

## 阿根廷债务技术性违约的根源与影响\*

**摘要：**2014年下半年，阿根廷陷入2001年以来的第二次主权债务违约，此次债务违约是一种技术性违约，其直接原因是美国最高法院判决阿根廷政府必须向对冲基金等少数“钉子户”债权人履行全额支付责任，而阿根廷不愿对这部分债权人进行支付，同时因技术原因而无法对其他债权人履行债务支付责任。阿根廷债务违约的发生源于明显的体制机制弊端，如2005年和2010年两次债务重组的机制不完善、对债权人的差异化处置机制以及债务重组中“门栓法”、同等权益条款以及未来权益追溯权等条款导致的法律问题。此次债务违约可能重创阿根廷财政与经济稳健性，并使得全球性主权债务重组机制面临新的制度性冲击，然而，它对全球经济和国际金融体系的影响较为有限。阿根廷债务困局带来的启示是应高度重视财政预算的稳健性及主权债务处置的审慎性。

**关键词：**阿根廷 债务违约 “钉子户” 债权人 债务重组

---

\* 作者简介：郑联盛，男，中国社会科学院金融研究所副研究员，经济学博士。（中国社会科学院金融研究所，北京100028）

本文是国家社科基金青年项目“西方国家金融危机与制度弊端分析研究”（批准号14CJL017）、国家社科基金重点项目：“我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究”（批准号13AJY018）和中国社会科学院金融研究所重点课题“债务危机演进机制研究”的阶段性研究成果。

2014 年下半年阿根廷陷入新的债务违约风险。实际上，阿根廷债务违约与重组处置经历了漫漫穷途，2001 年 11 月底，陷入经济和社会危机中的阿根廷无奈宣布停偿还其总规模为 1320 亿美元的外债，这是历史上最大的主权债务违约危机。阿根廷希望通过债务重组来解决其债务违约问题，但经过 2005 年和 2010 年的两轮债务互换，阿根廷主权债务重组不仅没有妥善解决，反而于 2014 年陷入了新的债务违约。更严重的是，此次债务违约之后，阿根廷在国际市场的融资渠道将完全丧失，这给严重依赖外部融资的阿根廷经济带来了严重的资金问题。阿根廷主权债务重组之所以会陷入新的风险，是由于其自身财政预算制度的弊端以及主权债务重组的非审慎性所引致的。这也决定了阿根廷债务风险的处置是一个长期过程，对经济的负面冲击将不断深化。

### 一、阿根廷债务技术性违约

2014 年 6 月 16 日，美国最高法院裁定阿根廷必须全额支付美国 NML 资本公司等少数“钉子户”债权人 (holdout creditors) 的债权，如果阿根廷不履行全额支付义务，美国最高法院根据债权人的要求将冻结阿根廷在美国的资产并支付给“钉子户”债权人。<sup>1</sup>由于阿根廷的债务发行大部分是在美国进行的，为此，阿根廷对债权人的本息支付是委托美国纽约梅隆银行进行的，相关资金要进入该行在美国的账户。阿根廷本应在 2014 年 6 月 30 日前对已同意债务重组的债权人进行支付，然而，一旦阿根廷通过纽约梅隆银行对债权人进行支付，其资金将被美国最高法院冻结转而支付给对 NML 资本公司等少数“钉子户”债权人。为避免这种情况的发生，阿根廷政府在 6 月 30 日暂停对此前同意债务重组的债权人的本息支付。根据债券发行的条款，阿根廷拥有 30 天宽限期，即 7 月 30 日如果阿根廷与“钉子户”债权人的谈判无法取得妥协，那么阿根廷将无法完成支付责任而再度陷入违约。

2014 年 7 月 30 日，正如市场所预期，阿根廷政府与“钉子户”债权人的谈判无果而终，阿根廷当日无法履行向其他债权人支付债务本息的义务，阿根廷遭遇了“技术性债务违约”。这是 2001 年来阿根廷的第二次债务违约，但与 2001 年主权债务违约不同的是，本次债务违约是技术性违约，是阿根廷政府与“钉子户”债权人谈判破裂的必然结果。阿根廷完全可以在 6 月 30 日或 7 月 30 日支付 5.39 亿美元给其债权人，只是由于阿根廷与“钉子户”债权人无法在最后时刻达成妥协，其选择就是拒绝

---

<sup>1</sup> Supreme Court of the United States: Syllabus, Republic of Argentina v. NML Capital, Ltd[R]. No.12-842, Argued April 21,2014, Decided June16,2014.

对“钉子户”债权人履行支付责任，同时不得不选择性地对其他债权人暂停支付，从而造成技术性违约。

阿根廷技术性违约的历程可以回溯至 2005 年的首次债务互换协议。2005 年 2 月，阿根廷政府单方面宣布对 818 亿美元外债进行重组，对新债务发行设置了 385 亿美元的下限和 418 亿美元的上限（即布宜诺斯艾利斯计划，后来上限提高至 432 亿美元）<sup>2</sup>，并宣布了对私人部门债权人极为不利的“门栓法”<sup>3</sup>。这导致阿根廷债券市场极度混乱<sup>4</sup>，于是包括 NML 资本公司在内的一些对冲基金乘机以极低的价格买入阿根廷债券，但对冲基金买入阿根廷债券主要是为投机，而且投机的方式不是为了从价格上涨中获利，而是为了获得全额支付或债权追溯权。<sup>5</sup>在 2005 年的债务互换协议中，约为 76% 的债权人同意了债务互换方案，但对冲基金以及意大利等地的少数零售债权人以及国际货币基金组织（IMF）、巴黎俱乐部等公共部门债权人没有同意互换协议。NML 对冲基金通过控告阿根廷政府将其拉入司法程序之中。

2010 年第二次债务互换协议仍无法解决“钉子户”债权人的利益问题。在阿根廷与 IMF、巴黎俱乐部等公共部门债权人达成债务处置方案之后，2010 年阿根廷宣布进行第二次债务互换，对共计 184 亿美元的私人部门债务进行重组。但本次债务互换参与率仅有 67.7%<sup>6</sup>，而对冲基金等少数债权人仍未同意互换协议，从而成为“钉子户”债权人并继续控告阿根廷政府。

经过 5 年多的司法程序，2010 年“钉子户”债权人控告阿根廷政府案件终于取得实质性进展，并最终在 2014 年取得完胜。2010 年 4 月纽约联邦法院认为阿根廷应该平

<sup>2</sup> 黄志龙：《阿根廷的 2005 年债务互换协议》，《拉丁美洲研究》，2005 年第 12 期，第 35-37 页。

<sup>3</sup> Gelpern, Anna. 2013. Contract Hope and Sovereign Redemption[J]. *The Capital Markets Law Journal*, V.8, No.2, pp132-148.

<sup>4</sup> “门栓法”（Lock Law）规定：一是禁止政府重开债务互换；二是禁止政府提供更优惠条件；三是暂停对不参与互换协议的债权人的支付责任。从“门栓法”约束条款看，2005 年债务互换协议本质上是对私人部门的单方一次性互换，甚至是部分“赖账”，为此引发了市场的恐慌。

<sup>5</sup> 对冲基金艾略特 1996 年以 1100 万美元从二级市场买入面值为 2000 万美元的秘鲁政府担保银行借款，该部分借款是 1983 年秘鲁政府违约时的不良贷款，占秘鲁债务总额的 0.5%。1996 年秘鲁发行新债券进行主权债务重组，而艾略特不同意参与债务重组，并向纽约州法院提请诉讼并要求全额支付以及债权追溯权。纽约州地方联邦法院认为，对冲基金的投资行为实际上是投机性的而不支持其诉讼请求。但是，艾略特又将此案转至上诉法院，并在 1999 年 10 月获得上诉法院的支持，基于此艾略特还获得比利时上诉法院的同意。基于美国和比利时的债权追溯权支持，2000 年艾略特通过欧洲清算体系成功截留了秘鲁支付给其他债权人的资金，使得秘鲁无法履行支付责任。由于该笔贷款占比小以及美国法院的支持，秘鲁最终被迫全额支付本金 2000 万美元以及利息与罚息 3800 万美元，总计 5800 万美元，收益率为 527%。实际上，如果艾略特同意债务重组，亦可获得 2100 万本息支付，收益率亦高达 191%。详见：贺力平：《评 IMF 主权债重组的新思路》，《国际经济评论》，2002 年第 3-4 期。

<sup>6</sup> Securities and Exchange Commission, 2010, *Amendment #5 to Argentina 18-K*, filed April 19, 2010, and *Prospectus Directive* filed April 27, 2010.

等对待所有的债权人，并根据原告的要求冻结阿根廷央行在纽约联储的资产，但在阿根廷政府的强烈反对和美联储及美国财政部的干预下给予豁免。2012年11月21日纽约曼哈顿下城联邦法院判决阿根廷必须全额偿付 NML 资本公司的债务<sup>7</sup>，阿根廷政府提出上诉，2013年8月23日联邦第二巡回上诉法院驳回其上诉申请并维持原判。阿根廷再度上诉至美国最高法院，2014年6月16日美国最高法院最终判决阿根廷政府必须全额支付原告的本息，并允许通过冻结资产方式实现对“钉子户”债权人的支付。

## 二、阿根廷债务困境的制度根源

与资产证券化起源和兴起相关的理论假说主要有四个：信息不对称假说、监管套利假说、风险重置假说和便利收益假说。这四种理论假说分别从资产证券化的供给和需求层面提供了解释。其中，信息不对称假说与监管套利假说从供给层面分析了资产证券化的兴起，而风险重置假说和便利收益假说则从需求层面分析了资产证券化的兴起。

### （一）债权人的处置机制

从2001年债务违约开始至今，阿根廷经济状况曾一度有实质性改善，但高增长的态势并没有使该国债务问题得到科学处置。阿根廷不仅没有理顺相关机制以彻底解决其债务违约问题，反而一步步陷入新的债务困境。阿根廷债务困局与其债权人处置机制、举债的法律安排以及内在的财政预算体系等制度根源紧密相关。

阿根廷之所以陷入第二次债务违约困境与其债权人权益的处置机制紧密相关，因其差别化的债权人处置机制导致私人部门债权人的权益受到较大的损害，特别是大规模的债务减计和“门栓法”（Lock Law）引发了少数债权人的司法抗争。

阿根廷债务重组面临三类债权人：一是私人部门，二是巴黎俱乐部，三是IMF。这三类债权人之间不存在利益相关性。IMF的贷款主要来自资本金，全额偿付是其基本诉求，否则IMF将面临理事会的巨大压力。巴黎俱乐部的贷款来自富裕国家，从经验上看阿根廷可以争取一定的债务重组空间，但全额支付亦是巴黎俱乐部的基本诉求。针对私人投资者，阿根廷具有较大的主动性，因为私人投资者缺乏对主权国家的任何能动性；同时，从市场规律上说，债务重组是私人部门债券投资所面临的风险之一。

<sup>7</sup> Hornbeck, J.F: “Argentina’s Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the ‘Holdouts’”. CRS Report for Congress, February 6, 2013.



阿根廷政府正是根据三类债权人的不同特征，构建其差别化的债务处置机制。<sup>8</sup>

首先是全额偿付 IMF 的债务。2006 年，阿根廷政府全额支付 IMF 的债务本息共计 95 亿美元。这让阿根廷从 IMF 的政策压力中解脱出来，并使其获得 IMF 的政策支持和指导。IMF 甚至建议，私人部门的债务重组特别是债务减计是私人部门对其投资行为的一种风险承担，这对于市场风险教育和防范道德风险是有益的。在公共部门与私人部门的权益衡量之中，阿根廷照顾了以 IMF 为代表的公共部门债权人的利益。

其次是积极与巴黎俱乐部进行债务重组协商。2008 年和 2010 年阿根廷政府两次声明将全额支付其欠巴黎俱乐部的债务 63 亿美元，将通过债务重组的方式在未来进行支付。同样地，巴黎俱乐部要求债务国进行显著的私人部门债务重组方案作为其债务重组或债务减免的前提。

最后是大幅减计对私人部门的债务。私人部门债权人大致可分为三类投资者：一是机构投资者或资金自营机构，他们主要是通过与阿根廷政府谈判争取最好的互换协议，但大部分机构迫于高昂繁复的法律程序而不得不接受互换协议；二是零售或个人投资者，大多数此类投资者选择在二级市场中“割肉”出局（这也是 NML 资本公司获得债权的主要方式），只有部分个人投资者（其绝对数目很大）不愿意接受互换协议而处在无望的等待；三是以对冲基金为主的投机分子，此类投资者趁债务违约的混乱之际以极低折扣买入债券，期望通过司法程序获得全额支付或较高比例支付。但是，阿根廷政府实际上将这三类私人部门债权人一视同仁，不区分其各自的利益诉求，两次单方出台债务互换协议，并出台了债权人极为不利的关闭条款（即门栓法）。这是阿根廷技术性违约爆发的债权人处置机制根源。

## （二）技术性违约的法律根源

从阿根廷违约的司法历程看，阿根廷确实有“冤枉”的成分。这次技术性违约中阿根廷政府并没有主观故意，但从阿根廷对债权人处置的机制看，其违约有一定的必然性，是对其单方“无赖”行为的一种惩罚。不同于意大利 6 万多自然人债权人的无奈，NML 等对冲基金是理直气壮、志在必得，这主要在于阿根廷债务重组过程中存在巨大的法律纰漏，使得这些对冲基金得以钻“法律的空子”。

阿根廷在主权债务重组的制度安排中，存在三个重大的法律问题：一是“门栓法”；

---

<sup>8</sup> Gelpern, Anna: “Sovereign Debt Restructuring: Red Herrings Swimming in a Sea of Confusion”. Peterson Institute of International Economics, December 20, 2013

二是同等权益条款；三是未来权益追溯权。阿根廷再次陷入二次违约的债务困局，主要根源就是主权债务重组中的这三个法律问题所引致的。

## 1、门栓法

“门栓法”是阿根廷在 2005 年首次债务互换协议中就提出来的关闭条款，它规定禁止政府重开债务互换，禁止政府提供更优惠条件，对不参与互换协议的债权人暂停履行支付责任。可以看出，阿根廷政府的债务互换本质上是对私人部门的单方一次性互换。“门栓法”在阿根廷主权债务重组中发挥了很大的影响。有债务专家认为，这个条款最大的作用是吓坏了很多债权人，债权人只能选择接受或者拒绝，而一旦拒绝则会使其债权无法获得任何偿付，这种“震慑”作用极大地加速了阿根廷主权债务重组的进程。<sup>9</sup>在 2004 年债务互换方案刚刚出台时，很多债权人因为偿付比例较低而不同意该方案，但“门栓法”出台后有 76%的债权人不得不接受了该方案。

“门栓法”成为阿根廷陷入司法泥潭并导致技术性违约的重要法律条款：一方面，阿根廷政府自己并不严格遵守该条款，2010 年议会又批准重开了第二次债务互换；另一方面，暂停对不参与互换协议债权人的支付责任使得阿根廷陷入了司法被动的局面。根据阿根廷债券发行的权益条款，所有债权人享有同等权益，阿根廷在债务重组成功之后履行了对其他债权人的支付责任，但却以“门栓法”为由拒绝对少数债权人履行支付义务，实际上就是对少数债权人“赖账”。<sup>10</sup>

## 2、同等权益条款和集体行动条款

NML 资本公司之所以获得美国各级法院的支持，主要在于“门栓法”违背了同等权益条款。同等权益条款是保护债权人权益的基本条款，即所有债权人享有同等的偿付权利，债务人不得对债权人实行差异化偿付义务。在纽约和伦敦等地的司法管辖中，同等权益条款是合同法等基本法的基本原则和债券发行的基本条款，外国政府在这两地发行主权债券也必须遵守这个条款。

与同等权益条款相对应的是债务重组的基本条款，即集体行动条款。集体行动条款是债务重组压力分担的基本机制，即允许合格多数债权人就债务重组达成一致意见，并规定债务重组协议对所有人，包括持反对意见的少数债权人具有约束力。<sup>11</sup>在引入

---

<sup>9</sup> Gelpern,Anna: “Sovereign Debt Restructuring: Red Herrings Swimming in a Sea of Confusion”. Peterson Institute of International Economics, December 20,2013

<sup>10</sup> Gelpern,Anna: “Sovereign Debt Restructuring: Red Herrings Swimming in a Sea of Confusion”. Peterson Institute of International Economics, December 20,2013

<sup>11</sup> 钟伟、覃东海、肖云月：《国家破产的集体行动条款方案：理论框架及其进展》《国际金融研究》，2003 年第 6 期，第 15-22 页。

集体行动条款之后，同等权益条款实际上就被弱化了，少数不同意集体行动方案的债权人实际上无权对债务人提出额外的权益追溯，但他们仍享有执行集体行动方案的所有权益的权力。<sup>12</sup>

由于担心被少数大债权人所“绑架”，同时集体行动条款在 20 世纪 90 年代末期之前尚未流行，阿根廷在债券发行之时主要是基于同等权益条款作为债券发行及违约处置的基本条款之一，而没有设置集体行动条款。2002 年，美国等国家强化了集体行动条款在债务重组中的应用，自此集体行动条款得到广泛采用，2003 年之后在纽约新发行的主权债务有 90% 以上都引入了集体行动条款。<sup>13</sup>

阿根廷在 2005 年和 2010 年的债务重组中都引入了集体行动条款的原则，但阿根廷仍面临两个法律问题。首先，2005 年债务互换协议的集体行动门槛是不低于 75% 的债权人同意，2010 年协议的门槛是不低于 60% 债权人同意。由于债务重组协议是单方协议，算不上正式的法律条款，这个重组协议的集体行动原则对少数债权人实际上是不具有法律约束力的。其次，即使适用集体行动条款，少数不同意集体行动方案的债权人仍然享有集体行动方案的同等权益，而阿根廷在债务重组成功之后，根据“门栓法”而拒绝对少数债权人履行任何偿付责任，实际上违背了集体行动条款的基本精神，更是违背了同等权益条款。“门栓法”实际上是对两个基本条款的违背，从而夯实了对对冲基金等少数债权人要求权益追溯的法律基础。但是，美国最高法院的判决在全球范围内存在重大的争议，被认为是照顾对冲基金等少数债权人的同等权益而损害了其他多数债权人的权益，而且其他债权人是接受了巨幅债务减计的大多数，其占比高达 92%。

### 3、未来权益追溯权

未来权益追溯权是阿根廷主权债务重组过程中与同意债务互换的债权人达成的基本条款。这个条款规定，同意债务重组的债权人有权不同意阿根廷与少数拒绝债务重组的债权人进行条件性更优的谈判，或者如果其他债权人未来获得更好的权益支付，那么所有债权人可以根据更好的权益标准进行追索。

这个条款限制了阿根廷与“钉子户”债权人妥协的空间。NML 资本公司的母公司艾略特基金曾经通过司法程序迫使秘鲁对其违约债务进行全额支付，NML 据此要求阿根廷照章行事并获得美国最高法院的支持。但全额支付对冲基金债权人的本息将带来

---

<sup>12</sup> Rogoff, Kenneth and Jeromin Zettelmeyer: “Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey”, IMF Working paper. Np.WP/02/57. 2002 March.

<sup>13</sup> Bradley, Michael H., James D. Cox and Mitu Gulati: “The Market Reaction to legal Shocks and Their Antidotes: Lessons from the Sovereign Debt Market”. Duke Law School Public Law and Legal Theory Paper. No.211, May 27, 2008

连锁反应<sup>14</sup>：一是偿还处于司法程序中的对冲基金债权人本息共计 15 亿美元；二是所有未接受债务重组的债权人将跟进索偿，这笔债务规模约 150 亿美元；三是依据未来权益追溯权，所有重组债权人将重新索偿。届时阿根廷的债务总额将高达 1200 亿美元，这远远超出该国的偿付能力，使其陷入新的系统性债务危机。

对于阿根廷政府来说，有一个可以想象的解决办法就是寄希望于其他债权人主动放弃未来权益追溯权，但这是极为困难的。由于很多债权人的债券在过去甚至目前都在交易之中，债权人及其所有权的追踪是困难的。阿根廷外债主要是以外币计价的，其中欧元占 58%、美元占 38%、阿根廷比索仅占 2%，其他货币占 2%，<sup>15</sup>但是，其投资者分布范围可能远超越欧洲和美国。在阿根廷陷入司法被动之后，部分欧洲债权人发表声明愿意支持阿根廷而放弃未来权益追溯权，但考虑到现实操作的难度，这种声明对阿根廷更多是精神上的支持。

阿根廷陷入二次债务违约与上述三个法律条款紧密相关。阿根廷为了保证债务重组的顺利进行而贸然出台了“门控法”，这引发了一系列的法律冲突。首先，“门控法”的出台使得阿根廷债务重组本质上变成是一种单方重组协议，而不是建立在双方协商一致的原则上。其次，在阿根廷债务发行中，债权人享有同等权益是基本条款，而在债务重组中的“门控法”规定暂停对不接受债务互换的债权人履行支付义务，这本质上已经违反了阿根廷债务发行中的同等权益条款。这是少数“钉子户”债权人能够获得美国各级法院支持的法理基础。再次，由于阿根廷债务重组中设置了未来权益追溯权，这使得阿根廷与“钉子户”债权人的谈判空间大大压缩，任何对“钉子户”债权人的利益退让都可能因未来权益追溯权而引发更大范围的债务索偿。这三个基本的法律条款使得阿根廷陷入了债务偿付的新困境。

### （三）财政预算体系的弊端

化为债务危机。阿根廷财政预算体系中的三个“错配”被广为诟病：一是外债与内债的错配，阿根廷在全球利率水平较低和国内利率水平较高的环境中，过度依赖外债来解决财政赤字问题，严重低估了外债的风险；二是财政收入与财政支出的错配，阿根廷举债所获得的收入更多地用于社会保障的支出，而不是投入到资本形成和经济

<sup>14</sup> 转引自新华网：“阿根廷为避免债务违约寻出路”，2014年6月18日。

<sup>15</sup> Hornbeck, J.F.: “Argentina’s Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the ‘Holdouts’”. CRS Report for Congress, February 6, 2013.



增长之中，从而使其债务偿付缺乏经济基础<sup>16</sup>；三是财政政策与货币政策等的协调性较差，僵化地维系固定汇率制度使得阿根廷本币被严重高估。<sup>17</sup>

在 2005 年债务重组之后，阿根廷政府对其财政框架进行了改革，建立了相对完善的财政预算架构和制度安排：一是由议会、总统府、首席部长部和经济部负责财政管理及监管，其中总统府和首席部长部负责审定政府预算草案和确定重大支出项目，经济部负责预算编制及执行；二是建立了较为规范的预算编制规程与监督制度；三是提高了财政预算体系的信息透明度，财政收入和支出信息实现公开披露。<sup>18</sup>

尽管如此，回顾 2005 年以来阿根廷财政预算制度的演进，其体制机制弊端仍然没有根本解决。在外债方面，阿根廷外债扩张速度有所放缓，但其规模仍然持续扩大，外债总额从 2006 年一季度的 1045 亿美元增长至 2013 年 9 月底的 1376 亿美元<sup>19</sup>，占其 GDP 的比重高达近 30%。2013 年 9 月底阿根廷公共债务为 210.1 亿美元，外债占比高达 68.5%。外债仍是阿根廷财政体系中的最大负担。

在内部财政预算体系中，收支结构失衡不断恶化。目前，阿根廷财政收支结构存在四个失衡。一是政府支出扩张速度过快导致收支缺口不断扩大。2012 年阿根廷出现了 2006 年以来的首次初级财政赤字。实际上，如果加上公共债务利息支付，2009 年阿根廷就已经出现了财政赤字。二是公共支出过度侧重社会保障。在克里斯蒂娜总统民众主义思想的影响下，政府极力扩张公共支出特别是社会保障支出，2013 年阿根廷公共支出中社会保障占比高达 38.8%。三是财政政策与货币政策的扭曲依然严重。公共支出增长过快使得阿根廷无法慎重控制非贸易品及服务的扩张节奏，从而造成阿根廷比索实际汇率的高估，美元限购使得汇率高估风险更加凸显，国内物价上涨势头无法被贸易品价格的变化所抵消，从而导致通胀压力日益严重。<sup>20</sup>四是内部财政问题与外部债务问题相互交织，使得阿根廷信用风险日益累积。从 2010 年 4 月纽约法院冻结阿根廷央行在美国的资产开始，外部债务问题与国内财政问题就相互强化，阿根廷信用风险逐步显性化，信用违约掉期价格持续上涨，国债收益率大幅提升，这使得阿

---

<sup>16</sup> Marphy, Ricardo Lopez, Daniel Artana and Fernando Vavajas: “The Argentine Economic Crisis”, *Cato Journal*, Vol23, No.1, Spring/Summer 2003.

<sup>17</sup> 董彦岭、张继华：《共生性货币危机与债务危机长期联系效应》，《当代财经》，2008 年第 9 期，第 51-56 页。

<sup>18</sup> 中华人民共和国财政部：“阿根廷财政监督管理情况”，[http://www.mof.gov.cn/pub/jiadjianchaju/zhengwuxinxi/guojijiejian/200806/t20080620\\_47605.html](http://www.mof.gov.cn/pub/jiadjianchaju/zhengwuxinxi/guojijiejian/200806/t20080620_47605.html)

<sup>19</sup> 2006 年数据来自于 CEIC，2013 年数据来自阿根廷经济部：<http://www.mecon.gov.ar/progeco/dsbb.htm>，2014 年 9 月 12 日。

<sup>20</sup> Marsh, Sarah and Brian Winter: “Argentina’s Turbulent History of Economic Crises”, Reuters, 30 July 2014.

根廷的债务负担进一步加重，国内财政压力急剧加大。2013 年阿根廷财政支出中有 9.2%用于债务服务。

阿根廷再度陷入债务困境与阿政府在全球金融危机后的宏观政策框架失误亦是紧密相关的。一是过度凸显了总统府和经济部在预算体系内的权力，使得财政审慎性降低。在全球金融危机之后，总统府“干涉主义”主导了整个财政预算体系的运行，监督制度形同虚设。公共支出从 2008 年的 557 亿美元急剧增至 2013 年的 2052 亿美元。<sup>21</sup>二是财政与货币政策协调性差，引发经济脉冲式反弹。全球金融危机之后，政府大力扩张公共支出的同时，货币政策更加放松。广义货币（M3）供给的增速从 2009 年中期的 4%左右飙升至 2011 年中期的 40%以上，2013 年仍然高达 29%<sup>22</sup>，这种高速扩张的货币供给本质上是一种债务货币化的思维。三是政府频繁干预市场，严重扭曲市场预期并引发严重通货膨胀。由于全球金融危机的影响，资本大量流出导致阿根廷比索贬值，民众哄抢美元，政府多次控制或限购美元；同时政府还冻结工资增长并大力限制进口，这使得阿根廷本币贬值压力更大。在货币政策宽松的条件下，通货膨胀螺旋逐步形成<sup>23</sup>，2014 年 6 月阿根廷 CPI 高达 21.5%。<sup>24</sup>

### 三、阿根廷债务技术性违约的影响

从 20 世纪 70 年代以来，阿根廷经济长期受制于债务问题的负面影响，使得阿根廷在过去几十年的时间内整体陷入了一个长期的债务泥潭之中。新世纪以来，阿根廷通过债务重组较大程度上缓解了外债的压力，在全球化和国际分工深化的大环境下，阿根廷经济从 2002 年至 2013 年实现了总量翻番的目标。但是，两次债务重组没有根本解决阿根廷债务问题，少数“钉子户”债权人的司法行动像是一条迅速燃烧的引信，再次点燃了阿根廷债务风险的火药桶，直至发生技术性违约。阿根廷债务技术性违约看似一个偶然性事件，但其发生具有内在的法律与制度根源，债务重组机制欠周全、财政预算框架欠审慎、财政货币政策欠匹配且政府与市场关系欠协调等，都是导致阿根廷陷入技术性违约和新的债务风险的重要内生问题。这种内生性决定了技术性违约不会是一个孤立事件，它将深刻地影响阿根廷经济的稳定性。

<sup>21</sup> 数据来自于 CEIC。

<sup>22</sup> Banco Central De La Republica Argentina; “Monthly Monetary Report”, January 2014.

<sup>23</sup> 阿根廷央行在通货膨胀治理中已经将利率提高至 20%以上，但是，收效甚微。阿根廷债务螺旋的形成并非简单的货币问题和总量问题，阿根廷央行认为通胀问题是其未来政策的重大挑战。

<sup>24</sup> 数据来自阿根廷统计局。<http://www.indec.gov.ar/>。

### （一）技术性违约前的经济影响

阿根廷发生技术性违约之前，债务困境实际上已经重创了阿根廷经济，过去3年来阿根廷经济明显受制于债务困境的约束。从2010年4月纽约地区法院的立场转向支持“钉子户”债权人之后，阿根廷债务风险就日益显性化并对实体经济造成巨大的冲击，特别是2011年以来，债务困局对阿根廷债务、货币、通货膨胀、资本形成和经济增长造成全面冲击。

一是美国法院立场的转向及其后判定“钉子户”债权人胜诉使得阿根廷信用违约风险日益提升，其债券收益飙升，这使得阿根廷外部债务面临价值和风险的“重估”。阿根廷LEBAC1年期债券收益率从2012年年初的12.5%左右飙升至2014年中期的近30%。不仅如此，阿根廷政府债券大部分是与经济增长挂钩的品种(GDP-linked bonds)，在经济下行过程中，收益率要求进一步提高。

二是“钉子户”债权人的纠缠、外债负担增加、内部财政状况恶化和经济增长速度下降使得阿根廷比索面临巨大的贬值压力，债务风险与货币风险相互交织。有研究指出，在经可贸易商品价格调整后，以美元计价的阿根廷外债增长速度远超过其GDP增速，从而使得阿根廷的债务负担不断提升，债务问题与货币贬值相互强化，债务、货币和宏观风险加速累积。<sup>25</sup>

三是债务困境使得阿根廷私人部门缺乏稳定性预期，资本形成水平偏低，经济缺乏长期增长动力。由于债务困境使得阿根廷经济面临财政、货币和金融等多重风险，私人部门无法判断未来经济增长的稳定趋势，从而降低了其投资水平。根据阿根廷中央银行的分析，尽管金融危机后私人部门的信贷扩张迅速，阿根廷私人部门信贷占GDP的比重仅为16%，而拉美地区平均为37%，<sup>26</sup>这表明私人部门投资意愿极为低迷。值得注意的是，私人部门投资低迷与政府公共投资扩大、社会保障强化等具有重大关联：公共部门投资对私人部门具有明显的挤出效应；社会福利改善使得居民就业动力不足，2013年底阿根廷失业率高达6.4%。此外，由于此前财政货币政策过度宽松，通货膨胀率长期超过10%，央行不得不持续提高利率以抑制通胀，最终使得利率水平过高，严重抑制了私人部门投资。

<sup>25</sup> Marsh, Sarah and Brian Winter: “Argentina’s Turbulent History of Economic Crises”, Reuters, 30 July 2014.

<sup>26</sup> Banco Central De La Republica Argentina; “Monthly Monetary Report”, January 2014.

## （二）技术性违约后的冲击分析

时隔 13 年，阿根廷再度陷入主权债务违约的困局，是否会引发像 10 余年前那样的系统性风险？笔者认为，阿根廷此次债务违约是技术性违约，对国际金融市场和全球经济的冲击整体将是较小的，不会引发系统性危机，但它对拉美地区以及阿根廷自身会有较为负面的影响。

在阿根廷债务技术性违约发生之后，国际股票和外汇市场都作出了一定的负面反应：道琼斯指数下跌 1.9%，富时 100 指数下行 0.64%；西班牙因在阿根廷资产头寸较大，其股市下挫 2.1%；阿根廷比索兑美元的汇率在 7 月 31 日的收盘价与开盘价持平，盘中最高下跌 0.5%，<sup>27</sup> 国际金融市场整体保持了较稳定的趋势，没有陷入恐慌之中。在短期内，阿根廷债务违约会对资本市场和外汇市场会造成小幅的负面冲击；在中长期内，如果阿根廷没有爆发新的系统性风险，对国际金融市场不大会发生系统性冲击。阿根廷债务违约可能对拉美地区经济增长造成一定的不利影响，但对全球经济复苏的冲击整体上看较为有限。

一定程度上，阿根廷陷入债务困境整体上会弱化南美地区经济复苏的基础。阿根廷是南美地区最重要的经济体之一，与巴西等经济体关联性较强，阿根廷债务违约的负面影响会有一些的外溢效应，从而使得南美地区的经济发展面临一定的冲击。在经常项目上，区域内的贸易往来可能有所下降；在资本项目上，阿根廷可能会面临更加严重的资本流出问题，从而削弱其经济增长的资金基础。

对阿根廷经济而言，技术性违约之前的风险累积与违约后的新一轮冲击相叠加，对阿根廷经济可能构成实质性的重大风险。<sup>28</sup> 债务违约的影响将会传递至家庭、企业以及宏观经济，导致融资成本继续上升，货币贬值压力持续增强，通货膨胀问题更加凸显，宏观经济风险将更为严重。第一，阿根廷基准利率已经超过 20%<sup>29</sup>，私人部门和公共部门融资本已极为困难，债务违约可能进一步提升融资成本，使得私人部门和公共部门的资产负债表压力更为凸显，甚至引发新的债务风险。第二，此前债务货币化的政策框架导致阿根廷面临严重的通货膨胀压力，债务违约将进一步抑制阿根廷的融资能力，债务货币化趋势可能更严重，通货膨胀压力缓释缺乏坚实的货币政策基础。第三，阿根廷货币贬值和资本流出压力更大。虽然发生违约之后当天阿根廷货币对美

<sup>27</sup> 数据来自 Wind 数据库，2014 年 8 月 1 日。

<sup>28</sup> 2014 年 8 月阿根廷政府出台了“增加就业岗位计划”加大对企业的工资、培训补贴以留住人才并促进就业。

<sup>29</sup> 2014 年 2 月初，阿根廷基准利率调高至 28.8%。



元汇率保持了稳定，但过去一年中阿根廷比索对美元汇率已经从 5.67 贬值至 8.19<sup>30</sup>，贬值幅度超过 44%，阿根廷一度限制居民和企业购买美元，预计阿根廷未来可能继续面临较大的本币贬值压力和资本流出压力。第四，阿根廷外债风险可能通过信用违约掉期、债券收益率以及国际收支等严重冲击国内市场，使得阿根廷经济陷入内外交困的局面。

### （三）阿根廷债务困局对中国的影响

阿根廷是拉美地区第三大经济体，亦是中国重要的贸易伙伴，阿根廷陷入债务危机引致的经济冲击将会直接或间接地影响双方的经贸关系，从而对中国造成一定的负面冲击。阿根廷是中国在拉美地区的第五大贸易伙伴，中国是阿根廷全球第二大贸易伙伴和主要投资来源国，2013 年中阿双边贸易额达 148 亿美元。<sup>31</sup>

阿根廷债务困局将对其国内经济增长造成明显冲击，这将直接冲击阿根廷从中国的进口。中国是阿根廷第三大进口国，2013 年占比约为 12%。2014 年中国和阿根廷两国关系已提升为全面战略伙伴关系，政治上的互信可能缓释阿根廷经济下滑导致的进口萎缩，但是其经济与贸易风险不容忽视。

阿根廷经济下滑可能会导致其国内经济、社会及政治等问题，这值得中国相关部门和在阿投资企业警惕。截至 2014 年 6 月，中资企业在阿投资存量约 83 亿美元。2014 年中阿签署了阿根廷两座水电站建设（合同金额约 47 亿美元）、铁路系统改造（合同金额 21 亿美元贷款）等重大基础设施项目<sup>32</sup>，因此中国更需要防范相关风险。

阿根廷债务问题引发的货币风险日益显性化，对于双方货币金融合作深化是有利的。中国人民银行和阿根廷中央银行 2009 年签署了 700 亿元等值人民币的货币互换框架协议，这是当时中国和拉美国家最大规模的金融合作协议，加强了中阿在金融领域的战略合作。2014 年中阿双方又签订了规模不超过 110 亿美元的货币互换协议，这对于保障阿根廷流动性准备和金融稳定具有重大意义。在此过程中，中国逐步参与构建全球性的金融安全网络，对于防范金融稳定亦是有利的。

最后，中国需要防范阿根廷债务困局的货币金融外溢效应。阿根廷债务问题导致阿根廷比索大幅贬值、资本大规模流出和资产价格明显下降，并对金融稳定造成冲击。阿根廷货币金融问题在 2011 年后的新兴经济体中具有一定的普遍性，俄罗斯、印度、

<sup>30</sup> 数据来自 CEIC 数据库,2014 年 9 月 16 日。

<sup>31</sup> 数据来自商务部。

<sup>32</sup> 根据中新社的报道。<http://www.chinanews.com/gn/2014/07-20/6405092.shtml>

巴西、印度尼西亚等新兴经济体因宏观风险上升同样面临相似问题。一旦阿根廷债务困局引发新的货币金融风险，可能对新兴经济体造成更大的外溢影响。在房地产泡沫较为严重和内部金融风险日益显性化的环境下，中国更需要警惕阿根廷货币金融风险的外溢效应。

#### 四、启示

阿根廷债务违约及债务重组历经 13 年，不仅未得到彻底解决，反而因司法诉讼陷入了新的困局，导致过去 3 年中阿根廷经济和社会发展受到了极大的制约。反思阿根廷现今的债务窘境和经济困局，其根源上与非审慎的财政预算框架及债务重组的制度安排等紧密相关。

阿根廷债务重组的现实困局是其财政预算框架非审慎性所造成的，<sup>33</sup>这是引发债务危机以及债务重组问题的内在根源。一方面，阿根廷在经济社会发展过程中过度依赖外部融资，以债务性资本流入代替投资性资本流入，从而使得实体部门没有获得资金流入的益处，反而加大了债务负担。另一方面，财政政策与货币政策严重失衡。阿根廷长期依赖债务扩张来解决经济增长和社会福利扩张的需要，而忽视经济增长内在动力的建设和产业结构的优化，期望以宽松的货币政策来缓解财政与债务压力。货币政策作为长期偏中性的总量政策框架，无法解决阿根廷国内的预算和结构性问题，反而使其走上了债务货币化的不归路，并导致了巨大的通货膨胀压力、本币贬值压力以及经济社会稳定压力。

阿根廷债务发行以及重组机制缺乏审慎的制度安排是其被少数“钉子户”债权人胁迫而陷入司法困境的直接根源。<sup>34</sup>在债券发行过程中，只顾及当前压力的安排使得阿根廷陷入法律上的被动局面：其一，主要以外币发行债券，并接受纽约和伦敦的司法管辖；其二，为了防范被大债权人约束而放弃集体行动条款，从而陷入了同等权益条款的被动性。

在债务重组过程中，阿根廷更是自食其果。一是阿根廷的债务重组本质上是单方协议，缺乏与债权人的平等有效沟通，本质上是伤害了债权人利益。二是阿根廷单方面出台的“门栓法”忽略了不同意债务重组的债权人权益，使得这部分债权人的权益受损。根据同等权益条款，不同意债务重组的少数债权人因此获得司法程序的主动性。

<sup>33</sup> 沈安：《阿根廷债务危机的形成及启示》，《拉丁美洲研究》，2003 年第 3 期，第 15-18 页。

<sup>34</sup> 郑联盛、张江海：《阿根廷再陷债务困局的启示》，《经济日报》，2014 年 8 月 5 日，第 5 版。

“门栓法”的实行使得阿根廷债务互换本质上是对私人部门的单方一次性互换。三是债务重组安排没有完全根据集体行动条款行事，使得少数“钉子户”债权人有权通过司法来阻碍整个债务重组进程。四是设置了未来权益追溯条款，使得阿根廷与少数“钉子户”债权人谈判的条件不能优于此前接受债务重组债权人的条件。

从阿根廷债务危机以及债务重组困局的经验看，建立健全审慎的财政预算框架是基础性的；在面临债务违约及重组的困局之中，设置较为审慎的主权债务重组机制亦是极其重要的。一是要实行严格的财政预算制度，控制财政赤字以及公共债务水平，特别是要妥善管理外债的头寸、币种以及期限。<sup>35</sup>二是要协调好宏观政策框架，财政政策、货币政策及产业政策应相互配合，适度的债务扩张是经济增长和产业发展的有效途径之一，但过度的债务膨胀将引发重大风险，一旦产业政策与货币政策不协调，将引发更大的系统性风险。三是要妥善处置债务风险以及债务重组问题，合理安排债务的币种、期限、司法管辖权和集体行动条款等，要处置好不同法律条款之间的利害关系。最后是要发展好经济，债务问题的化解仍有赖于经济增长与财政整固的协调发展，<sup>36</sup>在整固财政框架、应对债务问题的同时，更应该保持经济发展的稳定性和可持续性。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

<sup>35</sup> 江时学：《阿根廷债务危机的来龙去脉》，《国际经济评论》，2002年第1-2期，第36-38页。

<sup>36</sup> 曹莉、吴珊珊：《主权债务危机解决方案的国际机制》，《中国金融》，2011年第17期，第46-48页。