



第六十九届会议

临时议程* 项目 17(c)

宏观经济政策问题

外债可持续性与发展

秘书长的报告

摘要

本报告是根据大会第 68/202 号决议提出的,分析了发展中国家和转型经济体债务指标发展情况。报告评估了在国际债务减免倡议下取得的进展和信用评级机构改革的情况。报告讨论了发展中国家在维持债务可持续性方面新出现的和现有的挑战,以及围绕主权债务解决机制重新展开的讨论。

* A/69/150。



一. 引言

1. 大会第 68/202 号决议请秘书长就该决议执行情况向大会第六十九届会议提出报告，列入对发展中国家外债状况的全面和实质性分析，并列入考虑到债务可持续性多层次问题的加强外债重组和解决机制备选方案。本报告按照该项要求审查了发展中国家和转型期经济体的外债和偿债情况，并讨论了发展中国家在维持债务可持续性方面新出现的和现有的挑战。本报告审查了最近的发展和围绕主权债务解决机制重新展开的辩论，最后提出了政策建议。

二. 概览和趋势

2. 发展中国家和经济转型国家(下称发展中国家)的总外债存量在 2013 年达到 6 万亿美元，比 2012 年存量增加 8.7%(见附件)。¹ 这是连续第四年发展中国家外债增长超过了 2010 年之前将近十年约为 7% 的平均增长率。

3. 与 2012 年一样，2013 年的债务总存量中长期债务占 72%，主要是对私人债权人的债务。与 2012 年一样，2013 年向发展中国家提供的官方长期借贷份额继续下降。然而，短期债务从 2011 年的 1.26 万亿美元增加至 2012 年的 1.35 万亿美元，2013 年达到 1.5 万亿美元。

4. 该组国家 2012 年的实际国内生产总值平均增长 5%，2013 年减缓至 4.7%。出口继续增长，2012 年为 4.2%，2013 年为 4.4%。尽管出口增长略有改善，但是该组国家的债务比率在 2013 年继续恶化。债务总额与国内生产总值的比例在 2011 年和 2012 年分别增至 20.9% 和 21.7%，到 2013 年继而增至 22.7%。从 2012 年至 2013 年，偿债与出口的比例从 7.9 增至 8.3%，债务总额与出口的比例从 72.8% 上升到 75.9%。

5. 发展中国家的国际储备总额从 2012 年的近 6.3 万亿美元增加到 2013 年的 6.8 万亿美元。这意味着储备增长率大有改进，从 2012 年的 4.5%(十多年来的最低增长率)增至 2013 年的 8.5%。就发展中国家整体而言，国际储备存量仍然超出债务总额存量。虽然从 2000 年以来发展中国家的国际储备增长是前所未有的，但是自 2008 年以来债务增长一直快于储备，令人感到关切。在 93 个国家中有 90 个具有 2012 年短期债务数据可查，其国际储备超过短期债务的 100%，因此发展中国家发生流动性危机的可能性较小。自 2000 年以来，发展中国家的国际储备以前所未有的速度进一步增长，但这一增长的很大一部分可能来自借来的储备，因为非居民可能增加了所持有的债务，如证券投资或债务等。美利坚合众国和大不列颠及北爱尔兰联合王国扩张性量化宽松政策方案的意外后果之一是，从 2009

¹ 联合国贸易和发展会议(贸发会议)计算的依据是世界银行《2014 年国际债务统计》(在线数据库)。

年至 2013 年流入发展中国家的资本激增。新兴市场国家在一定程度上把资本流入转换成了外汇储备。

区域趋势

6. 东欧和中亚债务总存量从 2012 年至 2013 年继续增长了 6%，比前一年的增长 5%略有增加。该区域的债务总额与国内总产值的比率自 2012 年以来一直保持稳定，但在 2013 年是所有区域中最高的(40.8%)。短期债务占债务存量总额的比率稳定在 18%左右，接近过去十年的平均水平(17%)。其他债务比率略有增加，包括偿债与国内总产值以及债务总额与国内总产值的比率增加了不到 1%，偿债与出口的比率增加了 1.5%。该区域的国际储备在 2011 年增加了 7%之后，在 2012 年至 2013 年保持稳定。

7. 在撒哈拉以南非洲的债务总存量增长从 2012 年和 2011 年的 11%，减缓到 2013 年的 4%。短期债务占债务总额的比例在 2013 年相对稳定地停留在 15%，比 2012 年仅降低 1%。2012 至 2013 年，该区域偿债与出口的比率和偿债与国内总产值的比率增加了不到个百分点，债务总额与出口的比率增加了 3%。2013 年，该区域增长了 5%左右。该区域的国际储备在 2012 年增加了 12%之后，在 2013 年增加了 1%。然而，该区域未来增长的下滑风险包括全球长期陷入缓慢增长，新兴市场国家收缩投资以及内部冲突和不利气候发展所带来的挑战。虽然由于国际债务减免倡议，该区域很多国家债务比率得到改善，但是许多国家仍然容易受到经济衰退的影响，因为他们为更大赤字融资的能力受到国内金融市场规模的限制。由于全球状况向好，该区域一些国家发放国际主权债券的能力得到提高。这促使该区域债务的组成发生变化，增加了该区域的货币风险敞口，给各国带来监测和管理方面的新挑战。

8. 在拉丁美洲和加勒比，债务总额的增长速度在 2013 年放缓至 7%，2012 年和 2011 年分别曾为 12%和 13%。短期债务的比例在 2011 年至 2013 年一直是 14%该区域的债务比率在最近几年逐步增加。国际储备增长从 2012 年和 2011 年的 8%和 17%，减缓到 2013 年的 3%。该区域的增长很低，低于过去十年的平均水平，这是因为外部需求疲软，国内需求也不旺。美国利率上涨引发了对该区域新兴市场的抛售，由此带来的资本市场波动，导致对汇率、股票市场、主权债券利差和债券收益率产生了影响。由于温和的债务水平，该区域各国迄今成功避免了动荡，部分归因于政府缓冲、官方储备和灵活的汇率；但是，下滑的风险仍然存在。²

9. 在该区域内，加勒比继续面临日益增加的公共债务困难，债务减免对其仍是一个关键的政策优先事项。加勒比的成长仍很薄弱，原因是作为主要经济活动的建筑部门和旅游部门萎靡不振。除了初级商品出口经济体之外，这使加勒比国家非常容易受到外部冲击。

² 国际货币基金组织(基金组织)，《世界经济展望：西半球风险上升》，世界经济金融调查(2014 年 4 月，华盛顿哥伦比亚特区)。

10. 中东和北非的债务总存量在 2013 年继续增长 9%，与 2012 年相同。从 2012 年至 2013 年，短期债务所占的份额从 21% 微增至 23%，比 2000 年至 2009 年的平均 17% 要高。债务存量的增加体现在该区域的债务比率逐渐增加，包括偿债与出口的比率，债务总额与出口的比率和偿债与国内总产值的比例。国际储备在 2012 年减少 4% 之后，在 2013 年增加了 3%。该区域的经济增长预计将在短期内会有改善，但前景减弱，部分是由于该区域的政治不稳定、制裁和冲突带来持续的不确定性。增长不足将难以降低高失业率，这仍然令人关切。

11. 东亚和太平洋的债务总存量在 2012 年和 2011 年曾分别增长 10% 至 19% 之后，在 2013 年增长 15%。由于该区域经济增长加强，债务总额与国内总产值的比例在 2013 年增加了不到 1%，达到 14.6%。从 2012 年至 2013 年，其他债务比率，即偿债与出口的比率和偿债与国内总产值的比例保持不变，而债务总额与出口的比率从 42.2% 增至 44.3%。国际储备增加了 13%，为调查的所有区域中增长最多的。短期债务继续占该区域债务的很大份额，相对稳定在 2012 年和 2011 年的水平。

12. 南亚和东亚及太平洋地区新兴市场经济体也受到波动较大的资本流动影响，由于美国货币政策的改变，对发达经济体投资的吸引力增加。发达经济体的经济前景改善，预计将促进该区域的出口部门。此外，这两个区域的增长在很大程度上取决于中国的经济运行情况，使其会受到经济活动意外变化的影响。尽管全球增长前景存在不确定性，这两个区域的增长率预计可达 5% 至 6%。

三. 最不发达国家

13. 2013 年，48 个最不发达国家作为一个整体的外债总额比 2012 年增加了 168 亿美元，即 9.5%。大部分增加的外债存量是在长期私人债务，而短期债务有所下降。从 2012 年至 2013 年增加的债务存量，造成债务与国内生产总值的比例从 25.5 增至 26.5%，债务总额与出口的比例也从 87.1 增至 89.4%。

14. 最不发达国家偿债与国内总产值和出口的比率在 2013 年仍然较低，分别为 1.2% 和 4.2%。这是因为多数最不发达国家的外债主要是长期债务(83%)，条件非常优惠。短期债务总额在 2013 年为 157 亿美元，比 2012 年减少 14 亿美元。外汇储备总额从 2012 年的 633 亿美元增至 2013 年的 718 亿美元，为这些国家短期债务的近六倍。

15. 截至 2013 年 4 月，³ 有 1 个最不发达国家存在债务困扰(苏丹)，9 个最不发达国家极有可能出现债务困扰(阿富汗、布隆迪、乍得、科摩罗、刚果民主共和国、

³ 截至 2013 年 4 月 4 日基金组织对有资格获得减贫与增长信托帮助的国家进行的低收入国家债务可持续性分析清单(可查阅 www.imf.org)。

吉布提、海地、基里巴斯、圣多美和普林西比)。在巴黎俱乐部于 2013 年 1 月取消其近 60 亿美元的债务之后,缅甸的地位从 2012 年被归类于受债务困扰,在 2013 年改为受债务困扰的风险低。⁴

16. 平均来说,最不发达国家在 2013 年的运行情况略有改善,国内总产值平均增长率为 4.5%,2012 年曾为 4.3%。⁵

17. 2013 年,27 个最不发达国家的经常账户结余情况恶化,同时有 30 个最不发达国家的财政赤字扩大。17 个最不发达国家在 2013 年经常账户赤字达到两位数。特别是,利比里亚和莫桑比克在 2013 年继续有很大的经常账户赤字,超过国内生产总值的 30%,与 2012 年一样。随着最不发达国家继续扩大生产能力,其货物和服务进口预计将增加,而在一些国家出口占国内总产值的百分比预计将下降。这部分反映了新兴市场对初级商品的需求减少。与此相反,在最近扩大了其矿业生产能力的若干最不发达国家,出口占国内生产总值的比例预计将增加。经常账户出现巨额赤字,需要有较大财政赤字和沉重债务负担的国家认真监测,因为他们采取扩张政策的政策空间较小。

18. 最近流入撒哈拉以南非洲主权债券的规模在 2013 年达到 50 亿美元,创历史新高。这一数额相当于对该区域援助的 20%和外国直接投资(直接外资)的 12%。⁶ 卢旺达、坦桑尼亚联合共和国和赞比亚等一些最不发达国家,已经在传统优惠贷款之外实现了多样化,进入了按商业条件借款的国际金融市场。这些国家中很多愿意在国际市场上获取资金,因为他们能够以比国内市场低的利率发行债券。2013 年,在撒哈拉以南非洲 8 个欧元债券发行国中有 4 个利率低于 5%。⁷

19. 有更多机会进入国际金融市场,可帮助最不发达国家调集资源,以满足他们对经济增长的长期基础设施需求。然而,最不发达国家应该进行积极的债务管理,以减轻与这些新金融工具相关的风险,包括结转风险、货币风险和大量资本流入引起的更大宏观经济波动。例如,在债务到期时因为要支付大笔本金,可能出现债务偿付高峰,在发生需要时可能会很难结转。如发生国内货币大幅贬值,不仅欧元债券的利息支付额会比等值的国内债券更加昂贵,而且以国内货币支付本金可能大幅度增加,从而增加违约风险和(或)到期结转的风险。这可能会使欧元债券的利率较低于国内债券的好处化为乌有。此外,大量短期资本流入可能导致国

⁴ 巴黎俱乐部的新闻稿。可查阅 www.clubdeparis.org/sections/communication/archives-2013/myanmar-20130128。

⁵ 贸发会议工作人员根据基金组织《世界经济展望》数据计算。

⁶ Overseas Development Institute briefing No.87,《Sovereign bonds in sub-Saharan Africa: good for growth or ahead of time?》(2014 年 4 月)。

⁷ 标准普尔,《The growing allures of eurobonds for African sovereigns》(2013 年 5 月)。

内货币不当升值、信贷繁荣和通货膨胀，对货币政策造成问题。因此，各国在利用国际金融市场有利条件的同时，必须有能力管理此种资本流入波动。

四. 国际债务减免倡议

A. 重债穷国倡议和多边减债倡议的进展

20. 自上次报告(A/68/203)以来，随着重债穷国倡议逐步结束，有资格享受该倡议的国家的状况没有改变。到目前为止，39个有资格的国家中已有35个国家完成了重债穷国倡议。1个国家(乍得)仍在决策点和完成点之间的期中阶段，3个国家(厄立特里亚、索马里和苏丹)还没有达到决策点。

21. 除了这些重债穷国，缅甸、尼泊尔和津巴布韦被确定为可能符合重债穷国倡议和多边债务减免倡议下债务减免条件的国家。⁸ 2013年1月与缅甸举行会议之后，巴黎俱乐部清理了该国100亿美元欠款，免除了近60亿美元，并对其余部分作了重新安排。津巴布韦仍然受到债务困扰。该国一直在开展与国际金融机构实现关系正常化的进程，在2013年6月与国际货币基金组织设立了第一个工作人员监测的方案。津巴布韦根据重债穷国倡议享受的援助资格还不确定，而将取决于该国是否符合2004年底和2010年底的债务标准，并清理对减贫与增长信托的欠款。

22. 在重债穷国倡议和多边减债倡议下提供的债务减免，已将资源重新分配用于增加减贫支出。减贫收入的增加虽然令人可喜，但是值得关切的是，大多数重债穷国仍未在实现千年发展目标的许多指标方面步入正轨，尽管各国情况有所不同。重债穷国取得了一些进展，相对于其他国家组别，其面临的挑战是要作出最大的绝对变化才能实现他们的目标。⁹ 仅仅是债务减免不是解决重债穷国面临的发展挑战的万能药；它是一个必要但不充分的解决办法，必须结合发展筹资和能力建设方面的更多援助。

23. 虽然重债穷国的许多债务指标已有显著改善，但是许多国家即使完成该倡议也还继续面临债务困扰的风险。在36个积极参加重债穷国倡议的重债穷国中，7个国家被列为受债务困扰风险高的国家，16个国家被列为风险中等的国家，13个国家为风险低的国家。¹⁰ 在尚未开始这一倡议的国家中，苏丹仍受债务困扰，厄立特里亚和索马里没有报告受债务困扰的程度。厄立特里亚上次的债务可持续

⁸ 基金组织，《重债穷国倡议和多边债务减免倡议——最新统计》(2013年12月，华盛顿哥伦比亚特区)。

⁹ 同上。

¹⁰ 截至2014年5月1日基金组织对有资格获得减贫与增长信托帮助的国家进行的低收入国家债务可持续性分析清单。可查阅 www.imf.org。

性分析报告是在 2009 年完成的，而索马里由于缺乏足够的信息，其第四条协商已经推迟了 20 多年。¹¹

24. 令人遗憾的是，重债穷国倡议和多边减债倡议的结束，并不会结束债务危机。国际社会必须思考框架的长处和弱点，以将吸取的经验教训用于未来。国际社会还必须应对启动重债穷国倡议以来新出现的挑战，因为有些非重债穷国面临难以克服的债务困难，也需要国际社会的援助。受债务困扰而尚未受益于债务减免机制的国家，应得到同样的机会。

B. 巴黎俱乐部的活动

25. 自上次报告以来，巴黎俱乐部只举行了一次会议。2014 年 5 月，阿根廷与巴黎俱乐部债权国达成一项协议，清理了五年期间的 97 亿美元欠款。该协议使阿根廷可在一定程度上灵活调整其每年对债权人的支付额，因为第一年最低只需要支付 11.5 亿美元。阿根廷事实上相当于在协议中获得了根据其经济运行情况决定一年付款额的选择。这使该国获得了继续推进其改革的喘息空间，同时巴黎俱乐部协议打开了恢复出口信贷的大门，并使阿根廷的关系与国际金融界正常化。此外，2001 年阿根廷不履行偿债义务被广泛认为是成功的，因为虽然该国在此后的一个季度经济萎缩，但其随后就实现了迅速恢复增长，使该国到 2011 年年底实现了年均国内总产值增长 8.7%，年减贫率接近 34%。¹²

五. 官方发展援助

26. 2013 年，经济合作与发展组织(经合组织)发展援助委员会成员国的官方发展援助净额共计 1 349 亿美元，比 2012 年增加 6.1%。¹³ 这标志着官方发展援助在援助数量连续两年下降之后出现回升。这一增加的原因是，一些国家政府增加了官方发展援助支出，以达到国民总收入 0.7% 的目标。到目前为止，该委员会只有五个发达国家已经达到或超过这一目标，即丹麦、卢森堡、挪威、瑞典和联合国。国际社会一直未能达到这一目标，2013 年官方发展援助净额占国民总收入的百分比平均为 0.3%。

27. 尽管 2013 年向发展中国家提供的官方发展援助的总名义数额增加，但是援助流量地域分配显示出不均衡情况。与上一年相比，2013 年对非洲大陆援助下降了 5.6%，对撒哈拉以南非洲双边援助的实际数额减少了 4%。根据发展援助委员

¹¹ 基金组织，《延迟与索马里的第四条协商》，第 13/293 号新闻稿(2013 年 8 月)。

¹² 拉丁美洲和加勒比经济委员会，《拉丁美洲社会概览》(2012 年)。可查阅 www.cepal.org/publicaciones/xml/4/48454/SocialPanorama2012DocI.pdf。

¹³ 经合组织，《Aid to developing countries rebounds in 2013 to reach an all-time high》(2014 年 4 月)。可查阅 www.oecd.org/newsroom/aid-to-developing-countries-rebounds-in-2013-to-reach-an-all-time-high.htm。

会 2014 年对捐助方今后开支计划的调查结果，对最不发达国家和低收入国家、特别是非洲此类国家方案援助的这一下降趋势很可能会继续下去。官方发展援助的分配从最贫穷国家转向有选择性的中等收入国家的变化也是一个问题，因为受方案援助减少影响的国家正是严重依赖援助才能实现千年发展目标和降低贫困程度的国家。

28. 官方发展援助是发展中国家在危机时期的一个重要筹资来源，因为它为这些国家提供了至关重要的缓冲，以实现国际商定的发展目标所述的目标。对捐助方未来支出计划的调查预计，国家方案援助在 2014 年按实际价值计算将小幅增加 2.4%，而从 2014 年至 2017 年保持不变。这种停滞状况很可能与继续笼罩全球经济气候的不确定性有关。变化不定的全球经济前景可能继续影响援助预算，从而使人们对今后几年援助计划的可预测性感到担忧。对于发展中国家来说，未来资源的不确定性使政府关于资源分配的决策更加复杂，可能阻碍执行较长期方案和改革。因此，援助的可预测性对于使发展中国家能够制订和执行国家发展战略至关重要。

29. 捐助者必须继续兑现其援助承诺，并减少援助波动性。需要为最贫穷的国家争取更稳定、更可预测、降低顺周期性的援助。国际社会应确保援助定向于最有需要的国家，并确保官方发展援助对最不发达国家和低收入国家、特别是非洲下降的趋势的努力，不破坏在发展、增长和减少贫穷方面已经完成的努力。

六. 信用评级机构：最近发展情况

30. 信用评级机构对首先起于美国次级房贷市场、然后席卷全球金融市场的 2007-2009 年全球金融危机问题起到推波助澜作用。这些机构未能准确评估更为复杂的金融工具固有的风险，作出不正确的评级，被证明对金融体系是灾难性的。目前，对需要进行哪种改革尚未达成共识。目前就如何改革信用评级机构的辩论分为两个极端：(a) 使这些机构接受更严格的管制，以消除利益冲突和减小机构规模；(b) 放松对这些机构的管制，以解决当前的市场失灵问题，例如利益冲突、缺乏透明度和竞争、缺乏问责和过度依赖评级。这两类改革可能都是必要的。¹⁴

31. 在 2009 年伦敦首脑会议上，20 国集团领导人商定将根据国际证券委员会组织制定的 2008 年信用评级机构行为守则基本原则，¹⁵ 对信用评级机构进行更严格的管制监督。¹⁶ 因此，国家、区域和国际上已经在采取举措加强对此类机构

¹⁴ Marwan Elkhoury, 《改革信用评级行业：还需要哪些工作？》，贸发会议背景文件(2014 年 3 月)。

¹⁵ 20 国集团领导人在全球复苏与改革计划中，商定“将扩大对信用评级机构的监管和登记，以确保它们符合国际良好做法，特别是防止不可接受的利益冲突”。可查阅 www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0402.html。

¹⁶ 见 www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf。

的监督，有些措施在危机发生之前就已经开始了。全球危机爆发以来，美国、欧洲和各国际金融机构已采取措施来管制此类机构，并确保提高透明度和加强竞争；美国的《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》就是一个例子。欧洲联盟设立了一个独立的机构，称为欧洲证券和市场管理局，负责根据欧洲联盟标准监管评级机构的活动。与此同时，欧洲联盟建议逐步取消外部信贷评估证明。这些新规则也符合其他国际机构、金融稳定委员会和巴塞尔委员会制定的政策。2010年10月，金融稳定委员会认可了减少当局和金融机构过度依赖此类机构评级的原则。2010年20国集团首尔首脑会议核准了该委员会关于减少依赖外部信用评级原则。

32. 国际新建立的法律处理了利益冲突、透明和竞争方面的重要问题。然而，尽管出现了这些积极的变化，但仍有改进的余地。例如，在寡头垄断行业内仍缺乏真正的竞争，不能解决信贷发行者选择其评级机构固有的利益冲突，没有办法解决挑选购最高评级的做法，也没有替代发行人支付模式的可靠办法。此外，目前的法规在寡头垄断的市场结构下，没有从根本上改变信用评级机构的市场结构，也没有改变信贷发行者支付模式的潜在利益冲突和信贷风险评级的公益性质被私营化的问题。

33. 然而，一些经济学家所采取的立场与国际改革努力根本相反。他们主张对信用评级机构减少监管、较少依赖，而更审慎地监管债券投资组合管理人员和投资者自己对债券的信用可靠性的评估。与其将安全评判交给评级机构，审慎的监管者不如将安全债券组合的负担直接放在受管制的金融机构身上，使它们能够在审慎的监督下，根据合适情况征求对债券的信用可靠性的意见。¹⁷

34. 到目前为止，监管者、市场参与者和学者可能已经确定了对信用评级的可靠补充，例如信用违约掉期中的市场隐含评级，但没有商定对信用评级的发行者支付模式的特定替代办法。然而，显而易见的是，监管机构应制定独立的标准信用评级可靠性标准，并在监管工作中排除登记的机构评级。然而，投资者应更多制订内部模式，以评估其组合的可靠性，而将机构评级作为内部评估其组合资产的信用可靠性的许多因素之一。

35. 监管机构最终必须建立的正确激励办法，以减少可能的利益冲突，无论是采取投资者支付模式、发行者支付模式、根据业绩支付模式或票据交换所模式，以加强竞争和透明度。如果信用评级机构因不尽责或为争取市场份额而妨碍提供准确的评级，未能适当评估债务证券或投资者可能的欺诈，则应追究其责任和民事责任。如果激励措施正确，需要的监管会减少很多。相反，如果激励措施错误，即使建立了强有力的法规，市场失效也会对金融市场有很大影响，正如在全球金融危机中所见。

¹⁷ Lawrence J. White, "Credit-rating agencies and the financial crisis: less regulation of CRAs is a better response", *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol.25, No.4(2010).

七. 新出现的和现有的挑战

A. 公共商业债务增加¹⁸

36. 过去十年，大多数发展中国家和转型期经济体的公共债务出现了重要的结构性变化。当地和国际发行的证券仍然占大多数，银行贷款占总额比例仍然较小。¹⁹ 然而，已经出现了从国际转向国内债务市场的迅速变化。在一些发展中经济体和转型经济体中，国内债务市场发行的公共部门债务所占份额，已超过了金融和非金融公司发行的国际证券所占份额。对所有发展中经济体，²⁰ 2013 年这一公共部门债务在外部商业债务证券中所占比例接近 43%。这方面的相关情况是，在一些大的发展中国家，外国对国内政府债务市场的参与相应增加，以及公司在海外发行的债务迅速增加。截至 2013 年年底，在一些发展中国家，外国投资者持有地方债务市场上政府债券的三分之一以上。几乎所有这些外国财产是按当地货币计算。

37. 造成这种情况的有几个因素。第一，美国财政部债券收益极低造成更多的外国财产四处寻求收益，无疑对外国参与者更多参与各国国内金融市场发挥了核心作用。²¹ 第二，发行地方货币债券国家的信用评级，平均高于主要依靠美元债券的国家，这往往使以当地货币和美元计价的债券之间的差值减小。第三，许多发展中国家和转型期经济体成功控制了通货膨胀，并改善了经常账户和储备情况，从而帮助降低了货币风险。最后，由于资本流入的激增，大多数国家的货币具有升值压力，提高了地方债券的回报。尤其是在欧元区危机之后，这些债券的回报更贴近那些被视为“安全”的国际资产。²²

38. 截止 2013 年年底，在若干发展中经济体，外国持有份额平均占政府总当地货币证券(包括国际发行的当地货币债券和票据)的近 30%。²³ 自危机爆发以来，在外国持有量占当地货币债券的比例增加的同时，国内银行持有的主权债务占总资产的百分比则有所降低，特别是在亚洲和拉丁美洲。

39. 外国更多进入国内债务市场的一个重要影响是，政府债务的持有状况向非居民发生很大转变，特别是在证券方面。据估计，在发展中经济体和转型经济体，

¹⁸ Yilmaz Akyuz, 《Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies》, 贸发会议背景文件(即将印发)。

¹⁹ 中国是一个明显例外，政府总债务只有不到 30%是证券。

²⁰ 国际清算银行分类，国际金融统计。

²¹ Philip Turner, 《The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs》, 国际清算银行工作文件，第 441 号(2014 年 2 月)。

²² Ken Miyajima, M.S.Mohanty 和 Tracy Chan, 《Emerging market local currency bonds: diversification and stability》, 国际清算银行工作文件，第 391 号(2012 年 11 月)。

²³ 这包括印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、南非和土耳其。

不包括外国官方贷款，外国现持有 1 万亿美元的政府债务。这其中约有一半发生于 2010 年至 2012 年期间，主要是在与发达经济体的利率差的吸引下，通过外国资产管理人的大量流入。²⁴ 公共证券相对于公债总额而言，外国持有量的增加要广泛和显著得多。

40. 更重要的是，外国持有的发展中和转型经济体的当地货币债务，不是在外国中央银行和其他官方机构手中，而主要是在发达经济体短期投资者、特别是外国资产管理人的投资组合中。据估计，截至 2012 年底，在外国人持有的约 1 万亿美元中，外国中央银行持有的发展中和转型经济体政府债务只有 400 亿至 800 亿美元。²⁵ 在总共 24 个国家中，中央银行储备资产中只有 7 个国家的政府债务。除有大量官方债务的几个国家之外，外国官方持有资产、包括中央银行作为储备资产和外国官方贷款持有的资产，远远低于外国银行和非银行两方面的私人持有资产。²⁶

41. 虽然债务证券从外国转向国内货币对发行者有一些好处，但是在一些发展中国家观察到的外国更多参与国内债务市场的趋势，对决策者带来若干相关问题。非居民更多地投资于当地债券和票据，增加了国内债务市场的深度和流动性，由于对债务工具的总需求增加，导致定价有所改善和偿还期延长。然而，外国持有的国内债务往往不如国内机构投资者持有的国内债务稳定，因为前者没有义务以当地债务工具持有自己一定比例的资产。例如，许多国家的国内银行必须以当地货币债务工具持有一部分储备，因此即使在危机时期，也不能将持有量减少到要求的水平之下。而外国资产管理人原则上可以抛出所有的持有额撤出市场。在国际利率差发生急剧变化而外国投资者占地方债务市场很大份额的情况下，他们可能迅速减少所持有的当地货币债务，造成国内利率急剧上升，并对国内货币产生下调压力。²⁷ 这些由于投资者情绪急剧变化造成的影响，会对资本账户放开而没有采用资本账户管理技术的国家产生很大效应。建立了资本管制或采用了资本账户管理技术的国家，可以找到规避资本迅速外流的方式。此外，由于发展中国家国内债务证券的所有外国投资者都是私人债权人，私人债权人对国内债务的参与加大。如发生违约，这使债务重组变得困难，特别是在没有事先债务重组机制的情况下。

B. 债务重组的挫折

42. 阿根廷最近的债务危机和旷日持久的债券持有人抵制债务重组诉讼，使国际上加紧讨论必须建立主权债务重组机制，以改进主权债务重组中的效率、公平和

²⁴ Serkan Arslanalp 和 Takahiro Tsuda, 《Tracking global demand for emerging market sovereign debt》, 基金组织工作文件, 第 14/39 号(2014 年 3 月)。

²⁵ 同上。

²⁶ 同上。

²⁷ Christian Ebeke 和 Yinqiu Lu, 《Emerging market local currency bond yields and foreign holdings in the post-Lehman period-a fortune or misfortune?》, 基金组织工作文件, 第 14/29 号(2014 年 2 月)。

协调。最近的债务危机再次表明，在许多情况下，无序的债务重组可能会因为拖延和拯救私人债权人的费用高昂，导致私人债务社会化和使人民遭受痛苦。对阿根廷的诉讼还凸显了现行法律不成体系的问题，造成不同法院对同样合同条款作出迥异的解释，因而采取了各种不同的裁决。这最终导致债务重组更不一致和更不确定。

43. 美国最高法院 2014 年 6 月 16 日的裁定(阿根廷共和国诉 NML 资本管理有限公司)，涉及在阿根廷 2001-2002 年灾难性的 1 000 亿美元债券违约之后的 2005 年和 2010 年债务互换问题；该裁定主要按纽约法律作出，对没有参加阿根廷债务互惠的特定对冲基金是一项重大胜利。这对有序的主权债务重组也是一个挫折，其后果可能会产生远远超出美国和阿根廷边界。

44. 在 2001 年违约之后，阿根廷在 2005 年第一次试图重组债务，后来在 2010 年第二次进行债务互换。2005 年抵制互换者中有一半以上接受了 2010 年所报的条件，这使参加两次债务互换的债权人达到 93%。有些对冲基金以很大折扣从抵制互换的债权人手中购买了违约债券，后来要求全额支付原债券面值。这被许多人看做是掠夺行为。以 NML 资本管理公司牵头，若干抵制互换的对冲基金在纽约南区美国地区法院集体起诉阿根廷。

45. 法院根据对平等待遇条款的解释裁定，将来任何关于债券重组的付款，均需全额支付抵制重组的债券持有人。这一对平等待遇条款非同寻常的解释，甚至令债务重组界资深人士感到惊讶。然而，2013 年 11 月 18 日，美国第二巡回上诉法院判 NML 胜诉。阿根廷就裁决向美国最高法院提出上诉，最高法院后来在 2014 年 6 月 16 日的裁定中维持初级法院的裁决。这些裁决实际上构成了奖励抵制债务重组的债权人而惩罚参加重组的债权人的先例。

46. 第二巡回法院的裁决还对代表阿根廷政府支付参加两次债务互换的债券持有人的第三方(此案中为银行)具有重要影响。法院裁定，这些第三方若在全额支付抵制方之前继续进行付款，将被作为藐视法律对待。此外，最高法院第二项裁定确认了 NML 提出的请求，即：参与处理支付阿根廷债券持有人的银行，必须向抵制重组的债券持有人提交关于阿根廷全球资产的信息。要求金融机构不得支付参加互换的债券持有者，并得提供关于主权借款人全球资产的信息，可能对国际金融体系产生重大影响，因为金融服务提供者将被要求便利为债权人执行债务合同。

47. 阿根廷共和国诉 NML 资本管理有限公司一案建立了重要的新法律先例，可能对国际金融体系产生深远影响，是国际主权债务重组的一个重大挫折。裁决使债权人丧失了参加有序解决债务问题的经济刺激，并使今后的债务重组更加困难，特别是对没有集体行动条款的未清偿债券，这种条款的目的在于减少一小部分债权人抵制债务重组的可能性。未清偿金额不详，但可能会很大。虽然从阿根

廷违约、特别是 2007-2009 年全球金融危机以来，债券合同中更多地普遍采用了集体行动条款，但是没有集体行动条款的债券到期还需要若干年。此外，要求第三方金融机构提供关于主权借款人资产的信息，将对国际金融系统带来重大影响，因为为债权人执行合同债务将成为参与债务重组的金融服务者的服务义务。

C. 关于债务解决机制的国际辩论

48. 阿根廷共和国诉 NML 资本管理有限公司一案突出显示，迫切需提高在国际一级债务重组的效率和协调，以减少在没有明确的主权破产程序情况下更广泛参与重组的障碍。现有程序是临时性的，缺乏一致性。在全球金融危机和旷日持久的阿根廷债务互换诉讼之后，人们的观点发生了转变，更为倾向于债务解决机制。在陷入危机五年之后，人们已经看到需要解决拖延或“太少太晚”的问题，以减少未偿债务的经济代价和对人造成的痛苦。大会关于债务问题的若干决议，包括第 65/144、66/189 和 67/198 号决议，已经认识到制订一种债务解决机制作为预防和解决债务危机的工具，并呼吁考虑采取改良办法处理主权债务重组和债务解决机制。

49. 各种国际论坛，包括贸发会议、基金组织、秘书处经济和社会事务部、英联邦秘书处、非政府组织、智囊团和学术机构举办了会议并开展了研究，以探讨可能的债务解决机制是否可行以及如何安排。基金组织在 2003 年提出一项主权债务重组机制，并在 2014 年题为“基金贷款框架和主权债务——初步意见”的政策文件及其附件中重新审查了债务重组问题。然而，关于可能的改革方向，基金组织的最新建议是维持基于市场的办法，以债务合同为核心，并以债务调整为辅。在基金组织成员国失去市场准入和基金组织判定债务仍可持续但可能性不高的情况，将进行债务调整。实现这一目标的途径是延长债务到期时间，通常不削减任何本金或利息。

50. 然而，如果对重组机制应具备的特点没有集体的、包容的和透明的事先讨论，提出的债务解决机制设计的正当性和经济效力就会受到损害。2013 年初，贸发会议启动了一个基础广泛的协商进程，与法律和经济专家探讨对机制提出的设计，该设计以一套统一的国际公认的一般原则和程序为框架、结构和基础。制订债务解决机制的这一进程采取包容性的方法，这也将使根据进程所确定的规范特点已经提出的任何提议具备实质的正当性。这些程序将对制订债务解决机制的成果在法律、政治和体制方面产生巨大影响。鉴于创造全球公益必然要求各国当局在国际一级进行协调，此类程序将确保有效地处理全球债务危机、违约和未来自争端。

D. 必须建立国际商定的规范和原则

51. 借方和贷方在主权债务管理中采取稳健的做法，是对债务脆弱性和危机的第一道防线，对通过可持续的优质金融促进经济增长和发展至关重要。全球主权债

务系统迫切需要统一，因为解决主权债务危机的办法目前依靠的是松散的网络和临时性安排。要改进这种拼凑而成的安排，可以建立适用于所有利益攸关方的共同标准，并遵守促进贷款人和借款人在国际一级共同负责的规范。

52. 贸发会议 2012 年制订的“提倡负责任的主权借贷原则草案”，旨在填补三方面的法律和体制空白，以使主权贷款人和借款人受益。第一，这些原则系统归纳主权债务的法律和实践，提出统一的规范框架，以供主权国家和国际裁决机构参读。第二，它们传播知识，并促进对负责任的主权融资做法达成全球共识。第三，它们让各种利益攸关方成为采取负责任行为的支持者，促进在各个机构层面成功实施。这些原则不是要设立新的立法，而是要利用和发扬现有的良好做法和一般原则。因此，成功执行这些原则将以较低的政治代价，使主权借款人及其贷款人产生持久的行为转变。由此采取的共同标准，将进一步发出强化的明确信号，表明各国致力于共同努力维护金融稳定。

八. 结论和政策建议

53. 发展中国家在 2013 年继续面临债务指标恶化，其债务存量增加，包括短期债务增加，这造成总体债务比例恶化。这发生在全球经济增长缓慢的环境下，使得发展中国家容易受到经济衰退的影响和外部冲击的影响。应持谨慎态度，实行积极的风险和债务管理战略，以保持可持续的债务水平。

54. 此外，最不发达国家国际市场上发行浮动债券以利用低利率的增长趋势，帮助各国获得了基础设施所需的资金来源。这增加了利用新金融工具管理风险的重要性，包括期限“挤迫”、结转风险和货币风险，以及在吸收能力和大量资本流入引发宏观经济波动性方面的挑战。

55. 虽然 2013 年官方发展援助在连续两年下降之后有所增加是喜人的，但是援助拨款从最贫穷国家转而流向中等收入国家令人关切。受方案援助减少影响的国家，是最依赖援助才能实现千年发展目标和降低贫困水平的。此外，对最不发达国家和低收入国家、特别是非洲方案援助下降的趋势令人担忧，因为非常优惠的融资对债务可持续性至关重要。国际社会必须在 2015 年后议程中重振其官方发展援助承诺。

56. 尽管在一些发展中国家更多的外国参与国内债务市场带来一些好处，但是应当充分认识到利弊权衡，特别是在内部和外部冲击时可能发生资本逆向流动，会导致国内利率急剧上涨和本国货币下调压力，或两者兼有。因此，决策者应该找到一个重要的平衡，兼顾外国参与地方债务市场和必须继续促进国内机构持有大量当地货币债务。

57. 阿根廷共和国诉 NML 资本管理有限公司一案表明，没有解决国际债务机制可能会带来复杂问题。解决债务危机的国际临时性安排造成了不一致和不确定

性。不同法院对相同合同条款有着非常迥异的解释，可能作出各种不同的裁决。政治和利益团体可能影响判决结果和债务重组，损害一致性和公平性。阿根廷共和国诉 NML 资本管理有限公司的裁决使未来债务重组更加困难，因为对债务人来讲，鼓励债权人进行协调的激励措施只剩下道义劝说和对外关系。

附件

发展中国家的外债^{a, b}

(10 亿美元)

	所有的发展中国家和经济转型国家					撒哈拉以南非洲				
	2000-2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2000-2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
债务总额	2 855.8	4 575.6	5 072.6	5 517.1	5 996.4	221.9	268.0	296.5	330.2	343.0
长期债务	2 232.7	3 332.4	3 646.7	4 013.1	4 311.8	176.3	204.3	232.1	256.5	267.3
私人(份额)	67.1	74.8	76.2	77.0	76.5	29.9	48.7	51.2	53.8	51.7
私人无担保(份额)	37.7	48.2	50.1	50.0	49.8	10.0	21.3	22.2	22.5	20.8
短期债务	530.7	1 075.1	1 257.9	1 348.1	1 513.5	36.6	44.3	43.7	52.1	51.8
欠款	91.2	61.4	59.5	64.4	65.0	38.6	28.6	26.8	28.2	29.2
偿债	409.3	606.7	670.5	678.4	745.9	14.2	13.2	15.4	19.5	21.3
国际储备	2 206.2	5 451.4	5 967.7	6 239.1	6 766.2	79.9	138.5	146.5	164.3	166.5
债务指标(百分比)										
偿债/出口 ^c	11.6	8.7	7.8	7.9	8.3	6.4	3.4	3.3	4.2	4.5
债务总额/出口	84.6	75.1	69.0	72.8	75.9	98.0	67.5	62.4	70.7	71.7
偿债/国内总产值	3.7	2.5	2.4	2.3	2.5	2.3	1.2	1.2	1.5	1.6
债务总额/国内总产值	27.1	21.9	20.9	21.7	22.7	35.7	23.7	23.6	25.3	25.9
储备/短期债务	436.2	527.3	489.2	473.2	457.1	239.6	336.6	354.6	328.0	336.1
储备/M2	29.3	30.1	28.3	26.1	25.3	34.4	30.3	31.9	32.9	32.4
	中东和北非					拉丁美洲和加勒比				
	2000-2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2000-2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
债务总额	153.0	166.6	162.9	177.1	192.3	810.6	1 096.3	1 244.1	1 389.2	1 484.5
长期债务	123.3	121.1	120.0	129.8	136.5	669.8	888.6	1 039.8	1 168.6	1 251.7
私人(份额)	32.2	35.5	34.4	36.5	37.2	79.5	80.8	83.2	84.1	79.8
私人无担保(份额)	4.8	5.8	6.1	6.6	6.3	35.9	43.4	48.3	48.2	43.3
短期债务	26.7	37.2	34.7	38.7	44.0	118.0	182.4	178.8	194.3	205.3
欠款	7.0	0.8	0.8	1.4		23.1	16.3	21.4	21.4	21.3
偿债	18.8	16.5	18.2	15.6	15.4	137.3	136.5	162.5	191.3	203.7
国际储备	192.2	374.6	374.1	359.1	368.7	287.6	618.2	723.0	781.9	802.0
债务指标(百分比)										
偿债/出口 ^c	8.7	4.7	4.5	4.5	5.1	21.1	13.4	13.0	15.0	15.9
债务总额/出口	70.9	47.2	40.4	51.1	63.8	124.6	107.6	99.5	109.0	115.8

	所有的发展中国家和经济转型国家					撒哈拉以南非洲						
	2000		2010年	2011年	2012年	2013年	2000-		2010年	2011年	2012年	2013年
	-2009年						2009年					
偿债/国民总收入	3.1	1.5	1.4	1.2	1.3	4.9	2.7	2.9	3.4	3.6		
债务总额/国民总收入	25.3	15.1	13.0	13.5	16.4	29.1	22.0	22.2	24.9	25.9		
储备/短期债务	719.2	1 006.2	1 079.0	926.9	837.2	245.4	341.5	407.6	405.7	393.9		
储备/M2	50.3	63.3	59.8	54.0	57.2	29.2	30.5	33.7	32.5	32.3		
	东亚和太平洋					南亚						
	2000		2010年	2011年	2012年	2013年	2000-		2010年	2011年	2012年	2013年
	-2009年						2009年					
债务总额	634.4	1 078.1	1 284.1	1 407.3	1 619.6	226.5	407.4	459.2	498.8	537.8		
长期债务	436.4	580.2	641.1	708.6	817.4	199.0	323.6	352.7	380.4	411.2		
私人(份额)	59.2	64.0	66.7	70.9	72.4	41.5	52.0	53.5	56.5	58.8		
私人无担保(份额)	37.4	42.0	47.1	50.4	51.0	31.5	41.9	42.8	43.9	46.0		
短期债务	187.3	477.7	622.9	678.7	782.2	22.0	63.8	86.5	100.0	106.8		
欠款	11.9	6.2	6.4	2.2	2.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		
偿债	80.5	100.0	110.4	112.0	122.7	24.7	30.2	33.9	34.9	48.5		
国际储备	1 153.0	3 312.6	3 705.5	3 866.2	4 352.7	164.0	312.3	306.5	306.0	312.5		
债务指标(百分比)												
偿债/出口 ^c	5.9	3.8	3.6	3.4	3.4	12.3	7.1	6.3	6.5	8.6		
债务总额/出口	46.6	41.5	41.4	42.2	44.3	112.5	96.0	85.8	93.1	95.1		
偿债/国民总收入	2.4	1.3	1.2	1.1	1.1	2.3	1.5	1.5	1.5	2.2		
债务总额/国民总收入	18.6	14.2	13.9	13.7	14.6	21.5	19.8	20.1	22.0	24.3		
储备/短期债务	616.3	693.8	595.4	570.6	557.3	744.8	489.6	354.1	306.0	292.7		
储备/M2	24.3	27.0	24.8	22.6	22.0	24.7	21.1	21.0	19.3	19.6		
	东亚和太平洋											
	2000		2010年	2011年	2012年	2013年						
	-2009年											
债务总额	809.3	1 559.1	1 625.8	1 714.5	1 819.2							
长期债务	627.8	1 214.6	1 261.0	1 369.3	1 427.9							
私人(份额)	84.9	90.0	90.1	87.9	89.5							
私人无担保(份额)	55.9	65.0	64.5	62.4	65.6							
短期债务	140.0	269.7	291.3	284.3	323.4							
欠款	10.6	9.5	3.9	11.1	8.1							
偿债	133.8	310.4	330.1	305.0	334.3							
国际储备	329.4	695.2	712.1	761.6	763.8							

	所有的发展中国家和经济转型国家					撒哈拉以南非洲				
	2000-2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2000-2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
债务指标(百分比)										
偿债/出口 ^c	17.4	21.1	16.8	15.3	16.9					
债务总额/出口	120.2	134.9	111.6	114.3	121.7					
偿债/国民总收入	6.0	6.8	5.8	5.3	5.5					
债务总额/国民总收入	42.5	44.5	39.5	40.5	40.8					
储备/短期债务	275.1	297.6	276.1	293.1	258.3					
储备/M2	62.6	53.0	50.1	45.9	42.9					

来源：联合国贸易和发展会议计算的依据是世界银行《2014年国际债务统计》(在线数据库)。

^a 根据“全球发展金融”出版物界定。

^b 2013年为估计数。

^c 出口包括商品出口、服务出口和原始收入出口。