

主權債信評等—只聽外國和尚唸經？

陳國樑

政大財政系教授兼系主任／政大財稅研究中心主任

04 May '24

近年來，穆迪、惠譽與標準普爾「三大」國際信評機構對於台灣主權債信評等分數，不僅是財政與主計兩部門引以為傲的財政治理績效，還算可以的成績，也讓陳揆與蔡總統眉飛色舞，在各種機會與場合大肆宣揚。

一般而言，信評機構分析並發布受評對象（銀行、企業、基金...）的債信評等，可以降低資本市場借貸雙方的「資訊不對稱」，有助於緩減資本市場的「逆向選擇」與「道德危機」兩問題。

從資金供給者的立場，當然希望選擇倒債風險低的「好客戶」進行交易，不過，由於資訊不對稱，實際上未必能夠區分資金需求者的倒債風險，所以很可能將資金貸放給倒債風險高、但願意支付高利率的資金需求者，而造成與選擇好客戶交易恰恰相反的「逆向選擇」現象。又，在借貸發生後，取得資金的一方，可能違約從事高風險投資或變臉罔顧債權人權利，而導致倒債風險向上攀升的「道德危機」結果。

因此，信用評等報告是否能夠有效辨識受評對象倒債風險的高低，取決其能增進資本市場資訊對稱的程度。從近年經驗看來，成效讓人質疑。

國際間雖然有不少信評機構，但主要市場長期為三大所壟斷。回溯全球金融海嘯發生前夕，三大對於「出包」受評對象的評比分數，顯然過於樂觀；在危機發生後，又立馬調降評比分數，直落千丈慘跌至谷底，助長危機。是以，三大的債信評等，不僅無法預示危機的發生，反倒由於事後過度調降評等，而使問題益發難以收拾。

市場如過度仰賴外部評等，會降低投資人自身對於風險評估的量能；當所有市場參與者對於調降評等做出同步一致的反應時，原本意在「警示」的評等調降，卻成為被調降受評對象滅絕的「喪鐘」。不僅是私部門的債信評等如此，有足夠的學術實證證據指出，在歐盟國家主權債信危機中，也有此現象。

當受評國家經濟面臨一時性的挑戰時，信評機構若因當下浮現赤字或債務增加，調降主權債信評等，將使該國的經濟問題變得更加嚴峻。評等分數的調降，有如是對於受評國家發生倒債的一種「預測」或「期待」；當市場「無腦」地全然接受評等結果，將產生集體信念與制約反應，結果是使不應該發生的倒債，終究成

真。就此，主權債信評等不過是成就了「自我應驗的預言」(self-fulfilling prophecy)。

事實上，信評機構計算主權債信評等，大多根據受評國家之公開資訊或指標，與計算上市公司或銀行等私人機構評等時，受評對象會依約定配合提供內部資料的情形大不相同。既然本為公開資訊，主權債信評等對於解決或減輕市場資訊不對稱問題，效果相當有限。

最了解一國主權債信風險的單位，莫過於該國財政與主計部門。政府更應該做的事是充分、切實揭露實際的財政資訊；一味地宣傳所謂的「財政亮點」，甚至為政治而服務，有害財政專業。與其相信以營利為目的的國際信評機構，更應該相信的是自己內部的檢討機制和學者專家提出的警告與建言。