

全球主权债务风险与国别脆弱性评估

熊婉婷 曾 瑞

内容提要 新冠疫情的暴发把各国政府债务水平推向历史新高，发达经济体长期以来的“低通胀、低利率”局面出现逆转，陷入债务困境的新兴市场和发展中经济体数量不断增加，国际社会开始担忧再度出现类似拉美主权债务危机的系统性风险。在这一背景下，本文构建了一个分析主权债务风险和评估国别脆弱性的整体性框架。首先，根据2022年政府债务负担指标取值的历史相对水平可知，全球债务负担水平仍属于中等范畴，但部分经济体已进入高风险区间，且新兴市场和发展中经济体比发达经济体面临更加严峻的流动性风险。其次，采用债务动态分析方法，分析了不同类型经济体政府债务负担水平决定因素的差异，并且探讨了通胀和利率上升等新变化对其主权债务风险的影响。相比发达经济体，新兴市场和发展中经济体更容易因为外部冲击而陷入债务困境，而且难以借助通胀和财政调整手段来缓解主权债务风险。最后，结合两类经济体主权债务风险来源的差异，分别设计了短期脆弱性评估框架，并给出各国脆弱性排名。

关键词 主权债务危机 系统性风险 债务动态分析 新兴市场和发展中经济体
中图分类号 F833, F837 **DOI** 10.20090/j.cnki.gjjh.2023.3.1
文献标识码 A **文章编号** 1002-1515 (2023) 03-0001-15
基金项目 国家社会科学基金青年项目“银行网络视角下的多重审慎监管规则评估与政策协调研究”(编号: 20CGL007)

一、引言

新冠疫情暴发前，世界经济已经开始第四轮全球性债务积累进程，疫情冲击将各国主权债务负担推向历史高点。世界银行报告指出，全球债务水平的波动自1970年以来呈现出周期特征，

共经历了四次主要的债务积累浪潮：第一次债务积累浪潮跨越了20世纪70年代和80年代，集中在拉丁美洲和加勒比以及撒哈拉以南非洲地区，最终引发拉美主权债务危机；第二次浪潮从1990年开始到21世纪初结束，集中在东亚和太平洋地区，最终引发亚洲金融危机；第三次浪潮

熊婉婷系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员，研究方向为主权债务、金融监管与系统性风险；曾瑞系对外经济贸易大学中国世界贸易组织研究院博士研究生，研究方向为国际经贸规则。通讯作者：熊婉婷，电子邮箱：wanting_xiong@sina.com。感谢《国际经济合作》匿名审稿专家的意见和建议，文中疏漏由笔者负责。



发生于2002—2009年，集中在欧洲和中亚地区，最终引发欧债危机；第四次浪潮从2010年开始持续至今，涉及地区更为广泛，各国债务水平不断刷新记录，成为四次债务积累浪潮中规模最大、范围最广、增长最快的一次。^① 2020年新冠疫情的暴发进一步加快了债务积累速度，尤其是政府部门的债务，仅2020年全球平均政府债务与国内生产总值（GDP）之比就比2019年增加了11.7个百分点至56.3%，远高于2010—2019年1.1个百分点的年均增量。^②

新冠疫情暴发后，世界经济形势发生深刻复杂变化。一方面，全球宏观经济金融环境逐步由“低通胀、低利率、宽财政”转向“高通胀、高利率、紧财政”的新局面。2021年后，主要经济体通胀持续走高，截至2022年8月，美国和欧元区的居民消费价格指数（Consumer Price Index, CPI）同比增速均创历史新高，分别升至8.3%和9.1%。^③ 国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）预计发达经济体的平均通胀率将从2021年的3.1%升至2022年的3.9%，新兴市场和发展中经济体将从5.7%升至5.9%。^④ 为了缓

解通胀压力，各国央行货币政策收紧节奏明显加快。美联储于2022年3月启动新一轮加息周期，同年6月开始缩表，9月联邦基金利率升至3%—3.25%，12月加息后联邦基金利率升至4.4%。^⑤ 欧洲央行自2022年7月开始加息，同年9月再融资利率升至1.25%，年底加息至2.5%。^⑥ 与此同时，在经历疫情纾困、能源和粮食补贴等扩张性财政政策和救助行动后，越来越多国家的财政空间开始吃紧并收紧财政政策。随着主要经济体的政策转向，持续多年的低利率局面被打破，全球逐步进入货币和财政政策紧缩阶段。^⑦

另一方面，受新冠疫情、乌克兰危机、极端气候等不确定性因素影响，供给侧扰动持续不断，全球经济增长呈现出动能不足和不稳定态势，叠加紧缩性货币和财政政策影响，经济下行压力显著加剧。2022年7月，IMF《世界经济展望》再度下调全球经济增速预期，预计2022—2023年增速分别降至3.2%和2.7%。^⑧ 2022年9月，世界银行发布报告指出，同步收紧的财政和货币政策可能相互强化，导致经济下滑，甚至引发全球经济衰退。^⑨ 2022年10月，联合国贸易和

① M. Ayhan Kose et al., “Global Waves of Debt: Causes and Consequences,” World Bank Group, 2021, <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/dfc3e974-564c-533a-b5f6-b416905eef92/content> [2022-10-01].

② 笔者根据世界经济展望数据库整理，<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October/select-country-group> [2022-10-01].

③ U.S. Bureau of Labor Statistics, <https://www.bls.gov/bls/newsrels.htm> [2022-10-01]; Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/14675409/2-31082022-AP-EN.pdf/e4217618-3fbc-4f54-2a3a-21c72be44c53> [2022-10-01].

④ IMF, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October/select-country-group> [2022-10-01].

⑤ Dominic Rushe and Lauren Aratani, “Fed Raises Interest Rate by 0.75 Percentage Points as Us Seeks to Rein in Inflation,” September 21, 2022, <https://www.theguardian.com/business/2022/sep/21/fed-raises-interest-rates-third-increase-in-row> [2022-11-01].

⑥ European Central Bank, “Monetary Policy Decisions,” September 8, 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.en.html> [2022-10-01].

⑦ Tobias Adrian and Fabio Natalucci, “Central Banks Hike Interest Rates in Sync to Tame Inflation Pressures,” IMF Blog, August 10, 2022, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/08/10/central-banks-hike-interest-rates-in-sync-to-tame-inflation-pressures> [2022-10-01]; Justin Damien Guénette, M. Ayhan Kose and Naotaka Sugawara, “Is a Global Recession Imminent?” World Bank, September 2022, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/38019/Global-Recession.pdf> [2022-10-01].

⑧ IMF, “World Economic Outlook,” April 2022, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> [2022-10-01].

⑨ Justin Damien Guénette, M. Ayhan Kose and Naotaka Sugawara, “Is a Global Recession Imminent?”

发展会议《2022年贸易和发展报告》警告称，发达经济体紧缩的货币和财政政策将把全球经济推向停滞乃至衰退，并造成比2008年全球金融危机和2020年新冠疫情更严重的损害。^①

在这些新变化的影响下，主权债务危机或成为影响全球经济金融稳定的巨大隐患。根据IMF的债务可持续性分析报告，69个低收入国家中有38个国家已陷入债务困境或处于高风险状态，这一数字是2015年的两倍。^② 新兴市场和发展中经济体中也有阿根廷、黎巴嫩、斯里兰卡等国家爆发危机。历史经验表明，每当全球经济周期进入经济下行、货币紧缩和强势美元阶段，经济基本面脆弱且债务高企的国家往往容易出现资产和货币贬值、资本外流等金融动荡，乃至爆发主权债务危机、货币危机或银行危机等系统性风险事件。^③ 甚至有分析认为，本轮债务危机可能升级为与拉美主权债务危机、东南亚金融危机和欧债危机比肩乃至更甚的系统性风险事件。^④

改革开放以来，中国与外部经济体已构建起密切的经济金融联系，有必要结合世界经济形势的最新变化，对全球主权债务风险进行综合评估，对可能发生的外部风险进行预警，为中国参与全球债务治理提供理论参考。

本文试图讨论三个问题：一是2022年全球主权债务负担究竟有多大？二是主权债务风险主要由哪些因素决定、不同类型经济体的影响因素有

何差异？三是下一阶段哪些经济体更有可能出现主权债务危机？本文首先基于2022年主要债务指标对全球债务风险作出初步判断，然后采用债务动态分析方法，分别探讨发达经济体与新兴市场和发展中经济体主权债务风险的影响因素和有关应对措施，并结合两类经济体所面临风险类型的差异，分别构建国别脆弱性评估框架，测算并得出各国脆弱性排名，最后通过讨论外部债务问题与中国的关系，包括其潜在影响和中国在国际债务治理中的角色与挑战，提出相关政策建议。

二、主权债务风险的有关概念

在关于主权债务的讨论中，存在主权债务危机、主权债务违约、主权债务风险、主权债务脆弱性、主权债务不可持续等概念。在对全球主权债务风险进行评估之前，有必要对有关概念进行辨析。一般而言，主权债务危机指主权政府无法按照合约正常履行其偿债义务的情况，但在实证研究中，准确定义主权债务危机是一个颇具争议的挑战，不同文献采用不同的定义口径。具有代表性的观点有：一是认为应把一个国家与其债权人存量债务重组协议或逾期欠款达到总债务存量5%以上的情况认定为主权债务危机；^⑤ 二是认为除了无法按照合约正常履行其偿债义务之外，接受大规模IMF非优惠性贷款也应视为发生主权债务危机的标志；^⑥ 三是认为主权债务危机不仅包

① UNCTAD, "Trade and Development Report," 2022, https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2022_en.pdf [2022-12-01].

② IMF, "Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries," February 3, 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2021/02/03/Review-of-The-Debt-Sustainability-Framework-For-Market-Access-Countries-50060> [2022-12-08].

③ Indermi Gill, "Developing Economies Face a Rough Ride as Global Interest Rates Rise," World Bank Blog, March 3, 2022, <https://blogs.worldbank.org/voices/developing-economies-face-rough-ride-global-interest-rates-rise> [2022-10-01]; Jasper Hoek, Emre Yoldas and Steve Kamin, "Are Rising U.S. Interest Rates Destabilizing for Emerging Market Economies?" Fed, June 23, 2021, <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/are-rising-u-s-interest-rates-destabilizing-for-emerging-market-economies-20210623.html> [2022-10-01].

④ 蔡群起、张习宁：《新冠疫情背景下的全球高债务：事实、风险及应对》，《海南金融》2022年第11期，第44—51页。

⑤ Enrica Detragiache and Antonio Spilimbergo, "Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation," IMF Working Paper 2001/02, p. 7, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0102.pdf> [2022-11-25].

⑥ Paolo Manasse, Nouriel Roubini and Axel Schimmelfennig, "Predicting Sovereign Debt Crises," IMF Working Paper 2003/221, p. 2, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03221.pdf> [2022-11-25].



括主权债务违约事件，还应包括主权债券收益率超过特定阈值的情况；^①四是认为主权债务危机包括四种情况，即逾期欠款超过债务存量的5%、获得IMF的大额贷款（贷款规模超过其在IMF的份额）、在IMF的累积欠款超过其份额的两倍、发生债务重组或减免。^②

相比主权债务危机，主权债务违约是一个更小的概念，可以认为是主权债务危机的一种形式。事实上，只有一部分主权债务危机表现为国家宣布不再偿还债务的直接违约形式，还有一部分主权债务通过与债权人进行谈判而实现对已有债务的重新安排或者向IMF申请贷款。相比主权债务危机，主权债务不可持续是一个更大的概念。根据IMF的定义，主权债务不可持续指的是没有任何在经济或政治上可行的措施可以在较低的债务滚续风险下稳定政府杠杆率。^③换言之，主权债务不可持续意味着债务国政府不能通过财政调整、获得IMF贷款等常规政策手段来解决债务问题，只能采取向债权人寻求债务重组或直接违约等方式解决。可以说，主权债务危机是一个基于已发生事实的事后概念，主权债务可持续性更多是一个前瞻性概念，强调的是未来是否会发生主权债务危机。一般而言，主权债务危机是主权债务不可持续的一种极端表现形式，当一国被IMF等机构评估为债务不可持续时，并不一定会出现债务违约或债务重组等危机事件。

主权债务风险则是一个更大的概念。主权债务风险越大，越有可能出现主权债务危机，但存在主权债务风险或债务风险较高并不意味着债务一定不可持续，也不意味着一定会发生主权债务危机。主权债务风险可分为流动性风险和信用风险。^④流动性风险指债务人所持有的流动性资产

和可得融资无法覆盖其到期债务额的风险，信用风险指债务人的未来收入的贴现总额无法覆盖其债务存量的风险，又称为偿付风险。相比流动性风险，信用风险是一个更长期的概念，在实践中两者经常难以区分。一方面，流动性风险常常是信用风险的具象化，例如投资人之所以拒绝债务人的债务滚续请求，往往是因为担忧债务人未来收入无法覆盖其债务存量；另一方面，流动性风险也可能升级为信用风险，例如因为流动性危机导致利率大幅攀升以至于债务人无法偿还债务。另一个与主权债务风险有关的概念是主权债务脆弱性，指国家在某种特定冲击下发生主权债务危机的可能性。主权债务脆弱性和主权债务风险的含义非常相近，只在使用场景上略有差异：前者多见于压力测试，后者则不局限于特定冲击，而是泛指发生主权债务危机的可能性。

为了更好地服务于政策实践并将主权债务风险的概念具象化，本文将考察债务负担指标的历史变化。债务负担指标是反映政府债务规模相较于其偿债能力大小的指标，如常用的政府债务与GDP之比等，如果一国政府债务负担指标水平上升，就认为主权债务风险上升。为了评估2022年全球所面临的主权债务风险大小，本文将从历史回溯和未来展望两个角度进行分析。一方面，通过观察债务负担指标的历史数据，明确2022年各国债务负担相对于其自身历史经验而言是否处于一个较高水平。另一方面，通过分析债务负担指标变动的影响因素，了解哪些因素会加剧主权债务风险以及哪些手段可以缓解主权债务风险。在此基础上，结合新冠疫情后世界经济的最新形势，从不同类型经济体最有可能面临的负面冲击入手来评估主要经济体的相对脆弱性，

① Andrea Pescatori and Amadou N. R. Sy, "Are Debt Crises Adequately Defined?" IMF Staff Papers, Vol. 54, No. 2, 2007, p. 308.

② Mary Dawood, Nicholas Horsewood and Frank Strobel, "Predicting Sovereign Debt Crises: An Early Warning System Approach," *Journal of Financial Stability*, Vol. 28, February 2017, p. 20.

③ IMF, "Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries."

④ Juan Passadore and Yu Xu, "Illiquidity in Sovereign Debt Markets," *Journal of International Economics*, Vol. 137, July 2022, p. 2.

通过对各国的横向比较，找到下一阶段中国最需要关注的高风险经济体。

三、全球主权债务风险现状

为了对当前世界经济所面临的主权债务风险大小作出直观判断，本文选取政府债务与GDP之比和净利息支出与政府收入之比作为衡量政府债务负担水平和反映主权债务风险变化的核心指标。^① 其中，政府债务与GDP之比也被称为政府杠杆率，主要反映一个经济体的长期主权信用风险。^② 该指标上升说明债务存量的增长速度超过了经济增速，意味着债务的增加并未有效促进实体经济发展，而是催生了金融资产泡沫，出现债务不可持续风险。净利息支出与政府收入之比主要反映政府所面临的短期流动性风险，该指标越大，意味着政府需要把更多财政资源用于偿还债务而非其他公共支出，即便政府资产能够覆盖其

负债，仍容易因为短期缺乏流动性而出现主权债务危机。

发达经济体与新兴市场和发展中经济体核心债务负担指标均值的历史变化参见图1。从政府杠杆率指标看，发达经济体、新兴市场和发展中经济体的平均值均在2020年小幅上升后逐渐下降，这表明2020年新冠疫情暴发所带来的偿付风险已经有所缓解。从净利息支出与政府收入之比看，发达经济体的流动性风险自2014年起呈现下降趋势，新冠疫情冲击并未对其造成过多影响，总体流动性风险处于相对历史低位。新兴市场和发展中经济体的情况则不容乐观，政府杠杆率自2011年起不断攀升，从2011年的40%增加到了2022年的61%，净利息支出规模近年来不断上升，2022年需要把近10%的政府财政收入用于偿还债务，约为2011年的1.5倍，是发达经济体的约5倍。

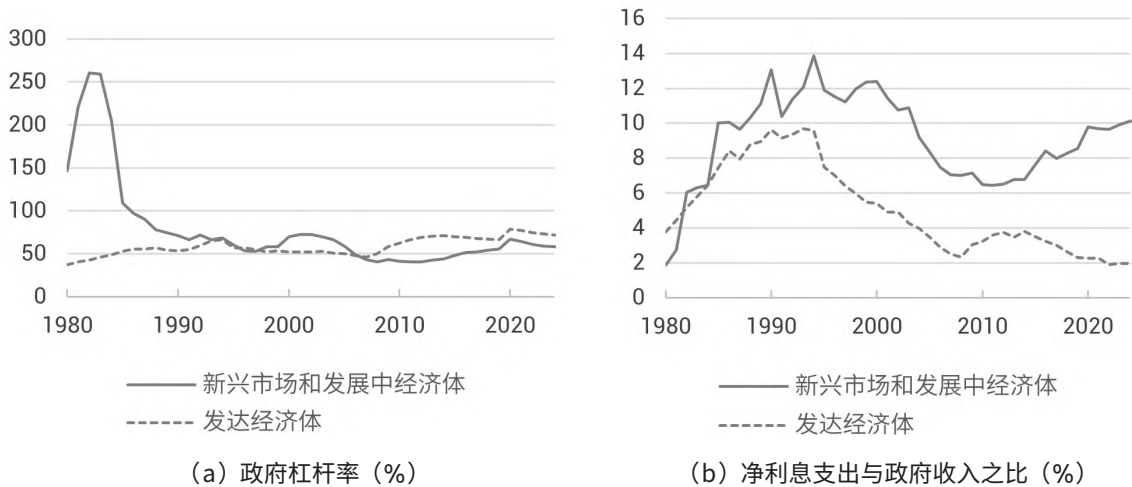


图1 1980—2022年核心债务负担指标变化

注：图中指标取值均为直接平均，对发达经济体、新兴市场和发展中经济体的划分采用IMF标准。

资料来源：IMF世界经济展望数据库2022年4月版。

① 值得注意的是，政府债务与GDP之比和净利息支出与政府收入之比并不是仅有的主权债务风险指标，还有很多其他指标可以用来反映主权债务风险。例如，反映长期信用风险的指标有政府总债务与总资产之比、政府债务与政府收入之比、外债存量与GDP之比等，反映短期流动性风险的指标有外汇储备与短期外债之比、总融资需求与GDP之比等。为了尽量在分析中包含更多国家，本文在全球层面的分析中选取数据跨度和国家覆盖面最广的两个指标来分析全球平均风险。

② 在更为严谨的分析中会用债务现值与GDP之比作为衡量信用风险的指标。

进一步，把反映核心债务负担的两个指标从小到大排序，计算2022年取值所处的百分位数，从而判断2022年全球以及各经济体主权债务负担水平是否处于历史高位（参见表1）。如果2022年取值位于历史数据的后25%区间，即债务负担指标的2022年取值超过了75%的历史时期，那么认为该经济体是主权债务违约高风险；位于前25%区间判定为低风险，即债务负担指标的2022年取值只超过了25%的历史时期；其余情况判定为中等风险。发达经济体2022年的长期信用风险处于相对较高的历史位置，短期流动性风险处于较低的历史位置；政府杠杆率平均值高达74%，超过了81%的历史时期，有67%的发达经济体信用风险处于历史高位；净利息支出与政府收入之比的平均值为2%，仅高于10%的历史时期，仅有13%的发达经济体流动性风险处于历史高位。造成两类风险指标差异的主要原因在于，虽然发达经济体的政府债务存量不断增加，但其举债的利息成本却在下降，对发达经济体政府而言，虽有政府长期债务可持续性减弱的“远虑”，但短期内没有无法偿还的债务或因为偿债负担而挤出其他财政支出的“近忧”。

新兴市场和发展中经济体的情况略有不同，无论是长期信用风险还是短期流动性风险指标都已经达到中等偏高的历史位置。反映长期信用风

险的政府杠杆率指标的平均值处于中等偏低水平，但杠杆率处于历史高位的新兴市场和发展中经济体数量较多，说明不同经济体的风险存在分化。2022年，新兴市场和发展中经济体的政府杠杆率平均值为61%，高于38%的历史时期，约有一半的经济体长期信用风险处于历史高位。同时，反映短期流动性风险的净利息支出与政府收入之比的平均值为10%，超过57%的历史时期，有35%的新兴市场和发展中经济体的流动性风险处于历史高位。忽略经济体类型的差异，从平均意义上来评估全球债务风险的大小，从长期信用风险的角度看，2022年政府杠杆率的全球平均值为64%，高于71%的历史时期，处于高位的经济体占比达54%，说明平均意义上的全球长期信用风险处于中等偏高水平；从短期流动性风险的角度看，净利息支出与政府收入之比的全球平均值为8%，超过了48%的历史时期，处于历史高位的经济体占比为31%，说明平均意义上的全球短期流动性风险处于中等偏低水平。总体而言，2022年全球主权债务负担水平仍属于中等范畴，长期信用风险较高，短期流动性风险较低。

四、不同类型经济体主权债务风险的影响因素

债务动态分析是国际货币基金组织和世界银行

表1 2022年主权债务负担水平与历史百分位数

指标说明	经济体类型	政府杠杆率 (%)	净利息支出与政府收入之比 (%)
2022年平均值 (括号内为历史百分位数)	新兴市场和发展中经济体	61 (38)	10 (57)
	发达经济体	74 (81)	2 (10)
	全球	64 (71)	8 (48)
2022年债务负担处于历史高位的经济体占比 (相应指标取值高于75%的历史时期)	新兴市场和发展中经济体	51	35
	发达经济体	67	13
	全球	54	31

注：对发达经济体、新兴市场和发展中经济体的划分采用IMF标准。

资料来源：IMF世界经济展望数据库2022年4月版。

等机构分析主权债务风险影响因素的有效工具。^① 本节从债务动态分析公式出发,探讨主权债务风险的影响因素。对发达经济体而言,因为主权债务大多以本币为主,其主权债务风险主要由内部因素决定,包括经济增速、实际利率、财政余额等。对新兴市场和发展中经济体而言,由于外币债务占比较高且很多由非本国居民持有,因此更容易因为外部环境变化而陷入主权债务困境,除了受到与发达经济体相似的国内因素影响外,还会受到美联储加息、汇率变化等外部因素的影响。

(一) 发达经济体

发达经济体的政府债务以本币债务为主,外币债务风险较低,因此本文忽略外币债务风险。假设一国公共债务均以本币计价并由本国居民持有,则其政府债务与GDP之比(即政府杠杆率)的变动轨迹可表示如下:^②

$$\Delta d_t = d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p_t + o_t \quad (1)$$

其中, d_t 是第 t 期的政府杠杆率,是反映发达经济体主权债务风险变化的核心指标。 r_t 为平均实际利率,实际利率可表示为名义利率 i_t 与通胀率 π_t 的函数,即 $r_t = (1 + i_t) / (1 + \pi_t)$ 。 g_t 为实际GDP增速。 p_t 是财政余额与名义GDP之比, o_t 是其他支出或收入流量与名义GDP之比,如政府因为救助银行体系而产生的支出(加剧债务负担)和国企私有化产生的收入(减少债务负担)等。

根据公式(1),可把影响发达经济体主权债

务风险的因素分为四类。一是上一期的政府杠杆率 d_{t-1} 。如果其他条件不变,那么债务存量水平越高,未来政府杠杆率越大,主权债务风险也越高。

二是政府借贷的名义利率 i_t 和通胀率 π_t ,二者共同决定实际利率 r_t ,实际利率的抬升会增加主权债务风险。假设其他条件不变,名义利率的增加会加剧主权债务风险,而通胀率的上升可以缓解主权债务风险。名义利率和通胀率对主权债务风险的最终影响取决于实际利率在二者共同作用下的变动方向。例如,虽然美联储在2022年上半年就已经开始加息并导致名义利率上升,但因为出现了超预期的高通胀,实际利率不增反减,因此政府的实际偿债压力仍在下降。IMF《全球金融稳定报告》认为,2022年美国政府杠杆率较2020年下降12%,其中通胀的贡献高达13%。^③但是,高通胀的债务削减作用不是万能的。一方面,在成熟市场,政府借贷利率定价一般包含了通货膨胀因素,因此只有在通胀率超预期升高而名义利率并未调整的情况下才有削减实际债务负担的作用,且这种作用只对过去以固定利率发行的存量债务有效。^④另一方面,虽然发达经济体政府可以通过央行购买国债等金融抑制手段来控制政府以本币借贷的名义利率,但通胀持续过高会对央行产生加息压力,也会限制其对实际利率的控制能力。

三是实际GDP增速 g_t ,经济增速的放缓会增加主权债务风险。换言之,当经济进入下行周期

^① Julio Escolano, "A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates," IMF Fiscal Affairs Department, January 2010, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1002.pdf> [2022-12-01]; International Development Association Resource Mobilization (FRM), "Debt Dynamics and Financing Terms: A Forward-Looking Approach to IDA Grant Eligibility," November 2006, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/315311468333939182/pdf/37976.pdf> [2022-12-01].

^② 对数学推导感兴趣的读者可参见: Julio Escolano, "A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates".

^③ IMF, "Global Financial Stability Report," October 2022, p. 6, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022> [2022-12-16].

^④ Ichiro Fukunaga, Takuji Komatsuzaki and Hideaki Matsuoka, "Inflation and Public Debt Reversals in Advanced Economies," IMF Working Papers 2019/297, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/12/27/Inflation-and-Public-Debt-Reversals-in-Advanced-Economies-48855> [2022-12-16].



时将会面临更高的主权债务风险。如果实际经济增速低于实际利率 ($r_t - g_t > 0$)，政府杠杆率会出现“滚雪球”式自动增长，政府将不得不增加财政余额才能保持政府杠杆率稳定。反之，如果实际经济增速高于实际利率 ($r_t - g_t < 0$)，即使政府财政余额保持不变，债务比率也会下降。

四是政府财政余额与名义GDP之比和其他支出或收入流量与名义GDP之比。如果政府支出越多（如新冠疫情有关的补贴和支出）、收入越少（如实施减税政策），或者必须救助具有系统重要性的私人部门机构（如银行、社保基金或超大型企业等），主权债务风险都会上升。

综上所述，对以本币债务为主的发达经济体政府而言，增加主权债务风险的因素主要包括经济增速下行、实际利率上升、财政赤字扩大和对私人部门救助而产生的意外支出等。削减政府主权债务风险的手段则包括提高经济增速、降低利率、增加通胀、通过提高税收或降低支出来进行财政整顿以及公共财产的私有化等。学界普遍认为，提高经济增速和财政整顿是处理高负债的正统选项，而增加通胀、金融抑制和债务违约等则是不被鼓励的非正统选项。^① 无论是以直接违约方式，还是通过金融抑制手段压低政府借贷成本，或以通货膨胀的隐性方式来削减债务，虽然在短期有效，但在长期都会产生削弱主权信用的不良后果。此外，在所有发达经济体中，欧元区经济体是一个特例，因为这些经济体虽然采取共同货币联盟制度，但仍保留了相对独立的财政制度和差异化的经济表现，这导致区域内经济体在货币政策和财政政策协同方面存在额外挑战。尤其对欧元区内的低债务国而言，政府通过货币政

策和金融抑制手段降低政府杠杆率的能力较弱，因此更容易出现主权债务不可持续的问题。^②

世界经济“高通胀、高利率、低增长”的新形势可能对发达经济体的主权债务风险变化产生三类影响。第一，超预期的高通胀可以削减发达经济体政府的实际偿债负担，但这种效用会随着央行加息而不断下降，只要实际利率开始上升，政府的债务负担就会加重。

第二，不高于经济增速的低利率环境是发达经济体政府在政府杠杆率较高且长期保持财政赤字的情况下，依然能够维持主权债务可持续性的重要前提。然而，这一前提条件或随着主要发达经济体进入经济下行和加息周期而发生逆转（即实际利率高于实际增速），届时政府只能依靠增加财政余额的方式来稳定杠杆率，掉入“债务—通缩”螺旋陷阱的可能性将大幅增加。

第三，由加息引起的金融资产价值的大幅下跌最有可能成为将发达经济体推入主权债务危机的导火索。欧债危机的经验表明，对私人部门的救助往往是导致主权债务风险超预期上升的突发因素。^③ 2022年以来，随着主要央行货币政策的收紧，国债和股票等金融资产的估值持续下跌，风险资产的收益率大幅下降，导致众多金融机构的资产规模和利润缩水，诸如瑞士信贷公司、英国养老基金、德意志银行等机构纷纷陷入亏损或信用危机。如果这些机构破产，不仅会引发系统性金融动荡，而且可能引发“银行/影子银行—主权”债务危机相互加剧的“厄运循环”（Doom Loop）。

（二）新兴市场和发展中经济体

相比发达经济体，新兴市场和发展中经济体

^① 参见：M. Ayhan Kose et al., “Global Waves of Debt: Causes and Consequences”；杨攻研、刘洪钟：《政府债务削减的政治经济学分析——来自发达国家长期历史的启示》，《世界经济与政治》2015年第1期，第127—154页。

^② 徐奇渊、熊婉婷、栾稀：《全球滞胀型债务危机的风险——后疫情时代世界经济展望》，《金融论坛》2022年第1期，第3—8页。

^③ Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin and Todd E. Messer, “The Economics of Sovereign Debt, Bailouts and the Eurozone Crisis,” NBER Working Paper, No. 27403, 2020.

对外币债务融资的依赖度较高，因此其主权债务风险更容易受到外部金融环境变化影响。假设一国政府债务中既有本币债务也有外币债务，其政府杠杆率 d_t 可表示如下：^①

$$d_t = \frac{1+i_t^d}{(1+g_t)(1+\pi_t^d)} d_{t-1}^d + \frac{(1+i_t^f)(1+\varepsilon_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t^d)} d_{t-1}^f - p_t + o_t \quad (2)$$

其中， d_{t-1}^d 和 d_{t-1}^f 分别为第 $t-1$ 期的本币债务和外币债务与名义GDP之比， i_t^d 和 i_t^f 分别为本币债务和外币债务的名义利率， π_t^d 为国内通胀率， ε_t 为汇率贬值幅度。

在公式(2)左右两端同时减去上一期政府杠杆率 d_{t-1} ，并进行一些数学变换，可得到政府杠杆率变动轨迹的表达式如下：

$$\Delta d_t = d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1+g_t} d_{t-1} + \frac{z_t}{(1+g_t)(1+\pi_t^f)} d_{t-1}^f + \frac{1}{1+g_t} \left(\frac{1}{1+\pi_t^f} - \frac{1}{1+\pi_t^d} \right) d_{t-1}^f - p_t + o_t \quad (3)$$

其中， z_t 为实际汇率贬值幅度， π_t^f 为外国通胀率，其余变量符号同公式(1)和公式(2)。

比较公式(1)和公式(3)可知，新兴市场和发展中经济体的主权债务风险同样会受到历史债务存量水平 d_{t-1} 、本币债务实际利率 r_t^d ^②、实际GDP增速 g_t 和财政余额水平与名义GDP之比 p_t 等国内因素的影响，与这些变量的关系也和发达经济体类似。但是，由于外币债务的存在，新兴市场和发展中经济体主权债务风险的影响因素同时存在三大差异。

第一，新兴市场和发展中经济体的主权债务风险还会受到外币债务的实际利率 r_t^f ^③和实际汇率贬值幅度 z_t 变化的影响。具体而言，当本币相对外币出现实际汇率贬值（即 $z_t > 0$ ）或外币利率

攀升（ r_t^f 增加）时，新兴市场和发展中经济体的主权债务风险会增加。这意味着，一旦美元走强或美联储进入加息周期，将会加剧新兴市场和发展中经济体所面临的风险。

第二，相比发达经济体，外币债务占比高的新兴市场和发展中经济体更难以通过增加本国通货膨胀的方式来削减主权债务风险。首先，本国通胀率上升只有在引发平均实际利率 r_t 变化的情况下才有削减债务负担的作用，但外币债务的实际利率 r_t^f 往往不由本国控制，甚至本币债务实际利率 r_t^d 在很多情况下也会因为外币债务实际利率 r_t^f 的增加而增加。其次，一旦本国通胀大于外国通胀（即 $\pi_t^d > \pi_t^f$ ），与外币债务有关的风险就会增加。最后，本国通货膨胀率上升还容易引发或加剧资本外流和汇率贬值，此时即使本国资产仍然大于负债，也容易发生流动性危机。

第三，由于部分债务以外币计价，外国通胀率 π_t^f 的上升也会起到削减本国政府实际偿债压力的作用。例如，如果美国通胀水平上升，那么以美元发行债务的债务国的实际偿债负担也会下降，但持有这些美元债务的债权人将遭受损失。

总的来说，对外币债务占比高且债务负担重的新兴市场和发展中经济体政府而言，主权债务风险的政策挑战更大，尤其是在受到全球经济下行和美国等经济体加息的负面冲击影响之时。对新兴市场和发展中经济体而言，一旦本国经济周期与美国经济周期差异较大，适应二者经济需求的宏观政策调整方向就会出现分歧，进而加剧新兴市场和发展中经济体所面临的资本外流和货币贬值压力。如果此时跟随美联储加息，那么该国的债务偿还负担会因为利率上升而加大。因为加息会对实体经济增长产生负面冲击，所以主权债

① 具体推导过程限于篇幅未列出，感兴趣的读者可向笔者索取。

② 本币债务实际利率 r_t^d 通过影响平均实际利率来影响政府杠杆率的变动轨迹。假设 α 为总债务中的外币债务占比，则平均实际利率可以写成外币债务实际利率 r_t^f 和本币债务实际利率 r_t^d 的加权平均： $r_t = \alpha r_t^f + (1-\alpha)r_t^d$ 。

③ 外币债务实际利率 r_t^f 通过影响平均实际利率来影响政府杠杆率的变动轨迹，公式说明同上。

务风险还会进一步上升。如果不跟随美联储加息或者为保持经济增速而实施货币宽松政策,那么就可能因为与美国的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。届时即使收紧货币政策,往往也难以挽回投资者信心,反而会导致经济陷入进一步衰退。换言之,面对美联储加息等负面外部冲击,新兴市场和发展中经济体几乎无法以简单的货币政策或财政政策调整手段来稳定自身债务比率。此外,受限于其治理能力和外汇储备等流动性资产不足,汇率和资本管制等非常规手段往往也难以奏效。因此,在下一阶段,对新兴市场和发展中经济体而言,美欧央行加息是最值得关注的外部风险因素。

五、国别层面的主权债务脆弱性评估

综上所述,在通胀率居高不下且利率逐步上升的情况下,发达经济体面临的最大挑战在于能否通过政策手段来稳定政府杠杆率,而新兴市场和发展中经济体的最大挑战在于如何避免因外部经济体加息而加剧本国债务负担。考虑到发达经济体与新兴市场和发展中经济体主权债务类型和风险来源的差异,本文采用不同的评估体系来对两类经济体主权债务脆弱性进行排名,从而找到近期最值得关注的风险国家。^①

发达经济体在评估脆弱性时主要考虑政府稳定债务负担水平的财政政策调节难度,^②因此以政府稳定杠杆率所需维持的财政余额水平与该经济体实际财政余额水平之差作为识别脆弱性经济体的指标。新兴市场和发展中经济体在评估风险时更侧重于其面对美联储加息等外部冲击时的脆

弱性,^③因此采用多个指标进行综合脆弱性评估。考虑到数据可得性,在此选取基于经常账户余额与GDP之比、外债存量总额与出口之比、外汇储备与GDP之比、通胀率(过去三年平均)、政府杠杆率、私人部门杠杆率变化(近五年增量)、财政余额与GDP之比七个指标对新兴市场和发展中经济体进行脆弱性排名,然后基于七个指标的排名平均值来获得各经济体的综合脆弱性排名。

(一) 发达经济体

暂不考虑增加通胀等非常规政策工具,而是以政府稳定自身杠杆率的财政余额调整幅度为基准来评估发达经济体政府控制主权债务风险的难度。假设忽略其他政府支出或收入流量(即 $o_t=0$),如果要使政府杠杆率保持不变(即 $d_t=d_{t-1}$),政府需要维持的财政余额水平为:

$$p_t^* = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} \quad (4)$$

在上一期财政余额的基础上,政府需要增加的财政余额水平 Δp 为:

$$\Delta p = p_t^* - p_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - p_{t-1} \quad (5)$$

其中 Δp 就是政府稳定自身杠杆率的财政余额调整幅度,该指标取值越大,意味着政府通过财政政策来稳定杠杆率的难度越高,因此脆弱性越大。

根据公式(5)计算出各经济体2023年稳定政府杠杆率的财政余额调整幅度,并以此得到发达经济体的脆弱性排名。值得注意的是,这种方法背后有一个隐含假设,即未来一年各经济体的宏观经济指标将按照IMF和经济合作与发展组织(OECD)的预测变化。很显然,这只

^① 本文对发达经济体、新兴市场和发展中经济体的分类标准同IMF的世界经济展望数据库。

^② Neil R. Mehrotra and Dmitriy Sergeyev, "Debt Sustainability in a Low Interest Rate World," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 124, 2021, pp. 1-18.

^③ Jasper Hoek, Steve Kamin and Emre Yoldas, "Are Higher U.S. Interest Rates Always Bad News for Emerging Markets?" *Journal of International Economics*, Vol. 137, 2021, p. 3.

是一个基准假设，并未考虑到更为极端的下行风险，如各国利率的抬升可能高于 OECD 的预测。英国长期国债利率在时任首相伊丽莎白·特拉斯（Elizabeth Truss）推出减税法案当天就飙升了 34 个基点，因此不排除比本文预测更差的情况出现。基准假设下的发达经济体脆弱性排名结果参见表 2。可以看到，主要经济体中，希腊、意大利、法国、美国等财政余额调整幅度较大，脆弱性排名靠前；丹麦、挪威、德国等财政余额调整幅度较小，排名靠后；西班牙、荷兰、英国等排名中等。

（二）新兴市场和发展中经济体

有研究指出，面对美国等外部经济体收紧货币政策的外部冲击，新兴市场和发展中经济体的脆弱性主要取决于三个方面。^① 一是本身的债务

负担水平是否过高。债务负担越重，脆弱性越高。在此采用外债存量总额与出口之比、政府杠杆率两个指标来评估新兴市场和发展中经济体的债务负担大小，这两个指标的取值越大，说明该经济体偿还债务的压力越大。二是自身经济基本面是否脆弱，包括通胀率（过去三年平均）、财政余额与 GDP 之比、经常账户余额与 GDP 之比以及私人部门杠杆率变化（近五年增量）。其中，私人部门杠杆率反映私人部门需要政府救助的可能性，近五年私人部门杠杆率的涨幅越大，说明私人部门利用债务融资进行生产的效率越低，因此越有可能出现系统性重要企业或金融机构破产等需要政府救助的情况。财政余额和经常账户余额与 GDP 之比反映一国财政和国际收支状况，这两个指标的取值越小，说明财政和国际

表 2 发达经济体的脆弱性排名

排名	经济体	财政余额调整幅度 (%)	排名	经济体	财政余额调整幅度 (%)
1	希腊	5.2	16	荷兰	1.1
2	意大利	5.0	17	葡萄牙	1.0
3	拉脱维亚	4.5	18	英国	1.0
4	比利时	4.2	19	斯洛文尼亚	0.8
5	法国	4.2	20	芬兰	0.8
6	新西兰	4.0	21	加拿大	0.6
7	澳大利亚	4.0	22	韩国	0.6
8	冰岛	3.6	23	德国	0.5
9	美国	3.0	24	日本	0.4
10	捷克	2.9	25	瑞士	0.1
11	西班牙	2.7	26	卢森堡	-0.2
12	以色列	1.9	27	瑞典	-0.2
13	立陶宛	1.6	28	爱尔兰	-1.4
14	奥地利	1.3	29	丹麦	-1.5
15	斯洛伐克	1.3	30	挪威	-6.6

注：本排名只覆盖变量数据齐全的经济体，未进入排名的其他发达经济体为数据缺失。财政余额调整幅度为正数时意味着政府需要通过增加税收、降低支出等方式增加财政余额；为负数时意味着政府可以下调财政余额，还有降低税收、增加支出等对经济进行逆周期刺激的财政政策空间。

资料来源：IMF 世界经济展望数据库和 OECD 长期利率指标数据。

^① Jasper Hoek, Steve Kamin and Emre Yoldas, “Are Higher U.S. Interest Rates Always Bad News for Emerging Markets?” p. 5.

收支失衡的情况越严重，因此脆弱性越大。过去三年的通胀率均值反映一国货币的稳定性，通胀率越高意味着其币值越不稳定，因此脆弱性越

大。三是短期现金流，即外汇储备与GDP之比。外汇储备越多，政府应对汇率贬值和资本外流的能力越强，因此脆弱性越小。

表3 新兴市场和发展中经济体的脆弱性排名^① (单位:%)

综合脆弱性排名	经济体	经常账户余额与GDP之比	外债存量总额与出口之比	外汇储备与GDP之比	通胀率(过去三年平均)	政府杠杆率	私人部门杠杆率变化(近五年增量)	财政余额与GDP之比
1	斯里兰卡	-1.3	383.6	7.0	4.5	105.2	27.0	-12.7
2	也门	-4.7	603.5	5.0	23.1	78.8	N/A	-5.1
3	黎巴嫩	-11.4	944.5	179.2	37.3	150.4	344.3	-5.8
4	马拉维	-11.6	213.3	4.9	9.1	57.0	N/A	-8.4
5	塞舌尔	-26.0	504.9	49.9	3.3	89.2	21.0	-11.6
6	阿根廷	1.1	345.9	9.1	45.5	102.8	8.4	-6.6
7	苏丹	-21.6	19517.9	N/A	114.4	241.4	-0.3	-3.1
8	突尼斯	-6.0	232.0	21.0	6.3	90.0	7.6	-8.4
9	委内瑞拉	-1.4	N/A	N/A	18766.1	304.1	16.3	-4.8
10	格鲁吉亚	-12.4	302.3	23.8	5.3	57.1	22.8	-7.6
11	马尔代夫	-22.4	181.0	21.4	0.4	141.6	23.3	-19.3
12	卢旺达	-12.1	405.2	17.4	4.0	67.5	4.6	-8.1
13	赞比亚	12.3	354.6	9.8	13.3	114.9	1.0	-11.2
14	巴西	-1.7	213.9	23.5	4.2	94.7	20.2	-8.9
15	阿鲁巴	-13.5	N/A	48.6	1.5	116.3	24.1	-13.5
16	佛得角	-15.0	488.9	41.4	1.0	159.4	11.8	-8.8
17	加纳	-3.0	215.8	12.0	8.9	81.2	-0.8	-13.6
17	埃及	-3.9	292.3	10.3	10.8	90.6	-2.3	-7.6
17	约旦	-8.5	316.0	N/A	1.4	89.4	13.1	-8.3
20	巴基斯坦	-1.9	387.9	6.4	8.0	85.5	-0.5	-6.6

注：第3—9列中的数值为各脆弱性指标的具体取值，第1列所显示的综合脆弱性排名是根据各指标的脆弱性排名的平均值再次排序而得出。^② 排名相同的国家为并列排名，N/A表示数据缺失。

资料来源：经常账户余额与GDP之比、政府杠杆率、通胀率、外汇储备与GDP之比、财政余额与GDP之比数据来自IMF世界经济展望数据库；外债存量总额与出口之比来自世界银行世界发展指标数据库；私人部门杠杆率变化数据来自国际金融协会的全球债务监测数据库。

^① 限于篇幅，表3仅列出新兴市场和发展中经济体中脆弱性最高的前20个经济体脆弱性排名，感兴趣的读者可向笔者索取全部排名。

^② 在此以斯里兰卡为例说明综合脆弱性排名的计算方法。基于每个脆弱性指标均可得到斯里兰卡在所有国家中的脆弱性排名。例如，一国经常账户余额与GDP之比的取值越小，该国的债务脆弱性越高。基于这个指标，斯里兰卡在所有国家中的脆弱性排名为第85位。依据类似逻辑，可得到基于其他指标的斯里兰卡的脆弱性排名：基于外债存量总额与出口之比的排名为第22位，基于外汇储备与GDP之比的排名为第九位，基于通胀率(过去三年平均)的排名为第46位，基于政府杠杆率的排名为第17位，基于私人部门杠杆率变化(近五年增量)的排名为第十位，基于财政余额与GDP之比的排名为第八位。对这些排名取平均就可以得到斯里兰卡的排名均值为 $(85+22+9+46+17+10+8)/7=28$ 。依据类似逻辑，可以得到其他国家的排名均值。对这些排名均值进行从小到大排序，就可以得到斯里兰卡的综合脆弱性排名为第一位。

新兴市场和发展中经济体脆弱性排名结果参见表3。可以发现,排名第一的斯里兰卡和排名第三的黎巴嫩已宣布国家破产,阿根廷、委内瑞拉、巴西、马尔代夫、埃及、巴基斯坦等国家的脆弱性也较高。

六、外部经济体主权债务问题与中国的关系

上文分析了外部经济体的主权债务风险、主要脆弱性来源,以及根据重点指标得到的脆弱性排名,接下来分析外部经济体危机冲击对中国的影响渠道以及中国在国际债务治理问题中的角色和面临的挑战。

(一) 外部经济体主权债务危机对中国的潜在影响

如果外部经济体爆发主权债务危机,可能从以下四个渠道对中国造成影响。

一是贸易渠道。如果以美国和欧元区国家为代表的发达经济体爆发主权债务危机,那么外需的大幅下滑将对中国出口产生严重冲击。如果日本、韩国等与中国贸易联系紧密的东亚经济体爆发主权债务危机,那么中国有关供应链的上下游生产可能受阻。此外,由于中国汇率制度灵活性的上升,危机期间的汇率波动可能给中国外贸企业带来更大损失。

二是海外资产渠道。随着“一带一路”倡议的不断推进,中国已成为多个发展中经济体的主要债权人之一,尤其在非洲地区有较多投资项目。2000—2019年,中国对发展中国家债务重组

和减免案例超过140例,涉及总金额高达435亿美元。^① 新冠疫情发生后,中国在二十国集团“暂缓最贫困国家债务偿付倡议”框架下允许最贫困国家暂停偿还对中国债务,缓债金额达13.53亿美元。^② 因此,如果更多发展中国家陷入主权债务困境,中国海外资产损失将进一步扩大。

三是国际资本渠道。2015—2016年,中国曾出现大规模资本外流,当时中国国际收支平衡表上记录的资本外流达到1.28万亿美元,年均资本净流出相当于GDP总量的6%。^③ 如果有新兴市场和发展中经济体陷入危机,投资者可能集中抛售新兴市场指数类资产,导致中国也面临融资成本上升、资本外流或资产减值压力。

四是资产价格渠道。主要经济体爆发主权债务危机后,投资者风险偏好可能会发生突然逆转,资本市场或形成共振式下跌。如果美联储收紧货币政策或美国陷入危机,经济衰退预期可能会扩散至全球,中国资本市场也可能受到冲击。

(二) 中国在全球债务治理中的角色与挑战

随着中国经济的崛起,中国已成为对外净资产规模最大的净债权国之一。IMF国际投资头寸数据显示,截至2022年末,中国对外金融资产达9.26万亿美元,对外净资产规模为2.53万亿美元。^④ 庞大且不断增长的对外债权规模意味着中国在全球债务治理中的角色已经发生变化,变成了举足轻重的国际债权人,这种角色变化也将给中国带来多维度的挑战。近年来,越来越多的低收入国家陷入债务困境,赞比亚、乍得、埃塞俄比亚、加纳等曾经发展较好的非洲国家纷纷开始

^① Gatién Bon and Gong Cheng, “China’s Debt Relief Actions Overseas and Macroeconomic Implications,” *EconomiX Working Papers*, University of Paris Nanterre, No. 2020-27, p. 1; Enrica Detragiache and Antonio Spilimbergo, “Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation,” p. 7.

^② 邹志鹏、王芳:《携手推进国际减贫进程(2020·年终专稿)》,人民网,2020年12月28日, <http://rmfp.people.com.cn/n1/2020/1228/c406725-31980716.html> [2022-10-01]。

^③ 余永定、肖立晟:《解读中国的资本外逃》,《国际经济评论》2017年第5期,第97页。

^④ 国家外汇管理局:《2022年中国国际收支报告》,2023年3月,第41页, <http://www.safe.gov.cn/safe/2023/0331/22548.html> [2023-04-01]。



申请国际债务援助。早有研究提出,有关国家的债务可持续性和债务处置问题已成为中国对外投资合作中的重要挑战。^①

中国海外贷款是否会损害其他国家发展的问題成为国际争议的焦点。一些西方学者认为,非洲债务问题是中国贷款导致的,由此提出了“债务陷阱论”“资源掠夺论”“优惠度不足论”“搭便车论”等多种批评意见。^②然而,大量实证研究表明,与中国的投融资合作不仅有助于“一带一路”沿线国家经济发展,而且可以减少政治和社会不稳定性。^③参与“一带一路”倡议缓解了沿线国家主权债务风险。^④此外,虽然中国对非洲贷款规模增长较快,但债权主要集中于少数国家,并且在非洲总外债中的比例仍低于商业债权人和多边债权人。因此,不应盲目把所有责任都推给中国,也不应该把债务问题政治化。^⑤

中国应当如何参与国际债务治理的问题已经引起了大量关注。有学者认为,作为新兴债权人,中国过去的双边债务重组模式存在弊端,应当充分学习国际经验,推动中国对外债权债务重组模式的改革。也有学者认为,中国经验也可以为进一步丰富国际债务处置理念和方案作出贡献。^⑥与传统债权国相比,中国在资金规模、生产性投资和“耐心资本”方面具有独特优势,这些优势

值得其他债权人借鉴。^⑦换言之,除了债务重组和减免以外,也应重视促增长和稳资金在降低主权债务风险方面的作用。

2022年,全球宏观经济金融环境已逐步由新冠疫情前的“低通胀、低利率”转向“高通胀、高利率”。与此同时,受新冠疫情、乌克兰危机、极端气候等不确定性事件影响,供给侧扰动持续不断,全球经济增长呈现出动能不足和高度不确定性态势。在这一新形势下,主权债务危机或再度成为影响全球经济金融稳定的巨大隐患。2022年全球主权债务负担水平相对历史经验而言仍处于中等水平范畴,虽然发达经济体的政府杠杆率比新兴市场和发展中经济体更高,但发达经济体政府所需要承担的利息支付压力显著低于后者。因此短期看,相比发达经济体,新兴市场和发展中经济体更有可能因为流动性风险而陷入主权债务困境。

面对外部经济体危机可能带来的威胁,中国应坚持以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。对内夯实经济基本面,确保经济发展和金融稳定,对外加强国际合作,抓住危机带来的改革机遇期,提升在关键议题上的话语权。

一是要夯实中国应对主权债务风险的经济金融基础,在维护金融体系稳定性和允许不良企业

① 陈旻辉:《非洲债务可持续问题及对中非合作的影响》,《国际经济合作》2018年第2期,第27—30页。

② 袁然、熊婉婷、肖立晟:《中国对“一带一路”国家主权债务影响研究新进展》,《银行家》2022年第1期,第114—125页。

③ 参见许志成、张宇:《点亮非洲:中国援助对非洲经济发展的贡献》,《经济学(季刊)》2021年第5期,第1499—1520页;胡建梅、单磊:《中国对非援助、基础设施和受援国经济增长——基于中介效应模型的实证分析》,《国际经济合作》2022年第5期,第53—68页;李嘉楠、龙小宁、姜琪:《援助与冲突——基于中国对外援助的证据》,《经济学(季刊)》2021年第4期,第1123—1146页。

④ 参见邱煜、潘攀、张玲:《“中国方案”果真布局了债务陷阱吗?来自“一带一路”倡议的经验证据》,《世界经济研究》2021年第7期,第120—134页;邓道才、朱森:《“一带一路”倡议实施与沿线国家债务违约风险——基于双重差分模型的实证分析》,《武汉金融》2022年第12期,第63—70页。

⑤ 参见刘晨、葛顺奇:《中国贷款与非洲债务可持续性:现实与前景》,《国际经济评论》2022年第4期,第134—158页;周玉渊:《发展中国家债务问题政治化的影响与反思》,《国际展望》2020年第1期,第85—107页。

⑥ 周诚君、洪灿辉、汪浩:《构建主权债务重组的“上海模式”》,《管理世界》2021年第6期,第87—98页。

⑦ 熊婉婷、赵海:《疫情冲击下的国际债务处置问题研究》,《开发性金融研究》2022年第2期,第74—80页。

退出之间取得平衡。经济复苏和金融稳定是中国应对全球债务风险的基础。一方面，中国应发挥市场化的不良企业淘汰机制，并适度收紧宏观审慎政策以增强金融体系稳定性。另一方面，中国也应保持货币政策的灵活性，避免融资环境过快收紧。对于可以持续经营、但入市融资渠道有限、暂时面临流动性或偿付风险的企业，中国可以通过减税降费等措施为企业定向政策支持。对于容易受到外部需求和汇率波动影响的外贸企业，政府应鼓励有关企业使用金融工具来对冲风险，进一步加强外汇衍生品和保险等金融衍生品的市场建设。

二是要积极参与针对发展中国家的国际债务治理合作，与其他债权人共同协作以缓解低收入国家的债务负担。近年来，中国对“一带一路”沿线国家的债权规模不断扩大，已成为众多国家的新兴债权人和重要贸易伙伴。因此，这些国家的主权债务风险不仅局限于其自身，而且很可能通过资产负债表、国际金融市场和国际贸易等渠道对中国进行反向溢出。为了加强债权人的国际协调，中国可继续在G20“缓债倡议”框架下为申请国际援助的低收入国家提供缓债援助，以及在《缓债倡议后续债务处理共同框架》下处理有关国家的主权债务重组申请。此外，中国还应该积极推动IMF新增特别提款权的再分配和债务重组工具的创新，为面临债务困境的国家提供更多

流动性和更为多元化的国际援助方案。

三是要坚持以我为主的货币政策，适度提高通胀容忍度。中国没有长期通胀风险，但考虑到大宗商品价格持续上涨和美国通胀对外输出对中国国内通胀造成压力，中国短期有一定通胀风险。面对可能的通胀跳升，需仔细甄别通胀结构、形成原因，科学判断通胀长期趋势。宏观政策应增强通胀容忍度，更加关注实际需求和就业市场改善情况，不宜因短期通胀跳升而改变政策倾向。货币政策应以我为主、保持政策独立性，以多工具应对多目标平衡。主要货币政策工具应优先考虑国内经济金融运行情况，通过公开市场操作等引导各期限利率处于政策合意区间，保证政策独立性。2022年中国货币政策和宏观审慎双支柱已基本构建，政策工具较为丰富，应进一步做好工具与目标相对应，以多工具辅助实现多目标平衡。

四是要加强全市场宏观审慎管理，防范海外金融风险外溢效应。增强人民币汇率市场化水平和汇率弹性，提高汇率波动容忍度，发挥汇率对资本流动的调节作用。加强跨境资本流动和金融市场的宏观审慎管理，实现跨境资本流动全面监测，合理管控外债规模，建好“防火墙”，避免资本短时间内大进大出。健全房地产金融、外汇市场、债券市场、影子银行等重点领域宏观审慎监测、评估和预警体系。

(来稿日期：2023-01-03 修回日期：2023-03-13 责任编辑：刘玮)

Abstracts

1 | Global Sovereign Debt Risks and Country Vulnerability Assessment

*Xiong Wanting*¹ *Zeng Rui*²

1. Chinese Academy of Social Sciences 2. University of International Business and Economics

Abstract: The outbreak of the COVID-19 pandemic pushes government debt levels to record highs. The long-standing “low inflation and low interest rate” situation in developed economies is reversed and the number of emerging markets and developing countries in debt distress keeps growing. The international community begins to worry about the recurrence of a systemic sovereign debt crisis similar to the Latin American debt crisis of the 1980s. Under such context, the study attempts to construct a holistic framework for analyzing sovereign debt risks and assessing country-specific vulnerabilities. First, according to government debt burden indicators of 2022, the global debt burden level is still in the medium range while some countries enters the high-risk range; emerging markets and developing economies face more severe liquidity risks than developed economics. Second, the study employs debt dynamics method to analyze differences in determinants of government debt burden levels of different types of economies and discusses the impact of new changes such as inflation and rising interest rates on their sovereign debt risks. Compared with developed economies, emerging markets and developing economies are more likely to fall into debt distress due to external shocks, and it is difficult to mitigate the risks by means of inflation and fiscal adjustment. Last, based on the differences in the sources of sovereign debt risks of the two types of economies, the study designs a short-term vulnerability assessment framework and ranks countries according to their vulnerabilities.

Keywords: sovereign debt crisis, systemic risk, debt dynamics analysis, emerging markets and developing economies

JEL classification: E43, F34, H68

16 | How Does Zambia Become Africa’s First Sovereign Default Since COVID-19 Pandemic?

*Wang Zhao*¹ *Zhang Yuanyuan*²

1. Shanghai University of International Business and Economics 2. Hua Xia Bank

Abstract: Zambia becomes the first African country to default on its sovereign debts since the COVID-19 pandemic. Its bilateral official creditors, multilateral official creditors and market creditors (including sovereign bonds and non-sovereign bonds) adopt strategies such as coordinated evolution, status quo mainte-