

全 球 经 济 热 点 文 丛



国家风险与 主权评级

Country
Risk And Sovereign
Ratings

曹荣湘 □ 主 编

朱全涛 □ 副主编



Social Sciences
Documentation Publishing House
社会科学文献出版社



全球经济热点文丛

国家风险与 主权评级

Country Risk and Sovereign Ratings

曹荣湘 主 编
朱全涛 副主编

社会科学文献出版社

Social Sciences Documentation Publishing House

作者简介

理查德·坎托 (Richard Cantor): 穆迪公司学术论坛 (Academic Forum) 主席, 纽约储备银行经济学家。

弗兰克·帕克 (Frank Packer): 纽约储备银行经济学家。

约翰尼斯·朱特勒 (D. Johannes Juttner): 澳大利亚麦考里大学 (Macquarie University) 国际金融系教授。

贾斯廷·麦卡锡 (Justin McCarthy): 澳大利亚麦考里大学 (Macquarie University) 国际金融学教授。

斯蒂恩·克拉森斯 (Stijn Claessens): 新西兰阿姆斯特丹大学 (University of Amsterdam) 金融系教授。

吉尔特·恩布里奇 (Geert Embrechts): 新西兰拉伯国际银行 (Rabobank International) 经济学家。

卡门·莱因哈特 (Carmen M. Reinhart): 马里兰大学 (University of Maryland) 公共事务学院和经济系教授, 美国国家经济研究局兼职研究员, 国际货币基金组织研究部副部长, 著名经济学家。

赫尔穆特·拉森 (Helmut Reisen): 瑞士巴塞尔大学 (Basle University) 国际经济系教授。主要著作有: *Debt, Deficits and Exchange Rates: Essays on Financial Interdependence and Development*, Edward Elgar Publ. Co., 1994; *Debt, Deficits and Exchange Rates: Essays on Financial Interdependence and Development*, Edward Elgar Publishing Ltd., Aldershot (UK), 1994; 等等。

朱利娅·冯·马尔赞 (Julia von Maltzan): 巴西圣保罗大学 (Sao Paulo SP) 金融系教授。

克劳德·厄尔布 (Claude B. Erb): 芝加哥第一投资管理公司经济学家。

坎贝尔·哈维 (Campbell R. Harvey): 美国杜克大学 (Duke University) 商学院国际经济学教授。

塔达斯·维斯康特 (Tadas E. Viskanta): 芝加哥第一投资管理公司经济学家。

乔纳森·伊顿 (Jonathan Eaton): 美国耶鲁大学 (Yale University) 经济学教授, 美国国家经济研究局兼职研究员。

马克·格尔索维奇 (Mark Gersovitz): 美国约翰·霍普金斯大学 (Johns Hopkins University) 经济系教授。

约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz): 著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者, 美国哥伦比亚大学 (Columbia University) 教授, 曾担任世界银行副行长、首席经济学家, 克林顿政府首席

经济顾问。最近的著作有：Globalization and Its Discontents, W. W. Norton & Company, June 2002; Towards a New Paradigm in Monetary Economics, with Bruce Greenwald, Cambridge University Press, forthcoming in May 2003; The Roaring Nineties, W. W. Norton & Company, forthcoming in October 2003。

戴维·黑尔 (David D. Hale)：苏黎世金融服务公司首席全球经济学家，Hale Advisors LLC 董事长，China Online, Inc 创办人兼主席。

诺伯特·菲斯 (Norbert Fiess)：世界银行拉丁美洲和加勒比海地区首席经济学家，曾担任法兰克福大学 (Frankfurt) 教授。

格雷西纳·卡明斯基 (Graciela Kaminsky)：美国乔治·华盛顿大学 (George Washington University) 经济学和国际关系学教授，著名经济学家。

瑟基奥·施穆克勒 (Sergio Schmukler)：世界银行发展研究中心宏观经济与增长小组资深经济学家。

加丽娜·黑尔 (Galina Hale)：美国耶鲁大学 (Yale University) 经济学副教授。

序 一

经济学从来是一门国际性的学科。我国当代经济学的发展，更是汲取西方经济学精华的结果。因此，及时引进和介绍西方经济学的最新成果，全面展示西方经济学家对某些专门问题的研究，是每一个从事经济学研究和教学的学者的当然之责。

当代经济学的发展在凯恩斯之后走向了一个百花齐放的时代，各种旧有的经济学传统都在当代找到了回音，而经济实践的复杂性和广泛性，又催生了各种全新的经济学领域。例如，经济全球化的发展催生了国际政治经济学，同时也使全球金融的治理成了国际经济学的重要主题，后者又催生了有关国家风险和主权评级的研究。这些全新的领域，在我国还鲜有人研究，而它们又极其重要。因此，作为推动我国相关研究的第一步，译介，特别是经典文献的译介，就是一个开创之举。

曹荣湘博士主编的这套《全球经济热点文丛》，涉及的都是西方经济学的最新研究成果，翻译的都是著名作家的经典著作，仅凭这一点，就不失为一套重要的经济学译丛。现实地说，编选一套成功的翻译文献，是一件十分棘手的工作，它既要体现编选者的眼光和学识，也要反映编选者的学术态度。同时，它还折射出了编选者的辛苦劳动，因为从确定选题，到编选文献、敲定目录，再到联系作者和版权、搜集文献、组织翻译、校对稿子，每一步都需要编选者付出艰苦的劳动。当然，也需要译者和出版社相关

人员的艰苦劳动。

我们相信，编选者、译者的辛苦劳动一定会有丰厚的社会回报。作为从事科研或教学的经济学者，理应欢迎这套文丛的出版；而作为试图进入和正在进入经济学殿堂的学生来说，这套文丛的出版无疑是“雪中之炭”、“旱地之露”。同时，作为经济实践的从业者，也能从这套文丛中获得不少启迪和指导。总之，无论对该套文丛理论的前沿性、文献之经典性、编选之全面性给以如何高的评价，都是不过分的。

中国世界经济学会副会长
武汉大学商学院院长
教授、博士生导师
周茂荣

2004年1月于珞珈山

序 二

我近几年做后发优势研究，因此，在这方面思考得比较多一点。作为一个后进国家，后发优势体现在方方面面，它不仅体现在技术、制度、劳动、资本和结构这些影响经济发展的因素上，也体现在科学研究包括社会科学研究上。毋庸讳言，经济基础决定上层建筑，经济上发达的国家，科学研究也走在前面，不仅自然科学和技术科学走在前面，而且从某种意义上说，社会科学的研究也是走在前面的。我们的改革目标是要建立社会主义市场经济体制，西方国家经过几百年的发展，已经建立起了比较完善的市场经济制度，基于市场经济制度建立起来的经济学（我们称为西方经济学）有不少是有借鉴意义的，有很多理论和方法是值得我们学习和利用的。当然，学习西方经济学应该是批判性和选择性的学习，而不是盲目崇拜和全盘照搬。

要学习和借鉴西方经济学中一些有用的东西，就必须要有有人热心于翻译工作，把西方经济学中那些经典的、前沿的和普及性的著作译成中文，让更多的中国人能够有机会阅读这些文献。曹荣湘博士负责编辑和组织翻译的“全球经济热点文丛”在这方面做了一件非常有意义的工作。该套丛书选编的文献都是西方经济学中最前沿、最热门，国内学术界对此还不太熟悉但对我国完善社会主义市场经济体制有很重要借鉴意义的文献，不仅在理论上是前沿性的，而且在政策上也有重要的参考价值。读起来有令人

耳目一新之感。

“全球经济热点文丛”，选题具有十分重要的理论意义和现实意义。例如，证券市场的强制披露与自愿披露之争，一直是西方经济学的热点之一，但我国学术界对此了解不多，尽管有零星的文章出现，但像这样集中地论述这一专题的文献至今还没有看到。从内容来看，这本书所选的论文，均是名家名作，是国外研究信息披露制度的学者引用率最高的作品。强制披露与自愿披露之争，严格说来并不是纯粹有关证券市场研究的，它涉及经济学的很多分支学科，如信息经济学、行为经济学、新制度主义经济学等。它甚至涉及经济学的最深层次的问题，例如有关信息披露的行为经济学考察，这就迫使我们以前的一些基本经济原理加以重新认识。

再比如《蒂布特模型》一书，它的重大意义更要引起我们的重视。蒂布特的“用脚投票”理论现在已经成了一个众所周知的词汇，在公共财政、民主选举、证券市场研究中得到了广泛运用。所谓“用脚投票”，用最简单的话来说，就是各辖区之间的竞争，使得资源可以通过公民的迁移来实现其配置的最优化。例如当前我国各地之间展开的激烈的招商引资竞争，我们就不妨拿“用脚投票”理论来分析。哪里的投资环境好，企业就转移到哪里，各地之间是如此，各国之间何尝不是如此呢？当然，这样的迁移和竞争，是否真能如蒂布特所说的那样带来资源配置的最优化，倒是一个需要争论的问题，而《蒂布特模型》一书所讨论的理论和政策为我们提供了一个新的分析思路。

《国家风险与主权评级》这本文集也是一本具有前沿性且具有重要现实意义的研究文献。20世纪末，特别是亚洲金融危机之后，国家风险和主权评级的研究在发达国家经济学界成了热门话题。2001年1月，《巴塞尔建议II》的发布进一步引发了学术界对国家风险和主权评级的关注。本书所选的论文都是这方面引用

率最高的文献，在国外经济学界具有很大的影响。这本论文集的出版无疑将会促进我国学术界对这一重大热点课题进行更多的理解和更深入的研究。

曹荣湘博士的研究领域较宽，他密切关注国外社会学和经济学方面的最新学术思潮，最近几年他组织翻译了不少国外学术著作。“全球经济热点文丛”的每一本书都是他精心组织挑选的论文集，其作者大多数是当代著名的经济学家，研究的选题都是前沿性的，收集的论文集中了该领域的最新研究成果。它的出版为我国学术界在相关领域的研究提供了不可多得的文献资料，是一项具有很大社会效益和很高学术价值的“公共产品”。

曹荣湘博士在武汉大学做博士后研究，邀请我为本套丛书做序，我欣然接受了，于是便写了如上几句话，并借此机会发了一点感慨。

武汉大学商学院教授、经济发展研究中心主任

郭熙保

2004年1月16日

概 述

曹荣湘

20 世纪 80 年代以来，特别是亚洲金融危机之后，国家风险和主权评级的概念在发达国家经济学界成了热门话题。有关国家信用和风险的评估未能预测到 1997 年亚洲金融危机，甚至可能加深了危机，让大部分跨国资本感到有必要重新评估国际评级机构的工作，改进评级模型。而评级机构对债务工具选择的指导、对国际资本流向的左右、对新兴市场国际融资的限制以至歧视，都引发了学术界广泛的争论。2001 年 1 月，巴塞尔银行监管委员会发布了一份新巴塞尔资本协议（《巴塞尔 II》建议书），其中对外部评级标准、机构、使用，都做了强调。这进一步引发了人们对国家风险和主权评级的关注。

为了向读者介绍国家风险和主权评级的有关理论及其争鸣，我们特意编选了本书。本书所选文章，都是这方面引用率最高的，在国外经济学界有巨大影响。其中不乏声名显赫者，如斯蒂格利茨、莱因哈特、卡明斯基、拉森、戴维·黑尔等。承蒙这些作者的亲自惠允，以及这些文章最初发表的刊物或出版社的授权，我们精心组织了本书，相信能给我国对外投资和贸易界、经济学界提供一个外观景色全面而丰富的学术窗口。

本文拟就本书做一导读。第一部分对主权评级的机构、模型

做了简单的分析；第二部分归纳了国外学术界有关主权评级对市场及其危机的影响的争论；第三部分描述了国家风险的概念和测量；第四部分是总结。

一 主权评级的定义及其测量

与主权评级首先相关的是主权风险概念。没有风险就无所谓评级。但在什么是主权风险这个问题上，学术界的定义就不一致。一种观点认为，所谓的主权风险，是指一个国家的政府未能履行它的债务所导致的风险（Claessens and Embrechts, 2003；Cantor and Packer, 1996）。其特征有三：一是偿付意愿在主权风险中占了一个重要位置。在通常的情况下，私人部门债务往往主要因能力问题而违约，但对于一个国家来说，能力问题一般不是真实的问题，违约在很多情况下是偿付意愿的问题。一个主权政府甚至会因为政治原因而违约。二是主权政府如果不履行债务，债权人可能得不到任何补偿，或者只是有限的法律意义上的赔偿。这种情况更加大了主权债务的风险。三是主权政府的债务往往缺乏外来的有效担保，因为主权本身通常被预设为最终担保人（Jüttner and McCarthy, 2000）。

另一种主权风险的定义是把它当成由国家干预所造成的风险。例如，标准普尔把主权风险定义为：主权国家及时采取行动以直接或间接影响债务人履行其义务的能力（Standard & Poor's, 1997a）。穆迪公司则强调主权评级并不是一个政府的信用价值的直接评估，而是对公共部门和私人部门债务偿还能力的评估（Moody's Investor Service, 1992）。这种定义显然比第一种定义更加宽泛，它不仅包括第一种意义上的主权风险（政府履行自己债务的能力和意愿），而且包括国家政府行为直接和间接造成的对私人部门债务的影响。

实际上,后一种主权风险的定义更加符合实际的需要,也具有可操作性。撇开其他的风险,单独就政府能否或愿否偿付自己的公共国际债务讨论,实在太过狭窄。在一般的情况下,一个主权国家能否或愿否偿付债务,主要受其政治状况、经济政策、经济环境的影响。应该把对主权风险的分析放到更大的宏观背景下来考察。也正是由于这个原因,目前国际上的评级机构在进行主权评级时,大多数采用了这种定义。

由此说来,所谓的主权评级,指的就是对各国“直接或间接影响债务人履行其对外偿付义务的能力和意愿”这一主权风险的测量与排名。

无疑,主权评级是一项极其复杂的工作。它涉及一国政治、经济、文化、外交、国防等方方面面的问题。因此,主权评级必定以专业队伍或机构的形式出现。随着国际贷款和投资的日渐增长,国际投资者了解目标国的主权风险的需求越来越多,它们迫切需要搜寻更多的信息,以形成市场预期和更优化的组合投资战略,并规避风险。在这种需求的拉动下,如今主权评级已成为一个巨大的产业。但在全球金融市场上,这个行业主要被两个机构所主导:标准普尔和穆迪投资者服务公司。我们对评级方法的简要讨论以这两个公司为例。

标准普尔

在主权风险评级方面,标准普尔采取了定性检验和定量检验相结合的方法。政治发展和政策演变构成了定性评估的核心,经济和金融绩效的各种测量值则是定量评估的核心(Standard & Poor's, 1997b)。

标准普尔将它们的分析分为八个类别以提供分析框架和保证分析框架的一致性。这八个类别是:政治风险、收入和经济结构、经济增长展望、财政的机动性、公共债务负担、价格稳定性、国际收支平衡、外部债务和流动性。此外,标准普尔还突出了在评

级中考虑的许多其他因素。它们包括：私人部门的债务，因为它可能成为国家的或有债务；金融部门的实力和它的国际债务的程度，最近的亚洲金融危机及时提醒了这些因素的重要性；国际流通手段，它是偿债能力的重要指标，通常用相对于进口的外汇储备加持有的黄金来测量，尽管它也用资本账户和债务来评估，其功能是国际收支平衡陷入困境时的时间缓冲器（Standard & Poor's, 1997a）。

在每个评估类别中，主权国家获得一个在 1（最好）到 5（最差）之间的得分。不过，和国家风险测量不一样的是，标准普尔并没有使用确定的公式将这些得分组合在一起，也没有根据流行的条件调整哪些变量重要，哪些变量不重要。

穆迪投资者服务公司

类似于标准普尔的定义，穆迪的长期债务评级评估一个发行者完全及时地偿付本息的能力和意愿的相对风险（Moody's Investor Service, 1997a）。评级事项反映出借款人履行债务偿还义务的金融、法律和政治能力（Moody's Investor Service, 1997b）。

穆迪公开的评级方法比标准普尔在结构上显得更加松散，并且更改的频率较高。虽然如此，其主权风险分析显然包含三类：定性因素、经济基本面和外债。

定性因素包括阶层、种族划分、财富分配、文化和意识形态差异以及利益集团等，主要涉及社会关系结构。评估政治动态时着重强调对财富形成和经济管理的政治干预程度、过去受压制的行为以及政权的合法性。经济基本面的分析着重强调经济管理，包括财政货币政策、国家资源和资源开发、出口构成以及对进出口部门的结构依赖。外债部分完全集中于相对于出口和 GDP 的外债。债务构成，特别是到期债务部分是重要的考虑因素。

在评级的符号或者说评级级别方面，标准普尔和穆迪公司略

有不同,但大体上是一致的。表 1 给出了这两家评级机构的评级符号。

表 1 长期债券的评级符号

投资级 (质量)	最高	高			强支付能力			充分支付能力		
穆迪评级	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
标准普尔评级	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
投机级 (质量)	可能履行义务,进行中不确定						高风险债务			
穆迪评级	Ba1		Ba2		Ba3		B1	B2	B3	
标准普尔评级	BB+		BB		BB-		B+	B	B-	

说明:迄今为止,这些机构没有指派低于 B3/B- 以下的主权评级。

坎托和帕克 (Cantor and Packer, 1996) 曾经开创性地对主权评级做了分析。学术界称他们分析的模型为 CP 模型。他们发现,穆迪和标准普尔的评级有相当大的一致性。在 1995 年 9 月穆迪和标准普尔都评级过的 49 个国家中,28 个得到的评级是一样的,12 个被标准普尔评级较高,9 个被穆迪评级较高。当这些机构不一致时,在大多数情形下,他们的评级相差刻度上的一个级别。他们还对这两家评级机构的指标或者类别进行了归纳,得出了一个被学术界广泛认可的评级指标体系。他们认为,尽管穆迪和标准普尔在它们的评级标准叙述中,列举了许多经济、社会和政治因素作为它们主权信用评级的基础 (Moody's Investors Service, 1991、1995; Standard and Poor's, 1994),但在它们的评级报告中反复列举的、作为主权评级决定因素的变量有 8 个。表 2 给出了这 8 个变量。

表 2 变量的描述

决定因素	定义	测量单位 ^a
人均收入	人均 GNP	千美元
GDP 增长	年均实际 GDP 增长	%
通货膨胀	年均消费价格通胀率	%
财政平衡	相对于 GDP 的中央财政年均盈余	%
外部平衡	相对于 GDP 的资本项目年均顺差	%
外债	相对于出口的外币债务	%
经济发展指标	IMF 的工业化国家分类	1 = 工业化；0 = 非工业化
违约史指标	1970 年以来的外币债务违约	1 = 违约；0 = 未违约

具体来说，每个指标内容如下。

• **人均收入** 借款国的潜在税基越大，政府偿债的能力就越大，这一变量能作为政治稳定和其他重要因素的替代指标。

• **GDP 增长** 经济增长率相对较高，表明国家现有债务负担在时间上相对容易偿还。

• **通货膨胀** 高通货膨胀率暗示着政府财政的结构问题。当政府显得不能或不愿通过收税或发行债务来支付当前的预算支出时，它必须求助于通货膨胀的财政。公众对通货膨胀的不满可能反过来导致政治的不稳定。

• **财政平衡** 大的联邦赤字吸收私人国内储蓄并表明政府缺乏满足当前的支出和偿还债务的需要的对公民收税的能力和意愿。

• **外部平衡** 大的资本项目逆差表明公共部门和私人部门均严重依赖于国外资金。持续的资本项目逆差导致国外亏欠增长，这在时间上可能变得无法维持。

• **外债** 较高的债务负担应该对应于较高的违约风险，随着一国的外币债务相对它的外汇收入（出口）上升，债务负担也更

加沉重。

• **经济发展** 虽然发展水平已经被人均收入变量所测量,但评级机构认为一旦某个国家达到某个确定的收入或发展水平,它们不太可能违约。

• **违约史** 在其他条件相同的情况下,如果一个国家最近有过债务违约,则会被认为是高信用风险的国家。

随着国际经济环境的变化以及评级模型的完善,主权评级总是处于不断的改进和变化之中。朱特勒和麦卡锡(Jüttner and McCarthy, 2000)对亚洲金融危机之后的主权评级变量的变化做了考察。他们发现,CP模型在1997年的解释力下降了。8个自变量中的6个在1996年和1997年的检验中有显著的解释力。在1998年的分析中这个数降到4个,其中通货膨胀和GDP增长这两个变量以前有显著解释力而这时变得不大相关。为此,他们增加了5个变量,即:1个利差变量(某国和美国相同期限的政府债务之间的利率差);3个金融部门变量(潜在问题资产占GDP的百分比、金融系统因政府而产生的或有负债与GDP之比、私人部门信贷增长的变化率(用对GDP的百分率表示));1个实际汇率变量(用购买力平价作为均衡基点)。朱特勒和麦卡锡以此为基础,检验了这一扩展模型的解释力。他们发现,新模型调整后的 R^2 极高,为91.2%。而且,把额外变量——特别是利差和实际汇率——引入模型,在解释1998年6月新兴市场主权评级变化时很重要。

二 市场影响与评级危机

众所周知,20世纪90年代新兴市场的借款经历了显著的高峰—低谷周期,这种周期在1997~1998年的亚洲金融危机中达到了顶点。由于主权评级充当着任何国家的私人部门评级的最高限