

# 国家风险评级的问题分析与战略思考\*

李建平 孙晓蕾 范 英 陈建明

(中国科学院科技政策与管理科学研究所 北京 100190)

**摘要** 美国次贷危机引发的全球金融危机和欧洲主权债务危机引起了全球范围的学界与业界对以主权信用风险为核心的国家风险评级问题的高度重视。发展本国的国家风险评级体系,掌握评级话语权,已成为各国参与国际准则制定的重要战略选择。本文介绍了国家风险及现有的国际主流评级机构的评级体系,并进一步分析了目前国际评级体系存在的问题,以及我国在国家风险评级领域的现状和困境。最后从提高我国在国家风险评级领域国际话语权的战略需求出发,提出建立独立的第三方研究机构,开展国家风险评级理论方法的基础性研究,并重点加强以主权信用为核心的国家风险评级实践探索。

**关键词** 国家风险,主权信用,国际话语权,评级机构,风险信息

DOI: 10.3969/j.issn.1000-3045.2011.03.001



中国科学院



李建平研究员

家社会变动有关的风险,包括但不限于政府不能履行债务的主权信用风险和政府限制

## 1 引言

国家风险是一个国家的经济活动主体在国际业务中涉及的外国的风险,与国家主权有密切关系,主要是国家主权行为所引起的或与

资金转移的转移风险<sup>[1]</sup>。主权信用风险,又称主权风险,作为国家风险的核心构成,一般是指一个国家政府未能履行它的债务所导致的风险<sup>[2,3]</sup>。国家风险不仅仅局限在主权债务违约,在国际贸易和投资等领域中同样涉及由国家的官方或者政府机构而非私人的种种行为引起的贸易或者投资的利益损失。因此,国家风险评级不仅仅对国家履行其相关债务的意愿加以度量,同时也对其他引起损失的因素(政治、社会、经济、金融等)加以评估,针对一个特定国家的政治、经济、金融等风险要素进行综合分析评价之后,采用统一的符号来对该国的综合风险进行揭示,以衡量海外投资、贸易合作等跨国行为蒙受经济损失的可能性<sup>[4,5]</sup>。

在金融全球化、债权债务关系国际化的

\* 本研究得到国家自然科学基金(71003091, 70825001)项目资助  
收稿日期:2011年4月28日

今天,经济的信用化使得信用资本成为参与国际经济发展与资源配置的重要条件,建立在信用关系基础之上的人类经济活动高度依赖评级机构做出的风险判断。因此风险评级结果的准确性对一个国家核心利益形成了前所未有的影响。然而目前全球的风险评级业务,基本被标准普尔、穆迪、惠誉三大机构所垄断。由于评级模型并未纳入系统性风险,致使上述机构的评级方法在此次美国次贷危机、希腊主权债务等危机中暴露出明显缺陷,频繁地调低主权信用评级,加剧了欧洲债务危机和全球金融市场的动荡。这不但引起了全球范围的学界与业界对以主权信用风险为核心的国家风险评级问题的高度重视,而且使得各主权国家开始重新评估和思索自身在风险评级领域的话语权。

胡锦涛总书记在 2010 年 G20 多伦多峰会上的讲话中指出“……特别是要制定客观、公正、合理、统一的主权信用评级方法和标准,使有关评级结果准确反映一国经济状况和信用级别<sup>[6]</sup>。”这不仅指出了当前以主权信用风险为核心的国家风险评级的两大核心问题:评级方法的有效性与评级结果的真实性,而且为中国国家风险评级体系的发展指明了方向。

当前,国际金融危机深层次影响尚未消除,世界经济系统性和结构性风险仍然突出。2011 年年初我国公布的“十二五”规划纲要中,再次重申要加快实施“走出去”战略,中国与其他国家的联系将愈发紧密,信用资本对中国将越来越重要,受风险评级的影响也将越来越大。但是,以三大评级机构为代表的国家风险评级体系因其自身的缺陷遭到越来越多的质疑,很难准确地反映出某一国家,或者某一区域的真实风险。在此背景下,加深对国家风险评级体系的理解与认识,将其纳入国家发展战略,构建和完善

适合中国国情的国家风险评级体系,不仅可以对“走出去”的企业或机构及时进行国家风险预警与对策建议,而且还可以起到维护国内金融市场稳定、提升国际资本市场话语权的战略性职能。

## 2 国家风险评级的原理与机构评级

### 2.1 国家风险评级

虽然国家风险的诱因涉及政治、经济、社会、文化、国际关系乃至自然环境及突发事件等十分复杂的范畴,很难进行绝对的量化,但是却可以通过跨国比较来对各国的风险进行相对的测量,因此产生了国家风险评级。国家风险评级大致可以分为定性与定量两种模式。定性模式是指在对目标国的社会政治与经济金融状况全面分析的基础上,选择若干关键指标进行综合风险分析,以判断跨国信贷、贸易所面临的国家风险大小,通常是由评级机构以国家风险报告或特定风险指数的形式给出国家风险等级信息。定量模式是指在若干风险因素的基础上,通过一定的量化模型方法集成最终的国家风险评级指数。由于国家风险概念的内涵与外延有较大差异<sup>[3,7-9]</sup>,学术界对国家风险的定量研究大致经历了三个阶段,即:以债务国的债务违约风险为主;以国家风险评级为主;以对海外投资国国家风险为主的研究阶段。相比国家风险评级的定性模式,定量模式在理论上能更准确地衡量风险值,但定量方法需基于历史数据,对数据的准确性和完备性要求较高,往往难以进行推广应用。

无论是定性模式还是定量模式,其基本思想都是根据评估指标,使用已有的风险等级信息得到一定的规则,用以预测以后的风险评级。即,对特定国家而言,其  $t$  时刻的国家风险(Country Risk, CR)可以表达为依赖于信息集  $\Omega$  的若干风险要素  $r_{ij}$  的函数形式:

$$CR_{it}=f(r_{i1}, r_{i2}, \dots, r_{ij}; \Omega)$$

国家风险评级的核心问题可归纳为：  
(1) 风险要素指标的遴选。这是国家风险评级非常重要的环节，也往往最容易受到质疑。因为风险要素的选择有很强的主观性，而且大量的指标可能高度相关；(2) 评级模型的构建。通常， $f(\cdot)$  的表达形式无法直接获取，需要在一定的数据基础上估计得到具体的函数形式。风险评级模型的选择和构建，不但需要给出准确的评级结果，还需要识别出某个国家的风险级别好转或者恶化的时点。

## 2.2 主流评级机构的国家风险评级

出于商业以及政府决策的需要，围绕国家风险的测量出现了众多的专业队伍或机构。这些评级机构根据各自的服务对象、评价目的等大致可以划分为主权风险和国家风险评级两大类<sup>[4]</sup>。前者主要针对金融市场而言，以标准普尔、穆迪和惠誉三个机构的主权信用评级为代表。后者以美国 PRS 集团旗下的国际国别风险指南 (International Country Risk Guide, ICRG) 为代表。在过去的 20 多年中，该指南编制和计算了各种政治、经济、金融和综合国家风险指数。另外，各国或者国际组织还有专门的评级指数，例如国际透明组织的贪污腐败现象认识指数、美国传统基金会的经济自由指数等，都从不同侧重点提供了针对某一类型国家风险的评级结果。

### 2.2.1 以标准普尔为代表的主权信用评级

标准普尔 (S&P's) 的主权评级始于 1975 年，采取了定性检验和定量检验相结合的方法。政治发展和政策演变构成了定性评估的核心，经济和金融绩效的各种测量值则是定量评估的核心。标准普尔将其分析因素分为 10 个类别：政治风险、经济结构、经济增长前景、财政灵活性、一般政府的债务负担、预算外和可能负债、货币稳定性、外部流动性、

公共和私营部门的外债负担进行评估<sup>[10]</sup>。在国际金融市场上，标准普尔、穆迪和惠誉作为信用风险评级业的三大巨头，其主要目的是评估主权能力和履行义务的意愿。在评级符号或者说评级级别方面，三家公司略有不同，但大体上是一致的。

### 2.2.2 以 ICRG 为代表的综合国家风险评级

美国 PRS 旗下的 ICRG 国家风险评级与其他许多测评机构相类似，认为国家风险是由两个基本的部分组成：偿付能力和偿付意愿，其中政治风险与偿付意愿有关，而经济风险和金融风险则与偿付能力有关。ICRG 国家风险评级的政治风险评级由 12 个指标加权获得，经济风险和金融风险分别由 5 个指标加权获得。对于每一个具体的指标，ICRG 通过与每一指标预先设定的值进行比较得到风险评级分数<sup>[11]</sup>。ICRG 的用户包括国际货币基金组织、世界银行、联合国和许多其他国际机构，其评级结果被称为“其他评级可以参考的标准”。

## 2.3 我国在国家风险评级领域的实践

作为目前国内唯一承办政策性出口信用保险业务的国有独资保险公司——中国出口信用保险公司（以下简称中国信保）每年 12 月发行《国家风险分析报告》对全球除中国以外的 191 个主权国家的风险水平进行评估，从政治局势、经济发展水平、财政状况、投资环境等方面，揭示我国出口和投资所面临的国际环境和有关风险。大公国际资信评估有限公司（以下简称大公国际）于 2010 年首次发布了全球 50 个国家的主权信用评级 (Sovereign credit rating)，反映的是作为债务人的中央政府对其本、外币债务违约的相对可能性。前者侧重经贸往来，重点关注一个国家的市场潜力、发展趋势、风险状况等涉及中国贸易投资安全的关键因素；后者侧重国家主权信用，重点对一个国家的



中国科学院

金融债务的偿债能力与愿景进行评估,更接近三大国际评级机构的评级体系。

### 3 主流国际评级体系的问题及我国的困境

在所谓的“债务发行主体的信用等级不高于所属国家主权信用评级”的“主权评级上限原则”的国际惯例下,以主权信用为核心的国家风险更是直接影响或决定国际资本流动,同时也赋予了三大评级机构国际资本市场的高端话语权地位。评级机构借助评级体系,将自身的风险偏好转化成国际准则的一部分,从而实现在国际机制重构过程中占据主导地位。更为确切而言,国家风险评级的目的不是传递真实的国家风险信息,而是传递能够影响国际准则制定的“有效”信息。国内企业(资本)一旦进入国际市场不得不以此为主要决策参考依据,适应并被动接受国际资本市场规则。在此背景下,发展本国国家风险评级体系,真实反映本国或者本区域的风险等级,参与国际风险评级体系博弈,掌握评级话语权,已成为各国参与国际准则制定的重要战略选择。

从现在国际评级体系构成情况来看,当前主流国际评级机构的评级体系存在诸多问题,难以揭示各主权国家,尤其是发展中国家的风险差异化,更无法满足其经济主权发展对风险信息的有效需求;评级机构的风险偏好在一定程度上会导致国家风险评级结果的风险信息失真等问题。

#### 3.1 三大评级机构主导的国家风险评级体系面临的挑战

美国次贷危机引发的全球金融危机和欧洲主权债务危机表明,占据世界评级市场高端话语权的、以三大评级机构为核心的评级模式及由其主导的国际评级体系潜藏着巨大的风险。面对新兴经济体在国际信用关系中已由借贷者演变为债权人这一全球范围内的国家债权债务体系基本格局的根本

性转变,以三大评级机构主导的国家风险评级体系,不可避免地一定程度上代表着国家或利益集团,对此难以形成客观真实地评判。整个国际经济机制中仍是发达国家占据优势地位,新兴经济体由于缺乏国际评级话语权而很难达到保护债权国利益的能力。

##### 3.1.1 评级方法的缺陷影响评级结果的真实有效性

全球主要的评级机构,如标准普尔、穆迪、ICRG等机构只是定期发布国家风险评级结果,评级模型、风险指标作为评级技术的核心,大多数的机构评级都是不公开的,即使公开也仅限于评价指标体系,极少会公开其评价模型方法。绝大多数的评级机构的评级过程可以说是一个“黑箱”的过程。而且,即使从公开的评级方法也可以看出,评级过程是基于大量专家的判断,虽然采用的是量化的方法,但是在确定相关性和分配阈值时依然主要依赖于专家的主观评判。

评级过程的不透明,不仅使得监管部门无法有效监督评级结果的真实性,也使得众多国家只能被动接受三大评级机构的评级结果,承担在国际资本市场上的融资成本升高所带来的损失可能性。将国际评级机构“黑箱”化的评级过程“白箱”化,可提高评级方法的客观性与合理性,从而保证提高评级结果的有效性与真实性,使其能够“准确反映一个国家经济状况和信用级别”。这是完善国家风险评级体系需要重点解决的技术问题。

##### 3.1.2 市场主体地位难以保证评级机构的独立性

评级机构的首要责任是公共责任<sup>[12]</sup>,但是评级机构作为市场主体,盈利模式往往使评级机构或具体评级人员在利益驱动下违背客观公正,其逐利性使得评级机构难以保持独立性。国家风险评级是以目标国家客观的风险信息为基础,融合机构自身秉承的风



险偏好,对原风险信息集合有意识、有针对性地进行筛选,形成供评价使用的子风险信息集。在这一过程中,信息的丢失、放大、选择偏好等问题,极有可能带来评级结果风险信息的失真。也就意味着,跨国资本不得不面临着由于风险信息失真而带来的决策失误以及可能的预期收益损失,而主权国家则可能面临着由于国家风险对外失真传递而导致的跨国资本外流,从而使得国家经济社会环境进一步恶化,甚至直接威胁到国家的经济主权安全。

针对金融危机中评级机构所暴露出的监管不足,美众议院通过了更加严格的金融监管改革法案,以防范由评级机构带来的金融和经济风险。G20 伦敦金融峰会《加强金融系统的宣言》,已明确提出扩大金融监管的范围,将信用评级机构涵盖其中。时至今日,国家风险评级已经进入国家监管与机构独立评估的新阶段。

### 3.1.3 垄断式的评级体系难以准确反映区域风险差异

现行由发达国家垄断的一体化的国家风险评级体系难以反映区域性的差异。评级机构选用的风险指标应能真实全面地反映一国国家风险的本质特征。但是当前主流的国际评级机构在考察政治风险时从西方的政治理念出发,难以客观全面评价全球不同政治类型国家中央政府的国家管理能力;在考察经济风险时,多是以存量类经济数据(如国内生产总值)为基础,将一国经济的私有化、自由化和对外开放程度等作为判断经济结构和经济前景的主要依据,以银行业风险水平作为金融风险的主要关注点;将政府的融资能力作为第一还款来源,片面强调流动性对主权债务履行的保障作用,从而使现行评级标准不可能准确揭示发达国家政府高赤字可能引发的信用风险。这也在某些程度上解释了当前三大评级机构颇受质疑的

根源所在。

### 3.2 我国的国家风险评级体系发展困境

我国评级行业从上世纪 80 年代末起步,经过 20 余年的发展,虽然有了中诚信、大公国际、联合资信、远东资信等几家较知名的评级机构,但与美国相比,存在整体发展滞后、没有具有市场权威性的评级机构、缺乏系统性的政策及法律法规、监管规则不一等问题。评级机构均为民营资本或外资高比例参股,注重商业利益,对应承担的公共评级这一社会责任认识不足。从评级对象上看,目前国内的评级机构绝大部分是从事信贷评级,只有少数几家涉及到债券市场评级,涉足国家风险评级的机构更是凤毛麟角。从研究能力上看,国内机构普遍缺乏核心评级技术,缺少先进的和可信赖的方法体系,另外短时间内难以形成完整的数据积累来充分检验模型方法与评级结果有效性。

不仅如此,我国的风险评级体系还面临着国际评级机构直接干预和控制的威胁。主权信用级别和债券市场是一个国家金融货币市场和资本市场的命门和枢纽,而美资机构以合资方式控制中国评级市场的目标已接近完成,不受限制地参与包括政府、大型国有企业和军工企业的各类评级。在金融债券市场,外资评级机构的评级对象囊括了我国四大商业银行、股份制银行等主要金融机构,这对我国包括金融安全在内的经济主权构成重大安全隐患。

### 4 建立第三方非盈利研究机构,促进国家风险评级能力提升

面对中国国家风险评级体系的发展,学术界也开展了诸多有益的基础性研究工作,包括:国家风险评级的内在机理、对现行评级体系存在问题的剖析、评级方法的优化以及建设中国特色国家风险评级体系的对策建议等。但是从整体上看,研究机构还没有形成有效的合力,研究内容比较分散,难以



中国科学院

对业界形成系统性的理论与技术支撑。

充分认识以主权信用为核心的国家风险在信用评级业务领域中的重要地位,将发展和完善国家风险评级体系提升到国家战略层面。在现有商业评级模式的基础上,应建立由科研机构和高校的独立专业人员构成的第三方非盈利机构,发挥商业评级机构难以承担的公共评级职能,重点培育以主权信用为核心的国家风险评级能力。通过对主权评级理论研究与实践探索,提升该机构在主权评级领域内的话语权,增加其对国际评级机构的影响力,担负起与主要国际评级机构信息沟通的职能,以推动国际评级机构对我国主权风险评价合理性的不断提升。

作为国家科学技术方面最高学术机构,中国科学院在推进国家风险评级的工作中,应起到基础性作用,借助下属各研究机构在理论方法方面的深厚学术基础,以及在信用评分、风险管理、预测预警等领域的丰富实践积累,充分发挥国家科学思想库职能与作用,承担起国家风险评级第三方非盈利机构的研究职能,尽快促进我国国家风险评级能力的提升。

#### 4.1 加大对国家风险评级基础理论研究

国家风险迄今为止没有统一的定义,现有的评级方法都是基于“无需依赖可能有问题的理论,而通过仔细的数据收集和分析就可以产生能够稳健地预测政治经济事件的规则”这一假设<sup>[3]</sup>,缺乏稳固的经济学理论基础。需要加强基础理论研究,为我国的评级行业提供先进的国家风险理论支撑;在宏观层面揭示国家风险与经济主权、国家安全的相关关系,形成适合我国国家主权安全与经济社会发展的国家风险管理体系;在微观层面上,为模型方法的科学性提供合理刻画风险的普适性公理体系。

具体应重点解决以下问题:(1)完善国

家风险评级理论体系,给出能够反映国家风险要素内在联系和风险评级的基本准则;(2)在评级目标的约束下,遴选给出国家风险评级的监测指标体系,构建风险数据库;(3)探索国家风险评级的定性定量方法相结合的组合评级模型,增强模型方法的有效性,提高评级结果的真实性和可信性。

#### 4.2 开展以主权信用为核心的国家风险评级实践

通过对国家风险评级基础理论的研究,一方面,为国内商业评级机构发展做好技术储备与人才储备;另一方面,将相关理论研究成果和评级经验与业界的实践检验密切结合,开展以主权信用为核心的国家风险评级实践工作,主要包括以下两方面:

(1)实现对国家风险核心要素——主权信用风险的度量,更准确地向目标人群传递主权信用风险信息,提高评级结果对跨国资本决策的可参考价值;

(2)对国家风险影响要素进行全面识别与综合度量评级,并针对不同类型风险(如贪污风险、市场自由度风险)形成特定要素风险评级,以刻画国家总体风险状况及发展趋势、市场潜力等各类别风险状况,为中国对外经贸投资决策安全提供风险信息。

#### 主要参考文献

- 1 Krayenbuehl T E. Country risk: Assessment and monitoring. Cambridge: Woodhead-faulkner, 1985.
- 2 Cantor R, Packer P. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. Economic Policy Review, 1996, 2(2): 37-54.
- 3 Claessens S, Embrechts G. C.M.W. Basel II, sovereign ratings and transfer risk external versus internal ratings (March 6, 2003). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=386480> or DOI: 10.2139/ssrn.386480.
- 4 Bouchet E C, Gros Lambert B, Gros Lambert B. Country risk assessment: A guide to global

- investment strategy. New York: John Wiley & Sons, 2003.
- 5 Meldrum H D. Country risk and foreign direct investment. *Business Economics*, 2000, 35: 33-40.
- 6 胡锦涛. 同心协力 共创未来——在二十国集团领导人第四次峰会上的讲话. 北京: 人民出版社, 2010.
- 7 Nagy P J. *Country Risk: How to Assess, Quantify, and Monitor it*. London: Euromoney publications, 1984.
- 8 Calverley J. *Country Risk Analysis*. London: Butterworths, 1985.
- 9 Goldberg E S. *On Edge: International banking and country risk*. New York: Praeger, 1987.
- 10 Standard & Poor's. *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. 2008.
- 11 The PRS Group, Inc. *International Country Risk Guide Methodology*. Available at: [http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx)
- 12 王信川. 着力构建中国特色信用评级体系. *经济日报*, 2010.10.9.
- 13 Ascher W. Limits of 'Experts systems' for political-economic forecasting. *Technological Forecasting and Social Change*, 1989, 36: 137-151.

## Problem Analysis and Strategic Thinking of Country Risk Rating

Li Jianping Sun Xiaolei Fan Ying Chen Jianming

(Institute of Policy and Management, CAS 100190 Beijing)

**Abstract** The global academia and industry communities have paid great attention to the country risk rating centering on sovereign credit due to the worldwide finance crisis caused by the US sub-prime crisis and European sovereign debt crisis. Developing domestic country risk rating system, mustering the power of discourse on rating, has become the important strategic selection of participating countries in mapping out international rules. This paper, firstly, gives a brief introduction to the country risk and the rating agencies of the existing international rating system, and then analyzes the existent problems of the international rating system and the present situation and the dilemma of country risk rating system in China. The authors suggest establishing a high-level third-party independent research institution in China, to conduct fundamental research on country risk rating theory and method, and to give priority to enhancing practice and exploration of country risk rating centering on sovereign credit.

**Keywords** country risk, sovereign credit, international discourse power, rating agency, risk information

**李建平** 中国科学院科技政策与管理科学研究所研究员, 管理学博士。兼任全国风险管理标准化技术委员会委员; 中国优选法统筹法与经济数学研究会副秘书长、青年工作委员会主任; 中国管理现代化研究会常务理事、商务智能专业委员会(筹)副主任; 《中国管理科学》副主编以及多个国际学术期刊的编委或 Associate Editor。近年来, 主持和主要参与了国家科技支撑计划课题、国家基金委重大研究计划重点项目、国家基金委重点项目以及政府企业委托 20 多项与风险管理相关的课题研究。发表学术论文 70 余篇, 其中 *SSCI*/*SCI* 10 多篇, *EI* 近 30 篇。作为主要成员起草了风险管理国家标准 5 部, 其中已颁布实行 3 部。E-mail: [ljlp@casipm.ac.cn](mailto:ljlp@casipm.ac.cn)