

# 全球智库半月谈

主权债务之谜

地缘政治风险加剧了吗？

从大分化到南南分化

各国潜在经济增速

协调绿色支出与债务可持续性之间的矛盾

美国多维度货币政策的全球溢出效应

本期编译

廖世伟

刘萱仪

宋海锐

王悦人

熊春婷

张高瀚

张丝雨

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

## 目 录

## 全球视野

## 主权债务之谜.....6

导读：我们回顾了主权债务文献的研究现状，并指出不能简单地认为主权债务的规范模型能够准确解释主权债务定价和偿还的几个事实。我们对 20 多个主权债务谜题进行了识别和分类。这些令人费解的现象有些是耳熟能详和有据可查的，另一些则不那么出名，对其描述有时是基于轶事证据。我们将这些谜题分为三类：关于主权国家如何发行债务的谜题；主权债务定价之谜以及关于主权违约和违约后重组的谜题。最后，我们提出了新研究的可能途径，旨在使理论与我们在现实世界中观察到的现象相一致。

## 地缘政治风险加剧了吗？ .....26

导读：2023 年即将结束，欧洲和中东、俄罗斯和乌克兰、以色列和 Hamas 之间的主要战争正在肆虐。根据乌普萨拉冲突数据计划（UCDP）数据库，涉及主权国家的活跃武装冲突比第二次世界大战以来的任何时候都多。但情况是否比以往都更糟，或者至少风险更大？由 Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello 开发的地缘政治风险指数（GPR）旨在从更广泛的历史角度评估风险，并表明事实却并非如此。

## 协调绿色支出与债务可持续性之间的矛盾..... 30

导读：当前发达经济体的政府面临两大挑战：对抗全球变暖和控制公共债务。第一个挑战是实现巴黎协定和欧盟提出的减少温室气体排放和实现零排放目标，这需要巨大的投资。第二个挑战是防止公共债务失控，由于全球金融危机和 COVID-19 疫情的影响，公共债务与 GDP 的比率已达到历史高点。如何协调绿色支出与债务可持续性成为争议的焦点。为了解决这个问题，首先需要确定在两个方面的可操作空间，即确定应对全球变暖的成本和政府的财政预算。对于应对全球变暖的成本，需要考虑政府采取的工具，如公共基础设施投资和对私营部门的激励措施的规模和性质。

## 从大分化到南南分化..... 34

导读：随着东亚（尤其是中国）经济的迅速崛起，漫长的全球“大分化”时代已经结束。但是，经济史学家尚未对全球南方国家（发展中国家）近年来经济快速分化的原因和后果进行分析。本专栏认为，这种南南差异迫切需要关注。

## 各国潜在经济增速.....39

导读：经济增长对于实现发展目标、消除贫困，以及确保债务负担的可持续性至关重要。在过去的二十年中，全球经历了两次大规模的衰退，这两次衰退都导致了长期的增长减缓。本文利用一组新的潜在增长测度数据，说明在过去十年中潜在增长呈现出稳定而广泛的下降趋势，与此同时，增长的所有基本驱动因素随时间失去了动力。作者还发现，不利冲击可能对潜在增长产生持久的负面影响。

## 美国多维度货币政策的全球溢出效应.....42

导读：美元在全球贸易和金融中的主导地位引发了大量关于美联储（Fed）货币政策溢出效应的文献。然而，尽管做了大量工作，我们的理解仍然存在重大空白。由于全球金融危机后的零利率下限，以及关于未来政策利率和大规模资产购买（LSAPs）的前瞻性指导的日益增加，检验美联储政策的影响变得更加复杂。随着世界各地的经济体从疫情大流行

带来的压力中走出来，并摆脱俄罗斯与乌克兰冲突的影响，理清美联储政策正常化对这些措施的影响至关重要，因为美联储可能会在未来更频繁地采取不同的措施，而且最优政策反应可能会因溢出效应的性质而有所不同。

#### 预防与治疗：四张图表中的主权债务违约..... 44

导读：新兴市场和发展中经济体的高水平政府债务，以及过去两年全球利率的上升，目前加剧了新兴市场和发展中经济体的债务违约风险。然而，过去的债务违约往往不能成功地解决与债务有关的风险：过去三分之一以上的主权债务违约未能以持久的方式降低政府债务或借贷成本。那些成功的国家实现了高于中位数的债务重组和增长加速。许多新兴市场国家已经转向国内债务，这降低了违约风险。然而，较高水平的国内政府债务是以较高水平的借贷成本和较低规模的银行对私营部门信贷为代价的。在当前充满挑战的外部环境下，需要采取政策来加快可持续增长和支撑财政状况。

#### 本期智库介绍..... 47

## 主权债务之谜

Patrick Bolton、Mitu Gulati 和 Ugo Panizza/文 王悦人/编译

导读：我们回顾了主权债务文献的研究现状，并指出不能简单地认为主权债务的规范模型能够准确解释主权债务定价和偿还的几个事实。我们对 20 多个主权债务谜题进行了识别和分类。这些令人费解的现象有些是耳熟能详和有据可查的，另一些则不那么出名，对其描述有时是基于轶事证据。我们将这些谜题分为三类：关于主权国家如何发行债务的谜题；主权债务定价之谜以及关于主权违约和违约后重组的谜题。最后，我们提出了新研究的可能途径，旨在使理论与我们在现实世界中所观察到的现象相一致。编译如下：

### 1. 引言

主权债务定价和信用风险与主权国家的偿债能力和可持续性密切相关。然而，在文献中，主权债务问题的标准框架是根据主权国家的支付意愿来构建的。这一基本框架很难与实践中的主权债务定价和偿还的几个事实相一致。当人们通过标准的主权债务框架视角审视主权债务市场时，就会出现许多不能被框架所解释的谜题。本文并非首个指出主权债务标准模型的预测与主权债务市场的现实不符的文章（有关理论与实践之间差异的更多信息，参见 Rogoff（2022），Mitchener & Trebesch（2023），Gelpern & Panizza（2022））。本文对于这部分研究的贡献在于对主要的主权债务谜题进行识别和分类，并给出补充解释。其中一些异象是众所周知的，另一些则不那么出名。总之，我们确定了 20 多个谜题，并将其分为三类：（a）关于主权国家如何发行债务的谜题；（b）主权债务定价之谜；（c）关于主权债务违约和解决主权债务违约的谜题。

对主权债务的相关研究建立在 Eaton & Gersovitz（1981）的开创性著作的基础上。模型的简化表述是假设主权国家向国外借款以平滑（外生）收入波动，并且主权借款人因主权豁免或无法在主权境内提供可信的抵押品而无法被迫偿还债务。这两个假设的逻辑结果是，只有当违约成本高于需要偿还的债务价值时，主权国家才会偿还（贷款人才会放贷）。因此，违约成本决定了一个国家可以借多少钱——即其偿债能力。

然而，关键问题是，违约的成本是多少？Eaton & Gersovitz（1981）最初的假设是，各国偿还债务是为了保护自己在国际资本市场上的声誉。在他们的模型中，违约的国家将失去其作为信誉良好的借款人的声誉，并永久失去进入国际资本市场的机会。这一假设在现实中存在两个问题。首先，有证据表明，声誉成本往往是短暂的（Panizza et al., 2009；Gelpern & Panizza, 2022；Mitchener & Trebesch, 2023）。其次，主权债务的量化模型预测，如果仅考虑声誉成本就意味着债务限额接近于零（相关处理方法参见 Uribe & Schmitt-Grohé（2017））。为了（部分地）协调模型与数据，Arellano（2008）引入了主权违约具有外生产成本的假设。这是目前文献中的标准假设（参见 Uribe & Schmitt-Grohé（2017）；Aguiar & Amador（2021））。然而，这个简单假设的

一个困难是，尚不清楚是什么导致了这些产出损失。我们在本文中描述的几个谜题都与这个基本问题有关。

本文主要内容的安排如下：第 2 节描述了与主权债务发行有关的谜题；第 3 节涵盖了主权债务定价之谜；第 4 节集中讨论了主权违约和解决违约的谜题；第 5 节最后讨论了弥合理论与现实世界之间差距的可能方向。我们不再对标准模型进行回顾，因为 Uribe & Schmitt-Grohé (2017) 和 Aguiar & Amador (2014, 2021) 已经给出了基准模型及其扩展。

## 2. 主权债务发行之谜

### 2.1 债务太多了

从基于支付意愿约束来决定一国偿债能力的模型的角度来看，许多主权国家的实际偿债能力似乎远远超过这一理论的预测。“债务过多”之谜实际上是两个谜题。首先，各国的借款额超出了标准主权债务量化模型的预测。贷款人的贷款不应超过国家愿意偿还的金额，但在实践中他们经常这样做。第二个相关的谜题是，从长期增长最大化的角度来看，各国的借款似乎超过了最优水平。

主权债务文献中最著名和最有据可查的谜题是，基于 Eaton & Gersovitz (1981) 的主权债务定量模型预测的可持续债务水平低于观察到的债务水平。只考虑声誉成本的话，模型会得到接近零的可持续债务水平 (Aguiar & Gopinath, 2006; Arellano, 2008; Uribe & Schmitt-Grohé, 2017)。这是因为，在纯粹的声誉模型中，主权国家失去声誉的成本是未来无法通过外部借贷来平滑消费。由于消费波动的福利成本不是很高 (Lucas, 1987)，声誉损失并不是一种有力的惩罚。增加一个特设的违约产出成本 (Arellano, 2008) 改进了模型的预测效果，但模型得出的可持续债务水平仍然很低。

从消费平滑和投资的角度来看，各国的借款额似乎也超过了最优水平。正如 Aguiar & Amador (2021) 指出的是，较高的债务水平与较高的产出波动性和债务危机有关，这与平滑消费的动机相矛盾。更重要的是，更高的债务水平与更高的增长并不相关 (Gourinchas & Jeanne, 2013)，这与投资动机相矛盾。相反，有证据表明，国内生产总值增长率高的国家会偿还外部公共债务并积累外国资产 (Aguiar & Amador, 2021)。那么，为什么各国要借这么多钱呢？为什么外债积累伴随着较低的国内经济增长？

答案可能是由于一定的政治经济因素，也可能与自利政客过度借贷的行为 (相对于社会规划者的行为) 所产生的政治代理问题有关。Acharya et al. (2022) 提出了过度负债的政治经济学解释要素。然而，在 Eaton & Gersovitz (1981) 增加了产出违约成本的模型中，利己主义的政客的存在将降低国家偿还债务的意愿，从而放大第一个谜题。

### 2.2 无或有债务

或有债务是指其支付义务随一国的支付能力而变化的债务。以这种方式构建债务的主要原因是为了避免产生不必要的违约成本。如果该国发现自己处于无法履行其债务义务的境地，它将别无选择，只能违约，并向债权人支付低于其承诺的金额。债权人知道，在这种情况下，他们无法获得承诺的东西，并准备接受低于承诺的金额。与其经历一个漫长且成本高昂的违约程序，缔约方最好直接规定在这种紧急情况下在可以预见的范围内减少偿还额。然而，对于主权债务来说，这种或有偿还合同几乎不存在（IMF, 2021a）。

虽然确实有一些意外事件不能事先签订合同，但也有许多事件可以很容易地纳入债务合同，但事实上却并非如此。例如，许多人建议——可以根据 GDP 增长、大宗商品价格或自然灾害的情况来进行支付（Borensztein & Mauro 2002; Kamstra & Shiller 2009; Consiglio & Zenios 2015; IMF, 2021a）。一些人认为，如果考虑到债务再融资未来可能发生的变化，主权债务就是一种隐含的或有合同（Grossman & Van Huyck, 1988）。然而，如果在违约过程中存在无谓损失，并且对于确定哪种情况下的违约情有可原存在不确定性，那么在合同中明确规定这些意外事件可能比采用事后使用旨在区分情有可原的违约和不可原谅的违约的昂贵程序更有效。

债权人对债务国道德风险的担忧可能限制了 GDP 指数债券的使用。如果这种机制能够减少债务国的债务负担，各国可能会少报国内生产总值，并且降低它们的增长动力。然而，Borensztein & Mauro（2002）令人信服地排除了与道德风险相关的担忧。此外，在阿根廷的案例中反而出现了相反的情况——政客们夸大了几年的 GDP 数据，导致他们的 GDP 认股权证超额支付（Weidemaier & Gulati（2020b, 2022b））。还值得一提的是，有几种可能的或有债券类型不涉及道德风险。例如，对于没有定价权的出口商来说，与商品价格挂钩的债券就是这种情况，或者对于面临自然灾害风险的国家来说，带有参数化触发机制的巨灾债券也是这种情况。这些工具的付款是基于债务国不能影响的可验证参数。几十年来，许多政策制定者和学者团体——通常得到联合国、IMF 和各中央银行等官方机构的支持——提倡制定各种指数化主权债务工具（Griffith-Jones & Sharma, 2006; Manuelides, 2017; IMF, 2021a）。然而，市场对此普遍缺乏兴趣。为什么？

常见的解释指向信号担忧或市场失灵与政治失败（Weidemaier & Gulati, 2020a）。信号担忧与投资者的看法有关，即选择使用这些产品的国家可能会使自身未来处于劣势（Borensztein et al., 2007）。市场失灵假说与市场创造的正外部性有关：先行者必须支付为创新工具创造市场的相关成本，但在自由进入的情况下，无法获得与创造市场相关的所有利益。另一种可能性是金融市场分割：主权债券的投资者往往是固定收益证券的专家。这些投资者认为或有工具太像权益工具，超出了他们的专业范围。他们认为，他们无法有把握地为这些

工具定价（IMF，2021a）。政治失败假说与这样一个事实有关，即发行或有债券类似于购买保险，就其性质而言，意味着必须提前支付保费。一个具有前瞻性的仁慈的决策者会发现，在适当定价的情况下，保险费足以补偿该工具的风险缓解属性，而且在某些条件下，保险费是值得支付的（尤其是在国家承担风险的能力有限的情况下）。

然而，短视的政策制定者会忽视那些只有在他们卸任时才会发生的负面事件，他们可能会发现，相对于他们在任时的短期风险敞口而言，保费是昂贵的。因此，他们可能会选择事先购买更便宜的常规债券。

我们发现信号解释令人费解，特别是对于与国家无法控制的变量挂钩的债券。最近的一个例子表明，一个国家似乎并没有因为在其债务合同中加入了关于一个它几乎可以完全控制的变量的应急条款而受到惩罚。在2018年后发行的几笔主权和准主权债券中，俄罗斯加入了一项条款，允许其在“无法控制”的事件阻止其以外币支付的情况下，以卢布支付债权人。当时的背景是，俄罗斯在2014年与克里米亚发生冲突后受到了国际制裁，并且预计未来也可能会受到制裁（2022年爆发俄乌冲突后确实再次受到了制裁）。对我们而言，重要的是，债权人几乎没有反对使用该条款：债券被超额认购，有无该条款的债券之间没有出现明显的价格差异（Bradley et al., 2022）。

市场失灵的解释也同样令人费解，因为金融市场中有大量的创新，而市场参与者似乎能够为比简单的指数债券复杂得多的工具定价。相比而言，政治失败的解释似乎更有说服力。

### 2.3 混乱的合同结构

各国在国际市场上发行债券时，都会聘请顶级投资银行和白鞋律所担任顾问。然而，主权债券合约似乎更多是路径依赖的产物，其中夹杂着随机误差，而不是人们所期待的那种为数十亿美元金融交易而精心设计的结构（Scott et al., 2022）。在本节中，我们将讨论这些标准格式文件的四个令人困惑的特征，这些特征包含了隐藏在细则中的大量变化。

#### 2.3.1 缺乏单一的标准形式

理论上，如果市场上的债券都包含相同的标准法律条款，透明度就会提高，大大促进交易，并且在其他条件相同的情况下，降低发行和借贷成本（Kahan & Klausner, 1997）。在这样一个市场中，人们会预期看到大量的粘性合同，由于坚持标准形式所带来的价值，低效率的条款被保留得比它们应该保留的时间更长。对主权债券的研究证实了粘性现象，官方部门机构通常需要付出巨大努力才能引发整个市场的变化（Choi & Gulati, 2004; Choi et al., 2018）。

因此，人们可能期望该行业——包括债务人和债权人——会找到一种方法来制定一份可供所有人使用的标准表格，并让一些可信的组织根据需要更新该表格。也许他们可以聘请一批对市场运行和历史有深刻了解的行业专家来担任

纠纷的裁决者。毕竟，我们在金融衍生品和互换合约领域恰恰看到了这种标准化，国际掉期和衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association，简称 ISDA）在其中发挥了作用（Choi & Gulati，2006）。但为什么在数万亿美元主权债务的背景下就不行呢？

### 2.3.2 合同模板在多大程度上是真正的模板文件？

如前所述，交易活跃的证券的合同条款通常被认为是模板文件或标准格式。这使得这些金融工具易于买卖。除了一些无关紧要的变化之外，这些工具都是样板文件，这一观点被几乎所有参与主权债务交易的人所重复：投资者、交易员、债务经理、银行家或律师。在主权债务交易的现实世界中，投资者、交易员、债务管理者、银行家或律师等几乎所有人都在重复这样的观点：除了一些无关紧要的变化之外，这些工具采用的都是样板文件。

然而，当事人经常发现，当主权国家违约时（合同条款会被仔细审查），其实际签订的并非其所预期的标准条款。事实上，几乎每一个现代主权债务重组事件似乎都至少有一些债务，其最终条款与其他债务略有不同，这可能会在法庭上产生重大影响，并最终成为谈判的主题（Scott et al.，2022）。在这样一个由顶级银行营销、由最昂贵的律师编制合同且合同金额高达数万亿美元和欧元的世界里，人们可能会认为合同语言会尽可能地严密。然而，在不同的合同中，措辞的细微变化是很常见的（Weidemaier，2008）。对于所谓的标准主权债券中的每一项条款，人们都可以在任何给定时间点发现同一评级类别的交易之间存在微小的措辞差异（Choi et al.，2018；Choi et al.，2021）。而在主权债券受其法律管辖的两个主要司法管辖区中，法官在解释合同时遵循的如果是简单含义或严格的文本主义，那么微小的措辞变化可能会产生巨大的影响。那么问题来了，这些变化究竟是有意讨价还价的产物，还是随机突变的结果。

### 2.3.3 突变

关于有效合同范式最具代表性的观点之一是，人们可以有把握地假设有害的合同突变将会消失。被广泛引用的一句话是：“有害的启发法，就像有害的突变一样，将会消亡”（Smith & Warner 1979，p.123）。尽管这种想法在已经存在了至少半个世纪的过程中得到了支持，但它们却很少受到进一步的研究（Lyons，1996）。摆在桌面上的问题可以简单概括为：究竟存在多少突变？它们会随着时间的推移而消失吗？其中有多少是对当事人有潜在危害的？作为一种解释模式，我们上文所说的“简单含义”或“严格的文本主义”的意思是，如果词语表面上有明确和合理的含义，那就是当事人所得到的——因为这是英国和纽约的法院认为成熟的商业当事人想要的。然而，研究表明，有害的突变大量存在，而且许多突变不会随着时间的推移而消失（Scott et al.，2022）。有些甚至进一步传播和变异（Choi et al.，2018）。这些发现引发了更多的问题：为什么会发生这种情况？这是主权债务合约特有的情况吗？

### 2.3.4 创新和采用

除了集体行动条款（CAC）等少数条款外，有关主权债务合同中的合同创新如何以及何时发生的问题尚未得到系统研究（Gelpern et al., 2019; Gelpern & Zettelmeyer, 2020）。人们普遍认为，主权债务市场是一个成熟的市场，在必要或最佳的情况下会进行合同创新。相比之下，在现实世界中，主权债券合约的粘性是臭名昭著的（Gulati & Scott, 2013）。也就是说，市场对标准条款的变化有很强的抵抗力。

对于粘性的标准解释与外部性有关。使用其他所有人使用并已经使用了很长时间的同一条款是有价值的。每个人都能很好地理解这些条款，因此可以很容易地定价。各方都倾向于坚持标准形式，即使它会使市场处于次优均衡，即使新合同可以使所有人受益——如果所有人都采用它的话。但没有人采用更好的合同，因为任何一方改变条款的成本都太高了。上述理论有助于进行简单的预测。当大型市场参与者或官方机构——如国际货币基金组织（International Monetary Fund，简称 IMF）和欧洲央行（European Central Bank，简称 ECB）——帮助在市场参与者之间传播信息，并协调整个市场向新标准的转变时，创新就会出现。有一些突出的例子表明，次优条款最终通过官方部门机构和大型私人市场参与者的协调努力而得到改变（Gelpern & Gulati, 2006; Gelpern et al., 2015）。

但是，如果深入挖掘，就会发现个别发行人也在创新。他们有时会悄悄地这样做，而且据我们所知，几乎没有迹象表明他们会因偏离市场标准而受到市场惩罚。然而，我们没有理论来解释为什么以及何时合同创新悄然发生或是明显发生，以及为什么某些创新会扩散而其他创新则不然（Choi et al., 2012; Choi et al., 2017; Panizza & Gulati, 2021）。

## 2.4 合同的不完善

由于可验证性、语言局限性、释义冲突、信息不对称等问题，合同的某些维度是不完整的。但许多可以签约的实质性事项却被遗漏了，这是为什么？

### 2.4.1 违约利率

每一次主权债务违约都会出现的一个问题是，当主权国家停止付款时——也就是说，当它决定不再支付并宣布延期偿付以便与债权人重新谈判时，适用于未付款项的违约利率是多少。这是债务人和债权人可以事先谈判的，但通常不会这样做。如果主权国对其所有债权人违约，并且无法向任何一方支付所欠金额，那么主权国违约期间的违约利率就无关紧要了。然而，主权国家通常有选择地违约：它们继续向一些债权人付款，而不向其他债权人付款（例如，那些向它们提供紧急融资的官方部门贷款人通常会得到偿还）。换句话说，只有一些债权人将处于延期偿付状态——其他债权人将获得合同规定的定期付款。

当债权人就未付款项起诉主权国时，事情会变得更加复杂。根据纽约州等司法管辖区的法律，收到法院判决后，会遵循州规定的违约利率。该比率可能因起诉法院的类型而有很大差异（主权工具通常允许债权人在多个不同的司法管辖区提起诉讼）。这意味着债权人必须选择是否提起诉讼，然后获得国家规定的违约率或保持合同利率。这最后一个谜题经常让债权人惊慌失措。有时，这会导致他们延迟提起诉讼，从而产生费用。这种情况尤其会在纽约发生，联邦法院对所有判决的违约利率都定得极低（接近美国国债利率），债权人不希望陷入如此低的利率。

对这一问题的解决方案是预先指定违约利率（Weidemaier & Gulati, 2020a）。然而，尽管债权人在一次又一次的违约中遇到了这一问题，但主权债券合同中并没有出现这种情况。

#### 2.4.2 必要性或不可抗力

商业合同通常包含不可抗力（天灾）条款或同等条款。这些条款会在发生非缔约方过错的重大冲击（如战争、传染病、飓风等）时修改履行情况。当主权借款人遭遇灾难时，它需要能够将有限的资源用于自身恢复，而不是偿还债权人。事实上，在这种情况下，债权人可能会事先同意债务人能够延迟付款，因为迫使债务人仓促违约将对双方造成损害（Bolton & Rosenthal, 2002）。

根据债务人和债权人如何看待他们之间的关系以及分配风险的意愿，这些条款可以写成狭义或广义——允许在某些天灾事件中推迟或修改义务，但明确其他类似事件不能算作推迟的借口。在大多数司法管辖区中，都有适用于这些案件的背景法律（缺省规则）（在法律上属于不可能、不可行、目的落空理论的范畴）。因此，不可抗力合同条款是双方当事人为了各自的具体偏好而绕过背景默认规则专门订立合同的一种尝试。

然而，与兼并收购合同等许多其他复杂的商业合同不同，主权债券中几乎从不出现不可抗力条款。相反，这个问题并不明确。即使有一种特殊版本的天灾理论，在国家签订协议时也可能作为默认情况适用。这就是必要性原则，即当国内需要时，国家可以暂时推迟履行其国际义务（Bolton et al., 2021; Bolton et al., 2023）。最近，在公开讨论和实际诉讼中都出现过是否适用危急情况原则的问题，但无论哪种情况都没有明确的答案，这就更加令人费解了（Weidemaier & Gulati, 2022a）。人们可能会认为，理性的缔约方会希望以某种方式把事情说清楚。

#### 2.4.3 多边部门优先权的法律不确定性

主权债务市场的决定性特征之一是多边贷款（即 IMF、世界银行和其他多边机构的贷款）事实上优先于所有其他贷款。多边机构在其他任何人之前首先得到全额偿还——对这一情况的解释是，当国家失去市场准入时，这些机构以低于市场的利率向国家提供短期紧急融资，更一般的，它们在债务国经济困难

时期继续放贷（Galindo & Panizza, 2018）。为了使得这些机构能够以财务可持续的方式做到这一点，它们需要得到还款保证。但令人困惑的是，这一优先事项没有在法律上正式规定，尽管似乎没有任何逻辑上的理由说明为什么不能或不应该这样做。如果某个特立独行的债权人获得一项法律判决，赋予其与所有其他债权人平等的正式受偿权，那么缺乏法律正式化就会给几乎所有相关方带来风险。从法律上讲，这将使多边机构的优先受偿权处于危险之中。这种风险在大约十年前阿根廷的“债权人平等权利之战”中得到了体现（Boudreau & Gulati, 2014）。

就阿根廷而言，IMF 和阿根廷能够确保阿根廷向 IMF 支付的款项受到保护，不受拒不让步的债权人阻止或扣押。但律师必须花费精力来确保这一点，而且始终存在的风险是，顽固债权人的律师会找到巧妙的策略来获得 IMF 的付款。鉴于阿根廷的经验，以及近几十年来拒不合作债权人针对主权债务重组提起诉讼的可能性越来越大，随之而来的问题是——为什么不将向陷入困境的主权债务提供紧急或过渡性融资的任何官方部门机构的优先权正式化？

与优先偿付顺序缺乏明确性有关的是，IMF 在如何评估债务可持续性方面仍然没有公认的全球标准。IMF 和世界银行确认了一种适用于低收入国家的方法（IMF, 2021c）。此外，IMF 最近更新了其对市场准入经济体的债务可持续性分析（IMF, 2021b）。

即使这些常用的评估债务可持续性的方法也没有得到普遍接受（例如，中国有自己的评估“一带一路”倡议参与国债务可持续性的方法）。此外，这些方法并不完全透明。IMF 声称，缺乏透明度是因为“基金组织做出可持续性（以及贷款）决定的方法可能对市场敏感”（IMF 2021b, p.39）。然而，有证据表明，这种缺乏透明度也与那些出于政治动机的决策有关（Lang & Presbitero, 2018）。依赖 IMF 作为债务可持续性标准制定者的一个问题是，在债务重组事件中，国际货币基金组织也是一个贷款人，它需要保护自己的资源。正式承认 IMF 贷款的优先地位将缓解这种利益冲突。

#### 2.4.4 双边债务分类的法律不确定性

政府间债务大多在巴黎俱乐部谈判，私人债务在其他地方谈判（在伦敦俱乐部，通常与伦敦没有联系）。当政府的大部分贷款是从发达经济体（美国、澳大利亚、加拿大、日本和欧洲国家）贷给新兴和发展中经济体，而私人贷款是由这些国家受监管的银行提供时，这一体系（或多或少）发挥了作用。各国政府将在巴黎进行谈判，可能会有本国有影响力的银行通过秘密渠道提供意见，然后达成协议。然后，国家（以及隐含的私营部门）将被告知，只有在私营部门贷款人提供类似待遇的情况下，该协议才能成立。不属于巴黎俱乐部的新双边债权国（主要是中国，但也有印度等其他几个大型新兴经济体）的存在放大了两个不确定性来源：谁应该算在官方债务类别中，以及什么是可比待遇

(Buchheit & Gulati, 2023)？关于前一个问题，即官方债务类别，应如何对待国家控制或国家资助的机构的贷款？至于可比较待遇的含义，“可比”的概念很模糊，许多处理方法的变形都可以算作“可比”。

为应对新冠疫情，二十国集团（G20）于 2020 年 4 月通过了暂停偿债倡议（Debt Service Suspension Initiative，简称 DSSI），旨在防止低收入经济体发生债务危机。虽然 DSSI 侧重于官方双边债务，但预计商业贷款人将提供同等的减免。但正如 Bolton et al. (2020) 所预期的那样，这并没有发生。当 DSSI 将于 2020 年底到期时（它被延长至 2021 年 12 月），G20 批准了一个超越 DSSI 的债务处理共同框架。共同框架预计将协调 G20 双边债权人的债务减免，包括不属于巴黎俱乐部的债权人（中国是其中最大的债权人），并让私人债权人参与进来。共同框架的最终目标是向不同的债权人提供可比待遇，同时仍然保护多边发展机构的优先地位（关于共同框架的详细讨论以及如何扩大共同框架，见 Friedrich-Ebert-Stiftung (2021) 圆桌会议报告）。

尽管共同框架倡议在解决主权债务方面的一些制度差距方面意义重大，但在其实施过程中，一些问题也变得明显起来。事实上，只有三个受债务困扰的国家（乍得、埃塞俄比亚和赞比亚）使用了共同框架下的可比待遇，尽管面临偿债挑战的国家数量要多得多。此外，对于在共同框架下寻求救济的三个国家来说，谈判进展缓慢，这可能是其他国家不愿意使用的原因。

已经有人呼吁改革共同框架，特别是进一步明确解决方案的时间表以及与商业债权人待遇的可比性（Georgieva & Pazarbasioglu, 2021），可能从一开始就将商业债权人纳入谈判，并为官方债权人和商业债权人之间的债权分配制定一个透明的公式（Gill, 2022; Rivetti, 2022）。

共同框架向前迈出的重要一步是，它为纳入不属于巴黎俱乐部的双边贷款人（最重要的是中国）提供了路线图。根据 Horn et al. (2021) 的相关研究，中国对低收入和中等收入国家的贷款规模已经增长到现在成为发展中国家最大的官方债权人。鉴于中国不是巴黎俱乐部的一员，因此没有建立双边贷款的报告机制。因此，中国贷款的金额和条款以及部分贷款的官方状态存在不确定性（Brautigam & Hwang, 2020; Horn et al., 2021）。尽管中国向发展中经济体发放的几乎所有贷款都是由中央政府或国有机构提供的，但中国本身并不认为其所有贷款都是官方双边债务。这就产生了一个问题，即在债务重组中应如何对待中国的贷款。所有的中国贷款都应该被视为双边官方债务，还是只考虑其中的一部分？事实上，要应用一个明确的公式来分配不同债权人群体的债权，需要就如何处理中国政策性银行发放的贷款达成共识。更重要的是，许多中国贷款似乎有一套独特的保密和优先条款，这使得重新谈判变得更加困难（Gelpern et al., 2022）。

为什么这个模糊的、基于规范的体系会持续存在？如果惯性和环境在很大程度上驱动着当今主权债务市场的制度基础，那么基于理性跨期优化的经济模型能在多大程度上反映主权债务的现实呢？

#### 2.4.5 反合并条款

包括美国和英国在内的一些司法管辖区有所谓的合并原则。这意味着一旦债权人在法院获得判决，他们的合同权利就会被合并到判决中。实际上，这意味着合同消失了，取而代之的是法院判决。

将合同权利并入判决的问题是，在此过程中可能会失去一些有价值的债务人权利。这是 CAC 在长期违约情况下的情况。CAC 是允许绝大多数债权人向少数持异议债权人强制实施重组解决方案的合同条款。它们是主权国家对付顽固债权人的最重要武器。但是，正如 IMF 自己承认的那样，合并原则可能意味着，当债权人获得对违约债务人的判决时，CAC 就会消失，从而为债权人提供了一种绕过 CAC 的简单方法（Gulati，2020；Weidemaier，2020；IMF，2021a）。

令人困惑的是，为什么在交易之初就同意需要拥有 CAC 的债务人和债权人却没有制定条款，明确向任何法院表明他们打算让其 CAC 权利在判决后继续有效。这样的条款尚未经过检验，但很可能在法庭上站得住脚——特别是在纽约，那里的理念是，只要不与公共政策利益相冲突，就应尽量满足当事人的合同要求。

#### 2.5 参数不能混用

当一个国家发行债券时，它可以选择根据本地或外国参数进行发行。例如，它可以在国内市场或国际资本市场发行债务，它可以在本国货币和外国货币之间以及国内法和国际法之间进行选择。这些决定需要权衡利弊。

在国内参数下，发行人在管理问题上具有自由裁量权，而在外国参数下，它将控制权交给了第三方。虽然放弃控制权可能会使债务管理复杂化，但它可能会降低借贷成本，因为它可以防止主权国家通过通货膨胀或国内法院的独断决策来减少债务。

然而，各国试图通过发行带有外国参数的债务来解决的摩擦是因国家而异的。因此，我们应该用国内外参数的组合来观察债券。事实上，大多数国家确实同时发行国内参数债券和国外参数债券，但他们很少在同一次债券发行中混合搭配国内和国外参数（Bradley et al.，2018）。大多数债券要么只有外国参数（它们在国外发行、以外币计价、并遵守外国法律），要么只有国内参数（它们在国内以本国货币发行，并遵守国内法律），这是为什么？

#### 2.6 没有明确的外债定义

有关外债的理论模型侧重于居民和非居民之间的资源转移，以及外债对国际风险分担的作用。外债的官方定义与这些理论模式一致，因为它与债权人的居住地挂钩（Panizza, 2008）。

这种基于居住地的定义有两个问题。一个与衡量标准有关，另一个与外国投资者的选择有关。当大多数国际借贷采取银团贷款的形式时，查明债权人的居住地很容易。然而，对可交易证券来说，使用基于居住地的定义较为困难，因为大多数发展和新兴经济体没有用于识别其债券最终持有人居住地的工具。当国内和国际债券发行之间存在明显分离时，这并不是一个大问题，外国投资者只购买在国际资本市场发行的债券（在货币、上市和管辖法律方面具有外国参数），而国内投资者主要购买在国内市场发行的债券。然而，由于外国投资者在几个本地债券市场变得活跃，现在很难跟踪外债情况。

例如，世界银行的国际债务统计（International Debt Statistics，简称 IDS）是最常用的外债数据来源之一。这也是唯一一个免费提供的数据集，其中包括了 1980 年代以来所有发展中经济体和新兴经济体外债水平和外债构成的信息。然而，IDS 低估了外债，因为它通常不会包括非居民持有的国内发行债券的信息（Eichengreen et al., 2022）。

第二个问题与外国投资者的选择有关，并与前文关于只有外国参数的债券和只有国内参数的债券之间的二元谜题有关。为什么外国投资者愿意购买根据纽约法律在纽约发行的以美元计价的债券，或者根据南非法律在约翰内斯堡发行的以兰特计价的债券？一种可能解释与市场规模有关。另一种解释是，外国投资者通过与国内投资者打交道，获得了一种隐性保护，因为政府关心他们的选民（例如 Broner et al., 2010）。

虽然违约风险确实如此（国内债务的明确违约并不常见，但并非闻所未闻；参见 Beers et al., 2022），但这一推论不适用于通胀风险。国内债务经常因通货膨胀而贬值（Reinhart & Sbrancia, 2015）。主权债务模型面临的一个重要挑战是认识到外债这一更丰富的特征，这使各国能够通过违约和贬值来应对冲击。与此相关但未在文献中探讨的是，私人贷款人自己如何定义外债。例如，外币债券发行通常会通过交叉违约、同等权益和消极担保条款与其他外债捆绑在一起。“外债”一词将在合同中有具体定义。但有时在上述三个条款中使用相同的外债定义——通常是以外币计价的债务，有时对每个条款使用不同的定义。没有人分析过为什么不同的定义可能适用于不同的条款。此外，我们的印象是，随着时间的推移，这些定义已经发生了变化。但似乎没有任何地方对这件事进行分析（关于复杂情况的讨论，见 Weidemaier & Gulati, 2023）。

### 3. 债券定价之谜

公司债券的定价在很大程度上反映了信用风险，即违约概率乘以违约损失。尽管主权债务定价也反映了信用风险，但利差与信用风险之间的联系并不那么明确。

### 3.1 相对于违约率，价差过高

主权债务的校准模型低估了预期的主权利差。例如，阿根廷在违约期间（1994-2001年）的平均利差为7.4%，而使用阿根廷数据校准的模型预测利差约为3.5%（Uribe et al., 2017）。这是一种普遍现象，因为标准模型预测的平均利差接近平均违约概率，而现实世界的利差似乎意味着更高的平均违约频率。原则上可以进行与观察到的利差相匹配的校准工作，但同时匹配平均主权利差和平均违约率更加困难。标准模型假设了100%的扣减率，这一事实放大了这个问题。通过假设一个更低（也更现实）的扣减率会产生主权利差，约为违约率的三分之一（Uribe et al., 2017）。

对观察到的高利差现象的一个推论是，新兴市场主权债券的事后长期回报远高于同类的“安全”债务工具（Meyer et al., 2022）。为什么会有超额收益？有哪些市场特征未被纳入这些模型？

### 3.2 定价：突变与创新

如上所述，在重组背景下，标准合同形式（语言突变）和偶尔的合同创新都会产生微小差异（Choi et al., 2012； Scott et al., 2022）。一个显而易见的问题是，这些突变或创新是否被定价。例如，如果卢里塔尼亚的一份合同，在一些要求主权国家为债权人做一些重要事情的关键条款中说的是“可以”而不是标准的“应该”，那么它会被定价吗？

当我们与从事这些交易的从业者交谈时，他们对我们这种想法嗤之以鼻。这些内容十分晦涩难懂，而且有太多隐藏在数百页的法律文件中，任何人都注意不到，更不用说被定价了。毕竟，这些交易需要在严格的时间限制下完成，以利用较小的市场窗口——至少解释是这样的。

但是，像阿根廷（2005年和2010年）和乌拉圭（2003年）这样的国家，在其2010年重组后的债券中包括了合并的CAC，而当时还没有其他主权国家这样做，这些创新又如何呢（Buchheit & Pam 2004）？或者是格林纳达（Buchheit & Karpinski, 2006）和伯利兹（Buchheit & Karpinski, 2007）先于其他国家在其债券中加入飓风条款？或者俄罗斯在2014年与克里米亚发生冲突导致西方对其实施制裁后，在其债券中加入反制裁条款（Bradley et al., 2022）？从业者声称，这些特定的法律条款不会影响债券价格。那可能吗？

### 3.3 主权担保

主权国家经常为其国内机构的借款提供担保。由于各种原因，那些由主权国家和其他机构共同承担的债务比主权国家单独承担的债务更有可能偿还，人们可能会认为市场对担保债务的估值会高于纯主权债务（Buchheit & Gulati,

2013)。然而，现实中的情况恰恰相反：主权工具的交易价值往往高于其主权担保的同类工具。即使担保票据有如此优越的条款，以至于债权人可以很容易地选择置身于任何重组过程之外（如果他们选择的话），情况似乎也是如此（Kissner, 2022）。对这一潜在谜题的一种解释是流动性，流动性将随着被担保的基础实体的功能而变化（例如，希腊国家铁路与雅典公共汽车公司），而主权工具在很大程度上是可替代的。然而，当危机袭来且极有可能发生重组时，这种流动性的溢价会发生逆转。在重组中，特殊的工具可能更有价值，因为它们需要制定特定的交易结构，而重组者将主要专注于主权债券的重组。经验表明，特殊工具如果太难重组，有时会完全逃脱重组（Choi & Gulati, 2016）。虽然对这一问题的研究很少，但似乎市场往往在博弈后期才认识到担保工具价值的这种动态变化（Choi & Gulati 2016; Weidemaier et al., 2022）。

### 3.4 大的和小的主权合同条款是否定价？

关于有效市场的最基本假设之一是，有关金融交易的公开信息将被反映在价格中。因此，人们预期关键合同条款的差异——例如需要债权人 100%投票才能改变的合同与需要 75%投票才能改变的合同之间的差异——将被定价。如果合同更容易允许重组，并假设投资者担心主权债务人太容易要求债务重组，那么投票门槛较高的债券应该比投票门槛较低的债券价格更高。

合同投票门槛的差异是否得到市场定价的问题可能是主权债务文献中研究最多的合同定价问题，即使不是更广泛的合同文献，已有数十篇关于该主题的论文。然而，结果令人费解。一些论文没有发现定价差异，有些论文发现定价差异对于一部分发行人来说是一种方式，而对于另一部分人来说则是另一种方式，还有一些论文发现，定价效应似乎只是在博弈的很晚阶段才出现，此时债务人深陷困境，几乎肯定需要重组（Becker et al., 2003; Eichengreen & Mody, 2004; Bradley & Gulati, 2013; Bardozzetti & Dottori, 2014; Carletti et al., 2016, 2021; Chari & Leary, 2021; Chung & Papaioannou, 2021）。

当人们越过投票门槛，关注信托结构与财务代理结构、提前赎回条款、管辖法律类型、是否使用仲裁条款、同等权益条款类型等术语的变化时，定价研究的结果变得更加模糊（Weidemaier, 2008; Haseler, 2012; Gulati & Scott, 2013; Panizza & Gulati, 2021; Bradley et al., 2022）。

最重要的是，尽管理论上预测这些条款应该从一开始就被定价，但实证证据并没有明确证据支持这一点。最多，我们可以说，高度突出的合同条款有时确实会被定价，因为这些条款极有可能在决定最终支出时起到重要作用。

### 3.5 获取地方政府破产信息的（不）重要性

在主权债务方面，一个备受争议的问题是让主权国家获得破产机会的价值（White, 2002; Shleifer, 2003）。破产计划对一个有成千上万债务需要解决的陷入困境的主权国家的价值在于，它提供了一种机制，既能为主权国家提供临

时救济，又能随后实现协调解决。如果没有破产机制，可能会导致一个漫长、拖延、混乱的过程，主权国家试图达成数千项单独的交易，而每一组债权人既希望获得优惠交易，又担心其他债权人获得更好的交易，再加上一些诉讼，成本可能是巨大的。然而，这些事后节省必须与事前激励效应相平衡。这种观点认为，如果违约太容易，债权人要么不愿意放贷，要么会收取更高的费用以补偿更高的违约概率。

这个问题是一个实证问题，已有多篇学术研究探讨这个问题。然而，在这场辩论中，几乎所有人都认为，获得破产或类似破产的机制很重要。但如果投资者不关心这一点呢？如果他们关心的是别的东西呢？

可以对上述问题进行研究的一个环节是美国的地方政府，因为美国各州可以决定是否允许其地方政府申请破产。这就设置了一个测试场景，因为从理论上讲，我们可以比较各州类似市政当局的借贷成本，因为各州提供的破产准入条件不同。多项研究使用了这种框架。一些人发现，破产提高了借贷成本，而另一些人则发现了相反的情况（Moldogaziev et al., 2017; Parikh & He, 2017; Gao et al., 2019）。

然而，正如理论预测的那样，所有的研究都假设破产对债权人来说很重要。然而，如果破产的可获得性很重要，人们会期望在销售文件中向投资者披露（如果以不完整的方式报告重要事项，则受反欺诈法的约束）。事实证明，当人们深入研究销售文件时，发行人（因此也可能是投资者）很少关心在招股说明书中向投资者提供关于破产机会的明确预测（Gulati & Schragger, 2023）。

### 3.6 作为可靠承诺的国内法律

主权国家可以通过向债权人做出可信的承诺来降低资本成本，这一观点的经典表述是使用宪法立法的例子（North & Weingast, 1989）。如果你环顾世界，就会发现这种立法的例子有许多，比如债务限额、维持预算平衡的承诺、税收限制、法定留置权、债权人优先权的承诺等等。

有时，就像欧元区主权债务危机最严重时期的西班牙一样，陷入危机的国家会通过此类增强信誉的法律来试图降低借贷成本（Gousgounis et al., 2021）。

与合同承诺一样，问题是这些法定承诺中的任何一项是否能使债权人相信债务人更有可能负责任地偿还债务。关于这一主题的研究很少，而且几乎没有一个研究考察主权承诺。在地方、市一级，撤销承诺较为困难（由于国家法律的限制），一些证据表明这些承诺可能很重要（例如，Heppke-Falk & Wolff, 2008; Feld et al., 2017; Moldogaziev et al., 2017; Gulati et al., 2020）。然而，在主权层面，我们几乎没有发现任何证据支持其中的一项承诺——优先偿付债权人的承诺（Gulati et al., 2020; Gousgounis et al., 2021）。但是，如果几乎找不到降低资本成本的证据，考虑到这些法律确实会带来一些昂贵的债权人诉讼风险，为什么还要通过这样的法律呢？

## 4. 主权债务重组之谜

### 4.1 各种违约

大多数关于主权债务的理论文献都假设只发生一种类型的违约：国家停止支付，并且通常假设扣减率为 100%。甚至最近的实证文献也是如此，违约被归类为二元事件，其定义类似于评级机构所采用的定义。在实证文献中，越来越多的人一致认为，研究人员应该放弃对违约的二元定义，因为各国违约和债务重组有许多不同的方式。

例如，债务重组可以在违约发生后进行，也可以是先发制人的（Asonuma & Trebesch, 2016）。债务重组的强制程度也各不相同（Enderlein et al., 2012）。我们还观察到，未能恢复债务可持续性的临时重组（因此是长期违约期的一部分）和标志着违约期结束的决定性重组（Reinhart & Trebesch, 2016）。Meyer et al. (2022) 从历史角度分析了各种违约情况，而 Caselli et al. (2021) 讨论了哥伦比亚的案例，哥伦比亚通常被认为是 20 世纪 80 年代唯一一个没有违约的拉美大国，尽管就所有实际目的而言，哥伦比亚与大多数其他拉美国家一样重新安排了债务。

### 4.2 延迟违约

建立在 Eaton & Gersovitz (1981) 基础上的理论模型假设借贷和还款决策是由社会规划者做出的。因此，当从社会的角度来看这是最优的时，就会发生违约。这一预测很难与经验证据相一致，因为实证证据表明，各国似乎经常过度推迟债务重组（Borensztein et al., 2007），而且其违约往往太少、太迟，因此无法持久地恢复债务可持续性以及市场准入（IMF 2013, p. 1）。

拖延必要的违约是代价高昂的，因为所有的债务积压扭曲仍然存在。此外，避免违约往往需要采取严厉的调整措施，而这些措施缺乏可信度，因此无法恢复全面的市场准入和债务可持续性。在调整期内，由于投资和金融稳定不确定性增加，未实现的违约风险导致经济状况进一步恶化。延迟违约也会使贷款方付出高昂代价，因为这会降低国家未来的债务可持续性。

延迟违约可能是由于国际金融架构的不完善或政治摩擦。如果债权人只惩罚战略违约（Grossman & Van Huyck, 1988）但对于何时发生真正不可避免的违约仍然存在一些不确定性，债务国可能会决定推迟不可避免的违约，以表明它们不是战略性违约者（Alfaro & Kanczuk, 2005； Borensztein & Panizza, 2008）。

因此，在缺乏处理主权违约的有效法定机制的国际金融架构中，延迟违约是次优解决方案。但推迟违约也可能是由于自私自利的政客的存在，他们决定为赎罪而赌博，以延长自己的政治生涯。

这两种解释有不同的含义。第一种解释意味着解决延迟违约问题需要改革国际金融架构。第二种解释意味着破产/重组决定不能完全由债务人作出。

### 4.3 退出违约时债务与 GDP 比率较高

各国违约的扣减率水平差异很大。扣减率的平均和中位水平在 35%至 50% 之间，具体取决于如何衡量扣减率以及所考虑的时期（Meyer et al.（2022）发现 1970 年以前的扣减率更高）。如果考虑到各国可能需要不同程度的债务减免才能恢复债务可持续性，那么不同国家和不同时期的减债率有所不同这一事实就不足为奇了。然而，这很难与假定违约成本不取决于扣减额的标准理论模型相一致。

更令人困惑的是，违约往往无法恢复债务可持续性（Reinhart & Trebesch, 2016）。国家在退出违约时，债务与 GDP 的比率往往比发生违约时更高（Benjamin & Wright 2009）。Sturzenegger & Zettelmeyer（2007）认为，低效重组的原因是决策者担心他们在重组后进入资本市场的力量。

### 4.4 顺境违约

对于违约代价高昂的主权债务量化模型的一个基本预测是，主权债务在经济衰退期间更有可能违约。例如，Tomz & Wright（2007）的定量模型预测，86%的违约应该发生在经济收缩时，而违约时的平均产出缺口为-7.4%。Tomz & Wright（2007）进一步表明，这些预测与数据不符：近 40%的违约发生在产出高于其长期趋势的时候，并且违约时的平均产出缺口仅为-1.6%。

这一令人困惑的结果可能与新兴和发展中经济体商业周期的特殊性有关。另一种可能性是，用于计算产出缺口的滤波技术可能导致对衰退深度的错误测量。对于第一个问题，Aguiar & Gopinath（2007）表明，在新兴和发展中经济体，产出波动是由对趋势增长的冲击驱动的，因此没有明确的方法将商业周期波动与趋势增长分开。第二个问题涉及 Hodrick-Prescott 去趋势法的基本假设。Panizza（2022b）利用 Hamilton（2018）提出的去趋势策略发现，只有 19%的违约事件发生在“好时间”，并且违约期间的平均产出缺口接近-7%。

### 4.5 重组中违反结构性从属关系的情况

陷入困境的主权国家通常有不同类别、不同期限的未偿还债券。一些债券给予债权人个人加速权，而另一些债券可能需要 25%的债权人投票才能加速。此外，一些债券需要 90%的债权人投票才能修改关键付款条款，而其他债券只需要 75%的投票。

这些重大差异使得重新谈判债券条款变得更加困难或容易。需要 90%的批准才能改变关键支付条款的债券将比需要 75%的批准才能改变的债券更难重组。因此，有人可能会认为前者在结构上比后者优先级更高——因为前者更难重组（Bolton & Jeanne, 2009）。人们还应该期望结构性高级债券的债权人能够要求比初级债券更高的重组金额。

坊间证据表明，这些合同差异——理论上应该影响债务的可回收价值——很少（如果有的话）导致主权国家向债权人提出不同的报价。在大多数情况下，

无论他们签订合同的事前权利如何不同，每个人都会得到相同的交易。事实上，即使差别很大，例如受外国法律管辖的债券与受当地法律管辖的债券，情况似乎也是如此。我们在 2012 年的希腊重组中具体看到了这一点，其中对外国和本地法律主权债券和主权担保债券的重组要约是相同的，即使这些类别的持有人拥有非常不同的权利（事实上，由于相关法律管辖区的不同，即使是外国债券之间也存在显著差异）（Zettelmeyer et al., 2013）。偶尔提起的向拥有更强合同权利的债权人提供几美分（以美元计）好处的做法与债权人选择就此事提起诉讼可能获得的赔偿相差甚远。为什么在重新谈判阶段的后端，合同权利的差异如此之小，这是一个谜。如果这些差别权利在事后并不重要，为什么要把它们写进合同呢？为什么重新谈判的条款很少反映诉讼环境中重要的差别权利？

#### 4.6（不是）冲向法院

主权债务重组的核心问题之一是协调分散的债权人，特别是对债务存量大的国家而言。这就是为什么人们一再提议，按照国际货币基金组织 2001 年提出的主权债务重组机制的思路，为主权国家引入一项国际破产计划。

人们经常认为，分散的债权人以不协调的方式采取单独行动的问题在于，当主权国家最终陷入财务困境时，债权人的本能反应是众所周知的“冲向法院”，这使得几乎不可能达成全面重组协议。但实际上，在最近发生的多起危机中——阿根廷、委内瑞拉、黎巴嫩——分散的债权人似乎没有扣动扳机并提起诉讼。如果说有什么不同的话，那就是债权人似乎不愿采取提起诉讼的步骤。

考虑到首先扣押稀缺资产的内在优势，以及如果等待太久就会完全失去债权的风险，债权人会急于提出债权的理论是合乎逻辑的。然而，在现实世界中，等待可能是有价值的。但等待什么？救助？主权经济复苏？战略延迟是使主权债务重组分析复杂化的另一个方面，迄今在文献中尚未对此进行讨论。

#### 4.7 回购

公司经常使用多余的现金来回购未偿债务，有时有人认为，主权国家在其债务折价交易时也应该这样做。

然而，Bulow & Rogoff（1988, 1992）表明，当主权债务人以市场价格回购自己的债务时，他们的境况通常会变得更糟，而债权人则会变得更好。原因是回购通过降低主权国家的持续债务增加了剩余债务的价值。然而，我们确实经常观察到债务回购。

那么，如果不是对债务国本身有利的话，他们为什么要回购自己的债务呢？是否存在使得债务回购有意义的条件？Dornbusch（1988）在他对 Bulow & Rogoff（1988）的评论中指出，如果违约对债务人来说代价高昂，那么有助于避免违约的回购对债务人来说是有意义的（关于正式证明，请参见 Chamon et al.（2022））。另一种可能性与秘密回购有关。Buckley（1989）和 Buchheit

(1991) 表明上世纪 80 年代的秘密回购可能对发行人有利。虽然 20 世纪 80 年代的秘密回购后来受到投资者的反对（指控其相当于内幕交易或市场操纵），但在实践中，主权债务合同明确授权回购，没有任何限制。或者，就像萨尔瓦多在 2022 年所做的那样，政客们可能将回购视为一种可以暂时推高债券价格并为自己赢得时间的机制。

许多学术界对回购的论述，包括 Bulow & Rogoff (1992) 的论述，都是在主权困境的背景下进行的。在国家远离债务困境，但由于投资者陷入困境而面临证券市场折价的情况下，主权国家利用投资者的困境以折扣价购买债务可能是合理的。重要的是，这是一个尚未得到充分研究的问题，值得进行更多的研究（对现有文献的归纳总结，见 IMF (2021a)）。

## 5. 结论

在这篇文章中，我们描述了 20 多个主权债务谜题。为了解决主权债务经典理论的预测与实际情况之间的矛盾，我们认为未来的研究有三个可能的方向。

首先，我们需要更全面地了解当地的情况。在许多领域，我们只有轶事可查。重要的历史事件（尽管相对较近），但尚未得到充分调查，人们的记忆也在逐渐淡忘。其次，我们需要设想新的范式——而不仅仅是对现有范式进行边际修正。现实与现有范式之间存在太多脱节。第三，我们必须打破人为的学科孤岛。我们自己列出的反常现象并不完整，除其他外，它不包括对主权债务危机的所有历史学、政治学和社会学分析（例如，Flandreau, 2022; Flandreau et al., 2022）。

在我们对主权债务的理解中，最大的差距在于法律豁免权。在经济学和金融模型中，标准的做法是以主权国家拥有--或在更细致的处理中，曾经拥有--豁免权为由，假定不存在法律执行。长期以来，许多模型的核心部分都是不准确的（Bulow & Rogoff (1988, 1989) 的著作是一个重要的例外，因为他们承认债权人在外国法院享有权利）。主权国家总是能够放弃其豁免权。

他们在国际借款时通常会这样做（Waibel, 2011; Weidemaier, 2014; Weidemaier & Gulati (2018)）。此外，如果主权国采取了一些行动，如同意诉讼地点或管辖法条款表明主权国是以商业行为者的身份行事，法院有时愿意认定豁免权已被默示放弃（Weidemaier, 2014; Coyle, 2022）。执行判决仍然很困难，但如果豁免权能够真正保护主权国，我们将会看到少得多的诉讼，试图诉诸法院收款的行为将被视为徒劳无功（Weidemaier & Gulati, 2018）。缺乏绝对主权豁免权还体现在某些合同条款上，主权国需要花费大量精力来谈判这些条款，而且（在某些情况下）这些条款是由金融市场定价的（Choi et al., 2012, 2013; Ratha et al., 2018; Weidemaier & Gulati, 2018; Bradley et al., 2022）。

其他几个重要领域也需要进一步探索。我们并不完全了解不同的合同特征如何影响正常时期的债券定价，以及它们如何影响债务危机后的重组过程（Rogoff, 2022）。仅举一组关键条款为例：CAC 在谈判中的作用是什么，这些条款如何定价？债务重组谈判在多大程度上是在这些合同条款的阴影下进行的？我们假设存在阴影，但我们实际上并不知道它的范围，甚至不知道它是否存在。

我们在国内政治机构和市场的作用方面的另一个知识空白是，陷入危机中的主权国家不断受到国内外媒体的关注，而与此同时，对高度老练的债权人的操纵行为的关注却要少得多。债务重组也受到多边和双边贷款机构存在的影响，但在主权债务重组模型中很少考虑到他们的存在。总之，现代主权债务重组已成为一种复杂的战略博弈，但人们对它的研究和理解还远远不够。一些国家在退出债务重组时，债务与 GDP 的比率往往较高，因此重组未能恢复债务的可持续性，这一事实既表明了债权人的影响力，也表明了现有重组做法的低效率。

最后，我们需要对借贷和违约决策的政治经济学做出更好、更现实的解释。这些文献的特点是将重点放在发达经济体和新兴及发展中经济体的模型对立起来。前者假定了违约风险，并包括有过度借贷动机的自利政客。后者建立在主权豁免假设的基础上，并假定该国由于承诺问题而在借款方面受到限制。消除这两类模型中的政治摩擦将导致得出发达经济体的债务水平较低，而新兴经济体的债务水平较高的预测。这些假设和结论与现实不符，特别是在目前外债和内债的区分不像过去那样明确的情况下。在许多国家，外债现在同时以本币和外币计价，这一事实要求整合实际模型（用于研究不会因通货膨胀而贬值的外币债务）和货币模型（用于研究本国货币债务）。Aguiar & Amador（2011）、Aguiar et al.（2009）、Acharya & Rajan（2013）和 Acharya et al.（2022）结合政治经济因素开展了有前途的研究。按照 Ghosh & Nochiyil（2011）、Collard et al.（2015）以及 Collard et al.（2022）的思路，忽略模型设定中的有限承诺是格外具有研究价值的。事实上，Collard et al.（2022）的一个核心预测是，与有限承诺的模型不同，较高的违约成本会降低债务限额，而不是增加债务限额。

更一般地说，违约的经济和政治成本对于违约政府何时以及如何违约的决策来说并不是外生的，而且我们缺乏关于这些内生违约成本的理论。当然，政治经济学引入了一组丰富的新变量，人们可能会担心它会给分析者带来过多的自由度，但这是未来研究的一个令人兴奋的领域。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/836240221153010051>