

金融全球化演变背景下的 G20 主权债务综合治理*

叶 玉

【内容摘要】 新冠肺炎疫情的暴发加剧了国际发展挑战，发展中国家的主权债务风险管控和治理再次被提上议程。进入 21 世纪以来，金融全球化继续扩张，伴随南北力量结构的调整，发达经济体传统的对外债权规模明显收缩，新兴经济体对主权国家的贷款增长较快。但发达经济体仍掌握着主要债务货币发行权，仍拥有最强大的金融服务机构，其超常规货币政策驱使最贫困国家大举进入国际债券市场融资，使发达经济体的债权人地位和影响力以另一种形态延伸。当前的 G20 主权债务合作表明，新兴与传统债权国就最贫困国家主权债务处置开展协调具有建设性意义，但过分聚焦新兴经济体减债，淡化流动性救助及债务源头和私人部门治理，并以债务透明度取代发展政策有效性关切，存在明显的不均衡性。传统债权国应摒弃“零和博弈”思维，基于金融全球化合作和公平责任的要求，以联合国 2030 年可持续发展议程为指导，在 G20 框架下与新兴债权国合作，共同撬动私人部门合作，综合开展主权债务危机预防和控制治理。

【关键词】 金融全球化 主权债务治理 G20 缓债倡议

【作者简介】 叶玉，上海国际问题研究院副研究员（上海，邮编：200233）

【中图分类号】 F831

【文献标识码】 A

【文章编号】 1006-1568-(2021)04-0073-17

【DOI 编号】 10.13851/j.cnki.gjzw.202104004

* 本文系国家自然科学基金“世行股权与治理改革新动向及中国方案研究”（18BGJ023）的阶段性成果。感谢上海国际问题研究院研究生陈树鑫在数据整理方面提供的支持。

新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）的暴发加剧了国际社会对发展中国家主权债务风险上升的担忧。但是，债务国到底是面临短期的流动性困难，还是陷入债务不可持续的局面，以及如何实施救助，在实践中往往难以判断。国际货币基金组织（IMF）和世界银行提出了一套关于低收入国家债务可持续性的分析框架，但在实际应用中却面临较大挑战。^① 不同债务国未来经济增长具有很大不确定性，其国家资产价值的评定亦十分复杂。这些国家债务是否可持续在很大程度上取决于债权国对其前景是否具有信心以及是否愿意继续提供融资，这具有很大的主观性，因而更像是一种艺术而非科学，具有非常强的政治性。^② 瑞·达利欧（Ray Dalio）指出，债务问题的解决有四个选项，即债务国削减开支、债权人提供债务减记及其他形式的债务重组、中央银行增加货币供给购买债务以及第三方提供救助，“美丽的去杠杆”实际上需要一个综合多方面的最佳平衡方案。^③ 这意味着主权债务治理不仅需要债权、债务双方之间“做减法”，即实施债务减免或其他形式的债务重组，还需要上游债务货币发行国的宏观政策及其他市场主体的新资金供给密切配合，应放在金融全球化的视角下综合处理，真正帮助债务国走上可持续发展的道路。由于这需要债权国与债务国、主要货币发行国以及市场主体的多边和多方集体行动，因此面临着特殊的政治复杂性。

本文先对 2008 年国际金融危机以来金融全球化的进一步扩张及其调整、演变进行概述；以此为背景，第二部分阐述发展中国家特别是其中的最贫困国家（DISS 国家）主权债务水平的上升及其债务结构与形式的变化，揭示当前主权债务合作的主要矛盾；第三部分聚焦二十国集团（G20）主权债务合作的进展和不均衡性；最后从金融全球化和主权债务综合治理的角度提出进一步推进相关合作的重点，并对进一步研究相关问题进行思考。

① 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》，《国际经济评论》2019 年第 4 期，第 44—62 页。

② Thomas M. Callaghy, “Innovation in the Sovereign Debt Regime: From the Paris Club to Enhanced HIPC and Beyond,” The Operations Evaluation Department (OED) Working Paper, The World Bank, 2004, p. 17; and Lex Rieffel, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*, Brookings Institution Press, 2003, p.48.

③ Ray Dalio, *Principles for Navigating Big Debt Crises, Part I: The Archetypal Big Debt Cycle*, Westport, CT: Bridgewater, 2018, p. 12.

一、金融全球化的进一步扩张及其内部调整

相对于贸易全球化而言，金融全球化是指跨国资金流动带来全球性联系不断提升的概念。^① 20 世纪 70 年代后，随着固定汇率制的瓦解，金融要素的自由化和全球化步伐迅速赶超贸易全球化，并使贸易全球化向新的纵深发展。2008 年国际金融危机以来，国际贸易增长乏力，国际贸易额占全球国内生产总值（GDP）的比重由 60% 的历史高点持续下降，引发学界关于贸易保护主义“去全球化”的广泛讨论。^② 主要经济体为应对金融危机，集体实施超宽松货币政策，国际市场流动性充裕，新兴经济体和广大发展中国家进一步开放金融部门，推动金融全球化进一步发展。全球范围内海外金融资产占 GDP 的比重由 1960 年的 30% 持续增长至 2015 年的 400%。^③

但是，在金融全球化总体保持扩张的背后，确实出现了结构性调整。20 世纪 90 年代的金融全球化扩张主要源自发达经济体，但 2008 年的国际金融危机推动了全球金融监管的加强，特别是要求大型银行提高资本金比率，加之危机对发展中国家经济及其融资业务的盈利能力造成冲击，这些机构的海外资产大幅收缩。欧洲大型银行的海外信贷收缩最为突出，2007—2016 年，欧元区银行海外贷款及其他权益由 15.9 万亿美元降至 8.6 万亿美元，降幅约 46%。^④ 这是因为其他国家的银行主要通过增加股本满足新的监管要求，而欧洲银行主要通过收缩资产的方式使风险加权资本比率达标。鉴于其在全球

① Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayan Kose, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence,” International Monetary Fund, September 9, 2003. <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/index.htm#overview>.

② Carlo Altomonte, Italo Colantone, and Elena Zaurino, “Has Globalisation ‘Peaked’? Trade and GDP Growth in the Post-Crisis Context,” Bruegel, September 7, 2015, <https://www.bruegel.org/2015/09/has-globalization-peaked-trade-and-gdp-growth-in-the-post-crisis-context/>.

③ Bank for International Settlements, *87th Annual Report*, Basel, June 25, 2017, p. 100. 金融全球化的指标之所以远超出贸易全球化，是因为越来越多的跨国资金流动是为了资产管理和套利目的，而与国际贸易投资的实体经济活动不具有直接关联。

④ Susan Lund et. al., “The New Dynamics of Financial Globalization,” McKinsey Global Institute, August 2017.

金融体系中的地位，这一方式对全球跨境贷款产生了重要影响。发达经济体中仅有加拿大和日本的银行对外贷款在过去10年中保持了较大增长。

随着国际力量格局出现新的调整，新兴经济体在国际贸易中积累的资源转化成为国际金融力量。中国等新兴债权国金融机构未受到2008年国际金融危机的严重冲击，对其他发展中国家的贷款增速加快。2007—2016年，中国、巴西、俄罗斯及印度的对外金融联系度均明显提升，其中中国四大国有商业银行海外资产总规模升至约1万亿美元，占其总资产的加权平均比重由2%上升至9%。^① 欧、美银行的国际收缩，亦进一步激励了新兴经济体的政策性与开发性金融机构的跨国发展，成为发展中国家中长期基础设施建设中最重要的融资来源。根据波士顿大学全球发展政策中心（Global Development Policy Center of Boston University）的数据，按签约额计算，中国国家开发银行和中国进出口银行2008—2019年共为外国政府（含地方政府及国有机构）提供了约5000亿美元的发展融资。^②

金融全球化的“南升北降”主要体现在银行跨国贷款业务上。发达经济体出台的量化宽松货币政策大大刺激了债券和投资组合类的国际资金流动，创造了“第二阶段的全球流动性”，很大程度上抵消了跨境贷款的收缩。^③ 而在这方面，发达经济体的机构投资者依然处于领先地位。换言之，传统债权国作为国际债务货币的发行国，其地位并未下降，而是以债券市场进一步扩张的形式获得提升。新兴经济体亦主要以美元对外贷款，因此常常受制于发达经济体的宏观政策。从金融全球化的演变视角来理解和解决当下发展中国家特别是其中最贫困国家的主权债务问题具有十分重要的意义。

二、发展中国家主权债务的上升及其结构性变化： 以最贫困国家为焦点

2008年国际金融危机以来，发达经济体驱动的金融全球化使发展中国

① Susan Lund et. al., “The New Dynamics of Financial Globalization.”

② <https://www.bu.edu/gdp/chinas-overseas-development-finance/>.

③ Bank for International Settlements, *87th Annual Report, Basel*, June 25, 2017, p. 105.

家更容易进入国际市场进行融资。但是由于全球经济增长总体乏力，与此轮金融全球化扩张相伴的是世界经济的债务化趋势。发展中国家主权外债规模不断上升，引发关于爆发新一轮主权债务危机的担忧。卡门·莱茵哈特（Carmen M. Reinhart）等撰文指出，美国等主要经济体自 2012 年开始逐步退出其金融危机救助政策，导致大宗商品价格和国际资本流动呈现“双下降”（double bust）趋势，与过去两百年中反复出现的主权债务违约风潮情形相似，这可能孕育新一轮主权债务违约的风险。^① 2020 年初世界银行发布报告，对全球发生自二战结束以来“第四波债务危机”的可能性提出警示。^②

（一）主权债务脆弱性的体现

2011—2019 年，发展中国家整体外债存量由 5 万亿美元升至 8 万亿美元，其中公共及公共担保长期外债（long term public and publicly guaranteed external debt，以下简称“主权外债”）由 1.7 万亿美元升至 3.1 万亿美元，占国民总收入（GNI）的比率由约 7.5% 升至约 10%。^③ 这一总体水平按现有 IMF 和世界银行的债务可持续性标准来看并不算严重，但是，发展中国家内部差异较大，并往不利方向发展，其中 1/3 的國家的主权外债占国民总收入的比重超过 60%，9% 的国家则超过 100%，均较 2010 年有明显恶化。IMF 和世界银行聚焦最贫困国家的债务脆弱性，认为这些国家自 2008 年国际金融危机以来，实际利率与增长率之间的差距扩大，与发达经济体差距缩小的趋势相反。^④ 这表明发达经济体受益于量化宽松货币政策而得以在扩大债务的同时减轻偿债成本，最贫困国家即便在疫情暴发前债务水平趋稳，亦因为经济增长乏力而面临实际偿债成本上升的局面，其公共债务融资促进增长的效率有待提升。由此可见，债务脆弱性从根本上体现了国际发展动力的

① Carmen M. Reinhart, Vincent Reinhart, and Christoph Trebesch, “Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815–2015,” *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 105, No. 5, 2016, pp. 574–580.

② M. Ayhan Kose et. al., *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Washington D.C.: World Bank Group 2020.

③ 本文数据除另有明确说明外，均为作者根据世界银行“国际债务统计（International Debt Statistics）”相关数据计算，或引自 World Bank, *International Debt Statistics 2021*, World Bank 2021。

④ “The Evolution of Public Debt Vulnerabilities in Lower Income Economies,” International Development Association and International Monetary Fund, January 2, 2020.

不足和落实联合国 2030 年可持续发展议程（以下简称“2030 年议程”）的挑战。

2020 年初，疫情全球暴发带来全球性经济联系凝滞和供应链中断，对严重依赖传统劳动密集型产业、接触式服务业和大宗商品出口的发展中国家就业和财政收入带来严重冲击，使其债务压力进一步加大。同时，这些国家又遭遇严重的资本外逃，面临疫情和经济的双重打击。截至 2021 年 1 月底，具备相关数据、得以接受 IMF 和世界银行定期债务可持续性分析监测的 69 个国际开发协会（IDA）国家^①（也是下文聚焦的 G20 主权债务合作的主要对象国）中，被评定为已经或有陷入债务压力高风险（Debt Distress）的国家升至 35 个，^②这与全球流动性大幅扩张的背景形成鲜明对照。

（二）主权债务来源结构与形式的变化

更具政治影响的是，受金融全球化力量调整的影响，发展中国家主权外债在规模上升的同时，其来源结构发生了明显变化。

第一，传统与新兴债权国的地位此消彼长，尤其是中国份额的上升成为关注的焦点。以当前 G20 主权债务合作聚焦的最贫困国家为例，截至 2019 年底，来自双边官方债权人的最贫困国家主权外债存量合计为 1 780 亿美元，其中中国占比为 58%；七国集团（G7）合计占比为 22%，其中日、法占比相对较高，分别为 13%和 5%。除金融危机导致金融全球化的“南升北降”之外，另一个政策性因素也带来发达经济体债权人地位的总体下降。1996 年和 2005 年，由发达经济体为主组成的巴黎俱乐部成员国及其主导的多边金融机构分别推出“重债穷国倡议”（HIPC）和“多边减债倡议”（MDRI），

^① 2020 年 4 月 15 日 G20 财长会议通过为最贫困国家提供暂缓债务偿还的合作倡议（Debt Service Suspension Initiative, DSSI），适用于 IDA 国家和联合国界定的最不发达国家（仅安哥拉不在 IDA 国家之列），下文称“DSSI 国家”。

^② 其中已经陷入债务压力的有 7 个国家，包括刚果共和国、格林纳达、莫桑比克、圣多美和普林西比、索马里、苏丹及津巴布韦等；具有陷入债务压力较高风险的有 28 个，包括阿富汗、布隆迪、佛得角、喀麦隆、中非共和国、乍得、吉布提、多米尼加、埃塞俄比亚、冈比亚、海地、肯尼亚、基里巴斯、老挝、马尔代夫、马绍尔群岛、毛里塔尼亚、密克罗尼西亚、巴布亚新几内亚、萨摩亚、塞拉利昂、南苏丹、圣文森特和格林纳丁斯、塔吉克斯坦、汤加、图瓦卢及赞比亚等。参见：“Latest Publicly Available Debt Sustainability Analyses Under the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low Income Countries (LIC-DSF) (Risk of external debt distress) ,” February 4, 2021, [https://www.worldbank.org/en/programs/debt-tool kit/dsa](https://www.worldbank.org/en/programs/debt-tool-kit/dsa).

对最贫困国家实施了大规模的减债行动，使其拥有的海外官方债权规模大幅下降。按照 2017 年现值折算，截至 2019 年 7 月，两项倡议共为 36 个参与国家减免债务约 1 200 亿美元。^①

第二，超低利率环境下私人债权人的地位上升，成为主权债务扩张最快的增量。20 世纪 80 年代末，美国政府主导推出的“布雷迪计划”（The Brady Plan）在帮助发展中国家走出债务危机的同时，大大促进了主权债务的证券化。如前所述，发达经济体货币政策的宽松化进一步刺激了债券市场的全球化发展。2019 年底，在发展中国家整体主权外债存量中，64% 来自资本市场发债及商业银行等私人债权人，较 10 年前上升了 13%。就最贫困国家而言，其主权外债的私人化趋势亦十分突出。截至 2019 年底，在最贫困国家的主权外债总额中，多边官方机构、双边官方机构及私人部门占比分别为 43%、36%、20%，其中来自私人部门的债务增速最快，较 2010 年上升了 13%，其中主权债券的增量最为突出，由 27 亿美元上升至 659 亿美元，占私人债务总存量的 68%（见表 1）。

表 1 最贫困国家公共及公共担保长期外债总额及其构成（单位：亿美元）

	2010 年		2015 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
多边官方债权人	1 184.2	55.3%	1 452.4	44.8%	2 104.5	42.9%
双边官方债权人	747.3	34.9%	1 156.0	35.7%	1 776.4	36.2%
商业性银行	113.9	5.3%	218.3	6.7%	270.5	5.5%
债券持有人	26.7	1.3%	301.2	9.3%	658.8	13.4%
多元债权人	68.8	3.2%	113.7	3.5%	99.3	2.0%
合计	2 140.9	100.0%	3 241.6	100.0%	4 909.5	100.0%

资料来源：根据世界银行资料整理。

^① “Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) Statistical Update,” World Bank and IMF, July 26, 2019, <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/hipc>.

但是，受制于评级的约束，能利用私人部门融资的最贫困国家仍集中在少数成员，其中科特迪瓦、加纳等 18 个国家吸收了其中的九成。^① 这一趋势与 2030 年议程落实要求的融资来源多元化要求相一致，但伴随发展中国家主权债务对市场资金依存度的上升，其债务成本相对于出口额的比值出现上升趋势，有可能加剧债务的脆弱性。

（三）重新审视国际债权人结构的“南升北降”

此轮债务问题伴随着债务来源和形式结构的变化。在官方债权人层面，新兴经济体超越巴黎俱乐部成员国成为发展中国家主权债务的重要来源，并被高度政治化和指责为“债务陷阱”的制造者。但是，新兴债权国地位的提升，更多体现在中下游和传统的银行贷款方面，而美国等发达经济体则占据债务链上游的主导地位。首先，低收入国家的主权外债币种八成以上为美元，美国任何宏观经济政策的调整，事实上主导着全球流动性和发展中国家债务态势的发展。其次，主权债券融资的上升实际上是发达经济体影响力的另一种延伸。美国拥有全球最具影响力的金融中心和金融服务机构，特别是其主权评级机构事实上对日益普及的主权债务交易规则的走向发挥着重要影响。伦敦作为全球最大的离岸金融中心，在发展中国家主权债交易监管和管辖方面亦发挥着举足轻重的作用。此外，美、欧等传统债权国作为国际金融机构特别是 IMF 的最主要股东国和总部所在地，可对主权债务治理和处置产生特殊的影响力。比如就债务重组本身，IMF 通过其“最后贷款人”的救助功能可对主权债务重组发挥重要的撬动作用。

三、G20 关于最贫困国家的主权债务治理及其不均衡性

2020 年 4 月，G20 财长会议通过为最贫困国家提供暂缓债务偿还的合作倡议^②（Debt Service Suspension Initiative，以下简称“缓债倡议”）。同意

① World Bank, *International Debt Statistics 2021*, Washington, D.C.: World Bank 2021.

② “Communiqué,” Virtual meeting of the G20 finance ministers and central bank governors, Riyadh, Saudi Arabia, April 15, 2020.

自 2020 年 5 月 1 日至当年底，IDA 国家及联合国界定的最不发达国家暂缓偿还双边官方所属主权债务。由于疫情的持续蔓延，缓债期限被两次延期，并最终延期至 2021 年底。在缓债期内，债务国可暂停偿还到期债务的本金和利息，延期的相关债务将在 5 年内偿还，再加 1 年宽限期。由于坚持债务“净现值中性”（Net Present Value Neutrality）原则，缓债倡议本质上是应急流动性救助和债务偿还期限的重组，用以弥补全球金融安全网的不足。

2020 年 11 月，G20 通过为最贫困国家提供进一步债务处置（Debt Treatment）协调的“共同框架”（Common Framework），^① 确认“如果经 IMF 和世界银行债务可持续性分析及参与官方债权人的集体分析认为确实迫不得已”时，债权国可以安排债务减免，^② 这标志着 G20 的债务合作由提供短期流动性救助向债务不可持续时的债务减免延伸。不过，“共同框架”与历史上的 HIPC 具有重要区别，前者规定了统一的减债准入门槛和减债幅度，即外债现值占其出口比重超过 150% 的国家在实施必要改革的情况下可获得至少 90% 以上的减债；后者则以个案方式（Case-by-Case Approach）决定具体解决方案，本质上是 2003 年巴黎俱乐部针对中等收入国家债务处置设计的“伊维安路径”（The Evian Approach）延伸适用至 IDA 国家，^③ 是更为亲市场的解决路径。

就具体落实机制而言，缓债倡议及“共同框架”沿袭了巴黎俱乐部债务处置的基本方式，由债务国提出申请，条件是其已与 IMF 签署救助协议或已提出相关申请，债务处置的必要性及处置条件由 IMF 与所涉双边官方债权人集体评估共同决定。但鉴于 IMF 在相关领域的专业性积累，其在处置进程中事实上拥有更大的话语权。^④

① “Statement of the Extraordinary G20 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meeting,” November 13, 2020, https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/g20/g20_201113_1.pdf.

② “Statement of the Extraordinary G20 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meeting,” November 13, 2020, https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/g20/g20_201113_1.pdf.

③ Daniel Munevar, “The G20 ‘Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI’: Is it bound to fail?” Part 1, October 22, 2020, https://www.eurodad.org/the_g20_common_framework_for_debt_treatments_beyond_the_dssi_is_it_bound_to_fail.

④ Sean Hagan, “Sovereign Debt Restructuring: The Centrality of the IMF’s Role,” Peterson Institute for International Economics, July 2020, <https://www.piie.com/system/files/documents/>

截至 2021 年 3 月，共有 46 个国家申请适用缓债倡议，涉及缓债总额约 170 亿美元。^① 乍得、埃塞俄比亚及赞比亚三国申请适用“共同框架”。截至 2019 年底，最贫困国家的外债总金额为 7 440 亿美元，在全球发展中国家 8 万亿美元外债总额中仅占约 9%。在新兴债权国未加入巴黎俱乐部及经合组织（OECD）的背景下，缓债倡议及“共同框架”更大的意义在于开启了新兴与传统债权国以个案方式开展债务处置的直接协调机制，并撬动商业性债权人的参与，且其作为一项试点，很可能逐步向全球范围推广。但是，缓债倡议及“共同框架”迄今为止的落实情况存在明显的局限性和不均衡性，与金融全球化下的合作要求存在一定的差距。

（一）债务问题政治化，全球治理合作动力和领导力不足

近 20 年来，新兴与传统债权国地位的快速转换是这一时期国际力量格局变迁的一个缩影。因此，此轮最贫困国家主权债务问题被发达经济体高度政治化，在全球金融链中居于中游地位的新兴债权国特别是中国被塑造为最主要的债务推手。这从根本上不利于新兴与传统债权国深化主权债务治理合作。如上所述，当前最贫困国家主权债务的来源呈现多边机构、双边机构及商业性债权人“三足鼎立”的格局，任何一方都不具有绝对优势，领导力缺乏的现象十分突出。各类债权人内部缺乏领导力亦是一个突出问题，特别是商业性债权人包含各种类型的金融机构乃至个人，是否以及如何组建债权人委员会（Creditor Committee）均取决于个案情形。G20 作为非正式的合作机制，缺乏常设秘书处，仅依赖主席国可能难以承担起“共同框架”有效落实涉及的各类债权人和债务国的协调职能。

（二）双边官方债权人参与为主，私人部门参与不足

如上所述，最贫困国家债务来源日趋多元化和市场化，与 20 世纪末 HIPC 落实时期的格局有很大的不同。但缓债倡议为各类债权人赋予了不同的参与责任，其中“所有双边官方债权人”应该参与，是第一层次义务人。中国成为缓债倡议落实最大的贡献方。截至 2020 年 11 月 20 日，国家国际发展合

wp20-13.pdf.

^① World Bank, “COVID 19: Debt Service Suspension Initiative,” June 4, 2021, <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/covid-19-debt-service-suspension-initiative>, visited March 13, 2021.

作署和中国进出口银行作为官方债权人为 23 个申请国缓债 13.53 亿美元。^① 尽管 G20 也“强烈鼓励”或呼吁多边官方债权人和商业性债权人参与，但其迄今均未行动。一方面，多边发展银行（MDBs）表示拒绝参与，理由是若参与会损害其“优先债权人地位”（PCS）和 3A 评级，从而提高其筹资成本，^② 与 HIPC 和 MDRI 倡议落实有根本的不同。MDBs 贷款成本确实低于一般的商业性机构，但亦以美元放贷为主，而借款国汇率贬值风险巨大，往往是其外债压力的最大成本所在。^③ 另一方面，商业性债权人仅以自愿方式在第二层次中参与，且面临更苛刻的市场约束。迄今为止，商业性债权人特别是债券类投资者没有参与缓债倡议的落实，债务国在很长时间内亦不愿申请，因为按照现行规则，它们的申请很可能触发债券所含的违约条款，影响其国际评级和未来市场融资。^④ 但此处一个有争议的问题是“官方债权人”与“商业性债权人”的界定。中国国家开发银行在世界银行框架下属于“官方债权人”，但其自身坚持商业性债权人的身份，按自愿原则参加了缓债倡议的落实。

“共同框架”要求商业性债权人按同等条件与双边官方债权人共同参与是一个实质性的进步，但该框架的强制性效力仍有待观察。在 1996 年启动的 HIPC 债务减免中，商业性债权人并未同等减让，其中一些债权人还就其被重组的债权向法院起诉，并获得全额偿还。^⑤ 2014 年 10 月以来，低收入国家新发行的主权债券中有近九成纳入加强型的“集体行动条款”，与新兴

① 《财政部部长刘昆就二十国集团（G20）债务议程接受记者采访》，财政部国际经济关系司，2020 年 11 月 20 日，http://wjfb.mof.gov.cn/gongzuodongtai/202011/t20201120_3626461.htm。

② “Protecting the Poorest Countries: Role of the Multilateral Development Banks in Times of Crisis”(“Joint MDB Note”), Explanatory Note, World Bank, July 7, 2020, <http://pubdocs.worldbank.org/en/976541595021399817/DSSI-Explanatory-Note.pdf>。

③ Ruurd Brouwer, “Multilateral development banks are part of the problem,” *Financial Times*, October 9, 2019.

④ “Progress Update on Private Sector Engagement in the G20 Debt Service Suspension Initiative (DSSI),” Institute of International Finance, July 14, 2020, <https://www.iif.com/Publications/ID/4003/Progress-Update-on-Private-Sector-Engagement-in-the-G20-Debt-Service-Suspension-Initiative-DSSI>。

⑤ Skylar Brooks, Martin Guzman, Domenico Lombardi, and Joseph E. Stiglitz, “Identifying and Resolving Inter-creditor and Debtor-Creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring,” Center for International Governance Innovation (CIGI) Policy Brief No. 53, January 12, 2015.

经济体的水平相近。但是，由于此类国家发行债券的总体规模较小，债权人阻挠重组的难度和成本更小，所以低收入国家债权类债务处置仍然面临更为复杂的挑战。^①

（三）推动中下游债务减免为主，源头和流动性治理不足

疫情暴发前后，以美国为代表的债务链上游国家的货币与财政政策理念发生了根本变化，很大程度放宽了原有的纪律约束。早在 2019 年 1 月，IMF 前首席经济学家奥利弗·布兰查德（Olivier Blanchard）在美国经济协会（American Economic Association）发表演讲，认为美国财政赤字和债务高企问题并不令人担忧，因为其经济增速高于利率水平，债务仍可持续。^② 该观点开启了美国等发达经济体财政政策的“新思维”，或所谓“现代货币政策”，主张货币政策可无限制地为财政赤字融资，这无疑为发达经济体继续高枕无忧地依靠债务融资发展的模式提供了及时的观念支撑。

但是，上游国家大规模宽松带来的流动性未能同等惠及下游债务国，后者也难以具有前者那样的自主政策空间。自 2020 年下半年以来，国际金融机构上调了发达经济体的增长预期，但对新兴经济体和广大发展中国家的增长预期却更为悲观。^③ 当前，越来越多的最贫困国家资信评级被下调，被认为将陷入债务不可持续（Insolvency）的境地，传统债权国和国际机构重在推动新兴债权国对最贫困国家减债，而非为其提供新的紧急流动性救助。虽然此次疫情危机给发展中国家带来的冲击远甚于 2008 年国际金融危机，但是 MDBs 提供的反危机救助措施反而更弱。^④ 比如，既是最贫困国家最大债权人，也是其债务可持续状况“裁判人”的世界银行，在 2020 财政年度提供的应急救助承诺额较 2019 年增加 55%，而其在 2009 年的应急救助承诺额

① “The Evolution of Public Debt Vulnerabilities in Lower Income Economies,” International Monetary Fund, February 2020; and “The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private Sector Creditors-Recent Developments, Challenges and Reform Options,” International Monetary Fund, September 23, 2020.

② David Harrison and Kate Davidson, “Worry About Debt? Not So Fast, Some Economists Say,” *The Wall Street Journal*, February 17, 2019.

③ IMF, *World Economic Outlook*, October 2020.

④ Chris Humphrey and Annalisa Prizzon, “Scaling up Multilateral Bank Finance for the Covid-19 Recovery,” Overseas Development Institute, November 18, 2020, <https://www.odi.org/blogs/17570-sca ling-multilateral-bank-finance-covid-19-recovery>.

则较 2008 年增加了 87%。^①

(四) 以透明度取代发展政策的条件性, 发展有效性机制设计仍待完善。缓债倡议作为紧急流动性救助, 要求债务国签署的 IMF 协议以此类应急性救助工具为主, 除要求其将释放的财政资源用于抗疫及遵守 IMF 和世界银行关于非优惠性贷款上限要求外, 基本上不附加结构性改革的“条件性”要求。“共同框架”下的债务减免处置要求债务国与 IMF 达成标准救助协议 (Stand-by Agreement), 采取更为严苛的改革措施。但是, 从缓债倡议及“共同框架”出台的背景来看, IMF 和世界银行关于“条件性”的要求突出体现在希望借机推动债务国加强财政纪律约束和债务可持续性管理, 特别是债务信息的分享, 有以透明度要求取代发展政策条件性的趋势。^②

在国际发展融资工具复杂化的背景下, 提高债务透明度和加强债务可持续性管理确实具有必要性。早在疫情暴发之前, 发展中国家债务可持续性管理便成为 IMF 和世界银行合作的重点议题, 而加强低收入国家债务信息披露是其中的重中之重。作为落实 2020 年初完成的 IDA 第 19 轮增资协议的一项举措, 自 2020 年 7 月 1 日起, IDA 的“非优惠借款政策”(Non-Concessional Borrowing Policy, NCBP) 为“可持续发展融资政策”(Sustainable Development Finance Policy, SDFP) 所替代,^③ 新政策的一大支柱便是促进新兴债权人的信息分享与对话协调, 体现在其提出的 5 项核心透明度原则中。G7 对缓债倡议的核心关注亦在于信息分享。^④ 日本等国决定大大增加对 IMF 下“决策数据基金”(Data for Decision Fund) 和世界银行的“债务管理工具”(Debt Management Facility) 捐款的力度。^⑤ 但是, 债务透明度不是债务可持续性

^① Nancy Lee and Rakan Aboneaj, “MDBs to the Rescue? The Evidence on COVID-19 Response,” Center for Global Development, May 21, 2021, <https://www.cgdev.org/publication/mdbs-rescue-evidence-covid-19-response>.

^② Iolanda Fresnillo, “The G20 Debt Service Suspension Initiative: Draining out the Titanic with a Bucket?” Eurodad, October 14, 2020, https://www.eurodad.org/g20_dssi_shadow_report.

^③ “Sustainable Development Finance Policy of the International Development Association,” International Development Association, April 23, 2020.

^④ “Statement of the G7 Finance Ministers on Debt Transparency and Sustainability,” U.S. Department of Treasury, June 3, 2020, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm1023>.

^⑤ “Introductory remarks by Taro Aso, Deputy Prime Minister and Minister of Finance, Japan at the High-level conference Sustainable Debt for Sustainable Growth: Sound Financing for Development,” Paris, France, May 7, 2019.

管理的全部，难以替代减债促进可持续发展的机制设计。而且，当前债务透明度议程将重心转向对新兴债权国直接施压，被过度政治化和绝对化，实际上不利于新、旧债权国之间互信的构建。

四、基于全球金融化新格局的 G20 主权债务综合治理

主权债务治理历来是一个集体行动难题。在金融市场全球化深入发展的背景下，包括低收入国家在内的发展中国家获得来自更广泛债权人的更多元国际融资选项，但因此也给主权债务治理带来新的挑战。G20 作为更具包容性的全球经济治理合作首要平台，可在推动传统和新兴债权国、私人部门债权人与债务国之间关于主权债务的综合治理方面发挥关键的作用。这一治理不仅涉及缓债倡议及“共同框架”的债务处置环节，还应基于 2030 年议程和最大化发展融资的目标，促进上下游联动预防和控制危机的蔓延，推动债务国进入可持续发展状态。

（一）摒弃零和博弈思维，合力促进主权债务治理

主权债务问题是金融全球化和全球债务链的一部分，牵一发而动全身，需要各方合作应对。

第一，位于全球债务链上游的主要经济体及其金融服务机构掌握国际债务货币的发行权和相关债务交易的监管与司法管辖权，应更多地从全球包容性发展视角制定和调整宏观经济政策与法律法规，确保国际金融体系的稳定，帮助债务脆弱国家最大限度地预防、控制和解决债务问题。发展中国家的主权债券绝大多数在伦敦、纽约等国际金融中心发行和交易，这些城市及其所在国家应积极探索监管创新，推动最贫困国家主权债券全面纳入加强型集体行动条款，与商业性债权人的代表机构如位于华盛顿的国际金融协会（Institute of International Finance, IIF）加强沟通，撬动其加强自治，建设性地参与 G20 主权债务治理。^①

第二，位于债务链中游的新兴债权国及其金融机构应加强海外债权风险

^① Alexander Gladstone, “Sovereign-Debt Tactics Under Scrutiny in N.Y.,” *The Wall Street Journal*, February 9, 2021.

管控，加强内部协调、监督与整合，更好地统筹使用优惠性与非优惠性的融资方式，完善国别风险评价和监督体系，降低对外融资风险，同时基于自身利益加强与巴黎俱乐部及其所属商业性债权人的协调，分享信息，更积极地回应外界关于债务透明度的问题，在债务可持续性和国际发展治理等方面赢得更大的话语权。传统债权国推动透明度议程的本质是为了促使以中国为代表的新兴债权国提高国际发展融资的优惠度，更多地分摊历史上由传统债权国承担的援助成本。自 2008 年国际金融危机以来，中国对外发展援助的规模逐步上升，特别是大幅度增加了对世界银行、亚洲开发银行（ADB）等多边发展援助机构的捐款，但是鉴于自身的发展水平，暂时还难以实施 HIPC 那样的大规模减债行动。

第三，位于债务链下游的债务国应加强自身的财政纪律和能力建设，促进债务项目效率的提升。债务可持续性管理根本上依赖于债务国自身，但国际社会可提供更大的帮助和支持。在债务问题被高度政治化的背景下，新、旧债权国相互之间虽然缺乏信任，但是在帮助债务国提升能力这一点上具有更多的共识，可以更好地开展合作。

（二）以国别为基础，探索基于市场原则的多边合作方案

巴黎俱乐部 60 多年的主权债务处置经验表明，HIPC 等单纯的官方减债并非解决债务和发展问题的有效手段。历史上相对成功的减债案例是 20 世纪 80 年代末在美国财政部主导下推出的“布雷迪计划”，其关键是政府及国际金融机构合作提供强有力支持，促进债务国置换债务和落实改革，以最低成本盘活市场。当前最贫困国家主权债务的年偿还额的约 1/3 来自商业性债权人，因此问题的解决离不开公、私部门协同，同时主要大国的合作仍是关键。应以具体国别为基础，探索最亲市场和公平的创新解决方案，促进私人部门支持债务国绿色复苏。主权债务的形成是金融全球化的结果，让其中任何一个部分作出不对称的让步均不可行，也有失公平，多边合作十分关键。

（三）公平对待各类官方和商业性融资工具，防止因噎废食

2030 年议程应是指导国际债务重组架构的根本准则，即一切债务处置决策和条件性的设计均应基于债务国需求，本着促进债务国可持续发展的目

的，同时通过债务国的债务治理实现债权和债务各方的共同发展。2015 年第三次国际发展融资峰会通过的“亚的斯亚贝巴行动议程”（Addis Ababa Action Agenda, AAA）及其“最大化动员各类发展融资”要求应成为解决发展中国家主权债务问题的指导原则。在超越援助的国际发展和融资格局下，即便是最贫困国家的国际债务处置亦应更加尊重市场原则，确保其获得更可持续的国际融资市场准入机会。相对于债券类型的私人融资而言，新兴债权国的官方和商业银行贷款是更具耐心的融资类型，期限长、成本相对更低，对于填补债务国中长期发展融资需求和应对危机具有重要意义。债务透明度问题亦不宜绝对化或“一刀切”，关键是要形成平衡商业性考虑与债务处置的共识标准；而且，债务透明度在国际发展融资多元化格局下普遍存在，而不是某个国家、某类机构特有的问题，应停止将其高度政治化的做法。

（四）国际金融机构应发挥更为建设性的作用

一是此类国际金融机构的优惠贷款和紧急援助对最贫困国家仍具有非常重要的意义，需要最大限度地动员其进行资金供给。美国拜登政府支持 IMF 增发特别提款权，试图借此为低收入国家提供更大的支持，这当然是一个积极的动向。鉴于缓债倡议及“共同框架”目前仅适用于最贫困国家，国际金融机构还应在支持中等收入国家应对危机方面发挥更大的作用。二是在尊重债务和债权人双方平等协商决定权的基础上，尽量为各方提供客观专业的债务可持续性分析，特别是要在新的全球融资的环境下，增加相关分析的国别视角。三是为非洲等最贫困国家债务管理能力建设提供更大支持，相关机构要为它们的债务处置充当各方可依赖的媒介，包括帮助其聘请专业人员加强与各类债权人团体的沟通，在组织债权人委员会与债务国磋商方面发挥更具建设性的作用，促进债务国尽快拿出债务重组方案，提升债务处置的效率，以确保债务国的利益得以维护。四是 IMF 和世界银行是国际债务透明度和债务可持续性管理议程的重要推动力量，但还应不断改进对债务国救助项目政策条件的设计。与应对 2008 年国际金融危机相比，世界银行此次对低收入国家的救助较少使用形式最为灵活、拨付最为便捷的“发展政策贷款”工具，表明其无意将快速流动性支持作为优先选项，而更希望通过贷款撬动

结构性改革。^① 随着 G20 合作由短期缓债救助向“共同框架”过渡，相关改革条件的设计将更为重要，但其内容不应局限于债务透明度治理，而应进一步探讨如何真正利用更为多元化的融资促进绿色与可持续复苏问题。^②

结 束 语

发展中国家主权债务上升的背后是全球金融体系的扩张和世界经济的债务化趋势，从根本上体现了全球可持续发展面临的系统性挑战。疫情加剧了南北发展分化以及发展中国家内部的分化，发达经济体在刺激经济加快复苏的同时，也带来全球通胀预期的不断上升，这可能使发展中国家主权债务问题更为严峻。金融全球化向最贫困国家的渗透意味着主权债务治理日益需要多元利益攸关方参与的全球治理，但新、旧债权国之间的合作引领是其中的关键要素。缓债倡议及“共同框架”是新、旧债权国就主权债务处置开展合作的突破口，其落实仍需要一个磨合过程。在这一进程中当事各方须创新和调适新的制度协调框架，加强机制和能力建设。这些方面还有很多值得进一步研究的问题，但根本的问题是在债务可持续性难以科学界定的背景下，“共同框架”基于巴黎俱乐部规则要求的“公平责任分摊”应如何实现，如何就南北“共同但有区别的责任”原则达成新的共识，以及如何在发展合作理念和方式上进一步加强沟通。

[责任编辑：樊文光]

^① Safa Joudeh, “The Cost of Privatizing Aid,” *Devex*, June 11, 2020, <https://www.devex.com/news/opinion-the-cost-of-privatizing-aid-97395>.

^② Otaviano Canuto, “Climbing a High Ladder: Development in the Global Economy,” Policy Center for the New South, February 26, 2021.