

Country-risk Rating No.201304
November 22, 2013

陈博

goodbobchen@uchicago.edu

《2013 年中国海外投资国家风险评级报告》之专题报告三

广义国家风险的评估*

——EIU、ICRG 和 GI 风险评级体系综述

内容摘要：随着中国的海外投资活动日渐频繁，对投资目的国的风险进行评估也越来越重要。尽管传统的三大评级机构占据了评级市场 90% 以上的份额，仍然有不少具有自身特色的评级机构值得我们关注。本文从评级对象、评级方法和评级特色等方面介绍了三个此前国内关注相对较少的评级机构及其评级体系，分别是经济学家情报单位（EIU，Economist Intelligence Unit）、国际国别风险评级指南机构（ICRG）以及环球透视（IHS Global Insight），并对其优劣势做讨论比较。

*本报告是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的集体研究成果之一。执笔人为陈博，参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰、王碧珺、高蓓、王宇哲、陈博、刘洁等。

一、引言：国家风险的全面评估

在经济全球化的背景下，中国持有的海外资产规模在进一步扩张。中国不但有着极为庞大的外汇储备资产，中国企业的海外直接投资活动也日益频繁。同时，境内居民和金融机构也参与到境外证券投资等多种形式的投资活动中。因此，对东道国的国家风险做出客观评估对于保护我国境外资产的安全与收益有着重大的意义。

国家风险是一个内涵广泛复杂的概念，也难以精确衡量。狭义上，国家风险指的是一个国家主权或借贷主体无法偿付债务的可能性¹。这类风险也被称为主权信用风险。参考风险评级机构做出的主权信用风险评级是投资者做出风险预测的重要手段。权威的风险评级结果对跨国投资、贸易往来以及金融市场交易等国际经济活动都产生了重要影响²。

国际上影响广泛的三大评级机构包括标准普尔、穆迪和惠誉。它们定期发布的主权国家风险等级评估的正是一国主权信用违约的风险。这一风险最直接的反映就是一国中央政府发行的国债违约概率。

由于评级工作复杂程度较高、成本投入大，美国政府又进行高度管制，因此这一行业的进入壁垒较高，形成了三大机构的寡头垄断状态。目前它们占据了全球信用评级市场 90% 以上的份额³。

然而，广义上国家风险的内涵远不止主权信用风险。投资者也有对这类广义风险进行评估的强烈需求。比如，一国金融部门的系统性问题可能产生强烈的外溢效应，增大投资者与一国金融机构进行交易的风险。在这种情况下，对一国银行业的整体稳健水平进行评估有着重要的现实意义。另外一个例子是汇率风险。以中国的外汇储备为例，由于大量资产以美国国债的形式存在，美元汇率的变化对外汇储备的实际购买力有重要影响。这部分估值效应并不完全能在主权信用风险中得到体现。因此，对一国货币的汇率风险进行评估也有着重要意义。

更不可忽视的是外商对一国进行直接投资的风险。随着我国企业“走出去”的步伐加快，越来越多的企业进入海外市场进行直接投资。不少投资集中在发展中乃至欠发达地区，面临

¹ Krayenbuehl, Thomas E. *Country risk: Assessment and monitoring*. Woodhead-Faulkner, 1985.

² Reinsen, H., & Von Maltzan, J. (1999). Boom and bust and sovereign ratings. *International Finance*, 2, 273 – 293.

³ 楚建会. 美国信用评级机构反垄断规制研究[J]. 经济研究导刊. 2011(11)

着经济、政治、社会以及商业运营的综合性风险，甚至需要考虑投资东道国与投资国之间的外交关系、当地人对特定国别投资者的态度等⁴。这就需要与之相适应的评级体系。

上述的这些风险与传统的主权信用风险有明显的区别，侧重点也不一样，但都可以归纳在广义的国家风险之下。传统的三大评级机构给出的评级不足以全面有效地评估这类风险。因此，本文的重点在于介绍传统三大机构以外的三个机构及其针对性较强的评级体系，有助于投资者中国投资者更好地获得海外投资的指导。它们分别是经济学家情报单位（EIU，Economist Intelligence Unit）、国际国别风险评级指南机构（ICRG）以及环球透视（IHS Global Insight），以下分别简称为 EIU，ICRG 以及 GI。

本文结构如下：首先在第二部分对三个机构进行简要介绍；第三部分将介绍这几个机构评估的风险对象并比较异同；第四部分将介绍其评级方法，重点分析它们采用的指标、权重以及对评级国家和风险层级的划分；第五部分将深入讨论这三大机构评级方法的优劣势。

二、EIU、ICRG 和 GI 机构简介

经济学家情报单位（EIU）中文是经济学家情报单位，是“经济学家集团”下属独立单位，主要进行经济预测和咨询服务。EIU 国家风险服务针对全球 120 个国家和地区，是 EIU 基于数据提供基础上的附加服务内容。主要目标是提供国家间可比较的，按时更新的国家信用风险评级。EIU 风险服务的目标客户是由于从事借款、贸易信贷、以及其他商业活动，所以可能面临跨境信用风险或金融风险的机构⁵。

美国政治风险服务集团（PRS）及其下属国际国别风险评级指南机构（ICRG）自 1980 年起便开始定期发布国际国家风险指南。目前，该指南的国别风险分析覆盖了全球近 140 多个国家，并以季度为基础进行数据更新并逐月发布，是各大评级机构中更新最为频繁的。国家风险指南提供 18 个月的短期的和 5 年中长期的国家风险预测，成为许多国家企业从事跨国经营的重要参考资料⁶。

环球透视（Global Insight）2001 年成立，目前有超过 3800 名客户，提供详尽的国家风险分析，主要针对希望在当地开展营商活动的投资者。覆盖范围超过 200 个国家和地区⁷。

⁴ 聂名华. 中国企业对外直接投资风险分析[J]. 经济管理. 2009(08)

⁵ EIU. Country Risk Service, Handbook, March 2010.

⁶ ICRG. ICRG Methodology, *International Country Risk Guide*. August, 2013.

⁷ Global Insight. Country Risk Methodology, January, 2011.

GI 是一家付费咨询机构，分析的风险对象涵盖范围极广，包括国家的营商、主权信用乃至一国某个地区的运营风险。在这里我们主要关注的是 GI 评估的国家营商风险(Country Risk)。

三、评估风险的类型

标准普尔、穆迪和惠誉三大评级机构的主权信用评级结果评估了一国政府足额、准时偿还商业债务的能力和意愿。尽管在细节上存在差异，但总体而言这几大机构对主权风险的定义可以归结为一国政府不能够在到期日支付本金或利息，或在债权人被强迫，非自愿，承受损失的情况下重组，交易，或变更债务结构的概率。如果落实到金融产品上，三大机构的评级最直观的对应就是国债的违约风险。由于评级方法注重衡量长期风险，因此评级结果往往和 3-5 年长期国债的违约概率相对应。

但 EIU，ICRG 和 GI 对风险的定义和传统的三大评级机构有显著的区别。如表 1 所示，这三家机构评估的风险类别不仅仅包括主权债务的违约风险，还包括金融投资交易和直接投资所面临的国家风险，在下面我们将分别进行阐述。

表 1：各机构衡量的风险对象

| 机构名称 | 细分风险 | 综合风险 | 风险类别 |
|-------------|--------------------------------------|----------|---------------|
| EIU | 货币风险 主权债务风险 银行部门风险 | 直接金融敞口风险 | 金融交易和 投资风险 |
| | 政治风险 经济结构风险 | 一般性风险 | |
| ICRG | 政治风险 经济风险 金融风险 | 国家综合风险 | |
| GI | 政治风险 经济风险 安全风险 法律风险 税务风险 | 国家综合风险 | 直接投资风险 |

| | | | |
|--|------|--|--|
| | 运营风险 | | |
|--|------|--|--|

来源：作者总结

（一）EIU 衡量的风险对象

EIU 的一大特点是风险分类较为细致，落实到具体的金融资产或部门上。EIU 将风险分为两类，第一类是直接金融敞口风险，包括主权风险、货币风险、银行部门风险。第二类是非直接金融敞口风险，包括政治、经济结构风险，也称为一般性风险。

主权风险、货币风险和银行部门风险的定义分别是：

（1）主权风险指的是外币和(或)本币债务中本金和利息欠款未能偿还的风险，而这些债务是主权负债或者由主权信用所担保的。本币和外币债务不做区分。其评估的最直接对象就是一个国家发行的国债。

（2）货币风险考察的是一国货币的最大贬值风险，也就是该货币在未来 12 个月中名义程度上贬值 25% 或者更多的可能性。

（3）银行部门风险指一国持有 10% 或以上银行业总资产的银行破产或不能履行义务的系统性风险。每一种风险的分数从 0-100 不等。分数越低，代表风险越小。

上述三种风险的平均值称为国家综合风险。与此相对的是一般性风险，包含了政治风险和经济结构两大风险。其中，政治风险衡量的是一国的政治稳定性状况，而经济结构风险衡量了一国经济发展的稳健程度。

相对于主权、货币以及银行风险，这两者相对宽泛、综合性强，而且在大多数情况下经济结构与政治基础在短期内不会发生剧烈的波动，因此更具有稳定性。但同时这也使得它们滞后于瞬息万变的市场。正因为如此，EIU 的国家综合风险只考虑主权、货币以及银行风险三者的综合加成，为的是更加迅速地反映一个国家信用风险的变化给金融市场带来的直接后果，从而适应投资者的需求。而对于一国的长期结构性风险有兴趣的投资者则可以再参考政治和经济结构风险做出综合判断。

（二）ICRG 衡量的风险

ICRG 所评价的国家风险分为三个部分，分别为政治风险、金融风险和经济风险。这三

种风险每个都可以作为独立参考。投资者可以根据自己的需求来选择所要评估的风险对象。比如，关注政治风险的投资者可以只参考其中的政治风险模块，从而对一个国家政局稳定性做出判断。对经济结构感兴趣的投资者可以参考经济风险的分值。

而传统意义上的国债投资者可以参考 ICRG 提供的国家综合风险值——这一风险值综合考虑了上述的三种风险，并通过权重调整计算出最后的总得分。根据 ICRG 的定义，政治风险与偿付意愿相关，金融风险与经济风险与偿付能力有关。能力和意愿共同构成了该国主权信用的基础。因此，这一综合风险值在某种程度上衡量的是主权国家债务违约的风险，与传统的三大评级机构较为相似。

（三）GI 衡量的风险

GI 所评价的风险和大多数评级机构所衡量的不同，更加侧重于直接投资风险，而非金融敞口风险。其中主要包括了商业运营受到阻断或者破坏以及无法收回利润等风险。这类风险往往是在当地开展实际经营的企业所切实面临的。

因此，除了常见的政治风险和经济风险以外，GI 特别引入了安全、法律、税务以及运营四个维度的风险。这样的设置除了考虑在当地可能会遇到的风险以外，还考虑了东道国环境是否有助于商业活动的开展。比如，在运营风险中，GI 考察了当地的基础设施发展程度是否会阻碍商业活动。这样的评级体系更能适应直接投资者的需求。

同时，这类风险评估对象范围广，复杂程度高，要求评级机构对当地的社会与经济状况有更全面的了解。因此 GI 常采用在受评级国家定期派驻调研人员的方式获取第一手资料。

从上述对各家机构对风险定义的考察可以看出，不同于传统的三大评级机构，EIU、ICRG 以及 GI 对风险的衡量有两个主要特点：

（1）灵活性较大：除了主权债务的风险之外，这三家机构又分别对汇率、银行、政治、商业经营等多种风险进行了评估，同时一项风险分值往往能作为一个独立参考。根据权重进行综合考量之后又可以成为考察一个国家全面风险的参考依据。

（2）契合了不同类型投资者的需求：在满足传统国债投资者的投资需求以外，这三家机构还能满足不同投资者的需求。比如，对汇率波动较为敏感的投资者可以参考 EIU 的货币风险。对政治稳定性较为关心的投资者可以参考 ICRG 的政治风险分值。而在当地进行直

接投资的客户可以参考 GI 的评级。这是对传统三大评级机构在衡量国家风险时只考虑单一主权信用风险的一个有效补充。

四、风险评级体系与方法

（一）EIU 的评级体系

由于 EIU 评估的风险多达 5 种，并有 5 套指标模块，因此其指标和权重分配体系较为复杂。如表 2 所示，每种风险对应着一定的指标权重，从而形成一个权重矩阵。每个指标模块的得分经过权重调整加成，最终得出的就是具体风险的得分。比如将政治/机构指标以外的模块权重都设为 0，得出的分数对应的就是政治风险。

表 2：EIU 各风险与对应的权重分配

| | 政治/机构 | 经济政策 | 经济结构 | 宏观经济/周期性因素 | 融资和流动性 |
|--------|---------|--------|---------|------------|--------|
| 货币风险 | 20.00% | 16.36% | 14.09% | 24.09% | 25.45% |
| 主权债务风险 | 21.82% | 15.45% | 22.27% | 11.82% | 28.64% |
| 银行部门风险 | 19.38% | 14.54% | 19.38% | 17.18% | 29.52% |
| 政治风险 | 100.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 经济结构风险 | 0.00% | 0.00% | 100.00% | 0.00% | 0.00% |

来源：EIU. Country Risk Service, Handbook, March 2010.

EIU 采用的 5 套指标模块分别是政治/机构、经济政策、经济结构、宏观经济/周期性因素以及融资和流动性。针对每一个国家，EIU 都会采取定性和定量结合的方法给出一个模块下具体的分值。下面我们将对 5 套指标模块进行介绍。

政治/机构指标模块：该模块衡量了一国的政治稳定程度，也和该国偿债意愿有直接关联。EIU 考察的内容包括外部和内部冲突、选举周期、治理能力、制度有效性、腐败、支付承诺等 11 个细分指标，每一个细分指标又有着自己的权重，最终得出总的政治/机构指标得分。这一模块下大部分得分无法定量给出，因此往往需要采用专家打分的方法进行分析。这一套指标的得分直接决定了该国的政治风险。

经济政策指标模块：该模块衡量一国政府进行经济管理的能力，这也和主权国家的财政汲取能力有关。模块下包含有政策组合的质量、货币稳定性、真实汇率、财政余额/GDP、财政政策灵活度、国内债务等 11 个细分指标。这个模块包含了可定量判断的指标，如财政余额/GDP 等，也包含了需要做出定性判断的指标，如汇率制度等。

经济结构指标模块：该模块与结构相关，衡量了一国的基本经济实力。模块包含有收入水平、GDP 增长波动性、公共债务/GDP 等 10 个细分指标。

宏观经济/周期性因素指标模块：该模块衡量了中短期经济波动因素，包含有信贷/GDP 比重、48 个月通胀率、汇率波动、汇率失调等 12 个细分指标。

融资和流动性模块：该模块衡量了一国偿还外债的短期融资能力，包含了融资可得性、到期利息/出口额、净外债/出口额、FDI/总融资要求等 17 个细分指标。该模块对于货币、主权和银行部门风险来说权重都较大。模块下大部分指标都是定量指标，易于计算。由于这些细分指标波动性较大，随市场情况变化迅速，因此该模块在紧急流动性情况出现时效果最为突出，能及时地反映出一国短期内偿还外债的能力。

EIU 分别对这 5 套指标模块进行打分，分值从 0 到 100 不等。再基于权重就可以计算出各风险的分值。分值越低代表风险越低，其对应级别如表 3 所示：

表 3：EIU 分值与级别对应表

| 分值 | 0-12 | 9/22 | 19-32 | 29-42 | 39-52 | 49-62 | 59-72 | 69-82 | 79-92 | 89-100 |
|------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 对应级别 | AA A | AA | A | BBB | BB | B | CCC | CC | C | D |

来源：EIU. Country Risk Service, Handbook, March 2010.

为了避免评级变动过于频繁，EIU 设置了缓冲区，允许分析员在一定的得分区域内自行决定一国的评级水平。

同时，为了区分对待不同的国家类别，EIU 针对不同国家采用了不同的评级体系，包括指标选取和权重的差异，详情如表 4 所示：

表 4：EIU 针对不同国家的评级方法分类

| | 适用范围 | 区分原因 | 版本主要差异 |
|---------|-----------------------|--|---|
| 标准版本 | 新兴市场国家及澳大利亚和韩国等少量发达国家 | 新兴市场国家以本币借款时通常面临更大的约束，所以外币债务更多，因此对汇率更加敏感 | 融资/流动性部分包括一系列与外部流动性相关的指标，例如偿债率，外储/总外部融资需求 |
| 发达国家版本 | 其他发达国家 | 更容易获得以本币标价的债务 | 融资/流动性部分包括与公共部门相关指标，例如公共债务市场的期限结构，公共部门的整体融资需求 |
| 欧元区国家版本 | 欧元区国家 | 由于处于货币联盟中，可能面临特别的危险，如外溢效应 | 与发达国家一致，区别体现在涉及到区域性融资、债务、财政等方面指标 |

来源：EIU. Country Risk Service, Handbook, March 2010

这样的区分有其客观依据。例如，由于不少发达国家公共部门债务高企，因此针对这类国家进行评级时，增加对公共债务风险的预警非常重要。特别是在 2008 年全球金融危机之后，不少高评级国家都纷纷遭遇债务危机。而为了走出经济困局，不少政府更是扩大财政支出，进一步深化了债务问题。在未来的一段时间内，高企的赤字财政很可能将是一种常态⁸。另一方面，对欧元区的特殊处理则考虑了货币联盟内的外溢效应和区域风险的传导。

（二）ICRG 的评级体系

在 ICRG 的风险评级体系中，每个风险对应着一套指标模块。明细如表 5 所示：

⁸ 袁志田,刘厚俊. 全球公共债务危机:发生、发展与未来[J]. 当代经济研究. 2012(02)

表 5：ICRG 国家风险影响因素分值

| 政治风险 | 分值 | 经济风险 | 分值 | 金融风险 | 分值 |
|-----------|-----|--------------|----|----------------|----|
| 政局稳定状况 | 12 | 人均 GDP | 5 | 外债占 GDP 比重 | 10 |
| 社会经济条件 | 12 | 经济增长率 | 10 | 外债占出口商品与服务比重 | 10 |
| 投资执行状况 | 12 | 年通货膨胀率 | 10 | 经常项目占出口商品与服务比重 | 15 |
| 有无内部冲突 | 12 | 财政收入占 GDP 比重 | 10 | 国际资本流动比率 | 5 |
| 有无外部冲突 | 12 | 国际收支占 GDP 比重 | 15 | 汇率稳定状况 | 10 |
| 政府腐败状况 | 6 | | | | |
| 军队在政治中的影响 | 6 | | | | |
| 宗教状况 | 6 | | | | |
| 法律与秩序 | 6 | | | | |
| 种族状况 | 6 | | | | |
| 民主负责 | 6 | | | | |
| 行政效率 | 4 | | | | |
| 政治风险总分 | 100 | 经济风险总分 | 50 | 金融风险总分 | 50 |

来源：ICRG. ICRG Methodology, *International Country Risk Guide*. August, 2013.

综合政治、金融与经济风险评估基础上，ICRG 对国家风险给出的综合评级中，政治风险所占权重为 50%，金融与经济风险各占 25%。于是，对于 A 国而言，

$$CPFER(\text{国家 A}) = 0.5 * PR + 0.25 * (FR + ER)$$

其中，CPFER 为综合政治、金融与经济风险；PR 为政治风险指数；FR 为金融风险指数；ER 为经济风险指数。

在上式中，最高国家风险指数为 100，表明风险最低，分值越低，风险也越低，反之亦然。表 6 显示出风险分值与风险度关系

表 6: ICRG 的风险度与风险分值

| 风险度 | 风险分值 |
|-------|-----------|
| 非常高风险 | 00.0-49.5 |
| 高风险 | 50.0-59.5 |
| 中度风险 | 60.0-69.5 |
| 低风险 | 70.0-79.5 |
| 非常低风险 | 80.0-100 |

来源: ICRG. ICRG Methodology, *International Country Risk Guide*. August, 2013.

ICRG 的评级体系中政治风险的分析被重点突出, 权重占比达到 50%, 经济与金融权重各仅各占 25%, 与传统的主权风险分析方法有较大差异。同时, ICRG 三个模块的细分指标总共只有 22 个, 远远少于 EIU 的 60 余个的指标。这在简化模型的同时也有可能遗漏一些信息。

(三) GI 的风险评级体系

GI 衡量的风险直接针对于直接投资者, 因此其指标体系包含了政治、经济、安全、法律、税务以及运营等 6 个维度。每个维度的权重和其下的细分指标如表 7 所示。

这 6 大指标模块中, 政治和经济两大模块和其他各大评级机构的内容比较相近, 包括对东道国政治制度和当前局势稳定性的衡量, 以及对经济基础和稳健度的评价。但在经济模块下, GI 的指标选取是以在当地营商为导向的, 因此包括了如“当地政府的政策是否以市场经济为导向”这一类判断标准, 力图反映出政府对商业活动的态度。

表 7：GI 风险模块、权重及细分指标

| 政治 PR 25% | 经济 ER 25% | 安全 SR 10% | 法律 LR 15% | 税务 TR 15% | 运营 OR 10% |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 制度稳健性 | 市场导向程度 | 国内冲突 | 完善程度 | 清晰度 | 对外国投资的态度 |
| 代表性 | 政策连贯和前瞻性 | 犯罪 | 透明度 | 公平性 | 基础设施质量 |
| 内部认同 | 经济多样性和稳健度 | 恐怖主义威胁 | 独立性 | 税务负担 | 劳动力质量 |
| 外部认同 | 宏观经济基础 | 外部冲突威胁 | 从业人员经验 | 有效性 | 官僚主义和腐败 |

来源：Global Insight. Country Risk Methodology, January, 2011.

而 GI 的最大特色在于安全、法律、税务和运营层次上对外商投资和经营的考虑。

安全指标模块下，GI 特别考察了与营商息息相关的因素，比如犯罪是否猖獗，具体到抢劫、勒索、偷窃等行为的频繁程度上，以及是否经常发生针对外商的犯罪活动。这类指标对专门针对外商的犯罪现象是一种有效预警。生命和财产安全也往往是投资者最关心的问题之一，这样的评价指标能起到风险警示作用，从而满足投资者的需求。

法律模块下，GI 从多个角度考察了一国的司法体系完善程度，包括是否公平、有效、人员是否富有经验、司法过程是否独立透明等。这是因为公平的法治环境有助于保障外商投资活动的正常开展。

税务模块下，GI 考察了一国税负是否过重、征税环节是否复杂、是否存在歧视性税收等重要因素。缴税是投资者必须履行的义务，但不公平或过重的税负会造成额外的财务成本，而税收优惠往往会吸引外国投资者的青睐。因此这是投资者非常关注的问题。

运营模块下，GI 对几个营商的基本条件进行了考察，比如基础设施水平、劳动力质量、官僚主义是否对运营造成影响、是否对外国投资者友好等。这类因素对商业活动能否有效开展有着不可忽视的影响，但在传统的主权信用评级中并不涉及。比如，1998 印尼针对华人的排华浪潮对于外商，特别是华人外商在当地的经营有着长远的负面影响；再比如 2013 年发生的加纳警察大规模逮捕中国矿工事件也对当地的营商环境造成了影响。这类涉及商业经营环境的事件都会影响 GI 运营模块的分值，对投资者有较强的实用价值。

最终，GI 会根据权重计算出各模块得分的几何平均值，公式如下：

$$\text{综合分数} = (0.25 \cdot \text{PR2} + 0.25 \cdot \text{ER2} + 0.15 \cdot \text{LR2} + 0.15 \cdot \text{TR2} + 0.1 \cdot \text{OR2} + 0.1 \cdot \text{SR2})^{1/2}$$

相比算术平均值，使用几何平均值的话，各模块得分方差较小的国家会得到更高的分数。这使得在相同水平下，各项模块得分接近，分值分布平均的国家能获得更高的评级。最后，GI 的分值和风险状况对应如表 8：

表 8：GI 的分值和风险状况对应

| 总体风险评级 | 风险描述 |
|-----------|--------|
| 1.0-1.24 | 基本没有影响 |
| 1.25-1.74 | 可忽略 |
| 1.75-1.99 | 低 |
| 2.0-2.49 | 轻微 |
| 2.50-2.99 | 中等 |
| 3.0-3.49 | 显著 |
| 3.50-3.99 | 高 |
| 4.0-4.49 | 非常高 |
| 4.5-5.0 | 极端 |

来源： Global Insight. Country Risk Methodology, January, 2011.

（四）评级体系的针对性

这三家评级机构最大的特点在于通过选取合适的指标衡量特定的风险。由于三家机构所评估的风险和传统三大评级机构有所不同，因此它们需要选取独特的指标体系来突出自己所衡量的风险。比如，EIU 通过调节指标模块的权重来突出自己所评估的不同风险。ICRG 则非常强调政治稳定的重要性，给予了政治风险指标模块 50% 的权重，突出了自己的专业优势。GI 的特色则在于针对直接投资设立了特别的风险指标，涵盖安全、法律、运营、税务等，极为具有针对性。因此，这三家评级机构的指标选取对其所评估的特定风险起了支撑作用。

五、三家机构评级体系的优劣比较

（一）指标的全面性

三家评级机构中，EIU 和 GI 的指标体系较为全面。其中，EIU 包含有 60 个细分指标，涵盖面较广，也非常细致。比如在融资和流动性模块下，EIU 包括有银行业不良贷款比率、OECD 国家短期利率、银行业信贷管理能力等细致指标，这对包括银行部门在内的风险衡量十分有效。GI 的指标体系也涉及到了直接投资和商业运营的大多数方面。相比之下，ICRG 的评级体系中政治类指标占了大多数，而经济和金融风险的指标相对较少，只选取了比较有代表性的几个指标。这样的评级方法过于偏重政治风险，在一定程度上容易造成对发达国家评级的虚高。比如欧债危机中，银行业债务深重是危机的源头之一。但 ICRG 的几个简单指标较难对银行业的问题做出预警，反而会因为欧洲各国政治环境相对稳定而低估了风险。

指标的全面性也有助于评级机构对风险事件给出综合、多方面的考量。以 GI 为例，由于同时考虑了法律和运营风险，因此它做出的评估相对全面。比如，境外投资者在东道国可能会受到法律上的不公对待。这将同时影响该国的法律评分和运营评分：一方面法律缺乏公平性，另一方面东道国对外商抱有歧视。有时候虽然一国的法律体系较为健全，但是针对外商的税务负担过重，这就可以在税务模块下反映出来。指标的全面性有助于避免对风险事件的单一解读。

（二）制度和国别差异的处理

这三家评级机构对于政治制度的打分基本上都以结果为导向，避免了过度先入为主，给予一种政治体制特别的高分。比如，EIU 在政治风险模块中特别强调了制度有效性，力图以实际治理能力为衡量标准。但部分指标上也存在着预设立场。比如 ICRG 在政治模块下的民主负责这一指标中，将政治体制分为民主轮换制、民主长期执政制、实际一党制、法定一党制以及无政府状态，并依照制度的类型给予相应的分数。这一方法过分强调政体的性质，而容易忽略政体的实际治理效率。

另一方面，为了克服国别差异的问题，EIU 特别做出指标体系的区分以适应不同的评级对象。比如，对发达国家评级时 EIU 更加看重财政实力。这是因为发达国家间经济发展水平接近，但福利负担也较重，国家风险主要来源于过高的公共债务。因此重点关注这类风险

有一定的道理。对发展中国家评级时，由于本币借款的难度较高，EIU 特别强调了汇率的重要性。这不单有经济逻辑，也有历史经验证据的支持。在 1997 年亚洲金融危机中，汇率崩溃是最明显的特征之一。

（三）受主观判断的影响程度

由于客观的定量因素不能完全衡量一国的国家风险，因此定性指标的引入是必须的。这对于无法定量衡量的政治与社会风险来说尤其重要。但这也不可避免的会引入分析师的主观判断因素。在 EIU 的指标体系中，有大约 20% 细分指标为定性指标，主要集中在政治风险的评估上。ICRG 的评价体系中，基本所有的定性指标都集中于政治风险模块下。而政治模块占了 ICRG 综合风险的 50%。在 GI 的评价体系中，除了占比 25% 的经济风险模块下定量指标较多以外，剩余的大部分细分指标都是定性指标，需要分析员进行主观评判。

然而不少的定性指标都存在着较大的不确定性，缺乏明确的评价方法。比如，对法律体系的有效性和公平性进行评估时，可以采取的参考指标非常之多，但没有一个绝对的衡量标准。举例来说，即使对法律学界来讲，英美法系和大陆法系之间也难以评判出优劣；陪审团的地位也和司法体系的公平程度之间没有必然联系。

更进一步说，即使一定的制度设计在理论上存在优势，但是实际执行中效果却可能千差万别。即使经验上不同制度和其实际效果存在高度相关性，但由于缺乏必然的因果联系，仍然容易导致分析师对个别国家的风险做出误判。

此外，东道国环境中的主观因素常常难以有效衡量。比如东道国对外资的态度缺乏清晰的度量方法。文化、宗教、历史等因素都可能对东道国的态度产生影响，这要求分析师对一国环境有综合全面的了解。

政策效果的判定也存在着较大的挑战。比如在经济政策层面上，判定一国金融业监管的效率或宏观经济发展战略是否具有前瞻性都极为困难。“安倍经济学”在推出之际曾饱受非议，即使在推出半年后初见成效之时，仍然存在着各式质疑，也不能断定它的成功。在这些情况下都需要分析师对一国的政治社会状况有极为深入的了解，并有一定的预见性，才能做出正确的预估。

为了克服这些困难，不同的评级体系提出了不同的应对方法。不少机构对国家的风险进

行横向比较，即使出现个别偏误，也必须保证国家之间的风险排序接近真实情况。以 ICRG 为例，其每项统计数据的最初打分都与 140 多个国家的平均值做比较，并将最后的打分标准化，注重的是一国的相对风险大小。分析师通过这样的方法避免主观打分的随意性，以确保最终的得分具有横向可比性。

六、结论

上述三大风险评级机构在评级对象和评级方法上都较有自身的特色。它们所衡量的风险类别广泛，除了主权信用风险之外还包括部门风险和直接投资风险，对于不同类别的投资主体有较好的参考意义。在指标的选取上，三大机构遵循了大部分评级机构的传统，将风险主要划分为经济和政治（社会）两大类，但权重不一，也在细项指标上有所差异，指标的选取一般和衡量的风险对象相对应。

当然，没有任何的评级体系能做到尽善尽美。评级机构只能依赖历史数据并结合主观判断对未来风险作出预测，这将不可避免地会引入主观性因素，一般表现在判断标准不一、存在制度偏好、随机性较大等方面。但各大机构也采用了区间级别、标准化、多名专家打分、分区域讨论不同的方法来克服这些缺陷。综合参考多家机构的评级并了解其评级体系，将有助于得到相对客观并具有预见力的评级意见，对中国的对外投资更具参考意义。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。