

浅析墨西哥重新进入国际金融市场的过程和原因

张青松

一提及墨西哥，人们往往联想起债务危机。是的，人们不会忘记，在1982年8月，墨西哥政府宣布其无力偿还外债本息，从而引发了全球性的债务危机。从1982年起到现在，9年过去了，墨西哥在经历了物价飞涨、生产萎缩、资本外逃等一连串的打击之后在为结构调整付出了巨大的代价之后，经济正在逐渐复苏。实际国内生产总值在1987年后，出现净增长，1990年达到3.7%。外国投资者开始光顾这个拉美国家，他们现在不是前去收回旧债，而是试图寻找提供新贷款的机会，这是债务危机爆发以来在拉美地区发生的第一次惊人变化。在1990年，美国百事可乐公司以3.2亿美元的价格收购了墨西哥一家最大的糖业公司，成为1990年以来在拉美地区的最大一笔外国直接投资，从而标志着墨西哥对外信誉的改善和提高。

似乎是意在祝贺自己重新赢得了对外信誉，墨西哥在1991年2月宣布以政府名义发行一笔欧洲债券。这笔债券利率是10.5%，期限为5年，由德意志银行牵头包销。投资者对这笔债券表现出了很高的热情，发债金额遂由2亿德国马克增加到了3亿马克。

据美国所罗门兄弟证券公司估计，1989年，墨西哥从国外吸收了5亿美元的私人资本，而到1990年，这个数字增加到50亿美元。这些资金大多是在西方商业银行安排下以债务和股本方式筹措的。人们普遍认为，墨西哥今年从国外筹措的资金还会大幅度增长，其中一个理由是，墨西哥政府也明确表示，政府准备卖出自己持有的一家电话公司的股票，仅此一项就可筹到25亿美元的外资。

随着墨西哥对外信誉的逐渐提高，墨西哥各类借款人发行的债券的收益率逐渐回落，期限正在加长，但根据这些债券在市场交易的情况显示，墨西哥的债券仍属风险较高的投机性债务。现在，墨西哥借款人发行债券的期限一般为3—5年，在二级市场交易的收益率为11%左右，较之其它信誉较好的国家发行的债券，期限较短，收益较高，这意味着墨西哥债务仍没有达到投资等级。墨西哥现在从穆迪公司得到的信用等级为BA2，排在匈牙利之后。尽管如此，投资者还是越来越愿意承担这一风险，踊跃购买墨西哥债券。所罗门兄弟证券公司的金融分析专家约翰珀塞尔认为，“墨西哥现在无疑是拉美地区信誉最好的国家”。而其它一些经济学家则认为，信用评级机构不久将提高墨西哥的信用等级，从而使之达到投资信用等级。

二

墨西哥重新赢得投资者信任的道路是相当漫长和艰辛的。墨西哥在1982年8月宣布无力偿还外债本息后，其对外信誉受到严重损害。在投资者眼里，墨西哥几乎成了赖帐的代名词。在这种情形下，墨西哥各类借款人（包括公共部门和私营机构）不可能以任何方式在国际市场上筹集到资金。在1982—1984年期间，墨西哥完全从国际资本市场撤出了。在1985年后情况有了些变化，但真正重返国际市场是在1989年之后。当我们通过几个典型事例来具体

分析这一过程的时候，就会发现，这个过程是循序渐进的：先由私募发行为主到半公开发行和公开发行为主；由公共部门率先进入市场到公、私机构共同进入市场；由发债需要大量的附加条件和抵押要求到发债所需要的附加条件逐渐减少和更加灵活；由不得不以高收益吸引投资者到收益率逐渐降低。……

在1984—1986年间，墨西哥在西方金融机构的安排下，发行了五六笔债券，筹集的资金大多用于对银行同业借款和其它债务进行重新安排。这些债券都是以私募（Private Placement）的方式发行的。私募一般是相对于公开发行（Public Offering）而言的，指发债人不将证券向一般投资者（个人和公司），而是通过私下接洽，直接出售给个人投资者或一个或几个机构投资者。发债人采用私募方式的原因可能有许多，而墨西哥这样做的主要原因则是墨西哥国家信誉不佳，若采用公开发行方式，一般投资者肯定无人问津。

1987年底，墨西哥一家公私合营企业——墨西哥远洋运输公司在花旗银行的安排下，以半公开发行（Quasi-public Offering）的方式发行了一笔债券。这笔债券金额为3,000万美元，期限为7年，利率为Libor加上1.5的利差。所谓公开发行，指这笔债券尽管登记上市了，但主要还是通过私下接洽的方式推销的。这次发债在某种程度上表明墨西哥的对外信誉又有所改善。

墨西哥在债务危机爆发以后第一次名副其实的债券公开发行是在1989年4月。在美林证券公司的安排下墨西哥进出口银行（Bancomext）发行了1亿美元，为期5年的债券。尽管这笔债券的发行并不顺利——发售花了好几个月的时间；买主最终还是墨西哥居民，国外机构很少问津；为招徕客户，不得不降低发行价格，实际收益率高达17%（票面利率（coupon rate）仅为10.25）；以及，进出口银行不得定期偿还本金而不是按常规本金在到期日一次偿还，结果5年期债券实际期限只有2.6年——但是，这毕竟是墨西哥在债务危机后第一次进入国际金融市场，是一个里程碑。自此以后，墨西哥公共部门在国际市场上发债便大为改观了。

私营机构也紧跟着公共部门进入了国际资本市场。1988年10月，墨西哥第六大公司Cemex在花旗银行的安排下，发行了一笔金额为1.5亿美元、期限为2年的票据，所筹款项用于购买美国一家水泥厂。这笔债券花了很长时间推销，为招徕投资者不断降价出售，票面价为11%，而实际收益率却高达16%，但这些票据全部为外国投资者所购买，而且，正如花旗银行Hari Hariharan指出的那样：Cemex完全是以一家墨西哥一流大公司的名义发行债券，这足以说明墨西哥对外信誉的提高。

进入1990年以后，墨西哥各类借款人进入国际金融市场的频率高了起来。西方发达国家尤其是美国的投资银行受国内行业不景气的影响，纷纷到海外寻找有利可图的业务，于是对充当墨西哥债券发行的安排行表现出了很高的热情。他们与发债人紧密合作，设计出许多对投资者有吸引力的金融工具来。1990年7月，墨西哥一家金融公司Nafinsa在美国CS金融公司（CS Financial）的安排下，发行了一笔金额为1亿美元、期限为5年的债券。并附有一个卖出期权（put option）。该笔债券以面额的98.75%打折扣发行，投资者如想在债券到期日前出让，可在1993年8月2日以98.45%的票面价格卖给墨西哥开发银行。这样做的目的是为了免去投资者的某些顾虑，因为他们对现任总统萨利纳斯的经济政策有好感，但担心在1994年12月1日萨利纳斯任期满后，墨西哥的经济政策会发生变化。

同年6月，Cemex在花旗银行的安排下发行了—笔赋予投资者更多选择权利的可转换债券

(Convertible Bonds)。这笔债券附有买入期权 (call options) 和卖出期权, 并以将债券转换到Cemex在美国设立的分支机构Tolmex的股票。自1982年以来在拉美地区这还是第一次。

在一般情况下, 墨西哥在国际金融市场上发债是需要有抵押品的, 并且常常以现存资产 (existing assets, 包括动产和不动产) 作为抵押, 但由于墨西哥国家风险较高, 对抵押品的处置还存在着许多烦琐的法律和会计问题, 因此, 投资者对以现存资产作抵押仍不完全满意, 鉴于此, 花旗银行率先设计了一套新的方案, 即取代以现存资产为抵押品的传统做法, 而用借款人的预期应收帐款 (future receivables) 作出发债的担保品。这种做法深受投资者的欢迎, 因为如果投资者相信发债人每年至少可以从国外获得一定数额的外汇收入, 他们就会乐意购买以应收帐款为抵押的票据。继花旗银行之后, 许多西方商业银行竞相效法, 使这种融资方式成为墨西哥在境外发债的主要途径。在1990年4月到1991年1月期间, 在美、英、法等银行的安排下, 墨西哥的银行、企业以应收帐款作抵押在国际金融市场上发行了9笔债券, 总金额达16.277亿美元。

现在, 墨西哥各类借款人在国际金融市场上的借贷活动已相当活跃, 这意意味着墨西哥对外信誉在相当程度上已得到恢复。这里需归纳和补充的是: (1) 墨西哥不仅已进入了美元市场, 而且还进入了德国马克市场和奥地利先令市场; (2) 墨西哥一些著名大公司已可以在国外市场上以自己的名义发行商业票据 (CP), 例如在去年7月, Telmex在美国发行了为期18个月的商业票据, 金额为1.5亿美元。我们知道, 发行商业票据是西方大公司的主要短期筹资方式, 它简便、灵活、成本低。发行商业票据一般不需要抵押品, 而主要是依靠发行者的信誉。即便是在西方发达国家, 也只是那些信誉卓著的一流大公司才能通过发行商业票据的方式筹集资金。因此, 墨西哥有一些大公司到国外市场发行商业票据这件事本身就足以说明其国家信誉已在很大程度上得到了改善; (3) 墨西哥借款人已开始直接进入国际金融市场, 即在没有任何国际著名银行充当安排人的情况下独自发行债券。在过去几年里, 墨西哥商业银行在伦敦发行了数笔3个月和6个月的以美元计值的存单 (CDs), 由于这些存单收益率很高, 深受投资者欢迎。据银行家们估计, 墨西哥商业银行发行的存单在10—20亿美元之间, 赛尔芬银行 (Banca Serfin) 所占份额最大; (4) 欧洲和日本银行已开始向墨西哥提供贷款。大多数美国商业银行鉴于前辙, 不愿向墨西哥提供新贷款, 而欧洲和日本商业银行则放得开, 它们在以出口合同为担保的情况下, 或在得到本国出口信贷机构 (ECA) 和国际开发协会明确的和内含的担保的前提下, 开始向墨西哥提供贸易融资和项目贷款。

三

墨西哥对外信誉的逐步恢复, 以及各类借款人重新进入国际资本市场, 并不是一个孤立的事件, 它是墨西哥国内经济状况的改善为后盾的。从1982年债务危机爆发以来, 墨西哥为纠正其宏观性和结构性失衡, 在政策上作出了巨大的努力, 并且长期坚持不懈, 从而达到了令人满意的宏观经济效果。与此同时, 墨西哥还尽可能地寻求国际支持, 首先是主动与国际商业银行举行谈判, 就现存债务的重新安排达成一些协议, 从而有利于提高投资者的信心; 其次是寻求国际金融机构和发达国家的资金支持, 为国内经济调整注入外部资金。另外, 墨西哥还积极参与美、加、墨三国的北美自由贸易谈判, 借此推动贸易扩大进而带动经济增长。我认为, 以上这些就是墨西哥逐步恢复对外信誉的主要原因。

1. 通过结构性改革, 使国内经济得以复苏, 为恢复对外信誉打下了基础

从1982年底开始, 墨西哥政府在国际货币基金组织的支持下, 开始推行经济调整计划。

但由于这些改革不够彻底、全面，国内经济问题严重，以及外部经济环境不断恶化这些经济调整计划没有取得明显的结果。1986年中期以后，墨西哥开始实施结构性调整改革，旨在通过放松政府经济的管制，实行私有化来恢复经济的活力，这包括以下几个方面的内容：

(1) 开放对外贸易。从1985年以来，墨西哥推行广泛的贸易自由化改革，降低关税，缩小进口许可证的覆盖面，并于1986年加入了关贸总协定；(2) 对国营企业重新私有化。在债务危机爆发以后，墨西哥政府作为解决危机的办法之一是将一些关系国计民生的大企业和商业银行体系予以国有化，但经历几年后，墨西哥政府改变了态度，又决定有步骤地对这些企业重新私有化。通过兼并和出售，政府拥有的国营企业的数量从1982年的1,100减少到1990年5月底的350家。更为重要的是，政府正着手出售自己持有的一些国营大企业的股票，其中包括按市场资本额名列全国第一的Telmex (70亿美元) 的股票。今年，墨西哥准备把18家商业银行全部私有化，从而把这场私有化运动推向高潮，这18家银行的市场资金总额达60亿美元，在1990年盈利总额近20亿美元；(3) 税制改革。1987年，墨西哥当局对税制实行重大改革，企图通过协调本国和其他国家的税制的办法来加强墨西哥的对外竞争力。1989年期间，墨西哥加速了税收改革的进程，把公司税率由40%降至36%，改变了对股息征税制度，限制逃税并鼓励将利润进行再投资，把个人所得税率的最高档次降到35%，取消了对某些经济部门的免税优惠，这样做的目的是使其税制更加有效、合理；(4) 放宽金融管制。为鼓励储蓄，改进信贷分配，墨西哥当局于1989年3月取消了对商业银行存贷利率和偿还期的限制，并降低了对国家发展银行贷款利率的暗补，同时，还通过了一项法规来加强墨西哥银行（中央银行）对银行体系的监督权力；(5) 放宽对外国直接投资的限制。1989年5月，墨西哥政府宣布：外国投资者可以购买价值在1亿美元以下的企业100%的股票，而不必事先得到批准。外国人还被允许通过信托基金在墨西哥股票市场上进行投资；(6) 作为对上述措施的补充，墨西哥开始有步骤地解除对某些部门的管制特别是交通、通讯、石化、捕捞等行业。

通过上述努力，墨西哥在近年来收到了令人满意的经济效果。实际国内生产总值在1987年后出现正增长，到1989—1990年达到3—4%，今年第一季度又比去年同期增加了3.9%；通货膨胀得到控制，在1987年底通货膨胀率达到160%，到1989年则下降到20%以下，1990年进一步下降；政府财政状况有了根本性好转，1986—1987年，墨西哥预算赤字占国内生产总值的16%，到1988年该比率下降到12.3%，1989年下降到5.8%，1990年为3%左右，而到今年第一季度，墨西哥政府财政出现了14亿美元的盈余。据墨官方称，这在“墨西哥经济史上是第一次”；国际收支状况有了明显的改善，在1987—1988年期间，墨西哥的国际收支逆差在60—70亿美元之间，而到1989年下降到10亿美元左右。国内经济环境的改善为墨西哥对外信誉的改善打下了扎实的基础。

2. 就现存债务达成协议，提高了投资者的信心。

在很长一个时期内墨西哥及其债权人和国际金融机构都在试图寻找一个解决债务问题的办法，但由于有关各方利益相差很大，甚至有时是根本对立，要找到一个大家都能接受而又切实可行的方案是相当困难的。在这方面，墨西哥比其它债务国（诸如巴西和阿根廷）较为成功。从1986年起，它与债权人达成协议，开始实行债权—股本互换计划（debt-equity swaps），即债权人持有人可以将其债权转换成墨西哥私人企业和公共部门的股票，由债权人变成股本。这样做对墨西哥和债权人都好处，墨西哥可以减免掉一些外债负担，而债权人则可以通过对股权的占有获得相应的利益和权利，比永远无法收回债权要好一些。1986年这种

交易的金额为4.13亿美元, 1987、1988年分别上升到16.8亿美元、10.56亿美元, 1989、1990年又分别下降为5.32亿美元、6.52亿美元。

1989年初, 墨西哥开始与其国际银行债权人进行另一轮谈判, 并于1990年2月达成协议。这是迄今为止债务国与商业银行之间就债务重组作成的最大一笔交易, 它涉及到墨西哥在1989年底全部外债(估计为950亿美元)中的480亿美元合格债务(eligible claims)。债权人答应除了对到期债务重新安排偿还期外, 还为墨西哥提供新的贷款, 并勾销了一部分债务。具体内容如下:

根据有关条款, 拥有对墨西哥合格债权的商业银行必须从以下三种融资方式中选择一种: (1) 将债权转换成期限为30年的减价债券(按面值的65%折算), 利率采用市场利率(Libor + 13/16%), 对本金给予担保, 30年后一次还清; (2) 将债权转换成期限为30年的同价债券(面值不变), 利率采用低于市场利率的固定利率(6.25%), 偿还期和担保结构与减价债券相同; (3) 在1989—1992年期间提供新的额度贷款, 数额相当于合格债务的25%。贷款将在15年内还清, 包括7年的宽限期。

有些银行, 它们持有204亿美元的合格债权, 选择了以其债权转换为减价债券的办法, 结果是, 70亿美元(204亿 \times 0.35%)面值的债务因此被勾销; 另外一些银行, 它们持有227亿美元的合格债权, 选择了同价债券, 结果是, 若按现行市场利率计算等于另外勾销80亿美元的债务, 这意味着两项交易使墨西哥对商业银行的债务减少了150亿美元——相当于墨西哥全部外债的16%。另外, 一些商业银行承诺新的额度贷款额达10亿美元之多。

墨西哥按有关条款规定也相应的采取了措施, 对变换过的债券的全部本金和部分利息给予担保, 从而免除了债权人进一步遭受损失的风险。

墨西哥与商业银行债权人做成这笔交易, 在拉美地区还是第一次。它大大减轻了墨西哥的债务负担, 有助于墨西哥的经济稳定和发展, 对恢复国际收支平衡也有好处。

3. 墨西哥得到了国际社会的资金支持。

墨西哥在实施经济调整计划时, 除竭力动员国内资源外, 还尽可能地从国际社会寻求支持, 主要是国际货币基金、世界银行集团、发达国家政府援助机构的资金支持。

国际货币基金组织于1989年5月26日批准了对墨西哥的三年期贷款, 总额为28亿特别提款权(相当于36亿美元), 后来又追加了4.66亿特别提款权(相当于6亿美元), 以配合墨西哥减轻债务和还本付息活动。在国际货币基金作出上述安排后不久, 巴黎俱乐部债权人也同意对墨西哥官方债务三年内还本付息的26亿美元作出重新安排。与此同时, 世界银行批准向墨西哥提供20亿美元的部门贷款, 并答应在以后三年里平均每年再提供20亿美元的贷款。1990年, 世界银行向墨西哥提供了26亿美元的贷款。在1991年6月, 双方达成协议, 由世行提供9.5亿美元贷款, 支付墨西哥的农业、矿业和落后地区的发展计划。

官方资金对墨西哥的重要性是很明显的。现在, 国外商业贷款还没有恢复, 官方资金成为主要的外部资金来源, 没有它, 墨西哥的经济调整计划和债务重组计划就无法顺利进行。

(作者工作单位: 中国银行国际金融研究所)

(责任编辑: 梁宝忠)