

# 主权信用评级方法和模型

## 摘要:

本方法的目的是为了展现主权评级的概况。它介绍了导致不同评级结果的主要影响因素，并说明了这些因素组合所产生的影响。本方法旨在回答有关概念的定义，以及它们的原理和相互作用，而非提供定性和定量的评级标准——这些将在接下来的评级方法里阐述。

一个主权实体在其领土范围内有着绝对的权威。这使得主权信用与众不同，即政府（无论该政府是否合法）在其权力范围内有能力改变适用于私人部门的“内部”规则（干预风险）和无需被迫遵守“外部”规则，除非他们自愿遵守（冷漠风险）。

这里有两种类型主权评级。

1、政府债券评级：旨在衡量政府本币或者外币债务违约的风险。主要考察政府偿还到期债券的能力和意愿。

2、外币和本币的上限：旨在评估政府对其他经济主体偿还到期债务能力的各种影响。外币国家上限评估的是外币兑换风险——外币债务偿还和外币存款被政府严格管制的风险。本币存款上限反映的是国内支付系统中断或者关闭的风险以及当银行业出现支付危机时货币当局对其支持能力。本币上限表明了（基于经济、金融和结构性标准）特定国家内发行人的最高等级。在一般情况下，这些上限限定了特定证券和/或发行人的等级。

本方法首先对安融主权评级进行概述；然后定义主要概念以及其分析基础；最后简要介绍这些概念如何互相影响。

## 主权评级：概论

### 简介

安融主权评级有两种主要的方法：

- 1、本币和外币
- 2、政府信用和主权干预风险

		本币	外币
债券等级		政府本币债券等级	政府外币债券等级
上限	一般机构	本币上限	外币债券和票据上限
	银行	本币银行存款上限	外币银行存款上限

### 定义

	本币	外币
债券等级	政府本币债券评级反映的是安融对一国政府产生本币收入以及及时偿还债券持有人债务的能力和意愿的看法。	政府外币债券评级反映的是安融对一国政府筹集外汇以及及时偿还外币计价债券的能力和意愿的看法。
上限	本币上限总结了对本地注册债务人或本地进行的结构性交易进	债券、票据和银行存款国家上限反映的是当出现外部偿付危机时政府干预的风险，即外

	<p>行本币评级时应考虑的一般国家层面风险。</p>	<p>币兑换风险。</p> <p>债券和票据上限定义的是一国政府确定将延期支付的可能性。这进一步受现有政府外币债券评级中存在的延期支付作为一种公共政策工具风险所影响。</p> <p>外币银行存款上限在大多数新兴市场国家通常低于债券上限，这反映一个事实，债券延期支付的风险通常低于外币存款冻结的风险。</p>
	<p>本币存款上限是可以授予在一国管辖权内注册银行的本币存款的最高等级。</p>	

## 政府本币和外币债券评级

### 什么是政府债券评级？

安融债券评级是对信用的看法。当应用于一个特定的政府时，这反映了政府债务证券投资者面临的信用风险。

预期信用损失（EL）是违约率（PD）和假设给定的违约损失率（LGD）的乘积。

而安融主权债券评级过程中考虑了经济、金融、社会和政治等一系列可能影响政府信用的参数，结果（即等级）严格解释了其信用风险。因此，不能直接从安融主权评级结果推断出一国经济繁荣、活力、竞争力或治理等整体情况。需注意的是，无论如何，本币上限（见下文）直接解决的问题主要是一般层面的国家风险。

### 违约的含义

安融定义的违约是任何错过或延迟支付利息和/或本金的行为。

我们定义的违约包括：（1）发行人提供给债券持有人或储户一种新的证券或证券组合以减轻财政负担（这些债务票息或票面金额较低、或者是流动性较弱的存款，无论是改变到期日或计价货币或者维护信贷结构需要）；和（2）交易的明显目的是帮助借款人避免违约。

安融也将发行人由于信用方面原因延迟支付归类为违约事件，即使最终在宽限期内达成了契约或存款协议。

## 为什么政府会拖欠其债务

一国政府违约的概率取决于其偿债能力和偿债意愿。与非政府经济组织由于缺乏足够的偿债资源而被迫违约不同，政府拥有主权的独特性（即更自由）可以使其故意选择不偿还债务。影响政府履约的关键点是，按照原合同条款偿还债务付出的经济、社会和政治成本是否超过不偿还债务付出的成本。

另一个问题是，政府违约风险不应该被混同于一般的经济，政治或金融风险，虽然他们经常相关。例如，大幅度的汇率贬值可能会导致一个国家违约（证明评级彻底变化），侵蚀了对其他事件的缓冲能力（证明评级有下行压力），或者不会对政府其他信用指标产生影响。

## 本币和外币债券评级

### 本币债券评级

本币政府债券评级反映的是安融对一国筹集本币资源以及时偿还债务的能力和意愿的看法。关键的问题是政府有多大的能力和意愿去改变（如果有需要）国内收入分配，以产生足够的资源来及时偿还债务。

这里包括两种含义：评价违约风险首先依赖于偿债的成本效益风险，其次需要评估政府的资源（偿付能力风险），以及其及时动员资源的能力（流动性风险）。要判断一个政府是否会按时支付面临的债务，有必要评估以下的可能性和

有关的成本（1）增加额外的税收和削减开支，这都将使主权国家面临增长放缓以及社会不满的风险；（2）变卖资产，将面临国家生产资源枯竭的风险；或者（3）从央行获得货币资金，存在破坏货币当局公信力风险以及通货膨胀风险。

### 外币债券评级

外币主权债券评级反映的是一国政府筹集外币以及时偿还债务的能力。

本币和外币主权评级存在一个重要的区别。本币信用完全取决于政府筹集本币资金以偿还的能力和意愿，但一国政府的外币违约还被非主权体对其外币债务的履约能力所削弱。

直到 20 世纪 80 年代后期，新兴市场国家经常是主要的或者唯一的外币借款人。这在收支平衡危机（经常收支账户赤字引起的融资困难）和一国政府的外币违约之间建立了直接的联系。这种联系由于金融自由化和逐步自由兑换而减弱。在一个国家，大额经常账户赤字和私人部门高额的外债水平相关联，信任危机（导致进一步的资本外流）很可能导致货币危机。货币危机将从两方面影响政府信用：政府本身以外币计价的债务负担将刚性增加，以及可以调动的外币资源（例如外汇储备）或许已经耗尽。

因此，在评估一国政府外币信用危机时，整个国家实力的外部地位必须予以考虑。



## 可能的等级差距问题

对于任何给定国家而言，政府外币债券评级是低于或等于还是高于本币债券评级呢？有两个理由可以推断本币债券等级高于外币债券等级。第一个理由是政府筹集本币资金比调动外币资源容易；第二个理由是表面上看政府对本币债务违约相对外币债务（主要由外国人持有）违约更为谨慎。

但是，随着时间的推移，这两个理由在实践中并不总是令人信服，这有三个主要原因：

首先，金融自由化（尤其是货币自由兑换）使得国内形成的信用危机通过资本外流和汇率危机蔓延至外币债务成为可能。这一强有力的影响因素会调整的金融开放国家的外币和本币评级，使其本币和外币债务水平相近。

其次，一些国家已经积累了大量外汇储备以匹配其外债水平。当然，经验表明外汇储备在危机时会被迅速消耗。然而，外币积累或许有一个临界点使得“外部”信用实质上超过了本币债券服务的能力和意愿。

第三，虽然宣称相对不愿意强加负担给本币债权人，但历史表明了一个更为细致的观点。本币违约时有发生，有时候独立于外币债券违约。这可能与一个事实有关，政府可能会认为国民不会像关心额外税收（即这是另一种主权体现方式）那样去关心本币债券违约。

## 外币和本币上限

为理解政府对私人部门信用干预风险（最好的例子是政府停止外币债务），安融设计了多种评级实践分析基础。

这些实践，建立在历史证据及经济和金融分析基础上，在决定本币或者外币非主权评级时，或作为强约束（外币银行存款上限）或有时候约束较为宽松（外币债券和票据国家上限）或仅作参考用（本币国家上限）。

	本币	外币
债券和票据	本币上限	外币国家上限
银行存款	本币银行存款上限	外币银行存款上限

### 外币债券和票据的国家上限

“国家上限”通常意味着这是可以授予一国或区域货币主权管制下发行主体的最高评级。这是为特定国家证券授予外币评级时的关键因素。这反映了主权行为对非主权体履行债务所能产生的干预程度。上限越低，公司的本币评级（这反映了其内在的经济和财务实力）和它的外币评级之间的潜在差距也就越大。上限越高，对私人部门外币证券评级的潜在影响越低，举个极端例子来说，AAA级上限的影响意味着没有影响。

安融外币评级上限的性质随着时间的推移已发生变化，反映了世界经济和金融市场结构的变化。存在上限的分析理由是，所有国内发行人都潜在受到外币“兑换”风险，即无

法即时将本币兑换成外币以履行对外支付义务。换言之，上限说明一个事实，当一国政府面临外部支付危机时有权限制国家内的所有发行人（无论是公共部分或私人部门）外汇流出，包括偿还债务。

然而，随着 20 世纪 90 年代国际资本市场的扩大和深化以及最近几年大部分国家的政府在面临外部支付危机时通常避免延期支付，使得我们对国家上限的应用更为灵活。2001 年 6 月以来，我们会视个体情况以确定哪些证券有资格突破国家上限。

确定上限				
等级范围	政府外币债券等级	延期支付风险		外币上限
AA-		延期支付风险越低，相对于政府外币等级的外币上限越高	↑	外币上限
A+				
A				
A-				
BBB+				
BBB	政府外币债券等级			
BBB-				

上限现在被定义为政府会寻求延期支付违约的可能性。要确定外币国家上限，我们因此增加现有政府外币债券评级中存在的各国把延期支付作为政策工具风险这类潜在的风险。

需要注意的是虽然发行人评级不能突破上限，但根据国外法律出售的债券的等级有可能高于一般延期支付的风险。

一项债务有可能突破国家上限取决于两个因素：发行人的基本信用度（表示其本币债券等级），和困难时期主权干预的风险。反过来，我们可以将主权干预风险描述为有三个参数的函数：（1）政府外币违约概率（即其外币债券等级）；（2）面临危机时，政府将寻求延期支付的概率，（3）假定延期支付情况下，发行人外债履约中可能包含这种延期支付的概率。需要关注的是，（1）和（2）的组合提供的是外币上限。

突破上限				
等级范围	本币等级低于或者等于上限的任何发行人：外币等级=本币等级	如果一个发行人的本币等级大于上限，一种证券有可能突破上限，这取决于假设延期支付情况下所涉及的风险		
AA+			涉及的风险越高，这种证券的外币等于越靠近外币上限	
AA				
AA-		发行人本币等级		
A+				
A				
A-	发行人等级	外币上限	外币上限	
BBB+		外币等级可能的范围=本币等级		
BBB				
BBB-				

### 外币银行存款上限

外币存款上限规定了可以授予外币计价存款债务的最高等级，包括（1）银行总部设立在该住所的国内外分支机

构（即使是外资银行的附属公司）和（2）外资银行分支机构。

安融主张外币银行存款上限不同于外币债券和票据上限。当新兴市场国家外币银行存款上限反映的是与外币债券和票据上限（即外币兑换风险）相同种类的政府干预的时候，这两类上限通常已经在不同层次的评级范围了。

原因是自 1998 年以来的经验，显示当主权国家对其任何外部债务违约时，近 40% 的例子，会有外币银行存款违约（受评八只有三只违约）。同时，有两例外币银行存款被冻结或强制兑换以替代政府违约。因为外币银行存款违约略少于同时代政府违约一半次数，以及在有些例子中，银行存款违约甚至在没有政府违约情况下发生，很显然，外币银行存款上限几乎与政府债券违约风险相同甚至更高。另一方面，在八只政府债券违约中，仅有一例，阿根廷，我们全面看到了延迟支付外币款项。因此，我们可以得出这样的结论，非主权外币债券延迟支付的风险显著低于政府债券违约的风险。此外，不同于外币银行存款，我们没有债务延长支付的例子来替代政府违约。

在大约三分之二的受评国家中，外币银行存款上限至少是等于外币政府债券等级。大概三分之一的国家，外币银行存款上限仅比外币政府债券等级低一个等级。这一个等级在实践中试图将以下事实纳入考虑范围，即往往从法律上、逻

辑上及政治上来讲，政府限制外币存款相对比让其自己的债务违约容易。虽然有很多例外，但这些因素在那些政府被评为 BBB-级或更低（表示主权信用风险较高）的国家里被赋予更高权重。

因为，在安融看来，在外部偿付危机中，外币银行存款最后可能被冻结付款（或“自愿”延期或被迫兑换）这种手段影响，外币银行存款不能突破外币存款上限。

### **本币银行存款上限**

安融本币银行存款上限是可以授予在受评司法管辖主权内注册成立银行的本币银行存款的最高等级。这反映了一个重要银行本币存款违约（要么因为本币资源限制要么被征收而导致的国内存款冻结）所允许的风险。

因此，它反映了：（1）当局支持一个重要银行的能力是有限的，因为货币制度不允许创造无限数量的本币；和（2）本币银行存款被冻结的风险。

其基本原理是一个国家的央行可以释放紧急流动性（即法定货币国家），具有系统重要性银行里的本币存款将被授予可能的最高级别，而这个级别由本币上限决定。事实上，太重要而不能倒闭银行对其本币存款违约的例子极为罕见。而一国的央行不太可能为了其他机构或更罕见的运营原因而及时扩大紧急流动性援助，本币银行存款上限将低于本币上限。

## 本币上限

本币上限总结了一般国家层面风险水平（包括外币兑换风险），这应该在对本地注册债务人或本地产生的结构性交易进行本币评级时加以考虑。这意味着可以授予一国财务实力最强的债务人更高的等级，前提是这个债务人得到了这个国家或地区以外的支持。

因此，本币上限通常较高，有时候比政府本币债券高很多。例如，如上面所指，在被货币和金融当局认为大到不能倒闭银行里的本币银行存款的风险有可能比政府本身债务风险低。原因是如果央行没有在实践中或者被法规（货币发行当局）阻止提供紧急流动性，它帮助银行面对储户以本币履行其债务相对比政府调动资源以维持其当前债务容易。

在建立这种“国家风险上限”中，量化标准和非量化标准均有关：（1）是否有政权变化的巨大风险，从而导致否认债务？（2）这个国家是否有行之有效的合同法，以允许托收的成功诉讼的坏账，没收抵押品等？（3）这个国家是否有一个深厚的金融系统在支付和避免技术故障时有效呢？（4）监管/法律环境的可塑性、腐败或不可预测性如何？（5）是否有恶性通货膨胀的倾向？

安融主权评级：示意图

