

债务风险研究专题

# 发展中国家主权债务问题： 一个系统、全面、有效的综合解决框架

徐奇渊 孙靓莹 熊婉婷

**内容提要：**在新冠疫情冲击、地缘政治冲突加剧、主要发达国家央行政策突然转向等因素冲击下，发展中国家主权债务面临着更加严峻的挑战。这对债务解决机制发挥更大作用提出了更高要求。但是债务解决机制有效性本身一直面临着巨大挑战：巴黎俱乐部等旧机制存在缺陷，二十国集团（G20）共同框架也没有发挥应有作用。尤其是过去 20 多年来，国际债权人结构发生了重大变化，商业债权人的债权占比大幅上升，双边官方债权人重要性相应下降。在此条件下，更多施压于双边官方债权人的债务解决机制难以从根本上改善发展中国家的债务困境，甚至还会损害现有债权国继续提供新增融资的能力和意愿。本文提出了解决发展中国家主权债务问题的综合框架：从发展融资理念角度提出了解决机制的系统性，强调债务危机不仅是金融问题，更是发展问题；从参与者范围角度提出了解决机制的全面性，强调解决机制应包括所有债权人共同参与；最后从债务处置过程角度提出了解决机制的有效性，强调了债权人委员会的主导作用，并且提出了多种债务处置方式相结合的方案。

**关键词：**发展中国家 主权债务 发展融资 债权人结构 债务问题解决机制

**作者简介：**徐奇渊，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；孙靓莹，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员；熊婉婷，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员。

**中图分类号：**F831      **文献标识码：**A

**文章编号：**1002 - 6649 (2023) 02 - 0002 - 16

2020 年以来，新冠疫情、国际地缘政治冲突加剧、主要发达国家突然从长期低利率政策转向高利率政策，这些都对全球经济、金融稳定带来了巨大冲击，发展中国家债务的可持续性也面临更加严峻的挑战，尤其是一些中低收入国家主权债务的脆弱性和风险大幅上升。<sup>①</sup> 截至 2023 年 1 月末，70 个低收入国家中已经有 9 个国家陷入债务困境、28 个国家处于高风险状态，占到样本低收入国家的 53%。<sup>②</sup>

这对国际债务解决机制提出了更高的要求，同时国际债务解决机制本身还面临着一些新的挑战。过去几十年以来尤其是 21 世纪初以来，欧美等传统债权国作为发展中国家主权债务中的双边债权人的地位逐渐下降，而中国的地位则大幅上升。2020 年中国在低收入国家（Low - Income Countries）和中等偏低收入国家（Lower - Middle Income Countries）所有双边债权人中占比分别达到 57.0% 和 36.3%。<sup>③</sup>

然而，过去 20 多年间所有双边债权人整体上在发展中国家主权债务中的占比地位已经大幅下降。1996 年参与“重债穷国倡议”（HIPC）37 个国家的债权人主体是双边债权人和多边开发银行，商业债权人占比仅为 10% 左右。到了 2020 年，以债券持有人为主的商业债权人占比提高到了 46%，同时多边开发银行和双边债权人占比分别为 30% 和 24%。观察中国以外的新兴经济体和发展中国家也可得出类似的结论。因此，尽管中国在双边债权人中占比较高，但是在低收入和中等偏低收入国家公共债务及公共担保债务中占比仅为 15.1% 和 9.4%。<sup>④</sup> 可见，在发展中国家主权债务总体解决机制中，双边债权人对于发展中国家债务问题的解决所能起到的作用十分有限。

但是在国际舆论和各种多边磋商机制中，发展中国家主权债务问题的压力则主要集中在双边债权人身上，中国又是最重要的双边债权人，因此面临最大

---

① 徐奇渊、熊婉婷、栾稀：《全球滞胀型债务危机的风险：后疫情时代全球经济展望》，载《金融论坛》，2022 年第 1 期，第 3 - 8 页。

② IMF, “List of LIC DSAs for PRGT - Eligible Countries”, January 31, 2023. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf>. [2023 - 03 - 06]

③ Reza Baqir, Ishac Diwan, and Dani Rodrik, “A Framework to Evaluate Adjustment - cum - Debt Restructuring Packages”, 2023. <https://drodrik.scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files>. [2023 - 03 - 06]。其数据来自于世界银行国际债务统计数据库（IDS），数据截至 2020 年年底，公布时间为 2022 年。

④ Reza Baqir, Ishac Diwan, and Dani Rodrik, “A Framework to Evaluate Adjustment - cum - Debt Restructuring Packages”, 2023. <https://drodrik.scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files.pdf>. [2023 - 03 - 06]。其数据来自于世界银行国际债务统计数据库（IDS），数据截至 2020 年年底，公布时间为 2022 年。

的债务处置压力。另一方面，多边开发银行、商业债权人在发展中国家主权债务中占比极高且远远高于双边债权人。但是由于种种原因，这些主体并未充分参与目前的国际债务解决机制，包括 2020 年二十国集团（G20）平台上推出的《暂缓最贫困国家债务偿付倡议》（简称《缓债倡议》）和《缓债倡议后续债务处理共同框架》（简称《共同框架》）等机制。而在过去几十年当中，欧美等传统债权国的双边债权规模之所以下降，在相当程度上是因为这些国家为发展中国家提供债务融资的方式发生了转变，从双边主权借贷模式更多转向了为多边机构放贷提供启动资金的多边模式或由私人部门直接购买主权债券的市场模式。

在这样的背景下，中国作为重要的双边债权人面临着更多的国际压力。事实上，中国也在积极寻求与国际社会共同解决发展中国家的债务问题，中国已经成为巴黎俱乐部的观察员国，并在事实上参照巴黎俱乐部的原则对发展中国家债务进行处置。2020 年在 G20 平台上，中国和其他成员国一道积极推动《缓债倡议》和《共同框架》，并且在债务处置上做出了主要贡献。截至 2021 年年底，中国是 G20 成员中落实缓债金额最多的国家，获得了国际社会的认可与肯定。<sup>①</sup> 但是，中国一己之努力并不能对发展中国家债务问题起到决定性的作用。为此，本文分析了发展中国家面临债务问题的原因，然后对国际债务解决机制中存在的挑战进行了分析，最后在此基础上尝试提出一个系统、全面、有效解决发展中国家债务问题的综合解决框架。

## 一 发展中国家债务面临的问题及原因

正如著名经济学家艾肯格林（Barry Eichengreen）和豪斯曼（Ricardo Hausmann）提到的，发展中经济体无法利用本国货币在海外市场借款，这是它们经济发展道路上的“原罪”。<sup>②</sup> 这让发展中经济体无法充分拥有分散风险的机会。当前发展中国家面临的债务危机既源于其固有的内部原因，但更重要的是受到了外部环境动荡的冲击。

### （一）当前发展中国家债务问题呈现三方面特点

第一，债务规模持续扩大，债务重组需求大增。近年来新兴市场与发展

<sup>①</sup> 中国人民银行国际司：《主权债务重组机制研究》，北京：中国金融出版社，2022 年，第 159 页。

<sup>②</sup> Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, 2005.

中经济体的外债总额持续增长，2022 年达到 12.2 万亿美元，比 2019 年增加 1.6 万亿美元，增幅高达 15%。在经济下行压力加大的背景下，新兴市场与发展中经济体的偿债能力有所下降，对债务重组的需求大幅度增加。截至 2022 年 8 月，国际货币基金组织（IMF）年内通过 44 个计划发放的贷款总额达到 1400 亿美元，已高于 2020 年和 2021 年年底的未偿信贷额，救助规模创历史新高。<sup>①</sup>

第二，债券偿债高峰即将来临，系统性债务风险加剧。过去十余年里，发展中国家处于经济上行周期，发行了大规模的国际债券。在未来数年间相关债券将较为密集地到期，新兴市场与发展中经济体由此将迎来偿债高峰期。2023—2025 年，非洲国家将有超过 1060 亿的主权债券到期。<sup>②</sup> 自 2020 年以来，已有阿根廷、赞比亚、斯里兰卡等国先后发生债务违约，未来债务违约趋势可能进一步蔓延至其他国家。

第三，相较于历史高点，发展中国家当前债务负担相对较低。虽然发展中国家面临的债务风险快速攀升，但从债务负担水平来看，仍未达到 20 世纪 90 年代的历史高点。根据世界银行数据，2020 年中低收入国家的平均外债占国民总收入之比为 29.1%，仍低于 1994 年 36.8% 的历史高点。<sup>③</sup>

## （二）发展中国家债务问题的内部原因

发展中国家面临的债务危机通常是多重因素叠加的结果。其中，国内经济结构失衡和政府治理水平不足是重要内因。一方面，一些债务国经济结构失衡，长期倚重初级产品出口、旅游或侨汇等容易受到外部环境影响的行业。一旦出现外部动荡，很容易造成其外汇储备枯竭及汇率大幅贬值，并影响对外偿债能力。而且一旦受到冲击，这些国家的宏观经济政策都比较缺乏应对能力和可以动用的资源。另一方面，一些债务国的外债在总量和结构上长期失衡。债务国在举债发展经济过程中，对风险因素估计不足，经济发展缺乏自主性和韧性，最终在危机时期无法偿付累积的外债。此外，债务结构失衡也是重要原因，长期、低利率发展融资贷款和短期、高利率债券搭配不当，

<sup>①</sup> 《“国家破产”事件接踵而至，IMF 年内救助规模已创纪录新高》，华尔街见闻网站，2022 年 9 月 26 日。<https://wallstreetcn.com/articles/3671151>. [2023-03-06]

<sup>②</sup> 唐晓阳：《金融资本的陷阱：国际债券对发展中国家主权债务可持续性的影响》，清华大学国际关系学系网站，2022 年 8 月。<https://www.dir.tsinghua.edu.cn/jinrongzibendexianjingZ.pdf>. [2023-03-06]

<sup>③</sup> 世界银行国际债务统计数据库（IDS），数据截至 2020 年年底，公布时间为 2022 年。

以及债券比例过高等结构因素都会抬高偿债成本。一些债务国举债融资的资金并未流向生产性投资领域，很大程度上影响了债务国经济发展的后劲。

以斯里兰卡为例，新冠疫情和乌克兰危机导致该国旅游业收入锐减、红茶出口和纺织品代工行业萎缩，外汇收入骤降。2019年后，斯里兰卡施行了三项主要国内政策，即减税、印钞、推行绿色农业，这些措施不仅增加了财政赤字、引发恶性通胀，还最终影响到粮食产量，引发前所未有的粮食危机和国内动荡。在该国外债存量中，短期债务和私人债权人占比高达45%，而这部分债务最容易出现资本外逃和利率大幅波动，这也导致其偿债成本迅速上升。2022年6月，该国债务危机爆发，可以说是历史债务积累、国内政策失调与外部负面冲击的共同结果。

### （三）发展中国家债务问题的外部原因

除了新冠疫情、乌克兰危机和气候灾害等不确定性事件以外，发达国家的货币政策、金融创新工具等是导致发展中国家债务问题的重要外部原因。

首先，发达经济体的金融机构是很多新兴和发展中国家的主要私人债权人，这些机构所提供的非优惠性融资对部分国家的债务盲目扩张和巨额还款压力负有不可推卸的责任。以近期陷入债务危机的赞比亚为例，美国贝莱德集团（Blackrock）是已知范围内持有该国债券规模最大的商业金融机构，金额高达2.2亿美元，债券在其中占比近7%。尽管赞比亚已陷入危机，但预计贝莱德仍将从投资该国债券中获取110%以上的巨额利润。<sup>①</sup>作为私人债权人，贝莱德没有参与2020年期间的《缓债倡议》，也未对任何债务进行重组或减免，并仍将享有8%以上的高额利息回报。<sup>②</sup>

其次，从利率角度来看，对高债务国家而言，美欧货币政策集体转向紧缩会导致国际金融市场的融资条件收紧，并推高偿债压力和融资成本、加大债务滚动难度。2022年以来，根据摩根大通新兴市场债券指数（EMBI），巴基斯坦、肯尼亚、埃塞俄比亚等部分经济体的美元债券利率上涨幅度已超过10个百分点。

---

<sup>①</sup> “Debt Justice, BlackRock could Make 110% Profit out of Zambia’s Debt Crisis”, April 12, 2022. <https://debtjustice.org.uk/press-release/blackrock-could-make-110-profit-out-of-zambias-debt-crisis>. [2023-03-06]

<sup>②</sup> Phillip Inman, “BlackRock Urged to Delay Debt Repayments from Crisis-torn Zambia”, The Guardian, April 11, 2022. <https://www.theguardian.com/world/2022/apr/11/blackrock-urged-to-delay-debt-repayments-from-crisis-torn-zambia>. [2023-03-06]

再次，从汇率和跨境资本流动来看，美元指数走强和美元利率上升会削减非美元资产的吸引力，对新兴市场和发展中国家产生资本外流、货币贬值和资产价格调整压力，进而削弱有关国家的偿债能力甚至引发流动性危机。2013年，很多发展中国家就曾因为美联储宣布退出量化宽松而出现“缩减恐慌”，不仅股债汇三市价格大幅下跌，经济增速也大幅下滑。

最后，从外需角度来看，美欧货币政策转向还会对全球经济产生下行压力，加剧有关国家面临的宏观政策两难困境。一方面，如果美欧经济因为货币政策转向而出现衰退，发展中国家的外部需求也会下降。另一方面，美欧货币政策转向紧缩会加剧发展中国家货币政策的两难困境：如果不跟随美联储加息，可能出现大规模资本外流和汇率波动；如果加息，可能使本国经济形势在外需下滑的背景下进一步面临雪上加霜的局面。<sup>①</sup>

## 二 为什么需要对债务问题解决机制进行大幅完善

当前发展中国家债务结构发生巨大变化、引发债务问题的内因和外因都呈现出一些新的特点。因此，国际社会应进一步完善原有债务问题解决机制，为债务问题的解决提供新方案。

### （一）债务问题解决机制本身面临挑战

当前发展中国家的债务问题迫在眉睫，但旧有和现有的债务解决机制均不同程度地面临着各种问题。

第一，包括巴黎俱乐部在内旧有的债务解决机制本身存在一系列问题。首先，债权人普遍不愿迅速给予大量债务减免。自1956年成立开始，巴黎俱乐部在债务谈判中一直奉行的经典规则（Classic Terms）只是按照市场利率进行债务展期，直到20世纪90年代中期的那不勒斯条款（Naples Terms）出台，才真正出现为低收入国家进行整体债务存量减记的处置方式。<sup>②</sup>其次，过去巴黎俱乐部协调的是发达经济体内部各个债权主体之间的谈判。在当时，商业债权人的主体主要是巴黎俱乐部成员国国内商业银行，成员国政府对这

<sup>①</sup> 熊婉婷：《全球主权债务风险与可持续性评估》，载张宇燕主编，孙杰、姚枝仲副主编：《世界经济黄皮书——2023年世界经济形势分析与预测》，北京：社会科学文献出版社，2022年，第298-315页。

<sup>②</sup> Paris Club, “Naples Terms”. <https://clubdeparis.org/en/communications/page/naples-terms>. [2023-03-06]

些商业银行拥有管辖权和直接影响力。因此，在实际债务谈判中，巴黎俱乐部国家既是多边开发银行的主要出资国，又可以代表主权国家，还可以代表商业银行，债务谈判协调成本较低，推进也相对顺利，布雷迪计划就是上述债权结构下债权人一致行动处理债务问题的产物。进入 21 世纪，新兴债权人如中国、印度、沙特等国相继出现，债务国的商业债权人也逐渐从商业银行转变为商业债券持有机构，债务谈判中博弈参与方增多，异质性增强，巴黎俱乐部对当前债权人结构的协调能力大大减弱。最后，从减债效果来看，巴黎俱乐部本身对债务国的债务处置只是全球减债行动的一部分，多方合作框架下的重债穷国倡议（HIPC）和多边减债倡议（MDRI）也发挥了相当重要的作用。

第二，G20《共同框架》申请者寥寥，尚未发挥应有作用。G20 的《缓债倡议》和《共同框架》是当前最重要的多边债务处置机制。《缓债倡议》允许债务国暂时停止偿债，极大地缓解了债务国流动性风险。《共同框架》旨在实现快速有序的债务重组，但申请国家尚不多。债务国面临的主权信用评级约束是阻碍债务国提出申请的重要原因，这是巴黎俱乐部时期不曾出现的新情况。20 世纪 80 年代后期，随着布雷迪债券的推出，三大评级机构的评级范围开始向中低收入国家的主权信用评级拓展。到 90 年代初，越来越多的发展中国家意识到主权信用评级对国际资本市场融资的重要性，因此也更重视主权信用评级的作用。考虑到参与债务谈判可能损害自身在国际金融市场上的评级从而影响后续资金筹措，大多数债务国对申请加入《共同框架》顾虑重重，这也大大降低了《共同框架》的运行效率。<sup>①</sup>此外，面对美欧货币政策紧缩、粮食危机等负面冲击，部分《缓债倡议》国家或出现资本外流、货币贬值、政治动乱和债务违约等复合型危机，这远超现有《共同框架》设计之初的应对能力。

## （二）主要发达经济体负责任的宏观经济政策协调也至关重要

主要发达经济体应当实施负责任的宏观经济政策，维护全球发展融资环境稳定。相比发达经济体，新兴和发展中经济体更容易因为外部经济和金融环境的变化而陷入主权债务困境。对这些经济体而言，一旦本国经济周期与美欧等发达经济体的经济周期差异较大，适应二者经济自身需求的宏观政策调整方向就会出现分歧，进而加剧其所面临的资本外流和货币贬值压力。如果此时这些国家跟随美欧等发达经济体加息，那么该国的债务偿还负担会因

---

<sup>①</sup> Xu Qiyuan and Wan Tailei, “Averting Debt Disaster in the Developing World, Project Syndicate”, August 31, 2022. <https://www.project-syndicate.org/commentary/avert-developing-economy-debt-crisis-using-sdrs-by-xu-qiyuan-and-wan-tailei-2022-08>. [2023-03-05]

为利率上升而加大，偿债能力也会因为货币政策收紧所带来的需求收缩而下降。如果央行不跟随加息或者为保经济增速而实施货币宽松，那么就可能因为与美欧利差缩小，而出现资本外流和本币贬值，乃至陷入“本币贬值—通胀失控—资本外流—经济萎缩—债务违约”等危机事件相互推动的恶性循环。此时即使本国收紧货币政策，往往也难以挽回投资者信心，甚至可能导致经济陷入进一步衰退。

而且，自2021年起发达经济体货币政策转向还具有“通胀驱动而非复苏驱动”的特征。换言之，发达经济体货币政策收缩所带来的负面效应不会被外部需求复苏所带来的正面效应所抵消，会对发展中国家造成更大负面影响。<sup>①</sup> 从历史经验来看，拉美债务危机、东亚金融危机等也表明，面对美联储加息等负面外部冲击，新兴经济体几乎无法以简单的货币或财政政策调整手段来稳定自身债务比率。受限于新兴经济体治理能力和外汇储备等流动性资产不足，其汇率和资本管制等非常规手段往往也难以奏效。

### （三）债权人结构变化对解决机制的各方参与提出了更高要求

过去20多年里债权人结构发生了巨大变化，形成了多元化格局。联合国开发计划署报告指出，在1996年参与重债穷国倡议的所有37个国家的公共债务及公共担保债务中，90%的债权由双边债权人和多边开发银行持有。到了2020年，私人债权人的比重上升至约1/4。此外，对大多数面临债务脆弱性的发展中经济体而言，多边、双边及商业债权人债权占比约为30%、24%和46%，双边债权人占比最低。不同国家双边债权人的构成差异也很大。在所统计的54个经济体中，有16个经济体对中国债务占比超过其债务总量的1/3，另有11个经济体对巴黎俱乐部国家债务占比超过其债务总量的1/3。<sup>②</sup>

债权人结构变化给传统债务问题解决框架带来三重冲击。第一重冲击，新兴双边债权人的出现对传统债务解决框架提出了更高要求，新框架必须更具包容性和兼容性。新兴双边债权人均属于发展中国家，提供发展融资的理念更多的是基于“南南合作”的平行范式，因此对如何看待融资机构和资金性质提出了新的要求。这一点必须在新的债务问题解决框架中得到解决。第二重冲击，以IMF和世界银行为代表的多边开发银行（MDB）凭借优先债权

<sup>①</sup> 杨子荣、徐奇渊：《美联储加息几成定局》，载《财经》，2021年第26期。

<sup>②</sup> Lars Jensen, “Avoiding ‘Too Little Too Late’ on International Debt Relief”, October 2022, p. 10. [https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-10/UNDP-DFS-Avoiding-Too-Little-Too-Late-on-International-Debt-Relief-V3\\_1.pdf](https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-10/UNDP-DFS-Avoiding-Too-Little-Too-Late-on-International-Debt-Relief-V3_1.pdf) [2023-03-21]

人身份拒绝参与减债。历史上，多边开发银行曾与巴黎俱乐部合作，通过重债穷国倡议和多边减债倡议共同推动了债务重组方案。在上述倡议中，IMF 以及世界银行对低收入国家提供了较大幅度的债务减免支持。一些低收入国家从这些机制中受益，经济得到了长足发展。<sup>①</sup>然而，从现阶段来看，多边开发银行参与减债行动的意愿并不积极，在 G20 多次会议中均强调自身优先债权人身份，拒绝参与减债，大大挫伤了其他债权人参与债务处置谈判的积极性。第三重冲击，从私人部门债权人来看，复杂金融工具的使用（尤其是债券）导致主权债券形式的主权债务到期时间缩短、利率提高，短期偿付压力明显加大。上述冲击决定了商业债权人参与谈判的紧迫性和重要性。不过私人部门债权人的数量和分布也更为广泛，并使债务解决变得更加困难。

现有债务解决机制有着重大缺陷。自 2020 年年初新冠病毒开始在全球大流行以来，G20 平台上提出了《缓债倡议》和《共同框架》等新的债务解决机制。但是，国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃认为在《共同框架》下取得的进展缓慢。<sup>②</sup>虽然新的解决机制将包括中国在内的官方双边债权人都纳入了进来，从而部分地解决了上文所述三重冲击中的第一重冲击，但是对于纳入官方多边债权人以及私人部门债权人仍然没有进展。<sup>③</sup>这意味着现有债务解决机制仍然面临另外两个重要的冲击。由于私人债权人和多边官方债权人的缺位，助推形成了“官方双边债权人承担减债损失、其他债权人获得变相补贴”的搭便车、不公平的局面。

只有双边主权债权人参与的减债机制无法有效降低债务国的债务水平，无助于债务国整体有效摆脱债务困境，也会降低官方双边债权人提供减债援助的意愿，甚至还会损害这些债权国在未来继续提供新增融资的能力。因此，虽然 G20 平台的债务解决机制对巴黎俱乐部做了一定的拓展，但是从根本上而言，现有的债务解决机制仍然没有适应债权人结构的巨大变化，从而难以对现有债务问题给出全面、系统且有效的解决方案。

<sup>①</sup> 中国人民银行国际司：《主权债务重组机制研究》，北京：中国金融出版社，2022 年，第 64 - 65 页。

<sup>②</sup> Kristalina Georgieva and Ceyla Pazarbasioglu, “The G20 Common Framework for Debt Treatments Must Be Stepped Up”, IMF Blog, December 2, 2021. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/12/02/blog120221the-g20-common-framework-for-debt-treatments-must-be-stepped-up>. [2023-01-16]

<sup>③</sup> William N. Kring, “The Failures of the G20’s Debt Service Suspension Initiative, East Asia Forum”, September 7, 2021. <https://www.eastasiaforum.org/2021/09/07/the-failures-of-the-g20s-debt-service-suspension-initiative>. [2023-03-05]

综合来看，发展中国家主权债务的债权人结构比以前更加分散、债权人集中度明显下降，在这样的情况下更容易出现搭便车的现象，债权人更难达成一致行动，同时债务人也更有可能破坏债务纪律。<sup>①</sup>更有甚者，部分西方国家将发展中国家主权债务问题不断政治化，大肆宣扬“债务威胁论”与“债务责任论”，对以中国为代表的新兴债权国的债务减免施加政治压力。这种大国间的政治博弈直接冲击了传统的主权债务治理范式，进一步加剧了全球主权债务的治理困境。<sup>②</sup>

### 三 系统、全面、有效解决债务问题的综合框架

考虑到当前债务国面临的独特外部环境及全球宏观经济政策挑战，新的债务问题解决框架需要具备系统性、全面性和有效性特征，从发展融资理念、债权人充分参与以及债务处置过程三个角度构建一个新的债务问题解决框架。

#### （一）解决方案的系统性：从发展融资的理念来看

债务危机不仅仅是一个金融问题，更是一个发展问题，因此必须形成系统性的解决方案。同样地，发展融资也不仅仅是金融问题，根本意义上发展融资是要解决的问题。阿伊汗·高斯等学者也指出，面对债务困境，削减债务的方式可以分为两类：一类是正统选项，包括促进经济增长、进行财政整顿、公共资产私有化和增加财富税等；另一类是非正统选项，如通货膨胀、金融抑制、债务违约和债务重组等。<sup>③</sup>每一种政策选择都有相应的政治、经济和社会成本，发展中国家必须根据自身债务类型、经济状况、法律成本等国家特征进行个性化选择。

在可持续发展理念指导下，系统性的债务解决方案应包括四大支柱：促进经济增长，确保稳定优质的融资支持，提供及时适度的减债援助，加强全过程债务管理和监督。

第一，促进经济增长既是债务国靠自身力量走出债务泥潭的根本前提，

---

<sup>①</sup> Jerome Roos, “Why Not Default? The Structural Power of Finance in Sovereign Debt Crises”, Florence: European University Institute Doctoral Dissertation, May 2016, p. 129.

<sup>②</sup> 王金强、黄梅波、崔文星：《新冠肺炎疫情下全球主权债务治理困境及其应对分析》，载《国际经济评论》，2021年第4期，第32-50页。

<sup>③</sup> M. Ayhan Kose et al., “The Aftermath of Debt Surges”, in *Annual Review of Economics*, Vol. 14, 2022, pp. 637-663.

也是债权人资产损失最少的最优路径。债务国自身的经济发展是其偿还外部债务的基础。根据债务动力学公式，只要经济增速小于利率，债务与GDP之比就会陷入“滚雪球”式自动增加的恶性循环。拉美地区在20世纪60年代之后的一大教训，就是其在经济发展方面陷入了一系列结构性失衡，最终只能以债务危机的形式来消化这些后果，进而导致了现代化进程受阻。<sup>①</sup>相反，只要经济增速持续大于利率，就会形成一个以经济增长削减债务风险的自动稳定器。此外，经济增速的提高也会加强投资者信心，缓解资本外流和货币贬值压力，甚至为发展中国家带来更多有利于经济发展的新增融资。总之，相比债务违约、债务减免和通货膨胀等债务削减方式，加快经济增长是对各方而言损失最小的方案。

第二，稳定的外部融资来源是避免出现流动性危机和支持债务国经济发展的重要保障，尤其是具有耐心资本特征和一定优惠性的发展融资。一方面，加大耐心资本比例可以优化债务国的外部融资结构，进而降低与外部经济金融环境波动有关的流动性风险。从流动性的角度看，主权债务可持续性意味着一国政府可以从实际或潜在债权人手中持续获取新增融资从而保证债务能够得到滚续。换言之，即使本国经济基本面没有发生变化，外部融资来源的短期剧烈波动也会导致一国债务不可持续。相比官方债权人和长期债务占比高的债务国，私人债权人和短期债务占比较高的债务国往往更容易陷入流动性危机。另一方面，具有耐心资本和一定优惠度特征的发展融资也是填补债务国融资缺口和支持其经济发展的优质融资来源，尤其是可以为资金需求大、建设周期长、不确定性高但可对经济发展产生巨大正面外部性的基础设施建设项目提供融资。总之，提高耐心资本占比和资金优惠度等优化外部融资结构的债务治理工具也应当成为债务解决机制的重要组成部分。

第三，完善全过程债务管理和监督的制度建设是避免未来危机和降低各方损失的重要铺垫。应对危机的最佳方式是避免危机的发生。缺乏制度规范和政策监督的减债行动可能加剧道德困境，并最终陷入困境，如助长债务国盲目举债扩张、恶意赖账的倾向；或造成债权人互相推诿、拒不合作和试图搭便车的局面。因此，必须完善和落实关于债务形成、资金使用、项目评估、风险预警等全过程管理和监督制度，包括提高债务透明度、优化债务可持续

---

<sup>①</sup> 苏振兴、张勇：《拉美经济增长方式转变与现代化进程的曲折性》，载《拉丁美洲研究》，2011年第5期，第3-12页。

性评估方法、加强财政和债务管理知识培训等。

第四，及时适度的减债援助是应对债务危机的最后手段。虽然债务违约和重组可以起到直接削减债务负担的作用，但也可能带来副作用，造成产出下降、信用评级下降、失去国际金融市场准入资格、让渡国家资产和主权等负面影响。此外，减债援助必然会损害债权人的经济利益，进而影响这些债权人为债务国提供进一步融资支持的意愿和能力。因此，在开展减债行动之前，债务国和债权人应当充分考虑这些行动的负面效应，并在削减存量债务和确保新增融资的方案之间综合权衡。此外，不同债务重组和减免方案可能造成不同经济影响，应当结合具体国情选择恰当方案。研究表明，事前重组比事后重组耗时更短，债务削减幅度更低，产出损失更小。<sup>①</sup> 而相比现值减免，名义减免对经济增长的促进作用更强。<sup>②</sup>

#### （二）解决方案的全面性：从参与者范围来看

首先，加强发达经济体的宏观政策协调，缓解负面溢出效应。加强不同类型经济体之间的宏观政策协调对维护全球发展融资环境和避免爆发系统性债务危机至关重要。从发达经济体宏观政策的内部影响来看，发达经济体应当尽力避免过快和过度收缩货币政策引发系统性金融危机或全球经济衰退。2008年美国次贷危机和2012年欧债危机的经历表明，由于金融发展程度较高，发达经济体内部可能存在系统性风险，尤其在缺乏监管的非银行金融部门和货币联盟体系中的边缘经济体，系统性风险更易发生。2022年年初以来，欧美等发达经济体过快收紧货币政策，也已经并且正在加剧着国际金融市场动荡，并持续产生负面的外溢效应。

从发达经济体宏观政策的外溢影响来看，在货币政策转向过程中，发达经济体应为其负向外溢效应提供风险对冲机制、减债援助和再融资支持。从多边机制角度看，发达经济体可以通过为国际货币基金组织和世界银行等国际机构增资、推动特别提款权（SDR）从剩余国向匮乏国的再分配、参与G20《共同框架》下的缓债和减债行动等方式，为发展中国家提供公共产品。

---

<sup>①</sup> Tamon Asonuma and Christoph Trebesch, “Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default: Sovereign Debt Restructurings”, in *Journal of the European Economic Association*, Vol. 14, No. 3, 2016, pp. 175-214.

<sup>②</sup> Gong Cheng, Javier Diaz-Cassou, and Aitor Erce, “The Macroeconomic Effects of Official Debt Restructuring: Evidence from the Paris Club”, in *European Stability Mechanism Working Paper*, No. 21, 2017.

G20 可发挥自身财政政策和货币政策协调的优势，维护稳定、可预期的国际宏观经济环境。G20 各国应该联手加大宏观政策对冲力度，防止世界经济陷入衰退。在货币政策方面，要防止“以邻为壑”的货币政策，避免给其他国家造成严重的负面溢出效应。在出台财政政策时也应注意防控债务风险的发生，加强金融信贷政策时应兼顾金融监管，防控金融风险。此外，G20 还要加强与各国际组织之间的政策协调力度，处理好控疫情与谋发展之间的关系，进一步完善和夯实 G20 机制，为改善债务国外部环境作出共同努力。同时，发达经济体可加大与其他国家央行的货币互换额度，兑现其对外援助占其国民总收入之比达 0.7% 以上和为发展中国家提供 1000 亿美元气候变化融资的历史承诺，以及为发展中国家构建国家和区域金融安全网提供技术和资金援助等。在当前发达国家为发展中国家提供金融安全网存在缺位的情况下，中国为一些发展中国家提供的货币互换网络则在一定程度上缓解了国际金融安全网络中发展中国家面临的这种不平等状态。

其次，新的债务综合解决框架应允许所有债权人共同参与。当前债权人结构决定债务问题的解决必须由双边债权人、多边开发银行和商业债权人共同参与解决。在双边债权人方面，G20《共同框架》约定了官方双边债权人公平分摊负担的原则，兼顾债权人和债务人的利益。此外，通过吸收和借鉴以往巴黎俱乐部在债务处置谈判中的经验，两种机制的合作可能进一步吸引多边开发银行和私人债权人参与债务国的债务处置谈判。但是在达成综合谈判框架前，双边债权人可能不宜单方面减债。单方面减债不仅无益于从根本上解决债务问题，更有可能导致债务国现有债务结构更加扭曲。作为负责任的新兴债权国，中国应秉承“人类命运共同体”理念来应对发展中国家债务问题，坚持与其他债权人共同合作、支持多边框架下的国际债务治理行动。<sup>①</sup>

多边开发银行方面，在重债穷国倡议和多边减债倡议之后，巴黎俱乐部主要成员国虽然不同程度地减少了双边渠道贷款，但通过多边开发机构如世界银行、国际货币基金组织以及区域性开发银行提供的贷款不断增加。多边开发银行背后仍然是以发达国家主权债权人为主导。因此，多边开发银行应清醒认识当前债务结构变化的现实，理性做出负责任的减债行动。债务处置上，多边开发银行首先应在满足资本充足率要求的前提下，尽可能增加对发

<sup>①</sup> 熊婉婷、赵海：《疫情冲击下的国际债务处置问题研究》，载《开发性金融研究》，2022 年第 2 期，第 74-80 页。

展中国家的的发展融资支持。据统计，多边开发银行在不损害 AAA 评级的前提下，仍有数百亿美元的额外放贷的空间。<sup>①</sup> 此外，世界银行、国际货币基金组织等机构可以考虑通过增加资本金方式从根本上增加总体融资规模，与持股份额相匹配的资本金增加能够更好地反映出当前发展融资提供方的格局变化。

多边开发银行以影响自身信用评级或导致资本金损失为理由拒绝参与减债谈判并不具有法律依据。多边开发银行的信用评级不同于普通金融机构，而是具有超主权特征：如果主要成员国愿意提供增资扩股的支持，那么多边银行参与减债并不必然导致评级下降。历史上，多边开发银行也曾多次参与减债。国际货币基金组织和世界银行就曾在多边减债倡议下，对于达到债务谈判决策点国家给予临时性债务减免。在 2007 年利比里亚债务谈判期间，世界银行、非洲开发银行、国际货币基金组织分别为利比里亚免除了 4 亿、2.55 亿和 8.88 亿美元的债务。<sup>②</sup>

在商业债权人方面，21 世纪以来发展中国家债务的商业债权人结构也发生了重大变化，从此前以商业银行贷款为主，逐步转变为以商业债券持有人为主。目前国际上还没有相关法律规范制约商业债权人按照可比性规则参与债务谈判。相比于双边主权债权人和多边开发机构，商业债券持有人人数众多，可能会出现集体行动困难，协调成本增高。但是，也必须意识到商业债权人长期以来都是国际债务谈判的重要参与者。即使是在重债穷国倡议和多边减债倡议框架下，债务谈判措施决策点和完成点也规定免债需要 80% 的债权人参与，这必然包括了商业债权人。如果以此标准对比当前绝大多数发展中国家的商业债权人比例，几乎没有债务人能够在商业债权人缺席的情况下完成债务谈判。对此，国际社会需要共同努力，加快形成新的涵盖各方债权人的综合解决机制。

商业债权人参与债务重组具有相当的可行性。从商业债权人内部结构来看，债券持有机构占比高，持有机构相对集中。其中最主要的三家公司分别是贝莱德、景顺（Invesco）和先锋领航（Vanguard），上述三家机构不仅是主权债券持有机构，同时也是重要的资产管理公司，持有大量世界顶级公司股

---

<sup>①</sup> “Exclusive: G-20 Report Says MDBs Are Holding Back Hundreds of Billions”. <https://www.devex.com/news/exclusive-g-20-report-says-mdbs-are-holding-back-hundreds-of-billions-103673>. [2023-03-21]

<sup>②</sup> 中华人民共和国驻利比里亚使馆经济商务处：《利比里亚的免债进程》，2008 年 10 月 5 日。<http://lr.mofcom.gov.cn/article/ztdy/200810/20081005816565.shtml>. [2023-03-05]

份。商业债权人在债务谈判中应在更多方面发挥积极的建设性作用。此外，上述三家公司也是美国公司，处于相同的法律、金融市场环境。因此，构建多方谈判机制可以考虑从持有占比较高的美国机构入手，美国政府也应在此过程中积极推动上述债券持有机构参与债务谈判，通过必要的行政、法律和商业手段为美国债券持有机构参与谈判创造良好环境。

最后，综合解决框架可以为更多中等国家债务处置提供思路。2020年G20启动暂停偿债倡议，截至2021年12月已经暂停了73个低收入国家共计129亿美元的外债偿付。<sup>①</sup>此外，G20与巴黎俱乐部合作创建了共同框架，正进一步帮助《缓债倡议》所涉的低收入国家重组债务，以解决资不抵债和长期流动性问题。目前中等收入国家不在《共同框架》范围内，但未来可以比照《共同框架》构建多方减债机制，将这部分债务纳入债务综合谈判框架，遵循共同负担、可比减债等原则，同时在考虑到其与低收入国家、重债穷国差异的基础上进行债务处置。

### （三）解决方案的有效性：从债务处置的过程来看

首先，在债务谈判中提升“一国一策”原则的针对性。巴黎俱乐部虽然也规定了一国一策原则，但在具体做法中会对同一收入类型国家规定相似的债务处置条款，例如那不勒斯条款主要针对最贫困国家和重债国家，依云条款（Evian Approach）主要针对中等收入国家。但是，即使是属于相同的收入类型，不同债务人的债务结构、债务期限长短及自身禀赋和经济结构情况也有很大不同，一国一策的债务谈判模式能够针对债务国的具体情况进行有针对性的债务谈判，以最佳债务解决方案提高债务谈判效率。国际金融机构需要摆脱“一刀切”的做法，这种做法会过度限制发展中国家的政策选择。<sup>②</sup>例如从债务危机本身的性质来看，其存在偿付性危机和流动性危机两种不同类型，债务结构上也存在到期偿付债务种类的不同，这些都应在债务谈判中具体问题具体分析，采取有针对性的债务处置方案。一些国家的债务危机主要源于2022年以来的美元利率上升、外部汇率波动，是短期流动性危机，并不存在经济或出口基本面的变化。对此，只需给予流动性支持即可帮助债务

<sup>①</sup> World Bank, “Debt Service Suspension Initiative, Brief”, March 10, 2022. <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/covid-19-debt-service-suspension-initiative>. [2023-03-6]

<sup>②</sup> Gruin Julian, Knaack Peter, and Xu Jiajun, “Tailoring for Development: China’s Post-Crisis Influence in Global Financial Governance”, in *Global Policy*, May 4, 2018. <https://www.gov.uk/research-for-development-outputs>. [2023-03-16]

国度过难关。对于能源出口型债务国来说，其所面临的债务危机会伴随能源价格回升而极大缓解，对债务谈判的需求将会降低。对另一些国家而言，面临着短期债券到期需集中偿付的风险，这种情况下即使主权债权人采取减债措施，也无助于债务国摆脱无法偿付主权债券的困境。

其次，债权人委员会应发挥主导作用。由于现阶段并没有形成具有共识性、涵盖三方债权人的减债规则，《共同框架》没有对秘书处作出具体安排。在一国一策原则的基础上，债权人委员会可以成为合理、方便的债务谈判及后续债务处置管理机构，提高谈判效率和谈判结果执行效率。债权人委员会为债权人和债务人提供集中谈判的平台，避免二次谈判或再谈判风险，降低谈判博弈成本，为解决债务危机争取宝贵时间。当前在《共同框架》下申请债务谈判的几个国家案例中，债务委员会也已经发挥了主要作用。

最后，多种债务处理形式相结合。允许债权人采取行之有效且兼顾债务国实际情况的多种债务处理形式。一方面，可以采取缓债、减债、减息、免息以及展期等传统方式减轻债务国负担。另一方面，也可以灵活多样地考虑以增发债券、债务置换债券的债务处置新思路，为债务国提供新的流动性，为投资可持续发展提供新动能。目前国际货币基金组织已增发 6500 亿美元特别提款权，债务谈判可以充分利用该笔增发资金，以提供新增流动性为目的，推动类似布雷迪计划的信用增级和债务置换，帮助债务国实现更低成本的再融资或债务重组。<sup>①</sup>“债务—绿色投资互换”“债务—气候投资互换”等金融工具可以将债权转化为债务国在可持续发展目标上的投入，从而帮助面临脆弱性挑战或具有生态重要性的债务国，并撬动来自公益机构、国际组织，及环境、社会和公司治理（ESG）投资者的多方资金，同时起到良好的宣传示范效应。<sup>②</sup>同时，国际货币基金组织和世界银行也应当改进现有的债务可持续分析方法（DSA），使之能够更好地为改善债务可持续性的政策实践提供参考，尤其是应当增加政策有效性的测试，从而为债务解决机制提供更好的指导。<sup>③</sup>

（责任编辑 史沛然）

<sup>①</sup> 徐奇渊、雷宇、孙靓莹、熊婉婷、熊爱宗、虹始见：《债务危机席卷发展中国家，中国如何应对》，载《财经》，2022年第10期，第28-30页。

<sup>②</sup> 熊婉婷、赵海：《疫情冲击下的国际债务处置问题研究》，载《开发性金融研究》，2022年第2期，第74-80页。

<sup>③</sup> 熊婉婷、常殊昱、肖立晟：《IMF债务可持续性框架：主要内容、问题及启示》，载《国际经济评论》，2019年第4期，第44-62页。