

证券研究报告 / 宏观数据

财政危机的机制性分析与案例梳理

报告摘要：

财政危机通常被定义为在面临极其紧张的预算压力下，政府因无法控制巨额的收支不平衡而导致的一连串诸如债务违约及赤字货币化等极端结果。这一财政困境如果无法妥善解决，会使政府濒临破产边缘。

这一困境并非政府独有，但政府破产却与其他市场主体有根本性不同，导致其破产更多是意愿问题而非能力问题。在市场经济中，企业和个人也常常会因各种原因导致的收入支出不平衡而破产，但是在企业和个人破产中，破产往往是在债务人在消耗尽所有资产后的最后选择，破产更多是偿债能力问题。而政府则不然，政府在债务违约的时点大多远早于其资源耗尽，政府的债务违约更多是偿债意愿的问题而非偿债能力的问题。

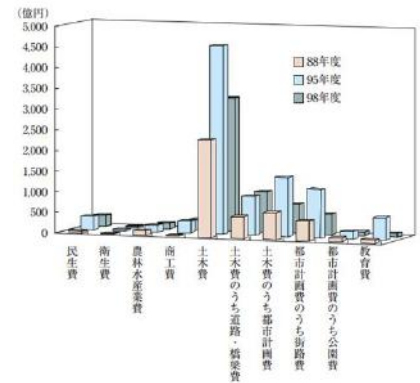
政府破产和个人与企业破产间的本质差别主要来自所受外在强制约束的差异，地方政府破产的特点介于主权国家和企业与企业之间。个人或企业破产时，债权人通常拥有非常明确的界定权利，使其在债务人破产时可以接管债务人的资产，这一权利通常会受到国内法律的保护，并在国家强制力的背书下实现。但因为主权国家间缺乏一种超国家法律框架确保国际间债务合约的履行，且二战后债权国基本不存在因债务偿还问题采取强制手段的可能性，这使得主权国家天然就具有债务违约的倾向。地方政府则因受国内法的制约，但其借款仍具有预算软约束的特征，这使得其破产特点介于主权国家和企业与企业之间。

在缺乏超国家法律框架及外在强制约束的背景下，政府仍愿意履行债务合约更多是因为国际（跨区域）市场声誉、贸易利得及获得对外投资等机制作用，但上述机制失灵时政府通常会选择债务违约。通常这些机制可为政府带来相当大的收益，以至使其愿意放弃由拒绝履约带来的短期成本节约而追求更多的长期收益，但当机制中所蕴含的收益小于由违约收获的成本节约时，政府即会选择违约。这一时点远早于个人和企业因资源消耗殆尽而选择违约的时点。但如果政府面临流动性问题时，如果流动性错配无法得到妥善解决，即便政府有偿债意愿且长期看也具备偿债能力，债务危机仍有可能出现。缺乏偿债意愿和流动性危机使得主权国家债务危机具备一定的周期性变化，且与银行流动性危机和恶性通货膨胀存在较强的伴生关系。此外，地方政府在法律强制约束差异之外，也因其缺乏财政自主性及不具备行使货币政策的权力，会因为低效率投资、人口大幅流出等原因而面临财政破产的风险。

在上述机制分析的基础上，我们分中央和地方两个层面对财政破产案例进行了梳理，围绕每个案例，我们从事件的长期结构性背景、短期触发因素、经济影响及事后处理办法等角度进行了介绍。中央政府层面，我们选取了玻利维亚(1984)、俄罗斯(1998)、阿根廷(2001)、土耳其(2001)、冰岛(2010)、希腊(2010)这八个案例，地方政府层面，我们则选取了美国底特律市(2013)和日本夕张市(2006)进行了详细介绍。

风险提示：发展中国家及地方政府经济数据完备度不足

相关数据



相关报告

《【东北宏观】美国经济韧性、财政失衡与长期利率中枢抬升》

--20231013

《【东北宏观】五因素视角下的油价波动及对美国CPI的影响》

--20231009

《【东北宏观】利润为何反弹？持续性如何？》

--20231009

《【东北宏观】客单价恢复程度创疫后新高》

--20231009

《【东北宏观】2023年9月美国非农数据点评：新增非农就业大幅超预期，年内加息概率抬升》

--20231009

证券分析师：张陈

执业证书编号：S0550522110002

13683268105 zhangchen2@nesc.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1.	财政危机及政府破产概述	5
1.1.	财政危机及政府破产的生成机制	5
1.2.	财政危机的特征	8
1.3.	地方政府债务问题	12
2.	中央政府财政破产	18
2.1.	玻利维亚债务危机（1984）	18
2.1.1.	事件	18
2.1.2.	背景与原因	20
2.1.2.1.	玻利维亚经济的长期背景	20
2.1.2.2.	玻利维亚恶性通胀的原因	22
2.1.3.	政府应对——萨克斯的休克疗法	24
2.1.3.1.	休克疗法概念	24
2.1.3.2.	休克疗法在玻利维亚的基本成功	24
2.2.	俄罗斯财政危机（1998 年）	24
2.2.1.	事件	24
2.2.2.	背景及财政破产原因	25
2.2.3.	影响及后续处理	27
2.3.	阿根廷主权债务危机（2001）	28
2.3.1.	事件	28
2.3.2.	背景	29
2.3.3.	影响及后续处理	30
2.4.	土耳其债务危机（2001）	31
2.4.1.	事件	31
2.4.2.	背景	32
2.4.2.1.	主权债务问题	32
2.4.2.2.	国际局势动荡	33
2.4.2.3.	外资撤出	33
2.4.3.	影响及后续处理	34
2.4.3.1.	土耳其国内经济政治危机	34
2.4.3.2.	后续处理	34
2.5.	冰岛财政危机（2008-2010）	35
2.5.1.	事件	35
2.5.2.	背景	36
2.5.3.	影响及后续处理	38
2.6.	希腊债务危机（2010-2015）	38
2.6.1.	事件	38
2.6.2.	背景	41
2.6.3.	影响及后续应对	43
2.6.3.1.	危机影响	43
2.6.3.2.	欧洲和希腊政府的应对措施解析	43
2.6.3.2.1.	希腊 2010 年第一次救助计划	43
2.6.3.2.2.	欧洲央行介入	45
2.6.3.2.3.	自愿债券互换计划	45
3.	地方政府财政破产	46
3.1.	美国底特律市（2013 年）	46
3.1.1.	事件	46
3.1.2.	背景及破产原因	46

3.1.3.	后续处理办法及影响	47
3.2.	北海道夕张市（2006 年）	48
3.2.1.	事件	48
3.2.2.	背景及破产原因	48
3.2.3.	后续处理办法及影响	50
3.3.	其他	51

图表目录

图 1: 主权国家债务违约往往是意愿问题而非能力问题, 一半以上的主权债务国家发生违约时, 外债占 GDP 的比例低于 60%。	5
图 2: 与个人和企业不同, 主权国家债务违约往往是意愿问题而非能力问题, 而地方政府因为受一定外在强制执行力制约, 其特点处于主权债务危机和个人与企业之间	6
图 3: 声誉机制结构图	7
图 4: 贸易限制机制结构图	7
图 5: 主权债务发生的频率与触发类型	8
图 6: 主权外债违约或重组国家及地区占比的历史变动	8
图 7: 使用 GDP 加权后的主权债务违约或重组国家及地区占比的历史变动	9
图 8: 1900-2008 年所有国家中发生银行危机和外债危机的国家占比	10
图 9: 1900-2008 年严重通货膨胀与主权债务危机之间的关联	11
图 10: 财政、银行危机及高通胀之间的伴生关系	11
图 11: 非洲和欧洲通胀超过 20% 的国家占比	11
图 12: 亚洲通胀超过 20% 的国家占比	12
图 13: 拉丁美洲通胀超过 20% 的国家占比	12
图 14: 大阪市在 1990 年代出现政府过度投资的倾向, 大量财政资金投向土木建设	13
图 15: 大阪市的投资建设经费大量依靠发行地方债筹集	13
图 16: 希腊政府支出占 GDP 比例	14
图 17: 希腊公务员工资占 GDP 比例	14
图 18: 日本地方政府企业税收收入变化	14
图 19: 日本地方财政对地方债依赖程度的变化	15
图 20: 日本 1990 年代非核心经济区人口向核心经济区人口流动	15
图 21: 日本非主要经济区地方政府财政支出变化	16
图 22: 日本非主要经济区社会保障支出变化	16
图 23: 日本人口流出区（右）地方财政非常依赖居民税	16
图 24: 日本居民税与人口变化关系	16
图 25: 日本企业经营税与人口变化	17
图 26: 日本固定资产税与人口变化	17
图 27: 日本地方消费税与人口变化关系	17
图 28: 日本企业登记税与人口变化关系	17
图 29: 日本人口流出区的地方政府面临更大的债务违约风险	18
图 30: 玻利维亚 1980 年代经济增速显著低于世界平均水平	19
图 31: 玻利维亚 1980 年代通货膨胀高企	19
图 32: 玻利维亚 1980 年代的外债水平即便在拉美国家中也处于相对高位	20
图 33: 采矿收益在玻利维亚经济中极为中央, 围绕其份额之争引发了玻利维亚的政治动荡	21
图 34: 苏联解体后俄罗斯在 1990 年代经济增速显著低于世界及其他前苏东国家平均水平	25
图 35: 1990 年代俄罗斯继承了苏联的大部分外债, 其负债水平高于其他独联体国家	26
图 36: 1990 年代俄罗斯财政始终处于失衡状态	26
图 37: 亚洲金融危机使得能源价格下跌	27
图 38: 阿根廷 1999-2002 年经济陷入衰退且经济增速显著低于全球及同地区水平(实际 GDP 同比增速, %)	28

图 39: 阿根廷 1995-2002 年外债规模激增且显著高于同地区其他国家水平 (外债存量占 GNI%)	28
图 40: 阿根廷 1990-2002 年随着经济自由化程度的加深, 经济整体对金融的暴露度逐渐加深	29
图 41: 阿根廷 2001 年主要利率及银行存款变动	30
图 42: 阿根廷 1998-2001 年危机使得经济严重萎缩, GDP 增速显著低于同地区其他国家	30
图 43: 金融及主权债务危机导致 2001 年前后阿根廷股票大跌	31
图 44: 土耳其 2001 年金融危机后金融账户及经常账户处于严重失衡状态	32
图 45: 土耳其在 1990 年代整体通胀水平远高于同地区及世界一般水平	33
图 46: 土耳其在 1990 年代整体通胀水平远高于同地区及世界一般水平	34
图 47: 土耳其在 2001 年年前后经济增速显著低于世界及其他中东北非国家水平	34
图 48: 冰岛银行业资产远大于其经济规模所能承受范围, 央行无法充当最后借款人的角色	35
图 49: 冰岛外债的长短期结构变化	36
图 50: 冰岛公共部门债务利息支出在金融危机前后激增	37
图 51: 冰岛银行部门外债水平在金融危机前迅速攀升	37
图 52: 冰岛受自身债务危机冲击经济恢复较同地区其他国家更为迟缓	38
图 53: 冰岛克朗在金融危机发生后大幅贬值	38
图 54: 希腊金融危机后的经济增速下落情况在金猪四国中最为严重	39
图 55: 希腊国债收益率在主权债务危机发生后持续飙升	39
图 56: 希德、希意 2 年期国债利差	40
图 57: 希德、希意 5 年期国债利差	40
图 58: 希德、希意 10 年期国债利差	40
图 59: 希德、希意 30 年期国债利差	40
图 60: 2009 年希腊新政府揭露前任政府账目作假, 希腊赤字率大幅飙升	40
图 61: 希腊政府债务占 GDP 比例显著高于同地区类似国家	41
图 62: 加入欧元区使得希腊借款成本大幅下降 (长期国债收益率, %)	41
图 63: 希腊的公共及私人储蓄	42
图 64: 利息支出减少使希腊财政平衡有所改善	42
图 65: 希腊与欧元区国家在经常账户、私人储蓄及公共储蓄上的对比 (GDP, %)	42
图 66: 希腊政府债务债权人结构	44
图 67: 对希腊的援助为 IMF 有史以来对成员国最大的一笔贷款 (扣除通胀因素后的 SDR, 十亿欧元)	44
图 68: 欧央行每周通过证券市场计划购买的债券	45
图 69: 自愿互换计划前希腊公共债务持有结构	46
图 70: 自愿互换计划后希腊公共债务持有结构	46
图 71: 夕张市财政恶化状况变迁	48
图 72: 夕张市地理位置	49
图 73: 夕张市人口变动	49
图 74: 夕张市破产后的人口变化动态	49
图 76: 夕张市市政府职员工资变化	50
图 77: 夕张市市政府职员人数变化	50
 表 1: 政府债务危机与银行危机之间的相互影响	10
表 2: 玻利维亚与拉美、东亚国家的经济表现比较	18
表 3: 玻利维亚简要政治年表	22
表 4: 1980-1985 年玻利维亚中长期公共债务利息支出变化	23
表 5: 俄罗斯联邦各项核心经济指标, 1992-1999	24
表 6: 四大评级机构均下调了对冰岛主权债务的评级	36

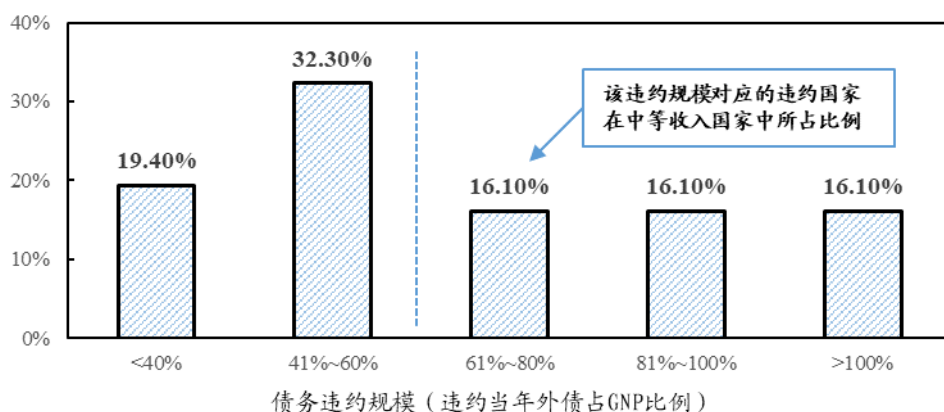
1. 财政危机及政府破产概述

1.1. 财政危机及政府破产的生成机制

财政危机通常被定义为在面临极其紧张的预算压力下，政府因为无法控制巨额的财政不平衡导致了一系列如债务违约及赤字货币化等极端结果。这一财政困境通常在政府面临资金流入和流出存在显著不平衡时出现，这一困境如果无法解决，便会使政府暴露在破产的风险中。

这一困境并非政府独有，在市场经济中，企业和个人也常常会因为各种原因导致的收入支出不平衡而破产，但是政府的债务危机或破产与企业 and 个人的破产有所不同，导致其破产的更多是偿还意愿问题而非偿还能力问题。在企业和个人破产中，债务人通常是在消耗尽所有资源后才会选择破产，即无法偿还借款通常是偿债能力问题。但当政府面临债务危机或破产时，政府并不会像个人和企业那样选择停止运营进行破产清算，且大部分国家或地方政府违约发生的时其资源离完全耗竭还相距甚远。政府出现债务危机并最终选择违约往往是由于其缺乏偿债意愿而非偿债能力。根据IMF的报告，更多时候反而是陷入困境的债务国在积极采取措施避免违约，而选择违约的债务国则相对还具备相当的缓冲空间。图1显示一半以上的主权债务国家发生违约时，其外债规模占GDP的比例低于60%，在正常经济环境下，只需要投入几个百分点的国民收入作为实际利息支出就可以将外债GDP比值维持在一个固定范围，这部分国家选择债务违约很大程度上是意愿问题而非能力问题。

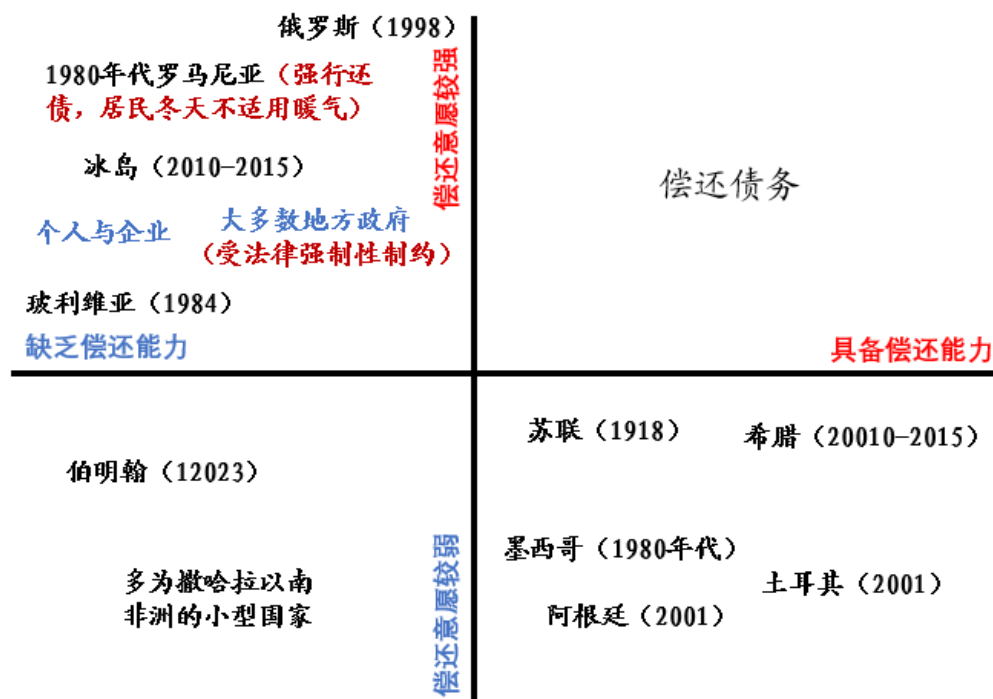
图 1：主权国家债务违约往往是意愿问题而非能力问题，一半以上的主权债务国家发生违约时，外债占 GDP 的比例低于 60%。



数据来源：世界银行，东北证券

政府债务的偿付主要依赖行政主体的还款意愿而非其还款能力这一事实表明，行政主体的破产和企业或个人的破产之间存在相当程度上的本质差异，这一差异来源与外在强制约束的不同。在个人或企业破产时，债权人通常拥有非常明确的界定权利，使其在债务人破产时可以接管债务人的资产，这一权利通常会受到国家法律的保护，并会在政府强制力的背书下得到实现。但是如果借债的主体是政府，尤其是主权国家，目前缺乏一种超国家的法律框架和治理机制来确保债务合约在不同国家都能够得到履行。二战前曾存在债权国通过武装干涉来行使其债务权利的案例（英国1882年入侵埃及、1876年入侵奥斯曼土耳其、美国1915年武装占领海地），但二战后一方面因为国际政治形势的变化，另一方面主因为国际间借款结构也发生了改变，国际借款的债权方变得极为分散，各债权国政府行使其债务权利的成本远大于收益，这都使得主权国家政府债务缺乏强制执行能力。合约强制执行能力这一硬性约束条件的有无是造成主权国家破产和一般的企业和个人的破产间出现差异的根本原因。

图 2：与个人和企业不同，主权国家债务违约往往是意愿问题而非能力问题，而地方政府因为受一定外在强制执行力制约，其特点处于主权债务危机和个人与企业之间



数据来源：东北证券

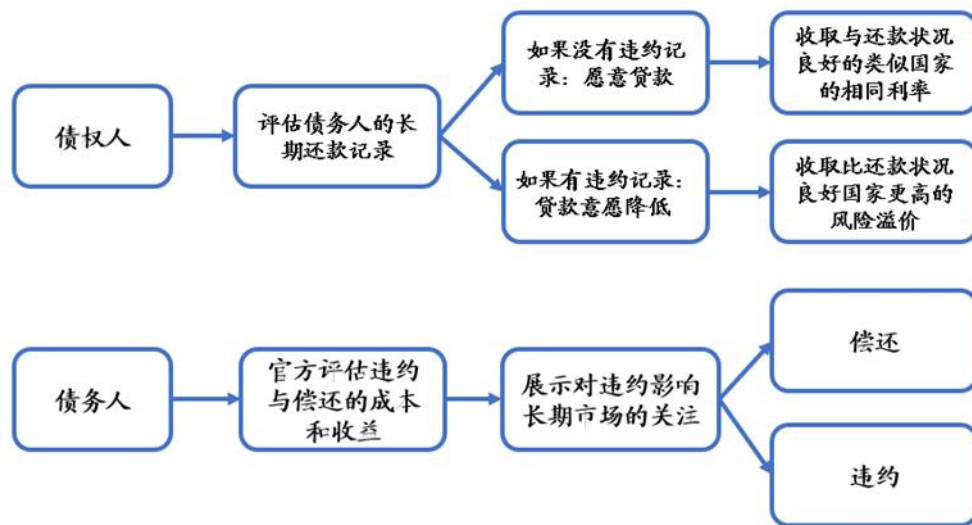
如果说超国家法律框架和治理结构这一硬性约束条件的缺失使得主权国家天然具有债务违约的倾向，但目前大多数国际间债务仍然能够得到履行，国际债务市场仍然能够存在的主要原因是在硬约束之外，还有一套软性约束能够维护债务关系的运行，正是这一软性约束机制决定了主权国家政府的还款意愿。这一软性机制主要由三部分构成，这三个组成部分分别从不同的角度解释了为什么尽管强制执行的硬性约束缺失，但主权国家政府仍然愿意履行债务协议，而当这些机制被打破软性约束失效时，政府即会因为缺乏还债意愿而违约。

一是声誉论，这一解释认为各国接入国际资本市场会获得极大的好处(Eaton, 1981)，而能够从国际资本市场上获得融资的一个前提是具备良好的声誉，这使得政府对其国际借款人的声誉十分关心并尽力维护。但是如果眼下债务规模过大以至于政府认为未来被国际资本市场拒之门外的成本小于目前通过债务违约所获得的收益，那么政府就有极大可能拒绝履行债务协议。

二是贸易限制，即一国政府在考虑国际债务违约时也必须考虑债权国可能采取的贸易反制措施。尤其是随着 20 世纪全球经贸网络的不断发展，各国经贸联系的不加深，依靠这一方法维护债权人权力的机制也逐渐突出。但如果债权国与债务国之间的经贸联系并不密切，这一制约机制也会失效。

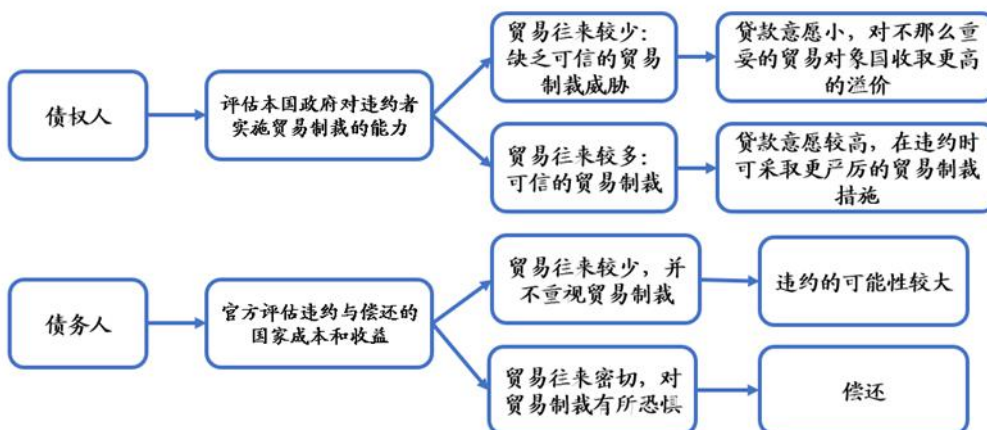
三是外国直接投资的制约，直接投资的资金往往也来自于主权债务基金，获得直接投资额度较大，从直接投资中收益较多的债务国往往倾向于履行债务合约。外国直接投资对于经济发展具有突出作用，并可以在资本流入的同时形成知识外溢的效果，这一利得的损失对债务国具有相当大的威慑作用。一些债务违约国往往也会查封直接投资的外国企业(1977 年智利查封美国铜矿公司、1970 年代欧佩克成员国国有化外国私人是有公司)以避免直接投资减少产生的损失，但更多的债务国还是倾向于在正常状态下履行债务契约。

图 3：声誉机制结构图



数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008)，东北证券

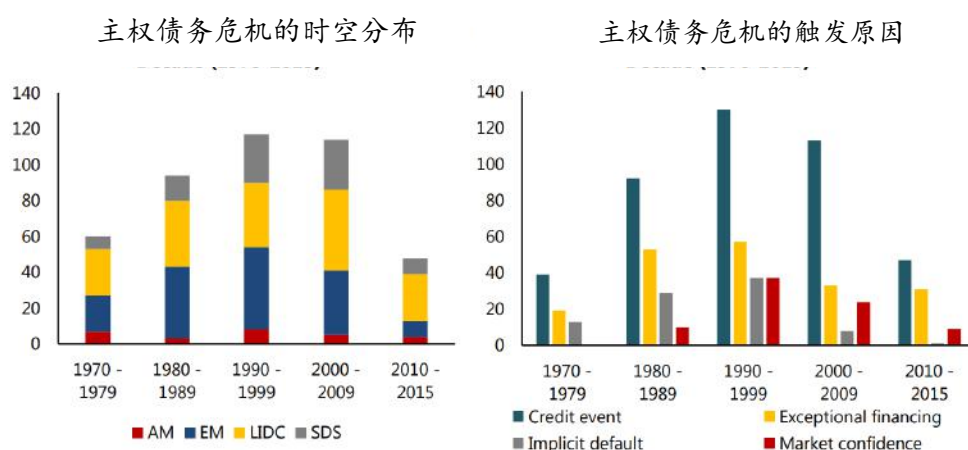
图 4：贸易限制机制结构图



数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008)，东北证券

在正常状态下，政府尽管不受硬性条件制约，但在软性条件的约束下仍然会选择履行债务合约，可当政府在面对较大的外生冲击时，即便软性条件仍然生效，政府会因为短时间内丧失偿付能力而被迫违约，其中最为典型的的就是流动性危机。政府通常在国际资本市场上借入的都是1~3年期限较短的借款，这主要是因为缺乏合约强制执行力的背景下，贷款期限较短可以帮助债权方更好地约束债务方，规避风险，以提高未来债务的偿还概率。当一国借入短期贷款时，它不仅需要支付利息，也必须定期展期本金，但如果该国有意愿偿还债务但是因各种原因无法展期时，便出现了流动性问题。这种情况通常在美国的加息周期出现，因为借入新债利率过高而导致债务国政府无法通过再融资来保持整体债务的可持续。当政府存在偿债意愿，而只是因为缺乏流动性而面临债务危机时，一般是可以通过第三方组织提供的无风险短期过桥贷款来度过危机。但是从实践上看，1990年之后，这类贷款一般都会附加较为苛刻的财政约束条件，这使得一些国家因此由流动性问题转向拒绝履行债务合约，2001年阿根廷主权债务危机和2011年希腊债务危机即是代表。

图 5：主权债务发生的频率与触发类型



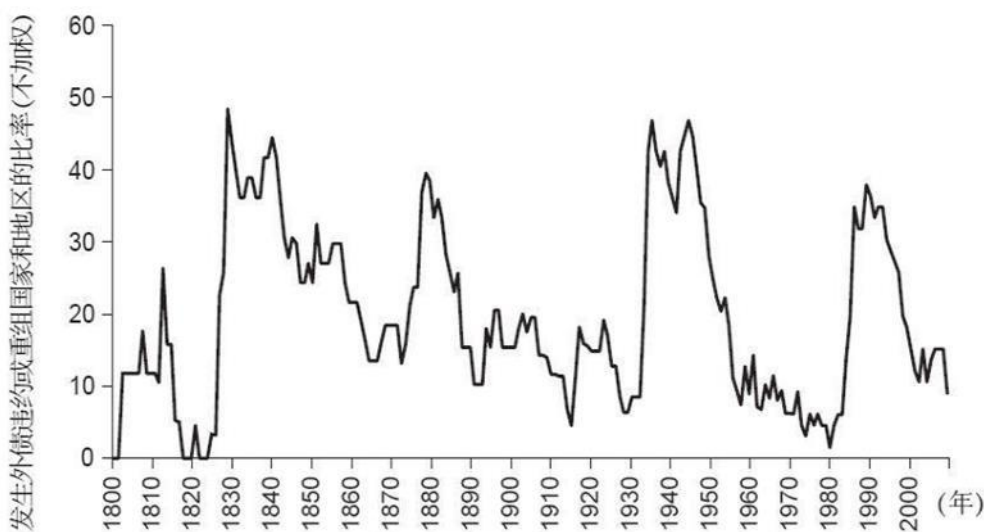
数据来源：IMF，东北证券

注释：AM：发达市场国家，EM：新兴市场国家，LDC：低收入发展中国家，SDS：小型发展中国家。Credit event：债务合约履行问题，Exceptional financing：外部融资，Implicit default：隐形债务违约，Market confidence：市场信任度问题

1.2. 财政危机的特征

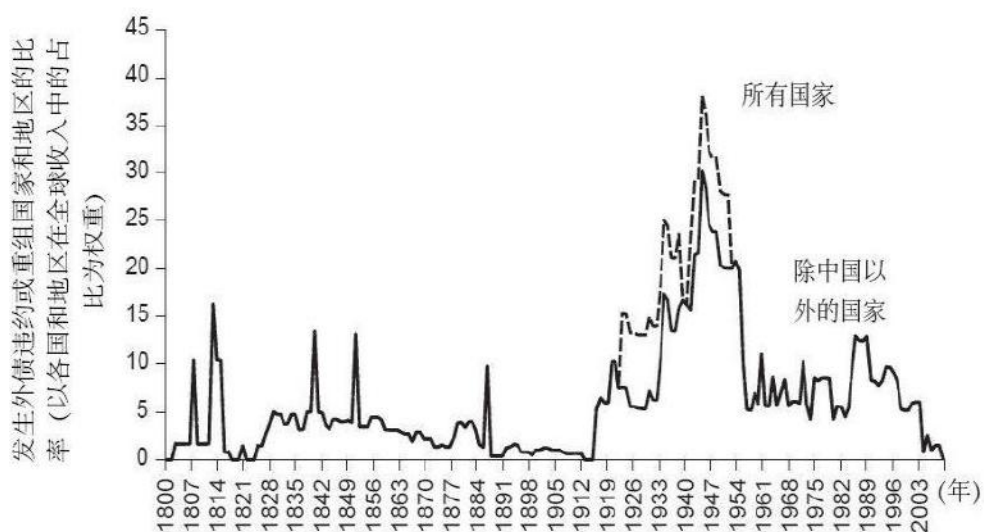
主权债务违约存在一定的周期性变化。对于世界各主流经济体而言（占世界 GDP 超过 90% 的国家和地区），21 世纪前期相对短暂的低违约时期通常可以看做大规模全球金融危机之后的平静期。在这些平静期之外，大量的国家长时期都处于违约或者重组状态。在此之前，从 1800 年到现在世界经历了 5 个较为明显的债务违约周期。第一个违约顶峰发生于拿破仑战争时期。第二个顶峰从 19 世纪 20 年代一直延续到 40 年代末期，在该时期世界上近一半的国家都处于违约状态（包括所有的拉美国家）。第三个违约顶峰始于 19 世纪 70 年代初并且一直持续了 20 年。第四个违约顶峰始于 20 世纪 30 年代的大萧条并一直延续至 50 年代初期。最后一个违约周期则集中在 20 世纪八九十年代的新兴市场债务危机。

图 6：主权外债违约或重组国家及地区占比的历史变动



数据来源：Roos, J. E. (2019)., 东北证券

图 7：使用 GDP 加权后的主权债务违约或重组国家及地区占比的历史变动



数据来源：Roos, J. E. (2019)., 东北证券

主权债务违约与银行流动性危机。政府债务危机与银行业危机紧密相关，基本结论是：银行破产或更普遍的是银行内部违约会通过增加政府财政预算压力导致主权违约。特别是政府一旦对金融部门债务承担了担保者责任，金融部门巨额债务就会转变成政府巨额债务。有相当部分的发达国家和新兴经济体在银行业危机后，综合债务占 GDP 的比率会有显著的攀升，最典型的案例莫过于 2010—2014 年间的欧洲债务危机；而欧洲各国对危机的应对也基本上模仿了爱尔兰政府于 2008 年 9 月对其整个金融体系的担保，这一对银行业的救助却导致了赤字和债务的急剧上升。

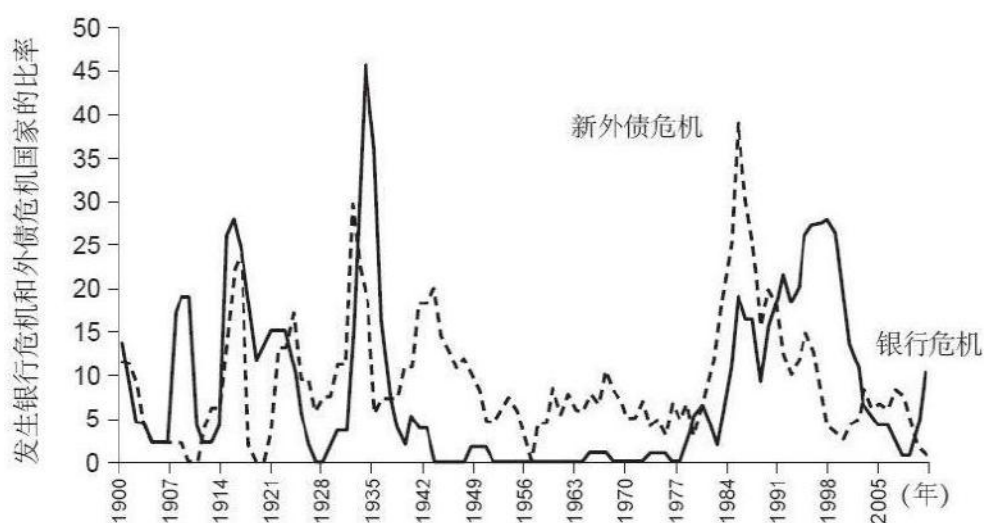
当然，对于主权债务危机向银行业危机的传导，其实现的最直接途径就是银行业对主权债券的持有。当主权政府压力较大特别是其基本面疲软而未偿债务又比较多时，这种持有会引发债权银行的巨大损失。这一点在 2010 年欧洲债务危机中表现得最为明显。危机前后，一些国家的银行积聚了大量的主权债券；随着危机的深入，特别是当希腊等国家对其主权债务进行重构时，银行业危机也就接踵而来。

表 1：政府债务危机与银行危机之间的相互影响

方向	国家	时期	具体过程
银行危机向 主权债务危机 传导	爱尔兰	2011 年	爱尔兰在 2007 年时债务与 GDP 比例只有 25%。房地产泡沫的破灭加之国际金融海啸的冲击，爱尔兰五银行都濒临破产。为了维护金融稳定，爱尔兰政府不得不耗费巨资救助银行。2011 年动用公共财政救助金融体系以后，该比例迅速攀升到 108%。
银行危机向 主权债务危机 传导	西班牙	2012 年	西班牙 2007 年时债务与 GDP 比例只有 32.8%。西班牙房地产泡沫破裂后，西班牙银行业出现了流动性问题，坏账率飙至 10.5%，且大部分与房地产相关。政府出面救助银行迫使西班牙政府债务大幅增加。2013 年债务与 GDP 比例升到 100.5%。
主权债务危机 向银行危机 传导	希腊	2009 年	2009 年 10 月初，希腊政府突然宣布，2009 年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到 12.7%和 113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的 3%和 60%的上限。2009 年 12 月 8 日，惠誉将希腊主权信用评级由 A-降为 BBB+，前景展望为负面，同时还下调了 5 家银行的信用级别，从而拉开了希腊主权债务危机的序幕。
主权债务危机 向银行危机 传导	欧元国家	2011 年	由于欧洲各国银行均持有大量其他欧元区国家的国债，部分国家主权债务违约导致欧洲各国银行出现大幅亏损，危机传染到整个欧洲。 英国苏格兰皇家银行(RBS)、法国农业信贷银行公布的 2011 年财报显示，由于持有希腊等欧元区高负债成员国主权债券和银行业债券导致的巨额资产减记，两家银行 2011 年均出现巨额亏损。
主权债务危机 向银行危机 传导	意大利	2012 年	惠誉评级机构宣布，维持意大利的主权信用评级维持在 A-的水平不变。而穆迪投资者服务公司上月将意大利的主权信用评级下调两个等级至 Baa2，并同时下调了 10 家意大利银行的长期评级。

数据来源：东北证券

图 8：1900-2008 年所有国家中发生银行危机和外债危机的国家占比



数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008), 东北证券

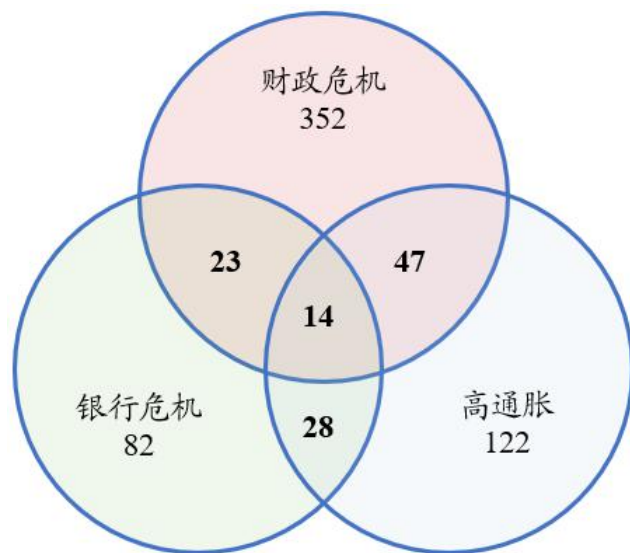
大规模主权债务违约催化恶性通货膨胀的生成。如果全球银行危机的激增与主权债务违约相伴相生，那它同样也预示着发生高通货膨胀国家的比例可能增加。图 8 显示了 1900~2007 年的通货膨胀和主权违约情况，它表明处于债务违约的国家比例和发生高通货膨胀（此处的定义为年通货膨胀率超过 20%）的国家比例存在惊人的正向联动。这一特征一定程度是因为信用货币时代一国货币所对应的央行资产不再是金本位时代的黄金而更多是政府债券，一国政府货币的价值与其政府信用高度绑定，主权债务违约则直接使人们丧失了对该国政府及央行有意愿维护本国货币稳定的信心，催化了通货膨胀。

图 9：1900-2008 年严重通货膨胀与主权债务危机之间的关联



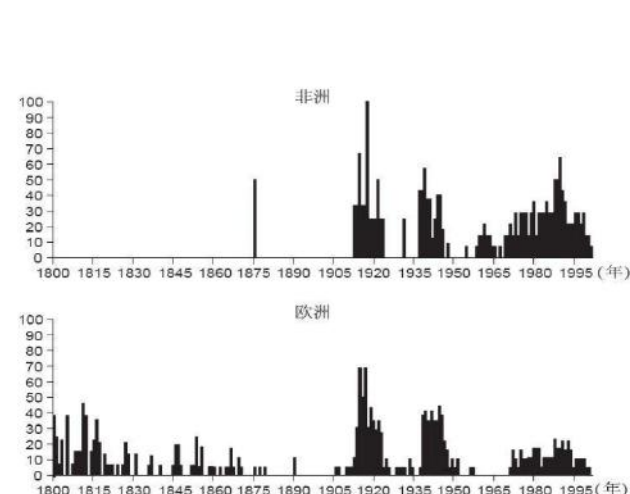
数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008), 东北证券

图 10：财政、银行危机及高通胀之间的伴生关系



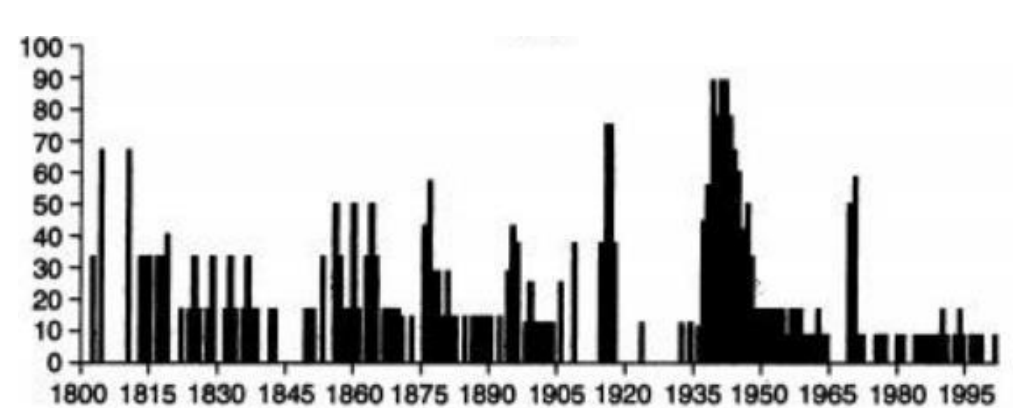
数据来源：IMF，东北证券

图 11：非洲和欧洲通胀超过 20% 的国家占比



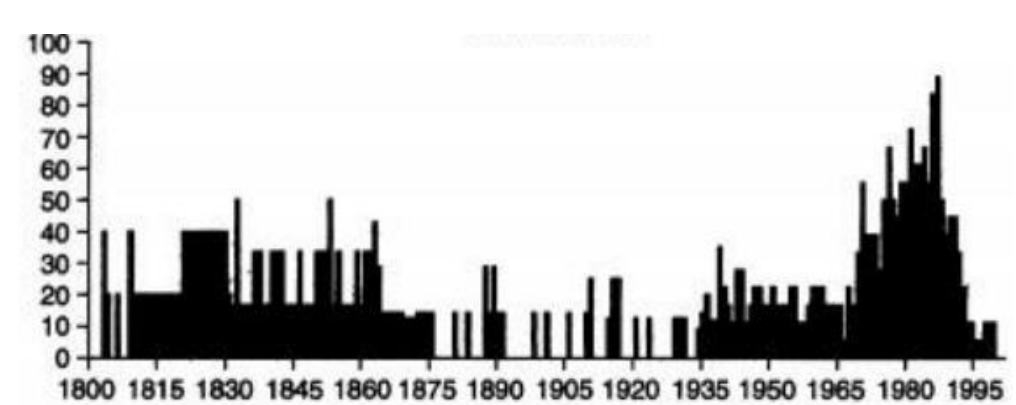
数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008), 东北证券

图 12：亚洲通胀超过 20% 的国家占比



数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008), 东北证券

图 13：拉丁美洲通胀超过 20% 的国家占比



数据来源：Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008), 东北证券

1.3. 地方政府债务问题

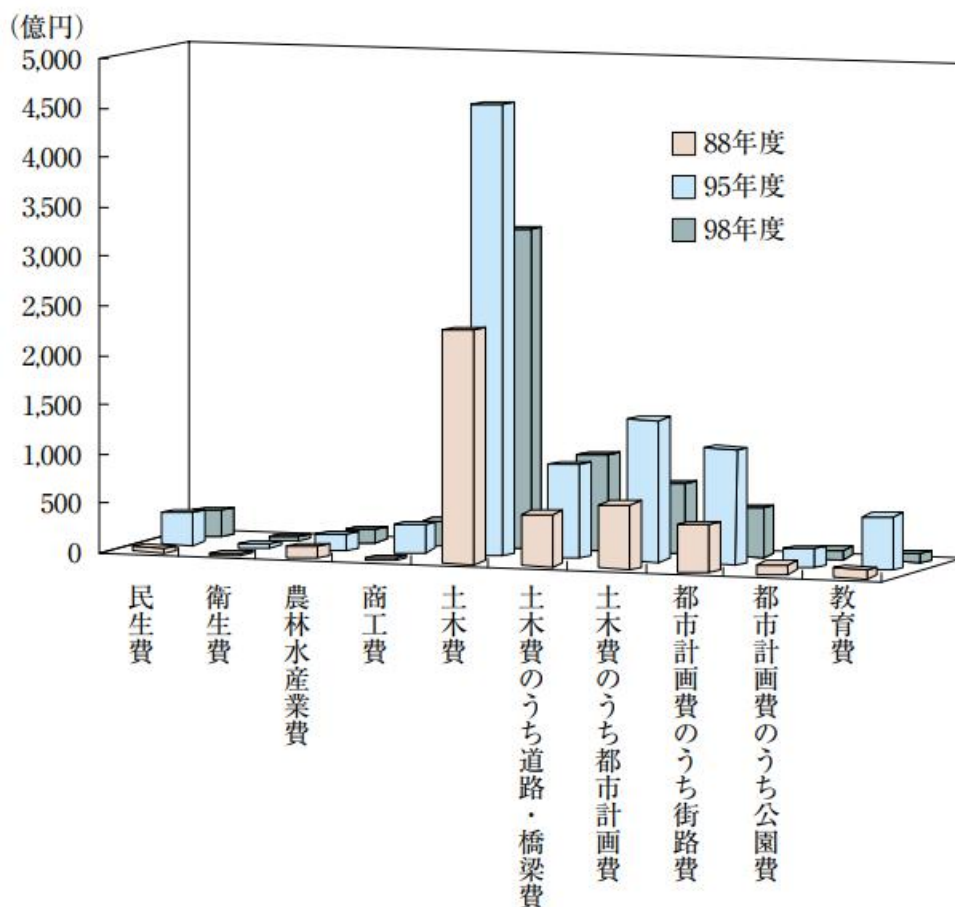
除了主权国家政府，地方政府作为一个债务主体也会出现债务违约问题，其破产特征处于主权国家政府和个人与企业之间的中间位置。但是与主权国家政府因为超国家治理机构缺位而基本不受强制执行约束不同，地方政府在相当大程度上是要受到国内法律的制约的，这使得地方政府在相当大程度上也要受到硬性约束限制。但是和个人与企业相比，地方政府的债务仍然具备非常强的软约束的特征，可通过多方协调和中央政府救助来化解，这使得其位置相对处于主权国家和个人与企业之间。

地方政府违约和主权国家违约除了在强制执行力上有所差异外，因为地方政府不具备行使货币政策的权力，且财政政策也受到各方面的掣肘，这也使得地方政府债务的破产与主权国家破产较大的不同。而具体来看地方政府破产主要受以下几种动因影响。

地方政府由于政治或人为因素以及财政监督机制不完善问题导致的大规模低效率投资是地方政府出现破产或债务违约问题的最主要原因。导致财政危机的原因首先在于支出，其次才是收入。地方政府的财政危机主要是由于大规模投资并过度依赖借款从而导致公债负担过重。以日本为例，1990 年代一些地方政府在地方经济振兴的名义下泛滥投资旅游业等项目，费用远超其可负担范围且建设结果盈利能力低下，最终导致政府财政的严重失衡。这与当地的政商关系和财政机制监督不完善高度相关。另一方面一些城市在进行基础设施建设和更新时项目规模过大，财政支出不断

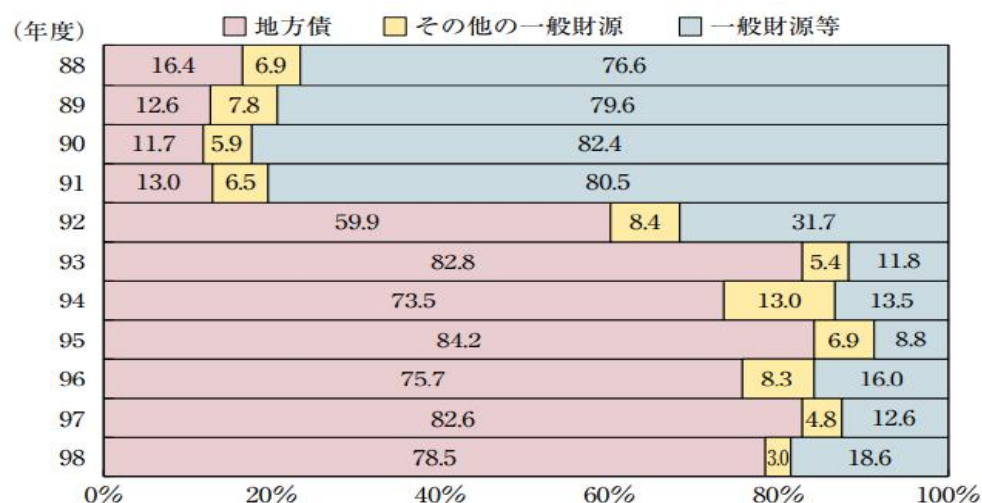
膨胀不得不靠发行地方政府债来募集资金，这使得债务违约风险敞口极大增加。前者较为典型的案例是北海道夕张市，后者较为典型的案例则是大阪市。

图 14：大阪市在 1990 年代出现政府过度投资的倾向，大量财政资金投向土木建设



数据来源：日本总务省，东北证券

图 15：大阪市的投资建设经费大量依靠发行地方债筹集

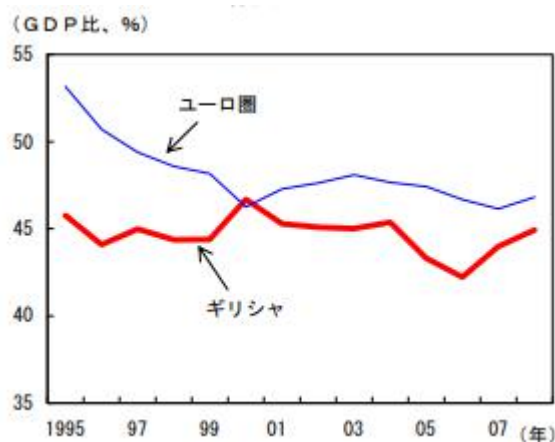


数据来源：日本总务省，东北证券

人员成本等日常经费膨胀。作为地方政府财政危机的一种模式，有些地方政府由于日常经费膨胀而导致破产，而不是由于投资性开支。从 90 年代开始，日本大阪府内

的一些城市由于人员成本的膨胀，使得日常支出超过了收入，形成了一种普遍的状况。这也是财政危机的一种模式。

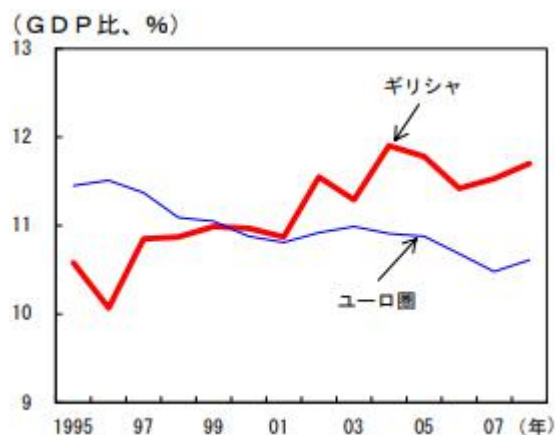
图 16：希腊政府支出占 GDP 比例



数据来源：OECD，东北证券

注释：红色折线为希腊，蓝色折线为欧元区

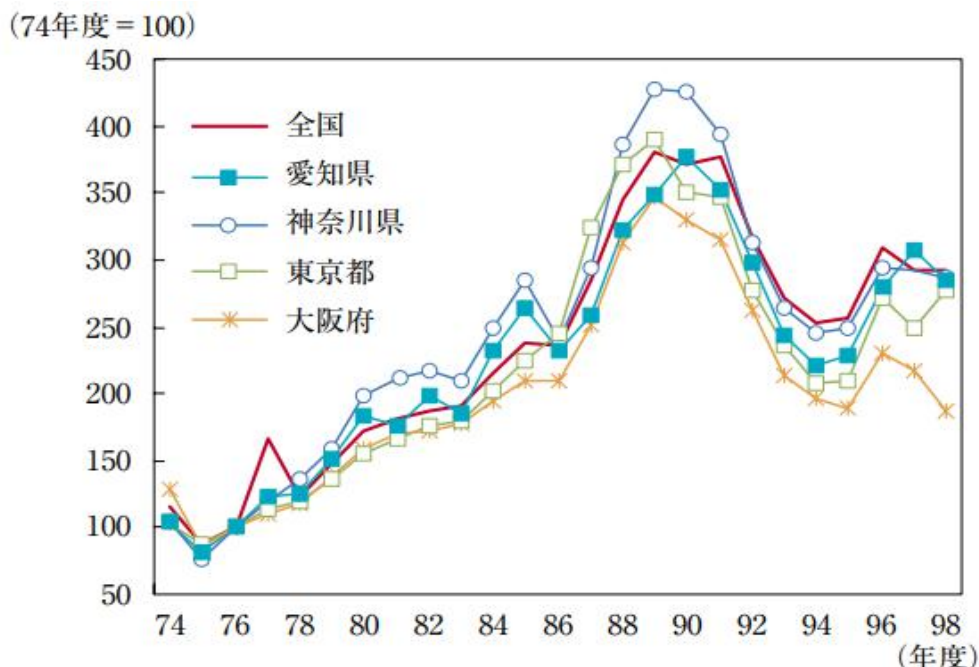
图 17：希腊公务员工资占 GDP 比例



数据来源：OECD，东北证券

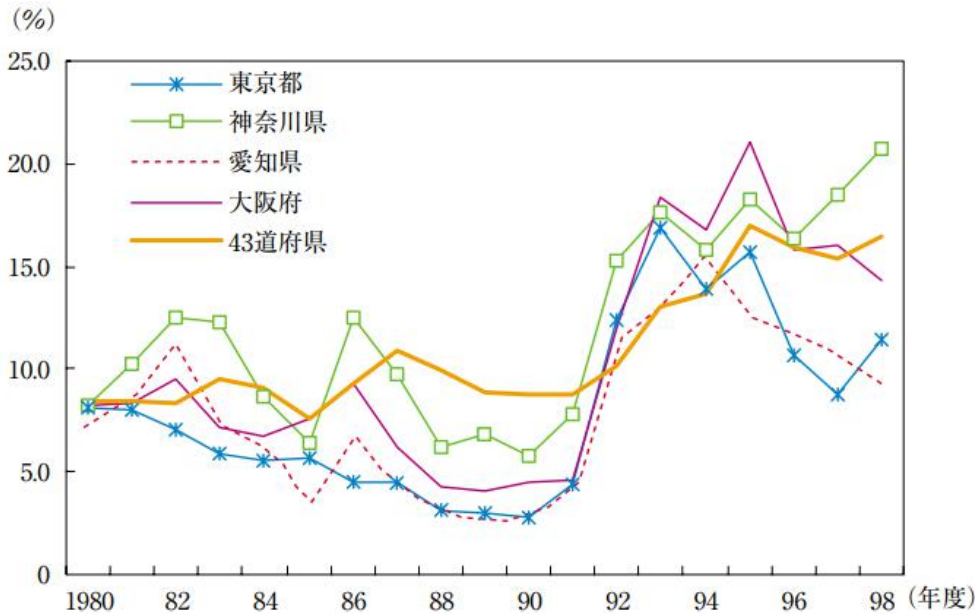
整体经济发展增速放缓的影响。地方政府相当大部分的财政收入来源来自于当地企业的税款，而整体性的经济低迷停止乃至长期衰退会使得地方政府财政收入锐减进而陷入收支不平衡之中，此时的地方政府如果同时进行了大规模无效率的投资，则地方财政对债务的依存度则大幅上升，这使得地方财政的债务风险敞口极大暴露。在面临投资失败、国债利率抬升的情况下，地方政府极易出现债务违约的风险。

图 18：日本地方政府企业税收入变化



数据来源：日本总务省，东北证券

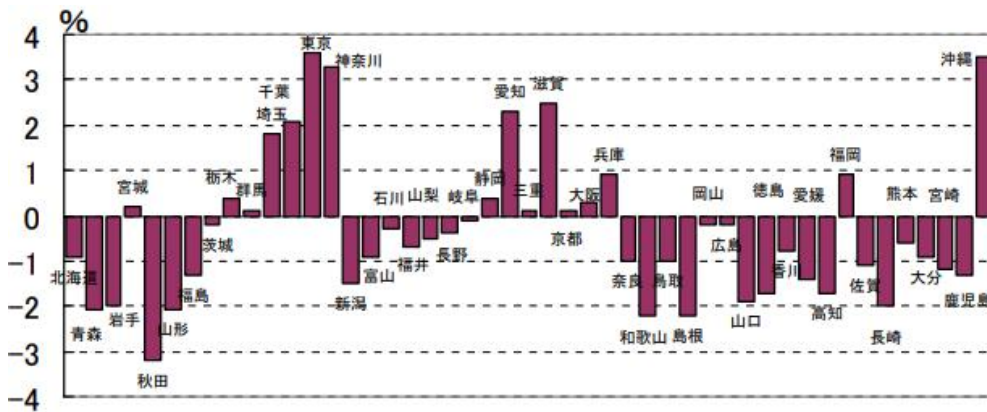
图 19：日本地方财政对地方债依赖程度的变化



数据来源：日本总务省，东北证券

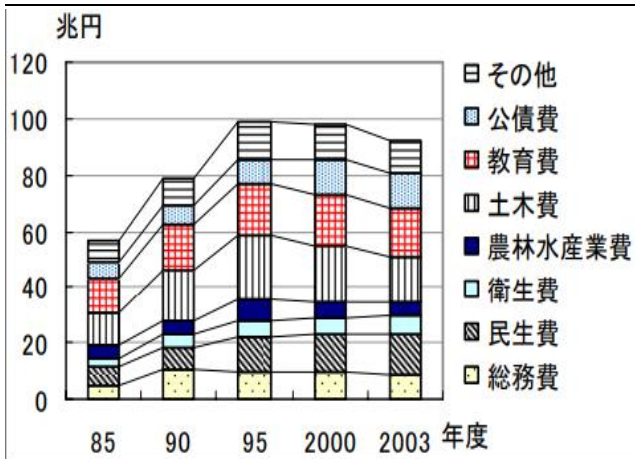
人口减少对地方政府财政的影响。人口流失对地方财政平衡的支出和收入段都有非常重大的影响。支出方面，政府的公共服务运营在相当长一段时间内仍然按照原有的人口规模运行，这使得财政支出高于其应有水平。流出人口中的绝大部分是青壮年人口，老年人及儿童等社会保障人群流出不多，这意味着地方政府的社会保障支出仍然会保持原有规模甚至进一步上升。

图 20：日本 1990 年代非核心经济区人口向核心经济区人口流动



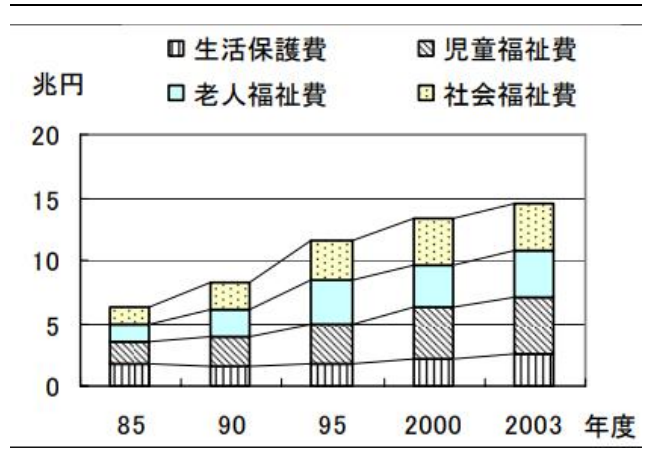
数据来源：日本总务省，东北证券

图 21：日本非主要经济区地方政府财政支出变化



数据来源：日本总务省，东北证券

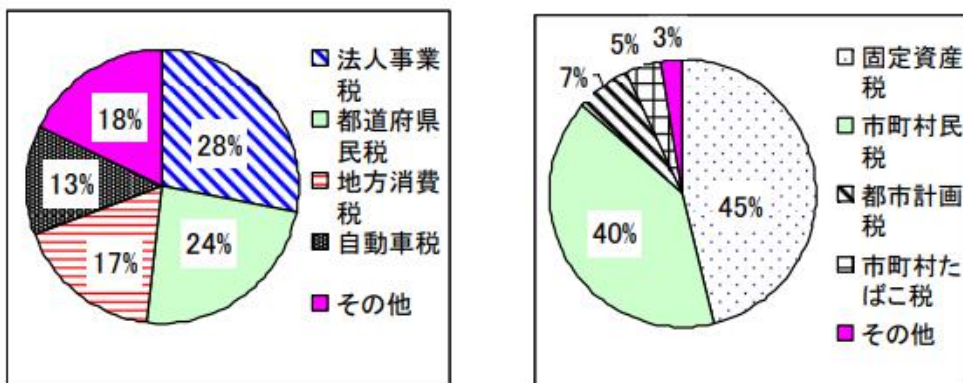
图 22：日本非主要经济区社会保障支出变化



数据来源：日本总务省，东北证券

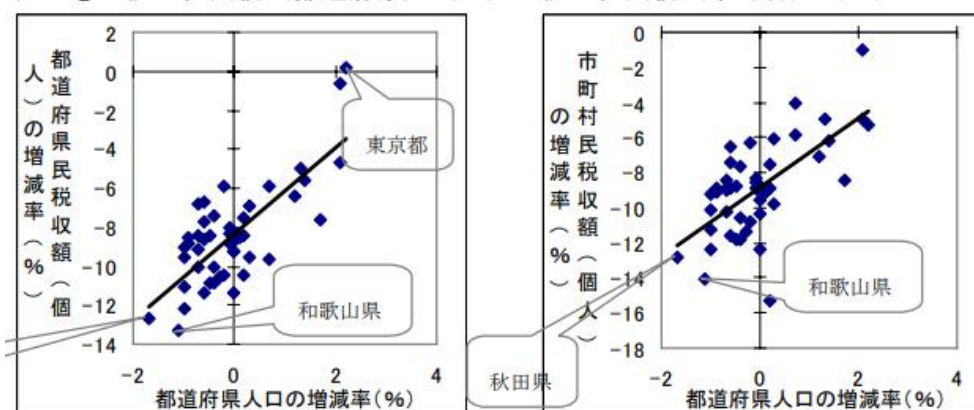
收入方面，人口流出地区的税种相对单一，而且很大程度上依赖本地居民的居民税，这使得人口流出直接导致了相当多数地方政府财政收入的下降。此外在其他税种上，人口的持续流出也使得法人税、法人事业税、固定资产税和地方消费税等其他税种收入大幅萎缩。

图 23：日本人口流出区（右）地方财政非常依赖居民税



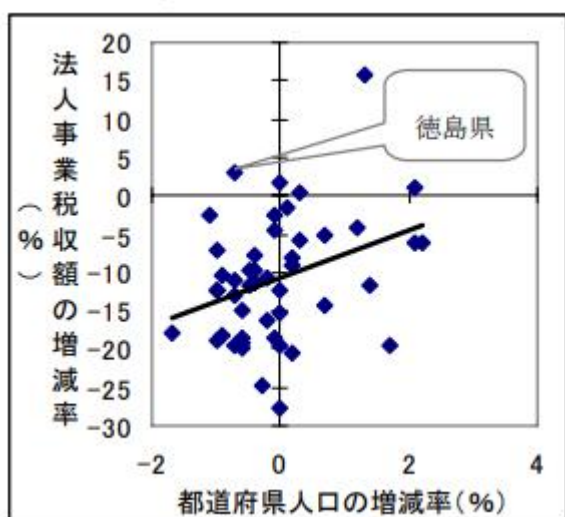
数据来源：日本总务省，东北证券

图 24：日本居民税与人口变化关系



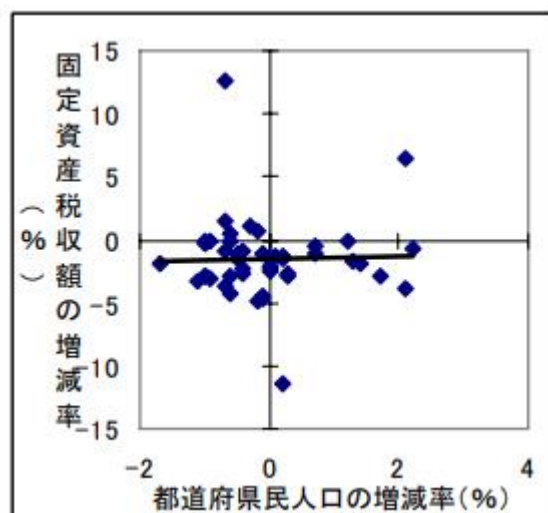
数据来源：日本总务省，东北证券

图 25：日本企业经营税与人口变化



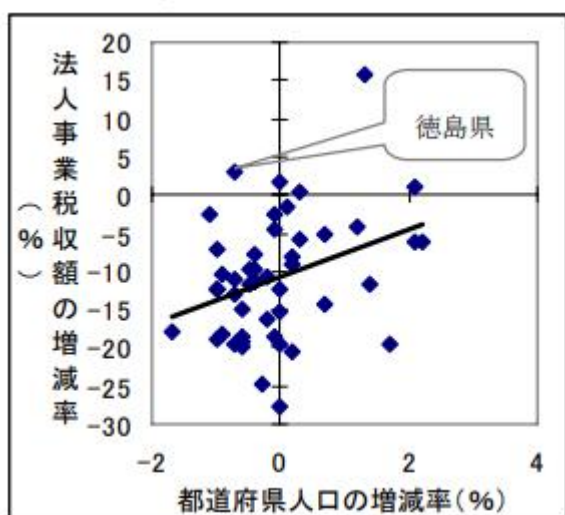
数据来源：，东北证券

图 26：日本固定资产税与人口变化



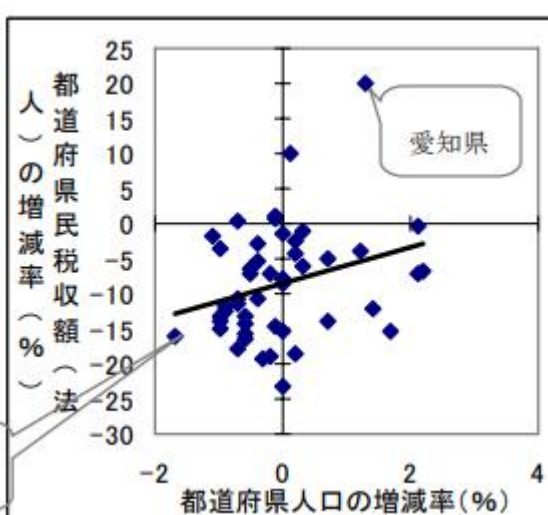
数据来源：，东北证券

图 27：日本地方消費税与人口变化关系



数据来源：，东北证券

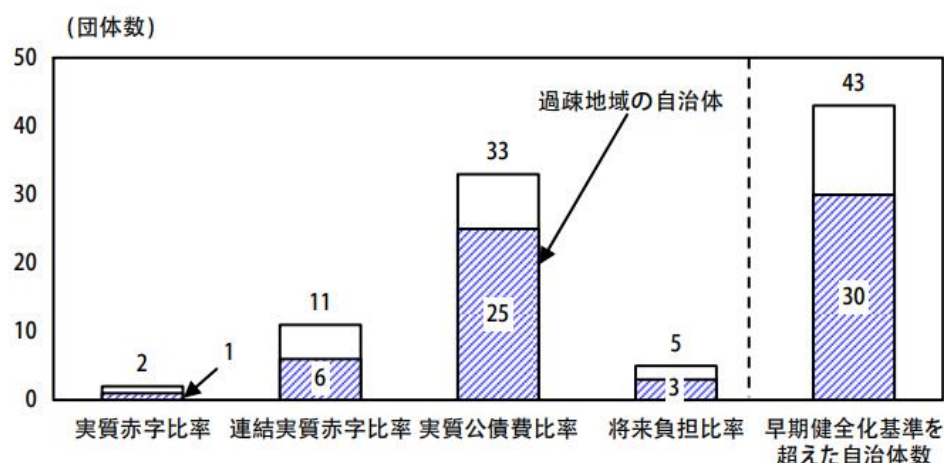
图 28：日本企业登记税与人口变化关系



数据来源：，东北证券

这种收支失衡如果再叠加地方政府开始低效率的大幅投资，会使得人口流失区的地方政府财政对地方债的依赖率大幅提升，进而使得这部分地方政府面临极大的债务违约风险。

图 29：日本人口流出区的地方政府面临更大的债务违约风险



数据来源：日本内阁府，东北证券

2. 中央政府财政破产

2.1. 玻利维亚债务危机（1984）

2.1.1. 事件

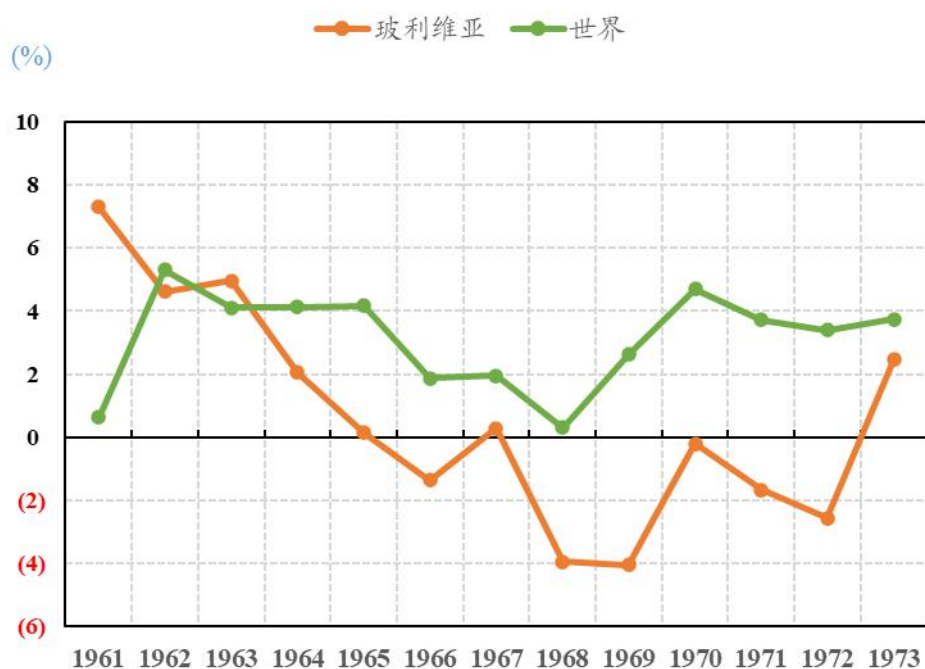
在 1985 年，玻利维亚政府的预算赤字达到了 485.9 万亿比索，约占国内生产总值的三分之一。通货膨胀率更是高达 11749.6%。至于外债方面，1984 年达到了 40 多亿美元，而应付的利息接近 10 亿美元，超过了出口收入。在 1980 至 1985 年期间，居民生活水平下降了 30%，国民经济几乎崩溃。

表 2：玻利维亚与拉美、东亚国家的经济表现比较

	GDP 增速年率 1980-85	通胀年率 1980-85	债务 /GNP 1985	贸易条件，1985 (1980=100)
玻利维亚	-4.5	569.1	136.8	86
拉丁美洲				
阿根廷	-1.4	342.8	56.4	88
巴西	1.3	147.7	43.8	87
墨西哥	0.8	62.2	52.8	98
东亚				
马来西亚	5.5	3.1	62	85
印度尼西亚	3.5	10.7	36.6	97
韩国	7.9	6	43	105

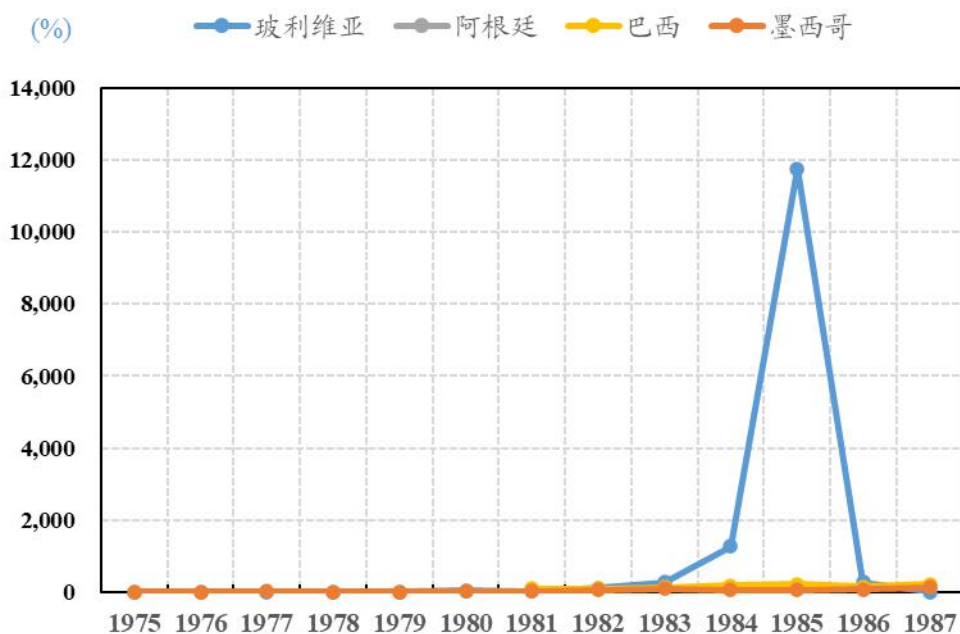
数据来源：Developing Country Debt and the World Economy，东北证券

图 30：玻利维亚 1980 年代经济增速显著低于世界平均水平



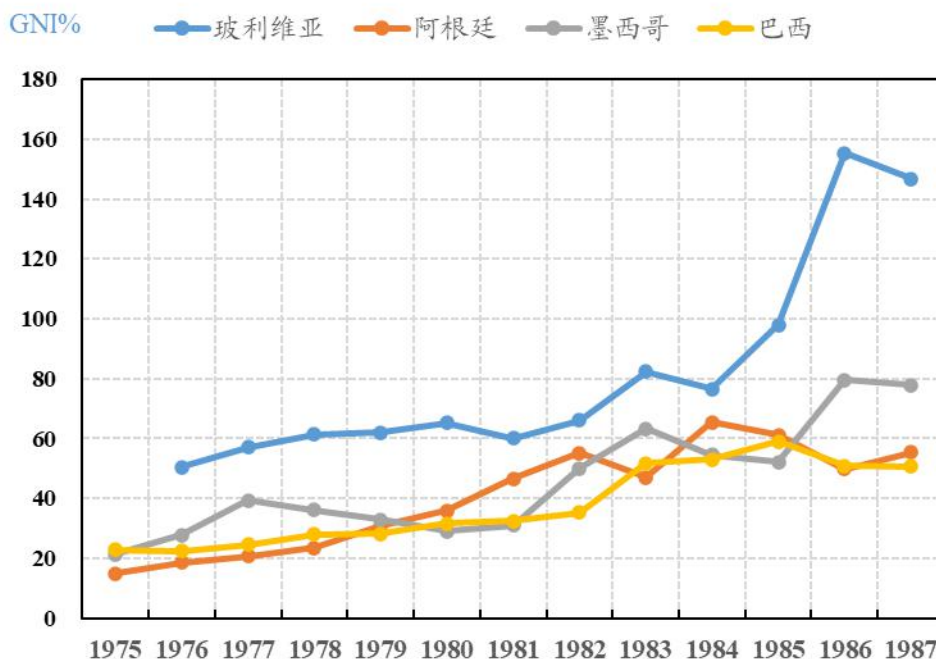
数据来源：世界银行，东北证券

图 31：玻利维亚 1980 年代通货膨胀高企



数据来源：世界银行，东北证券

图 32：玻利维亚 1980 年代的外债水平即便在拉美国家中也处于相对高位



数据来源：世界银行，东北证券

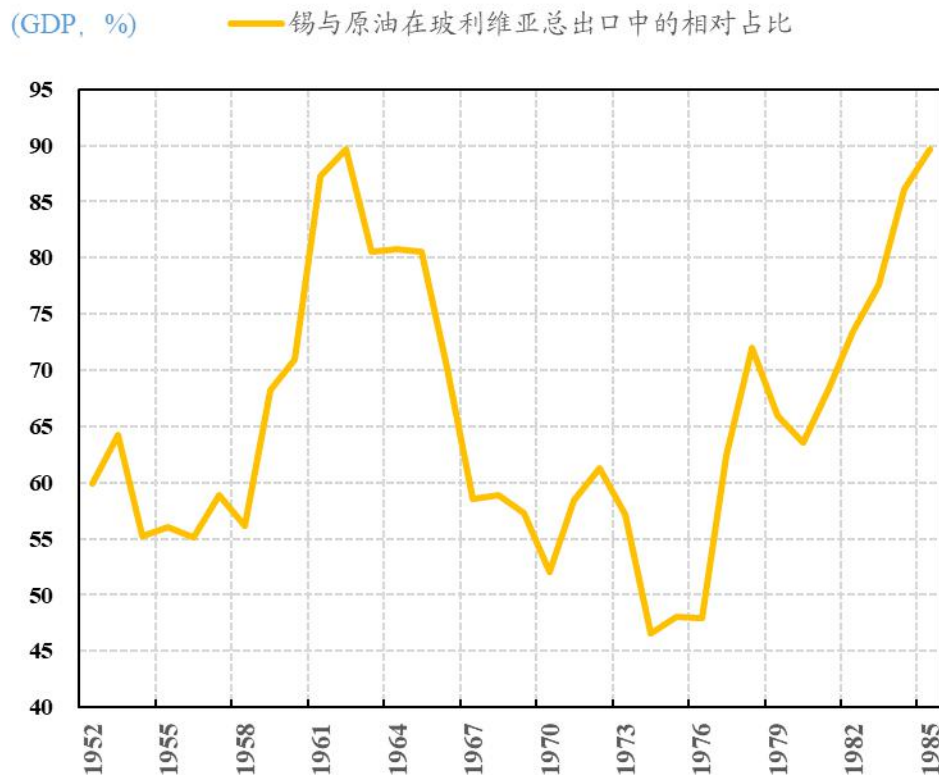
2.1.2. 背景与原因

2.1.2.1. 玻利维亚经济的长期背景

玻利维亚是南美洲的一个经济相对不发达的小国。由于政治动荡和政府经济政策的错误，该国积累了大量经济问题，并且未能解决。最终，这导致了一场严重的经济危机。

长期的政治不稳定，特别是民粹主义和反民粹主义政治之间的摇摆，反映了玻利维亚经济和社会更深层次的分裂。玻利维亚不仅在收入和财富分配上极度不平等，而且玻利维亚社会各阶层为争夺各自的收入和财富份额而高度动员起来。自革命以来，所有社会派别都希望中央政府能够满足其特定的分配议程，而政治权力之争也是国家蛋糕份额之争。份额之争尤其具有破坏性，因为它是在玻利维亚主要采矿业收益持续下降的背景下发生的。这种衰退不仅使制定协调一致的发展战略变得尤为迫切，也加剧了分配之争的绝望感。其结果是，政府的财政能力远远超出了它的承受范围；经济环境不利于长期投资；主要政治人物无法制定并推行稳定国民经济的长期政策。

图 33：采矿收益在玻利维亚经济中极为中央，围绕其份额之争引发了玻利维亚的政治动荡



数据来源：Developing Country Debt and the World Economy，东北证券

玻利维亚的独特之处在于，一方面，国家能力薄弱，另一方面，国家所承担的责任却极大，严重与能力脱节。玻利维亚收入分配方面的冲突持续对经济政策和经济表现产生深远影响。第一个影响是财政纪律涣散，因为强大的高收入群体否决了为庞大的公共部门提供资金所需的所得税和财富税。第二个影响是几乎所有经济政策工具都被严重政治化。在玻利维亚，很少有经济政策工具是主要根据效率而不是分配来判断的。第三个影响是，议程大相径庭的左派和右派政权交替执政，给私人投资支出带来了不确定性。第四个影响是政治堕落为“内部”与“外部”的激烈争斗。由于国家被视为再分配的工具，后继政府开始将公共财政和公共企业视为私人的贿赂基金，用于谋取私利或政治赞助。

表 3：玻利维亚简要政治年表

1952	Victor Paz Estenssoro 博士领导的全国革命运动组织（MNR）发动玻利维亚大革命
1952-56	Paz Estenssoro 担任总统；1956 年通胀率快速增长至 178.8%
1956-60	Hernán Siles Zuazo（MNR）担任总统；美国和国际货币基金组织 IMF 实行监管和财政援助
1960-64	Paz Estenssoro 第二个总统任期。
1964	Paz Estenssoro 第三个总统任期；Paz Estenssoro 遭到 René Barrientos Ortuno 将军的军事政变而被罢免
1964-66	Alfredo Ovando Candía and Barrientos Ortuno 联合执政。
1966-69	民选文官总统 Barrientos 任期（1969 年死于空难）。
1969	副总统 Luis Siles Salinas 继任总统；遭到 Ovando Candía 政变罢免
1970	Ovando Candía 遭到 Miranda 将军罢免。Miranda 遭到 Juan José Torres 将军罢免
1971	Torres 的极左翼政府上台，遭到军队、FBS, and MNR 的联合政变
1971-73	Hugo Banzer Suarez 将军在 MNR 支持下上台
1974-78	军队支持下，Banzer 开始总统任期；MNR 于 1974 年从政府退出
1979	Pereda 通过欺诈手段当选民选总统，后遭到 David Padilla 将军政变，后者呼吁 1979 年重新大选
1979	选举出现僵局（未产生多数党）；Walter 成为参议院议长
	Guevara Arze 成为临时总统；后被 Colonel Natusch Busch 推翻，Busch 又在 15 天内辞职。众议院议长 Lidia Gueiler 成为临时总统。
1980	选举僵局。Gueiler 被陆军少将 Luis Garcia Meza 推翻。
1981	Garcia Meza 辞职后让位于 Bernal 将军；Bernal 将军辞职后让位于 Torrelio 将军。
1982	Torrelio 将军被 Vildoso Calderon 将军推翻。国会重新召开；国会任命 Siles Zuazo 为总统。
1985	Siles Zuazo 宣布提前选举。Paz Estenssoro 当选总统。1985 年 8 月 29 日新的经济政策出台。

数据来源：Developing Country Debt and the World Economy，东北证券

2.1.2.2. 玻利维亚恶性通胀的原因

西莱斯执政时期的恶性通货膨胀与其说是新支出激增的结果，不如说是在面临外国贷款下降、税收减少和通货膨胀的情况下无法抑制支出的结果。面对外国贷款减少、税收下降和国外还本付息的增加，政府无法抑制开支。执政联盟始终无法就限制支出的政策达成一致，玻利维亚国会中的右翼反对派则拒绝了所有扩大甚至稳定税基的建议。此外，危机是对玻利维亚经济体制中财政限制的一种反映。最终，西莱斯政府甚至试图挤压主要国有企业，以支持政府其他部门的财政。

恶性通货膨胀和债务危机是随着玻利维亚从世界其他地区的净资源转移在 1982 年转为负值而发展起来的。从 1979 年到 1981 年，公共部门的新增净借款超过了公共债务的利息支出。然而，1982 年，新增贷款净额急剧下降，因此玻利维亚的资源转移（新增贷款净额减去利息支出）急剧转为负值。贷款净资源转移占国民生产总值的百分比从 1980 年的 6.2%，下降到 1981 年的 3.1%，1982 年的-3.4%，1983 年的-6.9%。

表 4：1980-1985 年玻利维亚中长期公共债务利息支出变化

	1980	1981	1982	1983	1984
净利息支付 (百万美元)	163.9	171.0	180.9	172.8	201.3
政府债权	42.8	50.3	66.2	64.7	166.2
私人债权	121.1	120.7	114.7	108.1	35.1
新增贷款净额	341.9	263.2	88.6	-18	60.5
政府债权	191.0	163.9	103.0	13.5	63.3
私人债权	150.9	99.3	-14.4	-31.5	-2.9
净资源转移	178.0	92.1	-92.2	-190.8	140.8
政府债权	148.2	113.6	36.8	-51.3	-120.9
私人债权	29.8	-21.4	-129.1	-139.5	-37.9
总净资源转移,% of GNP	6.2	3.1	-3.4	-6.9	-5.1

数据来源：世界银行，东北证券

催化恶性通货膨胀的是迅速增长的外汇储备，这是国外净资源转移不断减少的镜像。随着玻利维亚政府将越来越多的资源用于偿还外债，它不得不通过印制钞票来弥补国内支出的不足。1982 年年中，也就是西莱斯上任前几个月，外汇储备猛增。

为了抑制通货膨胀，政府不断采取无效的价格控制、高估和多重汇率以及其他形式的干预措施。这些政策对总体价格水平没有任何影响，但却经常威胁到私营和国营公司的偿债能力。政府通常会找到一些间接的方法来补偿企业的干预措施，因此，直接的价格水平也会随之下降。因此，直接的价格控制措施会表现为间接的财政补贴，增加政府对通胀融资的需求。

2.1.3. 政府应对——萨克斯的休克疗法

2.1.3.1. 休克疗法概念

萨克斯的应对方案主要包括以下内容：实行紧缩的金融和财政政策，减少政府开支，取消补贴，放开价格，推行贸易自由化，通过货币贬值来稳定汇率，进一步改革行政和税收制度，将一部分公有部门和企业私有化，重新安排债务并接受外部援助等。由于这套经济纲领和政策的实施具有较强的冲击力，可能在短期内对社会经济生活产生巨大震荡，甚至导致“休克”状态。因此，人们借用医学上的术语，将萨克斯提出的这套稳定经济、治理通货膨胀的经济纲领和政策称之为“休克疗法”。

休克疗法是一种应对严重社会供需失衡的手段，通过控制社会总需求，通过强硬的行政和经济措施，在短时间内迫使消费需求和投资需求大幅度减少，以实现人为平衡的总供需，从而遏制恶性通货膨胀，恢复经济秩序。这种政策调整属于紧急情况下的措施。实践证明，实现社会总供需平衡不仅需要控制过度旺盛的社会总需求，还需要刺激低迷的社会总供给有效增长。前者可以在短时间内实现，而后者需要较长时间和大力气才能见效。休克疗法的调控重点在于社会总需求，并且实施措施力度较大，因此往往能够迅速产生效果。这就是休克疗法在玻利维亚奏效的奥秘，也是休克疗法的核心。

2.1.3.2. 休克疗法在玻利维亚的基本成功

玻利维亚实施休克疗法不到一周，成功地遏制了恶性通货膨胀，物价从暴涨趋于稳定。从 1986 年到 1987 年，通货膨胀率逐步回落，1986 年为 276.3%，1987 年为 14.6%，1988 年为 16%，1989 年为 15.2%。国民经济在经历短暂下滑后逐步恢复。实施休克疗法的第二年，即 1986 年，国内生产总值下降了 2.9%，但随后几年保持了 2.5% 左右的增长。同时，由于采取了有效措施，债务问题也得到明显缓解，最终使玻利维亚克服了严重的债务危机。

2.2. 俄罗斯财政危机（1998 年）

2.2.1. 事件

俄罗斯政府于 1998 年 8 月 17 日开始在约 90 天的时间内停止支付对外债务，并决定让俄罗斯卢布汇率自由浮动。

表 5：俄罗斯联邦各项核心经济指标，1992-1999

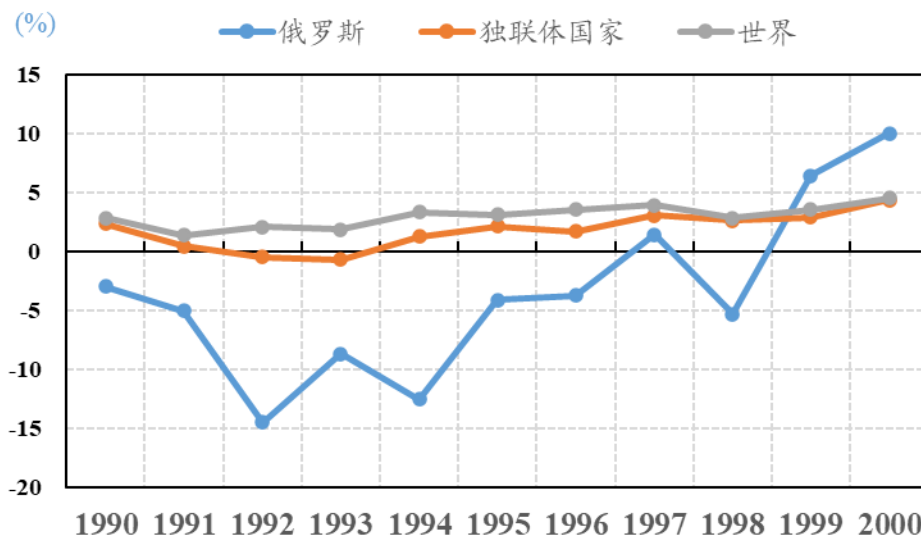
	GDP, 同比%	工业产值, 同比	固定资产投资, 同比	社会零售, 同比	出口, 十亿美元	进口, 十亿美元	失业率, %	通胀同比, %	联邦政府财政平衡, GDP%	中央财政平衡, GDP%	外债, %GDP
1992	-14.5	-16.0	-39.7	0.3			5.2				
1993	-8.7	-13.7	-11.7	1.6			5.9	874.3	-5.8	70.1	61.0
1994	-12.7	-21.6	-24.3	0.2	66.1	48.1	8.1	307.7	-10.0	57.6	43.2
1995	-4.1	-4.6	-10.1	-6.2	81.1	60.8	9.4	197.4	-3.0	49.8	36.6
1996	-3.6	-7.6	-18.1	0.3	88.5	67.6	9.7	47.8	-3.7	50.8	32.7
1997	1.4	10	-5.0	4.9	85.9	71.7	11.8	14.8	-3.7	54.4	33.4
1998	-5.3	-4.8	-12.0	-3.2	73.7	57.5	13.3	27.7	-3.3	71.0	50.8
1999	6.4	8.0	5.3	-5.8	69.7	37.3	13.0	85.8	-1.1	79.0	67.0

数据来源：Bank of Finland Institute for Economics in Transition，东北证券

2.2.2. 背景及财政破产原因

俄罗斯于 1998 年发生主权债务危机的长期背景主要有经济持续恶化、财税秩序混乱、经济结构畸形这三方面因素。

图 34：苏联解体后俄罗斯在 1990 年代经济增速显著低于世界及其他前苏东国家平均水平

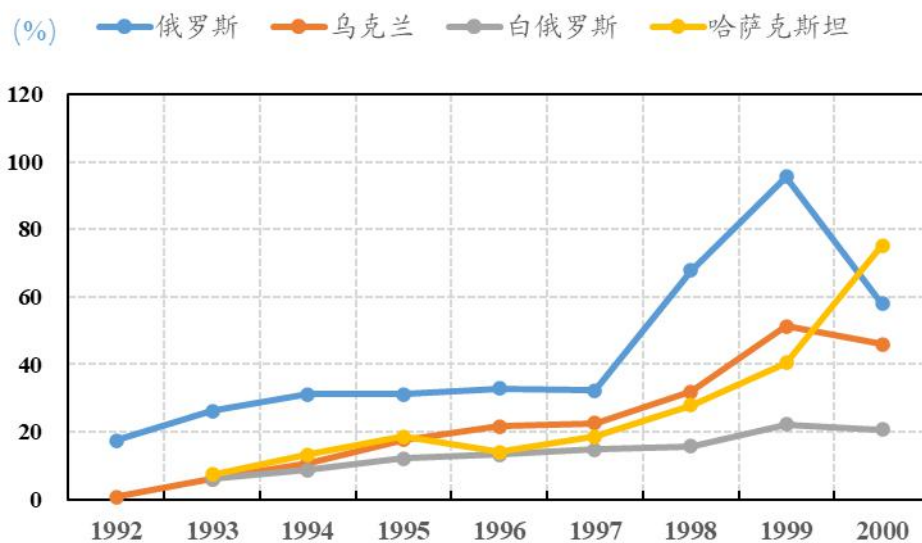


数据来源：世界银行，东北证券

经济增长方面，苏联解体后俄罗斯实行的休克疗法使得其国内出现严重通胀，卢布大幅贬值，实体经济于 1992-1996 年一直处于收缩状态，1992-1997 年这 5 年间俄罗斯 GDP 不变价(世界银行)降幅达到 25%。

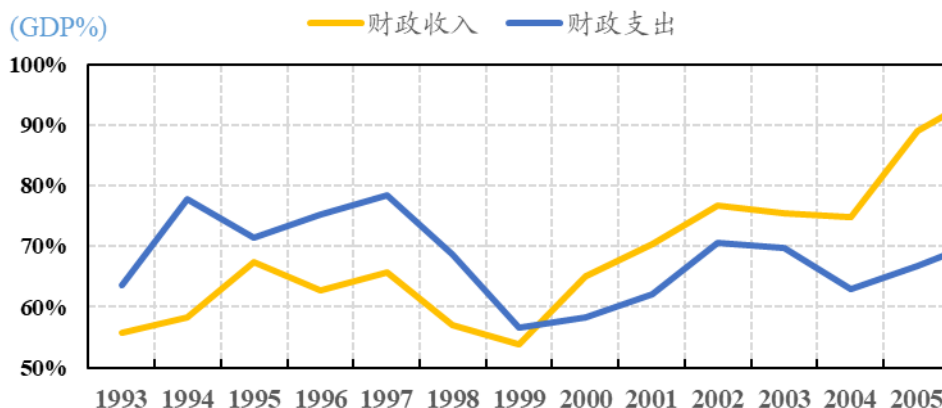
财政状况方面，俄罗斯在独立之初继承苏联大部分外债，财政负担本就沉重，而经济的持续恶化进一步导致俄罗斯偿债能力不断下降，其混乱的财税制度更使得俄罗斯政府赤字不断攀升，对外债依赖程度不断加重。

图 35: 1990 年代俄罗斯继承了苏联的大部分外债，其负债水平高于其他独联体国家



数据来源：世界银行，东北证券

图 36: 1990 年代俄罗斯财政始终处于失衡状态



数据来源：IMF，东北证券

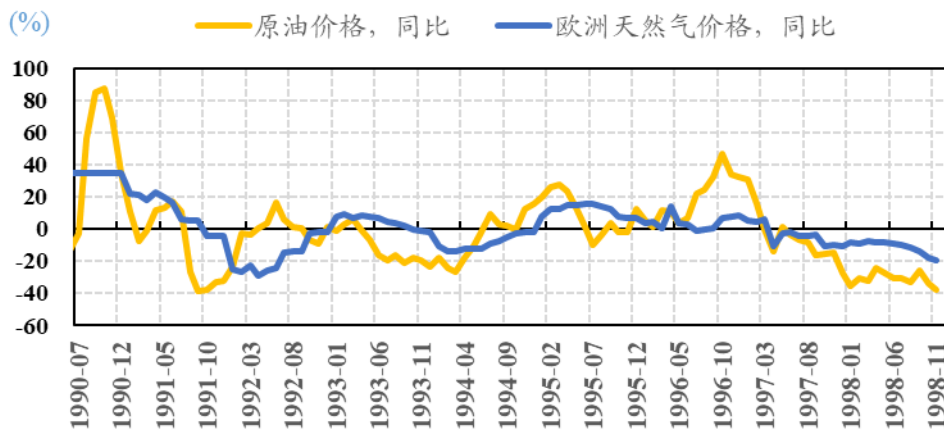
经济结构方面，在俄罗斯继承苏联时代轻重工业失调的产业结构的背景下其国民经济对外依存度极高，且外汇收入大部分来自于石油和天然气出口，这使得俄罗斯经济对全球经济波动极为脆弱。此外俄罗斯在 90 年代持续开放资本账户，但其引进的外资中直接投资比例偏低，大部分为证券投资，这极大地增加了资本市场对外敞口极大。

俄罗斯于 1998 年发生主权债务危机的短期触发因素主要有亚洲金融危机的影响、油价大幅下降的冲击以及俄罗斯国内的信任危机。

亚洲金融危机于 1997 年 7 月席卷东南亚时对俄罗斯的影响还较为有限，8~9 月间还有外资流入。但当 10 月韩国大规模爆发金融危机时，因韩资在俄金融市场占有一定比例，韩资的撤离引起外资撤离的连锁反应，1997 年 10 至 11 月，俄罗斯股价大幅

下降。与此同时，由亚洲金融危机引发的能源价格下跌也使得俄罗斯外汇收入锐减，经常项目陷入严重失衡状态。

图 37：亚洲金融危机使得能源价格下跌



数据来源：世界银行，东北证券

同时，俄国国内政治动荡、财政问题的暴露及私有化政策的修订又共同引发信任危机，进一步激化了俄国的金融危机。1997 年 3 月围绕总理的任免，总统与杜马（议会）僵持长达一个多月，这一政府危机引起了相当程度的经济波动，政府税收也减少 30 亿美元。俄罗斯虽然自 1992 年以来便一直存在较大规模的财政赤字，但是而政府通过举债的“软赤字”办法使得公布的财政赤字规模并不高。但 1998 年随着大笔债务到期，政府偿债负担严重，不得不公布债务危机的严重状况，这极大引发了投资者的恐慌心理。此外，俄议会对外资收购俄公司股份的限制也引发了外资对俄政府的信任危机，国债利率飙升。

2.2.3. 影响及后续处理

俄罗斯主权债务危机造成了俄罗斯经济严重萎缩，1998 年，俄罗斯 GDP 同比下降 5.35%。同时还引发了较为严重的通货膨胀，俄罗斯 1998 年 CPI 上升至 27.7%，次年更是高达 85.8%。卢布汇率大幅跳水，与美元的汇率由 1998 年年初的一美元兑换 5 卢布上升至年末 1 美元兑换 27 卢布，此后卢布汇率长期维持在这一水平。此外，俄罗斯银行业也蒙受了较大损失，俄罗斯银行在 1998 年危机之前一直大量介入外债，兑换为卢布后购买回报率较高的俄罗斯国债。金融危机之后，因为卢布贬值，国债利率又进一步走高，使得其损失巨大，近一半商业银行濒临破产。俄罗斯主权债务危机对国际市场也有较大的波及效应，一方面俄罗斯的危机使得国际投资者对新兴市场的可靠性产生进一步怀疑，纷纷撤资避险，对拉美等国的金融市场造成较大冲击。美国对冲基金在俄国遭受的较大损失也助推了全球金融市场的不稳定。由于德国是俄罗斯的最大债权国，由俄罗斯引起的信用危机很快波及德国乃至欧洲，使得欧洲的金融市场受到严重影响。

俄罗斯政府本身采取的诸如提高利率，举借外债以及延长债务偿还周期的措施，但是收效甚微，范围引起了市场更大程度的动荡。直到 1999-2000 年世界油价重新迅速攀升，俄罗斯获得了巨大的外贸收支盈余，其经济状况才有所好转。

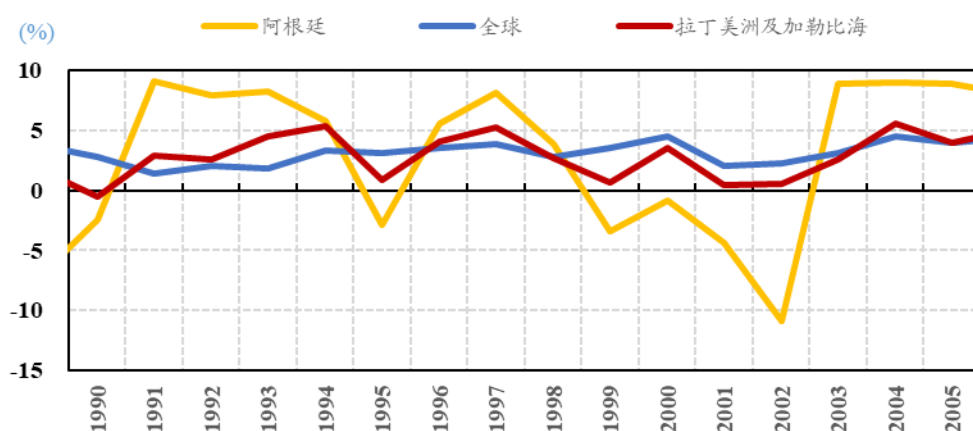
2.3. 阿根廷主权债务危机（2001）

2.3.1. 事件

2001 年，由于阿根廷采取的经济与货币政策导致其陷入了经济衰退的危机中，在全面和持续衰退的经济环境下，中小企业大量倒闭、工农业生产滑坡、市场需求不旺、外贸持续逆差、财政赤字严重、失业率上升，贫困人数剧增。

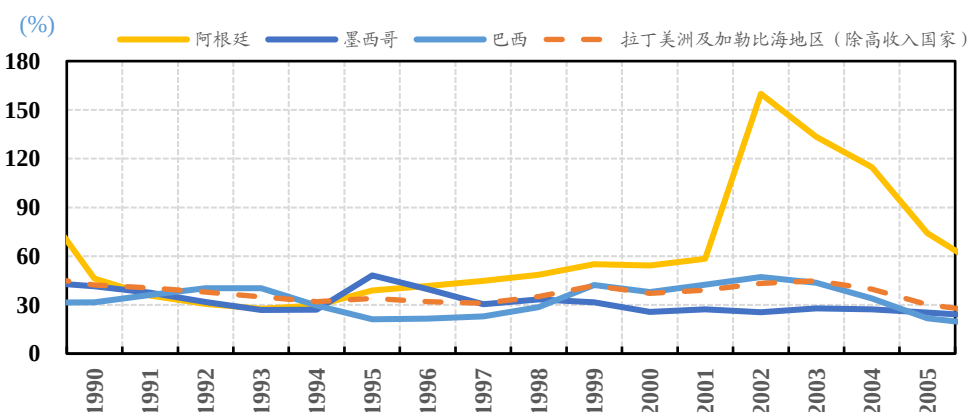
这场危机的直接触发因素是 2001 年由时任经济部长多明戈·卡瓦洛推出的“围栏政策（Corralito）”，这个政策限制人们从银行提取现金的数量。对大部分没有银行账户的下层百姓冲击尤其严重，经济活动受到严重限制的中产阶级亦是如此。

图 38: 阿根廷 1999-2002 年经济陷入衰退且经济增速显著低于全球及同地区水平(实际 GDP 同比增速, %)



数据来源：世界银行，东北证券

图 39: 阿根廷 1995-2002 年外债规模激增且显著高于同地区其他国家水平（外债存量占 GNI%）



数据来源：世界银行，东北证券

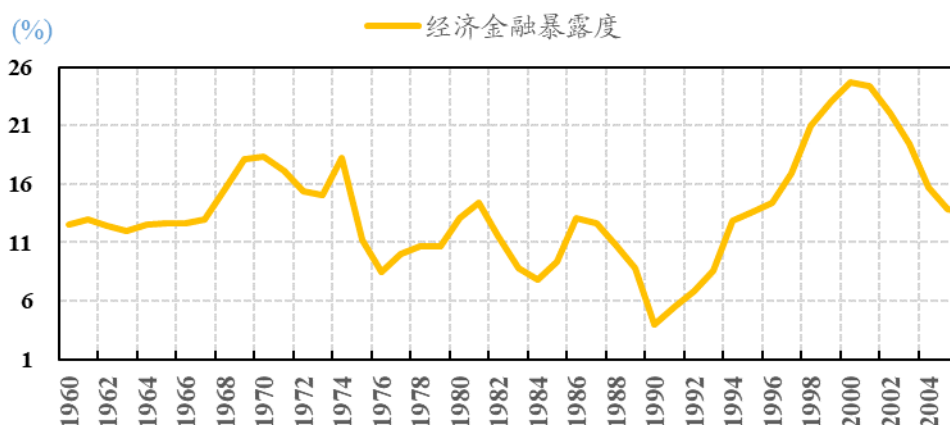
2.3.2. 背景

阿根廷于 1999 年发生经济危机的长期背景主要有新自由主义经济政策、阿根廷比索与美元绑定兑换政策、经济结构畸形、国际金融危机这四方面因素。

经济政策方面原因：新自由主义经济政策私有化国内经济，开放外资。

20 世纪的最后 10 年，新自由主义政策在拉美地区盛行，阿根廷也不例外。新自由主义经济政策的核心内容在主张私有化、自由市场经济和自由贸易。阿根廷自 1988-1999 在国际贸易和国际金融中实行了新自由主义的政策，一方面开启了国内经济私有化进程，一方面放开了对外资的限制。

图 40：阿根廷 1990-2002 年随着经济自由化程度的加深，经济整体对金融的暴露度逐渐加深



数据来源：A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017，东北证券

注：经济金融暴露度=（金融部门总负债—央行外汇储备）/GDP

金融货币政策方面原因：锚定美元，美元流入，外债严重，比索升值。

费尔南多·德拉鲁阿维持了在 1991 年 4 月起实施的“兑换计划”。根据这项计划，阿根廷实行本国货币与美元挂钩的固定汇率制，其核心是：比索与美元的汇率长期稳定在 1:1，并可自由兑换，中央银行的货币发行量严格以美元储备为后盾。德拉鲁阿的竞选口号之一便是“跟我一起，一比索，一美元”。尽管在卡洛斯·梅内姆政府最初的几年，这种经济政策可以显著降低通货膨胀并获得积极的经济成果，但从 1997 年开始，这个政策越来越明显地出现负面效果。为了维持阿根廷比索与美元的可兑换性，需要大量的美元流入，同时几乎所有阿根廷国有公司以及退休和养老金实现了私有化。但是，一旦私有化进程结束，初级农产品出口经济产生的外汇收入不足，再加上公共支出增加到不可持续的水平，阿根廷经济越来越依赖于借外债以及再融资。

国内经济结构方面原因：经济结构畸形，出口不振。

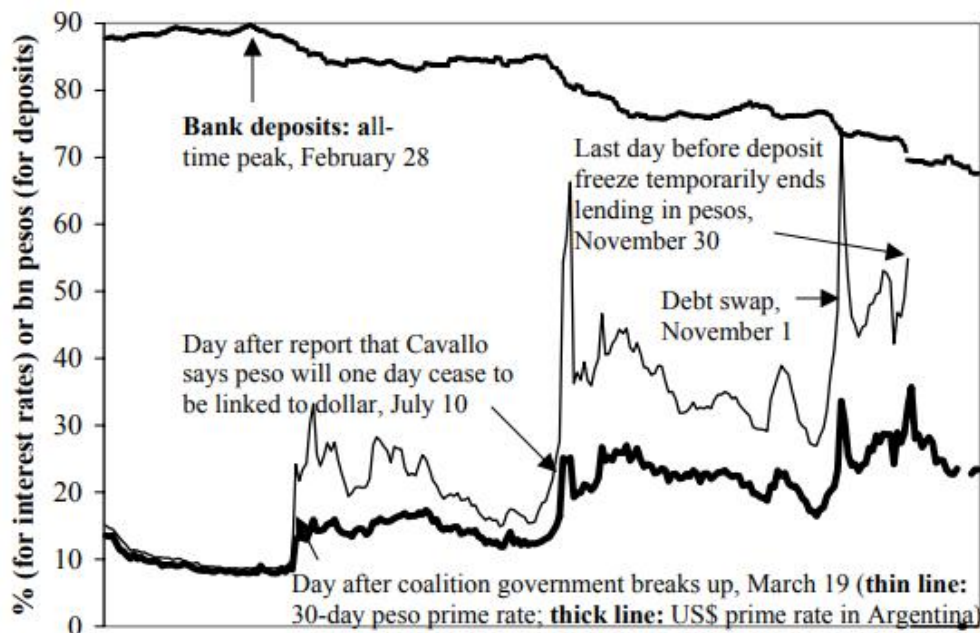
阿根廷与众多拉美国家一样，经济结构畸形，一方面国内工业化进程迟滞，以初级农牧业为主，另一方面经济长期依赖进出口贸易，出口总额约占国内生产总值的 15%。从 1989 年开始开放外贸限制以来一直处于逆差状况，1999 年国际收支逆差已达 118 亿美元，出现资本净流出现象，使阿丧失偿还外债的能力。

最后，国际环境方面原因：国际金融危机，外资撤出。

1995 年至 1999 年，墨西哥、东南亚、俄罗斯和巴西先后爆发的金融危机，对阿根廷

廷产生了很大的负面影响。大量的外资在金融风潮中纷纷逃离阿根廷市场，国内投资不足的矛盾日益突出。原先在外来充裕资金掩盖下的一些经济问题逐步暴露出来，如企业竞争力差、公共开支庞大等。

图 41：阿根廷 2001 年主要利率及银行存款变动

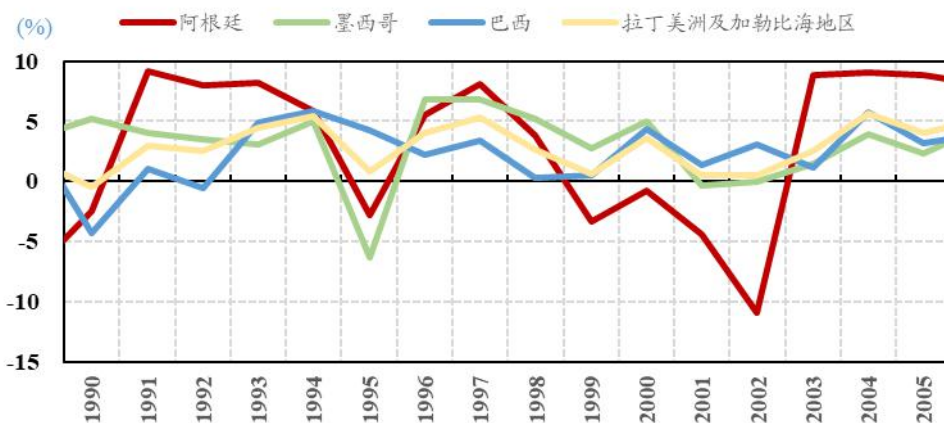


数据来源：阿根廷中央银行，东北证券

2.3.3. 影响及后续处理

阿根廷金融危机首先是造成了本国经济的严重萎缩。1999 年阿根廷国内生产总值下降了 4%。1998、1999、2000 年的 GDP 增长率是 3.8%、3.4%、-10.9%。2001 年第一季度增长率为 -2.1%。失业率由 1998 年的 12.7%攀升到 2002 年的 19.6%。

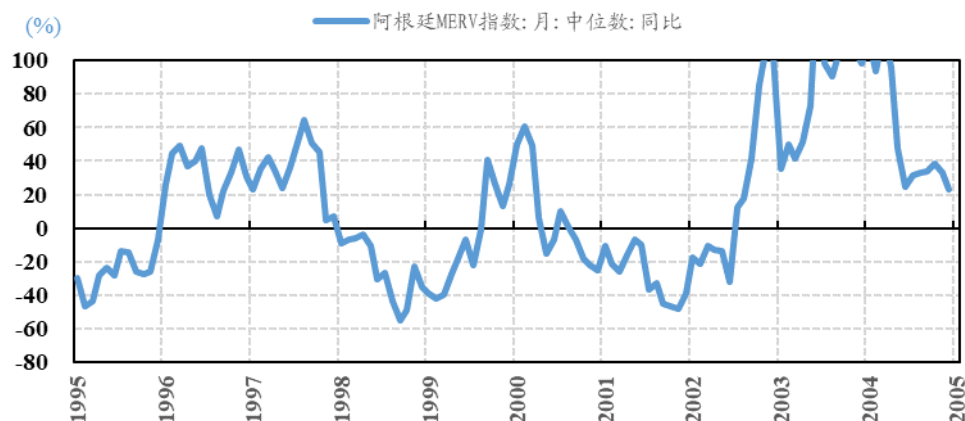
图 42：阿根廷 1998-2001 年危机使得经济严重萎缩，GDP 增速显著低于同地区其他国家



数据来源：世界银行，东北证券

在股市方面, 2001 年 6 月为挽救股市第一季度颓势, 阿根廷实行汇率双轨制, 7 月份股市再暴跌。2001 年 11 月底, 阿根廷股市进一步下跌, 同比跌幅达到-50%以上。

图 43: 金融及主权债务危机导致 2001 年前后阿根廷股票大跌



数据来源: , 东北证券

在银行体系和国内储蓄方面, 2001 年 12 月阿根廷政府开始实行银行业 90 日紧急措施, 除限制现金提款额, 还包括限制国民汇款至境外以及禁止银行进行阿根廷比索贷款等, 希望以此阻止阿根廷比索存款继续下跌, 直到阿根廷完成债务重组为止。2002 年 7 月, 储户从比索账中提走的存款仍高达 30% ; 外汇储备由 2001 年初的 240 亿美元, 下降至 8 月中旬的 90 亿美元。阿根廷银行体系已濒于崩溃。

在债务和国内资本方面, 国际货币基金组织拒绝向债务累累的阿根廷提代 13 亿美元的紧急贷款, 使该国面临历史上最大一次债务危机。2001 年 12 月下旬, 阿根廷政局动荡, 两周内换了 5 位总统。2002 年 1 月 1 日 阿根廷新总统杜阿尔德宣誓就职后, 停止偿还外债, 取消长达 11 年的比索与美元联系汇率制度, 将比索对美元比价由 1:1 , 改为 1.4:1 , 即贬值 30% 。阿根廷国内商品价格大幅上涨; 黑市上 1 美元换 3.63 比索。许多进口物资开始短缺。阿根廷的资本外逃仍严重。2002 年前 9 个月 , 阿根廷外流资金已占拉美地区外流资金的一半。

在后续处理上, 阿根廷在陷入严重的经济危机以后, IMF 为阿根廷甚至还制定了严格的财政政策紧缩计划, 试图帮助阿根廷走出困境。但阿根廷反其道而行之, 实施宽松的货币政策, 并且以拒绝偿还贷款作为武器, 迫使 IMF 接受这一抉择, 阿根廷反而在 2002 年走出了经济低谷。最终, 经过 11 个月的谈判, 阿根廷终于在 2003 年 1 月 16 日与 IMF 达成协议, 重新安排到期的 118 亿美元的到期外债。此外, 阿根廷政府承诺 2003 年前 8 个月的财政开支再削减 10 亿比索, 减少对外汇市场的干预, 让美元再次自由浮动。

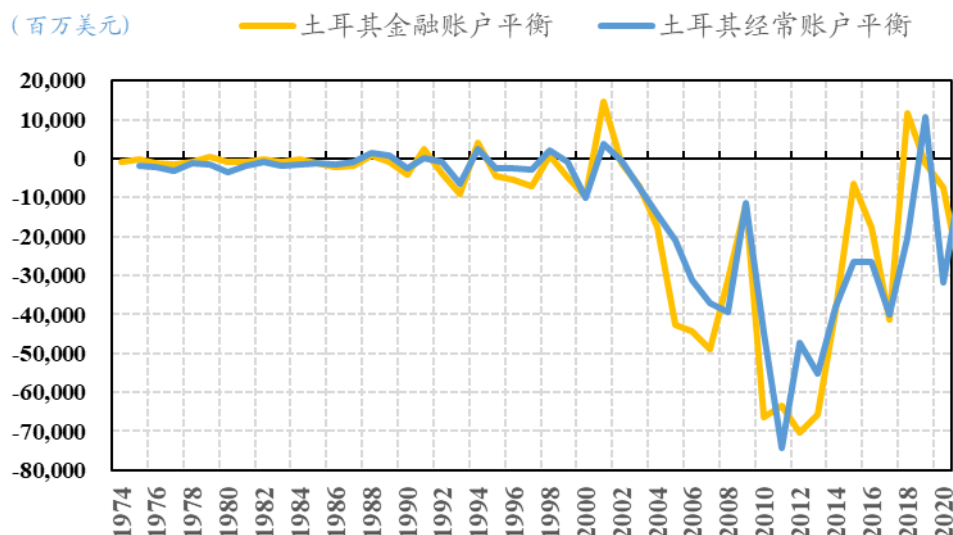
2.4. 土耳其债务危机 (2001)

2.4.1. 事件

自 2000 年 11 月起, 土耳其爆发了严重的经济危机, 贸易和现金账户损失惨重。2001 年 2 月 19 日, 土耳其金融危机爆发, 导致股市崩盘和土耳其里拉崩溃

2000 年 11 月土耳其经济危机爆发的直接原因是 2000 年 11 月的最后一周，国外投资者的投机行为使土耳其市场损失 53 亿美元。危机打破了土耳其现金账户平衡。2001 年 2 月土耳其金融危机的爆发是的直接原因是在经济危机下接受了 IMF 的额外储备贷款，实行爬行汇率制度，而不考虑负面经济形势，完全忽视了土耳其金融市场的脆弱环境。

图 44：土耳其 2001 年金融危机后金融账户及经常账户处于严重失衡状态



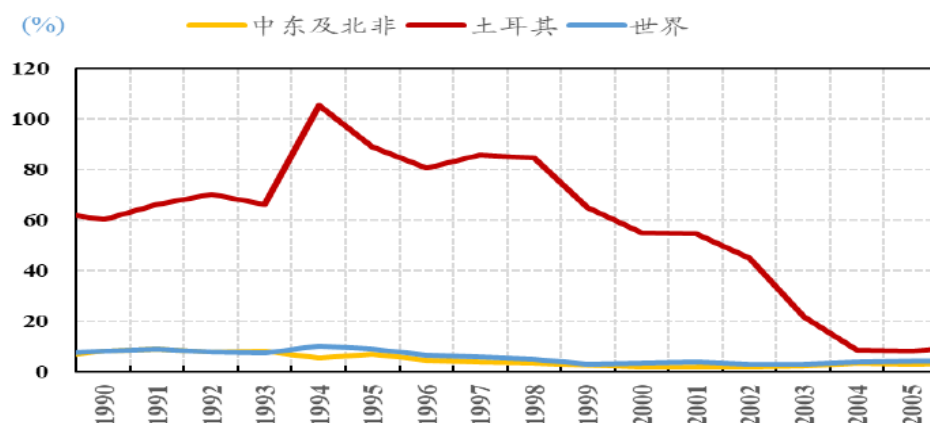
数据来源：，东北证券

2.4.2. 背景

2.4.2.1. 主权债务问题

2000 年，土耳其公共部门的借款需求、公共债务与国民生产总值的比率、货期账户赤字、通货膨胀水平以及金融部门的负债与官方储备的比率都很高。2000 年 4 月 14 日，土耳其负责经济事务的国家部长德尔维什开始实施一个由国际货币基金组织支持的长期经济计划，其主要目标是反对通胀、通过大规模私有化重组实体经济部门、短期削减公共支出以降低国内债务、提高生产效率。该方案解决了宏观经济失衡问题，并在一定程度上扭转了负面趋势。与 1999 年相比，通货膨胀率和实际利率都急剧下降，基本盈余也显著增加。因此，债务与国民生产总值的比率和公共部门的借款需求下降了。

图 45：土耳其在 1990 年代整体通胀水平远高于同地区及世界一般水平



数据来源：，东北证券

然而，不断上升的活期账户赤字和里拉的升值成为了经济危机的根源。活期账户赤字的一个重要原因是外部冲击——油价上涨和美元对欧洲主要货币的升值。其次，土耳其银行系统中存在风险积累。例如，货币和成熟期不匹配的増加，以及不良贷款的増加。因此，银行系统极易受到资本逆转的影响。而且整个银行系统的风险积累并不均匀，在私人银行与国有银行之间存在差别：国有银行对利率风险更为开放，而私人银行更容易面临汇率风险。在私人银行体系中，有一些中型银行主要集中于政府债务工具业务。此外，他们在极短期内通过借款来携带这些工具。

银行体系脆弱性的根本原因是公共部门的高借贷要求和融资方式。早在 20 世纪 90 年代开始，不断上升的赤字和通货膨胀之间就没有密切的联系，主要原因是预算赤字主要由政府证券提供资金。然而，这种融资机制的可持续性取决于继续满足对政府证券的需求。如果没有一个降低借款要求的计划，需求的停止将迫使当局货币化，从而导致汇率和通货膨胀率的上升。这导致经济政策制定者试图防止对政府证券的需求下降。这些政策，再加上银行的政府债务工具投资组合的上升趋势，增加了银行体系的脆弱性。

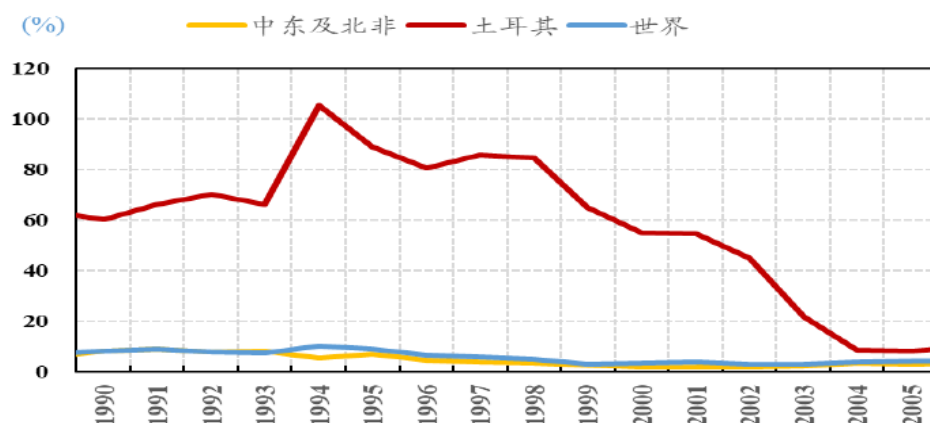
2.4.2.2. 国际局势动荡

1996 年 3 月，祖国党的梅苏特·耶尔马兹和正道党的坦苏·齐勒组成了联盟，计划是让耶和齐轮流担任总理。然而，福利党领导人内克梅丁·埃尔巴坎（Necmettin Erbakan）威胁要调查齐勒的腐败行为，引起了公众的极大反应。加之彼时土国内腐败猖獗，公众对政府非常失望，政治局势动荡。

2.4.2.3. 外资撤出

国际货币基金组织（IMF）团队在 1996 年警告说，由于赤字问题以及不稳定的政治局势，土耳其金融危机迫在眉睫。导致许多外国投资者从该国撤资。当外国投资者观察到政治动荡和政府试图消除预算赤字时，在几个月内从土耳其撤出了价值 70 亿美元的资本。这留下了土耳其银行无法缓解的资本真空，因为政府试图再也无法偿还其债券。由于外资撤出，土耳其经济急剧放缓。

图 46：土耳其在 1990 年代整体通胀水平远高于同地区及世界一般水平



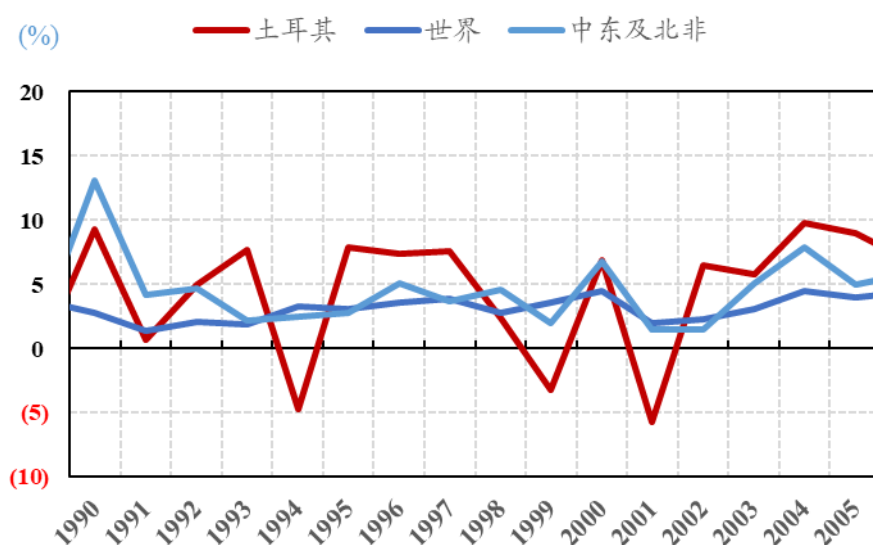
数据来源：，东北证券

2.4.3. 影响及后续处理

2.4.3.1. 土耳其国内经济政治危机

自 2000 年 11 月起，土耳其爆发了严重的经济危机，2000 年底时，土耳其的贸易平衡和现金账户平衡分别为-223.41 亿美元和-97.65 亿美元。2001 年 2 月 19 日，土耳其爆发了历史上最为严重的金融危机。就危机的经济影响来看，2001 年，土耳其的国内生产总值下降 7.4%，通胀率达到 68.5%，土耳其里拉对美元贬值 115.3%；人均国内生产总值（GDP）从 2900 美元降至 2100 美元#当时政府预计 2002 年国民生产总值（GNP）的实际增长率为 3%，年度通胀率为 35%。2001 年经济危机造成的损失占当年国内生产总值的 32%；2003 年因经营不善由储蓄存款保险基金（SDIF）接管的银行达到了 22 家。毫不夸张地说，2000-2001 年土耳其经济的倒退是该国半个世纪以来经历的最严重的经济危机。

图 47：土耳其在 2001 年年前后经济增速显著低于世界及其他中东北非国家水平



数据来源：，东北证券

2.4.3.2. 后续处理

2001年5月，土耳其政府与国际货币基金组织达成了新协议，开始实施新计划——“向强大经济转型计划”。该计划的总体战略可以归结为：降低金融市场的不确定性；稳定货币和外汇市场；实现宏观经济平衡。具体政策如下：

第一，财政政策与公共债务管理。联合政府设立目标，提升公共部门盈余，降低公债占比，提升中央政府税收和税率。

第二，重组银国有银行，淘汰破产银行。

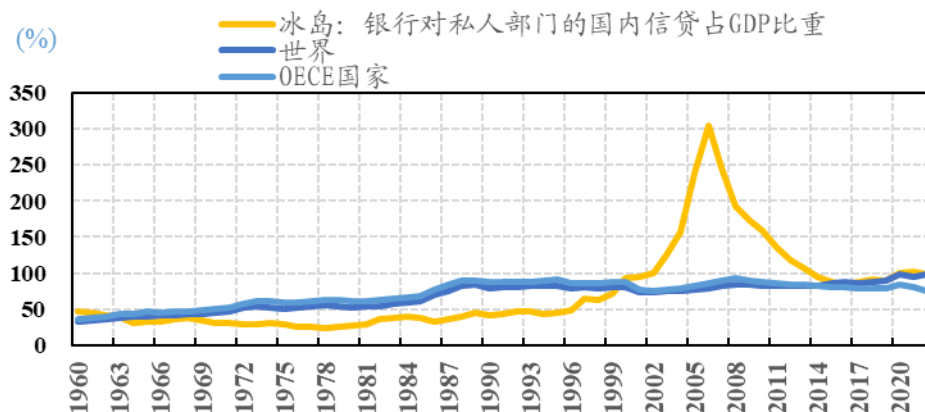
第三，私有化政策。在私有化方面，联合政府计划将私有化范围扩大至普遍服务部门（电力、自来水、天然气、电信、民用航空等行业被称为普遍服务部门）。

2.5. 冰岛财政危机（2008-2010）

2.5.1. 事件

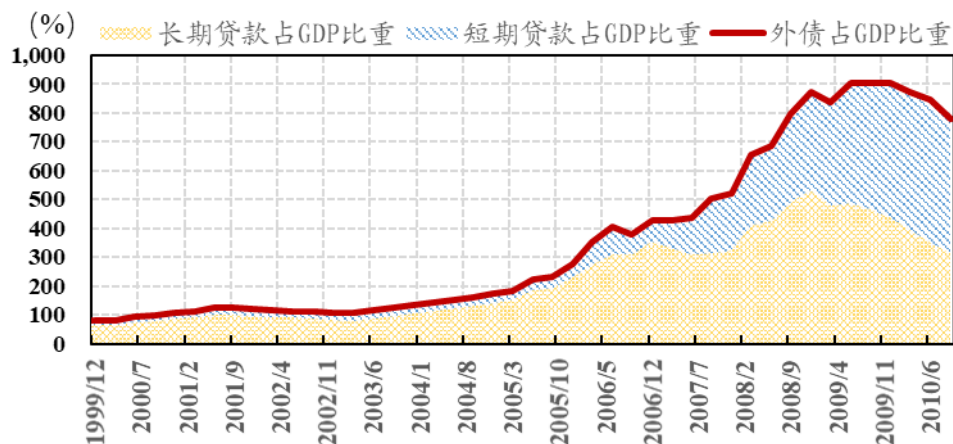
2008-2010年冰岛发生了严重的经济衰退和严重的政治动荡。在政府制定高利率与低管制的背景下，冰岛银行业吸收了大量的海外资金，2001年到2007年，银行业资产在6年里增长了数十倍，同时外债规模迅速上升。美国次级贷款危机爆发后国际信贷紧缩，直接导致冰岛银行短期贷款枯竭，该国三大私营商业银行因短期债务再融资问题和挤兑问题而于2008年底全部违约。同时，由于冰岛金融体系相对冰岛经济规模庞大，冰岛央行在危机期间无法充当最后贷款人。监测冰岛主权债务的四家信用评级机构在危机期间均下调了评级，并对未来评级变化的前景转为负面，导致该国难以在国际资本市场上进行融资。

图 48：冰岛银行业资产远大于其经济规模所能承受范围，央行无法充当最后借款人的角色



数据来源：IMF，东北证券

图 49：冰岛外债的长短期结构变化



数据来源：冰岛央行，东北证券

表 6：四大评级机构均下调了对冰岛主权债务的评级

机构	2008 年 9 月 29 日	2008 年 10 月 10 日
惠誉	A+	BBB-
穆迪	Aa1	A1
R&I	Aa1	BBB-
标普	A-	BBB

数据来源：东北证券

2.5.2. 背景

金融危机是冰岛“国家破产”的导火索。美国次级贷款危机爆发后国际信贷紧缩，直接导致冰岛银行短期贷款枯竭，当银行无法为其债务再融资时，危机就爆发了债权人坚持要求付款，而没有其他银行愿意发放新贷款。在这种情况下，银行通常不得不向作为最后贷款人的央行申请贷款。然而，在冰岛，银行规模远大于国民经济规模，以至于冰岛中央银行和冰岛政府无法保证银行债务的偿付，导致银行倒闭。

“小国、高福利、大金融”的经济发展模式使得金融业严重脱离实体经济。这个只有 32 万人口的岛国除渔业、铝矿和旅游等有限资源外，几乎没有其他资源，但冰岛却实行从摇篮到坟墓的社会保障制度的“高福利”和“大金融”的发展模式。冰岛人明白靠自己的国力和天然资源不可能令国家短时间内暴富，所以他们便效仿英美等国家大力发展金融业这种做法一度让冰岛尝到甜头。冰岛成了一个对冲基金的国家，依赖国际信贷市场进行高杠杆式发展，这种发展模式存在高度脆弱性，一旦国际信贷市场出现流动性紧缩，高额负债形成的支付危机就会引起金融系统的崩溃，进而引发金融危机乃至财政破产。

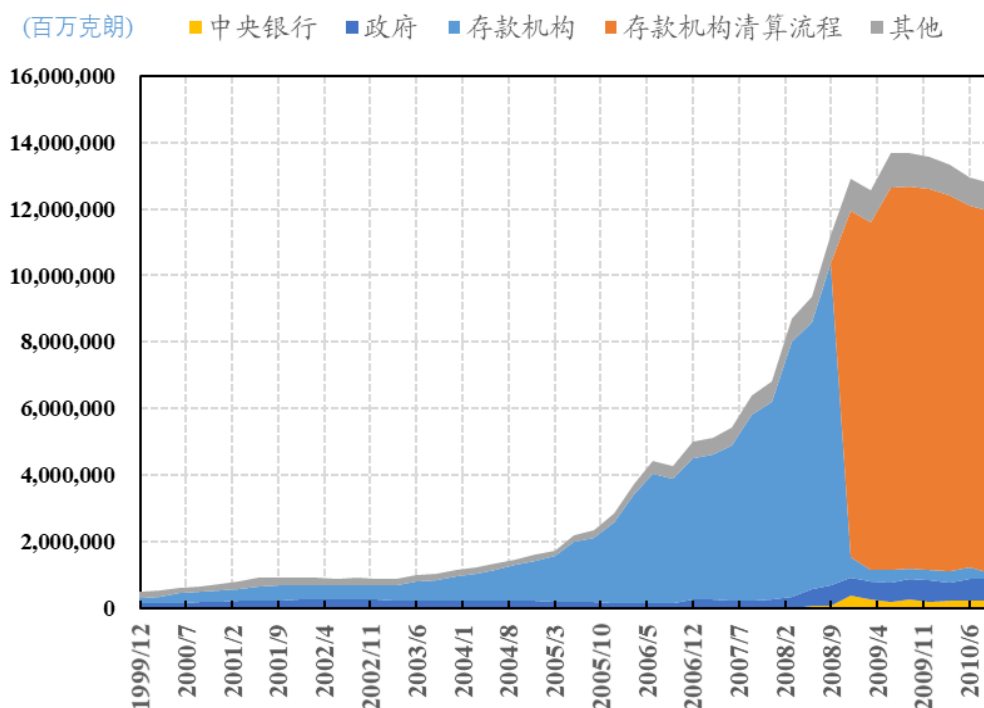
图 50：冰岛公共部门债务利息支出在金融危机前后激增



数据来源：IMF，东北证券

银行业过度扩张，资金来源结构不合理。冰岛的金融业发展主要集中在银行业。从1998年银行业开始海外扩张，同时外债规模也迅速上升，2007年，冰岛金融机构的外债规模已经超过了GDP的8倍。在银行业过度扩张的同时，银行业的资金来源结构显著不合理。2006年，冰岛银行业通过发债和同业借贷筹资占资金来源的比重高达60%。银行业的过度扩张以及资金来源结构显著集中化的发展模式，使得冰岛的银行业具有非常大的脆弱性，一旦金融市场出现流动性紧缩，筹资渠道会马上停滞，银行将面临流动性危机。

图 51：冰岛银行部门外债水平在金融危机前迅速攀升

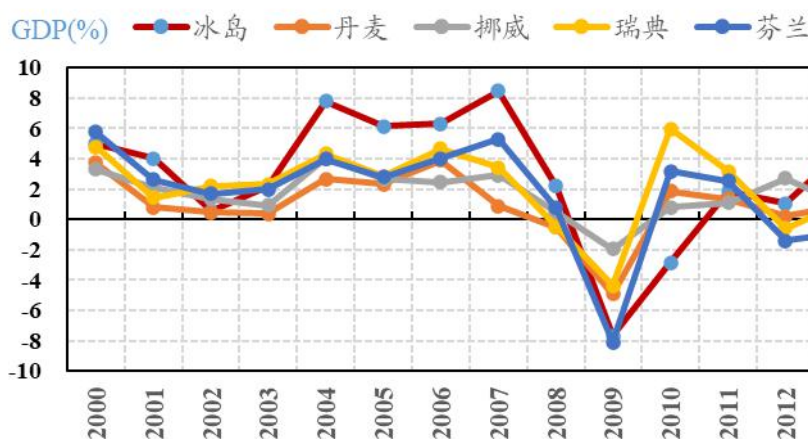


数据来源：冰岛央行，东北证券

2.5.3. 影响及后续处理

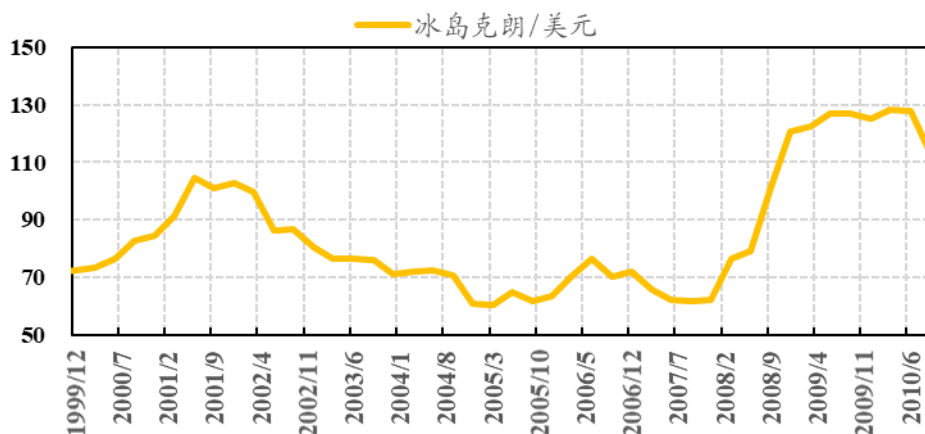
金融危机对冰岛经济造成了重创。本国货币大幅贬值，外汇交易几乎停摆数周。冰岛证券交易所市值暴跌超过 90%。冰岛陷入严重经济衰退。2007 年第三季度至 2010 年第三季度，GDP 实际下降了 10%。2011 年开始 GDP 转为正增长，失业率也逐步下降。政府财政预算赤字从 2009 和 2010 年的 GDP 比重 9.7%，下降至 2014 年的 GDP 比重 0.2%。中央政府债务占 GDP 的比例也将从 2011 年最高点的 85%，降至 2018 年的 60% 以下。为稳定局势，冰岛政府保证承担国内所有银行存款，实施资本管制以稳定货币价值，并从 IMF 获得了 51 亿美元的主权债务救助计划。北欧国家也提供资助以填补预算赤字和恢复银行体系。IMF 主导的国际救助于 2011 年 8 月结束，而 2008 年 11 月开始实施的资本管制，直到 2017 年 3 月才取消。

图 52：冰岛受自身债务危机冲击经济恢复较同地区其他国家更为迟缓



数据来源：世界银行，东北证券

图 53：冰岛克朗在金融危机发生后大幅贬值



数据来源：冰岛央行，东北证券

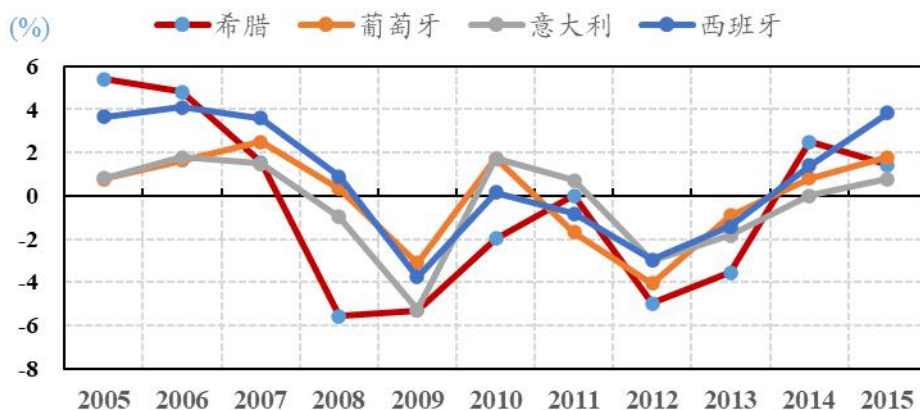
2.6. 希腊债务危机（2010-2015）

2.6.1. 事件

2008 年金融危机后，希腊面临主权债务危机。希腊危机始于 2009 年，由全球经济大衰退的动荡、希腊经济的结构性弱点以及欧元区成员国货币政策缺乏灵活性而引

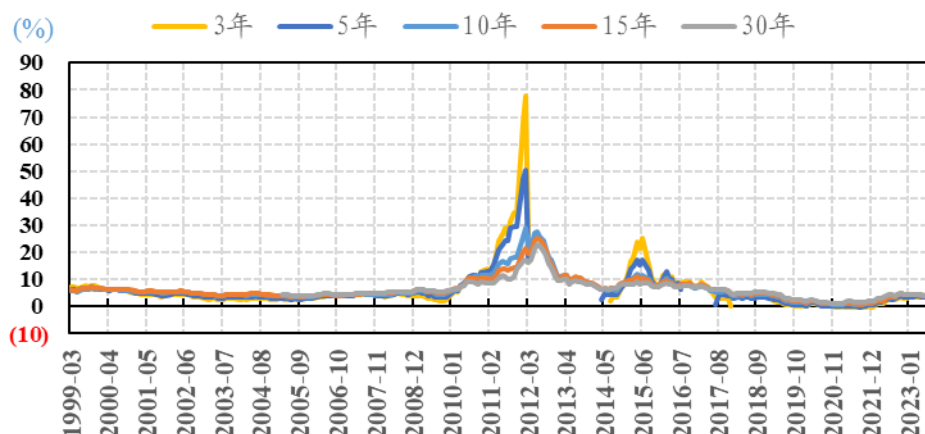
发。这场危机的起因还包括希腊政府对之前政府债务和赤字水平的少报的再披露。希腊政府债券收益率大幅上升，与欧洲核心区国家利差也大幅走阔。2010年至2016年，政府实施了12轮增税、削减开支和财政体制改革，并且于2010年、2012年和2015年向国际货币基金组织、欧元集团和欧洲央行申请了援助贷款。

图 54：希腊金融危机后的经济增速下落情况在金猪四国中最为严重



数据来源：，东北证券

图 55：希腊国债收益率在主权债务危机发生后持续飙升



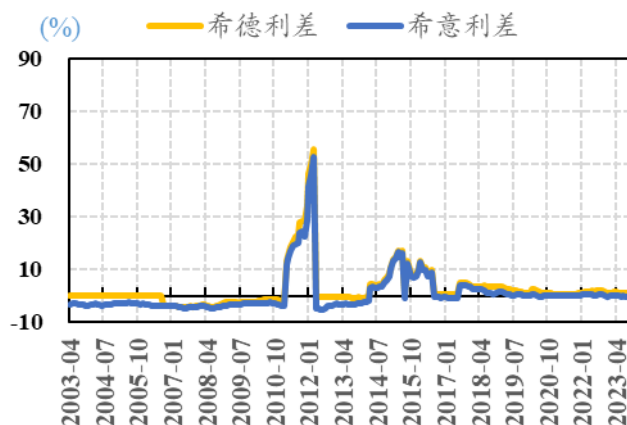
数据来源：，东北证券

图 56：希德、希意 2 年期国债利差



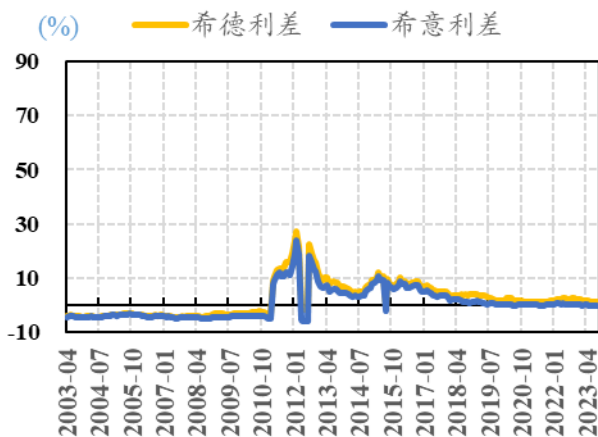
数据来源：，东北证券

图 57：希德、希意 5 年期国债利差



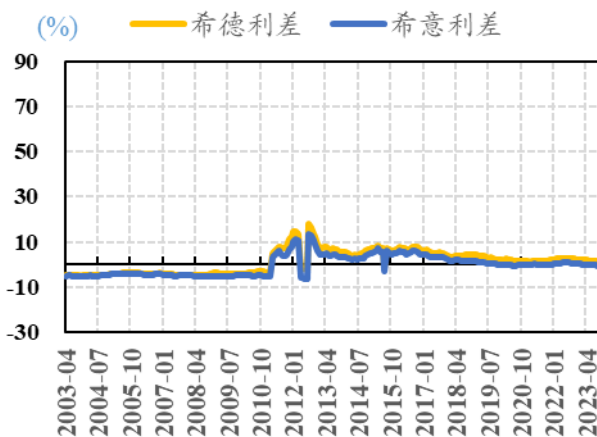
数据来源：，东北证券

图 58：希德、希意 10 年期国债利差



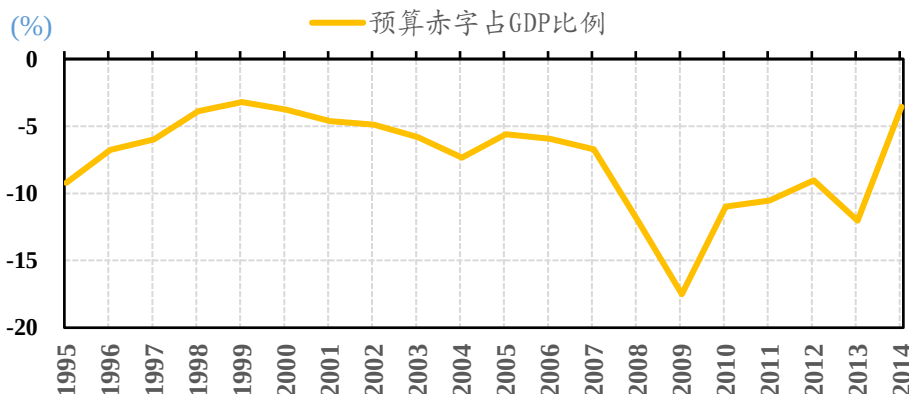
数据来源：，东北证券

图 59：希德、希意 30 年期国债利差



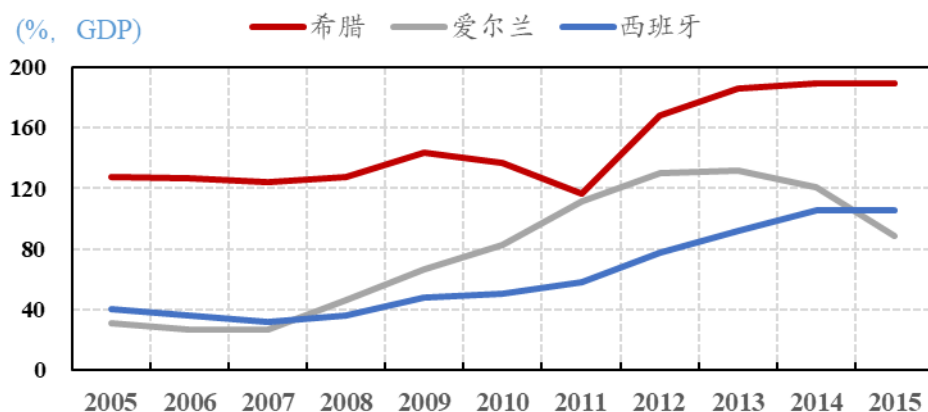
数据来源：，东北证券

图 60：2009 年希腊新政府揭露前任政府账目作假，希腊赤字率大幅飙升



数据来源：，东北证券

图 61：希腊政府债务占 GDP 比例显著高于同地区类似国家

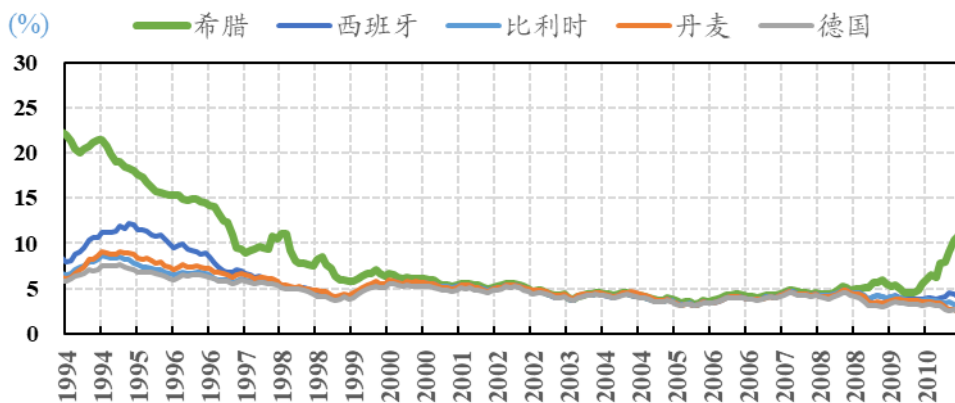


数据来源：世界银行，东北证券

2.6.2. 背景

欧洲金融一体化以及对违约风险的低估使希腊轻松获得了更便宜、更长期的借款机会。希腊于 2001 年加入了欧元区，是那些从欧元采用中受益最多的国家之一：由于债券市场不再担心高通胀或汇率风险，借款成本大幅下降。较低的实际利率和更宽松的信贷限制刺激了私人部门的储蓄减少和外债积累，主要通过银行体系实现。希腊经济在 2007 年之前的平均增长率为 4%，而在 2001 年至 2007 年期间，希腊的经常账户赤字平均为年度 GDP 的 9%，而欧元区的平均为 1%。2007 年，希腊的经常账户赤字扩大到几乎 GDP 的 15%，而外部债务占 GDP 的比例达到了 140%。

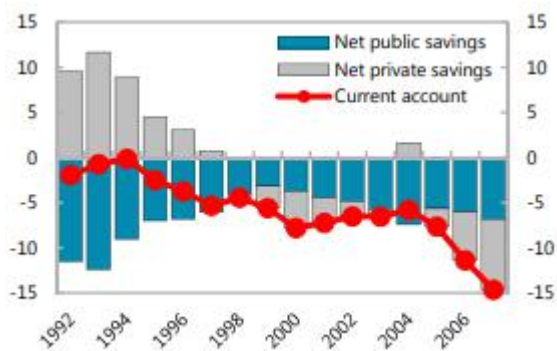
图 62：加入欧元区使得希腊借款成本大幅下降（长期国债收益率，%）



数据来源：欧洲央行，东北证券

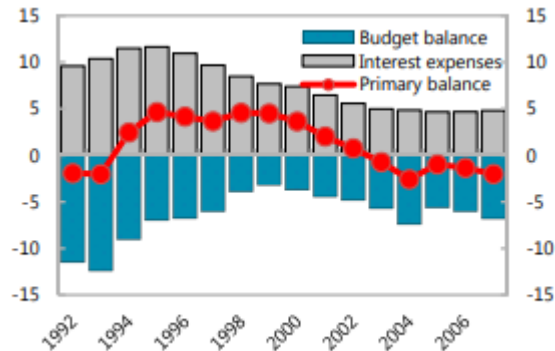
对于政府预算而言，以更有利的条件进行债务再融资意味着利息支出可以得到极大削减，从 1990 年带中期到 2000 年代前期，净利息支出占 GDP 的比率减半 11.5% 降至 5%。因此，在希腊加入欧元区后，净公共储蓄略有改善。但净私人支出的激增超过了公共财政的改善，导致经常账户状况急剧恶化。这些发展主要受到希腊加入欧元区后金融一体化的推动，以及信贷和金融资产供应的增加。欧洲银行的激进风险承担以及欧元区共同货币政策的拥周期效应也可能在放大希腊和欧元区成员国的金融和经济不平衡方面发挥了作用。

图 63：希腊的公共及私人储蓄



数据来源：IMF，东北证券

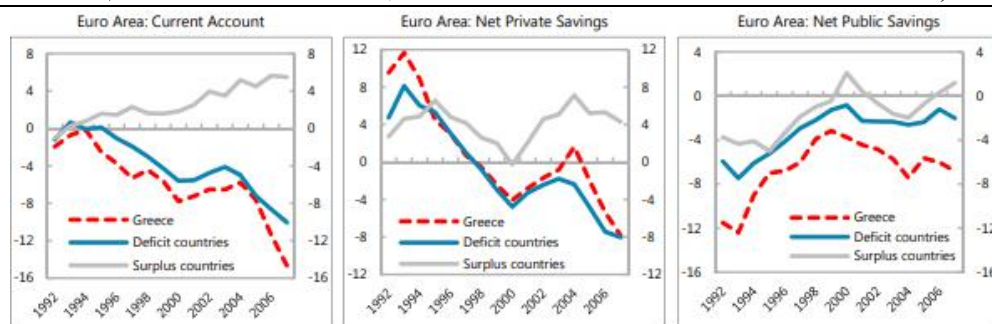
图 64：利息支出减少使希腊财政平衡有所改善



数据来源：IMF，东北证券

希腊在加入欧元区后，由于财政纪律的松懈，公共储蓄减少。希腊的主要预算平衡（不包括利息支付在内）在加入欧元区之前一直保持盈余，但从2003年开始出现赤字。这表明一旦希腊安全地加入欧元区，其财政政策变得不那么严格。财政政策高度顺周期，且希腊热衷于利用廉价的外债来资助政府主要支出的大规模扩张，主要用于工资和养老金。总政府赤字从2001年的GDP的4%上升至15.6%。公共债务在2009年底达到GDP的129%，其中75%由外国持有。正如IMF在危机爆发前不久的2009年第四条磋商中所指出的，希腊还存在着由于国有企业在国家担保下借款而产生的重大潜在责任，养老金体系也因更加慷慨的权益和人口老龄化而变得不足资金。IMF工作人员对公共部门的跨期资产负债表进行的审查显示公共部门的净资产严重负债，即主权破产的严重情况。

图 65：希腊与欧元区国家在经常账户、私人储蓄及公共储蓄上的对比（GDP,%）



数据来源：欧洲央行，东北证券

注：赤字国为爱尔兰、葡萄牙、希腊，盈余国为芬兰、德国和荷兰

希腊在欧元区内的遵守欧洲稳定与增长协定的记录并不良好，而且多次出现了财政数据的错误报告。对希腊财政赤字数据进行调整后，引发了对希腊是否曾满足马斯特里赫特准则中年度财政赤字不超过GDP的3%的疑问，特别是在2004年。根据2003年的修订数据，欧洲委员会于2004年5月启动了针对希腊的财政赤字超标程序（Excessive Deficit Procedure, EDP）。然而，2007年6月，欧洲理事会撤销了最初关于存在财政赤字超标的决定。

希腊对外部融资的依赖使其经济对投资者信心的变化极为脆弱。尽管在2008年9

月雷曼危机后，希腊十年期债券与德国国债的利差从 50 个基点增至 300 个基点，但最初希腊经济相对来说渡过了危机；希腊银行没有受到毒性抵押证券的影响，而政府一直能够继续从国际市场获得新的资金。然而，更根本的是，全球流动性危机的爆发危及了继续为希腊的增长模式提供融资，考虑到其高度脆弱，容易受到私人资本流动的突然中断影响。

数据修订重创了投资者的信任。在 2009 年 10 月的希腊选举后，由总理乔治·帕潘德里欧领导的新社会主义政府宣布，财政问题比前一届政府承认的要严重得多。2009 年的预计财政赤字几乎翻了一番，从 GDP 的 6.7% 增至 12.8%（实际数据在 2010 年 4 月后上升至 15.6%）。公共债务估计也大幅上调。三大主要信用评级机构中的两家，惠誉（Fitch）和标准普尔（Standard & Poor's, S&P），下调了对希腊债券的评级，并警告称可能会进一步下调。由于中东的迪拜世界（Dubai World）一家国有支持的房地产企业陷入债务违约，使债券投资者对主权风险更加紧张，希腊债券的利差开始再次扩大。12 月中旬，政府出台了一项新的计划来削减赤字。然而，债券市场并不信服。信用评级机构也持相同看法：惠誉和标准普尔再次下调了希腊的信用评级，从 A- 下降到 BBB+。

2.6.3. 影响及后续应对

2.6.3.1. 危机影响

到 2010 年 4 月，希腊政府在破产的边缘摇摇欲坠。飞涨的借贷成本实际上已经将该国排除在国际资本市场之外，该国只有 120 亿欧元的现金储备，2 年期债券的利率突破了 12%，政府发现不可能在国际资本市场上募集足够的能够负担的信贷。历史上最大的主权债务违约事件自 5 月 19 日就开始了，当时有 890 亿欧元的债务到期。欧洲领导人终于意识到局势的严重性，他们对无法控制危机蔓延至整个外围国家，迫使希腊退出欧元区的前景感到恐惧，全球金融危机仍然历历在目，投资者对下一次系统性冲击的预期不断升温。由于希腊的主要债权人变成了少数系统重要性的法国和德国银行，每个都“非常危险地过度暴露于外围国家”。希腊暂停偿债的前景及其随后在外围国家的蔓延，引发了严重的大陆银行业危机（仅仅两年内的第二个），法国和德国政府尤其不希望如此。

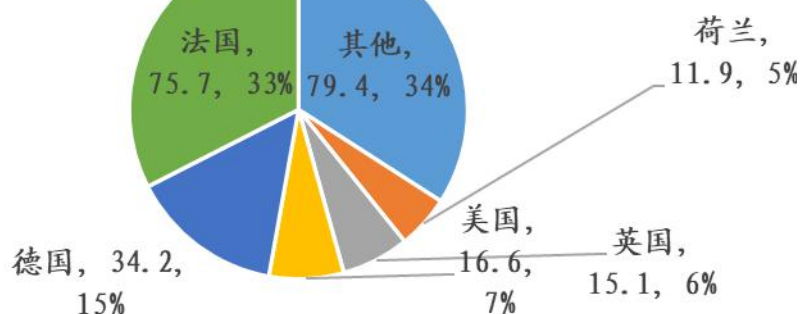
2.6.3.2. 欧洲和希腊政府的应对措施解析

2.6.3.2.1. 希腊 2010 年第一次救助计划

欧洲核心国家银行对希腊政府持有大量的风险敞口。在危机开始之前，希腊 3000 欧元的债务负担中超过三分之二为外国债权人所持有，其中大部分为非希腊银行所持有的。这一风险敞口使得各国普遍担心如果希腊一旦发生债务违约，那么欧洲银行系统将面临严重冲击，这使得原本支持《马斯里赫特条约》中“不救助”条款的德国政府改变其政策倾向，最终在 2010 年 4 月，欧洲领导人对援助希腊问题达成一致，决定进行官方部门干预，以避免希腊政府停止偿债。

图 66：希腊政府债务债权人结构

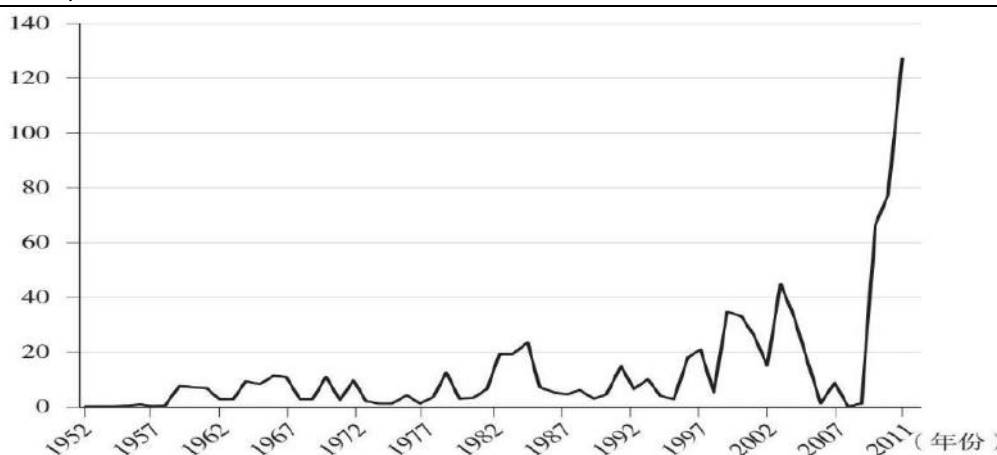
(十亿美元)



数据来源：BIS，东北证券

2010 年 5 月 2 日，就在 5 月 19 日关键债券偿还截止时间的两周之前，欧洲财政部长和希腊政府最终同意启动一项 1 100 亿欧元的紧急贷款，其中 800 亿欧元由欧盟成员国提供，300 亿欧元由国际货币基金组织提供。这是历史上最大的国际救助方案，也是国际货币基金组织有史以来对成员国最大的一笔贷款。加上爱尔兰和葡萄牙后来的救助，国际货币基金组织的新承诺增幅史无前例。

图 67：对希腊的援助为 IMF 有史以来对成员国最大的一笔贷款（扣除通胀因素后的 SDR，十亿欧元）



数据来源：IMF，东北证券

这份谅解备忘录后来由希腊政府与其官方债权人签署。救助行动是由德国政府、法国政府、欧盟委员会和欧洲央行提出的，国际货币基金组织不再承担 20 世纪八九十年代危机中的国际领导角色，而是在这次危机中更多地发挥支持作用。欧盟委员会、国际货币基金组织和欧洲央行的三方委员会共同负责执行该计划，监测希腊的遵守情况，因此被称为外国债权人的“三驾马车”。

希腊的财政赤字从 2009 年超过 GDP 的 15% 降至 2013 年的不到 3%，而且此后又进一步下降。然而，这些空前的紧缩政策的结果是一场彻底的社会和经济灾难，该国陷入了一场至今尚未恢复的深度萧条。到 2011 年年初，希腊经济的萎缩速度开始明显超过国际货币基金组织原先的预期。

2.6.3.2.2. 欧洲央行介入

除了对债务国发挥市场规则作用外，欧洲央行还通过债券购买机制有效地组织了一场对私人债权人的间接救助。2010 年 5 月，欧洲央行管理委员会已经签署了证券市场计划（SMP），该计划围绕着欧洲央行在二级市场购买外围国家政府的不良债券展开。由于其章程正式禁止向成员国提供货币融资，欧洲央行不能直接从陷入困境的政府手中购买这些债券；然而，欧洲央行可以做的是，通过进入二级市场买入私人债券持有人持有的本来无法以良好价格出售的债券，从而间接压低希腊债务的利率。

图 68：欧央行每周通过证券市场计划购买的债券



数据来源：，东北证券

在 2010 年 5 月开始的首次购买浪潮之后，欧洲央行在 2011 年 8 月加大了债券购买计划，当时随着欧元区危机的升级。2010 年 5 月—2012 年 9 月，当证当证券市场计划被直接货币交易（OMT）计划取代时，欧洲央行在二级市场购买了总计 2 100 亿欧元的外围国家债券，其中包括希腊对外国私人债权人的一半未偿债务。结果是希腊的大部分未偿债务集中在欧洲央行的资产负债表上，使得欧洲央行在短期内转变为希腊最大的单一债券持有人。更重要的是，证券市场计划为私人投资者提供了需求来源，因此也是一个退出选择，否则这些私人投资者减少风险敞口的方式就是承担重大损失。

2.6.3.2.3. 自愿债券互换计划

2012 年 3 月，希腊启动了一项自愿债券互换计划，其私人债券持有人可以用自己持有的债券交换各种重新计价的债务工具。这些工具的利率较低，期限较长，但也提供了重要的前期优惠，并能更好地防范未来可能出现的违约。在同意这一协商后的债务重组方案时，债券持有人接受了债券面值 53.5% 的减记。到投标结束时，97% 的希腊私人债权人已经交换了价值 1 970 亿欧元的债务，希腊净债务减免约 1 070 亿欧元，超过 GDP 的 50%。

图 69：自愿互换计划前希腊公共债务持有结构

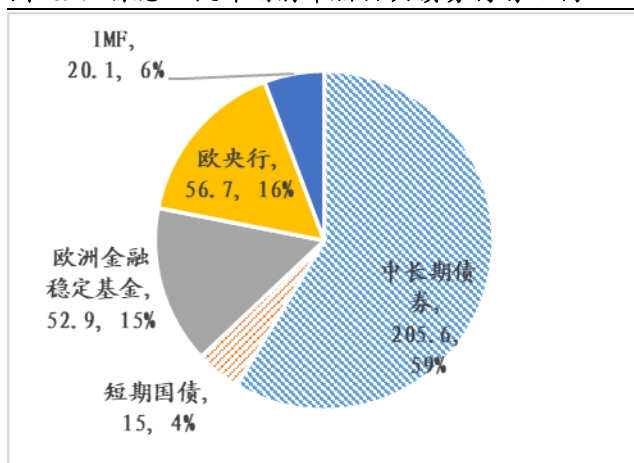
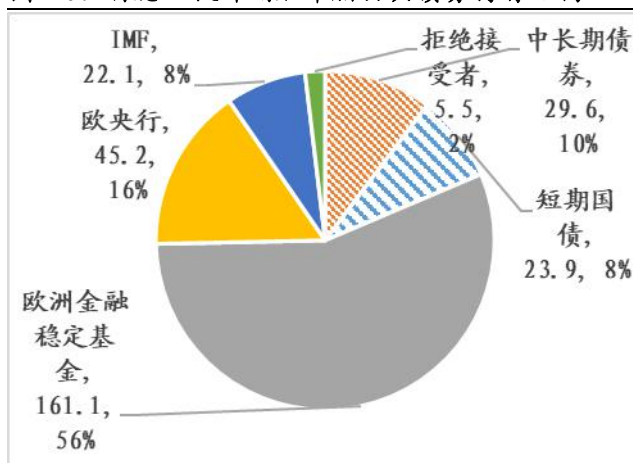


图 70：自愿互换计划后希腊公共债务持有结构



数据来源：IMF，东北证券

注：“分属于私人债权人（条纹区域）和官方债权人（实心区域）的希腊政府债务和政府担保的债务。‘欧洲央行/国家中央银行’债券指的是欧洲央行证券市场计划以及欧元区各国央行持有的债务。‘欧盟/欧洲金融稳定基金’贷款包括全球金融稳定基金贷款和欧洲金融稳定基金贷款。‘短期国债’是私人持有的短期债务工具。‘债券’还包括银行发行的担保债务”。

3. 地方政府财政破产

3.1. 美国底特律市（2013 年）

3.1.1. 事件

美国底特律于 2013 年正式宣布财政破产，成为美国史上最大的破产城市。当时的财政赤字额度是 3.27 亿美元，且有 140 亿美元长期债务，持续的现金流压力。

3.1.2. 背景及破产原因

底特律是美国密歇根州最大的城市，曾经是汽车工业的发源地，同时也是美国最重要的制造业中心之一。底特律的人口数量在 20 世纪上半叶增加了 6 倍多，新兴的汽车工业吸引了来自东欧和美国南部的人口，包括白人和黑人。根据 2000 年美国人口普查，底特律共有人口 951,270 人。

然而，20 世纪后半叶以来，底特律市面临了一系列经济、社会和政治问题。汽车工业的衰退、人口减少、失业率上升、犯罪率增加以及政府腐败等问题导致了底特律市的财政困境。到 2010 年，底特律的人口已缩减到 713,777 人，比 2000 年人口普查时已减少了约 24%。

底特律市为改变现状，通过发展博彩等多元化产业、推出减税计划推动汽车业转型升级、推动新能源汽车的发展。但客观上看，这些应对措施的效果并不显著。

底特律破产主要有三方面原因，分别是汽车工业衰退、人口减少、腐败和管理问题。

汽车工业衰退方面，底特律长期以来依赖汽车工业，1950 年代，底特律开启了美国的全民汽车时代，成为全球最大的汽车制造中心。但这一局面自 1960 年代开始出现逆转，日本和欧洲汽车产业快速崛起，蚕食和瓜分全球汽车市场。20 世纪末和 21 世纪初，美国汽车工业遭遇了严重的衰退。底特律的主要汽车制造商如通用汽车和克莱

斯勒陷入了财务困境，导致大量工作岗位消失，底特律市的税收和就业机会大幅减少。石油危机和金融风暴也屡次打击底特律汽车产业，如 1970 年代石油禁运导致全球石油危机，日本汽车得以凭借低价和节能优势迅速占领美国市场，底特律汽车产业受到严重挤压并出现首次亏损，以福特为例，1978 年 -1982 年每年汽车销量下降 47%；2008 年国际金融危机爆发，重创美国汽车产业，使得通用和克莱斯勒公司不得不在 2009 年裁员 14 万人并宣布破产。根据有关资料，底特律财政收入的 80% 左右都来自于汽车制造业相关产业，这无形中抑制了其它高科技产业的成长。

人口减少方面，底特律市的人口在过去几十年里急剧减少。底特律失业率长期高于美国平均水平，特别是 2000 年以来较快上升，2009 年失业率高达 20%，高于美国平均水平 12.4 个百分点。美国人口普查数据显示，1950 年底特律人口达到峰值 185 万人，2010 年减至 71.4 万人，减少 61.4%。特别是 2000 年 -2010 年间，底特律人口净减少 24.9%，是 1960 年以来人口流出最大比例时期。此外，这还导致了税收收入的下降，人口老龄化问题的加剧，以及大量废弃的住宅和商业建筑物的出现。这些问题进一步加重了底特律市的财政困境。人口和企业外迁直接导致房价下跌和房屋空置，底特律城市房屋空置率由 2000 年的 10.3% 上升至 2010 年的 22.8%。在此背景下，底特律税基受到严重侵蚀，并陷入“高税率、低税收”的窘境，尽管底特律主体税种财产税和所得税的税率均居密歇根州首位，其 2002 年 -2012 年间两项税种的收入下降幅度分别为 37% 和 17.6%，城市财政收入大幅下降，下降约 1/4、3.68 万亿元。在财政收入大幅下降的同时，底特律各项财政支出未见减少，因此，在 1994 年 7 月，底特律财政赤字为 8850 万美元，此后除少数年份短暂预算平衡后，大部分时间出于赤字状态，且赤字规模逐年增加，2012 年底财政赤字高达 3.27 亿美元。

腐败和管理问题方面，政府官员和工会在过去的几十年里经常达成不可持续的工资和福利协议，导致底特律市的财政负担越来越重。近十年来，该市退休人员的医保费用骤增了 46%。目前，公务员薪资福利占财政收入的 36%，应提退休基金和福利金又占 39%，仅剩下约两成可用于发展地方经济和市政建设。腐败问题也导致了资源的浪费和缺乏透明度。在 2005 年，时任市长的民主党人夸梅·基尔帕特里克批准向华尔街金融机构借债 14.4 亿美元，并以政府的博彩税收入为担保。2008 年初，基尔帕特里克被指控敲诈承包商，以权谋私利，并于当年 9 月引咎辞职。2013 年 3 月 11 日，基尔帕特里克被法院裁定犯有 20 项腐败和受贿罪。

3.1.3. 后续处理办法及影响

底特律市政府与债权人达成一项协议，制定了底特律市的债务重组计划。根据该计划，市政府将减少债务并重新分配资源，以重建底特律市的基础设施和公共服务。该计划还涉及到改革市政府的管理结构，并提出了一系列措施来改善底特律市的财务状况和经济发展。

重建基础设施方面，底特律在后来 10 年投资超过 15 亿美元用于改善公共服务设施。其中包括恢复警察、消防和卫生等市政服务部门的正常运营。同时还有恢复这座城市 8.8 万盏路灯的照明，此前该市有 40% 路灯无法正常工作。其他联邦资金将用于移除这座城市随处可见的破败建筑物。一部分市民将为此付出代价，比如许多城市的退休人员被迫接受削减养老收益来安抚债权人。

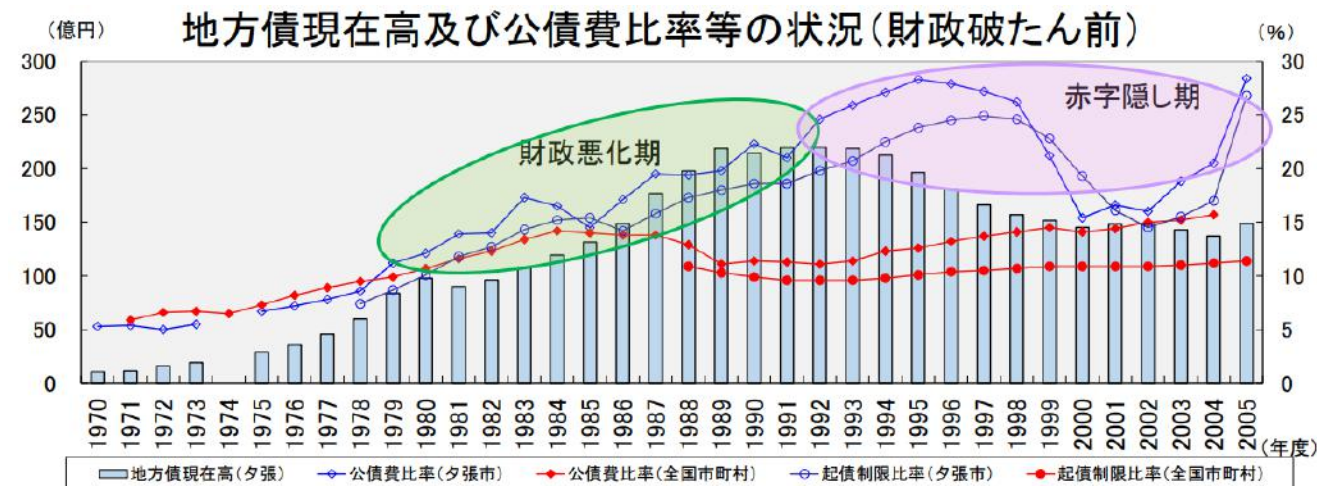
政府管理方面，为打消融资时债权人和投资人的顾虑，密歇根州政府还成立专门委员会，对底特律市财政监督，有权否决底特律市提出的任何投融资方案。

3.2. 北海道夕张市（2006 年）

3.2.1. 事件

日本北海道夕张市于 2006 年正式宣布财政破产，市政府开始申请成为“财政再建团体”。当时的财政赤字额度是 353 亿日元，为一般财政年收入的 8 倍以上。如果是计算入地方政府债和长期债务的话，夕张市的债务负担总额达到 620~630 亿日元。

图 71：夕张市财政恶化状况变迁



数据来源：日本北海道政府，东北证券

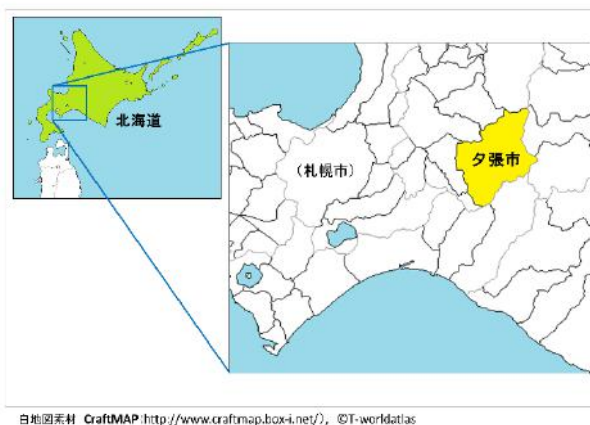
3.2.2. 背景及破产原因

（长期背景）夕张市位于日本北海道的正中央，靠近北海道首府札幌市。夕张市作为传统的煤炭资源市城市，在 20 世纪前半段随着日本工业化的推进，煤炭需求量的增加，人口也随之增长。夕张市人口在 1960 年达到 11.6 万人的峰值。

而随着日本 1960 年代开启了能源结构由煤炭向石油的转换，夕张市煤矿不断关停，人口也逐渐流失。到夕张市正式宣布财政破产前的 2005 年，其人口已经降至 1.3 万人，人口下降速度为日本第一。此外，其 65 岁以上人口比例为 48%（日本最大，2016），14 岁以下人口比例为 5.6%（日本最小，2016），少子高龄化程度也最为严重。

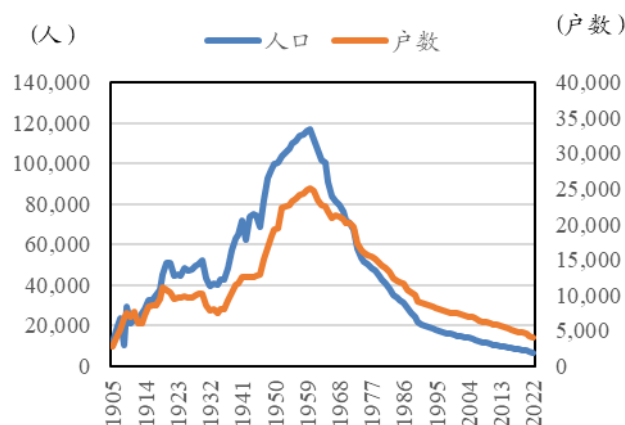
在煤矿产业逐渐衰退后，夕张也主动寻求转型，开始积极发展观光旅游业。至 1993 年观光人数达到了 230 万人的峰值。但是随着泡沫经济破灭后日本经济陷入长期萧条，旅游业的收益也不断恶化，夕张市也丧失了其主要财政支柱。

图 72：夕张市地理位置



数据来源：东北证券

图 73：夕张市人口变动

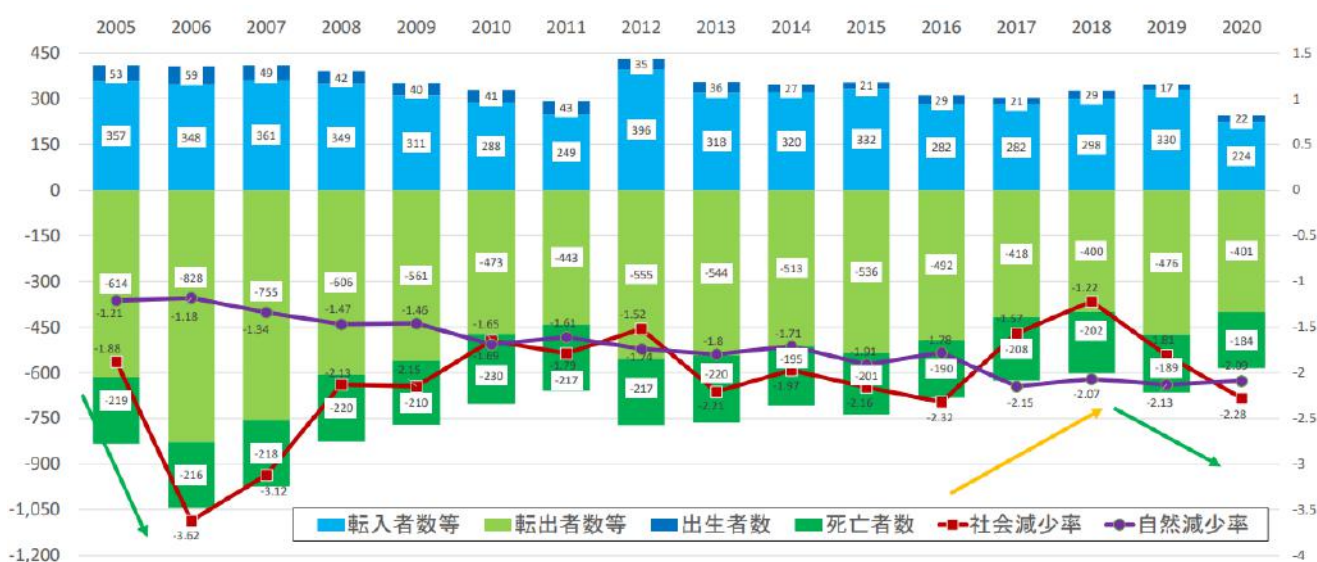


数据来源：夕张市政府，东北证券

夕张市破产主要有五方面原因，分别是煤炭关闭后基础设施的再建设与对观光设施的过度投资、行政体制优化的迟滞、税收减少以及错误的财务处理方式。

基础设施重建和对旅游业的过度投资方面，为了应对煤矿关闭导致的人口急剧减少等地区经济社会结构的急剧变化，夕张市采取了多项措施，包括促进旅游业发展以替代煤炭产业，大量财政支出用于住房、教育和福利开支。曾经，住房、浴场、电力、煤气、自来水、医院等基础设施大都由煤矿公司运营，但在煤矿公司关停后，夕张市不得不购买这些设施并提供服务。此外，他们还进行了旅游开发的投资，1999年的一般建设项目支出达到了69亿日元的峰值，但随着旅客人数的锐减，这些设施的盈利能力极大下降。这使得夕张市的财政压力极大增加，从1979年到1994年，夕张市债务累积达到了584亿日元。到正式宣布财政破产前的2005年，夕张市人均债务负担约为17万6,000日元，财政压力较大的其他地区人均债务负担大约为6万1,000日元，夕张市为3倍有余。

图 74：夕张市破产后的人口变化动态



数据来源：日本北海道政府，东北证券

行政体制优化的迟滞方面，市政府职员人数1960年的人口顶峰时期为615名。尽管夕张市在煤矿关闭后进行了行政效率优化改革，但到2005年，每1000常住人口所对应的政府工作人员为20.35人，约是类似地区的两倍，人均人事费用也为18万

4,000 日元，是类似地区的两倍。与夕张市人口规模锐减速度相比，行政效率优改革还远远不足。

税收方面，随着人口急剧减少，税收相对于 1984 年的峰值下降了 56.2% (2015)，减少了 12.1 亿日元。此外，在地方转移税方面，自 2004 年以来，持续连续年度下降，与峰值相比，下降了 55.5%，减少了 38.8 亿。另外，2001 年废止了"煤炭产地振兴临时措施法"，这使得"煤炭产地临时转移支付金"被取消。政府在收入减少的同时并没有削减对应的开支，这使得夕张市政府的财政状况进一步恶化。

财务处理手法方面，在财政状况紧张的情况下，夕张市多年来一直使用不当的方式来进行财务处理，通过在 4 月和 5 月的出纳整理期间进行会计间的借贷和还款，然后使用临时借款来提供资金支持，以便削减表面上的赤字金额，其结果是实际赤字金额不断膨胀。

3.2.3. 后续处理办法及影响

夕张市在破产之后开始了财政重建计划。主要有政府运营成本的削减、政府资产的处理、增税以及公共设施再处理等方法。

人力成本削减方面，自 2006 年 9 月起，夕张市开始削减政府工作人员的工资。市长减薪 50%，副市长减薪 40%，教育长减薪 25%，一般职员也减薪 15%，总计削减了 4.2 亿日元。自 2007 年 4 月起，夕张市政府进一步减薪，市长减薪 75%，副市长减薪 70%，教育长减薪 66%，全职审计委员也减薪到 229,000 日元等，进行了彻底的削减，市长的薪酬降至全国最低水平。市议会议员人数也从 18 人减少到 9 人，议员报酬也从 311,000 日元减少到 180,000 日元。2007 年的"电影节"也被取消。此外，夕张市还通过冻结新员工的招聘和鼓励提前退休的方式减少市政府工作人员数量。

图 75：夕张市市政府职员工资变化

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
本俸	5%削減 H18年9月より 平均15%削減	平均30%削減			平均20%削減				平均15%削減			9%削減	7%削減		
期末勤勉手当	1月削減	年間2月削減	年間1月削減		年間0.8月削減						国公準拠				
年間支給月数	3.45月	2.45月	2.50月	3.15月	3.15月	3.15月	3.15月	3.15月	3.30月	3.40月	3.50月	4.40月	4.45月	4.50月	4.45月
(国公支給月数)	4.45月	4.45月	4.50月	4.15月	3.95月	3.95月	3.95月	3.95月	4.10月	4.20月	4.30月	4.40月	4.45月	4.50月	4.45月
支給額算定における基礎額	削減前	削減後の本俸を基礎額								削減前の本俸を基礎額					

数据来源：日本北海道政府，东北证券

图 76：夕张市市政府职员人数变化

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
前年度末職員数	(A)	263	127	111	106	102	100	104	102	97	100	97	97	100	104	102	110
年度内採用者数	(B)	3	0	0	2	2	10	2	1	8	6	6	8	8	8	12	7
退職者数(E)-(F)	(C)	139	16	5	6	4	6	4	6	5	9	6	5	4	10	4	-
定年退職者数	(E)	11	0	0	5	2	1	3	3	2	7	4	2	0	4	1	7
中途退職者数	(F)	128	16	5	1	2	5	1	3	3	2	2	3	4	6	3	-
年度末職員数(A)+(B)-(C)	(D)	127	111	106	102	100	104	102	97	100	97	97	100	104	102	110	-
派遣職員計	(D)		10	13	21	22	22	24	23	24	22	17	19	19	17	14	12
年度末職員計(A)+(B)-(C)+(D)		127	121	119	123	122	126	126	120	124	119	114	119	123	119	124	-

数据来源：日本北海道政府，东北证券

政府资产处理方面，夕张市政府将其名下的煤炭历史观光公司(负债 74.8 亿日元)，夕张观光开发公司(负债 54.6 亿日元)，夕张木炭制造公司(负债 16 亿日元)三家合资公司进行了破产处理，此外，市还计划对所拥有的 31 个旅游设施中的 29 个进行委托运营、出售或废止。

增税方面，市民负担也大幅增加，市民税从每人 3000 日元增加到 3500 日元，固定资产税从 1.4% 增加到 1.45%，轻型汽车税增加到现行税率的 1.5 倍，还新增了入汤税 150 日元。此外，垃圾处理变为全额收费，设施使用费增加了 50%，污水处理费从每 10 立方米 1470 日元增加到 2440 日元，托儿费将保持 3 年不变，然后在接下来的 7 年内逐步提高至国家标准。敬老卡原计划取消，但最终决定将个人负担额从 200 日元增加到 300 日元以继续存在。由于这些影响，人口大量外流，使得在 2006 年和 2007 年的两年内，人口减少了将近 10%。至于公共设施，原计划废止许多设施，但受到舆论的反对等因素影响，计划进行了重新审视。

3.3. 其他

1. 英国伯明翰

英国伯明翰于 2023 年正式宣布财政破产，伯明翰市政委员会当天发布《关于“第 114 条通知”的声明》，称由于面对不断累积的巨额债务和高达 8700 万英镑的财务缺口，除维持保护弱势群体的公共服务和其他法定义务外，伯明翰地方政府即刻停止所有新的政府支出。

原因：伯明翰陷入财务困境的直接导火索可以追溯至 10 多年前的一桩“同工不同酬”的索赔案，面对高达 7.6 亿英镑的负债，该市已无力偿还。

而谈及更根本的因素，英国非盈利智库 Localis CEO 乔纳森·韦兰在接受《每日经济新闻》采访时称，地方政府未从新冠大流行中完全恢复，而财政紧缩导致的中央政府拨款锐减，让地方无力平衡收支。

2. 英国埃塞克斯郡瑟罗克市

英国埃塞克斯郡瑟罗克市于 2022 年正式宣布财政破产。

原因：因“投资失误造成巨大损失”而破产。卡瓦纳通过虚报能源价格等方法夸大了太阳能发电场的价值，以说服瑟罗克地方政府投资更多现金。然而在他的公司清盘后，利息支付就停止了，而且太阳能发电场的估计价值大大低于预期。管理人员现在正在出售这块太阳能发电场，而瑟罗克面临着 2 亿英镑的投资缺口，该地方政府实际上已经破产。

3. 英国克罗伊登

英国克罗伊登于 2020 年正式宣布财政破产。

原因：收入急剧下降，对社会护理等服务的需求增加，以及提供这些服务的成本大幅增加。而受新冠疫情的影响，专用和未分配的储备金（即理事会可以用来支付任何意外增加的成本或收入减少的资金）仅相当于理事会支出的 8.1%，而英格兰所有负责社会护理的理事会的中位数为 37%。就所有理事会的年度支出百分比而言，该理事会的可用储备金水平最低，并且其审计员连续两年警告其储备金太低。

4. 美国波多黎各

美国波多黎各于 2015 年正式宣布财政破产。波多黎各自 2006 年起陷入经济衰退，贫困率高达 45%，人口也正在萎缩，十年减少约一成，而失业率增高达 11.5%，是美国平均水平的两倍以上。

原因：最重要的原因之一是波多黎各政府多年来积累了庞大的债务，主要是由于不可持续的财政政策和借债不断扩大，由于美国政府原先对波多黎各提供的一些税收优惠政策到期终止，再加上全球金融危机的冲击，波多黎各经济持续多年衰退，失业率和贫困率高企。当地政府常年靠大举发行市政债券来弥补财政缺口和提振经济，最后造成债务负担大幅攀升。

5. 美国斯托克顿

美国斯托克顿于 2012 年正式宣布财政破产，这座人口近 30 万的城市也是美国第一个破产的大城市。

原因：主要原因之一是经济衰退和房地产泡沫破裂对该市造成的冲击。斯托克顿市在 2000 年代初期经历了一段持续的经济增长，但在 2008 年全球金融危机爆发后，该市的房地产市场崩溃，房价大幅下跌，导致许多借款人无法偿还贷款。

此外，斯托克顿市政府也存在管理不善的问题。在经济衰退期间，市政府继续增加支出，而没有相应的收入来源。市政府还签署了一份与公共员工工会达成的不可持续的退休福利协议，导致市政府面临巨额的退休福利支出。

此外，市政府还在经济衰退期间没有采取及时和有效的财政调整措施，没有削减开支或增加收入，导致了财政危机的进一步恶化。

6. 美国圣贝纳迪诺

美国圣贝纳迪诺于 2012 年正式宣布财政破产。

原因：房地产泡沫破裂：圣贝纳迪诺市在 2008 年全球金融危机期间受到了房地产市场的冲击。房地产市场的崩溃使得很多居民失去了房屋，并且导致了市政府的税收减少。

经济衰退：经济衰退也对圣贝纳迪诺市的财政状况产生了负面影响。失业率上升，企业倒闭，税收减少，都对市政府的财政收入造成了压力。

高额债务：圣贝纳迪诺市在多年中积累了大量的债务，包括债券和退休金等。这些债务的偿还压力加剧了市政府的财务困境。

7. 美国罗德岛州中央瀑布

美国罗德岛州中央瀑布于 2011 年正式宣布财政破产。

原因：该政府曾承诺发放 8000 万美元退休金。这一退休金计划给中央瀑布造成了巨额财政赤字，并最终将其推向了破产的深渊，中央瀑布也因此成为继阿拉巴马州普里查德市之后，第二个因退休金计划遭遇破产的美国城市。

8. 美国阿拉巴马州普里查德

美国阿拉巴马州普里查德于 2009 年第二次宣布破产。（第一次是在 1999 年。）

原因：人口减少：普里查德市的人口在过去几十年中持续下降，这导致税收减少和经济活力的减弱。

经济衰退：普里查德市在经济衰退期间受到了严重的打击，失业率上升，企业倒闭，导致了财政收入的锐减。

养老金问题：普里查德市在面对养老金支付问题时陷入困境。市政府无法满足养老金的支付要求，这导致了诉讼和财务压力。

财政管理不善：普里查德市在管理财政方面存在问题，包括缺乏财务监管和规划，导致了财政困境的加剧。

9. 美国瓦列霍市

美国瓦列霍市于 2008 年正式宣布财政破产。

原因：经济衰退：2008 年全球金融危机对美国经济造成了严重冲击，尤其是房地产市场的崩溃，导致瓦列霍市的税收收入大幅下降。此外，全球经济衰退也导致了高失业率和减少的消费支出，进一步削弱了市政府的财政状况。

高福利开支：瓦列霍市在 2000 年代初期增加了公共员工的福利待遇，包括养老金和医疗保险等。这些增加的开支在经济衰退期间变得难以负担，给市政府带来了巨大的财政压力。

不合理的债务结构：瓦列霍市在经济繁荣时期大量借债用于基础设施建设和公共项目，但这些债务的偿还期限较短，导致市政府在经济衰退期间无法偿还债务。

不善处理劳资关系：市政府和工会之间的劳资关系紧张，未能达成合理的劳资协议，导致了高额的劳动成本和长期的法律诉讼，进一步加剧了市政府的财务困境。

参考文献

1. Roos, J. E. (2019). *Why not default? The political economy of sovereign debt*. Princeton University Press.
2. Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises* (No. w13882). National Bureau of Economic Research.

风险提示：发展中国家及地方政府经济数据完备度不足

研究团队简介：

张陈：北京大学经济学专业博士，拥有 3 年证券从业经验，金麒麟奖团队成员，曾在核心期刊发表多篇论文，在校期间参与多项国家社科基金项目。现任东北证券首席宏观分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

