

主权债务危机专题（二）

主权债务危机的历史，现状及展望

刘杰 (国联证券特聘首席宏观研究员)

(001) 416-409-3859, jieliu13@yahoo.ca

April 26, 2010

主权债务危机的历史，现状及展望

❖ 主权债务危机的历史经验

- ✓ 主权债务违约一般会导致本币大幅贬值，通货膨胀迅速上升，经济显著下滑等宏观经济风险
- ✓ 不过主权债务危机一般对经济的“创伤”具有周期较短的特点：一般在1-2年内可以恢复
- ✓ 主权债务违约导致其债权人的损失一般比较大，过去10年的统计结果显示平均损失额达70%

❖ 本次主权债务危机的特点和演变

- ✓ 以往的主权违约事件都发生在新兴经济体中，而此次主权债务危机集中于发达经济体中
- ✓ 全球经济刚刚经历了一场战后最严重的经济危机，目前整个发达经济体的负债率要远高于历次主权债务危机爆发时的水平，而且世界各国经济联系的紧密程度也超出以往任何时候
- ✓ 目前主权债务危机集中在欧元区，而它们无法通过贬值货币来减轻债务负担和刺激经济增长，因此，违约后的债务重组和局势演变比以往有更多的不确定性

❖ 投资结论：

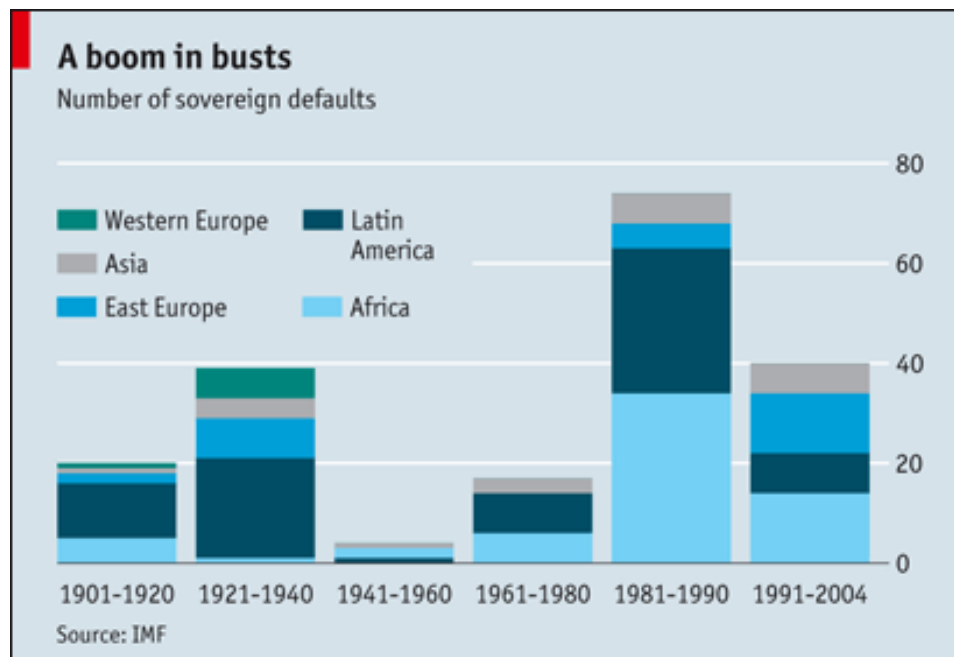
- ✓ 市场的不确定性因为主权债务的不确定性而增加，资本市场大幅震荡的局面会继续存在
- ✓ 只要全球经济持续复苏的局面不改变，我们依然维持此前对主权债务危机的定性：“后危机时代的非系统性冲击”
- ✓ 因此，主权债务危机所引起的市场大幅回调为投资者（尤其是长期投资者）提供了更多的买入机会

（一）主权债务违约历史回顾和总结

主权债务违约历史 – 1824年至2004年

- ✓ 根据IMF数据统计，在1824年至2004年间，全球共有257起主权债务违约事件
- ✓ 而在1981年至1990年仅仅10年间就有74起主权债务违约的案例，超过历史任何时期
- ✓ 从历史数据来看，主权债务违约事件过去主要发生在非洲，拉美，东欧和亚洲
- ✓ 西欧在1921年至1940年间经历过一系列主权违约事件，那时，世界经济刚刚遭受了一战的打击，并经历了1929年的大萧条
- ✓ 自1940年以后，发达经济体就鲜有主权违约事件

1900年至2005年全球主权债务违约分布



数据来源：The Economist

1999年至2008年主权国家债务违约列表 – 标准普尔数据

Government	Date of initial rating	Highest rating/outlook before default	Last date of highest rating	Number of intermediate rating actions	Selective default	Days elapsed between highest rating and default
Foreign-currency sovereign credit rating defaults						
Argentina	Aug. 25, 1993	BB/Stable	Oct. 30, 2000	10	Nov. 6, 2001	372
Belize	Aug. 18, 2000	BB/Stable	Aug. 18, 2000	7	Dec. 7, 2006	2,302
Dominican Republic	Feb. 13, 1997	BB-/Stable	Oct. 22, 2001	5	Feb. 1, 2005	1,198
Ecuador	July 29, 2000	B-/Stable	Nov. 13, 2008	1	Dec. 15, 2008	32
Indonesia, first default	July 20, 1992	BBB/Stable	Oct. 9, 1997	8	March 29, 1999	536
Indonesia, second default	July 20, 1992	CCC+/Stable	Sept. 12, 1999	2	April 17, 2000	220
Indonesia, third default	July 20, 1992	B-/Stable	March 7, 2001	5	April 23, 2002	412
Grenada	March 22, 2002	BB-/Stable/B	Sept. 16, 2004	2	Dec. 30, 2004	105
Pakistan	Sept. 21, 1994	B+/Positive	Aug. 2, 1995	8	Jan. 29, 1999	1,276
Paraguay	Oct. 23, 1995	BB-/Stable	Nov. 18, 1998	5	Feb. 13, 2003	1,548
Russia	Oct. 14, 2006	BB-/Stable	Dec. 18, 1997	7	Jan. 27, 1999	405
Seychelles	Sept. 15, 2006	B/Stable	Nov. 1, 2007	2	Aug. 7, 2008	280
Uruguay	Feb. 14, 1994	BBB-/Stable	Jan. 10, 2002	8	May 16, 2003	491
Venezuela	Oct. 5, 1977	AAA	Aug. 12, 1982	26	Jan. 18, 2005	8,195
Local-currency sovereign credit rating defaults						
Argentina	Sept. 1, 1994	BBB-/Stable	Oct. 30, 2000	10	Nov. 6, 2001	372
Dominican Republic	Feb. 13, 1997	BB/Stable	Sept. 30, 1998	2	April 9, 1999	191
Ecuador	July 29, 2000	B-/Stable	Nov. 13, 2008	1	Dec. 15, 2008	32

主权国家债务违约后债权人对债务的回收率

- ✓ 根据过去10年间主权违约数据，有50%的违约国能够最终偿还所有欠债
- ✓ 而按照违约金额为标准，过去10年间主权国家违约后债权人对债务的回收率仅有31%
- ✓ 而俄罗斯和阿根廷的国债违约事件导致债权人的亏损情况在过去10年里是最严重的：投资者投资亏损额度分别高达82%和73%
- ✓ 本次危机开始后，在2008年出现了两起主权债务违约的事件：厄瓜多尔和塞舌尔，对他们国债的回收率仅为26%和29%

1998年至2008年主权违约债务的回收率

Year of Default	Defaulting Country	Average Trading Price** (% of par)	PV*** Ratio of Cash Flows (ratio in %)
1998	Russia	18	50
1999	Pakistan	52	65
1999	Ecuador	44	60
2000	Ukraine	69	60
2000	Ivory Coast*	18	NA
2001	Argentina	27	30
2002	Moldova	60	95
2003	Uruguay	66	85
2004	Grenada*	65	NA
2005	Dominican Republic	95	95
2006	Belize	76	NA
2008	Seychelles*	29	NA
2008	Ecuador	26	NA
Issuer-Weighted Recovery Rates		50	68
Value-Weighted Recovery Rates		31	38

*Not rated by Moody's at the time of default.

** 30-day post-default price or pre-distressed exchange trading price.

*** Ratio of the present value of cash flows received as a result of the distressed exchange versus those initially promised, discounted using yield to maturity immediately prior to default (Source: Bank of England (2005)).

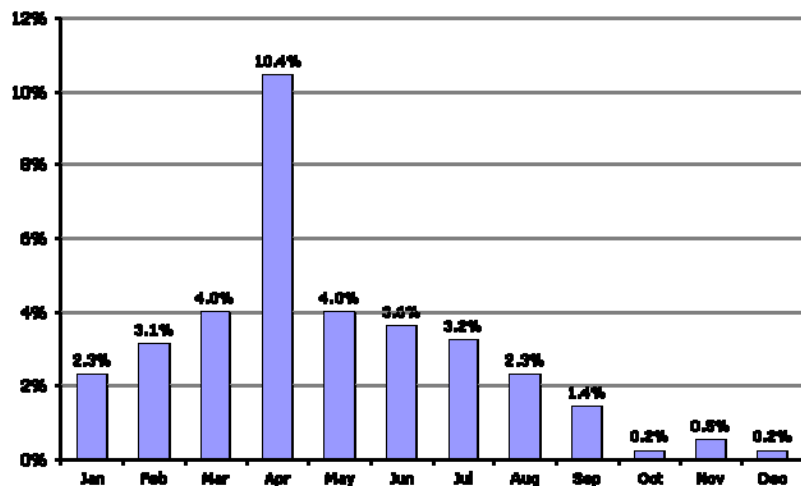
数据来源: Moody's

本世纪影响最大的主权违约事件 – 2001/2002年阿根廷债务危机

2001年12月，阿根廷818亿美金的主权债务违约，随后：

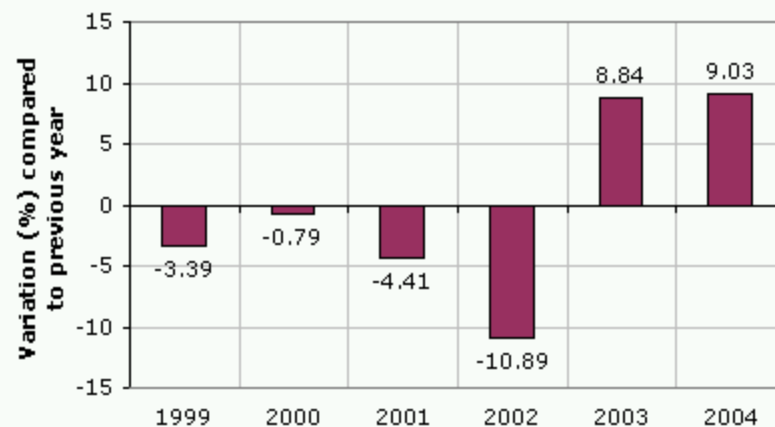
- ✓ 阿根廷被迫放弃自己当时盯住美元的外汇制度
- ✓ 阿根廷比索随即大幅贬值 – 比索对美元贬值高达75%
- ✓ 阿根廷通货膨胀迅速上扬，比索贬值后累积通胀率最高达80%
- ✓ 大批阿根廷企业倒闭
- ✓ 失业率大幅上涨至25%
- ✓ 2002年经济下滑10.9%
- ✓ 阿根廷至今还无法在国际市场上顺利的发行国债 – 阿根廷拖到今天还无法顺利在国际市场上融资主要是其国债重组缓慢
 - ❖ 阿根廷在2001年违约后，未能及时的重组债务
 - ❖ 直到2005年，阿根廷才提出了重组方案：以仅相当于欠债25-35%的面值发行新债来偿还旧债
- ✓ 阿根廷经济在2003年开始复苏

Monthly Inflation in Argentina, 2002



数据来源：INDEC

Evolution of the Argentine GNP, 1999–2004



主权债务危机历史的经验总结

- ✓ 历次主权债务危机的演变过程表明，主权债务危机对宏观经济造成的冲击具有周期较短的特点：
 - ❖ IMF用1972年至2000年数据发现，主权债务在违约后的第一年借贷成本在违约前的基础上平均上升**4%**，而该额外成本到了第二年就会下降至**2.5%**
 - ❖ 而在违约两年以后，主权债务利差基本可以回落到违约前的水平
 - ❖ 从经济增长速度角度出发，主权债务违约国家在债务重组过程中的**GDP**平均增长速度要比没有经历主权债务违约的国家（其他情况类似）低**1.2%**，不过该现象也集中在违约后的第一年

- ✓ 未能顺利重组违约债务的国家所受到的冲击要比成功重组的国家大很多。根据英国央行的研究结果，未能和债权人达成重组协议国家的**GDP**所遭受的损失要三倍于顺利重组债务的国家 – 顺利重组一般意味着债权人得到了较为满意的补偿或承诺

- ✓ 主权违约国对其所在地区其他国家的牵连十分明显：上世纪**80**年代新兴市场债务危机爆发之后，整个发展中国家的信贷骤减，这其中包括并没有违约的主权经济体。而目前以希腊为首的欧洲主权债务危机也已经扩散到欧洲的其他国家，投资者对整个欧洲经济体债务问题的担忧导致很多国家的资本市场出现大幅的震荡

- ✓ 主权债务违约对所在国的企业信贷冲击非常明显：IMF对历史主权债务违约时期的研究结果表明，私有企业的外部信贷在其所在国违约期间平均减少了近**40%**

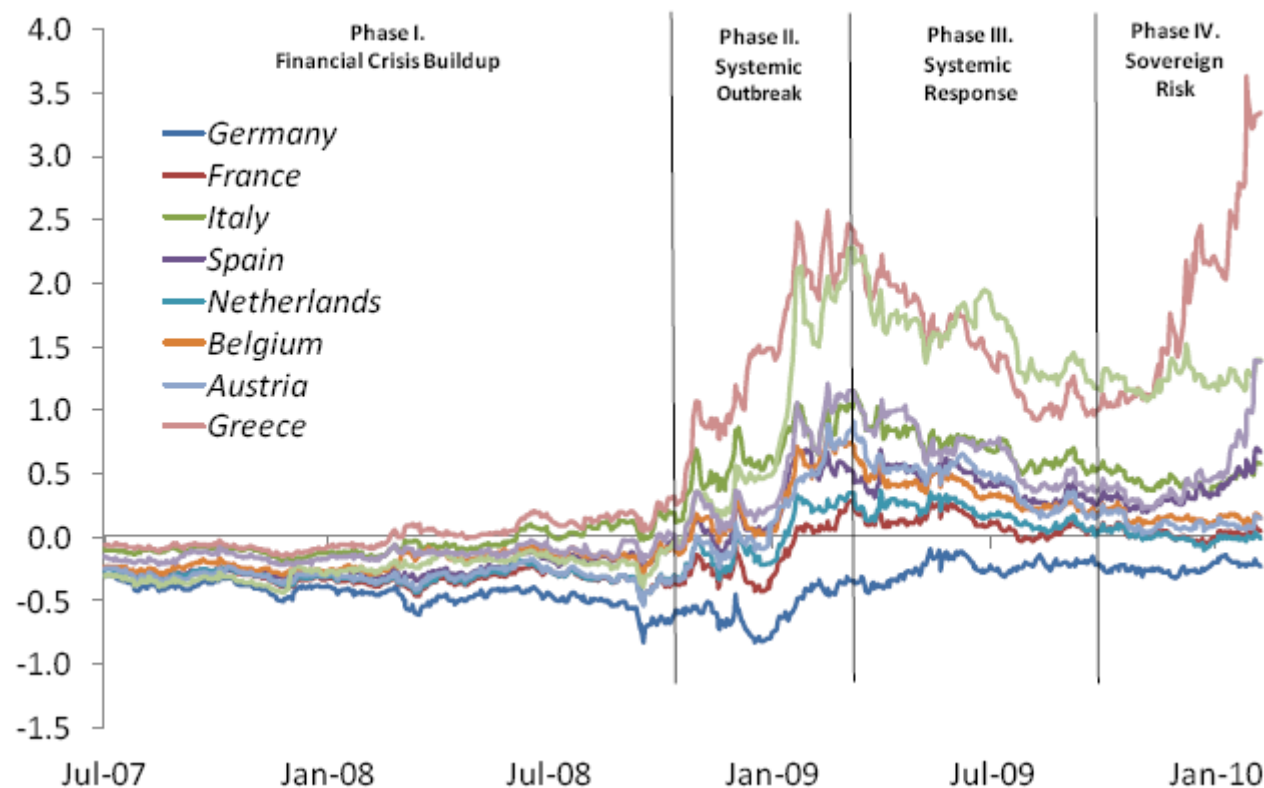
- ✓ 从政治角度出发，主权债务违约通常伴随着政党的更替。对相关的**22**例主权债务违约事件的观察发现，有**11**个国家的执政党在违约年和违约后的第一年出现了更替

（二）主权债务危机的现状和展望

主权债务危机在本次经济危机中的演变 – 欧元区首当其冲

- ✓ 第一阶段：2007年7月至2008年9月 – 金融危机累积阶段
- ✓ 第二阶段：2008年9月至2009年3月 – 金融危机全面爆发，引发金融系统性危机
- ✓ 第三阶段：2009年3月至2009年10月 – 系统性风险化解
- ✓ 第四阶段：2009年底至今 – 主权债务危机开始爆发

(Ten-year sovereign swap spreads, in percent)

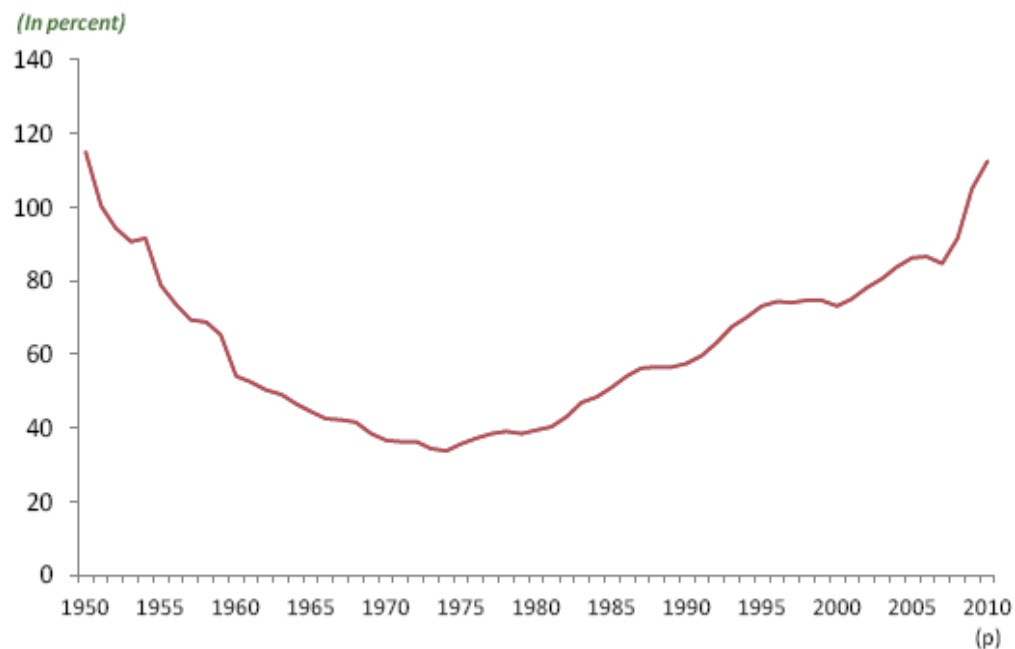


数据来源: Bloomberg

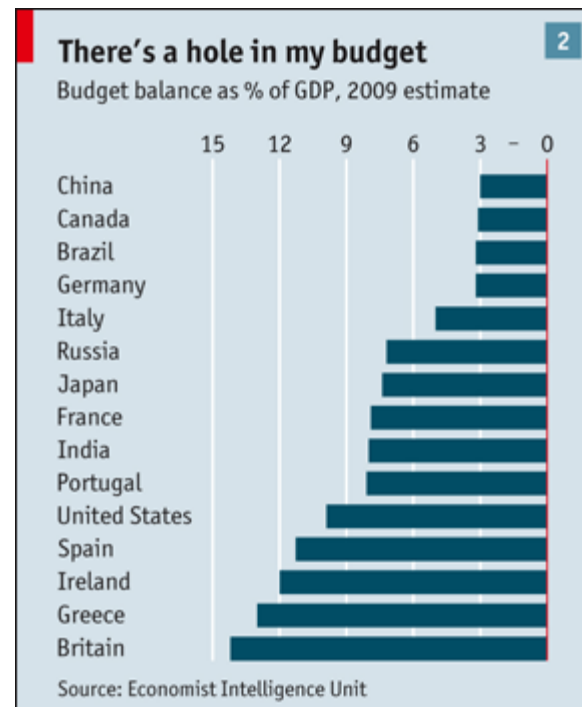
发达经济体债务高企 – 欧元区国家问题尤为严重

- ✓ 整个发达经济体内债务水平高企，目前，发达国家国债占GDP比例近120%，而且还在上升
- ✓ 发达经济体内财政赤字情况严峻 – 大部分国家赤字情况远超过国际警戒线4%的水平
- ✓ 欧元区国家的债务负担尤为严重

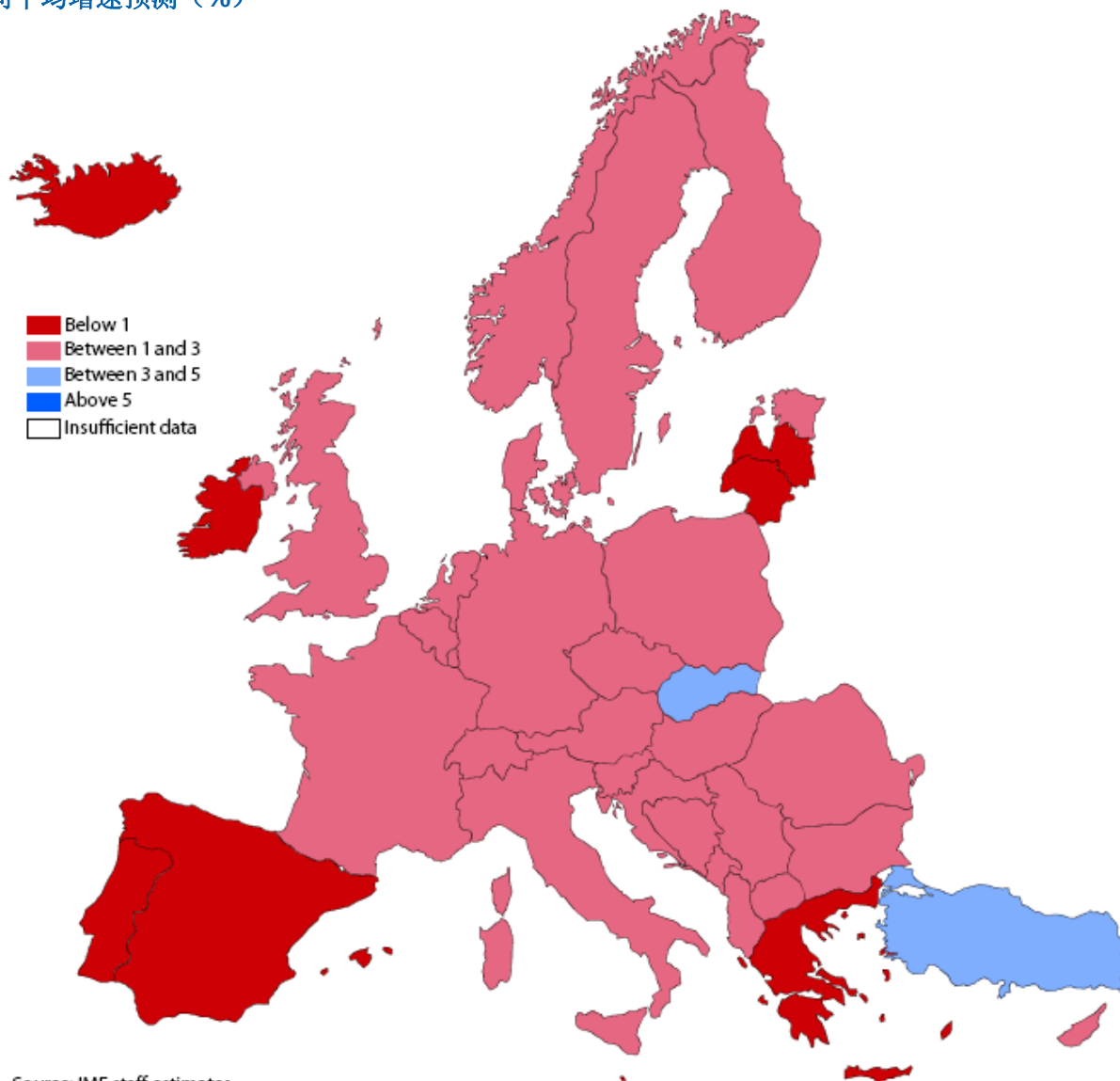
G7国债占GDP比例 – 创60年来的新高



Source: IMF, *World Economic Outlook* database.
Note: Average using PPP GDP weights.



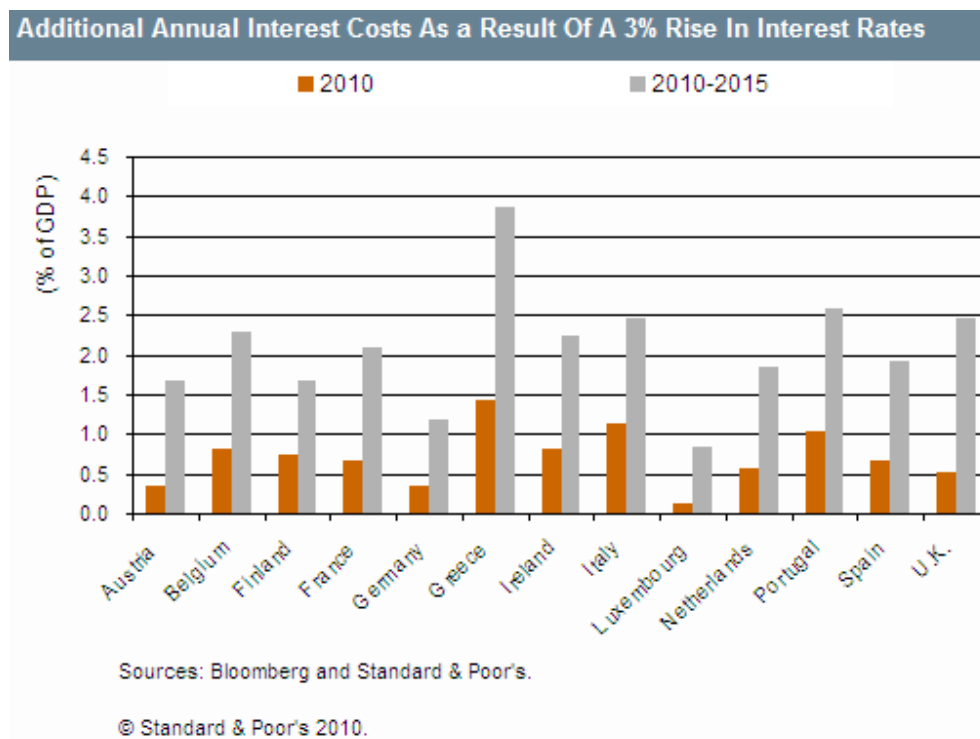
欧洲实际GDP在2010至2011年间平均增速预测 (%)



Source: IMF staff estimates.

欧洲经济对利率的敏感性分析 – 高利率不堪重负

- ✓ 由于投资者对主权债务问题的担忧进一步增加，问题国家国债收益率不断攀升
- ✓ 高国债收益率上升意味着利息支出的增加
- ✓ 由于欧洲国家的债务负担严重，很多国家国债占GDP比重接近甚至超过100% - 利率上涨意味着利息成本涨幅巨大
- ✓ 国债收益率上涨3%将导致希腊，意大利和葡萄牙在2010年利息支出的增加额达到其GDP的1%

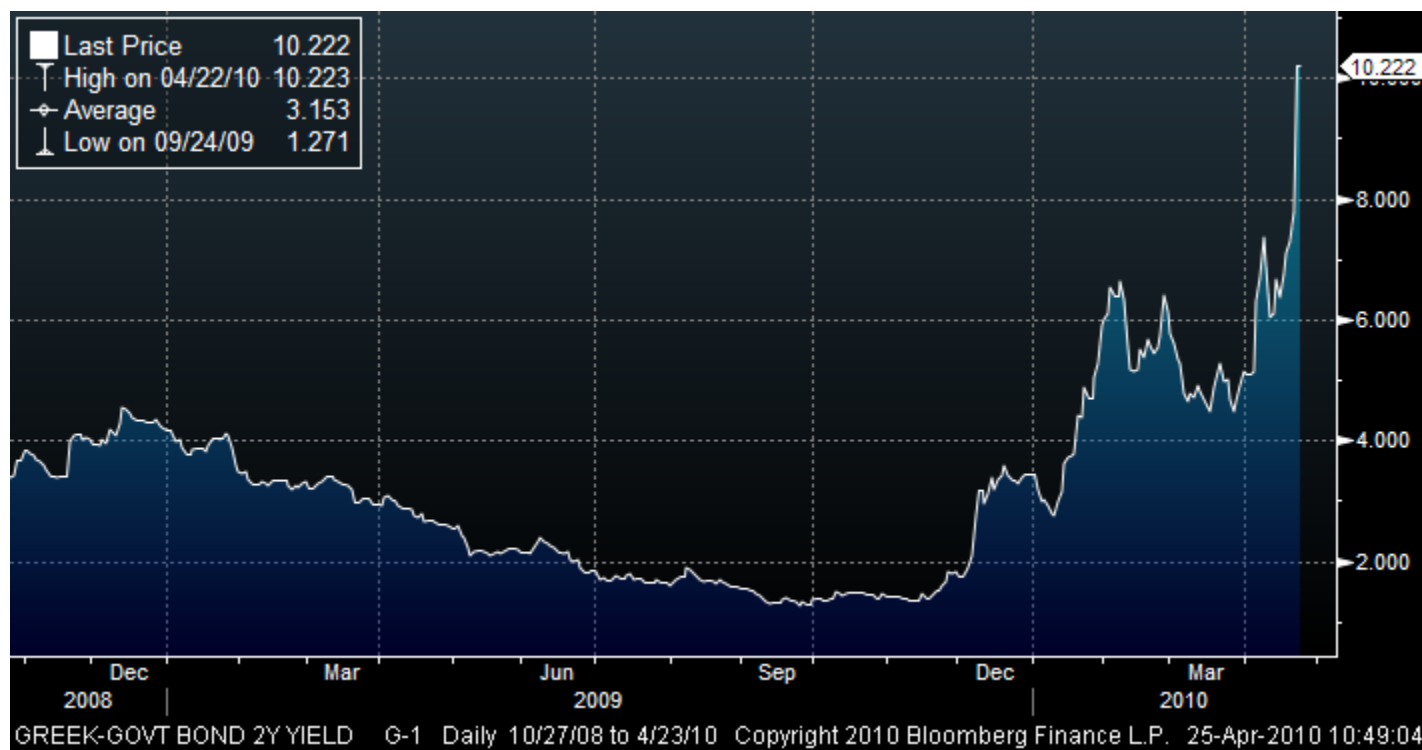


数据来源: S&P

希腊的现状 – 国债收益率突破10%，终于开口“求救”

希腊总理终于开口，向欧盟和IMF申请救援 – 而此前其一直强调“希腊并不需要救助，自己完全可以渡过难关”——然而市场是“残酷”的，就像在危机中的Bear Stearns, Lehman Brothers等公司一样，CEO“信心十足”的言论并不能解决问题，也无法改变他们倒闭的命运，希腊国债收益率在“勉强”度过三、四月份的难关后（以超过6%的利率发行国债）于四月底飙升至10%以上，希腊已无选择。

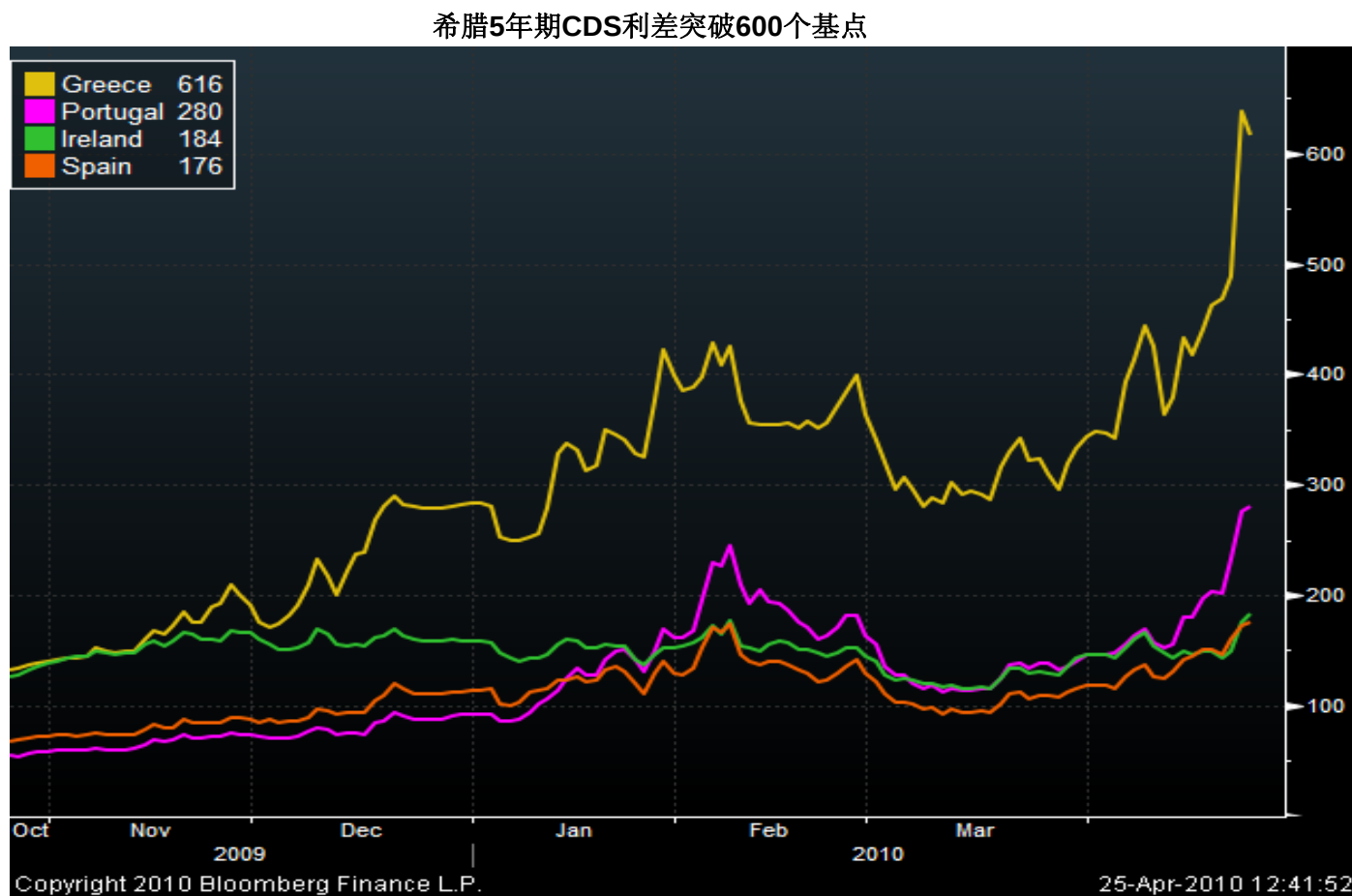
希腊2年期国债收益率飙升至10.22%



数据来源: Bloomberg, as of Apr 23, 2010

希腊和葡萄牙- CDS利差均创新高

- ✓ 就在希腊国债收益率历史性的突破10%之际，希腊国债CDS利差也再创新高，突破了600个基点，在希腊宣布申请救助以后有所回落
- ✓ 葡萄牙则紧随其后，在希腊的影响下国债CDS向300个基点逼近，也创出了历史新高



数据来源：Bloomberg, as of Apr 23, 2010

希腊的展望 – 450亿欧元（600亿美金）够吗？

- ✓世行首席经济学家林毅夫上周五表示：“IMF和EU向希腊提供的救助资金数额目前来看是充足的”
- ✓德国政府官员上周五表示，德国准备在IMF为希腊制定的调整方案就绪后向其提供援助
- ✓IMF工作组的目标是阐明希腊2011和2012年的调整措施，从而帮助恢复市场的信心
- ✓目前，IMF和欧元区其他成员国计划（还没有得到所有成员国的最后表决）在救助方案实施的第一年向希腊提供450亿欧元（600亿美元）

希腊需要多少钱呢？

- ✓5月中旬之前没有融资需求，在加上救助计划的激活 – 短期内希腊的压力将有所减轻
- ✓国债再融资：今年年内还有160亿欧元的国债再融资需求
- ✓国债再融资：明年全年的国债再融资需求有310亿欧元 – 这两项国债再融资需求之和达到了470亿欧元，超过了目前450亿的救助款
- ✓财政赤字：09年赤字占GDP比重达13.6%，假设希腊能够在3年内将赤字将至3%，在未来的12个月内，财政赤字融资需求将近200亿欧元
- ✓利息：希腊的年利息支出将超过其在09年时占GDP的5%（120亿欧元）
- ✓汇总：上述各类融资需求之和为近800亿欧元，超过目前的救助款450亿欧元 – 当然，IMF和EU的初衷是通过450亿的援助恢复市场信心，从而用市场的力量来解决额外的融资需求

信用评级机构“一如既往”的火上浇油：S&P: BBB+, Moody's: A3 (负面观望), Fitch: BBB-

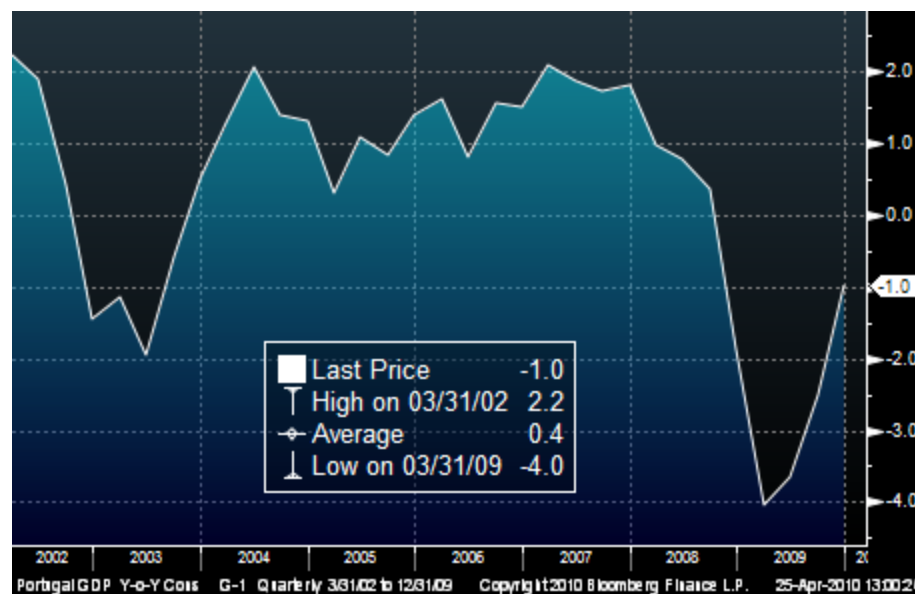
结论：如果经济复苏不能跟上债务负担的增速，希腊的债务重组很可能难以避免

主权债务危机的延续 – 下一个会是谁？

迪拜债务危机之后，希腊紧随其后，那么谁又会步希腊的后尘呢？

- ✓ 在IMF近期所作的主权债务问题排行榜上，爱尔兰，英国，日本，葡萄牙和西班牙紧随希腊之后
- ✓ 虽然葡萄牙的情况要远好于希腊，而且在IMF的分析中也非问题最大的国家，但市场却认为葡萄牙是下一个继任者 – CDS利差近300个基点，2年期国债收益率向5%挺进
- ✓ 市场对葡萄牙最大的担忧是其GDP增长率：自从加入欧元区以来，葡萄牙的GDP增长率一直垫底 – 这大大削弱了其偿债的能力

葡萄牙加入欧元区以来经济增速基本不到2%



数据来源：Bloomberg

From shakiest to safest

Countries ranked* by sustainability of debt position

	% of GDP, 2010, forecast		GDP growth less cost of finance [‡] , %	Sovereign debt, years to maturity [§]
	Primary budget balance, cyclically adjusted [†]	Net debt [†]		
Greece	-4.6	94.6	-3.2	7.7
Ireland	-7.0	38.0	-5.1	6.8
Britain	-6.7	59.0	-1.5	13.7
Japan	-5.9	104.6	0.1	5.4
Portugal	-2.7	62.6	-2.3	6.5
Spain	-4.3	41.6	-3.0	6.7
France	-3.8	60.7	-0.7	6.9
United States	-7.0	65.2	1.4	4.8
Poland	-5.3	32.4	-0.7	5.2
Italy	2.2	100.8	-1.0	7.2
Hungary	4.2	62.1	-3.5	3.3
Belgium	1.3	85.4	-0.6	5.6
Netherlands	-1.4	36.5	-0.6	5.4
Austria	-0.9	42.9	-0.6	7.0
Germany	-1.2	54.7	-0.5	5.8
Czech Republic	-1.9	5.3	0.0	6.4
Norway	-7.8	-143.6	2.4	4.9
Canada	-2.7	32.6	2.0	5.2
Denmark	-1.4	1.6	0.1	7.9
Australia	-0.7	-1.3	0.2	5.0
Switzerland	0.4	11.0	0.5	6.7
Finland	-0.9	-46.4	0.9	4.3
Sweden	-0.3	-13.1	1.5	6.4

*Based on the sum of the countries' rank for the first three debt measures

Sources: Bloomberg; EIU; OECD; The Economist

[†]General government [‡]Forecast average nominal GDP growth for 2010-11 less latest yield on government bonds of average maturity [§]Weighted average

本次主权债务危机的特点和危机发展展望

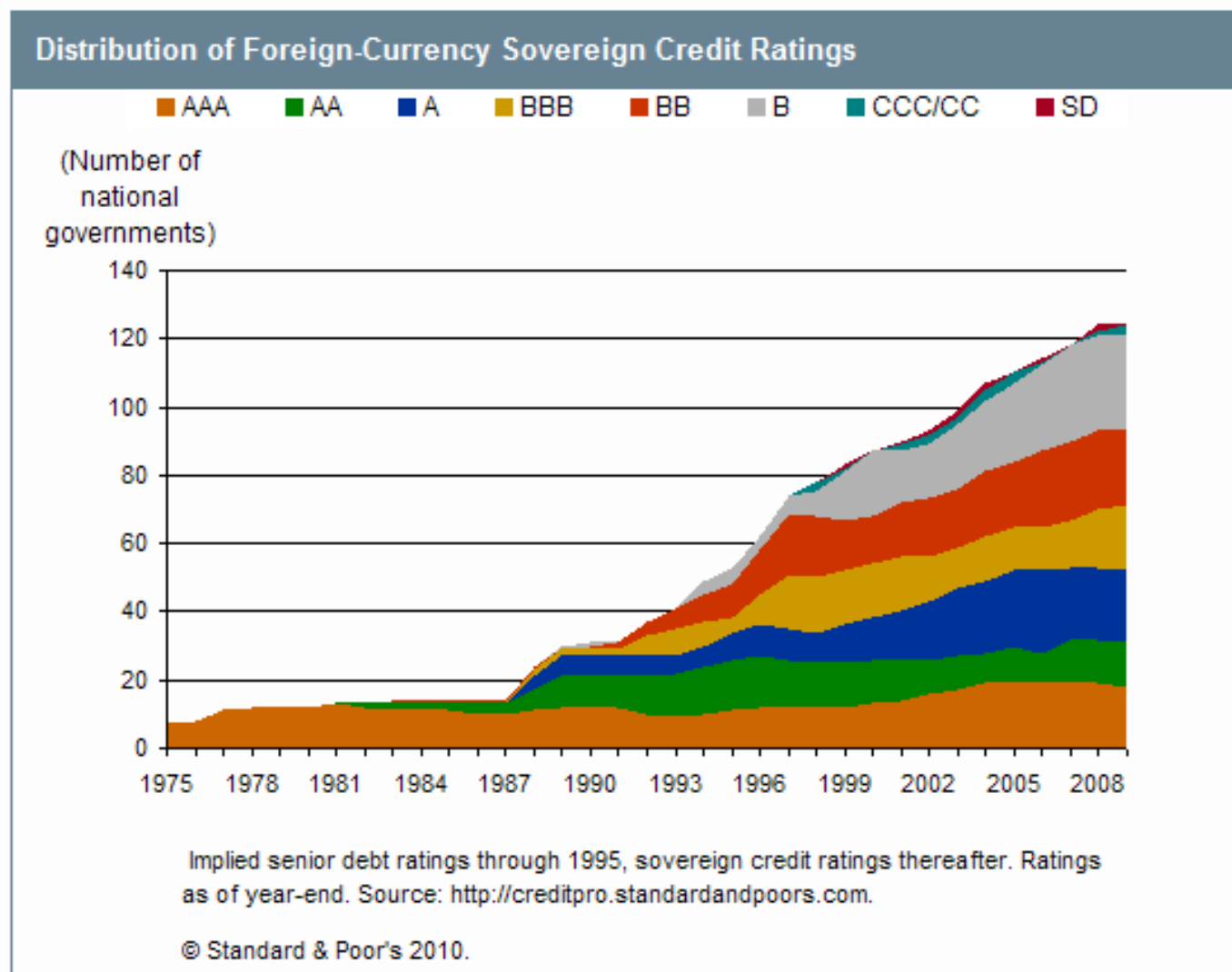
虽然历史经验表明，主权债务违约并不意味着违约国世界末日的到来，而且从平均数据来看，各国从违约中“走出来”的时间也不是很长，但阿根廷的特例和目前全球经济的宏观局面来看，希腊如果真的出现违约，所造成的影响可能比以历史经验总结的结果要更严重：

- ✓ 首先，以往的主权违约事件都发生在新兴经济体中，因此对发达经济体的冲击并不是很大。如果希腊真的违约了，那将是二战以后第一个发达经济体出现主权债务违约事件，因此所造成的影响将在发达经济体内部扩散开来；
- ✓ 其次，全球经济刚刚经历了一场战后最严重的经济危机，目前整个发达经济体的负债率要远高于历次主权债务危机爆发时的水平，而且世界各国经济联系的紧密程度也超出以往任何时候，此刻出现主权债务违约所造成的宏观风险会被新的全球经济环境显著放大
- ✓ 第三，由于希腊是欧元区的成员国，它无法通过贬值货币来减轻债务负担和刺激经济增长，因此，违约后的债务重组会很痛苦 – 债券人可能不得不承担巨大的损失，这也将进一步推高希腊的借贷成本；

与此同时，我们依然坚持一贯的观点，只要主权债务危机的演变不伴随着全球经济的二次探底现象的出现，其对整个经济体的冲击依然还是一个后危机时代的“非系统性风险”事件。而且，随着目前美国经济复苏劲头不减，主权债务危机所造成的市场震荡只会为投资者提供更多的买入机会。

（三）附录

标普主权国家信用评级分布 – A级以下国家数目众多



数据来源: S&P

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（**University of Toronto**）经济学硕士和新不伦瑞克大学（**University of New Brunswick**）金融学硕士学位。