

西方信用评级思想研究

关建中

二〇一五年六月七日

目 录

西方信用评级思想研究	3
一、西方信用评级思想的研究方法.....	4
二、西方评级思想的主要内容.....	7
三、西方评级思想解析.....	12
四、西方评级思想错误的根源.....	34
五、西方评级思想对人类经济社会的影响.....	37
附录.....	42
附表 1:研究西方评级的思想方法	42
附表 2:西方评级思想的主要内容	44
后记.....	47

西方信用评级思想研究

西方信用评级思想是导致 2008 年全球信用危机的根源。得出这一结论的逻辑是：债权人与债务人构成的信用关系成为一种新的资本组合形态，信用关系链接起来的社会债务链条构成满足支撑经济社会运行资本需求的信用体系，信用关系成为人类经济社会发展所依赖的经济基础；社会化的信用关系通过信用评级为媒介建立，评级信息直接决定着信用关系的稳固性；信用评级是按照一定的方法对债务人偿债风险进行预测得出的分析信息，评级方法则是认识客观信用风险的思想方法，因此，评级思想决定着评级信息的品质；西方错误评级思想产生了错误的评级信息，错误评级信息又错配信用关系，这种缺乏真实偿债物质基础支撑的信用关系破裂最终导致社会信用链条的断裂，于是，爆发了信用危机。因此，总结危机教训，防止人类信用灾难，就必须研究西方信用评级思想，这是一项具有使命意义的研究。

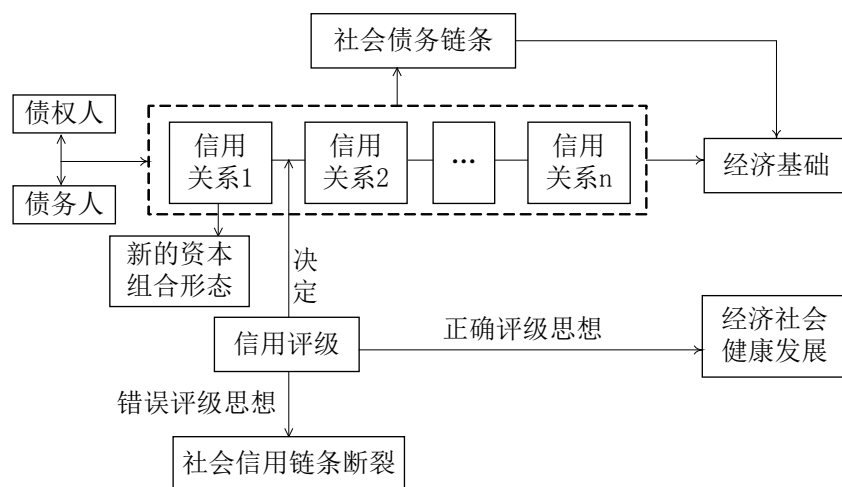


图1 西方信用评级思想导致全球信用危机的基本逻辑

一、西方信用评级思想的研究方法

西方信用评级思想是指美国主要评级机构业已形成的评价债务人信用风险的思想方法。2008年是历经百年沉积的西方评级思想被拉下神坛的历史分水岭，因此，当年用于评级的方法代表了西方评级思想的全部成果，对它进行科学研究将使我们从根本上认识西方观察信用世界的价值观，发现引发信用危机的终极原因。

那么，我们用什么样的方法研究西方评级思想才能无愧于这一责任担当呢？

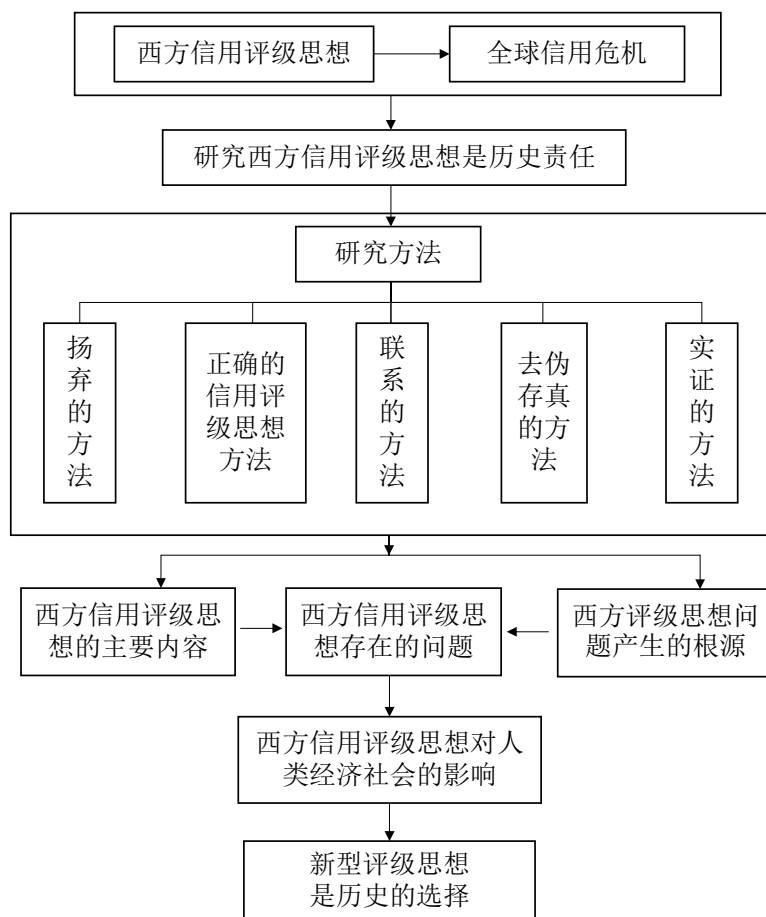


图2 西方信用评级思想研究的逻辑框架图

首先，用扬弃的方法研究西方评级思想。我们要把西方评级

思想作为人类评级实践的成果，从总结其对人类信用经济社会发展影响和作用出发，研究其利弊得失，发现其价值，摒弃其糟粕，而不能简单地给予肯定或否定，更不能从意识形态的视角对其进行解读。研究西方评级思想的成果不仅关系到对人类百年评级历史的正确评价，而且关系到人类社会对信用评级的思维方式和认识能力及其评级实践的前行方向。因此，这是一项担当世界责任的特殊研究，必须以科学严肃的态度进行。

其次，用正确的信用评级思想方法研究西方评级思想。正确的信用评级思想方法是指，按照信用评级本质要求揭示债务人信用风险形成因素内在联系的思维方式。正确的信用评级思想方法包括以下内容：

（1）评级要回答债务人偿债来源对偿还债务的保障能力。因此，构建偿债来源与偿还债务的对应关系是评级思想的核心内容和灵魂要素，也是判断一种评级思想能否履行评级责任的首要标准。

（2）评级要区分债务人偿债来源对偿还债务的保障风险。评级仅得出债务人偿债能力的结论尚不能刻画出客观存在的不同偿债来源对偿债能力的保障风险，如一个债务人用盈利形成的现金流偿还债务，而另一个债务人用印钞方式偿还债务，在他们都能偿还债务的背后是偿债风险的差异，评级的任务就是要揭示这一表象的本质。因此，一种评级思想是否体现了评级的这一本质要求决定着其对现实信用风险的揭示能力。

（3）评级要具有一致性与可比性功能。通过债权债务关系形成的资本跨国流动客观上要求评级信息的无障碍流通，而不同债务主体评级信息的一致性与可比性则是实现其大流通的必要条件。如没有评级思想理论体系所确定的核心评级理念统领不同

行业的评级方法，必然导致评级思想的混乱，使其只有特殊性而没有普遍性，从而缺乏评级信息一致性与可比性的基础。因此，一种评级思想是否具有独立的思想理论体系决定着其市场应用价值。

第三，用联系的方法研究西方评级思想。联系的方法是指用于观察以揭示债务人偿债来源对偿还债务保障风险所确定的评级要素之间是否具有符合客观内在逻辑关系的方法。不同的思维方式具有观察事物迥异的联系方法，研究西方评级思想所使用联系方法的内涵是：

（1）联系的主体是偿债来源。评级就是要测算出一定时期内债务人偿债来源的数量并判定其安全性，据此对不同债务主体的偿债风险进行区分，因此，偿债来源是评级的核心。评级的核心定位是评级思想的灵魂，其准确与否决定着评级思想的成败。

（2）联系的要素是与偿债来源距离最近和最直接的信用风险形成因素。评级要素选取能否体现与偿债来源的内在联系决定着评级思想的内在逻辑，缺乏科学逻辑体系的评级思想必然杂乱无章。

（3）主观与客观的联系。评级是一种主观思想的结果，是通过评级要素选取及其逻辑推理过程达到分析目的的，只有当这种思想符合信用风险现实运动过程时才是正确的，否则就是谬误。

第四，用去伪存真的方法研究西方评级思想。去伪存真的方法是指把体现评级核心的主要信用风险因素和主要因素的主要方面是否成为构建评级思想的载体作为衡量标准，对纷繁的评级要素做出价值判断。通过分析每一个关键评级要素切准西方评级思想的脉络，揭开诸多评级要素的表象发现其思想内核。

第五，用实证方法研究西方评级思想。实证方法是指用评级对信用关系的影响结果和信用级别的迁移状况验证评级思想。在信用评级与信用关系这对矛盾中，信用评级处于主导地位，信用关系依附于信用评级，评级正确与否是通过信用关系稳定状况映射出来的，因此，信用关系状况是检验评级思想的试金石。信用级别迁移是信用风险的预警信息，而不应该成为信用关系的破坏者和信用危机的推手，信用级别迁移状况将为验证评级思想提供无可辩驳的解释力。

研究方法体现了研究者的态度，决定着研究结论的正确与否。因此，从对历史和人类的责任担当出发，采用科学方法，才能驾驭百年评级实践形成的西方评级思想体系的研究，让这一研究成果经得住历史的检验，成为人类探索评级真理的里程碑。

二、西方评级思想的主要内容

穆迪、标普、惠誉是西方主要评级机构，也是西方评级思想的代表者。对这三家机构的全部公开文献研究表明，他们没有系统的评级思想表述，难以知道其评级的核心思想是什么，只能从其实际使用的评级方法中进行归纳、总结、提炼。为完整准确地挖掘出西方评级思想，笔者对这三家机构的评级方法进行了全覆盖式研究，收集了他们公开的 104 个评级方法，涉及主权、地方政府、工商、公用、金融、结构融资等共约 70 个行业，通过对 2394 个评级指标及评级观点的分析研究，揭示出西方评级思想的主要内容如下：

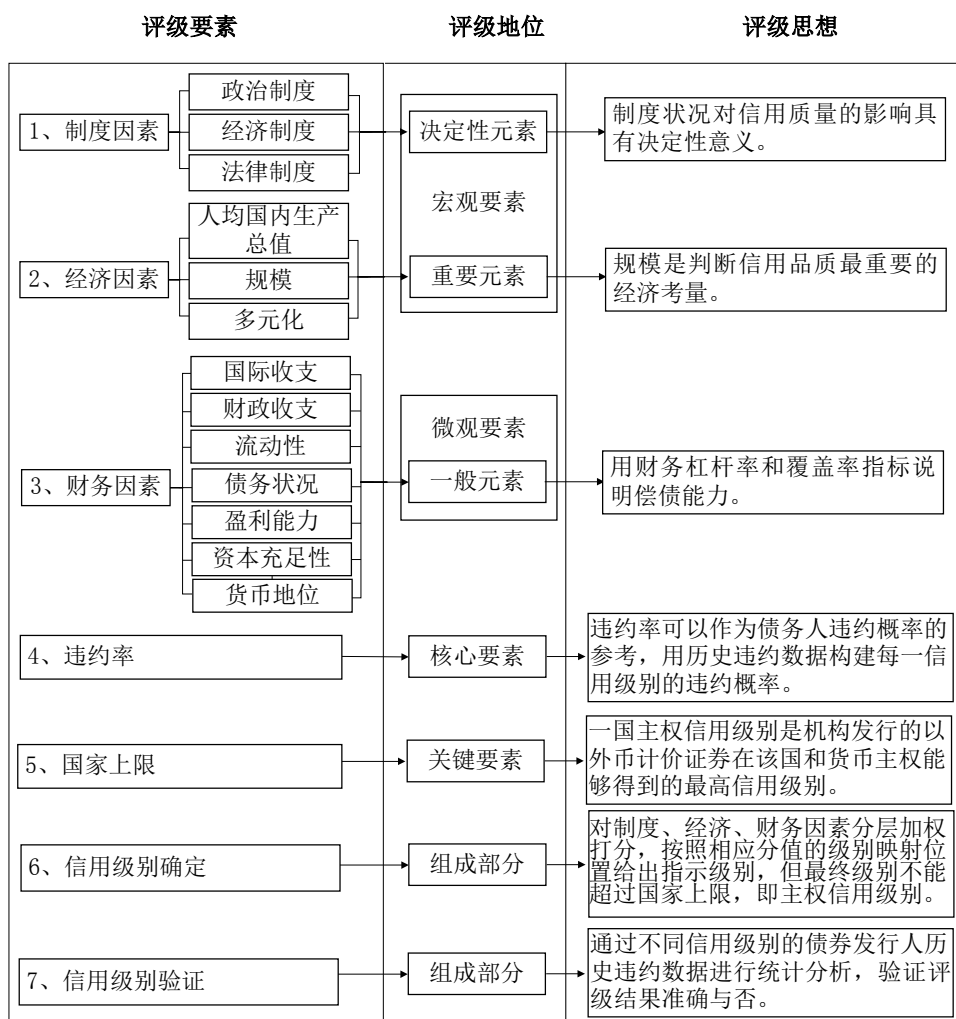


图3 西方信用评级思想的主要内容

1. 制度因素

国家政治、经济、法律制度是西方评级思想的顶层设计元素，这些元素所体现的西方评级思想可以概括为，制度状况对信用质量的影响具有决定性意义，具体体现在：

主权的制度因素重点关注：权力制衡与公众监督、政治参与、政策透明度、政治清廉度、政府治理效率和腐败程度、中央银行独立性。西方评级思想认为，制度因素将影响一个国家经济增长、财政收入和国际收支状况，还影响一个国家进入国际资本市场融资的难易程度，进而影响其债务收入；一国的制度框架对债务人

信用具有决定意义，西方民主分权的政治体制和经济制度有利于经济发展，一党专政的中央集权体制及其经济制度限制了市场的发展。

地方政府的制度因素重点关注：法制背景、收入和支出及转移支付规定。西方评级思想认为，塑造地方政府公共服务和财政收入能力的法律、法规及惯例将影响税收、转移支付和支出责任分配，因而制度框架影响地方政府信用质量和获得外部支持的可靠性。

工商业的制度因素重点关注：政局变动、制度变迁。西方评级思想认为，政治事件、政治关系和法律法规变化对公司现金流入和履行偿还债务的能力有影响。

公用业的制度因素重点关注：监管框架的发展状况、监管的独立性、资产所有权模式。西方评级思想认为，公用事业的资产往往处于监管之中，监管主体独立性强，监管框架成熟、透明、稳定性高，是信用质量的积极因素，反之则是负面因素。

金融业的制度因素重点关注：监管机构独立性、监管力度、法律制度、体系风险。西方评级思想认为，监管机构的独立性、监管力度、监管框架成熟度是保障债权人利益的重要因素。如果独立监管机构拥有可信和显著的执行权力，而且实行有效管制和监督标准，金融机构的财务实力通常可以得到改善。

按西方政治经济制度进行政治排序是西方评级的首要步骤。

2. 经济因素

人均国内生产总值、规模、多元化是西方评级思想的重要元素，这些元素所体现的西方评级思想可以概括为，规模是判断信用品质最重要的经济考量，具体体现在：

主权的经济因素重点关注：人均国内生产总值、经济多样性。

西方评级思想认为，人均国内生产总值代表了一个国家的财富水平，人均财富水平高的国家抵御经济风险的能力强，较高收入水平是达到高级别的必要条件，AAA级别的最低人均国内生产总值需达到3万美元以上，在1.2至3万美元之间评分处于适中位置，而少于1.2万美元则评分较低，并且这个数字是可以变化的；产业结构单一的国家易于受到外部冲击的影响。

地方政府的经济因素重点关注：人均国内生产总值、经济多元化。西方评级思想认为，区域的经济状况、财富水平是地方政府获得财政收入的基础，较高的财富水平对抵御外部冲击有更强的韧性，人均国内生产总值是判断地方经济状况的依据，人均国内生产总值在国内的相对排名和经济结构多元化程度对地方政府的信用质量有重大影响。

工商、公用、金融业的经济因素重点关注：规模、多样化。西方评级思想认为，经营规模和产品、服务、品牌、地理、供应商及客户多元化决定竞争力。

按人均国内生产总值、规模、多元化进行经济排序是西方评级的第二个步骤。

3. 财务因素

国际收支、财政收支、流动性、债务状况、盈利能力、资本充足性、货币地位是西方评级思想的一般元素，这些元素所体现的西方评级思想可以概括为，现金流对债务的覆盖很重要，具体体现在：

主权的财务因素重点关注：国际收支、货币地位、财政收支、债务状况。西方评级思想认为，国际收支平衡、获取外部流动性的能力、财政收支和债务规模结构直接影响主权国家的偿债能力；货币地位是获得外部流动性和运用铸币权偿还本币债务的关键，

美国永远不会违约，其出现偿债危机时可通过印发美元还债。

地方政府的财务因素重点关注：财政收支、债务状况。西方评级思想认为，为了保证财政收支平衡，地方政府需要获得足够收入以覆盖其运营和资本支出，并满足还本付息需求，因而财政表现是评价地方政府的关键财务指标；债务负担规模结构的历史趋势和未来借债需求是影响地方政府信用质量的重要因素。

工商、公用业的财务因素重点关注现金流对债务的覆盖。西方评级思想认为，体现流动性和债务状况的杠杆率和覆盖率指标是影响信用质量的重要因素；利润表现是检验企业的健康状况及竞争地位的试金石。

金融业的财务因素重点关注：盈利能力、流动性、资本充足率。西方评级思想认为，盈利能力是金融机构创造经济价值及通过增加资金储备提高风险保障的能力；流动性可评估金融机构面临资金压力时的自行融资能力；资本充足率用以衡量资本及盈利包含的预计损失程度。

4. 违约率

违约率是西方评级思想的核心要素。这一思想主要体现在，违约率可以作为债务人违约概率的参考，用历史违约数据构建每一信用级别的违约概率。西方评级思想认为，评级反映了发行人或债项违约可能性的一种相对排序，即信用级别高的发行人或债项的违约可能性要低于信用级别低的，其反映的是评级与违约率之间的序数关系。同时，违约率能够提供一种对同类型发行人或债项未来违约概率的参考，例如，级别为 AAA 的债务人未来一年的违约概率为 0.2%，其反映的是评级与违约率之间的基数关系。

5. 国家上限

国家上限是西方评级思想的关键要素。这一思想体现在，一

国主权信用级别是机构发行的以外币计价证券在该国和货币主权能够得到的最高信用评级。西方评级思想认为，政府出现偿债风险时，往往用外汇管制手段强占国家外汇资源，因此，在所有其他评级中，主权外币发行人违约评级就是“主权上限”。国家上限与主权评级正相关。

6. 信用级别确定

信用级别确定作为西方评级思想的组成部分，其思想逻辑是，对制度、经济、财务因素分层加权打分，按照相应分值的级别映射位置给出指示级别，但最终级别不能超过国家上限，即主权信用级别。

7. 信用级别验证

通过不同信用级别的债券发行人历史违约数据进行统计分析，验证评级结果准确与否是西方评级思想的一部分。

西方评级思想的总脉络是，把制度和经济分析作为宏观评级要素，财务分析作为微观评级要素，违约率作为核心评级要素，主权信用级别作为一国所有外债发行人在国内的信用级别上限。

三、西方评级思想解析

对西方评级思想分析研究的结论是，这一思想方法不能正确揭示客观信用风险，具体理由包括：



(1) 把西方政治经济制度理念作为衡量客观信用风险的评级标准，使西方评级思想意识形态化，因其背离客观信用风险形成因素的内在联系而完全不能揭示信用风险。

西方政治经济制度评级思想的要义是：按照西方民主政治制度进行国家排序对判断主权信用风险有决定性意义；监管和法律环境是衡量债务主体信用质量的最重要标准。

用一种政治经济制度理念作为评级方法有失偏颇。

首先，全世界没有一种政治、经济制度具有普世的优越性，

比其他制度更有利于债务偿还。一个国家的制度选择往往有着深刻的历史背景和复杂的现实考量，其对经济发展的作用需要结合该国的特有国情加以分析，简单地用一种制度形态作为最优选项适用于对所有国家债务人所处宏观环境的分析已经被大量的历史事实证明是行不通的。20世纪80、90年代，拉美、中东欧和非洲等世界各地的发展中国家照搬西方的制度理念，或更准确地说是在英美模式下的政治和经济制度理念改造国家，以期获得国家稳定和经济繁荣，但是其结果却是史无前例的频繁信用危机和经济停滞，大量债务人，包括主权政府和私人企业发生了各种形式的系统性违约。简单地把西方政治和经济制度作为最优制度模式用于评级犯了一个形而上学的错误，它用一种具有倾向性的价值判断代替了以每个国家不同国情为背景的客观研究，因而无法真正发现和理解各国不同的政治和经济制度对本国各类债务人偿债能力的传导路径、作用方式和影响程度。

其次，把西方政治经济制度理念作为区分信用风险的标准，必然得出错误的评级结论。按照这一逻辑必然是，实行西方政治经济制度的国家自动获得高信用级别，而非西方政治经济制度国家的信用级别则大幅低于前者。由此得出的评级结论完全不能代表债务人的实际偿债能力，因为国家制度的优劣既不决定又不影响形成偿债来源诸要素，如盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持等，对此起决定性作用的是债务人自身的经营管理能力。用评价上层建筑的要素代替对形成偿债来源要素的分析，还使西方评级无法正确区分同是西方政治经济制度条件下不同债务主体信用风险的大小，同样不能客观回答同一债务经济体分属西方与非西方政治经济制度环境时的信用风险问题。这种明显违背信用风险形成因素内在联系规律的意识形态化评级思想犯了一个

逻辑上的错误。

第三，制度至上、主权为先的西方评级思想赋予了制度因素顶层设计的评级地位，这种由主权制度决定评级走向的思维方式导致了整个西方评级体系错误。制度因素作为第一评级要素充斥于西方全部评级方法的首位，由于主权级别决定国家上限的优先评级地位，使主权制度分析处于西方评级思想的统领地位。西方主权评级方法公开宣称其级别形成机制首先要进行国家政治排序，且这种排序结果在级别确定时占有很高权重，而其标准则是，权力制衡与公众监督、政治参与、政策透明度、政治清廉程度、政府治理效率。于是，就形成了这样的逻辑，西方民主政治制度决定其主权评级，西方主权评级决定其国家上限，西方国家上限决定其所有评级。由此决定了西方评级思想的意识形态化和政治化性质，而这样一种思想方法的实践必然导致评级失败。

第四，实践证明了西方制度因素评级思想的错误。2008年爆发于西方评级故乡的全球信用危机对西方评级思想进行了最具权威的历史性评判。据不完全统计，2007年，西方评级给予20¹个国家AAA主权信用级别，这些全都符合西方政治制度评级理念，然而被西方评级标榜为民主制度典范的美国持续发生主权债务危机，甚至因此导致政府关门的恶性事件，还有10个AAA信用级别的国家也因政府过度负债，持续深陷主权债务危机而不能自拔。迄今，西方评级机构已不得不给当年的11²个AAA主权信用降低了级别，降级的原因不是因为其西方民主政治制度的变革，而

¹ 数据来源：Wind；实际为22个，当同一国家可能被不同机构授予不同级别时，以较低级别统计。

² 数据来源：Wind、大公整理。

是主权偿债能力出现危机。对非西方民主政治制度国家的主权评级也证明了西方评级思想的错误。2008年西方给予中国的主权信用级别是A+，此时中国已经是美国的第二大债权国，但信用级别却远低于世界最大债务国的美国；2011年西方将中国主权级别调升为AA-，这时中国已跃升为美国的最大债权国，期间西方评级机构却不顾美国政府因无力偿债不得不数次突破债务上限的事实，继续坚持其政治化评级理念，维持美国AAA信用级别。符合西方政治制度评级思想的美国作为全球超越自身偿债能力的最大债务国即使多次发生重大主权债务危机也未曾撼动过其AAA信用级别；而不符合西方政治制度评级思想的中国即使作为美国的最大债权国依然遭受西方评级的歧视。

(2) 把人均国内生产总值、规模、多元化作为判断信用品质的评级因素，因其与偿债来源状况之间完全没有内在联系，使西方评级思想没有能力解释信用风险。

西方规模化评级思想的要义是：人均国内生产总值排序是继政治制度因素之后影响主权信用的第二要素；规模和多元化状态决定着债务人的盈利能力。

用规模无法评价偿债风险状况。

首先，人均国内生产总值与体现偿债能力的诸要素间没有内在联系。人均国内生产总值是一个衡量比较国家间人均财富水平的宏观经济指标，盈利、经营性现金流、债务收入是衡量偿债来源对债务覆盖能力的核心要素，人均国内生产总值与偿债来源要素之间不存在客观的内在联系，我们绝不可能运用人均国内生产总值这一宏观统计指标推算出一个债务人的盈利、经营性现金流、债务收入的定量和定性结论。西方评级思想不仅直接将人均国内生产总值排序与主权信用级别挂钩，而且声称这种排序是确

定主权信用级别的关键，用这样的思维方式构建起来的评级逻辑是，人均国内生产总值决定主权信用级别，主权信用作为国家上限决定一国所有债务人的信用级别。显然，这种用一国人均经济总量的规模指标代替对债务偿还具有直接作用的偿债来源要素的分析并作为确定主权信用级别的直接依据是极其荒谬的。

其次，规模与偿债来源之间不存在正相关关系。债务人的经营规模作为西方评级的最关键要素充斥其评级方法的头条和显赫位置，他们通过营业收入和自由现金流来衡量债务人规模，认为规模反映了公司的定价能力和过去的成功及其客户广度与业务深度，通过规模指标可以很容易判断出公司的基本面，是评价公司信用级别的基础。诚然，规模是分析经营性现金流的基础，对判断以现金流形成的偿债来源有帮助，但它不能说明现金流对债务负担的覆盖程度，更不能用其代替现金流期限结构与债务期限结构内在联系这一最直接判断偿债能力的分析结论。自由现金流指标掩盖了其构成，使以债务收入形成的现金流分析缺失，简单使用自由现金流规模容易将其作为经营性现金流的支配部分，而完全忽略借新还旧形成的现金流对偿债能力的风险影响程度，甚至做出相反的评级结论。盈利是偿还债务的源泉和基石，规模则完全不能体现对偿债能力分析的这一根本性要求。营业收入和自由现金流作为规模构成要素与盈利、经营性现金流和债务收入作为偿债来源构成要素因缺乏正相关性使规模与偿债能力之间的纵向联系失败，同样把规模作为债务人之间的横向比较依然不能得出规模排序与信用级别高低的基数关系。显然，把规模作为评级分析要素之首的西方评级思想一开始就偏离了评级的正确轨道。

第三，多样化无法说明偿债来源状态。西方评级思想把产品、

服务、品牌、地理、供应商及客户作为衡量多元化的指标，认为多元化反映公司可用于开展经营的资源多少和分散化程度高低，它影响公司的波动性并反映公司面临的信用风险大小，高度多元化是评级的积极因素，否则是负面因素。这里强调的多样化，其实是西方规模优先评级思想的一种表达形式。对偿债来源的准确判断是科学评价偿债能力的关键，偿债来源的主要构成因素是盈利、经营性现金流、债务收入，由此形成的当期偿债现金还须减去再生产占用部分，才是可用于偿还到期债务的现金额。那么，影响这些偿债来源构成的最直接要素是，市场需求及满足这一需求的产品或服务能力，这就在客观上形成了市场需求→产品或服务经营收入→盈利→债务收入的逻辑关系。因此，从分析市场需求和产品或服务入手，才能比较准确地描述出偿债来源的真实状况。西方评级思想似乎也意识到产品或服务对债务人信用风险的影响，试图用其多样性来判断信用高低，但是，仅仅简单地用多样化指标代替应有的逻辑分析，从多样化本身绝无可能得出偿债来源状况的分析结论，从而失去了进一步研究债务负担合理性的逻辑基础。因为，多样化是在一定条件下满足市场需求的结果，而市场需求是一个运动过程，其与产品或服务是互为因果的，只有建立在市场需求分析基础上的多样化研究才是有价值的。同时，跨越多样化与偿债来源之间的内在联系，不进行多样化对偿债来源影响程度的分析，直接用多样化判断信用风险状况，不符合研究的逻辑方法。因此，多样化作为一个孤立的评级指标就完全失去了存在的价值。

第四，实践证明了西方经济因素评级思想的失败。据不完全统计，2008至2014年间，穆迪、标普与惠誉评级机构符合西方

规模优先评级标准而违约的案例累计为 1094 家³，招致降级的总数为 13076 家⁴，两者占到其评级总量的 3.1%。最为典型的案例是：雷曼兄弟的规模在全球投资银行中排名第四，美国次贷危机开始时，尽管房地产市场下滑，雷曼兄弟的商业地产债券业务仍增长 13%，标普分析师忽略了危机对雷曼兄弟的影响，在净资本不足、杠杆率过高、不良资产过多的情况下仍将其信用级别评为 AA-，并在雷曼兄弟破产前几日声称其近期的流动性令人满意，预计不会破产，然而雷曼兄弟最终在 2008 年 9 月 15 日申请了史上金额最大的破产保护。美国通用汽车的规模在世界汽车业排名第一，穆迪对其信用评级预警性很差，危机前 2005 年初被评为 Baa3，危机后 2008 年底被降至 Ca，通用汽车最终于 2009 年 6 月申请破产保护。

（3）形而上学的财务实力分析不能作为最终确定信用级别的支撑。

西方财务实力评级思想的要义是：用财务杠杆率和覆盖率指标说明债务人的实际偿债能力，认为通过印钞还债是有偿债能力的表现。

简单财务指标比对难以替代对偿债能力的分析。

把现金流与债务负担状况作为评级分析元素是正确的，但西方评级思想并未对这两个最重要的偿债能力分析要素进行深入科学研究，而是仅仅满足于对几个相关财务指标的应用，从而使这一形而上学的财务实力分析不能作为最终确定信用级别的支撑。

³ 数据来源：ESMA、大公整理；该数值可能存在不同评级机构对同一债务人的重复统计。

⁴ 同上。

首先，仅用总量定性结论进行不同债务人偿债能力比较，必然掩盖可用偿债来源结构差异形成的真实信用风险而得出错误评级结论。债务/总资本、债务/息税折旧摊销前利润、息税折旧摊销前利润/利息、自由现金流/债务、盈利能力、资本充足性，这些与判断偿债能力相关财务指标的比对尚不能清晰呈现偿债来源与债务负担的内在联系。债务/总资本表示负债状况，债务/息税折旧摊销前利润表示毛利润能否偿还债务，息税折旧摊销前利润/利息表示毛利润能否承担债务利息支出，自由现金流/债务表示可支配现金流能否偿还债务，盈利能力和资本充足性具有单项指标意义。所有这些指标分析可以从与偿债能力最近距离的数据得出初级定性判断结论，但因客观上偿债来源与负担债务之间存在着期限结构的数量对应关系，不同偿债来源构成决定着偿债风险的大小，如不对此进行专门量化结构研究，绝无可能得出对偿债能力的正确分析结论。西方财务实力评级思想的问题在于，他们没有发现现实中可用偿债来源与债务负担之间的数量关系分析对判断信用风险的最直接作用，以及两者间期限结构分析对区分不同债务人信用风险的根本性作用，而是采用了最表面和简单化的财务指标分析，这些看似与偿债能力分析有关的数据因其不能体现现实信用风险核心要素的内在逻辑，而与偿债能力的距离变得十分遥远。

其次，强调货币地位对偿还债务的重要性，不仅使西方评级思想彻底偏离了正确轨道，而且暴露出维护其国家利益的评级立场。在西方评级思想中，主权评级是得出所有评级结论的基准，处于统领地位，而将货币地位作为判断主权偿债风险的一个重要因素，没有考虑储备货币国家应承担的维持币值稳定的国际责任，则使主权评级得出完全相反的结论。因为，国家作为债务人

的同时又掌握着货币发行权，当其可用偿债来源耗尽时，把印钞作为救命稻草，既是已无偿债能力的绝望之举，更是一种侵害债权人利益的违约行为，此时的主权信用评级本应是最低的，而按照西方评级思想则会给予其最高信用级别，其传递的错误评级信息掩盖了主权实际债务违约风险。这一思想的本质是，不顾美国已无偿还主权债务的实际能力，为使政府用高信用级别维持其融资渠道畅通而量身打造的一种评级标准。

第三，实践证明了西方财务因素评级思想对揭示信用风险的无奈。在 2008 年至 2009 年西方评级机构降级潮中，因现金流和盈利能力恶化招致降级的债务人累计次数为 238712⁵次，占降级总量的 53.1%。典型案例有美国债券保险巨头 Ambac，危机之前，Ambac 表面上经营稳定，担保组合质量较高，拥有长期低损失记录和适中的表内财务杠杆率，西方评级机构认为，Ambac 将不会由于其加速担保和短期债务而引发流动性风险，因此，一直给予其 AAA 信用级别。实际上该公司因长期使用较高的财务杠杆而面临信用风险，西方评级机构只是在其发生了亏损后才进行降级，降级诱发了筹资失败，最终发生违约并申请破产保护。2014 年末美国联邦政府的总债务已高达 181658.23 亿美元，财政赤字为 4874.27 亿美元，当年财政收入为 30939.08 亿美元，债务总额是财政收入的 5.87 倍，用于偿还债务的初级财政盈余是 -2549.41 亿美元，显然，依赖财政收入绝无可能偿还巨额负债，借新还旧和不断提高债务上限是避免联邦政府破产的最后手段，而这恰恰证明其已完全没有主权偿债能力，在这种背景下，美国政府启动了史上最大规模印钞还债行动，即所谓的量化宽松货币政策，西方评级则不顾印钞还债是一种侵害债权人利益的实际违

⁵ 数据来源：ESMA、大公整理；该数值可能存在不同评级机构对同一债务人的重复统计。

约行为，仍在维持美国主权高信用级别。凡此种种，不胜枚举，太多的事实验证了几个简单历史财务指标在回答偿债来源结构对区分偿债能力根本性决定作用问题时所表现出的无力与渺小。

（4）把违约率统计作为评级方法是一个伪命题。

违约率评级方法的要义是，把用于验证信用级别的历史违约率统计结论直接作为评级方法确定信用级别。

用历史统计数据代替评级科学性是一种反评级行为。

首先，把评级等同于违约率排序是颠覆性错误。西方评级思想认为，评级是关于违约脆弱性相对排序的意见，评级既反映了发行人违约概率的相对测度，同时也在一定程度上反映了其绝对测度，违约可能性是影响信用可靠程度的核心因素。西方这一评级思想是依赖历史违约率统计数据实现的，其逻辑是，评级等于违约率统计。这一思想的根本错误在于，认为评级所代表的是验证其违约率统计，而不是对信用风险的预测，其标榜的每一信用级别违约概率是用历史违约事件反复验证的结果，这种评级验证方式对评级所应具有揭示未来信用风险功能没有丝毫方法论意义。对信用评级的正确理解应该是，评级是对债务人偿债期内信用风险的一种预测意见，每一信用级别表达的是一定时期内偿债来源对债务负担覆盖的安全程度，其实现方法是对影响偿债来源的关键因素进行缜密的逻辑分析，依其内在联系的量化研究得出信用级别定性结论。因此，西方评级的实质是一种历史回顾，是运用少数违约样本统计不断试错的过程，其所得出的任何违约统计结论均与未来信用风险判断毫无内在联系，用违约率测试工具代替建立在信用风险形成因素内在联系基础上的评级理论，是西方对评级认识颠覆性错误的根源，由此导致其评级结果除呈现违约率验证功能外，还彻底丧失了预警信用风险的作用。

其次，把违约率作为评级方法毫无科学性。在结构融资产品中直接用违约率评级使定义评级为违约率统计的西方评级思想达到了登峰造极的阶段。西方违约率评级的逻辑是：第一步，建立一个不同信用级别结构组合的债权资产池；第二步，判定资产池内每笔债权的违约概率；第三步，确定每笔债权在其对应违约率下的回收率和回收时间；第四步，测算出资产池的预期损失，进而确定结构融资产品的信用级别。西方结构融资产品评级的本质是，把代表不同违约概率的信用级别进行结构化组合，使这种经组合后的违约统计包达到理想级别。这种方法是基于对评级结果的违约统计和据此得出的每一信用级别违约概率，然而其所表明的是历史评级验证结果，用这样的结论代替对未来信用风险形成因素内在联系的分析预测是错误的。因为违约率统计样本的信用风险历史成因与当前评级对象未来信用风险形成因素之间没有任何内在联系，难以构建起逻辑推理关系；与此同时，人为地把全无内在联系的违约率进行结构组合后形成一个新的违约率并依其确定信用级别，更是荒谬至极。背离客观信用风险形成规律，背弃科学的逻辑推理，使违约率评级方法成为捏造信用级别的工具，因而确立了西方评级思想的反评级立场。

第三，自相矛盾，难掩违约率评级方法的伪命题本质。西方评级思想一方面强调，违约率不是违约概率，是对发行人或债项在特定时期内发生违约情况的一种统计，历史违约率代表的仅仅是已经发生的情况，并不能代表当前或未来的违约概率，要对每一个信用级别给出具体的违约概率数值是困难的，评级反映的是信用级别高的发行人要比级别低的违约概率低；而另一方面又认为评级既反映了发行人违约概率的相对测度，同时也在一定程度上反映了其绝对测度，违约率能够为投资者提供关于发行人未来

违约概率的一种参考。西方评级思想在违约率认识上的自相矛盾道出了一个符合客观逻辑的事实，那就是，用违约率统计的确不能得出每一信用级别的违约概率，违约率与信用级别之间不存在逻辑关系，可在评级实践中西方因没有指导其揭示信用风险形成因素内在联系的科学方法，只能从其对违约率的认识中寻找，于是其评级思想又宣称信用级别与违约概率有关，但却无法解释这种联系的理由。西方评级思想陷入这种矛盾纠结的怪圈而不能自拔的根源是，试图用自己设计的违约率评级方法说明其评级结果如何权威，而这种将违约率与信用级别联系的逻辑却将西方评级定义为是历史违约率验证结果，除此之外，它不能进行揭示信用风险形成因素内在联系的任何逻辑分析，但现实需要，尤其是结构融资产品的出现提出风险预测需求，而在杂乱无序的西方评级思想库中找不出有效方法时，又不得不把每一信用级别的违约率统计定义为违约概率。从以上分析中不难发现，用验证评级的方法作为评级方法的违约率评级方法是一种根本无法刻画未来客观信用风险的主观臆断，是不符合评级逻辑的伪命题，西方评级思想相互矛盾的解释恰好也证明了这一点。美国证券交易委员会在 2012 年 9 月向国会提交的报告显示，包括三大在内的 9 家经国家许可的评级机构没有在信用级别和违约概率之间建立明确的量化关系，历史事实再一次有力地揭示了违约率评级方法的非科学性。

第四，极具欺骗性的违约率评级方法在助推全球信用危机的同时黯然走下神坛。违约率、违约概率、回收率、损失率，这些最吸引眼球的词汇在给西方评级披上神秘外衣的同时，也蒙蔽了人们的眼睛，曾经让所有的人置信可以计算出债务违约和损失的西方评级是何等的神奇与权威，几乎对其到了顶礼膜拜的地步，

甚至极具权威性的巴塞尔协议也严格规定，银行内部评级需给出信用级别对应的一年期违约概率。2008 年统计显示，在西方评级总量中，间接使用违约率评级方法的数量占总发行数量的 21.13%⁶，直接使用违约率评级方法的数量占总发行数量的 78.87%⁷，而占美国债券发行总量 34%⁸的结构融资产品正是直接使用违约率给出信用级别而推销给投资者的。把验证评级的历史违约统计结构化为一个新的违约率，据此捏造出完全没有财富创造能力支撑的虚拟信用关系，当泡沫化信用关系由量变转化为质变时，信用危机就发生了。西方把验证评级的方法用于评级所导致的全球信用危机对违约率为核心的西方评级思想做出了最权威的检验，那就是，用整个人类社会付出的代价去验证西方评级的违约率而使其完全失去了评级意义，这一结论成为终结违约率评级方法的历史起点。

（5）把国家上限作为一个主权范围内所有债券发行人信用级别的“天花板”，使西方评级思想背离了现实信用风险形成因素的内在联系，丧失了对客观信用风险的解释力。

国家上限的要义是，当出现主权偿债危机时，国家极有可能通过对外汇管制等手段限制私营部门使用外汇而影响其按时偿债，因此，主权长期外币发行人违约评级自动作为该国境内所有交易和发行人的评级上限。

国家上限的实质是强化意识形态替代对信用风险的独立判断。

⁶ 数据来源：ESMA、大公整理。

⁷ 数据来源：ESMA、大公整理。

⁸ 数据来源：SIFMA、大公整理。

首先，以个别主权国家危机时限制外汇流出案例为依据制定国家上限，作为衡量所有债务风险的顶层设计缺乏科学性。统计显示，因主权债务危机发生外汇管制的国家，20世纪80年代出现6个，90年代没有，21世纪第一个十年为1个，这些案例占负有主权债务偿还责任总数的比例分别是10%，0%，11%；在同样危机情形下，没有采用特别外汇管制的主权占比为90%，100%，89%；显然，因主权债务偿还困难而影响一国其他机构债务人外债偿付的是个案。据此，将所有主权债务人均采用强制外汇管制而导致一国其他外债发行人违约作为一种假设，人为地将主权与其他债务人风险进行简单链接，否定其他债务人信用风险形成的特殊规律及独立分析揭示其风险的必要性，恰好是对国家上限这一评级思想的否定。

其次，一国中央政府与其他经济体之间的信用风险没有必然联系。中央政府作为主权债务人是一个独立债券发行人，影响其偿债能力的根本因素是财政收入、外汇收入和债务收入，其他经济体完全是一个独立于中央政府之外的债务人，影响其偿债能力的关键是盈利、经营性现金流、外汇收入和债务收入，两者信用风险形成因素之间毫无内在联系；同时，各自作为独立产权所有者及相互间无偿债担保承诺决定了两者间无法律意义上的关联。西方评级思想将一国中央政府出现外债偿付危机时有可能采取强制外汇管制，限制私人部门通过外汇兑换或汇出偿付外债作为其他所有债务人信用风险形成的决定性因素，人为地用此建立主权与其他债务人之间的联系不符合客观存在。

第三，国家上限的实质是用主权评级否定对其他债务人评级，这不仅使西方所有评级形同虚设，还因主权评级标准的严重意识形态化导致西方评级体系的政治化。西方赋予国家上限的评

级地位使主权信用成为判定所有信用级别的铁律，而对其起决定性作用的是评价主权信用风险的西方政治制度和人均国内生产总值排序，因此，最终就形成了这样的西方评级思想逻辑，西方政治经济理念决定主权信用→主权信用决定国家上限→国家上限决定其他所有评级→评级政治化。

第四，实践证明了国家上限的错误。2007年统计数据显示，西方评级思想导致全球信用级别的两极分化，一极为欧美等西方发达经济体的高信用级别集群，另一极为发展中国家的低信用级别集群，发达国家主权信用AAA为20个⁹，AA为13个，A为9个，BBB以下均为0；发展中国家主权信用AAA和AA均为0，A为13个，BBB为19个，BB为22个，B为39个，CCC-C为4个，发达国家主权信用全部集中在A区，发展中国家主权信用绝大部分落在了B区。2008年至2014年统计数据显示，国家上限引发剧烈的非主权信用级别波动，发达国家主权信用AAA减为10个，AA增至18个，A减为5个，BBB增至5个，BB和B均增至2个，CCC-C增至1个，降级数占同口径评级总量45.24%，最大降幅达48%¹⁰，与主权信用级别下调相关的其他发行人长期信用降级达71017次，降级数占同口径评级总量18.91%，最大降幅达52%¹¹；发展中国家主权信用AAA和AA均为0，A减为9个，BBB增至22个，BB减为18个，B增至41个，CCC-C增至10个，降级数占同口径评级总量24.49%，最大降幅达36%¹²，与主权信用级别下调相关的其他发行人长期信

⁹ 实际为22个，此处由于同一国家可能被不同机构授予不同级别，以较低级别统计。

¹⁰ 希腊。

¹¹ 希腊Public Power公司。

¹² 突尼斯。

用降级达 87784 次，降级数占同口径评级总量 13.07%，最大降幅达 20%¹³。2009 年，高信用级别集群的大部分国家发生了主权债务危机，低信用级别集群的国家没有一个出现主权债务危机。用国家上限将本没有信用风险内在联系的主权与非主权两类信用级别挂钩导致因主权信用评级错误引发的大面积非主权信用波动，形成金融体系的巨大破坏力量。

（6）信用级别确定毫无科学性。

西方信用级别确定思想的要义是，按照政治、经济、财政、货币因素分层加权打分，通过级别映射表确定主权信用级别，据此作为国家上限；按照规模、多元化、财务因素分层加权打分，通过级别映射表确定工商、公用、金融类信用级别，但其最高级别不能超过国家上限；按照违约率、回收率、预期损失确定结构融资产品信用级别。

西方信用级别确定的思想方法没有科学意义。

首先，评级要素的选择偏离了现实信用风险形成因素的内在要求，使西方信用级别确定成无源之水，从根本上决定了其评级的错误性。现实中，信用风险形成的直接因素是债务人的偿债来源状况及其对负有偿还责任的债务覆盖能力，间接因素是影响偿债来源的制度环境，评级的任务就是要用一种方法区分这些决定偿债能力因素的风险。评级要素的选择是否遵循并体现了这一客观信用风险形成规律，从根源上决定了信用级别确定正确与否。西方评级思想孤立地将政治、经济、监管、法律制度赋予重要评级地位，却没有确立偿债能力分析要素的评级地位，没有构建起顶层评级要素与决定偿债能力要素之间的分析逻辑，直接使用制度分析结论确定信用级别，除使信用级别带有意识形态色彩之

¹³ 突尼斯Banque de l'Habitat抵押贷款机构。

外，不具有揭示信用风险功能。国内生产总值、规模、多元化作为西方评级的经济因素，因其与偿债来源之间不存在必然联系，运用其分析结论确定信用级别，使信用级别体现的是一种规模排序，而无任何对信用风险的解释力。财务因素在西方信用级别确定时的占比及影响作用极小，加之制度和经济因素分析与其没有任何关联，从而使财务因素对信用级别确定的作用变得无足轻重。使用违约率确定结构融资产品信用级别完全是一种主观臆断，用违约统计作为每一信用级别的违约概率，将不同违约概率结构化组合出一个新的违约率，这样形成的信用级别如何能揭示结构融资产品及其基础资产的信用风险？把国家上限作为一国所有债务人信用级别的最高上限，因主权与其他债务人信用风险没有内在联系，从而证明了这一信用级别确定思想的错误。如此，使西方失去了正确评级的基础。

其次，评级要素之间因缺乏内在逻辑而使西方信用级别确定难以得出正确结论。无论西方评级思想的主体结构、制度、经济、财务、违约率、国家上限——这些关系信用级别最终走向的核心要素之间根本不存在客观与主观的逻辑关系；还是从其微观构成、国家风险、行业风险、管理风险、市场地位、财务风险及其细化的所有相关指标之间均没有与最终信用级别确定的联系通道，每一评级指标均处于孤立分析地位，加上这些指标选取与现实信用风险形成因素的格格不入，使西方在极为混乱的思维方式下确定的信用级别最终背离了真理。

第三，基础性错误使西方用作级别确定所依赖的所有模型均失去了意义。从以上分析中可以看出，违背客观信用风险形成因素的评级要素定位，没有内在逻辑的分析支撑，使西方信用级别确定思想从根本上失去了科学基础，在这种情况下，采用任

何加权汇总分析结论的模型都于事无补，不可能得出任何正确的评级结果。无数的人都试图从西方确定信用级别采用了什么权重和模型入手探究其评级结论的理由，甚至因陷入这种迷阵而有了某种神秘感，事实也证明，这种本末倒置的研究方法，从未揭示出西方评级的根本问题所在，没有能力为人类社会认识和摆脱对西方错误评级思想的盲从提供任何有价值的思想方法。

(7) 违约率不能验证西方评级的合理性。

违约率检验的要义是，违约率是对历史评级违约情况的一种统计，也是对评级质量的一种检验。违约率一方面用来衡量所评对象的相对风险测度，另一方面也可以评价评级机构的表现。一般来说，评级高低与违约率具有很强的相关性，高评级对象往往违约率较低，而低评级对象违约率较高。通过观察所评发行人或债项在特定时期内违约占比情况来确定是否违约情况多，若高评级的违约率高，则说明评级机构的前瞻性和准确性较差。

违约是评级对信用风险判断的一种极端表现，评级违约统计在西方评级总量中占比极小，它不能验证其评级可靠性。2004年至2014年，西方三家机构年度评级总量平均为321702个，其中违约数量平均为11470个，占评级总量的3.29%；这期间，下调信用级别平均为46534¹⁴个，占评级总量的13.42%；上调信用级别平均为11113¹⁵个，占评级总量的3.54%；降级与升级之比4.89。分年度信用级别迁移统计见下表：

¹⁴ 数据来源：ESMA、大公整理；该数值可能存在不同评级机构对同一债务人的重复统计。

¹⁵ 同上。

2004-2014年西方三家评级机构信用级别迁移统计表

年份	级别上调数量 (次)	级别上调比率 (%)	级别下调数量 (次)	级别下调比率 (%)	违约数 (个)	违约率 (%)	级别迁移 数(次)	级别迁移率 (%)
2004	7733	3.46	5344	2.39	630	0.28	13077	5.86
2005	10629	4.03	4178	1.58	466	0.18	14807	5.61
2006	13302	4.12	3662	1.13	362	0.11	16964	5.25
2007	10665	2.88	19871	5.37	2877	0.78	30536	8.25
2008	8365	2.27	90352	24.57	23954	6.51	98717	26.84
2009	6298	1.76	150932	42.07	38616	10.76	157230	43.82
2010	9569	2.66	78570	21.85	21328	5.93	88139	24.51
2011	12174	3.55	64400	18.78	16284	4.75	76574	22.33
2012	10722	3.28	55760	17.05	12587	3.85	66482	20.33
2013	13078	4.26	25303	8.24	5826	1.9	38381	12.5
2014	19713	6.67	13498	4.57	3235	1.09	33211	11.24

数据来源：ESMA、大公整理。

以上统计数据表明，在西方评级总量中，2004-2014年违约率平均为3.29%，而级别迁移率平均为16.96%，最高年份是2009年，违约率为10.76%，级别迁移率为43.82%，级别迁移率高是西方评级的主流表现，呈现出随经济周期波动的规律，经济高涨期，大幅上调信用级别，助推经济泡沫，经济下行期，大幅下调信用级别，加剧经济衰退，这种规律性的级别迁移最能验证西方评级预警信用风险的能力。信用级别随经济周期大面积和大幅度波动的事实证明了西方评级的失灵，试图用违约率统计验证西方评级的合理性恰恰是在掩盖其评级迁移率过高所揭示出的评级

错误。长期以来，用违约率验证标榜西方评级的权威性成为国际评级的主流意识，迷惑了整个世界，正是这种验证评级方法的错误，不仅使评级定义错位，而且掩盖了西方错误评级的真相，使人类社会对西方评级的认识深陷迷途而难以自拔。

（8）西方评级思想不能实现评级的一致性、可比性、流动性。

研究表明，西方评级思想不是一个完整的体系，没有揭示信用风险的核心主题思想，制度、经济、财务、违约率、国家上限，这些思想在确定信用级别时都发挥作用，但又都与揭示信用风险没有根本关系，不能解释偿债来源与债务负担的关系，暴露出西方评级思想的混乱和对评级的错误理解。由于评级思想系统性缺失，西方评级在方法的具体指标设计上就显得杂乱无章，一级指标最多的是惠誉保险业评级方法，共有 12 个指标，一级指标最少的是穆迪半导体业评级方法，只有规模、运营稳定性、财务实力三个指标，每个评级指标没有最终分析目标，因而无法确定每一评级要素在全部指标体系中的功能定位，更没有指标之间的纵向逻辑联系通道，从而使每一指标的分析结论成为一个信息孤岛，亦使整个评级方法变得缺乏价值。与此同时，由于每一评级方法指标选取的标准不一致还使不同评级方法之间无可比性。评级信息是实现资本社会化流动，满足债务人向社会融资需求的依据，跨行业、跨地区、跨国流动是资本增值的内在需要，其本质上要求评级信息具有一致性、可比性、流动性功能，一致性与可比性是流动性的前提，而对一致性与可比性起决定性作用的是评级定位的准确性和评级指标设计的一致性，显然，西方评级思想完全不能满足资本流动性对评级的本质要求。西方混乱的评级思想还导致评级实践的多重标准，不仅增添了世界对西方评级的质

疑，而且导致国际信用资本向西方发达经济体的不合理流动，超越自身财富创造能力所决定的偿债来源的过度负债，最终使这些高信用级别主体成为史上最大信用危机的始作俑者。

（9）偿债来源分析要素的缺失是对西方评级思想价值的彻底否定。

在西方全部评级思想中没有偿债来源分析要素的明确地位，没有对影响偿债来源关键因素的选取，试图用财务杠杆率和覆盖率指标及违约率代替偿债来源分析。信用评级的根本任务是要回答债务人用什么偿还债务的问题，要找到偿债来源与债务负担之间的数量关系，通过偿债来源结构分析区分债务人的偿债能力安全度。偿债来源可分为七种，即盈利、经营性现金流、债务收入、资产变现、外部支持、外汇收入、印钞，盈利能力是偿还债务的基石，其他六种偿债来源与盈利的距离越远风险越大。西方评级思想简单地使用财务杠杆率和覆盖率指标难以呈现偿债来源的本来面目及其内在风险逻辑，加之这类财务指标在整个评级思想体系中处于微不足道的地位，而制度、经济、违约率、国家上限因素处于绝对主导地位，导致了偿债来源这一评级根本要素的缺失，使评级失去了主导方向，不知道所有因素分析作用的最终目的是什么，这使西方评级思想变得毫无价值。

综上，可以得出这样的结论，西方评级思想没有体现通过分析偿债来源与债务负担的数量关系揭示债务人偿债风险的评级本质，这使偏离正确评级轨道的西方评级思想完全失去了评级的价值功能；寓主权信用于国家上限之中，按西方政治经济理念进行排序的主权评级导致西方评级思想的意识形态化；用违约率统计代替评级方法，把西方评级定义为违约率，使其完全不能体现现实信用风险形成规律，丧失预警信用风险的作用；西方评级思想

内在逻辑混乱，没有解释客观信用风险的能力；实践证明了西方评级思想的错误，全球信用危机对西方评级思想做出了最权威的评判。

四、西方评级思想错误的根源

存在决定意识，经济社会环境是思想认识的物质基础。西方上层建筑、经济基础、评级制度、评级垄断、资本环境是形成西方评级思想错误的根本原因。

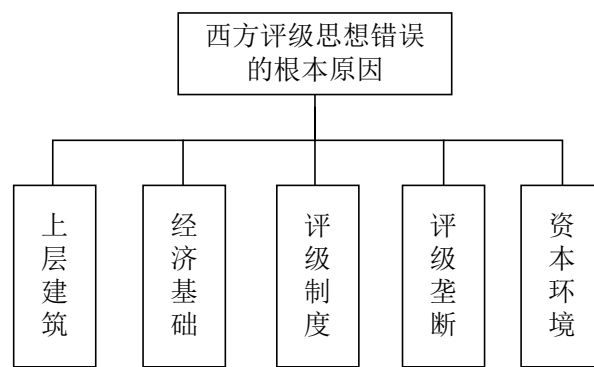


图5 西方信用评级思想错误的根源

美国一直以其民主政治制度引为自豪，并将这一社会制度模式推广作为全球战略之本，以此作为其制定对外政治、经济、外交、军事政策和国际规则的出发点，这种美国式的意识形态渗透到方方面面，“华盛顿共识”是具有显著代表性的一例。西方评级思想与“华盛顿共识”如出一辙，比如，在其主权评级方法中公开宣称：一个权力制衡、公众监督、政治参与度高，具有较强政治共识，政策透明度、政治清廉程度、政府治理效率高的主权国家将获得更高的评价，相反，政局动荡、缺乏政治共识、透明度低、腐败程度高的主权国家将获得更低的评价，政治排序是确定主权信用级别最重要的条件；央行独立性、私有化程度和市场开放度亦是主权风险的重要衡量指标。美国政治制度及其世界霸

权地位是构建国家意识形态的物质基础，正是这样的环境孕育出了继承其衣钵的西方核心评级思想。

20 世纪，美国作为现代经济制度和发展模式的创造者代表了西方的经济文明，引领着世界。完整的经济体系、完善的宏观和微观经济管理制度、美国经济总量和人均收入的世界地位、全球性的托拉斯经济组织、发达且融资便利的资本市场、美元的世界货币地位等现实存在成为观察和认识西方经济现象的物质基础，也成为构建评级认识体系的思想源泉。强调监管和管理规则及治理机制重要性的西方制度评级思想体现了西方经济社会管理理念和实践成果；世界最大经济体和人均国内生产总值地位产生了通过排序人均国内生产总值判断主权及地方政府信用状况的思想方法；巨无霸式美国企业的全球地位使规模多元化思想占据西方评级的主导地位；重视借新还旧和再融资能力的思想来源于能满足各种融资需求工具的多样性及吸纳全球资本流入美国的国际金融中心地位；美元的国际储备货币地位形成了美国永远不会违约，出现危机时可通过印钞还债的评级思想。西方评级思想正是从对其所处经济发展环境的观察中构建起了有关经济要素的思维方式。

西方将一般市场竞争原则引入评级制度体系，其实质是鼓励评级机构竞相提升信用级别，满足债务人（被评级对象）自由选择高级别需求，这是一个对评级道德及标准负向激励的制度环境。此时，评级机构完全失去了关注评级标准，反思纠正评级错误的动力。这一客观存在使西方评级思想沦为适应债务人需要，满足自身获取最大商业利益的工具，使评级与被评级成为侵蚀债权人利益的命运共同体。结构融资产品评级思想正是现存评级制度催生的产物，西方评级思想完全不顾信用风险

的客观传导路径，把验证其评级的历史违约率通过结构化组合为一个新的违约率作为预测这一新型融资工具未来信用风险的评级方法，本末倒置，使西方评级思想最终走上了违背信用风险形成规律，背叛评级道德，反科学的歧路。

西方评级一直处于全球评级话语权垄断地位，其形成原因有六：一是作为信用评级的发源地使西方天然具有了评级规则制定垄断权；二是美国曾经作为世界债权大国地位伴随评级输出使西方获得了国际评级市场垄断权；三是美国这一全球最发达的国际资本市场把获得西方评级作为融资的通行证使其具有了先天国际评级垄断优势；四是西方评级所拥有的天时、地利和垄断优势使任何评级后来者难以与之匹敌；五是评级垄断使作为国际主流的西方评级思想具有了控制人类评级意识形态的神权地位；六是评级所具有的高技术门槛特性使众多评级同行只能作为西方评级思想的追随者而难以通过评级技术创新挑战西方评级霸权。垄断的评级话语权培育了西方狂妄自大的思维方式，话语权就是真理的意识已成为其机体的细胞，使西方评级思想天然形成了拒绝任何有助于纠正其错误积极因素的抗体，并丧失了自我修正错误的内在能力。

资本主义环境所形成的现实利益思维方式对西方评级思想的影响是深刻的。马克思对资本的性质做出过这样的经典描述：“一旦有利润，资本就胆大起来。如果有百分之二十的利润，它就活跃起来；如果有百分之五十的利润，它就铤而走险；如果有百分之百的利润，它就敢践踏人间一切法律；如果有百分之三百的利润，它就敢犯下任何罪行，甚至冒着被绞死的危险”。利益是资本判定是非的最高原则。资本主义制度社会环境造就了其现实主义的思想方法，只能从事物的表面现象吸取养分，而缺乏从

事物内在发展规律中寻找思想源泉的辩证唯物主义思维方式，这种西方物质流所形成的意识流使西方评级思想也只能顺“流”而下，难挽颓势。政治优先，规模至上的评级思想是美国政治制度和世界级垄断型企业集群的反映，违约率评级思想是为满足资本扩张需求，而自身又无科学的评级思想资源所做出的选择，国家上限评级思想更凸显西方评级思想的无奈。只看现象，无视本质，只见树木，不见森林的思想局限，使西方评级难以遵循客观信用风险形成规律构建科学的评级思想体系，难以准确找到评级在现代信用经济中的历史定位，难以具有构建承担社会评级责任的能力，其思想的本质是在维护资本扩张的利益、自身的利益、一国的利益，于是，西方评级思想就成为资本扩张的工具。1985年后美国成为全球规模最大的净债务国，西方评级思想固有的本性使其在责任与利益面前，选择了后者，放弃了公共评级责任，从而不顾美国债务负担已大大超过其偿债来源的事实，持续给予美国 AAA 主权信用级别，成为其主权债台高筑的推手。

从西方评级思想所处的生产力发展形态环境中寻找其形成根源，是为了发现思想与物质的渊源，更为客观地对这一思想做出逻辑分析结论。诚然，物质形态呈现形式是人们感知事物的直接映射条件，但是，感觉到的东西还不能理解它，只有理解了的东西才能够更深刻地感觉它。评级思想的任务就是揭示表象掩盖下的信用风险形成规律，再用这样的方法去认识现实信用风险。然而，缺乏辩证唯物主义认识论指导的西方评级思想因其没有完成这种认识跨越的思想武器，仅凭感觉的东西难以担当世界评级责任就成为历史必然。

五、西方评级思想对人类经济社会的影响

《纽约时报》专栏作家托马斯·弗里德曼曾这样说过：“我们生活在两个超级大国的世界里：一个是美国，一个是穆迪。美国可以用炸弹摧毁一个国家，穆迪可以用债券降级毁灭一个国家。有时候，两者的力量说不上谁更大。”这一名言正是对西方评级思想施予人类经济社会影响的权威评判。穆迪作为评级超级大国的实质是西方评级思想的世界霸权地位，美国是物质超级大国，穆迪是评级思想超级大国，物质超级大国决定了思想超级大国，思想超级大国又巩固了物质超级大国。与此同时，占据世界主导地位的西方评级思想对人类经济社会的影响是现实的、深刻的、久远的，既是有形的，更是无形的。

西方评级思想导致世界经济发展不平衡，制造了史无前例的全球信用危机，使人类社会陷入长期信用灾难。生产与消费的矛盾运动是经济发展的驱动力，当消费能力构成由财富创造演变为借贷主导时，经济发展的驱动力就转化成了生产与信用的矛盾，这对矛盾的本质是信用经济顺周期的力量，信用作为一种消费能力则呈现为由债权人与债务人构成的信用关系，信用关系是一种组合的资本形态，由此构成了债务链形式的社会资本流动体系，这是社会再生产赖以发展的经济基础。信用关系的直接社会化组合是以评级为媒介完成的，评级状态决定着信用关系的状态，而评级作为一种思想产品，评级的思想方法必然对信用关系起着最终决定性的作用。美国自1985年成为净债务国后，其消费能力的大部主要依赖借债形成，此时西方评级思想发挥了关键性作用，他们用一些简单的政治经济理念和主观臆断的违约率及国家上限等没有任何逻辑的概念代替对客观信用风险形成因素内在联系的分析，利用评级话语权向市场发出有利于美国获取信用资源的错误评级信息，构建起美国作为债务人与国际债权人的信用

关系，让债权信用资本源源流向美国支撑其信用消费能力。于是，世界经济就呈现为价值创造中心和信用创造中心的结构，代表了生产与消费的新形态，即生产与信用，此时，价值创造中心的剩余价值以债务形式转变成信用创造中心的消费能力，而其消费的依然是价值创造中心供给的实物。研究表明，美国等西方发达经济体所具有的吞吐世界巨大产能的消费能力在很大程度上是通过评级不合理地占有国际债权信用资源形成的，这种超越自身财富创造能力支撑的债务消费最终导致世界范围内的生产与消费不平衡，表现为高负债发达经济体通过债务形式实现财富的再分配并转化为自身消费能力，而对世界经济增长的贡献率又很低。这种以泡沫化信用关系支撑的极不平衡的世界生产与消费的矛盾最终以 2008 年全球信用危机的形式爆发了，这是由信用过剩引发的一场世界范围内的信用关系调整过程，信用高消费攸关方与信用危机发展规律之间的博弈增加了这一危机的长期性和反复性，人类社会的利益格局或将因此而发生重大改变。

西方评级思想作为信用扩张的工具，推动了信用关系社会化、全球化，在其作用下形成的信用消费模式和虚拟经济形式正在深刻地改变着世界。信用关系作为现代经济社会最为活跃的细胞和经济基础，因其对评级的依存构成了信用与评级的矛盾，此时，债权人需要评级回答其关心的三个问题，即债务人是否能够偿还存量债务，是否有新增债务空间，总债务负担的安全数量边界在哪里。如果评级做出公正评判，债权人绝不会冒险借钱给债务人，这就在客观上起到了阻止信用无度扩张的作用，此刻，信用与评级矛盾的本质是信用经济逆周期的力量。然而，西方评级思想完全没有这样的内容，没有能力回答债权人利益关切问题的西方评级思想，在一浪高过一浪的信用扩张大潮中，只能随波逐

流，加大信用级别的升降调幅，走向了评级应当承担阻止信用无度扩张履行逆周期责任的反面，而成为信用扩张的推手。由于西方评级的全球影响力，加速了信用关系在世界范围内的组合效率，极大地增加了资本的集聚效应，满足了西方发达经济体通过信用扩张增加消费能力的现实需要。在此引领下，这种建立在债务基础上的消费模式已经成为人类社会发展的依存，虚拟财富创造能力形成的消费能力正在成为价值转移和财富分配的主要方式，信用消费日益成为经济增长的主要驱动因素，使得人类经济社会发展模式演进到了虚拟化阶段。过度消费信用引发全球信用危机之后，为维持虚拟经济繁荣，重债务国又轮番采用量化宽松货币政策，全面释放流动性，在此裹挟下，各国竞相驶入信用扩张快车道，一个全面的虚拟经济时代正在到来。虚拟经济使建立其上的一切现实存在都将发生改变，信用危机将成为这一变革的新常态。

西方评级思想作为人类评级思维方式的塑造者，对人们评级意识形态及其行为的影响将是久远的。首先，西方评级思想的超级大国地位导致了整个世界对评级的错误认识，经其长期渗透形成的思维方式使人类社会即使亲历了西方评级导致的信用危机却依然难以认清其思想错误根源，难以形成纠正这种侵害人类根本利益评级思想的共识，这种无形的思想禁锢还使人类社会难以构建起创新评级思维的动力；其次，西方评级思想的神权地位使其被全世界评级所效仿，先入为主地将其固化为对评级的认识，使全球评级业错误地将其作为学习的榜样；一统天下的西方评级思想使其在大旗下集结起的评级触角成为影响世界的有形力量；其三，西方评级思想长期影响混淆了评级与反评级的真理界线，固化了人们的思维方式，使人们丧失了鉴别、批判、自

我完善和接纳评级新思想的能力，在这样的思想环境下，任何推动历史进步的积极思想转化为人类的主流意识和行动都将会付出巨大的代价。

西方评级思想是人类二十世纪评级实践的思想成果，我们应当将其放在历史的长河中进行科学评价，它是人类经济活动向高级形态发展的必然产物；作为先行者，它开创了一个时代，并由进步跌入衰败；从辉煌走向暗淡，被新兴评级力量所代替符合历史规律，它将因作为人类评级事业进步阶梯的积极意义而载入编年史。

附 录

附表1 研究西方评级的思想方法

序号	采用的研究方法	观 点
1	用扬弃的方法研究西方评级思想	把西方评级思想作为人类评级实践的成果，从总结其对人类信用经济社会发展的影响和作用出发，研究其利弊得失，发现其价值，摒弃其糟粕，而不能简单地给予肯定或否定，更不能从意识形态的视角对其进行解读。
2	用正确的信用评级思想方法研究西方评级思想	<p>评级要回答债务人偿债来源对偿还债务的保障能力。</p> <p>评级要区分债务人偿债来源对偿还债务的安全数量边界。</p> <p>评级要具有一致性与可比性功能。</p>
3	用联系的方法研究西方评级思想	<p>联系的主体是偿债来源。评级就是要测算出一定时期内债务人偿债来源的数量并判定其安全性，据此对不同债务主体的偿债风险进行区分，因此，偿债来源是评级的核心。</p> <p>联系的要素是与偿债来源距离最近与最直接的信用风险形成因素。</p> <p>主观与客观的联系。评级是一种主观思想的结果，是通过评级要素选取及其逻辑推理过程达到分析目的的，只有当这种思想符合信用风险现实运动过程时才是正确的，否则就是谬误。</p>
4	用去伪存真的方法研究西方	用去伪存真的方法是指把体现评级核心的主要信用风险因素和主要因素的主要方面是否成为构建评级思想的载体作为衡量标准，对纷

序号	采用的研究方法	观点
	评级思想	繁的评级要素做出价值判断。
5	用实证方法研究西方评级思想。	实证方法是指用评级对信用关系的影响结果和信用级别的迁移状况验证评级思想。在信用评级与信用关系这对矛盾中，信用评级处于主导地位，信用关系依附于信用评级，评级正确与否是通过信用关系稳定状况映射出来的，因此，信用关系状况是检验评级思想的试金石。信用级别迁移是信用风险的预警信息，而不应该成为信用关系的破坏者和信用危机的推手，信用级别迁移状况将为验证评级思想提供无可辩驳的解释力。

附表2 西方评级思想的主要内容

主要内容		备 注	
1	制度因素	简述	顶层设计元素，对信用质量的影响具有决定性意义，按西方政治经济制度进行政治排序是西方评级的首要步骤。
		主权	重点关注权力制衡与公众监督、政治参与、政策透明度、政治清廉度、政府治理效率和腐败程度、中央银行独立性。
		地方政府	重点关注法制背景、收入和支出及转移支付规定。
		工商业	重点关注政局变动和制度变迁。
		公用业	重点关注监管框架的发展状况、监管的独立性、资产所有权模式。
		金融业	重点关注监管机构独立性、监管力度、法律制度、体系风险。
2	经济因素	简述	人均国内生产总值、规模、多元化是西方评级思想的重要元素，规模是判断信用品质最重要的经济考量。按人均国内生产总值、规模、多元化进行经济排序是西方评级的第二个步骤。
		主权	重点关注人均国内生产总值、经济多样性。AAA级别的最低人均国内生产总值需达到3万美元以上。
		地方政府	重点关注人均国内生产总值、经济多元化。
		工商业	重点关注规模、多样化。西方评级思想认

主要内容		备 注	
		公用业	为，经营规模和产品、服务、品牌、地理、供应商及客户多元化决定竞争力。
		金融业	
3	财务因素	简述	国际收支、财政收支、流动性、债务状况、盈利能力、资本充足性、货币地位是西方评级思想的一般元素，现金流对债务的覆盖重要性较高。
		主权	重点关注国际收支、货币地位、财政收支、债务状况。
		地方政府	重点关注财政收支、债务状况。
		工商业	重点关注现金流对债务的覆盖。
		公用业	
		金融业	重点关注盈利能力、流动性、资本充足率。
4	违约率	简述	违约率是西方评级思想的核心要素。这一思想主要体现在，违约率可以作为债务人违约概率的参考，用历史违约数据构建每一信用级别的违约概率。西方评级思想认为，评级反映了发行人或债项违约可能性的一种相对排序，即信用级别高的发行人或债项的违约可能性要低于信用级别低的，其反映的是评级与违约率之间的序数关系。

主要内容		备 注	
5	国家上限	简述	国家上限是西方评级思想的关键要素。这一思想体现在，一国主权信用级别是机构发行的以外币计价证券在该国和货币主权内能够得到的最高信用评级。西方评级思想认为，政府出现偿债风险时，往往用外汇管制手段强占国家外汇资源，因此，在所有其他评级中，主权外币发行人违约评级就是“主权上限”。国家上限与主权评级正相关。
6	级别确定	简述	信用级别确定作为西方评级思想的组成部分，其思想逻辑是，对制度、经济、财务因素分层加权打分，按照相应分值的级别映射位置给出指示级别，但最终级别不能超过国家上限，即主权信用级别。
7	级别验证	简述	通过不同信用级别的债券发行人历史违约数据进行统计分析，验证评级结果准确与否是西方评级思想的一部分。
总结		西方评级思想的总脉络是，把制度和经济分析作为宏观评级要素，财务分析作为微观评级要素，违约率作为核心评级要素，主权信用级别作为一国所有外债发行人在国内的信用级别上限。	

后 记

西方评级所展示的影响力曾经是我投身评级业的一个原因，崇尚、质疑、批判是我对西方评级认识的三段经历：崇尚，促成了大公与穆迪的三年技术合作；质疑，拒绝了西方同行与大公的合资要求；批判，使大公选择了民族品牌国际化发展道路，独创了评级思想理论体系，成就了《西方信用评级思想研究》专著。西方评级是大公前行的参照物，我对它的研究始终没有停止过，专著是这一研究的最新成果。

研究一种思想是极为枯燥和艰难的工作，尤其研究具有百年历史和世界神权地位的西方评级思想更是一种巨大的挑战，但现实和历史需要，我必须知难而进。

西方评级是世界之殇，西方评级思想被视为人类之神秘，只有揭示其神秘才能解除世界之殇。2008年爆发于美国的全球信用危机引发了整个世界对西方评级的一致诟病，但疾风暴雨般的抨击并未触及其错误的本质，没有人准确地回答它错在哪里，这种状况直接成为推动国际评级体系改革，构建公正国际评级秩序，防止信用危机卷土重来的思想阻力，使得后危机时代人类对国际评级前景及其对世界经济前途的影响陷入迷茫和忧虑之中。要彻底解决这一人类社会前行的思想障碍，就必须系统研究西方评级思想，揭示出其错误根源，清除笼罩在人们传统认识上的阴霾。

大公的发展目标是建设成为具有世界影响力的评级机构，为此，需要完成构建评级思想理论的顶层设计，而科学研究西

方评级思想则是必须交上的答卷。

西方评级思想是人类评级的实践成果，在人类经济社会中具有举足轻重的地位，其研究成果攸关人类未来发展，对它的研究必须是严肃的、系统的、科学的、负责任的。为完成这一重大历史使命，我首先创作了《论信用危机》和《大公信用评级原理》，形成了对评级规律的完整认识体系，拥有了认识和批判西方评级思想的武器。西方评级思想并没有完整清晰的文字描述，只能从其评级文献中归纳、总结、提炼，于是，我对西方三家机构共计 238 万字的 104 个评级方法及 78 篇专题文章逐一进行解读剖析、去伪存真、去粗取精，厘清了西方评级思想的总脉络，真正打开了对它的研究大门。

在研究过程中，我力求对西方评级思想进行本质分析及符合逻辑的推理，着力从其与信用风险形成客观规律的对比中确立评判标准，从其思想元素选择的合理性及其内在联系中发现问题，用实例印证分析结论，全面地、客观地、历史地审视西方评级思想，避免狭隘和片面性。

《西方信用评级思想研究》是我写作计划中的重要组成部分，而完成这一计划最大的困难则是时间。我不可能拥有专门和大块时间进行研究工作，只能坚持每天早上写作 1-2 小时，利用节假日的少许时间，因经常被其他事务挤占这有限的时间，使这一研究进程推迟了近两年。当今天凌晨在文稿结尾处画上句号之时，一种为世人打开认识西方评级思想窗户的历史凝重感让我享受到了思想奉献的愉悦。

借此，要特别感谢和我一起经历了西方评级思想研究全过程的团队，他们以严谨的态度进行了超乎寻常的探索和分析，所进行的信息收集、资料翻译、专题研究等等都是对完成这一

专著的贡献，《西方信用评级思想研究》凝聚了他们的智慧。可以肯定地认为，经历了这一具有时代前沿研究洗礼的每一位团队成员，都是最有资格讲解西方评级思想的老师，这段经历必将成为他们人生中最为闪光的一页。

作者

2015年6月7日下午6时 于家中