

关于主权评级的逻辑一致性

文 / 信息研究部

主权评级（Sovereign Rating）在我国尚属于研究阶段，为了向国内外的监管主体、投资者或公民提供准确的信用信息，需要在初始阶段对主权评级的相关概念及其一般的逻辑关系做一梳理。

一、主权评级与国家风险评估的逻辑：主权评级不是国家信用评级

主权评级（sovereign rating）是评级机构对主权政府偿债能力和意愿所发表的观点。这里的主权政府，虽然具有最高的权力，但是，在商业行为上则与企业、居民等都处于平等的地位。因此，这里的主权评级是对主权政府债务偿还能力和意愿的观点。

在国际法上，主权是指国家的权力行使；在原则上，主权是合法行使权力的根据，在实际上则是拥有行使权力的实际能力。因此，在国际上，主权评级的主权，不完全等同于国家主权，一些特别的经济体政府评级也被称为主权评级，这就可能产生一个国家境内的多个主权评级。进一步而言，在这种条件下，主权评级是对实际行使权力政府债务偿还能力和意愿的评级，存在一个确定的偿债主体，不是对一个国家评级。

在国际上，事实还不存在对国家评级这一概念，但是存在国家风险评估（country risk assessment）。国家风险评估由于不同的评估主体所评价的客体不同，定义也不相同。对于信用评级（Credit rating）来说，国家风险评估主要侧重于一个国家发生系统性或商业性风险的大小，同时，国家风险的大小也不是通过三六九等进行标识，而是通过风险大小分组。

国家风险评估对于主权评级来说，是主权评级的基础性研究和评价的重要要素，国家风险大小与主权等级之间不存在直接相关性。也就是说，存在国家风险较大而主权等级较高的情况，也存在国家风险较小而主权等级较高的情况。

二、主权本外币评级的逻辑：主权本币一般高于外币 0-3 个等级

由于一个主权既可能有国内债务（domestic debt）也可能有国外债务（international debt），并且，在一般情况下，国内债务以本币（local currency）发行或偿还，国外债务以外币（foreign currency）发行或偿还，因此，在评级中就存在着主权本币评级（local currency rating）与主权外币评级（foreign currency rating）。

从主权政府具有独立、灵活发行货币的权力而言，一个主权政府在通常情况，不存在债务不能偿还的情况，但是，在严重依赖于货币发行偿还债务的情况下，可能带来恶性通货膨胀，以及比重组本币债务更严重的政治和经济伤害。同时，由于外币债务存在货币的兑换和外币的支付能力等因素的影响，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。

另外，如果一个政府已经参加了一个货币联盟或一个政府已经采用了另外主权政府的货币，那么它的本币评级与外币评级一样。

三、主权与非主权的逻辑：非主权等级一般不高于主权等级

对于一个主权政府管辖范围内的债务主体而言，包括主权政府和非主权体（Unsovereign entitys）。通常，主权政府在管辖权范围内具有最高的权力，其动用偿还债务资源的能力要大于非主权体，因此，在通常情况下，非主权信用等级一般不高于主权信用等级，即主权信用等级上限原则。

对于外币债务而言，在一些特殊的情况下，非主权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。

因此，一个评级机构在做主权评级时要做到逻辑的一致性，即非主权的信用等级在通常情况下不能高于主权评级。事实，就目前中国国内的信用评级而言，给出非主权（包括金融机构和非金融机构）的信用等级为 AAA，是以中国主权信用等级为 AAA 作为假设条件的。