

作者：程泽宇

邮箱：research@fecr.com.cn

标普、穆迪、惠誉国家主权信用评级方法比较研究

摘要

从评级方法角度对比，国际三大评级机构对于主权信用评级均采用定量结合定性的分析方法。在评级要素选取上，标普和惠誉所选评级要素名称有所差异，但其涵盖的内容基本相同，均考虑政府治理与结构特征、宏观经济政策与表现、公共财政偿付实力以及外部风险抵御能力；但穆迪的评级要素选取有所不同，虽然也覆盖经济实力、政治实力和财政实力等要素，但风险事件敏感度为等级调整减分项。

从评级模型角度对比，国际三大评级机构都是通过打分表的形式进行主体评级，打分表主要由多个评级要素以及相应细化的多个定性和定量指标构成。穆迪和标普采用打分表结合矩阵的方式，而惠誉则采用多元回归模型打分的方式。穆迪在打分表中明确设定了各类评级要素的权重，但标普和惠誉认为各评级要素权重会随主体差异、时间等不同而变动，因此会定期做出权重调整。

从信用等级结果角度对比，国际三大评级机构的主权信用等级分布呈现高度一致性，在不同区域间的分布也存在较高相似度。三家机构主权信用等级差异在[-1,1]个子级的样本占比达到90%，等级差异度很小。

一、主权信用评级综述

主权信用评级是对主权政府（国家或地区）信用质量的综合评估，表明主权政府对其商业性债务及时足额偿付非官方债权人的能力及意愿，评级结果反映出主权政府发生违约的前瞻可能性。

（一）主权信用评级的价值

主权信用是构建国际经济和金融秩序的保障，国家主权信用等级是一国在全球金融体系中的信用地位，也是该国各行各业信用的等级上限（通常各行各业信用等级不超过国家主权信用等级）。此外，国家主权信用等级的高低直接决定国际债券的借贷成本，主权信用级别调整会加剧国际资金的流动性，对全球金融市场的稳定和安全产生直接影响。正如2009年，受美国次贷危机传导以及希腊本国财政赤字、政府债务高企的影响，Standard & Poor's（标普）、Moody's（穆迪）和Fitch Ratings（惠誉）国际三大评级机构主动下调希腊主权信用评级，导致欧债危机全面爆发。一方面，风险在国别之间传导，随后信用危机相继传播至西班牙、爱尔兰、葡萄牙以及意大利等国，国际评级机构也随即下调这些国家国内银行、企业的信用等级；另一方面，国际投资者对欧债危机的厌恶情绪不断蔓延，欧元、英镑、澳元等高收益货币兑美元大幅回落，美元作为避险资金进一步提振。

（二）主权信用评级符号体系

1. 国际三大主权信用等级符号对比

主权信用评级通常包括主权本币和外币的短期和长期的信用评级，是对主权本币和外币的短期和长期债务偿还能力及意愿的评定，并用特定和简明的符号表示。以国际三大评级机构为例，此三家评级机构在评级符号上存在一定差异。

表 1：国际三大评级机构长期信用级别比较¹

类别	标普	穆迪	惠誉
投资级	AAA	Aaa	AAA
	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
投机级	BB+	Ba1	BB+

¹ 此处不再详述短期评级符号；国际三大评级机构的本、外币符号表述一致。

	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	Ca	CC
	C	C	C
违约级	SD	D	RD
	D	-	D

资料来源：Symbols and Definitions of S&P, Moody's and Fitch Rating, 远东资信整理

2. 预期违约概率影响整个信用等级序列

国际三大评级机构认为，信用评级的目的是力图将各种评级因素对评级对象信用质量的影响用简单的评级符号来表示，以表明对评级对象信用质量的意见。标普的评级要素主要包括相对违约可能性、回收程度、偿还顺序以及信用稳定性；穆迪的评级要素主要包括相对违约可能性、财务实力和过渡风险；惠誉的评级要素主要包括相对违约可能性、回收程度和偿还顺序。总体看，国际三大认为决定信用等级的主要因素是违约可能性和回收程度，其中违约可能性衡量事前风险，回收程度衡量事后损失，因此在建立整个等级序列和要素评估时需要首先衡量违约可能性。

对于违约可能性的衡量，标普和惠誉认为信用评级是对信用质量排序的评估，信用评级与违约概率是完全的相对关系，不存在绝对关系。穆迪的信用评级反映的也是相对的信用质量，但其在评级过程中会运用理想预期违约率表，以表明对信用级别所期望达到的具体违约概率。

二、 主权信用评级方法对比

（一） 穆迪主权信用评级方法

穆迪的主权信用评级采用定量分析与定性分析相结合的方法，主要从以下四步进行：第一步，从经济实力、政治实力、财政实力以及风险事件敏感度四个方面对主权信用风险进行评估，每部分先采用定量分析加权平均得出分数，再结合定性分析对分数进行调整，从而获得每部分的得分；第二步，将每部分所得分数映射到相应等级类别；第三步，将每部分所得等级类别分别矩阵，首先通过经济实力和政治实力矩阵获得经济弹性，然后通过经济弹性与财政实力按权重矩阵获得国家金融实力，最后通过国家金融实力与风险事件敏感度矩阵获得主权信用等级；第四步，根据本、外币调整因素，调整后获得主权本、外币信用等级。

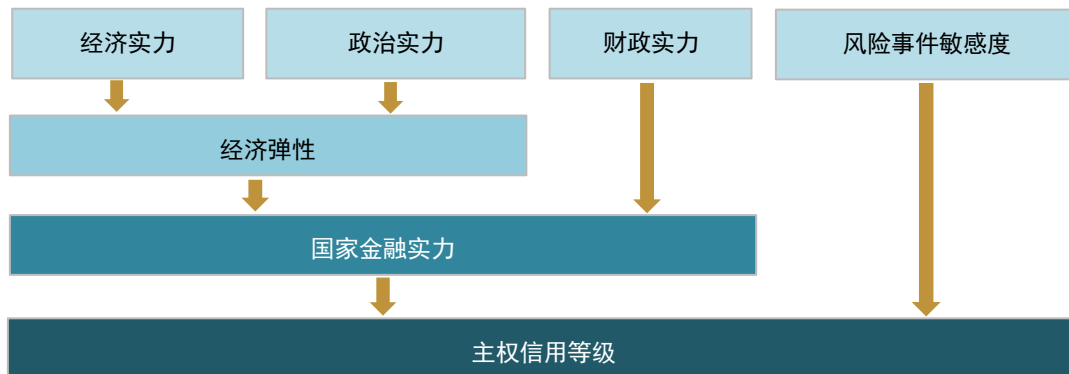


图 1：穆迪主权信用评级框架

资料来源：Moody's Sovereign Bond Ratings，远东资信整理

（二）惠誉主权评级方法

惠誉主权信用评级采用定量模型（SRM）和定性调整（QO）相结合的方法，对主权国家进行四个维度的分析：一是结构特征，主要衡量经济抵御金融、政治、政府管理等方面风险的能力；二是宏观经济表现、政策和前景，主要衡量经济增长前景、经济稳定性、一致性以及政策的可信性；三是公共财政，主要衡量政府预算余额、公共债务和财政融资的结构性和可持续性以及或有负债具体化的可能性；四是外部融资，主要衡量经常账户余额和资本流动的可持续性以及外债的水平和结构。通过以上四方面的分析，可以综合反映主权国家的信用质量水平。

惠誉的评级逻辑分为四步：第一步，惠誉采用多元回归模型对 18 个指标进行数据分析，然后得出分值；第二步，结合定性分析调整得分，确定最终分数；第三步，将最终分数映射到对应主权信用等级；第四步，与相近等级数据对比，直观发现差距。

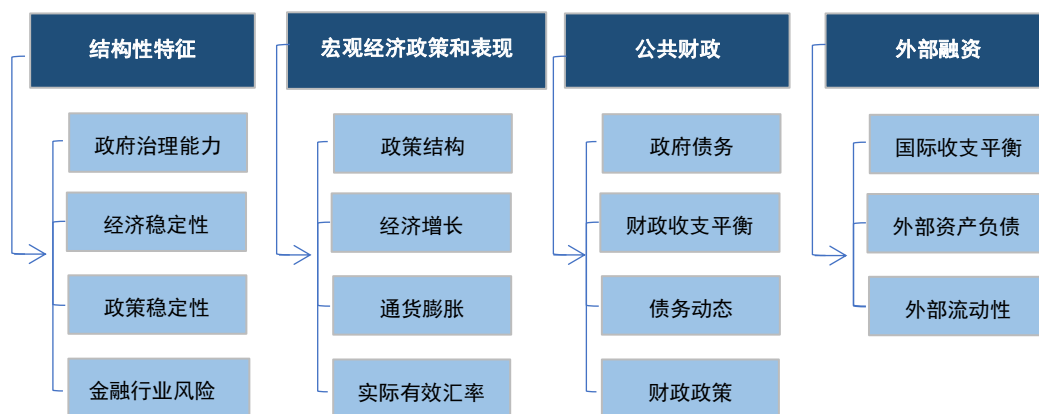


图 2：惠誉主权信用评级框架

资料来源：Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria，远东资信整理

（三）标普主权信用评级方法

标普在衡量一国对商业性债务的偿付能力和偿付意愿时，主要从政治、经济、外部、财政、货币等五个方面进

行评估。第一步，对政治和经济部分进行定量和定性分析，并根据指标权重加权平均得出政治和经济情况；第二步，对外部、财政和货币部分按照权重进行加权平均得出经济灵活性；第三步，将政治和经济情况和经济灵活性两部分矩阵得出指示级别；第四步，根据调整因素获得本、外币主权信用等级。

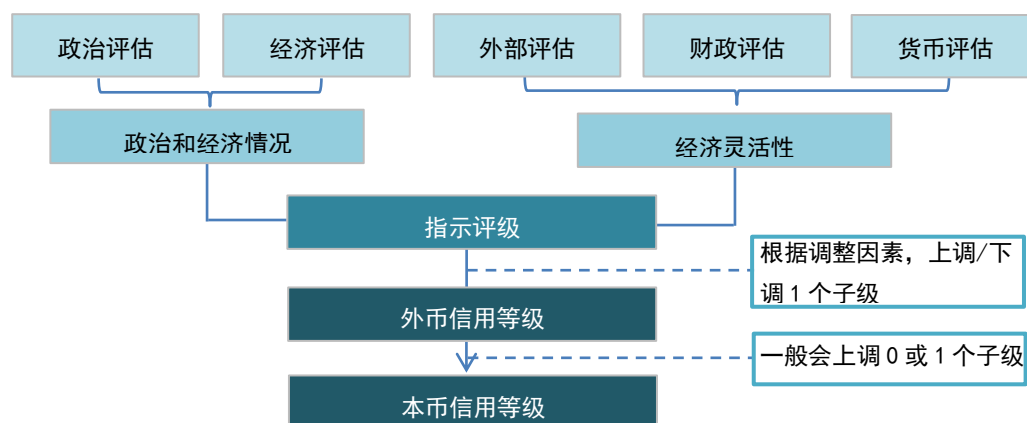


图 3：标普主权信用评级框架

资料来源：S&P Sovereign Rating Methodology，远东资信整理

（四） 标普、穆迪、惠誉主权评级框架比较

1. 评级方法差异

国际三大评级机构对于主权信用评级均采用定量结合定性的分析方法。在评级要素选取上，标普和惠誉所选评级要素名称有所差异，但其涵盖的内容基本相同，均考虑政治治理与结构特征、宏观经济政策与表现、公共财政偿付实力以及外部风险抵御能力；但穆迪的评级要素选取有所不同，虽然也覆盖经济实力、政治实力和财政实力等要素，但风险事件敏感度为等级调整减分项。

2. 评级模型差异

国际三大评级机构都是通过打分表的形式进行主体评级，打分表主要由多个评级要素以及相应细化的多个定性和定量指标构成。穆迪和标普采用打分表结合矩阵的方式，而惠誉则采取多元回归模型打分的方式。穆迪在打分表中明确设定了各类评级要素的权重，但标普和惠誉认为各评级要素权重会随主体差异、时间等不同而变动，因此会定期做出权重调整。

3. 创新特色对比

穆迪从经济实力、政治实力和财政实力三个角度评估主权国家中期抵御冲击的能力，风险事件敏感度表示突发极端事件可能严重影响公共财政安全，从而大幅增加主权的信用风险。风险事件的敏感度采用最大函数法来衡量事件的严重程度对主权信用的影响，是对信用等级的减分调整，因为任意触发一个子因素，都有可能造成主权信用状况的严重恶化；惠誉的主权信用评级倾向于进行相近等级的数据比较，比如对比 AAA 与 AA+ 样本在国家治理能力、

GDP 增速、通货膨胀、失业率、财政赤字等指标的数据，惠誉主权信用评级结果具有很强的可比性，可以明确地体现出相近等级样本之间在不同评级要素或指标上的差距；标普结合自上而下的区域理念进行主权信用评级，标普通过定期观察国际形势对该地区的影响以及按季度分析研判该区域违约的趋势，来把握风险事件对全球、地区以及主权国家的影响，从而对主权国家信用评估起到前期预警的作用。

三、 主权评级指标对比

（一） 经济实力

1. 标普

标普认为，一个富有、多元化、市场化且具有弹性的经济体，如果保持一个持续的经济增长周期，则能够为一个国家提供强大的收入支持，并增强其财政政策和货币政策的弹性，最终提高其债务承受能力。标普的经济评估指标主要包括国民收入水平、经济发展前景、经济多样性和波动性三个方面，首先根据国民收入水平确定经济评估的初值，然后根据经济发展前景、经济多样性和波动性进行[-2,2]分的调整。

表 2： 标普经济实力指标

指标	含义
国民收入水平	人均 GDP 是衡量国民收入水平的指标，人均 GDP 较高的国家具有广泛的潜在税收收入和资金基础，其信用质量一般较好
经济发展前景	表现经济增长的主要指标是实际 GDP 的增长趋势，标普采用过往 10 年的实际 GDP 平均增长率（通常包括至少一个经济周期）
经济多样性和波动性	有着显著经济集中度和波动性的国家，其经济评估会比初步评估分数低 1 分

资料来源：S&P Sovereign Rating Methodology，远东资信整理

2. 穆迪

一国经济的内在实力主要体现在经济增长潜力、经济多元化程度、经济竞争力、财富水平以及经济规模等方面，强劲的经济实力可以缓冲外部冲击对主权国家所造成的影响。此外，一国的中期融资和偿债能力依赖于该国的经济实力，经济繁荣和稳定增长有利于增加国家财政收入，为主权国家偿付债务提供有力保障。经济实力疲软往往是主权违约的主要影响因素，例如，当一国外部竞争力受到削弱时，诸如受到贸易保护条款的冲击，会导致该国出口收入大幅下滑以及经常账户持续失衡，从而导致一些高债务水平国家的违约风险敞口增大。

（1） 经济增长潜力

经济低速增长加剧了主权国家债务偿付的挑战，同时还可能造成债务负担的不可持续。相比之下，经济持续快速增长的主权国家在债务管理方面取得了成功，并最终扭转了债务负担高企的局面。

（2） 经济规模

经济规模也是信用质量的重要影响因素。即使一个经济体非常富裕，但如果经济体量较小且缺乏经济多元性，仍然会很难抵御外部突发事件。比如，依赖出口导向型经济体在遇到外部贸易条件恶化的情况下，如果本国市场腹地狭小以及本国消费和投资对经济的拉动作用有限，则可能导致主权国家经济衰退。相比之下，一个体量庞大、经济多元的主权国家则更有实力抵御风险冲击和提供充足、稳定的财政收入以偿还未偿债务。

（3）国民收入水平

用一国的经济总产出除以人口可得人均 GDP 指标，该指标衡量一国居民的财富收入水平。通常情况下，人均 GDP 与违约风险密切相关，同时也与政治实力高度相关。

表 3：穆迪经济实力指标

方面	一级指标	一级权重	二级指标	二级权重
经济实力	经济增长动力	50%	平均实际 GDP 增速	50%
			实际 GDP 增速波动性	25%
			WEF 全球竞争力指数	25%
	经济规模	25%	名义 GDP	25%
	国民收入	25%	人均 GDP	25%
	因子得分调整	0~6 分	信贷扩张	0~3 分
			其他	0~6 分

注：WEF 为世界经济论坛（World Economic Forum）的缩写

资料来源：Moody's Sovereign Bond Ratings Methodology，远东资信整理

3. 惠誉

（1）实际 GDP 增速

通常情况下，高速增长的经济体能够更好地吸收不利冲击，同时也有助于降低公共财政的波动性。因此，保持长期、稳定、强劲的经济增长有助于主权国家获得更高的信用等级。

（2）实际 GDP 增长波动性

宏观经济的剧烈波动可能会制约一国储蓄和投资的增长，扭曲金融业的稳步发展，阻碍企业长期的商业投资决策，对主权国家的债务偿付能力产生不利影响。长期的经济不稳定使经济实力和公共财政实力更容易受到冲击，可能会中断主权债务的偿付进程。

（3）通货膨胀水平（CPI）

一般情况下，拥有较低通胀水平和稳定经济增长的经济体，其主权信用等级会更高。如果一国长期保持中低通胀水平，则居民信心就越强劲，并利好经济稳定增长；如果一国长期保持较高或恶性通胀，则会严重影响一国汇率

水平，打乱进出口秩序和金融秩序，大幅削弱财政政策和货币政策的作用。

表 4：惠誉经济实力指标

定量指标	时间	影响	权重	系数
实际 GDP 增速	3 年平均值	+	2.70%	0.08
实际 GDP 增长波动性	最近	-	5.40%	-0.81
CPI	3 年平均值	-	2.50%	-0.04

数据来源：Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria，远东资信整理

（二）政治实力

1. 标普

（1）政策、制度的有效性和稳定性和可预见性

有效的政策和稳定的政治制度，能使政府有能力应对经济压力和纠正经济发展不平衡的问题，也能保持经济的长期可持续增长，有助于缓解国家信用质量的迅速恶化。平稳、合理的制度设置对未来的政治决策走向具有一定的预见性；相反，权利过于高度集中、政局频繁更替可能会影响制度的稳定性和政策的一致性，并最终削弱主权的信用质量。

（2）制度、数据与处理过程的透明度和问责制

制度的透明度和问责制直接关系到主权的信用质量，因为该指标体现了政治制度和政治框架的稳定性与可预测性。此外，数据与处理过程的透明度和问责制指标也非常重要，因为该指标反映了信息的可靠性和准确性，有助于及时了解一国在政策制定中的重大变化或与主权信用有关的风险信息。

（3）主权国家偿债记录

一旦经济体触发主权违约，则会导致经济衰退和民众对政府执政能力丧失信心等结果，进而影响主权国家的政治稳定性。如果主权国家存在历史违约记录，则增大了再次发生违约的可能性。

（4）外部安全风险

外部安全风险包括军事冲突、地缘局势紧张、局部战争等威胁。如果主权国家长期面临战争风险，政治评估部分会下调 1~2 分，如果战争风险进一步波及到一国经济、财政和外部的信用实力，则会下调整体信用等级。

2. 穆迪

一国政治实力体现在政府治理能力和政策执行能力上。根据穆迪对过往主权违约案例的统计，约 30% 的违约样本与政治实力羸弱有关，主要表现为政治不稳定、预算管理和治理能力薄弱、以及出于政治意图考虑而不愿支付债务等情况。

(1) 政府架构和效率

世界银行的全球治理指标（WGI）是评估一个国家基本制度框架的重要组成部分，因为它提供了具有可比性的政治实力衡量标准。

- ①政府效率：反映了政策制定、政策落实、公共服务独立于政策干预的能力；
- ②法规：对合同执行、财产权、司法独立性和司法制度信任方面的衡量；
- ③腐败控制：公共部门的透明度和问责制是重点衡量指标。

(2) 政策的可信度和有效性

穆迪把政策的可信度和有效性指标作为评估一国政府架构和效率的补充，重点关注中央银行的信誉和政策落实力度，将通货膨胀水平和波动性作为政策可信度和有效性的代表纳入打分表。

- ①通货膨胀水平：通货膨胀水平作为政策可信度和有效性的代表指标，主要有如下三点原因：一是经济的可持续增长和繁荣需要通过价格稳定来实现；二是通货膨胀水平是经济竞争力的决定因素，通货膨胀相当于对较不富裕的社会成员征税，往往是经济和政治不稳定的前兆；三是高通胀削弱了人们对本国货币作为价值储备功能的信心，导致资本外逃以及货币和国际收支危机。
- ②通胀波动性：通货膨胀波动性与货币政策不确定性、中央银行无法控制通货膨胀等因素有关。

表 5：穆迪政治实力指标

方面	一级指标	一级权重	二级指标	二级权重
政治实力	政府治理能力	75%	政府效率指数	50%
			法规指数	25%
			腐败控制指数	25%
	政策有效性	25%	通胀水平	50%
			通胀波动性	50%
	因子得分调整	0~6 分	违约历史	0~3 分
			其他	0~6 分

资料来源：Moody's Sovereign Bond Ratings Methodology，远东资信整理

3. 惠誉

(1) 政府治理指数

政府治理指数可以衡量当局政府调动资源为偿付债务提供资金支持的能力和意愿；可以衡量政府可能因内乱、政治不稳定或冲突而颠覆的风险；还可以衡量政府和管理经济活动和吸收不利冲击方面的效率。政府治理指数是世界银行六项治理指标的简单平均百分位数，包括法治、腐败控制、政府效率、话语权和问责制、监管质量和政治稳

定性，是诸多因素的综合表现。

（2）人均 GDP

较高的人均 GDP 意味着劳动力从事高附加值活动，表现为一国经济发展较为强劲且吸收不利冲击的能力更强，进而有助于获得更强的政治实力。人均 GDP 既是收入的衡量指标，又是劳动力、资本和金融财富的存量和质量的代表。这一变量是按照惠誉评级的所有主权国家当年的市场汇率，以美元计算的人均 GDP 百分位排名。

（3）国家经济总量占世界经济总量的份额

该比值按照一国每年的国内生产总值占世界国内生产总值份额的自然对数计算（按市场汇率以美元计价），这一变量主要考量 GDP 波动性对信用等级风险敞口的影响。对于单一市场的小型经济体而言，一场特殊的自然灾害或严重的外生事件，就会对其经济产生巨大的冲击。此外，小型经济体的多元化程度也较低，其债务工具的低流动性可能阻碍资本进入国际市场，导致其资本跨境和多元化的成本显著增加。

（4）自违约或重组事件发生以来的年限

违约/重组事件类型包括：主权违约事件、高负债穷国（HIPC）债务减免计划和银行债务重组等。但某些特例情况不包含在范围内，例如，借贷双方商议通过某种债务重组方案（如延长双边贷款期限），则此类事件将不会被看作重组事件。自违约或重组事件发生以来的时间会影响主权国家的信用质量。

（5）广义货币供给

广义货币供给与国内生产总值的比率被用来代表经济中金融中介的水平。国家越富裕（以经济中可用货币资产衡量），经济所能容忍的公共债务水平就越高。

表 6：惠誉政治实力指标

定量指标	时间	影响	权重	系数
政府治理指标	t	+	19.60%	0.074
人均 GDP	t	+	13.60%	0.044
国家 GDP/世界 GDP	t	+	12.80%	0.592
违约/重组后年份	t	-	6.50%	-2.601
广义货币供给	t	+	2.10%	0.277

资料来源：Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria，远东资信整理

（三）财政实力

1. 标普

财政评估反映了国家财政赤字和政府债务负担的可持续性。财政评估会考虑财政弹性、长期财政趋势、政府债务结构、融资方法以及或有负债等因素带来的潜在风险。标普将财政评估分为财政表现及弹性，以及债务负担两部分，财政评估结果为两部分的平均值。

（1）财政表现和弹性

标普衡量政府财政表现的关键指标是一般政府债务总额与当年国民收入总和之比。此外，财政弹性为政府提供了缓解经济衰退或承受其他冲击的回旋余地，并且最终有助于政府恢复其财政平衡。

（2）债务负担

主权国家债务负担评估的基础因素是政府利息支出与政府财政收入之比、政府利息支出与国民收入总和之比、政府债务结构等指标。此外，还需要考虑政府或有负债的风险。

2. 穆迪

穆迪分析政府债务负担（一般政府债务总额/GDP、一般政府债务总额/财政收入）和债务偿付能力（政府利息支出/财政收入、政府利息支出/GDP）。此外，还需要考虑政府债务的结构。从历史违约数据来看，超过三分之一的主权违约是由于持续的外部失衡和财政失衡所造成的，随着时间的推移，这些失衡导致了不可持续的高债务负担。具体来看，由于外部贸易冲击条款或不可持续的政府财政政策，导致政府债务不断积累，并为风险冲击创造了巨大的风险敞口，最终导致国家债务偿付能力下降。

（1）债务负担

- ①一般政府债务总额/GDP：该指标是评估财政实力的首要考量因素。该指标综合衡量一国的总债务水平，总债务包括中央政府和所有地区和地方政府的直接债务（统称为一般政府债务）。
- ②一般政府债务总额/财政收入：该指标显示了主权国家财政收入对政府债务的偿还能力。较高的比率反映出财政实力较弱和或有负债的财务化，这种情况将迫使政府收紧财政政策以降低赤字水平。

（2）债务偿付能力

- ①政府利息支出/财政收入：该指标表明政府的偿债负担在其创收能力范围内的程度，高比率意味着一大部分收入将被用于支付利息。其影响既有财政方面的，也有经济方面的，巨大的利息负担不仅会导致财政赤字不断扩大，也会限制公共部门在预算中的资本支出。这一指标越低越好，可以反映政府的短期债务风险，遏制其扩大债务规模的冲动。
- ②政府利息支出/GDP：该比例体现出政府的债务偿付压力。

表 7：穆迪财政实力指标

方面	一级指标	一级权重	二级指标	二级权重
----	------	------	------	------

财政实力	债务负担	50%	一般政府债务总额/GDP	50%
			一般政府债务总额/财政收入	50%
	债务偿付能力	50%	政府利息支出/财政收入	50%
			政府利息支出/GDP	50%
	因子得分调整	0~6 分	债务趋势	0~3 分
			政府外币债务/一般政府债务总额	0~6 分
			其他公共部门债务/GDP	0~3 分
			主权基金金融资产/一般政府债务总额	0~4 分
			其他	0~6 分

资料来源：Moody's Sovereign Bond Ratings Methodology，远东资信整理

3. 惠誉

(1) 一般政府债务总额/GDP

在其他条件相同的情况下，沉重的政府债务负担将导致更高的违约风险，评级较高经济体的债务承受能力通常也越强。

(2) 政府债务

惠誉认为，一般政府债务总额（包含中央政府和所有地区和地方政府的直接债务）是衡量主权债务最相关和最全面的指标，也是最有助于进行跨国别比较分析的指标。政府债务净额状况（一般政府债务总额减去其在金融机构的存款）也是负债的一个重要指标，可以反映政府预算融资与流动性需求是否相一致。

(3) 政府利息支出/财政收入

在公共财政方面，偿还政府债务的成本（以收入的百分比表示）是公共财政的一个重要考量因素。作为惠誉债务可持续性分析的一部分，借贷成本是评估和预测政府债务未来轨迹的关键变量之一。高额或不断增加的利息负担削弱了主权国家的偿付能力，限制了主权国家在公共财政管理方面的灵活性，也会限制其在宏观经济疲软期间实施逆周期财政政策刺激经济的能力。

(4) 财政余额/GDP

财政余额反映每年应计财政收入和财政支出的净余额。通常，持续较高的财政赤字水平（财政赤字额占国内生产总值的百分比）往往预示着宽松的财政政策管理，很可能导致债务负担上升。

(5) 外币政府债务/一般政府债务总额

大量以外币借款的政府在其资产负债表上会产生货币风险，因为收入（主要来自国内税收）通常以当地货币计

价。在本币贬值的情况下，可能加剧政府的经济和金融压力。此外，外币主权借款人通常更依赖于外国投资者，这些投资者可能比具有国内偏好的投资者更不稳定，因此更容易受到资本流动的影响。相比之下，本国货币即为国际储备货币的国家在财政和货币政策灵活性方面具有巨大优势。

表 8：惠誉财政实力指标

定量指标	时间	影响	权重	系数
一般政府债务总额/GDP	3 年平均值	-	7.90%	-0.02
一般政府利息/财政收入	3 年平均值	-	4.00%	-0.04
财政余额/GDP	3 年平均值	待定	3.20%	0.06
固定资产政府债务/政府债务总额	3 年平均值	-	1.50%	-0.004

资料来源：Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria，远东资信整理

（四）外部风险

1. 标普

外部评估反映了一国从国外获得必要的资金来偿还债务的能力。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，这些外部资金流动会影响国家的竞争力、汇率波动水平以及外国投资者信心，进而最终影响该国的国际采购能力和还款能力。

（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交易货币的主权国家更高的外部评估。

（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/（经常账户收入+外汇储备），这是一国经济获取必要的外汇储备和经常账户收入以满足外部融资总需求的衡量指标。

（3）外部债务

标普对国家外债最重要的衡量指标是狭义净外债与经常账户收入之比。狭义净外债的计算是从外债总额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的结果。

（4）对货币联盟成员的特殊考量

如果主权国家属于货币联盟成员，则该主权国家的外部评估是基于该国外部独立地位和货币联盟实力的综合考量，因为尽管货币联盟共享共同的货币和共同的资本市场，但是各个成员国的外部流动性和资产负债的情况可能存在很大差异。

(5) 官方融资的影响

主权国家参与一个官方项目（如国际货币基金组织发起的项目），可能会对其外部情况的改善产生影响。由于项目提供的支持可能包括低成本的外部融资、有效改善基本面的策略以及各种形式的技术援助，因此成功的项目有助于改善经济体外部情况。

2. 穆迪

对一些主权国家来说，以本币调集资源是不够的，为了偿还以外币计价的债务，这些国家需要获取硬通货以换取本币资金。这是因为有些主权国家受到经常账户赤字和资本净流出影响，导致本币贬值以及官方外汇储备规模减少。此外，政府也可以在使用货币汇率作为调整机制方面加以约束。因此，主权国家需要储备黄金、美元等国际信用良好、币值稳定的硬通货来抵御汇率波动风险。

(1) 经常账户余额（CAB）和外国直接投资（FDI）

CAB 记录了居民和非居民之间的所有跨境交易，包括货物和服务的进出口、单边转移（如官方补助金和工人汇款）以及外国资产和负债的股息或利息支付。如果国外的收入超过支出则 CAB 为正；反之，则 CAB 为负。当 CAB 出现赤字时，国家需要来自世界其他地方的资本净流入，才能缩小其国内储蓄和投资之间的差距，长期存在的巨额经常项目赤字可能导致外债的累积。

(2) 外部脆弱性指标（EVI）

EVI 衡量的是承受投资者信心丧失的能力，这种信心是由于风险认知的增强或普遍的流动性紧缩而造成的。该比率越高则预示着外部脆弱性越强，说明经济体外汇储备不足，无法及时偿付短期外债。

(3) 净国际投资头寸（NIIP）

NIIP 衡量一个国家的外国资产和负债的市场价值相对于国内生产总值的差额。NIIP 是国家经常账户余额可持续性的一个指标，正数代表净资产头寸；负数代表净负债状况，意味着该国面临外部冲击的风险性增大。

表 9：穆迪外部风险指标

方面	一级指标	一级权重	二级指标	二级权重
外部风险	外部波动性风险	取最高值	（经常账户盈余+FDI）/GDP	25%
			外部波动性指标	50%
			净国际投资头寸	25%

资料来源：Moody's Sovereign Bond Ratings Methodology，远东资信整理

3. 惠誉

(1) 储备货币灵活性

对于储备货币灵活性特别强的国家（如美国），其货币往往是市场压力下避险资本的主要流向。例如，美元是国际公认的储备货币且具有避险属性，是各国外汇储备的核心储备货币。

（2）外国净资产

衡量政府在世界其他地区财务状况的指标是外国净资产指标（SNFAs），SNFAs是指中央银行的国际储备和政府的外国资产（如主权财富和稳定基金）减去一般政府和中央银行的总外债，以GDP的百分比表示。处于债权人地位的主权国家比处于债务人地位的国家具有更大的外部灵活性。

（3）出口依存度

如果主权国家主要依靠单一商品而非一篮子多样化的商品类别。对单一商品出口收入的依赖性越大，对贸易条件或其他冲击的脆弱性就越大，而在其他条件相同的情况下，主权信用就越弱。

（4）外汇储备

在评估一国以外币偿还外债的能力方面，中央银行积累的国际外汇储备具有指导意义。就国家的汇率而言，国际货币储备水平也是决定汇率政策的一个重要因素。

（5）外部利息偿还

大量的外部债务利息偿还和再融资需求增加了国际收支平衡和经济对外部冲击的脆弱性，例如国际资本市场的波动性。并且还可能意味着高额的外债负担，将需要商品和服务贸易的盈余来偿还债务。

（6）经常账户余额与外国直接投资总值

经常账户巨额赤字可能会导致货币贬值或经济衰退，进而影响宏观经济稳定，对主权信用质量产生负面影响。外国直接投资通常是一种风险较小的融资形式，因为它是股权（而不是债务）或公司间贷款，与提升一国生产能力的投资有关。

表 10： 惠誉外部风险指标

指标	时间	影响	权重	系数
储备货币灵活性	最近	+	7.50%	0.53
外国净资产	3 年平均值	+	5.80%	0.01
出口依存度	最近	-	1.70%	-0.01
外汇储备	最近	+	1.10%	0.02
外部利息	3 年平均值	-	1.20%	-0.02
经常账户余额与 FDI 总值	3 年平均值	待定	0.80%	0.01

资料来源：Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria，远东资信整理

四、国际三大评级结果对比

(一) 主权信用等级纵向分布情况

1. 穆迪、惠誉、标普主权本币信用等级分布

从类别分布看，穆迪、惠誉、标普纵向主权本币信用等级分布呈现高度一致性，其中投资级别样本三家平均占比 49.74%，投机级别样本三家平均占比 50.02%，违约级别样本三家平均占比 0.25%。从数据分布看，三家机构等级分布主要集中在 B，整体样本在 B-（含）以上级别样本占比超过 96%。

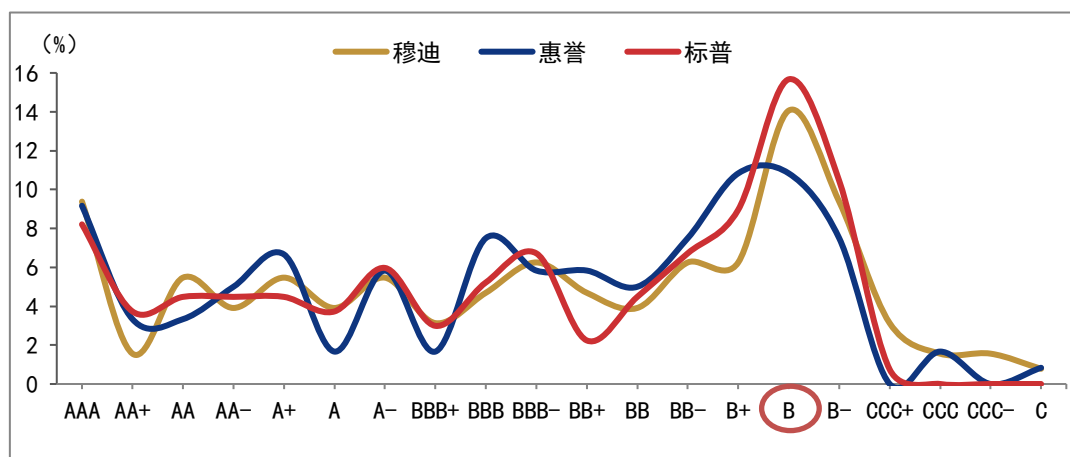


图 3: 国际三大主权本币信用等级分布

资料来源：标普、穆迪、惠誉官网，远东资信整理

2. 穆迪、惠誉、标普主权外币信用等级分布

从类别分布看，穆迪、惠誉、标普纵向主权外币信用等级分布呈现高度一致性，且本、外币等级的分布也高度一致。其中投资级别样本三家平均占比 50.06%，投机级别样本三家平均占比 49.00%，违约级别样本三家平均占比 1.24%，外币违约样本占比较本币有所增长。从数据分布看，三家等级分布主要集中在 B，整体样本在 B-（含）以上级别样本占比超过 95%。

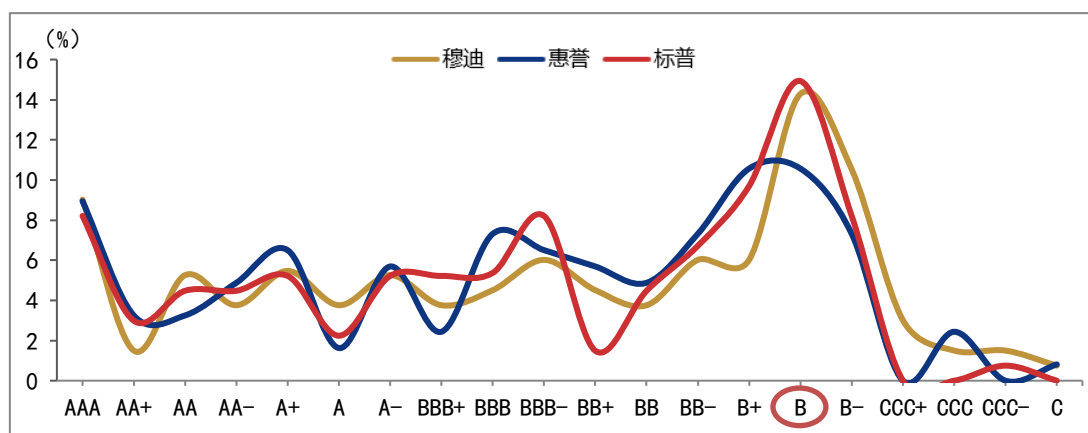


图 4：国际三大主权外币信用等级分布

资料来源：标普、穆迪、惠誉官网，远东资信整理

3. 穆迪、惠誉、标普主权信用等级的相关性

对穆迪、惠誉、标普纵向主权等级分布进行相关性分析发现，三家机构的相关性极高，其中三家本币平均相关系数达到 0.87，三家外币平均相关系数达到 0.85，说明三家机构的全球主权国家等级分布呈现高度一致性。

表 11：国际三大主权信用等级相关系数

相关系数	本币	外币
穆迪&惠誉	0.81	0.79
惠誉&标普	0.86	0.87
标普&穆迪	0.94	0.89

资料来源：标普、穆迪、惠誉官网，远东资信整理

（二）主权信用等级区域分布情况

1. 美洲地区

从地缘角度分析，美洲呈现北美与拉美两极分化格局。穆迪、惠誉、标普均给予北美地区（美国和加拿大）AAA 级别。国际三大认为，政治上，拉美地区政治局势总体保持稳定但局部动荡犹存；经济上，拉美国家经济结构普遍较为单一，经济发展严重依赖石油、矿产品等资源出口，经济抗风险能力很差。因此，拉美地区信用等级分布跨度较大，主要集中在 B 级别，其中标普与其他两家机构略有差异，在 BBB+和 BB-级别分布比重也较大。

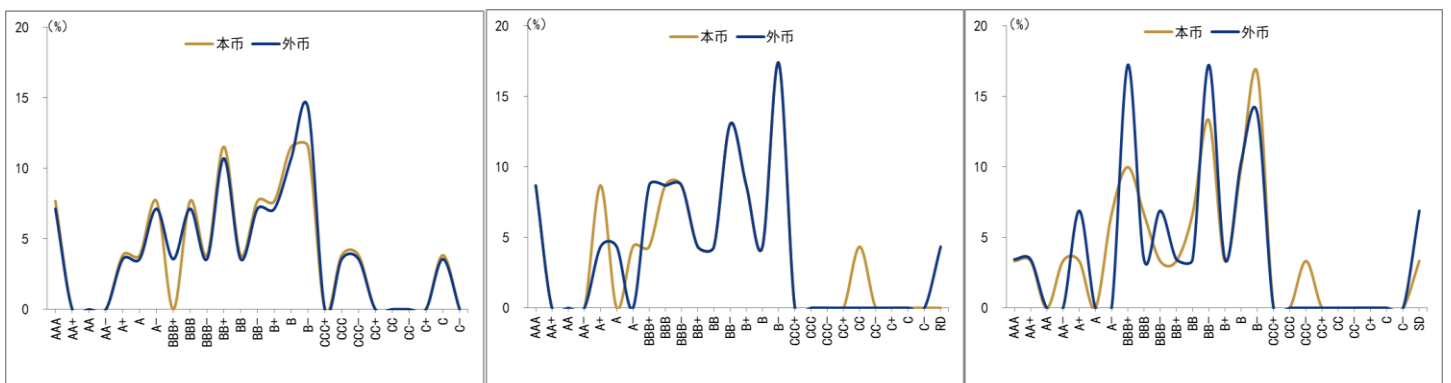


图 5：穆迪、惠誉、标普（从左至右）美洲地区主权信用等级分布

资料来源：标普、穆迪、惠誉官网，远东资信整理

2. 欧洲地区

从等级分布看，国际三大评级机构均给予欧洲较高信用等级，等级中枢集中在 A 附近，其中 AAA 级别样本占比最高（穆迪 17.72%，惠誉 18.93%，标普 19.05%）。从地缘角度看，西欧地区高信用等级经济体集群，中、东欧地区主权等级有所下降。虽然欧洲经济体多为发达国家且经济实力强劲，但受到英国长期深陷脱欧泥沼、法国黄马甲罢工运动、德国经济增长疲软以及极右翼势力逐步在政坛显露头角等因素影响，欧洲政治稳定和欧元区经济一体化存在较大不确定性。

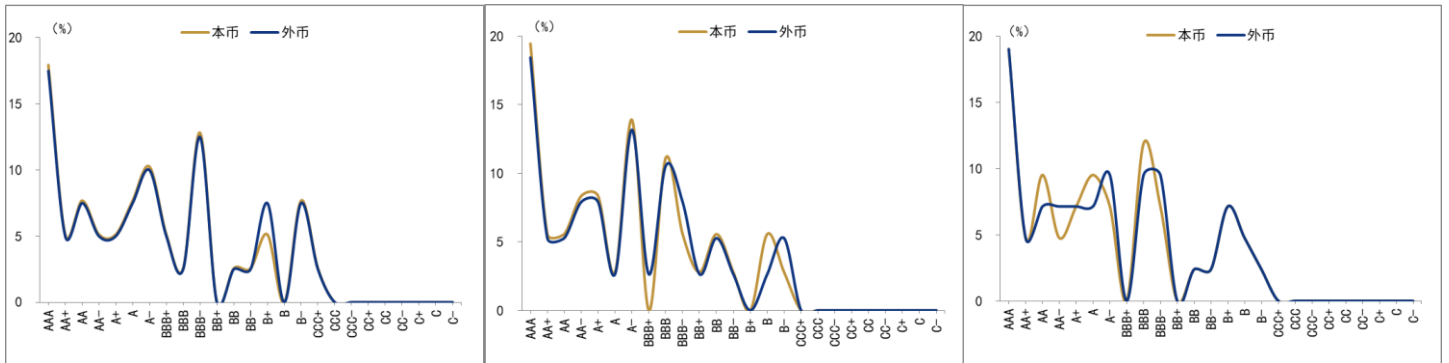


图 6：穆迪、惠誉、标普（从左至右）欧洲地区主权信用等级分布

资料来源：标普、穆迪、惠誉官网，远东资信整理

3. 亚太地区

由于亚太地区的地域复杂性和文化多元性，该地区国家的经济实力和信用等级差异较大，有以澳大利亚和新西兰为代表的发达国家，也有中国、印度为代表的新兴发展经济体。亚太地区经济继续保持强劲增长，但局部发展不平衡问题仍然突出。此外，该地区还存在基础建设发展不平衡、贫富差距较大等问题，经济结构亟待进一步改善。从样本数据来看，由于经济体实力差异较大，信用等级分布跨度也较大，数据主要集中在 B+，在 AA、BBB 占比也较大。

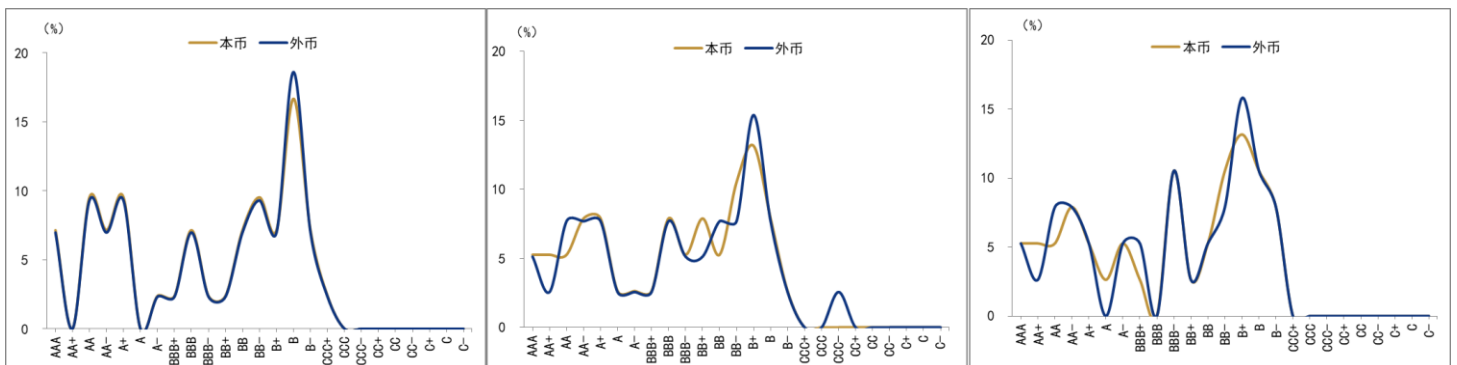


图 7：穆迪、惠誉、标普（从左至右）亚太地区主权信用等级分布

资料来源：标普、穆迪、惠誉官网，远东资信整理

（三）主权信用等级横向差异情况

1. 国际三大主权本币信用等级差异

以标普的主权评级数据为基准样本,对比穆迪和惠誉与其等级差异情况:其中相差0个子级的情况占比最大(惠誉 53.15%, 穆迪 42.95%),说明三家机构约 50%的主权等级结果相一致。等级差异在[-1,1]个子级的概率约 90% (惠誉 89.19%, 穆迪 90.35%),说明国际三大主权本币信用等级的差异性很小。

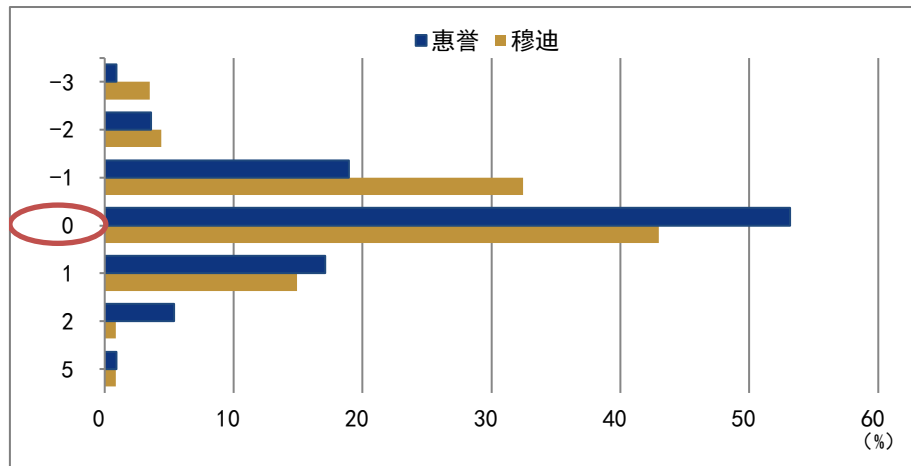


图 8: 国际三大本币信用等级差异情况 (以标普为基准)

资料来源: 标普、穆迪、惠誉官网, 远东资信整理

2. 国际三大主权外币信用等级差异

同样以标普的主权评级数据为基准样本,从外币数据来看,依旧是相差0个子级的情况占比最大(惠誉 56.88%, 穆迪 44.44%),等级差异在[-1,1]个子级的概率超过 90% (惠誉 92.66%, 穆迪 91.45%),说明国际三大主权外币信用等级的差异性也很小。整体看,国际三大之间主权信用等级差异很小,且本、外币等级差异情况基本保持一致。

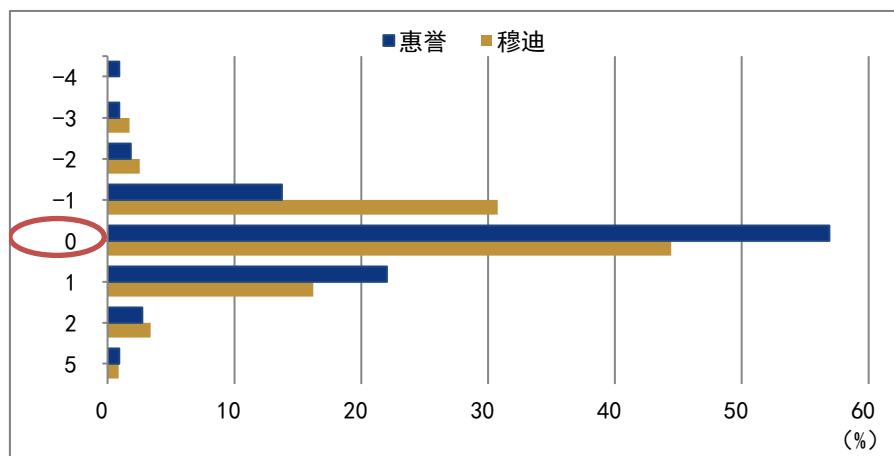


图 9: 国际三大外币信用等级差异情况 (以标普为基准)

资料来源: 标普、穆迪、惠誉官网, 远东资信整理

【作者简介】

程泽宇，澳洲国立大学国际经济硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。