



国家出版基金项目
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

“十二五”国家重点图书
后危机时代经济研究

钟郑张
伟英明
著

国家破产： 主权债重组机制研究

上海财经大学出版社



国家出版基金项目
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

“十二五”国家重点图书
后危机时代经济研究

钟郑张 伟英明 著

国家破产： 主权债重组机制研究



上海财经大学出版社

本书由上海文化发展基金会图书出版专项基金资助出版
图书在版编目(CIP)数据

国家破产:主权债重组机制研究/钟伟,郑英,张明著. —上海:上海
财经大学出版社,2013.3

(“十二五”国家重点图书 后危机时代经济研究)

ISBN 978-7-5642-1532-3/F·1532

I. ①国… II. ①钟… III. ①债务重组-研究 IV. ①F811.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 288733 号

- ☐ 丛书策划 王永长
- ☐ 责任编辑 张小忠
- ☐ 封面设计 钱宇辰
- ☐ 责任校对 卓妍 赵伟

GUOJIAPOCHAN: ZHUQUANZHAIZHONGZUJIZHIYANJIU
国家破产:主权债重组机制研究

钟伟 郑英 张明 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 23.25 印张(插页:1) 441 千字
定价:56.00 元

《后危机时代经济研究》编委会

主 编

巴曙松

副主编

(按姓氏笔画)

何 帆 钟 伟 张燕生

编委会成员

(按姓氏笔画)

王永中	巴曙松	牛播坤	华中炜
朱元倩	刘 睿	杨现领	李众敏
李国学	吴 庆	何 帆	张 明
张金杰	张燕生	郑 英	钟 伟
姚枝仲	殷 铭	雷 薇	潘圆圆

丛书策划

王永长

自序

从诚实和美德始终稀缺并被赞美至今来看,人类是否具有诚实守信的天性是令人怀疑的,对于国家而言情况可能更糟糕,毕竟债权人面对国家违约甚至破产,缺乏可行的惩戒手段。或者说,如果没有事先的、清晰的、可信的违约惩罚机制,那么个人、企业和政府,都天然具有过度举债和连续违约的倾向。

回顾过去的百年,作为全球本位货币的英镑和美元都曾遭遇危机。根据罗伯特·特里芬的著述,19世纪末,殖民地从英国进口通常需要支付硬通货,而英国从殖民地进口通常使用信用证和银行汇票,这就形成了大量的境外结存英镑,在英镑难以维持对黄金的平价时,殖民地国家持有的英镑债权几乎都成为废纸。在1931年,英镑的急剧贬值和英国主权债务违约,直接导致购买了大量英国国债的荷兰央行行长杰拉德·威瑟林引咎辞职,并最终因心理压力过大而自杀。

1969年,在布雷顿森林体系下的黄金总库无法维持运转,美国无法维持对黄金的平价时,当时的联邦德国央行行长主动表态,放弃行使用美元向美联储兑换黄金的权利。上述事件清晰地显示,主权债务发生重大违约时,往往是债权人自吞苦果。像戴高乐那样派出护卫舰运载美元向美联储兑换黄金这样的举措,毕竟是极其另类而少见的。

对于主权债务违约的结局,亚当·斯密1776年在其《国富论》中指出:“历史表明,一个国家一旦背上巨额债务,只有两个办法解决:一个是宣布破产——债务违约,另一个是将货币通过通胀贬值,这样也就毁掉了普通国民的财富。”这可能是最早论述到国家破产的经济学著作。列宁在流亡远东期间,也就国家破产和帝国主义作出过精彩论述。或者违约破产,或者通胀蒸发,这是主权债务不可持续时的归宿。

第二次世界大战之后的主权债务重组沿革,大致可以分为三个阶段。

第一阶段是能源冲击下的拉美债务危机。从1970年开始到此后的10年,拉美国家债务余额年均增长超过20%。到1981年拉美外债超过2777亿美元,比1970年增加了8倍多。其中,巴西、墨西哥、阿根廷是三个最大的债务国,其余6个主要债务国是委内瑞拉、秘鲁、哥伦比亚、智利、玻利维亚和乌拉圭。20世纪80年代拉美国家每年的外债偿债利息超过了GDP的8%,债务吞噬了增长,只能走向痛苦的债务危机。

危机原因何在？表象是拉美举债不慎，所借外债并未充分用于创造国内财富，而是用于改善福利甚至战争，但这远远不是问题的全部。当时的能源危机冲击了全球经济，使欧美经济陷入滞涨状态。美元等主要货币利率飙升，汇率也急剧升值。1979年，当时新任的美联储主席保罗·沃尔克为应对通胀大幅加息，仅仅两年，美国国债利率便达到17.3%，美元基准利率一度曾高达21.5%。高利率带动了美元的升值，从美元指数看当时美元曾大幅升值超过25%。几乎与此同时，撒切尔夫人当选英国首相，她采取了和沃尔克几乎相同的货币政策。突如其来的美元加息和升值，使拉美国家的偿债能力剧降，陷入了举旧还新、债务利息远超本金、越还越多的绝境。接下来，债务危机和布雷迪重组变得不可避免。

第二阶段是重债穷国(HIPCs)和全球主权债务的膨胀。全球经济增长和失衡问题始终未能得到协调解决，这让人怀疑，在扣除了中国在减贫方面的显著成就之后，全球处于极端贫困的人到底是否有所减少。即便在中国，生活在每天一美元以下的人口仍然过亿。这导致了南撒哈拉、拉美、南亚等部分地区的政府在主权债务方面处境艰难，这些区域也正是反复爆发债务连续违约、拖欠，成为重组的重灾区。在东亚危机之后，全球主权债市场一度陷入混乱，部分东亚国家和俄罗斯等也出现了债务违约。

为什么人类会出现这样的局面：部分国家人均收入超过4万美元，预期寿命超过80岁，但有些国家却有大量人口处于赤贫、饥荒和疾病？人们可以找出一堆原因，但富裕国家对贫困国家的援助严重不足，必然是一种令人难以启齿和不可原谅的事实。

早在1969年，佩尔森报告(Pearson Report)就倡议，富裕国家从1975年开始，或不晚于1980年，拿出相当于其国民收入总额(GNI)的0.7%，作为对穷国的官方援助。1992年，巴西里约热内卢联合国环境与发展大会协议，被172个政府所采纳。发达国家重新确认了0.7%的官方援助承诺。2000年，《联合国千年宣言》被联合国大会决议采纳。2002年，《蒙特雷共识》被联合国大会决议采纳。督促发达国家采取确实行动实现“GNI的0.7%”的援助目标。

事实上，到目前为止，富裕国家当中只有极少数北欧国家兑现了对穷国的援助承诺，美国等大国在此领域几乎无所作为。全球发展融资的资金缺口，仍然是泽迪罗报告(Zedillo Report)中所描述的那样，每年至少缺500亿美元。重债穷国的债务问题不能指望援助和发展融资机制解决，这一点毫无疑问，但富裕国家自身通过各种减贫发展目标，承诺各种官方援助，但却又将上述承诺束之高阁，实在令人失望。

在此阶段，发达国家开始关注穷国和新兴国家的债务重组问题，而主权债务重组问题得到国际社会的广泛讨论则是在21世纪初期的事情。我们通常



将主权债务重组机制分为三类。

第一类是国际司法解决途径(statutory approach),其中有代表性的方案是IMF的SDRM方案(Sovereign Debt Restructuring Mechanism)。该方案由安·克鲁格女士力推,试图形成一个对债权人、债务人和相关利益方的国际司法解决方案和机构。该方案的初衷是为了保护债务人,使其在债务重组进程中,免受对冲基金等私人债权人对重组进程的阻击,确保重组的沟通妥协、有序可信,但由国际机构担当全球债务重组的主角,很大程度上削弱了华尔街、巴黎俱乐部等在此领域的力量,并招致了后者的不快。

第二类是合同解决途径(contractual approach),其中有代表性的方案是集体行动条款(Collective Action Clauses, CACs),该机制通常要求债务国在发债时明确,一旦违约,债务重组的程序、决策机制和法律都能适用。集体行动条款的特色是多数债权人达成一致时,即可启动债务重组程序,通常可引用国内法(例如纽约法)来作为债务重组的法律适用基础,集体行动的磋商结果适用于债务国和大多数接受CACs的债权人。如果说SDRM是国内破产法理念的国际化,那么CACs则是伦敦、纽约等国内法具有了治外法权的味道。集体行动条款在实践中一度受到部分拉美和东亚国家的支持。

第三类是自愿磋商解决途径(voluntary approach),其中有代表性的方案是良好行为准则(Codes of Conduct, COC)。法兰西银行和十国集团均曾提出相应准则,良好行为准则的特色在于自愿性和补充性,它是一种自上而下的准则,可以和任何一种债务重组机制相配合。从欧债危机爆发至今,良好行为准则无疑对欧元区整饬财政纪律有实际意义。

除了上述三种途径之外,华尔街、巴黎俱乐部(Paris Club)、伦敦俱乐部(London Club)也在主权债务重组中扮演重要角色,但它们通常更倾向于个案的解决方案,而不是整体的解决思路,因为自下而上的个案重组,对发挥其优势,最大化其自身利益相当有利。主权债务重组的各种方案你争我斗,至今也未能在债务重组领域增加任何令人欣慰的可值得信任的国际公共产品。

第三阶段或者可以形象化为次贷危机至今的“重债富国”现象,该现象最终何去何从值得警惕。这可能给全球金融体系带来颠覆性的灾难。1987年,美国联邦政府基本上没有债务,目前美国联邦政府债务已高达15.88万亿美元,对GDP的占比超过110%。1992年,日本政府的债务余额对GDP的占比为60%,目前已超过215%,债务余额高达12.62万亿美元。仅过了25年和20年,美日政府就债务缠身。欧洲的主权债问题也类似,目前,欧盟主权债总额超过10万亿欧元,其中,欧元区公共债务/GDP占比超过87%,希腊、葡萄牙、意大利和爱尔兰的主权债/GDP占比均超过100%。过去10年,欧美日的债务膨胀均远超经济增长,令人不敢想象未来25年欧美日面对债务问题时如何自救。



回顾过去 20 年，欧美主权债余额每年约增长 3%~4%，已超出了这些经济体的 GDP 增速。日本的情况则更糟糕。如果把中央政府债务分摊到每个国民头上，日美国民人均负债分别为 9.9 万美元和 5.1 万美元。假定日美人均年收入为 4 万~5 万美元，储蓄率为 10%，则日美国民分别需要工作约 20 年和 10 年，才能还得上中央政府的债务，而劳动者的劳动年限通常为 30~35 年。这显示，即便合并政府和住户部门的资产负债表来考虑问题，“重债富国”的债务是否可持续也令人怀疑。

不仅如此，日美两国中央政府债务由外国人持有的比例分别约为 10% 和 25%，因此日美的债务困局不可能不冲击全球货币体系。从长期看，债务堆砌和老龄化是一枚硬币的两面，若发达国家要负责任地解决债务问题，只能多生孩子晚退休、多储蓄少消费、多创新少福利。从短期看，欧美日均已陷入了零利率加量化宽松的极致状态。按斯密的分类，穷国的债务重组是财政性的破产，而富国的债务重组更倾向于债务货币化的通胀。“富国重债”会是吞噬国际金融大厦的可怕海啸吗？

对全球债务危机其实并不缺乏远见卓识之士，例如早在 2001 年欧元启动不久，当时的欧盟委员会主席普罗迪便预言：“我确信欧元将迫使我们采纳全新的经济政策工具，现在这个提议在政治上完全不可行，但在某一天将会发生一场危机，那时新的政策工具将被创立。”现在债务缠身的欧元区，的确到了走向更清晰的财政联盟甚至国家邦联的十字路口。

无论全球债务重组前景如何，无论是穷国还是富国率先被债务压迫至国家破产，金融层面能够为债务重组做出的贡献始终是相当有限的。如果债务重组充满不可克服的道德风险，债务或许最终被稀释甚至逃废；如果债务重组能尽量遵从道德，守住人类集体理性的一些底线，那么，国家债务就只能通过国民更长时间的劳动、更节俭和更多储蓄、更富创新和更少政府福利，才能逐步偿还，但这样的希望之光仍然十分渺茫。

中国有古话说：积水成渊，蛟龙生焉；积土成山，风雨兴焉；积善成德，而神明自得。全球主权债务余额不断积累，本身就反映了人们节俭、勤勉和分享不够，以及奢靡、短视和私欲膨胀的缺陷，反映了全球繁荣的成果未曾有效润泽地球的 70 多亿人口。如果我们不能珍惜一丝一缕、一饭一黍的点滴积累，那么，最终我们挥霍的是财富，积累的是债务。是为序。

钟 伟

于北京知止斋

2012 年 10 月 18 日

目 录

自序/1

第一章 主权债问题的历史和现状

第一节 主权债问题的历史回顾/1

第二节 主权债问题的现状/11

第三节 主权债的连续拖欠问题/25

第二章 主权债重组的理论基础

第一节 主权债重组的两大困境/1

第二节 主权债重组的理论回顾/55

第三节 主权债重组的一个博弈分析/63

第三章 集体行动条款方案

第一节 集体行动条款方案的提出背景/79

第二节 集体行动条款方案的主要内容/88

第三节 集体行动条款方案的市场实践/98

第四章 集体行动条款的案例分析

第一节 英国的案例分析/110

第二节 墨西哥的 CACs 案例分析/114

第三节 集体行动条款方案的综合比较/122



第五章 主权债重组的 SDRM 方案

- 第一节 SDRM 方案产生的背景和进程/142
- 第二节 SDRM 方案的目标、原则和核心特征/146
- 第三节 SDRM 方案的操作流程/150
- 第四节 主权债争端解决论坛(SDDRF)/163
- 第五节 对 SDRM 方案的评价/168

第六章 良好行为准则

- 第一节 良好行为准则产生的背景和基本特征/182
- 第二节 法兰西银行的良好行为准则/186
- 第三节 国际金融协会的良好行为准则/194
- 第四节 对良好行为准则方案的简要评价/203

第七章 三种方案比较及中国的选择

- 第一节 三种主权债重组方案的比较/210
- 第二节 各种重组方案对中国的影响以及中国的态度/221

第八章 全球金融动荡下的主权债务危机

- 第一节 国际金融危机对财政状况的影响/235
- 第二节 财政可持续性面临的挑战/251
- 第三节 欧洲主权债务危机/275

第九章 人口老龄化与主权债务危机

- 第一节 困扰全球经济增长的人口老龄化/307
- 第二节 人口老龄化引致主权债务风险的经验事实/310
- 第三节 人口老龄化引致主权债务危机的理论解释/324
- 第四节 人口老龄化是中国面临的长期挑战/336

后记/359

第一章 主权债问题的历史和现状

作为主权债问题的分析起点,本章主要是提出问题,探讨主权债问题的历史和现状,全章分三节内容进行阐述。^①第一节是对主权债问题的历史回顾,提供了两个历史案例:菲利普二世时期西班牙的主权债拖欠和债务重组,以及19世纪40年代美国州政府的主权债拖欠和债务重组。第二节探讨了主权债问题的现状,分析了20世纪80年代的债务危机,90年代以来发展中国家债务问题,以及进入新世纪以来,欧美日等“重债富国”主权债令人担忧的变化趋势。第三节分析了主权债的连续拖欠问题,以及衡量债务危机爆发的经验法则。

第一节 主权债问题的历史回顾

虽然我们无法确定主权债的诞生历史,但主权债拖欠(sov​er​eign default)的著名案例至少可以追溯到中世纪的佛罗伦萨。14世纪早期,为了帮助意大利商人在世界各地的贸易往来,三家总部设在佛罗伦萨的超级公司应运而生:巴尔迪(Bardi)、佩鲁齐(Peruzzi)和阿西亚奥利(Acciaiuoli)。它们都是从事银行业、商品贸易以及大范围跨地区制造业方面的庞大组织,是名副其实的超级公司。与今天的银行业扩张非常类似,随着中世纪的经济和商业扩张,佛罗伦萨的银行业经历了几乎不加限制的疯狂扩张。除了提供通常的银行服务之外,这些银行不断挖掘具有更高回报的投资机会,将业务不断扩张到其他贸易服务上,例如为珠宝、金银器皿、英国铅制品以及加斯科尼酒等其他奢侈品贸易提供服务,甚至为英格兰国王爱德华一世供应华丽的服装。这些超级公司

^① 严格来说,主权债应该指主权政府所欠外债。例如,根据国家外汇管理局统计数据,截至2007年底中国的3736亿美元外债(不包括香港特区、澳门特区和台湾地区对外负债)中,只有国务院部委所欠349亿美元外债才算是严格的主权债;但是,国内私人部门所欠外债一旦出现问题,政府部门一般也不会放任不管,因此,国内私人部门所欠外债也可以算为国家的或有负债。文中涉及主权债涵盖范围时,均会给出相应说明。



运用了当时最先进的复式簿记会计技术,推行品牌战略,公司规模和业务范围迅速扩张。然而,在 1343 年后的短短 2 年半时间内,这些超级公司就土崩瓦解。中世纪佛罗伦萨的银行业失败,原因之一就是这些银行为当时的政府发动的战争提供融资,发放给政府的贷款规模超过了银行的风险承担能力,在政府无法清偿贷款后造成了银行的资金链断裂,破产倒闭便不可避免。

一、菲利普二世时期西班牙的债务问题

属于西班牙人的西班牙,在其 500 多年的历史中,涌现出了两位最知名的国王,即西班牙“黄金世纪”时候的卡洛斯一世(1516~1556 年)及菲利普二世(1556~1598 年)。尤其是菲利普二世,一向被西班牙人民尊称为“真正的西班牙国王”。菲利普二世是一位勤勉、干练、冷酷而强权的君主,治国方略和宗教思维与他的父亲完全不同,野心勃勃而穷兵黩武,统治了世界上第一个“日不落帝国”^①。然而,与同时期的中国明代万历皇帝(1573~1620 年)作为过少相比,菲利普二世似乎又作为过多了。庞大的军费开支使得西班牙的财政状况入不敷出,国库破产,西班牙的经济状况日趋恶化(见图 1.1.1)。1588 年,西班牙“无敌舰队”远征英国,加莱海战失利,西班牙国力由此盛极而衰。

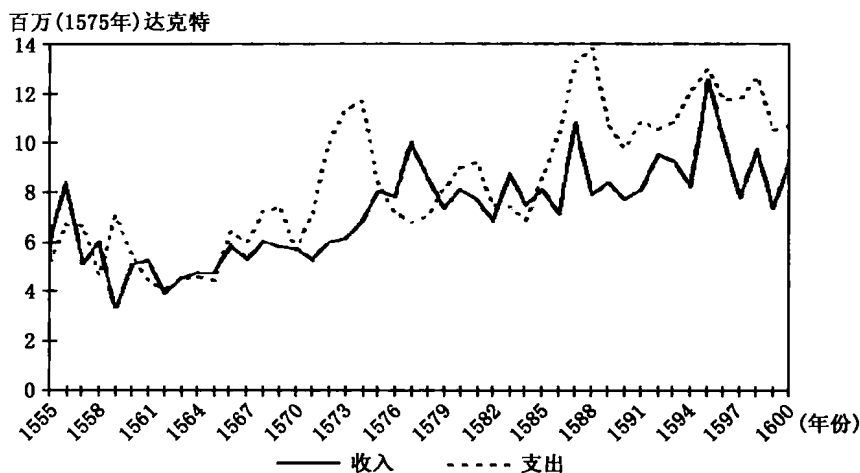


图 1.1.1 菲利普二世时期西班牙的国库收入和支出

西班牙王国的收入主要有四块:(1)常规租金,包括特许权税、关税、皇室垄断收入、放牧费等;(2)特别租金,需要经过教会以及平民阶层代表联合组成

^① 有关菲利普二世时期,西班牙王国债务问题更详细的历史资料和理论解释可以参考 Conklin, James. "The Theory of Sovereign Debt and Spain Under Philip II." *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 3, Jun., 1998, pp. 483-513.

的议会投票或允许才能得到的资金；(3)殖民地收入；(4)权益收入，包括查封商人的金银、出卖官爵、出售或转售王国土地等。前两部分收入主要来自王国内部而且相对稳定，后两部分收入具有很大的随机性。此外，西班牙王国还向意大利、葡萄牙以及欧洲低地国家(the Low Countries)征税，^①但是，只有卡斯蒂里亚(Castile)地区和印度殖民地提供的收入能够弥补当地所需的军费开支，佛兰德斯(Flanders)地区的收入就远远低于当地所需的庞大军费开支。^②在菲利普二世的大部分时期内，西班牙的财政状况都是入不敷出。西班牙通过一种名为阿西托(asiento)的高息短期融资工具举借国际债务。阿西托的购买者包括西班牙的商人、佛兰德斯的金融家、佛罗伦萨的商人以及富有的德国投资家。不过，这些国际借贷卡特尔主要由热那亚人领导。

西班牙王国同热那亚人达成的阿西托合约一般包括以下三种交易之一或者某种组合：无担保的短期贷款、支付转移、货币交易协议。例如，西班牙王国同马德里的银行家达成如下合约：由马德里的银行家给布鲁日的西班牙军队提供一定弗罗林的金币，西班牙王国用合约规定数额的雷亚尔银币来偿还。这种阿西托合约的利率在8%~22%，一般为12%，交易和转换的费用一般在6%~12%。西班牙王国的长期债务称为鸠罗斯(julos)，主要通过年金的方式进行支付。有些是永久性的，有些是可赎回的，有些是终身年金形式，以持有人的生命为限。所有的鸠罗斯都以地区特别税源为支撑，持有人必须自己到地区征税部门去收取年息，而且，这种债务工具可以进行转让，可以在二级市场上进行交易。

在菲利普二世时期，分别于1557年、1560年、1575年和1596年出现过四次王室财政破产事件。在1560年和1596年的破产中，由于处理迅速，西班牙王国的财政能力和军事势力很快得到了恢复。但在1575年的破产中，债权人和债务国之间长期僵持，谈判一直难以取得进展。不过，西班牙王国的财政破产并不意味着声誉的完全丧失或者说完全没有清偿能力，西班牙王国财政破产后往往能够进行债务重组。重组开始时，热那亚人通常会断绝新的阿西托合约，并拒绝对原有的阿西托合约进行展期，西班牙王国就会宣布暂停鸠罗斯支付以及其他应付账项的支付，不过不会暂停阿西托合约的支付。此后，西班牙王国将会同债权人之间就债务重组问题展开谈判，债权人通常会放慢或暂停新的借款和国际支付转移，直到所有重组条款谈妥为止。谈判协议一般包括以下内容：(1)阿西托合约主要通过鸠罗斯方式支付(即短期债务转为长期债务)，余下部分用硬通货支付；(2)原则上债务价值会有所减少(即包含一定

① 欧洲低地国家是中世纪时期荷兰、卢森堡、比利时三国的总称。

② 佛兰德斯地区是中世纪欧洲一位伯爵的领地，包括现比利时的东佛兰德省和西佛兰德省以及法国北部部分地区。

的债务减免),可以通过间接的方式,比如降低利率,或者在二级市场上以更低的票面价值出售,也可以通过谈判直接降低债务价值;(3)债权人必须终止金融服务上的冻结(即继续提供融资支持),必须为国王的海外军队提供支付转移服务,同样,国王必须通过增加税收的方式为新的鸠罗斯合约提供资金支持。

以 1575 年的破产为例,在之前的 15 年中,西班牙一方面要平息低地国家的反抗,一方面要联合神圣同盟在东地中海地区同土耳其打仗。为了维持地中海的神圣联盟舰队,西班牙在 1571 年花费了 114 万达克特(ducat),当时西班牙王国一年的财政预算才 600 万达克特。更为糟糕的是,土耳其的威胁并没有得到清除,在 1572~1574 年的三年间,菲利普二世不得不在神圣联盟舰队上花费高达 589 万达克特的巨资。此外,为了平息低地国家的反抗,1572~1574 年间,菲利普二世投入到佛兰德斯地区的军费开支也达到了 770 万达克特。军费开支的剧增使得菲利普二世不得不通过拖欠王室供应者的借款进行缓解,但是,对贵族官员的支付拖欠必然产生连锁反应,这些贵族官员们又不得不依靠增加向热那亚人的借款来维持他们的开支。到 1575 年 9 月 1 日出现暂停支付时,西班牙王国累计举借的阿西托合约数额已经达到王室 3 年的收入总额。

考虑到 16 世纪 70 年代早期西班牙阿西托合约债务数量剧增,热那亚的银行家要求西班牙国王提供某种形式的安全担保。菲利普二世提供了两种形式的高收益鸠罗斯合约:保全鸠罗斯(juros de resguardo)和审慎鸠罗斯(juros de caución)。一旦西班牙不能清偿阿西托合约,热那亚银行家能够通过这两种鸠罗斯合约的方式得到清偿,而且,西班牙还必须支付原始的阿西托合约和转换以后的鸠罗斯合约之间的利差,通常有 2%~5% 的利差。从现代视角看,这实质上就是一种债务展期安排。到 1575 年,为新的保全鸠罗斯合约提供支持的资金也消耗殆尽,这些银行家们不得不联合起来停止给西班牙提供新贷款,菲利普二世也采取强硬的敌对态度,暂停支付所有债务。不论是因为西班牙国王的激烈反应,还是因为卷入其中的巨大资产数额,暂停支付的命令在当时欧洲的金融中心包括安特卫普、热那亚等地造成了恐慌。银行家们拒绝放弃高达 1 800 万达克特的债权,双方处于僵持状态。热那亚银行家停止给菲利普二世提供资金支持,西班牙在佛兰德斯地区军队的军费没有了着落。结果,在 1576 年 11 月,军队洗劫了安特卫普——西班牙占有的一个战略贸易转口中心。1577 年早期,西班牙国王开始屈服。也就是在洗劫安特卫普的数月之后,菲利普二世承认了总额达 15 184 464 达克特的债务,同时减去了在安特卫普和布鲁日地区的债务额,也承认了协议额为 8 132 983 达克特的保全鸠罗斯。所有这些鸠罗斯合约的年度支付额为 480 000 达克特,该资本化值按照 6% 的折现率计算,而不是按照某些鸠罗斯合约 10% 的折现率计算。这样,银行家们仍持有 700 万达克特的未清偿债权,削减了 2 245 673 达克特的不合

法利润,余下的 480 万达克特的债务中,2/3 转为鸠罗斯合约支付方式,年息 3.5%,另外 1/3 以硬通货支付。热那亚银行家需要在未来 6 年中继续为西班牙提供 500 万达克特的阿西托合约。

由于当时热那亚银行家在国际支付转移中的垄断地位,他们能够对西班牙实施最严厉的惩罚,因而,能够保证主权债务合约的执行,即使出现拖欠行为,也能通过双方谈判得到比较妥善的解决。热那亚人制定了一个债务上限,一旦超过限制,就不再继续提供贷款,同时实施惩罚。在 1575 年的破产事件中,热那亚人就中断了为菲利普二世在佛兰德斯地区的军队提供资金支持,以强迫西班牙偿付其债务。在这种严格的约束条件下,强硬的菲利普二世最后也不得不屈服。这是一段非常有趣的历史。西班牙拥有当时最强大的军事力量,菲利普二世是在拿破仑之前真正能够统治欧洲的君主,但是,偿债能力极大地牵制了西班牙在整个欧洲的军事雄心,强硬的西班牙国王也不得不在更加强硬的热那亚银行家面前妥协。

二、19 世纪 40 年代美国的州债务问题^①

1815~1840 年,即通常所称的“内部大发展时期”(era of internal improvement),美国通过在国内以及国际金融市场上销售长期债券的方式筹集了 2 亿美元资金,用于国内的铁路建设、开挖运河以及开办银行等投资项目。国家整体债务负担甚至达到了联邦政府在 1790~1840 年间高峰时期将近两倍的水平。即使在独立战争和 1812 年的战争中,两次战争各自积累的债务也不到“内部大发展时期”联邦政府为融通投资举借债务的一半。到 1841 年,美国各州的未清偿债务达到了 1.98 亿美元。1841~1843 年间,美国有 8 个州和一个领地出现了债务拖欠。到 19 世纪 40 年代末期,4 个州和一个领地完全拒付或部分拒付所欠债务。这是美国联邦政府在 1790 年债务重组以后再次出现的严重债务拖欠事件,美国政府重新塑造起来的信用光环消失了。

我们把美国的州债务问题视为主权债问题主要有两方面的考虑:一方面,按照美国宪法,个人或外国债权人无权对美国的州政府进行诉讼,要求执行债务清偿,因而美国州债务问题中的债务人具有主权国家的实质特性;另一方面,美国各州债务主要是由其他州或其他国家,主要是英国持有,因而美国州债务问题中的债权人更具有主权国家的实质特性。

在美国宪法第 11 修正案之前,联邦法院有权对州政府强制执行债务清

^① 有关 19 世纪 40 年代美国州债务问题更详细的历史资料和理论解释可以参考 English, William. "Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840's." *The American Economic Review*, Vol. 86, No. 1, Mar., 1996, pp. 259—275. 以及 Wallis, John Joseph, Richard Sylla and Arthur Grinath III. "Sovereign Debt and Repudiation: The Emerging-Market Debt Crisis in the U. S. States, 1839—1843." *NBER Working Paper*, No. 10753, September 2004.

偿。最高法院在 1793 年的“奇泽姆诉佐治亚州”(Chisholm v. Georgia)一案的判决中指出,最高法院在这类案例中保有司法权限,可以对州政府强制执行债务清偿。其后,美国国会通过了宪法第 11 修正案。两年之后,得到了 2/3 以上州的支持后顺利通过。美国宪法第 11 修正案规定,合众国的司法权力不应被解释为扩展到由其他州的公民或任何外国公民或臣民起诉或控告合众国另一州的任何法律或权益诉讼。这里没有对本州公民、外国政府、联邦政府、其他州政府的诉讼权利进行约束,前两种可能在 1890 年的“汉斯诉路易斯安那州”(Hans v. Louisiana)和 1934 年的“摩纳哥诉密西西比州”(Manaco v. Mississippi)的案例以后进一步修正解决了。经过这些宪法修正案后,无论是美国公民、外国公民还是外国政府均无权对美国的州政府进行诉讼,要求强制执行债务清偿。

19 世纪 40 年代,美国州政府拖欠的主要不是各州自己居民持有的债券,因为大部分的州政府债券都是在欧洲(主要是伦敦)、纽约或费城进行出售。例如,债务负担最重的宾夕法尼亚州在 1842 年大约有面值 3 450 万美元的未清偿州政府债券,其中超过 2 000 万美元由英国持有,荷兰持有 180 万美元,法国也持有 57 万美元债券。1843 年,纽约州大约 2/5 的州政府债券为外国持有,而且,部分国内投资人持有的债券也是外国投资者通过国内代理人实现的。佛罗里达州和阿肯色州大约一半的州政府债券为外国所持有。到 1846 年,伊利诺斯州开挖运河发行的州政府债券中绝大部分在伦敦发售。密西西比州的政府官员甚至宣称,到 1840 年 1 月,所有的州政府债券为外国所有。有些州甚至用外国货币进行债务偿付,以便更容易在这些外国市场上销售州政府债券。比如,马里兰州大约一半的债券用英镑记值,并且在伦敦进行偿付。佐治亚州超过 2/3 的债券用英镑记值,并且在伦敦进行偿付。密西西比州的这一比例超过了 70%,路易斯安那州的这一比例甚至超过了 90%。即便是美国投资人持有的债券,持有人一般都是其他州的居民,而非本州居民。不过,在东北地区的一些大州,非外国持有的债券中主要由本州居民持有。比如纽约州和宾夕法尼亚州的债券只有不到 5%的比例由其他州的居民持有。

1820~1839 年间,美国各州的债务负担迅速增加,主要有两方面的原因:一是为了改善各州的运输能力,各州政府纷纷发行债券筹措铁路、运河等领域投资所需资金;二是为了促进银行业的发展,各州政府纷纷发行债券筹措资金,用于银行业投资。伊利诺斯运河的成功产生了巨大的示范效应,似乎州政府投资于交通运输能够大大提高生产力并带来巨大盈利。其他各州,特别是东北部各州试图效仿纽约州的成功经验,建造自己的运河或铁路,包括宾夕法尼亚州和马里兰州。与之对应,南部各州主要是给银行业筹集资本,包括阿拉巴马州、阿肯色州、佛罗里达州、路易斯安那州和密西西比州。另外,南部地区的田纳西州和中西部地区的密苏里州在 1837 年也举借了大量债务用于银行

业投资；中部地区的印第安纳州和伊利诺斯州也发行了大量的长期债券用于银行业投资。这些州认为本地的银行体系不够完善，特别是在安德鲁·杰克逊总统(Andrew Jackson)取消了美利坚第二银行的特许权以后，该银行在新奥尔良、墨比尔、纳齐兹、纳什维尔、圣路易斯、列克星敦、路易斯维尔和辛辛那提等地的分支机构也就解散了，各州迫切需要新的银行体系提供相应的服务便利。到1841年，美国各州未清偿债务中大约一半集中到了纽约州、宾夕法尼亚州、马里兰州、俄亥俄州和路易斯安那州，前四个州举债的目的主要是改善交通设施，路易斯安那州主要是为银行筹措资金。

表 1.1.1 美国各州及领地债务发行情况和债务负担

州或领地	按发债目的分类(千美元)				人均(美元)			比例(%)	
	交通 运输	银行业	其他	总债务	产出	债务	利息	债务/ 收入	利息/ 收入
没有债务									
康涅狄格州					126.67				
特拉华州					94.66				
爱荷华领地					52.90				
新罕布什尔州					89.09				
新泽西州					115.54				
北卡罗来纳州					70.99				
罗得岛州					164.26				
佛蒙特州					90.48				
平均					95.94				
没有拖欠									
阿拉巴马州		15 400		15 400	73.78	26.06	1.39	35.32	1.88
佐治亚州	1 321			1 321	79.35	1.91	0.10	2.41	0.13
肯塔基州	3 046		40	3 086	72.39	3.96	0.23	5.46	0.32
缅因州			1 735	1 735	79.35	3.46	0.20	4.36	0.26
马萨诸塞州	5 675		294	5 969	148.95	8.09	0.40	5.43	0.27
密苏里州	20	389	433	842	73.78	2.19	0.16	2.97	0.21
纽约州	20 822		975	21 797	111.36	8.97	0.46	8.06	0.41
俄亥俄州	13 594		1 489	15 083	66.82	9.92	0.59	14.85	0.89
南卡罗来纳州	3 350	138	2 203	5 691	77.95	9.58	0.53	12.29	0.68
田纳西州	1 716	1 500		3 216	65.43	3.88	0.21	5.93	0.32
弗吉尼亚州	6 193	801		6 995	75.17	5.64	0.33	7.50	0.44