

“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库

A CENTURY OF SOVEREIGN RATINGS

国家信用评级 世纪述评

Norbert Gaillard

(美) 诺伯特·盖拉德 著

孙森 张瑜 郭娜 译

FE

东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库

A CENTURY OF SOVEREIGN RATINGS

国家信用评级 世纪述评

Norbert Gaillard

(美) 诺伯特·盖拉德 著

孙森 张瑜 郭娜 译



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

Norbert Gaillard: A Century of Sovereign Ratings.

Copyright© Springer Science+Business Media, LLC 2012.

No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, including photocopying or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the publisher.

All rights reserved.

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2013-88

本书简体中文翻译版由 Springer 授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

图书在版编目 (CIP) 数据

国家信用评级世纪述评 / (美) 盖拉德 (Gaillard, N.) 著; 孙森等译.

—大连: 东北财经大学出版社, 2014. 4

(金融瞭望译丛)

ISBN 978-7-5654-1275-2

I. 国… II. ①盖… ②孙… III. 信用评级—研究 IV. F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 179069 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 195 千字 印张: 16

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 季 王 玲 责任校对: 纳 新

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 39.00 元

序

2009年由希腊引发的欧债危机给了我们一个警示：国家（也就是主权）也可能存在债务违约。许多投资者认为主要发达国家陷入债务漩涡是因为这些国家为防止银行破产而采取了刺激经济复苏的措施。然而随之而来的是，对这些参与救助国家自身信誉度的质疑声却越来越高。在这种不确定的环境下，如何对国家信用进行评价就显得非常有意义。本书向读者提供了一个必要而广泛的对一个世纪以来国家信用评级史的回顾，希望能引起经济学家和投资者的兴趣。

第1章给出了本书研究的主要问题。第2、3、4章介绍了国家信用评级的主要概念：第2章是对1918年第一次出现的国家信用评级活动的综述；第3章分析国家信用评级的意义和定量评级的重要性，同时描述了信用评级政策和工具的改进；第4章集中探讨了国家信用评级过程。第5、6章打开了国家信用评级的“黑匣子”：第5章比较了两次战争期间（第一次世界大战与第二次世界大战期间）和当今（1986—2010年）国家信用评级方法的异同；第6章研究了20世纪90年代，信用评级机构评级方法的调整并且比较了信用评级机构间评级结果的不同之处。第7章和第8章通过计算违约率和准确率衡量了国家信用评级的准确性：第7章主要关注了两次战争期间；第8章则是针对当今的情况。这两章评价了上述两个时期，信用评级机构给出的国家信用评级的准确性。第9章和第10章比较了信用评级机构和市场参与者对国家信用风险的认知：第9章研究了1993—2007年间JP摩根新兴市场债券指

数环球利差和新兴国家信用评级关系；第 10 章对 2009 年 11 月至 2010 年 5 月的希腊债务危机期间欧元区成员国的国家信用评级和信用违约互换隐含评级进行了比较分析。

译者序

从引发华尔街剧烈震动的次贷风波，到席卷全美的金融风暴，再到令全球为之胆寒的金融危机，以及从希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙蔓延至比利时和意大利的欧债危机，由此产生的多米诺效应不仅令全球资本市场一蹶不振，更使实体经济陷入衰退的泥潭……在这个过程中，扮演“市场看门人”的信用评级机构遭到了市场的强烈批评和谴责，甚至有人认为信用评级机构是导致危机的罪魁祸首。其实从1997年亚洲金融危机开始，信用评级机构就不断遭到人们的质疑。1997年亚洲金融危机酝酿之时，三大公司未能发出任何警告。危机爆发后，其才开始慌张应对，然而过激的降级又进一步加剧了市场恐慌。1996年9月，穆迪和标普分别给韩国开发银行的长期债信评级为“A1”和“A+”，韩国危机发生后，评级迅速降为垃圾等级：“Ba1”和“B+”。1997年7月，泰铢发生危机，穆迪和标普仍给泰国政府公债“A”级，直到10月才加以调整，而事后激烈的降级深深地加重了这些国家的流动性危机。

欧洲主权债务危机使人们再次将关注的热点聚焦到三大信用评级机构，它们对于主权债务评级的纷纷下调，使许多欧洲国家在债务危机中越陷越深，加剧了宏观经济的周期性波动和金融系统的不稳定性，由此引发了人们对国家信用评级的关注与思考。《国家信用评级世纪述评》就是在这样的背景下顺势而生，该书向读者全面展现了国家信用评级的相关概念、国家信用评级方法以及信用评级机构间评级的不同之处，并采用实证分析方法测度了信用评级机构给出国家信用评级的准确性，比较了信用评

级机构和市场参与者对国家信用风险的认知，打开了国家信用评级的“黑匣子”。

本书的作者诺伯特·盖拉德，现就职于世界银行。他毕业于巴黎政治学院和普林斯顿大学，2008年获得博士学位，毕业论文为《国家信用评级的方法》。他曾经担任国际金融公司和世界银行、经合组织和欧盟议会的顾问，以及研究生学院客座教授（日内瓦）和欧共体的国家风险专家。他长期涉足于国家政府债务及风险、地方政府债务及风险、信用评级机构等领域，对政府信用有着深入和广泛的研究。

国家信用评级诞生于1918年，穆迪发行的《穆迪投资分析——政府债券和市政债券》是世界上第一份国家信用评级报告。历史上国家信用评级活动有两段繁荣期：一是1919—1929年间，伴随着世界经济金融中心向美国的转移，穆迪、普尔、标准统计公司和惠誉对120多种国债进行了评级；二是自20世纪70年代中期信用评级活动复苏至今，这段时期是国家信用评级活动的鼎盛时期。但是1997年亚洲金融危机、2000年俄罗斯金融危机、2000年土耳其金融危机以及2009年由希腊引发的欧债危机的爆发，一次次将国家信用评级的准确性和客观性推向了风口浪尖。与国家信用评级活动相辅相成的是信用评级机构的兴衰，在评级业的百年发展历史上，曾有过上百家评级机构，经过残酷竞争的洗礼，最终形成了现在穆迪、标准普尔和惠誉的三足鼎立之势。监管当局为了提高评级行业的透明度，由美国证券交易委员会建立了美国“国家认可的统计评级机构”认证，这一认证实际上强行建立了评级业的门槛，强化了3家评级机构在市场中的垄断地位。可喜的是，近两年来，获得美国“国家认可的统计评级机构”越来越多。2011年1月，获得该资质的机构已达到10家，但是穆迪、标准普尔和惠誉3家评级公司在全球的垄断地位仍没改变。本书从信用评级机构的发展和国家信用评级活动这两条主线入手，为我们展现了一幅波澜壮阔的国家信用评级发展的历史画面。作者从国家信用评级活动的兴衰变迁，国家信用评级的含义，国家信用的评价，国家信用评级的

方法、准确性和稳定性，国家信用等级水平与新兴市场债券指数环球利差的关系及局限性 8 个方面回顾了国家信用评级的百年历史。

全书语言平实生动、深入浅出、理论性与实践性有机结合，既可以作为信用管理专业或经济管理相关专业大学本科和研究生教育极富价值的教材，也可作为金融从业人员及投资者学习、了解国家信用评级的参考书，对于风险管理和信用评级理论研究者也有一定的借鉴意义。

天津财经大学大公信用管理学院的老师和研究生以及部分金融系的研究生参加了本书的翻译工作：张瑜、李嘉怡负责第 1 章、第 2 章和第 3 章；张瑜、胡佳琪负责第 4 章和第 5 章；张瑜、刘甜负责第 6 章和第 7 章；郭娜、丁静柔负责第 8 章；郭娜、柴萌负责第 9 章；郭娜、李景丽负责第 10 章和第 11 章。张瑜、郭娜老师对全书进行了审阅与校对，全书由孙森教授统稿审定。在本书翻译过程中，还得到了大公国际资信评估有限公司评级分析师和天津财经大学部分教师的帮助。另外，原书作者，世界银行的诺伯特·盖拉德教授也对我们翻译过程中的不明之处给予了热情的指点，在此一并表示感谢。国家信用评级的相关著作在我国尚不多见，书中部分内容和专有名词，目前国内尚未有统一的说法。虽然在编译的过程中，我们倾注了大量的时间和精力，但由于水平有限，疏漏与错误之处在所难免，敬请广大读者批评指正。

孙 森
2013. 6

目 录

- 1 引 言/1
- 2 国家信用评级活动的繁荣与萧条/3
 - 2.1 国家信用评级诞生的标志/4
 - 2.2 国家信用评级活动的衰落/7
 - 2.3 20 世纪 70 年代中期国家信用评级活动的复苏/9
 - 参考文献/12
- 3 国家信用评级的定义、类型及改进/15
 - 3.1 评级的定义/15
 - 3.2 定量评级的意义/17
 - 3.3 信用评级的主要政策和程序/23
 - 3.4 本币信用评级与外币信用评级/26
 - 3.5 国家上限/28
 - 3.6 违约国家的信用评级/29
 - 3.7 国家回收率评级/31
 - 参考文献/33
- 4 怎样评价国家信用? /36
 - 4.1 简 介/36
 - 4.2 国家信用评级队伍/37
 - 4.3 国家信用评级过程/41
 - 参考文献/45

5	穆迪国家信用评级：1918—1939 年与 1986—2006 年的比较/47
5.1	文献回顾/48
5.2	穆迪的评级政策/49
5.3	穆迪的评级方法/57
5.4	穆迪国家信用评级决定因素的实证分析/61
5.5	结束语/73
	参考文献/73
6	国家信用评级方法：理论与实践/77
6.1	国家信用评级标准的演变和比较/78
6.2	国家信用评级的决定因素/87
6.3	评级机构间的评级结果差异/92
	参考文献/109
7	两次战争期间国家信用评级的稳定性与准确性/117
7.1	文献回顾/118
7.2	评级变动分析/119
7.3	平均累积违约率的分析/125
7.4	结 论/130
	参考文献/131
8	20 世纪 80 年代以来国家信用评级的稳定性和 准确性/133
8.1	文献回顾/134
8.2	国家信用评级观察与评级展望/135
8.3	国家信用评级稳定性/147
8.4	国家信用评级准确性/160
8.5	总 结/173
	参考文献/174

9	惠誉、穆迪、标普的国家信用评级和新兴市场债券 指数环球利差：1993—2007 年的启示/176
9.1	文献回顾/177
9.2	EMBIG 利差与惠誉、穆迪、标普评级的相关性/178
9.3	评级对市场利差的调整/184
9.4	评级变动对市场利差的影响/190
9.5	小 结/199
	参考文献/199
10	国家信用评级的局限性——基于对 2009—2010 年 希腊债务危机的思考/202
10.1	文献回顾/203
10.2	希腊债务危机期间的国家风险认识：机构评级 VS 信用违约互换隐含评级/205
10.3	信用评级机构如何陷入困境/213
10.4	小 结/217
	参考文献/217
11	结束语/221
附录 A	1931—1938 年在纽约交易所上市的以美元或英镑计价的 违约国债/224
附录 B	第 5 章中所使用的资料来源/227
附录 C	第 7 章中使用的 135 种债券列表/232
	术语表/238

1

引 言



亚洲金融危机爆发以来，信用评级机构的表现一直遭到人们的批评，三大国际信用评级机构的权威性也遭到质疑。在 1997 年亚洲金融危机酝酿之时，穆迪、标普和惠誉三大国际信用评级机构均未能发出任何警告；危机爆发后，评级机构在两个月内下调了一些亚洲国家的信用等级，下调幅度多达 10 个级别，从而进一步加重了这些国家的流动性危机。这些争议直指在当时并不被大家所熟知的国家信用评级。1997 年以来，许多关于国家信用评级的问题被提出来。国家如何能像私人实体那样被评级？评级机构的分析师们评估国家信用风险的标准是什么？国家信用评级准确吗？评级机构的观点仅仅是市场价差的反映吗？

本书是第一个从信用评级报告的视角，回答上述问题的。20 世纪 40 年代至 20 世纪 80 年代中期，国家信用评级几乎处于停滞状态，因此本书将其分为两个时期进行分析：第一次世界大战与第二次世界大战期间（以下简称两次战争期间）和 1986—2010 年期间（以下简称“当今”）。针对两次战争期间，本书的分析主要集中在四大主要评级机构（惠誉、穆迪、普尔出版公司（Poor's Publishing Company）和标准统计公司（Standard Statistics））对在纽约证券交易所（NYSE）上市的以美元和英镑计价的国家债券的评级。对于当今，研究的范围则主要集中在由三大评级机构（惠誉、穆迪和标普）进行的外币长期信用评级。

本书主要分为 9 章。第 2 章到第 4 章介绍了国家信用评级的重要概念。第 2 章概述了 1918 年第一次出现，并发展至今的信用评级活动。第 3 章对国家信用评级的含义和定量评级的重要性进行了分析，并介绍了信用评级政策和工具的改进。第 4 章主要研究国家信用评级的过程。

第 5 章和第 6 章打开了国家信用评级的“黑匣子”。第 5 章对两次战争期间和当今的国家信用评级方法进行了比较。在第 5 章的基础上，第 6 章继续探讨了这些评级机构之间在国家信用风险评估体系和方法上的差异。

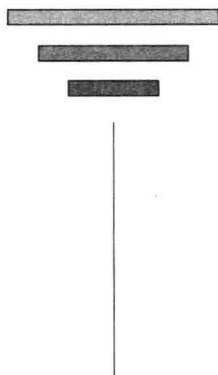
第 7 章和第 8 章通过计算违约率和准确性指标对国家信用进行测度。第 7 章分析了两次战争期间的评级效果，第 8 章则考察了当今的情况。这两章还分别对不同信用评级机构的评级准确性进行了评价。

第 9 章和第 10 章比较了评级机构和市场参与者对国家信用风险的认知。第 9 章重点叙述了 1993—2007 年间 JP 摩根新兴市场债券环球指数利差和新兴国家的国家信用评级的关系。第 10 章分析了 2009 年 11 月至 2010 年 5 月希腊债务危机期间，反映欧元区各成员国政府债券风险的信用违约互换隐含评级的走势和表现。

最后，第 11 章总结了国家信用评级活动取得的显著成效，并给出了概括性结论。

2

国家信用评级活动的繁荣与萧条



在过去的几个世纪中，国家经常走向破产。例如，西班牙在 16 世纪的黄金时期违约 3 次，17、18 及 19 世纪则违约 7 次以上。法国在 1500—1800 年间违约 8 次。19 世纪，奥匈帝国和普鲁士违约 5 次。这些殖民国和陆权国家的违约行为，充分表明评估国家的信誉度是非常困难的（关于 20 世纪前国家信用违约的讨论，详见 Reinhart and Rogoff (2009)；Suter and Stamm (1992)；Winkler (1933)；Wynne (1951)）。

与企业的信用评级不同，国债发行者不会主动提供自身的经济金融数据，直到 19 世纪晚期，才有外部企业提供一些关于国债发行者的信息，因此过去用于评估国家信誉度的有限数据和信息来源于银行。例如，在

19 世纪初，普鲁士国王被告知，在向内森·罗斯柴尔德（Nathan Rothschild）申请贷款后，其额外费用会更高，因为他的王国不是一个法治国家（Ferguson, (1998)）。几十年过后，1898 年法国里昂信贷银行金融服务研究部门（Service des Etudes Financières of the Crédit Lyonnais）基于债务收入比（弗兰德利（Flandreau, 2003）），将主权的债务风险指数分为了 3 类，这个初步的评级系统只供内部使用，后来也没有进行更新升级。

非银行机构发布的第一份风险分析报告是 1990 年出版的“穆迪第一指南”，被命名为《穆迪工业及其他各类证券指南》（*Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*），该指南建立了一个国债列表并提供了公共财政数据，但指南中没有涉及评级的内容。^① 这本长达 1 100 页的书主要收集了有关企业、公用事业、铁路公司和外国政府的信息。实际上，这本指南是迈向国家信用评级的第一步。

2.1 国家信用评级诞生的标志

信用评级的诞生标志是 1909 年穆迪发行的《穆迪美国铁路投资分析》（*Moody's Analyses of Railroad Investments*），当时的信用评级是以企业为评级对象的（关于评级历史的概述，请参见 Sylla (2002)）。穆迪于 1918 年 3 月开始对国债进行评级，成为世界上第一个对国家债券进行评估的机构。1918 年发行的《穆迪投资分析——政府债券和市政债券》（*Moody's Analyses of Investments - Government and Municipal Securities of 1918*）包含了将近 30 000 种不同债券的统计数据，其中 85% 的债券是由美国政府和其州政府发行的，剩下的 15% 是外国政府、州、县和城市发行的债券。在 189 种被评级的外国国债中^②，24 种债券是以美元或英镑计价并且在纽约证券交易所上市

^① 国债列表中的国家包括阿根廷、奥地利、比利时、巴西、英国、加拿大、丹麦、荷兰、德国、墨西哥（Moody 1900, pp. 275–293）。

^② 作者的计算。

的。这些国债的发行国是：阿根廷、加拿大、古巴、多米尼加共和国、法国、日本、挪威、巴拿马、瑞士和美国（见表2-1）。

表 2-1 第一个国家信用评级：1918 年被穆迪评级的在纽约
证券交易所上市的以美元和英镑计价的外国国债

债券	发行年	到期年	级别
阿根廷黄金债券（利率：6%）	1915	1920	A
加拿大公共服务贷款（利率：5%）	1916	1921, 1926, 1931	Aaa
古巴 1915 年中期债券（利率：6%）	1915	1918	Aa
古巴外国黄金债券（利率：5%）	1904	1944	Aa
古巴外国黄金债券（利率：4.5%）	1909	1949	Aa
古巴外国黄金债券（利率：5%）	1914	1949	Aa
多米尼加共和国海关黄金债券（利率：5%）	1908	1958	A
多米尼加共和国偿债基金黄金债券（利率：6%）	1913	1918	A
英法债券（利率 5%）	1915	1920	Aaa
美法外国债券（利率：5%）	1916	1919	Aaa
法国可转换黄金债券（利率：5.5%）	1917	1919	Aaa
日本发行的以英镑为面值货币的债券（利率：4%）	1905	1931	A
日本首次发行的以英镑为面值货币的债券（利率：4.5%）	1905	1925	Aa
日本第二次发行的以英镑为面值货币的债券（利率：4.5%）	1905	1925	A
挪威外国贷款（利率：6%）	1916	1923	A
巴拿马偿债基金黄金债券（债券期限：30 年，利率：5%）	1914	1944	Aa
巴拿马可担保的分期付款黄金债券（利率：5%）	1915	1922—1925	Aa
瑞士黄金债券（利率：5%）	1915	1920	A
英法债券（利率：5%）	1915	1920	Aa
英国担保债券（利率：5%）	1916	1918	Aaa
英国担保债券（利率：5.5%）	1916	1919	Aaa
英国担保债券（利率：5.5%）	1916	1921	Aaa
英国可转付的担保债券（利率：5.5%）	1917	1919	Aaa
英国 90 天国库券	1917—1920	1917—1920	Aaa

资料来源：作者的计算，基于 *Moody's Manuals*（1918）。

国家信用评级的诞生恰逢美国经历其经济和财务状况的转折点，美国成为当时世界上第一大债权国（Madden *et al.*（1937）），纽约证券交易所即将成为全球规模最大的证券交易所，由此推动了给欧洲和拉美国家贷款的热潮（Rippy（1950））。穆迪的发展也受益于20世纪20年代自由主义的兴起：美国国务院在1922年3月发表的一份声明中宣称美国银行的外国贷款政策不受任何特定法律的约束（Dulles（1926））。另外，尽管一直有外国债券持有者委员会或者美国债券持有人协会等监控外国债券的质量，但是直到1933年12月，基于帮助违约国家债务重组的目的才成立了美国外国债券持有人保护理事会（Adamson（2002））。结果，穆迪于1922年以及普尔、标准统计公司和惠誉于1924年发布的债券评级结果是投资者甄别风险的唯一指南，帮助他们甄别日益增多的在纽约交易所上市的外国国债的质量（见图2-1）。

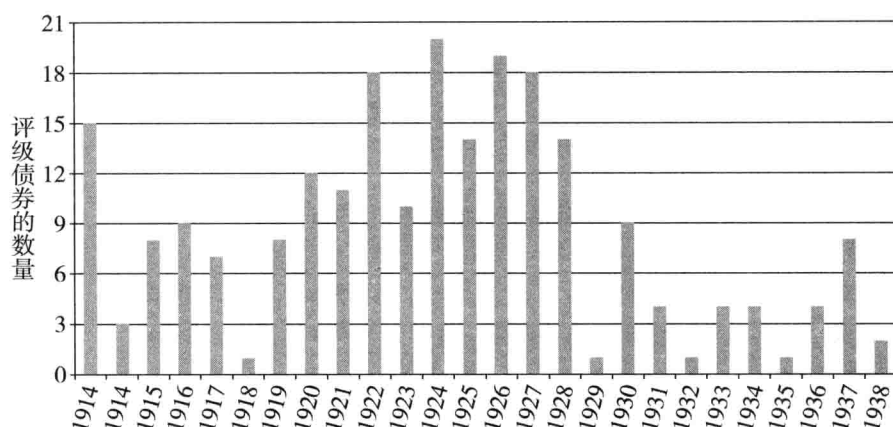


图2-1 在纽约证券交易所上市的以美元和英镑计价的债券，并根据其发行年份于1914—1938年间被评级（共有225种国债）

资料来源：作者的计算，基于 *Moody's Manual*（1918）。

直至1929年，超过120种国债被四大评级机构评级。但是此后，国家信用评级活动进入了萧条期。外国国债市场的不景气、1931年发生的国家违约浪潮和1934年颁布的《约翰逊法案》（法案规定美国银行对违约国家