收收入、债务收入和其他收入的未来增长潜力。当一国（地区）政府存在债务偿付方面的困难时，需要着重分析政府能够用于偿付债务的各类财政收入的未来增长潜力。

■ 债务负担

新世纪评级对于财政负担的分析主要参考两个指标，即政府债务总额/GDP、政府债务总额/政府财政收入。

政府债务总额/GDP 中的政府债务总额包括中央政府（地区政府）以及地方政府的所有直接债务。根据国际经验，主权违约的国家（地区）大部分都存在不断增加的债务负担，在判断是否将面临违约时，债务总额与 GDP 的比率比债务负担更为有效。

政府债务总额/政府财政收入可以反映政府的直接债务和或有负债与财政收入的比例。较高的政府债务总额/政府财政收入比率将可能迫使政府收紧财政政策、减少财政赤字。

■ 偿债能力

对一个国家（地区）政府财政收入的即时偿付能力的分析主要参考以下两个指标：

政府利息支出/政府财政收入指标表明该国（地区）政府财政收入能够承担多大的偿债负担。如果这个比值比较大，则意味着收入的很大一部分将被用于利息支付。利息支出的比例过高将同时影响财政和经济。因为大量利息负担不仅会导致较大的财政赤字，它也将限制公共部门的资金支出预算，最终对长期经济增长产生负面影响。

政府利息支出/GDP 指标主要分析的是国内生产总值满足政府债务偿还需求的能力，比政府利息支出/政府收入更为重要，对财政收入的即时偿付能力影响更大。

■ 或有负债

或有负债（CLs）是没有明确由政府收入进行偿还，但有可能成为该国（地区）政府负债的债务；当或有负债转变为政府的实质性债务时，将影响该国（地区）政府的主权信用状况。

最常见的或有负债是由政府明确担保的债务，如果

担保协议中的某个条款被触发，政府将面临债务的偿还。此外，或有负债还包括政府为了支持其所拥有实体的持续经营而被迫承担的负债。对大多数国家（地区）政府而言，这些实体主要包括金融机构、国有企业或政府相关经济实体。在一些国家（地区），需要政府支持的实体范围甚至会扩展至民营企业，例如一个对该国（地区）至关重要的公司，或雇佣该国大份额的劳动力的公司。

一国（地区）政府承诺提供债务偿还支持的记录在决定其或有负债范围上有重要意义，而该国（地区）政府的干预形式和资金来源将决定或有债务对政府财政和公共债务水平的影响程度。在或有负债分析中，新世纪评级考虑或有负债的规模、或有负债转变成实际债务的可能性以及对负债水平的影响。

货币弹性：

货币弹性是指货币权利机构履行职责的程度和制定影响经济活动所采取的有效措施的能力大小。

■ 货币弹性

货币弹性是指货币权利机构履行职责的程度和制定影响经济活动所采取的有效措施的能力大小。货币政策和汇率政策是新世纪评级对一国（地区）货币弹性进行分析的重要因素。

■ 货币政策

货币政策是维护国家（地区）金融、经济稳定的重要工具。货币政策的制定和执行机构通常是各国（地区）央行。

当一个国家（地区）经济增长低于预期的情况下，货币当局可以通过宽松货币政策提供信用支持；在经济过热时，它可以紧缩货币政策收缩信用。因此，灵活的货币政策是缓解或防止一国（地区）政府信用恶化的一个重要因素。

在评估一国（地区）的货币弹性时，新世纪评级主要分析以下几个方面内容：

- 国家（地区）的货币政策与财政、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货膨胀的趋势评估来分析货币政策可信度；

- ▶ 市场化的货币政策传导机制对实体经济的影响，因为这一影响在很大程度上将决定国内金融体系、资本市场深度和多样化程度。

在进行货币政策分析时，需要结合前文中金融体系稳定性这一要素，因为金融体系和资本市场是货币政策传导到实体经济的渠道。

■ 汇率政策

在分析一个国家（地区）的汇率政策之前，需要评估该国（地区）政府是否可以控制国内经济和金融交易的主要货币。拥有货币控制权的国家（地区）政府才可以使用货币政策和汇率政策来解决国内经济失衡或外部经济对国内经济的冲击。

汇率政策会影响货币管理机构实施货币政策的能力。不恰当的汇率政策将无法缓解外部冲击，而与其他经济制度特别是财政政策不相符的汇率政策会导致货币崩溃或金融危机，从而引发主权债务危机。例如固定或被管控的汇率政策，如果政策失误，尤其容易损害经济和主权信用。因此，对有着固定或被管控的汇率政策的国家（地区）进行分析时，需特别关注宏观经济政策框架的一致性和持续性、金融部门的稳健性、国际收支平衡的趋势、国际储备水平和其他外国资产相对于流动的外汇和外部负债的比率。

■ 对货币联盟成员国家的特殊考量

对于货币联盟成员国，如欧元区的国家（地区），主权政府不能直接控制货币政策和汇率制度。因此在分析货币联盟国家（地区）的货币政策和汇率制度时，新世纪评级将着重分析该国（地区）财政政策、结构性调整政策和经济的竞争力与弹性。

■ 本外币等级的确定

新世纪评级通过对以上五方面的分析得出一国（地区）主权国家长期外币等级，该国（地区）主权信用的本币等级有可能和其外币等级不同。新世纪评级从该国（地区）独立的货币政策、本币资本市场的深度以及国家政策

的影响等几个方面来确定主权信用评级的本币等级。

■ 独立的货币政策

独立的货币政策可以使一国（地区）政府拥有更好的本币债务偿还能力。例如，通过调节利率来降低实际的本币债务偿还成本。

■ 本币资本市场的深度

国内具有深度的资本市场有利于更好地执行货币政策，有利于本币债务的偿还。此外，本币国债可能是养老保险基金、银行等重要经济参与体所持有资产中的重大组成部分，这会是政府在决定本币债务违约时的重要考量因素。

■ 政府决策的影响

受一国（地区）的政治、经济和财政决策等影响，该国（地区政府）在偿还本币和外币债务方面存在偏好，导致本币和外币的偿还意愿不同。

附录：新世纪评级主权信用等级的符号和释义

等级符号	含义
AAA _g	受评国家（地区）偿还债务的能力极强，应对不利的政治经济环境和外部冲击的能力很强，违约风险极低
AA _g	受评国家（地区）偿还债务的能力很强，应对不利的政治经济环境和外部冲击能力强，违约风险很低
A _g	受评国家（地区）偿还债务能力较强，应对不利的政治经济环境和外部冲击的能力较强，违约风险较低
BBB _g	受评国家（地区）偿还债务能力一般，应对不利的政治经济环境和外部冲击的能力一般，违约风险一般
BB _g	受评国家（地区）偿还债务能力较弱，应对不利的政治经济环境和外部冲击的能力较弱，违约风险较高
B _g	受评国家（地区）偿还债务的能力较大地依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力弱，违约风险很高
CCC _g	受评国家（地区）偿还债务的能力极度依赖于良好的政治和经济环境，应对外部冲击的能力很弱，违约风险极高
CC _g	受评国家（地区）应对外部冲击的能力很弱，在不利的政治和经济环境下，基本不能保证偿还债务
C _g	受评国家（地区）无法应对外部冲击，在不利的政治和经济环境下，不能偿还债务

注：1.上述信用等级符号仅适用于主权信用评级的本外币信用等级。

2.除 AAA_g 级、CCC_g 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a) 本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。