

作者：冯祖涵，FRM  
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

从定义来看，政府相关实体可以大致分为两类，一类是政府对实体具有足够的控制权，一般表现为政府持股或深度干预实体经营；另一类是提供重要的公共产品或履行公共政策职能，政府在其陷入困境时会提供临时性、特殊性支持，以使其免于违约。

从评级框架来看，标普与惠誉的评级框架相似度较高，主要包括 GRE 的个体信用状况、政府的信用级别与政府支持的可能性三个模块。当 GRE 的个体信用状况低于政府信用级别时，个体信用状况与政府信用级别可视为级别变动的两端，政府支持的可能性会驱动 GRE 信用级别趋于其中一端。可能性越高，GRE 信用级别更接近政府的信用级别。反之，GRE 信用级别越趋于自身个体信用状况。穆迪额外考虑了 GRE 与支持方政府之间的违约相关性，主要采取联合违约分析的方法，在评估 GRE 个体信用状况的基础上，进一步评估政府特殊支持以及 GRE 与政府间的违约相关性，据此计算 GRE 的违约概率。

从评级要素来看，国际三大在评估政府支持的可能性时，均评估了政府对 GRE 的所有权、政府干预程度、担保情况、历史支持记录以及 GRE 违约的负面影响，但每个要素的侧重点存在差异。尤其在评估 GRE 的负面影响时，标普与惠誉从 GRE 提供的公共服务及风险传导两方面进行评估；穆迪则是从负面影响的具体表现出发，考察潜在的政治、经济与融资成本影响。除共通性的评级要素外，穆迪还额外考虑了特殊支持的限制性因素，包括政府的财政实力以及政府的政策透明度与可预测性。同时，穆迪为评估违约相关性设计了三个一级指标：经营和财务上的联系程度、收入来源的重叠程度、共同的信用风险敞口，并使用了取最大值的方法。

总的来看，因 GRE 与政府的信用联系，GRE 信用评级关键在于评估政府提供特殊支持的可能性。国际三大主要关注所有权、政府干预程度、担保、历史支持记录以及违约的潜在影响。但政府对 GRE 的干预及支持往往通过间接且非公开的方式，信息的准确性与全面性会影响评级作业。同时，对 GRE 违约的负面影响评估也多基于当前 GRE 的运营情况。实际上，违约所造成的负面影响也一定程度上与违约过程中 GRE、政府以及市场各方反应相关。此外，穆迪引入的违约相关性考虑了政府支持能力在危机情况下的下滑，实则是将 GRE 与政府视为某种程度上的信用共同体，对其进行的压力测试，具有实际意义。政府相关实体评级方法值得在增强前瞻性与深入探索违约相关性两方面继续优化。

### 相关研究报告：

1. 《地方产业投资运营企业信用评级方法探究》，2025.01.17

一些企业或由政府持股或控制，或承担了提供公共服务或履行公共政策职能的角色，其在压力情境下大概率可以得到来自政府的特殊性、临时性支持，其信用与政府信用密切相关。对于此类企业，国际三大信用评级机构将其定义为政府相关实体，并为其设计了能体现其信用特点的评级方法。本文将从政府相关实体的定义出发，比较分析国际三大设计的政府相关实体评级框架，并深入探讨其选用的评级要素。

## 一、政府相关实体的定义

标普定义的政府相关实体（Government related entity, GRE）包括两种类型：一类是实体在压力情景下受到政府特殊支持，其偿付到期债务的能力与意愿得到相应提升；另一类是实体受政府控制，在政府遭遇压力的情况下，可能遭到政府负面干涉。其中，第一类受到政府特殊支持的实体并不一定受政府控制。标普所定义的政府支持与政府负面干涉均出现在 GRE 或政府遭遇财务困境的特殊情形下，具备临时性与特殊性。潜在的政府支持将有助于提高 GRE 的信用级别，而政府负面干涉将导致 GRE 的资源转由政府调配，从而削弱 GRE 的信用资质。

穆迪将政府相关实体命名为政府相关发行人（Government-related Issuers, GRIs）。穆迪定义的政府相关实体需要符合以下两个条件之一：由政府全部或部分持股（持股比例一般高于 20%）或由政府控制；或由中央或地方政府授权，履行公共政策职能。穆迪明确说明，银行、金融公司、证券行业做市商、清算所、证券行业服务提供商和中国地方政府融资平台不属于 GRI。在穆迪的评级方法论下，中国地方政府融资平台适用于专门的评级技术方法《中国地方政府融资平台评级方法论（Local Government Financing Vehicles in China Methodology）》。

惠誉定义的政府相关实体需要符合以下条件之一：政府对实体拥有足够的控制权，通常表现为政府对该实体拥有多数直接或间接的决策权；或者，政府对实体虽无法定所有权，但对其高度控制，在实体陷入困境时，政府会提供支持；或者，该实体履行重要的公共政策职能。惠誉将政府相关实体大致分为公共职能类、商业价值类以及二者的混合体。公共职能类 GRE 主要提供基本公共服务，通常由政府直接或间接持股，并受到政府严格控制。商业价值类 GRE 可能会开展一些公共服务，并获得一些财政补贴，但其主要收入来源为商业活动。

总体来看，国际三大在定义政府相关实体时均考虑了两类情况，一类是政府对实体有充分的控制权，另一类是政府对实体虽无控制权但有救助的可能性。标普还额外强调了政府对实体信用的负面影响。

## 二、政府相关实体的评级框架

### (一) 标普的评级框架

标普的政府相关实体评级框架主要分为三部分：GRE 的个体信用状况、政府的信用级别与政府支持的可能性，主要通过矩阵的方式确定 GRE 的信用级别。

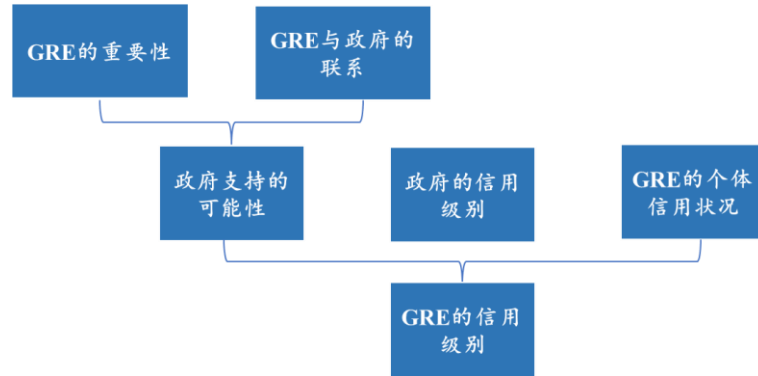


图 1：标普的政府相关实体评级框架

资料来源：标普官网，远东资信整理

GRE 的个体信用状况是指在不考虑政府的特殊支持与负面影响的情况下 GRE 的信用资质。如果 GRE 满足以下条件，则无需评估其个体信用状况：GRE 是履行公共政策职能的重要实体，政府通常为其全部债务做担保，政府对其的特殊支持是“几乎确定”且不太可能改变的。根据标普对中国 GRE 的评级结果（评级日期截至 2024 年 4 月 30 日），中国农业发展银行、国家开发银行、中国出口信用保险公司、中国进出口银行等四家政策性金融机构并无个体信用状况评分，政府支持的可能性均为最高一档的“几乎确定”，其信用级别与标普评定的中国主权信用级别一致，均为“A+”。

政府的信用级别需要在区分支持方为中央政府或地方政府后，分别采用主权信用评级方法或地方政府信用评级方法进行评估。

就政府支持的可能性来说，可能性越高，GRE 的信用级别就越接近政府信用级别；可能性越低，信用级别越接近 GRE 的个体信用状况。标普将政府支持的可能性划分为 7 个档位，从高到低依次为“几乎确定”“极高”“非常高”“高”“中等偏高”“中等”“低”。标普选取了 GRE 的重要性和 GRE 与政府的联系两个要素，通过矩阵的方式评估支持的可能性。GRE 的重要性分为“关键”“非常重要”“重要”“有限”等档位；GRE 与政府的联系从高到低分为“不可或缺”“很强”“强”“有限”四个档位。

表 1：标普政府支持可能性的评估矩阵

政府支持的可能性		GRE 的重要性			
		关键	非常重要	重要	有限
GRE 与政府的联系	不可或缺	几乎确定	极高	高	中等偏高
	很强	极高	非常高	高	中等偏高
	强	高	高	中等偏高	中等

	有限	中等偏高	中等偏高	中等	低
--	----	------	------	----	---

资料来源：标普官网，远东资信整理

标普通过矩阵的方式，将 GRE 的个体信用状况、政府支持的可能性、政府的信用级别等三个维度的结果，对应至 GRE 的信用级别。当政府支持的可能性为“几乎确定”时，GRE 的信用级别即为政府的信用级别。支持的可能性为“极高”与“非常高”，GRE 与政府关系密切，其信用级别更接近政府的信用级别。可能性为“高”、“中等偏高”与“中等”时，GRE 受到政府支持的可能性较小，其信用级别更接近自身的个体信用状况。当政府支持的可能性为“低”时，GRE 的信用级别等同于其个体信用状况。

以中国主权政府支持的 GRE 为例，标普评定中国主权信用级别为 A+，即支持方级别为 A+。四家政策性金融机构获得中央政府支持的可能性为“几乎确定”，其信用级别与主权信用级别一致，为 A+。政府支持可能性为“极高”与“非常高”的 GRE 数量较多，包括非金融企业、金融机构、基础设施与公用事业企业，其中多数 GRE 的信用级别为 A+与 A，与主权信用级别相近。获政府支持可能性相对较低的 GRE 信用级别更接近自身个体信用状况，级别上调幅度相对较小。另外，标普评定中国移动的个体信用状况达到 aa 级，超过主权信用级别，主权信用级别构成其级别上限，最终信用级别为 A+。

表 2：标普评级的中国主权政府支持的 GRE

企业名称	个体信用状况	支持方级别	政府支持的可能性	级别上调幅度	GRE 信用级别
中国农业发展银行	N/A	A+	几乎确定	上调至主权信用级别	A+
国家开发银行	N/A	A+	几乎确定	上调至主权信用级别	A+
中国出口信用保险公司	N/A	A+	几乎确定	上调至主权信用级别	A+
中国进出口银行	N/A	A+	几乎确定	上调至主权信用级别	A+
中国海洋石油总公司	a	A+	极高	1	A+
中国石油天然气集团公司	a+	A+	极高	0	A+
中国石油化工集团公司	a	A+	极高	1	A+
中国石油化工股份有限公司	a	A+	极高	1	A+
中海石油有限公司	a	A+	极高	1	A+
国家开发投资公司	bbb-	A+	极高	4	A
中国南方电网有限公司	a	A+	极高	1	A+
中国三峡集团公司	bbb+	A+	极高	2	A
中国国家电网公司	a+	A+	极高	0	A+
中国农业银行	bbb+	A+	极高	2	A
中国银行	a-	A+	极高	1	A
中国建设银行	bbb+	A+	极高	2	A
中国建银投资有限公司	bb+	A+	极高	5	A
中国工商银行	bbb+	A+	极高	2	A
中国邮政储蓄银行	bbb	A+	极高	3	A
中国移动有限公司	aa	A+	非常高	主权信用级别构成上限	A+
中国中车股份有限公司	a	A+	非常高	1	A+
中国广核集团公司	bb+	A+	非常高	4	A-
中国华电集团有限公司	bb+	A+	非常高	4	A-

企业名称	个体信用状况	支持方级别	政府支持的可能性	级别上调幅度	GRE 信用级别
中国华能集团有限公司	bb+	A+	非常高	4	A-
国家电力投资集团有限公司	bb+	A+	非常高	4	A-
交通银行	bbb-	A+	非常高	3	A-
中国信达资产管理股份有限公司	bb	A+	非常高	4	BBB+
中信金融资产管理有限公司	b+	A+	非常高	4	BBB-
中国人寿保险股份有限公司	a	A+	非常高	1	A+
中国东方资产管理股份有限公司	bb-	A+	非常高	4	BBB
中信集团公司	bb+	A+	非常高	4	A-
中国宝武钢铁集团有限公司	bbb	A+	高	2	A-
中国第一汽车集团有限公司	bbb+	A+	高	2	A
中国五矿集团公司	bb+	A+	高	3	BBB+
中国铁建股份有限公司	bbb	A+	高	2	A-
中国建筑股份有限公司	bbb+	A+	高	2	A
中国旅游集团有限公司	bbb	A+	高	2	A-
中国电力建设集团公司	bb+	A+	高	3	BBB+
中国再保险(集团)股份有限公司	a-	A+	高	1	A
中国太平保险集团(香港)有限公司	bbb+	A+	高	2	BBB+
中国国际金融有限公司	bbb	A+	中等偏高	1	BBB+
中国银河证券有限公司	bbb-	A+	中等	1	BBB
中信证券股份有限公司	bbb	A+	中等	1	BBB+
申万宏源证券有限公司	bbb-	A+	中等	1	BBB

资料来源：标普官网（评级日期截至 2024 年 4 月 30 日），远东资信整理

## （二）穆迪的评级框架

穆迪的 GRE 评级框架主要包括 GRE 的个体信用状况、政府的信用级别、违约相关性与特殊支持四个部分。相比标普，穆迪额外考虑了 GRE 与支持方政府之间的违约相关性。穆迪在 GRE 评级中主要采取联合违约分析（Joint Default Analysis, JDA）的方法，在评估 GRE 个体信用状况的基础上，进一步评估政府特殊支持以及 GRE 与政府间的违约相关性，据此计算 GRE 的违约概率。特殊情况下，GRE 与政府之间联系密切，无法评估其个体信用状况，需要采用自上而下的方法，主要从政府提供特殊支持的能力和意愿出发。

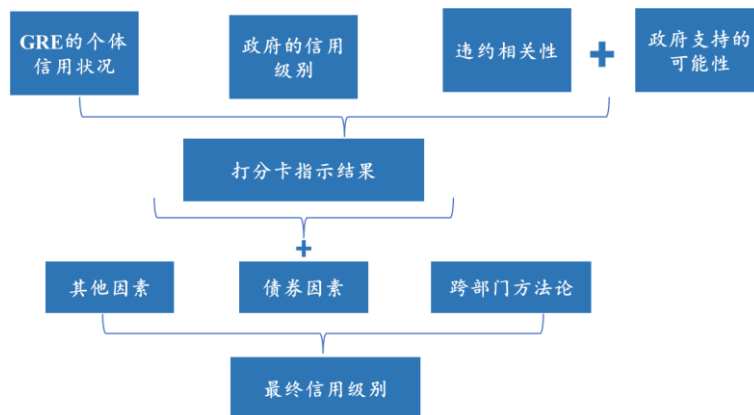


图 2：穆迪的政府相关实体评级框架

资料来源：穆迪官网，远东资信整理

在 GRE 评级的四个主要模块中，个体信用状况是对 GRE 的内在信用实力的评估，反映其在没有政府特殊支持的情况下违约的可能性；政府的信用级别反映了政府对 GRE 的支持能力；个体信用状况与政府的信用级别分别通过其适用的行业企业评级方法论与政府评级方法论进行评估。政府支持的可能性是指政府采取多种手段以避免 GRE 违约的概率，政府支持可能采取多种形式，包括担保、现金注入、提供融资渠道等。违约相关性则是指 GRE 与政府受不利环境影响同时陷入债务困境的倾向性，穆迪主要以二者的经营与财务联系、收入来源重叠程度、共同的信用风险敞口来衡量。

穆迪在 GRE 评级中主要采用的联合违约分析方法主要是基于条件违约概率。根据条件概率公式的变形，即  $P(AB) = P(A|B) \times P(B)$ ，假定事件 A 为政府违约，事件 B 为 GRE 违约，GRE 与支持方政府联合违约的概率等于 GRE 违约情况下政府的条件违约概率与 GRE 违约概率的乘积，或等于政府违约情况下 GRE 的条件违约概率与政府违约概率的乘积。存在两种极端情况：一是二者联系密切，一方违约的情况下另一方必然违约，即  $P(A|B)$  为 1，此时  $P(AB) = P(B)$ ；另一种情况是二者违约事件相互独立，一方违约不会影响另一方的信用状况，即  $P(A|B) = P(A)$ ，此时  $P(AB) = P(A) \times P(B)$ 。考虑到实际情况中 GRE 与政府的联合违约情况往往处于中间地带，引入代表违约风险关联性的加权因子  $W$  ( $0 \leq W \leq 1$ )。W 为 1，对应上述二者必然联合违约；W 为 0，对应上述二者违约事件相互独立。借助关联性加权因子，可以将联合违约概率公式转化为， $P(AB) = W \times P(AB|W=1) + (1-W) \times P(AB|W=0)$ 。进一步简化， $P(AB) = W \times P(B) + (1-W) \times P(A) \times P(B)$ 。借此公式，GRE 与政府联合违约的概率可以通过关联性加权因子、GRE 违约概率与政府违约概率进行计算。

进一步考虑政府的特殊支持，引入代表政府特殊支持可能性的因子  $S$  ( $0 \leq S \leq 1$ )。当  $S$  为 1 时，即政府必定为 GRE 提供支持，此种情况下政府与 GRE 的违约关联性大幅上升。当  $S$  为 0 时，政府不会为 GRE 提供支持，GRE 违约独立于政府违约。此时， $P(AB|S) = (1-S) \times P(B) + S \times P(AB) = (1-S) \times P(B) + [W \times P(B) + (1-W) \times P(A) \times P(B)]$ 。通过以上方法，将对应 GRE 个体信用状况的  $P(B)$ 、对应政府信用评级的  $P(A)$ 、对应违约相关性的  $W$ 、对应政府支持可能性的  $S$ ，统一用于计算联合违约概率，以此确定 GRE 的最终信用级别。

### (三) 惠誉的评级框架

惠誉的评级框架与标普基本类似，包括 GRE 的个体信用状况、政府的信用级别与政府支持的可能性。惠誉将 GRE 的个体信用状况与政府的信用级别做差，得到级别差；通过支持责任与支持动机两方面因素评估政府支持的可能性；最后将级别差与政府支持的可能性通过矩阵的形式用于确定 GRE 的信用级别。

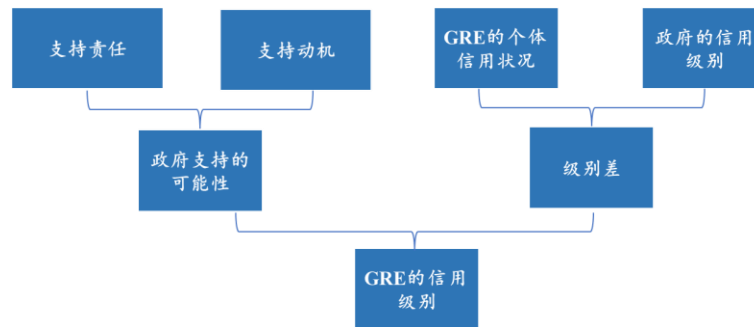


图 3：惠誉的政府相关实体评级框架

资料来源：惠誉官网，远东资信整理

惠誉在评估政府支持可能性时，选取了支持责任与支持动机两方面。支持责任中包括监督与决策、历史支持记录两个要素，支持动机包括维护公共政策职能与风险传导两个要素，每个要素均分为“强”与“非常强”两档。惠誉通过矩阵的形式，将支持责任与支持动机在四个要素上的表现，对应至政府支持的可能性。从矩阵来看，相比支持责任，支持动机所占权重更高。惠誉将政府支持的可能性划分为七档，由高到低分别为“基本确定”“极有可能”、“非常可能”“强预期”“中等预期”“低预期”“基本不可能”。

表 3：惠誉的政府支持可能性矩阵

政府支持的可能性		支持责任					
		2个“非常强”	1个“非常强”，1个“强”	1个“非常强”	2个“强”	1个“强”	0
支持动机	2个“非常强”	基本确定	基本确定	基本确定	基本确定	基本确定	极有可能
	1个“非常强”，1个“强”	基本确定	基本确定	极有可能	极有可能	极有可能	非常可能
	1个“非常强”	基本确定	极有可能	极有可能	极有可能	非常可能	强预期
	2个“强”	极有可能	极有可能	非常可能	非常可能	强预期	强预期
	1个“强”	非常可能	强预期	强预期	强预期	中等预期	基本不可能
	0	强预期	中等预期	低预期	基本不可能	基本不可能	基本不可能

资料来源：惠誉官网，远东资信整理

从惠誉披露的级别调整规则来看，当 GRE 的个体信用状况高于政府信用级别时，GRE 的最终信用级别等同于其个体信用状况；当 GRE 的个体信用状况低于政府信用级别时，根据政府支持的可能性与二者的级别差，按既定规则进行调整。当政府支持的可能性为“基本确定”“极有可能”“非常可能”三个档位时，惠誉主要采用自上而下的方法，从政府的信用级别出发，通过向下调减确定 GRE 的级别；当政府支持的可能性为其他档位时，惠誉主要采用自下而上的方法，从 GRE 的个体信用状况出发，通过向上调增确定 GRE 的最终信用级别。调整的幅度在 0 到 5 个子级之间。整体来看，当 GRE 的个体信用状况低于政府信用级别时，政府支持的可能性越高，GRE 的信用

级别越接近政府级别；反之，越接近自身的个体信用状况。在政府支持可能性的类别不变的情况下，级别差越大，级别调整的幅度越大。

**表 4：惠誉的级别调整规则**

级别调整规则		政府支持的可能性						
		基本确定	极有可能	非常可能	强预期	中等预期	低预期	基本不可能
		在政府信用级别基础上进行调整			在 GRE 个体信用状况基础上进行调整			
级别差 (GRE 的个体 信用状 况-政 府信用 级别)	>0	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况
	0	0	0	0	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况
	-1	0	0	0	+1	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况
	-2	0	0	0	+1	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况
	-3	0	0	-1	+1	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况
	-4	0	-1	-2	+1	个体信用状况	个体信用状况	个体信用状况
	-5	0	-1	-2	+2	+1	个体信用状况	个体信用状况
	-6	0	-1	-2	+3	+2	+1	个体信用状况
	-7	0	-1	-2	+4	+2	+1	个体信用状况
	-8	0	-1	-2	+4	+3	+1	个体信用状况
	-9	0	-1	-2	+5	+3	+1	个体信用状况
	-10	0	-2	-3	+5	+3	+1	个体信用状况
	-11	-1	-2	-4	+5	+3	+1	个体信用状况
	-12	-1	-3	-4	+5	+3	+1	个体信用状况
	-13	-2	-3	-5	+5	+3	+1	个体信用状况
-14	-2	-3	-5	+5	+3	+1	个体信用状况	
-15	-2	-3	-5	+5	+3	+1	个体信用状况	

资料来源：惠誉官网，远东资信整理

### 三、政府相关实体的评级要素

国际三大的 GRE 评级框架主要由 GRE 的个体信用状况、政府信用级别与政府支持的可能性构成，穆迪额外考虑了 GRE 与政府的违约相关性。由于 GRE 的个体信用状况与政府信用级别为通过其他方法论确定的评级结果，下文将聚焦政府支持可能性的评级要素，并单独介绍穆迪引入的违约相关性这一要素。

国际三大在评估政府支持的可能性时，虽然设置了不同的评价指标，但实际上多数评价要素相一致。国际三大均评估了政府对 GRE 的所有权、干预程度、担保情况、历史支持记录以及 GRE 违约的负面影响。

**表 5：国际三大政府支持可能性的评级要素**

标普	GRE 的重要性	GRE 违约造成的负面影响	GRE 提供的公共服务
			GRE 在区域内的地位
GRE 与政府的联系		所有权	
		政府干预	
		担保	

		历史支持记录
穆迪	结构性因素	担保、支持声明、安慰函或特殊法律地位
		所有权
		特殊支持的障碍
	支持意愿因素	政府干预
		实体违约对政治与融资成本的影响
		经济重要性
特殊支持限制	支持能力限制或政策缺乏透明度和可预测性	
惠誉	支持责任	决策与监管
		政府干预
	支持动机	政府监管
		历史支持记录
	履行公共政策职能	
	风险传导	

资料来源：标普官网、穆迪官网、惠誉官网，远东资信整理

在评估政府对 GRE 的所有权时，标普与惠誉主要关注政府对 GRE 持股情况及相应的决策权大小，据此推测政府支持的可能性。标普在讨论所有权时，额外考虑了 GRE 未来一段时间内是否有私有化计划。惠誉强调，可能存在政府持股比例不到 50%但仍具有关键股东地位的情况。穆迪则主要衡量政府对 GRE 的持股比例，并将持股比例划分为 5 档，分别是 91% - 100%、71% - 90%、51% - 70%、31% - 50%、0% - 30%；并将黄金股（特权优先股）和私有化计划作为调整项。

政府对 GRE 的干预既体现在运营决策方面，又体现在监管方面。标普更关注政府对 GRE 战略规划的影响，以及政府是否制定了明确的流程对 GRE 进行有效的治理、监督和控制。穆迪关注政府对 GRE 的业务规划、董事会任命、战略制定、财务状况等多个方面的影响。惠誉则关注政府的决策权及其监管强度。

政府如果为 GRE 债务提供担保，则承担着法定的担保义务，其为 GRE 提供特殊支持的可能性会相对较高。标普强调，如政府为 GRE 提供最后担保、法定担保或长期担保，二者的联系将更加紧密，政府更有可能为 GRE 提供特殊支持。穆迪则在担保之外，还考虑了支持声明、安慰函、GRE 所处的特殊法律地位，这些也可以反映政府对 GRE 在法律层面或道德层面所做出的承诺。穆迪在评估政府担保债务所占比例的同时，还会关注非政府担保债务的信用评级，以衡量政府支持各类债务的意愿。惠誉则明确提出，当政府担保债务比例超过 25%时，政府支持的可能性更高；当政府担保债务的比例超过 75%时，GRE 的信用级别基本等同于政府信用级别。

历史支持记录相对直观地反映了政府支持的可能性。穆迪强调，要关注五年以内政府为处于困境的 GRE 提供特殊支持的记录。惠誉提出，如 GRE 过去并未获得政府特殊支持，可以借鉴相似企业经验。

在评估 GRE 的负面影响时，标普与惠誉从 GRE 提供的公共服务及风险传导两方面进行评估；穆迪则是从负面影响的具体表现出发，考察潜在的政治、经济与融资成本影响。标普与惠誉在评估 GRE 提供的公共服务时，主要考察 GRE 提供的公共服务是否关键、GRE 承担的公共职责是否重要、GRE 在区域内的地位，以及一旦 GRE 违约是否存在替代方案等因素。在评估风险传导时，标普更关注 GRE 违约对地区经济的影响，惠誉更关注 GRE 违约对地区内其他 GRE 以及地方政府融资的影响。穆迪将负面影响分为对政治与融资成本的影响及对经济的影响，政治

方面的因素包括 GRE 与政府的关系、GRE 的国际声誉及其他政治因素，经济方面的因素包括 GRE 对经济的重要性、GRE 的员工数量及其影响力、GRE 是否为公共服务的单一提供者、GRE 违约是否影响国家安全等。

除以上共通性的评级要素外，穆迪还额外考虑了特殊支持的限制性因素。穆迪认为，在压力时期，面对多个需要支持的 GRE，政府为单一 GRE 提供特殊支持的能力可能下降。因此需要衡量政府的财政实力，主要包括政府的债务负担、债务结构、债务偿付能力、表外债务、财政缓冲等。同时，穆迪也会评估地方政府的政策透明度与可预测性。如政府治理水平不足，政策缺乏透明度和可预测性，政府为处于困境的 GRE 提供支持的能力也会相应下降。

另外，穆迪在 GRE 评级框架中还特别引入了违约相关性这一模块。违约相关性用于反映 GRE 与支持方政府在不利环境下同时趋于违约的可能性。大多数情况下，GRE 与支持方政府表现出中度到高度的违约相关性。对此，穆迪设计了三个一级指标：GRE 与政府在经营和财务上的联系程度、GRE 与政府收入来源的重叠程度、GRE 与政府共同的信用风险敞口。违约相关性的打分等同于三个一级指标中得分最高（即表现最差）的一个。

**表 6：穆迪设计的违约相关性的评级指标**

违约相关性评级要素	
经营与财务联系	直接与间接的政府补贴占 GRE 收入的比重
	政府采购占 GRE 收入的比重
	GRE 上缴利润占政府财政收入的比重
收入来源重叠程度	来自政府辖区内收入占政府与 GRE 收入的比重
共同的信用风险敞口	共同面临的行业风险、债务结构中的外汇风险、政治事件风险

资料来源：穆迪官网，远东资信整理

在经营与财务联系方面，穆迪认为，GRE 与政府之间在经营与财务上的密切联系会将其信用状况联系起来，尤其是财务联系会使得财务压力由一方转移至另一方。穆迪设计了三个定量指标：直接与间接的政府补贴占 GRE 收入的比重、政府采购占 GRE 收入的比重、GRE 上缴利润占政府财政收入的比重。其中，直接与间接的政府补贴包括以现金、其他货币性资产和非货币性资产、无息或低于市场利率的贷款、费用减免和其他补贴形式收到的赠款。穆迪还考虑了其他形式的政府补贴，例如税收抵免、技术或营销咨询服务和担保。GRE 上缴利润则包括了股息和其他分配、税收、奖金、版税、许可费、特许权使用费、基础设施改进或生产权益。穆迪为以上三个定量指标设置的阈值由高到低分别是 20% 以上、10%-20%、5%-10%、5% 以下。

收入来源重叠程度方面，穆迪主要关注 GRE 和支持方政府的收入在多大程度上来自共同的经济空间，通常是政府的领土，由此设置了来自政府辖区内收入占政府与 GRE 收入的比重这一指标。穆迪设置的阈值由高到低为 95% 以上、75%-85%、50%-75%、50% 以下。

共同的信用风险敞口会导致 GRE 与政府同步趋于违约。穆迪主要关注二者共同面临的行业风险、债务结构中的外汇风险、政治事件风险。行业风险是指当 GRE 所处行业对国内经济有重大贡献时，宏观经济环境或行业运营条件的重大变化可能会同时影响 GRE 和政府的信用状况，重大变化可能包括商品价格变动、消费者偏好转变、人口结构变化、技术进步、被纳入或排除在国际经济贸易协定之外。对此，穆迪需要评估支持方政府和 GRE 的收入对同一行业的依赖程度，以及该行业对 GDP 的贡献程度或行业收入相对于政府债务的水平。债务结构中共同面临

的外汇风险主要通过 GRE 及政府持有的外币债务水平进行衡量。政治事件风险则需要定性评估国内政治风险和地缘政治风险以及这些风险对 GRE 运营的潜在影响。

#### 四、总结

从定义来看，政府相关实体可以大致分为两类，一类是政府对实体具有足够的控制权，一般表现为政府持股或深度干预实体经营；另一类是提供重要的公共产品或履行公共政策职能，政府在其陷入困境时会提供临时性、特殊性支持，以使其免于违约。

从评级框架来看，标普与惠誉的评级框架相似度较高，主要包括 GRE 的个体信用状况、政府的信用级别与政府支持的可能性三个模块。当 GRE 的个体信用状况低于政府信用级别时，个体信用状况与政府信用级别可视为级别变动的两端，政府支持的可能性会驱动 GRE 信用级别趋于其中一端。即，可能性越高，GRE 信用级别更接近政府的信用级别。反之，GRE 信用级别越趋于自身个体信用状况。标普与惠誉在评估政府支持的可能性以及确定 GRE 信用级别时，大量使用矩阵。

不同于以上两家机构，在 GRE 的个体信用状况、政府的信用级别、政府支持的可能性之外，穆迪额外考虑了 GRE 与支持方政府之间的违约相关性。违约相关性是指 GRE 与政府受不利环境影响同时陷入债务困境的倾向性。穆迪主要采取联合违约分析的方法，在评估 GRE 个体信用状况的基础上，进一步评估政府特殊支持以及 GRE 与政府间的违约相关性，据此计算 GRE 的违约概率。

从评级要素来看，国际三大在评估政府支持的可能性时，均评估了政府对 GRE 的所有权、政府干预程度、担保情况、历史支持记录以及 GRE 违约的负面影响，但每个要素的侧重点可能存在差异。尤其在评估 GRE 的负面影响时，标普与惠誉从 GRE 提供的公共服务及风险传导两方面进行评估；穆迪则是从负面影响的具体表现出发，考察潜在的政治、经济与融资成本影响。除共通性的评级要素外，穆迪还额外考虑了特殊支持的限制性因素，包括政府的财政实力以及政府的政策透明度与可预测性。对于穆迪在评级框架中特别引入的违约相关性，穆迪设计了三个一级指标：经营和财务上的联系程度、收入来源的重叠程度、共同的信用风险敞口，并以取最值的方法，将以上指标中得分最高（即表现最差）的一个等同于违约相关性的打分。

总的来看，因 GRE 与政府的信用联系，GRE 信用评级的关键在于评估政府提供特殊支持的可能性。国际三大主要关注所有权、政府干预程度、担保、历史支持记录以及违约的潜在影响。但政府对 GRE 的干预及支持往往通过间接且非公开的方式，信息的准确性与全面性会影响评级作业。同时，对 GRE 违约的负面影响进行评估，也多基于当前 GRE 的运营情况。实际上，违约所造成的负面影响也与违约过程中 GRE、政府以及市场各方的反应与措施有关。此外，穆迪引入的违约相关性考虑了政府支持能力在危机情况下的下滑，实则是将 GRE 与政府视为某种程度上的信用共同体，对其进行的压力测试，具有实际意义。政府相关实体评级方法值得在增强前瞻性与深入探索违约相关性两方面继续优化。

### 【作者简介】

冯祖涵，远东资信研究院研究与发展部研究员，伦敦大学国王学院金融硕士。

### 【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](http://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：010-5727 7666

### 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：021-6510 0651

### 【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。