

作者：冯祖涵 王祎凡  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 国际三大信用评级机构国家风险评价方法比较研究

### 摘要

从信用评级的视角来看，国家风险是指非主权实体在特定国家或地区内开展业务时面临的影响其信用质量的系统性风险。本文对国际三大评级机构的国家风险相关的评价方法分别进行了系统性的讨论，并在此基础上进行了比较分析。三个评价方法在概念界定、评价框架、评价要素等关键方面存在显著差异，国家风险在国际三大评级机构的全球序列评级体系中所处位置也不同。

从概念界定来看，穆迪与惠誉都引入了国家天花板（Country Ceiling）这一概念，但具体内涵不同。穆迪所指国家天花板即国家风险，惠誉所指国家天花板则是汇兑风险这一特定的国家风险。

从评价框架来看，标普将国家风险分解为四类风险并广泛引用其他有密切关联的评级方法；穆迪与惠誉则将主权信用评级作为级别基础，穆迪还区分了本币国家风险与外币国家风险。

从评价要素来看，标普选取的评级要素倾向于大而全，穆迪设计了具备独创性的要素——政府的角色与行为，惠誉的评价要素突出表现在关注经济与金融全球化程度。

从国家风险在全球序列评级体系中所处位置来看，标普与惠誉都将国家风险作为非主权实体以及金融工具评级的分析要素，穆迪则将其定义的国家天花板的级别设定为一个国家或地区内非主权发行人、债务、交易以及存款的级别上限。

#### 相关报告研究：

1. 《印度疫情急剧恶化，复苏进程将受到冲击》，2021.04.23
2. 《美国实施大规模经济制裁对俄罗斯的影响分析》，2021.04.16
3. 《缅甸军事政变加剧主权信用风险》，2020.04.13

从信用评级的视角来看，国家风险是指非主权实体在特定国家或地区内开展业务时面临的影响其信用质量的系统性风险。这一风险的产生是由于该实体处于主权信用环境下，受到该国家或地区经济、制度、金融等外部环境的制约。国家风险的内涵不同于主权风险，主权风险指的是主权政府无法及时足额偿付非官方债权人的风险，而国家风险所涵盖的风险类型更广，包括经济、制度、金融、法律、汇兑等多种风险。信用评级机构在评价国家风险时，尤其关注国家风险在全球序列评级体系中的位置与作用，以及国家风险与主权信用评级的关系。

本文在对穆迪（Moody's）、惠誉（Fitch Ratings）、标普（S&P Global Ratings）等国际三大评级机构的国家风险相关的评价方法进行系统性讨论的基础上，进行比较分析。其中，标普的评价方法为“Country risk assessment Methodology and assumptions”（最后更新日期为2020年10月30日）；穆迪的评价方法为“Moody's Country Ceiling Methodology”（最后更新日期为2020年12月7日）；惠誉的评价方法为“Fitch Country Ceiling Criteria”（最后更新日期为2020年7月1日）。由于上述三个评价方法在概念界定、评价框架、评价要素等关键方面存在巨大差异，其在自身机构的全球序列评级体系中所处位置不同，且每个评价方法体系较为完整，下文将对三个评价方法进行逐个讨论，在此基础上再进行多角度的比较分析。

## 一、标普的国家风险评价方法

标普认为国家风险是指某一非主权实体在特定国家或地区内开展业务时所面临的影响其信用质量的经济、制度、金融与法律风险。标普将国家风险划分为6档，从1（极低风险）到6（极高风险），标普会定期发布国家风险评估结果。主权信用风险常被认为与国家风险近似，但主权信用风险主要评估主权国家按时足额支付其主权债务的可能性，而国家风险涵盖的风险类型更为广泛，而不仅是主权违约风险。

标普将对国家风险的评估以不同方式纳入企业评级以及其他评级的方法中。在企业评级方法中，国家风险与行业风险、竞争地位相结合，形成对企业经营风险的评估。其他部门或特定资产类型的评级也根据其自身评级逻辑将国家风险以不同方式纳入评级方法中。在标普的评级体系中，国家风险并不作为非主权实体或金融工具评级的上限。标普在2013年11月9日发布的《Ratings Above The Sovereign -- Corporate And Government Ratings : Methodology And Assumptions》评级技术文件中，明确阐述了国家风险评估、主权信用评级以及非主权实体评级的关系。一方面，国家风险评估通过不同方式纳入非主权实体评级的过程中，非主权实体评级中包括该实体对国家风险敞口的评估。另一方面，主权信用评级也不构成非主权实体评级的上限，如果非主权实体在主权信用违约的情况下仍能保持其信用资质，其评级可以高于主权信用评级。

对比标普国家风险评估结果与标普主权信用评级结果，可以发现二者在极低风险、低风险与极高风险等三档相对一致，但是在中间三档的某些具体国家则存在差异。部分国家虽主权信用风险相对较小，但被划入较高的国家风险一档。例如，中国与波兰的外币长期主权信用级别分别为A+与A，但两国均被评估为中高风险国家；处于高风险国家一档的俄罗斯，其外币长期主权信用级别为BBB-，明显高于其他高风险国家的主权信用级别。同时，也存

在部分国家主权信用风险相对较高，但其国家风险相对较低的情况，例如，葡萄牙的外币主权信用级别为 BBB，但被划入中风险一档。

表 1：标普国家风险最新评估结果（截至 2021 年 4 月 23 日）

国家风险评估	国家或地区
极低风险 (1)	澳大利亚、加拿大、丹麦、芬兰、德国、卢森堡、荷兰、挪威、新加坡、瑞典、瑞士、美国
低风险 (2)	奥地利、比利时、法国、中国香港地区、冰岛、爱尔兰、日本、新西兰、韩国、英国
中风险 (3)	阿布扎比、百慕大、开曼群岛、智利、捷克共和国、爱沙尼亚、以色列、立陶宛、中国澳门地区、马来西亚、马耳他、葡萄牙、卡塔尔、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、中国台湾地区、阿拉伯联合酋长国
中高风险 (4)	巴哈马、博茨瓦纳、巴西、保加利亚、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、克罗地亚、库拉索、塞浦路斯、迪拜、希腊、匈牙利、印度、印度尼西亚、意大利、科威特、拉脱维亚、毛里求斯、墨西哥、摩洛哥、阿曼、巴拿马、秘鲁、菲律宾、波兰、拉斯·海玛 (Ras Al Khaimah)、罗马尼亚、沙特阿拉伯、塞尔维亚、沙迦、南非、泰国、特立尼达和多巴哥、特克斯和凯科斯群岛、乌拉圭
高风险 (5)	阿尔巴尼亚、阿塞拜疆、巴林、孟加拉国、巴巴多斯、白俄罗斯、玻利维亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、柬埔寨、多明尼加共和国、埃及、萨尔瓦多、埃塞俄比亚、格鲁吉亚、加纳、格林纳达、危地马拉、洪都拉斯、牙买加、约旦、哈萨克斯坦、肯尼亚、马其顿、马尔代夫、马绍尔群岛、摩尔多瓦、蒙古、巴拉圭、俄罗斯、塞内加尔、斯里兰卡、突尼斯、土耳其、乌干达、乌克兰、乌兹别克斯坦、越南
极高风险 (6)	阿尔及利亚、安哥拉、阿根廷、伯利兹、布基纳法索、刚果 (共和国)、刚果民主共和国、厄瓜多尔、厄立特里亚、加蓬、伊拉克、黎巴嫩、毛里塔尼亚、莫桑比克、尼加拉瓜、奈及利亚、巴基斯坦、巴布亚新几内亚、苏里南、坦桑尼亚、委内瑞拉、赞比亚、津巴布韦

资料来源：标普官网

标普的国家风险评价框架相对简单明确。首先，标普将国家风险分成经济风险、制度风险、金融系统风险、支付文化与法治风险四个大类，构成四个一级指标。其中，对经济风险与制度风险的评估均来自于主权信用评级中对应的经济实力与制度实力部分，标普在将主权信用评级中的经济实力对应至一国经济风险的过程中还进行了适当调整。对金融系统的评估来自于标普 2011 年 11 月 9 日发布的《Banking Industry Country Risk Assessment Methodology And Assumptions》（以下简称“BICRA”），BICRA 是对一国经济风险与该行业风险进行的综合评估，其得分是确定银行个体信用评估锚的基准。对支付文化与法制风险的评估则主要根据世界银行等国际开发机构的公开数

据，并结合了标普自身的分析判断。随后，对四个一级指标得分进行简单平均，并将平均数按一定规则<sup>1</sup>进行取整，同时考虑以上四类风险以外的因素对评估结果的影响，最终得到国家风险评估结果。

从评价要素来看，标普选取的四个一级指标中，经济风险、制度风险与金融系统风险属于较为常见的国家风险评估因素，支付文化与法治风险则是较有特色的指标。具体来看，经济风险首先对应了标普主权信用评级中经济实力部分，其中包含收入水平、增长前景和经济多样化程度与稳定性等指标；在此基础上，标普选取了主权信用评级中货币风险与外部风险以及 BICRA 中的二级指标经济失衡等指标，进行适当调整，得到最终的经济风险评价结果。制度风险则直接对应主权信用评级中制度实力部分，主要涉及政治体制与政治决策的有效性、稳定性与可预见性，以及制度、数据与流程的透明度与可靠性。对金融系统风险的评估主要来自 BICRA 中银行业风险的得分，并根据本国资本市场发展程度以及在国内外资本市场的融资能力进行适当调整。支付文化与法治风险主要包括世界银行的 WGI 指标体系中的腐败控制与法治两项指标、世界银行营商环境报告中执行合同一项的排名以及透明国际发布的全球清廉指数，还包括标普回收评级涉及的对各国破产制度的分类。支付文化与法治风险影响到合同的可靠性、债权人的权利、法律体系的可靠性以及国家的腐败程度，与非主权实体的信用状况密切相关。

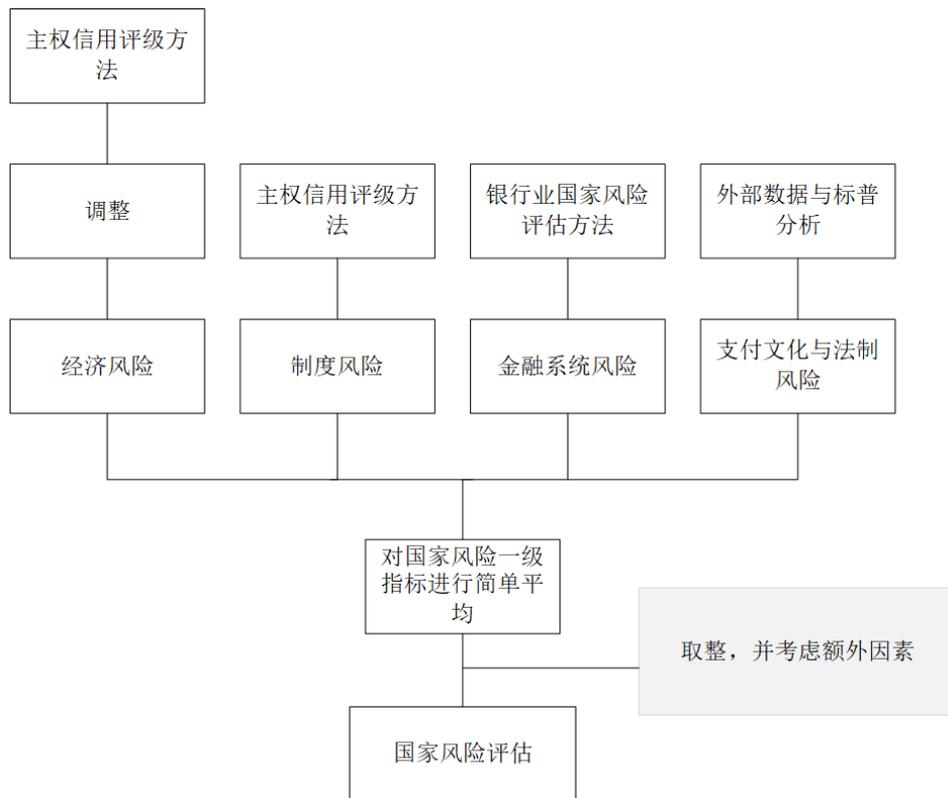


图 1：标普国家风险评估方法框架

数据来源：标普官网

<sup>1</sup> 若简单平均结果以 0.25 结尾且无非常明显的消极趋势，则取整至更低风险一档；若以 0.75 结尾且无明显积极趋势，则取整至更高风险一档。若以 0.5 结尾，则考虑该国发展的未来趋势、一级指标中未涉及的优势与弱点、一级指标权重调整以及同级别比较。

## 二、穆迪的国家天花板（Country Ceiling）评价方法

穆迪在评价国家风险并将其纳入自身评级体系时，设计了国家天花板（Country Ceiling）评级。在穆迪的评级逻辑中，国家天花板以主权国家或地区为评级对象，主要反映投资者在主权信用环境下所面临的系统性风险，这种风险的存在是由于非主权发行人受到一个国家或地区现有的经济、制度、金融与政治环境的限制。国家天花板构成了一个国家或地区内非主权发行人、债务、交易以及存款的级别上限。国家天花板代表了一个国家或者地区内金融实力最强的发行人或者金融实力雄厚且现金流主要来自本国资产或本国居民的结构性金融产品有可能获得的最高信用级别。同时，有效的支持机制以及国外资产与现金流可以帮助这些发行人或结构性金融产品的级别突破国家天花板。

穆迪对其评级的国家或地区给出本币国家天花板（Local Currency Country Ceiling）级别与外币国家天花板（Foreign Currency Country Ceiling）级别，本币国家天花板级别适用于以本币计价的债务，外币国家天花板级别适用于以外币计价的债务。此外，国家天花板也分为长期与短期，分别适用于长期债务与短期债务，长期国家天花板等级按一定规则可以对应到短期国家天花板等级。

表 2：穆迪外币国家天花板等级（截至 2021 年 5 月 14 日）

外币国家天花板评级	国家或地区
Aaa	澳大利亚、奥地利、比利时、百慕大、加拿大、开曼群岛、智利、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、根西岛、中国香港地区、爱尔兰、马恩岛、以色列、日本、泽西、韩国、拉脱维亚、列支敦士登、立陶宛、卢森堡、中国澳门地区、马耳他、荷兰、新西兰、挪威、新加坡、斯洛伐克、斯洛文尼亚、瑞典、瑞士、中国台湾地区、阿拉伯联合酋长国、英国、美国
Aa1	中国、波兰、卡塔尔、西班牙
Aa2	保加利亚、科威特、马来西亚、秘鲁、沙特阿拉伯
Aa3	冰岛、意大利、墨西哥、葡萄牙
A1	博茨瓦纳、哥伦比亚、毛里求斯、巴拿马、泰国、
A2	克罗地亚、塞浦路斯、匈牙利、菲律宾、罗马尼亚、乌拉圭
A3	希腊、印度、印度尼西亚
Baa1	哈萨克斯坦
Baa2	巴哈马、巴西、摩洛哥、巴拉圭、俄罗斯、塞尔维亚、南非
Baa3	科特迪瓦、格鲁吉亚、危地马拉、黑山、塞内加尔、圣马丁、特立尼达和多巴哥
Ba1	亚美尼亚、贝宁、多米尼加、约旦、纳米比亚
Ba2	阿尔巴尼亚、阿塞拜疆、孟加拉、阿曼、越南
Ba3	哥斯达黎加、洪都拉斯、牙买加、肯尼亚、肯尼亚、乌干达
B1	巴林、柬埔寨、喀麦隆、埃及、萨尔瓦多、斯威士兰、斐济、加纳、尼日尔、巴布亚新几内亚、卢旺达、坦桑尼亚、多哥、乌兹别克斯坦

外币国家天花板评级	国家或地区
B2	玻利维亚、埃塞俄比亚、吉尔吉斯斯坦、马尔代夫、马里、摩尔多瓦、尼加拉瓜、尼日利亚、巴基斯坦、所罗门群岛、圣文森特和格林纳丁斯、突尼斯、土耳其、乌克兰
B3	巴巴多斯、白俄罗斯、波斯尼亚和黑塞哥维那、加蓬、蒙古、斯里兰卡、塔吉克斯坦
Caa1	安哥拉、刚果民主共和国、伊拉克、莫桑比克、刚果、
Caa2	伯利兹、古巴、厄瓜多尔、老挝、苏里南
Caa3	阿根廷、赞比亚
Ca	黎巴嫩
C	委内瑞拉

资料来源：穆迪官网

从评级框架来看，穆迪的国家天花板的评级框架以主权信用级别为起点，主要包括本币国家风险分析与外币国家风险分析两部分。其中，本币国家风险分析主要考察一个国家所具备的特性是否允许金融实力最强的本国发行人与结构性金融产品的本币信用级别高于主权信用级别；而外币国家风险分析则聚焦于汇兑风险（Transfer and Convertibility Risk），汇款风险（Transfer Risk）是指无法实现跨境汇款的风险，货币兑换风险（Convertibility Risk）则是指无法将当地货币兑换为外国货币的风险，一般来说政府会对跨境汇款与货币兑换同时施加限制。

本币国家风险分析以主权信用级别为起点，主要包括了一些导致非主权债权人与存款人在政府趋于违约的环境下损失风险加剧的因素，如政府的角色与行为（主要指政府在金融系统中的角色以及在政府接近违约时所采取的行动）、政府与本国发行人共同面临的宏观风险。本币国家天花板的等级将高于主权信用级别0-6个子级，这一级别差距越大，则该国金融实力最强的非主权发行人越有可能降低自身与主权国家信用状况有关的风险。外币国家风险分析则以本币国家天花板为起点，主要分析同时影响本币债权人与外币债权人的风险。同时，穆迪会评估政府对跨境汇款与外汇兑换施加限制的可能性。一般来说，外币国家天花板级别低于本币国家天花板级别0-3个子级。

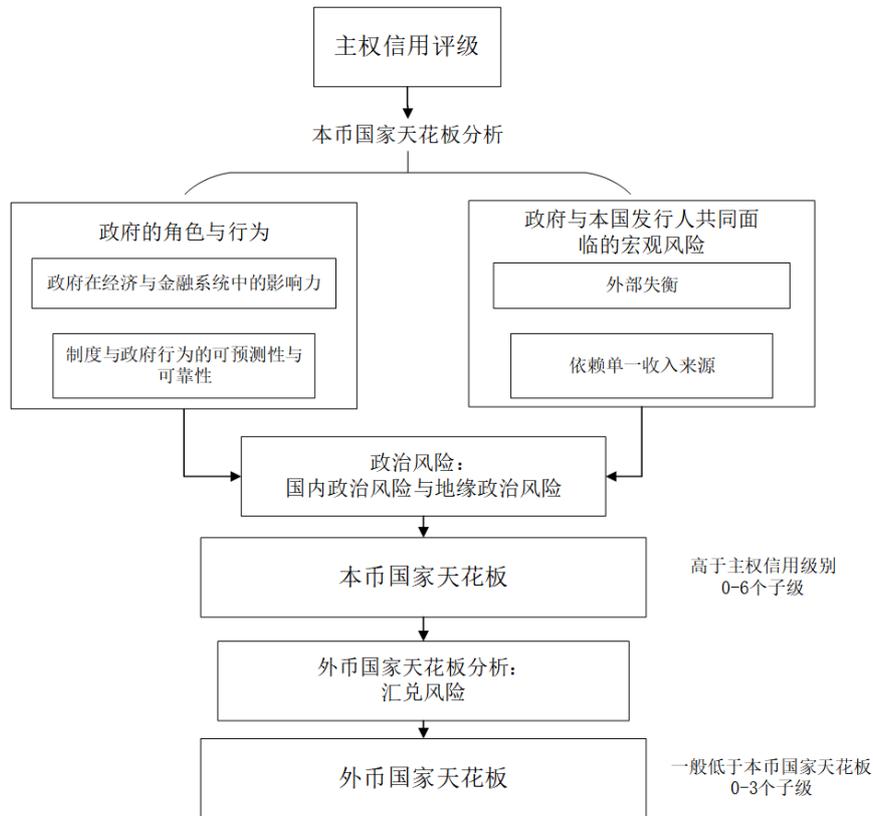


图 2：穆迪国家天花板评估方法框架

数据来源：穆迪官网

从评级要素来看，在本币国家风险分析中，主要包括政府的角色与行为、宏观风险、政治风险三个一级指标，权重分别为 65%、15%和 20%。政府的角色与行为下设两个二级指标——政府在经济与金融系统中的影响力（Footprint of Government in the Economy and Financial System）以及制度与政府行为的可预测性与可靠性（Predictability and Reliability of Institutions and Government Actions），权重分别为 15%与 50%。具体来看，政府在经济与金融系统中的影响力反映了当政府接近违约时非主权发行人可能面临的经济与金融混乱的严重程度。穆迪认为，如果一国内公共部门在商品与服务的生产与消费、价格确定与信用供给方面作用突出，经济的运行状况将与政府的信用状况紧密相关。穆迪用公共部门在经济体量中的占比以及行政定价所占的比重来评估这一指标。另一方面，政府行动的可预测性与可靠性反映了当危机临近时，政府采取行动保护自身利益而使其他发行人利益受损的可能性，穆迪使用 WGI（World Governance Indicator）中法规与监管质量两项得分来评估这一指标。

宏观风险这一指标主要考察当政府与非政府实体面临宏观经济失衡或者金融危机时，一国经济中是否存在放大风险的结构特征，主要包括外部失衡与依赖单一收入来源。外部失衡会通过货币贬值、国际融资停滞、通胀陡增、经济活动减少等途径严重破坏经济；而依赖单一收入来源的国家则有可能面临由关键部门受冲击引起政府收入下降、非主权发行人的收入与利润下降、融资成本增加等问题。穆迪分别用主权信用评级打分卡中的二级指标外部脆弱性风险（External Vulnerability Risk）与自然资源租金（Natural Resources Rents）占 GDP 比重来评估上述两个二级指

标。此外，穆迪也使用了主权信用评级打分卡中的二级指标政治风险来描述非主权实体所面临的国内与国际政治风险。

另一方面，外币国家风险分析集中于汇兑风险，由于外汇与资本控制通常以多种形式的政策实现，难以直接使用定量指标反映一国的汇兑风险。穆迪选取了一些定量指标作为初步指引，主要选取了政策有效性、资本账户开放程度与外部负债水平等三个定性指标，来描述汇兑风险。在评估不同国家的过程中，三个定性指标的权重会根据特定国家背景而变动。政策有效性反映了一个国家实施汇兑限制的可能性，采用了主权信用评级的二级指标政策有效性，其中包括财政政策、货币政策与宏观经济政策的有效性。资本账户的开放程度的评估则采用了IMF的KAOPEN指标，这一指标不仅包括了直接的资本账户限制，也囊括了更广泛的国际交易限制。而外部负债水平则是影响一国政府采取措施限制外汇流出的意愿，采用了外债总额占GDP的比重这一指标；当数据可得时，穆迪也会考虑外债的币种结构、债权人结构、债务期限等。

### 三、惠誉的国家天花板（Country Ceiling）评价方法

惠誉在评估国家风险时，同样设计了国家天花板（Country Ceiling），但其具体内涵与穆迪的国家天花板不同。惠誉将国家天花板定义为对一国汇兑风险（Transfer and Convertibility Risk, T&C risk）的描述，汇兑风险是指政府对资本与外汇施加限制措施，从而阻碍私人部门将本币兑换为外币以及将收益转移至非居民债权人的风险。在惠誉的评级逻辑中，国家天花板不作为对一个国家或者地区的评级，仅作为对该国或地区司法范围内非主权实体或者金融工具进行外币评级时的分析要素以及限制条件。

惠誉认为，国家风险是一个广泛的概念，包括在一个国家或地区范围内由跨境外币投资与借贷引起的超出私人部门控制的风险。汇兑风险则是一种特定的国家风险，指的是一国当局实施外汇限制以阻碍外汇跨境转移以及导致外汇市场被完全关停的风险。惠誉定义的国家天花板主要针对汇兑风险，反映当局采取此类资本与外汇限制措施的风险。

针对汇兑风险，惠誉主要评估一国政府以正式或非正式手段对资本与外汇施加限制措施以阻碍私人部门进行外债还款的动机、成本与潜在收益。由于汇兑风险与主权信用风险之间存在很强的相关性，一国的国家天花板级别可

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19928](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19928)

