



联合国贸易和发展会议

Distr.: General
10 August 2015
Chinese
Original: English

贸易和发展理事会

第六十二届会议

2015年9月14日至25日，日内瓦

临时议程项目 2(a)

管理主权外债的多边进程

全球化世界的发展战略： 管理主权外债的多边进程

贸发会议秘书处的说明

内容提要

本文件根据即将出版的《2015年贸易和发展报告》第五章的内容，概括介绍了发展中国家和经济转型国家外债情况分析的主要方面，简要概述发展中国家外债的核心问题，并审查外债指标和构成演变方面的主要趋势。然后，本文件分析在当今世界经济中发展中国家债务危机的根本原因，并阐述了当前各自为政的主权债务重组系统的主要特征和限制。最后，本文探讨了加强主权债务重组机制方面的不同提案，特别是立足多边的法定方法。



一. 外债：主要问题

1. 本文件讨论国际货币和金融系统中长期存在的一个缺陷,即缺乏一个有效机制,帮助更好地管控外债危机。本文件特别关注主权债务,因为经常发生的情况是,即使金融危机起源于私营部门,这些危机通常导致公共债务过多和长期的经济和社会困境。估计数字虽有不同,但国际货币基金组织(基金组织)近期的一份文件认为,这种危机已减少当前增长数字 5 至 10 个百分点,8 年之后,产出仍低于国家趋势约 10%。¹ 联合国一系列会议和决议证明,国际上对考虑采取更有效的办法解决主权债务问题的必要性近年来认识有所提高。²

2. 在新兴经济体的过去八次重大危机中(首先是 1994 年墨西哥,然后是泰国、印度尼西亚、大韩民国、俄罗斯联邦、巴西、土耳其、最后是 2001 年阿根廷),很大比例的私人债务,无论是国内还是国外债务,都是通过政府救助、往往是通过资不抵债的银行的资本重组而社会化的,这种做法提高了主权债务水平。在最近的欧元区危机期间,在爱尔兰和西班牙重演了大致相同的模式。

3. 外债本身并不是一个问题。事实上,债务工具是任何筹资战略的一个重要要素。然而,当国外借款与生产性投资无关,或当净债务国受到严重的外部冲击其偿债能力遭到破坏时,外债很容易成为一个问题。在这种情况下,对债务人的索偿可很快超过它创造所需资源的能力。如果这些索偿未与新的信贷流入相匹配,偿还外债就等同于将资源转移到世界其他地区,如果数量很大,将会降低债务国的国内支出和增长。而这又可能最终影响该国在债务到期时的偿付能力。

4. 不同组别经济体中,外债高企原因多种,影响也不尽相同。在大多数低收入国家,高水平外债是由于经常账户长期赤字,这主要反映了出口能力有限和在消费与投资方面高度依赖进口。对这些经济体有直接产生债务作用的大部分资金流入都来自官方。相反,在一些融入国际金融体系程度高得多的中等收入国家,大量外债存量积累的核心动力是,1970 年代中期以来,它们可越来越方便地使用国际金融市场和私人债权人。私人资本大量流入这些国家超出了弥补经常账户赤字所需资本,最后成为居民私人资本外流或由中央银行积存为储备。

5. 外债负担能否承受取决于国内收入增长和出口收入之间的关系以及平均利率和债务存量的到期结构。因此,外国流入资本只要用于扩大生产能力,则有助于提高用来偿还债务所需的国内收入和出口收入。但是,如果外债主要是由于私人资本流入与一国的国内生产总值相比大幅冲高造成的,而且这些流入资本与当时的贸易和投资融资需求无关,就可导致资产泡沫、币值高估、进口过剩和宏观经济不稳定,从而增加违约风险。

6. 外债的可承受性还取决于其结构和成分。通常使用的外债总额定义(包括在本文件中)采用居住地标准,它指的是非居民对债务人经济资源的债权。用来区分国内

¹ D Furceri and A Zdzienicka, 2011, How costly are debt crises? Working Paper 11/280, IMF.

² 例见大会第 64/191、65/144、66/189、67/198、68/202 和 68/304 号决议。

和国外债务的其他标准是，债务是以本币还是外币计价的以及发行债务时的管辖权如何。当大部分外债由贷款构成时，居住地、货币和管辖权标准往往重合(即贷款人是非居民，贷款是根据外国法律用外国货币发行的)。1990年代初期以来，这种情况发生了重大变化。过去二十年来，在未清偿债务存量增加的同时，在债务工具方面出现了从银团贷款向流动性更大的债券债务的转变。由于以本地货币和按照当地法律发行的债券可能由外国投资者持有，或者相反地，以外币计值的主权债务可能由居民持有，因此，一部分债务按照某些标准可被视为外国债务，按照另外一些标准可被视为国内债务。

7. 以外币发行的债务金额将会极大影响债务的可承受性。这是因为，为偿还这种债务，债务人不仅必须创造必需收入，而且还必须获得相应的外汇。这取决于一个国家的国际收支平衡。然而，这种债务也可能产生重大的政策困境：本国货币贬值和紧缩的宏观经济政策，虽然旨在提高出口业绩，但也会增加以外币计值债务的实际价值并减少债务人的收入。

8. 大多数收入较高的发展中国家近来的一个趋势是，外债计值从外币转为当地货币。这主要是由于全球流动性的有力扩张和流入这些经济体的资本同时激增所促成的，这反映了贷款人愿意承担汇率风险。然而，对于债务可承受性而言，居住地标准仍然相关，因为非居民对当地债券和证券的投资使国内债务市场的流动性增加。此外，越来越多的非居民参与这些市场还意味着，与国内机构投资者的参与相比，债权持有稳定性降低，因为国内机构投资者通常受条例约束，其资产的一定比例有义务以本地债务手段持有。非居民债权人如决定将以本地货币计值的债务变现并将其收入调回本国，这对东道国的国际收支平衡会产生重大影响。

9. 最后，发债的管辖权也影响债务可承受性，因为它规定了债务人和债权人谈判解决他们之间的任何争议时所依据的规则，例如在何种程度上允许非合作债权人撕毁国家—私人债权人关于解决债务问题的多数协议。广而言之，如果发展中国家的外债主要是在外国司法管辖区发行的，作为对不信任债务国司法系统的投资者的一种补充保障，这有可能使危机局势复杂化，因为债务方经济体可能不得不与多个司法管辖区和法律框架抗争。

10. 由于多种原因，主权债务值得特别关注。在有些情况下，政府在偿还它们为公共开支融资所产生的外债方面可能会遇到困难。然而，在许多其他情况下，主权债务危机的初始原因是一—债务人和债权人双方—的私人代理的轻率行为。原则上，私人债务人对外债的违约属于债务发生管辖区的破产法范围。这一法律框架通常提供一定程度的债务人保护和债务重组(附带或不附带部分债务注销)或债务人破产和此后的资产清算。然而，当一系列私人违约可能会扰乱金融系统时，公共部门经常承担私人债务，特别是大银行的债务，结果其本身也负债累累。

11. 然而，主权债务问题不受私人违约所涉法律的管辖。因此，它们需予以特定的处理，其中并非最不重要的一个原因是因为这种问题往往有重大的社会、经济和政治影响。这就产生了一个问题：在一个日益全球化的经济体中，如何以最佳方式处理主权债务重组？这一问题在本文件第四章中探讨。

二. 外债：数量和结构方面的主要趋势

A. 发展中国家和经济转型国家的外债总额

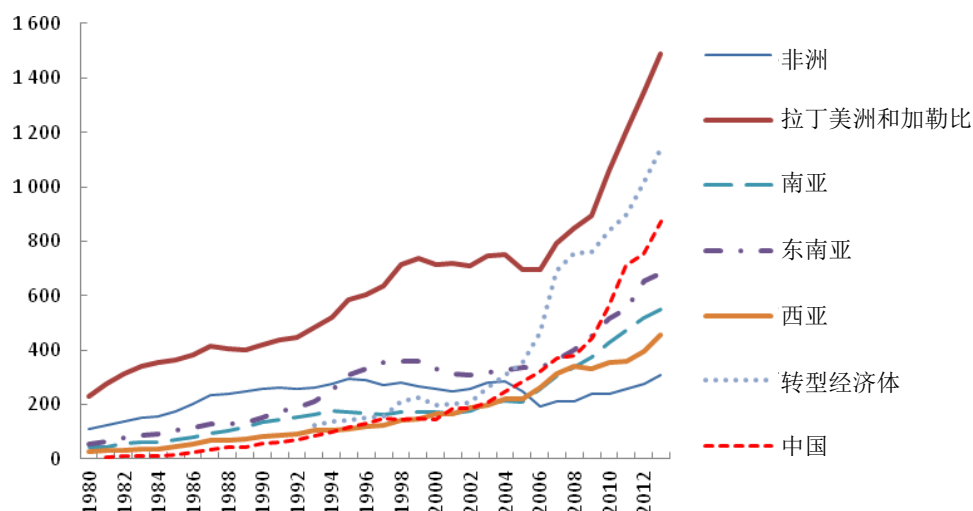
12. 按名义价值(并按照居住地标准)衡量,发展中国家和经济转型国家的外债已展现出一种长期上升的趋势。除非洲之外(那里对于私人投资者仍是一个吸引力较小的市场并极大受益于债务减免方案),其它区域截至2015年年中的外债存量与1990年代相比都有显著的增加(图 1)。然而,这并非是一个稳定的趋势。拉丁美洲和东南亚——这是两个在很大程度上融入国际金融体系的发展中区域——从1997-1998年度至2006-2007年度外债相对较为稳定。这是由于在1990年代后半期它们本身的债务危机造成的结果,危机对它们获得新的外国私人信贷产生了暂时的限制。然而,部分原因也是由于它们后来作出了努力,减少对资本流入的依赖:即避免反复出现经常帐户赤字,甚至创造重大盈余。2008年的全球金融危机再次逆转了这一趋势,一个重要原因是,在发达国家扩张性货币政策驱动下,外国资本再次大量流入。

13. 外债按国内生产总值或国民总收入中的占比衡量,从1990年代末到2008年危机为止在所有发展中区域都以不同的速度下降(图 2)。此后,这一债务占比又再次开始上升。在危机前年份,发展中国家和经济转型国家外债与国民总收入之比下降,这是由于这些国家经济增长强劲,经常伴有实际汇率上升,进一步提高了其国民总收入现值美元的价值。

14. 1993至2000年代中期,中国和南亚外债总额占国民总收入的比例稳步下降,不过其名义外债有不可忽略的上升,但这是从低值的上升。这主要是因为,这些国家经济增长非常迅速。中国从外部借款向国内借款的转变加强了这一趋势。1990年以来,其他发展中和经济转型区域外债占比方面经历了大幅波动,这是由于金融危机阻断了一浪又一浪的资本流入。

15. 外债占国民总收入的比例的最大下降发生在非洲,从1994年的110%以上平均下降到2013年的20%以下(图 2)。除了2000年代的增长加速外,这一区域从官方债务减免方案受益比任何其他区域都大。这在很大程度上说明了为什么利息支付在该区域出口份额中的比重下降,从1980年代的13%平均下降到2012-2013年的大约1%左右。在同一时期,其他区域也出现了显著下降。

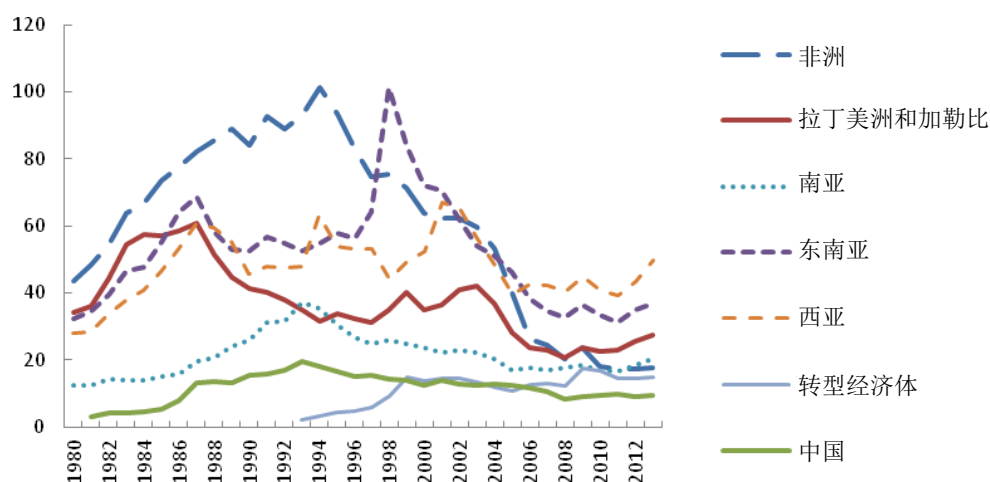
图 1
部分国家组和中国的外债，1980-2013
(十亿现值美元)



资料来源：贸发会议秘书处的计算，根据世界银行世界发展指标数据库和国家资料来源。

备注：总计数依据的是 1980 年以来有一套完整数据的国家，经济转型国家除外，因为这些国家 1993 年起才有数据可查。

图 2
外债存量在国民总收入中的占比，部分国家组和中国，1980-2013
(百分比)



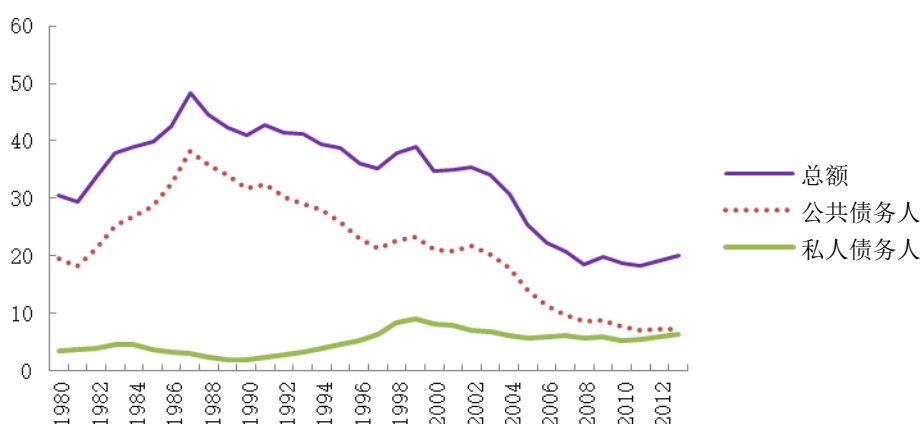
资料来源：贸发会议秘书处的计算，根据贸发会议统计司、世界银行世界发展指标数据库和国家资料来源。

备注：总计数依据的是 1980 年以来有一套完整数据的国家，经济转型国家除外，因为这些国家 1993 年起才有数据可查。

16. 虽然外债占比自 2010 年代后期以来再次上升, 不过速度缓慢, 但是历来较低到中等水平的占比, 加上 1990 年代后期以来外债利息支付总体下降, 可能会造成宏观经济强健而稳定的印象。然而, 这种观点有欠成熟。近期, 人们预期美利坚合众国的量化宽松将逐步停止, 该国利率将回归正常, 这触发了国际金融市场的多次动荡, 对新兴经济体产生了影响。³ 更一般而言, 近期国际金融市场流动性的过度增加大体上仍与长期发展融资无关, 在不断增长的国内政府债务市场中外参与越来越多, 私营部门债务以外币计值, 所有这些因素的叠加增加了发展中国家面临国际金融市场波动的风险。

B. 发展中国家外债结构方面的变化

17. 公共或私人债务人拥有的外债相对份额对债务可承受性有重要影响。⁴ 从历史上看, 公共债务占发展中国家外债的大部分。例如, 2000 年, 公共债务在所有发展中国家长期外债存量中的占比为 72%。截至 2013 年, 这一占比下降到存量总额的将近一半(图 3)。



资料来源: 贸发会议秘书处的计算, 根据贸发会议统计司、世界银行世界发展指标数据库和国家资料来源。

备注: 总计数所依据的是 1980 年以来有一套完整数据的国家, 经济转型国家除外, 因为这些国家 1993 年起才有数据可查。由于部分外债总额没有具体标明, 因此, 公共债务和私人债务相加并不一定等于总额。

18. 相反, 外部私人债务历来十分有限, 因此, 监督机构对它的注意也很少。此外, 监督机构往往受到主张自由市场的人的影响, 这些人反对政府对不断增长的私人外部负债进行干预, 理由是这些外部负债产生于有理性的行为方在私人储蓄和投资相关决策方面采取的行动, 因此, 不会导致财政困境。然而, 经验, 特别是外部私人债务高企成为公共部门债务危机的主要动因而发生的全球金融危机之后取得的经验, 对这种做法的有效性提出了质疑。因此, 政策制定者不应应对许多发展中经济体

³ 见贸发会议, 2014 年, “新兴经济体最近的混乱局面”, 第 29 号政策简报。

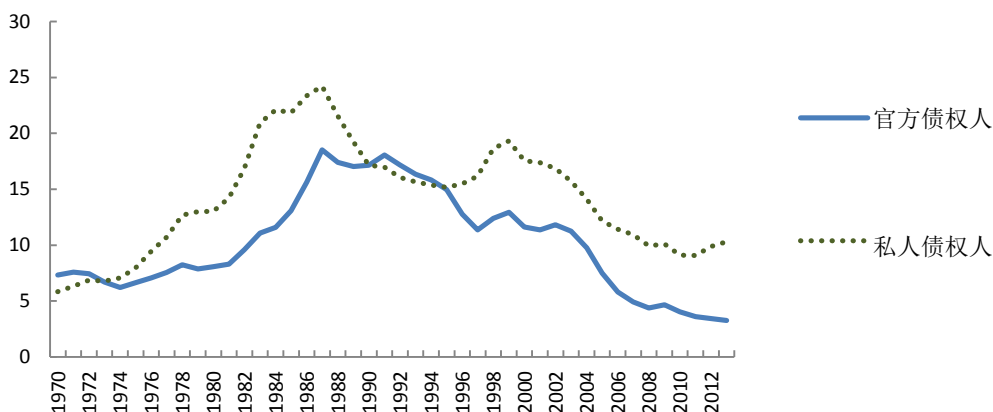
⁴ 在本文件中, 按照用于世界银行国际债务统计的分类, 公共债务包括公共担保的私人债务, 私人债务仅指非公共担保的私人债务。

公共债务总体水平较低过于自满。相反，他们应该警惕私人外债在国民总收入中的占比不断上升给金融稳定带来的重大风险（图 3）。这包括非金融公司主要为了通过离岸发行债券开展金融业务而在过去几年来举借的私人外债水平上升。⁵汇率风险和资本突然逆向流动的危险使情况更加恶化，例如，在美国利率正常化和/或初级商品价格波动之后。

19. 在债权人一方，外债结构也发生了重大演变。直到 1970 年代，有时候在随后的几十年里，大多数发展中国家的大部分长期外债的债权方是官方债权人，主要是在双边基础上。1970 年代初期，除拉丁美洲以外的所有区域的官方外债超过了欠私人债权人的外债（图 4）。最近几年，发展中国家和新兴经济体的官方债务份额保持低于外债总额的 20%。⁶

图 4

发展中国家的长期外债，按债权人类型分列，1970–2013 年
(占国民总收入的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算，根据贸发会议统计司和世界银行国际债务统计数据库。

备注：数据是指所有年终已支出额和未偿债务。

20. 1970 年代，主要由于拉丁美洲借款，发展中国家外债急剧上升，欠私人债权人的债务随之也强劲增加。这种债务，大部分采用的是银团贷款，从 1970 年占发展中国家国民总收入的 5% 上升到 1980 年的 12%。1979 年，沃尔克冲击和拉丁美洲债务危机之后，债务的很大份额转到了公共部门。同样，1997 年亚洲金融危机发生前，该区域发生的很大一部分债务采用的形式是银行向私人借款者提供的贷款，危机发生后，这种贷款实际上被国有化。最终，拉丁美洲债务危机中的“私人债务转公共债务”被替换为布雷迪债券。大多数涉及布雷迪债券的重组包括将银行贷款交换为同等面值的债券（但附有固定的和低于市场利率）或较低面值的债券。因此，

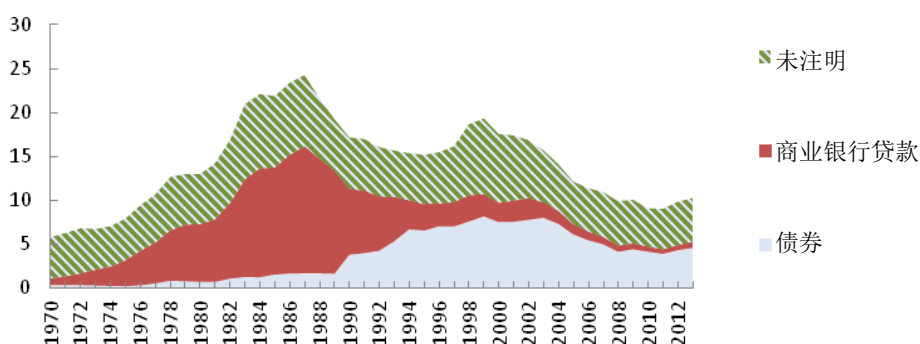
⁵ See S Avdjiev, M Chui and HS Shin, 2014, Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows, *Bank for International Settlements Quarterly Review*, 4:67–77.

⁶ Y Akyüz, 2014 年，“新兴经济体和发展中经济体的融资国际化和脆弱性变动”，贸发会议第 217 号讨论文件。

该计划开启了一个金融非中介化进程，即，通过债券更直接地从资本市场借款而不是从商业银行借款。此后，这一趋势加快(图 5)。

图 5

发展中国家欠私人债权人的长期外债，按债务类型分列，1970–2013 年
(占国民总收入的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算，根据贸发会议统计司和世界银行国际债务统计数据库。

备注：数据是指所有年终已支出债务和未偿债务。

21. 外债币种严重影响到债务可承受性，这主要是因为相关的汇率风险：由于这一风险，本国货币的贬值会增加外币债务的实际价值。相反，本币债务可减少由于债务与资产和收入之间的货币不匹配所产生的风险。此外，本币债务如果出现紧急情况，国家中央银行还可以进行干预。

22. 因此，越来越多的发展中经济体已转向本币计值的债务。然而，外币计值债务的缺点仍是一个相关的问题，因为发展中国家外债总额的很大比例仍是银行贷款和官方债务，因此是用外币计值的。这种情况尤其在较穷的发展中国家发生，这些国家的国内债务市场较小，对官方贷款和低信贷评级的依赖严重；但也在一些较大的中等收入发展中国家和经济转型国家中发生。例如，2013 年，阿根廷以外币计值的外债占 95%；土耳其 93%；印度 80%；俄罗斯联邦 74%；大韩民国 70%；墨西哥 64%。

23. 最后，一旦发生违约，发行债务时的管辖区也有关系，因为它规定了最终裁决债务合同因而也裁决债务重组程序的法院和法律。一项研究指出，近年来，几乎 50% 的主权违约涉及国外法律纠纷(1980 年代为 5%)，而且，75% 的这类诉讼涉及不良债务基金，也称为秃鹫基金。⁷

⁷ J Schumacher, C Trebesch and H Enderlein, 2014, 《主权违约诉讼》(Sovereign defaults in court), 社会科学网, 见: <http://ssrn.com/abstract=2189997> (2015 年 8 月 5 日登录所见)。

三、 外债危机和债务解决方案

A. 外债危机：主要特点

24. 虽然发展中国家债务危机的结构性原因各不相同,但近期危机与以下因素密切相关:金融市场的迅速自由化、这些市场的内在不稳定及其在过去几十年来形成的全球金融周期。⁸一般而言,债务危机在金融周期的特定关头发生。这些危机是在大量债务人(或一些较大债务人)不再能够偿还在扩张期累积的债务。因此,风险认知从过度自信转变为极度不安,导致流动性短缺,资产价格大跌和经济衰退。最终的资产清算进一步压低了资产价格,特别是在繁荣时期作为投机主要对象和债务担保品的资产价格。这不仅造成债台高筑的代理破产,而且也会殃及比较谨慎行事、在正常时期会有偿债能力的代理。一旦发生债务危机,必定先有一个可能较长的金融整合过程,而后经济才会开始复苏,贷款也会重新开始,最终走出危机。

25. 第二章讨论的是,外债特殊性有增加与金融周期相关的弱点的倾向。在当今许多发展中经济体,它们对国际金融市场开放程度的提高是外债累积,同时面临宏观经济高度不稳定风险的主要动因。从理论上讲,开放资本流动可产生反周期效应:它使发展中国家在经济衰退期可以借款并在扩展期偿还。然而,这要求资本流动被动地回应发展中国家的需求并有效使用这些资金用于反周期目的。在现实中,发达经济体的推动因素,例如这些国家的货币政策、风险认知和银行的杠杆周期,往往是驱动力量。实际上,1970年代中期以来,所有资本流向发展中国家的大潮都是由旨在减轻主要发达国家经济衰退的扩张性货币政策推动的。⁹由于自身市场对信贷的需求有限和利率低,发达国家金融机构为寻求更高收益,将部分信贷转向发展中经济体或新兴经济体。这些流量经常超过大多数发展中国家可有效利用的数额。

26. 因此,进入较小经济体的资本流入量非常高,这往往造成国内信贷热潮、资产价格强势上涨和货币升值。这种资本流入也有助于大量进口消费品和服务,导致经常帐户赤字和负债,特别是在私营部门。当发达国家经济状况和风险认知改变或负债的发展中国家还款困难,资本流动可突然逆转并触发外债危机。货币急剧贬值增加了外债以本国货币计算的价值,导致那些收入主要以本国货币计值、其外部债务与资产资不抵债的代理商破产。对经济体实体部门和金融部门产生影响的普遍破产通常促使公共部门采取遏制危机的干预措施,包括通过救助、紧急筹资和反周期措施。因此,外债危机也往往是财政危机,即使政府在繁荣时期未广泛参与对外借款。

27. 私人外债违约并不构成一个特殊问题。只要债务不对整个经济体产生系统性影响,管理私人违约仅需在发行债务时的管辖区适用商业法。相反,主权外债问题有独特特点,即在违约情况下,需作出特定安排加以管理。下面 B 小节讨论主权债务和违约提出的系统性问题及其构成的法律和经济挑战。

⁸ 见贸发会议,2014年; Y Akyüz,2012年,《资本向发展中国家流动的盛况:会再次由盛转衰吗?Ekonomi-tek, 1(1): 63-96.

⁹ Akyüz,2012。

B. 现有主权债务重组系统：主要特点和限制

28. 鉴于金融化全球经济相当容易遇上社会、政治和经济等方面代价高昂的债务危机，国家和国际政策制定者需要适当工具，以上述那种代价最小化的方式处理危机。原则上，债务解决机制应有助于防止国家难以履行对外义务时发生金融或债务危机。这些机制应预防市场信心的突然崩溃，这种崩溃对债务国经济体有潜在的灾难性长期后果。同时，这种机制应着眼于在债务人和债权人之间公平分配债务重组负担。最后，它们应尊重国家主权和维护国内政策空间，以使债务国经济能够增长，债务可承受性好转，并能设计与实施自己的发展战略。

29. 当前主权债务重组系统高度碎片化，基于一系列临时性安排，不同种类的对外主权债务有不同的程序。

30. 1950 年代成立的巴黎俱乐部为重组成员国的官方双边债务提供主要谈判论坛。谈判涉及中长期债务，包括超过一年期的出口信贷。多年来，巴黎俱乐部未将债务可承受性视为一个关切问题，并将债务减免排除在议程之外。1980 年代后期，这种情况发生了变化，此时，它开始考虑对穷国欠官方债权人的债务作特别处理。此后，向穷国提供的条件(多伦多条款、伦敦条款、那不勒斯条款和科隆条款)经历了一些变化，2003 年最终形成埃维昂条款，该条款还对债务可承受性指标提出了明确的考虑因素(参见 <http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/rechelonnement>)。

31. 多边机构在主权债务方案中继续发挥关键作用，尽管多边债务一般都从债务重组或减免中免除。基金组织、世界银行和多边发展银行的参与通常是，在自愿私人融资终止或不再能得到时，提供特别资金援助。因此，这些机构都受益于成为首选的债权人。它们的资助经常以严格而全面的政策要求为条件，这些要求最初旨在确保各国能够纠正不平衡状况和偿还贷款。因此，确保与这些机构(特别是基金组织)达成一个信贷协议通常是与其他债权人谈判债务重组或减免的一个前提条件。

32. 多边债务免于重组规则的主要例外是穷国所欠的债务，主要是通过 1996 年推出并在 1999 年得到加强的《重债穷国倡议》。最初倡议旨在为最贫穷国家提供从不断的重定偿债期限进程中退出的机制。2005 年 6 月，为补充重债穷国倡议下的多边债务减免，八国集团提出了多边债务减免倡议。这项倡议对欠基金组织、世界银行和非洲开发银行以及国际开发协会和非洲发展基金的债务提供 100% 的减免。

33. 因此，与官方债权人的总体债务重组遵循了一个预定程序，几乎没有谈判余地。这与欠私人债权人的主权债务(这包括银行贷款和国外债券)的处理方式有很大差别。银行贷款接受在伦敦俱乐部进行的谈判，该俱乐部是 1976 年设立的国际商业银行的一个非正式团体。当主权债务人请求债务重组，一个银行咨询委员会经由伦敦俱乐部程序创建起来，由牵头银行主持，其主要任务是协调债权人的谈判立场。由于伦敦俱乐部不制定具有约束力的决议或规定表决程序，协议有时需要漫长谈判，免费搭车成为反复遇到的问题。谈判进程在私法范式内容许相当大的灵活性，但它与关于官方双边和多边债务的谈判一直保持着某些联系。例如，与基金组织达成一项信贷协议是一国政府寻求与伦敦俱乐部重组债务的一个事实上的要求；同样，避免

拖欠对私人银行的付款，是与基金组织签署协议的一个通常条件。关于巴黎俱乐部的协议，通常要求商业银行提供与官方债权人所提供的待遇相类似的待遇(即债务减免)。

34. 过去二十年从银团贷款向外部债券的重大转变极大增加了债务重组的复杂性。具有不同利益的数千债券持有人可能面临不同的规章约束，债券系列可能在不同司法管辖区发行。通常情况下，在债务国最终建议将债券调换为较低面值、较长偿还期和/或较低利率前，与不同组别的债券持有人先进行非正式谈判。债券的其他基本特点也可改变；新债券可用另一种货币计值，可能受另一个司法管辖区管辖，可能纳入新条款，例如集体行动条款。债券持有人然后投票赞成或反对接受调换。如果原始债券包括集体行动条款，特定多数可使表决对所有债券持有人具有约束力。如果这种条款未列入或者未达到所需多数，未接受调换的债权人(坚不合作债券持有人或拒不合作者)可能会寻求更好的条件或甚至通过诉讼要求全额偿付。越来越多地，传统债券持有人正被专业投资者(包括秃鹫基金)替换，它们对达成解决方案不感兴趣，而是寻求通过诉讼获得全额支付。

35. 主权债务的这种分化的重组系统有很多风险和局限，以下各小节详细论述。

1. 太少，太迟

36. 在现有系统下，似乎债务国政府和债权人都没有动力去承认过度举债的情况并及早采取全面行动。¹⁰对债务国政府而言，一个主要遏制因素是，宣布暂停还债会触发一场经济危机，从而将产生自我应验的效应。此外，过早违约可能会被债权人视为旨在减少偿债的一种策略性和可以避免的违约。政府可能希望避免由此造成信誉上的代价，因为这将导致获得信贷的可能性减少。与纯粹的流动性危机相较而言，债权人也有兴趣拖延对偿付能力危机的明确承认，因为，在出现偿付能力问题的情况下，没有债权人可望全额收回贷款(在某种程度上，享有优先债权人地位的多边机构除外)。因此，私人贷款人倾向于一开始就尽量缩小债务问题的影响范围，这一立场经常得到基金组织和其他官方债权人的认同。因而，为弥补流动性短缺而提供的紧急支助经常用于偿还不愿意续延贷款的私人债权人，而不是用于振兴经济。¹¹

2. 非对称和顺周期解决程序

37. 负债国与私营公司不同，不可能宣布其破产。因此，归根结底，债务解决进程需侧重于债务国经济体尽快复苏的能力并在这一过程中最大程度地减少社会、政治和经济调整代价。这就要求有一个支持性国际框架，这一框架为一国实行逆周期政策提供必要的政策空间，使债务国经济可在投资、产出和出口增长(而不是进口紧

¹⁰ LC Buchheit, A Gelpern, M Gulati, U Panizza, B Weder di Mauro and J Zettelmeyer, 2013, *Revisiting sovereign bankruptcy – Committee on International Economic Policy and Reform* (Brookings Institution, Washington, D.C.).

¹¹ 为避免对例外筹资的这种低效率使用，基金组织的《协定条款》包括如下规则：“成员不得使用基金组织的一般资源，用于满足资本的大量或持续流出”(第六条)。1980年代以来，在管理主权债务危机方面，这条规则一再被忽视。

缩)的整个过程中恢复其偿债能力, 政府债务可通过增加公共收入而不是减少开支的途径减少。

38. 目前的国际金融和货币体系在这方面是有欠缺的, 其特点是紧缩性偏向。因此, 基金组织备用协议下的标准信贷通常包括财政和货币紧缩措施。基金组织后来的方案除传统的宏观经济调整外, 还提出了结构性改革, 作为一种新形式的条件, 但从其各种表现形式来看, 这些方案仍然重在严格的、相互矛盾的措施。可以说, 这些条件对于通过增长提高债务可承受性而言未起到多少或任何作用, 而且大多数起到了反作用。基金组织逐渐注意到其政策条件在危机情况下存在的错误, 强调指出衰退期间的财政紧缩的代价比以前想象的高, 因为财政乘数更大, 公共和私人需求之间此消彼长的假设是有问题的, 公共开支削减不会自动由私人需求的增长所抵消。¹² 基金组织也承认, 它在提供信贷支持方面的严格条件和繁琐过程, 并不适于防止或解决资本账户波动触发的外债危机。然而, 迄今为止, 它的新信贷额度尚未使用很多, 而且并不解决最脆弱国家的处境, 包括遭受外债危机打击的国家的处境问题。¹³

3. 非合作债权人诉讼的增加

39. 债权人权利的广为提倡和外部债务市场上债券融资的迅速崛起, 便利了由非合作债券持有人包括秃鹫基金经营的高度投机性基金的出现。他们的战略是, 以很大折扣购买违约债券, 然后积极起诉有关政府, 要求以面值加利息、欠款和诉讼费偿还其债务, 获利在 200% 和 3000% 之间。在多方努力减债争取减少重债穷国外债负担的情况下, 坚持提起诉讼特别具有破坏性。¹⁴ 实际上, 这种诉讼极大侵蚀了为减少这些国家的贫困和促进经济发展所作的债务减免产生的(有限)财政空间。1999 年以来, 这种债权人至少对 18 个重债穷国威胁或确实提出了法律诉讼, (据估算) 提起了 50 多起诉讼。大多数法院的一般趋势是作出有利于坚持不撤的诉讼人的裁决。最近的一个突出案例是, 阿根廷共和国诉纳瓦拉矿业资本有限公司(NML Capital, Ltd.)案。具体而言, 审判法官将同权(平等对待所有债券持有人)条款解释为要求阿根廷向所有债权人作出按比例支付。因此, 不再允许阿根廷在未同时全额偿还纳瓦拉矿业资本公司的债务的情况下偿还重组债务。该判决还禁止任何金融中介机构与阿根廷合作支付交易所债券持有人, 除非它们接获通知说, 不同意重组者收到了按比例支付的债款。这种判决使未来债务重组比现在更加困难, 因为它们鼓励债权人不同意债务重组协议, 使他们能够运用更大的影响力, 争取全额偿还。此外, 同意债务重组的人不再能肯定他们会得到偿付。而且, 许多这种判决公然无视债务人的主权、第三方利益和这种判决对债务国经济可能产生的广泛的社会经济影响。

¹² IMF, 2012, *World Economic Outlook* (Washington, D.C.).

¹³ 哥伦比亚、墨西哥和波兰申请了基金组织的灵活信贷额度, 前南斯拉夫的马其顿共和国和摩洛哥申请了预防和流动性额度。

¹⁴ 参见: 关于国家的外债和其他有关国际金融义务对充分享有所有人权, 尤其是经济、社会、文化权利的影响问题独立专家的 2010 年报告(A/HRC/14/21)。

4. 或有负债在主权债务重组中的作用

40. 最后，另一个最近的和日益增长的关切领域值得一提，即主权国家的或有负债及其在债务重组进程中的处理问题。主权或有负债主要指的是第三方债务担保。这种负债几乎顾名思义就知道是不列入公共资产负债表的，这正是因为这种债务构成的负债取决于原债务人的偿债能力。同时，这种做法将主权国家的官方债务比压得很低，从而有利于继续获得未来借款。初步证据表明，全球金融危机以来，主权或有负债呈几何级数增长，但主要在西欧。¹⁵目前尚不清楚如何将这些不断增长的或有负债纳入主权债务重组。

四. 债务解决方案的替代机制

41. 对于缺乏一个处理外部主权债务的解决机制的关切并非现在才有(例见：《1986年贸易和发展报告》第六章附件、《1998年贸易和发展报告》第四章和《2008年贸易和发展报告》第六章)。全球金融危机以来，人们再次日益认识到促进主权债务重组的必要性。目前，处理主权债务重组机制的方法大致可分为三种类型：即，基于市场、着重改善基于合同法的已有机制并首先注重私人持有的主权债务的方法；主张运用软法律国际原则的半体制方法；以及争取制定一项全面的多边条约具体规定有国际约束力的机制的法定方法。

42. 这些建议在若干主要方面有差别，例如，哪些类型债务包括在内？主权债务重组机制需要何种程度的协调和集中？这些重组机制应有何种程度的参与度和透明度？在未达成自愿协议的情况下，这种机制是否应包括判决？各种债务重组结果应有何种程度的一致性？

A. 合同方法或基于市场的方法

43. 便利主权债务重组的一些重要建议，通过澄清和加强其法律基础，特别是通过改善集体行动条款，力求维护基于市场的现有方法的完整性。其他建议包括付款条款和澄清债务合同中的同权条款。或然支付主要涉及的不是主权债务重组机制本身，而是引入了这样的规定，即：主权债务人的未来付款应取决于明显可见的经济状况，例如通过使用内生产总值(GDP)指数债券或设有可转换条件的债券。

44. 基于市场方法的最主要优势是，债务重组仍是自愿的，至少有可能是彼此都同意的，此外还允许渐进式改革，因为这种合同方法建议如广泛实施，则可能有助于增强债务可承受性，减少结果的不确定性，为更为深远的改革铺平道路。

45. 然而，集体行动条款也有一些重大局限性。传统的单系列集体行动条款规定需要每期债券的持有人的特定多数表示同意，这种条款很容易被不同意重组的债权人通过收买足以阻碍的少数而无效。组合集体行动条款规定需要有双重特定多数——

¹⁵ 参见：LC Buchheit and GM Gulati, 2013, The gathering storm: Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring, Social Science Research Network, 可在以下网址参阅：
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669 (accessed 5 August 2015).

每期债券的持有人的特定多数和所涉全部各期债券的持有人的特定多数——这可降低但不能消除这种行为的风险。然而，即使最好的不规定逐期进行表决的“单肢”(一次性)集体行动条款，也不能保证拒不合作的持有人不会找到阻止所需同意的办法。最后，即使第三代一次性集体行动条款在结构上仍有缺陷。

46. 此外，集体行动条款仅适用于债券债务，对于有大量未偿多边、双边或银行债务的债务国没有多少帮助。此外还有一个长期令人关切的问题是：免费搭车者有可能利用不同类别的债权人之间缺乏协调的问题。集体行动条款还对主权债务问题采用了狭隘的处理方法。这种条款并不防止危机，也不为解决危机提供必要的工具。最后，集体行动条款并不能保障谈判结果与一种立足恢复增长的可持续解决办法相一致——谈判结果将取决于当事方各自的谈判力量。

B. 半体制方法和国际公认的原则

47. 半体制方法旨在找到一种国际上可接受的解决主权债务重组机制问题的方案，从而争取使这种机制的协调程度、可能还有集中程度，比合同方法或基于市场的方法更高。与法定方法不同的是，它侧重于国际公法所载的软性法律原则或准则。在关于外债可承受性和发展问题的决议中，大会多次要求，在债权人和债务人的广泛参与下，考虑以这种强化的方法处理基于现有框架和原则的主权债务重组机制。¹⁶ 这种原则的一个实例是贸发会议的“主权债务解决：展望未来-路线图和指南”(可在以下网址参阅：http://unctad.org/en/publicationslibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf)。

48. 更一般而言，正在讨论的核心原则包括主权、合法性(全面性、包容性、可预测性和自主性)、不偏倚性(无偏见)、透明(体制透明度和关于债务人和债权人立场的数据透明度、拟议重组所依据的预测和使用的指标)、诚意(公平、诚实和可信度)和可承受性(即主权债务能够偿还而不严重损害国家的社会和经济发展的，则属可承受的；如果不能如此偿还，则需重组)。

49. 这种做法的倡导者提出了一系列建议，促使债务重组的这种一般性原则制度化。这些建议包括，例如，为重组谈判创建一个独立监督机构，例如一个主权债务论坛(一个私人组织)或通过多边进程批准的债务解决研究所(后一项建议见第 47 段提及的贸发会议路线图)。促进对主权债务重组机制适用一般性或软性法律原则的另一条途径是国内立法，例如大不列颠及北爱尔兰联合王国 2010 年《(发展中国家)债务减免法》，该法回应了由于非合作债券持有人诉讼所产生的问题。同样，2015 年 6 月，比利时联邦议会通过了一项关于打击秃鹫基金活动的法律，旨在限制这种基金的有害投机(可在以下网址参阅：www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057)。

50. 总体而言，基于软性法律但以国际公法为根基的半体制方法具有大多数情况下都是利用现有的谈判和重组机制的长处。如果能吸引到足够的当事方，这种做法将来可以扩大规模。然而，合同方法有一个主要局限，即这些原则不具有约束力，而

¹⁶ 见大会第 64/191、65/144、66/189、67/198 和 68/304 号决议。

且也不保证有数量足够的当事方愿意对这些原则作出更长期的承诺。半体制方法也同样如此，虽然在程度上较小。这一问题只能通过一种成熟的多边和法定方法解决。

C. 法定方法

51. 2014年9月，大会第68/304号决议决定拟订并通过一个“主权债务重组进程多边法律框架”。这是朝着通过一个多边进程采用国际正式和法定方法制定有约束力的条例方向迈出的第一步。这种当然是极其深远又极具挑战性的方法。

52. 多边债务解决程序的倡导者经常提请人们注意：具有强有力的作为健全的市场经济组成部分的国家破产法与缺乏任何对等的处理主权债务重组问题的法律，这两者之间很不匹配。鉴于主权行为方在经济、法律和政治结果方面的独特作用，任何此类程序都应达到两个目标。第一，它应有助于防止面临偿还外债困难的国家出现金融崩溃，这经常导致市场信心丧失、货币崩溃和利率剧升。所有这些都对公共和私人资产负债表造成严重损害，并导致产出和就业方面的很大损失以及贫困的大幅增加。第二，它应提供机制，便利不再能够按照原合同偿债的债务的公平重组。实现这些目标意味着实行如下几个简单步骤：

(a) 允许暂时冻结，不论债务为公共债务还是私人债务，也不论偿债困难是由于偿付能力还是流动性问题。为避免利益冲突，冻结应由负债国单边决定并由一个独立的小组批准。批准时应规定自动延缓债权方诉讼。

(b) 冻结的同时实行汇率控制，包括暂停居民和非居民持有的外币存款和其他资产的兑换。

(c) 提供债务人持有资产融资，对实行冻结后举借的债务自动给予优先地位。基金组织应为欠款国家提供贷款，为至关紧要的经常账户交易提供资金。

(d) 确保债务重组(包括结转和注销)立足于债务方和债权方之间的谈判，并且，通过在债务合同中引入自动结转和集体行动条款为债务重组提供便利。

53. 目前有两项主要建议，主张采用正式的、可实现这些目标的法定方法。第一项建议设想，以某种形式，在基金组织的主持下，制定一个主权债务重组专项基金。这将需要修改基金组织的《协定条款》。第二项建议强调必需建立一个更加永久和更不偏倚的国际机构，它本身并不涉入主权贷款。基金组织还赞成设立一个独立的法庭，设在现有的法院内，例如常设仲裁法院或国际法院，或者作为新成立机构。无论如何，任何常设机构都需要通过一项多边条约(或对项目现有条约作出有关修改)设立。

54. 主张以法定方法进行主权债务重组的所有建议，有一些共同的基本特点，即债务重组案中的法律决策将依照事先商定的作为国际债务解决机制一部分的一套国际法律进行；任何主权债务重组机制或法庭的核心目的是提供透明、可预测、公平、有效的债务解决办法；其决定对各方都有约束力并有普遍强制执行力。

55. 制定一种债务重组法定解决办法是一个从条约谈判直至最终批准极具挑战性且漫长的过程。法定方法要做到有效，需要有足够数量的未来成员和签署国同意这

种方法所依据的多边条约。尤其是，这种方法需要由那些在其管辖下目前发行最多外债的经济体批准。这注定是很困难的，而且也可能会对一个国际法庭或基金组织的专项基金的权力产生合理关切。

56. 一个多边法定方法的主要优点是，这样一个方法如果制定成功，将倡导一套体现长期目标和原则的法规和惯例，例如，可持续发展、公平和公正的结果和过程的透明等。鉴于许多现有债务重组机制都突出具有根深蒂固的问责、偏袒、缺乏合法性以及各自为政的问题，提供一个稳定和明确的主权债务重组体制框架可以防止不稳定预期的自我应验，并使结果在债务解决案件中更可预测和具有一致性，从而可推动债务更有效的解决。

五. 结论

57. 反复出现的外债危机很可能仍是全球金融治理的一项重大挑战。本文件已指出，促使这种债务日益增大的一个主要动因是，在流动性的全球快速和过度扩张的背景下，金融资本流入迅速上升。此外，在发展中国家外债结构和成分又发生大幅变化的同时，往往是十分复杂而不透明的金融和债务工具随之增长，使这些国家的债务具体说由于私人金融市场而更为一般地说由于当前全球经济的变化无常而恶化。即使对于较大的和较发达的发展中经济体而言，目前也不清楚这些国家在多大程度上已准备好面对由以下多种因素造成的多重挑战：其外债面临的市场风险大幅上升；债务重组机制系统各自为政和临时应付；总体经济和体制环境使宏观经济调整过程形成衰退偏向。

58. 因此，国际金融市场造成了挥之不去的弱点和挑战，因而更加需要确保人们认真对待加强债务重组机制的辩论。正如本文件所述，对这一问题采用种种不同方法，反映了对一个经济体的运作和需要存在着千差万别的理解，这种差异还可能不易调和。因此，对该领域的变革采用渐进方法，从最低限度的建议着手，逐步转向影响更为深远的建议，可能不失为谨慎之举。似乎很清楚的是，尽管在建立政治共识方面有明显困难，但为切实有效和高效率地进行主权债务重组而制定一个全面、可预测、公平、一以贯之的框架是必不可少的。长期而言，这样一个框架既有利于主权债务人也有利于债权人，唯独一心投机诉讼的人属于例外。