



全球化背景下主权信用评级 对金融市场影响的研究

QUANQIUHUA BEIJINGXIA ZHUQUANXINYONG PINGJI
DUI JINRONG SHICHANG YINGXIANGDE YANJIU

郭亚静 ◎ 著



经济科学出版社
Economic Science Press



新疆财经大学基金资助项目

新疆维吾尔自治区重点学科金融学专业资助

全球化背景下主权信用评级 对金融市场影响的研究

QUANQIUHUA BEIJINGXIA ZHUQUANXINYONG PINGJI
DUI JINRONG SHICHANG YINGXIANGDE YANJIU

郭亚静 ◎ 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

全球化背景下主权信用评级对金融市场影响的研究/
郭亚静著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 5
(金融文库)
ISBN 978-7-5141-4470-3

I. ①全… II. ①郭… III. ①信用评级-影响-金融市场-研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 054138 号

责任编辑: 段 钢
责任校对: 王肖楠
责任印制: 邱 天

全球化背景下主权信用评级对金融市场影响的研究

郭亚静 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710×1000 16 开 14 印张 210000 字

2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-4470-3 定价: 40.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 翻印必究)

内容摘要

伴随国家间经济交流的日益频繁，经济金融的自由化程度逐渐加强。自 21 世纪以来，世界各国纷纷大力推行金融开放，各国金融市场的彼此联系越来越紧密。在金融业全球化发展的同时，国际金融市场发生了根本性的结构变化，原来分割的、局部性的市场，渐渐形成整体性的市场。在金融全球化的背景下，跨国的投融资成为各国金融活动中不可或缺的重要组成部分。出于风险防范的需要，筹资方希望依据市场情况合理控制筹资成本，投资方同样希望能够将投资风险最小化。然而国际市场中信息繁多，无论是筹资者还是投资者在对市场风险进行判断时，都难以准确把握。在国际金融市场中，主权评级结果往往成为该国的国际信用资源，在很大程度上，主权评级的发布情况会引导国际资本的市场流向，主权信用评级已经日益成为全球资本流动和资金配置的重要参照标准。主权信用评级是第三方的信用评级机构对一国政府作为债务人，其履行偿付债务本息责任的意愿和能力进行的信用评价结果，通过对主权国债务偿还信用的度量，为国际债券市场中一国发行的国债价格制定、风险评判以及市场的交易起着重要的引导作用。较高的主权评级能有效地吸引投资，降低该国的筹资成本，相反，较低的主权评级则使投资减少，筹资成本上扬。当信用评级机构调整一国的主

权信用评级时，被调整国家的资产定价将随之出现大幅度调整，引起资本大规模的跨国流动。在现实经济中，主权信用评级已日益成为国际金融发展的支柱之一。然而，由于市场对主权信用评级存在的严重依赖，主权信用评级明显的“顺周期”行为对国债市场的影响显著，并且这种影响伴随资本流动传导到整体金融市场，影响市场的稳定发展。当危机发生时，主权信用评级的负向调整则直接导致一国的国际债券筹资成本大幅度上扬，国内市场中资金撤出，整体经济发展陷入困境。同时，在债券市场大幅度波动的同时，国内金融市场不可避免地将受到一定的冲击，市场稳定水平大幅度下降，影响国家金融安全。国际货币基金组织在 2012 年 1 月的研究报告中也明确指出，主权信用评级的结果影响了金融稳定性。

20 世纪 90 年代墨西哥危机、亚洲金融危机、俄罗斯危机，到 21 世纪的美国次贷危机和欧洲债务危机，很容易将它们和货币危机、银行破产、债务危机联系在一起。然而，描述这些危机的另一个共同特征是，存在急剧和频繁的主权评级调整。以亚洲危机时期为例，在 1997 年 7 月 1 日到 1998 年 7 月 31 日期间，仅对马来西亚、泰国、韩国和印度尼西亚四国，三大评级机构（标普、穆迪和惠誉）频繁发布了 46 个主权评级调整，仅有 3 个正向调整，其余均为负向调整。伴随主权评级的调整，这些国家或区域的金融稳定性受到强烈冲击，如泰国在这期间，泰铢对美元汇率从最初的 1 美元兑换 24.65 泰铢，下降到兑换 40.85 泰铢；泰国的 SET 股票指数由 568.79 点跌至 266.72 点，下挫近一半。而本次的欧洲债务危机中的希腊，自 2009 年开始到 2012 年 6 月，接到 31 个主权评级的负向调整，主权信用从 A 一路下

调至 C，其间国债收益从 5% 左右飙升到 25.83%，增长 5 倍以上，在 2012 年 3 月，曾经最高升到 37.10%；而股票市场从 2830.78 点下跌到 476.35 点，萎缩 83.17%。虽然这些国家本身存在着较为严重的经济金融问题，但在市场调整的过程中，主权信用评级的频繁下调也对金融市场的不稳定和脆弱性产生进一步的激化。

本书在对国内外研究现状进行梳理分析的基础上，运用规范分析和实证分析方法，研究主权评级调整对不同金融市场的影响，分析影响表现存在差异的原因。指出主权评级调整加大了一国的金融不稳定性，而经济发展中存在的不足会强化市场的波动，尤其是在危机时期主权评级的负向调整将引起市场剧烈波动，影响国家的金融安全。目前，我国的经济发展面临转型，在参与国际化的进程中，主权评级调整对金融安全的影响不可避免。为了更好地解决这一问题，本书对我国金融安全体系的构建提出建议，并对我国信用评级机构的发展进行探讨。

本书主要包括 7 章，具体内容如下：

第 1 章主要阐述本书研究的相关背景、理论基础、研究意义、研究思路和文章结构、研究方法与创新点等。

第 2 章对主权信用评级的相关研究评述。论述国内外关于主权信用评级的相关研究，指出国内外现有研究的关注重点，并提出研究可能的发展方向。系统地分析了国外学者关于主权评级影响的研究，借鉴其中的原理和方法，为本书研究主权评级调整影响金融市场的问题做了必要的基础铺垫。

第 3 章讨论全球化背景下主权信用评级的发展。主要用于对主权信用评级产生、发展历程的明晰了解。首先介绍了主权信用评级的基本定义，产生的原因，在金融市场中发挥

的作用，其次对其发展历程进行说明，指出金融的全球化发展推动了主权信用评级的业务增长。最后对信用评级机构、相应评级体系及信用评级机构的作用进行介绍。

第4章探讨主权信用评级变化对金融市场的影响。本章先对不同经济体的主权评级情况进行分析，然后主要从规范性分析角度针对主权信用评级调整对金融市场的影响进行研究。从先进经济体国家和新兴经济体国家两个层面入手进行研究分析。通过分别对债券市场、股票市场和外汇市场在不同时期的表现进行分析，得出结论：先进经济体国家从信用评级机构获得初始主权评级的时间普遍早于新兴经济体国家；先进经济体国家的主权信用评级总体高于新兴经济体国家；当主权信用评级发生调整时，金融市场也发生了一定的变化，债券市场和股票市场的变化程度较大，而外汇市场的表现相对缓和。经济发展实力相对较弱的国家的金融市场波动相对较为显著。

第5章实证分析主权信用评级对金融市场影响。本部分是全书分析的重点，通过实证研究，对评级调整导致的金融市场变化进行深层次剖析。借助事件研究分析手段，进一步探讨不同经济体国家的各类金融市场受评级调整影响程度。不同市场的分析结果为：（1）债券市场：①不论是先进经济体和新兴经济体国家都存在对“顺周期”主权评级调整的显著响应；②主权评级的负向调整对市场波动幅度的影响远大于正向调整，先进经济体和新兴经济体的负向调整都接近正向调整的6倍；③新兴经济体国家的债券市场波动是先进经济体国家的3倍以上。（2）股票市场：①1990~1999年，先进经济体国家市场受负向调整影响程度是正向调整的4.6倍；新兴经济体国家市场负向调整影响程度是正向调整

的 0.34 倍；②市场提前响应且基本都在 2 天内迅速消化该信息；③受负向调整事件影响，2000 ~ 2012 年新兴经济体产生的累积波动幅度是 1990 ~ 1999 年的 11.67 倍。（3）外汇市场：①受先进经济体国家面对主权评级的正向调整信息市场滞后响应，面对负向调整信息市场提前响应；新兴经济体国家的市场反应都是提前的；②负向调整影响大于正向调整，正向和负向调整引起市场累积异常波动分别是，1990 ~ 1999 年，先进经济体的 0.08% 和 11.8%，新兴经济体的 0.542% 和 16.79%；2000 ~ 2012 年，新兴经济体的 0.12% 和 2.51%；③市场受影响的波动幅度逐渐减弱；④负向调整信息对新兴经济体的影响大于先进经济体。

整体而言，主权信用评级的调整对金融的稳定性产生了一定的冲击，可以说信用评级机构发布的主权信用评级调整公告，对一国的经济金融稳定性产生了影响。从本书所研究的三个市场情况来看，主权评级的调整在一定程度上都引起了市场的波动，加剧了市场的不稳定。负向评级调整的冲击影响大于正向调整，由于新兴经济体的经济发展水平相对较弱，其市场受冲击程度普遍大于先进经济体，金融稳定性较弱。而经济的发展状况能够决定主权评级因素影响市场的程度，具有良好的经济发展水平，能够弱化或抵消评级调整对市场的影响。

第 6 章明确指出主权评级调整对金融安全的影响，对我国金融安全体系构建提出设想。首先指出主权评级负向调整会增加一国的危机解决成本、进一步恶化危机影响，并向外传导扩散，冲击各国经济发展。尽管我国的主权信用评级在 2000 年以后一直处于正向调整，在资本项目管制和外汇管理方面也较为严格，受到主权评级负向调整的冲击较小。但

伴随经济发展，国际化程度的不断提高，我国根本无法回避由该问题而引发的金融市场波动问题，对我国的金融安全提出新的挑战，因此提出必须构建完善的金融安全体系，指出我国应该从促进实体经济稳定发展、完善政府宏观调控策略、构建合理金融机构体系、提升金融市场运行效率、强化金融监管，维护金融稳定等五个方面提高我国抵御风险和稳定发展的能力。

第7章是完善我国信用评级业的对策思考。在新的经济发展时期，面对世界性的主权信用评级调整带来的冲击，建议我国在构建金融安全体系的同时，建立发展具有国际话语权的信用评级机构，争取在国家主权信用评级方面摆脱西方主流评级机构的影响，赢得更为公正的评级。该章分为三部分，首先提出强化信用评级业的重要意义，其次指出我国行业发展方面存在的不足，最后提出相应的发展建议。

本书的主要创新之处：

(1) 本书在借鉴学术界对现有主权信用评级问题研究的文献基础上，对其进行梳理、归纳和总结，首次试图在此基础上综合研究探讨主权信用评级调整对债券、股票和外汇多个金融市场波动的具体影响。

(2) 国内外现有的研究，主要是单一时期分析，本书尝试从不同时期、不同主体出发，综合比较分析主权信用评级调整时对金融市场的影响，试图找出在不同时期、不同经济体的市场波动变化特点。

(3) 尝试从主权评级角度分析金融市场安全，提出构建中国金融安全体系的方法，探索本土信用评级机构发展途径。

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 金融的全球化发展	1
1.1.2 金融全球化对世界经济发展的冲击	4
1.2 理论基础	7
1.2.1 信息不对称	7
1.2.2 交易成本理论	8
1.2.3 委托代理理论	9
1.2.4 博弈论	10
1.3 研究意义	11
1.3.1 理论意义	11
1.3.2 现实意义	11
1.4 写作思路和章节安排	13
1.4.1 写作思路和技术路线	13
1.4.2 章节安排	14
1.5 主要研究方法	17
1.6 主要创新、难点、重点和进一步解决的问题	18
第2章 主权信用评级的相关研究评述	19
2.1 国外学者相关研究	19
2.1.1 主权评级对债券市场的影响研究	20

2.1.2	主权评级对股票市场的影响研究	25
2.1.3	主权评级的溢出效应研究	30
2.2	国内学者相关研究	34
2.2.1	主权信用与国家金融安全	34
2.2.2	信用评级机构层面的研究	36
2.3	已有研究的不足和未来可能的研究方向	38
第3章	全球化背景下主权信用评级发展研究	40
3.1	主权信用评级定义、成因、作用	40
3.1.1	主权信用评级定义	40
3.1.2	主权信用评级产生原因	40
3.1.3	主权信用评级作用	47
3.2	主权信用评级发展历程	50
3.3	主权信用评级机构、信用评级体系、主权信用机构作用	52
3.3.1	主权信用评级机构	52
3.3.2	主权信用评级体系	53
3.3.3	主权信用评级机构作用	62
第4章	主权信用评级变化对金融市场的影响	66
4.1	数据集	66
4.1.1	国家	66
4.1.2	主权评级指标	67
4.1.3	金融市场指标	67
4.2	主权信用评级变化情况	68
4.3	主权评级调整对金融市场的影响	72
4.3.1	20世纪90年代主权信用评级调整情况及其对金融市场的影响	72

4.3.2	21 世纪初至今主权信用评级调整情况及其 对金融市场的影响	86
4.4	结论	100
第 5 章 主权信用评级对金融市场影响的实证分析		101
5.1	实证模型建立	102
5.1.1	研究方法	102
5.1.2	选取窗口期	108
5.2	主权信用评级调整对金融市场影响程度的实证分析 ..	108
5.2.1	对债券市场影响的实证结果	108
5.2.2	对股票市场影响的实证结果	120
5.2.3	对外汇市场影响的实证结果	131
5.2.4	国别研究	142
5.3	主权信用评级调整对金融市场影响程度的实证结果 ..	153
5.3.1	主权评级调整的总体研究实证结果	153
5.3.2	主权评级负向调整的国家研究实证结果	154
第 6 章 主权评级调整对金融安全的影响与我国金融安全 体系构建		156
6.1	主权评级负向调整加剧了金融风险	157
6.1.1	主权评级负向调整对各国金融市场的影响	157
6.1.2	主权评级负向调整影响经济发展的主要途径 ..	158
6.2	构建我国完善的金融安全体系	160
6.2.1	促进实体经济稳定发展	160
6.2.2	完善政府宏观调控策略	163
6.2.3	构建新型合理金融机构体系	168
6.2.4	提升金融市场运行效率	173
6.2.5	强化金融监管, 维护金融稳定	178

第7章 完善我国信用评级业的对策思考	188
7.1 强化信用评级业建设的重要意义	188
7.1.1 强化信用评级体系建设,保障我国的经济发展 和总体战略	188
7.1.2 强化信用评级体系建设,防范金融市场可能 出现的非理性波动	189
7.1.3 强化信用评级体系建设,确保企业海外融资 合理议价能力	190
7.2 我国信用评级行业发展现状	190
7.2.1 行业分散、实力弱、规模小,专业评级人员 缺乏的状态	191
7.2.2 信用评级市场受到国际评级机构的间接操控 ...	191
7.2.3 国际话语权不足	191
7.2.4 独立性和公正水平有待完善	192
7.2.5 市场中存在供求严重失衡	192
7.3 完善我国信用评级行业的建议	193
7.3.1 完善法律法规建设	193
7.3.2 提高对行业发展的重视	193
7.3.3 建立有效的监管体制	193
7.3.4 发展专业评级机构,实施业务差别化竞争	194
7.3.5 推动评级行业发展的独立性	194
7.3.6 拓宽评级应用领域,促进社会公众信用意识 提升	195
7.3.7 促进区域合作,迈入国际市场	195
英文人名对照表	197
参考文献	199
后记	210

第1章 导 论

1.1 研究背景

1.1.1 金融的全球化发展

世界经济全面开放进程的不断加快，极大地促进了现代金融活动的繁荣。金融行为在市场经济条件下，渗入各个领域，成功成为沟通联系各类经济主体的中介。各国间的货币体系互相影响，金融市场彼此渗透，原有国际金融体系重新配置。而信息化时代的来临，更是促进金融在各国间的迅速发展，促进了金融资源实现世界范围的全面优化配置，不同金融市场的彼此传导、影响效应凸显，世界范围内的金融市场联系性越来越紧密，逐渐形成一个共同发展的整体金融体系。

1. 金融自由化程度不断提高

自20世纪的经济大萧条之后，一些经济发达国家颁布金融管制法规抑制金融行业的过度竞争，然而随着时间的推移，金融管制局限经济发展的缺陷凸显。从20世纪70年代开始，英美等发达国家经济开始陷入经济滞胀，出现经济缓慢发展而财政赤字大幅增加的局。至此，开始削减国家干预行为，以市场主导经济，放松金融管制。希望借助取消资本跨国流动限制引入国际资本投资，缓解国内日益严重的经济问题。从1979~1982年的短短3年间，英美率先放松金融管制政策，随后的若干年，德国、日本、澳大利亚等工业化国家也逐步对实施金融自由化政策。在发达国家的推动下，发展中国家也不断推

进金融自由化改革。80 年代，金融自由化迅速在全球蔓延。各国纷纷采取放松资本账户的兑换限制，逐步取消金融服务行业市场的进入限制，联合干预汇率协调国家之间的货币政策，运用趋同的货币政策工具等手段，消融存在于国家间的金融制度和政策的冲突、矛盾部分，弥补不同制度间的差异，实现金融市场的有效整合。金融自由化的广泛推广，将原有各自孤立和相对封闭的金融市场间障碍消除，为金融的全球化发展提供了更广阔的空间。

2. 金融市场的全球一体化

布雷顿森林体系的崩溃，催生美、日、欧等国家地区在 20 世纪 70 年代早期，开始实施浮动汇率制，允许国际间的资本、跨国的金融投资都自由流动。随后的伦敦“大爆炸”（Big Bang），其大刀阔斧的金融改革，加速并深化了金融发展，原有的针对金融领域的诸多管制逐步放松。随之带来的结果是，更多的国家地区开始弱化金融管制，实施金融自由化政策，广泛开放金融市场。

随着世界各国逐步开放经济金融环境，各类金融机构纷纷加大境外分支机构建设及跨境业务的拓展，全球化的金融市场逐步形成。金融机构经营战略的全球化布局突破了各国所设立的金融市场壁垒，增进各国金融市场与国际金融市场的交流，并逐步形成全球性的一体化市场。同时，现代科技手段在金融领域的应用，使零散的各国金融市场，通过计算机网络技术结合在一起，令各区域间资本和资金流动如信息传播般迅速快捷，基本不存在时间和空间的限制。如今的国际金融市场渐渐成为多方位、多时区的一体化市场，世界各地的资金能够在 24 小时内不间断地连续交易。一体化金融市场的出现，促进各国金融产品及相应交易价格逐步与国际市场趋同；并且，融入全球金融市场的同时，各国金融市场不再是独立发展，其市场波动不再仅受到国内市场影响，而且要面对国际金融市场更加广泛的纷杂变化的冲击。

3. 资本流动全球化

国际贸易活动的发展,促进了资金从国内向国外转移的过程,国际直接投资行为的开展更是带动了资本的跨境流动。20 世纪的经济大萧条时期,严重破坏国际资本的流动,直到一些西方工业化国家的经济得到有效恢复,国际资本流动才得到逐步繁荣。以国外直接投资(FDI)为例,80 年代中后期,国际资本流动的规模出现扩张,1985~2000 年,国际资本市场的 FDI 总额年均增长 158.36 个百分点。全球资本市场 FDI 总额 2007 年曾高达 23552.47 亿美元,截至 2011 年,FDI 总额依然达到 13995.94 亿美元。各国的经济尤其是一些西方发达国家,在资本跨国流动的刺激和带动下,出现积极发展态势,并且伴随经济发展,居民收入的提高又进一步推动跨国资本规模的日益扩展。同时金融衍生工具的创新与诞生,为国家资本提供了广泛的投资渠道,大大加快其流动速度。

世界 FDI 历年情况如图 1-1 所示。

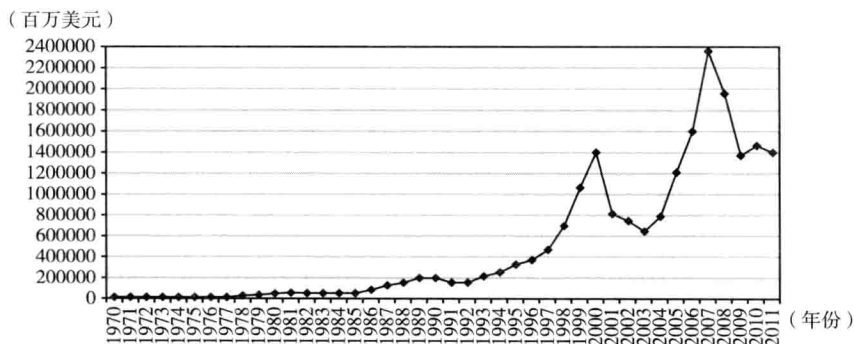


图 1-1 世界 FDI 历年情况

资料来源:世界银行数据库。

4. 金融产品证券化

国际资本市场的发展,自 20 世纪 80 年代中期以来,最主要的变化就是金融产品的证券化。进入 21 世纪后,一方面发行债券筹资的

直接融资行为逐渐替代银行间的贷款行为成为国际资本市场中的主要融资行为；另一方面，借助金融工程手段，越来越多的流动性差的金融资产转换成符合特定投资者需求、具有某种特点的金融工具，如资产证券化产品等金融衍生工具。

从图 1-2 可以看出，各国所发行的各类证券化产品数量不断增加，1997 年发行的证券化产品总额不到 6000 亿美元，2010 年该总额达到 40335 亿美元，增长了 5.7 倍。

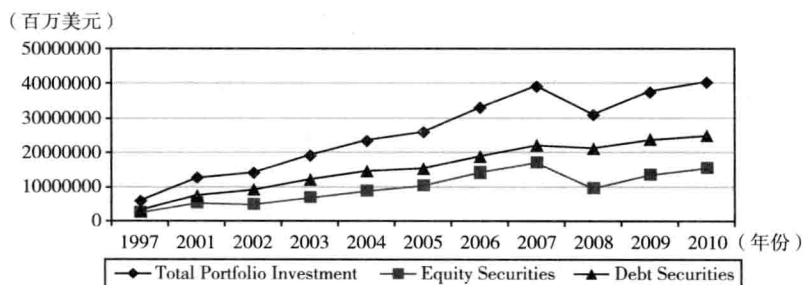


图 1-2 组合投资证券产品债务

资料来源：世界银行数据库。

1.1.2 金融全球化对世界经济发展的冲击

1. 危机传染效应扩大

早在 20 世纪初期，由于资本主义生产过剩导致的经济危机爆发，引发全球性的借贷市场混乱，造成诸多国家的货币大幅贬值。1973 年年底，第二次世界大战后最严重的经济危机爆发，西方多国的银行倒闭，危机通过银行系统传导到世界金融领域。但在这个阶段的经济金融危机，由于缺乏广泛合作的全球性基础，因此其危机的扩散范围还是相对较为狭窄，主要集中于区域性经济体内，或停留在某个行业层面。

1997 年的亚洲金融危机，虽然是由泰铢贬值引起，但其危机的影响波及了所有的东亚国家和地区，造成数千亿美元的损失，并且伴随危机的发展，甚至还扩散到其他国家和地区，致使全球经济在