



大会

Distr.: General
18 November 2009
Chinese
Original: Spanish

第六十四届会议

第二委员会

议程项目 51(c) 和 52

宏观经济政策问题：外债与发展：谋求持久

解决发展中国家债务问题

2002 年发展筹资问题国际会议以及 2008 年

审查会议成果的后续行动和执行情况

2009 年 11 月 9 日尼加拉瓜常驻联合国代表给秘书长的信

仅提及联合国贸易和发展会议秘书处编写的题为“金融和经济危机对发展中国家债务可持续性的影响”的说明(见附件)，该说明是在一次非正式会议上向成员国提出的。

即将卸任的大会主席米格尔·德斯科托·布罗克曼要求就危机对债务可持续性的影响编写一份文件，上述说明是按照该项要求编写的。该文件的另一目的是提供题材，供大会为‘世界金融和经济危机及其对发展的影响联合国会议’的后续行动设立的不限名额特设工作组讨论。

请将该文件作为大会第六十四届会议议程项目 51(c) 和 52 的文件分发给荷。

常驻代表

玛丽·鲁维亚莱斯·德查莫罗(签名)



2009 年 11 月 9 日尼加拉瓜常驻联合国代表给秘书长的信的附件

[原件：英文]

金融和经济危机对发展中国家债务可持续性的影响

2009 年 9 月联合国贸易和发展会议秘书处的说明

目录

	页次
一. 导言	3
二. 最近的趋势	3
三. 发展中经济体和先进经济体债务可持续性	9
四. 如何更安全地借债	12
五. 结论	16
附录	
外部可持续性与财政可持续性	18

一. 导言

1. 前大会主席米格尔·德斯科托·布罗克曼于 2009 年 7 月 6 日要求联合国贸易和发展会议(贸发会议)编制一份关于金融和经济危机对债务可持续性影响的文件,本文件是根据这项要求编制的。此外,本文件是 2009 年 6 月世界金融和经济危机及其对发展的影响联合国会议的后续行动之一。
2. 本文第二节叙述危机对发展中国家的影响。此种影响再次显示发展中国家容易受到外来冲击的伤害,全球经济衰退令人担心发展中国家能否经受住这场风暴而又不为未来埋下债务危机的祸根。在此情况下,决策者必须知道债务可持续性的各项主要决定因素,以及知道在过去两年这些因素是如何变化的。然而,不应将债务可持续性简单地视为继续具有还本付息的能力,而不考虑到还本付息的成本越高,用于减少贫困和实现千年发展目标的资金就越少。
3. 第三节显示,发展中国家在其债务,按照先进经济体的标准,仍是相当低时,就出现经济危机(这种现象被称为债务不耐)。本文不同意传统的看法,即此种现象是政策或体制不良所造成的,并认为债务不耐的主要决定因素是发展中国家的经济和债务结构。
4. 第四节讨论旨在减低债务危机或然率的国际和国内长期政策。本节还指出,即使有较好的政策,债务危机和主权债务违约情况仍必然发生。但如果存在一种快速、公平和透明地开展债务重组过程的国际债务解决机制,就能减少此种危机所造成的损害。

二. 最近的趋势

5. 在 2007 年,美国次级按揭违约情况增加,引爆金融危机,并演变成过去 70 年来最严重的全球经济衰退。在 2008 年,危机从金融部门扩展到实际经济,并在 2008 年 9 月莱曼兄弟公司破产后大幅恶化。2008 年期间,关于发展中国家经济是否与发达国家发展中的经济衰退脱钩问题的讨论仍没有结论,但到了 2008 年底,数据明确显示发展中国家将面临成长前景看淡、若干主要经济和社会指数恶化的情况。
6. 在 2009 年,重债穷国平均成长率预期为 2.7%,而 2007 年和 2008 年分别为 5.8%和 5.6%。在 2009 年,非重债穷国的 GDP(国内生产总值)成长率预期降至 0.7%,而 2007 和 2008 年分别为 8.1%和 5.7%。这些数字掩盖了国与国之间的成长差异,这是因为与 2008 年相比,发展中国家中不包括中国在内的非重债穷国的 2009 年 GDP 预期减少 1.8%。在 2009 年,在有数据的 166 个发展中国家中,预期约有 62 个国家的产出成长率为负数,人均成长率呈负数的国家数目预期更多。

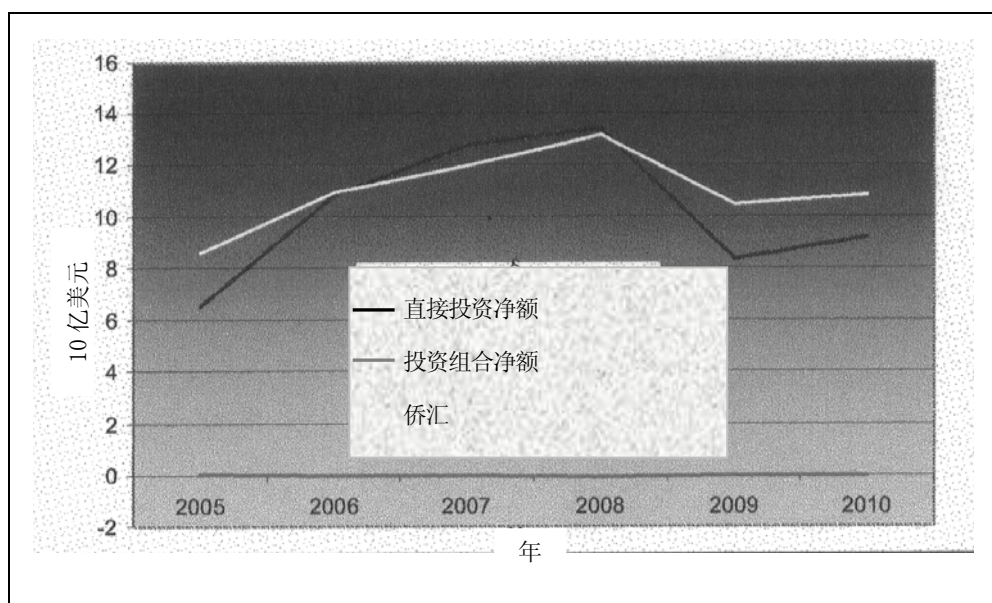
7. 作为一个群体，发展中国家在 2007 年的经常账户顺差为 GNI (国民总收入) 的 3.5%，但在 2008 年，降至 2.5%，预期在 2009 年 将缩至 1.6%。这群国家中具有大幅顺差的少数国家的数字，对平均数产生了很大影响。如果将中国排除在外，这项数字就更难看。在 2007 年，发展中国家中非重债穷国的经常账户顺差为 GNI 的 0.8%，并已在 2008 年出现 GNI 0.3% 的逆差。此外，在 2008 年，超过一半发展中国家经常账户逆差超过 GNI 的 6%。作为一个群体，重债穷国在 2008 年的经常账户逆差为 GNI 的 6.8%。

8. 促使发展中国家经常账户情况恶化的原因大部分是出口瓦解，在较小程度上是侨汇减少。全球需求降低造成出口减少，并导致在 2008 年 9 月至 2009 年 3 月间全球货物贸易值减少 30%。减少的原因是出口数量和出口价格，尤其是初级商品的出口数量和出口价格同时下降。在 2008 年年底至 2009 年年中，发达国家工业活动的急剧减缩导致了危机，虽然在此期间，依靠出口单一初级商品的低收入国家可能受到最多伤害，但中等收入发展中国家的出口也大幅降低，这反映了发达和发展中国家消费减少，促使制成品贸易急剧下降。

9. 由于侨汇只占移徙者收入相当小一部分，即使在经济衰退期间，这些汇款仍然相当稳定。这说明为什么在最近的危机中，侨汇证实比其他形式的金融流动有更大的复原能力。汇往发展中国家的侨汇在 2008 年达到 3 280 亿美元的最高纪录，预期在 2009 年减少 7.3%，而在同一期间，私人金融流动净额减少了 50% 以上。侨汇下降直接受到两个因素的影响，一个是先进市场经济体的衰退，另一个是移徙工人总体收入减少，而雇用移徙工人的往往是受打击最深的部门，例如建筑业和汽车制造业。受侨汇减少影响最大的地区将是撒哈拉以南非洲(减少 8.3%)，其次是拉丁美洲(减少 6.9%)。来自工人的侨汇，被视为许多发展中国家经常账户资金流动的重要稳定因素，以及接受侨汇家庭减缓贫穷的因素。许多发展中国家对减贫所受到的影响感到担忧，因为经济疲弱和政府收入减少已影响到若干社会方案。

10. 由于其他形式的金融流动一般减少，侨汇对较小发展中国家的相对重要性显著增加。在 2009 年，重债穷国所收到的侨汇将超过直接投资净额。在 2008-2009 年，金融危机使后者减少 30% 以上(见图一和二)。预期在 2008 和 2009 年，因侨汇减少而受影响最大的国家将是圭亚那、洪都拉斯、海地、莱索托、摩尔多瓦共和国和塔吉克斯坦。

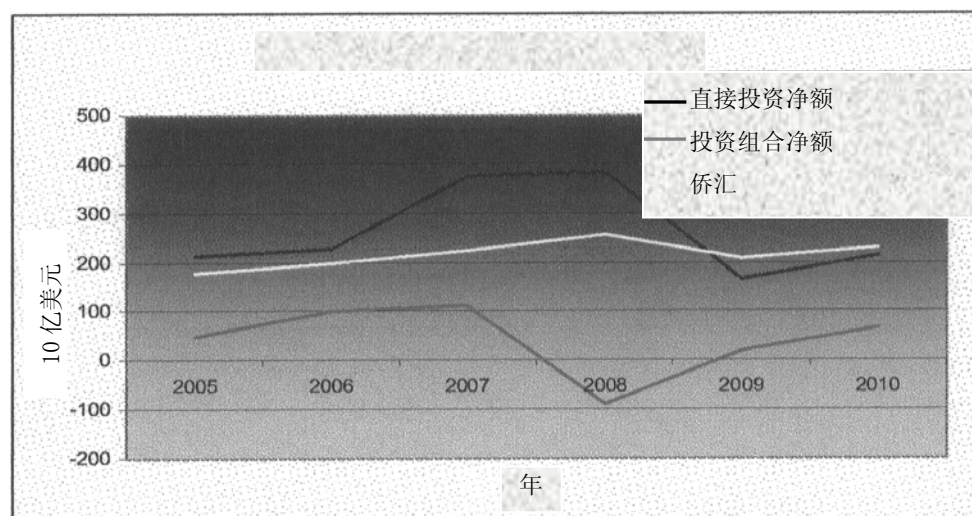
图一
流往重债穷国的资金



来源：贸发会议根据货币基金组织国际金融统计资料、贸发会议世界投资报告、国家资料来源和《经济学家》资料处估计数进行的计算。

注：根据现有数据。

图二
流往非重债穷国的资金

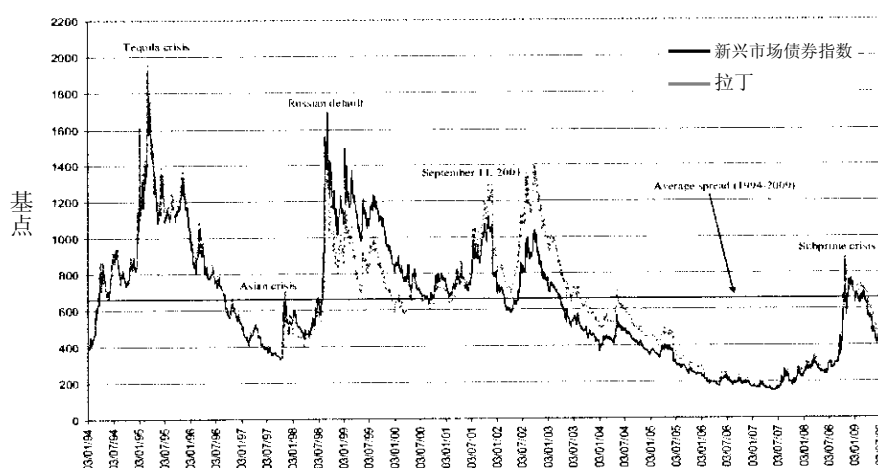


来源：贸发会议根据货币基金组织国际金融统计资料、贸发会议世界投资报告、国家资料来源和《经济学家》资料处估计数进行的计算。

注：根据现有数据。

11. 虽然有些发展中国家可从经常账户逆差变成顺差的过程中获益, 并且经常账户有顺差的发展中国家可能从金融全球化及与其相关的私人资本流入获得有限的好处或得不到好处,¹ 但是调整应当是渐进的。因此, 私人资本流入突然停止, 至少在短期内, 会产生很大的痛苦。在 2009 年, 若干发展中国家的主要政策问题是应付私人资本流入的此种逆转。这种情况尤其适用于经常账户有逆差的国家, 但不是只有此类国家才有这种情况。私人资本流入额在 2007 年到达周期峰值时超过 9 000 亿美元, 在 2008 年降至 4 650 亿美元, 在 2009 年预期将低于 2000 亿美元。在过去两年, 不仅外部提供的私人融资减少, 随着金融动荡加剧, 获取国际资本的成本也增加了。特别是在莱曼兄弟公司崩溃之后, 全球金融危机以及伴随而来的避险措施的增加导致新兴市场经济体整体的主权债券利差急剧增加。可比国库债券利差从 2007 年年中 200 个基点左右增至 2008 年年底、2009 年年初危机峰期的 850 点以上(见图三)。在全世界货币和财政机构采取了一系列干预措施以及在传播了全球金融系统不会崩溃的观点后, 从 2009 年 2 月底开始, 利差开始下降, 现已降至莱曼兄弟公司破产前水平。然而, 目前 350 个基点的利差仍表明, 作为一个群体, 新兴市场经济体的借贷成本高于危机前, 而且在 2009 年借新债还旧债的国家, 今后将有较重的还本付息负担。

图三
新兴市场综合债券指数和拉丁利差



来源: 布隆伯格公司。

12. 在全球同步出现金融危机以及信贷突然停顿后, 国际货币基金组织成为借债的最后手段。发展中国家国际收支平衡问题的严重性, 从下列情况可见一斑。在危机前, 寻求非PRGF² 方案下货币基金组织贷款的国家每年平均数为 6 个, 在 2008

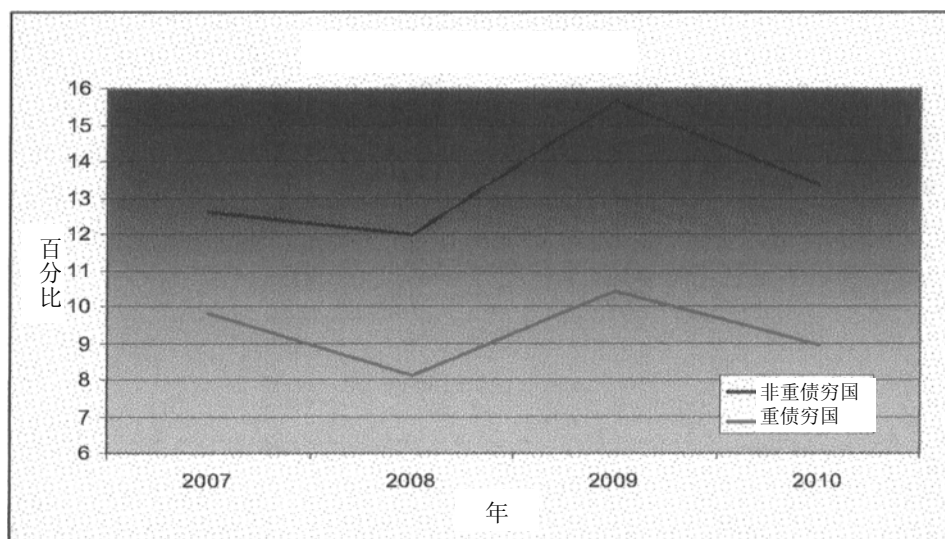
¹ 贸发会议, (贸发报告, 2008 年)联合国出版物, 出售品编号 E.08.II.D.21。

² PRGF: 货币基金组织减贫与增长贷款设施。我们审阅的是非 PRGF 方案, 因为这些方案反映不包括重债穷国活动的经济环境变化, 重债穷国的活动按照自己的时间表开展。

年 10 月至 2009 年 8 月增至 24 个。此外，在 2003 至 2007 年，非 PRGF 方案下提供的货币基金组织贷款平均为每年 20 亿特别提款权，而从去年底以来，为 24 个国家提供的支助已超过 100 亿特别提款权。债务总量在重债穷国举措和多边减债举措下得到减少加上各国在以往各年的蓬勃成长，使债务指数在 2003 至 2007 年期间取得令人印象深刻的改善。在 2008 年期间，发展中国家的公债虽然增加了 1 760 亿美元，但由于发展中国家尚未感受到出口减少和 GNI 成长放缓的全部冲击，基本负债率仍略有下降。然而全球需求下降及其导致的发展中国家成长和出口减少，将部分扭转外债方面截至 2008 年底取得的巨大进展。例如，在 2009 年重债穷国和非重债穷国还本付息相对于出口的比率预期会增加(见图四)。

图四

还本付息额相对于出口额的比率

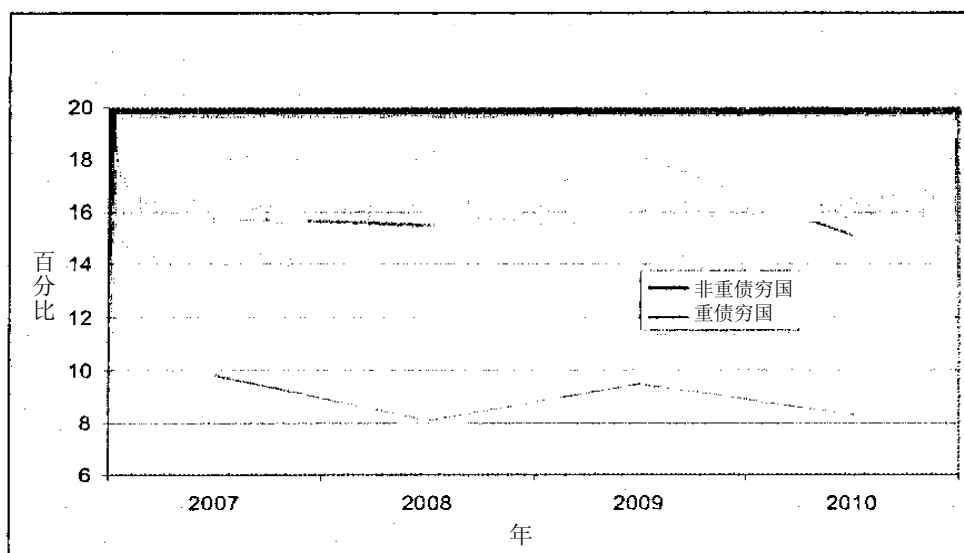


资料来源：贸发会议根据世界银行全球发展融资计算的数据和《经济学家》资料处估计数。

13. 在 2009 年以及在 2010 年很长一段时间，还本付息额，无论是作为相对于出口额的一个比率还是作为相对于政府收入的一个百分比，都很可能比危机前高。在 2009 年，无论是重债穷国还是非重债穷国，还本付息额相对于政府收入的比率都将超过 17%(见图五)。对于重债穷国，还本付息额增加既是因为还本付息绝对值增加也是因为政府收入大幅减少。甚至在发生危机前，许多发展中国家实现千年发展目标的能力因缺乏资源而受到限制。要从政府收入中用更多的部分来还本付息的情况令人担忧，因为更多的国家可能推迟执行减贫方案。根据 2009 年千年发展目标报告，预期赤贫人口估计数将比危机前多 5 500 万至 9 000 万人。³ 因此，贸发会议秘书处建议暂停低收入国家对官方债务履行还债义务，在 2009 和 2010 年，49 个低收入国家的官方债务约为 260 亿美元。

³ 《2009 年千年发展目标报告》联合国出版物，出售品编号 E.09.I.12。

图五
还本付息额与收入比率



资料来源：贸发会议根据货币基金组织政府金融统计计算的数据、国家来源和《经济学家》资料处估计数。

14. 最近由贸发会议委托进行的一份调查报告发现，全球金融危机大幅减弱若干低收入发展中国家的银行部门。⁴ 该报告发现，在危机后，金融杠杆指数(负债总额与所有权总额之比，数据来自银行资产负债表)增加了。此外，在危机后，大多数国家的银行资本总额比率低于危机前的比率。有意思的是，外国银行所拥有的本地银行的此种指数表现更差，这加强了越来越多人的看法，即发展中国家因国际私人金融中心的各种滥作滥为而受到不成比例的苦难。如果全球危机延长到 2010 年以后，一些发展中国家会有更多银行面临倒闭，由于银行倒闭会对经济构成系统性问题，政府必须拯救一些大银行，这将使其已经紧张的预算面临更大压力。即使出现一种较乐观的情况，即全球在 2010 年初恢复成长，弱化的国内银行部门会妨碍发展中国家经济活动迅速恢复，从而进一步推迟千年发展目标的实现。金融危机使发展中国家银行部门受到损害，这再次显示，即使是作为旁观者的发展中国家也必须应付金融危机所产生的这种使经济成长偏离轨道和放缓的影响。这也显示不同国家在金融危机中经历各不相同。在发达国家，经济危机是由金融危机引爆的，而在许多发展中国家，金融部门的问题是由全球经济危机带来的。虽然对成长、减贫和还本付息能力的负面影响要晚一点出现，这些影响仍可以相当显著。

⁴ Amar Gande 和 Lemma W. Senbet: “全球经济危机对低收入国家债务可持续性的影响” 贸发会议非正式文件，2009。

三. 发展中经济体和先进经济体的债务可持续性

15. 发展中国家和过度经济体可能会经常出现债务危机，其特征是信用评级低、主权债券利差大。

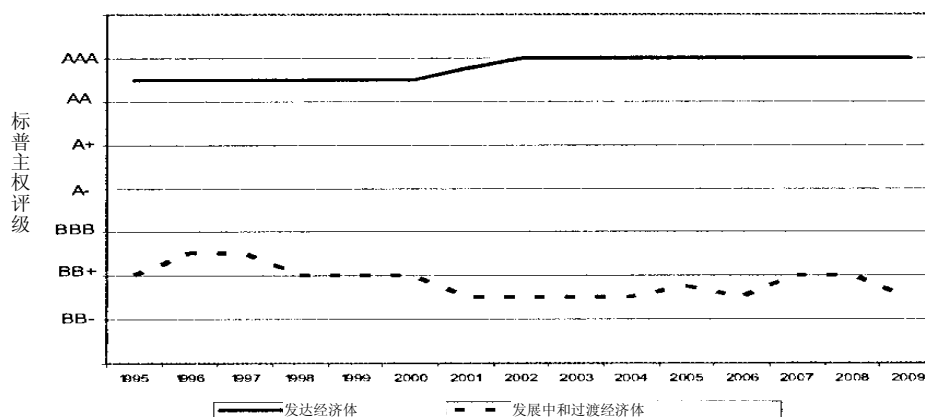
16. 不同发展中国家当然会面临不同问题。低收入国家诚然无法承受大量债务。不像常有的一种论调所说，此种情况不太可能是体制和政策不佳造成的。这些国家债务耐力低的原因是经济多样化程度不足以及过度依赖出口少数初级商品，从而导致恶性循环。低收入国家需要信用贷款来发展生产部门和使其经济多样化，但如它们借债，又会蒙受经济危机的摧毁性和破坏性后果。解决这种矛盾办法是提供更多优惠融资。

17. 能够获得国际资本市场资金的中等收入国家所面临的是另类问题。一般而言，这些国家陷入危机并不因为它们借债“太多”（尽管其中一些国家确实如此）。常常出现危机的原因是债务结构不佳，而这部分是国际金融结构设计不佳的结果。

18. 后者可用信用评级和主权债券利差来加以说明。⁵ 在 1995-2009 年期间，一大群发展中国家的主权信用评级中值徘徊在BB-和BBB之间，而先进经济体的信用评级中值一直在AA+以上(图六)。信用评级低导致借债成本高而且变化不定。在 1994-2009 年期间，以美元标价的主权债券利差平均为 640 个基点，最高为 1 920 个基点(图三)。这构成下列问题：造成这种情况的根源为何？发展中国家的评级为何低？利差为何高和变化不定？

图六

发达和发展中经济体标普信用评级中值



资料来源：贸发会议根据布隆伯格数据进行的计算。

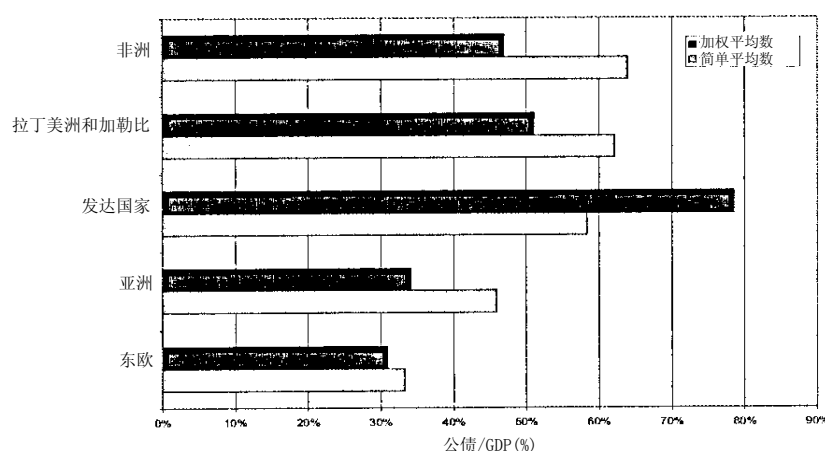
⁵ 主权债券利差衡量美国政府的借债成本与新兴市场国家以美元计价的借债成本的差异。产生这种差异的原因是人们对两种贷款的违约风险看法不同、预期的损失不同，因此定价也不同。

19. 经济学家很自然的答案是：“基本面不佳”。然而新兴市场体利差过度变化不定使人对任何只是基于“基本面”的解释产生怀疑。如果利差波动是国内政策造成的，则好政策会导致低利率，坏政策会导致高利差。然而，有压倒性的证据显示，波动是外部因素驱动的。⁶ 图三显示的急剧波动很难以基本面变化解释。

20. 上述说法也适用于公债相对于GNI的比率，而此种比率是衡量国家应付债务的能力的一个最常用指数。图七显示，发展中国家的平均公债并不比先进经济体高多少。对简单平均数进行比较，就可以看出只有非洲和拉丁美洲的债务高过发达国家，但差异非常小(非洲为6个百分点、拉丁美洲为4个百分点)。相反，亚洲和东欧的平均债务大大低于发达经济体的平均数。⁷

图七

公债相对于 GDP 的百分比(2004–2008)



资料来源：“Public Debt around the World: A New Dataset of Central Government Debt,”
Ugo Panizza and D. Jaimovich, *Applied Economics Letters* (March 2008)

⁶ 例如，在1998年俄罗斯金融危机发生后，拉丁美洲的主权利差高达1700个基点，然而，拉美与俄罗斯联邦没有经济联系。这是一种由“金融传染病”驱动的情(2008年3月)。债券的华尔街投资者也持有拉丁美洲债券。当俄国联邦在1998年未能履行还款义务时，这些投资者盲目抛售整个资产类别。波动性源自外部因素的更为明显的例子是在2001年9月11日袭击和目前的金融危机之后，利差突然增加。这两个事件都涉及世界金融体系的中心，但都对新兴市场国家的借贷成本造成大的负面影响。

⁷ 事实上，加权平均数(给予较大经济体较大的比重)显示，发达国家的债务最高。可以这样说，只将重点放在公共债务总额的上述讨论是有误导性的，因为相对于发展中国家，发达国家的外债要低得多。对这种批评有两种可能的回答。第一种回答是，在讨论债务可持续性时，只将重点放在外债是不妥的。有充分证据表明，国内公共债务在相当程度上是导致易出问题的一个因素，而且许多债务危机起源于国内债券市场(Carmen Reinhart 和 Kenneth Rogoff, “国内债务被遗忘的历史”国家经济研究局工作文件13946, 2008)。此外，世界上有几个新兴市场国家有开放的资本账户，并通过发行债券借钱，因此外债与内债的区别变得有点虚假。第二种回答是，发展中国家的外债与美国的外债表明，没有证据显示美国外部债务比一般发展中国家低。虽然有人对美元可能贬值感到忧虑，有人担心美国政府无法履行还债义务，但是美国国债信用评级继续为AAA，并继续付非常低的利率。

21. 债务水平相对较低并不意味着债务不是发展中国家的问题。相反，相对于发达国家，债务对发展中国家是一个大的多的问题。日本的公债/GDP 比率远高于 150%，但日本的还债能力并不太令人担忧。然而，发展中国家往往在债务水平低至 GDP 的 30% 时就发生债务危机。有某些因素使债务对发展中国家构成更大的风险。这些因素是什么？为什么债务对发展中国家是大问题，对发达国家却是小得多的问题？

标准解释

22. 传统的看法是，造成这种情况的是政策和体制不佳。认为问题出在政策的人认为，发展中国家唯有改进体制结构才能持续承受较高的债务水平。然而他们认为，改善体制将需要时间和精力，在此期间，发展中国家应保持较低水平的债务。这是国际货币基金组织/世界银行债务可持续性框架对低收入国家采取的做法的基础，此种做法将可持续债务水平与世界银行的国家政策制度评估指数挂钩。

23. 这种可被称为“体制基本面”的观点所得出的结论似乎过于牵强，与上述强烈波动情况不符。促使借贷成本出现如此波动的因素往往是外国投资者可以非常迅速地改变主意。同样的政策和体制，在某一时刻被认为是审慎的，受到大量资本流入和低利差的“奖励”，但在另一时刻，投资者又可以突然认为是不负责任的，并受到大量资本外流和高利差的“惩罚”。⁸

债务结构的作用

24. 另一种较被看好的解释将重点放在债务结构。此种解释认为，重要的是债务合同的性质。例如，关于“原罪”的文章⁹将重点放在外债的货币组成，并认为外币债务的存在对减少债务可持续性起关键作用。¹⁰ 债务偿还期也很重要，短期债务因涉及新债换旧债的风险，因此，相对于长期债务，更容易出问题。1994/95 年的墨西哥危机和 1998 年的俄罗斯危机明确显示危机的出现与期限错配有关(见附录)。

⁸ 贸发会议, <贸发报告, 2009>联合国出版物, 出售品编号 E.09.II.D.16。

⁹ 参看 (Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, “Exchange Rates and Financial Fragility” 国家经济研究局第 7418 号工作文件 1999. Eichengreen, Hausmann, and Ugo Panizza, “The Pain of Original Sin”, 载于 “Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Markrt Economies”, Eichengreen and Hausmann(编辑) (芝加哥大学出版社, 伊利诺芝加哥, 2005)。

¹⁰ 让我们考虑债额相同但债的组成不同的两个国家的例子。国家 D 以本国货币借所有的债, 国家 F 以外币借所有的债。还假设两个国家都进入衰退并决定采取扩张性宏观经济政策, 从而导致货币贬值。国家 D 的扩展政策很可能刺激经济并改善外部可持续性和债务可持续性。在国家 F, 货币贬值将增加债务的本国货币价值(这是通常被称为负资产负债表效果), 并可能导致更高的负债比率和债务危机。因此, 承负大量外币债务的国家在执行反周期的宏观经济政策时, 可能受到严重制约。

25. 将重点放在货币组成有助于解释发展中国家为何经常面临债务危机，而像美国这样的国家却没有债务持续性问题。差别不在于它们向那里借债，因为它们都向国外借债，而且发展中国家的平均国外借债比美国少。它们甚至同美国一样，向国外借的是同样的货币(多数为美元)；主要差别在于美国可以印美钞，发展中国家则不能。

四. 如何更安全地借债

26. 为什么不同国家有不同的债务结构？能否采用新工具以改善债务可持续性？这两个问题引起激烈辩论。

27. 有些人虽不否认良好体制和政策的作用，但认为发展中国家目前采用的一套债务工具主要是历史意外加上惰性的结果。因此，采用新的、更好的改进债务可持续性的债务工具是可能的，但是不容易。持另一种观点的人认为，现有的一套工具只不过反映了体制失败导致合同执行不良和政策信誉不佳。这种观点认为，没有解决问题的捷径，不处理体制失败问题，任何事情都无法解决。

28. 后一种看法似乎过于极端。新的金融工具本身虽然不太可能使发展中国家能够保持许多发达国家那样的债务水平，但不论借债多少，债务结构略有改善就会减少债务危机的可能性。¹¹ 此外，大多数发展中国家具有潜在回报高于资金成本的投资机会。因此，在理论上，借债资助这些项目对国家是有好处的。在某些情况下，发展中国家可通过调动国内资源为这些投资项目提供资金。在另一些情况下，借外债是唯一选择。

避免借债过度

29. 不论借债多少，创新的债务工具可限制债务危机的风险。然而，不论采用那一套债务工具，都可以通过减少借债降低债务危机风险。这就是说，实现债务可持续性的第一步是，必须有好理由才借债，而不在“时光好”时借太多钱。这并不意味着国家不应借债，而是不应过度借债。有好的理由才借债是指所借的钱只应为投资回报率高于贷款利率的项目融资。此外，只应为可直接或间接产生还本付息所需外币的项目借外币。¹²

¹¹ 对此种说法的一种标准答案是，如果新工具是可行的，就没有必要采取政策干预措施，因为市场会提供此种干预。这种观点没有认识到新工具的设立会导致正面的外差效应，从而减少市场供应此种工具的动机 Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati, and Ugo Panizza *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, (波士顿哈佛大学出版社；哥伦比亚特区华盛顿美洲开发银行)。

¹² 由于货币是可以互换的，因此不必完全按照后一句话的字面意思去做。但是，当一个国家向国外借款时，它要确保其经济能够产生还本付息所需的外部资源。

30. 将借债维持在理性水平的一个方法是既进行债务可持续性宏观分析又仔细评估每个项目的可持续性。在向国外借债前，一个国家应通过回答下面三个问题的方式来评估项目：(a) 项目的社会回报是否高于借债成本？(b) 项目能否产生还本付息所需外币？(c) 资源流动与债务合同的偿款期是否匹配？只有在上述三个问题的答案是正面的情况下，才能用标准外债合同为有关项目融资。低收入国家很有可能若干社会回报高的项目不能满足第二和第三项要求，在这种情况下，这些项目应用赠款和优惠性贷款融资。

31. 公共部门过度借债往往是出于政治或选举考虑，以及因为从政者要尽量扩大自己的利益而非选民的利益。到目前为止，有许多经验显示，加强预算过程透明度及财政和债务统计(见下面)，以及拥有运行良好的自动财政稳定制度，将会限制公共部门过度借债。当然，尤其是出现危机时，审慎的财政政策仍然重要，但还应有相应的规则来减少这种政策产生赤字的倾向(贸发报告，2008，第七章对这些问题进行了详细讨论)。¹³

32. 这突出了负责任借贷的重要性。虽然没有议定的定义和原则，借债者和贷款者共同采取负责任的态度对防止不可持续地(有时是欺诈性地)堆积债务是极其重要的。贸发会议启动了一个旨在处理其中一些问题的项目，包括制订评估主权债务的准则和标准。

33. 私营部门的另一个问题是过度借债，尤其是向外借债。¹⁴ 事实上，在很多情况下公共和私人债务是无法分开的，银行债务尤其如此。隐性和显性存款保险的存在意味着，在银行发生危机时，银行负债将由公共部门吸收。因此，私人银行的外债是公共部门的或有外部负债。

34. 此外，在一些情况下，私人外债可能导致过度借债，并最终产生比公共部门外债更大的风险。例如，在大多数发展中国家，借债成本与外债总额(公共和私人外债)挂钩；因此外债会产生负面的外差效应，因为任何人借债都会增加所有其他人的借债成本。如果政府是唯一的借债人，它在做出借债决定时会考虑到借债数量上升的影响；然而，私营个体不会考虑到其借债决定会对其他人的借债成本产生负面影响，因此其借债额会大到对社会产生不利影响的地步。

35. 容易出问题的另一个根源与道德问题有关。私人借债人如认为发生货币或流动性危机时有人会拯救他们，他们就可能会决定减少借债成本、增加货币错配和期限错配。特别是，因外币的负债和本国货币的资产而产生的货币错配是许多债务危机，包括1997/98年的亚洲金融危机以及东欧和中亚一些国家目前面临的问

¹³ 在时光不好时知道需要增加消费和减税，但往往在时光好时不愿减少消费和增税。

¹⁴ 根据 Lawson-Robichek 理论，任何与私人外债相连的偿债问题只会影响债务合同的直接参与者，不会产生通常与主权债务危机相连的宏观效应。1982 年的债务危机和 1997/98 年的亚洲危机否定了这种论点，这两个危机冲击了若干有巨额经常账户逆差但私人投资率高、财政账户平衡的国家。

题的根源。这个问题不能简单地通过要求银行使其外币资产与外币负债匹配来加以解决。即使银行的资产和负债完全匹配，如果银行的客户有货币错配的情况（在生产非贸易品的企业借入外币或家庭持有以外币计价的按揭贷款时就会出现这种情况），银行的资产负债表也会在货币贬值时受到损害。事实上，一些私人实体通过息差贸易和从事衍生产品投机扩大其正常借债需要所导致的潜在错配。这些活动最终可能使其蒙受巨大损失，并且投机头寸平仓会导致若干外汇市场更加不稳定。¹⁵

36. 审慎监管的目的应该是防止这种错配，但私人外债比公共部门外债更加不透明，并且私营部门的总体外债风险比公共部门的外债风险更难以衡量和量化，使审慎监管工作难以实施。由于私营部门实体常常使用复杂的衍生工具从事货币方面的风险投资，这种不透明的情况变得更加复杂。鉴于这些问题，在一些情况下，管制资本流入能在限制过度借债和减少外部竞争力丧失方面发挥有益作用。

改进债务管理

37. 目前的危机再次突出有效债务管理对发展中国家债务可持续性的重要性。正如在过去各次危机那样，有效管理国家公债被证实有助于减少外来冲击的影响。有效债务管理在三个重要方面帮助实现和维持债务可持续性：在决策过程提供帮助；执行政策；确保有适当资源应付国家的债务。

38. 债务管理为政府决策过程提供的帮助包括提供债务数据和战略建议。可靠和及时的债务数据对审慎风险分析和制订旨在确保债务可持续的政府战略是非常重要的。关键的因素包括有适当数目训练有素的工作人员、高效率的信息流动和实施有效的信息管理系统。此外，政府必须做好准备以利用债务管理所能提供的信息和建议。满足这些条件的国家可用可靠的数据进行债务可持续性分析，以此制订更好的政策；这些条件不能得到满足时，有关分析和由此制订的政策就会受到影响。

39. 适当的管制框架、组织结构和业务程序对政策的执行是非常重要的。如果适当的法律和体制框架已经到位，组织结构又明确规定了各方的责任，问责制和透明度的相应提高有助于有效实施政府为实现债务可持续性而制订的政策。在宏观经济上，必须将债务管理作为政府宏观经济总体框架的一部分处理、加强决策过程并确保与其他宏观经济目标和政策保持一致。在微观管理方面，债务管理职能必须与包括综合金融管理系统在内的更广泛的公共金融管理和行政过程连接。满足这些条件的国家能够用债务管理来减轻金融危机的影响。缺乏和缺少这些框架、结构和资源的国家，没有能力有效执行政府有关债务可持续性的政策，以致实际的结果偏离政府的目标。

¹⁵ 关于利差交易的讨论，见贸发会议 2007 年贸易和发展报告，(2007，第一章。关于商业公司在衍生生物方面承担的风险的讨论，见 Alejandro Jara, Ramon Moreno, and Camilo Tovar) “The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses” 国际清算银行季度报告，2009 年 6 月。

40. 用债务管理来加强债务可持续性的另一先决条件是有关于国家公债公共担保的债务的充分信息，并监测无保证的私人短期债务。亚洲危机突出了政府必须要有关于此种债务的全面信息。然而许多国家所具有的债务信息仍然有限，它们只保持一些类别的中央政府债务纪录。信息不完整的后果是进行全面风险分析和债务可持续性分析的能力减弱。

发展新的债务工具

41. 发展中国家如一直保持财政盈余和经常账户顺差就能减少债务危机风险；然而，即使一个国家决定这样做(有若干理由说明这可能不是最佳或可行的做法)，它仍会有一些现存的债。由于促使出现金融危机的往往是流动性问题而不是偿付能力问题(甚至偿付能力问题有时也是流动性危机的结果)，具备一个能够限制这种危机的债务结构，是保证可持续性的关键因素。

42. 上文第 3 节强调了外币借债的风险。一些发展中国家和新兴市场国家将其借债从国际债务市场转向国内债务市场，从而成功地减少这些风险。但不是所有国家都能这样做，一些发展中国家仍然需要依靠国际资本市场，以本国货币发行债券是非常困难的。国际金融机构可以通过发行以借债国货币计价的债券的方式来帮助扩大当地货币远期票据的投资者基础。多边开发银行过去发行以新兴经济体货币计价的债券，以期尽量减少其借债成本。最近，他们加速了这一进程，因为他们认识到，以当地货币借债，可以帮助创造这些债券的市场，从而能够同时使用资产负债表中的资产(其借出的资金)和负债(其获得的资金)为发展做出贡献。¹⁶ 当然，如果国际金融结构能够偏离以美元为中心的系统，这些政策将更容易实施(关于这方面的建议，见 2009 年贸易和发展报告)。

43. 发行或有债务工具也可改善债务可持续性。例如，与 GDP 挂钩的债券特别令人感兴趣，因为在支付能力较低时所要支付款项较少。¹⁷ 然而，为此种证券建立市场会带来若干问题，特别是因为必须有人为设计和发行新的金融工具支付一定的费用。此外，在这种情况下，国际社会可以在提供技术援助和加强新金融工具定价所需统计数字的质量和可靠性方面发挥重要作用。在极端情况下，国际金融机构可以成为第一个发行新颖债务工具和或有债务工具的机构。

44. 由于市场规模的要求、外差因素和统一标准的需要，创造新工具可能需要国际一级的干预。但是，国际社会还可以帮助解决一个更基本的问题。发行以当地

¹⁶ Eichengreen and Hausmann “Original Sin: The Road to Redemption”，载于 *Other People's Money* (见脚注 9)，其中建议多边开发银行发行基于一种指数的债券，而该指数是根据多个新兴经济体货币制订的。

¹⁷ 关于基于 GDP 指数的基金的讨论，见 Eduardo Borensztein and Paolo Mauro “The Case for GDP-Indexed Bonds”，*Economic Policy*，第 19 卷第 38 号，第 165-216 页，2004 年 4 月；另见 Stephaniy Griffith-Jones and Krishma Sharma “GDP-Indexed Bonds: Making It Happen” 经济和社会事务部工作文件第 21 号，ST/ESA/2006/DWP/21，2006 年 4 月。

货币计价的债务和或有债务类似于支付保险费。国际投资者被要求接受回报较不确定的债务工具时，可能会要求某种形式的补偿。要付出这样的保费，就可能要付出政治代价，而政策制定者可能不愿意采取一种可能有利于今后政府的保险政策。¹⁸ 如果国际金融机构为这些金融工具创造了最起码的必要条件，并展示了所能得到的惠益，政治家为了自身利益就很难拒绝使用这些工具。

五. 结论

45. 过去两年的金融和经济危机突出地表明，无论是在国内还是在国际一级都需要采取进一步的政策行动，使发展中国家能够产生维持债务可持续性以及满足千年发展目标所需的经济增长率。在这方面，必须区分旨在尽量减少当前危机所产生的影响的短期行动与增加全球经济复苏能力和减少全球失衡所需的长期政策。

46. 在出现危机时，低收入国家在抵御外来冲击方面没有太多的缓冲余地。因此，危机爆发时，短期内应立即采取的措施是债权人让低收入国家有更大的灵活性来应对外部冲击。在目前经济危机背景下，贸发会议在 2009 年 4 月呼吁让低收入国家延期偿还主权债务，使其有喘息空间减轻全球危机的负面冲击。令人鼓舞的是，在 2009 年 7 月，货币基金组织公布在付息方面向低收入国家提供救济，直至 2011 年年底，低收入国家向优惠贷款便利支付的利息为零。

47. 在格伦伊格尔斯举行的八国集团首脑会议和在联合国千年首脑会议上，各国决定在 2010 年底前将官方发展援助增加至 1 300 亿美元。虽然有令人鼓舞的迹象表明，一些国家正在迈向实现其国家目标，但另一些国家却在削减援助预算，而目前比以往任何时候都更需要官方发展援助来减轻全球经济和金融危机的负面影响。鉴于发展中国家所面临的困难，所有捐助国必须履行的承诺，并超越这些承诺。要实现千年发展目标，就必须提供额外援助，因为当前的目标是在金融危机之前议定的，而金融危机减少了经济成长和发展中国家政府收入，其所创造的情况使一些国家不得不削减其社会开支，以保持宏观经济稳定和确保债务可持续性。

48. 一些重债穷国正在重新走向不可持续的债务状况。在过去 12 个月，已超过完成点的高风险国家数目从 4 个增加到 5 个。¹⁹ 这一增长尤其令人担忧，因为已

¹⁸ 最近，墨西哥财政部长获得高度评价，因为他采取了一项对冲石油价格波动风险的审慎政策。这种对冲政策是审慎的和明智的，即使油价上涨而不是下降，这种政策也是谨慎明智的（就如买保险是审慎的做法，即使没有发生事故）。然而，人们可以想像，如果石油价格下降而不是上涨，墨西哥政府会受到何等的批评。这类政治风险是决策者没有动机使用此种保险合同的主要原因之一。事实上，即使是赞扬墨西哥阿古斯丁·卡斯滕斯部长的文章，都将此政策评为“赌博”而不是审慎的保险政策（Javier Blas “Mexico's big gamble on oil pays off,” *金融时报*，2009 年 9 月 8 日）。

¹⁹ “Heavily Indebted Poor Countries Initiative and Multilateral Debt Relief initiative: Status of Implementation”，国际开发协会和货币基金组织编制的报告，2009 年 9 月。

没有进一步减免这一组国家债务的余地。因此需要让这些国家继续获得更多的高优惠融资，以便在其超过完成点后仍能保持债务可持续性。

49. 在长期行动方面，旨在改善低收入国家债务可持续性的政策，首先要认识到这些国家需要很多社会和有形基础设施方面的投资，但难以维持这些投资所涉及的外债。因此，这些国家面临两难局面。它们要么保持可持续性和放弃具有高社会回报率的投资机会，要么试图尽量借债和投资然后面对经常性的债务危机。这两种方法都会导致低成长：第一种方法是因为投资少(世界银行/货币基金组织债务可持续性框架隐含的要求)导致低成长，第二种方法是因为经济起起伏伏、停停走走导致低成长。要摆脱此种非此即彼的选择的一种方法是全面取消债务和大量增加援助。此种“强大支撑”会产生良性循环，使当前低收入国家能够走上一条稳定成长和债务可持续的道路。尽管发达国家就扩大援助低收入国家(尤其是非洲)问题作出了若干承诺，但没有迹象显示它们对低收入国家债务问题作出重大的国际政策反思。

50. 在危机出现时，一些中等收入国家有相对强劲的基本面(经常账户有顺差和有庞大的国际储备)。这种相对优势，有助于它们避免另一些国家正在经历的较严重的经济衰退。与以前的全球性危机不一样，一些新兴市场经济体得以避免本国货币的崩溃，而且其银行部门得以保持稳定。然而，在全世界渡过全球金融体系几乎崩溃的危机之际，该是时候思考能够改善新兴市场国家财政前景的中期政策了。

51. 值得一提的是，这场危机使各国重新考虑它们的一些政策，并成为它们进行调整的一次机会。它再次显示，向外借债过多(无论是净额还是毛额——即向外借债不是由经常账户逆差驱动的)的危险。希望有更多的发展中国家从这次危机吸取经验，开始采取审慎政策，从而避免变幻无常的国际金融的冲击。但是，这种转变需要循序渐进。如由于资本流动逆转，经常账户逆差突然变成顺差，就可能要付出严重经济代价。

52. 经济学家和实际工作者正在取得共识，认为债务危机同借债额和债务组成都有关联，而且国内公债和外债有重要的互动关系。提高国内债务管理能力可能导致更理想的债务组成，并可减少过度借债的风险。与此同时，国际政策可以帮助发展中国家转移到更安全的债务结构，使这些国家更能抵御外部冲击。发展中国家借债成本高的原因之一是，由于缺乏准确、及时的借债额和债务结构信息，增加了人们所感觉的这些国家债券的风险。国际社会应把更多的技术援助资金用于加强发展中国家的能力，使其能够有效地管理债务和报告准确的统计数据。

53. 即使国际金融体系更加协调一致，不履行偿还主权债务的情况必然仍会发生。因此，有必要建立一个解决债务问题的机制以保证主权债务危机得到迅速、公正解决。若干年来，贸发会议都在提议建立这样一个机制，而目前的危机再次表明，如能以迅速、公平方式解决债务问题国际金融系统将大大受益。

附录

外部可持续性和财政可持续性

1. 发展中国家债务可持续性分析工作传统上将重点放在外债。这是因为移转问题极为重要，而且直到 90 年代初，发展中国家大部分外债为公债，大部分公债又为外债。然而，1990 年代和 2000 年代危机的特点是，要就是有大量私人外债，要就是有大量国内公债。在目前环境下，发展中国家长期债券中有一半是私人借债人发行的，50%以上的公债是国内发行的。

2. 因此，当决策者谈论债务可持续性时，他们心目中的债务定义各不相同。有人想到的是外债可持续性和相关的转移问题，有人将重点放在公债可持续性和相关的预算问题。有些人甚至称，私外债没有转移问题，应关注的只有公共外债问题。¹

3. 那些担心外部可持续性的人感兴趣的是有关国家能否产生还本付息所需的外币。然而，他们不看各个经济部门能否产生必要的资源来还自己的债。那些担心公债可持续性的人只看公债总额的变化而不担心公债的还本付息可能需要稀少的外汇。

4. 两个概念都很重要，但将它们混在一起使债务可持续性的讨论更加混乱。本附录的目的是要指出不同类型债务产生不同类型脆弱性，并以此来说明这些债务的差异。

外部可持续性

5. 经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(1929 年)在批评那些认为巨额外债问题主要是预算问题的人时所持的基本观点是：要偿还外债，国家必须有外币顺差。

6. 外债和内债的重要区别是，产生国际货币支付利息和本金的能力同一个国家成长或扩大税基的能力没有直接关系。因此，债务与国内生产总值的比率和债务与收入的比率不足以衡量一个国家偿还外债的能力。连经常使用的债务与出口的比率也是有问题的，因为如果进口增长超过出口增长，大量出口也不足以产生所需资源。

7. 除非一个国家的外债是以自己的货币发行，只有在经常账户出现顺差时才能产生在净基础上(即不产生新债务)偿还国际债务的必要资金。这意味着净外债永远是必须用国际上可交易的商品和服务来偿还的债务。²

¹ 后一种看法通常被称为劳森理论，其名称来自英国财政大臣奈杰尔·劳森 1988 年的一个讲话，他在评论大不列颠及北爱尔兰联合王国的经常账逆差时说：“在过去[……]联合王国经常账户逆差几乎总是与庞大的预算赤字、经济表现不佳、储备低和海外净资产少相联系。目前的情况可大不一样。”讽刺的是，他说了这番话后不到一年，联合王国就陷入严重经济衰退。

² 从理论上讲，当外债是以本国货币发行时，情况也是一样，但能够发行其债务所用货币的国家可以选择通过印制更多的钱来降低其债务。

8. 大量净外债的积累向来是经常账户持续出现逆差的结果。因此，要评估某个数额的债务是否可持续，就必须了解推动经常账户走向的机制。有证据表明，贸易条件大幅度波动(如石油价格上涨后出现的情况)会直接大幅影响贸易和经常账户差额。同样，在可交易工业产品占有相当大份额的国家，赤字减少与货币名义值和实际值下降往往是密切关联的。事实上，经验证据表明，实际有效汇率的变化有可能减少赤字或促使贸易和经常账户从逆差变为顺差。

9. 因此，庞大的经常账逆差所产生的债务是否不可持续，要看伴随逆差的是实际升值和整体竞争力下降还是竞争力丧失，前者是不可持续的更有力指标。人们有时说，发展中国家需要接受大量资本流入和由此产生的货币升值，因为他们没有足够的储蓄，因此需要引进投资与发展的资金。但是，在目前世界，发展中国家作为一个群体，正在以前所未有的速度成长和投资，并且是资本净出口国，因此这种说法没有说服力。

10. 此外，正如美国总统 2004 年经济报告(第 256 页)所说的那样：“净资本流入和经常账户逆差是好是坏取决于流入的资本如何使用。家庭借债——过度家庭支出或投资超过储蓄——提供了一个很好的类比。家庭可为奢侈的度假、抵押贷款买房或教育借债。不知道借债的目的，就不能判断借债是否恰当。对国家也是一样，向国外借债可以是生产性或非生产性的”。因此，要用不同眼光看不同用途的债务，不能只根据宏观经济比例来评估债务的可持续性。

11. 因此，如果一个国家或一个地区面临急剧的实际升值，随之而来的资本净流入不应视为力量的表现或视为投资者决定在该地区进行“储蓄”的结果。资金在货币没有被高估的情况下流入才是力量的表现。否则，货币贬值的国家只是将资本出口作为其在商品市场成功的必要补充，而不是作为独立的资本转移。由于相对价格变动是资本流动的原因，抱怨货币高估的负面影响而同时又赞扬资本净流入是自相矛盾的。

12. 这些考虑为外部可持续性分析提供了重要的教训。特别是，与计算可持续的政府债务进行的类比是有误导性的，我们不应再进行这样的分析。在试图衡量可持续发展的需要时，必须对负债的根源进行透彻分析。

财政可持续性

13. 人们在使用“财政可持续性”一词时，心目中往往对该词没有明确定义。按照国际货币基金组织的定义，在“借债人预计能够继续还本付息而无须在未来对收支平衡作出不切实际的大幅修改”时，相关政策为可持续的(货币基金组织，2002 年，第 4 页)。³

³ 货币基金组织“Assessing Sustainability。”政策发展和审查部编制的政策文件，2002 年 5 月 28 日，哥伦比亚特区华盛顿，第 4 页。

14. 要对可持续性进行正式测试往往会碰到问题，而且在数据方面的要求很高。因此，分析人员采用经验法则来检查现行政策能否在给定的实际利率、经济成长率，债务初始数量下稳定或降低给定的负债率。这一指标通常用来分析稳定债务/GDP 的比率：

基本盈余=(利率-GDP 增长) 公债

在适用本办法时有几个注意事项。首先，它不是完全地基于可持续性的任何明确定义，它主要将重点放在稳定债务与GDP的特定比率，但并没有说明哪一个比率为最佳比率。第二，指标没有定出长期可持续的必要条件。一个国家可以有很好的理由希望出现逆差，因为这些政策可能导致超过长期平衡所需的财政比率而不让一个国家采取反周期政策可能不是最好的做法。第三，要计算上述方程式就需要有关于GDP增长、利率、政府支出和收入的假设数字，并隐含地假定这些变量是外生的。然而，大多数这些变量往往是内生的和相互关联的。假设基本赤字的变化不会影响利率和经济成长或经济成长的变化不影响基本盈余是不现实的。事实上，公共投资所产生的赤字与经常开支所产生的赤字是不同的。按照现行做法，公共部门的调整战略将经常支出和公共投资捆绑在一起。里约集团(19个拉丁美洲国家进行政治协商和互动的常设机制)建议不将投资支出包括在财政赤字目标中。这一建议的主要论点是，由于经常支出往往难以调整(因为它主要是由工资和福利项目组成的)，在赤字超过目标时，投资往往是被调整的项目。在该建议中，里约集团认为将投资支出列入预算平衡的目标的做法是将债务的每项增加都看成是政府财富的减少，也就是隐含地认为投资开支对净财富增加不起作用。里约集团认为应采用类似Buiter在1985年所建议的可持续性指标。⁴

15. 最后，该指标没有考虑到很多标示大多数发展中国家情况的因素，因此使不确定性大大增加。尤其是，发展中国家增加税收的能力往往有限(因为非正式部门很大)、收入来源不稳定、会受到大的外部冲击(包括实际和金融冲击)从而使GDP成长和还本付息的波动性增加，并且其美元负债的程度很高。所有这些因素使财政政策管理变得复杂，并大大增加了可持续性评估的困难。

外部可持续性与财政可持续性的相互影响

16. 外部可持续性与财政可持续性之间存在着重要联系。在这些联系中最明显的是，大约一半的发展中国家的外债是公债，大约50%发展中国家的公债对外发行的。也有不太明显的联系。让我们用一个没有公债但有大量私人外债的国家做例子。私人借债者若无法还本付息，就可能导致货币和银行危机，从而对财政可持续性产生负面影响。然而，危机也起源于国内债券市场。1994/1995年的墨西哥

⁴ William Buiter “A Guide to Public Sector Debt and Deficits”, *Economic Policy: A European Forum*, 第一卷第13至79页。

危机源自以本国货币标价的国内债券 CETES 市场, 1998 年俄罗斯金融危机源自以本国货币标价的国内债券 GKO 市场。

17. 财政可持续性和外部可持续性之间最重要的相互影响与汇率的行为有关, 不幸的是, 这种相互影响促使了一种并不令人高兴的得失平衡情况。我们只要回顾一下就可以看到这种情况: 真正的贬值是恢复外部可持续性的必要条件, 发展中国家有很大比例的公债是以外币计价的, 因此, 大幅贬值可能导致债务/GDP 比率猛增(要了解这方面的情况请参看Campos, Jaimovich和Panizza(2006) “The unexplained part of public debt”, *Emerging Markets Review*, 第 7/3 卷, 第 228 至 243 页)。⁵

18. 因此, 货币升值可以在对财政可持续性产生正面影响的同时也对外部可持续性产生负面影响。但是, 如果这种情况是与经常账户迅速恶化相关, 则财政状况的改善将只是暂时的。这正是劳森理论的问题所在, 因为这种情况可能导致政府忽视其外部金融的脆弱性, 并最终导致货币危机和财政危机。然而, 这种得失的平衡也意味着允许货币在外币债务存在的情况下贬值可能导致债务危机, 并可能导致代价高昂的债务违约情况。这就是为什么一些发展中国家患有“浮动恐惧”症。

19. 由于改变公债的组成和转向国内借债可减少这些不对称情况, 并可改善上述得失平衡的情况, 有几个发展中国家正在还清外部公债, 并以国内发行的债务取代。一些评论员和经济学家认为, 债务组成的这种改变将防止发展中国家未来出现债务危机。诚然, 国内债务是较为安全(从发行债务者的角度来看), 最近一些国家从向外部借债转为向国内借债的做法可能导致这些国家从容易产生一种问题变成容易产生另一种问题。例如, 从外债改为内债的国家可能从货币错配变成期限错配, 过多的国内借债可能对货币信誉产生负面影响, 从而导致国内利率升高。⁶

20. 外部可持续性与财政可持续性的这些相互影响告诉我们, 应将国内债务纳入债务可持续性分析。目前, 这并不是普遍的做法, 而导致这种情况的至少有两个原因。第一个原因是, 尽管国内债务可能对外部可持续性产生影响, 国内债务所可能产生的问题与外债所可能产生的问题是不同的。因此, 简单地将两种债务加

⁵ 这就是为什么关于原罪和货币错配的文章(Eichengreen, Hausmann and Panizza “The Pain of Original sin” (见脚注 9))认为, 即使没有转移问题, 外债也可能是危险的。由于发展中国家的外债往往是以外币计价的, 一个国家是否有能力偿还债务取决于实际汇率的变化, 对于发展中国家而言, 这些变化往往非常不稳定 (Ricardo Hausmann, Ugo Panizza, and Roberto Rigobon “The long-run volatility puzzle of the real exchange rate” *Journal of International Money and Finance*, 第 25/1 卷, 第 93 至 124 页, 2006 年)。像美国这种可借以本国货币计价的外债(更好的情况是借以它们可以印制的货币计价的外债)的国家就不可能出问题。

⁶ 参看 Guillermo Calvo “Servicing the Public Debt: The Role of Expectations”, *American Economic Review*, 第 78/4 卷, 第 647 至 661 页, 1988 年。

起来是不对的。第二个原因涉及较实际的问题，很难获得关于债务水平和国内债务组成的数据。更糟的是，我们甚至没有一个好的国内和国外债务的定义。事实上，尽管外债的正式定义侧重于债权人的居住地(外债是欠非居民的债)，大多数国家按照债券的发行地和管制债务合同的法律来区分外债和内债(外债是外国发行的并由外国法院管辖的债券)。
