

版本号：
cspy_ffmx_2022V1.0

生效日期：
2022年11月7日

联系人

肖上贤
+86 0755 82875018
xiaoshx@cspengyuan.com

秦子豪
qinziha@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

主权信用评级方法和模型

目 录

一、概述	2
(一) 适用范围	2
(二) 制定或修订说明	2
(三) 基本假设	2
二、主权信用评级框架	2
(一) 主权国家违约的驱动因素	2
(二) 主权信用评级框架	3
三、关键评级因素	5
(一) 债务负担和国家经济发展阶段	5
(二) 经济基础	10
(三) 制度和政策	12
(四) 影响潜在流动性风险的独特因素	16
四、调整因素	18
五、本币主权信用评级	19
六、债项评级	20
七、本评级方法和模型的局限性	20
版权及声明	21

一、概述

（一）适用范围

中证鹏元将主权定义为联合国成员国或拥有自己的政府、享有财政独立性和能自行制定其货币制度的国家或司法辖区。

中证鹏元的主权信用评级反映了我们对主权信用度的看法，我们基于主权国家向非政府债权人履行债务的意愿和能力进行定性和定量的前瞻性评估后得到主权国家信用评级。

本评级方法和模型适用于主权国家的中央政府和特定具有高度自治权的区域性政府的信用评级。

（二）制定或修订说明

为适应业务发展的需要，并进一步完善评级技术体系，中证鹏元制定本评级方法和模型。中证鹏元主权信用评级为全球评级标准序列，即在全球范围内对受评对象信用状况进行相对风险排序，包括外币主权信用评级和本币主权信用评级。

本评级方法和模型阐述了中证鹏元向全球主权国家授予主权信用评级和主权债项信用评级的分析方法，旨在让市场及其参与者清楚了解我们对主权信用风险的分析。

本评级方法和模型的制定未对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

（三）基本假设

1. 假设主权国家偿还债务的意愿通常与其偿债能力成正相关关系；
2. 假设各主权国家披露的信息是真实、准确和完整的。

二、主权信用评级框架

（一）主权国家违约的驱动因素

中证鹏元认为，主权国家偿还债务的意愿通常与其偿债能力成正相关关系，主权信用度主要取决于其偿债能力。在少数情况下，偿债意愿也可能是主权国家违约的关键驱动因素。

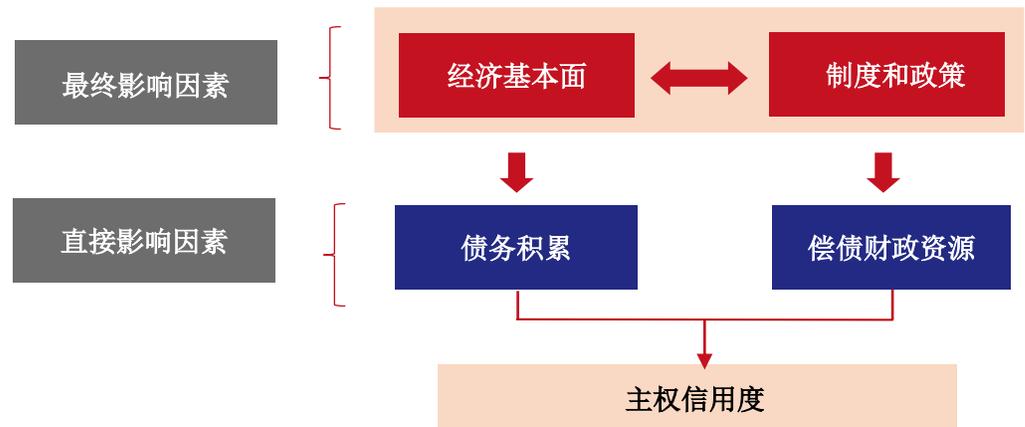
主权国家的偿债能力取决于其相对于债务负担而言能产生基本财政盈余、积累和动用储备、创造货币、获得新的借贷额度或采取以上措施组合的能力，并通常取决于获取用于

清偿外币债务的外汇的能力。

国家可能由于各种经济、制度和政策原因而积累主权债务，例如弥补疲弱经济表现带来的收入缺口，实施逆周期财政政策或民粹式支出的融资等。如果拥有主权债务的国家/地区受到冲击（如战争、主要出口商品价格大幅下跌或全球货币和金融状况出现不利变化）或经济表现长期疲弱，其财政预算表现将显著恶化。在这种情况下，要想及时全额偿还债务，政府需要动用财政储备（可能还有外汇储备）、采用货币扩张或获得新的借款额度。最后一种情形下，政府可能需要变更政策和改革，以获得私人人和/或官方贷款机构对该国经济和财政可持续性的信心。如果从这些渠道获得的资金不足，就可能发生主权债务违约。

从上述主权债务违约简化情景的分析中明显看出，债务负担和偿债财政资源是主权信用度的直接影响因素；均由国家的经济基本面（增长表现和外部表现）、制度和政策及其相互作用所推动。这使得经济基本面、制度和政策成为影响主权信用度的根本因素。

图 1 主权信用度影响因素的简化图

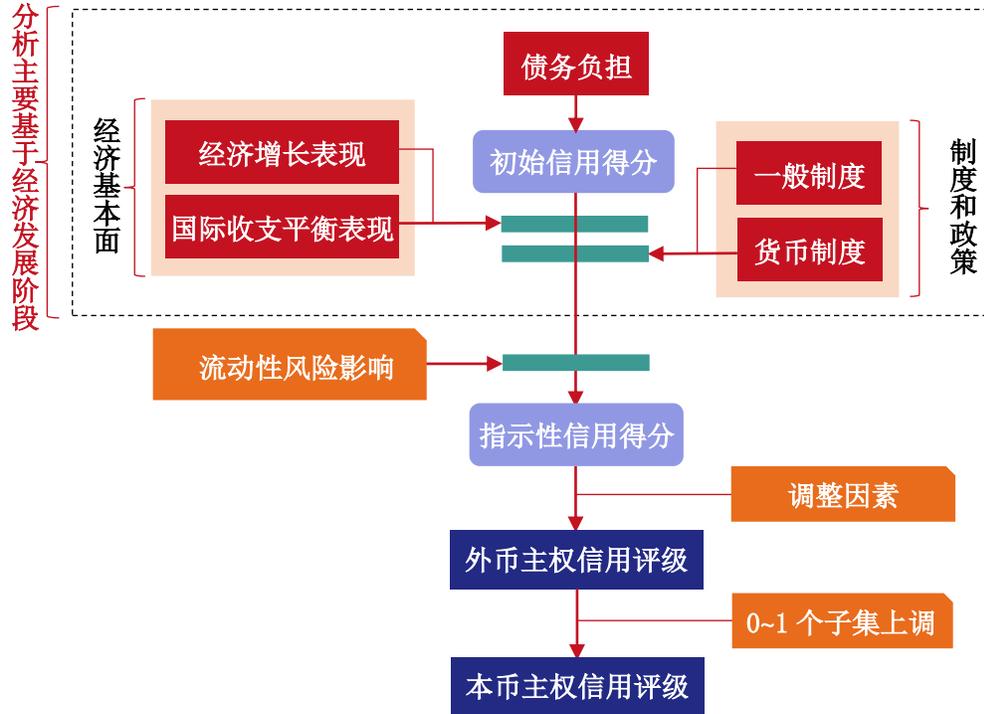


注：图中没有包括通过推高流动性风险影响主权信用度的情况，也没有包括偿债意愿作为主权信用度主要影响因素的少数情况。

（二）主权信用评级框架

中证鹏元的主权信用评级框架（图 2）体现但未完全反映上述主权信用度影响因素简化图，分析框架试图理清主权信用度各个影响因素之间复杂的交互关系，以便我们授予信用评级。

图 2 主权信用评级分析框架



中证鹏元将主权信评的关键要素分为四大类：债务负担和国家经济发展阶段、经济基本面、制度和政策、潜在流动性风险的独特影响因素。首先，基于主权国家的债务负担（债务水平和债务增长）和国家经济发展阶段，我们授予“b-”至“aaa”区间的初始信用得分。主权的债务水平越高、债务增长越快、经济发展阶段越低，其初始信用得分越低。初始信用得分代表我们对所有具有相似债务负担且处于同一经济发展阶段的主权国家的基准信用度的看法。此后，我们考虑其他评级因素（包括子因素和额外考虑因素）对主权信用度的影响，通过向上或向下调整初始信用得分，最终得到指示性信用得分：

（1）对于经济基本面的评估，通过比较主权国家锚定指标的表现与国家在经济发展适用阶段（“阶段常态”）的基准表现，我们首先决定是否以及在何种程度上向上或向下调整初始信用得分；然后，我们把主要额外考虑因素纳入分析，通过主权国家定量和/或定性特征与和该国经济发展阶段无关的阈值的比较，对初始信用得分进行向上或向下调整；

（2）对于制度和政策的评估，通过比较主权国家制度得分与适用的阶段常态得分，我们决定是否以及在何种程度上向上或向下调整初始信用得分；

（3）对于潜在流动性风险的独特影响因素的评估，通过比较主权定量和/或定性特征与和该国经济发展阶段无关的阈值的比较，我们决定是否以及在何种程度上向上或向下调整初始信用得分。

一般而言，基于经济基本面和潜在流动性风险独特影响因素的评估，对初始信用得分的总调整将限制在向上或向下 3 个子级范围内。

调整因素

确定指示性信用得分后，我们还考虑以下几个额外调整因素，进而得到外币主权信用评级。这些因素对指示性信用得分进行上调或下调，但通常不超过 3 个子级。

- (1) 偿债意愿与偿债能力间的正相关性尚未体现出来的主权政府偿债意愿；
- (2) 各关键评级因素未能充分考量到的地缘政治冲突和极端自然灾害风险；
- (3) 即使对各评级因素进行最大程度的下调，也未得到充分体现的经济基本面和/或制度和政策相关的极端风险，如极弱的增长、极高的通货膨胀或极高的外债等；
- (4) 在关键评级因素的独立评估中未充分体现的对主权信用度有影响的评级因素总体效应。

一个子级的灵活性

如果上述的调整因素均不适用，那么我们的外币主权信用评级将落在指示性信用得分上下 1 个子级的范围内。主权信用评级是否比指示性信用得分高或低 1 个子级，取决于我们对相关因素的检视分析，例如与具有或可能具有相同主权信用评级的主权国家相比，该国国家主权信用度的相对优势或劣势（如方法的其他处未考量这一点）。

本币主权信用评级

大部分主权国家的本币主权信用评级等同于外币评级。但是，我们认为在某些情况下，具有某些特征的主权国家清偿本币债务的能力比清偿外币债务的能力更强，因此其本币主权信用评级可能比其外币主权评级高出一个子级。

三、关键评级因素

我们将在本节阐述如何评估关键评级因素以授予初始信用得分和如何确定子级的上下调整以得到指示性信用得分。

对于某些关键评级因素（包括子因素和主要额外考虑因素），我们根据指标的值确定对初始信用得分进行子级调整，或授予得分以便对初始信用得分进行子级调整。当上述指标的值落在或非常接近在两个不同子级之间或两个不同分数间的阈值时，我们将判断选择能更好地体现信用风险的结果。

（一）债务负担和国家经济发展阶段

首先，根据主权国家的债务负担（债务水平和债务增长）和国家经济发展阶段，我们

授予其“b-”至“aaa”区间的初始信用得分（见表1）。矩阵的设计思路是债务水平越高、债务增长越快和处于经济发展越初级阶段的主权国家，其初始信用得分越低。

由于越重的债务负担需要越多的财政资源用于偿债，在其他条件相同的情况下，债务负担越重意味着主权信用度越差。过去许多违约的主权国家在违约前几年的债务水平较高和/或债务迅速增长。

同时，过去几十年主权债务违约的历史表明，尽管发达经济体的政府债务相对于GDP来说较高，但很少发生主权债务违约。相比之下，大多数主权债务违约发生在处于经济发展较初级阶段的国家，尽管在违约时其政府债务相对于GDP也不算非常高。此外，部分研究结果表明，与发展中国家相比，发达经济体能维持更高的政府债务水平。

表1 授予初始信用得分

表1-1 第五阶段

债务增长 ¹	债务水平 ²					
	小于0	0~30	30~60	60~90	90~120	>120
小于1	aaa	aa+	aa	aa-	a	bbb+
1~3	aaa	aa	aa-	a+	a-	bbb
3~5	aa+	aa-	a+	a	bbb+	bbb-
大于5	aa	aa-	a	a-	bbb	bb+

表1-2 第四阶段

债务增长	债务水平					
	小于0	0~30	30~60	60~90	90~120	>120
小于1	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-
1~3	aa	a+	a	a-	bbb	bb+
3~5	a+	a	a-	bbb+	bbb-	bb
大于5	a	a-	bbb+	bbb-	bb+	bb-

表1-3 第三阶段

债务增长	债务水平					
	小于0	0~30	30~60	60~90	90~120	>120
小于1	a+	a	a-	bbb+	bb+	bb

¹ 债务增长：债务与GDP的比率在十年期间（t-6年至t+3年）的平均增长，以百分点表示。

² 债务水平：实际或估计的t-1年的债务与GDP的比率，以百分点表示，t年指的是评级年度（当年）。

1~3	a	a-	bbb+	bbb	bb	bb-
3~5	bbb+	bbb	bbb-	bb+	bb-	b+
大于5	bbb	bbb-	bb+	bb-	b+	b

表 1-4 第二阶段

债务增长	债务水平				
	小于20	20~40	40~60	60~90	>90
小于1	bbb+	bbb	bbb-	bb+	b+
1~3	bbb	bbb-	bb+	bb	b
3~5	bb+	bb	bb-	b+	b-
大于5	bb	bb-	b+	b-	b-

表 1-5 第一阶段

债务增长	债务水平			
	小于20	20~40	40~60	>60
小于1	bbb-	bb+	bb	b+
1~3	bb	bb-	b+	b
3~5	bb-	b+	b	b-
大于5	b	b-	b-	b-

1. 经济发展阶段

按照人均国内生产总值，中证鹏元将国家经济发展阶段分为“第一阶段”（最低）到“第五阶段”（最高）共五个阶段。分类还体现了我们对工业化和城市化水平、高增值服务的发展以及国家基础设施水平的评估。

当主权国家的人均国内生产总值落在两个相邻经济发展阶段阈值的 20% 以内时，如果我们认为相对于仅根据人均国内生产总值确定的经济发展阶段，工业化水平和经济发展的其他方面分别表现出更高或更低的实力，那么我们可以赋予更高或更低的经济发展阶段。

如果由于汇率波动或其他原因导致主权国家的人均国内生产总值在两个相邻经济发展阶段之间波动或可能波动，那么我们将根据经济发展的其他方面来确定经济发展的适用阶段。

表 2 经济发展阶段的划分

经济发展阶段	第五阶段	第四阶段	第三阶段	第二阶段	第一阶段
人均国内生产总值（\$）*	>24,000	(12,000, 24,000]	(6,000, 12,000]	(3,000, 6,000]	<=3,000

注：采用本年度估计值。按现行价格计算的人均国内生产总值，以当地货币对美元的市场汇率或在缺乏有意义的市场汇率时，我们确定的其他适用汇率进行计算。

一般而言，处于较高经济发展阶段的国家不仅比处于较低经济发展阶段的国家具有更高的财富水平和更大的税收基础，还能更好地进行债务管理，财政表现更加稳定，对政府外币债务的依赖性更低，更容易获得长期借款和进入外汇市场，流动性风险更低，货币政策更加规范有效以及政治稳定性更高。因此，处于较高经济发展阶段的国家通常能比处于较低阶段的国家承受更高的债务负担。

2. 债务负担

中证鹏元对债务负担的评估主要考察广义政府债务水平和债务趋势增长率（用十年间广义政府债务与 GDP 的比率的平均增幅进行衡量）。广义政府指的是国家和国家以下各级政府以及社会保障基金的总和。广义政府净债务的计算公式为广义政府债务总额减去政府的流动金融资产。广义政府典型的流动金融资产包括政府在金融机构的存款，一些政府可能获得主权财富基金或其他基金持有的流动金融资产。

当主权国家的通货膨胀率很高（通常 GDP 平减指数在一年内增长 20 个百分点以上）并因此不可持续时，通过标准化计算债务趋势增长率（即 t-6 年至 t+3 年的平均债务增长率）会低估未来中长期的债务增长。在这种情况下，我们授予的初始信用得分所对应的债务增长类别将高于债务趋势增长率标准化计算对应的债务增长类别。

如果国家广义政府债务趋势增长率远高于每年 5% 的增速（最高的债务增长等级）且在未来一两年债务与 GDP 的比率可能进入下一个更高的债务水平等级，我们可能授予其对应于下一个更高债务水平等级的初始信用得分。如果国家广义政府债务趋势增长率远远低于每年 1% 的增速（最低的债务增长等级）且未来一两年债务与 GDP 的比率可能进入下一个较低的债务水平等级，我们可能授予其对应于下一个较低债务水平等级的初始信用得分。

额外考虑因素

(1) 或有负债。或有负债为政府资产负债表外的负债，例如政府提供担保产生的或有负债，但可能会转移到政府的资产负债表上。历史表明，或有负债转变为实际负债会加重政府的债务负担。

当我们能够对广义政府的或有负债进行量化时，在确定初始信用得分时会将有负债估算值计入广义政府债务中；对于缺乏数据和资料无法对或有负债进行量化时，如果我们认为或有负债金额巨大且或有负债转变为实际负债将使主权信用度变差，通常会下调初始信用得分 1 个子级。

广义政府或有负债总额是以下四个部门的或有负债之和：（1）银行业；（2）非银行金融机构；（3）非金融公共企业；（4）担保及其他预算外或有负债。

银行业的或有负债是保障银行系统在压力情景下正常运作和金融稳定性必需的资本注入。为满足监管要求，通常要求银行系统进行资本重组来提高压力情景下的资本充足率。我们估计主权国家的银行业资本重组比率，乘以银行业总资产后得出银行业的或有负债。我们通过评估下列多个因素来评估主权国家的银行业资本重组比率，这些因素包括：（1）银行业资产质量，包括但不限于不良贷款率及其在经济周期中的动态变化；（2）银行资本充足率及相关监管要求；（3）国家经济金融的发展状况；（4）政府过去向银行业提供的在压力情景以及监管和政策制定方面的支持。我们还根据国家当局、国际货币基金组织和其他研究机构的相关分析和报告得出估计值。

对于非银行金融机构，我们认为在压力情景下政府通常会支持那些具有系统重要性的机构。非银行金融机构的或有负债等于具有系统重要性的非银行金融机构的总资产与适用资本重组比率的乘积。我们采用与银行业类似的方法得到资本重组比率的估计值。

对于非金融公共企业，我们预计政府将支持那些对政府起到重要政策作用或其倒闭可能影响政府关键政策目标的非金融公共企业债务的偿还。

（2）高度依赖外币债务。当主权国家以外币计价的广义政府债务比例较高（一般为 40% 及以上）时，我们通常将初始信用得分降低 1 个或 2 个子级。如果汇率大幅贬值，政府的债务水平将严重恶化。

（3）资本支出借款。如果关键基础设施和公共设施的资本支出有助于消除基础设施和公共设施的瓶颈，那么支出就可能提高国家的增长潜力，有效的资本支出可能形成可供出售资产。在所有其他条件相同的情况下，资本支出产生的政府债务对主权信用质量的拖累小于同等水平的经常性财政支出产生的政府债务。如果资本支出规模大且由此产生的资产有望大幅推动中长期经济的可持续增长，初始信用得分将提高 1 个子级。

（4）使用替代数据。如果无法获得广义政府的相关数据或可用数据的质量不佳，将使用我们认为最可靠的可用数据（“替代数据”）评估主权信用度。如果我们认为替代数据可能低估广义政府的实际债务负担，通常会在替代数据得到的初始信用得分基础上下调 1 个子级。

（二）经济基本面

中证鹏元采用经济增长表现和国际收支平衡表现两个子要素评估经济基本面。与处于同一经济发展阶段的主权国家相比，子要素表现较好或较差的主权国家的初始信用得分将进行上下调整。

对于各子因素，如果国家基于锚定指标的表现与阶段常态相比较弱（或较强），我们将初始信用得分下调（或上调）1个子级；如果国家基于锚定指标的表现与阶段常态相比非常弱（或非常强），我们将初始信用得分下调（或上调）2个子级（见表3）。

根据所有国家在各阶段的平均趋势增长率和我们对各经济发展阶段正常经济表现和随时间推移变化的了解，我们确定阶段常态和各经济发展阶段的等级阈值。简单来说，“弱”或“强”意味着国家的表现与处于同一经济发展阶段国家的平均水平大约有1个标准偏差；“非常弱”或“非常强”意味着国家的表现与处于同一经济发展阶段国家的平均水平大约有1.5个标准偏差。

表3 经济基本面对初始信用得分的调整

初始信用评分的子级调整	表现与阶段常态（=阶段均值 ³ ）相比	子级调整阈值
下调2个子级	非常弱	低于阶段均值1.5倍标准差 ⁴
下调1个子级	较弱	低于阶段均值1倍标准差
上调1个子级	较强	高于阶段均值1倍标准差
上调2个子级	非常强	高于阶段均值1.5倍标准差

此外，如果主权国家具有额外考虑因素部分列示的特征（主权国家并不常有这种情况），我们会进一步调整初始信用得分的子级。在大多数情况下，如果主权具有“额外考虑因素”部分的特征，我们将向上或向下调整初始信用得分1个子级。

每个子因素对于初始信用得分的调整通常以上调或下调2个子级为限。

1. 经济增长表现

我们采用趋势增长率来衡量主权国家的经济增长表现，强劲且可持续的经济增长为主权国家提供强大的收入基础。从经济韧性的角度来看，具有高趋势增长率的国家通常比低趋势增长率的国家更有竞争力。主权违约的历史表明，在许多违约案例中，长期疲弱的经济增长表现容易导致主权违约。

³ 阶段均值：处于同一经济发展阶段国家的指标平均值。

⁴ 标准差：处于同一经济发展阶段国家的指标标准差。

趋势增长率采用 10 年实际经济增长率的加权平均值（包括当年估算值和三年预测值，历史增长率的权重较小）。如果国家正在发生明显的特殊结构变化（处于同一经济发展阶段的主权国家不会出现的结构变化）且 10 年加权平均增长率未能充分反映其对趋势增长率的影响，我们将调整加权平均增长率以充分体现该影响。

额外考虑因素

经济集中度或其他影响增长波动性的因素。对于高度依赖单一波动性行业或部门（通常占国内生产总值的 10% 以上）或其他类型的波动经济体，我们通常将初始信用得分下调 1 个子级。历史表明，高度依赖单一波动性行业或部门的国家在主要产出的价格或收入急剧下滑时，经济增长表现容易出现显著恶化且债务负担急剧增加，部分国家最终发生违约。然而，如果上述波动性部门的主要产出的价格接近中长期价格周期底部且下行风险有限，我们将不会调低初始信用得分。

2. 国际收支平衡表现

我们采用经常账户余额的趋势水平来衡量主权国家的国际收支平衡表现，我们认为这是影响主权国家外部可持续性的主要因素。经常账户余额减少可能会削弱投资者对主权国家的信心并限制主权国家获得外汇用于偿还外币债务。经常账户余额趋势水平较弱的国家更有可能进行制度和财政状况（包括但不限于汇率）的调整，这可能会抑制经济增长和推高主权债务。因此，这类国家的主权信用度比具有强大外部可持续性的国家差。

经常账户余额的趋势水平采用 10 年间经常账户余额（占国内生产总值的比重）的加权平均值（包括当年估算值和三年预测值，历史经常账户余额的权重较小）。如果国家正发生明显的特殊结构变化（处于同一经济发展阶段的主权国家不会出现的结构变化）且 10 年加权平均水平未能充分反映其对经常账户余额趋势水平的影响，我们将调整加权平均水平以充分体现该影响。

额外考虑因素

（1）经常账户表现非常不稳定。如果主权国家的国际收支平衡非常不稳定，例如由于出口基地高度集中和/或贸易（最常见的是大宗商品出口国）大幅波动，通常我们会将初始信用得分下调 1 个子级。主权违约的历史表明，在许多情况下，大宗商品出口国的经常账户余额表现不稳定是主权违约的主要原因。

（2）高外债负担。具有相同国际收支经常账户余额趋势水平的国家可能有不同的外债负担表现。对于外债负担非常高的国家，我们认为初始国际收支平衡得分夸大了外部可持续性。因此，我们一般会将国际收支平衡得分下调 1 个或 2 个子级（如果外债和经常账

户收入的比率高于 150%，下调 1 个子级；如果比率高于 300%，下调 2 个子级）。

(3) 非常强劲的国际投资头寸。国际收支平衡得分相同的国家可能有不同的国际投资头寸。对于国际投资头寸非常强劲（经常账户余额呈正趋势水平，净国际投资头寸超过经常账户余额的 50%，或经常账户余额呈负趋势水平，净国际投资头寸超过经常账户余额的 100%）的国家，我们认为初始国际收支平衡得分低估了外部可持续性。因此，我们通常将初始信用得分上调 1 个子级。

(4) 持续的资本流入引发的经常账户赤字。如果主权国家发行或控制一种储备货币，或者是国际资本长期青睐的投资目的地，那么其经常账户赤字可能是由持续的资本流入引起的。在这种情况下，经常账户余额趋势水平可能低估该国的外部可持续性。因此，如果这样的国家经常账户余额趋势水平出现赤字，我们将其初始信用得分上调 1 个子级；如果是发行全球最重要储备货币的国家，初始信用得分将上调 2 个子级。

通常情况下，储备货币的状态在很长一段时间内都相当稳定，因为投资者信赖发行储备货币国家的经济和体制实力、发达且开放的资本市场及其健全的金融体系。根据 IMF 的报告《官方外汇储备货币构成》，我们将储备货币认定为占全球总外汇储备 2% 以上的货币。当前，我们认定美元、欧元、日元和英镑为储备货币，其中美元是全球最重要的储备货币。

（三）制度和政策

对于制度和政策，中证鹏元主要考察国家的制度和政策制定（相对于其他所有国家）将在多大程度上支持（或限制）主权国家清偿债务的能力。国家的制度和政策制定通过影响债务负担和经济基本面而决定主权国家的信用度。

除了国家的一般制度外，我们还重点考察货币制度，强大的货币制度有助于国家有效配置财政资源，从而为经济基本面提供支撑和为政府提供在压力情景下利用货币扩张刺激经济的灵活性。

我们对一般制度和货币制度的评估集中在两方面：（1）为了支持长期经济表现和财政可持续性，制度和政策应对外部和内部冲击的表现如何；（2）制度和政策在何种程度上创造了稳定/可预测的营商环境、缓解经济失衡，从而促进中长期可持续的经济增长和公共财政发展；或相反，在何种程度上导致营商环境不稳定/无法预测、引起经济和财政失衡，以及即使在没有外生冲击的情况下也有大幅调整的风险。评估一般制度和货币制度时，我们首先将子因素的得分确定在“1”（最弱）和“7”（最强）之间。如果国家的货币制度与阶段常态相比较弱（或较强），我们将初始信用得分下调（或上调）1 个子级。如果国家

的货币制度与阶段常态相比非常弱（或非常强），我们将初始信用得分下调（或上调）2个子级。

1. 一般制度

我们将全面考察与主权信用度相关的制度和政策（除货币制度外）的关键内容，考虑到制度和政策制定的特征以及其支持可持续经济增长和公共财政的过往记录和前景，我们对主权国家的一般制度实力进行评分，如果一般制度的得分与阶段常态相比较弱（或较强），我们将下调（或上调）初始信用得分的子级（见表4）。

表4 一般制度对初始信用得分的调整

初始信用评分的子级调整	经济发展阶段	阶段常态
子级调整=一般制度得分 - 阶段常态	第五阶段	6
	第四阶段	5
	第三阶段	4
	第二阶段	3
	第一阶段	2

中证鹏元对一般制度的评估方面包括：

（1）政治和社会稳定性。稳定的政治环境反映和加强了社会稳定性，从而促进商业和经济发展。相反地，政治冲突、频繁罢工和社会动荡阻碍商业和政府的正常运行，削弱宏观经济政策和法规的可预测性，从而损害经济。

（2）制度和政策制定在促进可持续经济增长和公共财政方面的有效性。

政府和市场的作用：我们认为有效的政治制度将根据国家的经济发展阶段和其他社会政治条件，在经济体系中分别赋予政府和市场恰当的角色。主权国家在发展初期阶段可能需要建立市场制度、率先建设基础设施和培育竞争优势。随着经济体变得更加富裕和成熟及进入更高的发展阶段，政府通常更侧重于促进稳定的宏观经济环境、执行公平有效的监管，以及提供合理水平的社会服务和福利。如果政府发挥过多或不足的作用，可能会限制经济的可持续增长，最终损害公共财政健康。

政策框架和目标：最有效的制度将构建现实合理的政策框架及目标，使用恰当的政策工具，通过法治确保制度的稳定性和有效运行，作出必要的政策调整（学习和纠错）和根据不断变化的环境和前景实施改革，解决短期优先事项和长期需求，以及从过去的经验中吸取教训。

危机预防和风险管理：制度和政策最有效的国家具有压力和危机管理的能力，包括拨出财政储备和外汇储备以及有应对危机的财政和货币空间。对于那些没有能力采取反周期措施的国家，有效的危机管理可能通过财政整顿和结构改革的方式增强长期经济和公共财政活力（如通过养老金改革），从而保持投资者信心和获得国际金融机构的资金支持。

人民和社会政治方面的有效治理：强大的领导能力与社会凝聚力、政策与基本社会需求的一致性以及社会的和谐发展，有利于促进有效和高效的政策制定。虽然过度的制衡使得在政治两极分化的国家及时制定政策更具挑战性，但制衡通常降低政策失误的概率和严重程度。利益集团的腐败和其他形式的不当影响可能会削弱经济增长的包容性，并在许多情况下降低有效的资源配置，不利于经济增长的可持续性和公共财政健康。

数据和透明度：统计数据的质量和可用性，尤其是经济、财政、金融和贸易数据，可用于制定切实有效的政策和减轻政策失误的风险。

2. 货币制度

对于货币制度，我们先根据通货膨胀授予初始得分（“通胀得分”），并通过额外考虑因素调整初始得分，得到最终货币制度得分。通胀得分的调整可叠加，不过最终货币制度得分最高为“7”，最低为“1”。如果得分与阶段常态相比较弱（或较强），我们将下调（或上调）初始信用得分的子级（见表 5）。

表 5 货币制度对初始信用得分的调整

初始信用评分的子级调整	下调2个子级	下调1个子级	上调1个子级	上调2个子级	
货币制度得分减去阶段常态	<-2	-2~-1	1~2	>2	
经济发展阶段	第五阶段	第四阶段	第三阶段	第二阶段	第一阶段
阶段常态	5.5	5	4.5	4	3.5

低且稳定的通胀有利于经济的可持续增长，有助于建立市场对货币政策的信心，并为政府在压力情景下实施货币扩张政策而不引起高通胀和扰乱经济活动提供有利条件，所以我们认为低且稳定的通胀是强有力的货币制度的标志。

对于通胀得分的评估，重点考察居民消费价格指数通胀水平（CPI）得分的加权平均值和十年间（包括当年估计值和三年预测值）CPI 的波动性（见表 6）。其中 CPI 得分的权重为 70%，而 CPI 波动性得分的权重为 30%。

我们认为通货紧缩（表现为平均 CPI 为负）不仅是经济疲软的表现，也反映出货币政

策的无效。因此，在通货紧缩的情况下，我们不对货币制度进行评分，直接将初始信用得分下调 1 个子级。在平均 CPI 介于 0% 至 1% 之间的情况下，如果我们认为存在巨大的通缩压力，我们不对货币制度进行评分，直接将初始信用得分下调 1 个子级；否则，基于低且稳定但次优的通胀率，我们指定通胀表现得分为“6”。

表 6 通胀得分的评估

通胀水平得分	平均CPI通胀率 ⁵	通胀率波动性得分	CPI通胀率波动性 ⁶
7	1%~2.5%	7	<1
6	2.5%~3.5%	6	1~1.5
5	3.5%~4.5%	5	1.5~2
4	4.5%~6%	4	2~2.5
3	6%~8%	3	2.5~3
2	8%~10%	2	3~3.5
1	>10%	1	>3.5

额外考虑因素

(1) 汇率制度。如果一个国家实行钉住汇率制度或严格管理的汇率制度（或其他缺乏汇率灵活性的制度）、货币发行局制度或没有当地货币，将限制该国利用货币政策支持经济和金融稳定（包括应对危机）的能力。在这种情况下，根据汇率刚性程度以及对主权信用度的潜在负面影响，我们通常将货币制度得分下调 1 或 2 分。但是，有效的资本控制、外汇市场干预、金融监管及其他政府措施可能会减轻或抵消汇率制度对货币灵活性的限制，并有理由对货币制度得分进行微调或不向下调整。

(2) 中央银行独立性。如果我们认为主权国家的中央银行或货币当局的独立性比大多数中央银行强得多（或弱得多），体现在立法与实践（或缺乏立法）上，我们会将得分相应上调（或下调）1 分。

(3) 金融稳定和金融体系发展。如果我们估计主权国家的宏观杠杆率高企且快速上升（以广义货币供应量占国内生产总值的比例或向私营部门提供的国内信贷占国内生产总值的比例来衡量）、资产价格泡沫风险巨大、金融化过度且不可持续（通常表现为金融服务在国内生产总值的占比非常大）或金融体系严重落后，我们通常将得分下调 1 分。如果我们认为主权国家的金融体系严重落后，是经济发展的主要制约因素，那么我们将得分下

⁵ 十年期间（t-6 年和 t+3 年）的平均 CPI。

⁶ CPI 波动性是指同期十年间 CPI（以百分点表示）的标准差。

调 1 分。

(4) 货币联盟。对于货币联盟的成员国来说，如果我们认为其不能对货币政策产生实质性和有效的影响，那么将得分下调 1 分。

(四) 影响潜在流动性风险的独特因素

1. 政府借贷

政府的资金需求和借款方式影响主权国家的流动性风险。在所有其他条件相同的情况下，较高的融资需求或向更不稳定的渠道借款会增加流动性风险。因此，如果政府的借贷需求非常高（如高预算赤字、巨额债务到期或实现大额或有负债）或政府向非居民大量借款，我们通常将下调初始信用得分。

如果政府在未来三年（ t 年至 $t+2$ 年）中某一年的借贷需求接近或高于其 GDP 的 10%，或未来三年的某个时间点的借贷需求是 GDP 的高位数百分比，我们就认为政府“具有较高的借贷需求”。

如果发展中国家向非居民的借款占政府债务的 40% 或以上，或发达国家向非居民借款占政府债务的 60% 或以上，我们认为政府“向非居民大量借款”。发展中国家与发达国家的分类与国际货币基金组织《世界经济展望》报告的最新分类一致。我们不会降低发行或控制储备货币的国家的初始信用得分。

如果政府符合或较为符合上述两项特征，我们将下调 1 个或 2 个子级，以便更好地考量由此带来的流动性风险对主权信用度的影响。

对于通过财政储备或其他方式持有高流动性金融资产的政府，我们将初始信用得分上调 1 个子级以体现较低的流动性风险。

2. 外部流动性风险

为了体现独特的外部流动性风险，我们将初始信用得分上调或下调 1 至 2 个子级。

发行或控制储备货币的主权国家：对于发行或控制储备货币的国家，为了体现外部流动性风险非常低，我们将初始信用得分向上调整 2 个子级。在全球经济面临压力之际，此类主权国家在市场上获取流动性资源的难度不大，主要是因为投资者更倾向于持有其债券（这类现象通常称为“安全投资转移”）。

其他国家：我们依据基本国际收支和狭义外汇储备充足率来评估其他国家的外部流动性风险。对于外部流动性风险较低和非常低的国家，我们将初始信用得分上调 1 或 2 个子级；对于外部流动性风险较高或非常高的国家，我们将初始信用得分下调 1 或 2 个子级（见

表 7)。评估发展中国家的外部流动性风险时，我们对储备充足率的要求更加严格。这是因为通常发达国家的国际债券市场较为完善且更容易在国际债券市场发债，并且不太需要利用储备支持外部流动性。

表 7 其他国家外部流动性风险对初始信用得分的调整

	外部流动性风险等级	初始信用得分调整	等级条件 ⁷	
			基本国际收支 ⁸ /GDP	狭义的外汇储备充足率 ⁸
发达 ⁹ 国家	非常低	上调2个子级	>5%	<40%
	低	上调1个子级	>0%	<60%
	高	下调1个子级	<-2%	>300%
	非常高	下调2个子级	<-5%	>600%
发展中国家	非常低	上调2个子级	>5%	<20%
	低	上调1个子级	>0%	<30%
	高	下调1个子级	<-2%	>150%
	非常高	下调2个子级	<-5%	>300%

基本国际收支为经常账户收支余额和外国直接投资净流动金额的总和，主要衡量实体经济部门是否以及在何种程度上提供外部流动性（基本盈余的情况下）或有外部流动性需求（基本赤字的情况下）。外国直接投资的净流动金额等于非居民对外直接投资的净流入减去居民对外直接投资净流出。狭义的外汇储备充足率为按剩余期限衡量的短期外债（包括非居民在国内银行的短期存款）与可用外汇储备的比率。充足率主要反映在外部债权人未对来年到期的债务展期的压力情景下，国家政府利用官方储备清偿外债的能力。可用外汇储备等于官方储备减去不易用于外汇业务和偿还外债的外汇储备。例如，提前出售的储备不是现成可用的，不应计入可用外汇储备中。

有些国家通过国际货币基金组织的备用安排、双边或多边货币互换等工具，可能获得大量外汇流动性。如果有充分的证据表明主权国家在财政困难时能获得此类工具，并且可提取资金（如被视为政府的可用储备）有助于降低较高水平的流动性风险，那么我们将不会下调初始信用得分。

如果发展中国家较高水平的狭义储备充足率由较低的外债（由于市场准入非常有限、

⁷ 国家需要同时满足基本国际收支条件和狭义外汇储备充足率条件，才能被授予以上 4 类外部流动性风险之一的等级。

⁸ 基于 t-1 年实际/估计值和 t 至 t+2 年的趋势。

⁹ 国家分类与国际货币基金组织《世界经济展望》报告的最新分类一致。

近期债务削减或类似的重组导致) 驱动, 而不是非常低的潜在外部流动性风险, 我们不会上调初始信用得分。

对于外部数据较有限的主权国家, 我们在评估外部流动性风险时会参考具有相似收入水平 (以美元计算的人均国内生产总值)、经常账户余额趋势水平和经常账户表现波动性的其他国家 (“参考国家”), 如果我们认为其外部实力明显弱于参考国家, 可能将初始信用得分进一步下调 1 个子级。

质量较差的外部数据: 如果主权国家的外部数据缺乏连贯性 (例如, 多年来一直出现较大的误差和遗漏, 或国际收支和国际投资头寸数据之间存在明显的矛盾) 或其他方式表现出来的非常差的数据质量, 我们可能将初始信用得分下调 1 个子级, 因为质量较差的外部数据可能掩盖非常高的外部流动性风险。

四、调整因素

在指示性信用得分的基础上, 我们进一步考虑以下几个调整因素的影响, 进而得到外币主权信用评级。

1. 主权政府偿债意愿

即使主权政府具有债务偿还的能力, 但如果其缺乏偿还债务的意愿, 将对主权违约的可能性产生重大影响。虽然主权政府的偿债意愿与其制度特征 (特别是政治环境) 相关, 但我们认为在某些情况下仍会对主权信用度产生相当大的影响, 并且通过一般制度的评估可能无法得到充分体现, 因此我们将未充分体现的偿债意愿作为调整因素。

对于过去十年间有主权违约历史的国家, 我们会对其指示性信用得分下调至多 3 个子级。但是, 如果我们认为自上次主权违约以来的制度变化和政治发展已使该国家或地区的偿债文化发生重大改善, 那么我们将下调指示性信用得分 1 个子级或不下调。

2. 地缘政治冲突和极端自然灾害的风险

当我们认为关键评级因素无法充分反映低概率高成本的地缘政治冲突和极端自然灾害的影响时, 我们会将指示性信用得分下调 1 个或多个子级, 以反映其对主权信用的影响。

3. 关键评级因素的极端风险

如果 1 个或多个评级指标值的表现明显弱于该指标的最低阈值 (例如, 趋势增长率或 CPI 远超过阶段常态两个标准差以上), 可能显著加大主权信用风险。在此类情况下, 为了反映其对主权信用度的影响, 我们会将指示性信用得分下调 1 个或多个子级。

4. 其他未考量因素的总体效应

如果我们认为一些因素对主权信用度的总体影响显著高于指示性信用得分所反映的，通常会将评级上调或下调 1 或 2 个子级。例如，如果主权在多个指标或额外考虑因素的表现弱于（或强于）阶段常态，但均未达到合理下调（或上调）初始信用得分的程度，可能表明主权信用风险远高于（或低于）指示性信用得分所体现出来的风险。在这种情况下，为了更好地反映主权信用度，我们会将指示性信用得分下调（或上调）1 个子级。

五、本币主权信用评级

历史表明，主权国家的本币债务违约频率低于外币债务。这表明在某些情况下，部分主权政府本币债务的清偿能力和/或意愿高于外币债务。在全球化的世界里，我们预计大多数政府不会区分本币债务清偿和外币债务清偿，本币主权信用级别是否高于其外币主权信用级别通常是偿还能力的问题。有许多因素可能会导致本币主权信用级别高于外币主权信用级别，我们重点关注主权国家的财政和货币灵活性、制度有效性、资本市场发展，此外还审视主权国家过往的履约记录，以了解主权国家在压力情景下履行本币和外币债务的意愿。本币和外币主权信用评级差别将限制在 1 个子级。

1. 财政和货币灵活性

中证鹏元认为具有较强财政和货币头寸的政府更能通过增加国内货币供应来履行其本币债务¹⁰。我们将综合评估政府的财政负担、货币独立性、未偿本币和外币债务的相对水平以及通胀环境。我们认为，这些因素决定了主权国家在不损害社会和经济稳定的前提下创造货币的能力。

2. 制度有效性

中证鹏元认为主权国家的治理效能确保社会和政治稳定方面发挥了关键作用，尤其是面临经济压力时。我们的分析侧重于司法管辖区的治理框架和政府在经济中的作用，治理的不足可能显著限制政府通过货币创造履行其本币债务的能力。

3. 资本市场发展

中证鹏元认为，通过提供灵活多样的融资渠道，强劲的国内资本市场将有利于政府的本币债务管理。成熟的银行、保险、养老金和资产管理行业也可能向本币主权债务工具提

¹⁰ 对于采用另一国货币的国家或不能有效影响货币联盟的货币政策的国家而言，情况并非如此。

供可持续的需求。

4. 过往对本币和外币债权人的处理

主权国家可能向本币或外币债权人提供优惠待遇，这往往是由政治考虑和债务特点决定的。例如，如果本币债权人由发生本币债务违约时无偿债能力的系统重要性实体组成，就更不可能进行本币债务重组。主权国家偿债的过往记录有力地表明了其将优惠待遇扩展至本币或外币债权人的意愿。

总体而言，我们认为对于具有投资级评级的主权国家而言，偿还本币或外币债务的能力和意愿难以区分。当主权国家的违约风险较低时，对两类不同债务工具的相对违约可能性的可预见性极为有限。因此，我们通常不会区分投资级主权国家的本币和外币发行人信用等级。对于非投资级主权国家而言，随着违约越来越接近，本币和外币信用度出现差异的可能性越来越大。

当存在以下情况时，我们大多倾向于给予高于外币主权评级的本币主权评级：（1）主权国家拥有强大的公共财政基础，但外部基础薄弱；（2）主权国家有对本币债权人给予优于外币债权人的优先待遇的历史记录；（3）主权国家的外币债务负担明显高于本币债务负担；（4）主权国家的货币流动性不足，外汇储备有限。

六、债项评级

中证鹏元将高级无抵押主权外币债务的信用等级设置为等于主权外币发行人信用等级，但如果该债务获得全额担保，我们将根据适用标准授予债项评级。

中证鹏元将高级无抵押主权本币债务的信用等级设置为等于主权本币发行人信用等级，但如果该债务获得全额担保，我们将根据适用标准授予债项评级。

七、本评级方法和模型的局限性

1. 本评级方法和模型对指标的选取存在人为因素，可能无法全面、准确反映主权政府信用风险。

2. 本评级方法和模型中指标众多，对数据点及数据质量要求较高，实际操作中可能面临部分数据无法获取的问题。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。