

作者：王祎凡、冯祖涵
邮箱：research@fecr.com.cn

标普、穆迪、惠誉多边金融机构信用评级方法比较

摘要

从信用评级对象角度比较，根据受评对象的政策授权、职能范围和资金结构的不同，标普、穆迪、惠誉均对受评对象进行了分类，多边开发银行与其他超主权机构分别说明。标普的受评对象主要分为多边贷款机构（MLIs）和其他非银行超主权机构两部分，穆迪的受评对象主要分为多边开发银行（MDBs）和其他超主权实体（OSEs）两个部分。在惠誉的评级方法中，分别对多边开发银行（MDBs）、超主权金融担保（SFGs）、超主权行政机构（例如欧盟、欧洲原子能机构等）作出具体说明。

从信用评级框架角度比较，三大评级机构均采取基本打分表与调整因素相结合的整体框架。在基本打分表的设置中，三大评级机构均采取选取一级指标及一级指标下的细化指标，分别打分的方式进行；在调整因素的选择上，均选取先内部调整后外部调整的方法。从差异性看，国际三大基础评级的方式略有不同。在基础打分表的评估过程中，标普和惠誉主要采取矩阵的方式，穆迪则采取加权平均的方式。

从信用评级要素角度比较，虽然国际三大评级要素的选取有所不同，但均基于多边开发银行的基本特点考虑，涵盖的范围基本相同。例如，从资金来源考虑，国际三大均把流动性作为重要评估因素；从多边开发银行的政策职能考虑，国际三大从地区风险性评估风险。在外部调整因素中，国际三大均对股东的支持进行评估，将通知即付资本（callable capital）作为评估的重要因素。

随着中国资本市场的对外开放的不断深入和“一带一路”建设，多边开发银行和多边金融机构在中国资本市场的参与度日渐提升。因此对于多边金融机构评级方法的研究具有重要意义。

相关报告研究：

- 1.《疫情背景下油价下跌对主权信用影响几何》，2020.05.21
- 2.《黑天鹅频发叠加各国放水，加剧主权债券违约风险》，2020.04.10
- 3.《美联储急速降息50bp 引领新一轮全球降息热潮》，2020.03.27
- 4.《国际三大主权评级方法比较》，2019.08.13

一、超主权机构概述

（一）多边开发银行

多边开发银行是国际性金融机构，通常由两个或两个以上的主权国家共同建立，是为发展中国家的经济和社会发展活动提供资金援助和专业咨询的组织。目前，世界上的多边开发银行包括世界银行集团、亚洲开发银行、非洲开发银行、欧洲复兴开发银行、泛美开发银行、欧洲投资银行、欧洲投资基金、北欧投资银行、加勒比海开发银行、伊斯兰开发银行和欧洲开发银行理事会等，按照职能范围不同，可分为全球性开发银行、跨区域开发银行、区域性开发银行等。与传统商业银行不同的是，多边开发银行并不以追求利润为主要目的，其成立的主要意义在于促进成员国的经济发展和繁荣。

世界银行是成立时间最久、影响最深远的开发银行，目前共有189个成员国，在130多个地方设有办事处。世界银行集团是一个独特的全球性合作伙伴，所属五家机构共同致力于寻求在发展中国家减少贫困和建立共享繁荣的可持续之道。

（二）其他超主权金融机构

与多边开发银行类似，向发展中国家提供贷款的一些其他银行和基金通常被统称为其他多边开发机构。这些机构与多边开发银行的区别在于成员国的范围较窄，其工作重点只是放在某些特殊部门或活动上。例如欧洲委员会(EC)、欧洲投资银行(EIB)、国际农业开发基金(IFAD)、伊斯兰开发银行(IDB)、北欧开发基金(NDF)和北欧投资银行(NIB)、欧佩克国际开发基金(OPEC基金)等。

（三）多边开发银行在中国发展历程

随着中国资本市场的对外开放的不断深入和“一带一路”建设，近年来，多边开发银行和多边金融机构在中国资本市场的参与度日渐提升。2005年，国际金融公司(IFC)和亚洲开发银行(ADB)将成为首批在华发行人民币债券的国际多边金融机构；2015年，由中国、巴西、俄罗斯、印度、南非五国共同设立的金砖国家新开发银行(NDB)开业，面向成员国提供基础设施建设资金，并帮助其应对金融危机中的货币不稳定风险；2016年，金砖国家新开发银行在中国银行间市场成功发行规模为30亿元的“2016年第一期绿色金融债券”，成为首家在中国发行绿色金融债的多边金融机构；2020年4月，金砖国家新开发银行在中国银行间市场发行50亿元人民币疫情防控专项债，成为截止目前为止，多边开发银行在中国银行间债券市场发行的最大单笔熊猫债券。因此研究多边银行评级方法对建立全球性的信用评价体系具有重要意义。

此外，多边开发银行具有促进国际间合作的重要作用。2017年5月，中国财政部与世界银行、亚洲基础设施投资银行、新开发银行、亚洲开发银行、欧洲投资银行、欧洲复兴开发银行在北京共同签署《关于加强在“一带一路”倡议下相关区域合作的谅解备忘录》，多边开发银行成为支持“一带一路”发展建设的重要支撑。

表 1: 多边金融机构在中国发展历程

时间	主要事件
2005年9月28日	国际金融公司(IFC)和亚洲开发银行(ADB)成为首批获准在华发债的多边金融机构
2015年7月21日	由金砖五国发起成立的金砖国家新开发银行(NDB)宣告成立, 储备基金为1000亿美元,
2015年12月25日	首个由中国倡议设立的多边金融机构, 亚洲基础设施投资银行(AIIB)正式成立
2016年7月12日	金砖国家新开发银行在中国银行间市场成功发行规模为30亿元的“2016年第一期绿色金融债券”
2020年4月2日	金砖国家新开发银行在中国银行间市场发行50亿元人民币疫情防控专项债

数据来源: 远东资信整理

二、信用评级对象比较

根据受评对象的政策授权、职能范围和资金结构的不同, 标普、穆迪、惠誉均对信用受评对象进行了分类, 并结合受评对象特点, 对信用评级模型进行调整。标普的受评对象主要分为多边贷款机构(MLIs)和其他非银行超主权机构两部分, 其他超主权机构具体包括多边保险公司、多边货币基金、区域公共政策机构(例如欧盟)以及提供预算融资或汇集海外直接援助的工具。标普认为, 以获取股东回报为主的机构并不适用本评级方法。穆迪的受评对象主要分为多边开发银行(MDBs)和其他超主权实体(OSEs)两个部分。与多边开发银行类似, 超主权金融实体通常由两个或两个以上成员国共同出资, 但政策授权的范围较小, 且并不以促进发展为主要目标。根据穆迪评级方法, 以盈利为目的金融机构和单一政府拥有的开发机构并不属于受评对象范围。在惠誉的评级方法中, 分别对多边开发银行(MDBs)、超主权金融担保(SFGs)、超主权行政机构(例如欧盟、欧洲原子能机构等)作出具体说明。

虽然在名称类别和分类方法上有所不同, 但国际三大均将多边开发银行与其他超主权机构分别列举。多边开发银行在超主权机构中占据主要地位, 是国际三大的评级方法中的重点讨论内容。

从行业特征上看, 国际三大均认为多边开发银行具有以下特征: 一是多边开发银行通常由两个及以上的主权政府建立, 从信用评级的角度看, 作为国际性组织的多边开发银行具有超主权的特点, 通常不受国家政策影响, 因此在评级过程中并不以主权信用等级为上限; 二是多边开发银行成立的目的基于政策目标, 例如促进成员国中欠发达地区的经济发展、消除贫困、支持经济结构调整等, 并非追求利润最大化。

三、信用评级框架对比

(一) 标普

标普的评级框架的总体思路是基于独立信用状况(stand-alone credit profile, SACP)¹的评估, 并结合外部支持因素进行调整的方式。对于多边贷款机构, 独立信用状况的基础是对企业风险(ERP)和财务风险(FRP)的评估,

¹注: SACP也可以翻译为“个体信用状况”, 其本身不是评级, 它只是发行人评级(issuer credit rating, ICR; 也可以翻译为“主体信用评级”)的一个部分。

其中企业风险反映政策重要性和治理或管理两项指标的评估结果，财务风险反映资本充足率以及资金和流动性的评估结果。整体评级思路共分为三个主要步骤：一是将政策重要性、治理或管理、资本充足率以及资金和流动性四个关键指标分别采用定性和定量的标准进行评估，并映射到相应的风险等级；第二步，对企业风险和财务风险采取矩阵评分的方式，确定指示性独立信用状况，并根据流动性限定信用等级上限，确定独立信用评级的等级结果；第三步是将股东的外部支持因素纳入考虑，在这一步骤中，选取调整后的资本充足率和集团评级方法两项指标，并确定指示性发行人信用等级。

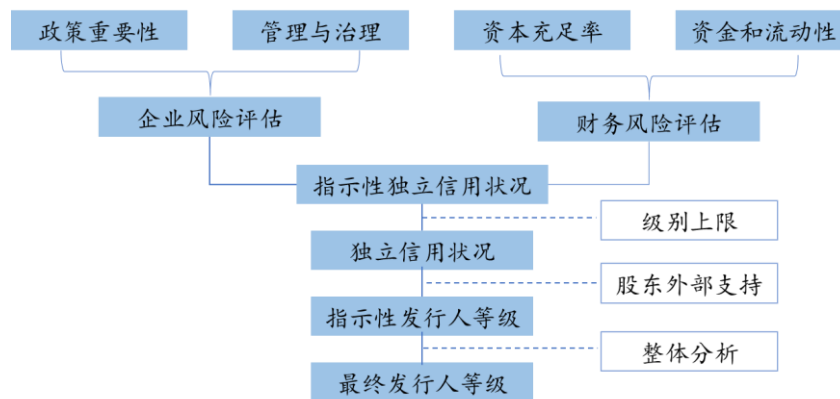


图 1: 标普多边贷款机构信用评级框架

数据来源：标普官网，远东资信整理

其他多边非银行机构的评级框架与多边贷款机构基本一致，但在关键指标选取上略有不同。在评估企业风险（ERP）的指标中，标普认为多边保险机构的政策目标与多边贷款机构一致，因此同样将政策重要性和治理或管理作为评价企业风险的关键指标。在财务风险（FRP）评估中，标普根据保险准则，选择应用资本和收入、风险敞口和资金结构作为关键指标。与多边贷款机构相似，多边保险机构同样根据流动性和外部支持分别确定评级上限和调整因素，确定最终等级。

多边援助机构的评级框架的基础是主权向多边援助机构的援助活动承诺的资金支持。具体分析，是先基于主权捐助方的评级结果得出多边援助机构的评级结果，并根据历史捐款记录和风险缓冲程度进行调整。

欧盟的评级方法分为锚点和调整因素两个方面，锚点是对于欧盟各国信用等级的加权平均，权重依据各国净贡献设定，调整因素分为财政风险、趋势、政治风险、外部支持等因素，分别进行计量。

（二）穆迪

穆迪的评级框架采取定量和定性相结合，基本打分卡和调整因素相结合的方式。同时按照受评对象特点的不同，分为多边开发银行和其他超主权机构的评级方法。

多边开发银行的评级方法共分为三个主要步骤，第一步根据资本充足率以及资金和流动性两个方面对内在财务实力（Intrinsic Financial Strength）进行评估，在每一部分的评估过程中，均采取先打分，后调整，再加权平均的方

式，第二步是根据运营环境和管理质量作为调整因素，对初步评级结果进行调整，得出调整后的内在评级结果，第三部是根据组织成员的支持力度，得出打分卡结果。在考虑其他评级因素的基础上，确定最终信用等级。

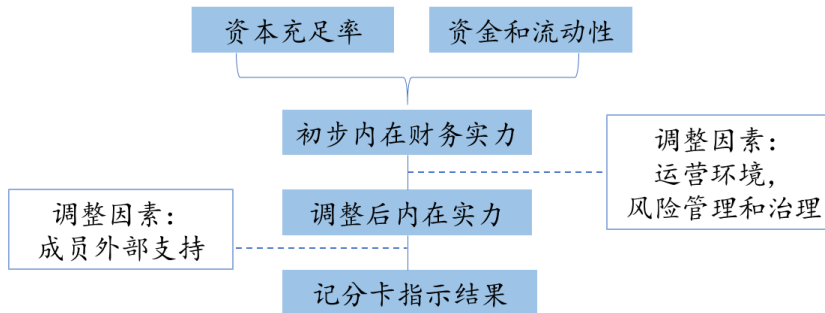


图 2: 穆迪多边开发银行信用评级框架

数据来源：穆迪官网，远东资信整理

其他超主权机构的评级方法在整体框架上与多边开发银行基本保持一致，但由于其缺乏稳定的资金来源，因此穆迪将成员的支持力度作为基础打分表中的指标之一而非打分表之外的因素。

（三）惠誉

惠誉的评估框架采取基本打分卡和调整因素相结合的方式，从总体上看共分为三个步骤，三步分别为内在等级（Intrinsic Rating）的评估、基于内在因素的调整和基于外部支持因素的调整。内在等级的评估是对偿付能力和流动性两个方面进行评估，偿付能力的评估是对资本和风险两个一级指标分别进行评价，并对打分结果采取矩阵方式确定偿付能力等级，并将评估流动性结果并与偿付能力进行比较，选取二者之中较低的信用等级；在基于内在因素的调整中，商业环境是惠誉考虑的内在调整因素，该步骤中选取治理和业务情况、运营环境作为评价业务环境（business environment）的一级指标，此步骤的调整幅度为不超过三个子级，得出调整后的内在等级；在基于外部支持因素的调整中，惠誉选取股东支持能力和股东支持意愿作为一级指标评估外部支持能力，并在内在等级的基础上再次调整，确定最终发行人违约等级（Final Issuer Default Rating, Final IDR）。

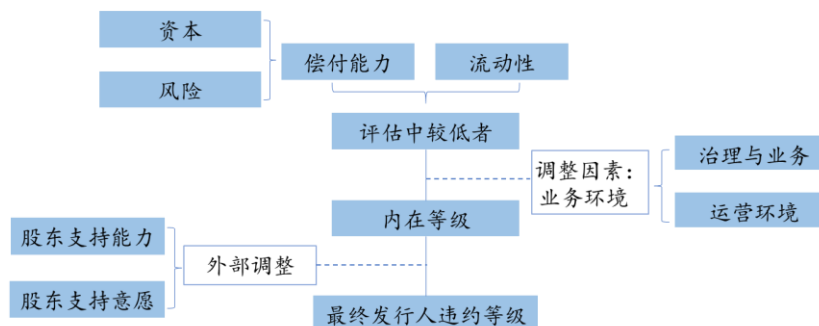


图 3: 惠誉多边开发银行信用评级框架

数据来源：惠誉官网，远东资信整理

（四）模型比较

综合来看，在评级框架中，三大评级机构均采用基本打分表与调整因素相结合的整体框架。在基本打分表的设置中，三大评级机构均采用选取一级指标及一级指标下的细化指标，分别打分的方式进行；在调整因素的选择上，国际三大均选取先内部调整后外部调整的方法

从差异性看，国际三大确定基础评级的方式略有不同。在基础打分表的评估过程中，标普和惠誉对各个一级指标的评定结果主要采取矩阵的方式，穆迪则采取加权平均的方式。

四、信用评级要素对比

（一）标普

独立信用状况（SACP）是标普评级体系的起点，在多边贷款机构信用评级方法中，独立信用状况由企业风险和财务风险两个方面共同确定，其中衡量企业风险的关键指标是政策重要性、治理和管理，衡量财务风险的关键指标是资本充足率、资金和流动性。

1. 政策重要性

政策重要性反映多边贷款机构的授权和公共政策职能对其股东和成员国的重要性，标普共考虑三个方面的二级指标：分别是角色和公共政策授权、与股东关系的强度和稳定性、优先债权人待遇。对于角色和公共政策授权，标普首先分析多边贷款机构的角色和职能，以及其他机构可以在多大程度上发挥类似的作用。此外，标普还分析多边贷款机构在信贷周期内的历史业绩。标普认为，由条约或与条约具有同等效力的文件建立的机构比政府间非正式协议建立的机构更具有政策重要性。对于与股东关系的强度和稳定性，标普认为，股东的增加和支持性的增强表明多边贷款机构的政策作用在增强，反之则表明政策作用在减弱，标普将多边贷款机构获得增资的能力、股东认购资本或担保同样作为评级股东关系的指标。对于优先债权人待遇，标普认为多边贷款机构通过其角色和政策重要性获得优先债权人地位，主权政府认为多边贷款机构具有逆周期的调节作用，因此在陷入债务困境时，会选择优先偿还欠款。在这一指标的评价中，标普选取主权政府的欠款状况以及主权债务总额和未偿债务的比重作为评估标准。

2. 治理和管理

标普认为，多边贷款机构不处于各国银行监管体系或者国际监管之下，也不受到各国的法律约束，因此评价机构的管理和治理能力对信用评估至关重要。标普重点分析机构的章程设立、内部治理规则、策略和风险管理政策等。标普选取定性的方式，分析多边贷款机构所有权的广度，审计和控制的机构以及股利政策，根据这些标准对其治理进行评估。如果少数成员国股东能够控制或对决策产生重大影响，那么标普通常认为治理薄弱。

3. 资本充足率

资本充足率的评估分为两个步骤，第一步是根据调整后的资本充足率（risk-adjusted capital, RAC）确定初始评

估等级，第二步是基于风险状况评估的调整。

与商业银行不同，多边贷款机构的资本充足率不受监管水平限制，因此其资本充足率的计算方式是基于商业银行的计算方式进行的调整。其中调整因素具体包括：风险加权资产、重大风险敞口（例如私募股权）、集中度和多元化程度等。

风险状况的评估是对机构实际和特定风险评定的进一步完善。其中具体包括贷款绩效和风险管理，还包括资本充足率未包含的或高估的风险。其中，对于贷款绩效的分析主要是对私营部门的借款人进行的，这是因为即使主权债务人拖欠了贷款，也能在很大程度上进行冲销。对于风险管理的评估，标普采取定性的方式，主要分析在风险敞口变化期间是否拥有更强的保守风险承受能力。

4. 资金和流动性

资金和流动性是评价财务风险的另一个重要指标。资金方面，标普使用定量和定性相结合的方法。标普认为，多边贷款机构不接受存款，也无法从中央银行获得资金或流动性，资金的主要来源是资本市场中的无抵押借款，因此通过审查资金组合和资金状况，来评估资金的强度和潜在波动性。标普在评估 MLI 的资金组合时，主要考虑其资金来源的多样性和进入资本市场的机会。对于流动性的评价，标普分析的重点是多边贷款机构在不利的市场和经济条件下管理其流动性需求的能力和长时间在不利经济环境下维持运营的可能性。对于流动性的分析主要基于在不同时间范围内流动性比率的计算，来分析多边贷款机构对经济衰退的敏感性。

5. 股东支持的可能性

通知即付资本（callable capital）的存在是股东支持的重要体现，外部的股东支持通常以通知即付资本的注入形式出现，以担保或其他形式的支持则较少。为了显示通知即付资本和担保对多边贷款机构的支持力度，标普对资本充足率的计算进行了调整，其中在分子中包括了外币评级不低于多边贷款机构的独立信用评级（SACP）级别的股东通知即付资本，分母则保持不变。并按照调整后的资本充足率，再次评价财务风险，并与企业风险进行矩阵评估，确认执行性发行人评级。

表 2：标普主要指标

一级指标	二级指标
政策重要性	角色和公共政策授权
	与股东关系强弱
	优先债权人待遇
治理和管理	股东结构
	治理标准
	策略
	风险管理
	人员
	跟踪记录管理

资本充足率	调整后资本充足率
	风险状况
资金和流动性	6个月流动资金比率与支出
	12个月流动资金比率与支出
股东外部支持	通知即付资本和担保

数据来源：标普官网，远东资信整理

（二）穆迪

穆迪的评级要素主要分为资本充足率、流动性和资金、运营环境和管理质量、成员的支持力度四个方面，其中是资本充足率、流动性和资金穆迪定量打分中两大因素。资本充足率是评价偿还能力的重要指标，也是衡量金融机构吸收损失能力（Loss Absorption Capacity）的关键因素。这一因素的设置主要是基于多边开发银行的基本职能考虑的，穆迪认为多边开发银行通常向欠发达地区提供贷款或投资，同时根据其职能限制，缺乏通过收入弥补资本的能力。

1. 对于资本充足率的评级，穆迪选取杠杆水平、开发资产信用质量、资产表现三个二级指标。

（1）杠杆水平

杠杆水平是衡量风险应对能力的重要因素，通常较低的杠杆水平表示更高应对风险的能力。穆迪选取开发资产与可用权益的比值进行测量，其中，开发资产包括A3及以下评级的开发资产（贷款总额、股权投资和担保）和库存现金；可用权益包括实收资本、储备金、留存收益等股东权益总额，但不包括通知即付资本和股东计划的未来投入。

（2）发展资产信用质量

开发资产组合是穆迪主要考虑开发资产的风险敞口。当面向信誉欠佳的借款人提供贷款时，通常会考虑某个地区的发展将对投资组合的质量产生负面影响。穆迪通过考虑以下几点因素评估资产组合的信用质量：基于借款人评级的贷款和担保质量评估，通常采用借款人主权信用评级的加权平均，考虑投资组合领域、地理位置和集中度。多边开发银行通常拥有优先债权人地位，多边开发银行的贷款通常面向主权国家，在主权政府面临偿债压力时，会基于自身未来发展的需要，优先偿还多边开发银行贷款。如果主权政府没有不良信用记录，则穆迪会考虑大幅提升评估分数。股权投资同样是开发资产信贷质量的重要组成部分。通常认为，股权投资相比于债券投资具有更高的风险性，因此当投资集中于股权投资时，此指标分数通常较低。

（3）资产表现

与传统商业银行类似，不良贷款率是衡量资产表现的重要指标。多边开发银行选取不良开发资产与总开发资产的比值作为评估标准。具体来看，不良资产包括不良贷款、股权投资的减值或损失和被通知要求执行的对外担保。穆迪选取最近一期年度报告和未来三年年度报告预测值中较低者。

对于资本充足率的评估，未来趋势是其重要的调整因素，在三个二级指标调整中均有体现。

2. 流动性和资金是另一重要指标，多边开发银行的资产和负债通常存在期限不匹配问题。此外，多边开发银行缺乏稳定的存款，且与商业银行相比，缺乏中央银行提供流动性的能力，因此流动资金和进入信贷市场的能力就更加重要。在这一评级要素下，穆迪主要选取流动资源的可获得性、资金的结构和质量两方面因素作为评价指标。

(1) 流动资金的可获得性

流动资产的构成和规模是保障超主权机构随时出售资产能力的重要指标，据此评价其以现金流入抵消资金使用状况的能力。穆迪选取流动资产与净现金流出的比值作为评估因素。流动资产包括现金和现金等价物，评级为 Baa3 及以上的金融机构持有的期限少于一年的存款，评级为 A2 或更高的库存资产以及已承诺且不受限制且期限超过 18 个月的主要贷方未提取的信贷额度；净现金流出包括授权任务的净流出减去授权活动的流入加上用于偿还债务的本金和利息（以及衍生品净流出与回购协议流出）。

(2) 资金质量和结构

许多多边开发银行仅依靠批发市场为其业务提供资金，因此持续获得稳定融资来源的能力是机构获得融资和避免流动性紧缩的重要因素。穆迪根据机构的资金结构定性评估此子因素。考虑因素可能包括债券发行的追踪记录，相对于同业的融资成本，信贷额度的可用性以及融资来源和投资者基础的多样性。债券发行的追踪记录和资金成本是对多边开发银行融资能力的评估，定期发行债券的记录和更低融资成本表明多边开发银行具有更强的进入全球信贷市场的能力。此外，因为并非所有的多边开发银行都选择发行债券的方式进行融资，因此可获得的信贷额度通常也作为评价资金结构和质量的考虑因素之一。

资金质量和结构的评估也是权重分配的重要因素。在对两项二级指标进行加权平均时，穆迪采用可变的权重，当资金结构和质量具有良好的表现时，该项指标具有更高的权重，当资金的结构和质量评分较低，则穆迪认为更应该考虑流动性的影响。

3. 调整因素

在确定基础内在财务实力的评分后，穆迪根据运营环境和管理质量两项指标进行定性调整，并得出调整后的内在财务实力。

(1) 运营环境

运营环境恶化意味着未来会出现更高的损失和资本流失。穆迪定性评估运营环境风险。基于运营环境的调整主要适用于异常情况，通常会在有预警迹象表明超国家的信贷指标出现重大实质性恶化的风险时应用此调整。具体考虑的因素包括：超主权机构在政治或经济动荡的地区或部门的活跃程度，开发资产组合中在各地区和部门之间的相关性。高度相关的运营和开发资产组合可能会受到商品价格波动，区域经济或银行业危机或地缘政治冲突的影响。穆迪对于相关运营和宏观经济环境的看法基于对相关地区的主权风险前景以及对关键宏观经济变量的预测。

(2) 质量管理

质量管理包括风险管理和治理两方面的因素。该项因素采取定性评估的方式，考虑董事会和高管识别和应对风险的意愿和能力。在该项指标进行调整时，通常只进行下调。

4. 外部支持因素：股东支持力度

股东的支持力度考虑股东的支持能力和支持意愿两个方面的因素。

(1) 支持能力

穆迪认为，股东在需要时提供财务援助的能力对机构实现其目标或增强流动性的能力至关重要。具有良好信用状况的成员倾向于拥有更多的支持机构的余地。穆迪对支持能力的衡量，选取股东的信用等级的加权评级作为评价基础，加权权重以认购资本份额或预算捐款和成员提供担保的比率为主要依据。

(2) 支持意愿

穆迪对于支持意愿的评价分为基于合同支持的评估和非合同支持的评估。在合同支持的方面，选取采用通知即付资本与总债务的比值作为评分标准，在非合同支持方面，选取增资记录、股东与机构的关系作为评价依据。

表 3：穆迪主要指标

一级指标	一级权重	二级指标	二级权重
资本充足率	50%	杠杆水平	20%
		开发资产信用质量	10%
		资产表现	20%
流动性和资金	50%	流动资金的可获得性	可变
		资金结构和质量	可变
定性调整	-	运营环境	-
		风险状况	-
外部支持	-	支持能力	50%
		支持意愿	50%

数据来源：穆迪官网，远东资信整理

(三) 惠誉

惠誉的偿付能力评估评估基于两个指标，分别是资本和风险。

1. 资本

资本的评价基于三个二级指标，分别是资产权益比率、可用资本与风险加权资产比重和内在资本补充能力

(1) 资产权益比率是股东权益与资产减去资产负债表上记录的衍生工具的公允价值进行比较。

(2) 对于可用资本与风险加权资产之比，可用资本包括股东权益以及“AAA”“AA”评级的股东认购的一部分通知即付资本。风险加权资产包括贷款、担保、参股和其他资产，对于贷款、担保和国债资产，惠誉根据其评级结果赋予不同权重，信用等级越高则权重越低，对于参股和其他资产，惠誉认为风险较高，分别赋予250%和100%的权重。

(3) 内在资本补充能力评价多边开发银行的获利能力，通常多边开发银行不以盈利为目标，因此此项指标权重通常较低。

2. 风险性

在风险的评估中，惠誉选取信用风险、集中度、风险管理、股权风险、市场风险五个二级指标。

(1) 信用风险是多边开发银行最大的风险来源，在风险评估中至关重要，因此占据极高比重。其中最关键的测量因素是未偿贷款和担保的加权评级，评级是惠誉借款人或其担保人的信用评级。惠誉的调整因素包括贷款减值、准备金水平、优先债权人待遇。贷款减值主要考虑逾期六个月的主权贷款，优先债权人待遇以主权贷款所占份额进行评价。

(2) 惠誉认为多边开发银行需要向陷入困境的国家或其他私人实体提供大量融资，因此与商业银行相比，有更大的交易对手集中度。惠誉在此项指标中，通过计算五个最大风险敞口占整体投资组合的比例来衡量。

(3) 对于股权投资，惠誉认为股权投资相比于债权投资具有更大的破产风险，此外资产的估值波动和股价波动也是股权风险敞口的重要来源。

(4) 在市场风险分析中，多边开发银行通常不参与市场活动，因此市场风险不是多边开发银行风险的主要来源。在该指标中，惠誉考虑难以对冲的汇率风险和利率风险。

(5) 风险管理政策主要考察风险管理的内部规则、拨备政策。因为多边开发银行不受银行监管体系约束，因此内部规则制定更为重要。

3. 流动性评估

惠誉对流动性的评估旨在衡量相对于其当前和未来现金需求的流动资产的规模和质量，以及进入市场和其他资金来源的渠道。其评估遵循两步法：一是基于对流动性缓冲和库存资产质量的内部流动性评估，二是对补充流动性和资本市场准入的可替代性的内部流动性评估的补充部分。流动性评估基于四个等级的量表。

(1) 流动资金缓冲

惠誉通过库存的流动资产与短期债务之比来衡量流动性缓冲，对于涉及贸易融资的多边开发银行，流动资产包括期限不满一年的未减损的贸易融资贷款。惠誉还关注多边开发银行提供的流动性压力测试，将未来12-18个月内流动性缓冲与用于运营和偿还债务现金需求进行比较。

(2) 流动资产质量

流动资产质量反映多边开发银行清算资产而不造成损失的能力。关键评价指标为 AA-及以上级别国债资产的份额。次要评价指标为投资级类别的证券和银行存款的份额。

4. 调整因素：业务环境评估

业务环境评估主要取决于业务概况和运营环境两个因素，分为高风险、中风险、低风险三个等级。其中业务评估涵盖银行投资组合的规模、机构治理的质量、参与私营部门融资、公开授权的重要性。

运营环境评估主要考虑的因素为：业务所在国家或地区的信用质量、所在国家的人均收入、政治风险、营商环境、成员国在运营过程中提供的运营支持。

5. 外部支持因素

外部支持因素主要分为股东提供特别支持的能力和意愿两个因素。其中，股东的支持能力通过信用评级较高的股东的通知即付资本与债务的比值和主要股东加权评级进行衡量；股东的支持意愿通过定性因素进行调整。惠誉认为，只有当股东表现出强烈的支持意愿时，才可以进行调整。

表 4：惠誉主要指标

一级指标	二级指标	三级指标	三级权重
偿付能力	资本	资产权益比值	极高
		可用资本与风险加权资产比值	高
		内部资本产生	低
	风险性	信用风险	极高
		集中度	高
		风险管理	高
		股权风险	中等
业务环境	治理与业务概况	市场风险	中等
		银行投资组合规模	中等
		机构的治理质量	中等
		策略风险	中等
		非主权部门融资	中等
	运营环境	公共授权的重要性	中等
		运营国家	中等
外部支持	支持能力	-	-
	支持意愿	-	-

数据来源：穆迪官网，远东资信整理

(四) 评级要素比较

虽然国际三大评级要素的选取有所不同,但均基于多边开发银行的基本特点考虑,涵盖的范围基本相同。例如,从资金来源考虑,国际三大均把流动性作为重要评估因素;从多边开发银行的政策职能考虑,国际三大从地区风险性评估风险。在外部调整因素中,国际三大均对评估股东的支持进行评估,将通知即付资本作为评估的重要因素。

【作者简介】

王祎凡，南开大学经济学学士、新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，研究部助理研究员。

【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。