

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2012.05.08

三大机构与大公国际主权信用评级比较与启示^{*}

朱冰, 张智嘉

(中央财经大学 经济学院, 北京 100081)

摘 要:三大机构的评级很大程度是站在发达国家立场,所采用的评级方法也过于陈旧,其在主权信用评级市场的垄断地位理应破除。2010年,大公国际首次公布了对50个国家的信用评级,试图打破三大评级机构的垄断及其固有评级模式,建立一套新型的评级体系。大公国际进行主权信用评级的指导思想与三大评级机构不同,核心评价指标也存在很大差异,评价结果也有明显不同:对政治稳定、经济表现优秀及前景良好的新兴市场国家的评级高于三大机构,而对一些经济发展缓慢、债务负担日益沉重的发达国家的评级则明显低于三大机构。这反映了大公国际与三大机构评级理念的根本差异:不以意识形态和政治经济体制作为划分标准,更注重一国经济发展的前景。

关键词:主权信用评级;标普;穆迪;惠誉;大公国际;主权债务;主权风险;国家风险

中图分类号:F810.6;F069.9

文献标志码:A

文章编号:1674-8131(2012)05-0055-08

Comparison and Enlightenment between Three Rating Agencies and Dagong Global Sovereign Credit Rating Agency

ZHU Bing, ZHANG Zhi-jia

(School of Economics, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: The rating of three rating agencies is largely representing the developed countries, their rating methods are too stale and their monopoly position in credit rating market should be broken. In 2010, Dagong Global Rating Agency firstly announced its rating on 50 countries, trying to break the monopoly of the three rating agencies and their fixed rating model to establish a set of new rating system. The guiding ideas of Dagong Global Rating Agency to conduct sovereign credit rating are different from the three rating agencies, their core evaluation indicators are also largely different, as a result, their rating results are different. The rating on emerging countries with stable politics, excellent economy and good prospect by Dagong Global Rating Agency is higher than that of three rating agencies, however, Dagong's rating on developed countries with slow economic development, heavier and heavier debt burden is obviously lower than that of the three, which reflect the basic difference of the ideas between Dagong Global Rating Agency and three rating agencies, Dagong does not regard ideology and political and economic system as evaluating standard but pays more attention to economic development prospect of a country.

Key words: sovereign credit rating; S&P; Moody; Fitch; Dagong Global Credit Rating Agency; sovereign debt; sovereign risk; risk of a country

^{*} 收稿日期:2012-08-06;修回日期:2012-09-03

作者简介:朱冰(1989—),女,江苏扬州人;硕士,在中央财经大学经济学院学习,主要从事理论经济学研究;Tel:18810635147,E-mail:zhubing19890821@yahoo.cn。

张智嘉(1986—),男,河北任丘人;硕士,在中央财经大学经济学院学习,主要从事理论经济学研究;Tel:15210352898,E-mail:hunter2g@163.com。

一、引言

国际债券市场上,一国信用评级的高低直接决定了一国的借贷成本,加之评级有很强的市场暗示作用,各国对主权信用评级一直十分敏感。长期以来,标普、穆迪、惠誉三大评级机构对主权信用评级占据主导地位,而对三大机构的评级方法和结果的争议也一直没有停止,其中对新兴发展中国家的信用评级争议尤为突出。每次金融危机前后,评级机构事前的预测失败和事后的推波助澜常常引起投资者和各国政要强烈不满。伴随着这次金融危机后的阵痛,人们又一次掀起对于评级机构主权信用评级的科学性的讨论,不少欧洲国家和新兴市场经济国家都发布了自己的主权信用评级报告,如何构建更加科学的主权信用评级体系的问题又一次被摆到了人们面前。本文将对标普、穆迪、惠誉三大评级机构与大公国际的主权信用评级体系进行比较,进而探讨主权信用评级的科学性问题。

二、三大评级机构的主权信用评级模式及其争议

主权信用评级(Sovereign risk rating),顾名思义就是对政府作为偿债人对所负债务进行偿还的意愿和能力的主权风险的一种信用测评(IMF,2002)。关于“主权风险”(sovereign risk)与“国家风险”(country risk)及其与“主权信用评级”间的关系一直有争议:一种观点认为,国家风险除了包含主权风险外,还有转移风险;另一种观点则认为,主权风险是由于国家的直接干预从而影响债权人履约造成的风险,因此主权风险包含了国家风险。目前大部分评级机构在进行主权信用评级时采用的都是广义的含义,并没有刻意去区分国家风险与主权风险的概念,评价一国主权风险时也就考察了一国的国家风险。

关于主权风险的研究,最早可追溯到1990年Moody's发布的名为《Manual Of Industrial and Miscellaneous Securities》的手册,其中列出了一系列主权债券和相关金融数据,但并没有给出评级。在1920—1930年,由于美国资本市场的快速发展,穆迪和其他一些评级机构如Poor's publishing和Standard statistics(S&P的前身)开始为越来越多的主权债券进行评级。在1930年经济大萧条时和第二次世界大战过后,违约事件集中爆发,不少国家的债券经历了评级下调。1963年美国开征利息均

衡税(Interest Equalization Tax,IET),对除加拿大以外的外国债券投资者征收15%的税,此举大大抑制了跨境金融活动,使得标普不得不暂停了对除加拿大和美国之外的主权评级。直到1974年IET被停征,现代意义上的主权信用评级才真正建立起来。此后,S&P和Moody's几乎瓜分了信用评级收入的80%。1997—2000年,由Fitch Investor Services、IBCA和Duff &Phelps合并而成的Fitch迅速崛起,形成现在三足鼎立的局面。

1. Moody's的评价模式简述

穆迪对政府债券的评级采用定量与定性方法相结合,考虑了一系列的影响政府信用评价的经济、金融、社会和政治因素。评级过程大致分为三个步骤:第一步是对一国的经济弹性进行考察,集中分析两大因素:一是基于人均GDP指标分析一国的经济力量的,二是基于政府效率、透明度、私有权利分析一国机构的力量。第二步是对政府财政的稳健度进行考察,包括对政府收支平衡的测算和对政府对突发事件的敏感度的衡量。第三步是结合各方面因素确定最终的评级等级。具体操作时每步都对各个影响因素设置“非常强”到“非常弱”五档,再把每步得出的区间值进行整合,转化为相应的级别(见图1)。

细分Moody's评级指标系统,发现其主要分为四大类,每个大类又分多个指标:第一类为经济结构与经济表现,主要包含以购买力平价衡量的人均GDP、实际GDP增长率、政府有效性等指标;第二类是政府金融方面,包括政府债务占GDP的比重、政府的债务收入比等指标;第三类是外债方面,包括经常账户余额占GDP的比率、外债与收入比、净FDI与GDP比等;第四类是衡量外部脆弱性及流动性的指标,包括外汇储备的对外流动性、债务与出口比、债务对外部事件的抗压力等。

2. S&P评级模式简述

标准普尔的评级体系通过五大块的分值来反映:一是政治分(political score),反映机构有效性及政治风险;二是经济分(economic score),反映经济结构和经济增长前景;三是外部分(external score),反映外部流动性和国际投资的地点;四是财政分(fiscal score),反映财政政策效果和灵活性;五是货币分(monetary score),反映货币政策灵活性。

评级的第一个步骤是基于一系列的定量因素

和定性因素分别对五大块核心因素进行1(最强)~6(最弱)的评分。政治分中,主要考察主权决策机构的有效性、稳定性和可预测性、机构的透明度和问责制以及信息的可靠性、政府支出文化、外部安全风险、有潜在影响的外部组织的策略设置等;经济分中,主要考察收入水平、增长前景、经济多样性和有效性;外部分中,主要考察国际贸易中一个主权货币的使用情况、一国外部流动性、对外偿债能力、国际收支等;财政分中,主要考察财政政策灵活度和结果、长期的趋势和意愿、负债水平成本及结构、或有负债等;货币分中,主要考察使用货币政策调控的能力、有效性及其决策制定过程的机制和效率等。^① 标普的主权信用评级体系,着重研究一国政府的财政货币政策组合,同时把一国私有化程度及经济改革程度作为重要参考指标。

3. Fitch 评价模式简述

惠誉的评级体系更多地考虑到对政策延续性的经验判断和政策制定者的价值判断。惠誉采用

的是互动合作性的评价方法,即对目标评级主体的相关官员发放标准化的问卷,问卷中并不直接问一国政府现有公共领域的负债和偿债数额问题,而是侧重考查对于经济政治环境可能造成影响的政府因素,从而在采访过程中能逐渐建立评价目标主体的债务结构和偿债能力的框架。接下来就是对政策的评价,包括对财政货币政策的适应性和一致性、政策的冲击因素和政策制定机制等进行分析;还有对国际贸易领域的分析,如其国际市场的占有率、市场的分布多样性和经济的开放程度等;同时,还通过考察一国劳动力市场的弹性来看目标主体抵御外来经济冲击的抗冲击力以及对一国政治风险(例如政变等)的考察等。除此之外,和其他机构一样,惠誉还建立了目标主体的短期评级(short term rating)体系,考察下一时期目标主体的即时偿债能力,因而一个低信用等级的主权政府也可能有一个高的短期信用评级。

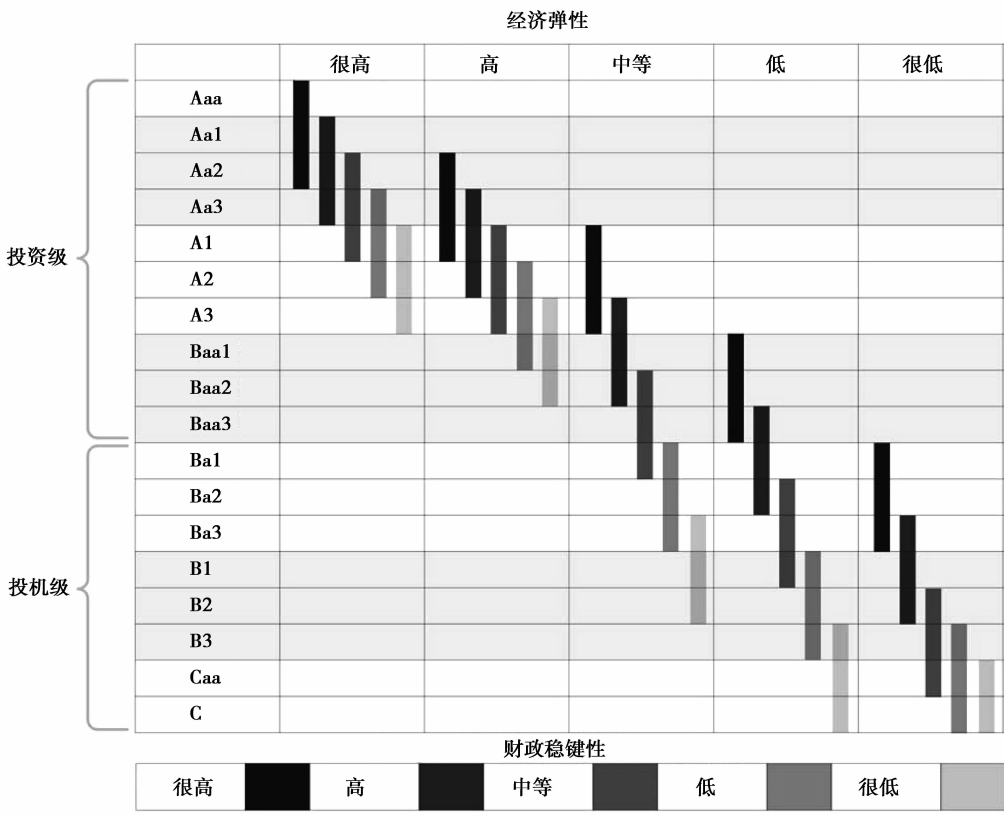


图1 穆迪评级五档与信用等级的转换

资料来源:穆迪网站(www.moodys.com)“A guide to Moody’s sovereign risk rating”

① 笔者根据标普网站相关资料整理而成: <http://www.standardandpoors.com/>“Sovereign Credit Ratings: A Primer”。

表 1 穆迪和标普评级体系

债券特征	S&P	Moody's
债券质量被判定为最好,投资风险最小,常被称为“金边债券”,利息的支付有巨大而稳定的盈余作保证,非常安全。	AAA	Aaa
债券在所有标准下都是高质量的,和 Aaa 债券共同构成高等级债券,次于 Aaa 级债券的原因是盈余不那么大。	AA +	Aa1
	AA	Aa2
	AA -	Aa3
债券拥有许多有利的投资并被认为是中等之上的债务,偿债力有保证并且利息很充足,但有因素暗示在将来的某个时候会有衰减的可能。	A +	A1
	A	A2
	A -	A3
债券被认为是中等的,目前看来利息偿付和本金安全是充足的,但就长时间来看某种保障因素可能是缺乏的。	BBB +	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB -	Baa3
债券被认为含有投机的因素,对于未来的预期不是很确定,利息和本金的支付可能比较稳健,不论经济形势如何都不是完全有保障的。	BB +	Ba1
	BB	Ba2
	BB -	Ba3
债券缺乏理想投资的某些特质,在一段长的时间内利息和本金的保障可能较小。	B +	B1
	B	B2
	B -	B3
债券状况很差,违约可能发生,或者有因素表明本金和利息的偿付会有危险。	CCC +	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC -	Caa3

资料来源:根据各公开资料整理

细分惠誉的评级指标也有很多,分 14 大类:人口和教育及其结构因素、劳动力市场、产出和贸易结构、私人部门的变化、供求的平衡、支出的平衡、中期内限制增长的因素、宏观经济政策、贸易和对外投资政策、银行金融、外部资产、外部负债、政治

和国家因素、国际地位。^① 在一系列的分析之后最终会形成一个详细的报告并提交主权信用评级委员会(Sovereign rating committee),然后经金融机构和企业联盟的专家委员讨论,经修订后才公布出来。

表 2 惠誉评级体系

投资级	投机级
AAA:最高信用,信用风险最小,有非常强的及时偿债的金融保证,不太可能受意外影响	BB:投机级,信用风险可能会增加,尤其是在经济环境改变时,但仍可通过其他途径偿债。
AA:很高信用,信用风险很小,有很强的偿债保证,受意外因素影响可能性比较小。	B:较高的投机,当前的信用风险就很明显,但仍存在一定的安全系数,不过持续的支付能力取决于稳定良好的环境。
A:高信用,信用风险小,有较强的偿债保证,在环境和经济条件改变时仍保值。	CCC、CC、C:高违约风险,违约很有可能,偿债的能力仅仅取决于持续良好的经济发展。
BBB:不错的信用,目前信用风险小,偿债的金融保证充足,但环境和经济条件的改变有可能会影响偿债力。	DDD、DD、D:违约,偿债力是基于债务人债务状况的好转,但预期恢复的价值很值得怀疑。

资料来源:根据各公开资料整理

① 笔者根据惠誉网站相关资料整理所得:<http://www.fitch.com/>“Fitch sovereign ratings - rating methodology”。

4. 影响三大机构评级的因素

Cantor 等(1996)在《Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings》一文中采用 1995 年 49 个国家的样本,建立多元线性回归模型(Multiple Regression),得出影响三大机构评级结果的 8 个解释变量,解释力超过 90%;Lee(1993)选取了 9 个解释变量分析了 1986 年 29 个国家数据。与此相类似的还有其他一些统计模型分析,如 Logit 模型、Probit 模型和 Tobit 模型。Cosset 等(1991)选取了 1987 年 71 个国家的数据,采用 Logit 模型用 9 个变量进行回归,分析决定信用评级结果的显著变量。Oral 等(1992)采用 1982—1987 年 70 个国家的数据,用 9 个解释变量建立了一个数学规划模型来估计相关评级模型的参数,并尽量减少由于高估或低估参数带来的误差。Antonio(2003)选取了 81 个国家宏观数据,根据标普和穆迪 2001 发布的评级结果,采用线性、非线性和指数变换的方法,检验出了 6 个对评级结果最为显著的解释变量。Alexe 等(2003)分析了国家风险,建立非线性递归模型来验证国家的信用评级,并对一些没有评级的国家进行评级,他们的研究基于标普和穆迪的数据,得出的结果和实际的评级结果是相吻合的。

根据上述研究主权信用评级决定因素的文献,三大机构主权信用评级最为显著的解釋变量主要有:

(1)人均 GDP。三大机构认为人均 GDP 代表了一国政府还债能力的基础(税基越大,还债能力越大),很大程度上能作为衡量一国政策稳定性和宏观经济形势的重要指标。

(2)GDP 的实际增长率。经济增长率越高预示着随着时间推移一国越有能力偿还现有的债务。

(3)通胀率。高的通胀率往往预示着一国政府金融存在结构性问题,当一国政府不愿或者不能通过税收或者债务保险偿债时,就会诉诸通胀性的货币政策。

(4)财政收支平衡。庞大的政府赤字吸收了私人的储蓄,并且表明一国政府缺少将财政收入用于支付当期费用和偿还债务的能力和意愿。

(5)国际收支平衡。较大的经常账户赤字预示着公共和私人部门对外有很强的依赖性,这在长期内是不可持续的。

(6)国家发达及开放程度。许多文献研究中将是否发达国家和经济开放度设为虚拟变量或进行

赋值,这就导致发达国家、经济开放度高的国家往往有较高的评级。

(7)违约历史。采取虚拟变量转换,将有违约史的国家默认为 1,无违约史的国家默认为 0。违约历史相当于一国政府过去的信用状况。

5. 对三大机构评级的争议

争议主要是围绕三大评级机构对几次金融危机的预测失败展开的。

Ferri 等(1999)认为穆迪和标普没有能够成功预测亚洲金融危机,而且大规模的下调评级使得危机进一步扩大。Amadou(2003)考察了 1994—2002 年这一动荡时期,认为主权债务评级并不能预测货币危机,只是货币危机的一个事后反应。刘莉亚(2006)研究了 1990—2004 年 18 个新兴市场国家的货币危机与债务困境,运用 logit 概率回归模型、有序 probit 概率估计方法以及简单的线性回归方法得出货币危机与债务危机并不存在必然联系。IMF(2002)在对主权信用评级方法的评价中,总结了 1997—2002 年三大机构评级失误(在 12 个月内升降超过三级)的次数和原因。2008 年全球金融危机后,评级机构先后下调对欧洲国家以及美国的评级,也遭来各方的强烈不满。奥巴马在“被降级”之后,称评级机构测算的现金流有误,是不负责任的行为;欧盟委员会主席巴罗佐称三大机构助长了金融市场的投机行为;欧洲央行行长特里谢谴责三大机构是寡头垄断。

三、大公国际主权信用评级模式及其与三大机构的差异

在各方对三大评级机构主权信用评级的科学性提出质疑时,许多欧洲国家和新兴市场经济国家发布了自己的评级报告,以期破除三大机构垄断,建立现代科学的主权信用评级体系。2010 年,大公国际首次在北京公布了对 50 个国家的信用评级,作为新兴市场经济体国家的信用评级机构向国际三大评级机构挑战。根据大公国际发布的《构建新型国家信用评级标准》和《大公国家信用评级方法》,我们可以看出大公国际试图扭转三大评级机构的固有评级模式,建立一套新的评级体系。

1. 大公国际评级模式简述

大公国际的主权信用评级在定性分析与定量测评结合的前提下,认为定性分析应该占主导,理

由是影响一个国家信用等级的因素错综复杂,相互交织,单纯用模型很难把风险与评价标准合理结合。其考虑的影响因素主要是一国的综合体制实力和主权政府的财政状况两大方面,由此确立了国家管理能力、经济实力、金融实力、财政实力和外汇实力五个关键要素。国家管理能力包括国家发展战略、政府治理水平、安全状况和国际关系,经济实力包括经济规模和结构、经济稳定性、经济增长潜力,金融实力包括金融体系的发展水平和金融体系稳健性,财政实力包括财政收支平衡状况、政府债务状况及政府收入增长潜力,外汇实力包括货币汇兑能力、外汇充裕度和外汇融资能力。

具体的评级步骤是:第一步,对国家管理能力、经济实力、金融实力、财政实力及外汇实力分别评分。首先对各次级要素进行打分,然后加权平均,得到各要素的分值,分值区间从 0 至 9,0 分代表最高风险,9 分代表最低风险。第二步,对前四大要素进行加权平均,得到本币信用分值,并将分值转化

为级别。大公国家信用等级从 AAA 到 D 共 10 个级别,每个信用级别可用“+”或“-”进行微调。第三步,参考外汇实力得分,对本币级别进行调整,得到外币级别。^①

2. 大公国际与三大机构主权信用评级结果的差异

比较大公国际《50 个国家信用等级报告》与三大机构同期的评级结果发现,大公国际与三大机构的评级结果差异较大,而三大机构之间的差异不明显(图 2、图 3)。大公国际与三大机构存在差异的有 27 个国家,对政治稳定、经济表现优秀及前景良好的新兴市场国家的评级高于三大机构,而对一些经济发展缓慢、债务负担日益沉重的发达国家的评级则明显低于三大机构。这就反映了大公国际评级和三大机构评级的理念的根本差异:不以意识形态和政治经济体制作为划分标准,注重一国经济发展的前景,乐于接受新的经济形势的转变。

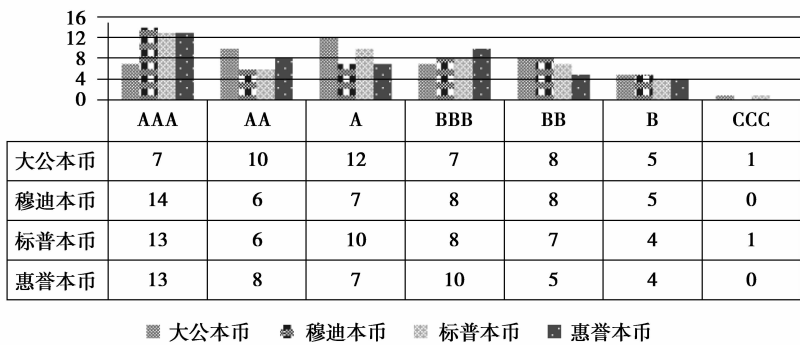


图 2 大公本币信用等级与穆迪、标普和惠誉评级的比较

资料来源:大公国际网站《50 个国家信用等级报告》

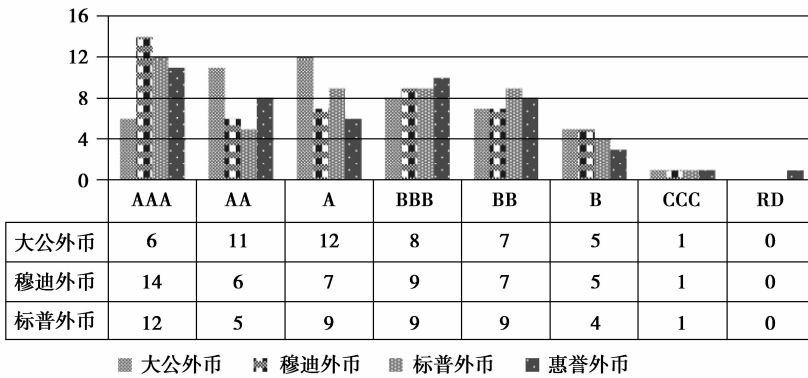


图 3 大公外币信用等级与穆迪和标普评级的比较

资料来源:大公国际网站《50 个国家信用等级报告》

① 笔者根据大公国际网站相关资料整理所得: <http://www.dagongcredit.com/dagongweb/index.php>。

3. 分歧的焦点及原因分析

通过对三大机构与大公国际信用评级体系的比较,我们发现差异源于两者评级模式及指导思想的不同,具体表现在:

首先,在经济方面,三大机构的评级体系中人均 GDP 在经济状况的考察中占很高比重,认为其能代表整个国家偿债意愿和能力;同时把经济的开放度、贸易的自由度看成重要衡量指标,认为加入全球金融贸易体系、开放度和自由度高的国家经济状况好。大公国际则把国家信用评级回归原始债务债权人原理(一国的还债能力取决于一国新的财富创造能力),认为储蓄总量、经济规模和前景以及财政收入等是重要衡量指标。

其次,在政策组合方面,三大机构重视央行与政府的独立性,认为央行拥有独立货币发行权等是财政货币政策有效的保证,认为行政干预越少越好,并且以此为政策组合的主要检验标准。而大公国际认为本币币值的稳定是重要衡量指标,要防止一国政府通过货币贬值来减轻自身债务,因此应当区分名义偿债力和实际偿债力。

再次,在政治方面,三大机构评级具有浓厚的政治色彩,偏向西方三权分立、政治透明度高的政体,把这种政体看成是检验政府信用的重要指标。大公国际却强调一国中央政府对经济的管理能力是一国经济增长的关键因素,反对按照某种政治体制给某个主权经济体贴上标签,认为不同的经济体的发展需要有适应其自身的政治体制相匹配。

最后,三大机构往往只看重国家举债力超过偿债力的情况,忽视一国在面临资金短缺时是倾向“开源节流”还是倾向“借新债还旧债”,从而忽视了债务人信用的本质,错解偿债意愿。与此对应,大公国际认为财政实力非常重要,是直接决定偿债力的因素,考察一国的财政实力应注重政府的经常性收支的状况和政府负债限额等因素,而不是考察其融资借债的能力。

此外,三大机构的主权信用评级受到自身一些因素的制约:一是信息风险。其大多数的宏观数据是直接来自被评级主权国搜集,当然还有其他的交叉途径,如 IMF 和 BIS。但这些数据由于受制于官方,其质量和时效性取决于政府的统计和行政力,因而其客观准确性受到置疑。二是分析限制。由于三

大信用评级机构的盈利性,必然会考虑成本收益问题,这就免不了会出现一些“搭便车”的现象,有时评级任务比较重时,评级机构可能会直接采用其他机构的一些数据和结果,进而影响其公正独立的判别。三是商业因素干涉。三大评级机构为了获得收入和扩大市场占有率,可能会出于吸引新的客户或利益刺激等原因而对评级过程有失公正。四是其他动因。在主权信用评级过程中,三大评级机构需要处理好目标主体客户与投资者以及其他方面的关系,其中可能涉及很多政治因素,同时机构之间的利益纠葛也会产生不同程度的影响。

四、结语

对于三大机构和大公国际的不同主权信用评级模式,我们不能简单地说明哪一种更好,但可以确信的是三大机构的评级很大程度是站在发达国家立场,所采用的评级方法过于陈旧,其在信用评级市场的垄断地位理应破除,竞争性的市场才是公平的市场。

不同的主权信用评级机构实际上很难脱离不同经济集团的利益,正是由于立场不同才会产生对于主权信用评级方法和结果的巨大争论。欧盟不少国家和亚洲许多新兴经济体都在呼吁建立更加符合当前国际政治经济发展的评级体系,但是在当前世界政治经济格局下,在短期内真正建立起独立、公正、客观的主权信用评级体系是不现实的,需要世界各国的共同、持续努力。本文希望通过总结前人的研究成果,对下一步构建科学的现代主权信用评级体系的研究和实践提供参考和启示。

参考文献:

- 曹荣湘. 2003. 国家风险与主权评级:全球资本市场的评估与准入[J]. 经济社会体制比较(5):91-99.
- 刘莉亚. 2006. 主权评级、债务困境与货币危机:对新兴市场国家的经验研究[J]. 世界经济(12):18-27.
- 许文彬,张亦春,黄瑾轩. 2009. 美国三大评级公司主权评级模式评析[J]. 国际金融研究(10):26-33.
- ALEXE S, HAMMER P, KOGAN A, LEJEUNE M. 2003. A Non-Recursive Regression Model for Country Risk Rating [R]. Rutcor research report RRR 9-2003.
- ANTONIO A. Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies[J]. Journal

- of economics and fiancé.
- ASHOK V B. 2002. Sovereign Credit Rating Methodology: An Evaluation[R]. IMF working paper.
- BENNELL J A, CRABBE D, THOMAS S, GWILYM O. 2006. Modelling Sovereign Credit Ratings: Neural Networks Versus Ordered Probit[J]. Expert Systems with Applications.
- COSSET J, ROY J. 1991. The Determinants of Country Risk Ratings[J]. Journal of International Business Studies.
- DERYA G-K, MEHTAP H. Sovereign Risk Ratings: Biased Toward Developed Countries? [J]. Emerging Markets Finance & Trade.
- FERRI G, LIU L-G, JOSEPH S. 1999. The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis [J]. Economic Notes.
- HIRANYA K N. 2008. Country Risk Analysis: A Survey of the Quantitative Methods [R]. SHSU Economics & Intl. Business, Working Paper No. SHSU_ECO_WP08-04.
- LEE S H. 1993. Relative Importance of political Instability and economic Variables on Perceived Country Creditworthiness [J]. Journal of International Business Studies.
- NORBERT G. Fitch, Moody's and S&P's Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993-2007 [J]. International Research Journal of Finance and Economics.
- ORAL M, KETTANI O, COSSET J, DAOUAS M. 1992. An Estimation and Model for Country Risk Rating [J]. International Journal of Forecasting.
- RICHARD C, FRANK P. 1996. Determinants and impact of sovereign credit ratings[J]. Economic policy Review, 2(2).

(编辑:南 北)

声 明

本刊已许可中国学术期刊(光盘版)电子杂志社在中国知网及其系列数据库产品中以数字化方式复制、汇编、发行、信息网络传播本刊全文;同时,本刊为《万方——数字化期刊群》、《中文科技期刊数据库》、《科技论文在线》、《国研网》、《龙源期刊网》、《教育阅读网》、《中文电子期刊服务数据库》(CEPS,华艺数据库)等数据库全文收录期刊(其中《国研网》为选择性收录),论文在本刊发表后将通过上述数据库传播。

文章凡经本刊选用,即视为作者同意本刊代理该作品电子版的信息网络传播权,并且本刊有权授权其他机构进行该作品电子版信息的网络传播。

作者向本刊提交文章发表的行为即视为同意本刊上述声明。若作者不同意其作品收录入上述数据库,请在来稿时说明,我们可做相应处理。

西部论坛编辑部