



希腊债务危机闯关，“PSI”计划影响深远

研究开发部

于国龙

电话：010-88090060

邮件：yuguolong@chinaratings.com.cn

客户服务部

电话：010-88090123

邮件：cs@chinaratings.com.cn

中债资信评估有限责任公司是国内首家采用投资人付费业务模式的新型信用评级公司。中债资信将采用“为投资人服务、由投资人付费”的营运模式，并按照独立、客观、公正的原则为投资人提供债券再评级、双评级等服务。

公司网站：www.chinaratings.com.cn

电话：010-88090001

地址：北京市西城区金融大街 28 号
院盈泰中心 2 号楼 6 层

备受国际金融市场关注的希腊债务重组已于 3 月 9 日成功落下帷幕。回顾重组历程，“私人部门参与”计划（Private Sector Involvement, PSI）无疑是其中的亮点，PSI 的启动使希腊免于陷入无序违约，并在减值 1000 亿欧元债务后轻装重返“可持续”之路。尽管 PSI 已经尘埃落定，但其在金融市场产生的“穹顶效应”似乎并未因此而消散：一方面，PSI 具有不可忽视的后续影响，其触发的主权评级调整、确定“信用事件”等一系列连锁反应仍通过多种渠道左右投资者情绪。另一方面，PSI 作为参考案例对其它危机国家解决债务问题具有示范意义，其自身的设计结构、参与方式也已成为市场研究者关注的焦点。就评级机构而言，希腊 PSI 为研究主权债务重组模式、探讨软性违约对主权信用的影响提供了较好的切入角度，通过对 PSI 进行系统性的梳理和深入探讨，能够为我们构建主权评级方法提供新的思路。

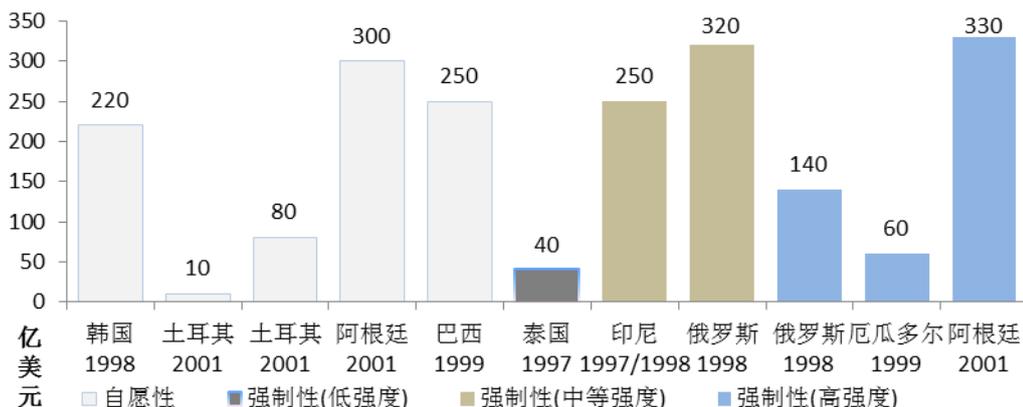
一、希腊启动 PSI 的背景

事实上，PSI 并非希腊首创，作为债务重组的主要模式，现代债券市场发展史上的历次危机中几乎都能见到 PSI 的身影。PSI 起源于上世纪 90 年代发展中国家出现的银行危机中，在发展中国家出现资本抽逃时，由于官方机构的援助规模不足，银行无法阻止外币存款的抽离，而官方债权人¹又认为完全由其提供援助可能会衍生“道德风险”，因此倾向于通过鼓励私人部门以“自愿参与”的方式扩大援助的总规模，分担官方债权人的援助成本。这种在实质上能够导致私人部门损失的“援助机制”即为 PSI 的雏形。90 年代后期，拉美、东南亚金融危机中债务重组需求的扩大使得 PSI 的应用范围不断拓展，运作模式也趋于成熟。1995 至 2001 的七年间，国际债权债务关系中大部分重组机制中都采用了 PSI，通过运用 PSI 达成的债务重组总额达到 2000 亿美元左右，具体领域涉及到主权债务重组、金融机构债务重组等多个领域，而伴随着 PSI 应用的多元化，其参与方式也在初期投资者“自愿参与”的基础上出现了“通过立法要求投资者接受不同程度的强制参与”²的情况。

¹ 官方债权人包括主权政府以及超主权政府组织，例如各国中央政府、国际货币基金组织、世界银行、欧洲联盟等。

² 根据相应法律法规的约束性大小，“强制参与”大体上可分为低强度、中等强度与高强度三类，低强度表示相应法规适用于少部分债权人或强制参与比率较低，高强度表示相应法规适用于大部分债权人或强制参与比率较高。

图 1 历史上 PSI 在不同国家各种债务重组中的应用额度



资料来源: IIF、IMF、world bank, 中债资信整理

PSI 在希腊债务重组过程中的使用是其在主权债务重组机制中的又一次尝试。事实上,在承诺进行结构性改革之后,希腊已获得了欧盟与 IMF 第一轮 1100 亿援助资金中的 704 亿欧元,但由于经济结构调整成效不佳,希腊债务可持续指标并未出现预期的好转趋势。在此背景之下,市场投资者以及官方援助机构均意识到单纯采用资金援助的方式已经无法挽救希腊,扬汤止沸不如釜底抽薪,唯有大幅减记债务存量才可能在根本上解决希腊债务问题。因此,PSI 列入了 IMF 与欧盟对希腊第二轮援助机制的政策选项表,并成为启动第二轮援助机制的必要条件之一。2012 年 2 月,希腊政府与代表私人部门的国际金融协会(IIF)在通过近 6 个月的磋商之后就 PSI 的结构达成初步共识,希腊议会于当月 23 日正式批准有关 PSI 的相应法案,至此,史上最大规模的 PSI 重组机制正式宣布启动。

二、对希腊 PSI 设计结构的分析

希腊 PSI 计划的设计结构与参与方式较为复杂。根据希腊政府在 2 月 24 日发布的债务重组告知书,PSI 的参与范围包含所有私人部门持有的总额为 2060 亿³欧元的希腊政府债券,具体包括 1770 亿欧元依据希腊法律发行的国债以及 290 亿欧元依据国际法(英格兰法)发行的国债。通过参与 PSI 进行债务互换,私人部门债权人将获得包括以下三种债券的债券包:

(1) 由希腊共和国政府在 PSI 结算日发行的新债券,其票面总额等于待交换债券的票面总额的 31.5%。新债券存续期为 30 年,利息支付从 2013 年开始,其中 2013-2015 年利率为 2%,2016-2020 年利率为 3%,2021 年利率为 3.65%,2022-2042 年利率为 4.3%;本金支付从 2023 年开始,每年支付额为债券本金总额的 1/20。

(2) 由欧洲金融稳定设施(EFSF)在 PSI 结算日发行的、存续期不超过两年的新债券,其票面总额等于待交换债券票面总额的 15%;

(3) 由希腊共和国政府发行的、与希腊国内生产总值挂钩的可分离交易债券⁴,其票面

³ 希腊目前的政府债务总额约为 3600 亿欧元,其中 2060 亿欧元由私人部门债权人持有,私人部门债权人主要包括希腊国内的金融机构、社保基金以及德、法两国的部分银行。

⁴ 该债券为官方援助机构为希腊设计的 GDP 关联债券,设计目的在于吸引投资者参与 PSI。该债券本金偿付时间为 2022 年至 2043 年,本金偿付的启动需同时满足两个条件:1、2014 年希腊 GDP 总量高于 2110 亿欧元,并且在 2020 年高于 2600 亿欧元;2、GDP 在 2014 年至 2020 年间的前期维持 2.35%-2.8% 的增速,在后期不低于 2%;付息起始日“可能”为 2015 年 10 月 15 日,利率为 1%。

价值与 PSI 参与者获得的希腊新债券的票面价值相等。

私人部门获得的上述三种债券中，前两项债券的票面价值为置换前债券票面价值的 46.5%，而第三种可分离交易债券只有在希腊经济实现一定增长后才会获得少量的收益，由于希腊正处于经济下行周期，其短期影响几乎可以忽略。综合来看，参与 PSI 使私人部门持有的希腊国债名义扣减率（haircut rate）达到 53.5%，如果考虑到原有债券的利息收入与新发行债券利息收入的净现值之差，则实际扣减率将达到 74% 左右。

就希腊采用的 PSI 设计结构而言，有两方面的重要特征值得我们关注。一是在 PSI 方案中追加集体行动条款（Collective Action Clause, CAC）的约束。集体行动条款是在债券合约中针对重组启动阈值的相应规定，一般包含多数重组条款（Majority Restructuring Clauses, MRC）和多数执行条款（Majority Enforcement Clauses, MEC）两个方面。前者作为最常见的形式，规定在发行人宣布将对某些债务进行重组时，如果持有有一定数额比例以上（在英格兰法约束下通常为 75%）的债权人同意发行人进行债务重组，则债务重组即可生效，并且生效后对剩余不同意重组的发行人具有约束力；后者则规定债务人对某一笔债券违约时，其他未到期债务的债权人必须持有债券需达到一定比例（一般情况下是 10%）才能要求将其持有的债券加速到期。目前主权国家在国际市场上发行的大部分债券均设有依据不同法律体系⁵的 CAC 条款，但因主权违约本身属于小概率事件，在现实中启动 CAC 的情况并不多见。

目前希腊在市场上的存量国债中，分别有依据英格兰法和依据希腊法签订合约的两类债券，其中前者在合约中已经设立了启动阈值为 75% 的 CAC，后者则没有设立任何 CAC。为顺利实现债务减记，希腊议会在 2 月 23 日通过追加立法的形式，将 2011 年 12 月 31 日及以前发行的、基于希腊法的国债合约中嵌入了 CAC 条款，并规定如果征得持有 2/3 面值的债权人同意即可启动。

表 1 私人部门参与计划的启动条件

1, 融资条款	2, 最低参与条款	对最低参与条款的补充
债务置换中私人部门债权人需接受经由欧洲工作组（EWG）批准的 EFSF 票据作为部分债务置换的融资条款；	除非参与 PSI 的合格债券票面金额达到私人部门持有债券票面金额总额的比例满足至少 90% 的有效置换条件，否则将不会要求希腊共和国进行债务互换。	<p>1, 根据希腊债券持有人法案（4050/2012），在债券重组过程中，通过待交换的债券合约中追加集体行动程序（Collective Action Clause）等修正条款，促进债务置换率达到至少 90%。</p> <p>2, 如果待交换债券根据票面价值的置换参与率高于 75%，但低于 90%，希腊政府将与官方债权人协商是否可以采用其他途径融资而避免启动集体行动条款。</p> <p>3, 如果确认合资债券根据票面价值的置换参与率低于 75%，并且希腊政府未能获得债券修正案的同意迫使超过 75% 的投资者接受互换，则希腊政府将不得启动集体行动条款⁶。</p>

资料来源：希腊财政部公共债务管理局、希腊议会、IIF、IMF；中债资信整理

二是 PSI 根据债券的自愿参与总额在待交换债券总额中的占比决定是否启动 CAC。希腊 PSI 在设计上的另外一个特点是，对于任意一类债券来说，CAC 启动与否不仅取决于该

⁵ 依据英格兰法、日本法以及纽约州法签订的债券合约一般都包含多数重组条款，在英格兰法和日本法体系下也曾出现过包括多数执行条款的债务合约。

⁶ 事实上，希腊于 2 月 23 日通过的法律最终确定在 2011 年 12 月 31 日及在其之前基于希腊法发行的国债中，如果获得持有票面价值超过 66% 的债权人同意，即可启动 CAC。

类债券是否满足其法律规定的启动条件，还取决于两类债券的参与总额在 2060 亿欧元的待交换债券总量中的占比情况。具体来说，希腊根据以下四种情况决定是否启动 CAC：

1. 如果 PSI 的参与率达到 90% 以上，希腊政府不会启用 CAC，PSI 将在没有强制参与要求的基础上自动完成；
2. 如果参与率介于 75% 与 90% 之间，则希腊可能启动 CAC，强制未参与的私人部门债权人参与 PSI；也可能不启动 CAC，并与欧盟和 IMF 的磋商寻求进一步的援助支持；
3. 如果参与率介于 66% 与 75% 之间，则希腊政府将启动 CAC，强制未参与的私人部门债权人参与 PSI；
4. 如果参与率低于 66%，则希腊政府无权启动 CAC，这意味着希腊将对未参与 PSI 的债权人硬性违约。

尽管希腊政府公布的预期参与率为 90%，但在事实上，希腊政府对 PSI 真实的预期参与度为 95%，唯有达到 95%，希腊才有望于 2020 年将负债率降至 IMF 要求的 120.5% 的可持续水平。由于希腊法与英格兰法在启动 CAC 时的阈值不同，两种不同债券在自愿参与过程中根据各个 CAC 是否达到启动阈值分类可能出现 4 种不同的搭配状况，而相应搭配对 PSI 的最终参与度以怎样的方式达到 95% 具有决定性的影响。

表 2 不同参与度下 CAC 组合对 PSI 的相关影响

情景	希腊法自愿参与率	英格兰法自愿参与率	希腊政府 CAC 选择	PSI 最多参与额	PSI 最少参与额	参与度区间	95% 的 PSI 目标
1	低于 66%	低于 75%	无法启动希腊法下的 CAC； 无法启动英格兰法下的 CAC	1365.1	0	66.2%-0	无法达成
2	高于 66%	低于 75%	启动希腊法下的 CAC； 无法启动英格兰法下的 CAC	1984.6	1770	96.33%- 85.92%	可能达成
3	低于 66%	高于 75%	无法启动希腊法下的 CAC； 可以启动英格兰法下的 CAC	1140.5	290	69.92%- 14%	无法达成
4	高于 66%	高于 75%	启动希腊法下的 CAC； 启动英格兰法下的 CAC	2060	1987.5	100%- 96.48%	达成

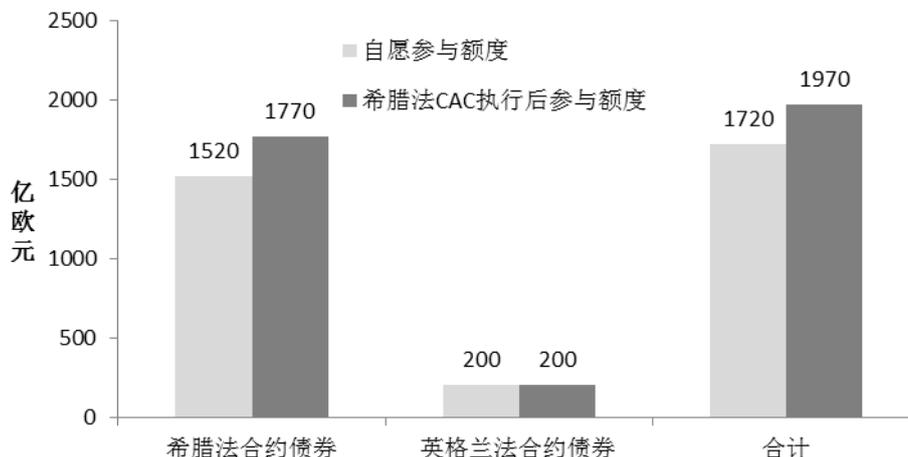
资料来源：中债资信整理

表 2 列出了希腊执行 PSI 过程中可能面临的四种结果，由情景 2 和 4 可见，基于希腊法债券参与度高 66% 是 PSI 成功的必要条件。在情景 2 中通过推算可以得出，如果基于希腊法律合约债券的互换参与率达到 66%，则基于英格兰法律的债券自愿参与率只要达到 64.4%，希腊政府即可通过启动希腊法下的 CAC 使全部参与率达到 95% 的预定目标，由此也可判定，66% 和 64.4% 两个不同债券的自愿参与度才是希腊政府在 PSI 进程中关注的焦点。

由于 PSI 的设计方案在启动前的反复拖沓导致市场对希腊出现硬性违约的预期不断加大，希腊国债在二级市场的流动性极差，投资者继续持有希腊债券的成本已经远高于参与置换后所面临的损失，因此对于绝大部分私人部门投资者来说，参与 PSI 仍是资产配置的最佳

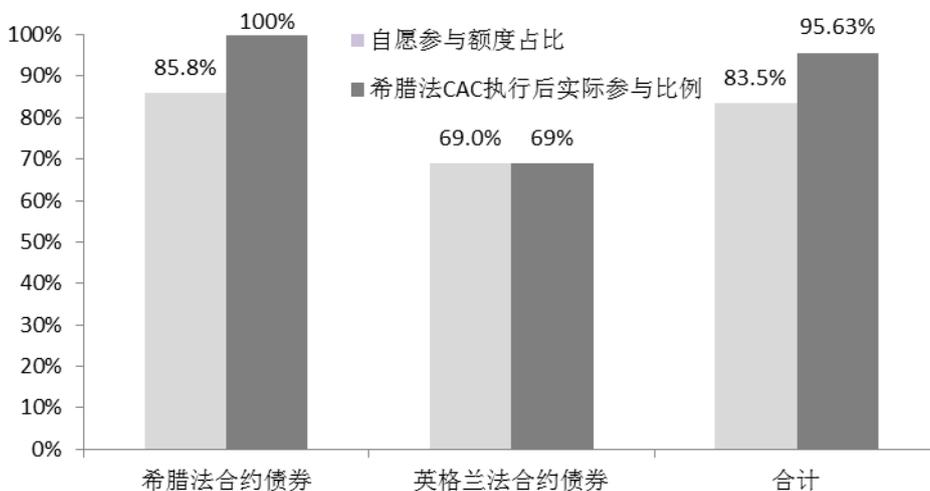
选择。3月9日希腊政府公布的PSI结果显示，基于希腊法的自愿参与率达到85.8%，基于英格兰法的债券自愿参与率达到了69%，均超过了推定的安全界限，这使得希腊在3月9日启动希腊法CAC后，最终以95.63%的高参与度取得了PSI的成功，债务总额从3600亿欧元下降至2546亿欧元左右，政府负债率也从PSI执行前的160%下降至目前的116%左右。

图2 3月9日希腊公布的PSI参与金额



资料来源：希腊财政部，中债资信整理

图3 3月9日希腊公布的PSI参与资金比例



资料来源：希腊财政部，中债资信整理

三、希腊PSI的后续影响分析

希腊债务危机长期悬而未决的局面使投资者负面情绪在全球金融市场的各个板块均有不同程度的累积，这也意味着PSI完成的意义不会仅限于“挽救希腊”本身，其积极影响必然更为系统性地体现在全球经济和金融层面之上。但从最直接的作用途径上看，PSI在以下三个方面的影响更为显著：

PSI最直接的影响体现在信用评级机构对希腊主权信用级别的调整之上。由于希腊对政

府债务实施了具有 CAC 条款的 PSI 计划,并在 PSI 过程中启动了 CAC 条款,强制持有 14.2% 希腊法国债的私人部门债权人参与 PSI,因此国际掉期产品与衍生品协会 (ISDA) 及有关评级机构先后依据各自的判定标准认定希腊主权政府违约⁷。违约认定对希腊未来的信用级别具有极为重要的后续影响,从评级机构的角度上看,主权政府在违约后极容易出现连续违约的情况,基于审慎原则,中短期内违约国家的主体信用级别一般不会赋予在“BBB-”及以上,这意味着即便重组在很大程度上缓解了希腊政府的负债水平、平抑了还本付息波峰、降低了融资成本,但在未来中短期之内,希腊主体信用级别仍将保持在投机级别,所有投资者持有的希腊债券依然属于“垃圾债券”。

CAC 在 PSI 的应用导致希腊国债信用违约掉期 (CDS) 赔付生效,但其积极意义大于负面影响。PSI 的后续影响在金融衍生品市场也有体现。ISDA 依据 CAC 引发的强制性债务互换认定希腊 PSI 构成信用事件,这使得市场上约 32 亿欧元的希腊国债 CDS 净头寸启动赔付程序。市场于 3 月 19 日最终确定希腊新债券的价值为置换前债券价值的 21.5%,CDS 卖方的赔付率为 78.5%,约合 25 亿欧元。由于赔付总额较小且卖方较为分散,相应赔付并未造成严重的市场冲击。实际上,确认 PSI 为“信用事件”在客观上对稳定金融市场起到积极作用。信用事件出现后的相应风险能够获得卖方对冲是投资者购买 CDS 产品的初衷,从某种程度上讲,CDS 的可靠性也是维护债券市场信心的基石。目前意大利、葡萄牙、西班牙三国的国债 CDS 净头寸总额已达到 467.8 亿美元,如果 ISDA 认定希腊 PSI 不属于“信用事件”,将意味着投资者所持有的危机国家国债 CDS 合约在未来出现强制性债务重组时形同废纸,这种预期所引发的 CDS 抛售潮将抹杀希腊 PSI 成功的积极影响,并可能再度引发市场恐慌情绪。

PSI 使希腊政府的债务结构出现较大的改变,不同债券持有人所面临的信用风险出现差异,这种差异可能在一定程度上影响希腊政府回归市场融资。执行 PSI 后,希腊的政府债务存量中存在四种形式:一是由其他官方债权人持有的、不符合 PSI 参与要求的希腊国家债务,总量约为 1540 亿欧元;二是由私人部门持有的、未参与置换的英格兰法合约债券,总量约为 90 亿欧元;三是由私人部门投资者通过参与 PSI 后得到的新国债,总量约为 620 亿欧元,并依据英格兰法签订合同;四是由欧洲金融稳定工具 (EFSF) 为增强 PSI 参与率而代替希腊政府发行的、面值为原债券面值 15% 的机构债券,总量约为 300 亿欧元,这部分债务需要希腊在未来分期向 EFSF 偿还本息。

第一种债务由官方债权人持有,由于 PSI 的执行并未改变相应债券的还本付息时间表,而大量的债务减记使希腊整体信用风险较之前大幅下降,因此官方债权人将受益于 PSI 产生的搭便车效应,尤其是在希腊出现债务危机之前购入希腊债券的官方债权人,受益更为明显。但需要说明的是,希腊出现债务危机之后为希腊提供债务援助的官方债权人其目的并不是寻求投资收益,而是为希腊提供债务滚动渠道,协助其摆脱债务危机,如果希腊债务问题未能

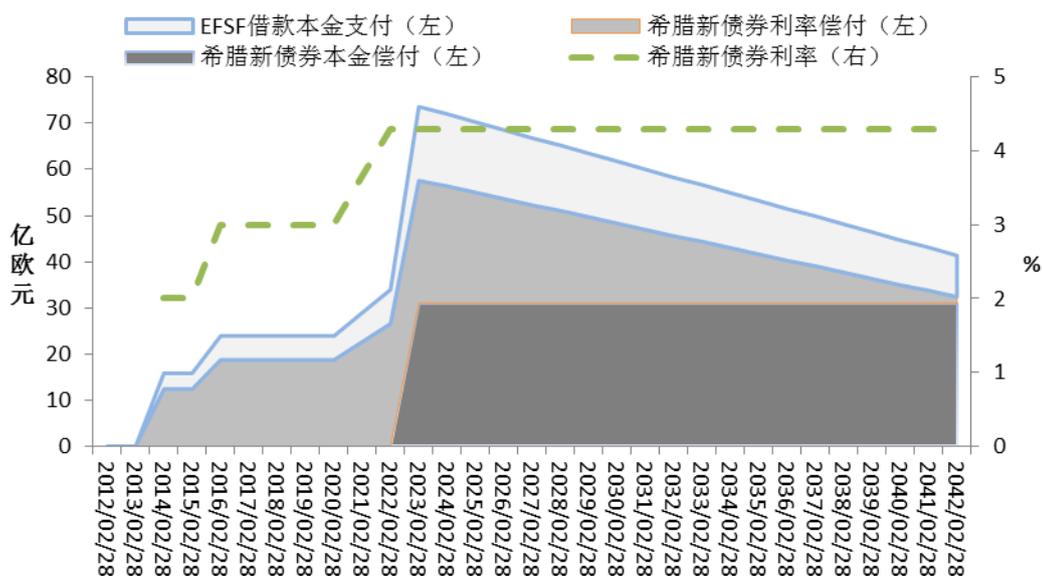
⁷ 不同评级机构对希腊违约的认定有所区别。标普认定希腊为选择性违约 (SD),SD 表示发行人对其发行的部分债务违约,其中也包括强制性债务互换的情况,例如现有的债务工具被现金或者其他债务工具以低于初始价值回购和置换的情况。惠誉认定希腊为限制性违约 (RD),RD 反映的是发行人对某一特定债券、贷款或其他债务工具出现违约,但没有进入到破产申请,接管,破产,清算或终止存在的情况。具体包括选择性地拖欠一个特定类别或币种的债务,以及对一个或多个债务工具行使强制性债务互换等情况。穆迪在评级符号序列中并未设定 SD 或 RD 的概念,希腊进行 PSI 后,穆迪将其主权级别调整至最低级别 C,并宣布希腊主权政府构成违约。

解决，未来不排除官方债权人对希腊进行债务展期或债务减免的情况。

对于私人债权人持有的第二种债券而言，由于希腊政府宣布推迟置换基于英格兰法债券的时间窗口至4月11日，因此在某种意义上可以说PSI进程并未完成。希腊目前依然期望持有第二种债券的投资者继续参与债务置换，并曾威胁将对未参与PSI计划的投资者硬性违约。但实际上，由于目前的参与度已经达到预期目标，希腊对上述债权人进行硬性违约的可能性极小（硬性违约意味着希腊将被调整至D），相应债券的短期违约风险并不显著。并且，与官方债权人一样，第二种债券的投资者也将受益于搭便车效应。

私人部门持有的第三种债券与希腊所欠的EFSF债务进行债券捆绑偿还，因此在偿债意愿上与第二种债券存在一定差异。如前所述，在PSI的启动条件第一条中包含着IMF与欧盟作为官方债权人与希腊政府签订的“共同融资协议”（Co-Financing Arrangement），投资者通过置换得到约920亿欧元的新债券中，约有300亿由欧洲金融稳定设施（EFSF）负责代替希腊进行置换（即上文中第四种债券）。希腊而由此产生的这部分债务在未来偿还时将与现存的第三种债券以及在未来可能发行的其他新债券一起，根据“同比例分担”和“同等权利”（*pro rata sharing and pari passu treatment*）的法律条款进行捆绑偿还。捆绑协议具有极强的约束性，要求两种债券在还本付息的时间和比例上完全一致，假设未来30年内希腊均处于初级财政平衡或盈余状态，不需要再融资，那么希腊每偿还给债权人1欧元的债务中，需包含0.67欧元向希腊新债券持有人的债务，以及0.33欧元向EFSF偿还的债务。由此可见，在未来希腊进行第三种债券的任意一笔本息支付时，偿债资金量需完全覆盖第三、第四两笔债务共同的本息支付才可完成。这种捆绑偿债模式意味着希腊在第二、第三两种债券同时进行本息支付时，对第三种债券的偿债意愿可能出现一定程度的下降。不仅如此，由于捆绑协议适用于希腊在未来新发行的债券，这可能导致新发债券的市场吸引力趋弱、认购率下降，进而使希腊在回归市场融资时面临更大的不确定性。

图4 希腊新债券与EFSF贷款捆绑后还本付息时间表
(假设未来为初级财政平衡或盈余)



资料来源：中债资信整理

四、结语

毫无疑问，希腊 PSI 为主权债务危机国家的危机解决方式提供了“硬性违约”和“官方援助”之外的第三种选择，其积极影响正在国际经济和金融领域持续深化，欧元币值与欧洲国债市场皆因 PSI 的成功趋于稳定，IMF 也因此对世界经济复苏进程抱有更为乐观的预期。但同时也应看到，就希腊自身而言，PSI 的实施并未赋予其主权债券更大的投资吸引力，希腊主权信用评级仍将在一定时期内维持在 BBB- 以下，主权债券仍属于“垃圾债券”，并且重组后不同债券之间出现的差异可能影响其回归市场融资的速度。尽管使用 PSI 进行债务重组可能会带来一些新的问题，但其在欧债危机中的应用或许并未止步于此，意大利、西班牙、葡萄牙等国家目前尚未出现走出债务困境的明确信号，作为解决债务危机的备选方案之一，PSI 很能在不远的未来以更为灵活和多样化的形式呈现。

免责声明：本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于该等公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人做出证券买卖出价或询价的依据。本公司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承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。
