

全球评级与国家评级的映射关系的国际比较研究

研发部 周美玲

摘要：国家评级体系的建立为主权评级较低国家内的主体或债务之间的信用比较提供了另一种选择。国际三大评级机构均各自建立了相应的国家评级体系，以及国家评级与全球评级的映射关系。本文通过对国际三大评级机构映射方法论的研究，以探究国家评级体系的特征及其与全球评级之间的关系，为国内评级方法体系的完善提供参考。

关键词：国家评级 全球评级 映射表

一、 国家评级的定义与评级方法

国家评级 (National scale credit ratings) 是对债务人在某一特定国家内相对于国内其他发行主体偿债能力的一种评价，代表了在该特定国家内信用风险的相对排序，可用于国内实体主体和在国内债券市场发债的非国内实体的发行评级以及结构融资产品的评级。

国家评级方法论亦适用于由某些国家或地区组成的区域，称为区域评级体系 (Regional scale credit ratings)，如标普的东南亚国家联盟 (ASEAN)、北欧地区、大中华区和海湾地区等。

相对于在全球评级体系下各个行业、不同市场、不同类型以及不同地理位置的债务具有可比性，国家评级则是针对特定国家建立的评级体系，仅提供了一个国家内部信用相对高低的衡量标准，不同国家之间的国家评级不具有可比性。国际评级机构的国家评级体系的评级符号采用在级别上增加体现国家名称的字母缩写的方式以示区别。如墨西哥的国家评级的最高级别，标普为“mxAAA”，穆迪为“AAA.mx”，惠誉为“AAA(mex)”。

评级方法方面，国际三大评级机构的国家评级方法均沿用了各自的国际评级方法论，即国家评级采用与国际评级一致的评级框架和评级要素，行业评级方法亦与国际评级保持一致，故国家评级与国际评级反映的风险要素相同，但是风险大小的可比范围不一样。

国家评级体系的建立，虽然仅能在特定国家内进行风险比较，但其最主要的功能能够提供比全球评级体系下更大的信用区分度。在全球评级体系下，主权级别较低的国家，国内级别较为集中在评级体系底部，对于该国内的实体或债务

国际评级不能提供足够的信用区分度。而国家评级由于级别可以分布在整个AAA~C的全部21个级别上，则可以提供足够的信用区分度。

另一方面，国家评级体系的建立也是国际评级机构在国际业务开拓过程中为满足地方法规和投资者需求提供的一种解决路径。地方法规有时可能允许当地投资者投资跨境固定收益产品，并可能要求这些跨境发行的证券进行国家评级，以反映这些债券在当地市场相对于当地其他债券的按时足额履行偿付义务可能性的大小，如智利发行人在墨西哥市场发行的以墨西哥比索计价的公司债券。跨境发行人在境内发行债券的偿付可能会受到其原籍国货币和资本的转移和兑换风险影响，这一风险会反映到该债券的国家评级级别上。

二、 国家评级体系的特征

（一）提供更大的信用区分度

国家评级体系可以使用整个级别体系，可以对国内发行人提供充分的信用区分度。相比全球评级体系，在主权评级较低的国家，其国内发行人信用等级会呈现较为集中的现象，特别是经营环境较差、违约风险较高，主权评级处于高度投机级的国家。而在国家评级体系下，一个国家信用最高的发行人或交易均可获得“xxAAA”（标普为例，下同）的最高评级，而尽管其国际评级很低。

国家评级体系旨在提供比国际评级更细致的信用风险区分。全球评级体系的一个等级可能映射到国家评级体系的多个等级，有可能多达3~4个。当映射的国家评级有多个选项时，如何选择恰当的级别需要考虑该受评对象在本国内相对其他实体的偿债能力的强弱。

（二）不同国家或地区之间不能直接进行比较

国家评级是对特定国家内部的信用风险大小的相对衡量标准，不同国家或地区的国家评级级别之间不具有直接可比性，故国家评级不能用于跨国信用风险比较。如墨西哥的“mxAA”与阿根廷的“raAA”的风险大小不具有直接可比性。如果要比较两个国家的国家评级的风险大小，则需要将国家评级通过各自与国际评级之间的映射关系，映射到国际评级上才有可能进行比较。

（三）国家评级的敏感性

由于国家评级体系提供比全球评级体系更大的风险区分度，国家评级则可能会经常变动，包括多级别的调整。一个国际评级可能映射到多个国家评级上，那么，当国际评级变动一个子级时，则可能引起国家评级多个子级的变动，故国家评级的变动幅度和变动频率均要高于全球评级体系。从这个角度来讲，国家评级

的敏感性比国际评级要高。

当一个国家的信用质量基础发生变化，如外部经营环境恶化，那么该国内实体的国际评级可能会降级，而其国内实体之间的相对信用状况并不受影响，则国家评级则可能并不受影响。

(四) 投资级与投机级的划分

在全球评级体系下，国际三大机构对投资级与投机级进行了划分。而对于国家评级体系，是否进行投资级与投机的划分国际评级机构的意见并不一致。

在标普的国家评级级别定义中，明确指出“xxBB”~“xxCC”级别相对于国内其他债务人或债项具有高风险的特征。

而穆迪则认为国家评级体系仅代表了一个特定国家内的信用风险排序，不应该进行投资级与投机级的划分，国家评级体系中的“BBB-”仅代表比“BB+”高一个等级。在一些国家，如阿根廷，即便国家评级中的“AAA”级对应的国际评级仍可能是高投机级的“BB-”。

(五) 在违约率与预期损失风险方面的意义

类似于投资级与投机级的划分，国家评级在违约风险或预期损失方面的绝对意义，标普和穆迪的观点亦不一致。标普为国家评级建立了预期损失评估方法，并不依赖于国际评级。而穆迪认为，国家评级只是一个特定国家内的信用质量排名。与一个国家评级级别相一致的违约风险的历史概率需要从映射表映射回国际评级的级别中推断出来。当一个国家或地区的映射表发生调整时，国家评级对应的违约率和预期损失也会同时改变。

三、 国家评级与国际评级的关系

(一) 国家评级建立在国际评级基础之上

国家评级是在确定全球本币评级的基础上，通过映射表映射而来的，反映了相同的信用风险，二者之间的差异类似于度量单位的不同。不同国家的映射表对应的国家评级则反映了不同的信用风险，故在两个不同国家，拥有相同国际评级的实体，其各自的国家评级可能不同。另一方面，同一个国家的两个实体的全球级别相同，但它们国家级别也可能不同，因为一个国际评级可能对应多个国家评级。

(二) 主权信用的国际评级与国家评级体系的关系

一般来说，由于主权和国家风险上限的限制，主权信用的国际评级越低，其

国内的大部分非主权主体的国际评级也将越低，主体间信用区分较为不明显，这就需要建立国家评级体系以提供更大信用区分度。于是，一个全球级别可映射到多个国家评级，且映射到的级别数量越多，国家级别的选择性就越高，提供的信用区分程度也就越高。但这种选择性亦不是越多越好，从标普和穆迪的方法论和映射表来看，这种选择性一般情况下不会超过3个，过多的细分可能会超出评级方法所能有效区分的范围，故三大评级机构对映射到国家评级最高级别的国际评级的最低级别设有限制。标普对全球评级映射到国家评级“xxAAA”级的最低级别限制为“BB-”级，穆迪对全球评级映射到国家评级“AAA.nn”级的最低级别限制为“B1”级。

一般来说，全球评级体系下的主权本币级别对应国家评级体系下的“xxAAA”级，但如果国内存在一些实体的全球评级超过主权的全球评级，那么主权评级可能会低于“xxAAA”，而这些信用超过主权评级的实体的全球评级将映射到国家评级体系下的“xxAAA”。

（三）变动幅度和变动频率相对全球评级体系更大

国家评级体系提供更大信用区分度的特性决定了国家评级体系相比全球评级体系更大的变动幅度和变动频率。另外，即使发行人信用状况没有发生变化，国家评级体系的信用级别也可能因为映射修订而发生变化。

（四）底部收敛

国家评级体系和全球评级体系的“C”级均表示发行人即将发生违约，因此一个体系上的“C”级必然也是另一个体系上的“C”级，“D”或“SD”在国际评级和国家评级体系下均表示违约，这是映射的设计必然遵循的法则。从标普和穆迪的方法论和映射表来看，所有映射表的全球评级体系的“CC”和“C”均分别映射到国家评级体系的“CC”和“C”，即“CC”已收敛。

（五）国家评级与国际评级的一致性

国家评级与国际评级之间的映射关系并非精确对应关系，这种对应关系建立的基础是全球评级体系中的参照点映射到国家评级的最高级别，同时两个体系在“C”级汇合。那么，在关系建立的过程中，需保持两个评级体系上级别的一致性，即在全球评级体系上级别较高的发行人，映射到国家评级体系后，级别则不能低于在全球评级体系上级别相对较低的发行人映射后的等级。这其中相对关系的保持即为两个评级体系的一致性。

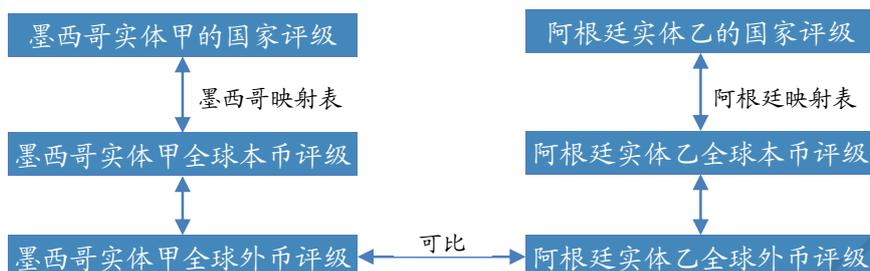
四、 不同国家间国家评级的比较

虽然不同国家的国家评级之间不能直接比较,但是我们可以通过其各自与国际评级的映射关系,映射到全球评级体系上进行比较。不同国家或地区的国家评级比较建立在以下基础之上:

- 全球评级可直接映射到国家评级;
- 国家评级也可反向映射到全球评级;
- 全球评级体系的评级是可比的。

以墨西哥和阿根廷为例,假设实体甲在墨西哥的国家评级为“mxAA-”级,实体乙在阿根廷的国家评级为“raAA-”级,此时并不能直接比较这两个实体的信用风险大小。根据标普的墨西哥映射表,实体甲对映的全球本币评级为“BB+”级;根据阿根廷映射表,实体乙对应的全球本币评级为“B”级。然后根据本币评级与外币评级的关系,调整得到各自的全球外币评级。假设实体甲和乙的全球外币评级与本币评级一致,即实体甲和乙的全球外币评级分别为“BB+”级和“B”级。那么,则可以比较两个实体信用风险的相对大小。

图表 1. 不同国家实体的国家评级比较路径示例



五、 国际评级机构如何建立国家评级与国际评级之间的映射关系

标普、穆迪和惠誉均就国家评级与国际评级之间的映射关系给出了相应的构建方法和使用说明,但三大评级机构给出的映射方法论各有异同。

(一) 标普

标普的国家评级映射表的设计主要遵循三条规则,首先一个国家内的最高信用等级对应国家评级的最高等级。例如,如果预期一个国家内的几乎所有实体的全球本币信用评级为“BBB-”级或以下,则设定那些全球评级为“BBB-”实体的国家评级为“xxAAA”。其次,对应到国家评级“xxAAA”的全球评级需要遵循不能低于“BB-”的规则。在确定了国家最高信用评级和全球评级之间的对应关系之后,便可根据对国内各实体信用质量的预期确定其余实体的国家信用评级。最后,映射表的全球评级和国家评级在级别体系底部收敛。即全球评级“CCC+”通常对应“xxBB+”或更低的国家评级,全球评级“CC”对应国家评级“xxCC”,

“D”或“SD”信用评级表示在全球评级和国家评级体系下均是违约的。

对于何种情况下才建立国家评级与全球评级映射关系，标普并没有给出具体标准，但是标普给出了已经建立映射的国家列表，并公布了具体映射。从名单来看，标普建立国家评级与全球评级的映射关系的国家或地区的主权评级最高为“A+”级（全球本币级别），最低为“B+”级。目前，标普已建立映射表的国家（区域）列示如下。

图表 2. 映射表名称前缀检索表

国家评级名称	前缀	国家（区域）
阿根廷国家评级	ra	阿根廷
ASEAN 区域评级	ax	东南亚国家联盟：文莱，柬埔寨，印度尼西亚，老挝，马来西亚，缅甸，菲律宾，新加坡，泰国，越南
巴西国家评级	br	巴西
智利国家评级	cl	智利
大中华区区域评级	cn	中国，香港，澳门，台湾
海湾合作委员会区域评级	gc	巴林，科威特，阿曼，卡塔尔，沙特阿拉伯，阿联酋
以色列（Maalot）国家评级	il	以色列
哈萨克斯坦国家评级	kz	哈萨克斯坦
墨西哥(CaVal) 国家评级	mx	墨西哥
尼日利亚国家评级	ng	尼日利亚
北欧地区区域评级	None	丹麦，芬兰，瑞典
俄罗斯国家评级	ru	俄罗斯
南非国家评级	za	南非
土耳其国家评级	tr	土耳其
乌克兰国家评级	ua	乌克兰
乌拉圭国家评级	uy	乌拉圭

在具有映射表的情况下，如何确定国家内的主体和结构化融资产品的国家评级，在没有特定评级准则的情况下，首先均需要确定全球本币信用评级，然后通过映射表来确定国家信用评级。当映射结果可能是两个或多个时，对于主体而言，首先要考虑全球本币信用评级展望，然后考虑主体在全球信用评级中相对较强还是较弱，或者在行业内相对其他主体的全球信用评级的排名。对于结构化融资产品则需要考虑该证券是强于还是弱于其他证券。

需要注意的是，对于非结构化的债券的国家评级而言，其国家评级的确定过程与主体等级和结构化融资的债项等级有所差异，不能直接对债券的全球本币评级直接使用映射表进行映射，而是需要首先通过映射表确定发行主体的国家评级，然后考虑该债务相对其他债务的偿债顺序或是违约情况下的挽回预期，在主体的

国家评级的基础上进行调整，从而得到债券的国家信用等级。因此，会出现同一只债券的国家评级与全球评级，与映射表不对应的情况。

(二) 穆迪

穆迪在建立映射表时，需要根据国家内基础发行人的数量来确定映射方法。当一国内基础发行人数量少于 60 个时，穆迪采用标准映射的方法；当一国内基础发行人数量达到或超过 60 个时，采用修正法建立映射。穆迪对基础发行人的定义为：在国内注册的具有全球评级级别的发行人，不包括结构融资交易、高于主权的外国实体注册在国内的发行人、与已纳入基础发行人信用高度相关的发行人¹，高于主权评级的外资银行分支机构，以及主权国家自身。

标准法下，穆迪将主权本币级别设为基准点，并由此选择标准映射。穆迪在方法论中给出了基准点全球评级“Aa1”~“B1”的标准映射。

修正法下，穆迪根据国家内发行人的全球级别的等级分布在标准映射的基础上进行修正，对每个全球级别映射到的国家级别的数量加以限制，具体取决于每个全球级别对应的基础发行人数量。与标准法相比，修正法更多地考虑到了基础发行人的等级分布，在基础发行人数量较多的情况下能够更大程度上提供信用区分。

与标普不同的是，穆迪的映射设计中，除了“Aaa.nn”，每个国家评级都只能映射回唯一一个全球评级；而标普的映射，一个国家评级映射回全球评级时，可能会对应两个全球评级。

图表 3. 标准法和修正法的基本情况对比

方法	标准法	修正法
基础评级数量	穆迪基础评级的数量在 60 个以下的国家	穆迪基础评级数量在 60 个（含）以上的国家
设定基准点	基准点将是全球评级下的主权本币级别，且 B1 级为下限	基准点通常设置是全球评级下的主权本币级别。然而，如果超过 10% 的基础发行者在全球范围内评级高于主权评级，则基准点将设定在第 90 百分位级别。另外，如果在全球体系内，只有不到 5% 的基本发行者评级高于主权评级，那么基准点将设定在第 95 百分位级别。然而，在任何情况下，基准点都不会低于 B1 级。

¹ 为避免重复计算，穆迪还排除了信托和特殊目的载体（SPV），并未排除项目融资发行人。

方法	标准法	修正法
Aaa.nn~Caa3.nn	标准映射	<p>在满足基准点上设定要求的基础上，根据下述 a-c 修正当前映射以满足信用区分，同时考虑 NSR 的预期变化，尽量减少映射重新设计的需要，保持评级的稳定性。</p> <p>a) 每个全球评级，包括基准点在内，如果对应超过总数 15% 的基础发行人，则至少映射到两个国家评级。</p> <p>b) 每个全球评级，包括基准点在内，如果对应超过总数 30% 的基础发行人，则至少映射到三个国家评级。</p> <p>c) 基准点以下的其他全球评级(不包括 Ca 和 C)，不存在少于 15% 的全球评级映射到三个或更多的国家评级时，这意味着多数基础发行人只映射到一个国家评级。</p>
两种方法的相同特点	<ul style="list-style-type: none"> ● 每个全球评级级别至少映射到一个国家评级级别。 ● 除了 Aaa.nn，每个国家评级都只能映射回唯一一个全球评级。 ● 一个全球评级级别不应该被映射到超过 3 个国家评级，除非映射基准点是 B1 的情况下。 ● 所有映射全球评级的 Ca 和 C 均分别映射到国家评级的 Ca 和 C。 	

(三) 惠誉

不同于标普和穆迪，惠誉并没有公布具体的国家评级与国际评级的映射表。惠誉的方法论仅就国家评级的定义、适用范围、评级要素以及债务工具的国家评级方法等做了概要阐述。可以看出，惠誉建立映射表的规则与标普大致相同。首先，惠誉明确将一国内信用最高的发行人或债务评为“AAA”；其次，最高信用等级“AAA”有可能是主权也有可能是其他发行人；最后，同样遵循收敛原则，惠誉的国家评级和国际评级收敛于“C”级。

另外，在国家评级的适用范围方面，惠誉明确适用于主权评级为“BBB”级及以下的新兴市场国家，有别于标普和穆迪。

六、 国际评级机构国家评级等级定义

(一) 长期国家评级的级别定义

1. 标普长期国家评级

(1) 债项长期国家评级

标普国家债项评级是关于债务人相对于其他国内债务人偿付特定债务、债券、融资租赁、商业票据、存托凭证或其他相关金融工具(“债务”)的信誉度。国内债务人包括该国的活跃借款人、担保人、保险公司和其他信用增级服务提供者，以及活跃在该国金融市场的外国债务人。

标普国家债项信用评级主要考虑以下因素：

- 兑付的可能性——相对于国内其他债务人，发债主体偿还债务的能力和意愿；
- 债项的性质和条款；
- 在破产法和其他影响债权的法律下进行破产、重组或其他安排时，债项的保护措施及偿还顺序。

图表 4. 标普债项长期国家评级的级别和释义

级别	释义
xxAAA	“xxAAA”债项是标普国家评级体系下最高的信用等级，发债主体偿债能力极强。
xxAA	“xxAA”债项仅比最高信用等级债项低一个子级，发债主体偿债能力很强。
xxA	“xxA”债项略微易受环境和经济状况变化的不利影响，但发债主体仍具有较强的偿债能力。
xxBBB	“xxBBB”债项具有中等的偿付保证，但不利的经济条件或环境变化更可能削弱发债主体的偿债能力。
xxBB, xxB, xxCCC and xxCC	“xxBB”, “xxB”, “xxCCC” and “xxCC”债项具有高风险。虽然，这类债务人通常会有一些信用担保措施，但这些措施可能会被持续存在的不稳定因素或不利条件所抵消。
xxBB	“xxBB”债项偿付保证较弱，持续存在的不稳定因素或者不利的商业、金融或经济环境导致发债主体的偿债能力较弱。
xxB	“xxB”债项比“xxBB”债项违约可能性更高，不利的商业、金融或经济环境很可能降低发债主体的偿债能力或意愿。
xxCCC	“xxCCC”债项有可能违约，是否偿付依赖于有利的商业和金融环境。如果发生不利的商业、金融或经济状况，发债主体很可能无法偿付。
xxCC	“xxCC”债项很有可能发生违约。违约尚未发生但标普预期未来将会实际发生。
xxC	“xxC”债项很有可能发生违约。偿付优先级和最终回收率均低于较高等级债项。
D	“D”债项表示已发生违约或违反了债项条款。对于非混合资本工具，“D”级表示到期未支付，除非标普认为将在没有宽限期情况下五个工作日内，或在规定期限内，或在30天内完成兑付。“D”级同样常被用于提出破产申请期间或采取类似行动时，以及预计债项违约将实际发生（如交叉违约条款）。如果债项遭受折价清偿，则该债项评级降为“D”级。

注：标普在“xxAA”~“CCC”级后加上“+”或“-”来表示在该信用等级上的微调。

(2) 主体长期国家评级

标普长期国家评级是关于特定国家债券发行人、担保人、保险公司或其他信用增级提供者（“债务人”）相对于国内其他债务人偿付债务的整体信用的前瞻性意见。这些国内债务人包括该国所有活跃的借款人、担保人、保险人和其他信用增级提供者，以及国内金融市场活跃的外国债务人。

发行人信用评级不适用于债项评级，这是因为它并没有考虑债务的性质和条款、其破产或清算的立场、法律规定或债务的合法性和可执行性。另外，发行人评级也没有考虑担保人、保险公司或债务的其他信用增级形式。

图表 5. 标普主体长期国家评级的级别和释义

级别	释义
xxAAA	评级为“xxAAA”债券发行人具有极强的偿债能力。“xxAAA”是标普国家评级体系下最高的信用等级。
xxAA	评级为“xxAA”债券发行人仅比最高信用等级债务人低一个子级，具有很强的偿债能力。
xxA	评级为“xxA”债券发行人虽然较高等级债务人更易受环境和经济状况变化的不利影响，但仍具有较强的债务偿付能力。
xxBBB	评级为“xxBBB”债券发行人有中等的债务偿付能力，但不利的经济条件或环境变化更可能削弱债务人的债务偿付能力。
xxBB, xxB, xxCCC and xxCC	评级为“xxBB”, “xxB”, “xxCCC” and “xxCC”债券发行人相对于国内其他债务人具有高风险。虽然，这类债务人通常会有一些信用担保措施，但这些措施可能会被持续存在的不稳定因素或不利条件的风险暴露所抵消。
xxBB	评级为“xxBB”债券发行人债务偿还能力较差，但强于其他低等级国内债务人。持续存在的不稳定因素或者不利的经营、金融或经济环境可能导致其偿债能力不足。
xxB	评级为“xxB”债券发行人比评级为“xxBB”债券发行人更易违约，偿债能力很差。不利的经营、金融或经济环境很可能降低债务人的偿债能力或意愿。
xxCCC	评级为“xxCCC”债券发行人容易发生违约，且依赖于有利的经营和金融环境来偿还债务。
xxCC	评级为“xxCC”债券发行人非常容易发生违约。“xxCC”级表示违约尚未发生但标普预期未来将会实际发生。
R	评级为“R”债券发行人因其财务状况而被监管。在监管期间，监管机构可能会支持某一类债务或者偿付一些债务。
SD and D	评级为“SD”或“D”债券发行人表示一种或多种债务发生违约，包括有评级和未评级的债务，但不包括按监管资本划分或根据条款不偿付的混合工具。除非标普认为债务人将在没有宽限期情况下五个工作日内、或在规定期限内、或在 30 天内完成兑付，其都将被视为违约。“D”级表示标普认为违约是一般性违约，且债务人无法偿付全部或大多数即将到期的债务。 “SD”级表示标普认为债务人选择性地违约某一债项或某一类债务，但将继续及时偿付其他债项或其他类债务。

注：标普在“xxAA”~“CCC”级后加上“+”或“-”来表示在该信用等级上的微调。

2. 穆迪长期国家评级

穆迪长期国家评级是对特定国家内发行人或财务义务的信用质量相对高低的观点。国家评级不是为了在国家间进行比较而设计，而是一个国家内的相对信用风险。穆迪在某些地区的本地资本市场上给予国家评级级别，在当地投资者已经了解全球评级体系下的级别给出的评级差异的情况，或者，与该国已经普遍使

用的评级量表不一致的情况。

评级符号中用“.nn”符号的变动代表相关国家，例如 **Aaa.mx** 代表墨西哥。定义如下：

图表 6. 穆迪长期国家评级的级别和释义

级别	释义
Aaa.nn	评级为 Aaa.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有最强劲的信用。
Aa.nn	评级为 Aa.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有非常强劲的信用。
A.nn	评级为 A.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有高于平均水平的信用。
Baa.nn	评级为 Baa.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有平均水平的信用。
Ba.nn	评级为 Ba.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有低于平均水平的信用。
B.nn	评级为 B.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有很弱的信用。
Caa.nn	评级为 Caa.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有较弱的信用。
Ca.nn	评级为 Ca.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有极弱的信用。
C.nn	评级为 C.nn 的债券发行人或债券相对于国内其他发行人具有最弱的信用。

注：穆迪在每个通用等级分类中应用数字 1、2 和 3 表示微调，从 **Aa** 到 **Caa**。1 表明该债务处在该评级类别的较高水平；2 表示该债务处在该评级类别的一般水平级别；3 表示该债务处在该评级类别的较低水平。

3. 惠誉长期国家评级

图表 7. 惠誉长期国家评级的级别和释义

级别	释义
AAA (xxx)	“ AAA (xxx) ” 级是国家评级体系下该国最高的信用等级。“ AAA (xxx) ” 级债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有最小的违约风险预期。
AA (XXX)	“ AA (xxx) ” 级债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有非常小的违约风险预期。其违约风险仅略高于 AAA (xxx) 级发行人或债券。
A (XXX)	“ A (xxx) ” 债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有较小的违约风险预期。但是，相对于较高等级发行人或债券，环境或经济状况的变化可能影响其及时偿付能力。
BBB (XXX)	“ BBB (xxx) ” 债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有中等的违约风险预期。但是，相对于较高等级发行人或债券，环境或经济状况的变化很可能影响其及时偿付能力。
BB (XXX)	“ BB (xxx) ” 债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有较高的违约风险。偿付存在一定的不确定性，及时偿付能力更易受不利经济变化的影响。
B (XXX)	“ B (xxx) ” 债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有更高的违约风险。有一定的偿付能力，但安全边际有限且持续及时的偿付能力取决于持续良好的商业和经济环境。

CCC (XXX)	“CCC (XXX)” 债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有非常高的违约风险。
CC (XXX)	“CC (XXX)” 债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有最高的违约风险。
C (XXX)	违约或类似违约的过程已经开始，或者发行人处于生产停滞状态，或者偿付封闭式金融工具的能力大大降低。被评为“C (XXX)” 级的条件包括： a. 发行人在未偿付重大金融债务后进入宽限期或治愈期；b. 发行人在债务违约后进入暂时豁免或停摆协议；c. 发行人或其代理人正式宣布不良债务置换；d. 偿付封闭式金融工具的能力大大降低以至于在交易期内无法全额支付利息和（或）本金，违约即将发生。
RD(XXX)	“RD(XXX)” 表示发行人已发生债券、贷款或其他重大金融债务违约，但尚未进入破产申请、受理、接管、清算或其他正式清算程序，并且没有停止生产经营。包括：a. 对特定类别或币种的债务选择性违约；b. 银行贷款、资本市场担保或其他重大金融债务违约后的任何适用的宽限期、治愈期或违约缓冲期内；c. 在一项或多项重大金融债务违约后豁免期或缓冲期的延长，无论是连续的还是并行的；d. 就一项或多项重大金融债务进行债务置换。
D(XXX)	“D(XXX)” 级表示发行人或金融工具已违约。

注：惠誉在“AA”~“CCC”级后加上“+”或“-”表示微调，即该信用等级的相对高低。

(二) 短期国家评级的级别定义

1. 标普短期国家评级

(1) 短期债项评级

图表 8. 标普短期债项国家评级级别和释义

级别	释义
xxA-1	“xxA-1” 级债项是标普国家评级体系的最高债项信用等级，表示发行人相对于国内其他发行人偿付该债项的能力强劲。“xxA-1+” 级表示发行人相对于国内其他发行人偿付该债项的能力极其强劲。
xxA-2	“xxA-2” 级债项比 “xxA-1” 级债项略微易受不利环境和经济条件的影响。发行人相对于国内其他发行人偿债能力是比较好的。
xxA-3	“xxA-3” 级债项表示相对于国内其他债项具有中等的偿付保证。但是，与较高信用等级债项相比，更易受不利环境的影响。
xxB	“xxB” 级债项表示相对于国内其他债项具有较弱的偿付保证，易受不利的商业、金融和经济环境影响。
xxC	“xxC” 级债项表示债项很可能无法兑付。
D	“D” 级债项表示已违约或违反债项条款。对于非混合资本工具，如果到期日仍未兑付，即为“D”级，除非标普认为偿付将在任何指定的宽限期内完成，但任何超过五个工作日的宽限期均将被视为五个工作日。“D” 级同样用于提交破产申请期间或采取类似行动时，以及预计债项违约将实际发生（如交叉违约条款）。如果债项遭受折价清偿，则该债项评级降为“D”级。

(2) 短期主体国家评级

图表 9. 标普短期主体国家评级级别和释义

级别	释义
xxA-1	“xxA-1”级债券发行人相对于国内其他发行人具有强劲的偿债能力。“xxA-1 ⁺ ”级表示发行人相对于国内其他发行人具有极其强劲的偿债能力。
xxA-2	“xxA-1”级债券发行人相对于国内其他发行人具有较好的偿债能力。
xxA-3	“xxA-3”级债券发行人相对于国内其他发行人具有中等的偿债能力。但是，与较高信用等级发行人相比，更易受不利环境的影响。
xxB	“xxB”级债券发行人相对于国内其他发行人偿债能力较弱，且易受不利的商业、金融和经济环境影响。
xxC	“xxC”级债券发行人很可能无法兑付。
R	“R”级表示债券发行人因其金融状况被监管。在监管执行期间，监管机构可能有权利支持一类债务或者兑付一些债务。
SD and D	评级为“SD”或“D”债券发行人表示已有一种或多种债务发生违约（包括有评级和未评级的债务），但不包括按监管资本划分或根据条款不需偿付的混合工具。除非标普认为债务人将在宽限期内完成兑付，其都将被视为违约。但是，任何宽限期超过五个工作日都只能算作五个工作日。“D”级表示标普认为违约是一般性违约，且债务人在到期时无法偿付全部或大多数的债务。“SD”级表示标普认为债务人选择性地违约某一债项或某一类债务，不包括按监管资本划分的混合工具，但将继续及时偿付其他债项或其他类债务。如果发行人折价清偿债券，则该主体评级降为“D”级或“SD”级。

2. 穆迪短期国家评级

穆迪短期国家评级体系是对一个国家发行人偿还原始期限小于 13 个月的短期债务，相对国内其他发行人的偿债能力的观点。一个国家的短期国家评级不应与另一个国家的短期 NSR 或穆迪的全球评级相比。

短期国家评级体系评级分为四类，一般为 NN-1 至 NN-4。

在每一个特定国家，“NN”指示发行人所在的国家，如：BR-1 到 BR-4 代表巴西。南非是个例外，使用的是 P-1.za, P-2.za, P-3.za, NP.za 符号。下文所用的“发行人”不仅包括目前评级的发行人，还包括特定国家内所有潜在的固定收益证券发行人。

图表 10. 穆迪短期国家评级级别和释义

级别	释义
NN-1	评级为 NN-1 的发行人相对于其他国内发行人在偿还短期无担保债务能力最强。
NN-2	评级为 NN-2 的发行人相对于其他国内发行人在偿还短期无担保债务能力超过平均水平。
NN-3	评级为 NN-2 的发行人相对于其他国内发行人在偿还短期无担保债务能力低于平均水平。
NN-4	评级为 NN-2 的发行人相对于其他国内发行人在偿还短期无担保债务能力较差。

3. 惠誉短期国家评级

图表 11. 惠誉短期国家评级级别和释义

级别	释义
F1(xxx)	“F1(xxx)”级表示债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有最强的及时偿付债务能力。在国家评级体系下，“F1(xxx)”级违约风险最小。如果自己流动性非常好，“+”将被添加到指定评级后。
F2(xxx)	“F2(xxx)”级表示债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有较好的及时偿付债务能力。但是，安全边际略低于最高信用等级。
F3(xxx)	“F3(xxx)”级表示债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券具有中等的及时偿付债务能力。但是，这种能力比较高信用等级更易受短期不利变化的影响。
B(xxx)	“B(xxx)”级表示债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券及时偿付债务能力存在不确定性。
C(xxx)	“C(xxx)”级表示债券发行人或债券相对于国内其他债券发行人或债券及时偿付债务能力存在高度不确定性。偿债能力完全依赖于持续良好的商业和经济环境。
RD(xxx)	“RD(xxx)”级表示债券发行人已有一只或多只金融债务违约，但仍可就其他金融债务进行偿付。仅适用于主体评级。
D(xxx)	“D(xxx)”级表示违约已发生或即将发生。

参考文献

1. S&P: S&P Global Ratings' National And Regional Scale Mapping Tables published AUGUST 14, 2017
2. S&P: Request For Comment: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings published Dec. 21, 2017
3. S&P: S&P Global Ratings Definitions published April 19, 2018
4. S&P: Methodology For Applying Recovery Ratings To National Scale Issue Ratings SEPTEMBER 22, 2014
5. Moody's: Mapping National Scale Ratings from Global Scale Ratings published 7 APRIL 2017
6. Fitch: Fitch Rating Definitions published 21 March 2018
7. Fitch: National Scale Ratings Criteria published 30 October 2013

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。