

坏消息

四处传播

拉巴赫·阿里基、伯特兰·康德隆、阿马杜·N.R.塞

一国的国债被降级，由此带来的不良影响将波及其他国家和金融市场

最近发生的欧洲主权债务危机主要集中在少数国家，不过却对整个欧元区的金融市场带来了不小的影响。随着某些国家（如希腊、爱尔兰、波兰和西班牙）信用级别被调低，主权债券价差扩大，保证主权债务（以信用违约掉期（CDS）价差衡量）的成本上升，以及那些受到波及的国家的股票市场也备感压力（见图）。

由此产生的有关信用评级机构在危机中所起的作用以及不同金融市场间相互依赖的争论集中在主权债务评级的变化上。这些能衡量以下情况出现的可能性：政府将不能承担其债务以及是否这些变化对处于高度一体化的环境（如欧元区，其涵盖了16个欧洲经济体）下的国家和市场会产生溢出效应。

在过去的十年里，欧洲经济体间在金融方面的相互交织在对于评级消息对金融市场的影响的研究方面出现了一种独特的情形，但这绝非是欧洲特有的情况。近期围绕作出评级的那些评级机构的争论与1997—1998年亚洲金融危机时期的讨论类似，当时主权债务的问题在经济体之间蔓延。

然而，关于评级消息的溢出效应的研究很少。格兰德、帕斯利(2005年)对1991—2000年间新兴市场经济体的债券价差的数据进行研究后指出，当一个国家的评级被调低时，这将对其他国家的主

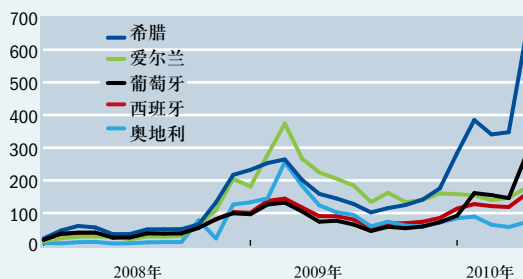
权债券价差造成重大的不利影响。然而，在一体化程度更高的金融市场，降低评级所带来的冲击的波及范围很可能超出债券市场。的确，最近的研究（如埃尔曼、弗拉兹切和雷戈彭，2010年）从对冲击在各市场以及各国之间的传播进行的分析中找到了大量的国际溢出效应的证据，这些溢出效应出现在某一资产或各资产种类间，并对诸如货币、债券和股票市场以及汇率产生影响。

凯明斯基和施穆克勒(2002年)提供了一些有关主权债务评级变化的证据，并对新兴经济体金融市场所受影响进行了展望。他们发现，主权评级

害怕传播

2010年年初，当希腊信用级别被降低时，不仅保证希腊债务的成本飞涨，保证那些信用级别并未降低的国家的债务的成本也随之上涨。

（信用违约掉期的价差，基准点）



资料来源：DataStream。

注：信用违约掉期（CDS）是一个交易合同。购买者向出售者支付与保险费（称为价差）价值相当的一笔钱，以保证当借贷者违约时，某个特定的债务仍将被偿还。尽管通常CDS都由债务的持有者购买，但CDS交易的双方均不参与潜在的交易。基准点是一个百分点的1/100。

并不仅仅对接受评级的工具（债券）有影响，对股票也一样。

我们研究评级消息对CDS市场的影响，但也系统地考虑了不同资产市场种类结构的潜在的溢出效应（阿里基、康德隆、塞，2010年）。我们编辑了一个数据库，其包含了2007—2010年间每天欧洲主权CDS价差和股票市场指数（包括银行和保险类股票的次级指数）。

我们的方法用于获取信用评级机构发布的信息所带来的影响，同时考虑金融市场间的结构性依赖。这使得我们可以确定哪些市场和国家受到某个已知的主权评级下调的影响。此外，在对那些类似的情况出现之前的剧烈波动的趋势加以控制之后，我们能隔绝评级消息在各国对不同资产种类产生的溢出效应。

我们的主要研究结论是主权级别的降低不仅会影响该国的金融市场，也会对欧元区其他国家造成影响。影响的方向和大小取决于信用级别消息来自何处。例如，希腊主权债务的降级对欧元区的所有国家造成了系统性的影响，导致保证主权债务（以CDS价差衡量）的成本增加，并对股票市场造成压力，即便其他国家的信用评级并未发生变化。相反，东欧经济体信用等级下降仅对与之有金融联系的欧元区国家产生影响。

股票市场的表现与针对主权违约（CDS价差）的保险成本间的相互依赖的特性在各国表现出不同的情况。也就是说，主权评级消息通过多种途径对经济体产生影响，有些通过这种方式，其他的则通过另外一种方式。例如，在西班牙，有关主权债务的CDS价差的上升导致股指（包括银行和保险类次级指标）的下降；但股指的变化却并不会对CDS价差造成巨大的影响。相反，在荷兰，股票市场的改善将导致CDS主权价差的下降。而在意大利，这种影响是双向的：股市表现良好会引起CDS价差的下降，CDS主权价差的增加将影响股市。各国的市场相互依赖的程度不同是由于其经济结构存在差异，包括公共部门介入经济的方式等的不同。

同样，评级消息的类型也会起作用。信用评级机构通常表明其对评级变化的预测。例如，三大信用评级机构——惠誉、穆迪和标准普尔——均采用消极的“预测”告示来表明未来两年内可能出现的降级（对投机级别的信用评级则为一年）。平均而言，CDS价差降级的影响大于修正预测（当评级并未发生改变，但已有可能出现变化的信号时）所产生的影响。

金融市场也许是短视的，因为它们只关注降级。

一国级别的降低可能会传达出有关其他国家（如与之有金融联系的国家）的一些新的信息。它还会促使市场参与者用类似的特征（如财政赤字和债务）重新评估一国的基本情况，或者引发羊群效应。对预测修正所作出的欠一致性的回应与评级机构本身也有关系：要不市场并不明白评级机构想要表达的意思，当它对未来某个意愿进行投机时；要不市场不会作出反应，因为它传达给评级机构的意见很少。

当然，其原因更为简单。对于基于规则的投资，当出现降级时，主权债务的持有者将被迫出售债务，而这一情况并不会发生在修正预期的状况下。同样，基于评级的规则迫使欧洲中央银行必须放弃被降级的债务作为金融机构的抵押品以换取借款，但在修正预期时则可以保留。

此外，作出评级的机构比评级消息本身更为重要。标准普尔作出的预期修正对各国产生的影响远比其他两家评级机构要大。相反，穆迪和惠誉所作出的降级评定的影响却大大高于标准普尔。的确，金融市场对不同机构给出的评级消息的反应也不相同，这也许是由于信用评级机构的可信度不同所造成的。而评级机构沟通策略的不同也是造成市场不同反应的原因之一。

溢出效应的证据表明坏消息确实传播很快，但其传播的程序却很复杂。消息在国家之间和市场之间传播迅速，并对各国和各市场产生不同的影响。传播的复杂性使规则的制定和监管也变得复杂，因此监管者明白坏消息是如何传播以及当这种情况出现时会发生什么是至关重要的。■

拉巴赫·阿里基（Rabah Arezki）是基金学院的经济学家，阿马杜·N.R.塞（Amadou N.R.Sy）是副处长。伯特兰·康德隆（Bertrand Candelon）是马斯特里赫特大学国际货币金融学的教授。

参考文献：

- Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2010, "Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillover" (unpublished; Maastricht, Netherlands: Maastricht University) and forthcoming IMF Working Paper.
- Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher, and Roberto Rigobon, 2010, "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission," *Journal of Applied Econometrics*, doi: 10.1002/jae.1173.
- Gande, Amar, and David Parsley, 2005, "News Spillovers in the Sovereign Debt Market," *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 3, pp. 691-734.
- Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, 2002, "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?" *World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 2, pp. 171-95.