
答审稿专家的宝贵意见

第一份意见

审稿意见（1.1）：

论文可以强化最近几年相关外文资料的搜集和运用。

修改说明：

境内外从债券投资者保护特别是商业性投资者的角度去说明论证的文献都不多，已在参考文献中补充相关篇目。

审稿意见（1.2）：

在背景知识方面，论文应关注当前主权债务重组的难题不仅存在于债务国和债权人之间，更现实地存在不同类型的债权人之间，后者可能是本文值得关注和讨论的重点问题。

修改说明：

本文的研究目的在于梳理当前主权债务重组的机制安排，及债券投资者所能够采取的救济方式，以最大限度的保护债券投资者的权益。因此主权债务重组的难题并不是本文研究的主要目的。

审稿意见（1.3）：

在论证方面，论文可以更清晰论证债券投资者保护与当前主权债务重组困境之间的关系，在不存在国家破产机制的背景下，重点关注债务发行的财务代理人结构、集体行动条款和比例平等条款等法律安排的结构性缺陷，造成少数机构投资者滥用了诉讼、仲裁争议解决方式抵制债务重组的现象。

修改说明：

本文无意于探讨主权债务重组面临的困境，本文目的是探索能够提升债券投资者保护的手段和举措。也正是因此，也不会得出“造成少数机构投资者滥用诉讼、仲裁争议解决方式抵制债务重组的现象”的结论。

审稿意见（1.4）：

在篇幅结构方面，论文前三部分可以精简写，强化第四、五部分对应内容的论证。

修改说明：

已精简化前三部分。

第二份意见

当今发展中国家债务风险上升，部分国家已经发生了债务危机。中国是发展中国家最大的双边官方债权人。同时，发展中国家的三大债权方为私人债权人（包括债券和银行贷款）、多边金融机构及双边官方债权人。近年来我国对中国作为最大的双边债权人的利益如何保护问题探讨较多，本文从债券投资者保护的角度分析主权债务重组，研究了一般主权债务重组的机制及投资者救济方式，特别是如何实现主权债券投资者的保护问题。论文的视角独特，但观点还不够突出。

审稿意见（2.1）：

论文应该交代中国作为债券投资者购买的主权债券的规模，总量及结构的变化，特点和趋势等，以说明中国作为债券投资者面临的债务风险。

修改说明：

本文无意于探讨中国作为债券投资者购买的主权债务应当如何，实际上本文关注的是作为一个整体的所有的债券投资者。

审稿意见（2.2）：

论文可用图表说明主权贷方的两种主要方式商业银行与债券市场之间的变化和此消彼长。

修改说明：

商业银行与债券市场之间的此消彼长和变化与本文想要探讨的主题关联性不大。

审稿意见（2.3）：

论文可以对现有主权债务重组机制进行总体评价并提出构建有效的主权债务重组机制的思路。

修改说明：

如何构建有效的主权债务重组机制不是本文关注的问题，因为通过主权债务重组实际上并不是最有效地保障债券投资者的方式，具体文中已论述原因。

审稿意见（2.4）：

分析主权债券投资者在债务重组中的地位、优势及劣势。

修改说明：

文中描述了相关劣势，但实际上主权债券投资者特别是商业性的债券投资者在债务重组基本谈不上优势。

审稿意见（2.5）：

探讨主权债券投资人应如何与双边官方债权人、国际机构合作形成有效的主权债务重组机制。

修改说明：

已体现在了本文的政策建议中。

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

附录 1960—2020 年全球外币主权债券违约情况：阿根廷及希腊违约规模最大

作者对 1960 年以来所有存在外币主权债券（FC bond）违约记录的 45 个国家地区的数据进行了统计（附表 1）。根据 BoC-BoE Sovereign Default Database 的数据，1960—2020 年全球有主权外币债券违约记录的国家/地区共有 45 个，违约规模最高的为阿根廷，总计 8175 亿美元，希腊以 3144 亿美元的规模位列第二。

从地区分布来看，主要集中在三大区域，一是拉丁美洲加勒比海地区，二是苏东欧地区，三是非洲地区。这也是和曾经发生过的区域性及全球性政治经济事件相关联的。拉美地区的主权外币债券违约与 20 世纪 80 年代的拉美主权债务危机密切相关。20 世纪 70 年代，全球开启低利率时代，在低利率驱使下，阿根廷等拉美国家借入了大量外债，尔后第二次石油危机出现，西方发达国家为应对通胀，货币政策转为紧缩，抬升了利率，国际资本流动方向逆转和大宗商品价格下跌导致拉美国家国际收支入不敷出，拉美发展中国家货币贬值压力激增，随后引发主权债务危机。危机对该区域影响深远，直至 1989 年，部分国仍拖欠债权人大部分债务。苏东欧地区的主权外币债券违约，更多的在于政治经济的多重因素，以俄罗斯为例，俄罗斯于 1998 年 8 月宣告暂停向外国债权人支付还款，构成技术性违约，规模达 296.14 亿美元。这是由于苏联解体后激进进行的改革引发恶性通货膨胀和经济崩溃，政府债务飙升，1997 年的亚洲金融危机以及国际原油及有色金属的需求降低，两大外因严重地消耗了身为资源出口国的俄外汇储备，引发债务违约。目前来看，非洲地区国家的主权外

币债券违约规模不及前述两个地区，违约主要原因在于其自身经济底子薄弱，易受内外部冲击。

附表 1:1960–2020 年全球主权外币债券违约一览

序号	国家/地区	外币债券违约总规模 (亿美元)	1960–1969违约规模	1970–1979违约规模	1980–1989违约规模	1990–1999违约规模	2000–2009违约规模	2010–2019违约规模	2020年违约规模
1	阿根廷	8175.74	0	0	12.00	0	5490.11	1968.60	705.03
2	希腊	3144.76	20.56	0	0	0	0	3124.20	0
3	波多黎各	2335.09	0	0	0	0	0	1768.60	566.49
4	委内瑞拉	1309.79	0	0	0	0	0.01	900.61	409.18
5	苏联/俄罗斯	922.41	0	0	0	589.91	332.50	0	0
6	厄瓜多尔	389.62	0	0	0	79.60	131.41	4.06	174.55
7	科特迪瓦	370.10	0	0	0	21.26	267.40	81.44	0
8	黎巴嫩	334.10	0	0	0	0	0	0	334.10
9	乌克兰	232.90	0	0	0	19.94	25.96	187.00	0
10	尼日利亚	126.52	0	0	101.92	12.00	12.60	0	0
11	萨尔瓦多	98.91	0	0	34.12	4.46	0	60.33	0
12	罗马尼亚	51.20	30.02	21.17	0	0	0	0	0
13	乌拉圭	49.77	0	0	0	0	49.77	0	0
14	莫桑比克	49.36	0	0	0	0	0	37.45	11.91
15	津巴布韦	37.44	9.04	19.32	3.07	0	0.32	4.98	0.71
16	保加利亚	33.78	13.56	13.02	7.20	0	0	0	0
17	伯利兹	33.26	0	0	0	0	10.97	16.25	6.04
18	瑙鲁	32.07	0	0	0	3.71	10.42	16.14	1.81
19	赞比亚	30.43	0	0	0	0	0	0	30.43
20	巴拿马	30.35	0	0	9.69	20.66	0	0	0
21	南斯拉夫	22.12	21.29	0	0	0.83	0	0	0
22	喀麦隆	20.00	0	0	0	0	20.00	0.001358268	0
23	塞浦路斯	16.98	0	0	0	0	0	16.98	0
24	波兰	16.70	9.80	6.91	0	0	0	0	0
25	匈牙利	16.61	13.28	3.33	0	0	0	0	0
26	牙买加	15.66	0	0	0	0	0	15.66	0
27	巴巴多斯	14.85	0	0	0	0	0	14.85	0
28	格林纳达	11.62	0	0	0	0	2.00	9.62	0
29	多米尼加共和国	11.00	0	0	0	0	11.00	0	0
30	刚果共和国 (布拉柴维尔)	8.90	0	0	0	0	0	8.90	0
31	玻利维亚	7.88	6.54	0	0.14	1.20	0	0	0
32	塞舌尔	7.25	0	0	0	0	4.05	3.20	0
33	苏里南	7.13	0	0	0	0	0	0	7.13
34	尼加拉瓜	6.16	0	0	0	0	6.16	0	0
35	巴基斯坦	6.10	0	0	0	6.10	0	0	0
36	危地马拉	5.00	0	0	5.00	0	0	0	0
37	安提瓜和巴布达	4.00	0	0	0	0	3.13	0.87	0
38	圣基茨和尼维斯	3.07	0	0	0	0	0	3.07	0
39	巴拉圭	2.76	0	0	0	0	2.76	0	0
40	哥斯达黎加	2.02	0	0	2.02	0	0	0	0
41	摩尔多瓦	1.85	0	0	0	0.30	1.55	0	0
42	捷克斯洛伐克	1.61	0.45	0.62	0.54	0	0	0	0
43	古巴	0.98	0.98	0	0	0	0	0	0
44	多米尼克	0.94	0	0	0	0	0.94	0	0
45	刚果民主共和国 (金沙萨)	0.83	0.83	0	0	0	0	0	0

数据来源：BoC-BoE Sovereign Default Database；本文作者统计整理。

除了区域性的危机带来的外部冲击，部分国家还有自身特有的诱发危机因素（表 2）。

附表 2：1990—2020 年发生外币主权债券违约的部分国家

国家	违约年份	违约规模（亿美元）	所在区域	原因
阿根廷	2001—2020	8164	拉丁美	经济、债务危

			洲	机
希腊	2012	3124	欧洲	债务危机
波多黎各	2015—2020	2335	拉丁美 洲	经济危机、债 务危机
委内瑞拉	2004—2005， 2017—2020	1310	拉丁美 洲	经济、政治多 重危机
厄瓜多尔	1999—2000， 2008—2020	390	拉丁美 洲	债务危机、政 府拒绝支付
科特迪瓦	1991—1994， 2000—2012	370	非洲	政治、军事斗 争
黎巴嫩	2020	334	亚洲	经济危机

数据来源：BoC-BoE Sovereign Default Database；本文作者统计整理。

表 2 中的拉丁美洲国家诱发违约的原因有一定的共性：**一是**经济结构单一，经济发展严重依赖石油、铁矿石等资源出口，一旦这些产品的价格出现大幅下跌，国际收支便会失去平衡；**二是**，居民储蓄率普遍处于较低水平，政府只能通过举借外债保证资金供给；**三是**，对美国的依赖程度较高，美元走向对其金融市场流动性的影响较大，一旦收紧货币政策，非常容易导致大量资金流出，引发流动性危机（联合资信，2018）。

而作为欧元区的后进生，希腊 2009 年 12 月公布了 2009 年政府财政赤字和公共债务占 GDP 比例将分别达到 12.7%和 113%，远超欧盟规定上限，希腊债务危机发生。两轮救助希腊的计划共耗费 2400 亿欧元。在 2015 年 6 月份，由于希腊未能偿还 IMF 一笔 15 亿欧元贷款，成为自津巴布韦 2001 年违约以来 IMF 首个违约的成员国，也是首个拖欠 IMF 贷款的发达经济体。

可见主权债务的违约与货币、经济和政治状况的恶化相伴相生，当一国长期存在外部债务和国际收支的不平衡，则其抵御外部冲击的能力将大大下降，从而导致违约的发生。因此，我们更应关注疫情发生以来的，全球主权债务情况及潜在风险。

该附录是所刊论文的组成部分，如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。