

## 惠誉全球评级与国家评级的关系研究

周美玲 黄田 编译

惠誉的国家体系评级方法（National Scale Ratings Criteria）介绍了惠誉在全球体系评级方法的基础上建立国家评级的基本准则，概述了惠誉如何评定国家评级和对已评定的级别进行跟踪，以及国家评级与国际评级之间的关系<sup>1</sup>。

### 一、 国家评级体系的定义与适用范围

#### （一）国家评级的定义

惠誉认为国家评级体系（National scale）是对一个国家内的发行人或债券相对于国际评级体系（International scale）的信用质量的观点。惠誉的国家评级体系一般适用主权评级为 BBB 级及以下的新兴市场国家，此处“BBB 级”为主权在国际评级体系下的级别。

由于国家评级可以应用整个级别体系，所以国家评级可以提供比国际评级更大的评级信用区分度。

具体来讲，国家评级体系是在一个国家内使用三等九级的符号体系区分区域内的发行人或债券的信用等级。不同于国际评级体系，在全球范围内使用三等九级来区分全球所有发行人或债券的等级。特别是在全球评级体系下，主权评级较低的国家，由于经营环境较差，风险较高，往往该国家内受评对象的全球评级等级亦较低。那么，该国内的受评对象的国际评级比较容易集中在有限的几个等级上，缺乏必要的区分度。而国家评级相当于另外一把更精细的标尺，有更多可使用的等级来度量该国内受评对象的信用等级，因此国家评级体系可以提供更高的区分度。

#### （二）国家评级的评级符号

为区别于国际评级体系下的级别，国家评级体系下的级别标识，惠誉通过添加括号的形式表示，括号中的字母缩写代表国家或地区的名称。如 AAA(mex)，表示墨西哥当地评级中信用等级最高的级别。

标识的不同亦表示国家评级体系仅在特定的国家有效，一个国家的国家评级与国际评级或其他国家的国家评级没有直接的可比性。例如，墨西哥的 AA(mex) 可能与阿根廷的 AA(arg) 具有显著不同的风险状况。国家评级的用户应该了解识别下标，以确保评级实体之间的任何比较应考虑到使用的国家评级体系。

<sup>1</sup> 参见 Fitch National Scale Ratings Criteria.

## 二、 国家评级体系的评级方法

惠誉的国家评级体系的评级方法采用与和国际评级体系相同评级方法，通过相关定性和定量因素分析来反映发行人及其财务义务的信用风险，包括单个债务。

与国际评级体系一样，国家评级也是度量相对信用风险的指标。惠誉使用相同的适用标准来评定国家评级和国际评级。与国际评级体系的评级方法考察的因素类似，惠誉国家评级体系将一国家政治风险、宏观经济风险、货币风险、法律风险和主权违约风险均纳入评估因素之中。惠誉从国家评级的角度，根据具体国家的具体发行人受到的评估要素影响程度的不同来考量这些要素。

例如，惠誉银行业评级标准中的公司和行业要素为惠誉国家评级和国际评级提供了评级基础。惠誉在评估国家评级时使用的关键风险因素，请参阅相关标准列表。

国家评级的使用大部分情况是在国际评级为“BBB”及以下的国家。除了较高的主权违约风险之外，此类国家的经营环境往往具有较高的政治风险、宏观经济风险、货币风险和法律风险的特征。对这些风险进行分析并酌情纳入国家评级和国际评级。

惠誉国家评级体系的建立首先从确定信用最高的受评对象开始。惠誉建立国家评级体系的前提是一国内信用最高的信贷或发行人的国家评级为 AAA(xxx)级。从而，国家评级可以给到整个评级级别范围内。类似于国际评级，国家评级也是受评对象在级别体系下信用的相对排名。这种排名是基于评级方法论或特定的国家评级指引（如有），对受评对象的信用进行比较分析后给予的相对排名。

国家评级体系下，本国的主权评级一般可获得最高信用等级 AAA(xxx)。因为通常情况下，国家拥有税收权、货币发行权以及外汇管制权等一般实体无可比拟的权利，主权信用代表了一个国家内的最高信用级别。

但是，本国的主权评级也可能不是该国内信用等级最高的受评对象，则不能获得 AAA(xxx)。例如，一个国家在权衡本币债务违约和印钞还债但会带来高通胀之间选择本币债务违约，则可能导致主权的国家评级较低而不能达到 AAA(xxx)。或者，惠誉认为在当地资本市场中存在一些信用质量比主权还要高的普通发行人，这些发行人更适合作为该国内信用等级最高的受评对象。例如，超级跨国公司在国内的一家子公司，其自身信用质量非常高，且可获得股东方的强力支持，那么，这样的公司更适合作为一国内信用等级最高的受评对象。

## 三、 国家评级与国际评级的关系

首先，国际评级发生变化时，国家评级的变动幅度更大。由于国家评级体系的细分程度更高，在国际评级体系中一个子级的变化，可能引起国家评级多个子级的调整。

第二，国际评级发生变化时，国家评级可能变化较小甚至无变化。当一个国家的信用质量基础发生广泛变化时，该国内受评对象的国际评级可能会出现大幅度的变化，整体信用质量发生向上或向下的变化，而该国内受评对象之间的相对信用质量并未发生显著变化，因此国家评级可能变化有限甚至没有变化。此时，除了国际评级发生了变化，发生变化的还有国家评级与国际评级之间的对应关系。

例如，一个主权评级的全球评级为 **B**，国家评级为 **AAA(xxx)** 的国家，假设主权的国际评级因一系列原因调升为 **BBB**，且主权仍是该国内信用最高的最合适参照标准，则主权的国家评级仍保持 **AAA(xxx)**。那么，随着主权级别的上升和经营环境的改善，国内许多发行人的国际评级可能会上调，而发行人的国家评级则保持不变，假设其信用质量相对于主权或相互之间没有变化。从而，二者之间的对应关系，从开始的国家评级的 **AAA(xxx)** 对应到国际评级的 **B**，则变为现在的国家评级的 **AAA(xxx)** 对应到国际评级的 **BBB**，其他级别的对应关系也相应发生变化。

第三，国际评级与国际评级收敛在“**C**”级。国家评级体系和国际评级体系的“**C**”级的级别释义均表示发行人即将发生违约，因此，一个体系上的“**C**”级也必然是另一个体系上的“**C**”级。

第四，国家评级体系和国际评级体系的评级一致性。惠誉对全球评级和国家评级发行人的评级进行跟踪监测，以确保不同评级体系上级别的一致性。换句话说，如果发行人 **X** 在一个体系内的评级高于发行人 **Y**，则在另一个体系内发行人 **X** 的等级不能低于发行人 **Y**（见附录 2）<sup>2</sup>。

在任何时候，国家评级和国际评级之间都有一定的关系，但是这两个评级体系之间并没有一个精确的关联关系。这种关系建立的基础是，国内评级体系中信用最高的“**AAA(xxx)**”固定对应到全球评级体系上的一个点，并且这两个体系需要在“**C**”上汇合。

惠誉官网披露了巴西、智利、南非的国家评级和国际评级的对应关系。附录 1 给出了国际评级体系与国家评级体系之间关系的一般例子。附表表明了国家评级和全球评级之间最常见的关系。这种对应表有助于保持一致性和透明度，但并不代表这是国家评级的主要分析因素，国家评级还是建立在前文所述的以评级要素为基础的相对信用分析之上的。

<sup>2</sup> 该原则只适用于发行人评级，而不适用于融资工具评级。

#### 四、 债务融资工具的国家评级调整

##### (一) 国家长期评级

虽然存在区分国家长期评级 (NLTRs) 的发行评级的潜在性, 但是本地市场发行的大部分通常都是高级无担保的。在大多数行业, 惠誉给予高级无担保票据的级别与 IDR 或 NLTR 一致。当特定发行人的资本结构中存在不同类别的债务时, 用于区分各种债务工具在资本结构中优先权的国家评级的级别调整方法与国际评级的调整框架相同。

例如, 非金融企业发行人发行的混合债券和其他形式的次级债券的级别比国际评级的 IDR 和 NLTR 低 1~3 个子级, 高级担保债务可能会比 IDR 和 NLTR 高 1~3 个子级。对于通过第三方信用担保进行信用增级的债务融资工具, 调整的子级数量可能更多。

但是, 国家特定的挽回评级 (Country-Specific Treatment of Recovery Rating) 标准不适用于国家评级。因此, 被归类为 D 组 (即挽回评级为 “RR4”) 的国家的担保债务的国际评级不能上调一个子级, 但是, 其国家评级可以上调一个子级, 以便为本地投资者提供更好的信用区分度。

##### (二) 国家短期评级

评定国家短期评级的方法与评定全球短期 (ST) 评级的过程类似, 并且基于相同的对应表。该方法以及一个长期 (LT) 评级对应两个 ST 评级时该如何选择的问题, 需结合发行人的情况, 在相关的主要标准或跨行业标准中可以找到解释。然而, 某些用于区分 ST 评级的数值化的指标, 主要针对国际评级设计, 可能并不适用于国家评级的短期评级。例如企业 LT 评级为 “BBB” 情况下区分短期评级 “F2” 和 “F3” 的指标。

图表 1. 发行违约评级的长短期评级对应表

长期 IDR	短期 IDR
AAA~AA-	F1+
A+	F1 或 F1+
A	F1
A-	F1 或 F2
BBB+	F2
BBB	F2 或 F3
BBB-	F3
BB+~B-	B
CCC~C	C

RD/D

RD/D

数据来源：Fitch

## 五、 国家评级的跨境应用

国家评级通常给予特定国家的发行人。但是，地方法规有时可以允许当地投资者投资跨境固定收益证券，并可能要求这些跨境发行的证券进行国家评级。虽然不常见，但惠誉可以对这些跨境发行的证券给予国家评级，以满足当地法规和投资者的需求。与其他国家评级级别一样，该级别反映了受评对象相对于当地其他的受评对象，按合同条款规定的货币及时足额履行偿付义务可能性的相对大小。在某些情况下，跨境发行人进入不同的本地市场可能会受到其原籍国的转移和可兑换风险的影响，这一风险会反映在跨境发行的国家评级上。

例如，墨西哥养老基金可以购买智利发行人以墨西哥比索计价的公司债券，在这种情况下，墨西哥本地评级将反映智利公司发行人，相对于墨西哥同行以及可能在墨西哥当地市场发行债券的其他外国发行人，支付其外币债务的潜在信用风险。

## 六、 例外与说明

### (一) 监管考虑

当地监管法规为本地评级制定了不同或独特的标准和做法时，地方监管要求将取代惠誉的全球评级政策和程序。

惠誉向当地监管机构报备的标准通常是遵循惠誉全球标准，但也可以进行修改以符合当地监管要求的标准、定义和/或市场惯例。此外，惠誉可能会不定期制定针对特定市场的独特标准，以满足特定市场的评级需求，而这只适用于国家评级。例如，智利股票的国家评级标准仅适用于智利市场的国家评级。

### (二) 标准的变化

惠誉评级标准的使用需要结合经验丰富的分析师的分析判断，并通过评委会流程。一项交易评级或者发行人评级，结合透明的评级标准与分析师的分析判断的评级过程，会以评级公告的形式披露出来，加强了惠誉评级过程的同时，也帮助市场参与者了解惠誉评级级别背后的分析过程。

当遇到特殊交易或实体时，评级委员会调整应用标准来反映风险，这种调整称为变化。所有类似的变化都将在各个评级行动的公告中披露，在适当情况下包括这些变化对评级的影响。

与评级和适用的评级方法相关的风险、特征或其他因素都包含在评级标准的

范围内，评级委员会可以批准的变化，是在评级标准中描述的为解决特定交易或实体的特殊指标的分析才需要进行的调整。

### (三) 数据来源的说明

关于这些标准的关键假设是通过分析企业数据及其对信用风险的脆弱性来设定的。其中包括长期评级驱动要素及其表现的分析，财务报告分析结论，公私部门信息以及发行人和其他市场参与者提供的分析信息。假设建立在使用这些信息的经验丰富的分析判断的基础之上。

附录 1: 国际评级和国家评级对应关系的例子

国际发行人违约评级	国家长期评级
BBB	AAA(***)
BBB-	AAA(***)/AA+(***)
BB+	AA+(***)/AA(***)
BB	AA(***)/AA-(***)
BB-	A+(***)/A(***)/A-(***)
B+	A-(***)/BBB+(***)/BBB(***)
B	BBB(***)/BBB-(***)
B-	B-(***) to BB+(***)
CCC to C	CCC(***) to C(***)
DDD to D	DDD(***) to D(***)

数据来源: Fitch

附录 2: 评级关系不一致的例子

国际长期评级	国家评级 (NLTR)
AAA	AAA(***)
AA+	AA+(***)
AA	AA(***)
AA-	AA-(***)
A+	A+(***)
A	A(***)
A-	A-(***)
BBB+	BBB+(***)
BBB	BBB(***)
BBB-	BBB-(***)
BB+	BB+(***)
BB	BB(***)
BB-	BB-(***)
B+	B+(***)
B	B(***)
B-	B-(***)
CCC	CCC(***)
D	D(***)



数据来源: Fitch