

东方金诚|熊猫债评级方法—主权政府篇

2016-01-19

戳上面的东方金诚关注我们哦！

作者：东方金诚 主权信用评级团队

编者按

2015 年韩国政府、渣打银行（香港）有限公司、戴姆勒股份公司、招商局集团（香港）有限公司、香港上海汇丰银行有限公司、中国银行（香港）有限公司等境外机构相继在交易商协会注册并发行了人民币债券（俗称“熊猫债”）。2016 年人民币将加入特别提款权（SDR），国际化的程度进一步提高，有望激发境外机构发行熊猫债券的需求。为帮助国内投资者更好地了解境外机构所发行熊猫债券的信用风险，东方金诚特推出“熊猫债评级方法”系列专题文章，剖析熊猫债的信用风险特征，并介绍东方金诚对熊猫债发行人及熊猫债的评级分析框架、各类境外机构（主权政府、境外地方政府、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业）评级要点。本期为主权政府篇。

主权政府及人民币债券信用评级定义

主权政府是指在一个国家或地区境内拥有管辖内外部事务的最高权力机构。主权政府既包括拥有国家主权的一般意义的中央政府，也包括在特定区域内拥有一定立法、行政、司法，甚至军事权力的区域性政府。

境外主权政府在境内发行的人民币债券信用评级是指东方金诚对主权政府发行人及其所发行人民币债券信用质量的综合评定。其中，主权政府人民币主体信用评级是对其人民币偿债能力和偿债意愿的综合分析，并判断其一般无担保人民币

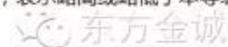
债务的违约概率及违约损失程度（下称“违约风险”或“信用风险”）。人民币债券信用评级则是在主权政府人民币偿债能力和意愿分析基础上，结合人民币债券偿付保障措施等因素判断主权政府人民币债券的违约风险。

主权政府人民币主体及人民币债券信用等级符号划分成九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。

表1：主权政府人民币主体及人民币长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	经济与金融实力极强，主权政府财政实力极强，债务保障程度和偿债能力极强，人民币债务违约风险极低；
AA	经济与金融实力很强，主权政府财政实力很强，债务保障程度和偿债能力很强，人民币债务违约风险很低；
A	经济与金融实力较强，主权政府财政实力较强，债务保障程度和偿债能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但人民币债务违约风险较低；
BBB	经济与金融实力一般，主权政府财政实力一般，债务保障程度和偿债能力一般，且内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，人民币债务违约风险一般；
BB	经济与金融实力较弱，主权政府财政实力较弱，债务保障程度和偿债能力较弱，且受不利内外部环境和经济条件影响较大，人民币债务违约风险较高；
B	经济与金融实力很弱，主权政府财政实力很弱，债务保障程度和偿债能力很弱，主权政府对债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CCC	经济与金融实力极弱，主权政府财政实力极弱，债务保障程度和偿债能力极弱，主权政府对债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；
CC	主权政府对债务还本付息能力具有很大的不确定性，基本不能保证偿还债务；
C	濒临破产，主权政府还本付息的能力极弱，不能偿还债务。

注：除AAA级，CCC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。



主权政府人民币主体信用评级分析框架

人民币主体评级是对境外机构发行人的人民币债务偿债能力和意愿的综合评定。

东方金诚对主权政府发行人的人民币主体评级分为两个方面：

1、对主权政府自身综合实力进行评级

主权信用评级即为其自身综合实力评级。东方金诚的主权信用评级既是对特定国家或区域主权政府的偿债能力和偿债意愿的分析判断，也是对该国家或区域国别风险的判断。

2、评定主权政府人民币债务的偿债能力和偿债意愿

由于人民币债务对境外主权政府属于外币债务，在人民币尚未完全国际化之前，人民币债务的风险还存在一定的特殊性。因此需在主权信用评级基础上，对其人民币债务偿债能力和偿债意愿进行单独评定，进而得到主权政府人民币主体信用等级。

东方金诚对主权政府人民币债务的偿债能力和偿债意愿的评定，主要关注境外主权政府与中国政府间合作机制的覆盖程度、境外主权国家与中国贸易和投资往来密切程度、境外主权国家本币与人民币汇兑的稳定性。

境外主权政府与中国政府间合作机制包括但不限于相互外交定位、货币互换协议、双方货币直接交易机制、自由贸易协定等；境外主权国家与中国贸易和投资往来密切程度主要体现在双方在各自进出口国别分布和对外直接投资规模统计中的地位；境外主权国家本币与人民币汇兑的稳定性考量既包括汇率水平历史表现，也包括在人民币债券存续期内汇率预期。

一般来说，境外主权政府与中国政府间合作机制覆盖程度越高，两国贸易投资往来越密切，两国货币汇兑水平稳定性越高，那么该境外主权政府获取人民币资金的能力越强，该境外主权政府人民币债务的违约风险越小。

主权信用评级分为政治稳定性、经济和金融实力、财政实力、本币债务偿还能力、外币债务偿还能力等五个维度。其中，政治稳定性是国家和区域政治实力的综合体现，其既是该国或区域经济社会能否持续发展的前提条件，也会对该国家或区域的偿债意愿产生较为重要的影响；经济和金融实力是主权政府财政实力的基础；主权政府财政实力是该国或区域偿债能力的直接来源；本币债务偿还能力、外币债务偿还能力则是在财政实力分析的基础上分别判断主权政府对其本币、外币债务负担及保障程度。除此之外，东方金诚还考察主权政府的违约记录。

1、政治稳定性

政治稳定性是指特定国家或区域的国内政治稳定性以及在国际政治中的稳定性。稳定的政治环境能为该国家或区域持续发展提供有利条件；动荡的政治环境则会对经济和社会发展产生较为不利的影响，且更容易导致违约。

东方金诚对政治稳定性的分析分为国内政治稳定性、政府治理能力和国际政治稳定性三个方面。

（1）国内政治稳定性，即国内政治体制和政治生态的稳定性。主要是在考察一国权力运行是否顺畅，国内是否存在不同民族、种族、社会阶层和宗教之间的不稳定因素等基础上进行定性判断。

（2）对政府治理能力主要是在考察政府机构运行是否高效，政府政策制定是否合理有序，政府对国家控制能力或动员能力有多强等基础上进行定性分析。

（3）国际政治稳定性通过定性分析该国家或区域在国际政治中的影响力、其与周边邻国、区域性国际组织、全球性国际组织、大国的关系等因素。

2、经济与金融实力

经济与金融实力是判断一国财政实力的重要依据,是主权政府财政收入和创汇能力的基础。东方金诚对经济与金融实力分析主要包括经济发展水平、经济结构、经济政策环境、金融体系稳定性等方面。

(1) 经济发展水平是指一国经济的相对经济规模和国民的富裕程度,评级指标包括但不限于国内生产总值、人均国内生产总值、经济增长速度以及增速波动、通货膨胀率、失业率等。

(2) 经济结构主要考察资源禀赋、产业结构、经济推动力结构、科技研发投入、人口与劳动力结构等影响经济发展质量的结构性因素。对资源禀赋考察是了解产业构成的出发点;产业结构分析是判断经济实力的基础;对于经济推动力结构的分析更多的是从需求的角度来探讨该国经济是受内需中的消费、投资,还是受外需中的出口影响,进而结合根据研发投资和人口结构变化趋势等生产要素的结构性特征,判断经济长期发展动力。

(3) 经济政策构成了经济运行环境的重要组成部分,对政策的分析是对短期经济增长及波动、经济发展长期趋势做出预判的重要条件。东方金诚主要考察财政政策、货币政策(仅适用于发行本国货币的主权政府)、产业政策、生产要素政策等。

(4) 金融体系的稳定性。金融体系是经济发展的大动脉,脆弱的金融体系更有可能爆发金融风险,并对经济发展带来较为沉重的影响。东方金诚对金融体系稳定性的分析主要考察金融监管体系和风险防范机制的有效性、金融体系的发展程度。

3、财政实力

财政实力是决定主权政府偿债能力的直接因素。东方金诚主要从财政收入、财政支出、财政平衡能力和政府可支配资产四个方面考察财政实力。

(1) 财政收入是指政府为履行其职能、实施公共政策和提供公共物品与服务需要而筹集的一切资金的总和。东方金诚主要考察财政收入的规模、结构和变化趋势。规模方面主要判断可支配财政收入的绝对规模和相对规模，结构方面主要是分析税收收入占财政收入的比例来判断财政收入的可持续性；对未来财政收入分析主要是结合短期经济走势预测财政收入变化趋势，结合经济长期走势判断未来财政收入增长空间。

(2) 财政支出是政府投资的主要来源，对经济发展通常具有重要影响，此外财政支出也是考察政府财政支出灵活性的重要方面。东方金诚主要关注财政支出的结构，尤其是经常性支出的占比。

(3) 财政平衡能力是指一段时间内政府财政收支盈余或赤字状况。

(4) 主权政府可支配资产是偿债能力的重要组成部分，东方金诚主要考察政府可支配资产的充足性和流动性。

4、 本币偿债能力

本币偿债能力分析是在政治稳定性、经济和金融实力、财政实力分析的基础上，对主权政府的本币债务及偿债能力做出的综合判断。东方金诚主要考察主权政府本币债务规模和结构分析，并对主权政府的可偿债资金相对于本币债务的充足程度做出判断。

(1) 本币债务规模既包括对绝对规模和变化趋势的分析，又包括本币债务与国民经济总量和财政收入的相对规模的分析。

(2) 债务结构的分析可以更好地反映政府的各种债务所面临的不同风险，主要包括期限结构、利率结构、债权人结构等。

(3) 本币可偿债资金一般包括财政盈余、财政储备资金、政府可变现资产以及政府可获得的债务再融资资金，东方金诚通过本币可偿债资金对债务的覆盖程度考察其本币偿债能力。

5、外币偿债能力

外币偿债能力分析是对主权政府的外币债务及其偿债能力的综合判断。与本币债务相比，外币债务需要主权政府动用外币予以偿付，因此东方金诚将考察主权政府拥有的可偿债外币资金对外币债务的覆盖程度。

东方金诚认为，主权政府的可偿债外币资金主要取决于如下因素：(1) 本币的国际流动性决定了本币可偿债资金转换为外币可偿债资金的难易程度或者用本币直接偿还外币债务的难易程度；(2) 出口创汇的能力决定了国家或区域在特定时期形成外币资金的规模；(3) 政府的外汇储备决定了政府可直接动用的外币资金。

对于外币偿债能力，东方金诚在对外币债务的规模和结构进行分析的基础上，主要从本币的国际流动性、创汇能力、可支配外汇资产三个方面考察主权政府可偿债外币资金相对于外币债务的覆盖程度。

(1) 外币债务的规模和结构。外币债务的规模主要考察外币债务的总量和相对规模，结构主要考察外币债务的期限结构、币种结构和利率结构。

(2) 本国货币国际流动性包括货币兑换能力和货币国际使用率，其中货币兑换能力可综合考虑一国货币属性、汇率机制、长期汇率表现等因素；货币国际使用

率从本国货币作为国际贸易结算货币的比例和以本国货币计价的金融资产规模等方面考察。

(3) 创汇能力可通过出口总额、经常项目、资本项目的顺差来定量考察。

(4) 可支配外汇资产。货币当局持有的外汇储备可变现外币资产是政府偿还外币债务时**最直接、最可靠的来源**。同时，充沛的民间外汇资源、金融体系的成熟性与开放性，境内外汇市场充足的流动性也是判断可支配外汇资产的主要关注方面。

(5) 主权政府的可偿债外币资金包括官方外汇储备、政府外部可变现外币资产、政府可获得国际市场再融资资金以及政府可能获得国际援助资金等。东方金诚通过可偿债外币资金对外币债务的覆盖程度考察其外币偿债能力。