

东方金诚主权信用评级方法

(RTFS001202005)



东方金诚国际信用评估有限公司
Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目 录

一、概述.....	1
二、适用范围.....	1
三、主权信用风险特殊性.....	2
四、主权信用评级分析框架.....	3
五、主权信用评级要素.....	5
六、主权评级模型与信用等级评定.....	22
七、主权信用等级符号及定义.....	26
八、主权评级方法特征.....	28

一、概述

（一）版本和制定日期

经东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）技术委员会核定，本方法的版本编码为 RTFS001202005，批准日期为 2020 年 5 月 12 日，自 2020 年 5 月 13 日起生效。

（二）制定或修订说明

东方金诚主权评级团队对 2017 年生效的《东方金诚主权信用评级方法》实施了评估，并依据东方金诚信用评级概念框架、相关监管规定和自律指引以及本次评估结果，对本方法进行了修订。主要修订内容如下：

1、补充了版本号、批准日期、生效日期、制定或修订说明等内容；

2、对主权信用风险特征进行了重述；

3、对评级分析框架和主体评级要素内容及量化标准进行了扩充和优化，主要包括：

（1）政治稳定性与政府能力部分增加“政策质量”，细化各个评级要素评分标准；

（2）经济实力部分加强了对经济外部平衡的考察；

（3）金融实力部分增加了对银行资本实力的量化考察指标，将信贷泡沫和房价泡沫的考察调整至“金融监管有效性”，考察政府能否有效防范和应对金融系统性风险。

（4）外债保障能力部分对不同货币属性国家外债偿付风险特殊性加以区分，将国际收支纳入“本币汇兑能力”框架下进行分析，并加强外部流动性风险分析。

经测试，本次方法和模型的修订未对东方金诚已评国家主权信用评级结果产生影响。

二、适用范围

本方法适用于对全球各国中央政府和特定具有高度自治权的区域性政府进行信用评级，主要是对一国或特定区域政府未来 3-5 年内依据合同规定按时偿还直接商业性金融债务的能力和意愿进行综合评价。本方法所指的商业性金融债务不包括国际货币基金组织、世界银行、巴黎俱乐部及其他国家政府提供的带有援助性质的信贷和债务安排。

本方法将主权信用评级区分本币信用级别和外币信用级别，其中本币信用级别反映了受评政府以本币形式偿还债务的能力和意愿，外币信用级别反映了受评政府兑换他国货币并及

时偿还外币债务的能力和意愿。

三、主权信用风险特殊性

相较于其他债务主体，主权信用风险具有以下特点：

（一）政府偿债能力以本国或区域综合实力为基础。

政府在其管辖区域内拥有政治、经济及社会事务的最高管理权，肩负维护政治和社会稳定、推动经济发展、促进社会公平等责任。这意味着政府对其他具有国民经济系统重要性的机构和经济主体负有救助责任和义务，如金融体系、养老和医疗系统，以及地方政府等。一旦发生政治动荡、经济或金融危机，政府通常需要在短时间内筹集大量资金实施救助计划，由此急剧增加自身债务负担，加剧债务违约风险。反之，长久稳定的政治局面和经济增长，稳健的金融体系，则有助于维持和改善政府财政稳健性，进而提升政府在国内外资本市场的融资能力，增强其本外币偿债能力。因此，在主权信用评级过程中，东方金诚将全面评估政府所辖国家或区域的宏观政治、经济、金融体系运行态势。

（二）公共服务属性决定了政府的最优状态是长期财政平衡，而非财政盈余最大化。

财政赤字过高可能使政府债务加速积累至过高水平，加剧主权信用风险，财政盈余长期过高则可能反映政府没有充分发挥财政对经济的促进作用，甚至可能抑制经济增长。不过，经济增长的波动性增加了政府财政的逆周期调节职能，即在经济繁荣阶段政府通过保持小幅财政盈余，来消化前次经济低谷时期因财政逆向调节而快速积累的债务，同时为应对下次社会经济冲击积累财政缓冲。此外，对于财政收入高度依赖不可再生资源（如石油等）的国家或区域，也需注重在大宗商品繁荣时期积累充裕金融资产，为抵御大宗商品萧条的冲击和经济转型积蓄力量。因此，东方金诚对政府财政实力的评定特别关注政府财政稳健性与经济可持续发展之间的平衡关系。

（三）内债违约具有明显的隐蔽性。

由于大多数受评政府在所辖区域内拥有货币发行权，政府可以通过扩大货币发行量、推高通货膨胀、央行直接购买国债等债务货币化方式，筹集偿债资金，避免本币债务名义上的违约。然而，由此造成的恶性通胀和本币贬值可能引发货币危机，进而损害债权人利益。其中，恶性通胀通常是政府“隐性违约”的具体表现，通胀引发的货币对外贬值，也会急剧扩

大政府外债偿付压力，大幅抬升外债违约风险。不过，有两种情况例外：

- 1、内债的利息或本金根据通货膨胀进行调整，即实现债务的通胀指数化；
- 2、受评政府放弃货币发行权，包括加入区域性货币联盟（如欧元区），或使用国际储备货币作为本国法定流通货币（如厄瓜多尔、巴拿马等）。

（四）偿债意愿具有重要意义。

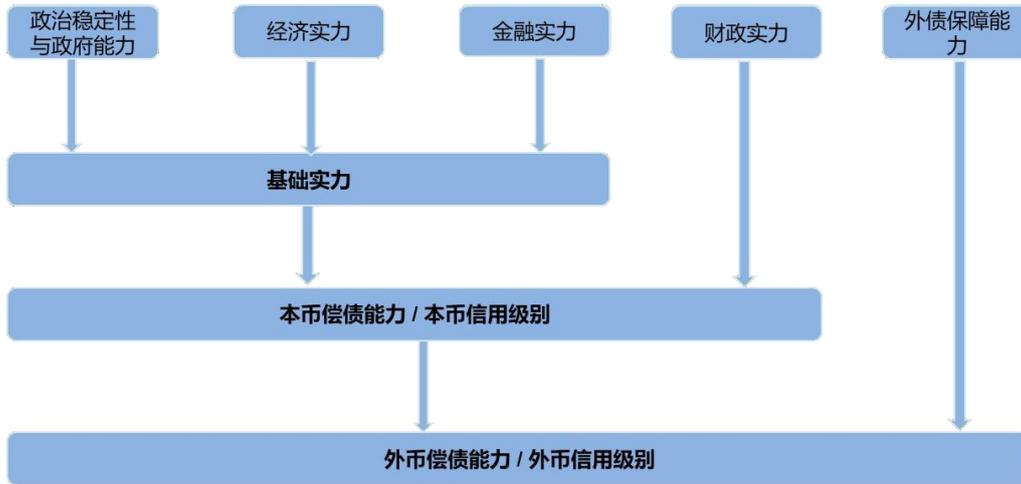
与非主权类债务主体相比，受评政府通常在所辖区域内拥有最高法定权威，国际上也缺乏权威机构能对其实施法定强制力。因此，债务危机发生后，即使受评政府仍具有一定偿债能力，一旦其拒绝正常履行偿债义务，无论国内还是国际资本市场，都无法通过外部强制力迫使其履行偿债义务。因此，东方金诚通过对受评政府的政治和政策倾向、违约历史等审慎评估来考察其偿债意愿。

四、主权信用评级分析框架

（一）分析框架

东方金诚从政治稳定性与政府能力、经济实力、金融实力、财政实力及外债保障能力五个方面综合评定一国或区域受评政府的债务违约风险。其中，政治稳定性与政府能力是一国或区域政治稳定性和制度实力的综合体现，它既是社会经济能否稳定、持续发展的前提条件，也对政府偿债能力和偿债意愿产生直接影响；经济实力是政府偿债能力的基石，它是政府偿债来源的源泉，经济能否稳定、持续发展直接关系政府财政和债务的可持续性；金融实力是经济发展的“血液”，它为包括政府在内的各经济主体提供融资便利，但金融体系的不稳定性也是构成政府最大或有负债的风险来源之一。以上三大评级要素共同构成受评政府偿债能力的基础。财政实力是受评政府本币偿债能力的直接体现，政府财政平衡和债务状况直接反映了政府偿债压力和抗风险能力，它和前三大基础要素共同决定了政府本币偿债能力和本币债务违约风险。外债保障能力是在本币偿债能力判断的基础上，进一步考虑政府能否获得充足的外币金融资产，按时足额偿付外币债务的能力，其与本币偿债能力共同决定政府外币偿债能力和外币债务违约风险。

图 1 东方金诚主权信用评级框架



（二）评级假设

主权信用评级是对政府长期偿债能力和意愿的综合评定，这要求对政府未来 3-5 年本、外币债务违约风险进行评估和预测。因此，东方金诚在主权信用评级过程中遵循以下评级假设：

1、数据可靠性假设

东方金诚基于评级数据（包括官方披露数据、第三方机构公开数据等）真实、可靠的基础上，结合国家政治经济运行机制和内在结构特征，对一国未来 2 年关键定量指标进行合理预测。如果政府中止披露少部分关键指标，但不至于对国家主权信用风险无法做出判断，东方金诚将在定性调整项部分，在评级模型结果的基础上下调其 1-2 个信用等级；如果政府中止披露大部分关键指标，或各项指标间存在严重的逻辑矛盾，导致数据的真实性和可靠性不足，难以真实评估其主权信用风险，东方金诚将停止对其主权信用评级并撤销此前评级结果。

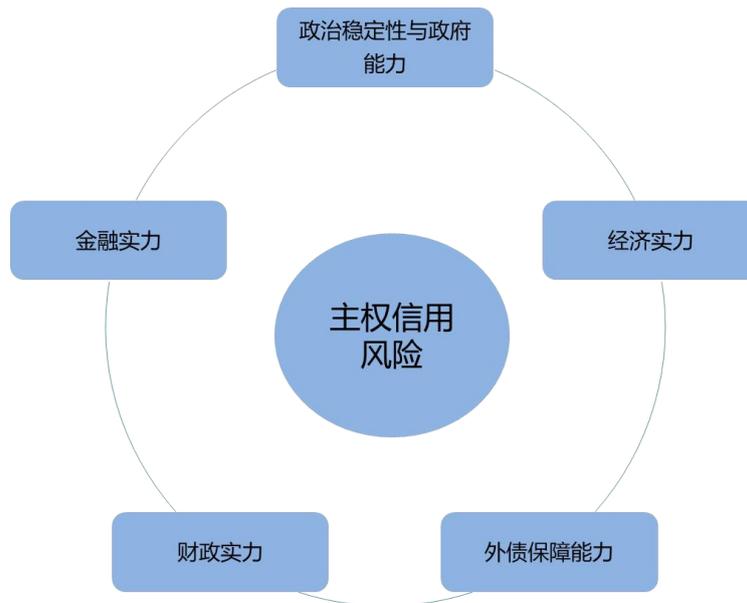
2、稳定性假设

在历史数据可靠的前提下，东方金诚假设未来一段时间政治经济格局相对稳定，国际或国内未发生不可预料的重大的灾害及公共危机，国际或国内制度、法律及政策等未发生重大变革，从而根据一国或地区历史和当前表现，以及社会经济运行规律和特征，在未来稳定预期的基础上对关键指标进行预测。这是因为一旦发生上述事件，将可能导致国家关键指标发生剧烈波动和变化，从而与东方金诚此前的预测形成重大偏离。在此情形下，东方金诚将及时关注事件演化进展，适时重新评估其主权信用风险并更新预测数据，甚至启动不定期跟踪。

五、主权信用评级要素

东方金诚依据五类评级要素的分析逻辑及其对主权信用的影响路径，依次从政治稳定性与政府能力、经济实力、金融实力、财政实力和外债保障能力入手，评定一国或区域的主权信用。

图 2 东方金诚主权信用评级要素



（一）政治稳定性与政府能力

政治稳定性与政府能力主要衡量一国或区域政治稳定性及政府治理能力，判断其能否为促进经济平衡稳定增长、应对内外部冲击和保持公共财政可持续提供可信赖的政治环境。

政治稳定性与政府能力是受评政府债务偿还能力和意愿的前提条件和必要准备，对其他四大评级要素具有基础性作用。一方面，社会经济平稳发展需要依赖稳定的政治环境，地缘政治冲突、内战、武装冲突及大规模社会骚乱等不稳定性因素不仅会破坏社会经济秩序，还会加重政府财政负担。另一方面，政府作为一国或区域制度安排和宏观政策的制定者和推行者，稳定的制度框架、合理的宏观政策和高效的执行力有助于促进社会公正和经济发展，反之则可能加剧社会经济失衡，为政局动荡、经济不稳和主权债务危机埋下隐患。此外，长期政治失序和政策失灵状态也可能削弱政府偿债意愿。

政治稳定性和政府治理能力是次级分析要素（见下表）。

表 1 政治稳定性与政府能力分析结构

一级要素	二级要素	三级要素
政治稳定性与政府能力	政治稳定性	国内政局稳定性
		地缘政治风险
	政府治理能力	政策质量
		政府效率

1、政治稳定性

政治稳定性主要考察一国或区域权力能否有序交接，权力运行是否顺畅，国内是否存在民族、种族、社会阶层和宗教矛盾等不稳定因素。此外，如果一国身陷地缘政治风险高发区，本国政治安全、经济发展和财政可持续性也会受到不同程度影响。因此，国内政局稳定性和地缘政治风险是政治稳定性的重点考察内容。

国内政局稳定性主要衡量一国或区域权力交接和稳定运行是否有制度保障，是否存在明显的民族、种族、社会和宗教矛盾威胁政治权力和社会秩序稳定运行。如果一国或区域权力运行和更迭具有较强的制度保障，各政治力量和利益团体对政府的合法性和既定的政治程序具有广泛的共识，即使存在政治分歧和矛盾冲突也能通过制度化和合法化的渠道得以解决，那么该国政治权力和社会秩序的稳定运行就具有制度保障。国内政局稳定性从两方面影响主权信用风险：一是不稳定的政局会限制经济主体发展和长期投资意愿，制约经济发展潜力的释放，二是不稳定性的政局会降低政府效率，增加政府安全支出及财政负担。我们注意到，在合法范围内，各政治团体间的政治斗争可能导致该国政府频繁更迭，甚至在政治选举前后或领导人突然缺位（下野或去世）等情形下出现一段时间的“权力真空”状态，虽然这并不意味着政治失序，但政府频繁更迭可能降低政府执政能力，导致政府无法针对国内关键问题制定和实施持续而有效的改革。国内政局稳定性按照稳定程度由低至高在 0-5 分之间进行打分，评分标准如下：

表 2 国内政局稳定性评分标准

分值	国内政局稳定性评分标准
5 分	较长时期内政权更替的合宪程度很高，政治体制运作机制具有很高的规范化和程序化：权力交接过程平稳有序，存在处于绝对优势的政治力量，或者各主要的政治力量处于有序竞争状态，且这种竞争关系（包括联合政府重组等）不会对经济社会发展和改革造成负面影响。
4 分	较长时期内政权更替的合宪程度较高，政治体制运作机制具有较高的规范化和程序化：权力交接过程有序，存在政府频繁换届重组、权力真空等情况，但各政治力量斡旋余地较大，其对经济社会发展和改革的负面影响可控。

分值	国内政局稳定性评分标准
3分	较长时期内政权更替的合宪程度一般，政治体制运作机制具有一定的规范化和程序化；权力交接过程基本有序，存在反政府抗议活动或者总统弹劾等情况，并对现有执政体系造成一定冲击，局部地区存在扰乱社会经济秩序的情形，其对经济社会发展的影响是间接影响和直接影响并存，且间接影响为主。
2分	较长时期内政权更替的合宪程度较低，政治体制运作机制具有较低的规范化和程序化；权力交接过程的秩序性不足，存在军事政变、局部地区暴力和武装冲突的情况，并可能直接影响到现有政府的运作，造成政策制定和执行的延期滞后，其对经济社会发展的影响已经从间接层面上升到直接层面。
1分	较长时期内政权更替的合宪程度极低，政治体制运作机制具有极低的规范化和程序化；权力交接过程无序，存在通过自下而上的革命、境内局部战争甚至全面内战等合法轨道之外的势力夺取国家政权的风险。
0分	国家正处于全面战争及无序和失控状态

地缘政治风险主要衡量一国或区域是否卷入地缘政治风险。地缘政治风险的起因、演化和发展极为复杂，包括但不限于历史遗留的领土争端和民族宗教问题，全球及区域大国政治博弈和权力角逐，种族、民族、宗教及社会阶层冲突的区域化和国际化演变发展（如“阿拉伯之春”、“颜色革命”）。一旦陷入地缘政治冲突中，外部政治环境的高度不稳定一方面会恶化本国社会经济发展环境，另一方面额外增加的国防安全支出也会增加政府财政负担，挤占经济发展支出。对于地缘政治风险分析，东方金诚一方面通过追溯区域政治及社会经济发展的历史渊源和阶段性特征，深入理解地缘政治风险发展演化的根源；另一方面注重对当前内外部风险事件和敏感来源的分析，判断内外部诱导因素的发展变化，对风险做出审慎、前瞻性的判断。考虑到地缘政治风险爆发具有明显的突发性和地域性特征，当一国或区域面临明显的外部地缘政治风险时，按照该国卷入或涉及地缘政治风险的程度由轻至重在-1至-4分之间进行打分，进而对国内政局稳定性评分结果进行调整。

表 3 地缘政治风险评分标准

分值	地缘政治风险评分标准
-1分	地缘风险客观存在，但在一个较长时期内处于休眠状态。政府在绝大部分时候可以集中精力聚焦于国内政治经济事务的治理，地缘风险对其产生的负面外溢效应较小。
-2分	地缘风险处于阶段性发生状态且东道国政府具有部分话语权。政府虽身处敏感区，但与核心大国保持稳定的关系，使其可以赢得一个相对缓和的外部环境。

分值	地缘政治风险评分标准
-3 分	地缘风险处于间歇性高发状态。受评政府受到外部环境极大约制，使其内部政策空间大大压缩，政府需要作出完全让步才可能平息风险。
-4 分	地缘风险处于持续性高发状态。受评政府的政策所受的约束条件极强，往往伴有全球核心大国或区域核心国家的政治干预，并可能进入战争状态。

2、政府治理能力

政府治理能力主要衡量一国或区域政府能否针对突出的政治（如种族及民族矛盾、地缘政治问题等）、经济（如经济失速、结构失衡等）、社会（如人口问题、贫富分化及高犯罪率等）及自然灾害等问题，出台有效措施并能取得实际效果，反映政府政策框架的设计能力和执行能力。其中，政策框架不仅考虑单一政策内容的合理性，还考虑政治、经济、货币、财政、外交等多种政策之间的一致性和协调性，以及短中长期政策的一致性与合理性。

东方金诚从政策质量、政府效率两个方面对政府治理能力进行分析。

政策质量主要衡量政策合理性和政策的连续性。政策质量的前提是政府具有较强的决策能力，即能够针对本国社会经济发展的实际问题给出合理的指导意见，并能够付诸实施使政策能够达到预期效果。另一方面，政策质量也取决于政策执行能否不受国内政治力量对比变化和政府更迭威胁，在较长一段时间内连续稳定执行。这是由于，连续稳定的政策能够对社会经济活动进行积极的预期引导，提高政策的可预见性，进而增强居民长期投资和消费意愿，推动经济持续增长；反之，如果政策频繁变动，会削弱居民长期投资意愿，降低经济效率，威胁经济可持续性增长。政策质量具体评分标准如下：

表 4 政策质量评分标准

分值	政策质量评分标准 ¹	
	政策合理性（50%）	政策连续性（50%）
5 分	政策与一国所处发展阶段的主要矛盾高度契合，政策实施路径明确清晰，政府具有极强的应变能力，能够随时根据内部外部环境变化进行政策调整。	政党间具有很强的政策共识，政策连续性不受政权更迭干扰，宏观政策的可预见性极强，
4 分	政策与一国所处发展阶段的主要矛盾基本契合，政策实施路径较明确，政府具有较强的应变能力，可根据内外部环境变化及时进行调整。	政党间具有较强的政策共识，政策连续性受政权更迭影响较小，宏观政策的可预见性较强。

¹ 为提高政策质量定性打分的合理性，东方金诚依据评分标准对其政策合理性和政策连续性分别进行 0-5 分的定性打分，并赋予两项指标各 50%的权重，通过加权平均计算，得到政策质量的最终得分。

分值	政策质量评分标准 ¹	
	政策合理性（50%）	政策连续性（50%）
3分	政策与一国所处发展阶段的主要矛盾一般契合，政策实施路径不明确，政府政策调整能力一般。	政党间政策共识一般，政策连续性受一定程度权力更迭影响，宏观政策的可预见性一般。
2分	政策与一国所处发展阶段的主要矛盾存在一定偏离，政府不具备政策调整能力。	政党间矛盾和分歧比较明显，政策共识较低，政策连续性明显受权力更迭影响。宏观政策的可预见性较低。
1分	政策与一国所处发展阶段的主要矛盾严重偏离，政府无能力进行调整和落实。	政党间矛盾冲突，缺乏基本政治共识，政策因政权更迭左右摇摆，宏观政策连续性难以保证，政策可预见性很低。
0分	国内处于无政府状态，或政府社会和经济管理职能缺位。	政府处于无序状态，政策不可预见。

政府效率主要衡量一国或区域政府的执政效率，重点关注政府各个机构能否恪尽职守，确保经权力机关决议通过的国家战略及配套政策最大程度上实现，以及在处理公共危机时能否迅速应对，从而带领国家尽快走上正常发展轨道。另一方面，政府效率还将重点考察行政体系及其组织机构自身的运行效率和内耗程度，包括立法、行政、司法权力机构的制衡状态，法律健全程度，司法及行政效率，政府监管水平，各机构行政透明度及公众参与度等，这是政策能否政令通达、层级能否有效沟通的重要保障。政府效率高低直接影响到经济发展成本和资源配置效率，如私人资本在国民经济中的活跃度和贡献度，同时有效的权力制衡机制也能够有效约束政府行为，最大限度降低决策失误可能造成的经济损失。评分标准具体如下：

表 5 政府效率评分标准

分值	政府效率评分标准 ²	
	执政效率（50%）	权力制衡状态（50%）
5分	政府践行国家战略和各项政策措施、应对危机等方面的执行能力极强，政效果符合预期目标。	立法、行政、司法权责分明，相互制衡能力很强，行政效率极强，政府透明度极高。
4分	政府践行国家战略和各项政策措施、应对危机等方面的执行能力较强，主要政策的实施效果基本符合预期，60%-80%的政策目标能够实现。	立法、行政、司法权责较清晰，相互制衡能力较强，行政效率较强，政府透明度较高。

² 为提高政府效率定性打分的合理性，东方金诚依据评分标准对其执政效率和权力制衡状态分别进行 0-5 分的定性打分，并赋予两项指标各 50%的权重，通过加权平均计算，得到政府效率的最终得分。

分值	政府效率评分标准 ²	
	执政效率（50%）	权力制衡状态（50%）
3分	政府践行国家战略和各项政策措施、应对危机等方面的执行能力一般，40%-60%的政策目标能够实现。	立法、行政、司法之间基本能达到制衡状态，行政效率一般，政府透明度一般，且存在一定腐败问题。
2分	政府践行国家战略和各项政策措施、应对危机等方面的执行能力较差，仅20%-40%的政策目标能够实现。	立法、行政、司法之间制衡效果较弱，行政效率和透明度较低，政府腐败较严重。
1分	政府践行国家战略和各项政策措施、应对危机等方面的政策执行能力很差，政策目标难以实现，并可能导致问题恶化。	立法、行政、司法之间缺乏制衡机制，行政效率和透明度极低，政府腐败严重，并已经严重冲击政府执政能力和公信力。
0分	国内处于失控状态，政府形同虚设	政府处于无序状态，政治制度未形成或政治运行机制瘫痪。

需要注意的是，对于发展中国家和转型国家，以强有力手段维持政局稳定，避免内战、军事政变、大规模社会骚乱等政治失序现象，促进经济稳定快速增长，实现国民收入稳步提升和相对公平分配是其主要任务；对于发达国家，政府能否有效应对经济失速、财政失衡、以及金融不稳定性等问题，是其主要分析目标。因此在具体分析过程中会根据不同国家不同国情有所侧重。

（二）经济实力

经济实力主要衡量一国或区域经济发展水平和经济增长态势，重点关注经济能否实现均衡、稳定增长。促进经济稳定均衡发展是政府的核心职能之一，也是支撑政府财政收入以满足财政支出和债务偿付需求的重要基石。经济实力从两方面对政府偿债能力施加影响：一方面，经济周期与政府债务周期通常逆向而行，经济稳定快速增长可带动政府财政收入持续增长和债务负担下降，一旦经济陷入衰退或低谷，财政收入减少和财政刺激会加重政府债务负担，恶化主权信用质量；另一方面，经济稳定增长和经济实力提升有助于增强政府国际资本市场融资能力，降低融资成本。

经济实力的次级分析要素是经济发展水平、经济增长动力和经济结构平衡。

表 6 经济实力分析结构

一级要素	二级要素	分析指标
经济实力	经济发展水平	GDP 规模
		人均 GDP 规模
	经济增长动力	实际 GDP 增长率
		GDP 增长波动率
		私人部门债务/GDP、非金融企业债务/GDP、家庭部门债务/可支配收入”等
	经济结构平衡	通货膨胀率
		经常项目平衡/GDP
		国际投资头寸净额/GDP
		失业率、基尼系数、单一产业集中度等

1、经济发展水平

经济发展水平主要衡量一个国家或区域当前经济规模和所处经济发展阶段。经济发展水平是经济实力分析的起点，它是经济长期发展至今的阶段性和成果。较高的经济发展水平，一方面有助于为政府提供稳固的财政收入来源基础，另一方面也有助于提高政府债务承受能力。东方金诚分别从绝对规模和相对规模来衡量一国或区域经济发展水平。

经济绝对规模主要用国内生产总值（GDP）来反映。一般而言，相较全球其他国家，经济规模越大的经济体，其市场规模更大，产业结构多样化程度更高，也更易抵御来自他国的经济负面冲击。此外，在全球经济一体化进程中，经济体量越大的经济体，也更容易凭借自身对全球和区域的影响力，在国际或区域经济秩序中争取更大话语权，为本国经济发展争取更多有利条件。

经济相对规模主要用人均国内生产总值（人均 GDP），重点反映一国或区域一定时期内的国民富裕程度和社会经济发展水平。通常情况下，居民生活水平越高，其可以为政府提供更广泛的潜在税收水平。同时，国民富裕程度也与一国债务耐受度和经济韧性存在相关性，人均国内生产总值越高，通常该国或区域的债务耐受度越高，居民对经济波动的抵御能力也越强。对于人均 GDP 水平处于很低水平的发展中国家，一旦其出现严重经济危机导致国民收入下降时，通常较易激化社会矛盾，引发社会动荡和政治危机。

2、经济增长动力

经济增长动力主要衡量一国或区域一定时期内的经济增长态势，着重反映该区域一段时期内经济发展走向（经济上升期、经济平稳期或经济下行期）。对于不同国家或区域，由于资源禀赋和发展阶段存在差异，经济增长动力明显不同，因此该部分着力于，通过分析经济增长主要驱动因素及其可持续性，预判未来经济发展方向及增长水平。

由于经济发展阶段、资源禀赋、产业结构等不同，不过国家或区域经济增长动力存在明显差异，需要各有侧重。从支出法看，投资对于新兴经济体和工业化国家更为重要，部分发达经济体更倚重消费拉动，而小型开放型经济体则重点关注出口对本国投资、消费及经济增长的拉动作用。从生产要素看，大部分发展中国家主要依赖资源、劳动力等生产要素，而资金、技术等生产要素在发达国家经济增长中发挥更大作用。此外，高度依赖某一种产业或矿产资源的国家，其经济增长前景与产业景气度和大宗商品周期紧密相连。经济增长动力的主要衡量指标为实际经济增长率和经济增长率波动性。其中，经济增长率主要反映一段时期内的经济增长水平，经济增长波动性侧重反映一国经济增长的稳定状况。尤其注意的是，经济增长波动性过大，一方面表明该国经济结构存在缺陷，经济的不稳定性可能削弱私人部门长期投资和消费意愿，抑制经济增长潜力的释放；另一方面会通过财政收入端影响政府财政平衡的稳定状态，不利于政府长期偿债能力。

此外，东方金诚注意到，金融资本对经济增长的影响越来越突出。这不仅体现在金融资本匮乏对发展中国家经济增长的制约作用，也反映在过度负债对发达国家和新兴经济体经济增长的抑制作用。尤其是在 2008 年全球金融危机后，长时间超宽松货币政策放缓了很多发达国家私人部门去杠杆进程，并刺激了部分新兴经济体债务快速积累，过高的债务负担削弱了私人部门新增投资和消费动力，使部分国家经济进入准熄火常态（如欧日部分国家）。同时，高负债也增加了私人部门对利率的敏感性，一旦货币政策逆转，利率水平上升，这些国家可能面临大面积债务违约，令经济陷入困境。由于不同发展模式和发展阶段的国家债务人结构对债务风险的容忍度存在明显差异，难以直接进行全球各国横向比较，东方金诚重点考察一国或区域“私人部门债务/GDP”“非金融企业债务/GDP”“家庭部门债务/可支配收入”等指标，对这些指标进行历史纵向对比和同类国家横向比较，判断是否存在金融抑制或私人部门债务过高等潜在经济风险，并在经济实力的调整项中体现。

3、经济结构平衡

经济结构平衡旨在通过分析一国或区域经济结构特征，判断其未来一段时间内能否实现经济的平稳均衡发展。经济结构失衡不仅会加剧经济增长的波动性，严重失衡引发的经济危机还可能使前期经济发展成果付之一炬，甚至出现经济倒退（如阿根廷）。经济结构平衡包括内部平衡和外部平衡。

经济内部平衡包括供需关系、收入分配、产业结构、生产要素等平衡关系。一般来说，严重的供需失衡可能导致经济滑坡、物价飞涨，失业率过高和贫富两极分化会抑制国内消费

市场、激化社会矛盾并威胁社会稳定，产业结构过于单一会加剧经济增长的脆弱性，生产要素的匮乏（如资本）及基础设施严重滞后于发展需求等对发展中经济体的桎梏作用越加明显。东方金诚重点通过“通货膨胀率”指标反映一国内部经济结构平衡。但考虑到不同国家可能还面临其他不同的长期结构性平衡问题，且这些问题会对本国增长潜力和稳定性造成重大影响，东方金诚将通过失业率、基尼系数、产业集中度等多项指标补充分析经济内部结构平衡状态。如果一国或区域存在突出的结构性失业、基尼系数过高、单一产业占比过高或等长期性结构性问题，东方金诚将依据其失衡程度以及对本国经济稳定性和可持续性的负面影响程度，在经济实力调整项中进行调整。

经济外部平衡考察一国或区域在全球经济体系中的平衡状态，它是经济内部平衡的向外延伸，衡量指标主要包括“经常项目平衡/GDP”和“国际投资头寸净额/GDP”。开放经济条件下，经常项目平衡反映了一定时期一国或区域储蓄-投资平衡状态，大幅经常项目逆差说明该国存在较大储蓄缺口，可能需要依赖外资弥补缺口并加快调整自身经济结构。不过经常项目顺差过大也说明经济对外需高度依赖，深受主要出口目的地和全球经济形势影响。国际投资净头寸是一国经常项目平衡的长期金融积累结果，反映了一国对外资的依赖程度。若一国净负债规模较大，说明其对外资高度依赖，一旦外资流入下降或出现净流出，可能立即导致经济失速甚至崩溃。不过，还需关注金融资产和负债错配问题，包括金融工具和部门错配等，进一步确定风险源和薄弱环节。

（三）金融实力

金融实力主要衡量一国金融体系对各经济主体（包括政府部门）投融资的支持能力及其自身稳健性。它对主权信用的影响体现在：一方面，发达的金融体系和金融市场可为实体经济发展和政府融资需求提供有效的资金支持和融资便利；另一方面，金融系统紊乱会对政府造成的巨大财政成本，这既包括政府为降低金融紊乱对实体经济的负面冲击而加大财政刺激，也包括政府对陷入困境的系统性重要金融机构的救助成本。此外，东方金诚还关注金融监管有效性，即，金融监管机构能否确保金融体系切实促进实体经济发展，并有效防范金融系统风险。

金融实力的次级分析要素是金融发展水平、金融稳健性和金融监管有效性。

表 7 金融实力分析结构

一级要素	二级要素	分析指标
金融实力	金融发展水平	M2/GDP、债券存量规模/GDP、股市市值/GDP、非银机构资产/金融总资产等
	金融稳健性	资本充足率
		不良贷款率
		流动性比率、存贷比等
	金融监管有效性	资产利润率、资本利润率等
		通货膨胀率波动率
	近三年信贷增速/经济增速、近 3 年房地产价格年均增速等	

1、金融发展水平

金融发展水平主要衡量一国各类金融机构和金融市场的发展程度。发达的金融机构和金融市场既能够有效吸收社会闲散资金，满足经济发展对大规模资金的需求；也能通过融资渠道和融资工具的多元化，降低融资成本，实现资源的优化配置。同时，政府作为市场参与者之一，发达的金融体系可有效满足政府融资需求，最大程度降低其融资成本。鉴于金融发展水平对实体经济重要性，部分国家为发展本国金融市场，也会在没有实际融资需求的情况下发行各类型国债（如挪威、新加坡等）。

金融深度、宽度和广度是衡量一国金融发展水平的三个主要维度。金融深度主要反映金融对实体经济的渗透程度，一般用“广义货币供应量（M2）/GDP”来反映，该比值越大，说明一国经济金融化程度越高。然而，M2/GDP 畸高也可能是金融市场不发达的信号，尤其是部分直接融资市场高度成熟发达的国家或区域，随市场主体对银行依赖度下降，M2 的功能及需求因此减少。因此，东方金诚增加对金融宽度和广度的考察。金融宽度是指金融中介将居民储蓄资金投放到实体经济的渠道，包括金融渠道和金融工具的多元化，常用“债券存量规模/GDP”和“股市市值/GDP”等指标反映。金融广度指金融市场参与主体的数量、类型和复杂程度，常用“非银机构资产/金融总资产”反映。由于金融宽度和广度数据可得性较差，东方金诚将“M2/GDP”作为核心考察指标，其他指标作为辅助说明，在金融实力调整项中进行调整和修正。

2、金融稳健性

金融稳健性包括金融机构稳健性和金融市场稳健性。鉴于绝大多数国家金融业以银行业为主导，且银行业危机对主权信用的影响更为直接和深远（政府对银行的救助成本），东方金诚将银行体系稳健程度作为金融稳健性的分析核心，从资本实力、资产质量、流动性和盈利能力等四个方面展开分析。对于直接融资市场（股票市场和债券市场）高度发达的国家，

东方金诚将重点分析金融市场稳健性和风险，适时定性调整。

(1) 资本实力

资本实力主要衡量银行体系以自有资本吸收风险的能力，通常用“杠杆率”、“资本充足率”和“一级资本充足率”等指标来反映。一般而言，杠杆率和资本充足率越高，说明银行风险抵御能力越强；如果上述比率过低，一旦外部环境恶化，极有可能引发银行业流动性危机，而政府为最大限度防止和减少银行业流动性危机蔓延及对实体经济的冲击，可能会向本国大型银行注资，将其资本充足率提升至监管最低要求以上，但这也增加了政府债务负担；但如果比率过高，也说明银行效率较低，没有将资源充分投放信贷市场来增加盈利。因此，一般情况下，银行业资本充足率只需略高于巴塞尔协议III或本国央行监管要求即可。此外为防范风险资产被低估可能，也会借助“杠杆率”对比分析。

(2) 资产质量

资产质量主要关注银行体系的信贷质量，通常用“不良贷款率”来衡量，用“不良贷款拨备覆盖率”辅助分析。如果一国银行不良贷款比率较高，说明银行资产质量较差。这一方面会限制银行向实体经济投放新增贷款的能力，另一方面会削弱银行盈利能力，降低银行稳健性。不良贷款拨备覆盖率则通过衡量贷款损失准备对不良贷款的吸损能力进一步反映银行稳健性。一般情况下，若不良贷款拨备覆盖率超过 100%，说明银行贷款损失准备能够完全吸收坏账风险，银行稳健性可以得到保证，但若该比率过高，也会限制银行信贷资金投放，影响其盈利能力。极端情形下，为尽快复苏经济，有些国家会主动采取措施剥离银行坏账，以恢复银行信贷投放能力。由于“不良贷款率”指标较滞后，东方金诚还重点关注银行信贷在各经济部门的分布及信贷集中度情况，结合宏观经济和行业发展形势判断银行不良贷款未来走势和风险程度。

(3) 流动性

由于银行业的高杠杆运作模式，流动性是衡量银行业稳健性的重要内容，通常用“存贷比”（贷款/存款）、“流动性比率”来反映。一般情形，银行存款要覆盖其对外贷款才能保证较为充足的流动性，但在信贷繁荣周期，为追求更大盈利，银行会增加批发融资满足新增信贷需求，使存贷比超过 100%。但该做法导致，一旦市场流动性收紧，银行极易因流动性枯竭而爆发危机。此外，国内储蓄不足、国内外利差较大等因素，也会促使部分国家银行业加大国际融资比重和缩短负债期限，从而导致资产负债币种错配和期限错配，增加银行流动性风险。因此，东方金诚重点从“存贷比”和资产负债错配情况分析银行流动性风险。此外，东方金诚也将参考“流动性比率”及巴塞尔协议III引入的“流动性覆盖率(LCR)”和“净稳

定资金比率（NSFR）”等指标辅助分析。值得注意的是，部分国家外资银行在银行体系中占比较高，这类国家尤其需关注母国对银行体系的信用风险传导，尤其是外资（直接投资及非居民存款等）撤回引发的流动性风险。

需要说明的是，东方金诚发现，流动性指标高低与各个国家的金融发展水平密切相关，金融发展程度很低的发展中国家银行流动性比率普遍很高，但这不能说明其流动性风险一定低于那些该指标相对较低的发达国家。因此，东方金诚通过与同类国家以及该国流动性监管要求的对比，并结合资产负债结构分析，判断流动性风险程度，并对其金融实力进行必要调整。

（4）盈利能力

银行盈利能力主要用资本收益率（ROE）和资产收益率（ROA）来评价，辅之以“利息收入/总收入”、“非利息收入/总收入”。ROE 和 ROA 较高，说明银行盈利能力和风险对冲能力较强。在全球低利率环境下，盈利压力使发达国家银行业增加了对衍生品或高风险金融产品的投资。因此，东方金诚对银行盈利能力分析还将注意其主要来源，针对脆弱性进行说明。

3、金融监管有效性

鉴于金融体系对国民经济的重要性和金融系统风险的严重破坏性，东方金诚还将关注各国金融监管机构能否稳健促进金融发展并有效防范金融系统风险。由于各国金融制度、监管工具存在差异，东方金诚以结果为导向，从物价稳定和金融泡沫两个方面来评判金融监管有效性。

维持物价稳定是绝大多数国家的货币政策目标，长期通货膨胀率是这一政策目标是否达成的有效定量指标。东方金诚认为，货币政策的实现程度与一国央行监管政策实现程度密切相关，能够反映其金融监管能力。东方金诚使用“最近 10 年通货膨胀波动率”反映货币政策目标实现程度，并重点对当前货币政策及其未来政策方向对金融发展和金融稳健性可能带来的影响进行分析。

在维护金融体系稳健性方面，东方金诚通过分析一国或区域信贷泡沫和金融资产泡沫硬着陆风险，来判断金融监管能否有效防范和化解系统性金融风险。一方面，对于大部分以银行业为主导的国家，经济增长与银行信贷密切相关，每一轮“信贷潮”过后的经济调整往往伴随着银行业不良贷款大幅上升，因此东方金诚重点考察“近三年信贷增速”，将其与该国前 10 年平均水平进行对比，或看该指标增速是否超过 20%等，分析这些国家是否存在信贷泡沫，此外也将结合金融监管和市场流动性变化，在不良贷款预测值中加以体现。另一方面，

从美、日等发达经济体金融危机经历来看，金融危机的爆发往往与房地产市场的崩溃直接相关，因此房地产价格短期大幅上涨可视为金融稳健性预警标志，重点考察“近 3 年房地产价格年均增速”，与其此前 10 年平均水平进行对比，或者看该指标的增速是否超过 30%。

（四）财政实力

财政实力主要对政府财政平衡及债务可持续性进行评估，它与前三大基础要素共同决定本币主权信用评级，是判断政府本币债务违约风险的重要依据。

财政实力的次级分析要素是财政平衡能力与债务可持续性。两者分别反映了政府债务管理的流量和存量概念。即理想状态下，政府当期财政平衡基本为当期债务变化量，当本期财政收入不能满足同期资金支出需求时，如大规模公共设施建设、社会安全网建设投入、对银行或公共部门资金救助等，政府将不得不新增债务融资。因此，如果政府长期处于财政失衡状态，必然会导致政府债务规模上升，并可能升至不可持续水平，从而引发主权债务危机。

表 8 财政实力分析结构

一级要素	二级要素	分析指标
财政实力	财政平衡能力	各级政府财政平衡/GDP
		收入增长波动率、税收收入/财政收入，刚性支出/财政支出等
	债务可持续性	各级政府债务/GDP
		利息支出/财政收入
		外币债务/政府总债务
		政府净债务/GDP、或有负债/GDP 等

1、财政平衡能力

财政平衡能力主要衡量一国或区域政府财政平衡状态与走势。财政平衡是指政府当期财政收入（不包括债务融资来源）扣除全部支出（不包括债务本金偿付）后的剩余部分，“各级政府财政平衡/GDP”是衡量政府财政平衡风险的主要指标。在不考虑动用政府可用金融资产的情况下，只有当财政收入超过财政支出时，才能实现政府债务减少；反之，政府财政赤字越大，政府债务增长越快，债务风险亦随之上升。

政府财政平衡状态和走势受制于宏观经济表现、财政政策立场（积极、稳健或紧缩的财政政策）及政府预算执行力等因素。虽然各国均会制定短期和中期财政预算及债务上限，但东方金诚秉持审慎性原则，将结合财政收支弹性和财政预算执行力，以及国家短期宏观经济运行态势，对政府中期财政平衡走势做出独立预判。其中，财政预算执行力重点考察政府是否有能力完成预算目标，财政制度和财政纪律能否有效约束政府行为；财政收支弹性重点考察政府财政收入稳定性和财政支出刚性。

由于财政收支弹性是深刻理解和判断长期财政平衡是否可持续的重要依据，东方金诚从财政收入稳定性和财政支出刚性入手分析，对于税收汲取能力差、高度依赖单一资源收入、刚性支出占比较大导致财政巩固难度较大或结构性赤字过大的国家，在财政实力调整项中进行调整和修正。一般来说，税收收入是政府最主要和稳定的收入来源，如果税收收入占财政收入比重过低（低于70%），财政收入稳定性较差，而财政收入严重依赖单一资源收入（如中东石油生产国家），财政稳定性最差，东方金诚通常使用“税收收入/财政收入”和“财政收入增长波动率”等指标来反映。刚性支出通常指政府短期难以削减的支出部分，如利息支出、医疗保障、社保养老、国防支出等，主要通过“刚性支出/财政支出”反映，刚性支出越大，政府财政紧缩难度越大，且在控制财政风险前提下其可用于经济发展的资金也更为有限。

2、债务可持续性

债务可持续性主要衡量一定时期政府债务负担水平及债务偿付压力，影响因素主要包括债务负担、偿债压力和或有负债风险。

（1）债务负担

债务负担指一定时期内政府负有偿债责任的存量债务规模，最直接反映政府债务压力和信用风险。主要考察指标为“各级政府债务存量/GDP”，即政府负债率，该比值越大，反映政府债务负担越重。目前，国际普遍将60%作为政府公共债务的警戒线，一旦超过该指标，则政府债务朝着不可持续方向发展。需指出的是，一些发展中国家政府负债率相对较低的主要原因在于其财政汲取能力差，无法获得足够的财政收入来支撑债务压力，针对这些国家，东方金诚参考“政府债务存量/财政收入”，必要时进行调整。

此外，东方金诚注意到，当名义经济增速高于债务增速时，即使政府存量债务规模增加，但政府负债率将呈平稳下降趋势；对于外币债务占比较高的国家，本币大幅贬值也会导致政府负债率大幅上升，债务负担明显增加；对于金融资产充裕的国家，政府可能动用部分可用金融资产，防止政府债务增长过快。针对上述情况，东方金诚在政府债务预测模型中纳入政府财政赤字率、实际经济增长率、通货膨胀率、政府外币债务负债率、汇率走势及政府金融资产变化等因素，对政府中期负债率水平进行预测。

（2）偿债压力

偿债压力主要分析政府特定时间段内偿付债务本息的能力。政府偿债压力主要来自于两个方面，一是存量债务规模，二是债务结构。存量债务规模带来的偿债压力，主要通过“利

息支出/财政收入”反映。债务负担越重，利息支出对政府财政收入的占用越严重。对于高负债国家，沉重的利息负担加大了政府财政紧缩难度，使其难以实现财政盈余并有序降债。偿债压力还取决于政府债务结构的合理性，即政府能否通过合理的结构安排避免集中到期带来的流动性压力。政府债务结构包括期限结构、币种结构、利率结构及持有人结构等，东方金诚重点考察期限结构和币种结构对政府偿债压力的影响。期限结构考察政府短期内是否有大量债务集中到期，如是否存在债务短期化问题。币种结构考虑政府是否存在过高的外币债务风险，如果本币大幅贬值，外币债务占比过高不仅推高政府负债率，也意味着政府需用更多的本币资源偿付外币债务，增加偿债压力。

（3）财政缓冲及或有负债

财政缓冲是指政府长期财政盈余积累的金融资产规模，其目的是应对突发性财政状况（如财政收入锐减、政府救助公共机构等），为经济下行时期政府逆周期财政操作、扩大政府债务提供缓冲地带，如俄罗斯、中东等资源型国家。此外，也存在一部分国家（如新加坡、挪威）的政府债务形成是为服务本国金融市场，由此形成和积累的金融资产常常通过主权财富基金运作方式实现保值增值。

或有负债是指因未来不确定风险事件发生而可能形成的政府债务。政府的或有负债风险来源通常包括，政府担保债务，以及银行和系统重要性金融机构、国有企业及政府相关实体、支柱企业等对国民经济具有重大影响的机构发生流动性危机或债务危机时，政府可能承担的救助成本。或有负债转化为政府直接债务的条件是未来风险事件发生的概率和风险程度。

东方金诚将财政缓冲和或有负债纳入财政实力的调整项中，主要出于两点考虑：一是特定条件下政府负债率不能真实、充分反映政府债务水平及风险，二是财政缓冲和或有负债的数据可得性较差，导致难以对政府负债率指标进行直接调整。财政缓冲的调整幅度主要视政府金融资产对债务的覆盖情况而定，即依据“政府净债务/GDP”在全球所处的水平向上调整。或有负债的调整幅度主要结合政府历史救助表现、重要非政府实体的财务风险状况，以及短期风险事件发生可能性等因素，依据计入或有负债后政府可能面临的债务水平向下调整。

（四）外债保障能力

外债保障能力主要衡量政府获取外币资金偿还外币计价债务的能力和意愿。不同于本币债务，由于政府不掌握他国货币发行权，且外币较少在本国市场流通，大部分政府很难通过财政收入等常规渠道获得外币收入偿付外债，这导致政府必须先将本币收入兑换成外币资产再进行偿债，且在偿付外债时，将不得不面临汇率风险和外部流动性风险。因此，东方金诚

在本币债务偿付能力基础上，进一步考察外债偿付时面临的风险因素，得到政府外币债务偿付能力和外币信用等级。

按照货币在国际交易中的被接受程度，可将全球各国或区域货币划分为 3 个层次，即国际储备货币、商品货币和普通货币（见下表）。其中，国际储备货币和商品货币的国际化程度很高，使用这两类货币作为本国法定货币和流通货币的国家，政府兑换外币资产的能力很强，外币债务偿付风险与本币债务偿付风险基本无差异，因此外币信用等级可直接等同于本币信用等级，无需再做调整。

表 9 全球国家货币属性分类

货币种类	主要货币
国际储备货币	美元、欧元、日本、英镑
商品货币	加元，澳元，瑞郎，港元，瑞典克朗，新加坡元
普通货币	其他货币

对于普通货币国家，东方金诚在本币偿债能力基础上，从本币汇兑能力、外债负担、外部流动性三个方面考察政府外债保障能力，得到外币偿债能力和外币信用等级。

表 10 外债保障能力分析结构

一级要素	二级要素	核心指标
外债保障实力	本币汇兑能力	(经常项目平衡+净 FDI 流入)/GDP
		名义汇率稳定性
	外债负担	总外债/GDP
		短期外债/总外债
	外部流动性	外汇储备/总外债
		外汇储备/短期外债
	多双边优惠贷款/总外债等	

1、本币汇兑能力

本币汇兑能力主要分析一国或区域货币币值变化，即本币对外价值的稳定性。一国本币币值稳定状况会通过汇兑损益、国际贸易和跨境金融活动等影响到该国实际外债偿付风险。尤其对新兴市场和发展中国家而言，一旦本币大幅贬值，本国以外币计价的外债负担将迅速攀升，国际资本市场融资渠道收紧，融资成本大幅上升，外债违约风险随之上升。因此，本币恶性贬值往往是主权外债危机的前兆。

国际收支平衡是影响一国汇率稳定性的最基础因素。一旦国际收支大幅逆差，将会造成一国国际储备迅速消耗，出现本币大幅贬值。在内外环境稳定宽松的情况下，绝大部分国家国际收支总体保持平衡，甚至小幅顺差，但收支结构差异使各国本币币值稳定性和抵御外部流动性风险的能力不同。一般而言，经常项目平衡直接反映一国通过国际经济活动获取外汇收入的能力，经常项目长期顺差，反映其创汇能力较强，本币更为稳定并可能因此出现升

值。对于经常项目逆差国而言，虽然金融项目顺差可弥补资金缺口，保证国际收支平衡，但项下各类型资金稳定性存在明显差异，其中直接投资较证券投资等高流动性金融资本更为稳定。因此，若一国的外国直接投资（FDI）净流入能够覆盖经常项目逆差，其币值稳定性要好于以证券投资或其他投资覆盖经常项目逆差的国家。东方金诚使用“（经常项目平衡+净 FDI）/GDP”来反映国际收支结构的稳健性，如果该指标呈现为顺差状态，表明本币币值稳定性可获得支持；反之，本币币值易受外部冲击出现大幅贬值风险。此外该指标也能够反映一国外债增量变化情况。另外，东方金诚还通过过去三年月均汇率变异系数来反映一国货币的稳定状况，变异系数越小，表明汇率越稳定，汇率波动对外债偿付的影响越小。

2、外债负担

外债负担主要分析一国或区域外债规模水平及变化趋势。东方金诚考察国家整体外债负担而不单纯考察政府外债负担，主要出于以下考虑：一是总外债负担水平反映该国经济对外部债务资本的依赖度，国家外债违约风险上升常通过宏观经济、汇率稳定和外部流动性等方面威胁政府外债偿付；二是国家外债风险上升可能引发私人部门挤兑外汇，导致央行外汇储备迅速下降和政府可用外币资产减少，进而增加政府外债违约风险。东方金诚使用“总外债/GDP”综合评价一国整体外债负担情况。一般情况下，总外债/GDP 数值越大，说明国家外债负担越重，偿付压力越大。不过，部分国家或区域因国际金融中心地位等特殊原因，总外债规模虽然较大，但也拥有大量高流动性金融资产，对于这些国家，东方金诚将根据净外债情况来判断国家实际外债负担，即总外债减去高流动性金融资产。此外，东方金诚还通过“短期外债/总外债”重点考察一国外债结构合理性，如果短期外债占比过高，即使总外债水平适中，其实际债务偿付压力和违约风险依然较大。

3、外部流动性

外部流动性主要分析一国是否有充足外币资产保证短期外币债务本息偿付的能力。外部流动性压力受制于两个方面：一是该国外部融资需求³，即当年外债还本付息额与当期新增融资需求之和，外部融资需求规模越大，意味着该国当年所需外币资产越多，其外债偿付压力越大；二是该国外币资产获取能力，包括外汇储备、外部融资渠道等。

对于普通货币国家而言，货币当局持有的外汇储备是该国外债偿付的最后防线，直接反映一国能否有充足的外币资产维系本国汇率稳定、缓解外部流动性压力和保障外债偿付。因

³ 外部融资需求=一年内外债还本付息额+经常项目平衡+FDI 净流入

此，外汇储备充裕度是分析外部流动性的关键。东方金诚通过“外汇储备/总外债”和“外汇储备/短期外债”、“外汇储备/外部融资需求”等指标考察外汇储备对一国长期流动性和短期流动性的保障能力。其中，“外汇储备/总外债”反映外汇储备对存量外债的总体保障程度，该比值越大，表明外汇储备对外债偿付保障程度越高，长期外部流动性风险越低；“外汇储备/短期外债”和“外汇储备/外部融资需求”考察外汇储备对短期短债和短期资金净流出缺口的覆盖度，比率越高，表明外汇储备对短期外债偿付的保障程度越高，短期外部流动性风险越低。

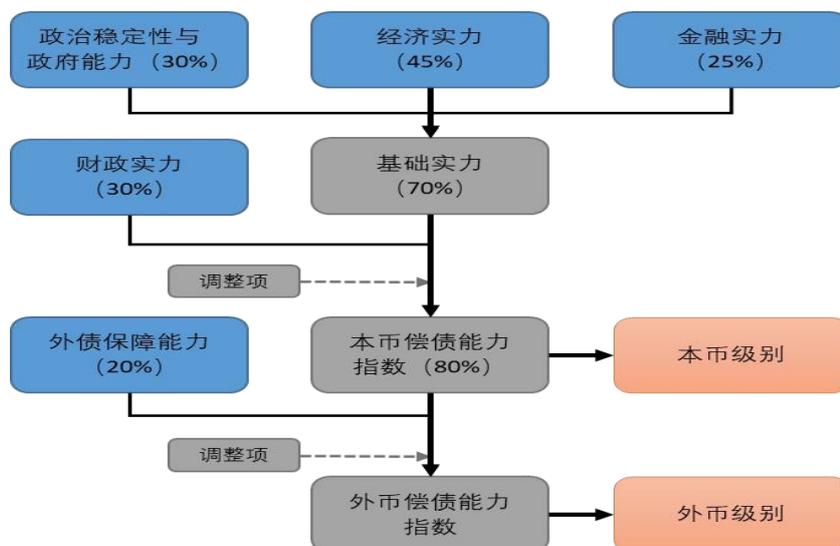
外部融资方面，一般情况下各国主要通过国际债券、银团贷款等市场融资手段满足外部融资需求，但对于经济实力较低、国际市场融资能力差的发展中国家，东方金诚还特别关注国际多边金融机构（如国际货币基金组织、世界银行、复兴开发银行等）和各国官方机构对其提供的信贷支持。尤其是在外部流动性紧张、国际储备严重不足的情况下，与其他国家签订的双边贷款或货币互换协议，由国际货币基金组织、世界银行及其他国际金融机构提供的信贷支持，均能够对这些国家外债偿付形成重要支持，避免其外债违约。

六、主权评级模型与信用等级评定

（一）主权信用等级确定逻辑

东方金诚采取定量与定性相结合的方法确定主权信用等级。首先，根据层次分析法构建主权信用评级模型，分别计算五类评级要素定量指标得分，得到受评主体本、外币主权信用评级指数；其次，针对特殊风险因素进行聚类分析和定性调节，最终确定本、外币主权信用等级。

图3 主权信用等级确定逻辑（权重）



(二) 主权信用评级模型构建方法及信用等级确定步骤

1、指标选取及确定

东方金诚主权信用评级模型的样本量覆盖全球 194 个国家和地区。评级指标选取和确定遵循三大原则：一是重要性原则，评级指标要能够充分、及时反映信用风险；二是数据可获得性原则，可通过公开渠道获得绝大多数国家和地区的样本数据；三是不可重复性原则，对于指示同一风险的多个指标，依照前两大原则择优选用，避免指标重复。

2、数据处理

东方金诚主权信用评级模型采取定性与定量相结合方法。对于定性指标，本方法总结全球各个国家和地区评级要素风险特征，通过定性打分方式将定性指标转化为区间是[0,5]的量化得分，如政治稳定性与政府能力；对于定量指标，采用 3 年均值（包括 2 年实际值和 1 年预测值）；对于部分能体现脆弱性的指标，如 GDP 增长率、通胀率、汇率等，则通过测算标准差、变异系数等来指示风险，数据时长依据其周期特征不等。

3、数据标准化

定性指标与定量指标均采用统一方法转化为区间为[0,100]的标准化得分，标准化方法见以下公式：

$$\text{标准化得分} = 100 - \text{MIN} \left\{ \text{MAX} \left[100 * \left(1 - \frac{x - \bar{x} + 2\sigma}{4\sigma} \right), 0 \right], 100 \right\}$$

其中，x 为受评国家该评级指标的均值， \bar{x} 为该评级指标的全球均值， σ 为标准差。

4、权重设置。

主权评级模型核心指标权重及处理方法具体见下表：

表 11 主权评级核心指标权重及指标处理方法

一级指标	二级指标	权重	核心指标	权重	指标处理
政治稳定性与政府能力	政治稳定性	100%	国内政局稳定性	-	在[0,5]区间定性打分
			地缘政治风险	-	在[-4,-1]区间对国内政局稳定性得分调整
	政府治理能力	50%	政策质量	50%	在[0,5]区间定性打分
			政府效率	50%	
经济实力	经济发展水平	50%	GDP 规模	40%	[t-1,t+1]，三年均值
			人均 GDP 规模	60%	
	经济增长动力	25%	实际 GDP 增长率	60%	[t-1,t+1]，三年均值
			GDP 增长波动率	40%	[t-9,t]，十年期标准差
	经济结构平衡	25%	通货膨胀率	40%	[t-1,t+1]，三年均值
经常项目平衡/GDP			30%		

一级指标	二级指标	权重	核心指标	权重	指标处理
			国际投资头寸净额/GDP	30%	
	调整项		私人部门债务/GDP, 失业率, 基尼系数, 单一产业集中度等		
金融实力	金融发展水平	30%	M2/GDP	100%	[t-1,t+1], 三年均值
	金融稳健性	50%	资本充足率	50%	[t-1,t+1], 三年均值
			不良贷款率	50%	
	货币政策有效性	20%	通货膨胀波动率	100%	[t-9,t], 十年期标准差
调整项		债券存量规模/GDP, 股市市值/GDP, 存贷比, 流动性比率, 资产利润率, 近三年信贷平均增速, 近三年房地产价格年均增速等			
财政实力	财政平衡能力	40%	各级政府财政平衡/GDP	100%	[t-1,t+1], 三年均值
	债务可持续性	60%	各级政府债务负担/GDP	40%	[t-1,t+1], 三年均值
			利息支出/财政收入	30%	
			外币债务/政府总债务	30%	
调整项		税收收入/财政收入, 刚性支出/财政支出, 近 10 年财政收入增长波动率, 政府净债务/GDP, 或有负债等			
外债保障能力	本币汇兑能力	40%	(经常项目平衡+净 FDI 流入)/GDP	60%	[t-1,t+1], 三年均值
			名义汇率波动率	40%	[m-11,m], 月度汇率变异系数
	外债负担	30%	总外债/GDP	60%	[t-1,t+1], 三年均值
			短期外债/总外债	40%	
	外部流动性压力	30%	外汇储备/总外债	50%	[t-1,t+1], 三年均值
			外汇储备/短期外债	50%	
调整项		净外债/GDP, 外汇储备/外部融资及需求, 多双边贷款/总外债等			

由于主权债务违约风险成因及演变极为复杂, 经济发展模式与文化制度差异导致部分对主权信用风险有重大影响的定量指标在全球范围内不完全具备横向可比性, 且部分国家可能还面临一些特殊风险因素, 因此东方金诚对五大评级要素, 在提炼具有共性风险特征的核心指标基础上, 设置调整项, 补充分析其他影响主权信用风险的个性因素, 从而确保评级结果的合理性。

5、定性调整

东方金诚针对五类评级要素之外的特殊风险因素, 如违约历史、数据质量、可持续发展等, 设置定性调整项, 在必要时对本币初始级别依次进行调整, 各定性调整项的结果可累加。

(1) 违约历史

债务危机发生后, 即使受评政府仍具有偿债能力, 一旦其拒绝正常履行偿债义务, 无论国内还是国际资本市场, 都无法通过外部强制力迫使其履行偿债义务。因此, 市场普遍通过政府债务履约的历史表现判断其偿债意愿。对于有过违约历史的国家来说, 其国内和国际融资的可能性有所降低。尤其是当违约后部分政府不再愿意继续履约, 或使用各种手段侵害债

权人利益时，该国未来的融资能力前景将不容乐观。例如，阿根廷在 2001 年违约之后提出令债权人利益严重受损的债务重组条款，这使其之后的融资渠道变得异常狭窄，尤其是左翼政府执政可能性显著影响市场对阿根廷的信心。东方金诚重点关注受评政府近 20 年是否出现过主权债务违约及其在债务重组中的表现，酌情下调 1-2 个小级别。

表 12 违约历史调整方法

调整幅度	调整标准
下调 2 个小级别	该国近 20 年发生过多次主权债务违约，最近一次债务违约事件发生时点距本次评级很近，且发生在本届政府执政期内，政府主观偿债意愿低。
下调 1 个小级别	该国近 20 年发生过 1-2 次主权债务违约，最近一次违约事件发生时点距本次评级时点较远，但债务重组后政府未采取有效措施加强自身偿债能力，政府主观偿债意愿不足。

(2) 数据质量

数据质量是在主权信用评级结果能够可靠评估的前提下，针对少部分数据可得性差或数据可靠性存疑等情况进行的调整。当出现以下情况之一时，东方金诚酌情向下调整 1-2 个小级别：

A. 政府中断披露少部分宏观经济、金融、财政和外汇核心数据，导致需依靠历史数据、其他关联性数据或同类型国家数据进行合理推断。

B. 政府披露数据与其他关联性数据出现逻辑矛盾，或政府调整数据统计方法导致信用风险被明显低估或被掩盖。

如果政府大面积停止披露宏观数据，导致无法对其主权信用风险进行可靠评估，东方金诚将停止评级并撤销此前评级结果。

(3) 可持续发展

2015 年巴黎气候变化大会通过《巴黎协定》后，目前已有近 200 个国家和地区加入该协定，绿色与可持续发展已成为全球社会经济发展基本共识。而在推进经济可持续发展中，政府承担着关键作用，如通过制度安排、政策引导、标准制定等方式引导市场行为，为绿色可持续发展提供必要的公共服务，加强绿色基础设施建设等。东方金诚出于对绿色可持续发展的重视，对于在此方面成效显著，尤其是在技术、标准、落地推广等方面处于全球引领者地位的国家或区域，适当上调 1 个的级别。

6、主权信用等级确定

鉴于主权信用风险的复杂性，东方金诚主权评级模型出具的评级结果仅为参考评级，最终信用等级由技术委员会上会评审确定。

（三）定期跟踪评级和不定期跟踪评级

初次评定主权信用等级后，东方金诚将定期跟踪受评国家主体信用风险变化情况，根据变化程度做出评级调整或维持原有信用等级的决定。跟踪频率为每年一次。

在持续跟踪过程中，当受评主体涉及重大风险事项或在未来 3 个月内面临难以预测的突发事件和重大不确定性事件，有可能影响受评主体级别变动，但在当前情况下暂时无法获取足够依据支撑做出调整或维持原有信用等级的决定时，东方金诚将会把受评主体列入评级观察名单，以此向使用者提示受评主体正在发生与信用风险状况相关的事项。评级观察期一般在 90 天以内。列入评级观察名单通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单也并不一定意味着信用等级或评级展望将发生变化。

当受评国家主体出现变动，或国家处于非正常状态时，如国家合并或分裂，国家发生全面战争并处于无政府状态，或全面停止披露宏观数据和信息导致无法进行正常跟踪评级时，东方金诚经全面评估后可停止跟踪评级，并撤销之前对其评定的主权信用等级结果。

七、主权信用等级符号及定义

（一）主权信用等级符号及定义

东方金诚主权信用等级符号采用四等十级制，分别用 AAA^w、AA^w、A^w、BBB^w、BB^w、B^w、CCC^w、^wCC^w和 D^w表示⁴，除 AAA^w级及 CCC^w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。东方金诚主权信用等级符号为全球信用评级符号序列，即在全球范围内对受评主体信用状况进行相对风险排序。为了与国内信用评级序列等级符号进行区别，东方金诚在每项评级符号右侧使用上标“w”，即“world”，代表东方金诚全球信用评级序列。主权信用等级符号释义如下：

表 13 主权信用等级符号及定义

符号	定义
AAA ^w	受评主体偿债能力极强，信用质量最高，违约风险最低，处于最高信用等级；
AA ^w	受评主体偿债能力很强，信用质量很高，违约风险很低；
A ^w	受评主体偿债能力较强，偿债能力较易受内外部环境和经济条件不利变化的影响，但违约风险较低；
BBB ^w	受评主体偿债能力中等，易受内外部环境和经济条件不利变化的影响，债务违约风险处于中等水平；

⁴ 每项评级符号右侧上标“w”代表东方金诚国际评级序列级别符号。

符号	定义
BB ^w	受评主体偿债能力较弱，极易受持续、重大的内外部环境和经济条件不利变化冲击，债务违约风险较高；
B ^w	受评主体偿债能力很弱，债务还本付息能力在很大程度上依赖于内外部环境和经济条件，违约风险很高；
CCC ^w	受评主体偿债能力极弱，债务还本付息能力严重依赖良好的经济条件和外部多双边支持，违约风险极高；
CC ^w	受评主体还本付息能力具有极大的不确定性，基本不能保证偿还债务；
C ^w	受评主体进入债务重组阶段，或处于债务宽限期但预计展期内难以偿还债务，处于最低信用等级；
D ^w	受评主体已发生违约事实，并且正处于违约状态。

注：除 AAA^w 级及 CCC^w 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。

（二）主权债务违约定义

1、主权债务违约认定

东方金诚主权债务违约是指，债务人在商业性金融债务到期时或到期前宣布延迟支付或者单方面不按照合同约定的时间和要求偿还全部债务利息或本金，如果合同约定有宽限期的，应包括宽限期。

以下几种情况均认定为债务违约：

- （1）不能偿付或延迟支付债务本金或利息；
- （2）债务折价互换，或在违约后宣布债务重组；
- （3）债务偿付形式发生变化导致债权人实际利益受损，如更换债务币种、偿付方式等。

2、特殊注意事项

东方金诚对主权债务违约的界定有几点注意事项：

（1）债务认定，主权信用评级所认定的商业性金融债务不包括国际货币基金组织、世界银行、巴黎俱乐部等国际组织及他国政府提供的带有援助性质的多双边债务；

（2）技术性违约，不涉及受评主体偿债能力和偿债意愿，单纯因技术和操作失误导致的违约，且在 1-2 个工作日内即可恢复，东方金诚不认定为违约；

（3）债务宽限期，当债务人进入合同约定的债务宽限期，且违约风险极高的情况下，东方金诚给予债务人主权信用级别 C^w，仅略高于违约级别，以提示风险；

（4）债务重组，若债务人在债务到期日前与债权人达成债务重组合意，并进入债务重

组阶段，东方金诚给予债务人主权信用级别 C^W ，略高于违约级别；若债务人在债务到期后的或债务到期前，单方面宣布进入债务重组阶段，在其尚未与债权人达成债务重组合意前，东方金诚判断债务人违约，给予其违约级别 D^W 。

（三）评级展望

在评定主权信用等级时，东方金诚主权还将对受评主体未来 12 个月主权信用等级发生变化的可能性进行判断，给予其评级展望。评级展望的结果分为“正面”、“稳定”和“负面”三种：

“正面”展望表示未来 6-12 个月内级别上调的可能性大于或等于 30%；

“负面”展望表示未来 6-12 个月内级别下调的可能性大于或等于 30%；

“稳定”展望表示未来 6-12 个月内级别变化的可能性小于 30%。

八、主权评级方法特征

（一）秉持中立的评级立场，不以某一特定的政治经济制度作为评价参照。

东方金诚认为，一国或区域政治经济制度和运行机制取决于该国或区域的历史传统、政治文化和发展阶段，各国主权信用质量现状和风险特征均有其特殊性，不能将一国或区域的政治经济制度与主权信用质量直接挂钩，更不能以某一特定价值观和政治经济制度作为参照物，简单对其他国家制度体系进行优劣判断。基于以上认识，东方金诚秉持中立的评级立场，更加注重从一国或区域历史发展沿革、政治经济制度发展历程和运行机制等，去理解其现阶段发展所面临的关切问题及其生成根源，并结合内外部环境判断主权信用风险。集中体现在：

1、不对各类政治经济制度和体制直接进行对比评价，而重点关注国内政治和政府的稳定状况，政府能否应对重大政治、经济和社会挑战，保障社会稳定和经济持续稳定发展。

2、不将经济是否高度开放和自由作为经济实力的判断依据，不将经济发展水平作为经济实力的唯一判断依据，更加关注经济增长潜力能否得到充分释放、现存问题能否得到有效解决以保证经济持续平稳发展。

3、不以金融发展水平作为衡量金融实力的唯一标准，而侧重考察金融发展是否与实体经济相匹配，是否存在金融系统性风险的潜在威胁。

（二）立足国际政治经济大环境，以全球化视角分析个体主权信用风险。

东方金诚注意，1800 年以来，全球至少出现过 5 次“主权违约潮”，即在特定时期内多

个国家或区域同时出现主权信用违约，而系统性国际战争与全球经济危机及国际金融环境骤然收紧，是历次“主权违约潮”发生的系统性原因。因此，东方金诚在主权评级过程中，坚持以更为宏观的全球视角分析一国或区域主权信用风险，尤其关注全球系统性风险对各国或区域信用风险传导机制，从而全面认识其主权信用风险。重点关注：

1、国际战争、国际重大政治事件、地缘政治风险对一国政治稳定、经济发展的重大影响；

2、全球经济下滑及国际金融环境骤然收紧对一国经济增长的影响；

3、全球核心大国经济金融危机、全球战略和宏观政策调整对他国的风险外溢效应。

（三）坚持系统性地研究评级要素及其内在关系，而非孤立看待问题。

东方金诚注意到，影响主权信用质量的风险因素多元且彼此间存在复杂关联性，任意单一风险要素的变动均有可能引起其他风险要素的变动，进而放大对主权信用的影响。因此，东方金诚深入研究主权信用风险内在运行规律和各评级要素之间的客观联系，找到各评级要素对其他评级要素及对主权信用的风险传导机制，进而充分揭示主权信用风险。

以经济增长与债务水平为例，无论处于任何发展水平，如果经济持续陷于低增长甚至停滞状态，受评政府的偿债基础都会受到侵蚀。尤其是，偏高的受评政府债务负担如果与低迷的经济增长相结合，往往意味着潜在的主权信用危机。可以看到，2010年陷入“欧债危机”中的5个国家均属发达经济体，但持续的经济低增长、政府高负债将使这些国家最终陷入主权债务危机状态。它表明，判断主权信用险必须警惕对经济发展程度的过度依赖，主权信用危机并非低收入发展中国家的“专利”。

（四）强调结构性失衡导致的脆弱性和潜在风险

东方金诚注意到，主权债务违约风险不单纯受经济发展程度和债务水平的影响，多数情况下结构性因素在其中发挥着更为关键的作用。回顾历次主权债务违约潮，同等经济发展程度和债务水平的国家，内在结构性失衡往往是决定其能否抵御外部环境冲击，避免主权债务违约的关键因素。因此，在考察一国或区域经济、金融、财政和外债保障能力时，除总量水平以外，东方金诚主权评级方法更加关注结构失衡导致的脆弱性和主权信用风险。主要体现在：

1、重视经济发展过程中的内外部结构平衡问题，尤其是经济结构的外部平衡问题。我们发现，受2008年全球金融危机和2010年“欧债危机”冲击最为显著的国家，不论发展中国家还是发达国家，其根源均为自身经济结构长期严重失衡，且没有得到及时的纠正与调整。

2、同等债务水平下，包括政府债务和国家外债，债务结构的合理性直接影响到政府和国家到期债务偿付压力。即使在同等经济发展程度和债务水平下，期限过短或外币债务占比过高均可能使政府更易受国内外融资环境骤紧、外币债务负担急剧上升等冲击，进而引发主权债务危机。

（五）强调风险预警和可持续发展的评级理念

评级的职责是准确揭示信用风险，维持金融市场稳定，这要求评级机构必须对未来社会经济发展趋势和信用风险变动进行审慎预判。东方金诚主权评级方法将之体现在：

1、主权信用评级是对政府未来 3-5 年本、外币债务违约风险的预判，为此东方金诚注重对影响主权信用风险的基础性要素进行分析，充分论证各项信用风险要素变动趋势，对未来 1-2 年核心评级指标预测和中期风险趋势预测。

2、重视对潜在风险的分析 and 披露（如或有负债风险、金融系统性风险等），强调对无法量化但能够对主权信用质量产生重大影响的风险要素定性分析，并与定量指标共同决定本、外币主权信用级别。以金融系统性风险：经验研究表明，过去 3 年信贷及房地产价格增速明显偏离其历史平均值，往往意味着一国或区域金融体系脆弱性正在显著增长，尽管此时不良贷款率等常规指标仍处于正常状态，因此东方金诚会关注过去 3 年内一国或区域信贷增速及房地产价格变动情况，对其潜在金融风险进行风险提示和预警。

3、重视绿色可持续发展对一国主权信用的重要性。随着绿色经济、可持续发展逐渐成为全球共识，政府在推动绿色经济转型过程中可能不得不承受由此带来的经济减速或一定的财政负担（公共支出等）以换取长期可持续发展。对于这种情况，东方金诚通过定性调整项对于绿色发展表现突出的国家适当调整主权信用级别。