

作者：徐骥，CFA
邮箱：research@fecr.com.cn

国际三大评级机构政府相关实体评级方法比较研究

摘要

本文主要对标普、穆迪、惠誉等国际三大评级机构的政府相关实体（GRE）评级方法进行比较。

从评级框架来看，三大评级机构都会将 GRE 的自身等级、政府信用等级、政府对 GRE 提供特殊支持的可能性三个方面纳入考量范围。此外，穆迪还会考虑 GRE 和政府之间的违约关联度。

一般情况下，GRE 的自身等级都要低于政府，因此政府提供特殊支持的可能性就决定了 GRE 的最终信用等级。在评价特殊政府支持的可能性时，国际三大评级机构的考虑因素也有所区别，其中定量因素较少，定性分析仍占绝大部分。

在较少的情况下，GRE 的信用级别可能高于政府，但是需要满足一些较为苛刻的条件，比如 GRE 的自身等级首先要高于政府信用等级，并且政府从 GRE 抽取现金和资产的能力较为有限。

政府相关实体评级方法的比较，对我们更加深入地研究国内的城投公司信用甚至国企的信用是有价值的。

相关研究报告：

1. 《国际三大评级机构医疗器械行业信用评级体系比较研究》，2020.01.01

本文主要比较标普、穆迪、惠誉等国际三大评级机构对政府相关实体的评级方法。其中，标普的评级方法为 General Criteria: Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions (2019年7月1日)；穆迪的评级方法为 Government-Related Issuers Methodology(2020年2月21日)；惠誉的评级方法为 Government-Related Entities Rating Criteria (2019年11月13日)。

在上述三个评级方法中，标普、穆迪、惠誉对“政府相关实体/发行人”的称谓略有不同，标普和惠誉都称其为 Government-Related Entities (GRE)，而穆迪称其为 Government-Related Issuers (GRI)。本文统一称其为政府相关实体 (GRE)。

一、什么是 GRE?

从字面上来看，GRE 就是政府相关实体，但是三大机构在定义上仍有一定差别。

标普是从实体能否获得来自政府的（正面）特殊支持（**extraordinary government support**）或负面特殊干预（**negative extraordinary government intervention**），来判断该实体是否属于 GRE。也就是说，即便没有政府控制，标普也可能因为该实体可以获得政府特殊支持，而将其视为 GRE。在这一点上，穆迪和惠誉有所不同。

穆迪通常以 20% 的所有权作为阈值来判断一家实体是否属于 GRE。也就是说，一般情况下，当政府拥有一家实体 20% 以上的所有权时，该实体才会被认定为 GRE，除非该实体拥有政府授予的特许状（a special charter）或公共政策授权（a public policy mandate）。

同样地，惠誉也将政府是否拥有足够控制权（sufficient control）作为判定 GRE 的一般标准。通常情况下，这意味着政府（直接或间接）持有一家实体的多数经济或投票控制权。

二、GRE 评级体系

对于 GRE 来说，由于其和政府之间存在紧密关系，在评级时，除了考虑 GRE 自身的信用等级之外，还要考虑政府的信用等级以及政府提供特殊支持的可能性。

（一）评级框架

标普将 GRE 的自身信用等级 (Stand-Alone Credit Profile, SACP)、政府信用等级、特殊政府支持的可能性 (The Likelihood Of Extraordinary Government Support)，这三个要素结合在一起，得出 GRE 的最终级别。关于 GRE 的自身信用的等级，标普根据该 GRE 的相关行业评级标准和其他适用方法，进行打分评级。GRE 的自身信用等级反应的是该发行人在缺少特殊支持或特殊负担情况下的信用情况。三大机构对 GRE 自身信用等级的处理方法大体一致。

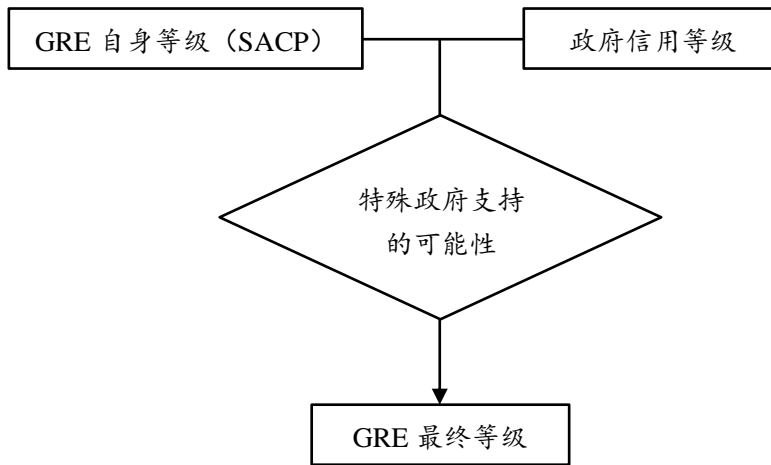


图 1：标普 GRE 评级框架

资料来源：标普评级方法，远东资信整理

和标普相比，穆迪在给 GRE 评级时，除了考虑特殊政府支持以外，还要考虑 GRE 和政府之间的违约关联度 (default dependence)。

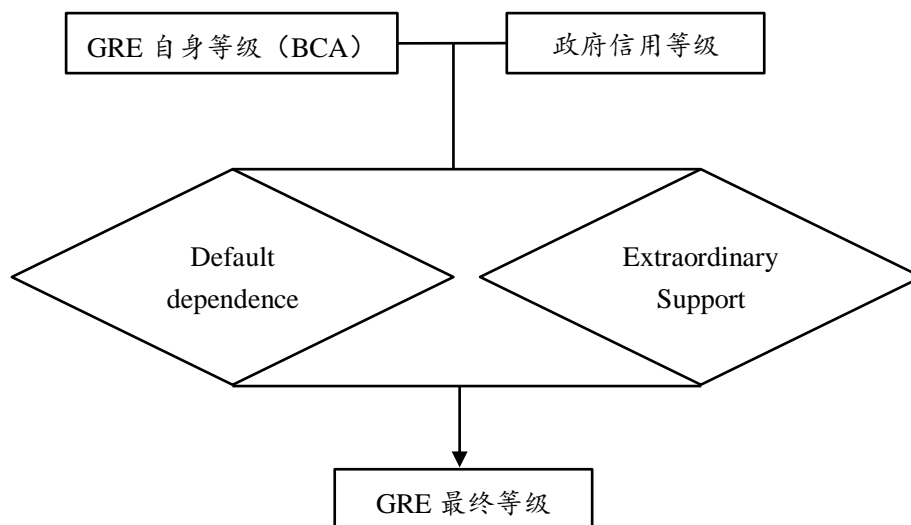


图 2：穆迪 GRE 评级框架

资料来源：穆迪评级方法，远东资信整理

这里的违约关联度 (default dependence) 指的是，在不利条件下，GRE 和政府同时受影响而违约的可能性。穆迪认为，政府提供特殊支持的能力取决于政府自身的偿债能力，如果 GRE 和政府的违约风险关联度越高，那么 GRE 在不利条件下可能获得的政府支持就会越少。也就是说，如果造成 GRE 违约的风险对政府也同样适用，那么在 GRE 接近违约时，政府可能也已经是“泥菩萨过江”了。

对于如何衡量违约关联度，穆迪主要从三个方面分析：一是 GRE 和政府运营和财务上的关联程度；二是 GRE 和政府对于相同收入来源的依赖程度；三是 GRE 和政府对于相同信用风险的暴露程度。对于上述每一方面因素，穆迪又有若干核心指标进行判断。另外，对于每一方面因素，穆迪都将打分结果分为四档，低、中等、高、非常高。在确定最终的违约关联度时，穆迪取三个结果中的最高等级。比如，如果前两个方面的得分是“中等”，而第三个方面的得分是“非常高”，那么该 GRE 和政府的违约关联度就是“非常高”。

惠誉的评级框架和标普类似，也是在 GRE 自身等级的基础上，再考虑政府提供特殊支持的可能性，两家机构主要的差别体现在“特殊政府支持的可能性”。

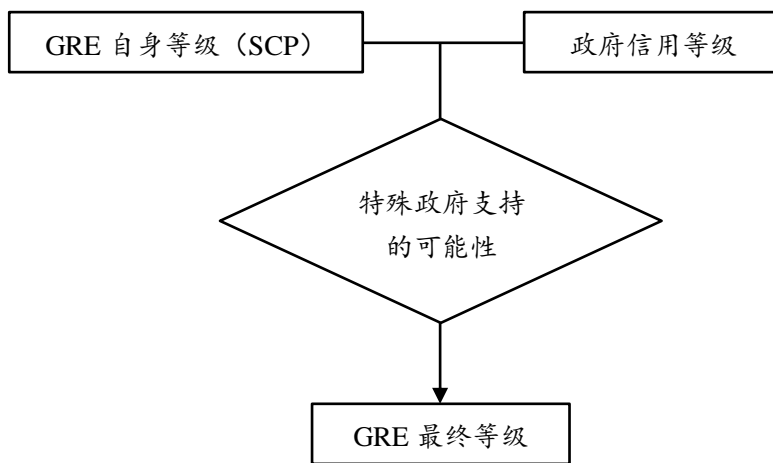


图 3: 惠誉 GRE 评级框架

资料来源：惠誉评级方法，远东资信整理

从总体评级原则上来看，如果政府提供特殊支持的可能性越高，则 GRE 的最终等级和政府信用等级越接近。不过，上述的三个 GRE 评级框架也并非适用于所有的政府相关实体，仍有一些特殊情况可能需要采用其他方式处理。当然，除了提供特殊支持以外，政府也有可能对 GRE 的信用等级造成拖累，虽然后者可能较为少见。

（二）特殊政府支持的可能性/程度

在判断 GRE 获得政府特殊支持的可能性之前，我们有必要厘清什么是特殊政府支持。关于特殊政府支持，三家机构采用的表述略有差别，但含义基本一致。

标普将其称为 extraordinary government support，穆迪称为 extraordinary support，惠誉称为 exceptional support。总体来说，所谓“特殊政府支持”指的是，在 GRE 出现财务困难、面临即将违约情况下，政府对其提供财务支持，使其避免债务违约。比如，政府直接给 GRE 注入流动性支持，政府通过其控制的银行给 GRE 发放贷款，等等。所以在支持前面加上“特殊”作为限定，是为了和“一般”“日常”支持（ongoing or ordinary support）做区分。很多 GRE 都可能在日常情况下收到来自政府的支持，而这些“日常政府支持”会被放在“GRE 自身等级”中进行考量。也就是说，在考虑特殊政府支持时，日常政府支持并不会被计算在内。当然，有些情况下，特殊支持和日常支持之间的分界线可能并不清晰，而政府给 GRE 提供日常支持的规律性和频次在一定程度上能够反映政府提供特殊支持的意愿。

标普从两个维度来评价特殊政府支持的可能性：一是**该 GRE 对政府的重要性**（the importance of the GRE's role to the government），二是**该 GRE 和政府之间的关系**（the link between the GRE and the government）。标普在判断上述两方面因素时，不仅基于当前事实情况，也基于对未来的预期。

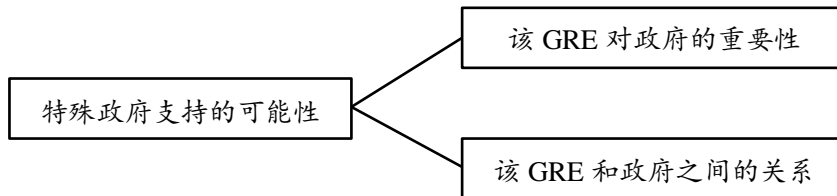


图 4：标普对特殊政府支持可能性的判断

资料来源：标普评级方法，远东资信整理

在判断 GRE 对政府的重要性时，标普主要评估，该 GRE 的违约对政府或当地经济的危害程度。从具体指标上来看，标普以举例的方式表示，在评判时会考虑该 GRE 的员工数量、该 GRE 营收占 GDP 的百分比，以及该 GRE 的出口占比、能源生产占比、银行存款占比，等等。标普将重要性评判分为四个档位：关键（critical）、非常重要（very important）、重要（important）、有限重要（limited importance），并给出了每个档位的定性文字描述，但是未做定量的限制。如果一家 GRE 是代表政府提供一项无法轻易被私营部门替代的关键公共服务，那么该 GRE 对政府的重要程度就很可能被评判为“关键”。

在判断 GRE 和政府之间的关系时，标普主要分析政府在多大程度上可以决定该 GRE 的经营策略以及 GRE 的监管层级。从具体指标上来看，标普会考察政府的持股比率、政府是否对该 GRE 的债务做部分或全部的担保、政府是否公开声明对该 GRE 提供支持，以及该 GRE 违约对政府声誉的损害。同时，标普认为，政府的政策、过往干预记录、对该 GRE 日常运营的参与，等等多个方面的因素也能够体现政府对该 GRE 的支持意愿。另外，除了考察单个 GRE 之外，标普也会考量政府对整个 GRE 部门（the GRE sector）提供及时支持的倾向。标普将 GRE 和政府之间的关系的评价也分为四档：一体化（integral）、非常强（very strong）、强（strong）、有限（limited），并给每个档位做了定性的文字描述。

在得出该 GRE 对政府的重要性和该 GRE 和政府之间的关系两个结论之后，标普使用其惯用的矩阵方式，形成特殊政府支持可能性的结果。

穆迪将特殊政府支持程度分为两个方面因素进行考量：一是**结构因素**（structural factors），二是**意愿因素**（willingness factors）；其中，结构因素分为担保（guarantees）、所有权程度（ownership level）、支持的障碍（barriers to support），意愿因素分为政府干预的程度（the level of government intervention）、政治联系（political linkages）、经济重要性（economic importance），合计 6 个因素。和标普相比，穆迪的考量因素更为具体和清晰。不过，除了所有权程度是定量之外，其他 5 个因素也是定性描述。穆迪将这 6 个因素的打分结果分为 5 个档位（从 low 到 very high），然后对 6 个因素的打分结果取平均值，最终得出特殊政府支持程度。

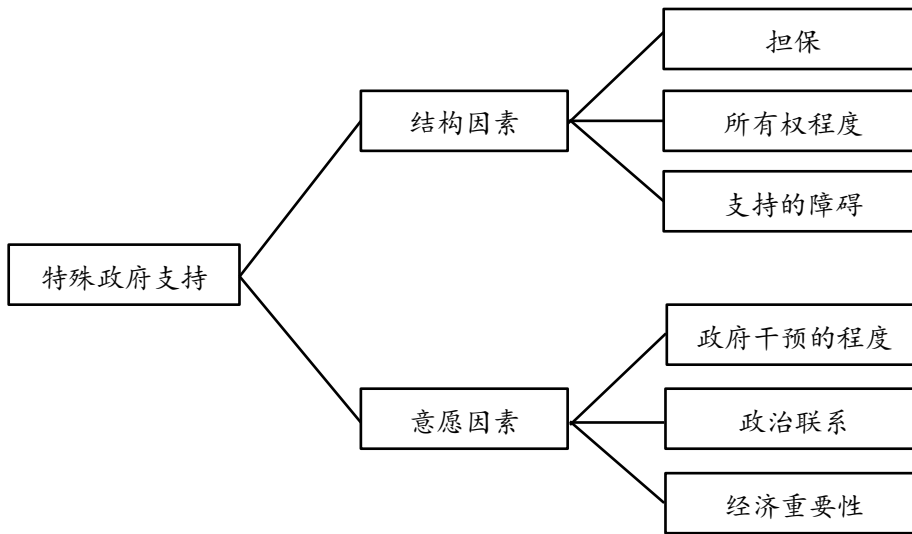


图 5：穆迪对特殊政府支持程度的判断

资料来源：标普评级方法，远东资信整理

类似地，在评估特殊支持的可能性时，惠誉也分两方面考虑：一是**关联强度**（strength of linkage），二是**支持意愿**（incentive to support）。其中，关联强度分为地位、所有权、控制力（status, ownership and control）以及支持的历史记录和未来预期（support track record and expectation）两个子因素；支持意愿分为 GRE 违约的社会和政治后果（socio-political implications of the GRE’s default）以及 GRE 违约的财务后果（financial implications of the GRE’s default）两个子因素。值得一提的是，在评估特殊支持的可能性时，惠誉认为支持意愿比关联强度更为重要。因此，在打分时，支持意愿的分值是关联强度分值的 2 倍。

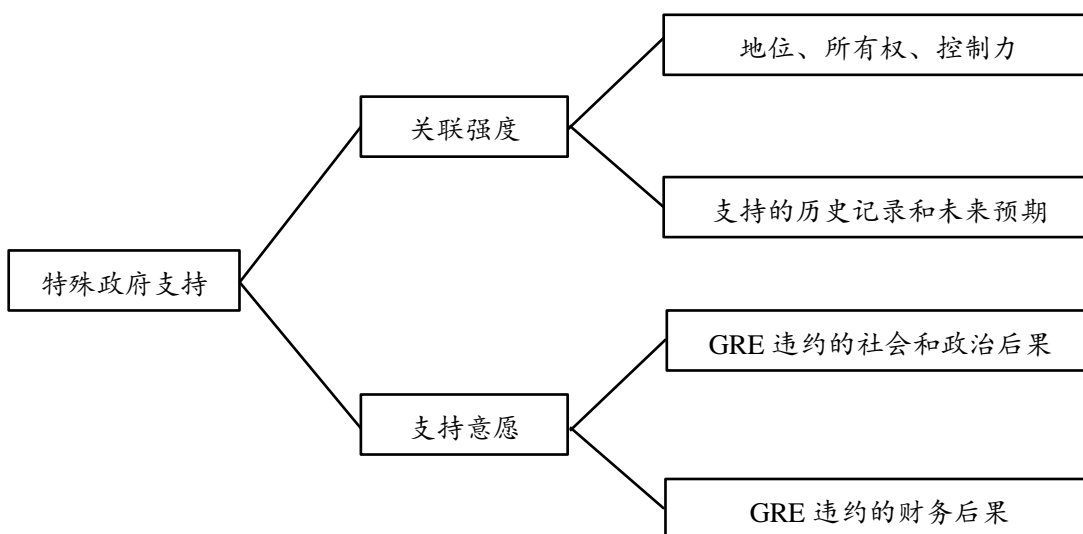


图 6：惠誉对特殊政府支持可能性的判断

资料来源：惠誉评级方法，远东资信整理

（三）GRE 级别调整的方式

在得出特殊政府支持的可能性之后，根据 GRE 的自身等级和政府信用等级，三大评级机构一般都会通过级别调整的方式来确定 GRE 的最终信用级别。

标普主要使用过矩阵的方式来实现级别调整，根据特殊支持的可能性级别，标普建立了不同的矩阵图表与之对应。比如，如果特殊政府支持的可能性是“非常高（very high）”，GRE 自身等级为 a，政府信用等级为 AA，那么通过矩阵比对就可以得出该 GRE 的最终信用级别是 AA-。

在评级方法中，穆迪没有明确说明具体的调级方式，但是给出了一个具体案例。在该案例中，一家从事水务的 GRE 的自身等级为 ba1，政府信用等级为 Baal，在确定两者的违约关联度和特殊支持程度之后（结果都是最高等级 very high），穆迪给出了该 GRE 最后的信用等级区间是 Baa1 至 Baa2。至于最终的信用等级，穆迪应该是留给评级委员会做裁决。

在调级方式上，惠誉给出了一个一般情况下的调级准则表（Notching Guideline Table）。惠誉的调级方式分为两种：从上往下调整（top-down）和从下往上调整（bottom-up）。根据调级准则表，当特殊政府支持的可能性比较高时，惠誉一般采用从上往下调整，即在政府信用等级的基础上向下调整 0-3 个子级；当特殊政府支持的可能性比较低时，惠誉一般采用从下往上调整，即在 GRE 自身等级的基础上向上调整 0-3 个子级。

三、GRE 的信用等级能否高于政府

关于 GRE 的信用等级能否高于政府，答案是肯定的，至少在标普和惠誉的评级方法中均有涉及。但是，这种情况应该是较为少见的，需要满足的条件也是较为苛刻的。

标普认为，如果 GRE 的信用等级高于政府，这意味着该 GRE 的还款能力和还款意愿都要高于政府，并且，当政府出现违约时，该 GRE 有相当的概率不会出现违约。在评价 GRE 能否高于政府级别时，标普将其分成了多种情况进行讨论。一种分类是将政府级别分为 B-及以上级别和 CCC 及以下级别，当然，前者可能是较为常见的情况。另一种分类是将政府分为主权政府和地方政府进行讨论。当政府信用等级为 B-及以上时，GRE 的信用等级要高于政府信用等级则必须满足三个条件。第一个条件是该 GRE 不会受到**特殊负面政府干扰**（extraordinary negative government intervention）。特殊负面政府干扰可能会导致该 GRE 的自身资源被政府抽取，同时降低 GRE 自身的财务灵活性。第二个条件是，该 GRE 的自身等级必须高于政府信用等级。第三个条件是该 GRE 和政府之间的关系不能落在“一体化（integral）”或“非常强（very strong）”这两档。

相类似地，惠誉认为，一般情况下，政府的信用等级应该是 GRE 的等级上限。如果 GRE 的信用等级要高于政府，则必须同时满足两个条件，一是该 GRE 的自身等级高于政府；二是政府对该 GRE 的现金或资产的获取能力较为有限（limited access），比如，存在一个股东协议或某种债务契约（a ring-fencing debt covenant）来限制政府从该 GRE 处获得现金和资产。

【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。