

自食其果



路易斯·A.V. 卡托、鲁伊·C. 马诺

与以前的观点相比，主权债务违约的国家将要面临更高的利率溢价

想像一下，某个国家在向外国投资者发行债券之后违约，几年之后，该国协商削减初始债务金额，然后又要继续从资本市场借钱。这就要面临许多问题。这个国家再借钱的时候是否会因违约受到惩罚？相对于就其经济基本面而言合理的利率水平，是否必须承担更高的利率呢？如果是，这个“违约溢价”又应该是多少呢？如果这个国家要重新建立信誉并消除这个违约溢价的话，要花多长时间？

这些问题之所以重要，有下面几个原因。违约溢价的幅度和持续时间对该国的偿债负担具有决定性的影响。为了在失去市场融资渠道之后依然能借到钱，债务违约国可能向IMF这样的多边机构承诺实施调整计划，而违约溢价还可能影响到这种调整计划。如果违约溢价较高而且持续时间较长，该国要降低对多边机构贷款的依赖就需要花费更多时间。如果违约溢价持续很长时间，这就表明投资者对他们豁免的债务仍然耿耿于怀。

但是，主权债务违约国是否需要支付较高的利率溢价这一问题一直饱受争议。从20世纪80年代开始，由于能够获得大量的历史数据，许多研究者试图通过实证方法来回答这个问题。许多这方面的研究结果表明，违约国因其债务违约支付相对微不足道的溢价，或者支付的时间较短。比如说，艾肯格林和波特斯 (Eichengreen 和 Portes, 1986)、林德特和莫顿 (Lindert 和 Morton, 1989) 和奥泽勒 (Ozler, 1993) 等人的研究报告均显示，在20世纪30年代，发生债务违约的国家所支付的利率与没有违约的国家仅有细微差距——不超过25—30个基点 (1个基点为1个百分比的1/100)。相反地，完全基于20世纪90年代至本世纪前十年新兴市场数据的研究 (如 Borensztein 和 Panizza, 2009) 发现，如果违约国开始在私募市场再次借钱，他们要支付的利率溢价平均高达400个基点；研究还发现，这些溢价基本在两年之内消失。仅在少数情况下，如果溢价持续时间较长，债权人

承受的损失(债务削减)才会特别大(Cruces 和 Trebesch, 2013)。

但是,大多数国家仍然竭尽所能避免违约,如果因未按初始条款偿债而产生的罚息相对很低,这种做法似乎有点不合时宜。显然,除利率溢价之外,还存在其他的潜在违约风险,如国际制裁、贸易融资中断以及丧失信誉等;但许多研究认为这些其他惩罚大多不够严厉。我们的研究表明,各国之所以竭力避免出现违约是因为他们普遍担心违约后利率溢价的幅度和持续时间会高于之前预期(见 Catão 和 Mano, 2015)。因此,政府行为应该是有理可依的。

新的证据

根据一国的基本经济状况,利率可因多种原因高于预期,如借债国政局不稳或者金融市场产生强烈的避险情绪。但是,从违约记录来看,如果利率溢价是违约要承担的唯一后果,那么要准确衡量溢价幅度就应考虑下列三个重要因素:如何对该国的信用记录打分;如何获得有代表性的数据;如何选取与解释一国利率水平相关的所有经济基本面因素,如债务占GDP的比率和经济增长率。

其他研究者在其分析中选择不同的信用记录衡量标准,研究不同时期,并使用不同的经济基本面因素。违约溢价的估算可能对这些选择非常敏感。例如,违约溢价可能会因临时的外部因素而随时发生变化,如在2002—2007年期间,由于大宗商品价格居高不下,而避险情绪并不强烈,就出现了这种情况。同样,如果与早期的某些研究一样,只侧重于上世纪60—70年代全球化程度不高且流动性低的地区,违约溢价可能就会低得不切实际。这就意味着对短期平均违约溢价的估算可能存在偏差。实际上,即便对于多次违约的国家而言,在主权利差被压缩的情况下,往往很容易设想违约溢价会简单消失。但是,主权利差会应临时因素(如避险情绪不强烈)而收窄;这种利差就不能作为估算相关违约溢价的指标。要准确衡量违约溢价,就必须将该国目前的基本面以及全球资本市场的影响从利差中剔除;在任何分析中,控制这些因素非常重要。最后,如果研究者采用投资者对过去的记忆这样的指标,就会估算出较低的违约溢价幅度,因为这种指标会临时收窄,数据也没有广泛的代表性。

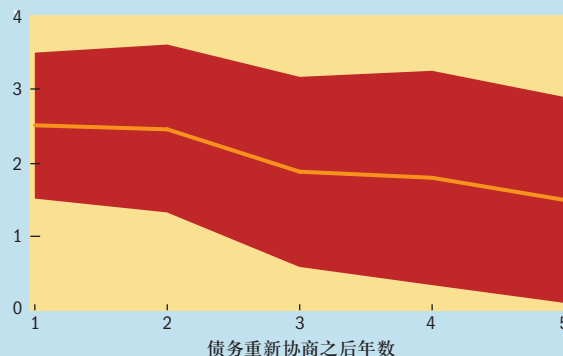
大多数国家仍然竭尽所能避免违约。

我们对这三个关键因素逐一进行了分析,并且针对不同样本采用了同样的方法。我们得出的违约溢价大大高于其他研究者的分析结果,原因如下:

图1
高昂的代价

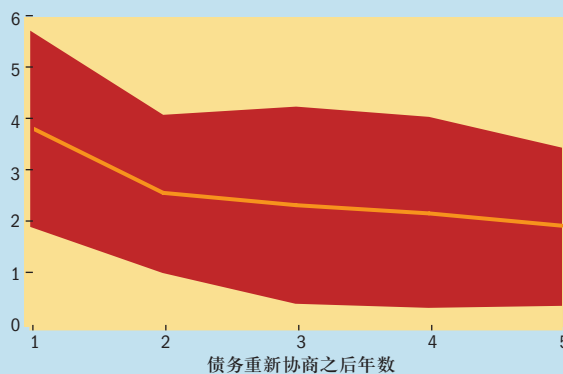
1870—1938年期间发生债务违约的国家对新增债务所支付的违约溢价为2.5个百分点,五年之后会递减至1.5个百分点……

(违约溢价,百分点)



……1970—2011年期间发生债务违约的国家所支付的违约溢价为4个百分点,并递减至约2个百分点。

(违约溢价,百分点)



资料来源: Catão和Mano (2015)。

注:阴影区域表示大多数债务违约国家所支付的违约溢价。多次发生债务违约的国家所支付的违约溢价通常高于平均水平,而一次性违约的国家所支付的违约溢价则低于平均水平。本图所示年份从债务重新协商结束之后的一年开始。

• 我们选择了普遍使用的信用记录衡量指标,有助于投资者了解一国信用状况。我们在测算违约溢价时综合了以下三个信用记录指标:一国债务违约的合计持续时间;最近一次违约之后的年数;以及债务重新协商之后的年份是否与违约之后的第一、第二、第三、第四或第五年相对应。这就考虑到了投资者的记忆在违约之后的前几年会迅速衰减,而在之后的衰减速度则比较平缓。

• 我们构建了一个更为广泛的数据集,涵盖发达及新兴市场国家的两个国际债券市场活跃期间:1870—1938年和1970—2011年。通过对一手资料和二手资料进行研究,我们的数据集扩大了现有主权利差序列的历史覆盖范围。新的数据集涵盖68个国家,并包含了约3000项年度观察结果(违约年份除外),这远远高于之前研究的

密度。

• 除信用记录外，我们还研究了可能影响违约溢价的其他因素。这些因素包括许多宏观经济基本面指标，



过往违约的利率溢价基本被低估了。

如公共债务占 GDP 的比率、外币债务的比例和 GDP 增长率（放大了之前的研究数据，如 Reinhart 和 Rogoff, 2009）以及全球金融市场状况，如股票价格和基准利率的波动，这些市场状况会影响投资者的风险偏好，从而影响他们对信誉较低借款国的容忍程度。最后，我们还考虑了过往违约规模。

图 1 显示了 1870—1938 年和 1970—2011 年期间各国重新进行私募借贷时的违约溢价。在二战前，平均初始溢价为 250 个基点，比之前的估算高得多，持续的时间也更长，五年后，平均溢价仍然为 150 个基点。二战后期，溢价更高，初期为 400 个基点，五年之后仍为高达 200 个基点。溢价的持续时间既取决于违约期间的年数，也取决于违约之后的年数。

整体而言，违约溢价占债务违约国所支付利率与基准利率之间利差的 60%（见图 2）。也就是说，主权国家回归私募资本市场之时所支付的整体利率基本上不受其经济状况的影响，而是根据其低于标准的过往信用记录确定。因此，一旦这些国家完全回归私募资本市场，违约溢价对于

测算这些国家将要支付的利率而言非常重要。

连续违约

图 1 显示，高于和低于平均水平的违约溢价范围都很大。这主要归因于一次性违约国与连续违约国之间的区别。连续违约国通常支付高于平均水平的违约溢价，这是因为他们长期远离市场，从而造成长期拖欠欠款——我们计算违约持续时间的过往信用记录指标考虑了这一影响。投资者往往将“离开市场”（尤其是近期的）视为信誉度较低的表现，即便标准基本面指标（如债务占 GDP 的比率和经济增长率等）比较不错。此外，贷款人对债务违约国报告数据的准确性越不确定，他们就会愈加关注政府举措，如无法偿债、推迟债务重新协商等，这也通常导致对违约溢价的预期更高。

我们的过往信用记录指标适用于大额违约和小额违约。投资者在某些违约情形中会比其他违约遭受更大损失，从而对大额违约施加更高的违约溢价，这似乎是符合逻辑的。

但是，要确定以前的债务削减对违约溢价的影响非常困难。首先，所有违约都是重大事件，通常涉及大幅度的债务削减。其次，竞争市场中的投资者会根据未来违约风险确定债券和贷款的价格。如果贷款人持续要求通过额外收取溢价来弥补损失，那么以前的债务削减就比较重要。但是，在竞争市场（如典型的主权债券市场）中，如果想要弥补损失，就可能被新的贷款人低价承接。此外，我们的违约溢价模型中已包含的若干变量，如债务占 GDP 的比率和违约持续时长等，可以对近 90% 的债务削减差异作出解释。

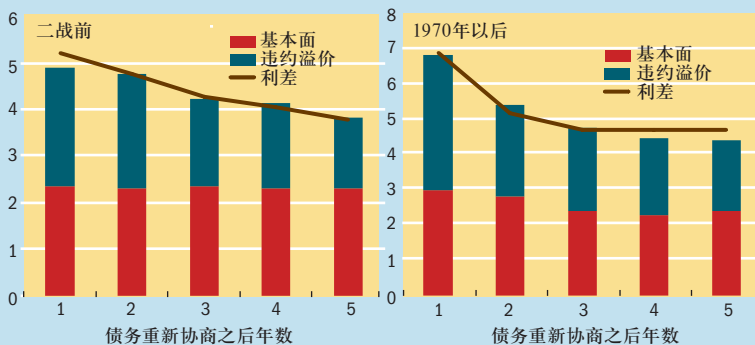
图2

过往信用记录是决定性因素

整体而言，在债务重新协商之后前五年内，违约溢价占债务违约国所支付利率与基准利率之间利差的约60%。剩余比例归因于该国的经济基本面。

(违约溢价, 百分点)

(违约溢价, 百分点)



资料来源: Catão和Mano (2015)。

注: 二战前的收益率以英国政府债券(公债)的长期收益率为基准; 1970年之后以10年期美国国债的收益率为基准, 少数情况除外。由于估算误差, 图中的利差和最高数值在某些情况下会有些微差异。

明晰的思路

本文的结论是，过往违约的利率溢价基本被低估了。部分原因在于之前的研究没有充分考虑过往信用记录指标，更重要的是，其所依据的数据集也不够全面。与之前的研究者相比，我们对更大数量和更长时间的违约情况进行了分析；我们发现，主权债务违约溢价往往在债务重新协商之后的前几年幅度较大，而在之后会逐渐收窄——比之前研究者所分析的收窄速度慢得多。

我们还对债务占 GDP 比率为中等水平（50%，且债务均来自私募市场）的某一国家进行了分析，这也是符合实际情况的。20 世纪 70 年代之后的违约溢价平均为 400 基点，在债务重新协商之后，每年多付利息金额高达 GDP 的 2%，在几年之后才递减至

GDP 的 1%。鉴于外债利息支出通常占一国 GDP 的 1%—3%，即便就中等水平的债务比率而言，这样的利息成本也不算少。这对于债务率更高且多年远离私募金融市场的国家而言，利息成本将会更高。简而言之，姑且不论其他造成高额支出的因素，如丧失信誉、国际制裁以及贸易和金融中介中断等，避免违约也是非常重要的。

显然，一国违约溢价的绝对幅度取决于该国的具体状况以及对该国和国际经济因素变化趋势的预测。但是，我们的分析表明，即使违约溢价接近历史平均水平，但要证明避免违约（包括采用紧缩措施让经济走上正轨）的合理性，代价仍然可能过于高昂。对于负债率较高、有过违约记录且被私募资本市场拒之门外的国家而言，尤其如此。■

路易斯·A.V. 卡托（Luis A.V. Catão）是IMF研究部高级经济学家，鲁伊·C. 马诺（Rui C. Mano）是IMF亚洲及太平洋部高级经济学家。

参考文献：

Borensztein, Eduardo, and Ugo Panizza, 2009, "The Costs of Sovereign Default," *IMF Staff Papers* 56(4), pp. 683–741 (Washington).

Catão, Luis A.V., and Rui C. Mano, 2015, "Default Premium," *IMF Working Paper 15/167* (Washington: International Monetary Fund).

Cruces, Juan, and Christoph Trebesch, 2013, "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 5, No. 3, pp. 85–117.

Eichengreen, Barry, and Richard Portes, 1986, "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences," *European Economic Review*, Vol. 30, No. 3, pp. 599–640.

Lindert, Peter H., and Peter J. Morton, 1989, "How Sovereign Debt Has Worked," in *Developing Country Debt and Economic Performance*, Vol. 1, ed. by Jeffrey Sachs (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Ozler, Sule, 1993, "Have Commercial Banks Ignored History?" *American Economic Review*, Vol. 83, No. 3, pp. 608–20.

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

iMFdirect

国际货币基金组织有关经济和金融的观点

上网阅读著名经济学家和 IMF 官员撰写的
关于全球经济紧迫问题的博客

<http://blog-imfdirect.imf.org>