

证券研究报告·专题研究 债券国际比较研究系列报告之三

欧债危机：从山重水复到柳暗花明

——基于拉美债务危机经验的研究

拉美债务危机救援方案的演变

自上个世纪八十年代初期拉美债务危机集中爆发以来，随着危机形势的蔓延与演变，在债权人和债务人之间激烈的利益博弈与妥协之下，国际社会先后提出了“稳定计划”、“贝克计划”、“自由赎买计划”和“布雷迪计划”来应对拉美债务危机。

拉美债务危机的启示

主权债务危机是一种慢性病。由于债务危机的根源在于经济发展战略或经济、社会管理体制，而战略与体制性的调整是一个长期性和高度复杂性的问题，没有一蹴而就、一劳永逸的解决方案。拉美债务危机绵延数十年的历史经验表明，欧债危机同样将是一场持久战。

外部救援治标，自身发展治本。从“稳定计划”到“布雷迪计划”，都是在一定的条件之下债权人与债务人利益博弈与妥协的结果。一系列的救援方案只能在不同阶段解燃眉之急，而并非治危机之本的良策。拉美债务危机在九十年代的总体好转是在国内外综合条件下经济状况总体好转的结果。

危机之下，合作成为债权人与债务人的最优选择。拉美债务危机的历史经验告诉我们，债权国于债务国双方“分”时多是两败俱伤，“合”时才能互利共赢。一系列救援方案的相继出台就是双方在激烈的利益博弈过程中，围绕合作这一最优的选择不断达成的新的妥协。

欧债危机的出路展望

欧债危机将是一场持久战。治理的关键在于危机国通过政策与体制调整使其经济重新焕发生机，财政状况得以根本好转。

欧债危机不会爆发系统性的风险。欧洲各国之间密切的经济与利益联系决定了它们只能同舟共济、抱团取暖，并且欧洲也有能力阻止系统性风险的爆发。

“欧猪五国”债务风险 2013 年将趋向分化。意大利、西班牙、爱尔兰债务风险将会显著下降，欧债危机的系统性风险将会随之明显缓和，希腊、葡萄牙的情况到时候仍难有明显改观。对于前三者来讲，继续使用当前的救援举措就能使其逐渐渡过危机难关，而对于后两者尤其是希腊而言，未来债务违约恐将难免。

债券研究

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010—85130608

执业证书编号：S1440210050001

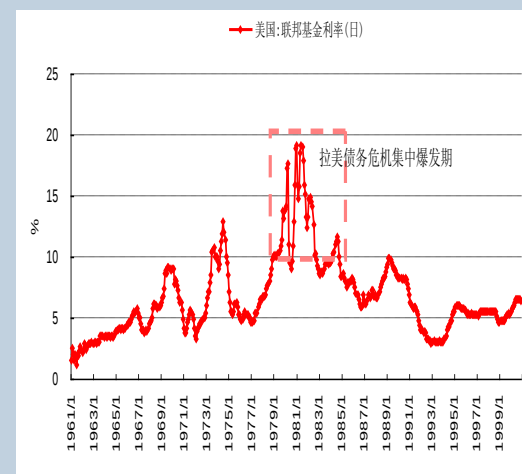
联系人：李树培

lishupe@csc.com.cn

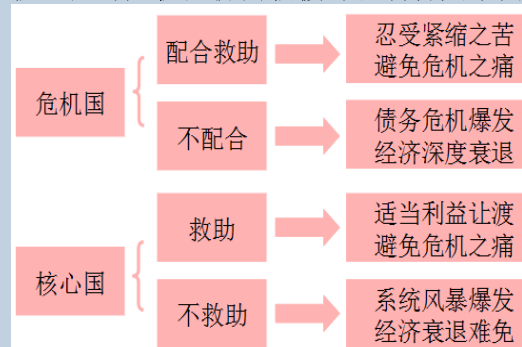
010—85156321

发布日期：2011 年 10 月 17 日

拉美债务危机集中爆发期的美联储目标利率



核心国与危机国协同救援与否利害关系图



相关研究报告

- 11.09.27 欧债系列之——欧元区：断臂求生难成功，抱团取暖能共赢
- 11.09.21 欧债系列之——评意大利主权信用评级下调：这不是压倒骆驼的最后一根稻草
- 11.09.15 欧债系列之——欧债危机：波澜难息，风暴难起

目录

引言	1
一、拉美债务危机的成因	2
1.1 经济发展战略失当，债务管理与使用不善	2
1.2 外部因素的纵容与冲击	3
二、拉美债务危机救援方案的演变	5
2.1 国际货币基金组织的“稳定计划”	5
2.2 美国的“贝克计划”	6
2.3 后“贝克计划”时期商业银行与债务国自发的债务减免尝试	6
2.4 “布雷迪计划”	7
三、拉美债务危机的启示与欧债危机未来出路展望	9
3.1 拉美债务危机治理经验的启示	9
3.2 欧债危机的出路展望	10

图表目录

图 1：拉美债务危机集中爆发期的美国联邦基金目标利率	4
图 2：“欧猪五国”经济增长率	10
图 3：“欧猪五国”产能利用率	11
图 4：“欧猪五国”失业率	11
图 5：“欧猪五国”财政赤字/GDP	11
图 6：核心国、问题国协同救助与否利害关系图	12
图 7：欧元区相互交织的债权债务关系	12
图 8：核心国与中间小国救援欧猪过程中的利益博弈图	12
图 9：小国之间救援过程中的利益博弈图	12
图 10：意大利、西班牙、爱尔兰财政赤字/GDP	13
图 11：意大利、西班牙、爱尔兰债务/GDP	13
图 12：欧元区工业生产指数同比增速	13
图 13：“欧猪五国”与德法工业产值增长率	14
图 14：希腊葡萄牙债务之和占“欧猪五国”债务总额的比重	15
图 15：希腊与葡萄牙经济与债务体量占欧元区经济总量的比重	15
表 1：拉美部分重债国债务状况（1982 年）	2
表 2：拉美主要债务国家未偿付债务构成（占债务总额的百分比）1970—1984	3
表 3：阿根廷、巴西、墨西哥三国外汇储备规模 1971—1985（百万美元）	3
表 4：债务危机期间发展中债务国家资金倒流情况（亿美元）	5
表 5：拉美主要债务国债务折价情况	7
表 6：“欧猪五国”财政紧缩计划	14

如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代的经济现象。
——熊彼特

引言

虽然经济发展水平较低的拉美国家与老牌的欧洲国家相比在很多的方面确存在较大的差异，拉美债务危机与欧债危机的具体起因与所处的外部环境也有较大的差异，但是同为主权债务危机，且同为区域性集中爆发的主权危机，我们认为不管是在债务危机爆发的根本原因方面，还是在债权人与债务人之间在危机救援过程中的利益博弈方面，两者还是有很多的相似之处的。

自上个世纪八十年代初期拉美债务危机集中爆发以来，随着危机形势的蔓延与演变，在债权人和债务人之间激烈的利益博弈与妥协之下，国际社会先后提出了“稳定计划”、“贝克计划”、“自由赎买计划”和“布雷迪计划”来应对拉美债务危机。

历史的经验表明：

主权债务危机是一种慢性病。由于债务危机的根源在于经济发展战略或经济、社会管理体制，而战略与体制性的调整是一个长期性和高度复杂性的问题，没有一蹴而就、一劳永逸的解决方案。拉美债务危机绵延数十年的历史经验表明，欧债危机同样将是一场持久战。

外部救援治标，自身发展治本。从“稳定计划”到“布雷迪计划”，都是在一定的条件之下债权人与债务人利益博弈与妥协的结果。一系列的救援方案只能在不同阶段解燃眉之急，而并非治危机之本的良策。拉美债务危机在九十年代的总体好转是在国内外综合条件下经济基本面整体好转的结果。

危机之下，合作成为债权人与债务人的最优选择。在拉美债务危机中，债权国与债务国围绕具体地利益问题曾多次进行了激烈的博弈，历史的经验告诉我们，双方“分”时多是两败俱伤，债权人无法收回任何的本息，债务国无法得到任何新的援助，反而使自身的经济与政治处境更为艰难。两者“合”时能够互利共赢，债权人能部分地收回本息，债务国的经济能得以继续朝着希望的方向艰难前行。一系列救援方案的相继出台就是双方在激烈的利益博弈过程中，围绕合作这一最优的选择不断达成的新的妥协。

结合拉美债务危机历史经验和欧猪各国经济与债务基本状况特征，我们认为：

欧债危机将是一场持久战，危机治理的关键在于欧猪各国经济基本状况的好转。

欧债危机不会爆发系统性的风险，欧洲各国之间密切的经济与利益联系决定了它们只能同舟共济，并且欧洲也有能力阻止系统性风险的爆发。但危机救援过程中各方的利益博弈又会使危机风波此伏彼起。

“欧猪五国”债务风险 2013 年将趋向分化，意大利、西班牙、爱尔兰债务风险将会显著下降，欧债危机的系统性风险将会随之明显回落，希腊、葡萄牙的情况到时候仍难有明显改观。对于前三者来讲，继续使用当前

的救援举措就能使其逐渐渡过危机难关，而对于后两者，尤其是希腊而言，未来债务违约恐将难免。

物必先腐也，而后虫生之。

——苏轼《论范增》

一、拉美债务危机的成因

80 年代之前，拉美地区丧失偿还能力基本上还只是一个局部问题，被迫进行债务重新安排的情况也尚不普遍。据世界银行统计，1975 年到 1980 年间，平均每年有 5 个会员国需要重新安排债务到期期限，到 1981 年增加到 13 个，1983 年则达到 31 个国家。重新安排的债务规模从 1975 年到 1980 年的 138 亿美元增加到了 1983 年到 1984 年的 1678 亿美元。

1982 年 8 月 12 日，墨西哥财政部长吉色斯·席尔瓦·埃尔佐格(Jesus Silva Herzog) 分别给国际货币基金组织的主管主任拉罗西埃(Jacques de Larosiere)、美国总统里根和美国联邦储备委员会的主席保罗·沃尔克(Paul Volcker)打了求援电话，声称墨西哥的外汇储备已经用光，墨西哥已经没有能力继续偿还外债了。墨西哥债务危机爆发引发的恐慌迅速席卷拉美，到了 1983 年就有 25 个债务国先后加入了因无力偿还债务而等待救援的行列，需要重新安排到期期限的债务规模在 1983 年到 1984 年达到 1678 亿美元。由此一场空前严重的债务危机爆发了！

酿成上世纪 80 年代拉美债务危机的原因是多方面的，大体来讲可以概括为内部经济发展战略的失当造成的过度举债，以及用债不当、管理不善，和外部环境变化造成的国际贷款利率提高、贸易条件恶化，等等。

1.1 经济发展战略失当，债务管理与使用不善

在上个世纪的 60、70 年代，为了追求经济的高速发展，加速本国的工业化进程，拉美主要国家不顾自身实力大举借债，有的国家债务年增长率高达 57%。根据联合国的统计，拉美主要国家的债务规模从 1976 年的 960 亿美元增至 1982 年的 2880 亿美元，到 1982 年底拉美地区外债总额为 3287 亿美元。

在拉美债务规模不断膨胀的过程中，其债务结构也发生了明显的变化，私人银行贷款在债务总额中的比重从 1975 年的 65% 增加到 1982 年的 85%。并且拉美的一些大国把相当一部分外部贷款投向了周期长、收益慢的基础设施工程，进而使所举外债不能如期偿还，债务本息不断累加。此外，还有一些国家将外债用于购买军火，仅巴西、智利、阿根廷和秘鲁四国在 1977 年至 1980 年间用于购买军火的费用总额就高达 30 亿美元。

表 1：拉美部分重债国债务状况（1982 年）

	外债余额（亿美元）	外债余额/GDP	占拉美地区外债总额的比重
墨西哥	876	50.43%	26.65%
巴西	913	30.84%	27.78%
阿根廷	436	51.72%	13.26%
委内瑞拉	351	45.53%	10.67%

资料来源：联合国拉美经委会，世界银行，中信建投研发部

表 2：拉美主要债务国家未偿付债务构成（占债务总额的百分比）1970—1984

国家	官方来源债务			私人来源债务			浮动利率债务		
	1970—1972	1980—1982	1984	1970—1972	1980—1982	1984	1970—1972	1980—1982	1984
阿根廷	12.6	8.8	9.2	87.4	91.2	90.8	13.9	53.7	37.5
巴西	29.7	11.8	13.8	70.3	88.2	86.2	43.5	66	79.1
墨西哥	19.5	11.1	8.8	80.5	88.9	91.2	46.9	74.3	83
智利	47.2	10.5	8.8	52.8	89.5	91.2	7.6	58.1	81.2

资料来源：《1986 年世界发展报告》，中信建投研发部

此外，为了控制国内的通胀与防治因汇率变化而造成外债规模膨胀，在上个世纪的 70 年代末和 80 年代初，拉美的一些主要国家如墨西哥、阿根廷、巴西等国家执行了高汇率政策。如墨西哥在 1972 年至 1982 年间的汇率比实际汇率高出近 40%。不合实际的高汇率政策虽然在一定程度上对其内部的通胀有所抑制，但是也产生了比较大的负面影响，比如，出口减少、进口增加，而且还加剧了国际投机资本的外流。

表 3：阿根廷、巴西、墨西哥三国外汇储备规模 1971—1985（百万美元）

	阿根廷	巴西	墨西哥
1971	304.31	1753.86	981.47
1972	572.45	421.88	129.67
1973	1597.26	6508.87	1679.82
1974	1889.58	5463.24	1920.867
1975	848.22	4166.49	1896.79
1976	1983.32	6666.85	1403.81
1977	3843.94	7441.92	1938.34
1978	5933.32	12190.03	2269.38
1979	11626.5	9838.7	3087.69
1980	9296.76	6875.23	4175.31
1981	5006.23	7479.61	4971.26
1982	4503.96	3997.36	1777.61
1983	2840.27	4561.48	4793.45
1984	2590.51	11960.81	8018.71
1985	4702.64	11617.96	5678.88

资料来源：联合国拉美经委会，世界银行，中信建投研发部

1.2 外部因素的纵容与冲击

虽然拉美债务危机的根源在于其经济发展战略与管理的失当，但是当时国际环境对其发展战略的纵容以及后来对其经济造成的冲击也是拉美债务危机爆发的一个重要成因。

上个世纪的 70 年代，在两次石油危机的冲击之下，欧美经济长期陷入了“滞胀”的泥潭，欧美为刺激经济增长所实施的低利率政策使大量的国际资本出于追求高额利润的本性流向其他收益率相对较高的地区。并且在布雷顿森林体系崩溃之后，金融自由化程度的提高和浮动汇率制度的建立也加剧了国际资本流动的规模与频繁

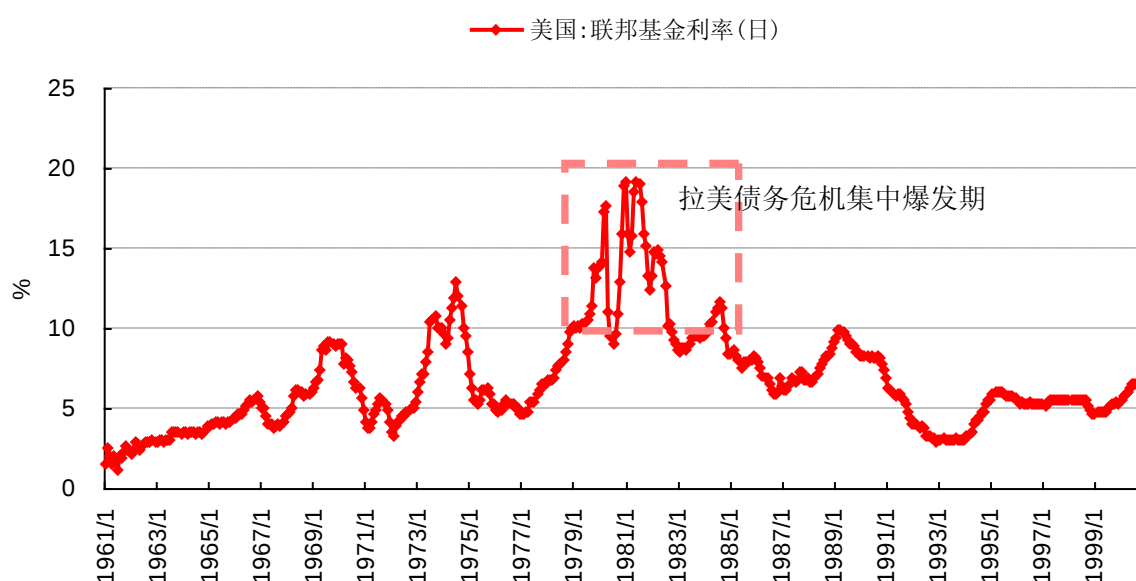
程度。当时的国际环境为拉美的举债发展战略创造了比较充分的条件，甚至在某种程度上纵容或者说助推了拉美举债发展的过度膨胀。

国际资本大量流入拉美虽然对其经济发展起到了积极的作用，但是由于拉美债务使用与管理的不当，在国际环境发展变化的情况下，国际资本成本的不断上升与流动方向的反转，也是拉美陷入了债务危机的深渊不能自拔。

在 70 年代的末期，为了应对第二次石油危机冲击造成的通货膨胀，欧美国家相继采取紧缩政策，欧美利率水平的提高既造成了拉美贷款利率的急剧攀升，加剧了拉美国家的债务负担，也造成了大量国际资本从拉美向欧美回流，使拉美国家依靠大量举债发展经济的模式难以持续，最终引爆了拉美债务危机。1981 年美国的利率高达 19.9%，1982 年国际商业贷款利率曾一度高达 21%，据统计，利率每增加一个百分点，拉美国家还本付息的规模每年就要多支付 25 亿美元，拉美国家所欠的 3000 多亿外债中，将近 40% 的部分都由无法及时支付的贷款利息转变而来的。

此外，在两次石油危机的冲击之下，欧美国家的贸易保护主义使国际原材料与初级产品价格暴跌，于是造成依靠原材料和初级产品出口的拉美国家贸易收支状况不断恶化，进而削弱了这些国家的债务偿付能力，加剧了债务规模的不断膨胀和债务状况的可持续性。

图 1：拉美债务危机集中爆发期的美国联邦基金目标利率



资料来源: Bloomberg, 中信建投研发部

谁都不是一座孤岛，自成一体；每个人都是一个碎片，那广袤大陆的一部分。如果海浪冲掉一块土地，欧洲就小了一点；如果一座海岬，如果你朋友或你自己的庄园被冲掉，也是如此。任何人的死亡都使我受到损失，因为我包孕在人类之中。所以不必问丧钟为谁而鸣，丧钟为你而敲响。

——海明威《丧钟为谁而鸣？》

二、拉美债务危机救援方案的演变

2.1 国际货币基金组织的“稳定计划”

为了应对拉美债务危机的不断恶化与蔓延，国际货币基金组织提出了带有附加条款的以重新安排债务期限和增加新的贷款为主要内容的“稳定计划”。

在“稳定计划”的中，国际货币基金组织提出，拉美国家若想签订新的债务期限调整和债务续借协议，必须实施一系列配套的紧缩措施，包括：贬值货币、停止补贴、提高公共事业的价格、控制工资的增长、削减公共部门的规模、提高利率、降低信贷的增长率、放松对贸易和投资的控制、采取市场导向政策，等等。

显而易见，对于拉美国家来讲，重新安排债务或者续借外债可以展示减轻债务国的清偿困难，解救他们的燃眉之急，缓和债务危机的冲击。但在接受国际货币基金组织要求的紧缩措施之后，他们为此付出了巨大的代价。比如，经济增速迅速下滑、物价加速上涨、人民生活水平下降、社会矛盾激化、政局动荡。

一系列负面效应的相机出现使国际货币基金组织的“稳定计划”推出不久便遭到广大发展中国家的反对和抵制，1984年6月，拉美11国成立了卡塔赫纳集团，在债务问题上采取一致立场，许多发展中国家的领导人表示，在引起经济衰退和饥饿的情况下，他们绝不还债。一些西方开明人士也主张通过振兴第三世界经济、开放西方工业市场以及减、免、缓债方面采取切实有效的步骤予以解决。随着拉美债务危机的不断发酵、蔓延，而债权国也逐渐认识到拉美国家的经济长期陷于衰退之中会损害他们自身的利益；它们会逐步失去拉美市场；它们在拉美的企业利润会锐减；拉美国家的政局不稳会使它们在政治上造成巨大的损失。

在这一背景下，美国财政部长詹姆斯·贝克于1985年10月在汉城召开的国际货币基金组织和世界银行的第四十届年会上，提出了解决债务危机的新战略——“贝克计划”。

表 4：债务危机期间发展中债务国家资金倒流情况（亿美元）

	发展中国家总体			拉美国家	亚非国家
	新增贷款	支付利息额	资金倒流率	资金倒流净额	
1983	397	483	18%	260	3
1984	320	539	41%	230	130
1985	130	50	76%	300	310
1986	90	470	81%		

资料来源：联合国拉美经委会，世界银行，《1986年世界发展报告》，中信建投研发部

2.2 美国的“贝克计划”

由于美国是拉美债务国家的主要债权人，在拉美国家所欠的 3600 亿美元的债务中，有将近 2300 亿美元是由美国的商业银行所贷。此外，广大的发展中国家也是美国商品的主要出口市场，向发展中国家的出口量占其出口总额的 35% 左右。据估计，如果当时巴西拒绝还本付息，将会使美国当时的 GDP 规模减少 250 亿美元，而如果整个拉美债务国都拒绝偿还债务本息，将会使美国的国内生产总值减少 700 亿美元，失业人口将会增加 110 万。

可以说，拉美债务危机的演变与美国金融系统的稳定，贸易出口与国内的就业与经济增长等休戚相关。因此，在国际货币基金组织的“稳定计划”被拉美等主要发展中国家所普遍抵制的情况下，为了破解拉美债务危机的僵局，1985 年 10 月 8 日，贝克在汉城召开的国际货币基金和世界银行年会上向来自 149 个国家的近 9000 名代表发表讲话，声称只有靠各个有关政党的更紧密合作，商业银行的更多贷款，世界银行与国际货币基金组织作用的进一步加强，以及发展中国家经济的增长才能解决债务危机。被国际社会称之为“贝克计划”的拉美债务危机解决方案由此产生。

“贝克计划”的主旨是“维持增长”，主张债务国对宏观经济实行结构性改革，以促进经济增长，重建债务信用。“贝克计划”认为，“只有透过全球性经济增长，才能解决债务问题”“贝克计划”的目的在于使债务国获得稳步的经济增长，其主要内容包括三个方面：第一，要求债务国采取控制需求的政策和结构调整政策，包括：削减政府开支、消除对外国投资的障碍、开放市场、鼓励竞争、国有企业私有化、吸引外资等；第二，国际货币基金组织要对债务国继续提供资金支持；第三，通过扩大私人银行的资金援助来支持债务国的经济调整政策。其具体目标是在 1986 年至 1988 年三年中，由世界各大商业银行拿出 200 亿美元来资助 15 个主要债务国，再由世界银行和美洲开发银行拿出 90 亿美元带给债务沉重的发展中国家。

“贝克计划”虽然重新界定了在债务问题中债务国与国际货币基金组织、世界银行，以及私人银行应承担的责任，但是却没有明确美国政府应该承担起什么具体的责任，其所提出的援助款项对于拉美国所欠下的巨额债务而言是杯水车薪，并且在最终实施的过程中援助贷款的规模又进一步被打折了折扣。据估计，到 1984 年底，这 15 个国家的债务总额为 4280 亿美元，按当时的平均利率以及这些国家的债务增长趋势来估算，在“贝克计划”所指的 3 年中，这些国家每年应支付的债务利息为 380 亿美元。这就是说，“贝克计划”承诺提供的每年不到 100 亿美元的新贷款，不过占上述利息额的 1/4 左右。然而，由于“贝克计划”并没有得到商业银行的支持，以至计划承诺的资金迟迟没有得到落实，债务国似乎也没有从该计划中获得什么明显的帮助，经济仍然深陷危机而难以自拔。结果该计划最终也归于失败。

“贝克计划”失败以后，拉美卡塔赫纳集团和拉美经济体系进行了持续不断的努力以缓解债务危机，西方其他工业发达国家对重债国和低收入债务国也先后采取了一些减债举措。

2.3 后“贝克计划”时期商业银行与债务国自发的债务减免尝试

由于银行贷款在拉美债务总额中的比重很大，为了减少因拉美债务拖欠而遭受的损失，自 1987 年起，西方国家主要是债权银行不得不采用灵活的“赎买”方式来调整拉美国家的庞大债务。西方商业银行通过多种方式向债务国提供债务减免，估计总额在 240 亿到 270 亿美元之间。

债务减免是债权人承认债务不能全数收回这一现实，宁愿自动削减把风险转移给有实力和有胆量的投资者或投机者，以便尽快套现。可以说这是债权人“认输”希望止损的行为。例如，拉美最大的债务国巴西债务在

1987 年初市场转让价格为其原值的 74%—76%，1988 年这一比例下降到 44%—47%；墨西哥的债务在 1987 年在二级市场上按其原值的 30%—40% 交易。

表 5：拉美主要债务国债务折价情况

	债务规模（10 亿美元）	市场价值（10 亿美元）	市场价格/票面值
阿根廷	33.6	6.3	19%
玻利维亚	0.9	0.1	10%
巴西	62.2	21	34%
智利	11.2	6.6	61%
哥斯达黎加	1.5	0.2	14%
厄瓜多尔	5.5	0.8	14%
墨西哥	63.8	24.1	38%
委内瑞拉	22.6	8.2	37%

资料来源：世界银行，所罗门兄弟，中信建投研发部

采用最多的方式是“以债换股”，即由债权银行按某一折扣价把债务换成在债务国的指定项目投资，债权银行可以是本身作为投资者，也可以在二级市场上把债权出售，由其他有兴趣的投资者购入。在具体的实施过程中，拉美债务国选取了一批较有吸引力的私营或私有化的公共企业作为以债换股的投资对象。一般来说，这些债转股的投资附有在起初的 3 至 4 年内不可汇出股息或撤回股本的条款。如美国克莱斯勒汽车公司以 1.1 亿美元的代价从各家西欧银行收购了 0.65 亿美元的墨西哥国营公司债券，与此同时又从墨西哥中央银行获得一笔相当于 1 亿美元的比索补偿，随后克莱斯勒就将这笔钱投入到了它在当地的专门生产向美国出口汽车的分公司。据估计涉及“以债换股”项目的款项达 130 亿美元左右。

“债务购回”是第二种采用较多的债务处理方式，具体的方式是由债务国的国营或私营企业按折扣价以现金提前赎回债务，如果以外币还款一般债权银行会同意给予更大的价格折扣。在具体的实施过程中，买回债务者通常是债务国内拥有较为充裕现金或仍有条件在国际市场上进行资金筹集的私营企业，政府部门采取“债务回购”的情况不多。1988 年 11 月，智利以商业银行信贷者投标所确定的价格，用 1.68 亿美元购回 3 亿美元的长期银行债务，为面值的 56%。据估计在拉美债务的减免过程中此方案涉及的款项在 80 至 100 亿美元之间。

第三类是“以债务换债券”：墨西哥政府让债权银行把债务按一个自愿的折扣减值换成二十年期的债券，债券付给的利息高于原来的银行贷款，债券本金则全数以美国国债作为担保。在具体的实施过程中，墨西哥置换的债务规模达 37 亿美元，平均折扣率为 30%，即在置换过程中墨西哥政府以 5.3 亿美元购入了相当于债务本金得美国财政部零息债券作为置换债券的担保，同时其债务规模减少了 11 亿美元。

但从整体来看，这种债务的减免还是相当有限的，1982 年以来的 6 年中，估计商业银行自愿减少的外债为 240—270 亿美元，占 15 个主要债务国中长期债务的 11%。

2.4 “布雷迪计划”

1989 年 3 月 10 日，美国布什政府新任财政部长尼古拉斯·布雷迪在布鲁金斯研究所和布雷顿森林委员会就第三世界债务问题举行的会议上，发布了美国为解决债务危机而设计的新方案，国际社会称之为“布雷迪计划”。该计划坚持了“贝克计划”要求债务国保持经济增长以及向债务国提供新贷款的原则，但它比“贝克计划”更进了一步，鼓励商业银行自愿减免债务，同时要求国际金融机构为削减后的债务本息的支付提供担保。

“布雷迪计划”是1989年3月10日美国财政部长尼古拉斯·布雷迪为缓和几乎已经到了随时可能再度爆发的危机情况下而提出的一项债务危机应对方案。其主要内容包括：（1）西方商业银行与债务国在自愿的基础上达成后者所欠部分债务本息减免的协议，此后3年内的减免幅度为原债务规模的20%，约700亿美元，债务国能因此减少200亿美元的利息支出。减免的方式是债权银行资源将债权减价出售给债务国；（2）由世界银行和国际货币基金组织提供200—250亿美元建立一项特别基金，为债务国还本付息作担保；（3）促使债务国继续进行经济结构调整，吸收新的外来资本，增加国内储蓄；（4）要求商业银行向债务国提供新贷款。

这项计划被西方舆论称为美国布什政府“最主要的政治和经济倡议”、“美国的债务新战略”等等，该计划一出台就立即引起各方的反应。

发展中国家在1989年4月发布的24国集团公报中指出，“布雷迪计划”应更加具体化，应导致更多的资金流入。1989年10月12日，拉美“八国集团”第3次首脑会议通过《伊卡宣言》，要求债权国按二级市场价格大量削减其外债。

主要债权国政府的态度明显地分为两派，美国是拉美债务国最大的债权国，并且在地缘政治上拉美对美国的关系与影响更为紧密，因而美国希望借助国际组织和其他国家的力量使危机得以早日解决。前美国经济顾问罗伯特·哈麦兹说：“这是一个创造性的突破。”时任总统的布什也认为：“债务问题的解决方案是减免债务而不是增加外债。”为了增强本国在国际金融事务中的发言权与影响力（此前日本一再要求增加其国际货币基金组织中的份额，以反应其经济实力的增强），日本也对“布雷迪计划”表示支持（在“布雷迪计划”提出之前日本就曾经提出过与此主张相似的“宫泽计划”，后被美国所否决）。日本同意在1989年至1991年给墨西哥一笔20.5亿美元的贷款。法国对“布雷迪计划”也表示赞同。1989年5月24日，法国总统密特朗宣布无条件免除35个贫困国家所欠的总计160亿法郎的公共债务。较有保留看法的是英国、西德、意大利和荷兰，它们虽然也认同债务问题的紧迫性，但是提出争议的是，这一方案只可能使危机稍微缓和，而不能真正解决债务问题，同时认为，要国际货币基金等作担保，一旦出现倒账损失就要由国际货币基金组织来承担，这等于债务风险从私营商业银行转移到了各国纳税人的头上，因为国际货币基金组织的钱是由各国政府所交。这些在危机中风险不高的国家认为，“布雷迪计划”是美国要其他国家分担从而减轻其债务包袱，并增加其“后院”安全性的举措。对于日本试图增加其国际货币基金组织中的份额，英国和西德都不大同意，因为这将把它们的名次推后。

商业银行大都采取观望的态度，债权银行虽已接受债务不能全数收回这一现实，但在没有担保和税收优惠的情况下，它们还是不愿意主动削减债务，更不愿提供新的贷款。同年9月在华盛顿召开的世界银行和国际货币基金组织的第44届年会上，上千名银行家中仅有少数表示有可能考虑新贷款的问题。

与“贝克计划”相似的地方是，该计划仍然没有强调美国政府的作用，同样将责任推给了商业银行、国际金融机构和广大的债务国。“布雷迪计划”的作用仍然较为有限，主要原因在于：该计划所提出的债务减免幅度较小，减债计划的实施过程过于漫长，减少计划仍以债务国实行紧缩政策为基本条件，债权国坚持个案解决原则，不同意发展中国家所提出的一揽子解决方案。

进入九十年代以后，虽然个别拉美国家的债务问题以及由债务问题所引发的其他危机在某些时候仍然较为严重，但是就总体情况而言，拉美债务形势不断趋向好转。主要原因在于：（1）九十年代国际环境朝着有利于债务问题解决方向发展，部分国家的偿债压力得到缓解，外债增长率下降，国际利率也保持在一个相对较低的水平，进而也降低了债务国家的债息压力；（2）拉美国家也逐渐认识到解决债务问题的根本途径还在于经济的发展和积累的增加。同时，随着时间的推移一些国家经济调整的成效也逐渐显现，它们调整了对经济增长高速增长的渴望，注重产业结构之间的协调发展，努力扩大出口。它们还逐渐实施对外开放政策，努力改善

国内投资环境，以吸引外资和减少资本外流；（3）随着世界经济区域一体化的发展与深化，美国倡导的美洲自由贸易区使拉美国家与美国经济的关系更为密切，双边与多边贸易发展不断深化。

除了凭借对过去的经验加以类推之外，我们对未来之事一无所知。

——亚伯拉罕·林肯

三、拉美债务危机的启示与欧债危机未来出路展望

3.1 拉美债务危机治理经验的启示

虽然经济发展水平较低的拉美与老牌的欧洲国家相比在很多的方面确存在较大的差异，拉美债务危机与欧债危机的具体起因与所处外部环境也有较大的差异，但是同为主权债务危机，且同为区域性集中爆发的主权危机，我们认为不管是在债务危机爆发的根本原因方面，还是在协调债权人与债务人之间的关系方面，还是有很多的相似之处的。

比如，虽然当前“欧猪五国”还是当年的拉美诸国，其危机爆发的根源都可以归根于经济竞争力的下滑，财政状况的持续恶化，区别只是引起经济竞争力下滑的原因不同而已。拉美债务危机当时的应对需要国际债权人和国际社会的帮助，当前的欧猪各国们同样依赖国际债权人和国际社会的支持，重债国与国际债权人和国际组织协调的过程都是各方在一定条件下利益博弈的过程，不同阶段产生的不同救援方案也是各方利益博弈的结果。因此，拉美债务危机当年的治理经验对于当前欧债危机的治理还是有一些值得借鉴的地方的。

● 主权债务危机是一种慢性病

由于债务危机的爆发虽然最直接的表现是流动性的危机，但是根源还在于经济发展战略或管理体制的失当所造成的经济发展状况的持续恶化，这种体制性的病灶必须进行体制性、战略性的调整才能得以解决，而体制性的调整又是一个长期性和高度复杂性的问题，没有一蹴而就、一劳永逸的解决方案。所以，主权债务危机是一种慢性病，没有迅速根治的良方。拉美债务危机从上个世纪八十年代初集中爆发开始，直到九十年代中后期仍有个别国家未能走出危机泥潭。

● 外部救援治标，自身发展治本

通过研究拉美债务危机救援方案的演变可以看出，从当年国际货币基金组织提出的“稳定计划”到“贝克计划”，从债权商业银行与债务国之间自发的债务折价赎买到“布雷迪计划”，都是在一定的条件约束之下，债权人与债务人利益博弈与妥协的结果，绝不是那种毫不利己专门利人的国际爱心主义的奉献。因此，一系列的救援方案只能在不同的阶段解燃眉之急，而并非治债务危机之本的良策。当前欧债危机救援过程中围绕救援成本分担的激烈博弈，以及在经过激烈博弈之后形成的救援方案与当时的“稳定计划”、“贝克计划”的高度相似性，即印证了救援与解决方案的形成是利益各方博弈、妥协的结果，也同样能够暗示这些救援方案只能解决危机的燃眉之急，而不能根治危机。

正如本文前面所提及的，拉美债务危机在九十年代的总体好转是在国内外综合条件下，债务国经济基本面整体好转的结果，同样，欧债危机未来的出路也必然要等待债务国经济基本面的整体好转。

● 危机之下，合作是债权人与债务人的最优选择

债务危机关系债权人、债务人的共同利益，当债务国陷入危机之际，债权人出于自身利益的考虑也会向债务国伸出援助之手。在拉美债务危机中，债权国与债务国围绕具体地利益问题曾多次进行了激烈的博弈，历史的经验告诉我们，围绕具体的救援方案，双方“分”时多是两败俱伤，债权人无法收回任何的本息，债务国无法得到任何新的援助，反而使自身的经济与政治处境更为艰难。两者“合”时能够互利共赢，债权人能部分地收回本息，债务国的经济能得以继续朝着希望的方向艰难前行。一系列救援方案的相继出台就是双方在激烈的利益博弈过程中，围绕合作这一最优的选择不断达成的新的妥协。

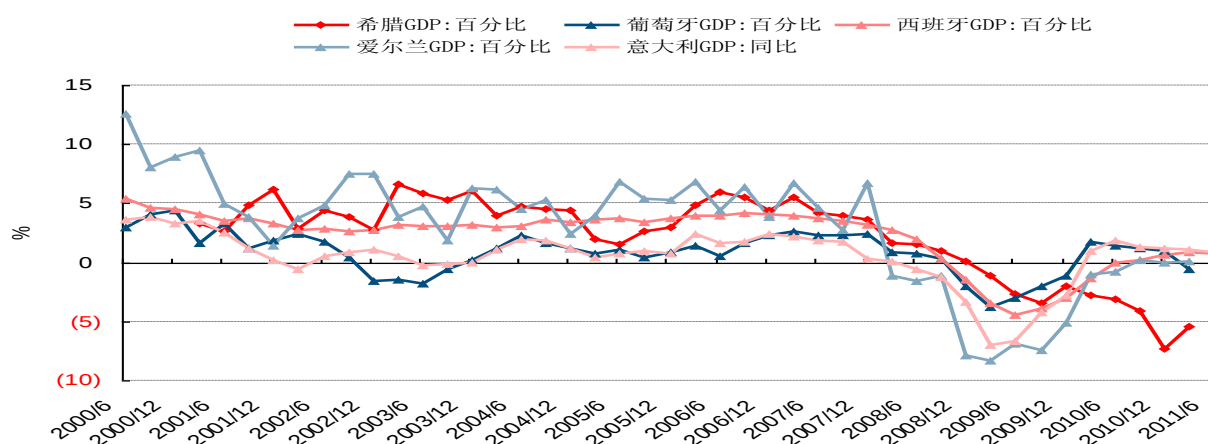
同样，对于当前形势严峻的欧债危机而言，虽然重债国与欧元区其他成员及国际组织在救援过程中围绕具体的条件存在激烈的争议，但是从它们之间相互交织的利益关系来看，合作是“欧猪五国”与欧盟其他成员国之间的最优选择，欧盟成员国定然不会抛弃重债国不管，重债国也不会对欧盟其他国家及国际社会的救援条件置若罔闻。详细分析请参考我们之前的报告《欧洲危机：波澜难息、风暴难起》和《欧元区：断臂求生难成功，抱团取暖能共赢》。

3.2 欧债危机的出路展望

● 欧债危机将是一场持久战

正如本文前面所分析的，主权债务危机是一种慢性病，没有迅速根治的良方。债务危机治理的根本还依赖于债务国经济基本情况的好转，然而“欧猪五国”近些年来几乎都面临着经济增长乏力的困境。比如，虽然之前的金融危机距今已经有三年多了，但就“欧猪五国”的情况而言，从产能利用率来看，除爱尔兰之外，其他四猪产能利用率远低于危机之前的水平。就失业率方面除意大利外，其他四猪失业率水平远高于危机之前。可以说时至今日，“欧猪五国”都未能走出金融危机的深渊。此外，欧猪国家长期以来都存在着财政赤字的陋习。

图 2：“欧猪五国”经济增长率



资料来源:CEIC, 中信建投研发部

拉美债务危机持续十几年之久的历史经验似乎说明，当前的欧债危机在酝酿、发酵了近3年之久仍然看不到出路也是一个很正常的情况。虽然我们后面的分析中认为意大利、爱尔兰、西班牙债务危机风险到2013年会有一个明显的回落，但是要欧猪国家要想彻底摆脱债务危机问题的困扰将同样是一场持久战。

图3：“欧猪五国”产能利用率

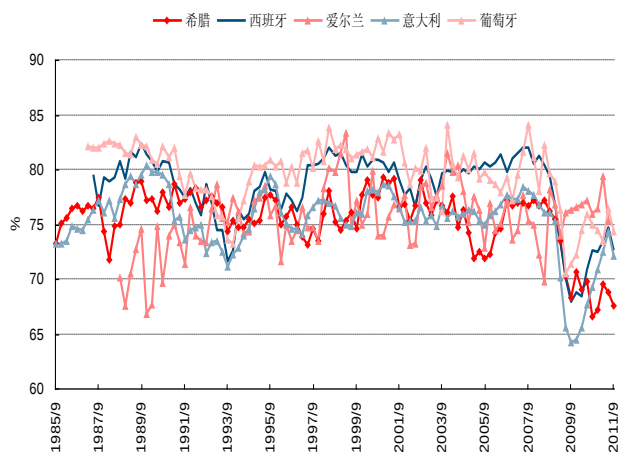
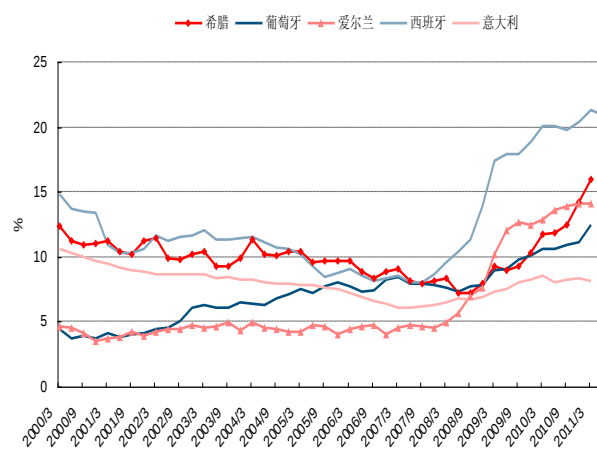
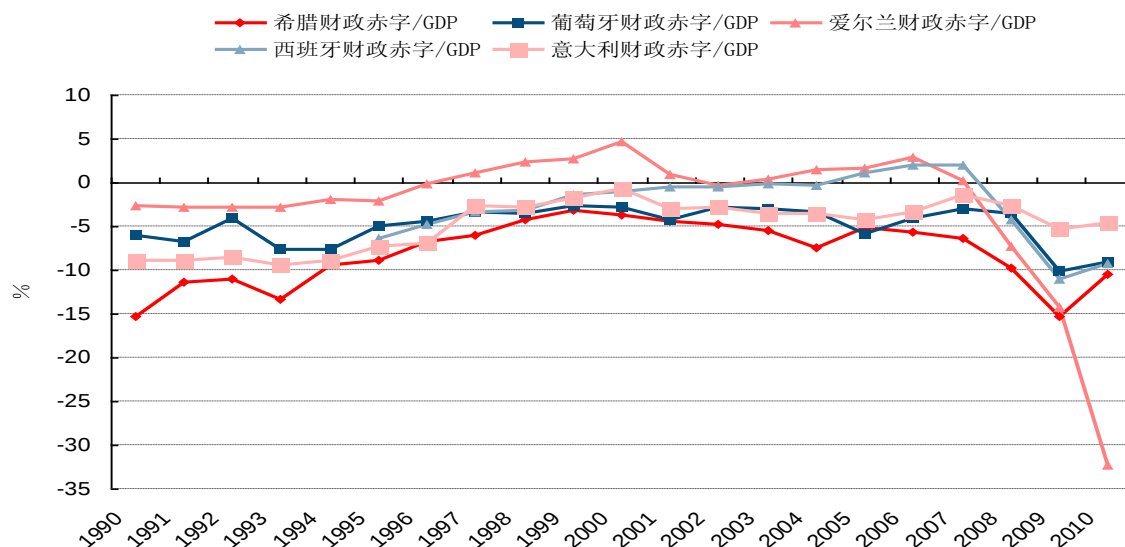


图4：“欧猪五国”失业率



资料来源:wind, 中信建投研发部

图5：“欧猪五国”财政赤字/GDP



资料来源: Bloomberg, 中新建投研发部

● 欧债危机系统性风险不会爆发

不管是从拉美债务危机的历史经验来看，还是就现实中欧洲各国相互交织的紧密的利益联系而言，虽然在

具体的救援措施与条件方面各方存在着各种复杂的利益博弈，但是欧元区其他国家不会对“欧猪五国”的危机坐视不管。正如我们之前的报告《欧债危机：波澜难息，风暴难起》、《欧元区：断臂求生难成功，抱团取暖能共赢》中所分析的，欧洲各国对“欧猪五国”有积极的救援意愿，而且也有充分的能力对欧猪们进行救助，以确保在欧猪们和欧洲银行业系统性风险比较高的情况下不使欧债危机演变为系统风险的金融风暴。

图 6：核心国、问题国协同救助与否利害关系图

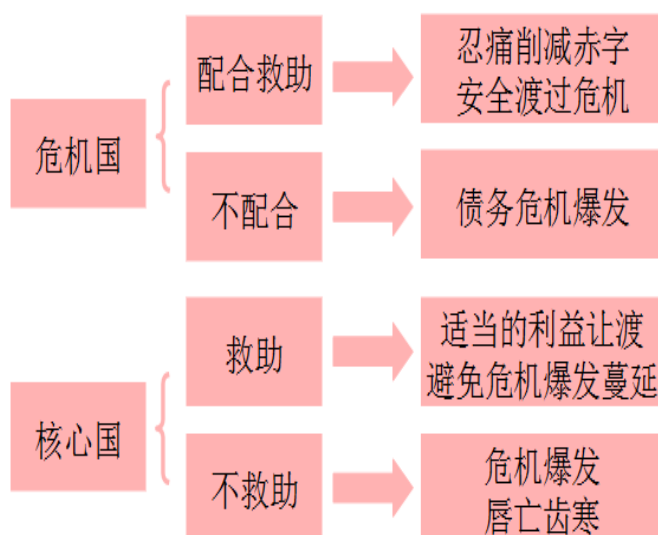
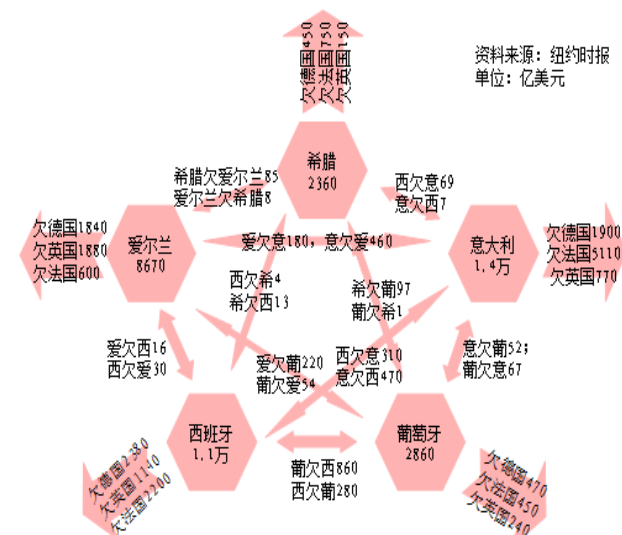


图 7：欧元区相互交织的债权债务关系



资料来源：中信建投研发部

然而在危机救援过程中各方围绕利益的博弈又注定了欧债危机短期内难有一个稳妥、完美的救援方案，危机的风波难免反复呈现此伏彼起。

图 8：核心国与中间小国救援欧猪过程中的利益博弈图

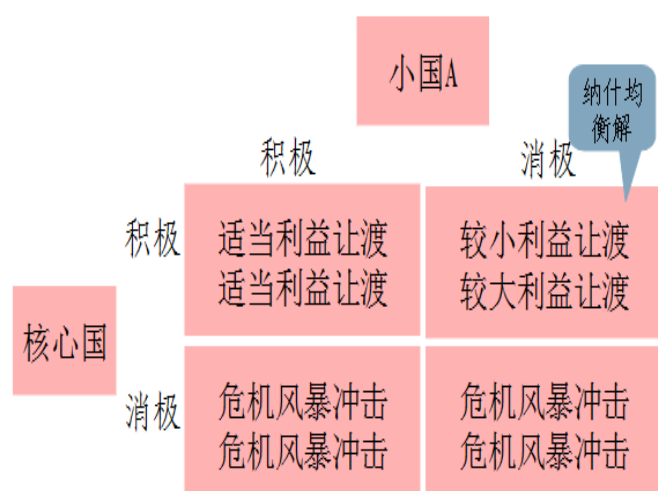
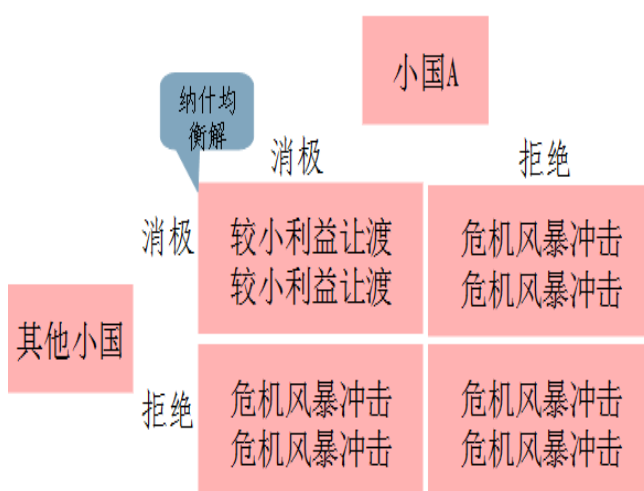


图 9：小国之间救援过程中的利益博弈图



资料来源：中信建投研发部

● “欧猪五国” 债务风险将会逐渐分化

虽然“欧猪五国”都存在着经济复苏乏力，财政赤字严重，债务水平持续攀升等一些共同的特征，但是通过对历史数据的具体分析比较可以看出，它们的债务危机问题是有重要的差异性的。从图 10、11 可以看出，“欧猪五国”中意大利、西班牙和爱尔兰的债务水平攀升，财政赤字扩张具有明显的阶段性特征，换言之，是 08 年的金融危机冲击，使得它们在无货币政策可用条件下过度依赖财政政策挽救经济，才造成的债务与财政赤字问题迅速恶化。

图 10：意大利、西班牙、爱尔兰财政赤字/GDP

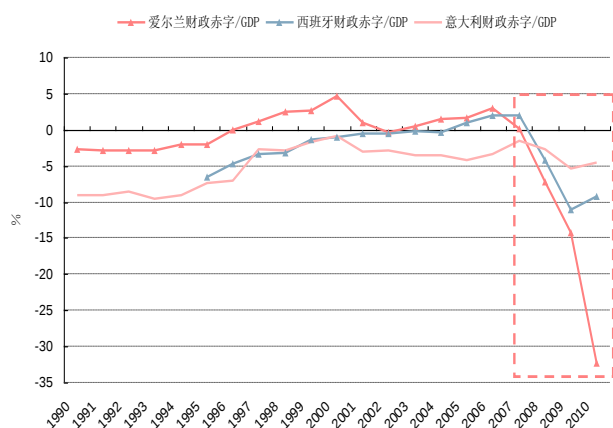
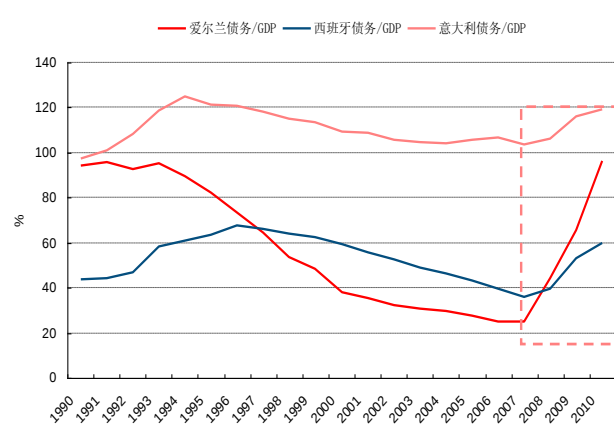
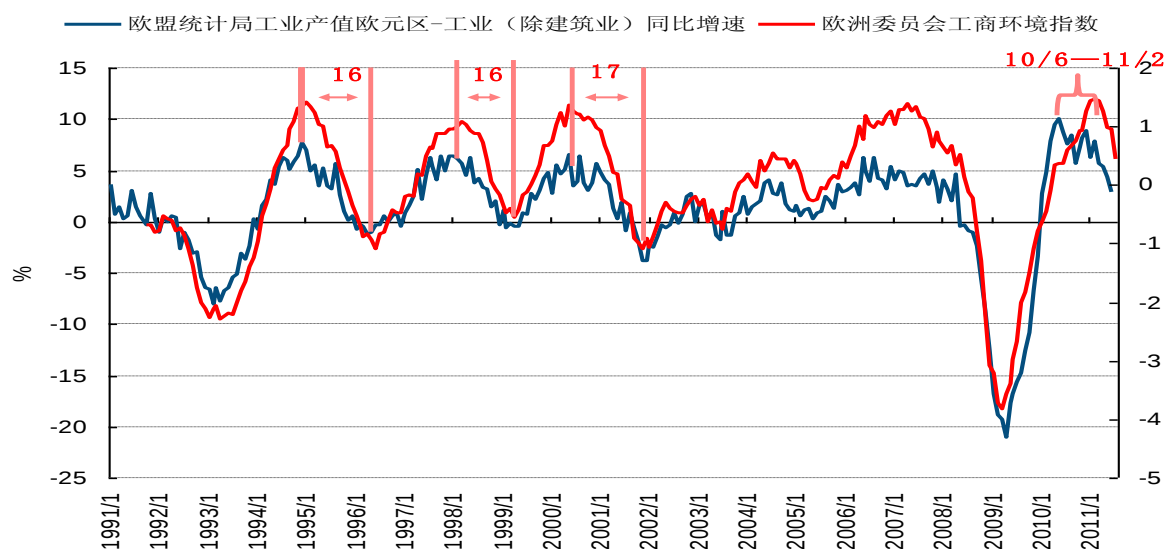


图 11：意大利、西班牙、爱尔兰债务/GDP



资料来源:wind, 中信建投研发部

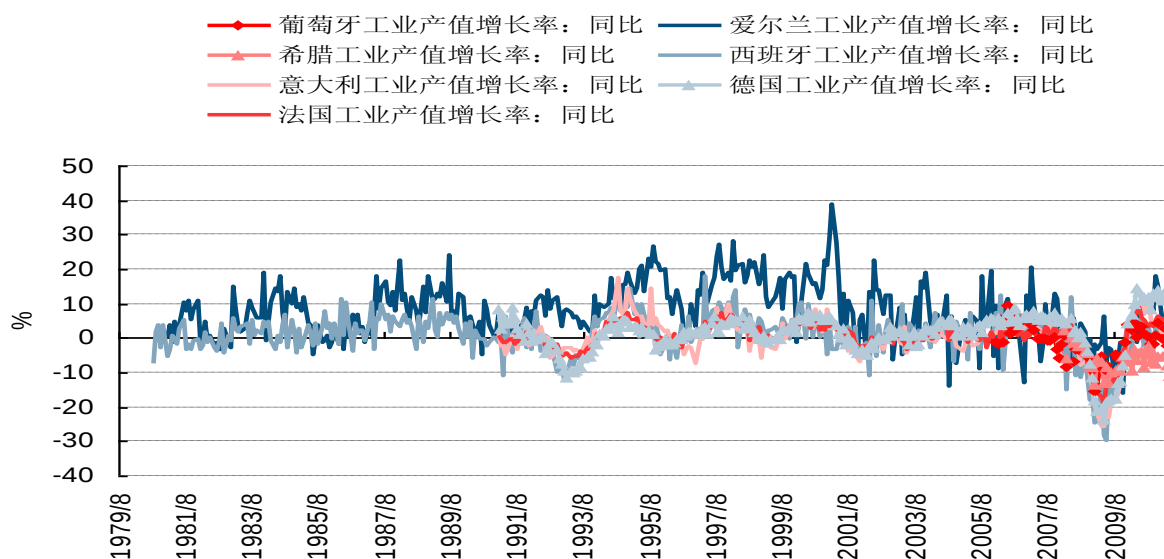
图 12：欧元区工业生产指数同比增速



资料来源: Bloomberg, 中信建投研发部

根据欧元区经济先行指标与同步指标之间的律动规律来看，欧洲经济当前的持续颓势将会在明年的1季度前后终结，欧洲经济随后将进入新一轮库存周期的景气阶段。虽然受债务危机的困扰经济复苏的高度可能有限，但是我们认为经济衰退的趋势将会得以改变。统一的市场与密切的经济联系，使欧元区国家经济运行的节奏高度一致（如图13所示），这就意味着在明年的一季度之后，“欧猪五国”的经济增长前景将会迎来新一轮的复苏机会。

图13：“欧猪五国”与德法工业产值增长率



资料来源：Bloomberg, 中信建投研发部

表6：“欧猪五国”财政紧缩计划

国家	财政紧缩计划
希腊	3年内紧缩开支300亿欧元，至2014年将财政赤字率降至3%以下。
葡萄牙	将在2011年削减50亿欧元财政赤字，使2011年财政赤字水平降至4.6%。
爱尔兰	未来4年削减财政赤字150亿欧元，到2014年将财政赤字率控制在3%以内。
意大利	实施总额540亿欧元财政紧缩方案，2013年前实现财政预算平衡。
西班牙	实施150亿欧元财政紧缩方案，到2013年将财政赤字率降至3%以下。

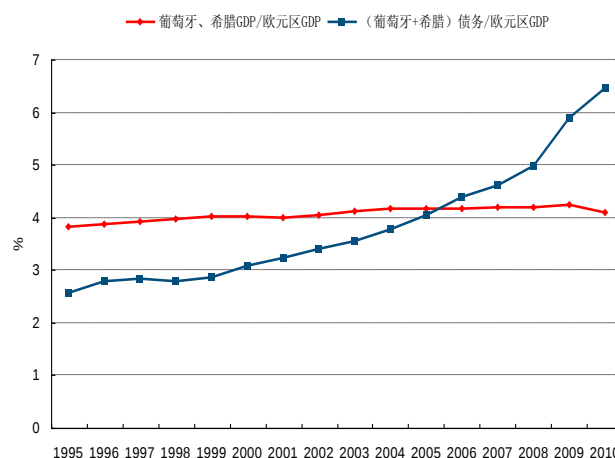
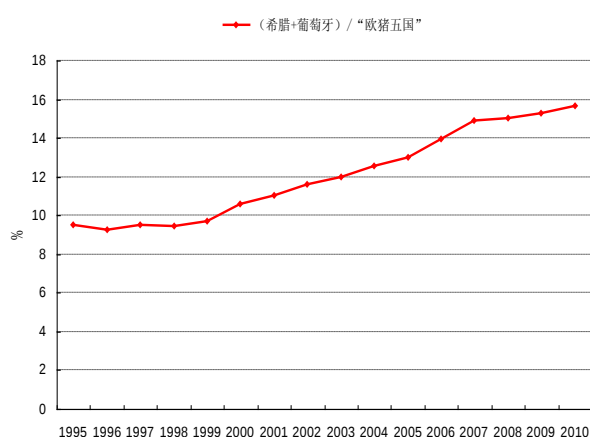
资料来源：中信建投研发部

因此，在2012年随着欧洲经济整体复苏机会的到来，意大利、爱尔兰、西班牙三国的经济也将随之恢复或者至少是好转，并且三国在之前推出的财政紧缩计划的效果到时候也将显现，进而三国的债务危机问题在2013年也将随之弱化或者是告一段落。但是从拉美债务危机发展演变的经验来看，即使三国的债务风险会在2013年有一个明显地回落，但是到其完全走出债务危机阴影可能还需要一个较为漫长的过程，一个关键的因素是看其后续的体制与制度调整何时能够使其经济重新焕发生机。综合判断，由于三国尤其是意大利、爱尔兰仍拥有具有国际竞争力的产业与企业，三国财政状况在危机之前都有较为良好的发展态势，我们认为它们在后续的救援中需要实施债务减免措施的可能性非常小，甚至可以说没有。

由于三国债务规模占欧猪五国占债务总额的近85%，因此当意大利、爱尔兰、西班牙三国债务风险在2013年显著下降之后，欧债危机的系统性风险也会明显回落，或者是基本消散。

相比较而言，希腊和葡萄牙的财政与债务问题则是一个长期性的问题，经济长期低迷，财政长期赤字，债务水平多年持续攀升，这不是靠简单的贷款援助和财政紧缩所得解决的，更多的是一些自身与区域体制性的因素使然。我们认为即便到 2012 年 1 季度之后欧洲经济能进入下一轮短周期的复苏期，希腊和葡萄牙的经济也难有明显改观，国内政府与民众之间政策协调的僵化，也使其提高经济效率、竞争力的改革难以顺利推进。综合各方面因素判断，我们认为希腊和葡萄牙，其中尤其是希腊当前类似“稳定计划”的流动性注入与财政紧缩方案无法使其脱离危机泥潭，其债务违约的概率高于 90%，随着欧债危机系统性风险的消失，希腊、葡萄牙债务危机的解决走向债务减免阶段的可能性非常大。

图 14: 希腊葡萄牙债务之和占“欧猪五国”债务总额的比重 图 15: 希腊与葡萄牙经济与债务体量占欧元区经济总量的比重



资料来源:wind, 中信建投研发部



分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，宏观研究团队宏观债券分析师，4 年证券行业研究经验，致力于在宏观经济运行周期的框架内，发现固定收益证券价格变化的驱动力量。2010 年《新财富》最佳分析师评选宏观组第六名。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。