

政治稳定性对主权信用评级变动的影响

王 瑶 张 明

【内容提要】 已有研究认为,主权信用评级变动主要受宏观经济因素驱动,政治因素的重要性尚未得到实证支撑。此外,评级机构在评级过程中将政治因素作为定性因素加以考量,无法量化其影响程度。鉴于此,本文以政治稳定性为切入点,探讨了政治因素对主权信用评级变动的影响。本文的实证分析表明,政治稳定性的提高(降低)会导致经济体主权信用评级的提升(下降),其中穆迪和惠誉尤为重视政治稳定性的作用。这一影响具有非公允性:对于与美国的政治和文化关系不友好的经济体、欠发达经济体以及亚太和非洲地区经济体而言,政治稳定性变动对经济体主权信用评级的影响较为显著。这一影响也具有溢出效应:美英政治稳定性的提高会导致其他经济体的主权信用评级被下调,这在发达经济体中较为显著。中国政府应重视政治因素对主权信用评级变动的影响,关注不同评级机构的评级偏好,高度重视评级的公允性问题。

【关键词】 政治稳定性 主权信用评级变动 非公允性 溢出效应

【作者简介】 王瑶,通信作者,中国社会科学院金融研究所助理研究员,中国社会科学院国家金融与发展实验室研究员。

电子邮箱:wangyaoifb@cass.org.cn

张明,中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长,中国社会科学院国家金融与发展实验室副主任、研究员。

电子邮箱:zhangming@cass.org.cn

一、引言

在新冠疫情与地缘政治冲突的冲击之下,当前全球主权债务水平上升、利率持续攀升、燃料与食品价格上涨,特定经济体爆发主权债务危机的概率显著增加。在此背景下,国际评级机构开始频繁下调主要大型经济体的主权信用评级。

例如,2023年8月1日,鉴于美国政府债务承受能力受到质疑以及政府治理水平不断恶化,惠誉宣布将美国主权信用评级由AAA下调至AA+,这是美国历史上主权信用第二次被降级。此前,在2011年,标普就已将美国主权信用评级从AAA降至AA+。2023年11月10日,穆迪又宣布将美国主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”,同时确认该国的评级保持最高投资级别AAA不变。换言之,国际三大评级机构对美国主权债务的前景皆表达出显著担忧。

又如,2023年12月5日,穆迪将中国的主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”,但同时保持中国A1的长期本币和外币发行人及高级无担保评级不变。穆迪认为,尽管中国庞大的经济规模和强劲的潜在增长率有助于缓解经济风险,但政府越来越多地为财政紧张的地方政府和国有企业提供财政支持,给经济、制度和治理实力以及财政实力带来了严重的下行压力;此外,国内经济增速放缓,庞大的房地产行业开始萎缩,也会影响政策的有效性,对主权资产负债表构成威胁。

信用评级是指以一套指标体系为考量基础来标示个人、企业或国家偿付其债务能力和意愿的过程。根据债务人类型,信用评级可以分为公司信用评级、次国家信用评级、主权信用评级和超国家信用评级。其中,主权信用评级是信用评级机构对一国政府作为债务人履行偿债责任的意愿与能力的评判,反映一国的整体信用价值,而偿付意愿是其区别于公司信用评级的重要特征。随着国际贷款和投资的规模日渐增大,国际投资者对国家主权风险信息的需求越来越强烈,主权信用评级已经形成了一个巨大的产业。

目前,全球范围内的主权信用评级业务由三家跨国公司主导,分别为标普(S&P)、穆迪(Moody's)和惠誉(Fitch)。据美国证券交易委员会的披露,

截至2022年底,在美国注册的国家认可的统计评级机构(NRSRO)有十家^①。截至2021年底,三大评级机构存续评级业务量在所有NRSROs中的占比为94.4%。其中,标普、穆迪和惠誉存续评级业务量占比分别为50.4%、31.6%和12.4%。

政治风险指东道国政府行为对经济发展带来的不利影响,具体包括东道国政权更迭、政策反复、腐败、革命、叛乱、战争、国有化、外资政策变动以及政府违约等。国际三大评级机构通常将政治因素作为定性指标加以考量,这就会产生如下两个问题:一是无法得知评级机构在进行主权信用评级时是否真正考虑了政治因素;二是无法量化政治因素的具体权重与影响程度。此外,对于政治因素是否在主权信用评级中发挥作用,相关研究存在观点分歧。部分文献^②和历史经验^③表明政治因素对主权信用评级变动具有重要影响。但也有另一些研究认为主权信用评级是由经济因素决定的市场化过程,因此政治因素的影响有限。

本文以政治稳定性为切入点,将政治因素引入经济学分析框架,通过计量分析考察了政治稳定性对一国主权信用评级变动的影响,并进一步探讨了其异质性特征、公允性与溢出效应。本文创新之处有三:第一,本文将政治因素引入主权信用评级决定因素中,从实证角度系统研究了政治稳定性对主权信用评级的影响,而已有文献主要关注宏观经济因素对主权信用的

① 详见SEC官网:“SEC Publishes Annual Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,” February 2nd, 2023, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-21>, 访问时间:2024年8月3日。

② Alexander W. Butler and Larry Fauver, “Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings,” *Financial Management*, Vol. 34, No. 3, 2006, pp. 53-79; Hüseyin Öztürk, “The Origin of Bias in Sovereign Credit Ratings: Reconciling Agency views with Institutional Quality,” *The Journal of Development Areas*, Vol. 48, No. 4, 2014, pp. 161-188; Orhan Erdem and Yusuf Varli, “Understanding the Sovereign Credit Ratings of Emerging Markets,” *Emerging Markets Review*, Vol. 20, No. 9, 2014, pp. 42-57; Periklis Boumparis, Costas Milas and Theodore Panagiotidis, “Economic Policy Uncertainty and Sovereign Credit Rating Decisions: Panel Quantile Evidence for the Eurozone,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 79, No. 12, 2017, pp. 39-71.

③ 例如,2023年8月1日惠誉下调美国主权信用评级的原因之一就是美国的政府治理不断恶化。又如,英国脱欧导致标普在2016年将英国的主权信用评级从AAA下调至AA,且维持至今。

影响。^① 第二,本文检验了政治稳定性变化影响主权信用评级的异质性、公允性和溢出效应,其中着重探讨了政治稳定性具有政治、经济和地区偏向性的非公允现象。^② 第三,本文研究对象为主权信用评级的变动过程,而已有研究主要关注影响主权信用评级水平的因素,较少关注评级变动趋势及其后果。

本文结构安排如下:第二节为文献综述;第三节阐述理论分析;第四节介绍模型设定与数据来源;第五节汇报实证结果;第六节分析公允性和溢出效应;第七节是总结与政策建议。

二、文献评述

三大国际评级机构综合使用定量和定性指标来决定一国主权信用评级。标普的评级标准关注制度评估、经济评估、外部评估、财政评估和货币政策评估五个方面。穆迪主要集中于对政治实力、经济实力、财政实力和风险敏感度的分析。惠誉则注重评估经济的结构特征、宏观经济表现、政策和前景、公共财政和外部融资四个方面。然而,上述评级机构既不披露定量因素的权重,也未明确说明定性因素如何被纳入评估过程。因此,确定主权信用评级变动的具体影响因素就成为了重要的研究话题。

多数国际经济学研究认为,一国的宏观经济指标是决定该国主权信用评级的主要因素。经济发展程度、国民收入水平、政府债务、经常账户、通货

① Richard Cantor and Frank Packer, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings," *Economic Policy Review*, Vol. 2, No. 2, 1996; Nada Mora, "Sovereign Credit Ratings: Guilty beyond Reasonable Doubt?" *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, No. 7, 2006, pp. 2041-2062; António Afonso, Pedro Gomes and Philipp Rother, "What 'hides' behind Sovereign Debt Ratings?" ECB Working Paper Series, No. 711, 2007, pp. 1-62; António Afonso, Pedro Gomes and Philipp Rother, "Short-and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings," *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 16, No. 1, 2011, pp. 1-15; 那明:《金融危机背景下国家主权信用评级影响因素分析——基于 27 个 OECD 国家面板数据的研究》,载《世界经济研究》,2014 年第 10 期,第 28—33+88 页。

② Derya Gültekin-Karakaş, Mehtap Hisarcıklılar and Hüseyin Öztürk, "Sovereign Risk Ratings: Biased toward Developed Countries?" *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 47, No. SUPPL. 2, 2011, pp. 69-87; 杨胜刚、成程:《中国的主权信用评级是否被低估?》,载《国际金融研究》,2011 年第 7 期,第 59—66 页; 苏民:《中国主权信用评级被低估了吗?:基于面板线性与有序概率回归方法》,载《世界经济研究》,2017 年第 11 期,第 121—134+137 页。

膨胀、失业率、国际储备和政府违约等因素变化,将会导致评级机构对相关评级进行调整。由于经济因素具有定量性质和与政府信用之间直接和明确的相关性,可以具体衡量其在主权信用评级中的重要性。^① 相较而言,政治因素往往难以量化,且对一个国家的支付能力和意愿的影响间接和模糊。虽然部分经济学研究注意到了政治因素对主权信用评级的影响,但仍局限于在经济学框架中对部分政治变量进行粗略判断。^② 目前,从经济角度考察主权信用评级变动原因的文献大多并未具体考察政治因素的作用。

部分国际政治经济学者分别从政权类型、法治和政府党派关系等角度分析具体的政治因素对主权信用评级的影响。与坎迪斯·阿彻(Candace Archer)等人发现政治制度类型对主权信用评级的影响不显著的研究结论不同,艾米丽·博利厄(Emily Beaulieu)等人发现,相较于专制制度国家,民主制度国家更易获得信贷且融资成本较低,从而有利于提高其主权信用评级,民主优势理论成立。^③ 健全的法治、强大而独立的法院以及有效的产权

① Sorin Alexe, Peter L. Hammer and Alexander Kogan, et al., "A Non-recursive Regression Model for Country Risk Rating," *RUTCOR-Rutgers University Research Report RRR*, No. 9, 2003, pp. 1-40; Julia A. Bennell, David Crabbe and Stephen Thomas, et al., "Modelling Sovereign Credit Ratings: Neural Networks versus Ordered Probit," *Expert Systems with Applications*, Vol. 30, No. 3, 2006, pp. 415-425; Gültekin-Karakaş, Hisarcıklılar and Öztürk, "Sovereign Risk Ratings: Biased toward Developed Countries?" pp. 69-87; Afonso, Gomes and Rother, "Short-and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings," pp. 1-15; 那明:《金融危机背景下国家主权信用评级影响因素分析——基于 27 个 OECD 国家面板数据的研究》,第 28—33+88 页。

② Butler and Fauver, "Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings," pp. 53-79; Öztürk, "The Origin of Bias in Sovereign Credit Ratings: Reconciling Agency views with Institutional Quality," pp. 161-188; Erdem and Varli, "Understanding the Sovereign Credit Ratings of Emerging Markets," pp. 42-57.

③ Kenneth A. Schultz and Barry R. Weingast, "The Democratic Advantage: Institutional Foundations of Financial Power in International Competition," *International Organization*, Vol 57, No. 1, 2003, pp. 3-42; Candace C. Archer, Glen Biglaiser and Karl DeRouen, "Sovereign Bonds and the 'Democratic Advantage': Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?" *International Organization*, Vol. 61, No. 2, 2007, pp. 341-365; Emily Beaulieu, Gary W. Cox and Sebastian Saiegh, "Sovereign Debt and Regime Type: Reconsidering the Democratic Advantage," *International Organization*, Vol 66, No. 4, 2012, pp. 709-738.

保护有助于维护政治稳定,增加政府偿还债务的意愿,对主权信用评级产生显著的积极影响。^①此外,评级机构可能会在主权信用评级中引入党派歧视。由于成本限制和市场使用需要,评级机构的评级在反映所有可能影响信用质量的风险外,还需保持相对稳定,避免过于频繁地变化,无法灵活根据新信息调整评级。在这种情况下,评级机构倾向于根据对执政党派的政策取向及其潜在后果的预期,提前形成党派歧视,并将所有可能的风险纳入评级之中。对那些缺乏政治动机或不愿采纳评级机构认为有利于良好信用质量的政策政府,评级结果往往较低。因此,评级机构可能会系统地扭曲信用风险评估,从而使意识形态偏左的政府处于不利地位。评级机构对左翼政府的歧视,不仅存在于发展中经济体的政府选举中,^②也同样出现在发达经济体中。^③

此外,主权信用评级的公允性问题也得到了国际经济学家和国际政治经济学家的关注。德里娅·居尔特金-卡拉卡什(Derya Gültekin-Karakas)等人发现,发达国家的评级可能高于其基本面所支持的评级。^④ 发展中经济体和发达经济体获取相关信息的成本不平等,可能导致信用评级机构对发展中经济体的信息获取投资不足,因而更多地依赖于“专家”判断,而非数据分析结果;同时,评级机构对发展中经济体数据质量的信心不足,也可能加剧对这

① Glen Biglaiser and Joseph L. Staats, “Finding the ‘Democratic Advantage’ in Sovereign Bond Ratings: The Importance of Strong Courts, Property Rights Protection, and the Rule of Law,” *International Organization*, Vol 66, No. 3, 2012, pp. 515-535.

② Steven A. Block and Paul M. Vaaler, “The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries,” *Journal of International Money and Finance*, Vol 23, No. 6, 2004, pp. 917-946; Paul M. Vaaler, Burkhard N. Schrage and Steven A. Block, “Elections, Opportunism, Partisanship and Sovereign Ratings in Developing Countries,” *Review of Development Economics*, Vol 10, No. 1, 2006, pp. 154-170.

③ Zsöfi Barta and Alison Johnston, “Rating Politics? Partisan Discrimination in Credit Ratings in Developed economies,” *Comparative Political Studies*, Vol. 51, No. 5, 2018, pp. 587-620.

④ Gültekin-Karakaş, Hisarcıklılar and Öztürk, “Sovereign Risk Ratings: Biased toward Developed Countries?” pp. 69-87.

些国家的评级偏见。^①此外,乌萨马·本·赫米登(Oussama Ben Hmiden)等人基于2011—2018年70个国家的面板数据研究发现,评级机构评级的异质性与跨地区歧视有关,三巨头倾向于不利于拉美和东欧国家,而大公司则倾向于不利于西方国家、东欧、中东和北非国家。^②相关研究同样表明,国际三大评级机构对中国的主权信用评级并不准确。杨胜刚和成程指出,中国的主权信用评级在20世纪90年代和2001—2002年前后被低估,但2003年以后,中国的模拟评级与实际评级已基本持平。^③苏民则认为,中国的主权信用评级在2011年以前存在被低估现象,但2012年后却存在被高估现象。^④

除主权信用评级外,国际政治经济学者也较为关注政治因素对经济增长的影响。西蒙·库兹涅茨(Simon Kuznets)指出,政治混乱可能是经济增长率低的重要原因,尤其是在政府更迭时期。^⑤一方面,不稳定的政治体制可能会减缓投资或加速通货膨胀;^⑥另一方面,政治不稳定会降低生产率增

① Giovanni Ferri, "More Analysts, Better Ratings: Do Rating Agencies Invest Enough in Less Developed Countries?" *Journal of Applied Economics*, Vol. 7, No. 1, 2004, pp. 77-98; David F. Tennant, Marlon R. Tracey and Damien W. King, "Sovereign Credit Rating: Evidence of Bias against Poor Countries," *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 51, No. 1, 2020, pp. 1-13.

② Oussama Ben Hmiden, Didier Tatoutchoup and Pierre Nguimkeu, et al., "Discrepancy and Cross-Regional Bias in Sovereign Credit Ratings: Analyzing the Role of Public Debt," *Economic Modelling*, Vol. 131, No. 2, 2024, pp. 1-13.

③ 杨胜刚、成程:《中国的主权信用评级是否被低估?》,载《国际金融研究》,2011年第7期,第59—66页。

④ 苏民:《中国主权信用评级被低估了吗?基于面板线性与有序概率回归方法》,载《世界经济研究》,2017年第11期,第121—134+137页。

⑤ Simon Kuznets and John Thomas Murphy, *Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread*, New Haven: Yale University Press, 1966.

⑥ Alberto Alesina, Sule Özler and Nouriel Roubini, et al., "Political Instability and Economic Growth," *Journal of Economic growth*, Vol. 1, No. 2, 1996, pp. 189-211; Nauro F. Campos and Jeffrey B. Nugent, "Investment and Instability," 2000; Richard J. Cebula, "Economic Growth, Ten Forms of Economic Freedom, and Political Stability: An Empirical Study Using Panel Data, 2003—2007," *Journal of Private Enterprise*, Vol. 26, No. 1, 2011, pp. 61-81; Henryk Gurgul and Łukasz Lach, "Political Instability and Economic Growth: Evidence from Two Decades of Transition in CEE," *Communist and Post-Communist Studies*, Vol. 46, No. 2, 2013, pp. 189-202; 张中元:《论全球化、政治稳定性对经济增长的影响》,载《世界经济与政治》,2014年第4期,第136—155+160页。

速,并在较小程度上降低物质和人力资本积累速度。^①此外也有部分文献关注政治稳定性对货币国际化的影响,^②认为发行经济体的政治行为可间接改变微观经济主体对国际货币的信心、国际货币的流动性和交易网络,也可直接扩大主权货币的国际使用范围。^③

通过梳理既有文献可以发现,大部分经济学研究主要关注经济因素对主权信用评级的基础性作用,忽视了政治因素的重要性。虽然有个别经济学学者考虑了受评经济体政府治理能力的影响,但仅为较为片面的粗略判断,缺乏对其具体作用的重视。而国际政治经济学领域对政治因素的考察仅关注政治制度和党派关系等具体的政治因素,对政治稳定性这一较为全面的政治框架的探讨较少,也未探讨异质性、公允性和溢出效应。^④此外,虽然已有文献注意到了评级机构的评级偏见,但并未使用定量模型具体分析其中的影响机制。本文将政治因素引入宏观经济学分析框架,研究受评经济体的政治稳定性对主权信用评级变动的影响,并从政治、经济和地区三个角度探讨其中的公允性问题,考察了定性因素的定量影响,从而更充分地认识政治因素在主权信用评级中的作用。

三、理论分析

政治稳定性指的是政治系统保持动态的有序性和连续性,会从债务偿

① Ari Aisen and Francisco J. Veiga, “How Does Political Instability Affect Economic Growth?” *European Journal of Political Economy*, Vol. 29, No. 3, 2013, pp. 151-167.

② 彭红枫、谭小玉、祝小全:《货币国际化:基于成本渠道的影响因素和作用路径研究》,载《世界经济》,2017年第11期,第120—143页。

③ Jane Helleiner, “‘Over the River’ Border Childhoods and Border Crossings at Niagara,” *Childhood*, Vol. 14, No. 4, 2007, pp. 431-447;张冲、杨洁、张明:《政治稳定性影响货币国际化的机制研究》,载《世界经济与政治》,2023年第3期,第32—57+156—157页。

④ Butler and Fauver, “Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings,” pp. 53-79;Ozturk, “The Origin of Bias in Sovereign Credit Ratings: Reconciling Agency views with Institutional Quality,” pp. 161-188;Erdem and Varli, “Understanding the Sovereign Credit Ratings of Emerging Markets,” pp. 42-57;Boumparis, Milas and Panagiotidis, “Economic Policy Uncertainty and Sovereign Credit Rating Decisions: Panel Quantile Evidence for the Eurozone,” pp. 39-71.

还能力和债务偿还意愿两方面影响一国主权信用评级的变动。首先,稳定的国内政治环境是国家有效治理和经济发展的基础,较高的制度与机构质量表明拥有更好的经济发展前景,从而未来有更充沛的财源用于偿债。一方面,政治稳定性是经济增长的重要保障。稳定的国内政治环境能够吸引投资、促进经济多元化发展,从而增强国家的偿债能力。另一方面,政治稳定性对投资者信心有直接影响。稳定的国家更容易获得国际资本市场的信任,降低融资成本。反之,政治治理能力低下通常与经济发展滞后相关联,制度不健全不仅会加剧宏观经济政策波动性,^①而且会抑制双边贸易和外商直接投资,^②进而对“支付能力”产生不利影响。

其次,政治稳定性较高通常意味着政府更有契约精神,更可能按时偿还债务。^③ 国际关系的现实主义理论将国家视为追求自身权力或利益最大化的理性行为体,其行为受到政治因素的深刻影响。^④ 政治稳定性是国家权力和利益的重要体现,它不仅关乎国内政策的连贯性和可预测性,还直接影响国家在国际舞台上的信誉和影响力。为能够在国际经济竞争中更好地维护自身利益,一个政治稳定的国家更有可能在国际经济合作中遵守规则,维护其国际声誉,从而相较于政治局势混乱的国家而言具有更强的偿还债务的意愿。

此外,三大评级机构密切监察受评经济体政治稳定性的水平及其变化,在进行主权信用评级时,将政治实力作为定性因素加以考量。据此我们提出本文的第一个理论假说:

假说 1: 受评经济体的政治稳定性越高(低),评级机构越倾向于上调(下调)该经济体的主权信用评级。

① Daron Acemoglu, Simon Johnson and James Robinson, et al., “Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50, No. 1, 2003, pp. 49-123.

② James E. Anderson and Dominique Marcouiller, “Insecurity and the Pattern of Trade: An Empirical Investigation,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, No. 2, 2002, pp. 342-352.

③ Ozturk, “The Origin of Bias in Sovereign Credit Ratings: Reconciling Agency views with Institutional Quality,” pp. 161-188.

④ 杨攻研、刘聪:《国家间政治、相互依赖武器化与中国供应链安全——来自微观企业的经验证据》,载《当代亚太》,2024年第5期,第28—54+161—162页。

伴随国际政治经济格局的演变,国家间政治正在压倒市场力量成为影响国际和企业经济行为的重要因素。^①对于主权信用评级,评级机构倾向于支持母国以及与母国地缘政治结盟的国家。这种本土偏向可能导致评级机构对其母国给予更有利的评级,因为它们可能希望保护本国利益和声誉。同时,评级机构也存在群体内偏向,即在保持其他因素不变的情况下,对地缘政治伙伴给予更有利的评级。这种情况下,政治考量可能会优先于数据分析,从而引发评级结果的扭曲。安德烈亚斯·福克斯(Andreas Fuchs)和凯·格林(Kai Gehring)利用来自6个国家的9家评级机构提供的143个主权国家1990年1月至2013年6月的有关数据,用固定效应模型估计了主权评级的决定因素,发现评级机构给本国的主权信用评级要比给条件相同的其他主权国家的评级高出一个等级,也即存在评级的“母国偏见”现象。^②

标普、穆迪和惠誉三大评级机构的总部均位于美国,其主权信用评级并非只是三大评级机构的企业行为、市场行为。从本质上看,当前的国际信用评级体系是美国等发达经济体设立的有利于自身的评级标准,它们通常给自己的信用等级打高分,给发展中经济体的信用等级打低分,从而收割发展中经济体的利益。这三大评级机构掌控的传统国际信用评级体系严重失衡,明显偏向美西方国家和企业,难以做到公正合理,甚至成为推行美国全球霸权的“政治工具”。因此,三大评级机构在进行主权信用评级时,可能倾向于对与美国友好的经济体赋予高评级,而对与美国关系紧张的经济体赋予低评级。利文·德·穆尔(Lieven De Moor)等人基于1995年第二季度至2014年第一季度三大评级机构对103个国家的评级数据,提出了主权信用评级与评级者的游说努力以及与美国的亲密程度(包括文化接近度、经济接

① 杨攻研、刘洪钟:《政治关系、经济权力与贸易往来:来自东亚的证据》,载《世界经济与政治》,2015年第12期,第110—130页;杨连星、刘晓光、张杰:《双边政治关系如何影响对外直接投资——基于二元边际和投资成败视角》,载《中国工业经济》,2016年第11期,第56—72页。

② “母国”指机构总部所在的经济体。如果评级机构在其他条件相同的情况下,对其母国或与其存在密切经济、政治和文化联系的经济体给予较高评级,我们将其称为主权信用评级中的“母国偏见”。

近度和地理距离)有关的观点。^① 据此我们提出本文的第一个公允性研究假说:

假说 2.1: 受评经济体与美国之间的关系越友好(紧张),其政治稳定性对主权信用评级变动的影响越弱(强)。

本文还尝试从经济偏向性角度分析经济发展水平高低是否会对政治稳定性导致一国主权信用评级变动的机制产生影响。一般来说,发达经济体普遍民主化程度较高、法制更加完善,朝令夕改和腐败等现象较发展中经济体少,同时爆发革命、叛乱、战争以及国有化的可能性也相对较低。相较于发达经济体,政治稳定性对评级的影响在发展中经济体可能更明显。此外,国际政治经济学研究发现,只要发达经济体的财政和宏观经济表现保持在合理范围内,投资者就允许其在政治和供给侧政策上有行动空间,从而在认为发达经济体不太可能违约的情况下降低对其评估的信息成本。^② 因此,投资者使用捷径和启发式方法来节省信息成本,对不同的经济体类别采用不同水平的政治审查:发达经济体的政治环境很少受到关注,而发展中经济体则受到更严格的政治因素审查。^③ 据此我们提出本文的第二个公允性研究假说:

假说 2.2: 受评经济体的经济发展水平越高(低),其政治稳定性对主权信用评级变动的影响越弱(强)。

从样本数据来看,主权信用评级的全球分布不均衡。首先,亚太地区经

① Lieven De Moor, Prabesh Luitel and Piet Sercu, et al., "Subjectivity in Sovereign Credit Ratings," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 88, No. 33, 2018, pp. 366-392.

② Layna Mosley, "Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States," *International Organization*, Vol. 54, No. 4, 2000, pp. 737-773; Layna Mosley, "Globalisation and the State: Still Room to Move?" *New Political Economy*, Vol. 10, No. 3, 2005, pp. 355-362.

③ Julia Gray, "International Organization as A Seal of Approval: European Union Accession and Investor Risk," *American Journal of Political Science*, Vol 53, No. 4, 2009, pp. 931-949; Sarah M. Brooks, Rodrigo Cunha and Layna Mosley, "Categories, Creditworthiness, and Contagion: How Investors' Shortcuts Affect Sovereign Debt Markets," *International Studies Quarterly*, Vol 59, No. 3, 2015, pp. 587-601; Zoltán Barta and Krisztina Makszin, "The Politics of Creditworthiness: Political and Policy Commentary in Sovereign Credit Rating Reports," *Journal of Public Policy*, Vol. 41, No. 2, 2021, pp. 307-330.

济持续强劲增长,但发展不平衡问题较为突出,主权信用等级分布跨度较大,主要集中在B+级,在AA、BBB级别的占比也较大。其次,三大评级机构均给予欧洲经济体较高信用等级,但受英国长期深陷“脱欧”泥沼、法国“黄马甲”运动、德国经济增长疲软以及极右翼势力逐步抬头等因素影响,部分欧洲经济体主权信用评级也被陆续调降。再次,三大评级机构均给予美国和加拿大较高级别,但拉美经济体信用等级分布跨度较大,主要集中在B级。

这种地区分布的不均衡既可能源于各经济体政治、经济和社会现实的差异,也可能源于评级机构的地区偏向性。一方面,评级机构的评级操作具有自由裁量权,其评级方法中包含大量定性因素,这些因素的评估需要分析师的主观判断,从而为地区偏向性提供了空间。另一方面,信息不对称和认知偏差也是重要的影响因素。国际评级机构在进行主权信用评级时,往往依赖于有限的信息和数据。由于对不同地区经济体的了解程度不同,分析师可能会基于自身的认知偏差和有限的公开信息进行评级,从而导致对某些地区经济体的评级结果存在系统性偏差。据此我们提出本文的第三个公允性研究假说:

假说 2.3: 对位于不同地区的经济体而言,政治稳定性对其主权信用评级变动的影响程度不同。

在全球化时代,一个经济体发生重大风险事件,将会通过直接或间接渠道传导至其他相关经济体。近年来,受英国“脱欧”、中美经贸摩擦、新冠肺炎疫情、俄乌冲突等事件影响,全球政治经济格局变得更为复杂,波及范围日趋广泛。大型经济体的政治稳定性可能会通过信心渠道、政策渠道和地缘政治风险渠道等,对其他经济体的主权信用评级变动产生影响。其一,当大型经济体出现政治不稳定时,全球投资者的风险偏好会下降,导致资本流向更安全的资产,从而对其他经济体的金融市场和主权信用评级产生负面影响。例如,2024年,美国政治极化加剧和大选期间的政治暴力事件引发了全球市场的担忧情绪,增加了全球经济的不确定性。其二,大型经济体的政治稳定性直接影响其经济政策的连贯性和可预测性。政策的频繁调整或不确定性会通过贸易渠道对其他经济体的经济前景产生负面影响,进而影响其主权信用评级。例如,美国的贸易保护主义政策和财政政策的不确定性

对韩国、日本等依赖出口的国家产生了显著的下行风险。其三,大型经济体的政治稳定性下降往往伴随着地缘政治风险的上升。这种风险不仅影响本国经济,还会通过贸易、投资和金融市场传导至其他经济体。如2024年俄乌冲突和巴以冲突等地缘政治事件加剧了全球经济分裂和政治不稳定性,导致部分经济体的主权信用评级受到负面影响。根据理论阐述和典型案例,我们提出本文的第三个假说,以检验政治稳定性对主权信用评级变动的溢出效应:

假说3: 大型经济体的政治稳定性会对其他经济体的主权信用评级变动产生影响。

四、模型设定与数据来源

(一) 计量模型设定

为评估政治稳定性对主权信用评级变动产生的影响,本文构造如下固定效应计量模型:

$$Ratings_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 Pstability_{i(t-1)} + \gamma_1 Controls_{i(t-1)} + \theta_{ij} + \theta_t + \epsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, i 表示受评经济体; j 表示评级机构; t 表示年份。 $Ratings_{ijt}$ 表示主权信用评级变动,为评级机构 j 第 t 年对经济体 i 的平均主权信用评级与 $t-1$ 年的平均主权信用评级之间的差值。 $Pstability_{i(t-1)}$ 表示经济体 i 在 $t-1$ 年的政治稳定性。 $Controls_{i(t-1)}$ 代表经济体-年份层面的一系列控制变量。本文参照相关文献,在基准方程中加入受评经济体的人均GDP、GDP增速、CPI、失业率、货币供应量、政府盈余、外汇储备、经常账户盈余和政府债务作为控制变量。^①此外,本文在引入经济体层面的变量时,为了降低内生性对识别的干扰,均采用了滞后一期数值。回归方程(1)中加入了经济体-评级

① Afonso, Gomes and Rother, "What 'hides' Behind Sovereign Debt Ratings?" pp. 1-62; Gültekin-Karakaş, Hisarcıklılar and Öztürk, "Sovereign Risk Ratings: Biased toward Developed Countries?" pp. 69-87; Afonso, Gomes and Rother, "Short-and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings," pp. 1-15; 那明:《金融危机背景下国家主权信用评级影响因素分析——基于27个OECD国家面板数据的研究》,第28—33+88页。

机构固定效应 θ_{ij} 和年份固定效应 θ_t 。经济体-评级机构固定效应控制了不同评级机构不随时间变化的对不同经济体的评级惯性。年份固定效应则控制了所有经济体都面临的共同冲击对模型可能产生的影响。本文对所有经济体-年份层面的变量均进行上下 1% 的缩尾处理。基于理论分析,我们预计 β_1 为正。

(二) 变量说明

1. 被解释变量

标普、穆迪和惠誉的主权信用评级均包含信用评级等级、前景展望(Outlook)和信用观察(Credit Watch)三部分。本文在基准回归中分别使用包含信用评级等级、前景展望和信用观察在内的总评级变动指标,以及仅关注信用评级等级的评级等级变动指标。在稳健性检验中,进一步考虑了政治稳定性对受评经济体前景展望和信用观察的影响。

主权信用评级可以分为长期和短期、本币和外币,但各评级机构具体的划分依据和设定的评级符号并不完全相同。参考相关文献,本文选取长期外币评级指标,原因是长期外币评级在评级指标体系中最重要,变动最频繁,也最能反映受评经济体经济、政治和社会等因素的变化。本文参考彼得·鲁森斯(Peter Reusens)和克里斯托夫·克鲁(Christophe Croux)、利文·德·穆尔(Lieven De Moor)等人的方法,将三大评级机构的长期主权评级结果由定性要素转换为定量数值。^① 方法是从最低评级到最高评级,依次从小到大线性转换为 0~21 的数值(如表 1 面板 A 所示)。其中,12 及以上为投资级,以下为投机级。^②

评级机构还对信用评级使用前景展望和信用观察来表明其对未来评级

① Peter Reusens and Christophe Croux, "Sovereign Credit Rating Determinants: A Comparison Before and After the European Debt Crisis," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 77, No. 4, 2017, pp. 108-121; De Moor, Luitel and Sercu, et al., "Subjectivity in Sovereign Credit Ratings," pp. 366-392.

② 短期发行人信用评级关注的是债务人在短期内履行其所有财务承诺的能力和意愿,标普可以分为 A-1+、A-1、A-2、A-3、B、C 以及 SD 和 D 共 7 个级别;穆迪有 P-1、P-2、P-3 以及 NP 共 4 个级别;而惠誉有 F1+、F1、F2、F3、B、C、RD 以及 D 共 8 个级别。

变动的可能性程度的看法,包括变化的可能方向。

前景展望评估的是长期信用评级在中期的潜在方向,展望可以分为积极(未来评级可能会提高)、消极(未来评级可能会降低)、稳定(未来评级不太可能改变)和发展中(未来评级可以提高、降低或维持)四类。

信用观察强调了对短期或长期评级的潜在方向的看法,侧重于可识别的事件和短期趋势,从而促使评级机构对评级进行特别监控。信用观察可以通过以下标识显示评级变动的潜在方向:积极(未来评级可能会上调)、消极(未来评级可能会下调)、发展中(未来评级可能会提高、降低或维持)。信用观察是预测未来评级上调或下调的有力工具,在某些情况下可能会主导评级等级的变动。^① 被列入观察名单的发行人比被列入评级展望名单的发行人发生评级变化的可能性更大。^②

必须指出的是,前景展望和信用观察是相互排斥的,只会出现其中一种,即若一个经济体的主权信用评级已经具有了评级展望,就不会再对其赋予信用观察。本文将前景展望结果和信用观察结果由定性要素转换为定量数值,结果分别如表1面板B和面板C所示。

表1 三大评级机构长期主权信用评级的线性转换

面板 A:评级等级			
线性转换值	标普	穆迪	惠誉
0	NR	WR	WD/NR
1	D/SD/C	C	D/DD//DDD/RD
2	CC	Ca	C /CC
3	CCC—	Caa3	CCC—
4	CCC	Caa2	CCC
5	CCC+	Caa1	CCC+

① Rasha Al-Sakka and Owain ap Gwilym, “Heterogeneity of Sovereign Rating Migrations in Emerging Countries,” *Emerging Markets Review*, Vol. 10, No. 2, 2009, pp. 151-165.

② Christian E. Bannier and Christian W. Hirsch, “The Economic Function of Credit Rating Agencies—What Does the Watchlist Tell Us?” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 2, 2010, pp. 3037-3049.

续表

面板 A:评级等级			
线性转换值	标普	穆迪	惠誉
6	B-	B3	B-
7	B	B2	B
8	B+	B1	B+
9	BB-	Ba3	BB-
10	BB	Ba2	BB
11	BB+	Ba1	BB+
12	BBB-	Baa3	BBB-
13	BBB	Baa2	BBB
14	BBB+	Baa1	BBB+
15	A-	A3	A-
16	A	A2	A
17	A+	A1	A+
18	AA-	Aa3	AA-
19	AA	Aa2	AA
20	AA+	Aa1	AA+
21	AAA	Aaa	AAA

面板 B:前景展望			
线性转换值	标普	穆迪	惠誉
0.5	Positive	Positive	Positive
0	Stable	Stable	Stable
0	Developing	Developing	Developing
-0.5	Negative	Negative	Negative

面板 C:信用观察			
线性转换值	标普	穆迪	惠誉
0.25	WatchPos	WatchPos	WatchPos
0	WatchDev	WatchDev	WatchDev
-0.25	WatchNeg	WatchNeg	WatchNeg

注:评级等级中,12及以上为投资级,以下为投机级。

数据来源:作者自制。

本文根据主权信用评级线性转换后的数值,用两种方式来计算主权信

用评级变动。一是将每个评级机构对不同经济体的评级等级、前景展望和信用观察数值进行加总,计算受评经济体当年的年均总评级水平,并与上年的年均总评级水平相减,得到经济体-评级机构-年份层面的总评级变动。二是使用类似方法只计算主权信用评级等级本身的变动,得到经济体-评级机构-年份层面的评级等级变动指标。需要说明的是,由于本文计算的是经济体-评级机构-年份层面的评级变动,因此若同一年份内同一机构对某一受评经济体进行多次评级调整,则这些调整均被纳入计算。此外,若某一年某一经济体未发生评级变动,则该经济体在特定评级机构和特定年份下的评级变动为0,依然包含在样本中。

2. 核心解释变量

本文在基准回归中选用世界银行发布的“全球政治治理指标”(The Worldwide Governance Indicators, WGI)中的政治稳定作为政治稳定性的代理变量。^① WGI 指标体系的制定以世界 30 多个调查机构 30 多类数据源为基础,数据覆盖全球 200 多个国家或地区,自 1996 年以来每年公布一次。WGI 共包括六个子指标:公民参政与政治人权(Voice and Accountability)、政治稳定性(Political Stability and Absence of Violence)、政府施政有效性(Government Effectiveness)、市场经济限制程度(Regulatory Quality)、司法有效性(Rule of Law)和贪腐控制(Control of Corruption)。上述指标均被标准化处理,取值在-2.5 到 2.5 之间,数值越大表示相应指标所代表的政治指标越强,政治风险越小。相对于其他指标,WGI 具有较高的全面性和综合性,近年来在涉及政治和制度因素的跨国研究中使用频率最高。1996—

① Ivar Kolstad and Arne Wiig, “What Determines Chinese Outward FDI?” *Journal of World Business*, Vol. 47, No. 1, 2012, pp. 26-34; Alberto Amighini, Roberta Rabellotti and Michele Sanfilippo, “China’s Outward FDI: An Industry-level Analysis of Host-country Determinants,” *Frontiers of Economics in China*, Vol. 8, No. 3, 2013, pp. 309-336; 宗芳宇、路江涌、武常岐:《双边投资协定、制度环境和企业对外直接投资区位选择》,载《经济研究》,2012年第5期,第71—82+146页; Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi, “Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996—2008,” *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 4978, 2009.

2022年,相比发达经济体,发展中经济体政治稳定性指标的变动更大。

另外,政治风险服务集团(Political Risk Service Group, PRS Group)发布的国际国别风险指南(International Country Risk Guide, ICRG)中的政局稳定性(Political Risk Rating, PRR)也成为研究国际投资和政治风险关系的关键变量。^① ICRG自1984年开始按月发布世界主要经济体的政治风险指数,时间序列较长,影响力较大。ICRG中的政治风险评估指标包括东道国政局稳定性、社会经济条件、投资执行状况、内外部冲突、军队干预政治、腐败、法制、宗教与民族冲突、民主程度和行政效率等十二个方面。政治风险指数的数值越大,表示政治稳定性越强,政治风险越小。本文同时将ICRG中的政局稳定性作为衡量政治稳定性的代理变量进行稳健性检验。

3. 主要控制变量

参考相关文献并根据数据可得性,本文选用了如下9个控制变量。

人均GDP。人均GDP是一国经济发展程度和收入水平的重要指标,该指标越高,对经济体主权信用评级越具有正向的影响。为缓解多重共线性问题,本文使用差分后的购买力平价(PPP)调整的人均GDP(PPP)衡量人均GDP。

GDP增速。较高的GDP增速会反映一个经济体强劲的宏观经济状况和政府潜在的偿债能力,对主权信用评级具有正向的影响。本文使用实际GDP增速指标。

CPI。较高的通货膨胀率是政府财政结构和宏观经济失衡的标志,影响政府的信誉和公众对政府的支持力度。但高通胀会减少以本币计价的政府债务的实际存量,从而部分抵消高通胀的负面影响。因此,通货膨胀水平对主权信用评级的影响取决于二者的综合效应。

失业率。失业率较低表明宏观经济环境和社会发展较为良好和稳定,政府对失业所承担的财政负担也相对较小。因此,较低的失业率会带来较

① 蒋冠宏、蒋殿春:《中国对外投资的区位选择:基于投资引力模型的面板数据检验》,载《世界经济》,2012年第9期,第21—40页;谢孟军:《政治风险对中国对外直接投资区位选择影响研究》,载《国际经贸探索》,2015年第9期,第66—80页;杜萌、马宇:《国家政治风险、人口老龄化与主权债务违约——来自新兴市场和发展中国家的证据》,载《国际金融研究》,2015年第1期,第37—47页。

高的主权信用评级。

货币供应量。货币供应量越大,该经济体的资金越充裕,偿还债务的压力就越小。因此,货币供应量对主权信用评级变动具有正向影响。为缓解多重共线性问题,本文使用差分后的 M1 供应量与 GDP 之比来衡量货币供应量的大小。

政府盈余。财政盈余越多,政府的财政能力和偿付能力就越强。本文使用政府财政余额占 GDP 的百分比来衡量政府盈余。

外汇储备。储备越高,违约风险越低,信用越高。本文使用外汇储备与 GDP 之比来衡量外汇储备水平。

经常账户盈余。通常情况下,经常账户盈余对主权信用评级具有正向影响。本文使用经常项目盈余与 GDP 之比来衡量经济体的经常账户盈余水平。

政府债务。政府债务高意味着违约风险高,这会导致主权信用评级下降。本文使用一般政府债务与 GDP 之比来衡量政府债务水平。

表 2 汇总了本文的变量信息。表 3 汇报了关键变量的描述性统计结果。^①

表 2 变量信息统计表

类别	变量	描述	数据来源
被解释变量	总评级变动	评级等级、前景展望和信用观察数值加总后的变动	标普、穆迪和惠誉官网
	评级等级变动	仅评级等级数值的变动	
	前景展望变动	仅前景展望数值的变动	
	信用观察变动	仅信用观察数值的变动	
核心解释变量	政治稳定性	数量统计	WGI
	6 指标均值	WGI 数据库中 6 项政治指标的均值	
	政局稳定性	数量统计	ICRG
	12 指标均值	ICRG 数据库中 12 项政治指标的均值	

① 我们使用方差膨胀因子(VIF)法和相关系数法检验了核心解释变量与各控制变量之间的相关性,结果表明二者之间不存在严重的多重共线性问题。

续表			
类别	变量	描述	数据来源
控制变量	人均 GDP	差分后的购买力平价 (PPP) 调整的人均 GDP(PPP)	WDI、CEIC 和 EIU
	GDP 增速	实际 GDP 增速	
	CPI	CPI 数值	
	失业率	失业率数值	
	货币供应量	差分后的 M1 供应量/GDP	
	政府盈余	政府财政余额/GDP	
	外汇储备	外汇储备/GDP	
	经常账户盈余	经常项目盈余/GDP	
	政府债务	一般政府债务/GDP	
	外债	外债/GDP	
其他变量	汇率水平	实际有效汇率指数的对数值	IMF IFS
	汇率波动	实际有效汇率指数对数差分后取年度标准差	
	经济波动性	对过去 9 年和当前的 GDP 增速取标准差	作者计算
	危机时期	1997—1999 年、2007—2008 年、2009—2011 年以及 2020—2022 年为 1,反之为 0	
	政治友好度	经济体与美国间外交政策理想点 (ideal points) 的差异	联合国大会投票信息
	经济友好度	经济体与美国间的贸易占比	UN Comtrade
	文化友好度	经济体与美国间的语言相似度指标	CEPII

数据来源:作者自制。

表 3 变量的描述性统计

变量	观测值个数	均值	标准差	最小值	最大值
总评级变动	7308	0.012	2.094	-15.833	14.819
评级等级变动	7308	0.014	2.075	-15.833	14.819
前景展望变动	7308	0.001	0.147	-0.5	0.5

续表

变量	观测值个数	均值	标准差	最小值	最大值
信用观察变动	7308	−0.003	0.078	−0.5	0.5
政治稳定性	7222	0.146	0.865	−2.214	1.548
6 指标均值	7189	0.308	0.845	−1.314	1.83
政局稳定性	6784	7.826	1.46	4.79	11
12 指标均值	6779	5.862	0.933	3.726	7.729
人均 GDP	7323	0.042	0.717	−1.221	1.528
GDP 增速	7512	0.033	0.041	−0.1	0.146
CPI	7172	4.637	0.353	2.622	5.872
失业率	7329	0.077	0.051	0.006	0.254
货币供应量	7029	0.046	0.150	−2.830	2.989
政府盈余	7362	−0.024	0.042	−0.155	0.135
外汇储备	7358	0.433	0.585	0.002	3.337
经常账户盈余	7432	−0.01	0.081	−0.256	0.267
政府债务	7096	0.503	0.328	0.037	1.609
外债	5501	0.563	0.499	0.069	2.773
汇率水平	4856	1.611	0.531	1.406	4.863
汇率波动	4856	0.006	0.028	0	0.23
经济波动性	7205	0.028	0.016	0	0.129
金融波动性	4906	2.911	0.361	2.213	4.383
危机时期	7640	0.389	0.488	0	1
政治友好度	6613	2.555	0.878	0.008	4.848
经济友好度	6554	0.004	0.012	0	0.104
文化友好度	6888	1.128	1.164	0	3.6

注：因变量为主权信用评级变动（总评级变动和评级等级变动），主要的解释变量为政治稳定性，控制变量包括人均 GDP、GDP 增速、CPI、失业率、货币供应量、政府盈余、外汇储备、经常账户盈余、政府债务、外债、汇率水平、汇率波动，以及经济波动性、政治友好度、经济友好度和文化友好度，均为经济体-年份维度。危机时期为年份维度。政治稳定性、人均 GDP、GDP 增速、CPI、失业率、货币供应量、政府盈余、外汇储备、经常账户盈余、政府债务、外债、汇率水平、汇率波动、经济波动性、政治友好度、经济友好度和文化友好度均采用滞后一期数值。我们对经济体-年份层面的变量包括人均 GDP、GDP 增速、CPI、失业率、货币供应量、政府盈余、外汇储备、经常账户盈余、政府债务、外债、汇率水平、汇率波动、经济波动性、政治友好度、经济友好度和文化友好度，均进行了上下 1% 的缩尾处理。

数据来源：作者自制。

(三) 样本选择与数据来源

历史上三大评级机构共对 170 个经济体进行过主权信用评级(标普 151 个,穆迪 150 个,惠誉 130 个),其中截至现在仍被持续评级的共有 165 个经济体(标普 138 个,穆迪 144 个,惠誉 120 个)。本文的样本包括标普对 150 个经济体、穆迪对 139 个经济体和惠誉对 120 个经济体的历史主权信用评级数据,总计涵盖 165 个经济体。

评级变动具有经济体、时期和评级机构三方面的异质性。第一是经济体异质性。一方面,发展中经济体中升级的经济体数量多于降级的,发达经济体则相反。另一方面,总体来说降级次数多于升级次数,但发达经济体的升级次数多于降级次数(见表 4)。第二是时期异质性。在全球处于危机时期,评级变动更为频繁和负面。第三是评级机构异质性。相较于穆迪和惠誉,标普最能感知评级变动相关因素,对信用评级的调整最频繁。

表 4 主权信用评级变动次数情况汇总

面板 A:划分不同经济体类型					
评级机构	变动次数	升级次数	占比	降级次数	占比
总体					
标普	1013	454	44.82%	559	55.18%
穆迪	707	319	45.12%	388	54.88%
惠誉	655	318	48.55%	327	49.92%
发达经济体					
标普	272	145	53.31%	127	46.69%
穆迪	209	113	54.07%	96	45.93%
惠誉	210	115	54.76%	95	45.24%
发展中经济体					
标普	741	309	41.70%	432	58.30%
穆迪	498	206	41.37%	292	58.63%
惠誉	445	203	45.62%	232	52.13%

续表

面板 B:划分不同时期					
评级机构	变动次数	升级次数	占比	降级次数	占比
非危机时期					
标普	622	310	49.84%	312	50.16%
穆迪	419	215	51.31%	204	48.69%
惠誉	371	205	55.26%	163	43.94%
1997—1999 年					
标普	68	24	35.29%	44	64.71%
穆迪	59	27	45.76%	32	54.24%
惠誉	42	21	50%	21	50%
2007—2011 年					
标普	197	82	41.62%	115	58.38%
穆迪	119	52	43.70%	67	56.30%
惠誉	117	54	46.15%	63	53.85%
2020—2023 年					
标普	126	38	30.16%	88	69.84%
穆迪	110	25	22.73%	85	77.27%
惠誉	125	38	30.40%	80	64.00%

注:由于评级的数值化线性转换,存在较少不可区分评级升级或降级的数据情况,因此升级次数和降级次数之和并不等于总变动次数。

数据来源:作者自制。

本文的主权信用评级数据来源于标普、穆迪、惠誉三大国际评级机构官网。^① 政治稳定性数据分别来源于世界银行的 WGI 数据库和 PRS Group 的 ICRG 数据库。经济体-年份层面控制变量来源于世界银行的 WDI 数据库、^②CEIC 数据库和 EIU 数据库。本文选用的 WGI 数据库覆盖 1996—2022 年,但其中 1997 年、1999 年和 2001 年的数据缺失,因此本文基准回归

① 参见标普 (www. standardandpoors. com)、穆迪 (www. moodys. com)、惠誉 (www. fitchratings. com)。

② 参见世界银行 (http://data. worldbank. org)。

的样本期为 1996—2022 年,并剔除了 1997 年、1999 年和 2001 年。^①

五、实证分析

(一) 基准回归结果

表 5 汇报了基于式(1)估计的政治稳定性影响经济体主权信用评级变动的基准回归结果。这四列回归结果分别在评级指标和控制变量上存在差异。就评级指标而言,第(1)列和第(2)列的评级指标为评级等级、前景展望和信用观察相加后的总评级变动;第(3)列和第(4)列只将评级等级本身的变动作为被解释变量,分析政治稳定性对其的影响。

表 5 基准回归

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	总评级变动		评级等级变动	
政治稳定性	1.101 *** (4.53)	0.883 *** (4.02)	1.058 *** (4.40)	0.844 *** (3.89)
人均 GDP		-0.072 (-0.17)		-0.141 (-0.31)
GDP 增速		2.280 * (1.66)		1.939 (1.40)
CPI		0.168 (0.61)		0.211 (0.73)
失业率		-16.004 *** (-5.46)		-15.856 *** (-5.30)
货币供应量		0.160 (0.98)		0.116 (0.68)

① 需要说明的是,由于不同的评级机构对不同经济体开始评级的时间不一致,并不是所有经济体在 1996—2022 年均有数据(如穆迪对乌克兰于 1998 年 2 月 6 日开始评级),因此本文经济体-评级机构层面的数据并不完全覆盖 1996—2022 年(其中,剔除 1997 年、1999 年和 2001 年的数据)。

续表

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	总评级变动		评级等级变动	
政府盈余		-2.583		-3.095*
		(-1.50)		(-1.78)
外汇储备		0.399*		0.403**
		(1.98)		(2.00)
经常账户盈余		0.177		-0.085
		(0.19)		(-0.09)
政府债务		-2.674***		-2.619***
		(-5.18)		(-5.02)
经济体-评级机构固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.075	0.165	0.072	0.161
观测值个数	7288	6286	7288	6286

注:括号内为*t*值。标准误为稳健值(聚类在经济体水平)。*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。政治稳定性、人均GDP、GDP增速、CPI、失业率、货币供应量、政府盈余、外汇储备、经常账户盈余和政府债务均采用滞后一期的值。我们对人均GDP、GDP增速、CPI、失业率、货币供应量、政府盈余、外汇储备、经常账户盈余和政府债务,均进行了上下1%的缩尾处理。下同。

数据来源:作者自制。

从表5可以看出,政治稳定性的系数显著为正,说明在控制了经济体层面的相关干扰因素后,政治稳定性的提升会使得经济体的主权信用评级发生正向变动。将同时控制了经济体-评级机构固定效应和年份固定效应并加入控制变量的第(2)列和第(4)列作为基准回归结果,可以发现,政治稳定性每提高1%,主权信用评级分别提升0.883%和0.844%,因此一个经济体的政治稳定性是影响其主权信用评级变动的重要因素。另外,第(2)和第(4)列中控制变量的系数显示,失业率越低、外汇储备越多以及政府债务水平越低的经济体,其主权信用评级在特定年份的变动更趋正向。

(二) 稳健性检验

1. 替换关键变量指标

在表6的第(1)~(3)列,本文使用了其他三种衡量政治稳定性的指标。

具体地, WGI 数据库有六个子指标, 在表 6 的第(1)列, 我们计算这六个子指标的均值以重新衡量经济体的政治稳定程度。在表 6 的第(2)列, 本文使用 ICRG 数据库中的政治风险指数作为衡量政治稳定性的代理变量进行稳健性检验。此外, 我们计算 ICRG 数据库中十二个指标的均值, 并用其衡量政治稳定程度, 回归结果见表 6 的第(3)列。回归结果表明, 不论使用何种衡量指标, 政治稳定性均会对主权信用评级变动产生正面影响。

表 6 稳健性检验-替换关键指标和回归样本

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	替换关键指标			替换回归样本
	总评级变动			
政治稳定性	2.853*** (6.49)	0.107** (2.12)	0.915*** (3.89)	0.679** (2.35)
控制变量	控制	控制	控制	控制
经济体-评级机构固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
R^2	0.179	0.144	0.152	0.223
观测值个数	6343	6620	6619	3459

数据来源: 作者自制。

2. 替换回归样本

本文在基准回归的分析中使用的样本数据为非平衡面板数据。进一步地, 本文将非平衡面板数据转换为平衡面板数据, 重新进行基准回归的检验。回归结果见表 6 的第(4)列。我们发现, 政治稳定性的系数显著为正, 回归结果依然保持稳健。

3. 替换固定效应

为了解决可能影响主权信用评级变动的评级机构-年份水平因素以及评级机构和经济体层面的问题, 我们在稳健性检验中分别引入了评级机构-年份固定效应、评级机构固定效应和经济体固定效应。根据表 7 第(1)~(2)列的结果可知, 在控制相应固定效应后, 政治稳定性对主权信用评级变动的影响系数仍然显著为正, 表明我们的基准结果是稳健的。

表 7 稳健性检验-替换固定效应和加入更多控制变量

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	替换固定效应		加入更多控制变量	
	总评级变动			
政治稳定性	0.858 ^{***} (4.04)	0.856 ^{***} (4.00)	0.926 ^{***} (3.68)	1.034 ^{***} (2.88)
外债			0.103 (0.27)	0.284 (0.77)
汇率水平				7.405 ^{**} (2.53)
汇率波动				-3.136 (-1.43)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	未控制	控制	控制	控制
经济体固定效应	控制	控制	未控制	未控制
评级机构固定效应	未控制	控制	未控制	未控制
经济体-评级机构固定效应	未控制	未控制	控制	控制
评级机构-年份固定效应	控制	未控制	未控制	未控制
R ²	0.152	0.145	0.163	0.197
观测值个数	6287	6287	4575	2724

数据来源:作者自制。

4. 加入更多控制变量

这里我们额外考虑了遗漏变量可能对基准回归结果产生的干扰效应。本文计算了外债与 GDP 之比,并将滞后一期的值加入回归方程作为控制变量,回归结果见表 7 的第(3)列。在表 7 的第(4)列,我们在第(3)列的基础上又加入了受评经济体的实际有效汇率水平和实际有效汇率波动作为控制变量。^① 汇率数据来源于国际货币基金组织的国际金融统计数据库(IMF IFS)。从表 7 可以看出,在控制外债、汇率水平和汇率波动的影响后,政治稳定性的系数依然显著为正。

① 本文根据经济体的实际有效汇率指数计算其实际有效汇率波动。具体而言,对月度实际有效汇率指数取差分,并计算其年度的标准差,得到实际有效汇率波动。

(三) 异质性检验

本文分别从经济波动性、危机时期、指标和评级机构等方面,对政治稳定性影响主权信用评级变动的异质性进行检验。

1. 经济波动性

政治稳定性衡量了经济体的政治波动性,本文发现经济体的政治稳定性越高(即政治波动性越低),主权信用评级越高。我们接着考虑经济体的经济波动性是否会影响政治稳定性对主权信用评级变动的作用。根据穆迪的评级方法,本文采用如下方法计算经济体的经济波动性:对过去9年和当前的GDP增速取标准差,并对标准差取滞后一期值,得到经济波动性指标。该经济波动性指标越大,说明经济波动程度越高,经济越不稳定。

在基准回归的基础上,增加经济波动性以及政治稳定性和经济波动性的交互项。回归结果展示在表8第(1)列。回归结果表明,经济波动性的系数为负但不显著,政治稳定性和经济波动性交互项的系数显著为负,说明相较于经济波动性较低的经济体,在经济波动性越高的经济体中,政治稳定性提高对主权信用评级变动的正向影响反而会降低。这可能是因为,对于经济波动程度更高的经济体,评级机构在进行主权信用评级时,相对于政治风险,更注重经济风险水平,从而削弱了政治稳定性对评级变动的影响。

2. 时期异质性

评级机构并非对各种因素采用固定加权平均值,而是随着时间推移调整各种因素的相对重要性,以应对不断变化的宏观经济、政治和社会环境。^①本文分析全球危机对主权信用评级变动的影响,包括1997—1999年的亚洲金融危机、2007—2008年的国际金融危机、2009—2011年的欧洲债务危机以及2020年以来的新冠肺炎疫情。在样本期内,上述年份被视为全球危机时期,其危机时期指标取值为1,其他年份的危机时期指标取值为0。

^① Peter Reusens and Christophe Croux, "Sovereign Credit Rating Determinants: A Comparison before and after the European Debt Crisis," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 77, No. 4, 2017, pp. 108-121.

回归结果显示(见表8第(2)列),政治稳定性与危机时期交互项的系数均显著为正,说明我们的结论在危机时期更加显著。

表8 异质性检验-经济波动性、危机时期和指标异质性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	总评级变动	评级展望变动	评级观察变动	
政治稳定性	0.881*** (4.10)	0.703*** (6.22)	0.016** (2.19)	0.018 (1.41)
政治稳定性 * 经济波动性	-13.498*** (-2.81)			
政治稳定性 * 危机时期		0.117* (1.92)		
经济波动性	-18.676*** (-3.54)			
控制变量	控制	控制	控制	控制
经济体-评级机构固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
R ²	0.186	0.179	0.035	0.090
观测值个数	5930	6148	6286	6286

数据来源:作者自制。

3. 指标异质性

基准回归中,本文分别用包含评级等级、评级展望和评级观察在内的总评级变动和评级等级变动衡量经济体的主权信用评级变动。在表8的第(3)~(4)列,我们具体分析政治稳定性对不同主权信用评级变动指标的影响,分别将前景展望变动和信用观察变动作为主权信用评级变动的衡量指标,进行基准回归分析。结果表明,政治稳定性对前景展望变动具有正面影响,但不影响经济体的信用观察变动。这可能是因为,相较于评级等级和前景展望,评级机构对评级观察的调整较为不频繁,仅在出现较大危机时才会对经济体附加信用观察评价。

4. 评级机构异质性

在进行主权信用评级时,不同评级机构的评级方法和评级模型不同,可

能会对各因素赋予不同权重。本文对标普、穆迪和惠誉的评级样本分别进行回归分析。如表 9 所示,我们发现,政治稳定性对主权信用评级变动的正面影响在穆迪和惠誉样本中最显著,而在标普样本中,经济体的政治稳定性对主权信用评级变动的影响并不显著。这说明不同的评级机构有各自的评级偏好,对同一因素的考虑侧重不同,其中穆迪和惠誉更为关注经济体的政治稳定性。

表 9 异质性检验-评级机构异质性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	标普		穆迪		惠誉	
	总评级 变动	评级等级 变动	总评级 变动	评级等级 变动	总评级 变动	评级等级 变动
政治稳定性	0.495 (1.63)	0.467 (1.51)	1.118*** (2.79)	1.064*** (2.73)	1.193*** (3.97)	1.152*** (3.93)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
经济体-评级机构 固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.139	0.136	0.208	0.203	0.199	0.193
观测值个数	2260	2260	2118	2118	1908	1908

数据来源:作者自制。

六、进一步分析

接下来的问题是,政治稳定性对主权信用评级变动的影响是否存在非公允性?此外,某一经济体的政治稳定性是否会影响其他经济体的主权信用评级变动,即这种影响是否存在溢出效应?

(一) 公允性检验

本文从政治偏向性、经济偏向性和地区偏向性三个角度,检验政治稳定性影响主权信用评级变动的公允性。

1. 政治偏向性

根据假说 2.1,本文主要检验与美国的友好关系是否影响政治稳定性对主权信用评级变动的效应。我们构造如下固定效应计量模型:

$$\text{Ratings}_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Pstability}_{i(t-1)} + \alpha_2 \text{Pstability}_{i(t-1)} * \text{Friendliness}_{i(t-1)} + \alpha_3 \text{Friendliness}_{i(t-1)} + \delta_1 \text{Controls}_{i(t-1)} + \sigma_{ij} + \sigma_t + \varphi_{ijt} \quad (2)$$

其中, $\text{Friendliness}_{i(t-1)}$ 表示经济体 i 在第 $(t-1)$ 年与美国之间的友好关系程度。本文从三个方面来衡量受评经济体与美国之间的关系友好程度。第一,从政治关系友好度来看,采用联合国大会投票信息数据,计算各经济体与美国之间的外交政策理想点差异作为政治友好度的衡量指标。该指标越大,受评经济体与美国之间的政治友好度越低。

第二,经济友好度作为关键因素,本文使用美国和各经济体之间贸易关系的强度来衡量。经济友好度的衡量方法如下:

$$\text{EconomyFriendliness}_{it} = \frac{\text{Imports}_{\text{USA},it} + \text{Exports}_{\text{USA},it}}{\text{TotalTrade}_{\text{USA},t}} \quad (3)$$

其中, $\text{Imports}_{\text{USA},it}$ 为第 t 年度美国从经济体 i 进口的总价值; $\text{Exports}_{\text{USA},it}$ 是美国在第 t 年度对经济体 i 的出口总值; $\text{TotalTrade}_{\text{USA},t} = \text{Imports}_{\text{USA},t} + \text{Exports}_{\text{USA},t}$ 。数据来源于联合国商品贸易统计数据库(UN Comtrade)。该指标越大,经济体 i 与美国之间的双边经济关系越紧密。

第三,本文采用法国国际经济信息研究中心(CEPII)的语言相似度指标来衡量经济体与美国之间的文化友好度。该指标越大,受评经济体与美国之间的文化友好度越高。需要说明的是,文化友好度指标为不随时间变化的经济体维度截面数据。

基于式(2)进行回归分析,结果见表 10。从表 10 可以看出,政治稳定性的系数均为正,其与政治友好度交互项的系数显著为正,而与经济友好度和文化友好度交互项的系数显著为负。这表明,经济体与美国的政治、经济和文化关系越友好,其主权信用评级变动越不容易受到政治稳定性的影响,反而会越稳定。换句话说,政治稳定性对于与美国保持政治、经济和文化友好关系的经济体而言被低估了,而对于其他经济体而言则存在被高估现象。

表 10 公允性检验-政治偏向性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	政治友好度		经济友好度		文化友好度	
	总评级 变动	评级等级 变动	总评级 变动	评级等级 变动	总评级 变动	评级等级 变动
政治稳定性	0.289 (1.23)	0.203 (0.87)	0.829*** (3.79)	0.789*** (3.67)	0.870*** (7.34)	0.834*** (7.14)
政治稳定性 * 政治友好度	0.255*** (2.87)	0.274*** (3.09)				
政治稳定性 * 经济友好度			-31.133*** (-3.24)	-33.468*** (-3.55)		
政治稳定性 * 文化友好度					-0.185* (-1.73)	-0.183* (-1.74)
政治友好度	0.146 (0.46)	0.155 (0.49)				
经济友好度			17.564 (1.23)	18.673 (1.38)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
经济体-评级 机构固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.181	0.177	0.181	0.177	0.181	0.176
观测值个数	5740	5740	5867	5867	5652	5652

数据来源:作者自制。

2. 经济偏向性

根据假说 2.2,本文分析了政治稳定性是否会对不同经济发展水平经济体的主权信用评级变动产生不同影响,以考察评级机构的评级行为是否具有经济偏向性。具体地,基于式(1),我们在表 11 的第(1)~(2)列分别对发达经济体与发展中经济体的主权信用评级变动进行回归;在表 11 的第(3)~(4)列分别对高收入经济体与低收入经济体的主权信用评级变动进行回归;

在表 11 的第(5)~(6)列分别对评级投资级经济体与评级投机级经济体的主权信用评级变动进行回归。回归结果表明,相较于发达经济体、高收入经济体与投机级经济体,政治稳定性对发展中经济体、低收入经济体与评级投机级经济体的主权信用评级变动影响更大,说明政治稳定性影响主权信用评级的效应对欠发达经济体而言更明显,即政治稳定性的作用在欠发达经济体中被高估。

表 11 公允性检验-经济偏向性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	发达与发展中经济体		高收入与低收入经济体		投资级和投机级经济体	
	总评级变动					
政治稳定性	−0.014 (−0.02)	0.887*** (3.42)	−0.347 (−0.89)	0.935** (2.49)	0.284 (1.18)	0.728*** (3.34)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
经济体-评级机构固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.525	0.140	0.512	0.157	0.208	0.334
观测值个数	2255	3888	4050	1920	3640	2643

数据来源:作者自制。

3. 地区偏向性

根据假说 2.3,本文对经济体进行地区划分,分为亚太地区经济体、欧洲地区经济体、非洲地区经济体、北美洲经济体和拉丁美洲经济体,并对不同地区的经济体样本分别进行回归分析。回归结果展示在表 12 中。我们发现,在亚太地区和非洲地区,政治稳定性的提升对主权信用评级变动具有正向影响;但是在欧洲地区、北美洲地区和拉丁美洲地区,政治稳定性对主权信用评级变动的影 响不显著。也就是说,政治稳定性对处在不同地区的经济体主权信用评级的作用也存在被高估或低估的现象。

表 12 公允性检验-地区偏向性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	亚太 地区	欧洲 地区	非洲 地区	北美洲 地区	拉丁美洲 地区
总评级变动					
政治稳定性	0.781*** (2.96)	0.339 (0.93)	1.237* (1.99)	0.154 (0.30)	0.641 (1.68)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
经济体-评级 机构固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.155	0.249	0.225	0.399	0.180
观测值个数	1873	2322	878	139	1074

数据来源:作者自制。

(二) 溢出效应

基于假说 3,本文从两个角度具体探究政治稳定性对主权信用评级变动的溢出效应:一是发达经济体的溢出效应,以美国和英国为例;二是发展中经济体的溢出效应,将中国和俄罗斯作为分析对象。

1. 发达经济体的溢出效应

本文研究了美国和英国的政治稳定性对其他经济体主权信用评级变动的溢出效应。回归结果见表 13。我们发现,美国和英国的政治稳定性会对其他经济体的主权信用评级变动产生溢出效应,其中对发达经济体的溢出效应较为显著。具体而言,一方面,从总体来看,美国和英国政治稳定性的提高会导致其他经济体的主权信用评级被下调。这可能是因为,美国和英国政治稳定性的提高会带来其主权信用评级的提升,从而使得资本愈加流入美国和英国,造成其他经济体的资本外流,进而增加其他经济体的融资困难和偿债压力,最终导致评级机构下调其主权信用评级。另一方面,美国和英国政治稳定性的提高,会使得评级机构在下调发展中经济体和发达经济体的主权信用评级之间更倾向后者。

表 13 溢出效应-美国和英国

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	美国			英国		
	全样本	发达	发展中	全样本	发达	发展中
总评级变动						
美国政治稳定性	-0.117 (-2.01)	-0.356** (-2.18)	0.208 (1.11)			
英国政治稳定性				-0.417*** (-3.52)	-0.459*** (-2.85)	-0.416** (-2.44)
政治稳定性	0.856* (3.34)	0.981** (2.09)	0.859*** (3.39)	0.864*** (3.85)	0.917* (2.03)	0.844*** (3.43)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
经济体-评级 机构固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.172	0.255	0.126	0.172	0.253	0.122
观测值个数	5868	2133	3735	5869	2134	3735

数据来源：作者自制。

2. 发展中经济体的溢出效应

本文主要研究了中国和俄罗斯的政治稳定性对其他经济体主权信用评级变动的溢出效应,回归结果见表 14。结果显示,中国政治稳定性的系数均不显著,表明中国的政治稳定性并不足以对其他经济体的主权信用评级变动产生溢出效应。俄罗斯的政治稳定性对发达经济体的主权信用评级变动具有显著的负面影响,即俄罗斯政治稳定性的降低会导致评级机构上调发达经济体的主权信用评级。这可能是因为,一方面,中国的政治稳定性主要体现在国内政策的连贯性和经济发展的稳定性上,这种稳定性主要影响国内经济环境,而对其他经济体的经济和信用评级影响有限;另一方面,俄罗斯的政治稳定性与地缘政治局势以及西方经济体对俄罗斯实施的经济制裁密切相关,这会导致国际评级机构普遍下调俄罗斯的主权信用评级,从而间接使发达经济体的资本流入增多,举债的能力提高,进而提升其主权信用评级。

表 14 溢出效应-中国和俄罗斯

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	中国			俄罗斯		
	全样本	发达	发展中	全样本	发达	发展中
总评级变动						
中国政治稳定性	-0.196 (-0.75)	-0.543 (-1.53)	-0.119 (-0.36)			
俄罗斯政治稳定性				-0.054 (-0.36)	-0.333* (-1.95)	0.100 (0.48)
政治稳定性	0.850*** (3.80)	0.826* (1.89)	0.839*** (3.40)	0.874*** (3.95)	0.830* (1.89)	0.891*** (3.55)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
经济体-评级 机构固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.170	0.251	0.120	0.175	0.251	0.131
观测值个数	5869	2195	3674	5908	2195	3713

数据来源：作者自制。

七、总结与政策建议

已有研究认为,主权信用评级变动主要受宏观经济因素驱动,政治因素的重要性尚未得到实证支持。此外,评级机构在评级过程中将政治因素作为定性因素加以考量,无法量化其影响程度。除宏观经济因素外,政治因素也会在评级机构对经济体的主权信用评级过程中发挥作用。本文以政治稳定性为研究对象,将 WGI 的政治稳定性指数作为政治稳定性的代理变量,通过对 1996—2022 年的主权信用评级变动进行实证分析,发现政治稳定性的提高对经济体主权信用评级的提升具有正向作用。

首先,从异质性结果来看,一方面,政治稳定性的影响在经济波动性较低经济体和危机时期更加显著;另一方面,政治稳定性的影响因评级指标而异,政治稳定性会影响经济体的总评级变动、评级等级变动和评级展望变

动,但不影响评级观察。此外,不同评级机构有各自的评级偏好,对同一因素的考虑侧重不同,其中穆迪和惠誉更为关注经济体的政治稳定性。

其次,政治稳定性对主权信用评级的影响具有非公允性:就政治偏向性角度而言,受评经济体与美国的政治、经济和文化关系越不友好,其主权信用评级变动越容易受到政治稳定性的影响;就经济偏向性而言,相较于发达经济体、高收入经济体与投机级经济体,政治稳定性对发展中经济体、低收入经济体与评级投机级经济体的主权信用评级变动影响更大;就地区偏向性而言,政治稳定性对亚太和非洲地区经济体的主权信用评级变动影响更大。

再次,大型经济体的政治稳定性对其他经济体的主权信用评级变动具有溢出效应:美英政治稳定性的提高会使得其他经济体的主权信用评级被下调,其中对发达经济体的溢出效应更为显著。

在上述结论的基础上,本文提出如下政策建议。其一,中国政府应重视影响主权信用评级变动的政治因素。一方面,保持宏观政策连贯性和取向一致性,确保更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策以及产业政策等宏观政策的连贯性和可预测性,避免因政策频繁变动引发国际评级机构对政治稳定性的担忧。另一方面,加强政府治理能力建设,健全宏观经济治理体系,完善政策制定和执行机制,提升政府决策的科学性和透明度。在政策制定过程中,应充分吸纳各方意见,运用科学的分析方法和模型,确保政策的合理性和有效性。在政策执行环节,要强化监督和评估机制,及时调整和完善政策措施,确保政策目标的实现。同时,政府应进一步加强信息公开和数据共享,提高政策透明度,让国际社会更加清晰地了解中国的政策意图和发展方向。通过提升政府治理能力,增强国际社会对中国的信心,为主权信用评级的稳定提供坚实的政治基础。

其二,中国政府应高度关注三大国际评级机构主权信用评级的不同偏好。就对政治稳定性的关注程度而言,穆迪和惠誉较为重视,标普的关注程度较低。因此在与上述评级机构进行沟通时,有关部门应区别对待。具体而言,对于穆迪和惠誉,由于它们对政治稳定性较为敏感,相关部门需要更加注重向其展示中国政治稳定的具体表现,增强其对中国政治稳定性的信心。对于标普,虽然其对政治稳定性的关注相对较低,但也不能忽视其对经

济和金融因素的综合考量。中国在与标普沟通时,应重点突出经济基本面的韧性、金融市场的稳定性以及中长期改革的成效,从而在评级过程中获得更客观的评价。

其三,考虑到三大评级机构主权信用评级具有明显的非公允性,中国政府应采取多方面措施,以增强国内评级机构的公信力和国际化水平,提高自身在国内外信用评级市场中的话语权。同时,加强舆论宣传,着力防范三大国际评级机构集中下调中国主权信用评级的叠加效应。首先,应加快构建具有中国特色的主权信用评级体系,从国家层面规划信用评级国际化发展战略,推动本土评级机构在国际市场上发挥更大作用。这包括完善评级理论,建立更加科学、适应全球趋势的评级体系,提升评级技术和服务能力,逐步形成与国际接轨的评级标准。其次,推动国内评级机构国际化发展,鼓励其在境外市场开展业务。例如,中诚信国际已在香港设立分支机构,发布主权评级全球序列,并积极申请海外监管资质,积累了丰富的国际评级经验。此外,中资评级机构可通过深耕香港离岸债券市场,拓展中资美元债评级业务,逐步扩大在国际债券市场的份额。再次,加强国际合作是提升国际话语权的關鍵。中国评级机构应积极参与多边合作机制,如金砖国家、东盟国家等,推动跨境信用服务合作与标准互认,分享中国特色评级实践成果。同时,通过与国际监管机构合作,获取认证合格外部评级机构(ECAI)资质,进一步提高评级结果的国际认可度。最后,加强舆论宣传和市场预期管理,防范三大国际评级机构集中下调评级可能引发的市场恐慌。一方面,通过积极宣传中国经济发展成果和政策稳定性,增强国际投资者信心;另一方面,完善市场应对机制,避免评级调整对金融市场造成过度冲击。