



# 主權 信用評級方法和模型

(PJFM-ZQ-2024-V1.0)



安融(香港)信用評級有限公司  
ANRONG(HONG KONG)CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED



## 目錄

一、概述	1
二、適用範圍	1
三、基本假設	1
四、信用風險特徵	1
1.財政穩健與償債能力	2
2.經濟風險	2
3.政策變動和監管環境	2
4.治理能力、國家清廉和資訊透明度	2
5.政治和社會風險	3
6.自然災害與突發事件	3
五、評級方法和模型架構	3
1. Pre-SRAF 評級等級	4
2. 主權風險調整因素	10
3. 評級基準	11
4. 自身調整因素	11
5. BCA 等級	13
6. 外部支持	13
7. 最終信用等級	14
六、本方法模型局限性	14
權及聲明	15

本文為 2024 年 11 月 28 日發佈的 Rating Methodology for Sovereign 的翻譯版本，如中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，請以英文版本為準。

評級方法

發佈時間

2024 年 11 月 28 日

分析師聯絡人

林芮初 [lamyuiying@arrating.com](mailto:lamyuiying@arrating.com)

評級總監

胡超 [Huchao@arrating.com](mailto:Huchao@arrating.com)

客戶服務

香港 [cs@arrating.com](mailto:cs@arrating.com)

## 一、概述

安融（香港）信用評級有限公司[以下簡稱“安融（香港）評級”]為提高評級方法模型和評級結果一致性、準確性和穩定性，依據有關法律法規及安融（香港）評級業務相關管理制度規定，制定了《主權信用評級方法和模型（PJFM-ZQ-2024-V1.0）》（以下簡稱“本方法模型”）。

本方法模型結合主權風險調整因素確定受評主體評級基準，評級基準結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級，BCA 等級結合外部支持以得到最終信用等級的評級思路對受評主體進行信用風險評價。具體而言，首先，安融（香港）評級在充分考慮政府動員能力和政府治理能力的基礎上，構建“政府行政能力”維度；在充分考慮受評主體經濟實力、財政實力和債務承受力的基礎上，構建“政府實力”維度，通過“政府行政能力”及“政府實力”二維矩陣映射得到受評主體 Pre-SRAF 評級等級；結合主權風險調整因素確定受評主體評級基準，再結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級；最後考量外部支持得到受評主體信用等級（模型結果等級）。

在級別符號上，BCA 級別以“aaa”到“c”的符號序列表示，除“aaa”及“cc”（含）以下等級外，每一個信用等級均可用“+”“-”符號進行微調，表示信用級別略高或略低於本級別；最終信用級別符號以“AAA”到“C”的符號序列相對應，除“AAA”及“CC”（含）以下等級外，每一個信用等級均可用“+”“-”符號進行微調，表示信用級別略高或略低於本級別。

本方法模型自公告之日起生效。

## 二、適用範圍

本方法模型適用於具有獨立主權的國家或雖然不具備獨立主權但享有相對獨立的貨幣政策和財政政策制訂權的司法轄區。

本方法模型是安融（香港）評級對一個國家或司法轄區的國內生產總值增長趨勢、對外貿易、國際收支情況、外匯儲備、外債總量及結構、財政收支、政策實施等影響國家償還能力的因素和對金融制改體改革、國企改革、社會保障體制改革所造成的財政負擔進行分析的基礎上，對中央（司法轄區）政府作為債務人履行償債責任的償債意願與償債能力的一種判斷。

## 三、基本假設

### 1. 償債環境穩定性假設

安融（香港）評級假設宏觀經濟環境、監管環境及法律環境和金融市場環境不會發生意外變化，不會出現諸如自然災害、戰爭等不可抗拒的因素。

### 2. 資訊真實假設

安融（香港）評級假設主權國家或司法轄區公開披露的資訊是真實、準確和完整的；評級模型依賴其他監管認定的專業機構所提供的資訊，我們假設這類資訊是真實、合法、完整和不存在重大誤導性陳述的情況。

## 四、信用風險特徵

安融（香港）評級認為主權國家的信用風險主要有以下幾個方面：



## 1.財政穩健與償債能力

主權國家的財政收入和支出狀況直接影響其償債能力。如果財政收入不足或支出過大，導致財政赤字增加，將增加主權國家的信用風險；債務規模與結構直接對國家的信用狀況產生影響。如過高的債務規模、不合理的債務結構（如短期債務占比過高、債務期限錯配等）都會增加主權國家的償債壓力。如果主權國家無法按時償還其債務，可能導致債權人遭受損失，引發金融市場動盪，同時將嚴重影響其國際形象、聲譽及融資能力，降低其吸引外資的能力，進而引發信用風險。

## 2.經濟風險

經濟衰退、通貨膨脹、失業率上升等經濟問題可能對主權國家的財政收入和支出產生影響，導致國家償債能力下降，進而引發信用風險；金融市場的波動可能影響主權國家的融資管道和成本，尤其對依賴外部融資的主權國家而言更是如此，金融市場的不穩定將直接威脅主權國家的信用狀況。此外，國際貿易環境惡化、外匯短缺等外部經濟因素也可能對國家的信用狀況產生影響。

## 3.政策變動和監管環境

政府政策的調整可能對主權國家的債務管理、財政收入和支出等方面產生影響，不利的政策變化可能增加主權國家的信用風險。如稅率、利率、匯率等經濟政策的變動，可能對國家的信用狀況產生影響。如果政策變動過於頻繁或不可預測，將增加交易對手的風險，進而影響國家的信譽和融資成本。

法律和監管環境的不完善或變化也可能導致信用風險。法律制度的不健全或監管不力可能導致債務違約行為頻發，進而損害國家的信用狀況。此外，國際法律環境的變化也可能對國家的信用和融資成本產生影響，如監管力度的加強可能限制主權國家的融資管道和債務規模，進而對其信用狀況產生影響。

## 4.治理能力、國家清廉和資訊透明度

國家治理能力是一個國家運用制度體系進行國家和社會治理的各方面能力體現，在很大程度上決定了國家的穩定和發展，進而影響國家的信用風險。國家治理能力強弱決定了其政策制定和執行的穩定性和連續性，關係到風險應對的效率和效果，以及制度體系的完善程度和運行的有效性，直接影響其財政管理和債務管理的效果，進而影響其信用風險。

國家清廉程度是衡量一個國家政治生態的重要指標。清廉的政府能夠降低腐敗風險，從而降低因腐敗導致的政府信用危機；能夠贏得民眾的信任和 support，從而提升政府公信力；能夠創造更加公平、透明的市場環境，吸引更多的投資，促進經濟發展，而經濟的繁榮有助於提升國家整體信用水準。

資訊透明度的高低直接影響市場參與者的決策和國家的信用風險。資訊透明度較高的國家能夠減少市場參與者之間的資訊不對稱，有助於投資者做出更加明智的決策，降低因資訊不透明導致的信用風險。資訊透明度較高的國家能夠增強市場參與者的信心，有助於穩定市場預期，降低因不確定性帶來的恐慌和信用風險。資訊透明度較高的國家有助於監管部門更加有效地進行監管，及時發現和糾正市場中的違規行為，從而降低信用風險。

## 5. 政治和社會風險

政治動盪和社會不穩定也可能導致信用風險。政治衝突、戰爭、暴亂等事件可能導致國家無法履行其債務義務，進而引發信用風險。此外，社會不穩定也可能影響國家的經濟和社會發展，降低其償債能力。

## 6. 自然災害與突發事件

自然災害，如地震、洪水等自然災害可能對主權國家的財政收入和支出產生嚴重影響，特別是當這些災害導致基礎設施損壞或經濟活動中斷時；突發事件，如公共衛生事件、政治動盪等突發事件也可能對主權國家的信用狀況產生不利影響。這些事件可能導致財政收入減少、支出增加或融資管道受限。

## 五、評級方法和模型架構

“政府行政能力”反映了主權國家在實現其管理職能、推動國家和社會發展的過程中，所表現出的組織、決策、執行、協調、監督等綜合能力。“政府實力”反映了主權國家的綜合國力和治理能力。

安融（香港）評級主權信用評級方法和模型構建路徑如下：

第一步：構建評價指標體系，確定評價指標的名稱、含義、賦值和權重等。

第二步：確定“政府行政能力”及“政府實力”對應的檔位。

第三步：結合上述兩個維度的檔位，根據二維矩陣確定受評主體 Pre-SRAF 評級等級。

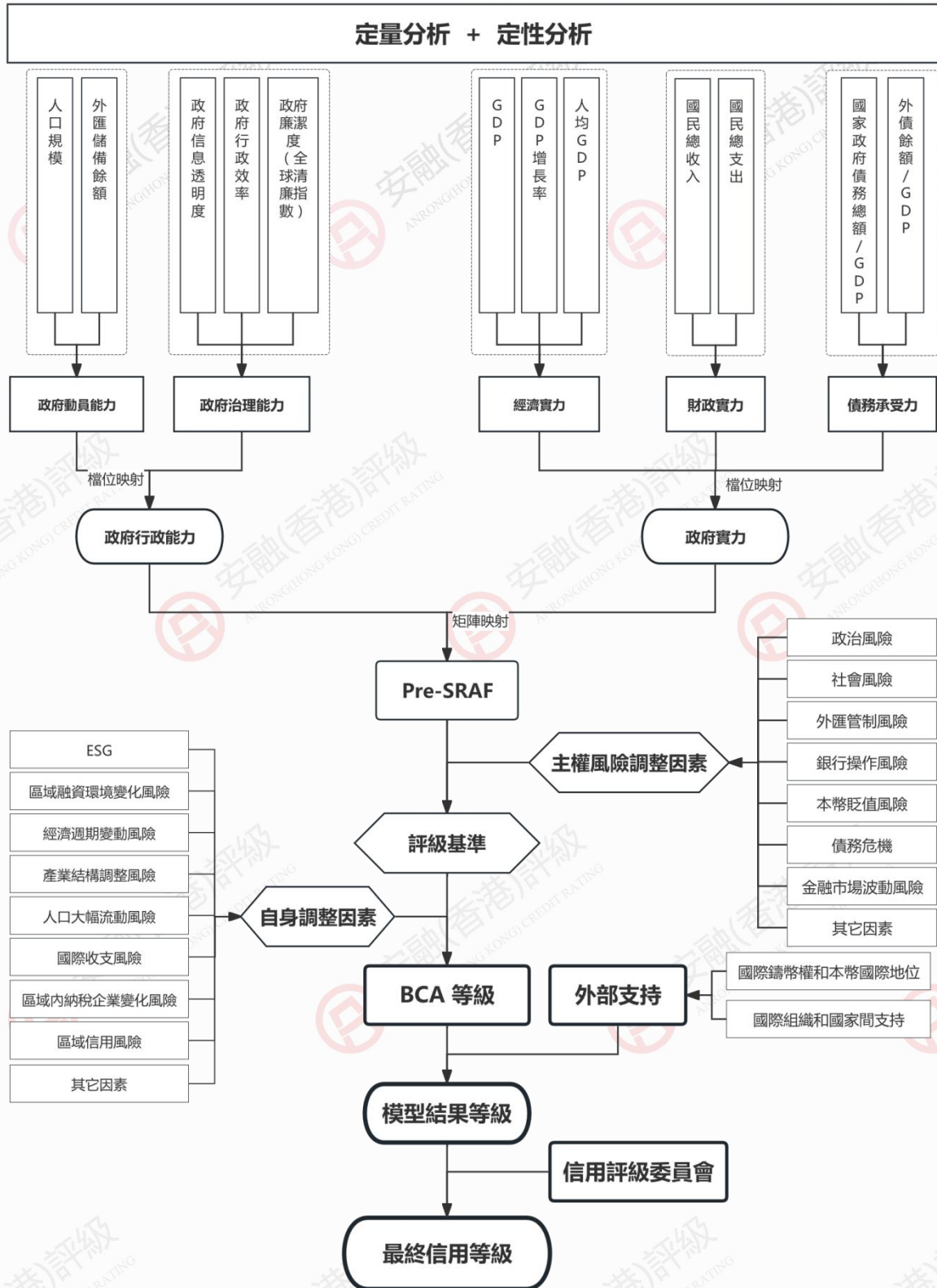
第四步：結合主權風險調整因素確定受評主體評級基準。

第五步：結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級。

第六步：綜合考慮外部支持，得到受評主體信用等級（模型結果等級）。

考慮到目前國內外評級行業普遍實行“三等九級制”，“三等”即 A、B、C，“九級”即 AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C，同時考慮到 CCC、CC、C 對應的違約概率差異不大，其差異主要體現在違約損失率方面，而違約損失率並非安融（香港）評級所評估和預測的重點，所以安融（香港）評級在設定評價指標及維度檔位時，將 CCC、CC、C 合併為同一檔，除外部支持的評價指標及維度均設定為三檔外，其他評價指標及維度均設定為七檔。另外，以符號 D（由信用評級委員會確定）表示受評主體已無法履行債務，違約已確認。

檔位含義：檔位從最低檔（第 1 檔）到最高檔（第 7 檔，若只分三檔，則為第 3 檔），檔位越高，則對受評主體的償債能力和償債意願的評估和預測越具正面影響。



### 1. Pre-SRAF 評級等級

安融（香港）評級在“政府行政能力”方面，主要從政府動員能力和政府治理能力二個因素進行分析；在“政府實力”方面，主要從經濟實力、財政實力和債務承受力三個因素進行分析；共設定十二個指標，賦予每個指標相應權重，每個指標分設為七檔，通過檔次映射，最後運用 Pre-SRAF 評



級等級二維矩陣映射表確定受評主體 Pre-SRAF 評級等級。

安融（香港）評級主要從政府動員能力和政府治理能力來考量政府行政能力。政府動員能力通常指的是政府在應對突發事件、重大專案或政策實施時，能夠迅速調動資源、組織力量並有效執行的能力。這包括財政資源、人力資源、物資資源以及社會各界的支持和配合。一個具有較強動員能力的政府，能夠在關鍵時刻迅速回應，有效應對各種挑戰，保障經濟社會的穩定和發展。政府治理能力則是一個更廣泛的概念，它涵蓋了政府在治理過程中運用併發揮其行政體系的職能和功用，適應“治理環境”的需求，調整“政府—市場—社會”關係，實現良性互動的能力。這包括政策制定與執行、公共服務提供、社會管理與監督等多個方面。一個具有良好治理能力的政府，能夠有效地管理國家事務，推動經濟、社會發展，提高居民生活品質。

#### （1）政府行政能力

安融（香港）評級主要從政府動員能力和政府治理能力來考量政府行政能力。

政府行政能力指標如下：

一級指標	二級指標	三級指標
政府行政能力	政府動員能力	人口規模
		外匯儲備餘額
	政府治理能力	政府資訊透明度
		政府行政效率
		政府廉潔度（全球清廉指數）

#### A、政府動員能力

政府動員能力主要從人口規模和外匯儲備餘額來考量。

人口是經濟發展的重要載體和首要引擎。人口規模越大，市場規模和消費潛力越大，勞動力資源越豐富，對房地產、汽車、家電等消費市場和互聯網、旅遊等服務業的產業結構要求更高，對技術創新和知識積累越有利。人口規模指標值越高，表明國家經濟發展潛能越大，越能夠創造更多的商業機會、吸引更多的企業投資，從而更有力地促進國家經濟增長和政府財政實力增強，主權信用風險越低。因此，安融（香港）評級對人口規模越高的主權國家給予更高的檔位。

外匯儲備是國家經濟實力和支付能力的直接體現。一個擁有大量外匯儲備的國家能夠在國際市場上展示其穩健的經濟狀況，進而有利於與其他國家的合作和交流。外匯儲備能夠增強國家的償債能力。在國家面臨外債償還壓力時，充足的外匯儲備可以保障按時足額償還債務，避免違約行為的發生，同時還能降低融資成本，進一步降低國家信用風險。外匯儲備是抵禦金融風險的重要屏障。在國際金融市場動盪、貨幣匯率大幅波動或出現金融危機時，外匯儲備可以用於干預外匯市場，穩定本國貨幣匯率，避免匯率過度波動對國內經濟造成衝擊。外匯儲備能夠為國家的經濟發展提供強有力的信用保障，其可以增強國內外投資者對主權國經濟的信心，吸引更多的外資流入，促進國內產業的升級和發展。因此，安融（香港）評級對外匯儲備餘額越高的主權國家給予更高的檔位。

安融（香港）評級“政府動員能力”具體檔位映射標準如下：



指標	7	6	5	4	3	2	1
人口規模 (萬人)	≥100000	[12000,100000)	[7000,12000)	[3000,7000)	[1000,3000)	[500,1000)	<500
外匯儲備餘額 (億美元)	≥30000	[4000,30000)	[1500,4000)	[400,1500)	[200,400)	[30,200)	<30

## B、政府治理能力

安融（香港）評級衡量政府治理能力的主要指標為政府資訊透明度、政府行政效率和政府廉潔度（全球清廉指數）。

政府資訊透明度主要考量主權國家在社會、經濟、財政、債務等資訊的公開內容、公開形式、公開時效、公開範圍和公眾參與度等。政府資訊透明度越高，政府的公信力和信任度越強，進而促進社會的和諧穩定和持續發展。

安融（香港）評級依據主權國家的社會、經濟、財政、債務等資訊披露的完備性、及時性和準確性的高低程度將政府資訊透明度劃分為 1-7 檔。政府在社會、經濟、財政、債務等方面的資訊披露，其完備性、及時性和準確性越高，越有利於維護市場透明度、保障公眾知情權、促進經濟健康發展以及防範金融風險。因此，安融（香港）評級對越高的主權國家的資訊透明度給與更高的檔位。

安融（香港）評級“政府資訊透明度”具體檔位映射標準如下：

指標	7	6	5	4	3	2	1
政府資訊透明度	非常高	很高	較高	一般	較低	很低	非常低

安融（香港）評級政府行政效率參考錢德勒良好政府指數（CGGI）評估值。錢德勒良好政府指數（CGGI）是由錢德勒治理研究院發佈的，用於評估各國政府的能力和效率的指數。該指數通過公開數據對 113 個國家的政府進行了評估，這些國家占全球約九成的人口。

政府行政效率從領導力與前瞻性、法律和政策、國家機構能力、金融治理、市場吸引力、全球影響力及聲譽和改善民生七個方面來考量：

### 1. 領導力與前瞻性（Leadership & Foresight）

衡量領導力主要包括以下幾個方面：首先在維護國家的核心利益上，包括領土完整、主權獨立、經濟發展和社會穩定等方面；其次是與其他國家建立友好合作關係上；再次體現在通過推動經濟全球化、完善國際經濟秩序、加強國際合作等方式，促進全球經濟的繁榮與穩定方面；最後是應對國內外危機和挑戰上，如金融危機、自然災害、社會動盪等方面反應能力，是否能採取有效措施，保障人民的生命財產安全和社會穩定。前瞻性的主要體現在國家是否具備深邃的戰略眼光和預見性，能夠洞察國內外形勢的變化，預測未來的發展趨勢和潛在風險；在創新驅動與轉型升級方面能否積極推動科技創新、產業升級和經濟發展方式的轉變，以適應未來社會的需求和發展趨勢；在風險管理與應對能否建立完善的風險評估和預警機制，及時發現和應對各種潛在風險和挑戰。

### 2. 法律和政策（Robust Laws & Policies）

評估國家法律和政策是否符合國家法律法規的規定，是否經過合法的程式制定和頒佈；評估政

策是否符合國家的發展戰略和政策方向，是否符合社會經濟發展的規律，是否符合人民群眾的利益訴求；評估政策實施後所取得的成果和影響，包括經濟效益、社會效益、環境效益等；評估政策實施所需要的資源和代價，包括財政投入、人力物力成本等；評估政策實施是否具有可操作性和可實施性，是否能夠得到社會各界的支持和參與；評估政策實施後是否能夠長期有效地發揮作用，是否能夠持續產生積極的社會經濟效益；評估政策實施是否能夠公平地滿足不同群體的需求，是否能夠促進社會公平和公正；評估政策制定和實施過程中是否能夠充分調動社會各界的積極性和參與性，是否能夠形成廣泛的社會共識和支持。

### 3. 國家機構能力 (Strong Institutions)

評估國家機構能力主要從政策制定與執行能力、資源管理與配置能力、監督與回饋能力、危機應對與風險管理能力、創新能力與適應性等方面進行考量。

### 4. 金融治理 (Financial Stewardship)

評估主權國家金融治理能力主要從以下幾個方面進行考量。首先是金融系統的穩定性，主要包括金融機構的穩健性、金融市場的波動性和金融系統的防控能力。一般而言，主權國家金融系統越穩健，抵禦外部衝擊能力越強，可以確保金融市場的正常運行，為實體經濟提供穩定的資金支持。其次是金融監管的有效性，主要包括監管制度的完善性、監管手段的有效性和監管執行的力度。有效的金融監管能夠及時發現和糾正金融機構的違規行為，防範金融風險，保護金融消費者的合法權益。再次是金融市場的活躍度，主要包括金融市場的規模、金融產品的多樣性和金融市場的流動性。金融市場越活躍，越能吸引更多的投資者和融資者參與，提高金融資源的配置效率，促進實體經濟的發展。最後是金融服務的普惠性，主要包括金融服務的覆蓋面、金融服務的便捷性和金融服務的成本。普惠金融主要考慮金融是否為所有社會階層和群體提供全方位、便捷、可負擔的金融服務，以促進金融資源的均衡配置和社會的和諧發展。

### 5. 市場吸引力 (Attractive Marketplace)

市場吸引力是指一個國家或地區的市場對投資者、消費者或企業的吸引程度。它反映了市場的潛力、機會和利潤空間。衡量國家的市場吸引力主要考量市場規模、市場成長率、政治穩定性、經濟穩定性、競爭強度、法律環境、監管環境和基礎設施等。

### 6. 全球影響力及聲譽 (Global Influence & Reputation)

評估國家全球影響力及聲譽主要考慮經濟實力、軍事實力、科技創新能力、資源控制、政治影響力、國際形象、社會責任與可持續發展以及文化軟實力等多個方面。

### 7. 改善民生 (Helping People Rise)

評估國家改善民生主要涵蓋教育資源均衡化和職業教育發展程度，醫保覆蓋範圍和醫療服務品質，創業扶持和就業能力提升，養老服務體系建設和老年福利提升，環境污染治理和綠色發展推進，文化設施建設和文藝創作鼓勵等方面。

安融（香港）評級依據政府行政效率的高低程度將政府行政效率劃分為 1-7 檔。政府行政效率越高，對於區域經濟社會發展影響越顯著。高行政效率意味著政府在決策、執行、監督等各個環節

都能夠快速、準確地回應社會需求和問題，有效地利用公共資源，為民眾提供更加優質、高效的服務。因此，安融（香港）評級對越高的政府行政效率給與更高的檔位。

安融（香港）評級“政府行政效率”具體檔位映射標準如下：

指標	7	6	5	4	3	2	1
政府行政效率 (名次)	[1,5)	[5,10)	[10,20)	[20,55)	[55,70)	[70,90)	≥90

政府廉潔度從全球清廉指數來考量分析。全球清廉指數（Corruption Perceptions Index，簡稱 CPI）是由透明國際（Transparency International，簡稱 TI）自 1995 年起每年發佈的一項評估報告，用於衡量世界各國民眾對於當地腐敗狀況的主觀感知程度。這一指數反映了一個國家政府官員的廉潔程度和受賄狀況，因此也被稱為“腐敗感知指數”。清廉指數通過收集企業家、風險分析師、一般民眾等調查對象的感知數據，對各國及地區的腐敗狀況進行評分，該指數採用百分制，得分越高表示腐敗程度越低，即越清廉；反之，得分越低則表示腐敗程度越高。因此，安融（香港）評級對越高的政府廉潔度（全球清廉指數）給與更高的檔位。

安融（香港）評級“政府廉潔度”具體檔位映射標準如下：

指標	7	6	5	4	3	2	1
政府廉潔度 (全球清廉指數) (分)	[95,100]	[90,95)	[80,90)	[50,80)	[25,50)	[5,25)	[0,5)

## (2) 政府實力

安融（香港）評級主要從政府經濟實力、財政實力和債務承受力來考量政府實力。

政府實力指標如下：

一級指標	二級指標	三級指標
政府實力	經濟實力	GDP
		GDP 增長率
		人均 GDP
	財政實力	國民總收入
		國民總支出
	債務承受力	國家政府債務總額/GDP
		外債餘額/GDP

### A、經濟實力

安融（香港）評級衡量主權國家經濟實力的主要指標為 GDP、GDP 增長率和人均 GDP。

GDP 是衡量一個國家或地區經濟規模、發展水準和綜合實力的重要指標。一個國家或地區的 GDP 越大，通常意味著該國或地區經濟規模越大、經濟實力越強，並在多個方面展現出較強的競爭力和影響力。因此，安融（香港）評級對 GDP 越高的國家或地區給與更高的檔位。

GDP 增長率是衡量一個國家或地區經濟發展速度和活力的重要指標。它反映了該國或地區在一定時期內經濟總量的變化情況，是評估一個國家或地區經濟工作成效和制定經濟政策的重要依據。增長率越高，說明該國或地區經濟增長越快，經濟活力越強。因此，安融（香港）評級對 GDP 增



長率越高的國家或地區給與更高的檔位。

人均 GDP 是衡量一個國家或地區經濟發展水準和居民平均經濟福祉的重要指標。人均 GDP 通過計算一個國家或 GDP 總量與常住人口的比值，直接反映了該國或地區居民平均創造的經濟價值。人均 GDP 越高，說明該國或地區經濟發展水準越高，居民平均經濟活動水準也越高。因此，安融（香港）評級對人均 GDP 越高的國家或地區給與更高的檔位。

### B、財政實力

安融（香港）評級衡量國家或地區財政實力的主要指標為國民總收入和國民總支出。

國民總收入是衡量一個國家或地區經濟實力和人民生活水準的重要指標。它反映了一個國家或地區在一定時期內通過生產活動和其他管道所獲得的收入總量，對於評估一個國家或地區的經濟發展狀況、制定經濟政策以及進行國際比較等方面都具有指導意義。國民總收入是指國內生產總值（GDP）加上來自國外的要素收入再減去對國外的要素支出。這裏的“要素收入”主要指的是勞動者報酬、生產稅、補貼、固定資產折舊、營業盈餘和財產收入等原始收入。從而國民總收入是在 GDP 的基礎上，考慮了要素收入的國際流動後得到的結果。因此，安融（香港）評級對國民總收入越高的國家或地區給與更高的檔位。

國民總支出主要指在一定時期內國民對消費、投資和政府開支的總支出，這一指標反映國家經濟中的總需求水準。國民總支出指標值越高，說明政府持續支付實力越強，國民總支出的增加說明國家經濟活動的活躍和消費能力的提升。因此，安融（香港）評級對國民總支出越高的國家或地區給與更高的檔位。

### C、債務承受力

安融（香港）評級衡量政府債務承受力的主要指標為國家政府債務總額/GDP 和外債餘額/GDP。

國家政府債務總額/GDP 為國家政府債務總額與國家或地區生產總值的百分比，是衡量國家或地區債務狀況的一個重要指標，該指標體現了國家或地區舉債的程度，該指標值越低，國家或地區償債壓力越小，債務承受力越強，信用風險越低。因此，安融（香港）評級對國家政府債務總額/GDP 越低的地區政府給與更高的檔位。

外債餘額/GDP 為外債餘額與與國家或地區生產總值的百分比，是衡量國家或地區償債能力、財政健康程度以及外部債務風險水準的重要指標。具體來說，它反映了國家或地區在其財政資源範圍內承擔外部債務的能力，以及外部債務負擔的可持續性。外債餘額/GDP 表明國家或地區財政對其外部債務覆蓋的情況，該指標值越低，國家或地區外部債務承受力越強，國家或地區信用風險越低。因此，安融（香港）評級對外債餘額/GDP 越低的地區政府給與更高的檔位。

安融（香港）評級“政府實力”具體檔位映射標準如下：

指標	7	6	5	4	3	2	1
GDP（億美元）	≥150000	[30000,150000)	[15000,30000)	[5000,15000)	[2000,5000)	[200,2000)	<200
GDP 增長率（%）	≥6.5	[4.75,6.5)	[3,4.75)	[1,3)	[0.25,1)	[-1,0.25)	<-1
人均 GDP（美元）	≥80000	[50000,80000)	[12000,50000)	[6000,12000)	[3000,6000)	[2000,3000)	<2000
國民總收入（億）	≥250000	[35000,250000)	[20000,35000)	[4000,20000)	[2000,4000)	[150,2000)	<150



美元)							
國民總支出(億美元)	≥100000	[22000,100000)	[12000,22000)	[4000,12000)	[2500,4000)	[1000,2500)	<1000
國家政府債務總額/GDP(%)	<10	[10,30)	[30,45)	[45,70)	[70,120)	[120,170)	≥170
外債餘額/GDP(%)	<10	[10,25)	[25,40)	[40,120)	[120,200)	[200,300)	≥300

### (3) Pre-SRAF 評級等級映射

根據前述政府動員能力和政府治理能力的指標賦值和權重可以得到“政府行政能力”的映射檔位；根據前述政府經濟實力、財政實力和債務承受力的指標賦值和權重可以得到“政府實力”的映射檔位。

結合上述兩個維度的映射檔位，通過 Pre-SRAF 評級等級二維矩陣，安融（香港）評級可得到主權國家的二維矩陣 Pre-SRAF 評級等級映射。

Pre-SRAF 評級等級映射如下：

Pre-SRAF 評級等級		政府行政能力						
		7	6	5	4	3	2	1
政府實力	7	aaa	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+
	6	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-
	5	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+
	4	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb
	3	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+
	2	a/a-	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-
	1	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-	ccc 以下

## 2. 主權風險調整因素

主權風險調整因素是受評主體在進行國際信用評級時，需要考慮的重要因素。安融（香港）評級使用“政治風險”“社會風險”“外匯管制風險”“銀行操作風險”“本幣貶值風險”“債務危機”“金融市場波動風險”和“其他因素”主權風險調整因素對城投企業進行國際信用調整，得到受評主體的國際評級基準。由於影響主權信用風險的因素眾多且隨著國際關係、經濟、行業發展處於動態變化之中，本方法中所列主權信用風險調整項可能無法覆蓋全部調整要素，有待評級工作實踐中的持續積累、總結和優化。

### (1) 政治風險

如受評主體存在很大的國內政治風險和地緣政治風險，將可能下調其信用等級。

### (2) 社會風險

如受評主體存在很大的社會矛盾、民族衝突、文化或宗教衝突，將可能下調其信用等級。

### (3) 外匯管制風險

如受評主體存在很大的資金流動受限風險，將可能下調其信用等級。

### (4) 銀行操作風險

如受評主體存在很大的資金不能及時匯兌的風險，將可能下調其信用等級。

### (5) 本幣貶值風險

如受評主體存在很大的本幣貶值風險，將可能下調其信用等級。

(6) 債務危機

如受評主體存在很大的國際外部債務危機，將可能下調其信用等級。

(7) 金融市場波動風險

如受評主體存在很大的國際金融市場波動風險，將可能下調其信用等級。

(8) 其他因素

其他因素是指上訴主權因素之外的所有可能影響城投企業償債能力和償債意願的主權因素。安融（香港）評級將視具體情況予以適當調整其信用等級。

具體主權風險調整因數如下：

一級因數	二級因數
政治風險	國內政治風險
	地緣政治風險
社會風險	社會矛盾
	民族衝突
	文化或宗教衝突
外匯管制風險	資金流動受限
銀行操作風險	操作風險
本幣貶值風險	本幣貶值風險
債務危機	債務危機
金融市場波動風險	金融市場波動風險
其他因素	其他因素

### 3. 評級基準

安融（香港）評級在 Pre-SRAF 評級等級的基礎上，結合主權風險調整因素得出受評主體評級基準。

### 4. 自身調整因素

自身調整是在主權國家共性特徵評價基礎上，針對所評主權國家的個性特徵要素進行的補充分析。經過個體特徵調整後的評價結果才能完整反映主權國家自身信用水準的基礎信用等級。值得注意的是，只有影響主權國家信用風險，且僅發生在個別主權國家中的因素才會在調整項中進行考察。安融（香港）評級使用“ESG”“區域融資環境變化風險”“經濟週期變動風險”“產業結構調整風險”“人口大幅流動風險”“國際收支風險”“區域內納稅企業變化風險”“區域信用風險”和“其他因素”自身調整因素對主權國家進行調整。由於影響信用風險的因素眾多且隨著經濟、行業發展處於動態變化之中，本方法中所列調整項可能無法覆蓋全部調整要素，有待評級工作實踐中的持續積累、總結和優化。

(1) ESG

ESG 即環境、社會責任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的縮寫，是影響受評主體發展潛力的重要因素。受評主體若在 ESG 方面表現差，可能會影響受評主體的穩定性，進而加重受評主體的信用風險。安融（香港）評級重點關注各 ESG 因素的負面影

響，如受評主體存在相關風險因素，則可能會對其信用等級進行調整。

(2) 區域融資環境變化風險

如受評主體因區域融資環境變化，存在很大的融資風險，將可能下調其信用等級。

(3) 經濟週期變動風險

如受評主體因經濟週期變動，存在很大的財政收入波動風險或基礎設施投資風險，將可能下調其信用等級。

(4) 產業結構調整風險

如受評主體因產業結構調整，存在很大的市場需求波動風險或技術創新風險或資金鏈風險或政策執行風險，將可能下調其信用等級。

(5) 人口大幅流動風險

如受評主體因人口大幅流動，存在很大的境內人口流動風險或跨境人口流動的風險，將可能下調其信用等級。

(6) 國際收支風險

如受評主體因國際收支風險，存在很大的國際收支逆差風險、國際收支結構脆弱性風險或國內經濟問題累積風險，將可能下調其信用等級。

(7) 區域內納稅企業變化風險

如受評主體因區域內納稅企業變化，存在很大的納稅企業變化風險，將可能下調其信用等級。

(8) 區域信用風險

如受評主體存在很大的債務違約或財政危機等信用風險，將可能下調其信用等級。

(9) 其他因素

其他因素是指上述因素之外的所有可能影響主權國家償債能力和償債意願的因素。安融（香港）評級將視具體情況予以適當調整其信用等級。

具體自身調整因數如下：

一級因數	二級因數
ESG	E
	S
	G
區域融資環境變化風險	融資風險
經濟週期變動風險	財政收入波動風險
	基礎設施投資風險
產業結構調整風險	市場需求波動風險
	技術創新風險
	資金鏈風險
	政策執行風險
人口大幅流動風險	境內人口流動風險
	跨境人口流動的風險
國際收支風險	國際收支逆差風險
	國際收支結構脆弱性風險



一級因數	二級因數
	國內經濟問題累積風險
區域內納稅企業變化風險	納稅企業變化風險
區域信用風險	債務違約
	財政危機
其他因素	其他因素

## 5. BCA 等級

安融（香港）評級在評級基準的基礎上，結合自身調整因素得出受評主體 BCA 等級。

## 6. 外部支持

外部支持調整因數如下：

一級因數	二級因數
國際鑄幣權和本幣國際地位	國際鑄幣權
	本幣國際地位
國際組織和國家間支持	國際貨幣基金組織（IMF）和世界銀行（WB）支持
	其他支持

假如受評主體在面臨流動性危機難以履行債務承諾時仍然能獲得穩定的外部支持，將有助於穩定相關方的預期從而降低受評主體發生實際流動性危機的可能性，同時外部支持方在受評主體發生流動性危機時做出的具體救助措施將有助於提升到期債務的償付可能性或降低違約損失率。

安融（香港）評級主要從國際鑄幣權和本幣國際地位、國際組織和國家間支持兩個方面綜合考量主權國家獲得的外部支持情況。

### （1）國際鑄幣權和本幣國際地位

國際鑄幣權方面，主要考量主權國家或機構是否具有在全球範圍內發行和管理貨幣的權力，對其在經濟、政治、金融和戰略等方面支持作用以及對全球經濟影響力度如何。

本幣國際地位方面，主要考量主權國家本幣在國際貨幣體系中的地位，以及在提升國際貿易競爭力、增強國際融資能力、促進經濟穩定增長、維護金融穩定與安全等方面的影響力。

國際鑄幣權和本幣國際地位映射如下：

國際鑄幣權和本幣國際地位		國際鑄幣權		
		3	2	1
本幣國際地位	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

### （2）國際組織和國家間支持

國際組織和國家間支持主要考量國際貨幣基金組織（IMF）和世界銀行（WB）支持、其他支持兩個維度，在綜合評估這兩個維度的基礎之上，得出受評主權國家所獲國際組織和國家間支持。

國際貨幣基金組織（IMF）和世界銀行（WB）支持主要考量國際貨幣基金組織（IMF）國際特別提款權（SDR）、世界銀行（WB）長期貸款以及世界銀行（WB）技術支持和能力建設對受評主權國家支持（如補充國際儲備資產、平衡國際收支、促進國際貿易和投資、緩衝外部經濟衝擊、維



護金融市場穩健、增強 IMF 的貸款能力、長期貸款額度、技術支持和能力建設等多個方面）力度的大小。

其他支持主要為外交支持和經濟援助、其他國際組織和非政府組織（NGO）支持、跨國公司和外國直接投資（FDI）對受評主權國家資金和資源（貸款、贈款、技術援助、減貧、教育和衛生援助等方式）支持力度的大小。

政府支持歷史記錄映射如下：

國際組織和國家間支持	國際貨幣基金組織（IMF）和世界銀行（WB）支持		
	3	2	1
3	3/2	2/1	1/0
其他支持 2	2/1	1/0	0
1	1/0	0	0

## 7. 最終信用等級

安融（香港）評級綜合考慮外部支持，得到受評主體信用等級（模型結果等級）。

通過本方法模型得出的信用等級為受評主體的參考信用等級，僅作為分析師推薦信用等級以及信用評級委員會評定信用等級的參考，最終信用等級由信用評級委員會評定，最終信用等級與模型等級可能存在差異。

## 六、本方法模型局限性

1. 安融（香港）評級對主權國家或司法轄區的各類評級要素判斷，是基於其歷史情況為基礎的，但相關要素及其未來發展對償債能力的影響可能受外部環境變化而有所不同，因此，本方法模型對此類主權國家或司法轄區的信用風險評估不能保證準確預測主權國家或司法轄區的未來實際違約風險。

2. 本方法模型僅列舉了對主權國家或司法轄區評級時需重點考察的評級要素，並未覆蓋評價主權國家或司法轄區信用風險時需考慮的全部要素，如非系統性風險和主權國家或司法轄區未來突發的重大事件等。

3. 本方法模型對指標的選取存在人為因素，評級模型中的要素權重代表了對評級要素人為評估的相對重要性，評級模型中包含關鍵性的定性評估因素，這些因素可能導致本評級方法模型無法全面、準確反映信用風險；同時，信用評級委員會各評審委員在作出自身的判定結論時可能考慮超出評級方法模型範圍的更多因素，因此最終信用等級的評定始終帶有主觀影響的成分。安融（香港）評級將定期或不定期審查本方法模型並適時修訂。

## 權及聲明

本文件的版權歸安融（香港）信用評級有限公司所有。

本文件包含的所有資訊受法律保護，未經安融（香港）信用評級有限公司書面授權或許可，任何機構和個人不得對本檔的任何內容進行複製、拷貝、重構、轉讓、修改、傳播和轉售，或為上述目的存儲本文件包含的資訊。

安融（香港）信用評級有限公司及其雇員不對使用本文件而引致的任何直接或間接損失負任何責任。

安融（香港）信用評級有限公司主要通過公司網站: [www.arrating.com](http://www.arrating.com) 發佈技術政策檔，並對所發佈的技術政策檔擁有解釋、修訂、更新和廢止權利。

 安融(香港)信用評級有限公司  
ANRONG(HONG KONG)CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

地址: Office 02 on 6th Floor, Bupa Centre, No.141  
Connaught Road West, Hong Kong

電話: +852 9774 4087

網址: [www.arrating.com](http://www.arrating.com)