



中诚信国际信用评级有限公司
China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.

Government Debt Capacity and Sovereign Credit Rating

国家负债能力与 主权评级研究

毛振华 阎 衍 张英杰 主编



中国金融出版社

国家负债能力与 主权评级研究

毛振华 阎 衍 张英杰 主编



中国金融出版社

责任编辑：陈 翎 刘红卫

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

国家负债能力与主权评级研究 (Guojia Fuzhai Nengli yu Zhuquan Pingji Yanjiu) / 毛振华, 阎衍, 张英杰主编. —北京: 中国金融出版社, 2015. 4
ISBN 978 - 7 - 5049 - 7841 - 7

I. ①国… II. ①毛…②阎…③张… III. ①财政信用—信用评级—研究
IV. ①F830. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 038652 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 23.25

字数 358 千

版次 2015 年 4 月第 1 版

印次 2015 年 4 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7841 - 7/F. 7401

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 言

受 2008 年的金融危机、欧洲主权债务危机以及世界经济不平衡加剧等因素的影响，全球经济结构步入艰难重构期，世界经济复苏步伐缓慢，且充满了不确定性，全球的信用环境呈现不断恶化的趋势，国家主权信用级别重心下移。随着主权债务在全球范围内的渗透速度不断加快，总量规模持续膨胀，主权信用市场需求快速提升，国家信用风险、金融危机和信用评级的联系越来越紧密，评级机构对主权风险评价、主权国家的债务融资、国际资本流动、金融危机的发展演化等所发表的观点或评级行动，越来越引起市场的广泛关注与争论。

主权信用是全球信用体系的重要组成部分，成为国家和世界金融体系赖以存在和发展的根本基础。2008 年的全球金融危机表明，国际社会信用之间联系紧密、相互依存，其正常运转以债务人按约偿还到期债务作为前提条件，一旦信用关系链条的某个环节发生重大违约，就会导致局部乃至全局信用关系的破裂，形成系统性的国际社会信用危机，甚至导致国际金融秩序与经济体系的崩溃。在信用经济时代，国际资本市场需要客观独立的第三方风险评价意见，作为维护金融秩序和防控风险的重要手段，信用评级已成为经济与金融体系健康运转不可或缺的重要组成部分。

通常情况下，陷入债务危机的国家会通过向债权人就债务期限、利率等进行协商，或通过向第三方国际组织借款等方式来避免

违约的发生。主权违约会使一国在国际声誉、国际贸易、国际金融市场再融资、政治外交等方面付出较高的代价，为控制投资风险，投资者需要独立判断国家主权信用和债务风险，国家主权信用及风险的测量和评价成为必须和至关重要。

国际评级业经过百年的发展，尤其是在经历了美国大萧条、亚洲金融危机、美国次贷危机、希腊及欧洲部分国家主权债务危机之后，主权风险及信用评级再次引起市场高度关注，信用评级又一次被推到风口浪尖之上，但信用评级的地位并没有动摇，在某种程度上还得到了加强；巴塞尔资本协议对银行使用外部信用评级、标准和机构的规定和要求不断修订，信用评级在金融市场的日益活跃正说明其市场地位和作用，主权评级业的发展面临着新的挑战。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，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，如今主权信用评级已经成为一个巨大的产业。

基于对国家主权信用评级、国家负债能力和主权违约等领域的长期研究以及国内市场对主权信用评级产品日益增长的需求，中诚信国际研发并推出自己的全球国家主权信用评级体系，秉承“客观、中立、公正”的立场，以新的视野和眼光看待世界经济格局演变中的国家负债能力和信用状况，为国家主权评级的完善和发展作出了建设性的贡献，为评级行业进一步国际化奠定了坚实的基础。

编撰本书的目的，一方面是为了满足中国评级业“走出去”和获取国际话语权奠定理论基础；另一方面，是为了主权评级业务的开展提供恰当的方法论体系和理论支撑。从编撰的内容来看，除了满足上述的要求之外，自身理论体系和框架是自洽的，是符合实际业务需要的。

本书分为上、中、下三篇，共 12 章。本书逻辑结构清晰，按照国家负债能力理论与主权信用评级实践应用相结合的框架和思路组织撰写。上、中两篇介绍了国家负债能力相关理论及模型，并对国家债务的可持续性进行了研究，下篇介绍了国家主权评级方法与业务实践。

上篇主要介绍了国家债务理论的历史发展脉络，通过对刻画国家负债能力的常用指标进行归纳和总结，引出了“国家债务适度规模”、“国家债务上限”、“国家债务可持续性”三个衡量国家负债能力的重要范畴；通过采用阈值回归模型讨论了有代表性国家的债务适度规模，应用分位数自回归模型建立了一种新型的国家债务规模上限模型，并进行了国别检验。

中篇对国家债务可持续性进行分析，包括国家债务可持续性评估理论与模型、传导机制、评估方法以及国别的检验。国家债务可持续性考察国家负债能力的核心范畴。国家债务适度规模和国家债务上限是考察单期国家债务规模的相对静态范畴，而国家债务可持续性研究的是各时期国家债务相关变量的时间序列。三个范畴彼此关联，通常，如果一个国家的债务长期保持适度规模，则可持续性必然良好；如果债务规模长期超过债务上限，则可持续性将受到挑战。

本篇中，我们分别从理论分析和实证分析两个层面展开工作。理论方面，以确定性框架和随机性框架为基础，综述了国家债务可持续性理论研究发展的脉络，并对国家债务可持续性的宏观传导机制进行了分析。实证方面，运用在学术界和实务界公认有效的财政缺口分析理论，构建了国家债务可持续性的评估系统，并选择了一些有代表性的国家作为研究对象，给出了样本国家债务可持续性的评估结果和对未来三年的评估展望。

下篇总结了中诚信国际在国家主权信用评级方面的实践与成果，首先，在介绍国家主权评级相关概念、定义等问题的基础上，阐述中诚信国际所运用的主权评级基本方法，并对主权评级结果检验、主权违约以及违约的政府干预行为等评级相关问题展开分析和讨论。其次，对主权评级调整行动和主权信用等级迁移趋势展开实证分析；针对主权违约因素、债务重组、政府干预行为等展开案例分析。最后，是对全球的宏观经济形势和信用风险进行前瞻性研究和展望，分析在当前全球经济背景下，不同经济体面临的信用风险。

我国的评级业起步较晚，近年来发展迅速。尤其是在2008年金融危机之后，中国评级业无论在政府金融监管，还是在信用市场体系建设方面都取得了实质性的进展和突破，信用评级在金融体系中的地位受到广泛关注和重视。特别是伴随中国经济的崛起，中国评级业的国际地位和话语权也越发成为其面向未来的重要战略选择。

将国际先进的评级技术、方法体系与国内多年的评级实践有机结合，实现国际先进评级技术的本土化，一直是中诚信国际的使命。1992年中诚信国际的创立开创了中国现代评级业，20多年来伴随着中国的改革和建设，特别是资本市场的发展，中国的信用评级业从无到有，从小到大已经成为中国经济体系中不可或缺的组成部分，在金融资本市场发挥着越来越大的作用。中诚信国际一如既往地保持着行业领军者的地位，是中国评级业的开拓者，也是中国市场经济建设的参与者和收获者。

作者

二〇一五年二月二十六日

目 录

上篇 国家债务适度规模与国家债务上限

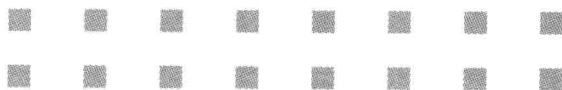
第1章 国家负债能力的理论基础	3
1.1 国家债务理论发展	4
1.2 衡量国家负债能力的常用指标	10
1.3 衡量国家负债能力的重要范畴	16
1.4 本章小结	24
第2章 国家债务适度规模计量模型与国别检验	25
2.1 国家债务适度规模研究现状	25
2.2 国家债务适度规模的因子增强阈值模型	27
2.3 实证结果与分析	32
2.4 本章小结	35
第3章 国家债务上限计量模型与国别检验	36
3.1 国家债务上限研究现状	36
3.2 国家债务上限的 QAR 模型	37
3.3 实证结果与分析	45
3.4 本章小结	78

中篇 国家债务可持续性

第4章 国家债务可持续性理论与模型	83
4.1 确定性框架下的国家债务可持续性相关理论与模型	83
4.2 随机框架下的国家债务可持续性相关理论与模型	94

4.3	本章小结	100
第5章	国家债务可持续性的宏观传导机制与影响因素	101
5.1	国家债务可持续性的宏观传导机制	101
5.2	国家债务可持续性的影响因素	104
5.3	本章小结	106
第6章	国家债务可持续性的评估方法	107
6.1	基于协整理论的评估方法	107
6.2	基于国家资产负债表的评估方法	113
6.3	基于财政缺口理论的评估方法	118
6.4	本章小结	131
第7章	国家债务可持续性评估的国别检验	132
7.1	俄罗斯	132
7.2	美国	140
7.3	德国	159
7.4	希腊	172
7.5	本章小结	194
下篇	国家主权评级的理论实践	
第8章	国家主权信用及主权评级	197
8.1	国家主权信用相关概念	197
8.2	主权信用评级原理	203
8.3	本外币政府债券评级级别差异分析	204
8.4	企业或地方政府信用评级与国家主权信用评级的关系	209
8.5	本章小结	213
第9章	主权信用评级方法	215
9.1	评级方法简介	215
9.2	主权评级行动	239

9.3 本章小结	245
第10章 主权评级结果与主权信用等级的迁移	246
10.1 主权评级结果讨论	246
10.2 主权信用等级的迁移	264
10.3 本章小结	271
第11章 主权违约案例研究	273
11.1 主权违约案例回顾	273
11.2 主权违约的诱导影响因素	275
11.3 发达经济体的违约风险与负债水平	279
11.4 主权违约、债务重组与政府干预	289
11.5 本章小结	307
第12章 全球经济、财政展望及信用风险趋势	308
12.1 全球财政概况	309
12.2 美国	312
12.3 欧元区	321
12.4 新兴经济体	332
12.5 本章小结	340
附注1 主权信用评级基本指标释义	343
附注2 中诚信国际评级结果	349
参考文献	351
后记	360



上 篇

国家债务适度规模与国家债务上限

本篇详细介绍了国家债务理论的历史发展，讨论了衡量国家负债能力的常用指标和三个重要范畴，并通过计量模型，从国家债务适度规模和国家债务上限两个维度深入探讨了一个国家的负债能力。

首先，本书探讨了国家负债能力的理论基础，梳理了国家债务理论发展的历史脉络；其次，对刻画国家负债能力的常用指标进行了归纳和总结，并引出了“国家债务适度规模”“国家债务上限”“国家债务可持续性”三个衡量国家负债能力的重要范畴；再次，采用阈值回归模型讨论了有代表性国家的债务适度规模；最后，我们应用分位数自回归模型创新了一种新型的国家债务规模上限模型，并进行了国别检验。

第1章 国家负债能力的理论基础

国家债务的出现最早可以追溯至古罗马时期，随着资本主义经济的发展，关于国家债务的理论也在不断深化。本章从国家债务理论的历史发展脉络入手，介绍了国家债务上限、国家债务适度规模、国家债务可持续性刻画国家负债能力的重要范畴及常用的指标体系。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》将公债定义为政府的一种法定义务，需要在规定的时间内对债权人支付本息。公债是中央政府和地方政府债务的统称。在本书中，国家主权债务（也称国家债务或国债）专指中央政府债务，是由中央政府直接或者间接进行担保的，向国内外投资者（企业、个人及国家）筹资所产生的偿还义务。相应地，国家负债能力专指中央政府的负债能力。

国债分为内债和外债，内债是中央政府向本国个人或企业举借的债务，而外债是中央政府向外国居民、企业或政府举借的债务。国债具有财政和金融双重属性，实际资本和虚拟资本双重作用。财政属性方面，国债是弥补财政赤字的重要手段，又是构成财政赤字的重要因素，与税收构成财政收入的主要部分；金融属性方面，国债发行与货币发行及货币利率之间存在一定的联系。国债融资得到的货币资本用于投资生产性项目时就发挥了实际资本的作用；而国债持有者可以获得利息收入或在二级市场出售国债，则体现出国债的虚拟资本作用。

广义上，国债还涉及隐性负债和或有负债。隐性负债是指政府依法承诺未来将支付公众的款项，如医疗保险、养老金及其他社会保障支出，一般不列入政府资产负债表中，通常是对未来公共支出政策的长期规划。或有负债是指当特定事件发生时政府需要承担的债务，这些债务并未在预算中反映。本书中提及的国家债务没有包含隐性负债和或有负债。

1.1 国家债务理论发展

国家债务研究历史已久,从13世纪初到现在,不同学派围绕着“国家要不要发债?”“多发债还是少发债?”进行了长期而激烈的讨论。本章将国家债务理论的学术历史分为四个时期,选取各时期的主流观点加以介绍和评述,来说明国家债务理论的发展过程。

1.1.1 古典经济学以前的国家债务理论

中世纪著名神学家、哲学家托马斯·阿奎那(Thomas Aquinas)在其所著的《神学大全》(*Summa Theologica*)中,对国家债务有了虽星星点点,但却是最早见于文字的叙述。其主要观点包括:反对借贷、反对收取利息、反对国家负债。他认为,一个国家的国力会因为发债而被削弱,并对国家的威望产生影响。

文艺复兴时期法国著名政治思想家、财政学者、国家主权理论的创始人让·博丹(Jean Bodin)对于国家债务的观点同托马斯·阿奎那极为相似。让·博丹认为,国家债务会导致王室财政崩溃,国家财政应以王室土地收入、税赋和关税为主要来源。同时,为了避免战时财政入不敷出,平时应向公众征收军事特别费。

大卫·休谟认为,国家债务具备货币流通的属性,即金融属性,债务过度发行会导致通货膨胀;公债也会产生分配效应,因为大部分公债被食利者占有,从而有利于非生产者的生活,加剧劳动人民的负担;公债会产生国际影响,如果公债对外发行的话,可能会导致国家成为别国的附庸。“不必未卜先知,就能猜出即将发生的灾难,二者必居其一:不是国家毁了公债,就是公债毁了国家。”^①,此即“公债亡国论”。虽该名言已无人重复,但却有了“发行公债如吸食鸦片”的替代说法。

^① [法] 费尔南·布罗代尔. 15 世纪至 18 世纪的物质文明、经济和资本主义 (2 卷) [M]. 顾良, 施康强译. 上海: 上海三联书店, 1996.

可以看出,古典经济学以前的经济学家对国家负债均持否定态度,比较而言大卫·休谟的观点较为丰富,他注意到了公债的金融属性、分配效应。不过这两个观点并没有被后继的古典经济学家们继承。

1.1.2 古典经济学的国家债务理论

古典经济学派的创始人亚当·斯密反对国家干预经济,反对政府举债。他认为:第一,国家举债的根本原因是当权者不知节俭,通过举债较为容易筹集资金,助长了当权者的挥霍,而债券规模达到一定程度后,国家不公道的行为会使人民蒙受损失。“最初债权人贷与政府的资本,在贷与的那一瞬间,已经由资本的机能,转化为收入的机能了,换言之,已经不是用以维持生产性劳动者,而是用以维持非生产性劳动者了。就一般而论,政府在借入资本的当年,就把它消耗了、浪费了,无望其将来能再生产什么。”第二,当国家通过发行国债来弥补支出时,就是把该国用以维持生产性劳动的一部分资本抽出来,转用于非生产性的国家财政支出,这样势必对该国经济发展产生影响,长远来看,还会增加国家和人民的负担。“当国家费用由举债支出时,该国既有资本的一部分,必逐年受到破坏;从来用以维持生产性劳动的若干部分年生产物,必会被转用来维持非生产性劳动。”^①第三,公债对国家实力的损害是巨大的,“举债的政策,曾经使采用此方策的一切国家都趋于衰弱。……巨额债务的增积过程,在欧洲各大国,差不多是一样的,目前各大国国民,都受此压迫,久而久之,说不定要因此而破产。”第四,举债制度和税收制度各有利弊,但长期来看,税收制度优于举债制度。“只有在战争持续的期间内,举债制度才优于其他制度。”^②

法国经济学家萨伊(Jean Baptiste Say)将私人借债和政府借债进行了明确的区分,指出“个人借贷者与政府借贷者有很大的区别,一般来说,前者为有利用途而借贷,后者为非生产性消费或开支而借贷”^③,因此国家借贷会使资本

① [英] 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究(下卷)[M]. 郭大力, 王亚南译. 北京: 商务印书馆, 1974.

② [英] 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究[M]. 郭大力, 王亚南译. 北京: 商务印书馆, 1974.

③ [法] 萨伊. 政治经济学概论[M]. 陈福生, 陈振骅译. 北京: 商务印书馆, 1963.

从生产部门转移到非生产部门，侵蚀生产性资本。借与政府的资本，由于被消费而消失，无法给国家和个人带来利润，最终会阻碍经济的发展。在公债恶化资本这方面，萨伊与斯密的观点是一致的。同时，萨伊还批判了当时梅伦关于“公债只是右手欠左手的债，不会损害身体”的观点，他指出，公共财富确实不会因为偿付公债利息而减少，只是由纳税人转移到债权人手中，但公债本金却随着政府消费而被消灭了。

大卫·李嘉图（David Ricardo）赞同亚当·斯密和萨伊的关于国家债务会挤出生产性资本的观点，对国债同样持否定态度。他认为公债需要迅速被偿还，从而通过一次“断然的努力”，来消除公债这一“空前无比的灾祸”，并认为只有通过国家的节约来获得财政盈余才能有效地达到减轻债务的目的。^① 李嘉图对公债理论另一大贡献是李嘉图等价定理（Ricardian Equivalence Theorem），其含义是：无论政府通过一次性征收赋税还是发行公债为支出筹措资金，最终对居民消费和资本产生的影响是相同的，即税收与公债对经济的影响等效。

约翰·斯图亚特·穆勒（John Stugart Miller）完全赞同斯密关于公债会挤出生产性资本的观点，同时，他对斯密等人的公债理论进行了修正和发展。他指出，如果公债发行收取的资金是闲置资金，就不会对资本的积累产生大的影响^②。穆勒的观点偏中性，他已经开始思考适量、适中的发行公债，汇聚闲散资金以促进经济发展，有了公债中性论的萌芽。

古典经济学的国债有害论是在以充分竞争为特征的自由资本主义时期产生的。在这一时期，资本主义经济发展迅速，社会上的闲置资本十分有限，政府借债会占用生产领域的资本，影响经济发展，所以古典经济学家大多对政府借债持否定态度。

1.1.3 凯恩斯主义、新古典综合派的国家债务理论

1929年，资本主义世界爆发了前所未有的经济危机，生产大幅下滑，大量工人失业。以凯恩斯为代表的经济学家开始反思古典经济学理论，呼吁政府摒弃预算平衡的财政约束，举债实施积极的功能性财政政策，以稳定经济，增加

① [英] 大卫·李嘉图. 政治经济学及赋税原理 [M]. 北京: 商务印书馆, 1976.

② [英] 穆勒. 政治经济学原理 [M]. 上海: 世界书局, 1936.

就业。

梅纳德·凯恩斯 (John Maynard Keynes) 认为, 1929 年经济危机产生的根源是生产能力过剩, 社会总需求不足, “举债支出, 虽然 ‘浪费’, 但结果却可以使社会致富。……不论举债目的是兴办资本事业, 或为弥补预算不足。前者增加投资, 后者增加消费倾向。”^① 他认为, 政府举债用于功能性的财政政策可以稳定宏观经济并实现充分就业, 所以政府发行公债是正当的、有利的, 可以按需发行, 不必受财政预算平衡的约束。

凯恩斯的继承者阿尔汉·汉森 (Alhan Hansen) 认为, 内债不同于外债 (国家债务中按债权人是否为本国居民或企业分为内债和外债), 内债是不用偿还的, 对公债会引起通货膨胀的担心是多余的, 国家的购买力也不会因为偿债而降低; 国家要维持人口增长和技术进步需要足够数量的总需求, 必须举借适当数量的外债; 如果民主社会不大胆地采用财政政策以实现充分就业, 那么自由的市场体制就会真的面临危机。

勒纳 (A. P. Lerner) 作为 “功能性财政” 理论的创立者, 比汉森的观点更进一步, 他认为 “政府债务的增加不能被看做是最后才能动用的手段, 而应被看做是无害的完全是为了保存繁荣和抑制通胀的规则事项。”^②

凯恩斯主义的公债理论偏重对公债短期效应的关注和肯定, 而 20 世纪 60 年代以保罗·萨缪尔森为代表的新古典综合派继承和发展了凯恩斯主义的理论, 在认同公债短期效应的同时, 指出从长期来看公债存在 “挤出效应”。

保罗·萨缪尔森 (Paul A. Samuelson) 主张在经济衰退和经济上升时期都推行赤字财政, 而公债是国家实行补偿性财政政策的重要工具。他指出 “如果像某些人所相信的那样, 我们处于 ‘长期停滞’, 私人储蓄与投资常常造成通货收缩的缺口, 那么, 只有使公债长期增加才能维持稳定的高度就业”。他还提出了著名的 “内债非债论”, 具体是指外债的付息会减少本国的国民收入, 是真正的债务负担; 内债如果是被用于投资, 增加资本品的总量, 就不会造成负担。但萨缪尔森并没有忽视内债用于消费所造成的负担, 他说: “一代人把负担给下一代人的主要方式是耗费掉国家现有的资本品的总量, 而不对资本品增添通常的投资。” 另一方面, 萨缪尔森同休谟一样, 也强调了公债的金融属

① [英] 梅纳德·凯恩斯. 就业、利息和货币通论 [M]. 北京: 商务印书馆, 1981: 109.

② A. P. Lerner, The Economic Steering Wheel [J]. The University Review, 1956. 11 (7): 8.