

# 主权违约原因与违约特点研究

2018年3月26日



---

**联合资信评估有限公司**

电话：010-85679696

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

---

**联合信用评级有限公司**

电话：010-85172818

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

邮箱：[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

---

## 主权违约原因与违约特点研究

联合资信评估有限公司 主权部

通过对近 20 年间全球范围内发生的 40 起主权违约事件的分析，联合资信评估有限公司（“联合资信”）发现，除了部分因偶然事件引发的违约外，大部分的主权国家违约都是由多个因素共同导致的。主权国家违约的主要原因包括债务危机、货币危机、财政危机、经济危机、政治危机以及政府还债意愿不足等几个方面。主权违约具有一些共性，比如拉美地区是主权债务违约的高发地；全球性或区域性的金融危机后，主权信用风险会大幅增加；由于国家之间经贸依赖程度的加深，主权信用风险具有一定的传导性；有过违约史的国家再次发生违约的可能性较高等。此外，我们还发现大部分发生过违约的主权国家在违约前会遭遇经济衰退或经济形势急剧恶化。国家治理能力普遍较差、国家经济体量小、发达程度不高、经济结构单一、政府债务负担沉重和外债水平较高也是违约国家具有的特点。

充分了解主权违约的这些特点，可以帮助我们更全面的评估主权信用风险，也可以在一定程度上帮助我们预测主权违约的发生，及时防范主权违约风险。

### 一、联合资信对主权违约的定义

一般来讲，按照违约对象不同，违约可以分为债项违约和主体违约。联合资信认为，当债务人或相关债项出现下述一个或多个事件时，即可判定为违约：

1. 债务人未能按照合同约定及时支付债券本金和/或利息；
2. 债务人（被）申请破产或进入破产清算程序、被接管、被停业或关闭，不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务，明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；
3. 债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图（例如和解或重整中的债务重组），债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：

- 1) . 如果债券具有担保，在债务人发生上述第二种情况时，担保人履行担

保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约，或

2) . 单纯由技术原因或管理失误而导致长期债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1-2 个工作日得以解决，称为“技术性违约”，不包含在违约定义中。

根据联合资信《主权信用评级方法（2017 年修订）》，对于主权国家或地区政府发行的本、外币债券和票据，如果主权政府未能在到期日按规定偿付债务或者发生了债务重组等损害债权人利益的行为，则我们认定发生了主权违约。如果主权政府未能按规定偿付公有部门、官方债权人或国际金融组织的债务以及未能履行担保义务并不构成违约。

## 二、主权国家违约原因分析

根据联合资信主权违约定义，我们对近 20 年（1998 年~2017 年）的主权违约案例进行了梳理，期间全球范围内共发生了 40 起主权违约事件，共涉及 24 个主权国家，下文将以这 40 起主权违约事件为样本进行分析。

通过对主权违约事件进行分析，除了部分因偶然性事件引发的违约外，大部分的主权国家违约都是多个因素共同导致的，包括债务危机、货币危机、财政危机、经济危机、政治危机以及政府还债意愿不足等几个方面。其中债务危机和经济危机是导致主权违约的主要原因，分别占样本的 55.00%和 27.50%。

### 1. 债务危机

过高的债务水平直接导致债务国的还债压力巨大，一旦在经济出现问题时大量债务集中到期，爆发违约的可能性便大大增加。例如 2012 年，希腊因政府债务负担沉重爆发债务危机，成为目前全球主权债务违约规模最大的国家；牙买加在 2010 年和 2013 年的两次违约也是因为债务负担过于沉重而导致。

### 2. 货币危机

货币危机指主权国家或地区由于经济基础薄弱、汇率政策不当、外汇储备不足、外债负担沉重等导致相关国家的货币在短期内急剧贬值、外汇储备迅速减少、资本流出加剧，从而给政府带来流动性危机。2003 年，受南美经济危机影响，乌拉圭的经济发展也受到了牵连，引发了外资的大量出逃导致乌拉圭的货币迅速贬值、债务水平迅速攀升至 100%以上，最终因无力支付 2003 年和 2004 年到期的大规模外债而宣告违约。

### 3. 经济危机

这种情况一般会发生发生在经济结构单一或者经济过度依赖资源的国家，这类国家的经济抗风险能力普遍较差，无法很好地应对恶化的国内外经济环境。例如格林纳达的经济体量很小且经济产业结构单一，旅游业是其国民经济的支柱产业，这导致其经济对外依赖程度较高、经济增长波动性较大。2004 年的飓风使其旅游业和农业遭受了致命打击，经济陷入衰退，外加这个时期的扩张性财政政策，格林纳达的债务水平大幅上升，最终因无力支付到期债务而宣布违约。

### 4. 财政危机

若一个国家的财政长期赤字，政府的融资需求便会增加，从而导致政府债务水平上升。喀麦隆政府在 2004 年总统大选前后由于预算失控导致了严重的财政危机，最终政府因无力按期偿还部分国内债务而违约。

### 5. 政治危机

一个国家的政局越稳，政治风险就越低。政权更替频繁或战争不断会严重阻碍一国的经济发展。科特迪瓦是西非最重要的经济大国，但其执政党联盟和反对党之间的矛盾非常突出，执政党内部也存在利益分配争执问题，这导致科特迪瓦政党斗争和军事冲突不断。科特迪瓦 2000 年和 2011 年的两次违约都是由其国内的政治、军事斗争引发。

### 6. 政府还债意愿不足

除了因没有偿债能力而造成的违约外，还有一些情况是由于政府的还债意愿弱而导致的。如厄瓜多尔 2008 年和和伯利兹城 2012 年的违约。2008 年，厄瓜多尔左翼政府选择拒绝支付 2012 年和 2030 年到期的全球债券，声称这些债券是“非法”且“不合逻辑的”。考虑到厄瓜多尔拥有大规模外汇储备，这些债券本可以轻而易举地支付。换言之，是“愿不愿意还”而非“有没有能力还”的问题。

表 1 1998 年~2017 年发生过违约的主权国家列表

违约国家	违约年份	违约金额 (亿美元)	违约币种	地区分布	违约原因
俄罗斯	1998	727.09	外币、本币	欧洲	财政危机、债务危机
委内瑞拉	1998	2.70	本币	拉丁美洲	延迟支付

乌克兰	1998	12.71	外币、本币	欧洲	货币危机
土耳其	1999	-	本币	亚洲	经济危机
巴基斯坦	1999	16.27	外币	亚洲	债务危机
厄瓜多尔	1999	66.04	外币、本币	拉丁美洲	债务危机
多米尼加共和国	1999	-	本币	拉丁美洲	-
科特迪瓦	2000	156.00	外币	非洲	政治危机
乌克兰	2000	10.64	外币、本币	欧洲	货币危机
印度尼西亚	2000	-	外币	亚洲	货币危机
苏里南	2000	-	本币	拉丁美洲	-
阿根廷	2001	822.68	外币、本币	拉丁美洲	经济危机、债务危机
摩尔多瓦	2002	1.45	外币	欧洲	债务危机
印度尼西亚	2002	-	外币	亚洲	-
尼加拉瓜	2003	3.20	本币	拉丁美洲	债务危机
乌拉圭	2003	57.44	外币	拉丁美洲	货币危机
巴拉圭	2003	-	外币	拉丁美洲	经济危机
格林纳达	2004	-	外币	拉丁美洲	经济危机、债务危机
喀麦隆	2004	-	本币	非洲	财政危机
格林纳达	2005	-	本币	拉丁美洲	经济危机、债务危机
委内瑞拉	2005	-	外币	拉丁美洲	债务危机
多米尼加共和国	2005	16.22	外币	拉丁美洲	债务危机
格林纳达	2006	-	本币	拉丁美洲	经济危机、债务危机
伯利兹城	2006	2.42	外币	拉丁美洲	债务危机
厄瓜多尔	2008	32.10	外币、本币	拉丁美洲	政府还债意愿弱
塞舌尔群岛	2008	-	外币	非洲	经济危机、债务危机

尼加拉瓜	2008	2.96	本币	拉丁美洲	债务危机
牙买加	2010	79.00	外币、本币	拉丁美洲	债务危机
科特迪瓦	2011	23.00	外币	非洲	政治危机
伯利兹城	2012	5.47	外币	拉丁美洲	政府还债意愿弱
希腊	2012年3月	2614.78	外币、本币	欧洲	债务危机
希腊	2012年12月	420.76	外币、本币	欧洲	债务危机
格林纳达	2012	-	外币	拉丁美洲	经济危机、债务危机
格林纳达	2013	-	外币、本币	拉丁美洲	经济危机、债务危机
牙买加	2013	91.00	外币、本币	拉丁美洲	债务危机
塞浦路斯	2013	13.11	外币、本币	欧洲	经济危机、因持有希腊大量国债，希腊的违约导致塞浦路斯损失惨重
乌克兰	2015	-	外币	欧洲	经济危机、政治危机、外部流动性稀缺
莫桑比克	2016	6.98	外币	非洲	债务危机
刚果共和国	2016	-	外币	非洲	政府机构管理性失误
委内瑞拉	2017	2.00	外币	拉丁美洲	债务危机

资料来源：联合资信整理

### 三、主权国家违约特点研究

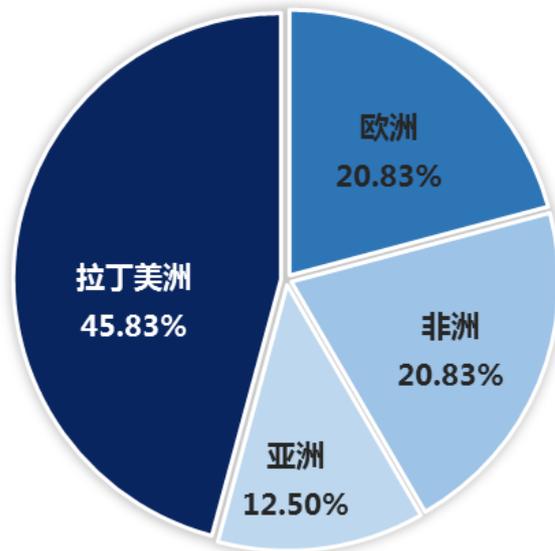
#### 1. 拉美地区是主权债务违约的高发地

从违约国家的地区分布来看，拉美地区是主权债务违约的高发地。近 20 年间，拉美地区共发生了 21 起主权债务违约事件，共涉及 11 个国家，占违约国家总数的近一半，其中有 7 个国家曾多次发生主权债务违约。

拉美国家主权债务违约高发是由多个因素共同导致的。首先，拉美国家的

经济结构普遍较为单一，经济发展严重依赖石油、铁矿石等资源出口，这使得其经济抗风险能力很差，一旦这些产品的价格出现大幅下跌，拉美的国际收支便会失去平衡，偿债能力也会随之大幅下降。其次，拉美国家的居民储蓄率普遍处于较低水平（低于 30%），为了维持较高的投资水平，拉美政府只能通过举借外债保证资金供给，导致债台高筑。第三，拉美国家对美国的依赖程度较高，美国货币政策走向对其金融市场流动性的影响较大，一旦美联储收紧货币政策，非常容易导致国际资本从拉美地区大量流出，从而引发该地区流动性危机。

图 1 违约国家地区分布



资料来源：联合资信整理

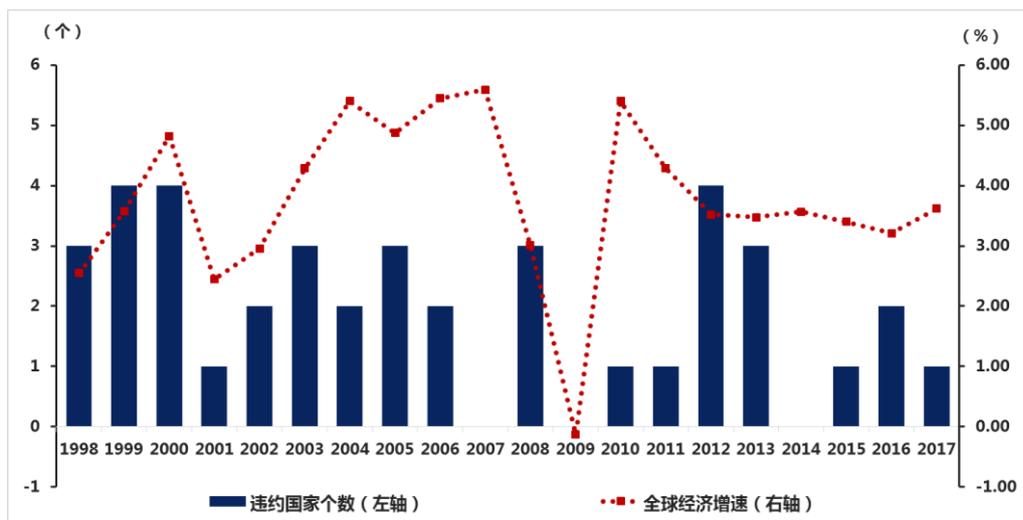
## 2. 全球性或区域性金融危机会大幅增加主权信用风险

从历史上看，全球性或区域性的金融危机会显著提高主权信用风险。1998 年亚洲金融危机使亚洲地区国家出现了严重的经济衰退，并造成东南亚国家外汇市场出现剧烈动荡。印度尼西亚等国家的货币大幅贬值、大批金融机构倒闭，2000 年印度尼西亚主权债务出现违约。亚洲金融危机还波及到了俄罗斯，导致大量外资撤离，重创了其股市、债市和外汇市场，1998 年俄罗斯主权债务发生违约。

2012 年爆发的欧债危机虽然是欧洲结构性和制度性问题长期累积的结果，但 2008 年的全球金融危机在一定程度上助推了危机的爆发。由于欧洲与美国在

经济和金融领域有着千丝万缕的联系，2008 年美国爆发大规模金融危机后，欧洲经济也受到很大的冲击。为了走出衰退，欧洲各国大都采取了大规模的扩张性财政政策来刺激本国经济，这导致欧洲国家债务激增、主权债务风险快速积累。随着希腊于 2012 年宣布其主权债务违约，主权债务危机在欧洲蔓延开来。

图 2 违约主权国家时间分布



资料来源：联合资信整理

### 3. 主权信用风险具有传导性

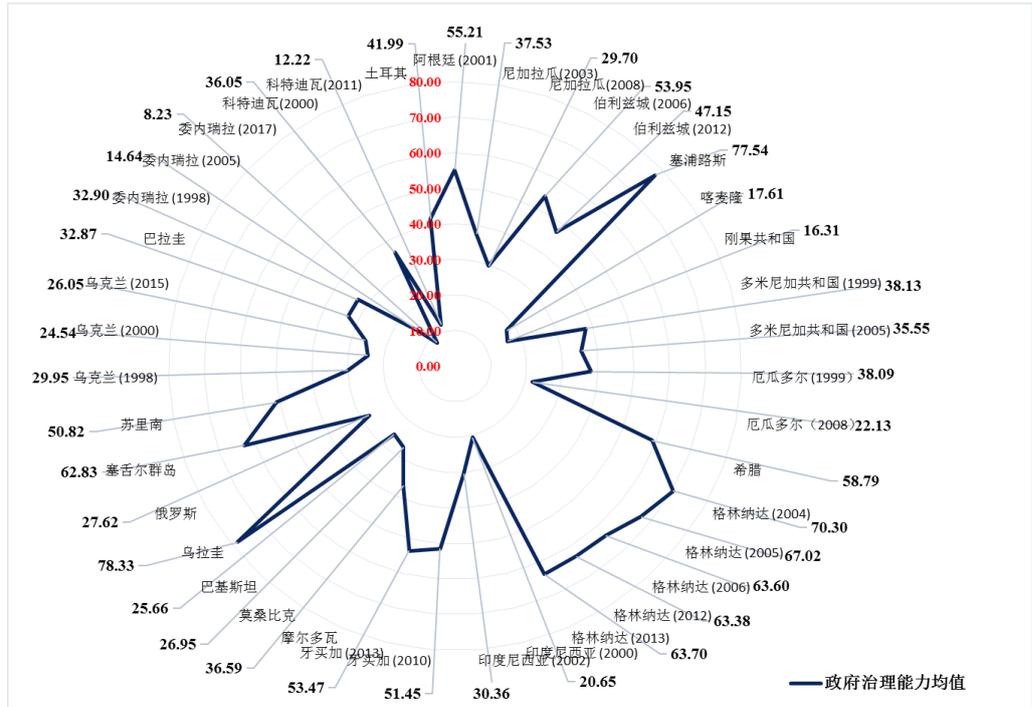
在全球经济一体化的背景下，各国之间的经贸依赖程度逐步加深，这增加了风险的传导性。2001 年阿根廷债务危机的蔓延，给邻国乌拉圭带来了一场货币危机，大量资本外流、部分银行宣布破产、经济大幅下滑，乌拉圭最终因无力偿还大量到期债务而触发违约。由于经济过度依赖俄罗斯，在俄罗斯经济受到严重冲击后，2002 年摩尔瓦多政府因流动性危机宣布违约。欧债危机期间，希腊发生主权债务违约后，塞浦路斯由于持有希腊大量国债而损失惨重，最终在多个因素的共同作用下触发违约。

### 4. 违约国家的国家治理能力普遍较差

世界银行的全球治理指数（Worldwide Governance Indicators）从话语权和责任、政治稳定性和不存在暴力、政府效率、监管质量、法治和腐败控制这六个维度全面衡量主权国家的公共治理状况。从图 3 可以看出，违约国家的国家治理能力均值普遍较低，65%左右的样本均处于 50 分以下的水平，综合治理能力较

差。低下的政府效率、不健全的法律监管等会严重影响政策的制定和实施效果，甚至会影响一国的经济发展和金融市场稳定。

图 3 各主权国家违约前一年国家治理分数平均值



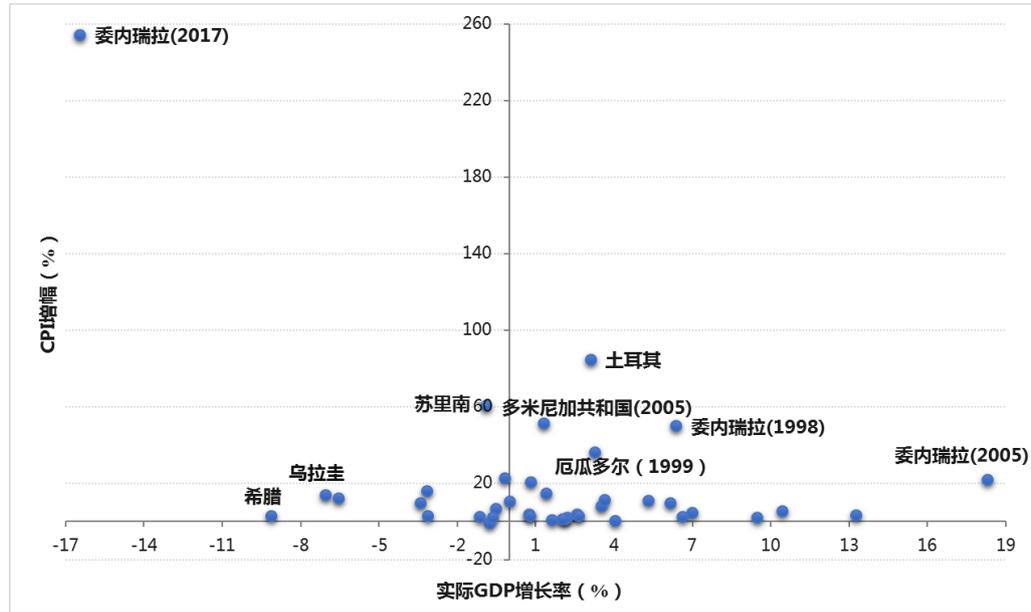
数据来源：世界银行

### 5. 经济形势恶化是发生主权债务违约的前兆

数据显示，大部分发生违约的主权国家在违约前 1 年~2 年都出现过不同程度的经济萎缩或经济超低速增长；40%以上的样本在违约前一年均出现了非常严重的通货膨胀，全年 CPI 增幅在 10%以上。

经济衰退或经济形势恶化会增加政府财政赤字、削弱政府的偿债能力，为弥补财政赤字，政府还有可能大量举债而推高其债务水平。委内瑞拉是全球原油储量第一的国家，2014 以来国际油价的暴跌使得以石油为支柱产业的委内瑞拉过上了借债度日的生活，经济连续三年陷入衰退、通货膨胀高达 200%以上。随着国内政治和经济危机的加剧，2017 年委内瑞拉爆发了主权债务违约。

图 4 各主权国家违约前一年实际 GDP 增长率和 CPI 增幅



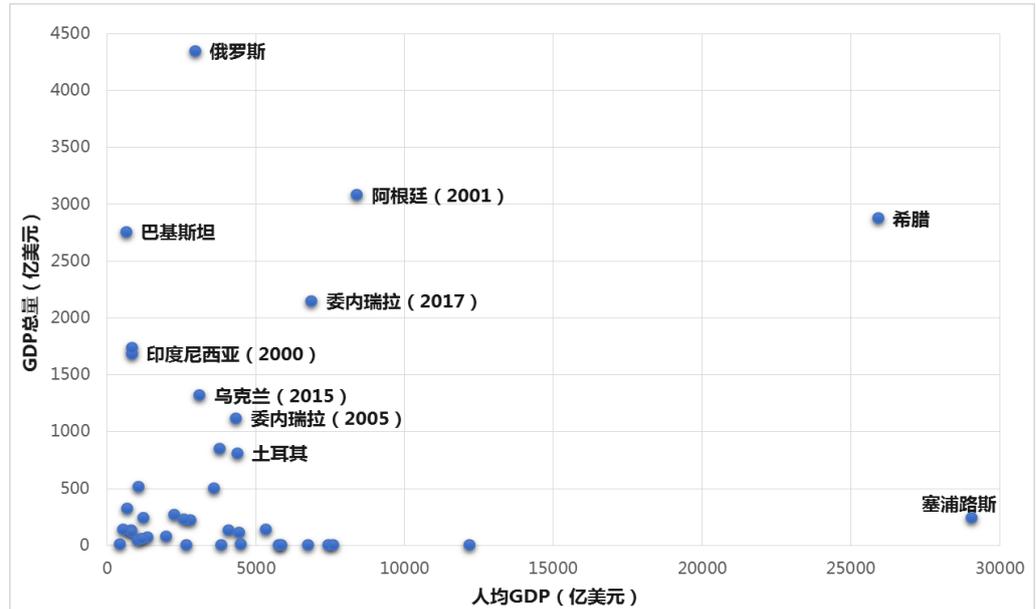
数据来源：IMF

## 6. 多数违约国家经济体量小、国家发达程度不高且经济结构单一

除了阿根廷、俄罗斯等国家外，大部分发生违约的主权国家普遍缺乏雄厚的经济实力，经济体量均较小，大部分为百亿级和十亿级，经济体量在千亿级以下的占比高达四分之三以上；大部分的违约国家发达程度不高，70%以上的国家人均GDP都在5000美元以下，人均GDP超过2万美元的只有欧洲的两个国家（希腊和塞浦路斯）。

此外，大部分违约国家的经济结构单一，缺乏支撑经济长期可持续发展的均衡体制和完整的工业体系，从而无法很好地应对国内外的经济冲击。希腊的支柱产业过于单一，多集中在农业和旅游业，极易受到国际经济大环境的影响；出口以农产品和初级工业品为主，在国际贸易中处于劣势地位，出口创收能力有限。随着金融危机的蔓延，希腊经济遭受了巨大冲击，导致政府财政收入锐减，极大地降低了其偿债能力，最终爆发了主权债务危机。

图 5 各主权国家违约前一年 GDP 总量和人均 GDP 水平



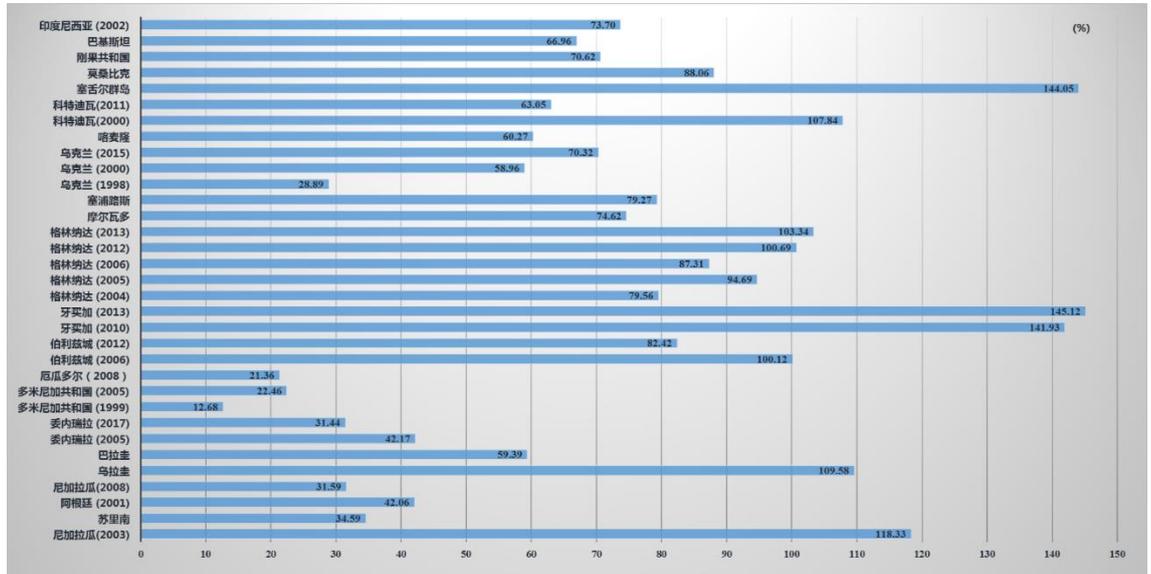
数据来源：IMF

## 7. 政府债务负担普遍沉重

数据显示，大部分的违约主权国家的债务负担都较沉重。65%以上的样本在违约前一年的政府债务水平均高于 60% 的国际警戒线，其中近 30% 的样本的政府债务水平超过 100%。希腊是政府债务负担最重的国家，其违约前一年的政府债务水平高达 172.10%，其次是牙买加和塞舌尔群岛，政府债务水平都在 140% 以上。

尤其是对于因经济增长长期乏力、国家财政实力较弱而大量举债的经济体来说，过高的债务水平会大幅增加其经济的脆弱性。一旦国内外经济环境有所恶化，违约的可能性就大大增加。

图 6 各主权国家违约前一年政府债务水平



注：委内瑞拉(1998)、厄瓜多尔(1999)、俄罗斯、土耳其和印度尼西亚(2000)违约前一年的政府债务水平数据缺失，故不在数据统计内；希腊违约前一年的政府债务水平是 172.10%。

数据来源：IMF

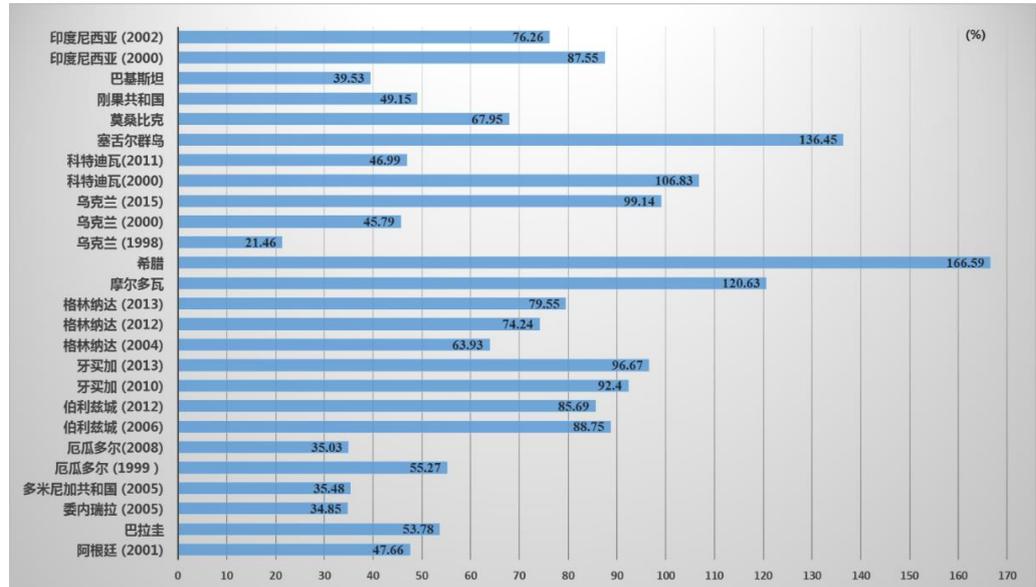
## 8. 多数发生外币违约的国家的政府外债水平<sup>1</sup>较高、外债偿付能力较弱

从外债水平来看，大部分发生违约的主权国家外债水平均较高，近 60% 的样本在违约前一年外债水平超过了 60%，其中塞浦路斯的外债水平最高，在违约前一年达到了 634.15%。外债水平较高的国家不但需要面临较高的汇兑风险，在国际金融市场条件恶化、资金大量抽逃时，触发违约的可能性也较高。

从经常账户来看，几乎所有发生违约的主权国家的经常账户都长期处于赤字状态，反映出其基础外汇获取能力较弱。从图 8 可以看出，一半以上的样本违约前一年的外汇储备与其短期外债的比值在 200% 以下。一旦有大量短期外债集中到期，这些国家的外汇储备不足以在不影响正常经济活动的基础上彻底清偿全部到期的短期外债。当一个国家的经常账户和外汇储备都无法对其外债提供强有力的保障时，相关国家触发违约的可能性便大幅增加。

<sup>1</sup> 讨论违约国家的外债水平时剔除本币违约样本，以下同。

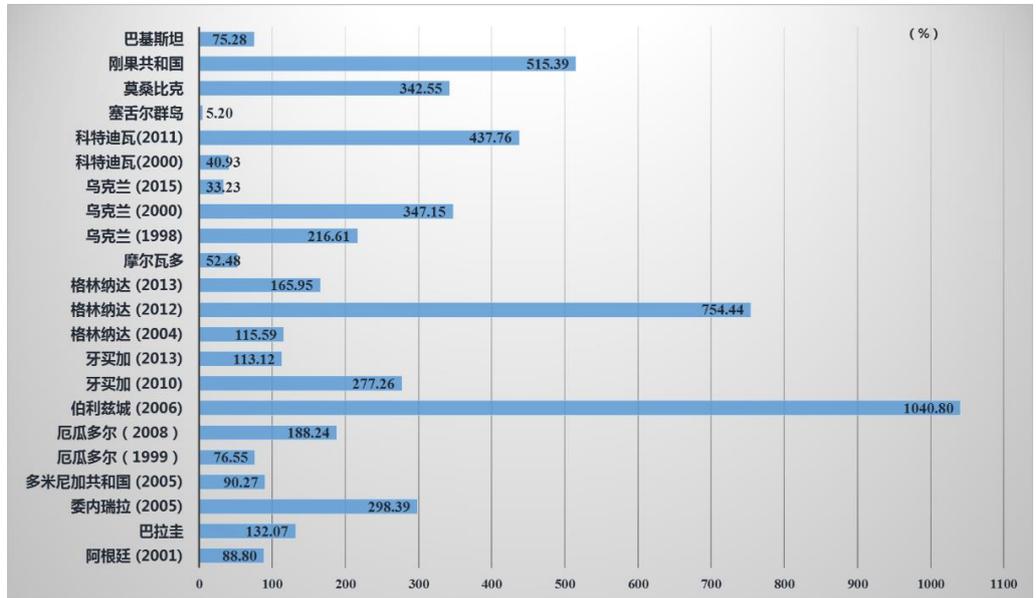
图 7 各主权国家违约前一年外债水平



注：外币违约样本中，委内瑞拉（2017）、乌拉圭和俄罗斯违约前一年的外债水平数据缺失，故不在数据统计内；塞浦路斯违约前一年外债水平为 634.15%。

数据来源：IMF

图 8 各主权国家违约前一年外汇储备与短期外债的比值



注：外币违约样本中，希腊、塞浦路斯、乌拉圭、俄罗斯、委内瑞拉（2017）、印度尼西亚（2000）和印度尼西亚（2002）违约前一年的短期外债总额数据缺失，故不在数据统计内；伯利兹城（2012）违约前一年外汇储备是其短期外债的 30.33 倍。

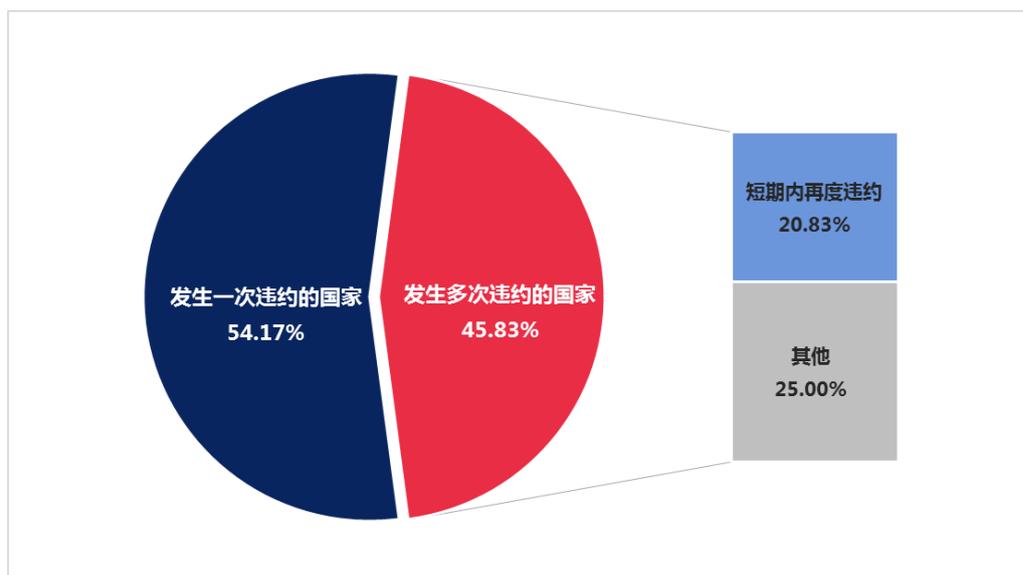
数据来源：IMF

### 9. 有过违约史的主权国家再次发生违约的可能性较高

20 年间，统计的在全球范围内发生过主权债务违约的 24 个国家中，有 11 个国家<sup>2</sup>在此期间发生过多于一次违约，占了总数的近一半，其中短期内再度违约（3 年~5 年）的国家有 5 个，占了总数的 20% 左右，分别为牙买加、格林纳达、希腊、乌克兰和印度尼西亚。这说明有过违约史的国家再次发生违约的可能性较高，且易在短期内再度违约。

导致这种情况的原因主要包括以下两点：一是爆发过主权债务违约的国家，均在其宏观经济政策、产业结构、政治制度等某一方面或多方面存在着严重缺陷，而经济或产业结构的改革、政治制度的完善等都需经历一个漫长的过程，这导致主权债务违约在短期内的“复发性”较高。二是违约记录会损害国家信用状况，从而增加该国在国际市场上的融资成本，进一步加大其还债压力，将违约国家置于“违约-融资受阻-还债压力增加-再度违约”的恶性循环之中。

图 9 发生一次违约和多次违约的主权国家比例



数据来源：IMF

<sup>2</sup> 尼加拉瓜、希腊、科特迪瓦、委内瑞拉、多米尼加共和国、厄瓜多尔、伯利兹城、牙买加、格林纳达、乌克兰和印度尼西亚。

#### 四、 主权国家违约的启示

通过对 20 年间主权违约案例的分析，我们发现违约国家有诸多相似之处，充分了解这些特点和共性可以帮助我们有效的识别主权信用风险。

**一是主权信用风险具有传导性。**在全球经济一体化的背景下，各国之间日益紧密的经贸往来增加了主权信用风险的传导性，因此在评估主权信用风险时，我们应着重关注与目标国家经贸往来紧密的经济体的信用状况，以防主权信用风险在国家间的传导。

**二是主权信用风险具有一定的可预测性。**大部分的违约国家具有一定的共性，可以在一定程度上帮助我们预测主权违约的发生。例如违约国家的国家经济体量普遍较小且国家发达程度不高、经济结构单一、政府债务负担沉重、外债水平较高等。当目标国家的这些指标急速恶化时，我们应予以格外注意。

**三是主权信用风险具有较强的复发性。**从经验来看，有过违约历史的国家再次发生违约的可能性相对较高，因此在主权违约事件发生后应密切关注违约处理结果及后续影响，评估再次爆发违约的可能性。此外，在评估主权信用风险时，我们还应将违约历史纳入考量因素。