



贸易和发展理事会

发展筹资问题政府间专家组

第二届会议

2018年11月7日至9日，日内瓦

临时议程项目3

发展筹资：债务和债务可持续性以及相互关联的系统性问题

贸发会议秘书处的说明*

内容提要

本说明概述了发展中国家债务指标的近期演进，并分析了在国际经济中相互关联的系统性问题，例如债务驱动的全球增长动态和持续的国际金融一体化背景下，债务可持续性面对的主要挑战。此外，它还讨论了减轻发展中经济体在国际和国家层面日益加深的债务脆弱性的一系列政策选择。这些选择包括预防和解决债务危机，因为目前的债务负担已经变得不可持续。讨论强调需要就全球和国家层面的政策反应采取整体方法，并在结构转型的不同阶段对发展中国家采取差别化方针。

* 由于处理延误，本文件于上述日期提交。



一. 导言

1. 发展筹资问题政府间专家组在 2017 年 11 月 8 日至 10 日于瑞士日内瓦举行的第一届会议上，决定 2018 年 11 月 7 日至 9 日在日内瓦举行的第二届会议的专题应是“债务和债务可持续性以及相互关联的系统性问题”。政府间专家组第二届会议商定的指导性议题如下：¹

(a) 如何缓解发展中国家当前的债务脆弱性问题，并防止发展中国家主权债务危机和金融危机？

(b) 今后如何成功地利用国内外主权债务融资来促进可持续发展？

(c) 需要在国际层面进行哪些体制、政策和监管变革，才能确保全球经济治理结构更好地支持借款人和放款人利用负责任的债务融资来促进可持续性发展？

(d) 如何改进现有的框架和工具，确保以有效、公平和透明的方式解决主权债务危机？

2. 本次讨论的主题与《亚的斯亚贝巴行动议程》二.E 和二.F 相对应。该议程的行动领域二.E 认识到需要“通过促进债务融资、减免、债务和重组的协调政策和健全的债务管理”，帮助发展中国家实现长期的债务可持续性(第 94 段)。它呼吁加强分析工具，评估发展中国家的债务可持续性，并强调需要促进公共数据的可得性和提高债务管理能力，以确保充分管理风险(第 95 和 96 段)，此外，应加强债权人与债务人之间的合作，以防止债务危机，并在危机出现后有效地加以应对(第 97-100 段)。重点是放在以不同货币计值的债务合同和融资工具不断增长的复杂性(第 100 和 101 段)，以及因自然灾害频发，环境脆弱的发展中国家面临的债务可持续性方面的特别挑战(第 102 段)。该议程的行动领域二.F 回顾了发展筹资问题国际会议《蒙特雷共识》(2002 年)对改进全球经济治理的强调，认识到有必要加强国际金融监管，缓解金融和大宗商品价格波动(第 104、105、107、109 和 110 段)。此外，它还承诺“扩大和加强发展中国家在国际经济决策和制定规范以及全球经济治理中的发言权和参与度”(第 106 段)。

3. 本说明概述了全球发展中国家债务指数进来演进的主要趋势，总结了在国际和国家层面的关键挑战和政策选择。

二. 发展中国家日益加深的债务脆弱性

A. 债务驱动的全球增长和不断加剧的金融脆弱性

4. 全球金融危机爆发十年后，全球债务水平继续创下历史新高(见图)。国际金融研究所估计，截至 2018 年 3 月底，债务总存量达到 247.2 万亿美元，比上一年增长 25 万亿美元，而在 2007-2008 年金融危机爆发时为 168 万亿美元。² 贸发

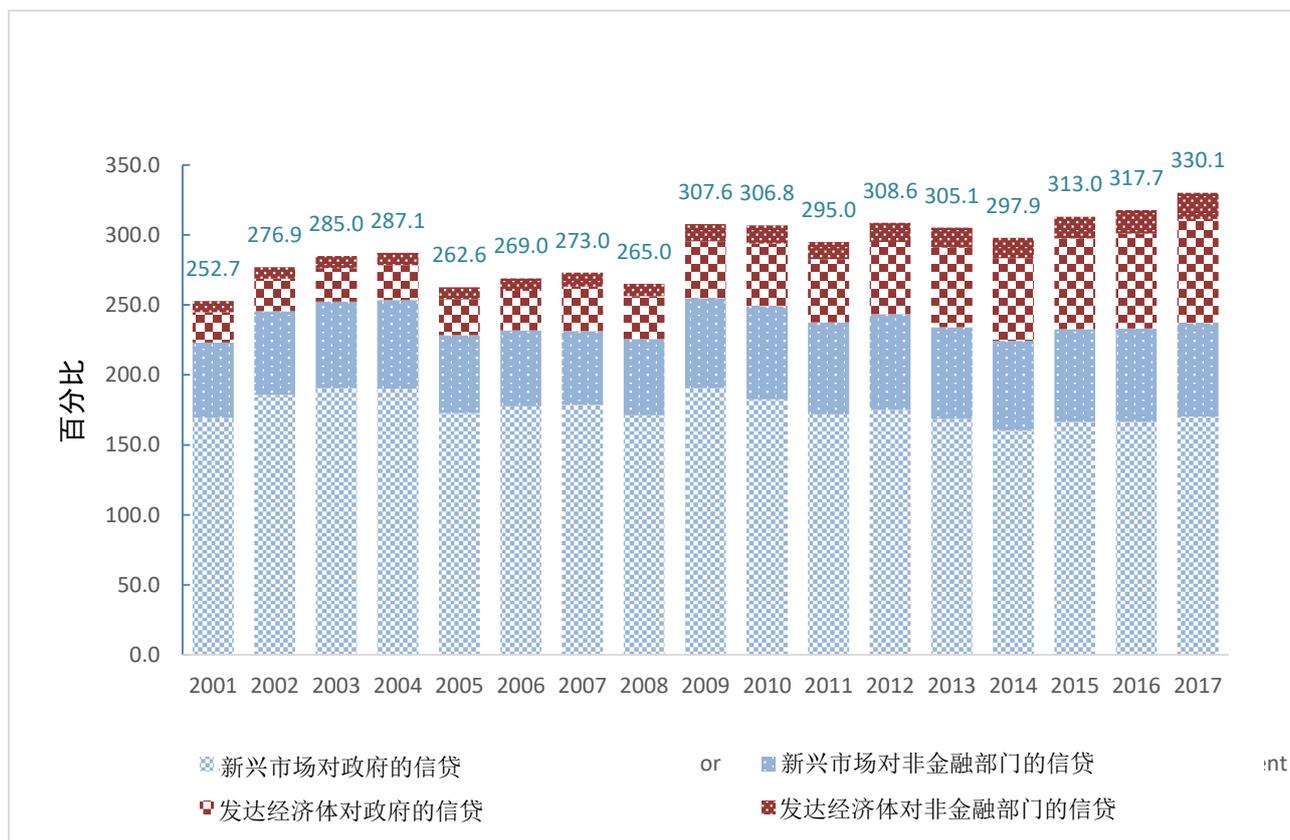
¹ TD/B/EFD/1/3, 附件一。

² 国际金融研究所，2018 年，全球债务监测数据库，7 月；彭博新闻社，2018 年，全球债务在第一季度突破 247 万亿美元，国际金融研究所称，7 月 10 日。该研究所的全球债务存量估计数字来自 72 个国家的家庭、非金融部门、公司财务和公共部门债务。

会议估计，2008 年全球债务与世界国内生产总值之比提高了三分之一强，全球债务存量达全球国内生产总值的三倍以上。尽管遭受金融危机的巨大冲击，微弱的全球经济复苏仍然高度依赖债务，反映了全球增长势头持续存在的系统性脆弱。复苏的负担转嫁给主要经济体中央银行极其宽松的货币政策，在此政策背景下，全球经济增长一直严重依赖宽松的融资条件和对资产价值升值的短期预期。

2001-2017 年全球债务构成

(按世界国内生产总值百分比计)



资料来源：贸发会议秘书处根据国际清算银行的统计数字、作为所有部门对非金融部门的信贷计算的全球债务，以及按市场价值对政府的信贷得出的计算结果。

注：发达经济体：澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。新兴市场经济体：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、香港(中国)、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、大韩民国、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯联邦、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。

5. 虽然大多数发达经济体的核心银行部门都合并了它们的头寸，并在很大程度上去杠杆化，但监管漏洞便利了“躲在阴影中”不受监管的金融信贷违约掉期(保险)市场的再度出现，显著增加了在潜在市场崩溃的情况下级联式金融脆弱性的危险³。一般地来说，十年前导致金融崩溃的金融化趋势继续风行，其特点是，金融部门的利润率明显高于实体部门，越来越多地依赖非金融公司从事金融

³ M Greenberger, 2018, Too big to fail U.S. [United States] banks' regulatory alchemy: Converting an obscure agency footnote into an "At Will" nullification of Dodd-Frank's regulation of the multi-trillion dollar financial swaps market. Institute for New Economic Thinking Working Paper No. 74.

活动以获取收入流，短期投资策略的流行(包括兼并和股份回购)，消费行为依赖于资产泡沫以及贷款唾手可得等等。人们的另外一个忧虑是，在领先的非金融行业(尤其是高科技行业)普遍看到市场的集中化程度大幅度提高。⁴ 这些趋势交织在一起，不仅加深了金融脆弱性，而且给总的需求、收入、就业和经济增长带来持续的下行压力，因此迟滞了全球增长。

6. 大量廉价信贷有利于蓬勃发展的跨境私人资本流动。这种繁荣未能支持 1990 年代的全球资本形成，而且其波动性和顺周期性——廉价信贷在景气时的流入和一旦发现可能的逆境兆头突然大量流出——是发展中国家的金融和货币危机的根本原因所在，1997 年的亚洲金融危机即是如此。后危机时期仍没有看到在为长期的生产性投资和发展目的改进私人资本流动的管理方面有任何长进。不仅是当今的私人跨境资本流动至少仍如 1990 年代那般动荡不定，它们还显示了更大的规模乃至更明显的逆转。⁵ 这样的逆转——戛然而止——越来越多地受到外部因素和全球因素的驱使，⁶ 如全球流动性和风险的变化，金融条件紧缩和美元升值，而不是与国内因素相关联。一个重要影响是，发展中国家的债务可持续性，平均而言，受制于私人资本的逆向流动，无论各国政府是否促进强劲的经济基本面，如相对较低的公共债务、低预算赤字，低通货膨胀率和高外汇储备。

7. 与此同时，导致不断膨胀的债务负担和潜在债务危机的部门动态发生了变化。十年前，美利坚合众国不可持续的家庭债务和金融机构的过度放贷引发了灾难。尽管债务推动的家庭消费在美国再次攀升，⁷ 但由于对全球金融危机之前累积的债务负担的去杠杆化不充分，人们已经不再谈论债务的再度扩张。关注的焦点已经转移到发达国家和较大的新兴经济体中非金融公司债务的快速增长，企业债券市场和非银行中介商发挥着越来越重要的作用。根据标准普尔全球公司的数据，在过去十年的大部分时间里，公司非金融债务的增长速度超过了名义国内生产总值。在全球范围内，超过三分之一的非金融公司现在具有高杠杆率，其杠杆(负债)比率为 5 及以上，而 2007 年仅为 5%，而非投资级企业债券自 2008 年以来翻了两番。⁸ 亚洲和拉丁美洲较大的新兴经济体的企业债券市场增长尤为迅速，尽管利率相对较低，但大约有 20%至 25%的企业债券面临违约风险。⁹

⁴ F Diez, D Leigh and S Tambunlertchai, 2018, Global market power and its macroeconomic implications, International Monetary Fund Working Paper No.18/137; UNCTAD, 2017, *Trade and Development Report 2017: Beyond Austerity towards a Global New Deal* (United Nations publication, Sales No. E.17.II.D.5), chapter VI.

⁵ B Eichengreen, P Gupta and O Masetti, 2017, Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type? World Bank Policy Research Working Paper 7972, B Eichengreen and P Gupta, 2016, Managing sudden stops, World Bank Policy Research Working Paper 7639.

⁶ E Cerutti, S Claessens and D Puy, 2015, Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals, International Monetary Fund Working Paper No. 15/127.

⁷ Reuters, 2018, Mortgage, groupon and card debt: How the bottom half bolsters U.S. [United States] economy, 23 July.

⁸ Standard and Poor's Global, 2018, Global corporate leverage trends 2018, 5 February.

⁹ S Lund, J Woetzel, E Windhagen, R Dobbs and D Goldshtein, 2018, Rising corporate debt: Peril or promise? McKinsey Global Institute Discussion Paper.

B. 发展中国家不断加重的债务负担的演进和动态

8. 这种脆弱的金融和经济环境对发展中国家的债务可持续性构成严重挑战。虽然全球债务的大部分仍在发达国家，但新兴和发展中国家的债务从 2008 年占全球国内生产总值的不到 40% 上升到 2017 年的 93.2%。对于发展中国家整体，外债总额估计在 2017 年达到 7.64 万亿美元，2008 年至 2017 年间平均年增长率为 8.5%，或超过 80%。在同一时期，最不发达国家的外债总额从 1,550 亿美元增加到 2,934 亿美元，年均增长率为 7.4%。新兴经济体的平均增长率略高，为其外债存量的 9.5%。¹⁰

9. 所有发展中国家，债务与国内生产总值之比从 2008 年的 21.08% 上升到 2017 年的 25.7%。¹¹ 然而，这一综合数字掩盖了越来越多的发展中国家更加令人担忧的趋势。国际货币基金组织称，到 2017 年，债务与国内生产总值之比在五分之一的新兴和中等收入收入国家攀升 70%，在五分之一的低收入发展中国家为 60% 以上。¹² 这些数字，包括隐性负债，如养恤金和卫生保健支出，分别在新兴和中等收入国家增加了 112%，在低收入国家增加了 80%。¹³ 根据国际货币基金组织对有资格纳入其减贫与增长信托基金之下的发展中国家的债务可持续性的分析，¹⁴ 有 40% 的低收入发展中国家面临重大的债务相关挑战，而 2013 年为 21%。到 2018 年中期，面临债务困境高风险或已经陷入债务困境的低收入发展中国家从 2013 年的 13 个国家增加到 31 个国家(24 个国家面临债务困境高风险，7 个国家陷入债务困境)。这些类别包括根据《重债穷国倡议》或《多边债务减免倡议》减免了发展债务的 34 个低收入发展中国家中的 14 个国家。¹⁵

10. 债务比率上升的直接影响是偿债负担加重，即使是在有利的融资条件下。对于发展中国家和转型期国家而言，债务还本付息在出口中的占比从 2011 年的 8.7%(全球金融危机爆发以来的最低点)上升至 2016 年的 15.4%。2017 年，这一比率下降至 13.6%，主要是由于 2016 年中期以来部分商品价格的回升。在最不发达国家，这一比率也从 2008 年的 4.1% 明显增加到 2017 年的近 10%，而在撒哈拉以南非洲，这一比例从 2011 年的 3.8% 增加到 2017 年的 12.9%，增长了两倍多。在较贫穷的经济体中，利息支付占政府收入的百分比从 2008 年的 5.7% 增加到 2017 年的 14%，翻了一番还多，在撒哈拉以南非洲增加到 18.5%，在一些撒哈拉以南非洲经济体达到税收收入的 30%。这已接近二十一世纪初债务减免倡

¹⁰ 贸发会议秘书处根据世界银行在线数据库得出的计算结果，“2018 年国际债务统计数据”。

¹¹ 同上。

¹² 联合国最不发达国家集团和国际货币基金组织低收入发展中国家分组名单实际上是相同的，主要区别在于货币基金组织名单还列入了尼日利亚和越南。

¹³ 国际货币基金组织，2018 年，金融监测：2018 年 4 月——美好时代的资本化，哥伦比亚特区华盛顿。

¹⁴ 见目前的国际货币基金组织对有资格纳入其减贫与增长信托基金之下的低收入国家债务可持续性评估的名单，可查 www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf (2018 年 7 月 5 日访问)。

¹⁵ 国际货币基金组织，2018 年，“低收入发展中国家的宏观经济发展和前景：2018 年”，国际货币基金组织政策文件。

议启动之前看到的偿债负担。¹⁶ 进一步的困难迹象包括相对于长期而言的短期债务在外债总存量中所占份额越来越大，与此同时，国际储备增长显著放缓。

11. 这些事态发展实际上逆转了 2000 年代发展中国家债务可持续性方面取得的重大成就，当时，整个发展中世界的债务对国内生产总值的区域平均比率下降到从 40% 到小于 20%，偿债成本也显著下降。除了上世纪 1990 年代和二十一世纪初的债务减免倡议外，以增长为导向的宏观经济政策和公共债务管理也在加强许多发展中国家外债的可持续性上发挥了作用。然而，同样重要的是，非常有利的因素，如低国际借贷成本和对许多发展中国家的出口的旺盛国际需求，使各国政府得以降低财政赤字和外贸逆差。

12. 这种上升的势头没有持续很长时间，其原因与早些时候在 1980 和 1990 年代发展中国家的债务和财政困境中看到的情节相仿佛：发达经济体的经济衰退—这次是由金融危机触发，以及更广泛地说，全球总需求低迷，削弱了发展中国家偿还以国际主要货币计值的现有外债的能力。廉价的国际信贷的顺周期的跨境流动，导致了发展中国家的金融动荡，无论它们是否已经债台高筑；本身受到金融不稳定、投机和经济衰退影响的商品市场的波动则加剧了这种动荡。

13. 2011 年以来，依赖初级商品的发展中国家的债务可持续性深受最近一次商品价格低迷的影响，商品平均价格近期的上涨，主要是受 2017 年以来燃料价格持续上涨的带动，这就带来了一些缓解，虽然商品价格仍低于 2011 年的峰值水平。整个发展中国家债务脆弱性不断加深的最重要的共同点是，债务困境的更常见的触发因素已经被放大，这是由于发展中国家薄弱的公共和私营金融和银行系统经快速整合，进入了变动不居且基本上缺乏监管的国际金融市场。随着国际公共资金流动未能遵守承诺以及获得优惠资源的机会有限，¹⁷ 发展中国家越来越多地在发达国家的金融市场上按商业条件融资，并向非居民投资者开放本国的金融市场。发展中国家还允许其公民在国外借贷和投资。

14. 这种情况导致发展中国家的债务构成发生了明显变化，增加了它们的市场风险并显著放大了再融资风险，例如以较短的成熟期形式。发展中国家整体而言，欠私人债权人的公共外债和公共担保外债的比例从 2000 年略高于 40% 上升到 2017 年超过 60%。债券债务，相对于银行相关债务，现在在发展中国家公共债务和公共担保债务中占很大比例，从 2000 年的 24% 增加到 2014 年的 43%。¹⁸ 到 2016 年，低收入发展中国家债务总额的 46% — 为 2007 年的两倍 — 是通过非优惠渠道融资的，来自商业债权人的外部借款从低基数迅速增长。¹⁹ 资本逆向

¹⁶ 贸发会议秘书处根据世界银行在线数据库得出的计算结果，“2018 年国际债务统计数据”。

¹⁷ 经济合作与发展组织(经合组织)发展援助委员会成员国的净官方发展援助仍不能达到联合国关于捐助国民总收入的 0.7% 的目标，2017 年为 1,466 亿美元，或与 2016 年相比，实际减少 0.6%。近年来流向最不发达国家的官方发展援助停滞不前。例见经合组织，2018 年，发展资金数据，可查阅 www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-data/ (2018 年 7 月 5 日访问)。

¹⁸ A/71/276。

¹⁹ 国际货币基金组织，2018 年，金融监测：2018 年 4 月 — 美好时代的资本化，哥伦比亚特区华盛顿。

流动导致发展中国家国际主权债券的收益率升高，主权债券债务发行的增加一直是偿债成本急剧增加的一个驱动因素。²⁰

15. 在整个 2000 年代，另一个显著变化是从公共债务和公共担保债务转向私人无担保债务，发展中国家私人无担保债务的份额，从 2000 年占外债总额的 28% 增加到 2009 年几乎占外债总额的一半。最初由南亚和东南亚经济体引领的这种债务构成模式，随后蔓延到撒哈拉以南非洲，在这里，私人无担保债务在长期外债总存量中所占的份额在千禧年的头 15 年增长了七倍，从 100 亿美元达到 700 亿美元。²¹ 新兴市场经济体的非金融公司债务现已增加至超过 30 万亿美元，或略低于国内生产总值总和的 95%，超过了发达市场的可比水平。²² 伴随高水平公司债务而来的危险是显而易见的：除公司债券主要是国内持有的中国以外，发展中国家大公司很少设法通过其拥有的海外资产来对冲其外汇外币债务风险敞口。因此，它们的负债最终要由国内经济中的外汇储备支撑。如果私营部门的外债变得不可持续，政府往往别无选择，只能将大部分债务转入公共资产负债表。

16. 外币计价债务在一般政府债务中的高比例(约占高收入发展中国家一般政府债务的三分之二，低收入发展中国家的三分之一)，²³ 意味着汇率风险加剧了发展中国家整体债务可持续性面临的挑战。

17. 发展中国家政府试图通过转向以本国货币计值的国内债务来解决以国际货币发行的主权债券的偿债成本上升问题。来自国际清算银行的 65 个发展中和新兴国家的数据显示，国内债券在债券总额中所占份额从 2000 年的约 56% 提高到 2015 年的 87%。对于一个可获得该数据的 21 个国家的子集，中央政府发行的国内债务增加了十倍以上，从 2000 年的 5,183 亿美元增加到 2015 年的 5.3 万亿美元。²⁴ 虽然政府可以通过这种方式降低其对汇率波动的脆弱性，但如果外国持有的国内债务很高，那么面对突然性的资本逆向流动的高风险就不会降低。此外，发展中国家从外部公共债务转向国内公共债务通常涉及交易货币以达到期限错配，因此，各国无法以可持续的利率发行长期政府证券，必须有能力偿付或结转到期和短期债务。

18. 总之，在由基本上缺乏监管的国际金融市场主导以及金融玩家对日常经济新闻极其敏感的全球经济环境下，发展中国家借助债务可持续性推行长期发展战略的政策空间有限。相反，此类战略，无论是依赖国际主权债券的发行、国内债券市场还是公司债务，都有可能被国际廉价信贷的突然逆向流动挫败，而此类逆向流动是为了应对发展中国家政府难以控制的监管政策变量的变化，以及随之而来的国内资本外逃。在有利条件下似乎是合理的债务负担很快就会变得不可持续，

²⁰ 这方面的一个例子是赞比亚，2015 年发行 12.5 亿美元，收益率为 11.4%，相形之下，2012 年为 5.63%。同样，莫桑比克 2016 年 6 月发行的国际债券的收益率为 16.26%，而几年前的收益率则低得多。

²¹ A/71/276。

²² J Wheatley, 2018, Upturn in global debt to pile pressure on emerging markets, *Financial Times*, 11 July.

²³ 国际货币基金组织，2018 年，金融监测：2018 年 4 月——美好时代的资本化，哥伦比亚特区华盛顿。

²⁴ 国际清算银行国际银行和金融统计数据库，2016 年；A/71/276。

而这不仅是因为非优惠债务工具的偿债成本可以在短时间内上升。例如，一旦不受监管的国际金融市场上私人资本流动的顺周期性导致债务危机，如为改善出口前景进行货币贬值，则同时就会抬高外币计价债务的价值。对于初级商品出口国，因为需要满足不断增长的偿债要求，也就会带来继续生产，可能恶化供应过剩局面的压力，以及商品价格的下行压力。

中等收入发展中国家和小岛屿发展中国家的困境

19. 由于快速的全球金融一体化和经常性的金融不稳定周期，发展中国家的债务脆弱性普遍不断加深，无论其人均收入平均状况如何。阿根廷、土耳其和其他发展中国家正在逐步展现的货币和债务危机清楚表明了这一事实。正如《议程》明确承认的那样，中等收入发展中国家“仍然面临实现可持续发展的重大挑战”（第 71 段）。有关的解释包括造成发展转折点的结构性因素，²⁵ 连同种种更一般性的考虑，例如在当前波动和缓慢增长的全球经济中持续经济多样化面临的越来越多的障碍，以及在后期工业化驱动下，对中等收入国家应对投资需求增加的体制和政治能力的更高要求。²⁶

20. 在中等收入发展中国家，结构性停滞不仅因全球经济增长长期乏力，还因其生产和金融结构仓促纳入国际金融市场导致杠杆不断放大和期限错配。更广泛地获得国际资本市场上的一系列金融和债务工具的好处，可能由于评估这些方面风险的能力限制和没有资格受益于优惠贷款和债务减免倡议而消失。根据粗略的人均收入门槛排除这种资格，忽视了这些经济体仍然是世界上大多数穷人的家园这样一个事实。²⁷ 许多小岛屿发展中国家同时也多为中等收入国家，因为周而复始，日益加剧的自然灾害风险而面临更多限制。2008 年至 2017 年间，这些国家的外债总存量增加了一倍以上，它们的平均债务与国内生产总值之比从 2008 年的 28.3% 提高到 2017 年的 58.2%，平均偿债与出口之比也急剧恶化，从 2008 年的 8.6% 达到 2017 年的 19.2%。而外债与出口之比也从占国民生产总值的 67.4% 上升到 163.8%。公共财政继续受沉重的偿债成本钳制，后者 2010 年占政府收入的 16%，2015 年翻了一番还多，达到 40%。²⁸ 国际社会在某种程度上意识到需要特别关注小岛屿发展中国家伴随环境脆弱性而来的经常性债务和财政困境，需要制定更全面的多边方针，以解决在长期的气候变化适应工作方面的系统性投资不足，以及在调动国内资源和短期保险机制方面的处置失宜。

²⁵ 例如，这些转折点包括对实际工资的上行压力，因为来自传统经济部门的廉价剩余劳动力正被吸收到现代制造业部门，而技能瓶颈使得从某一点开始攀爬技术阶梯变得更加困难。

²⁶ 贸发会议，2016 年，《2016 年贸易和发展报告：结构转型促进包容和持续增长》（联合国出版物，纽约和日内瓦），第 40-41 页；R Doner 和 B Schneider，2016，The middle-income trap: More politics than economics. Massachusetts Institute of Technology Working Paper.

²⁷ 世界银行，2016 年，Assisting middle-income countries in their quest to turn “billions to trillions”，7 月 25 日，可查阅 www.worldbank.org/en/news/feature/2016/10/25/assisting-middle-income-countries-in-their-quest-to-turn-billions-to-trillions (2018 年 7 月 5 日访问)。

²⁸ 贸发会议秘书处根据世界银行在线数据库得出的计算结果，“2018 年国际债务统计数据”。

三. 预防债务危机：国际和国家政策选项

21. 随着发展中国家的生产和金融结构变得越来越复杂，通过债务相关机制进行外部融资是所有发展战略的关键要素。在全球金融一体化持续快速演进的同时，摆在发展中国家和国际社会的决策者面前的问题是，如何利用包括债务在内的外部融资的潜力来支持国家发展战略，同时尽量减少不确定和动荡的全球经济环境带来的风险。

22. 鉴于及时执行《2030 年可持续发展议程》所带来的挑战，解决因发展中国家债务脆弱性不断加深而产生的政策困境愈发显得重要。虽然估计数字有所不同，但人们普遍认为，这方面的投资需求是以万亿而不是百万为单位。²⁹ 然而，对一些发展中国家来说，目前专门用于偿债的资源是促进可持续发展目标相关投资的预算拨款的数倍。³⁰

23. 近几十年来，发展中国家经历了向发达国家不断的净资源转移，这一事实强调了挑战的严重性。一项估计表明，1980 年以来，发展中国家一直是世界其他地区的净资源提供者，总额约为 16.3 万亿美元。³¹ 正如联合国早些时候所强调的那样，³² 外债在这种从发展中国家向发达国家的净资源转移态势中发挥了主要作用，日趋依赖在国际金融市场上而不是通过双边和多边渠道融资(再融资)，例如债务，使得问题更趋严重。这些担忧最近得到了研究工作的证实，研究强调，发展中国家资源的流失是由于其外国资产的回报率与其对外负债之间存在持续的负差异，这与发达经济体在这方面的正差异相反。³³ 人们对发展中国家的非法资金外流也越来越不安，这种外流在国际生产和价值链快速演进的背景下累积，而本该促进发展中国家对参与全球生产所产生的税收收入进行控制的国际税务合作并未对此加以充分监管。³⁴

A. 国际舞台：主要挑战和选项

国际货币和金融体制：加强有利于发展的特点

24. 鉴于发展中国家债务可持续性的许多决定因素具有全球性质，国际货币和金融治理层面的政策改革是必不可少的。国际货币体制的主要功能是提供各经济体

²⁹ G Schmidt-Traub, 2015, Investment needs to achieve the sustainable development goals: Understanding the millions and trillions, Sustainable Development Solution Network Working Paper.

³⁰ 根据政府支出观察数据库得出的估计数字，2018 年(www.governmentspendingwatch.org/spending-data, 2018 年 7 月 5 日访问)。

³¹ Global Financial Integrity, 2016, Financial flows and tax havens: Combining to limit the lives of billions of people, 12 月 5 日，可查阅 www.gfintegrity.org/report/financial-flows-and-tax-havens-combining-to-limit-the-lives-of-billions-of-people/ (2018 年 7 月 5 日访问)。

³² A/42/272-E/1987/72。

³³ Y Akyüz, 2017, External balance sheets of emerging economies: Low yielding assets, high-yielding liabilities, The South Centre; 见国际货币基金组织，2018 年，《对外部门报告：在贸易紧张局势加剧的情况下应对全球失衡》，哥伦比亚特区华盛顿。

³⁴ TD/B/EFD/1/2。

平衡生产率和就业增长所需的国际流动性，同时平衡国际政策协调与国家政策空间的需要。

25. 目前，发展中国家必须保持稳定获得国际流动性，而与此同时，国际流动性的供应和条件却始终不在它们的控制之中。当前国际货币体制的这种不对称³⁵导致发展中国家不得不寻求额外的外部融资，这使它们面临较高的国际收支危机风险，而汇率波动也对贸易和投资决策产生不利影响。由于没有一个全面的全球金融安全网来为受全球贸易和金融状况突然变化影响的国家提供支持，不断加剧的宏观经济失衡的调整负担落在亏损经济体身上，它们必须维持外汇储备的高积累，采用限制增长的紧缩方案和代价高昂的自我保险计划。

26. 有利于发展的国际货币体制将避免这种资源浪费，并积极促进发展中国家的结构改革，在此过程中，将借助支持发展中国家长期满足外国需求，从而获得可靠的出口市场的机制，促进发展中国家的结构转型，使它们能够偿还外债，并全面鼓励高生产率经济体将其盈余再循环到生产率较低的国家。此类循环采取如下种种形式，即制定国内扩张性政策以刺激国内对低生产率的亏损经济体进口的需求，投资于这些经济体(而不是积累国际储备或将盈余投放国际金融市场)以及以合理的乃至优惠的条件向低生产率经济体放贷。

27. 虽然过去已经提出了将国际货币调整的负担至少部分转移到高生产率的盈余经济体，以期从长期来说刺激全球总需求的技术建议，³⁶但对这些建议，始终不能形成必要的多边政策共识以便加以落实。至少可以缓解目前对提供更稳定的国际流动性的限制的更现实的补救措施，侧重于改革特别提款权的发行和分配，以提供额外的国际发展筹资。为此目的专门发行这些融资工具将有助于通过减少国际储备金要求释放国内发展资源，便利以优惠的低风险条件获得发展资金。³⁷

28. 稳定国际金融市场的监管改革只取得了些许进展。由于没有更加协调一致的国际政策行动来主导金融化，建议发展中国家考虑采用资本管制措施作为全球信贷和金融周期期间资金流动和外债负担的主要管理机制。此外，执行积极的债务管理政策，长时间锁定有利的融资条件至关重要。³⁸但国际金融市场的持续不稳定也将对大力强调混合融资工具的国际发展筹资议程产生影响。用于设计此类融资工具的更明确的规则必须先于对规则的广泛宣传，以避免将不受监管的国际金融市场中普遍存在的急功近利带入发展筹资领域，从而对发展中国家债务可持续性产生直接不利影响。一些监管工具，促进了关于对来自发展中国家混合融资项目的私人收益进行再投资的约束性承诺，可能有助于减轻此类影响。便利发展中国家进行发展筹资，以及实现更可持续的债务负担的额外途径，包括发达国家对

³⁵ JA Ocampo, 2017, *Resetting the International Monetary (Non)System*, United Nations University World Institute for Development Economics Research, Oxford University Press, Oxford and Helsinki.

³⁶ M Amato and L Fantacci, 2014, Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money, *Cambridge Journal of Economics*, 38(6):1431–1452; X Zhou, 2009, Reform the international monetary system, People's Bank of China, 23 March.

³⁷ 经济和社会事务部，2012年，《2012年世界经济和社会概览：寻求新的发展资金》(联合国出版物，出售品编号E.12.II.C.1，纽约)。

³⁸ 经济和社会事务部，2018年，“以宏观审慎政策应对金融风险：新兴经济体的近来经验”，政策简报第57号。

其尚未履行的官方发展援助义务作出承诺，并支持对多边开发银行大量增资。同样，支持区域机制，例如区域清算联盟和相关的财务安排，也值得进一步关注。

29. 人们越来越关切发展中世界不可持续的债务负担问题，就此作出的国际努力侧重于倡导软性法律原则，以鼓励在自愿基础上进行负责任的主权放款和借款。³⁹ 贸发会议《关于推动负责任的主权放款和借款的原则》(2012年)在这方面起到了引领作用，并且仍然是一个最具包容性的规范框架，可用于在适用既定的国际法律规范和习惯，如透明度、合法性、公正性、诚信和可持续性的基础上，指导主权放款和借款方面的最佳做法。⁴⁰ 该《原则》是深入的法律和经济研究，以及广泛磋商的结果，磋商过程涉及70多个债权国和债务国成员国、国际货币基金组织、世界银行、经合组织和巴黎俱乐部等。此外，该《原则》受到《亚的斯亚贝巴行动议程》的注意，联合国大会的许多决议也表示了欢迎，并且是机构间工作队关于发展筹资审查和后续行动报告中的标准报告项目。最近的相关举措，例如《20国集团负责任融资业务指南》(2017年)，⁴¹ 从市场和创新融资工具和政策的可持续性角度出发，重点关注最佳做法和政策处方。

30. 这种软性法律举措旨在扩大在放款人和借款人的负责任行为问题上的共识，以减少主权债务危机的可能性，促进共同责任，更加透明的过程，以及债务危机解决的更公平、更有效的结果。虽然根据定义，软性法律原则不具有法律约束力，并依赖自愿遵守，但建立广泛的共识可以发挥重要作用，在国家和国际层面为监管趋同并最终改革法律上可执行的框架铺平道路。一些方法虽有所不同，但原则上是互补的，可以加强规范框架和最佳做法指南的有效实施。这些可以提前纳入主权债券法律条款的合同选择；可以加强协调努力，促进其传播和建立促进系统实施的国家体制性监管机制，而裁决机构，即国内法院或仲裁庭可以在诉讼和裁定中考虑这些指南。

31. 最后，如果由于外部冲击(资本流动、商品价格或环境)，债务负担变得显然不可持续，则可能必须考虑为高度脆弱国家重新制定债务减免倡议。这将需要改进标准，以确定资格和债务减免额，这些标准须超越基于人均国内生产总值水平的简单指标，并设计将债务减免所产生的惠益与可持续发展目标相关投资相结合的机制。例如，关联互换机制，如拉丁美洲和加勒比经济委员会的气候变化互换提案或事后确定优惠条件，可有助于确保在受益国有效利用债务减免。

评估发展中国家债务可持续性的框架

32. 于可持续债务负担的定义对处理危急局势的政策设计具有直接影响。债务可持续性的标准定义侧重于一系列宏观经济和政策变量与债务稳定的一致性，即一种不需要违约、债务重组或难以置信的大规模调整措施的情况。⁴² 这种方法的特点是基于对宏观经济表现的中长期预测，侧重短期债务动态，但却会产生消极的

³⁹ A/72/253。

⁴⁰ 关于这些原则的深入讨论，见 JP Bohoslavsky and M Goldmann, eds., 2016, Special Edition on Sovereign Debt, *The Yale Journal of International Law*, 42(2)。

⁴² 国际货币基金组织，2013年，市场准入国家公共债务可持续性分析工作人员指导说明，5月9日。

政策影响。正如人们经常指出的那样，⁴³ 不仅是长期宏观经济预测存在巨大的预测错误，而且强调短期政策变量(如基本财政盈余)有可能导致优先考虑损及自身的财政紧缩政策，破坏长期增长前景和债务可持续性，因为这将迫使各国将长期投资减少到与短期偿债义务相应的水平。强调债权人对长期发展目标的投资的短期优先次序规定了这种与实现《2030 年可持续发展议程》相悖的标准方法，用来确定和评估的债务的可持续性。因此，应该考虑制定替代性框架，以确定相对于长期发展目标而言的债务可持续性，并根据明确的政策考虑因素，包括发展中国家需要拨付越来越多的资源用于《2030 年议程》，在债务负担和财政空间之间作出权衡。

B. 国家政策挑战和选项

33. 随着发展中国家的债务负担达到临界水平，国内债务管理变得尤为重要。最近在这方面的兴趣主要集中在有助于缓解对发展中经济体的外部冲击的债务工具，例如国家或有债务工具。⁴⁴ 这是指那些收益与状态变量(如国内生产总值、通货膨胀或商品价格)或触发事件(如自然灾害或流行病)有合同关系的金融工具。国家或有债务工具通过将发展中国家的债务还本付息与其作为这些变量的函数支付的能力联系起来，改善债务管理，可以帮助在遇有国际金融市场压力时提供流动性救济，并提供自动调整机制，减少进行代价高昂的债务重组的可能性。尽管有这些潜在的好处，但迄今为止的采用仅限于涉及灾难债券和气候变化债券的少数情况。⁴⁵ 国家或有债务工具的主要困难是建立投资者对这些工具的信心。与道德风险、新颖性、数据质量和透明度相关的风险溢价的提高使市场参与者陷入困境，这些工具的市场要么是非流动性的，要么就不存在。目前的经验表明了多边开发银行和捐助国积极参与创造必要条件，以更系统地采用此类工具的重要性。

34. 虽然国内债券市场的发展是国内债务管理能力进化的重要组成部分，但从外部借款转向国内借款并不是避免日益加剧的债务脆弱性的灵丹妙药，本身就存在一系列风险(见上文第二节)。而一般来说，加强地方银行和金融系统的协同努力确实是支持国内资源调动和私营部门发展的关键机制，特别是在政策旨在为经济的活跃部门提供长期资金的情况下。特别重要的是货币和财政政策须保持战略协调，以创造与长时期的强劲的国内投资、稳定的汇率动态和外债可持续性相一致的条件。关于货币政策，必须考虑各种可用的政策工具，如资本管制，以及宏观审慎措施，以促进对价格、汇率和金融稳定的同步管理。就财政政策而言，改善税收和解决非法资金外流是国内政策努力的基本要素。⁴⁶ 改进国内资源调动，将

⁴³ U Panizza, 2015, Debt sustainability in low-income countries: The grants versus loans debate in a world without crystal balls, Fondation pour les études et recherches sur le développement international Working Paper 120; O Blanchard, 1990, Suggestions for a new set of fiscal indicators, OECD Economics Department Working Paper No. 79.

⁴⁴ 例如，国际货币基金组织，2017 年，“促进主权的国家或有债务工具”，国际货币基金组织政策文件。

⁴⁵ 贸发会议，2017 年，“加勒比地区的环境脆弱性和债务可持续性：我们是否由足够的工具应对灾难性风险？”政策简报第 62 号。

⁴⁶ 见 TD/B/EDF/1/2。

进而拓展财政空间，为可持续发展目标相关投资提供资金，同时不损害债务可持续性。

35. 最后，应密切注意债务数据质量和透明度方面的能力建设和投资。无论是在国家层面还是在国际层面，债务数据的可用性和质量的提高对于制定适当的债务可持续性政策都是必不可少的，特别是考虑到债务工具日益复杂以及需要加强操作风险管理能力。目前，许多发展中国家的公共部门外债覆盖面仍然不完整，国内债务(包括地方债务)和私人债务的数据记录、报告和监测机制和框架往往很薄弱。特别令人关注的是，由于针对与公共担保相关的外部或有负债的监测和报告不充分，例如在公私伙伴关系背景下，以及国内私人企业通过离岸或资产负债表外实体发行的外部债务，导致了无记录(隐藏)债务的积累。目前，国际社会，包括国际货币基金组织、世界银行和两个全球债务记录和下游债务管理系统提供者、英联邦秘书处和贸发会议债务管理和金融分析系统，正在努力帮助改善发展中国家整合国内债务管理系统，这一努力应进一步加强。

四. 债务危机解决：改进主权债务重组机制

36. 鉴于发展中国家高债务困境和债务违约事件不断发生，长期以来关于对现有主权债务重组机制进行必要改进的长期辩论具有新的紧迫性。处理主权债务危机的现有程序支离破碎，运作缓慢，往往导致不公平分摊负担以及主权债务人高昂的经济、社会和政治代价。⁴⁷ 债务人和债权人的动机是相同的，在缺乏流动性时，推迟正式宣告无偿付能力至关重要：债务国不愿意宣布自己无偿付能力，因为害怕在国内引发金融危机。合作债权人则出于利益考虑，有意避免这场混乱，以保护其资产的市场价值。集体退而求其次的结果是“太少，太晚”。重要的是，一旦主权债务重组开始实施，债务人就必须与不同类型的债权人(双边，多边和私人)分别就不同类型的债务合同进行谈判。

37. 一个重要的改革路径是优先考虑改进现有市场机制，以重组主权债务，特别是私人持有的主权债券债务。除了国家或有债务工具之外，这场辩论主要集中在就主权债券问题对集体行动条款的更多和更复杂的使用上。这些包含在原始债务合同中的条款，允许债务重组对所有债权人都具有约束力，只要商定协议达到了作为合同条款一部分提前规定的一定程度的支持。可以理解为以市场为基础的其他提案包括努力澄清直至 2016 年在阿根廷在美国法院的诉讼中引起注意的同权(平等对待所有债券持有人)条款。

38. 这种基于市场的方法的好处是自愿，先于任何危机进行谈判并允许逐步改革，这可能有助于促成市场稳定性和减少不确定性。虽然这一改革路径的目标是改进私人债务重组谈判，但其范围仅限于债券债务，并不追溯适用于先前发行的债券或解决可能谈判失败的问题。因此，改革集体行动条款和解决同权条款的提案在限制不合作债券持有人(“拒绝”)和专门处理不良债务工具的债权人的作用方面几乎很少成功。在后一方面，虽然国家立法努力取得了一些进展，但这并未扩展到通常发布相关债券合同的核心管辖区。

⁴⁷ 贸发会议，2015 年，《2015 年贸易和发展报告：使国际金融结构为发展服务》(联合国出版物，出售品编号 E.15.II.D.4，纽约和日内瓦)。

39. 鉴于这些问题，人们再度关注在多边一级改革主权债务重组机制的更系统的方针。自 1970 年代末和 1980 年代初发生第一次重大发展性债务危机以来，贸发会议一直认为，⁴⁸ 主权债务的有序执行程序应该达到两个目标：它们应有助于防止面临偿付外部债务困难的国家的金融崩溃，并提供相关机制，促进根据原始合同，公平重组无力偿付的债务。这些目标无须求助完全成熟的国际破产程序，例如国际货币基金组织在二十一世纪初提出的程序。主权债务重组的多边框架可以从一些基本特征开始：

(a) 暂时冻结公共和/或私人债务，由债务国单方面宣布，并由一独立的小组批准，以避免利益冲突；

(b) 冻结的同时应实行汇率控制，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，对实行冻结后承借的债务自动给予优先地位，同时应向偿债滞后的国家提供贷款，为其进口和其他必不可少的经常账户交易提供资金；

(d) 债务重组包括结转和注销，取决于债务方和债权方之间的谈判情况。

40. 载于大会第 69/319 号决议的联合国《主权债务重组进程的基本原则》(2015 年)，提出了最新提案，旨在建立更加成熟的框架来指导这种谈判，并在贸发会议 2015 年出版的《主权债务解决：展望未来一路线图和指南》中载明的指导意见基础上更进一步。这项工作诉诸五项一般法律原则——合法性、公正性、透明度、诚信和可持续性，为关于更有效的主权债务解决程序的分步骤指南提供了解释性法律框架，涵盖了所有阶段，从决定重组、准备谈判、谈判本身和重组后问题。

41. 国际货币基金组织最近就债务人持有资产融资和向偿债滞后国家提供贷款问题提出了令人欢迎的新规定，以促进有序的主权债务解决。但是，在协商一致通过和实施主权债务重组多边框架方面的进展仍然缓慢。这反映了利益冲突和随之缺乏政治共识，以及对法律不一致的担忧和对体制改革的高要求，因此需要完善关于体制安排的具体提案，只要这些安排有可能改进对主权债务重组过程和治理的监督、协调和技术支持。重要的是，关于主权债务重组的市场化的、软性法律的和正式的多边方针应被视为相辅相成而非相互排斥，以期尽可能有效地应对越来越频繁地发生的主权债务危机，并尽量减少其对执行《2030 年可持续发展议程》的影响。

五. 结论

42. 毫无疑问，发展中国家不断加剧的债务和金融脆弱性正在迅速成为可持续发展，特别是执行《2030 年可持续发展议程》的一个巨大障碍。纾解债务和财务困境需要从根本原因入手。有助于减少国际资本流动的波动并确保外部融资能够可靠地用于长期生产性投资和发展项目的政策和监管措施至关重要。

⁴⁸ 1977 年，贸发会议呼吁制定债务重组的明确原则，1980 年，其理事机构核准了与感兴趣的发展中国家债务问题有关的未来业务的详细特征。

43. 对发展中国家债务可持续性的相关政策讨论和分析，要求采取整体方法，在国际、区域和国家各级进行改革。最终，应该把注意力集中在符合两个主要目标的各级相关条件上：第一，促进短期内恢复从发达国家向发展中国家的积极净资源转移；第二，确保从长远来看，发展中国家建立必要的生产和出口能力，以减少对外部融资的依赖并支持其自身发展进程。这项任务面临的挑战是，它不仅需要审查和探讨一系列广泛的政策选择，而且需要审慎平衡国家政策空间，以在通过国际监管支持发展中国家债务可持续性的同时应对债务挑战。



贸易和发展理事会

发展筹资问题政府间专家组

第二届会议

2018年11月7日至9日，日内瓦

临时议程项目3

发展筹资：债务和债务可持续性以及相互关联的系统性问题

贸发会议秘书处的说明

更正

第29段，第10行

“负责任融资业务指南”改为“可持续融资业务指南”

第9页，第29段，第11行

在“《……可持续融资业务指南》(2017年)，”之后添加脚注41，行文如下：

见 www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/G20-2016/g20-operational-guidelines-for-sustainable-financing (2018年7月5日访问)。

以下脚注序号顺改。





贸易和发展理事会
发展筹资问题政府间专家组
第二届会议
2018年11月7日至9日，日内瓦
临时议程项目3

发展筹资：债务和债务可持续性以及相互关联的系统性问题

贸发会议秘书处的说明

更正

第7页，第23段，第1行

不影响中文本。

第10页，第33段

不影响中文本。

第10页，脚注46

脚注行文如下：

见 TD/B/EFD/1/2。

