

主权违约探究

新世纪研发主权评级部 刘柯琦

主权债务指一个国家的中央政府以其国家信用为担保所举借的债务。主权债务可以根据债权人是否为本国居民而分为对内主权债务和对外主权债务¹。本文着重研究对外主权债务问题。一般而言，对外主权债务更容易出现债务危机，其一是因为对外主权债务通常情况下为外币债务²，债务国对于债务货币没有控制权，不能通过货币发行的手段来“创造”出足够货币进行偿付；其二在于债务人为非本国居民，在难以支付的情况下，债务国较难与债权人迅速达成协商。

主权违约（Sovereign default）指一个主权国家的政府拒绝或者无法全额偿付其债务。债务重组是指在债务国面临现金流问题及财务危机而无法按时还本付息的情况下，其通过和债权人进行协商来减免部分逾期债务或者延期支付。

2009 年底，希腊政府公布政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的预期比例远远超过欧盟规定的上限，主权债务危机的风险凸显，虽然欧盟、国际货币基金组织以及欧洲中央银行这“三架马车”及时对希腊展开了救援行动，时至今日，希腊仍然深陷在主权债务危机的泥潭中难以跳出。近年来，世界经济复苏缓慢，应对主权债务较重国家的违约风险予以关注。本文从主权债务违约的全球现状、违约原因、违约影响、未来预期以及违约后的债务重组和 IMF 救援行动等几个方面进行分析，指出主权债务违约问题难以依靠债务重组或 IMF 的救助贷款来解决，防范主权违约应从改善一国的经济及债务结构上着手。

一、主权违约现状

主权违约并非公众所认知的那样稀有少见：从 1800 年至现在，世界上大部分国家都曾经发生过主权违约，不乏中国、日本、美国、德国等如今较大的经济体。如图 1 所示，在 128 个国家的样本中，只有加拿大，澳大利亚，新西兰，挪威等 17 个国家（图中灰色区域）不曾经历对外主权债务违约或债务重组。累计违约时间³较长的国家大都位于拉丁美洲，代表国家有墨西哥、阿根廷、巴西及厄

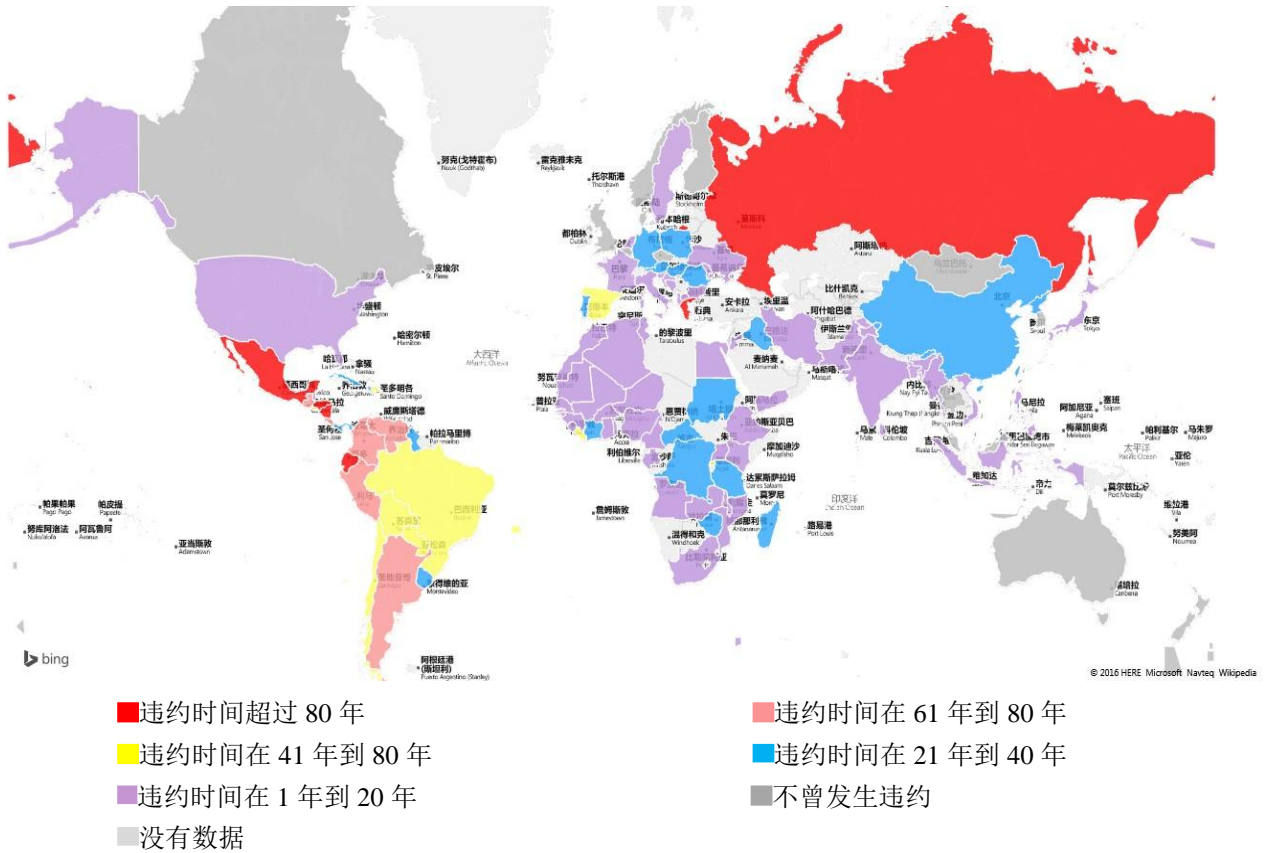
¹对内主权债务指债务的债权人为本国居民；对外主权债务指债务的债权人为非本国居民。

²外币债务为用非本国货币发行的债务，如中国发行用美元计价并付息还本的国债。

³累积违约时间指，如果 1990 年有一国违约，又在 1990 年结束违约，则该次违约时间算 1 年；如果下次违约发生在 1992 年，而违约结束于 1994 年，此次违约算 3 年，两次违约累积时间为 4 年。对于一年中发生的多次同年结束的违约事件，其违约时间算 1 年。

瓜多尔。

图 1：1800-2014 年国家对外主权债务违约累计时间



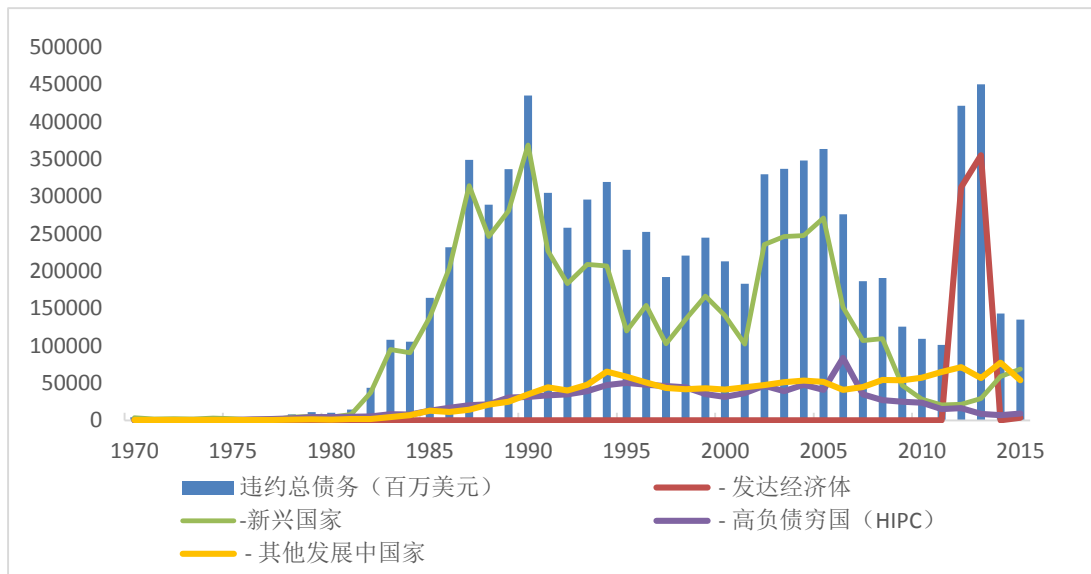
数据来源：Reinhart & Rogoff，新世纪评级整理

全球主权债务违约总额从 1978 年开始大幅增长，自此以后都未曾回落到 1978 年之前的水平（见图 2）。从 1978 年到 2015 年的 45 年内，主权违约债务总额（包括对外主权债务和对内主权债务）呈现波动性，有过三次高峰期，分别在 1990 年，2005 年以及 2013 年。新兴国家的主权违约债务总额在 2005 年之后逐渐走低，在 2011 年达到新低，随后又呈现增长趋势。此外，值得关注的是，在 2012 年及 2013 年，希腊分别占据了发达经济体主权债务违约总额的 100% 及 59.8%，同时分别占据了全球主权债务违约总额的 74.1% 以及 47.3%。

违约国家占有所有国家数量的比例从 1970 年的 17.9% 开始逐渐上升，于 1990 年放缓，维持在 50% 左右，并在 2004 年开始缓慢下行。主权违约债务总额与世界生产总值的比率走势与前者基本保持一致：从 1980 年快速增长，在 1987 年达

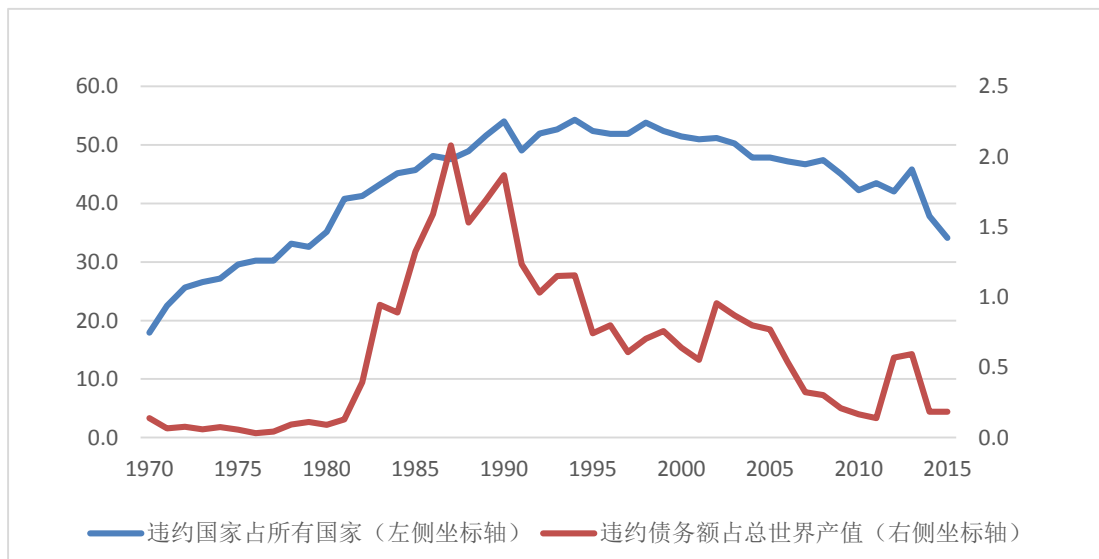
到 2.1% 的顶点，然后开始快速回落（见图 3）。

图 2：1970-2015 主权违约债务总额（单位：百万美元）



数据来源：the Bank of Canada's Credit Rating Assessment Group (CRAG)，新世纪评级整理

图 3：1970-2015 世界违约率（%）



数据来源：the Bank of Canada's credit Rating Assessment Group (CRAG)，新世纪评级整理

整体上而言，最近一次的主权违约大规模爆发是在上世纪 80 年代和 90 年代，即以拉美国家为代表的新兴经济体的债务危机。

二、主权违约的主要原因

主权违约原因可以分为两类：一类是因财政能力有限而无法支付，即缺乏还债能力；另一类则是有能力但却拒绝支付，即缺乏还债意愿。因财政能力不足而

无法按时偿付债务的主权违约，可能由如下四种要素引发：

（一）债务结构不合理

债务结构不合理有多种体现，第一，整体负债过重，衡量指标主要有政府债务与 GDP 的比值及公共部门债务与 GDP 的比值。2015 年政府债务与 GDP 的比值排行前十中有五个都来自于欧元区，分别是希腊、意大利、葡萄牙、爱尔兰以及塞浦路斯，比率都超过了 110%。第二，债务久期和现金流不匹配，较大比例的短期债务会带来展期风险（指债务到期时，需要再借款的成本因可能的利率上升而增加的风险），并容易引发流动性危机。第三，如果债务中浮动利率借款占有较大的比例，债务国则会更容易受到利率上升带来的冲击。第四，私人债务比重大于官方债务。私人贷款意味着对风险更敏感，同时会要求有更高的回报率以及严苛的借款条件，容易受市场波动的影响。

（二）脆弱的经济结构

脆弱的经济结构意味着该国严重依赖于单一产业或单一产品，或者缺乏经济持续增长的动力。一旦出口受阻或者被依赖的产业出现重大变故，该国的经济将会受到严重创伤，伴随着本国货币的贬值，而政府的支付能力也会大幅削减以至于难以承受所面临的债务支付。代表性国家主要有以出口自然资源为主要经济支柱的大部分拉美国家及俄罗斯。

（三）大宗商品价格震荡

大宗商品价格的震荡会使依赖于出口大宗商品国家的财政收入出现剧烈波动。在大宗商品形势大好的时候，这些国家往往会过于乐观估计未来经济增长及财政收入情况而过度借债。一旦大宗商品价格出现大幅下挫，随之而来的则是本国货币贬值，国家政府的财政收入会剧烈减少，从而难以偿付之前所借的大量外币债务。

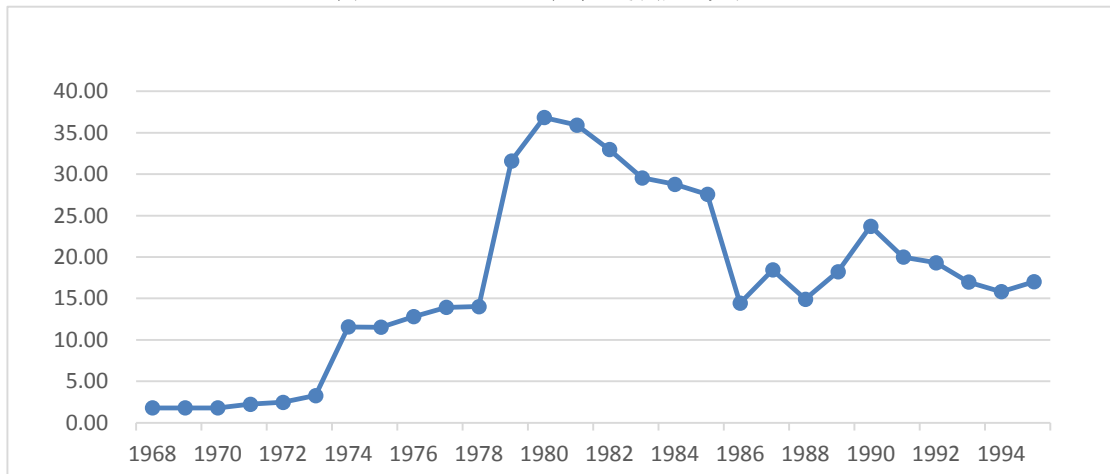
（四）大型经济体的利率变化

美国加息将会导致国际资本回流至美国，继而引起美元升值，从而导致新兴市场的货币贬值。这些国家的政府如果想要维持本国汇率，则需要消耗外汇储备在外汇市场上购买本国货币。这将导致该国的官方储备下降，支付能力锐减。与此同时，随着美国加息，全球市场的利率整体呈上升趋势。一旦旧债到期，这些国家将面临再借款成本的上升，未来须支付更多的利息。

一般而言，上述四种原因都并非彼此独立：政府债务结构不合理以及脆弱的经济结构是引发主权债务危机的内因，而外部的刺激如大宗商品价格的震荡和美国加息则会成为主权违约的导火索。拉美危机则是一个典型的由四者共同作用而导致主权违约的案例。

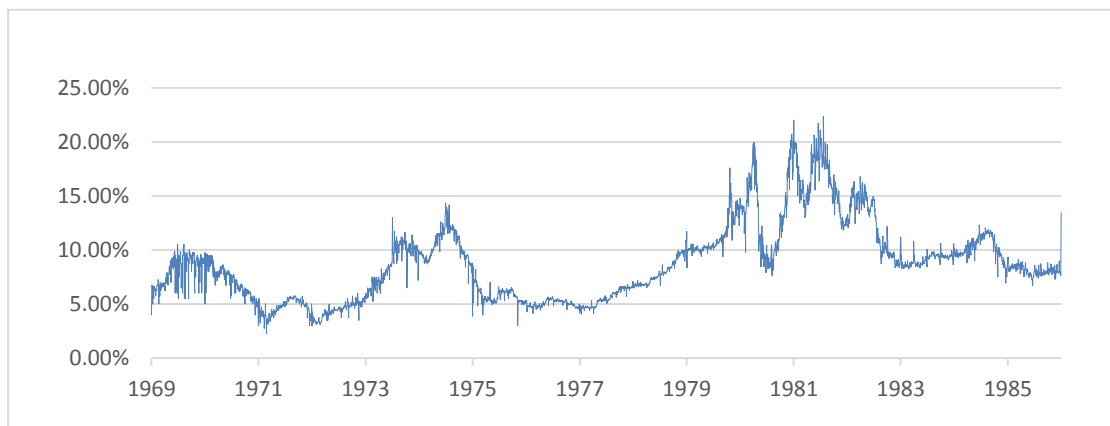
从上个世纪 50 年代中期，拉美国家依靠出口国内的初级产品来发展经济。如图 4 所示，70 年代时期石油价格一路飙升，从 1970 年的 1.8 美元/桶在 1980 年已经突破了 30 美元/桶。靠出口以石油为代表的自然资源的拉美国家因此获得了大量美元外汇。与此同时，美国利率处于一个相对较低的水平范围，1970 到 1979 年间，美国联邦基金利率大部分时间在 5%-10% 的区间中波动（图 5）。拉美国家的政府希望通过大规模举债运用扩张性经济政策来达到更快实现工业化的目标。在这种基调下，拉美国家的外债从 1970 年开始不断增加：以墨西哥为例，1979 年及之后公共部门对外债务年度偿债额至少是 1970 年的 11 倍（图 6）。

图 4：1967-1995 年原油价格（美元）



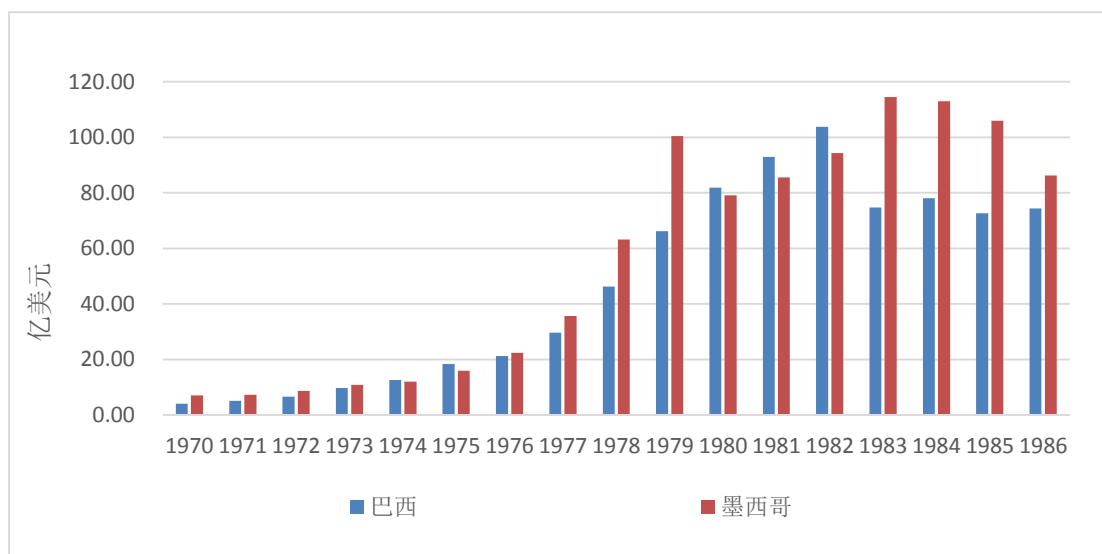
数据来源：World Bank 和 Wind 资讯，新世纪评级整理

图 5：1969-1990 年美国联邦基金利率（%）



数据来源：World Bank，新世纪评级整理

图 6： 1970-1986 巴西与墨西哥公共部门对外偿债额（亿美元）



数据来源：World Bank, 新世纪评级整理

1981 年美国里根政府则实施了财政紧缩政策，致使美国利率上升：在 1981 年到 1983 年间，美国联邦基金利率平均维持在 15%，高点时甚至超过了 20%（图 6）。由于拉美国家外债中有很一部分来源于美国银行提供的浮动利率贷款，在如此高的市场利率情况下，拉美国家所需要支付的外债利息随之大大增加。与此同时，更为致命的是，因利率提高而导致美元大幅升值，拉美国家以美元计价的外债实际偿付成本也增加了。而当时拉美国家奉行盯住美元的汇率制度，而使得其货币也被迫升值，从而影响了其出口换汇。在这样的情况下，墨西哥于 1982 年率先宣布不能按时偿付债务，拉开了拉美债务危机的帷幕。石油价格在 1981 年开始下跌，从高位的 35.93 美元/桶在跌至 1986 的 14.43 美元/桶。石油价格的下跌让拉美国家恶化的债务偿付问题雪上加霜。

三、 主权违约负面影响

根据 Borensztein 和 Panizza 的研究，主权违约将对对债务国经济产生负面影响，从融资渠道，国际贸易，国内银行系统以及政治，从而对本国经济产生负面影响。根据 Sturzenegger 的研究，并会使 GDP 增长速度在违约期内平均每年下降 0.5%-2%。

（一） 融资渠道

一旦主权违约，该国信用受损，外部融资渠道将会受阻，表现在难以短时间内在国际资本市场中借到资金，并且借贷成本也会上升。IMF 研究指出违约发生时通常伴随着主权评级的立刻降级，而且主权债利差大幅上升，升幅可达大约

400 个基准点。然而，这种负面效应往往持续时间较短，一般在主权违约发生之后的 3 至 5 年就会消失。例如，80 年代拉美违约国家在 4 年内就重返了国际融资市场。此外，较大规模的经济体重返国家融资市场的速度平均是较小规模经济体的两倍。

与此同时，对于发生主权违约的国家的私人经济部门而言，其外部融资成本与难度也会因此而上升。主权违约对私人借贷有很强的负面作用：外部对私借贷量在本国违约发生后一般会下降超过 40%，并且该影响可以持续到债务危机结束后的一年。

(一) 国际贸易

研究表明主权违约通常会导致该国国际贸易水平的下降。贸易规模下降的趋势通常可以持续 2 到 5 年，在违约发生后的前三年国际贸易规模平均每年大约下降 4.3%。贸易规模的下降或出于投资者对于潜在风险的担忧，又或者来源于债权人国家的惩罚措施。

(二) 国内银行系统

首先，主体违约可能引发投资者对本国金融业信心的崩溃，从而导致银行危机或信用恐慌。其次，主体违约也会对银行的资产有负面影响：本国银行所拥有的大量政府债务贬值会对银行造成巨大的压力，这也迫使银行采取更为保守的借贷策略。

(三) 政治

政治家会倾向于推迟违约而保全自己的政治生涯，即使这样做会对社会有害。而延迟违约通常会带来更大的经济损耗：紧缩政策对阻止违约不仅无效，反而会导致产出减少；违约的不确定性会使得利率提高，进而对投资和银行业产生负面影响。此外，主权违约将导致执政政府（特别是主管经济的官员）执政时间缩短。

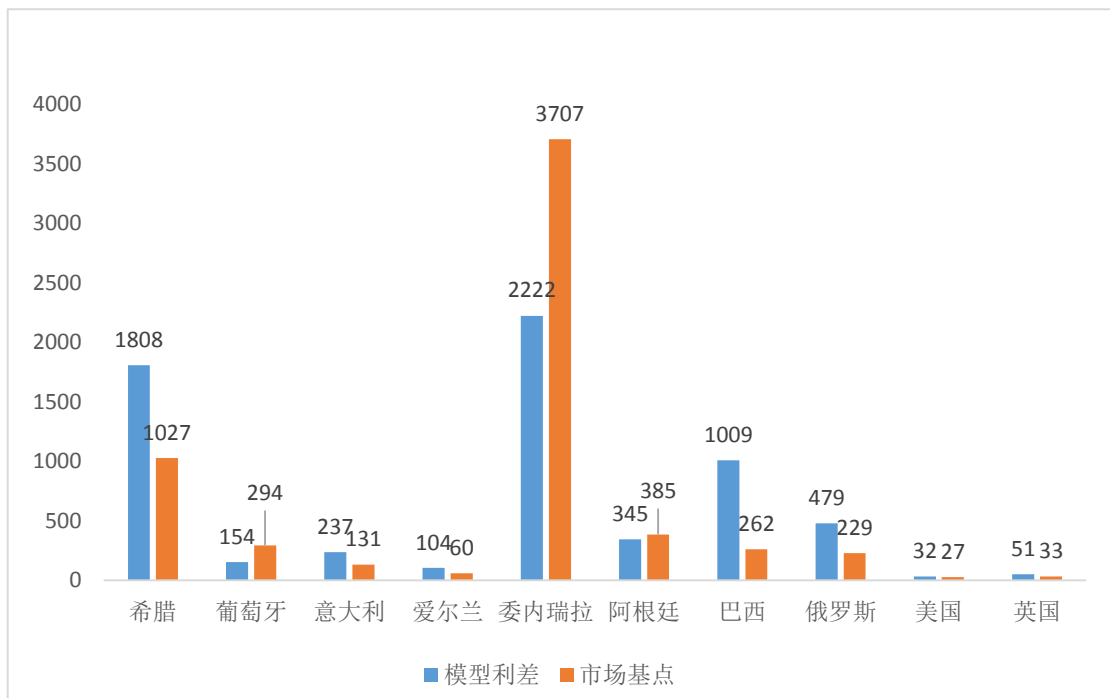
四、 主权违约的未来预期

经济学家卡门·莱茵哈特（Carmen Reinhart）于 2016 年 1 月底认为新一轮主权债务违约或即将到来：债务累积和发生违约的周期可长达 10 年甚至 20 年。大规模的债务违约通常发生于国际资本流入激增结束后。就目前而言，国际资本流入新兴市场的局面被全球经济环境所影响而出逃避险。

美国预期加息和中国经济放缓，这些都给全球经济带来了下行压力。原油和其他大宗商品价格萎靡不振，使得依赖于大宗商品出口的大部分新兴国家财政收入降低，货币贬值。另外，由于缺乏货币政策的调控手段，以意大利为首的欧元区国家只能通过财政手段即向银行发行国债来调控经济。如今欧元区银行业的不良贷款率创出新高，部分银行面临破产风险。这将或使意大利等国无法发行新债来偿还旧债，进而被迫债务违约。因此，新兴市场以及深受银行业拖累的欧洲国家都有可能将陷入下一轮主权债务违约之中。

一般而言，主权债信用违约互换 CDS 市场也反应了投资者对这些国家主权债务违约风险预期。利差或基点越大，说明主权债券违约的风险越高。从图 7 可以看出，希腊、葡萄牙、意大利及爱尔兰这四个欧洲重债国的基点和利差都远远超过美国和英国，委内瑞拉等其他三个依靠自然资源出口的新兴经济体同样也远高于正常值水平。因此，CDS 市场反映了投资者认为欧洲重债国及新兴国家（依靠出口资源）未来违约的风险很高。

图 7： 5 年主权债 CDS 模型利差与市场基点



数据来源：Bloomberg，新世纪评级整理，2016 年 8 月 26 日

五、 主权违约的应对方式

与个人或者公司违约不同，主权违约并没有严格意义上的法律约束，然而却少有债务国会放弃偿付完全违约到底。一旦债务国出现较大可能违约或者已经违约，即无法按时还本付息，债务国通常有两种主要应对方式：其一为与债权人协

商进行债务重组，希望延长还款期限和本金的减免；其二是向 IMF 求助，获取救援贷款以度过难关。

（一）债务重组

主权债务重组旨在用最低的成本帮助债务国降低债务到可接受水平，并减少债权人的损失。对于债务国而言，参加债务重组可以缓解偿付压力，获得时间恢复经济发展，重返资本市场。债权人则有两种不同的态度，一种是同意重组来保证有效偿还债务，避免出现更大损失；而另一种则是拒绝参与，希冀获得全额偿付，如著名的“秃鹫基金”就是以低价收购违约债券然后提起恶意诉讼的手段来谋求高额利润。主权债务重组可以被理解为用新的债务工具（例如债券）来交换旧的债务工具。在债务重组过程中，有两个重要部分：重新确定债务支付方式（包括延长旧债务的期限，降低利率，以及其他可能的债务减轻方式）以及对债务进行部分减免（降低旧债务的面值）。

目前国际上有两种重组方法体系：合同方法（contractual market-based approach）和法定方法（statutory approach）。合同方法是目前国际上通用的主流方法，而法定方法还处于理论阶段，尚未得到实践。

1. 合同方法

合同方法依赖于集体行动条款（Collective action clauses）。通过在债务合同中加入该条件，只要绝大部分（通常为 75%）的债权人同意债务国所提出的重组方案，少数债权人则不能通过拒绝参与重组的方式获取全额偿付。集体行动条款目前仅适用于单笔债券，无法解决多笔债券或贷款等其他类型的债务工具。

然而，在现实中并非所有的债券合同中都含有集体行动条款。如果没有，债务重组计划则需要获得全体一致同意。而国际债券的持有人众多且分散，很难达成一致。一旦不合作者（holdouts）因为拒绝重组而获益（基于同权条款（The pari passu clause）进行诉讼），未来将会有更多的债权人选择不参与重组。同权条款指的是任何债权人在清偿时应处于平等的地位。最为著名的例子则是 2014 年美国最高法院宣判维持阿根廷政府必须对 NML Capital, Elloitott Management 等对冲基金进行 15 亿美元偿付的判决。2005 年和 2010 年，阿根廷政府分两次对 2001 年金融危机期间停止支付的千亿美元外债强制折价重组，其中 92% 的债权人接受重组。阿根廷政府在纽约开设日常还款账户，用于按期向这些重组债权人支付利息。由于阿根廷政府没有向未参与重组的债权人支付本息，美国地方法院认为阿根廷政府违法了同权条款，因为债务人偿付给一部分债务人（即接受重组的债

权人)的同时却不偿付另一部分债权人是违反同权条款(债券发行地为纽约,受美国纽约州法律保护)。最终,阿根廷为了重返国际融资市场(如果不付款给不合作者,阿根廷受美国法院冻结账户影响而无法向参加重组计划的其他债权人按时还款,继而被迫违约),在2016年选择同意偿付对冲基金46.5亿美元,是索赔金额的75%。与之相比的是,占总债权人比例达92%的参与债务重组的债权人所拥有的新债券只占原债券票面价值的30%。总而言之,一旦不合作者通过诉讼的方式获取比参加债务重组计划的债权人更多的利益,这会降低未来发生主权债务危机时债务重组的可能性,进而威胁到全球金融体系的稳定性和发展中国家的经济发展。

该事件引发了政策制定者的忧虑:身为国际债券合同模板的行业制定者,国际资本市场协会(International Capital Markets Association, ICMA),重新审视并更新了新的版本。ICMA在新债券合同模板中明确定义了对同权条款的理解来排除不合作者依靠该条款谋利。

总体而言,合同方法有两个缺点。其一是有效性受到限制:并非所有的债务工具都可以运用合同方法;很多没有集体行动条款的国际债券通过债券互换的方式来包含集体行动条款需要较长时间过渡;以及同权条款在各国立法体系中的不同解读。其二是合同方法会使得重组发生得较晚,由于合同方式是依靠债务国与债权人双方达成协议的方式,债权人集团内部需要花费较长时间来达成协作,这会损害债务国国民及债权人的利益。

2. 法定方法

法定方法是指国际货币基金组织 IMF 早在 2001 年所提出的主权债务重组机制(Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM)。其核心是建立一个全球通用的条约,同时对各国立法进行局部修正,成立一个单一的国际仲裁机构来进行标准化的解读,从而构建出一个统一的框架来解决各国法规不一致而带来的重组问题。然而这一提案遭到了 IMF 成员国的反对。不过,在美国法院宣判阿根廷败诉后,IMF 又将该框架重新排上了议程,旨在改进主权债务重组流程,确保各个债权人都被公平对待的同时债务重组能有序、透明地进行。

与合同方法相较而言,法定方法在适用范围、适用效力及程序效率方面具有明显优势,可以更大程度地确保重组目标的实现。首先,法定方法适用于债务国各种形式的外部债务,而不仅仅是国家债券。通过在框架下对不同债权类型进行集合重组来解决不同债权类型之间的集体行动问题,确保所有债权类型的债权人

都能获得公平的对待。其次，法定方法对所有当事人都有效，可以约束缔结合同之外的第三人。一旦立法生效，将具有溯及力，可以立刻适用于现存所有的符合条件的主权债务，而无需像合同方法那样通过债券互换的手段来把集体行动条款纳入债券合同中。再次，法定方法可以在框架下对主权债务重组程序进行明确的规定。透明公开的重组机制可以有效解决各类债权人不合作致使重组拖延问题，降低法律上的不确定性，带来更低的重组成本。

然而，法定方法所面临的问题在于政治上的现实可行性。主权债务重组机制需要把债务国和债权人之间的债务重组涉及到各国的主权让渡和限制私人权利等问题，各国之间的不同利益冲突使得主权让渡面临巨大障碍。这也是主权债务重组机制在提出之初被 IMF 成员国所反对的主要原因。

不过，在新兴市场债务国连续遭受被以投资不良债券获取高额利润的对冲基金围捕的形势下，2014 年第 68 届联合国大会年表决通过了“推动为主权债务重组多边法律框架”议案（Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes），旨在通过全面、有效和持久的发展中国家债务解决方案来提高国际金融系统的稳定性、有效性和可预见性。这或成为法定方法被运用于现实之中、走向世界舞台的起点。

综上所述，尽管国际上在推进法定方法在现实中的运用，但就目前而言，合同方法仍然是主流，少数债权人不合作及双方协商拖拉等问题依旧是债务重组中的障碍。

（二）IMF 的救援

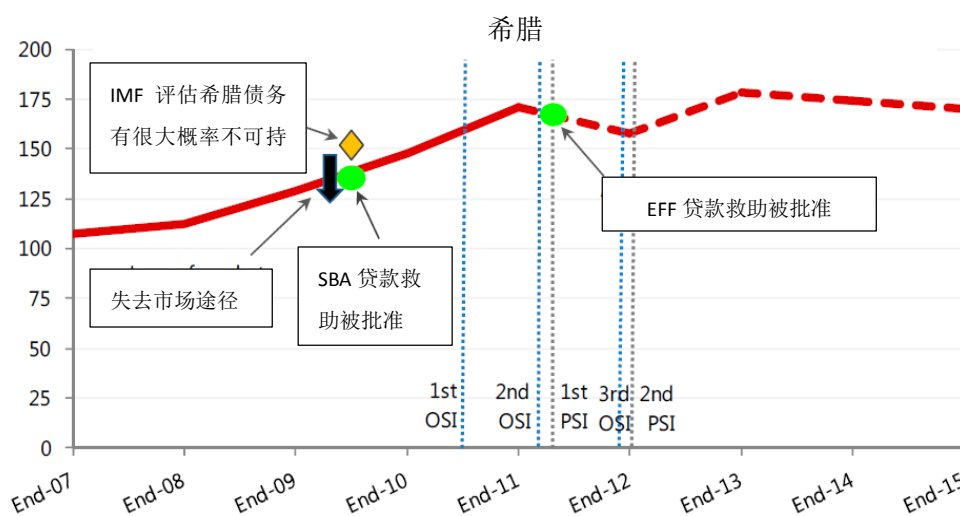
国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）的建立旨在为促进全球货币合作，维护金融稳定，协助国际贸易以及推动经济可持续发展并减少贫穷。其对陷入严重经济困境的国家所提供的经济救援贷款在主权债务危机中发挥着重要作用，可以说 IMF 扮演着债务国最后贷款人的角色。

对于 IMF 的救援贷款，有以下三种批评意见：

第一，借款条件苛刻并且救援效果也不尽人意。IMF 的援助附加条件包括采取紧缩性财政政策如增加税收和缩减财政开支，对公共资产进行私有化，提高利率并扩大汇率浮动区间来达到降低资本流出规模等。不过事实证明 IMF 的“药方”在许多受到援助的国家并没有起到预期作用。例如，1998 年印度尼西亚按照 IMF 要求进行私有化改革，降低财政开支并保持本国货币（卢比）自由浮动的汇率政

策。然而，结果却是本国货币大幅贬值，失业率骤升。这并不意外，原因在于利用紧缩政策会降低国内总需求，而消减开支则会导致失业率的上升，同时自由浮动的汇率政策给资本外逃打开了方便之门。在救助希腊的事情上，IMF 也提出了类似的借贷条件，不过在降低希腊债务水平及促进其经济增长等方面并没有取得成效。从图 8 可以看出希腊的公共部门债务占 GDP 的比率在得到 IMF 的两次救助之后，仍维持在 160%—175% 的区间内，债务水平并没有出现明显的下降。

图 8：希腊 2007-2015 公共部门债务占 GDP 的比值



数据来源：IMF 报告

第二，IMF 对危机的反应过于迟缓，救援成为了亡羊补牢为时已晚的典型。IMF 报告指出在 IMF 对成员国的债务水平评估完成后，IMF 仍然需要花费较长的时间来批准贷款的发放。例如，在 2003 年 IMF 的工作人员就已经注意到塞舌尔的债务水平出现问题，而直到 2008 年该国出现违约后的一到两年后才获得了 IMF 的资金援助用于进行债务重组。更多的情况则是 IMF 预测失误，并没有发现潜在的债务危机。IMF 的内部审计单位独立评估办公室 (IEO) 于 2016 年指出 IMF 在对希腊财务状况进行评估时发生了严重误判，也没有在初始预见到希腊债务危机会发展到异常严重的程度。

第三，IMF 被质疑在债务重组贷款救援方面受到政治方面的压力。这与过去 IMF 议事投票权的 40% 被美国、日本、德国、法国和英国持有相关，意味着 IMF 在某些事务上为部分西方发达国家的利益“发言”。其中美国拥有超过 15% 的投票权，根据 IMF 的政策，通过重大决策需要至少 85% 的投票权支持，这表明美国实际上拥有一票否决权。

IMF 自身就这些问题也于 2010 年提出了份额和治理改革方案（Major Quota and Governance Reforms），其一是增加份额，并向新兴市场和发展中国家转移投票权；其二是就执行董事会席位构成进行改革，欧洲先进国家将减少两个席位，董会将完全由经选举产生的执董构成，从而结束“指定董事”的做法。五年之后，即 2015 年底美国国会终于批准了该改革方案。此外，在援助贷款机制方面，IMF 也做出了一些变革，包括新设了灵活信贷额度（Flexible Credit Line, FCL）和预防性与流动性资金（Precautionary and Liquidity Line, PLL）两种贷款工具，这两种贷款基本不需要 IMF 的阶段性评估并可一次发放，旨在帮助成员国在受到外部冲击前提供有效帮助，不过申请门槛较高。2016 年 IMF 宣布取消 2010 年创立的“系统性豁免”救助体制（指成员国的金融风险有重大溢出效应时，IMF 可放宽向其提供金融援助的条件，专门用来援助希腊等重债国以避免对欧元区的负面影响），认为该规定没有有效缓解危机，并且投入巨大。新规之下，IMF 救援贷款将只是短期，不再提供紧急大额救助贷款。

综上所述，IMF 的改革方向旨在救助流动性危机等短期受到外部冲击而引发的主权违约，对于那些由于债务结构不合理而需要大额救助贷款的国家难有实质性帮助。

六、小结

伴随着金融全球化，跨国资本流动显著增加的同时各国的债务规模都明显扩大，各国对于外部冲击变得比几十年前更为敏感，而债务危机也更容易爆发。一旦主权债务违约，将带来较为严重的后果，如难以在国际融资市场上融资，经济发展停滞甚至后退，居民生活水平下降。而债务重组是主要的主权债务违约后的补救手段，旨在降低偿付总额及延长还款期限，以缓解沉重债务负担。IMF 的贷款救援则是在债务国根据 IMF 的要求实施一系列改革的前提下，对债务国注入较低利率的新贷款帮助该国从债务危机中恢复过来。而 IMF 的改革使得大额紧急救助贷款再难发放，短期救援贷款将成为未来趋势。因此，依靠债务重组或者 IMF 的经济救援难以从根本上解决债务负担过重的问题。

对于主权债务危机，应该从本质原因上去防范：即保持合理的债务和经济结构。过度举债谋求发展很可能带来的是沉重的数年举国都难以承受的债务支付，保持合理水平的债务规模及健康的债务结构才能真正实现经济持续发展目标；而且经济发展不能严重依赖于单一产业，多元化发展才能降低本国经济对外部风险的敏感程度。

参考文献

张虹,《主权债务重组法律问题研究》,中国人民大学出版社,2007。

孙丹,《IMF的全球救援困局》,期货日报,2008。

C Trebesch, U Das, MG Papaioannou. “Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets”. IMF.2010.

Tapas Strickland. “Sovereign Debt Restructuring: Recent Issues and Reforms”. Reserve Bank of Australia. 2014.

Krueger, Anne. “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, Washington, DC, FMI, pp. 1-41. 2003.

Susana Nudelsman. “Is It Possible to Improve Sovereign Debt Restructuring?” Universidad Nacional Autónoma de México. 2015.

IMF. "Sovereign Debt Restructuring - Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework". IMF. 2013.

IMF. “The Fund’s lending framework and sovereign debt—Preliminary considerations”. IMF. 2014.

Eduardo Borensztein & Ugo Panizza. “The Costs of Sovereign Default”. IMF. 2008.

Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff. “This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”. Princeton University Press, 2009.

David Beers & Jamshid Mavalwalla. “Database of Sovereign Defaults, 2016”. Bank of Canada. 2016.