

主权评级内涵与外延

文 / 郭继丰

内容摘要：主权评级的主权是指在一定区域范围内代表本区域人民对本区域进行控制并具有最高权力的政府，为区别于国家主权、国家等概念，可以把主权评级用汉语表达为主权政府评级。主权政府评级是评级机构对作为独立的商业主体（主权政府）偿还债务的能力和意愿的评价，是评级机构向投资者提供的一项产品或服务。在经济全球化条件下，主权评级是全球视野下的评级，既包括不同主权政府辖区之间的政治、经济联系，也包括主权上限原则下非主权信用与主权信用之间的关系。同时，主权评级的信用等级对应的是违约率，而不是违约损失率，具有绝对性、非人格化特征，不存在完全违约与不完全违约之分。

关键词：主权、国家主权、政府、评级、全球化

主权评级作为金融风险管理中的重要概念，对金融机构或投资者的资产全球配置和组合管理、资产拨备等具有重大的影响。为了正确理解主权评级，需要对主权评级的内涵及其相应概念做出解释。

一、主权评级的不同定义综述

标准普尔认为，主权评级是一个主权政府履行本币债务或外币债务的能力和意愿。主权评级分为本币评级与外币评级。本币评级是对主权政府以本国货币发行的债务评级，外币评级是对本国政府以外币发行的债务评级。由于外币债务受货币的兑换和外币的支付能力等因素影响，因此，在通常情况下，外币债务的风险比本币债务风险高0-3个等级（标普主权评级2008）。

穆迪认为主权体在其管辖范围内有效行使其权力。这意味着主权信用具有独特的特征，即政府（无论如何它的权力获得是合法的）有能力在其管辖权内调整内部的规则，且有权不接受外部规则，除非政府对外有特别的承诺。因此，主权评级包括两方面的内容：政府债券评级、主权等级上限原则和评级方针（穆迪主权评级指引2006）。

惠誉主权评级叫做主权国家评级（rating of sovereign nations），认为：主权借款者通常喜欢用他们国家的货币履行债务并拥有较高的信用等级。即一个主权可能通过超额货币发行来偿还债务，通过通货膨胀侵害债权人的利益。然而，当一个主权用外币借款时，就存在一系列的违约风险，因为主权借款者不能通过货币发行来偿还债务。因此，评级机构的任务是评估主权通过创造外汇偿还债务的能力和意愿。这个评估的重要性不仅体现在对主权政府的评级，而且体现在对非主权体评级影响（惠誉主权评级）。

巴塞尔委员会主权风险是主权政府无法履行偿债义务的风险。

二、主权评级的客体

标普、穆迪、惠誉和巴塞尔委员会对于主权（sovereign）信用评级的论述，涉及到几个基本的概念，包括了主权（sovereign）、国家（nation）、政府（government）。

（一）主权与国家

主权（sovereign）是指拥有的各项主权利力（作为一

个国家或州)的一个人或政治体(a person or political entity (as a nation or state) possessing or held to possess sovereignty sovereigns)。根据这个定义,这里的主权所指的是一个客观存在的主体(例如国王、君主)或政治体(主要指政府),同时这个主体代表一个国家(nation or state)。

从国家主权(National sovereignty)来说,主权作为国家的固有权力,表现为三个方面:对内的最高权、对外的独立权和防止侵略的自卫权。

国家在英语中有 nation、country、state 三个单词。Nation 既表示国家也表示民族,因此,从国家的角度看,nation 可以用汉字准确表达为民族国家,强调民族性。Country 既表示国家也表示领土,表示具有一定疆域或领土的国家,强调疆域或国土。State 表示 a country considered as an organized political community controlled by one government,因此 state 包含了 country、政治组织(political community)和政府(government)。从国家理论说,国家(country)应具有三要素,即领土、人民和政府。

因此,根据主权(sovereign)、国家(nation、state or country)的概念和内涵,可以知道,主权评级(sovereign rating)的客体是主权(sovereign),即政治体,并非国家主权(National sovereignty)评级。

(二) 主权与政府

政府(government)是指代表人民控制一个国家的集团(the group of people who are responsible for controlling a country or a state)。

国家主权(National sovereignty)是一个关于主权属于和派生于国家的学说,是一个与物理上的领土以及它的过去、现状和未来公民相联系的抽象体(National sovereignty is the doctrine that sovereignty belongs to and derives from the nation, an abstract entity normally linked to a physical territory and its past, present, and future citizens.)。

根据政府、国家主权、国家的含义,从汉语的角度理解,主权(sovereign)作为一个政治体,在一定程度上反映的

是一个政府,即在一定区域上代表人民对本区域进行控制并具有最高权力的政府。

在国内,由于没有较好的汉字或词语与主权(sovereign)相对应,为避免主权评级的政治操弄,需要区隔主权评级中的主权与国家主权、国家等之间的关系,我们把主权评级的客体——主权(sovereign)翻译为主权政府,特指在一定区域范围内代表人民对本区域进行控制并具有最高权力的政府。

(三) 主权评级的主权

因此,根据主权、政府、国家主权、国家的含义,主权评级的主权是指在一定区域范围内代表人民对本区域进行控制并具有最高权力的政府,既包含一个国家的中央政府,也包含由于历史的原因等所形成的特殊经济体政府。同时,也表明主权评级的主权并不是指国家主权,更不是指国家。也即,主权评级(sovereign rating)不是国家主权评级(national sovereignty rating),也不是国家评级(country rating)。

三、主权评级的主体与属性

主权评级的客体是在一定领土上代表人民并对本领土进行控制、具有最高权力的政府(sovereign),其评级的主体则主要指社会化的独立评级机构,其评级是为投资者提供一种关于主权作为商业民事主体偿还债务的能力和意愿的服务,用于投资者进行投资对象的选择、资产的配置,实现风险既定条件下的收益最大化或收益确定下的风险最小化。

(一) 主权评级的主体

主权评级的主体包括外部评级和内部评级两个方面。主权评级的外部评级主体是指社会化的、独立的资信评级机构,以股权独立为基础,通过合理的治理结构,内部防火墙制度、回避制度、实地调查制度,以及客观、公正、科学的评级理论、技术和方法,对主权政府偿还债务的能力和意愿进行分析所发表的观点。主权评级的内部评级主体是指金融机构,包括银行、投资机构、基金、保险机构等,内部设立评级部门,对主权政府偿还债务的能力和意愿进行评级,为本机构的投资对象选择、资产配置提供决策参考。

（二）主权评级的属性

主权评级是资信评级机构对主权政府偿债能力和意愿所发表的一种观点，是资信评级机构向投资者提供的一种评级产品或服务，以便于投资者作为投资对象选择和资产配置决策的参考，或与内部评级比较后进行合理决策，是一种完全经济意义上的商业行为，并非一种政治或意识形态的意见表达。

尽管主权评级的结果之一——信用等级，与一个主权政府的借贷或发行债券利率存在较为合理的分层对应关系，包括信用等级与利差的对应、信用等级与违约率的对应，但是，这种结果是投资者依据评级机构的评级报告、结合自身内部评级结果，由所进行的投资行为形成，并非资信评级机构的直接行为结果。而这一结果，则进一步论证了资信评级作为主权信用评级服务的提供者，其报告的质量得到了投资者的认可，并可以此作为投资比较、鉴别和选择的依据。这一逻辑和结果，也说明资信评级机构的主权评级是一种经济偿还上的观点表达，并不是对一个主权政府的政治倾向或意识形态的表达。

（三）主权评级的使用

主权评级对于投资者而言，主要是用于投资对象选择、资产配置，以及在主权信用等级相对应的违约率、违约损失率基础的资产组合风险计量、压力测试、风险资产权重确定等。

主权信用评级对于评级体系而言，主要是确定一个主权政府管辖区域下的信用等级上限。即在一般情况下，一个主权政府管辖内的非主权经济体的信用等级不高于主权信用等级。在特殊的情况下，非主权经济体的信用等级可以高于主权信用等级。例如：一个国家的货币兑换是不受限制的情况下，或者非主权的私人部门（企业）在国外有一个显著的商业或资产，或者非主权发行主体获得

了境外主要伙伴的信用支持。

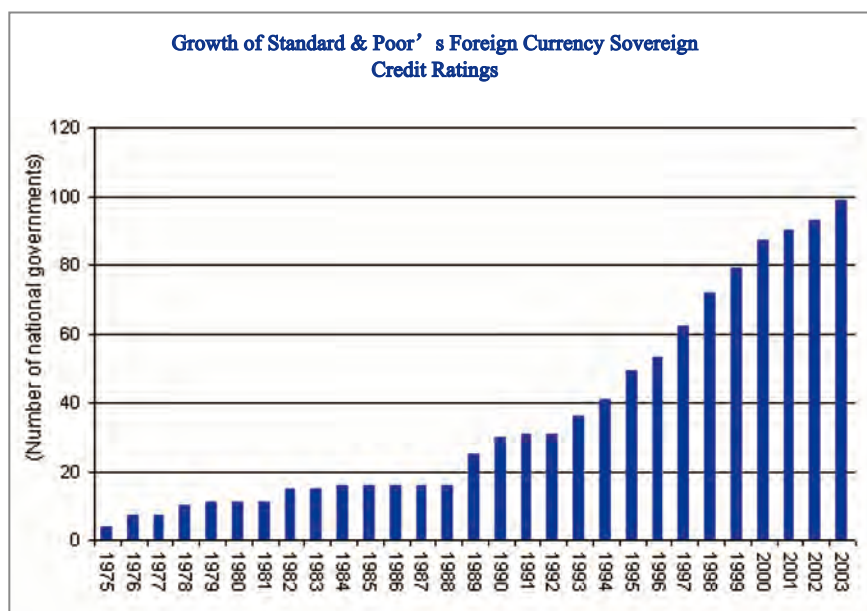
另外，主权信用评级相对于主权债券信用评级而言，是主权债券信用评级的基础。从主体评级和债项评级的角度看，主权信用评级相当于主权主体信用评级，主权债券评级则属于债项评级。

主权信用等级对应违约率，藉此可以根据主权信用等级的违约率对投资对象的风险、资产组合的风险进行计量。

四、主权评级的历史

主权评级的产生与主权政府发行债券存在密切关系。主权政府发行债券是以与个人、企业（包括金融机构）平等的民事主体身份进行的融资行为，个人、企业往往又是主权债券的投资者，从而形成资金融入者与融出者之间平等的债权债务关系。在这样的条件下，主权债务违约，则投资者（个人或企业）同样要承担信用风险，这样就需要有专门的机构来对主权信用风险的大小进行评价，并缓减主权政府信用状况与投资者之间的信息不对称。

从评级机构对主权评级的历史看，标普 1927 年在美国进行主权评级，从 1927 年到 2003 年，标普的主权评级将近 100 家（见下图），2008 年达到 119 家；穆迪在 1949 年开始进行主权评级，从 1949 年到 2008 年达到 108 家（见下图）。



Coverage of Moody's s-Rated Sovereign Issuers Included in the Study		
1949-1985	14	United States, Panama, Australia, New Zealand, Denmark, Canada, Venezuela, Austria, Finland, Sweden, Norway, United Kingdom, Japan, Switzerland
1986	7	Argentina, Brazil, Germany, Italy, Malaysia, Netherlands, Portugal
1987	1	Ireland
1988	5	Belgium, China, France, Hong Kong, Spain
1989	3	Iceland, Luxembourg, Thailand
1990	2	Mexico, Micronesia
1991	0	
1992	1	Turkey
1993	5	Colombia, Czech Republic, Philippines, Trinidad & Tobago, Uruguay
1994	7	Barbados, Bermuda, Greece, Indonesia, Malta, Pakistan, South Africa
1995	2	Israel, Poland
1996	11	Bahrain, Bulgaria, Jordan, Kazakhstan, Kuwait, Lithuania, Mauritius, Russia, Saudi Arabia, Slovenia, United Arab Emirates
1997	12	Bahamas, Costa Rica, Croatia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Lebanon, Macao, Moldova, Oman, Romania, Turkmenistan
1998	16	Bolivia, Cyprus, Dominican Republic, Honduras, Hungary, India, Jamaica, Korea, Nicaragua, Papua, New Guinea, Paraguay, Peru, Singapore, Slovakia, Taiwan, Ukraine
1999	10	Belize, Chile, Egypt, Estonia, Fiji Islands, Iran, Latvia, Morocco, Qatar, Tunisia
2000	0	
2001	1	Botswana
2002	0	
2003	0	
2004	2	Bosnia and Herzegovina, Suriname
2005	2	Mongolia, Vietnam
2006	2	Armenia, Azerbaijan
2007	4	Albania, Belarus, Cambodia, St. Vincent & the Grenadines
2008	1	Montenegro
total		108

从标普和穆迪主权评级数量变化的时间序列看，在1989年以后，尤其是1993年以后，主权评级的数量呈现较快的增长。主权评级数量的增加反映了苏联解体后，全球经济的一体化推动了主权政府的融资增加、不同国家或地区间的借贷规模和债券发行规模的增加，从而推动了主权评级的增加。

主权评级数量的增加也反映了主权评级作为资信评级机构的一种产品或服务，与全球政治环境、经济环境以及融资行为的变化存在密切关系，是一种商业行为，而不是政治行为。

五、主权评级的全球视野

主权评级既是主权的全球分布要求，也是资信评级机构评级体系的要求。主权的全球分布意味着全球存在190个左右的国家或地区，即主权政府，这些主权政府在保持

了相对独立的条件下，其所辖经济区之间存在密切的地缘政治、经济关系，客观上要求主权评级要有全球视野。资信评级机构评级体系的要求意味着在主权上限原则下，要充分对主权所辖下的非主权体的特殊性进行考虑，使得资信评级机构的评级结果之一——信用等级，能在全球范围内形成相对一致的对应关系，即具有相对的违约率作为映射。

（一）主权评级是全球视野下主权政府信用评级

主权评级对于评级机构而言，虽然是一个主权政府信用评级的业务开展，但是在评级的方法体系上应是全球视野，尤其是在经济全球化的条件下，更应该在各国经济的密切相关性、经济政策的一致性或相继性上，全盘考察单一主权政府信用风险的大小。

在经济全球化条件下，国际贸易与国际金融、国际投资成为推动全球经济增长和发展的主要渠道和方式，也是连接不同国家或地区经济的重要纽带，从而使得一个主要经济体的经济、贸易、金融、投资系统性变化和政策变化，

将通过这三个主要的纽带对其他经济体的经济、贸易、金融、投资产生重大影响。这在客观上要求主权评级需要在全球经济的视角下，对影响主权信用的因素做出选择，确定合理的评价体系，能够科学的区别不同主权政府信用风险的大小。

（二）主权评级上限原则

在全球经济视角下对主权政府进行风险识别或评级的条件下，其全球视野还包括在主权信用等级上限原则，合理处理主权信用等级与非主权信用等级之间的关系。

即，通常情况下，由于主权政府在本国家或地区具有最高的权力，包括规则的制定权、调整权，货币的发行权、外汇储备的管制权、外汇兑换的管制权等，使得主权政府在本国家或地区能够动用所有资源来偿还债务，这样就形成了主权政府信用在本国或地区信用等级上限的原则。但

是，在经济全球化条件下，一个主权政府下的非主权体可能是跨国经营，其国外拥有更多的资产；也可能在国外存在一个信用品质较高的商业伙伴，也可能获得国外较好信用品质企业的担保等；从而使得非主权经济体的信用等级高于主权信用等级。

无论是一般情况下的主权信用等级上限原则，还是特殊情况下的非主权信用等级高于主权信用等级，都体现了在全球视野下，资信评级不仅要处理不同主权政府信用品质之间的关系，也要处理在同一主权政府辖区下主权与非主权信用品质之间的关系，从而形成全球一致性的评级体系或制度安排。

（三）主权评级考虑内外部因素

在全球视野下，对于单一主权政府信用风险进行识别或评级时，则需要充分考虑影响主权政府信用风险的内外因素。不仅一个主权政府辖下经济与其他国家或地区之间存在密切关系、宏观经济政策之间存在相互协调性，而且一个主权政府的周边政治安全情况也对本国家或地区的经济产生重要影响，从而在经济、政治两个方面，内部、外部两个方向对本主权政府的信用风险产生影响，这也就确定了对主权评级尽管是以经济为基础，但是离不开对本主权政府内外部政治、政策的分析与考虑。

对于主权政府的政策透明度和可预见性的评价也是重要的因素，因为对于主权政府而言，即使偿还能力强，但是也仍可以通过政策的调整来弱化偿债能力，从而实现选择性违约。因此，对于政策的透明度和可预见性的评价就是要通过对主权政府偿债意愿的评价来衡量债务的风险。

六、主权评级的违约定义

尽管与主权评级相关的风险参数包括了违约率与违约挽回率（或违约损失率），但是主权评级主要结论的信用等级所对应的风险管理参数为违约率；尽管在统计上信用等级违约率与违约损失率之间存在正相关性，但是违约率与违约损失率则属于债务偿还不同环节的不同风险参数。

（一）主权评级对应违约率

主权违约是指主权政府不能按期偿还债务的违约行为，

主权违约率是指以一定的样本为基础统计的在同一信用等级下违约主权与样本总体之间的比例关系。因此，从主权违约的角度看，主权的违约与不违约是绝对概念、非人格化概念，即只要到期无法偿还债务就构成了违约，与无法偿还的原因没有关系，也与无法偿还的金额不存在关系。也即，主权违约不存在完全违约与不完全违约之分。

主权违约的绝对性在主权违约率上则表现为相对性，包括三方面的含义：第一，主权违约率是一个统计指标，依据历史数据统计而得，虽然对未来相同信用主权信用等级的违约率可以进行估计或预测，但是，并不能代表未来的违约统计结果一定等于现在的统计结果。第二，既然违约率是一个统计指标，意味着违约率的大小不是一个绝对数值，是包含统计上理论的均值，存在方差或区间，并非绝对数值。第三，主权违约率表现为不同信用等级之间的违约率不同，也仅表明较高的信用等级违约率较低，较低的信用等级违约率较高，而并非信用等级与违约率之间的绝对性对应关系，而是通过违约率相对的反映了风险的大小。

（二）主权违约与违约损失率

从违约与违约挽回的发生时间先后顺序看，是先有违约后有违约挽回或违约率损失。不存在违约行为，就不存在违约损失或违约挽回。所谓违约损失率是指在主权政府违约的前提下，主权政府债券持有人损失金额与其本利总和的比例。 $1 - \text{违约损失率}$ 则是违约挽回率，即主权政府债券持有人在主权政府违约条件下实际获得的偿还额与其本利和的比例。

在违约率与违约损失率之间根据 Altman 等的研究，发现违约率与违约损失率之间存在一个正相关性，即违约率越高违约损失率越高，违约率越低违约损失率越低。但是，不能因为违约率与违约损失率之间的正相关性，而把信用等级的对应变量违约率转换为违约损失率。

违约率（PD）与违约损失率（LGD）既形成了资信评级机构向投资者提供的风险管理参数，也形成了投资者进行风险计量的基础，即投资者可以根据违约率（PD）与违约损失率（LGD）计算预期违约损失率（EL），从而根据自身的风险承受能力确定投资对象或进行风险资产配置。