

全球智库半月谈

如何从俄罗斯在欧洲的资产中获取暴利

欧洲面临政治不确定性，但当务之急是...

欧盟的新财政规则是否已经陷入困境

银行业动荡与监管改革

主权债务重组：需要一个协调一致的框架

释放服务业主导型增长的潜力

本期编译

廖世伟

彭湃

熊春婷

薛懿

(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

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾弦	大宗商品
	陈博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组长	张宇燕			
召集人	徐进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
	田慧芳	气候变化	李燕	俄罗斯政治
	任琳	全球治理	丁工	发展中国家政治

联系人：王琬婷 邮箱：wangwanting@ucass.edu.cn

电话：(86)10-8519 5775 传真：(86)10-6512 6105

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码：100732

免责声明：

《全球智库半月谈》所编译的文章，仅反映原文作者的观点，不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

全球视野

如何从俄罗斯在欧洲的资产中获取暴利 6

导读：在就是否以及如何没收俄罗斯主权资产争吵数月后，七国集团成员于6月14日同意使用欧洲清算银行在比利时持有的冻结资金的未来利润来支持向乌克兰提供高达500亿欧元的贷款。这是有道理的，因为全面的没收政策将受到法律陷阱的困扰。然而，制定由七国集团（G7）成员国支持的银团贷款，在负担分担方面达成公平协议的挑战仍然存在。

欧洲面临政治不确定性，但当务之急是... 10

导读：极右翼政党在欧洲议会选举中出人意料的胜利让整个欧洲大陆集体松了一口气。该政党在21个国家的得票率上升，已成为奥地利、法国和意大利最大的政党，同时也是比利时、德国和荷兰的第二大政党。尽管他们的影响力仍然有限，但这一结果利好俄罗斯，足以让普京高兴。

欧盟的新财政规则是否已经陷入困境 13

导读：欧盟财政框架，即欧盟委员会协调成员国财政状况的尝试，将于9月恢复，这是因为疫情暂停以来的首次。尽管欧盟承诺改善财政框架以加强协调，但其处境并不好。考虑到实施规则的陡峭学习曲线，这些规则运行的第一年总是艰难的一年。法国大选则让第一年变得更加艰难。

银行业动荡与监管改革 15

导读：最近的银行业动荡，特别是美国地区性银行的倒闭和存款急剧外流，以及瑞士信贷的倒闭，不仅使存款和利率风险的行为成为人们关注的焦点，还引发了对银行不稳定的担忧。这种情况需要引起我们的注意，并促使我们质疑，在全球金融危机后实施的监管、监督和解决方案改革，是否在2007-08年期间表现出的脆弱性问题的“最后一场战争”中，取得了一致的成效，以及在一个与2008年不同的世界里，它们是否能够强有力地应对新形式的银行业不稳定。

经济理论

主权债务重组：需要一个协调一致的框架 19

导读：与公司重组或者银行重组不同，国家层面的主权债务重组没有任何的法律规章可以参考对照。事实上，更多时候是按照公认的规范和做法进行，而这些规范、做法大多来自于过往案例的成功经验，并不具有与时俱进性，因此，高效的主权债务重组体系理应随着政策环境和宏观语境的变化而适时做出调整。本文系统梳理了主权债务重组体系的发展历史，特别是着重分析了顺序方法的出现原因与当前不足，并结合赞比亚债务重组的真实案例，阐述了进行体系改革的必要性和方向：构建一个协调一致的框架已经刻不容缓，通过将顺序方法改为并行方法，同时引入或可机制，也许能够解决现行主权债务重组体系中容易拖延和不可预测性的问题。

释放服务业主导型增长的潜力 29

导读：在过去三十年中，服务业的快速发展重塑了全球经济的格局，也带来了多国经济结构的全面转型。有鉴于此，世界银行组织了“服务业与结构转型”专题研讨会，旨在

进一步探讨服务业在新兴市场和发展中国家经济结构转型中发挥的作用，议题主要包括服务业主导型增长的前景、服务业主导型增长与收入分配之间的联系、以及为了促进服务业主导型增长所需要采用的政策方针等内容。本文是对本次研讨会重点内容的总结与整理。

本期智库介绍 32

如何从俄罗斯在欧洲的资产中获取暴利

Armin Steinbach /文 廖世伟/编译

导读：在就是否以及如何没收俄罗斯主权资产争吵数月后，七国集团成员于6月14日同意使用欧洲清算银行在比利时持有的冻结资金的未来利润来支持向乌克兰提供高达500亿欧元的贷款。这是有道理的，因为全面的没收政策将受到法律陷阱的困扰。然而，制定由七国集团（G7）成员国支持的银团贷款，在负担分担方面达成公平协议的挑战仍然存在。编译如下：

在就是否以及如何没收俄罗斯主权资产争吵数月后，七国集团成员于6月14日同意使用欧洲清算银行在比利时持有的冻结资金的未来利润来支持向乌克兰提供高达500亿欧元的贷款。这是有道理的，因为全面的没收政策将受到法律陷阱的困扰。然而，制定由七国集团（G7）成员国支持的银团贷款，在负担分担方面达成公平协议的挑战仍然存在。

必须处理三个问题。首先，欧洲联盟处于没收工作的中心，因此将比美国损失更多。因此，公平的责任分担意味着美国应该在银团贷款的偿还担保中承担不成比例的高份额。

其次，欧盟预算必须提供担保，防止未来来自俄罗斯被冻结资产每年约30亿欧元的暴利，不足以偿还贷款的风险。

第三，欧盟资产冻结决定中的日落日期给七国集团伙伴带来的不确定性（以及由此产生的意外利润分配的不确定性）应通过用审查条款取代此类日期来解决。这将降低某些欧盟成员国不可预测的投票行为的风险。

什么属于谁？

在解决这些问题时，第一个问题是谁拥有预计每年高达30亿欧元（扣除比利时公司税）的俄罗斯资产的暴利。一个答案是，这些利润是欧洲清算银行的财产（不同于俄罗斯拥有的主要资产），原因很简单，因为对到期债券进行再投资的收入不会归俄罗斯所有。欧洲清算银行（Euroclear）等存管机构通常会在一天结束前将客户的现金余额转出，而不会向客户支付任何报酬。

然而，此案的独特之处在于，欧盟和俄罗斯都否认欧洲清算银行有权保留利润。根据欧盟的说法，欧洲清算银行“不能指望从欧盟制裁中获得不当和意外的经济利益”——俄罗斯会同意这一说法。基于欧盟有权对俄罗斯实施制裁，欧盟否认欧洲清算银行有权获得这些利润，而俄罗斯则认为这些暴利是俄罗斯资产到期后的不正当获利。在追求其主张的过程中，俄罗斯可以根据比利时-俄罗斯双边投资条约提起诉讼，可能声称违反了公平和公正待遇，或直接征用。虽然由于制裁违反国际法行为的公共利益压倒一切，这样的诉讼可能会失败，但在获得暴利的权利方面仍然存在一些法律上的不安全感。

欧盟脆弱性

关于 G7 成员国之间责任分担的微妙问题，应该指出的是，欧洲清算银行持有约 1910 亿欧元（2050 亿美元）的俄罗斯资产，而美国只持有 50 亿美元。正如俄罗斯一再警告的那样，这种不平衡使得在欧盟掠夺暴利更有可能成为俄罗斯报复的目标。俄罗斯最简单的反击将是没收欧洲公司持有的资产。

根据基辅经济学院的数据，自乌克兰全面战争开始以来，欧洲和美国公司已经撤出了大约 40% 的俄罗斯资产。其余的公司决定留下来，但已停止运营，或仍在试图出售其资产。俄罗斯剩下的是价值 1940 亿美元的外国资产。其中，900 亿美元由欧洲公司拥有，几乎是总部设在美国的公司所拥有的金额（320 亿美元）的三倍。如果俄罗斯的报复警告是严重的，欧洲公司最终可能会为资助乌克兰买单。

随着欧盟面临更大的报复风险，美国至少应该接受承担主要责任，为乌克兰贷款提供担保。这将是制定银团贷款的关键。

必须决定银团贷款是否将从专用债券的收益中偿还，该专用债券以未来的意外利润作为抵押。这种方法的缺点是，它会导致投资者要求很高的折扣，使得借贷成本很高。更好的选择是由七国集团（G7）和欧盟（EU）提供背靠背贷款，欧盟已经通过多边财政援助向乌克兰提供贷款。七国集团成员是否通过第三方机构或通过向乌克兰提供双边贷款共同提供担保是次要的。为了“证明”这笔贷款，明智的做法是首先将贷款支付给多边机构，例如世界银行，然后将其送往乌克兰。这将阻止特朗普取消美国对贷款的份额。

最重要的是就“分享条款”的设计达成一致，以支持银团贷款协议，该条款将定义七国集团成员在暴利不足以偿还贷款时按比例承担的风险敞口。

一项初步提议预计，各国应按其持有的被冻结俄罗斯资产的比例承担责任。这些条款很难让人接受，因为这将使持有大部分俄罗斯资产的欧盟的负担加倍，并增加报复风险。以国内生产总值为基础的按比例责任分摊是责任分摊的一个自然基准。然而，欧盟对俄罗斯报复的更大风险敞口将证明美国更大的风险敞口是合理的。美国政府可能会拒绝更高的负担，以避免去国会，并辩称这是一场欧洲战争。事实上，如果欧盟为确保偿还美国贷款提供担保，国会可能会被规避，从而使这项协议变得不平衡。

欧盟预算的作用

另一个基本点是，支撑贷款的责任分担架构不仅必须在欧盟和七国集团之间保持平衡，还必须在欧盟和其成员国之间保持平衡。由于欧盟缺乏征税权，其资本市场活动和信誉依赖于成员国的财政贡献。因此，欧盟向乌克兰提供的任何背靠背贷款都必须得到欧盟预算的担保。

目前对乌克兰的贷款是由欧盟预算担保的——这是一种例外情况。然而，这一例外将于 2024 年底到期，如果要延长，需要欧盟各国政府的一致决定。作

为一种替代方案，个别欧盟国家可能会提供双边担保来支持贷款。虽然这将绕过一致同意的问题，但它将导致搭便车，使其成为一种不可行的选择。欧盟预算之外的任何选择几乎肯定会在欧盟成员国之间造成与公平负担责任有关的新的紧张关系。

截止日期

第三，商定的银团贷款的实施提出了一个问题，即欧盟如何能够将对乌克兰的长期（20年或更长）贷款与每年的意外利润同步。只有在制裁生效的情况下，贷款的抵押品才会逐步增加，但布鲁塞尔为欧盟制裁设定了截止日期。制裁决定通常每六个月到期一次，并由欧盟各国政府在欧盟理事会投票延长。正如对白俄罗斯实施了20多年的制裁所表明的那样，延期可以成为一种常规做法。然而，乌克兰贷款辛迪加（Ukraine Loan Syndicate）中的七国集团（G7）成员将对这种短期主义做法感到紧张：向乌克兰偿还贷款取决于获取暴利的持续政治意愿，这给了蓄意阻挠的欧盟成员国寻求与其选票讨价还价的机会。

然而，这一困境是有解决办法的。欧盟应将资产冻结与针对俄罗斯的剩余制裁措施分开。欧盟不应设定通常的6个月到期日，而应纳入一项与特定目标挂钩的审查条款——即以俄罗斯遵守国际法并向乌克兰支付损害赔偿为条件暂停制裁。

欧盟理事会（2018）制裁准则规定了审查条款，作为到期日期的替代。只要确保进行审查，就没有义务使用到期日期。正如欧洲法院在2008年对财产冻结的阐述所指出的那样，重要的是制裁保持了“临时预防措施”的性质。鉴于所追求的目标，必须经常重新审查这些目标。

就俄罗斯而言，审查条款的目标很容易实施：俄罗斯撤出乌克兰并支付赔偿金。如果年度审查发现俄罗斯遵守了规定，则可以取消制裁。其政治影响将大于目前制裁期满和继续执行的反复循环。审查条款向俄罗斯发出的隐含政治信号是，造成新的战争损失会日益降低资产释放的可能性。更重要的是，审查条款将为七国集团成员创造确定性，因为废除制裁的决定需要一致通过。可能会出现这样一种情况，即强硬派希望保持对俄罗斯的压力并否决解除制裁，但这种情况是遥远的，与寻求获得优势的国家威胁阻止制裁相比，造成的政治动荡要小。

如果延长制裁最终受阻，还有另一种选择。如果欧盟未能重新扣押利润，欧洲清算银行的利润将继续累积。由于比利时对欧洲清算银行的资产行使直接管辖权，比利时可以攫取这笔暴利，并将其用于抵押贷款——这一解决方案可以绕过欧盟内部错综复杂的问题。

本文原题名为“[How to harvest the windfall profits from Russian assets in Europe](#)”。本文作者 Armin Steinbach 是 Bruegel 的非常驻研究员，也是巴黎高等商学院（HEC Paris）的法律和经济学教授。本文于 2024 年 6 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧洲面临政治不确定性，但当务之急是...

Cecilia Malmström / 文 熊春婷/编译

导读：极右翼政党在欧洲议会选举中出人意料的胜利让整个欧洲大陆集体松了一口气。该政党在 21 个国家的得票率上升，已成为奥地利、法国和意大利最大的政党，同时也是比利时、德国和荷兰的第二大政党。尽管他们的影响力仍然有限，但这一结果利好俄罗斯，足以让普京高兴。编译如下：

极右翼政党在欧洲议会选举中出人意料的胜利让整个欧洲大陆集体松了一口气。该政党在 21 个国家的得票率上升，已成为奥地利、法国和意大利最大的政党，同时也是比利时、德国和荷兰的第二大政党。尽管他们的影响力仍然有限，但这一结果利好俄罗斯，足以让普京高兴。

在欧洲议会（European Parliament）全体会议上，来自不同团体的近 200 个政党现在必须结成联盟，以争取获得多数席位，这一过程可能需要数周时间。不过，欧洲议会中的极右翼仍然分为两个团体，同时也存在所谓的“无团体”成员，他们获得议会资源的机会有限。极右翼政党（以及一些极左翼政党）是在现有团体中寻找归宿，还是打算组建新的团体，或是继续置身于体制之外，仍有待观察。他们过去通常很难在一起共事。

极右翼各团体因共同的气候怀疑论、“反觉醒”议程以及反移民和亲俄罗斯的政策而团结在一起，但意大利总理梅洛尼（Giorgia Meloni）是一个明显的例外，她一直非常明确地支持乌克兰。他们普遍鄙视“全球主义者”和欧洲的“建制派”。

会有什么影响？

议会最紧迫的任务将是确认欧洲理事会国家元首对欧洲联盟委员会（以下简称欧盟委员会）主席的任命。欧盟委员会很可能在 7 月做出选择，很可能会再次选择来自德国的乌尔苏拉·冯德莱恩。假设她被选中，冯德莱恩将需要在议会中获得 361 票。她面临着一个两难境地：是像以前那样争取亲欧中间派的支持，还是与欧洲保守派和改革派政党中相对温和的右翼政党合作，以获得更广泛的选票支持。一旦她被确认为欧盟委员会主席，她将组建自己的团队，与成员国进行密切对话，每个成员国提名一位候选委员。候选人将在公开听证会上接受不同议会委员会的审查，并有望在 12 月得到确认并开始工作。。

欧洲的一长串待办事项

欧洲正面临着艰巨的挑战。其中一些是内部问题，如解决增长、生产力、竞争和创新问题，欧洲在这些方面远远落后于美国和中国。这一目标需要内部市场的改革和现代化，这可能与意大利前总理恩里科·莱塔和马里奥·德拉吉起草的两份报告一致。前进的道路还需要更加关注创新和研究，同时确保最近通过正在应用的人工智能法案不会阻碍创新，而是促进人工智能的发展和可能性。所有这些目标都需要欧洲议会充分参与立法。

目前存在一个单独的内部问题并产生了更广泛的影响。各国农民在首都街头举行抗议运动，这震动了欧洲竞选活动。一些抗议运动与极右翼政党结盟，而另一些抗议运动只是表明他们对不公平的外国竞争的担忧、以及对复杂、昂贵、耗时的官僚机构的恐惧，这些官僚机构监管了内容涉及农药等新气候法律。人们可以预期，新举措将放缓，重点将放在规则的执行和简化上。

日益敌对的世界中的欧洲

在一个充满地缘政治竞争和供应链脆弱性的世界里，欧洲需要一个强有力的领导。在这些领域，欧洲议会参与较少。继续支持乌克兰和稳定安全局势是欧洲的主要优先事项。如果特朗普重新执掌白宫，欧洲如何继续在经济、政治和军事上支持乌克兰？这将需要更多的资金和更持续的决心。许多欧洲人也担心美国会减少参与北约，这引发了一场关于欧洲如何在自身安全和防务方面发挥更大作用的讨论。

此外，如果唐纳德·特朗普重返白宫，欧洲需要为不断升级的贸易战和来自美国的新关税做好准备。但防范特朗普并不是唯一的贸易问题。欧盟委员会刚刚提议对中国电动汽车征收惩罚性关税，它需要在对中国采取强硬态度同时维持重要的贸易关系，以及谨慎选择一条降低依赖不可靠供应链的风险的道路之间找到平衡，这一战略被称为“降低风险”，而不是“贸易脱钩”。世界贸易组织（WTO）的软弱和贸易战加速的风险，本应该会促使欧洲扩大自由贸易伙伴网络，但欧洲大选后的政治情绪更倾向于保护主义和战略自主权。由于奥地利、法国和荷兰极右翼政党的强硬立场，他们与拉美国家签署的欧盟-南方共同市场自由贸易协定（the EU-Mercosur free trade agreement）不太可能获得批准。

被削弱的法德轴心

比欧洲议会的组成更重要的是欧盟成员国的领导和行动。法国国民大会（Rassemblement National，以下简称 RN）的大获全胜促使总统埃马纽埃尔·马克龙（Emmanuel Macron）解散国民议会，并将选举安排在 6 月 30 日。法国国民投票制度不同于欧洲议会制度——这是一场可能成功的赌博——但来自 RN 党的年轻的乔丹·巴德拉（Jordan Bardella）也有可能成为总理。这将与马克龙形成复杂的“共生关系”，马克龙的总统任期将持续到 2027 年 5 月。无论选举结果如何，总统仍将负责外交政策，包括对乌克兰的支持。但马克龙如果想通过预算措施需法国议会和欧洲议会的支持。

本次选举严重削弱了德国力量。德国总理朔尔茨及其同盟绿党和自由民主党的耻辱性失败，为极右翼政党创造了机会。今年秋天许多德国极右翼选择党（Alternative für Deutschland）势力强大的地区将举行选举活动。这位总理已经排除了马克龙下令举行的那种特别选举。但风险在于，在剩下的 18 个月任期内，他仍将是一位受掣肘的领导人。届时，欧洲将在几年内面对衰弱的法德轴心，这将给欧洲和世界其他地区带来不利后果。这种疲软风险有可能减缓多项

重要改革，包括创新和竞争、外交政策以及扩张经济准备工作。波兰总理唐纳德·图斯克（Donald Tusk）和意大利总理乔治·梅洛尼（Giorgia Meloni）等其他国强势领导人正试图降低上述风险，其中梅洛尼已成为七国集团（G7）领导人，在国内享有最强大的政治支持。

尽管欧洲治理笼罩着政治不确定性的阴云，但欧洲无法承受长期的制度斗争和领导缺位。人们希望欧盟委员会（European Commission）能在秋季结束前就位，与此同时，欧盟委员会主席冯德莱恩（Von der Leyen）的临时团队有能力在不提出新立法的情况下处理乌克兰问题。欧洲在乌克兰问题面临越来越多的怀疑，气候政策可能放缓，即使传统中心仍然占主导地位，但保护主义趋势在增强。功能失调的法德轴心有可能减缓必要的改革、降低内部增长动力。现在对欧洲议会选举所产生的长期影响进行全面判断还为时尚早。但至少欧洲政治永不失色。

本文原题为“Europe faces political uncertainty but urgent priorities”。本文作者 Cecilia Malmström。Cecilia Malmström 是前欧盟委员会和欧洲议会成员，于 2021 年 6 月加入彼得森国际经济研究所，担任非常驻高级研究员，其主要研究领域包括欧洲贸易政策、世界贸易组织、欧洲委员会。本文为 2024 年 6 月发表于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧盟的新财政规则是否已经陷入困境

Maria Demertzis/文 薛懿/编译

导读：欧盟财政框架，即欧盟委员会协调成员国财政状况的尝试，将于9月恢复，这是因为疫情暂停以来的首次。尽管欧盟承诺改善财政框架以加强协调，但其处境并不好。考虑到实施规则的陡峭学习曲线，这些规则运行的第一年总是艰难的一年。法国大选则让第一年变得更加艰难。编译如下：

欧盟财政框架（European Union's Fiscal Framework），即欧盟委员会（European Commission）协调成员国财政状况的尝试将于9月恢复，这是因为疫情暂停以来的首次。但考虑到法国选举的不确定性和很可能出现的财政扩张，在要求控制支出时，在这些规则被重新引入之前，其可信度是否已经受到了损害？

财政规则的暂停为更新成员国认为“过时”的规则提供了一个机会。但决定如何修改它们并不容易。经过艰苦的谈判，成员国为各自认为重要的东西而战，一套新的财政规则诞生了。它们再一次不完美，但比前一组要好。所有成员国都认为有必要进行一些财政协调（如果不是最低限度的话），以防止过度债务危及货币联盟。因此，有规则总比没有规则好，当然，比以前更好的规则应该受到欢迎。

为了准备这一框架的启动，欧盟委员会于6月19日星期三将七个国家列入过度赤字程序（excessive deficit procedure, EDP）。这些国家的财政状况被认为需要重新调整。被纳入EDP意味着该国有义务将其赤字降至3%的参考值以下，并使其债务处于下降路径。在实践中，这意味着，当这些国家在秋季向欧盟委员会提交其多年支出计划以供审查时，它们需要表明它们将如何履行这一义务。

法国是被列入EDP的七个国家之一。法国目前的债务超过GDP的110%，需要找到财政整合和减少债务的方法。我在Bruegel的同事估计，法国需要至少在未来四年内削减的财政开支在0.5%到0.8%之间，具体取决于实现这一目标所需的速度。

然而，目前在法国参加竞选的政党都没有承诺削减开支。事实上恰恰相反。国民联盟党（Rassemblement National）是最有希望获胜的政党，该党承诺将继续大举支出，甚至推翻总统马克龙的养老金改革。到了9月，下一个负责制定法国未来几年预算的政治实体似乎不太可能遵守新财政规则的命令。

这就是麻烦的开始。欧盟委员会原则上必须将诉讼升级，但升级到哪里呢？预计EDP会对不合规的欧盟国家进行罚款，但在财政规则的历史上从未开过罚单。问题是，对一个超支的国家罚款会适得其反，而且财政部长们似乎不愿接受对任何同僚罚款。

欧盟委员会将不得不考虑很多因素。如果法国极右翼政府当选，对其进行谴责和罚款，可能会加剧越来越反欧洲的公众与布鲁塞尔当权派之间的裂痕。当涉及法国时，这是否值得冒险？

这事关重大。法国例外论，更广泛地说，欧盟委员会在过去对大国采取双重标准的监督方式，严重损害了其信誉。现在，如果极右翼在法国当选，那么无法执行欧盟规则将被视为支持危险政策，而不仅仅是为了欧元的可持续性（例如民主）。在金融危机和欧盟委员会在方案国实施了极具侵入性的政策之后，对欧洲规则采取不干涉的做法已不再可能。此外，小国将特别密切地关注一个大国是否再次被允许不遵守一套共同规则而不受惩罚。

尽管欧盟承诺改善财政框架以加强协调，但其处境并不好。考虑到实施规则的陡峭学习曲线，这些规则运行的第一年总是艰难的一年。法国大选则让第一年变得更加艰难。新的委员会有责任挽救整个框架的信誉。

本文原题为“Are the European Union’s New Fiscal Rules in Trouble Already?”。本文于2024年6月刊于Bruegel官网。本文作者Maria Demertzis是Bruegel的高级研究员，同时也是欧洲大学学院跨国治理佛罗伦萨学院的经济政策兼职教授。[单击此处可以访问原文链接。](#)

银行业动荡与监管改革

Viral Acharya, Elena Carletti, Fernando Restoy, Xavier Vives /文 廖世伟/编译

导读：最近的银行业动荡，特别是美国地区性银行的倒闭和存款急剧外流，以及瑞士信贷的倒闭，不仅使存款和利率风险的行为成为人们关注的焦点，还引发了对银行不稳定的担忧。这种情况需要引起我们的注意，并促使我们质疑，在全球金融危机后实施的监管、监督和解决方案改革，是否在 2007-08 年期间表现出的脆弱性问题的“最后一场战争”中，取得了一致的成效，以及在一个与 2008 年不同的世界里，它们是否能够强有力地应对新形式的银行业不稳定。编译如下：

最近的银行业动荡，特别是美国地区性银行的倒闭和存款急剧外流，以及瑞士信贷的倒闭，不仅使存款和利率风险的行为成为人们关注的焦点，还引发了对银行不稳定的担忧。

这种情况需要引起我们的注意，并促使我们质疑，在全球金融危机后实施的监管、监督和解决方案改革，是否在 2007-08 年期间表现出的脆弱性问题的“最后一场战争”中，取得了一致的成效，以及在一个与 2008 年不同的世界里，它们是否能够强有力地应对新形式的银行业不稳定。

在最近的银行倒闭之后，出现了几个关键问题：在这些倒闭中，有哪些是新的，哪些是旧的？是时候重新评估存款的粘性了吗？数字银行和社交媒体是否从根本上改变了银行业市场并影响了金融稳定？货币政策的作用是什么？美国硅谷银行（SVB）的倒闭是一个例外，还是矿井里的金丝雀？在全球金融危机之后，我们需要在多大程度上再次改革监管？已实施的改革的哪些部分看起来很有力，哪些部分需要修正？瑞士信贷（Credit Suisse）为何从监管的角度来看是稳健的，但却处于崩溃的边缘？美国和瑞士当局的反应是否充分？全球金融危机后制定的新决议框架是否符合目的？我们真的能相信系统性银行的危机可以在没有公共支持的情况下得到控制吗？

重大改革建议是在任何相关的金融危机之后提出的，如 20 世纪 80 年代的储蓄和贷款危机或全球金融危机。事实上，《巴塞尔协议 III》旨在解决全球金融危机期间发现的监管缺陷。在上述一些危机之后，两项主要的改革建议重新浮出水面：以狭义银行的形式结束银行挤兑，以及以市值计价的会计准则指导监管干预和监督。现在，默文·金（Mervin King）的“四季当铺”（Pawnbroker for All Seasons）提案和使用基于市场的信号，通过及早提醒问题来解决监管容忍问题，也是如此。

本报告试图回答其中的一些问题，强调了银行业改革的未完成议程及其实施情况，并讨论了一些有助于解决差距的改革建议。报告的总体经验教训如下。

首先也是最重要的是，需要对监管政策采取整体办法。资本、流动性、会计和披露要求应一起制定，并应考虑它们之间的相互作用。除了传统的或基于利率的货币政策周期的影响外，还应考虑不同的量化货币政策机制，如量化宽

松（QE）和量化紧缩（QT）对金融稳定的影响。这种全面的方法对银行业的稳定至关重要。

其次，应将审慎规则统一适用于构成系统性风险的机构，即使它们个别规模较小，但作为一个“群体”或整体风险可能很大。比例制度不应损害维护系统性银行安全和稳健的需要。

第三，流动性监管应该发生调整，以适应数字技术给银行市场所带来的改变。

第四，流动性保险应该合理定价，无论是基于风险的存款保险保费，还是为最后贷款人提供支持的抵押品预定位。

第五，应加强早期干预框架和解决方案规划，更多地关注市场信号作为早期干预或调查升级的监督信号的价值。

最后，在各个司法管辖区一致、及时和全面地实施全球标准应该是最优先考虑的问题。

本报告围绕三个主要部分展开，每个部分对于理解和解决问题都至关重要：未保险存款的繁荣和萧条以及政策反应（第2章），监管和监督的缺陷（第3章），以及银行倒闭的管理（第4章）

无保险银行存款的繁荣与萧条及政策应对

2023年初，美国三家中型银行破产，引发银行业动荡，凸显出在量化宽松推动的快速货币和市场扩张中，过度依赖无保险存款所产生的系统性脆弱性。随后的加息和量化宽松逆转引发了流动性危机，最终演变为偿付能力危机。硅谷银行的倒闭是由大量未保险存款外流引发的，这说明了银行业内部对流动性风险的不同脆弱性，以及银行业内部的多米诺骨牌效应，凸显了各机构的脆弱性，尤其是中小型机构。2023年银行业压力还凸显了数字金融对提款速度和传染风险的放大效应。

这场危机凸显了重新评估监管框架、监督工具和货币政策以减轻未来类似脆弱性的必要性。政策应对措施应在遏制挤兑溢出效应与降低挤兑发生率之间取得平衡，方法是改善存款保险（美国联邦存款保险公司为此提出了各种建议）、最后贷款人支持以及更严格的资本和流动性要求，这些要求应一致适用于所有银行。必须对资本和流动性要求等事前审慎措施进行审查，以检查它们是否及时反映了利率风险、银行负债结构以及监管程序中反映的市场价值信息。压力测试必须全面纳入利率风险和高于正常水平的利率的影响，不仅对大型银行如此，对中小型银行也是如此。一个全面的解决方案，如“四季当铺”的提议，旨在通过要求银行担保短期债务来减轻脆弱性。尽管如此，它仍面临着实施上的障碍，而且与当前的政策有很大的不同。当前的政策需要仔细审查，因为它将影响银行在经济中调节资金流动的能力。无论如何，都有必要解决非银行金融中介机构的流动性风险。应该考虑把抵押品预定位加入流动性调控工具

箱，以帮助银行获得央行的流动性支持。总的来说，这场危机强调了采取积极主动的措施来维护金融稳定的必要性，还有需要减轻银行业系统性风险，以及认识到这些措施与货币政策的潜在相互作用。

审慎监管、会计和监督

美国和瑞士的银行业动荡是对《巴塞尔协议 III》框架的首次重大考验。虽然它总体上证明是适当的，但显然还有改进的余地。失败和拯救并不完全是由于监管设计缺陷，而至少部分是由于全球准则执行不力及其次优执行和监督，其中会计准则发挥了关键作用。硅谷银行（SVB）和瑞士信贷（Credit Suisse）的商业模式存在缺陷，风险管理和治理都很糟糕。硅谷银行不受流动性监管。在这两个案例中，监管资本都被高估了。在硅谷银行案例中，这是由于“累计其他综合收益”（AOCI）过滤器允许监管资本不反映证券账簿上的损失；在瑞士信贷（Credit Suisse）的案例中，用于评估子公司的过滤器也发挥了作用。有时，监管人员知道问题，但反应迟缓，或者当监管旗帜升起时，上级当局没有敏捷的反应。

这场危机凸显了审慎监管与会计准则之间的相互作用，特别是在债券分类及其对监管资本的影响方面。建议取消 AOCI 筛选器，并应更一致地应用银行账户利率风险（IRRBB）的特定银行支柱 2 要求，可能将 IRRBB 纳入支柱 1 最低资本要求。关于流动性覆盖率（LCR），由于数字银行的普及加上社交媒体的影响，存款流失率应提高。应重新考虑流动性覆盖率的时间范围，并根据银行负债结构中“运行”风险的水平和速度，增加第二支柱高质量流动资产（HQLAs）。其目的是加强 LCR，并在危机中为监管机构提供时间。我们讨论了按市值计价的可能改革方案，例如改进对持有至到期证券（HTM）产生的（未实现）损失的披露要求，对 HTM 证券采用“按市值计价”方法，促进套期会计，并考虑股票价格或分析师对监管机构的预测等市场信号。

这些监管经验教训显示，需要采取严格和一致的方法，特别是在利率风险和流动性监管方面，以确保更有效地处理各管辖区的系统性风险。在监管方面，这些教训是基于这样一种认识，即 2023 年的银行业危机暴露了早期干预框架和执法能力方面的差距，强调了及时行动以及全面风险管理评估的重要性。因此，为了实现更加有效和及时的监管，应当提高治理能力、加强风险管理系统和使用更广泛的风险指标。

银行倒闭管理的经验教训

全球金融危机催生了银行业政策改革的关键转变，导致了新的银行决议框架的建立。这一转变是由金融稳定委员会（Financial Stability Board, FSB）承诺用内部纾困（bail-in）工具减轻银行破产的系统性影响所推动的，该工具授权当局通过减记负债或将其转换为股权进行干预，从而在不动用公共资金的情况下吸收损失。然而，金融稳定委员会各辖区的实施情况仍然不均衡，大约只有

一半的辖区完全整合了自救工具，这凸显了政策意图和执行之间的巨大差距。此外，2023年的破产是在修订后的决议制度之外解决的，尽管其中包括全球系统重要性银行瑞士信贷（Credit Suisse），而且所有案例，包括美国的中型银行破产，都具有系统性影响。

2023年的银行业动荡凸显了监管改革的必要性，以创造更有效、更灵活的解决工具，并在需要时提供外部支持。特别是，处置计划应包含可能的处置工具组合（如业务出售和债权人自救），而不是专注于单一处置策略。应该认识到，有必要为流动性提供可信和及时的公共支持，让解决框架有机会得到很好的实施。通过共同努力，这种支持和解决框架可以减少向破产银行提供全面救助的需要。银行危机凸显了破产管理制度的缺陷和监管资本计量的不充分性。他们指出，有必要将处置规划扩展到所有可能影响金融系统的银行，包括处置中的最低损失吸收负债（最好是长期债务工具），充分定制以促进选定的处置策略，并重新考虑使用目前设计的额外一级工具作为监管资本。

危机管理和存款保险(Crisis Management and Deposit Insurance, CMDI)提案标志着欧盟的重大改进，扩大了解决范围，完善了危机中银行的融资策略。尽管如此，对于业务销售战略的自有资金和合格负债（**minimum requirement for own funds and eligible liabilities, MREL**）校准的最低要求，以及在解决方案中提供外部支持和流动性等方面仍有改进的空间。改革的总体目标应该是加强解决框架的效力，进一步减少对政府救助的需求，并引入所需的灵活性，以适应处置过程中的意外挑战，从而维护金融稳定。最后但并非最不重要的一点是，这些改革非但没有减轻、反而加强了完善欧洲银行业联盟的必要性。

本文原题为“Banking Turmoil and Regulatory Reform”。本文作者 Viral V. Acharya 是纽约大学斯特恩商学院(NYU-Stern)金融系经济学教授。Elena Carletti 是博科尼大学金融学教授和研究部主任。Fernando Restoy 于 2017 年 1 月 1 日起担任国际清算银行金融稳定研究所主席。Xavier Vives 是 IESE 商学院经济学和金融学讲座教授。本文于 2024 年刊于经济政策研究中心(CEPR)。单击此处可以访问原文链接。

主权债务重组：需要一个协调一致的框架

Sean Hagan, Brad Setser / 文 彭湃 / 编译

导读：与公司重组或者银行重组不同，国家层面的主权债务重组没有任何的法律规章可以参考对照。事实上，更多时候是按照公认的规范和做法进行，而这些规范、做法大多来自于过往案例的成功经验，并不具有与时俱进性，因此，高效的主权债务重组体系理应随着政策环境和宏观语境的变化而适时做出调整。本文系统梳理了主权债务重组体系的发展历史，特别是着重分析了顺序方法的出现原因与当前不足，并结合赞比亚债务重组的真实案例，阐述了进行体系改革的必要性和方向：构建一个协调一致的框架已经刻不容缓，通过将顺序方法改为并行方法，同时引入或可机制，也许能够解决现行主权债务重组体系中容易拖延和不可预测性的问题。编译如下：

当一个主权国家的债务不可持续时，所有利益相关者——主权国家、官方债权人和大多数私人债权人——都将从迅速恢复且可持续的债务重组中分得好处。尽管总体上利益一致，但目前的重组进程仍可能会出现延误和不可预测性。对债权人公平性的担忧是其中的一个关键因素，而重组进程的“顺序”性质加剧了这种担忧，（比如）在债务重组的进程中，官方债权人通常被期望在私人债权人之前做出减免债务的承诺。为了加快重组进程，本政策简报建议，官方债权和私人债权的重组应当以平行但协调的方式进行，为了解决债权人之间的公平性问题，应当采用一种新的或可机制，以便同时做出决策：即在一个债权人集团决定接受合约之前，他们应该知道其他所有债权人收到的合约是什么。这一机制不是强制性的——因为在某些情况下，一个群体可能准备先于其他群体采取行动。（很显然）这种“协调框架”将需要更多的信息共享，这与国际货币基金组织（IMF）推动的透明度改革相一致。

介绍

主权债务架构的一个显著特点是，它完全建立在公认的规范和做法的基础上。和公司或银行重组不一样，不存在指导主权债务重组的公共法律。也许不足为奇的是，这些规范和做法的演变是由各种事件塑造出来的，每一次主权债务危机都揭示了（存在的）不足，而这些不足反过来又促进了改革。公平地说，多年来，政策制定者一直致力于通过改革解决私人债权人的集体行动问题。随着私人债权人从银行贷款转向债券、债权人利益日益多样化以及秘鲁和阿根廷等国坚持和诉讼战略取得成功，私人债权人之间的协调问题变得越来越重要。说句公道话，迄今为止推出的众多改革：无论是通过加强国际货币基金组织的政策，包括其针对拖欠贷款的政策，还是通过在主权债券合同中引入日益强有力的集体行动条款等，都在降低可能造成破坏性的私人债权人杠杆效应方面（取得了）相对成功。

2020年底“共同框架”的建立表明人们认识到出现了一种不同类型的集体行动问题——即涉及官方双边债权人的问题。与私人债权人的情况一样，（债权人）组成的变化使得改革变得极为必要：许多最大的官方双边债权人（包括

中国) 要么不是巴黎俱乐部的成员, 要么不愿意遵守其原则, 因此巴黎俱乐部的重组体系已经不能继续作为协调的支柱。(在这种情况下) 《共同框架》非常重要: 所有 G20 国家(包括中国) 至少在理论上同意一套原则(其中许多原则来自巴黎俱乐部体系), 并且同意与传统债权人一起组成一个单一的官方债权人委员会, 以重组低收入国家的债务。其目标是建立一个新的集体框架, 以减少拖延, 并降低对出现一组债权人做出让步会增加对其他债权人偿付这种情况的担忧。

如果根据其自身宣布的目标进行评估(更不用说其创立时的期望了) “共同框架” 没有达到要求, 虽然已经取得了一些进展, 但该体系仍有可能出现延误, 最近赞比亚的案例(下文讨论) 也说明了该体系的不可预测性。此外, 与官方债权人达成重组协议的延误也有可能推迟 IMF 的支持, 因为 IMF 的政策使其更难在官方债权人之间没有达成协议的情况下提供贷款。虽然 IMF 最近的改革旨在增加这方面的灵活性, 但现在评估这种灵活性将在多大程度上得到实际运用还为时过早。

鉴于这些缺陷, 本政策简报提出了进行改革的理由, 这些改革将协调私人 and 官方债权的重组, 并允许两个群体同时做出决定。现有的“顺序” 体系——即主权国家在与官方部门达成协议后再与私人债权人接触——正在造成继续拖延和削弱该体系的瘫痪, 这主要是因为债权人之间的存在公平性问题, 在一个协调的框架下, 官方债权人和私人债权人的决定将从一开始就平行进行, 或可机制(见下文) 将允许同时做出决定。当然, 这一体系对前期透明度提出了更高的要求, 并要求分享更多关于债权人债权和拟议处理此类债权的信息。

正如将要讨论的那样, 同时决策并不意味着所有债权人都将得到同样的待遇。但同时性确实使债权人确信, 在他们接受合约之前, 他们知道向其他债权人提供了何种条件, 换句话说, 它需要透明度和程序公正——而这两点在现行制度中都是缺乏的。当然, 人们也认识到, 并非在所有情况下都需要同时性, 比如在有些情况下, 一组债权人愿意先于其他债权人采取行动, 或者一组债权人的债权数额太小, 不足以对整体重组产生实质性影响。但是, 在公平分配债务减免对整体重组至关重要的情况下, 可以建立一种机制, 确保所有主要债权人一起行动, 同时了解向其他群体提供的重组条件。

管理协调框架的“规则”(即规范) 可由适当扩大的全球主权债务圆桌会议(GSDR) 进一步制定, 并得到 20 国集团(G20) 的认可。该提案建立在我们之前的 PIIE 博客中提出的想法之上。

顺序方法的出现

现有的顺序方法起源于 20 世纪 80 年代的债务危机。在危机开始时, 当重新安排对银行和官方双边债权人的债权成为应对危机的一个关键因素时, 这两类债权人都需要得到保证(这在某种程度上是可以理解的): 即任何债务减免

都将伴随着一项经济调整计划，以提高主权国家偿还债务的能力，因此，IMF 支持的方案的存在成为这两类债权人的一个条件。但外部和内部调整加上 IMF 的资金通常不足以让债务国支付所有外债，因此，IMF 认为它需要保证（通常称为“融资保证”），以确保为该计划提供充分资金所需的债务减免实际上能够实现。

鉴于上述需要，在债务危机的早期阶段就制定了公约，形成了一个平行而不是顺序的进程。在官方双边债权人方面，IMF 得到巴黎俱乐部（官方债权人债务减免谈判的论坛）的保证，预计将在不久的将来达成一项“协议备忘录”，该备忘录将就向该国提供的债务减免条款原则上达成一致。在此基础上，IMF 将正式批准该计划并提供财政支持，同时这一决定反过来将促进“协议备忘录”的最终确定和签署。关于私人债权人，IMF 将从“足够多”的相关商业银行获得保证，确保它们愿意提供必要的债务减免。

然而，随着上世纪 80 年代债务危机的演变，这种做法失败了——至少在私人债权人方面是如此。有两个因素导致商业银行不愿及时向 IMF 提供必要的融资保证。首先，随着时间的推移，银行已经积累了足够的储备，使其能够吸收因不付款而造成的潜在损失，因此它们不太容易受到官方部门的压力，要求它们通过提供新资金或债务减免来维持其风险敞口。其次，当商业银行越来越明显的意识到有关国家所需的救济是需要减少债务，而不仅仅是重新安排债务时，他们会表现的愈发抗拒。

面对这一挑战和存在的拖延风险，IMF 采取了一项政策，并实际上导致了顺序方法的出现，该政策在 1989 年通过时并非没有风险和争议，因为它使 IMF 能够在商业银行未保证准备填补该计划的融资缺口的情况下批准一项计划。虽然（IMF）希望银行和主权债务人最终能达成一项符合该计划融资数的协议，但即使没有达成此类协议，IMF 也准备继续提供支持，反过来，也准备容忍银行欠款的累积。然而，重要的是，这种“给拖欠债务的国家贷款”（“lending into arrears”）的政策并不适用于官方双边债权人，与这些债权人原则上达成协议仍然是 IMF 提供资金的一个条件。。

由于这一政策——至少在有重大官方债权的情况下——官方债权的重组通常在计划开始时进行，而私人债权人的重组则在稍后进行。

压力下的系统

由于官方债权人的组成发生变化，顺序办法所依据的假设变得更加站不住脚。在过去 20 年里，中国、印度和海湾合作委员会国家等大型新兴经济体所提供的融资已经超过了传统巴黎俱乐部债权人所提供的融资。这使重组过程变得更加复杂。IMF 的工作表明，这些债权人的债务减免导致这一进程变得更加不可预测和容易拖延，使 IMF 与巴黎俱乐部之间既定的良好关系变得不那么重要。因此，G20 在 2020 年底建立“共同框架”在当时被认为是一个突破，正是因为

它涉及非巴黎俱乐部债权人，且（共同）承诺遵守在巴黎俱乐部中有效发挥作用的那类重组准则。

然而，正如官方最近所承认的那样，重组进程继续受到拖延和不可预测性的破坏。最值得注意的是，将非传统债权人纳入这一进程，并期望获得涉及“存量”处理的可靠融资保证，以减轻债务总额（以净现值[NPV]计算），导致在与 IMF 工作人员就政策方案达成协议和 IMF 最终批准资金支持之间长期拖延。以赞比亚为例，虽然债务重组可能很快就会结束，但这将是在近四年的债务违约之后。正如下文进一步讨论的那样，这种长期拖延使国家付出了高昂的代价，原因有多个。最显著的是因为某些债权人的合法债权继续以通常很高的合同利率累积。当然这些拖延不仅限于“共同框架”所涵盖的低收入国家的债务重组，属于 IMF 新兴市场准入债务可持续性框架的前沿经济体也经历了漫长的拖延：比如斯里兰卡，（虽然）已经耗尽了储备，但 IMF 在该国拖欠债券债务和中国政策性贷款一年后，由于难以获得融资保证，未能向其提供贷款。斯里兰卡官方债权的重组通过两个独立的竞争性进程进行，截至本政策简报发布之时，债券持有人和斯里兰卡在拖欠债务两年后仍未就条款达成一致。。

虽然这些问题可能有多种原因，但债权人之间的公平性问题显然是一个重要因素。在某种程度上，一些拖延只是“成长的烦恼”，因为新的债权人（特别是中国）正在努力使重组预期正常化，正如巴黎俱乐部债权人几十年来一直试图构建的。然而，我们的观点是，这里存在着更根本的问题在起作用，与一组官方债权人达成的不协调的（有时甚至是秘密的）重新安排协议引起了其他官方债权人对债权人公平性的严重担忧，与此同时，像中国这样的非传统债权人对给予私人债权人的优惠待遇也表示关切。例如，私人债权人被免于执行《暂停债务偿还倡议》等等。此外，债权人索赔日渐多样性，地缘政治的紧张局势等都加剧了信任的缺乏。

从理论上讲，这一问题在共同框架中得到了解决，该框架纳入了巴黎俱乐部框架的核心特征——待遇可比性原则。根据待遇可比性原则，从共同框架下的官方债权人委员会（或在非共同框架案件中从巴黎俱乐部债权人处）获得债务减免的主权债务人承诺，它不会向其他债权人，无论是私人债权人还是官方债权人提供更好的待遇。这是为了给官方债权人一些安慰，即依赖顺序处理法——（如上文所述）官方债权人先行动，私人债权人随后行动——将不会出现给官方债权人造成不成比例负担的全面重组。同时，还有一点很重要，待遇可比性原则只朝着一个方向发展：它并不构成对债务人的承诺，即它对官方债权人的待遇不会优于私人债权人。

有人质疑这一原则是否得到了严格执行，一项学术研究发现，平均而言，官方债权人提供的债务减免高于私人债权人。这项研究受到了质疑，其他研究（包括 IMF 在 2015 年进行的一项研究）得出的结论是：事实上，官方债权人

比私人债权人做得更好。无论结果如何，由于缺乏公司背景下存在的那种法律框架（法律规定了不同类型债权人之间的优先顺序），主权背景下不同债权类别的相对待遇存在争议，进一步加剧了不确定性。

赞比亚：一个案例研究

赞比亚最近的案例突出表明，顺序方法和对债权人之间公平性的高度关注可能会加剧延迟和不可预测性。

当然，赞比亚始终是一个特别困难的案例。赞比亚 2021 年的 GDP 数据不可靠，给外债相对于出口的指标带来了过度的负担，赞比亚需要多少总体债务减免也存在不确定性。债权人也感到有些惊讶，因为根据 IMF/世界银行低收入国家债务可持续性框架（LIC/DSF），赞比亚的债务承载能力被归类为“弱”，这意味着需要比预期更大的债务减免。根据 LIC/DSF，债权人必须提供的债务减免之间存在很大的不连续跳跃，具体取决于一个国家被归类为具有“中等”而不是“弱”的债务承受能力。此外，在赞比亚对外违约后，外国持有的本币债券迅速增加，将这些非居民持有的债券排除在更广泛的重组之外，增加了处于重组范围内的债权人的负担。最后，由中国出口信贷担保机构（中国出口信用保险公司）担保的中国商业银行的贷款是否会被纳入官方重组还存在不确定性。可以说赞比亚的案例中出现了重组过程中几乎所有的棘手问题。

尽管有许多因素在起作用，但顺序方法使达成协议变得更加复杂。按照惯例，官方债权人首先采取了行动，尽管他们很不情愿，而且拖延了很长时间。一些官方债权人（包括中国）反驳了上述 LIC/DSF 对赞比亚的“弱”分类所暗示的削减幅度，因为债务持有人会谋求在赞比亚债务承载能力提升时增加赔付的重组条款。因此，与官方债权人委员会达成协议的困难大大推迟了采用或有偿还结构所需的时间，该结构确保了即使赞比亚在 LIC/DSF 下最终被归类为“中等”时，债务重组条款可以进行上行调整。

尽管在官方重组中采用“或有”结构使人们更容易接受债券重组中的类似特征，但事实证明，在顺序方法下与债券持有人达成协议是困难的。赞比亚与其债券持有人委员会达成的初步协议遭到了 IMF 和官方债权人委员会的拒绝。在 IMF 接受了一项经过适度修改的提议后，官方债权人委员会随后再次进行了拒绝。官方债权人委员会指出（并非没有理由）：债券持有人的提议向债券持有人提供大量预付现金，在此条件下才提供与官方部门类似水平的净现值减免。官方部门曾期望并非正式地向债券持有人传达，他们期望债券持有人提供额外的净现值减免，以换取在计划期间对他们更为有利的债务偿还分配。债券持有人指出（同样并非不公平）：官方债权人委员会不能提供关于获得官方债权人委员会批准所需的额外净现值减免水平的信息。

在经历所有这些反复以后，最终与私营部门债券持有人达成了修订后的（第三份）协议。该协议的结果是，以 2026 年和 2027 年的额外现金支付为条

件，额外减免了净现值债务。时间过得非常快：虽然官方债权人在 2023 年 6 月就达成了协议，但最终的债券持有人协议直到 2024 年 3 月才达成，而截止至 2024 年 6 月，实际重组尚未完成。而且，颇具讽刺意味的是，根据 IMF 最新债务可持续性分析中的初步 GDP 数据，最终协议将使赞比亚的外债和公共债务占 GDP 的比率达到高水平，使其面临很高的债务困境风险，进而触发与中国和私营部门达成的协议中包含的或有条款。

在该国主要债权人之间存在根本分歧的情况下，仅通过改革重组进程所能取得的成果是有限的。但是，目前的进程仍然拖延了私营部门的重组，因为从一开始就显然需要做出的关于可比性性质的决定被推迟到进程结束时，而关于这些要求的内容模糊不清进一步造成了混乱和拖延。（当 IMF 和官方债权人委员会对拟议的债券重组做出不同的裁决时，这也无济于事）。

协调框架的理由和设计

在考虑改革的必要性和方向时，必须强调现行制度的拖延和不可预测性在多大程度上损害了主权债务国的利益。旷日持久的债务重组在许多方面加深了经济创伤。悬而未决的重组可能会阻碍外国直接投资，并影响国内信心。同时它推迟了重组债权支付记录的建立，从而延长了恢复国际市场准入所需的时间。更狭义地说，利息支付继续按照合同规定的利率累积，而且（取决于重组目标如何定义）这可能会增加该国的最终债务负担。最后，如果这些拖延也导致 IMF 支持的计划的批准被推迟，那么它同时也意味着经济改革的拖延。

尽管 IMF 最近对拖欠官方债权人的政策进行了改革，旨在为 IMF 在提供支持方面提供更大的灵活性，但在实践中具体能引入多大的灵活性仍有待观察。IMF 历来不愿在其最大股东反对的情况下提供贷款，特别是在风险敞口最大的国家也不愿提供明确保证的情况下。即使一些国家在没有 IMF 资助的情况下也会实施改革，但很明显官方部门不提供任何明显的资金支持也会削弱国内对改革的政治支持，从而削弱了改革的持久性。当然，当最终结果是重组协议未能提供一条明确的可持续发展之路时，延误就更加令人不安。

作为解决现有延迟和不可预测性的一种手段，我们建议从顺序过程转变为并行过程，并选择同时做出决策。作为一个门槛问题，正如下面进一步讨论的那样，这将要求官方债权人和私人债权人之间充分进行信息共享。单独的委员会——一个或多个由官方债权人组成，一个由私人债券持有人组成，一个由银行债权人组成（如果适用的话）——将继续按照各自的规则和规范运作。然而，谈判将平行进行，在接受主权国家的提议之前，每个委员会都将充分了解向另一个委员会提供的内容。此外，至关重要的是，将提供一种机制，使（但并不总是要求）一个委员会接受提议的决定取决于其他委员会的接受情况。

采取这种做法并不意味着私人债权人和官方债权人会得到同样的出价。事实上，经验表明，官方和私人债权人有不同的偏好。一般来说，官方双边债权

人不愿降低其债权的面值，对于这些债权人来说，净现值减免是通过在较长时间内接受较低的票面利率（低于 5%）来实现的。相比之下，私人债权人往往愿意放弃其债权票面价值的一部分，以获得更多的预付款项，由于市场贴现率通常高于 5%，私人债权人寻求尽可能多地获得短期现金流。

我们认为，这些相互抵消的必要性可以为各债权人集团之间的谈判提供基础，从而不必事先制定在不同类型的债权人之间分配减债责任的规则。为了给那些首先按照顺序行事的债权人提供一些安慰，官方和私人债权人投入了大量精力（但没有成功），就衡量待遇可比性所要使用的标准（以及每个标准的权重）达成共识。例如，目前的巴黎俱乐部进程着眼于 IMF 计划期内名义债务偿还的变化；以净现值计算的债务削减水平，包括要使用的贴现率；以及延长已处理债权的期限。通过引入或有机制——一个集团对合约的批准取决于对另一个集团的合约是否接受，评估待遇可比性的衡量标准将在每个案例的具体情况下有效地预先进行谈判。与顺序方法不同的是，不需要事前公式、监管或应用追回机制，当同时做出决定时，公平性实际上是自我执行的。

上述方法只有在充分共享信息的情况下才是可行的，既包括有关债务可持续性分析（DSA）目标（包括支撑这些目标的宏观经济假设），也包括对不同债权人的拟议待遇。根据 IMF 的政策，这两组信息现在都应该成为常态，至少在理论上是这样。关于与 DSA 有关的信息，工作人员最近发布的一份指导说明澄清说，私人债权人应在这一过程的早期阶段，并且不迟于达成 IMF 工作人员层面的协议时获得这些信息。正如 IMF 工作人员所指出的，这将要求债权人之间签署保密协议（从而限制其交易能力，或者限制向相关债权人委员会的法律和财务顾问披露这些信息）。

IMF 最近修订了其政策，要求在所有重组案例中都使用其拖欠贷款政策下适用的信息共享标准，并将其作为其提供援助的一个条件。该标准要求主权国家向所有债权人提供“未偿还债务存量及其条款的全面情况，以及对所有主权债权（包括官方双边债权人的债权）的拟议处理；拟进行债务重组的债权范围；（同时考虑到并非所有类别的债权都需要重组）和债务重组将恢复中期债务可持续性的基础的详细说明。”。然而，尽管有这一标准，官方部门仍承认需要改进债权人群体之间的信息交流。

重要的是，只有当所有债权人群体的利益在有序、快速的进程方面充分一致时，拟议的方法才能减少延误。显然，如果债权人宁愿长期违约和不付款，也不愿接受符合 IMF 债务目标的重组条款，那么重组程序的改进将不会导致迅速达成协议，（因为）根本的利益分歧不能通过程序上的改进来解决。然而，我们还是要保持乐观。

如前所述，巴黎俱乐部债权国在迅速同意符合 IMF 支持计划数额的条款方面有着良好的记录。如果非巴黎俱乐部债权国在明确向私人债权人提出的条款之前不愿采取行动，那么上述同步决策进程应该可以解决这些问题。

一旦启动重组程序，大多数私人债权人一般都希望以明显恢复可持续性的方式迅速完成重组。即使重组涉及减少本金数额，通常也最好（就反映在二级市场价格中的回收价值而言）提前完成最终谈判。一个漫长的过程往往会导致原始工具的二级市场价值进一步贬值，特别是在拖延造成有关国家更大的经济混乱的情况下。此外，严重损害可持续性的重组本身可能对重组债券的二级市场价值产生不利影响：阿根廷 2020 年重组完成后债券的市场价值下降就是一个例证。

当然，总会有一些私人债权人的商业模式就是从拖延和失灵中获利。幸运的是，由于 IMF 的贷款拖欠政策和健全的集体行动条款的发展，它们的杠杆效用已经降低。

就赞比亚的情况而言，本文提议的方法将如何为其提供帮助？它将预先向所有债权人提供更多的信息，并使每个债权人集团能够迅速了解赞比亚打算向其他债权人集团提供的条件。在提供类似净现值减免的重组条款的情况下，官方债权人将可以反对向私人债权人分配预付现金的提议，私人债券持有人应该知道，在没有商业债权人提供额外的净现值减免（和更多的预付现金）的情况下，任何官方重组中的净现值减免本身可能不足以满足计划目标。官方债权人委员会和债券持有人都将会从商业银行预期待遇的信息中受益。

如前所述，程序改革并不是万能的灵丹妙药。在赞比亚的案例中，除非债权人（包括官方和私人债权人）接受“存量”重组的必要性，而不是将付款推迟到计划期结束的重新安排，否则不可能进行明确的重组。在赞比亚的案例中，债务承载能力的计算和 IMF 的 DSA 基线目标之间存在根本分歧，同时难以将非居民持有的本币/本地法律债务纳入一套以外债为重点的债务重组目标。但一个更好的进程将推进对更根本分歧的讨论。例如，官方债权人委员会和债券持有人之间就净现值削减和预付现金进行的谈判在 2023 年底和 2024 年初进行，而实际上在 2022 年就可以完成。

令人鼓舞的是，有明显迹象表明，官方部门认识到这类改革的价值。最近发布的《全球可持续发展报告》承认，减少进程中的拖延可能需要转向并行办法。即：“重要的是，上述步骤并不一定要采取“官方双边债权人首先行动，私人债权人其次”的顺序进程。特别是，没有什么能阻止这两个群体同时推进谈判。《全球可持续发展报告》的讨论强调，如果债务人倾向于这样做，则应支持这种平行谈判，因为这将增加迅速有效解决问题的机会。”

虽然这是一个非常重要和值得欢迎的进展，但需要制定实施平行进程的方式。特别是：

首先，虽然从形式上讲，重组战略（顺序或并行）的选择确实由债务国决定，但现实情况是，官方部门在制定这一战略方面发挥着巨大作用。例如，如本政策简报第一节所述，上世纪 80 年代债务危机后期出现的从平行办法向顺序办法的转变，是由 IMF 的政策变化推动的。

其次，也许最重要的是，如果目标是通过解决债权人之间的公平性问题来真正加快这一进程，那么并行方法应该辅以或可机制。如前所述，该机制确保主权国家向一个委员会提出的提议的有效性取决于另一个委员会是否接受单独的提议。这种同步性是让所有债权人确信（这是）分配债务减免负担的最有效方式。

当然，这种或可机制并不适用于所有情况。例如，如果私人债权人不愿意在 IMF 债务目标（以及支持这些目标的宏观经济假设）的范围内进行谈判，框架应允许官方债权人在没有他们的情况下前进。更普遍的是，在由于债权人公平性问题而认为明确不同债权人群体的待遇对于达成协议至关重要的案件中，官方债权人更有可能选择使用或可机制。相反，与现行做法相反，私人债权人可能更愿意在官方债权人准备好之前达成交易，即使这可能会为官方债权人提供更好的报价创造空间。更广泛地说，如果私人债权人及时收到关键信息，他们对速度的重视实际上可能会促使官方债权人加快自己的进程。

在这些连续的案例中，用于评估债权人公平性的方法应尽量保持简单。例如，一种方法是评估在 IMF 计划开始时，相对于每组债权人的债权价值，可用的短期现金流（外汇）和长期净现值减免是否按比例分配。在这些情况下，存在具有法律效力的追回条款将是确保可持续性和公平性得到维护的适当手段。

结论

正如本政策简报开头所述，指导主权债务重组进程的框架不是由公法（即条约）支撑的，而是由规范和实践支撑的。虽然这一特点有一些缺点（例如，对债权人的优先顺序没有明确的约束性规则），但它有一个显著优势：系统可以相对快速地进行调整，以应对新的挑战，如果这些调整不充分，则再次进行调整。根据经验，调整早就应该进行了。为了解决因债权人构成的变化而产生的债权人之间的公平性问题，现在是时候从顺序方法转变为原则上债权人同时做出决定的方法了。与其过去在推动主权债务重组进程中的作用相一致，官方部门应在引入必要的变革方面发挥领导作用。应当指出，这种变化与 IMF 最近政策的演变完全一致，无论是在拖欠贷款方面还是在信息共享方面，IMF 对待官方和私人债权人的方式越来越趋同。

尽管疫情导致公共债务增加，但总体而言新兴市场对最近的利率上升表现出相对较强的抵抗能力。然而，许多低收入国家仍然处于或接近债务困境，不幸的是，最近的许多重组案例有可能在 IMF 项目结束后偿付激增时重新陷入困境。如果全球经济急剧放缓，或者发达经济体的利率进一步上升，那么更多国

家的状况可能会恶化，我们应当更加努力，以确保建立一个满足目标的全球债务处理合作框架。

本文原题为“[Restructuring Sovereign Debt — The Need for a Coordinated Framework](#)”。作者为 Sean Hagan 和 Brad Setser。Sean Hagan 现任彼得森国际经济研究所高级研究员，分别在伦敦政治经济学院和乔治城大学获得经济学硕士与法学博士学位，曾在 2004-2018 年担任 IMF 的总法律顾问兼法律部主任。Brad Setser 现在美国外交关系协会任职，曾担任 IMF 的访问学者，1997 年至 2001 年，他在美国财政部任职，主要负责国际金融架构改革、主权债务重组和美国对 IMF 的政策。本文于 2024 年 5 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

释放服务业主导型增长的潜力

Gaurav Nayyar, Dana Vorisek, Shu Yu / 文 彭湃 / 编译

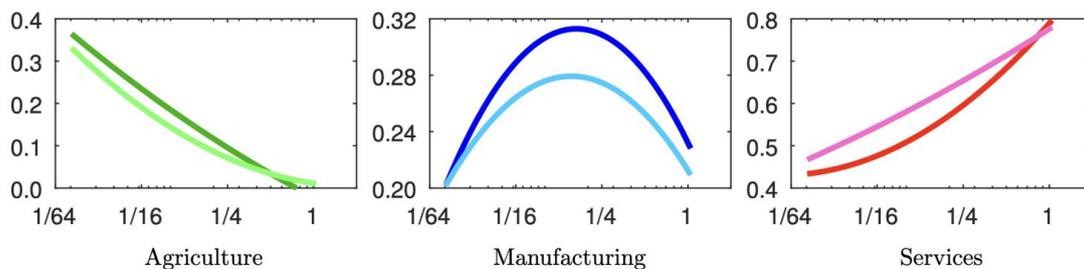
导读：在过去三十年中，服务业的快速发展重塑了全球经济的格局，也带来了多国经济结构的全面转型。有鉴于此，世界银行组织了“服务业与结构转型”专题研讨会，旨在进一步探讨服务业在新兴市场和发展中国家经济结构转型中发挥的作用，议题主要包括服务业主导型增长的前景、服务业主导型增长与收入分配之间的联系、以及为了促进服务业主导型增长所需要采用的政策方针等内容。本文是对本次研讨会重点内容的总结与整理。编译如下：

在过去三十年中，快速增长的服务业推动了经济结构的转型，在不少发展中经济体，服务业的增长速度已经超过了制造业，发展中经济体采用服务业主导型增长模式的可能性似乎越来越确定，尽管其好处可能不会平等地适用于所有国家和个人。本次由世界银行主办的“服务业与结构转型”研讨会汇集了相关领域的顶尖专家，旨在讨论服务业拉动的增长对劳动生产率、去工业化、行业两极分化、增长动力和创造就业的影响。

服务业是发展中国家日益重要的增长引擎

与几十年前发达经济体的经验相比，制造业在发展中经济体的附加值和就业中所占的份额在收入水平较低的情况下停滞不前或下降（Rodrik 2016）。在这种“去工业化”的同时，制造业在总附加值中所占份额的跨国分散程度不断上升（“行业两极分化”），这表明发展中经济体实现工业化的机会更加有限（图 1）。

图 1 去工业化：1990 年前与 1990 年后预测的行业附加值份额



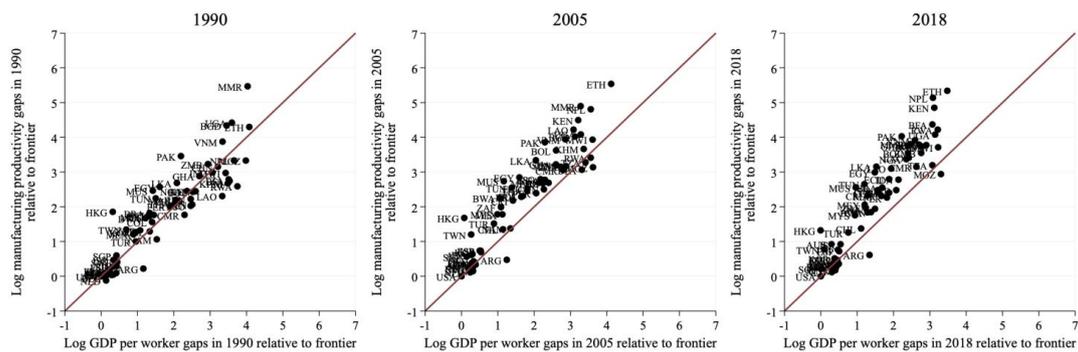
注：图中的曲线对应 Y 轴表示某个行业预测的附加值份额，该份额是根据 1971 年至 2011 年间 28 个国家的平衡面板数据估算得出的，X 轴上是观察到的人均收入范围（即以 2011 年的美国作为基准，按 PPP 价格计算的 实际人均收入）。颜色较深（较浅）的线条表示 1990 年之前（1990 年后）的时期。Source: Sposi et al. (2021).

来源：Sposi et al. (2021).

Kei-Mu Yi 提供的证据表明，面临高价格制成品的早期工业化国家（会选择）将资源从农业重新分配到制造业。相比之下，较晚开始工业化的国家（此时的制成品价格已经相对较低）在制造业领域专业化的机会更为有限，因此开始将主要来自农业的资源直接重新分配给服务业（Sposi et al. 2021）。尽管服务业日益重要，但研究人员对其研究不足，政策制定者也未充分认识到其作为创造就业机会、提高生产率和减少贫困 重要手段的作用（Nayyar et al. 2021）。

理查德·罗杰森 (Richard Rogerson) 强调, 在过去三十年中, 制造业的跨国生产率差距并没有缩小 (Herrendorf et al. 2022; 图 2)。鉴于早有证据表明各国制造业的劳动生产率水平无条件趋同 (Rodrik 2013), 这对扩大制造业就业是发展中经济体迎头赶上的先决条件的观点提出了挑战。事实上, 迈克尔·彼得斯 (Michael Peters) 分享的新证据表明, 生产率增长支撑了发展中经济体 (如印度) 服务业的扩张, 自 20 世纪 90 年代以来, 印度创造了大部分就业机会 (Fan et al. 2021)。来自 20 个低收入和中等收入国家的企业层面证据也表明, 尽管服务业机构规模小于制造业机构, 但仍旧可以实现高生产率 (Hallward-Driemeier et al. 2022)。

图 2 制造业与总生产率相对于各自前沿的对比



过去, 工业化的好处往往与贸易一体化联系在一起。理查德·鲍德温 (Richard Baldwin) 认为: 未来国际贸易对发展中经济体的好处可能来自服务贸易, 特别是中间服务, 而不是商品贸易 (Baldwin 2023)。地缘政治的紧张局势和工业自动化的普及等一系列因素可能会减少制成品贸易, 并削弱其与创造高质量就业之间的联系。与此同时, 数字化的加速正在降低服务贸易的壁垒 (Baldwin and Forslid 2020)。此外, 出口增加值中的制造业投入正在被服务业投入所取代 (Baldwin and Ito 2022)。巴努·德米尔 (Banu Demir) 发现, 由于当地制造业的市场准入得到改善, 向服务业的结构性转型也可能与当地商业服务的需求增加有关 (例如在土耳其, Avdiu et al. 2023)。

即使是批发和零售等非贸易服务, 通过采用信息与通信技术以及新的管理方法, 也能够使企业实现跨地区交付的标准化和规模化。谢长泰 (Chang-Tai Hsieh) 认为, 这反映在这些行业顶尖企业不断上升的市场份额和劳动生产率上。在美国, 顶级服务公司进入新的本地市场带来了巨大的不可测量的生产率增长, 特别是在小型市场 (Hsieh and Rossi-Hansberg 2021)。

服务业主导型增长带来的收入收益可能分配不均

服务业主导的结构转型所带来的收入增长不一定在国家之间或国家内部平均分配。随着出口附加值从制造业部门转向服务业部门, 发展中经济体的本国

服务采购量有所下降，而发达经济体则能够保持相对较高的本国服务采购水平（Baldwin and Ito 2022）。

在国家内部，尽管零售贸易等非贸易消费服务的生产率增长是提高生活水平的重要驱动力，例如 1987 年至 2011 年间的印度，但这些收益不成比例地流向了城市地区的高收入家庭（Fan et al. 2021）。此外，服务业工作的类型对发展也很重要。伯纳德·霍克曼（Bernard Hoekman）分享的证据表明：高技能服务业工人的比例与发展呈正相关（以夜间灯光亮度衡量），但低技能服务业与发展之间存在负相关关系（Baccini et al. 2022）。一种可能的潜在机制是外国直接投资，这与工人转向高技能工作有关（Hoekman et al. 2023）。保罗·巴斯托斯（Paolo Bastos）补充说，也有证据表明，高技能服务中的“干中学”效应可以带来动态效益，即使工人目前没有在这些行业工作，他们也会从中受益（Bastos and Artuc 2023）。

服务业的快速增长可能需要新的“产业”政策

鉴于结构变化模式发生了根本性转变，工人主要转向服务业和非正规制造业，而不是正规制造业，丹尼·罗德里克（Dani Rodrik）呼吁为服务业制定新的“产业”政策。指导原则可以包括促进合作和定制的政策，同时要重点关注中小型企业，并利用企业和政府之间的伙伴关系来振兴社区（Rodrik 2023）。随着服务业主导型增长的前景愈发光明，新的发展战略可以强调人力资本发展（通过培训）、创造高质量就业机会和参与服务价值链等要素（Baldwin 2023, Rodrik 2023）。研讨会期间的小组讨论由 Aaditya Mattoo 主持，强调了更好的数据可用性对于加深我们对政策如何最好地利用服务业促进经济增长的理解的重要性。

本文原题为“Unlocking the promise of services-led growth”。作者为 Gaurav Nayyar，Dana Vorisek 和 Shu Yu。Gaurav Nayyar 是牛津大学经济学博士，目前在世界银行担任首席经济学家，他曾经担任 WTO 经济研究部的经济事务官员，共同领导了《2013 年世界贸易报告：塑造世界贸易未来的因素》等报告的撰写。Dana Vorisek 和 Shu Yu 都是世界银行的高级经济学家，拥有丰富的政策研究经验。本文于 2024 年 3 月 23 日刊于 CPER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于1981年，是非牟利、无党派在美国智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE在全球（含美国）30大智库中列第10名，全球30大国内经济政策智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第1名。

网址：<http://www.piie.com/>

Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>

Brussels European and Global Economic Laboratory (Bruegel) 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室

简介：布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室成立于2005年，是主要研究国际经济的独立、非理论（non-doctrinal）的智库。致力于通过开放、基于事实并且与政策有关的研究、分析和讨论，对欧洲及全球经济政策制定作出贡献。Bruegel的成员包括欧盟各国政府以及一些领先的国际公司。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Bruegel在全球（含美国）30大智库中列第16名，全球30大国内经济政策智库中列第9名，全球30大国际经济政策智库中列第3名。

网址：<http://www.bruegel.org/>