



■ 本版撰文 本报记者 杨颖 霍玉茜

编者按:历经13年追索,以NML资产管理公司为首的违约债券持有人将拉美第三大经济体逼入了债务违约的墙角。6月以来,阿根廷债务违约再次成为各界关心的焦点,也将各界对新兴市场风险的关注推到了一个新高点。

日前,在摩根大通等大投行斡旋下,该事件开始出现转机,阿根廷政府表示会按时、如数偿还所欠债务,这让各界看到了违约“死结”解开的希望。面对阿根廷债务违约可能引发的新兴市场主权债务风险,我们应该学会抽丝剥茧,理智对待……

主权违约 信用降级 阿根廷经济雪上加霜

由于未能与以NML资产管理公司为首的违约债券持有人达成协议,没有完成支付一笔达5.39亿美元的利息,今年7月30日,阿根廷出现主权债务违约。这是自2001年以来该国第二次出现技术性违约。受此影响,阿根廷股市暴跌、比索大幅贬值,全球金融市场也受此波及出现了不同程度的下跌。

当日晚些时候,三大评级机构之一的标普将阿根廷的信用评级降低至“选择性违约”。而就在不久前的6月17日,在美国联邦最高法院裁定维持下级法院判决、驳回阿根廷的上诉之后,标普曾将阿根廷的长期外币评级由CCC+下调至CCC-,前景展望为负面。

谈判僵局未破 第二次技术性违约发生

这次技术违约的发生要追溯到今年6月16日。彼时,美国联邦最高法院裁决,在阿根廷未偿还以NML资本管理公司领衔的总额为13.3亿美元的债务之前,冻结其海外资产。同时,容许阿根廷在7月30日前,寻求与上述债券持有人达成协议。

之后,双方都表示,愿意就债务赔偿事件进行谈判,但一直没有实质性进展。直到7月30日晚,双方依旧没有达成折中方案。阿根廷经济部部长阿克塞尔·柯西洛夫(Axel Kicillof)在谈判结束后表示,阿根廷拒绝在“被勒索”的情况下和一些债券持有人达成协议。柯西洛夫将这些债券持有人称为“秃鹫基金”,并指出,阿根廷曾向地方法官托马斯·格里希亚(Thomas Griesa)申请延期支付,但拥有决定权的“秃鹫基金”最终并没有同意这一做法。

一方是谋求高额利润的投资者,一方是无法全额支付的债务人,这样的僵局短期内难以被打破。而鉴于阿根廷既没有得到延期付款的批准,又无法将已经转给清算行美国纽约梅隆银行的利息资金交

付到债权人手上,其已经违约。

死结待解 阿根廷正在承受痛苦

据了解,截至今年7月底,阿根廷外汇储备为290.2亿美元,即便要全部支付“秃鹫基金”的债务,其也是可以承受的。但这笔债务是本世纪初阿根廷违约债务的一部分。一旦阿根廷选择全额支付,就意味着其此前进行的债务重组将功亏一篑,其他债权人可依据当年债务重组中的“未来权益声索(即RUFO)”向阿根廷政府提出全额还债要求。这样一来,阿根廷就将面临总额达1320亿美元的债务追索,会远远超出其目前所能承受的范围。

在利益面前,无法全额支付的“死结”卡在二者之间,拖到了7月30日。得知谈判无果后,阿根廷金融市场遭遇严重冲击。7月31日,阿根廷Merval指数暴跌8.39%,股市市值蒸发47.1亿美元。资金大幅流出阿根廷,导致比索汇率大幅贬值。截至7月31日,阿根廷比索对美元汇率较7月初贬值近1个百分点至8.2比索/美元。

中国社科院拉美经济研究所副研究员张勇认为,此次违约将使阿根廷国内经济雪上加霜,同时,受国际金融环境影响,整个新兴市场经济增长放缓。阿根廷发生债务违约,首先会影响到经贸联系密切的几个国家,比如智利、巴西,从而会拖累整个南美地区的经济增长。但是,这一事件对于国际资本市场应该影响有限。

主权信用被降级 部分新兴市场或受波及

虽然此次违约的背景与2001年时有天壤之别,但上次违约事件发生之后,阿根廷主权债务已经被信贷市场拒之门外,再次发生的技术性违约无疑会使这一状况变得更加困难。

面对本世纪初以来阿根廷的第二次债务违约,市场迅速做出反应。7月30日至8月1日,国际三大评级机构标普、惠誉、穆迪相继调降阿根廷主权信用评级。而在7月31日,新型国际评级机构大公国际也决定再次将阿根廷的外币主权信用等级从CC下调至D,同时维持本币主权信用等级CCC。

不过,不同于三大机构的事后评断,对于此次阿根廷可能面临的技术性违约风险,大公国际已于2014年1月30日提前作出了预警,将其本、外币主权信用等级分别下调至CCC和CC,评级展望为负面,比在该事件上反应较早的穆迪还快了1个多月。

“这次下调是因为大公预警到长期积累的结构失衡使阿根廷经济硬着陆风险明显上升,国家财富创造能力和政府偿债来源偏离度进一步扩大,联邦政府本、外币偿债能力显著下降。”大公集团董事长关建中分析道,“具体来讲,长期积累的通胀风险和经济低效使阿根廷宏观经济失衡在金融危机后凸显。2013年,阿根廷经济增速仅为3.0%,预计2014年将跌至2.8%,通胀压力依然突出。未来,阿根廷政策的调控空间明显不足,通过关税壁垒、进口限制、政府管制等方式推进的‘工业化战略’将难以实现阿根廷宏观经济再平衡的政策预期,阿根廷财富创造能力正不断被削弱。同时,由于阿根廷国内通胀高企和国际储备严重不足,其依靠央行财政融资和外汇储备来满足政府融资需求的方式已不可持续。财富创造能力与政府偿债来源偏离度扩大,偿债来源脆弱性增加。此外,历史违约债务的遗留问题、与国际组织关系恶化,也阻断了阿根廷政府向国际资本市场和国际多边机构寻求融资支持的通道。短期内融资困难将加剧政府本、外币偿债风险,政府偿债能力十分脆弱。因此,基于科学的评级原理,大公于

2014年1月提前作出预警。”

“三大评级机构对待阿根廷主权信用风险更多地是依据事件性因素,其信用风险预警之滞后、级别调整幅度之大,均充分暴露出其评级标准的非科学性。”关建中指出,评级标准应该科学、公正,要及时、全面、综合反映被评主体偿债来源的偏离度对其信用风险的影响。基于事件性的、事后的判断,不能体现评级的预警作用,也不能及时实现对市场与投资人的有效保护。

此外,有分析指出,阿根廷债务违约可能引发的新兴市场主权债务风险亦值得警惕。今年年初,德国媒体测算了未来10年各国破产的可能性,阿根廷以85.8%的破产概率排在榜首。未来,阿根廷的债务问题如果进一步恶化,新兴市场主权债务的风险也会激增。

“长期来看,发展中国家支撑信用的基础是牢固的、可靠的,因为它的投资主要来源于实体经济。”关建中说,“实体经济是财富的最终代表,对整个国家债务支撑能够起到很好的作用。以大公的评级视角来看,发展中国家、新兴市场国家财富创造能力的与日俱增是他们提升信用能力的宝藏。”

至于阿根廷应该如何尽快恢复经济,张勇认为,关键是要做好国内经济结构和宏观政策的调整,发掘促进经济可持续发展的潜力。同时,应重塑国际市场的信心,让市场看到其经济增长的潜力。

而就在日前,该事件又有了转机。8月7日,阿根廷财政部网站发布公告称,阿根廷政府会按时、如数偿还所欠债务。据报道,该转机的出现可能来自于第三方金融机构。作为债务违约的直接受害者,包括摩根大通在内的阿根廷重组债券持有银行正开始同“秃鹫基金”公司商洽购买其持有的违约债券事宜。这场长期的斗智斗勇将如何发展还有待进一步观察。

保障新兴国家话语权 评级机构期待改革

三大评级机构的威力到底有多大?

《世界是平的》一书作者托马斯·弗里德曼曾写道:“当今社会有两大超级权力机构——美国和穆迪。美国用炸弹摧毁你,穆迪通过降低你的债券评级毁灭你。有时谁也说不准两者中哪个更厉害。”1996年,全球著名咨询公司麦肯锡出版的《无疆界市场》一书宣告:谁掌控全球资本市场的定价权,谁就掌控了全球资金的流向,就掌控了主权国家的货币和金融政策,就掌控了主权国家兴衰成败的命脉。

毋庸置疑,在当今世界,掌控全球债券市场和资本市场定价权的,是以穆迪、标普、惠誉为代表的美国信用评级机构。但对于他们的诟病,各界同样一直没有停止过。

当前,国际金融市场日益复杂,金融衍生品泛滥、国际经济形势瞬息万变,很少有投资者能真正把握各类潜在的投资风险,需要一个大体的方向帮助他们进行判断。而三大评级机构用简约化的分级,直接影响了金融市场各类产品的定价。同时,对国家主权债务的评级也直接影响着该国的国际融资能力。

2011年年底,从希腊到意大利、西班牙、葡萄牙,再到欧元区宏观金融政策,评级机构连续发出了“降级”和“看空”的负面评价,引发欧元区问题国家融资成本急剧上升,甚至完全失去市场的融资能力。一些市场人士评价称,这是又一次帮助国际对冲基金完成了做空欧元以牟取暴利的投机行动。

国际三大评级机构垄断性强,但前瞻性不足。当危机来临时,他们迅速降低这些金融创新产品的级别,放大了危机效应,被国际舆论普遍指责为金融危机的“帮凶”。在希腊债务危机一步步升级并演变成欧洲债务危机的整个过程中,三大评级机构起到了推波助澜的作用。欧债危机每次加剧背后都有评级机构的影子。

推动评级机构改革

三大机构这种“顺周期”操作,导致形势好时“捧到天上”,形势坏时“落井下石”,加大了金融市场的波动。这种垄断的不公平因素导致对于推动国际评级机构改革的呼声不断。大公集团董事长关建中表示,评级决定着资本的流向,决定着一个国家对国际信用资源平等利用的权力。而现在西方主导的国际评级体系,使得国际信用资源分配极度不合理。统计数据表明,全球排在前15位最大的债务国都是西方发达国家,其中有12个获得3A信用等级,他们占有了国际债务总量或者国际信用资源的90%以上。他们利用评级的话语权,过度地或者超过本国债务偿付能力地去使用国际信用资源。

“亚洲整体上作为债权经济体或者地区,通过自己的贸易、出口赚来的钱再借给高信用级别的国家。这么多年来,国际资本的流向一直是这样的——依据评级引导资本的流向,但这其实是评级信息严重不对称导致的结果。”关建中说。

中国现代国际关系研究院经济安全研究中心主任江涌曾在接受媒体采访时表示,金融危机爆发本身就意味着,“三大评级公司所标榜的独立、公正、客观与科学,其实并不存在”。他研究发现,三大机构对发展中国家总是“另眼相看”,比如中国2004年以前一直被标为BBB级(“适宜投资”的最低级别),中国的企业、机构普遍是不值得信任的BBB以下的“投机级”。迫于中国经济高增长的压力,标准普尔到2008年才将中国主权信用评级提升到A+。

江涌表示,大债权国与大债务国之间信用等级“倒挂”,直接导致中国政府,特别是企业海外融资成本大大增加,严重影响中国政府和企业的国际形象。“负债累累的美国长期坐拥AAA等级,每年可以节省数千亿美元的利息支付,这本应是中国和其他

债权国的合理、合法收益。”

市场分析人士称,针对评级机构的“口水战”,背后是“标准之争”,“标准之争”背后则是“话语权”之争,中国金融管理层正在这场话语权的“持久战”中渐渐树立起信心。

亟待建立双评级模式

但短时间来看,三大信用评级机构在国际市场上的垄断地位仍难以撼动。目前,三大机构掌握了96%的信用评级市场额度,未来一段时间内,西方的模式和规则仍将主宰国际信用评级体系。

在关建中看来,解决之道在于建立一个能承担亚洲评级责任的新型评级机构,并构建国际“双评级”体系。

据了解,为顺应欧洲的需要,欧洲最大的战略咨询公司——罗兰贝格计划组建一家由25家企业参与

的集团,建立一个欧洲信用评级机构,以抗衡美国三大评级机构。据悉,目前这一计划进展顺利,已进入实质性阶段。

今年年初,来自葡萄牙、印度、马来西亚、南非及巴西的5家信用评估机构合资而成的ARC信用评级机构在伦敦正式启动,其宗旨亦在打破以三大评级机构为代表的西方机构垄断。

而在不久前召开的“亚洲信用体系建设高峰论坛”上,包括法国前总理德维尔潘、澳大利亚前总理陆克文、巴基斯坦前总理阿齐兹和俄罗斯前外长伊万诺夫在内的世评集团国际顾问理事会正式宣告成立并发表2015-2020年行动宣言,意在推动构建新旧两个评级体系并存和均衡发展的国际评级制度。根据该宣言,世信集团计划通过三个阶段的推动,到2020年在30个以上国家建立起“双评级”体系制度,并形成推广这一制度的有效法律框架。

