

发展中国家 债务问题成因、影响和应对

熊婉婷 曾瑞

摘要：发展中国家债务问题由来已久，其中既包括全球性债务积累和发达经济体货币政策外溢效应等共性成因，也包括低收入国家政府债务管理不善、中等收入国家债务处置难度更高等特性成因。我国一方面可采取大力创新债务处置工具、打造与债务处置相结合的绿色项目等策略，参与有关国家债务处置；另一方面也要发挥“耐心资本”等独特优势，将助力发展中国家经济增长作为解决债务问题的根本途径。

关键词：债务可持续性 主权债务 发展中国家

近年来，发展中国家的债务水平大幅上升。世界银行报告指出，发展中国家面临的债务危机加剧，60%以上的低收入国家正处于或濒临债务困境^①。如果发展中国家债务问题恶化，我国的对外债务处置成本和有关国际舆论压力或进一步提高。作为诸多发展中国家的新兴债权人，我国在债务问题治理中所扮演的角色至关重要。我国已在多个全球论坛上明确表示愿意成为一个负责任的、坚持多边主义原则的全球贷款人。

要找到应对发展中国家债务问题的最佳方案，必须深入分析问题的成因。相对于发达经济体，发展中国家更易受到主要发达经济体货币政策外溢和国际投资者风险偏好波动等外部冲击的影响。根据人均收入水平不同，发展中国家可进一步分为低收入和中等收入两类。相比低收入国家，中等收入国家一般政治稳定性更高，金融市场更为发达，在国际金融市场上的融资能力也更强。由于政治和经济特征的共性与差异，本文对发展中国

家债务问题的共性成因和不同收入水平国家的特性成因分别予以分析。

一、发展中国家债务问题的共性成因

首先，公共债务积累已成为发展中国家政府普遍面临的挑战。世界银行报告指出，1970年以来全球债务积累呈现周期性特征，共经历了四次主要的债务浪潮（Kose et al., 2021）。其中从2010年持续至今的第四次浪潮，已成为四次债务浪潮中规模最大、范围最广、增长最快的一次。新冠疫情的发生进一步加快了发展中国家的债务积累速度，政府部门债务负担水平尤其出现了飙升。

其次，疫情后的高通胀后遗症打破低利率格局，债务国的融资成本和偿债压力显著上升。新冠疫情发生后，全球宏观经济金融环境逐步由“低通胀、低利率”转向“高通胀、高利率”的局面。为了缓解通胀压力，各国央行货币政策收紧节奏明显

收稿日期：2023-5-12

作者简介：熊婉婷，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，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。

^① World Bank, “International Debt Statistics 2022: Edition II”, June 2022, <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/a5a46f28-b4d3-51ff-b665-db4c4d69fea3/content>.

加快。根据国际清算银行统计，2022年全球38家央行共加息210次。对债务国而言，全球性的利率上升不仅会推高其融资成本和偿债压力，还会削弱乃至抑制经济复苏，进一步加剧偿债难度。

此外，主要发达经济体货币政策的收紧还会引发国际资本“潮汐”，加剧发展中国家的金融不稳定和经济下行风险。以美联储为代表的发达经济体央行收紧货币政策会增加美元资产回报和削减非美元资产的吸引力，使发展中国家面临资本外流、货币贬值和资产价格调整压力。与美国经济周期不同步的发展中国家的货币政策更容易陷入两难困境：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；如果跟随加息，则会拖累本国经济复苏。

再次，国际债券的便利化加剧了发展中国家面对外部冲击时的脆弱性，透支了这些国家的成长潜力。国际债券的融资成本远高于传统双边和多边官方债务，与国际债券有关的付息费用占发展中国家利息总支出的63.2%，是发展中国家偿债压力加大的主要原因（唐晓阳，2022）。国际债券大多以美元计价，在美元加息周期中，汇率与利息双重上涨会显著削弱发债国的偿债能力。发展中国家国际债券发行量激增的根源是发达经济体长期以来的低利率环境和低资本回报率。为从发展中国家的高速增长中获取高额收益，发达经济体的金融机构为发展中国家发行国际债券提供了大量便利。然而，在全球经济下行时，经济结构脆弱又缺乏金融风险应对经验的发展中国家难以应对多重不利因素的冲击，许多国家被迫以更高的利率发行新债券，以偿还旧债，形成恶性循环，在貌似公平的市场规则下被国际金融资本套上沉重的枷锁，过早透支未来的增长。

最后，世界经济下行风险加大，对发展中国家偿债能力造成负面影响。新冠疫情、乌克兰危机、极端气候等不确定性事件对供给侧的扰动不断，货币政策和财政政策收紧使需求侧复苏放缓乃至逆

转，世界经济整体呈现下行态势，衰退风险加剧。随着经济下行，债务国的财政和外汇收入都受到负面影响。世界银行《大宗商品市场展望》预计，2023年全球大宗商品价格将下降21%。^①对外汇收入高度依赖大宗商品出口的国家而言，大宗商品价格下跌与需求走低也将显著削弱偿债能力。

二、低收入国家债务问题的特性成因

第一，从资金使用来看，低收入国家外债积累速度持续高于经济增速，说明这些国家对债务的使用效率需进一步提高。以具备二十国集团（G20）“暂缓最贫困国家债务偿付倡议”（DSSI）申请资格的73个低收入国家为例，2011—2019年这些国家外债存量平均增速为9.6%，比其国民总收入平均增速高了近4个百分点。

第二，主权国家是否能够调动足够的财政收入对于保持公共债务的可持续性至关重要。然而，低收入国家在政府收支调节等方面操作空间有限，低收入国家政府平均需要把高达14%的财政收入用于偿还外债，这一水平是发达经济体的4倍。^②高昂的债务融资成本严重阻碍了低收入国家的复苏进程，不仅会挤压政府在其他方面的支出，而且会影响政府应对其他冲击的能力。

第三，低收入国家往往在产业结构、灾难应对等方面存在严重结构性障碍和高度脆弱性，这些因素既是其过度举债和债务治理不善的原因，也是债务危机的催化剂。此外，政权频繁更迭等政治不稳定性问题也会加剧债务违约风险，原因是这些债务国政府存在更高的举债倾向、更低的债务使用效率和更低的外债偿还意愿。

第四，针对低收入国家的临时债务救助机制已逐步退出，后续债务处置和谈判机制仍面临私人和多边债权人参与度不足挑战。2020年5月，G20通过DSSI为73个国家提供了规模高达129亿美元的暂停偿债援助，为有关国家应对新冠疫情冲击提供了

^① World Bank, *Commodity Markets Outlook*, April 2023, <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/6864d537-d407-4cab-8ef1-868dbf7e07e2/content>.

^② International Monetary Fund, “Fiscal Monitor”, April 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.

财政空间。然而，该计划已于2022年12月结束，受益国必须继续履行债务偿还义务。2022—2024年，有关国家的偿债额会不断提高，从560亿美元升至710亿美元，远高于疫情前水平（2019年为400亿美元）。^①即使官方债权人继续允许低收入国家暂停偿债，部分国家也将面临严峻的再融资挑战。

DSSI结束后，有关国家还可以通过《缓债倡议后续债务处置共同框架》（以下简称《共同框架》）向G20成员国提出债务重组和减免申请。然而，该机制下的债务处置仍面临诸多挑战。例如，由于担忧主权信用评级下降，影响在国际金融市场上的后续融资，很多债务国并未提出申请，导致债务问题无法得到及时处理甚至进一步恶化。此外，《共同框架》只提供了原则性指导，减债程度和方式仍需各方谈判和协调，私人债权人和多边官方债权人的缺席依然是债务处置推进的重大阻碍。

三、中等收入国家债务问题的特性成因

第一，相比低收入国家，中等收入国家外债结构中私人债权人的占比更高，这会加大流动性危机风险和债务处置难度。中等收入国家主权债务中的私人债权人持有份额高达45%，远高于低收入国家的11%。^②相比官方债权人，私人债权人的投资行为更容易受到市场情绪影响，在经济下行期容易出现恐慌抛售，在债务处置时容易出现债权人协调困境。

第二，相比低收入国家，中等收入国家的国内金融市场更加发达，金融风险对实体经济的影响也更大。一方面，由于与国际市场的一体化程度高，中等收入国家的金融资产价格更容易因受外部冲击而出现大幅波动。例如，新兴市场国家债券^③

往往被投资者看作同类风险资产，同类国家债务风险容易出现跨国传染。2021年以来，黎巴嫩、斯里兰卡、加纳等国家纷纷陷入危机，新兴市场国家主权债务兑付风波持续发酵，越来越多国际资本开始采取趋利避害的投资策略，试图通过出售新兴市场国家主权债券的息差甚至逼近2020年3月的水平。国际信用评级机构也会因为高负债新兴市场国家财政收入下降而持续调低其主权信用评级，这不仅会进一步加剧有关债券的抛售潮，而且会影响这些国家的后续融资，以致这些国家在债务泥潭中越陷越深。

另一方面，中等收入国家银行体系的安全缓冲薄弱，更容易出现“主权—银行”危机螺旋。国际货币基金组织的2022年4月《全球金融稳定报告》指出，如果金融环境的急剧紧缩导致2023年全球经济衰退，通胀又持续居高不下，29%的新兴市场国家银行（按资产计）将违反资本要求。如果这些银行要重建资本缓冲，需要超过2000亿美元的资金。对财政空间本就不足的新兴市场国家政府而言，这无疑会造成难以承受的财政压力。

第三，针对中等收入国家的国际债务救助机制十分有限。G20的DSSI和《共同框架》只针对低收入国家，并不包括中等收入国家。中等收入国家也难以向世界银行等多边机构申请优惠贷款。因此，向国际货币基金组织申请紧急贷款几乎是陷入危机的中等收入国家的唯一国际救助渠道。

四、发展中国家债务问题对中国的经济影响

一是贸易渠道。债务问题引发的外需下滑不仅会对我国出口产生直接冲击，也可能影响有关供应

① Charles Albinet, “Risks on the Horizon for DSSI Countries”, June 2022, <https://findlab.org/risks-on-the-horizon-for-dssi-countries/#:~:text=Based%20on%20current%20projections%2C%20debt%20service%20will%20rise,59bn%20in%202023%20and%20USD%2071bn%20in%202024>.

② Secretary-General’s remarks at High-Level Meeting on Middle-Income Countries [as delivered], June 2021, <https://www.un.org/sg/en/content/secretary-generals-remarks-high-level-meeting-middle-income-countries-delivered>.

③ 新兴市场国家是国际金融投资中经常使用的一种国家分类，一般指收入水平尚未达到高收入国家标准或资本市场发展相对美欧等发达经济体较为滞后的国家。以明晟（MSCI）指数为例，该指数将全球市场分为发达、新兴和前沿市场三类，它们的成熟性和规范性依次递减。

链上下游的生产。因此无论是与我国贸易联系紧密的发展中国家，还是在全球产业链与我国合作程度较为密切的发展中国家，一旦发生债务危机，都会对我国经济金融稳定造成影响。

二是海外资产渠道。截至2022年末，按照国际投资头寸表口径，我国海外债权资产规模约2.6万亿美元，约占总资产规模的28%。^①新冠疫情发生后，我国在G20的DSSI多边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若发展中国家爆发债务危机，我国海外资产损失将进一步扩大。

三是国际资本渠道。2015—2016年美联储加息期间，我国曾出现大规模资本外逃危机，当时的年均资本净流出相当于GDP的6%（余永定和肖立晟，2017）。如果其他新兴市场国家陷入危机，投资者可能集中抛售新兴市场指数类资产，这会导致我国面临融资成本上升、资本外流或资产减值压力。

五、应对发展中国家债务问题的中国方案

面对发展中国家债务问题，我国短期内的首要任务是尽快打造具有流动性补充功能和积极舆论效应的标杆项目，避免流动性风险升级。为了最大限度地降低发展中国家债务的处置成本，我国可大力创新债务处置工具、打造与债务处置相结合的绿色项目。中长期，我国应坚持充分发挥“耐心资本”等独特优势，把助力发展中国家经济增长作为解决债务问题的根本途径，并且推动自身债权结构向更为市场化的方向转型。

（一）积极创新债务处置方案

除直接减免本息、延长还款期限、降低利息等传统债务处置方式外，还可以尝试带有信用增级效果的“贷款—债券”置换方案。拉美债务危机的处

置经验表明，帮助发展中国家发行布雷迪债券来置换商业银行贷款是实现官方债权人与私人债权人协调的一种成功模式。该模式的本质是官方债权人以美国国债等安全资产作为担保，为债务人提供信用增级援助，从而把流动性较差且利息高昂的银行贷款置换为流动性更高、利息更低的布雷迪债券。该减债方案还可以与其他国际金融援助相结合。2021年，国际货币基金组织增发了价值高达6500亿美元特别提款权。这些新增流动性可以作为官方债权人为陷入债务困境的发展中国家提供信用增级援助的基础，实现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（徐奇渊等，2022）。

（二）打造与债务处置相结合的绿色项目

结合当前国际社会对气候问题的关注，可选择性试点“债务—自然互换”“债务—气候互换”等债务重组工具，打造绿色减债项目。“债务—自然互换”“债务—气候互换”等工具的核心是以债务减免为条件，换取债务国在自然保护等可持续发展目标上的投入。这一做法适用于面临脆弱性挑战或具有生态重要性的债务国，不仅可撬动来自公益机构、国际组织和ESG投资者等多方的资金，还有很好的宣传示范效应。2016年，塞舌尔就与公益组织大自然保护协会共同合作，通过“海洋保护与债务互换”计划，完成了2160万美元的债务重组，建立了41万平方公里的海洋保护区。2021年，伯利兹也通过类似的债务互换计划，实现了3.64亿美元的债务重组和对其境内30%海域的保护性资金投入。

（三）坚持以发展来化解债务问题

只有债务积累却没有经济增长是债务危机的根本原因。应重视“促增长”和“稳资金”在降低债务风险、解决债务问题中的核心作用。（下转第48页）

^① 国家外汇管理局，中国国际投资头寸表，2023年3月，<https://www.safe.gov.cn/safe/2019/0627/13520.html>。

^② http://www.china.com.cn/opinion/2021-04/09/content_77390743.html。

有针对性地出台汇率风险管理促进措施，推动技术革新，增强企业国际竞争力。三是立足企业规模差异，结合企业内控要求，细化“一户一策”政策指导，协助企业建立行之有效的汇率风险中性管理机制。🔗

参考文献：

- [1] 白鹤祥. 提升服务企业汇率风险管理效能[J]. 中国金融, 2022(23): 30-31.
- [2] 陈琳, 袁志刚, 朱一帆. 人民币汇率波动如何影响中国企业的对外直接投资? [J]. 金融研究, 2020(3): 21-38.
- [3] 陈霞. 论我国资本项目外汇政策与资本市场发展的关系[D]. 上海: 上海交通大学硕士学位论文, 2010.
- [4] 顾建安, 刘伟龙. 以管理会计视角浅谈“一带一路”下建筑企业境外施工的风险应对[J]. 中国总会计师, 2020(4): 46-48.
- [5] 贺力平. 新中国成立七十年来外汇政策的改革调整和成就[J]. 国际金融, 2019(11): 43-49.
- [6] 楼继伟. 1993年拉开序幕的金融和外汇改革[J]. 财政研究, 2022(3): 3-15.

- [7] 彭陆强, 熊元龙. 强化涉外企业外汇风险管理能力建设[J]. 中国金融, 2022(23): 36-38.
- [8] 荣蓉, 韩英彤, 白琳. 汇率风险中性为外贸企业保驾护航[J]. 中国外汇, 2022(14): 19-22.
- [9] 王晓明. 推动企业汇率风险管理不断优化[J]. 中国金融, 2022(23): 27-29.
- [10] 辛修明. 中国对外承包工程行业发展概况[J]. 建设机械技术与管理, 2014, 27(12): 78-80.
- [11] 杨天福. 对外承包工程企业外汇风险管理——基于合同生命周期的研究[J]. 国际经济合作, 2015(11): 78-83.
- [12] 张霓, 刘启超. 境外工程承包企业套保实践谈[J]. 中国外汇, 2022(8): 16-18.
- [13] 赵美贞, 王娜, 王运慧. 企业集团财务公司汇率风险管理探析[J]. 中国外汇, 2023(13).
- [14] 赵维佳. 境外承包工程项目企业税务风险管理[D]. 沈阳: 辽宁大学硕士学位论文, 2022.
- [15] 赵文栋. “走出去”境外承包工程企业安全的政府支持政策现状及对策研究[D]. 石家庄: 河北大学硕士学位论文, 2020.
- [16] 中国银行业协会贸易金融专业委员会. 人民币国际化报告(2022—2023)[R]. 北京: 中国银行业协会, 2023.

(上接第30页)

即使债务指标出现短期恶化，只要能妥善处理流动性危机，且真正促进债务国的经济增长，就可以在长期经济发展过程中减轻债务负担，实现债务可持续发展目标。秉承这一理念，债务处置行动不应只强调降低偿债额度，更应强调通过经济增长来提高偿债能力，以及通过保证稳定且可持续的融资支持来降低流动性危机的损害。与传统债权国相比，我国在资金规模、生产性投资和“耐心资本”方面具有独特优势，这些优势可为其他债权人提供借鉴（熊婉婷和赵海，2022）。

（四）推动债权结构的市场化转型

中长期看，可推动对外债权结构的市场化转型，提高私人债权人和债券形式债务的占比。这种转型有三重好处。一是有助于减轻官方部门的减债压力。本轮和过去的债务处置经验均表明，双边官方债权人往往比私人债权人的减债责任更大、偿债优先级更低。事实上，近十年来，在西方国家

对发展中国家的债权投资中，官方双边债权的比重已大幅下降，更多债权以债券形式持有。二是可以扩大投资者范围，引入更多私人资本，发挥市场调节机制的优势，提高投资效率。三是丰富国内债券市场投资品种类，扩大金融市场的双向开放。🔗

参考文献：

- [1] 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[R/OL]. (2022-08-03) [2023-05-10]. <https://www.dir.tsinghua.edu.cn/jinrongzibendexianjingZ.pdf>.
- [2] 熊婉婷, 赵海. 疫情冲击下的国际债务处置问题研究[J]. 开发性金融研究, 2022, 42(2): 74-80.
- [3] 徐奇渊, 等. 发展中国家债务危机如何应对[EB/OL]. (2022-04-14) [2023-05-10]. <https://finance.sina.com.cn/zl/china/2022-04-14/zl-imcwipii4300335.shtml>.
- [4] 余永定, 肖立晟. 解读中国的资本外逃[J]. 国际经济评论, 2017, 131(5): 97-115, 6.
- [5] Kose A, Nagle P, Ohnsorge F, and Sugawara N. Global Waves of Debt: Causes and Consequences[M/OL]. Washington, DC: World Bank, 2021 [2023-05-10]. <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/df3e974-564c-533a-b5f6-b416905eef92/content>.