

# 本轮发展中国家主权外债危机的形成机制与我国风险应对

© 中国银行研究院课题组

**摘要：**2020年新冠疫情暴发以来，发展中国家再次陷入主权债务危机潮，引发国际社会的广泛关注。当前，我国持有发展中国家主权债权规模快速积累，集中度风险上升，计价币种高度依赖美元，债权规模统计存在低估，处置地位和债权人身份不匹配，处置机制亟待完善。本文系统回顾了历史上四次发展中国家主权外债危机，对近年来发展中国家主权外债演化特征进行研究，对此轮发展中国家债务危机形成的内在逻辑进行剖析。在此基础上，提出优化我国对发展中国家主权债权风险管理和风险处置的政策建议。

**关键词：**发展中国家；主权债务；债务危机

**中图分类号：**F831      **文献标识码：**A

当前，发展中国家面临自20世纪90年代以来增长最快、也是有史以来规模最高的债务负担。2020年以来，全球主权债务违约事件集中爆发，发展中国家再次陷入主权债务违约潮，引发国际社会广泛关注。2000年以来，我国向发展中国家提供的

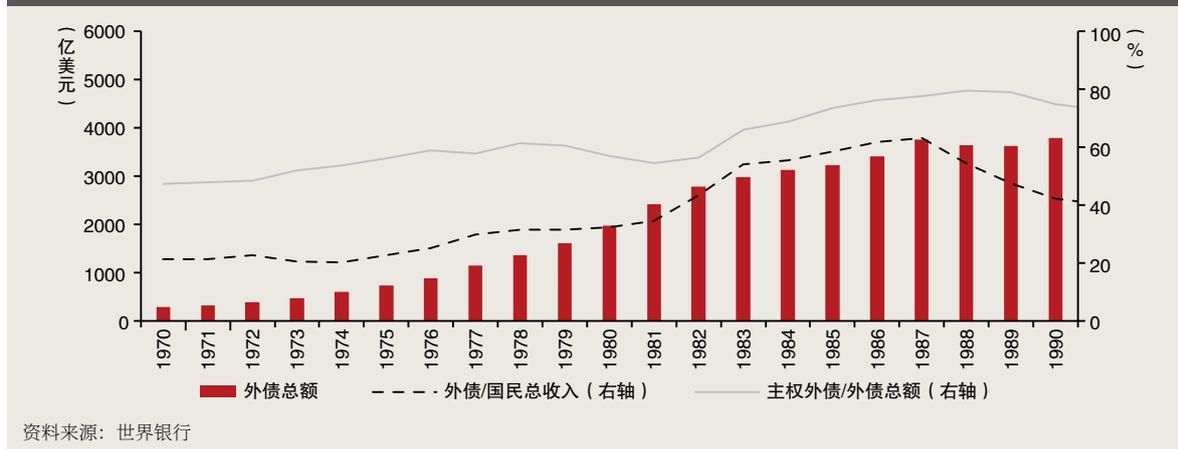
双边官方和商业贷款规模不断增长。目前，我国已成为发展中国家最大的双边债权国。随着我国对外开放程度的提高和“一带一路”倡议的持续推进，我国不断增长的发展中国家主权债权头寸，已成为影响我国金融安全的重要一环。党的二十大报告提出，要强化金融稳定保障体系，守住不发生系统性风险的底线。本文系统回顾发展中国家历次主权外债危机的历史演进，深入分析全球主权债务结构演化特征，测度重点发展中国家主权外债风险，剖析典型发展中国家主权外债危机形成的内在逻辑，厘清我国发展中国家主权债权的风险特征，探寻新的主权债权风险处置框架，对我国维护海外金融资产安全，促进新发展格局形成，推动共建“一带一路”高质量发展具有重要意义。

## 一、发展中国家主权外债危机的历史演进

20世纪70年代初，布雷顿森林体系瓦解，美

作者简介：课题组长：陈卫东，中国银行研究院院长；课题组成员：钟红、边卫红、熊启跃、吕昊旻、初晓，中国银行研究院。

图1 1970—1990年拉丁美洲外债变动趋势



元正式与黄金脱钩。作为信用货币的美元大量增发，美元流动性增加快速推高全球债务规模。20世纪70年代至2020年新冠疫情暴发前，发展中国家共经历了四次债务浪潮，并相应引发主权债务危机。

### （一）第一次债务浪潮：20世纪80年代拉美债务危机

20世纪60年代，美欧主要发达经济体经济增速趋缓，过剩的美元流动性压低全球利率水平，推动资金在全球范围寻找更高的投资收益机会。此时，拉丁美洲国家正步入工业化时代，经济快速增长催生众多投资机遇，各国政府面临巨大资金缺口。在低利率诱惑下，阿根廷、墨西哥等拉美国家开始大规模举借以美元计价的外债，通过债务融资模式驱动经济增长，促使当时全球约50%的发展中国家贷款流入拉美国家，导致拉美国家主权债务规模快速攀升，外债占GDP比重同步上升。1970—1980年，拉美国家的外债余额由285亿美元飙升至1978亿美元，累计增长1693亿美元，增幅为594%。其中，约80%外债增量为主权债务（见图1）。

随着20世纪80年代第二次石油危机的爆发，国际油价再度飙升，全球经济陷入“滞胀”泥潭。为了有效遏制通货膨胀，1982年12月至1984年8月，美联储累计加息300个基点，将联邦基金利率上调至11.5%。高利率导致拉美国家主权外债的借贷成本上升约40%。随着借贷利率增加、资本加速外流、拉美国家货币巨幅贬值，阿根廷、墨西哥等国家负债率快速上升并超过可持续范围，主权外债风险逐

步攀升。在此背景下，美欧等主要发达经济体的商业银行开始切断对拉美国家的信贷支持，导致其外债无法滚动展期，由此爆发主权债务违约。1982年8月12日，由于外汇储备枯竭，墨西哥无力偿还268.3亿美元到期外债本息，随后巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继宣布终止或推迟偿还外债，引爆拉美债务危机。

### （二）第二次债务浪潮：20世纪90年代亚洲金融危机

20世纪80年代，在劳动密集型产业和大量外商直接投资的带动下，以马来西亚、泰国、印度尼西亚和菲律宾“亚洲四小虎”为代表的东南亚国家经济高速增长，年均GDP增幅达7%~9%。随着经济快速发展，东南亚国家不断加快金融自由化改革，并实施资本账户开放，但由于未及时跟进金融监管政策，导致国际金融投机性资本大量流入房地产和股市等领域，迅速推高资产价格，引发资产泡沫。例如，1996年，韩国、印尼和马来西亚三国的国际资本占GDP的比重分别为5%、6%和7%；泰国外债总额为930亿美元，约30%投向房地产领域。

20世纪90年代中期，美联储开启加息周期推动美元升值，固定汇率制度下东南亚各国货币被迫升值，企业出口竞争力迅速下降，出口导向的东南亚经济增速明显放缓。同时，国际投机资本大幅流出引发外汇储备逐渐枯竭，最终导致东南亚国家固定汇率制度崩盘，爆发货币危机，并由此演化为主权债务危机。截至1997年6月末，印尼、泰国、

表 1 2008 年以后非洲国家主权债务情况

债务指标 (%)	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017	超标国家
外债/GDP 安全线 (20%)	17.8	20.38	21	21.58	25.06	28.6	30.16	吉布提、佛得角、莫桑比克、毛里塔尼亚、突尼斯、毛里求斯、圣多美和普林西比、赞比亚
债务率 安全线 (100%)	52.84	68.74	80.71	90.06	136.09	162.59	155.2	佛得角、圣多美和普林西比、吉布提、埃塞俄比亚等 38 个国家
偿债率 危险线 (100%)	-	12.4	14.1	15.3	21.7	23.5	24.1	吉布提、冈比亚、纳米比亚、南非
外汇储备占比 安全线 (30%)	146.8	124.47	116.2	98.19	80.82	66.95	60.09	乍得、苏丹、津巴布韦、刚果、埃塞俄比亚、赞比亚、加蓬、布隆迪、突尼斯、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、南非、冈比亚、莫桑比克、卢旺达、吉布提、肯尼亚

资料来源：世界银行

菲律宾、马来西亚外债规模处于 300 亿 ~ 1300 亿美元，短期外债占外债总额的 19% ~ 41%。

### （三）第三次债务浪潮：21 世纪初阿根廷债务危机

20 世纪 90 年代，在东南亚金融危机爆发之际，墨西哥、巴西等拉美国家也遭受金融危机冲击，阿根廷经济最先陷入衰退泥潭。在此背景下，阿根廷政府不得不增加主权外债，试图加快体制改革刺激经济复苏。1995—1998 年，阿根廷的政府融资需求翻了一番，达 200 亿美元。此时，全球经济环境恶化加剧阿根廷经济衰退风险。1999—2000 年，美联储快速加息刺破互联网泡沫，国际金融市场避险情绪升温，阿根廷政府从美国商业银行和国际货币基金组织（IMF）获得债务融资的难度进一步加大，经常账户逆差持续扩大，资本加速流出引致外汇储备枯竭，由此引爆主权债务危机。2001 年 12 月 23 日，阿根廷宣布单方面暂停偿还 820 亿美元的公共债务，爆发了历史上最大的主权债务违约。

### （四）第四次债务浪潮：2010 年以来的非洲债务问题

2008 年国际金融危机后，全球市场需求大幅下降，以大宗商品出口为主要创汇方式的非洲国家经常项目由顺差转为逆差，贸易条件迅速恶化。2013—2018 年，受大宗商品价格下跌影响，非洲国家总体经常账户贸易呈现逆差状态，2015 年贸易逆差达到峰值，约为 1287 亿美元。同期，非洲国家为加快工业化发展，通过大幅举借外债弥补资金缺口，导致政府债务率不断攀升。2017 年，非洲国家的主权外债与国内生产总值（GDP）比率平均值增

至 30.16%，较 2008 年上升 12.36 个百分点（见表 1）。

2015—2018 年，美联储进入加息周期，美元融资成本上升对部分非洲国家造成巨大冲击。其中，撒哈拉以南非洲国家受到的冲击最为显著。根据 IMF 统计数据，2017 年撒哈拉以南非洲国家的外债规模为 2010—2013 年平均值的 1.4 倍，债务利息支出占总债务支出的比重为 12%，较 2013 年上升 8 个百分点。由于大量举债及财政赤字攀升，非洲国家陷入债务陷阱的恶性循环。

纵观四次主权债务浪潮，可以发现发展中国家主权债务危机爆发的共性特质：在债务浪潮中，均以国际市场低利率环境为开端，发展中国家推动主权外债规模快速增长，并伴随着经常账户赤字飙升、外汇储备枯竭等典型特征，最终导致主权外债危机爆发。

## 二、发展中国家主权外债最新发展特征

2022 年，全球债务规模突破 300 万亿美元，是全球 GDP 的 3.37 倍。随着美元进入新一轮强势周期，全球金融条件收紧，25% 的新兴市场国家正处于或接近债务困境，60% 以上的低收入国家也面临债务困境。当前，发展中国家主权外债规模、结构、融资形式及债权人构成均呈现一些新变化和新特征。

### （一）规模急剧扩张，风险向低收入国家集聚

2020 年新冠疫情暴发后，由于财政收入下降、社会和医疗需求急剧增加，发展中国家大幅增加政府主权融资，主权债务规模迅速攀升。截至 2022 年年底，发展中国家所欠主权债务规模约为 27.6 万

表 2 低收入国家的债务风险显著上升 (单位: %)

	2009	2015	2019	2020	2021	2022
低风险	28	24	19	15	10	10
中风险	37	50	31	33	45	33
高风险	23	24	37	42	22	43
债务困境	12	3	12	10	12	13

资料来源: IMF

表 3 30 个新兴市场国家主权债务区域分布及增速 (单位: 10 亿美元)

	2020		2022		增幅 (%)	
	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)		
拉美地区	2255.3	12.92	2918.7	11.6	29.4	
亚洲地区	东北亚	9303.7	53.29	14440.2	57.2	53.9
	东南亚	1432.8	8.21	2186.1	8.7	52.6
	南亚	2158.2	12.36	2866.5	11.4	29.4
	西亚	590.7	3.38	992.0	3.9	13.8
	合计	13485.2	77.24	20484.8	81.2	43.1
中东欧地区	1004.8	5.76	961.1	3.8	26.2	
非洲地区	714.3	4.09	874.8	3.5	22.7	

资料来源: IIF, 作者根据公开资料整理

亿美元, 占全球主权债务总额的 30%。面临“高债务”<sup>①</sup>的发展中国家数量从 2011 年的 22 个急剧增加到 2022 年的 59 个。低收入国家处于高债务风险和债务困境的占比为 56%, 远高于 2009 年国际金融危机时的 35% (见表 2)。

### (二) 亚洲和拉美地区增速较快, 部分国家融资主要投向非生产性项目

从区域来看, 亚洲和拉美地区的发展中国家主权债务扩张速度居于前列。2020—2022 年, 亚洲和拉美地区主权债务规模分别升至 2.92 万亿美元和 20.48 万亿美元, 增速分别达 29.4% 和 47.3% (见表 3)。在资金使用方面, 部分发展中国家将主权融资的资金用于疫情防控、弥补国际收支缺口等非生产性项目, 加剧陷入主权债务陷阱的风险。

### (三) 政府融资严重依赖外债, 部分发展中国家主权外债占比持续攀升

截至 2022 年年底, 新兴市场与发展中经济体的外债规模为 12.2 万亿美元, 较 2019 年增长 1.6 万亿美元, 增幅 15%。其中, 阿根廷 (52.7%)、墨

西哥 (43.9%)、土耳其 (43.1%)、哥伦比亚 (36.5%) 等部分发展中国家以美元计价的主权外债较高, 政府主权融资严重依赖外债。在外债占 GDP 的比重方面, 2010—2021 年, 发展中国家主权债务/GDP 的比例由 35% 上升至 60%。同期, 主权外债占 GDP 的比例由 19% 增加至 29%。在外债占出口的比重方面, 发展中国家通过出口创汇的收入来偿还主权外债的能力逐步削弱。2010—2021 年, 发展中国家主权外债占出口的比重由 71% 上升至 112%。同期, 外债利息负担占出口的比重从 3.9% 升至 7.4% (见图 2)。

### (四) 融资形式由主权贷款向主权债券演变

从借贷方式来看, 主权债券在发展中国家政府融资中的地位愈发重要。近年来, 以发放贷款为主的传统债权人, 包括官方多边机构和政府债权人、商业银行等, 放贷规模逐渐萎缩, 主权债券逐步成为国际投资者为发展中国家政府提供融资的最主要形式。截至 2022 年年底, 发展中国家主权债券占主权外债融资比重为 63.3%, 较 2010 年上升 30.7

<sup>①</sup> 高债务指政府主权债务占 GDP 的比重超过 60%。

图2 发展中国家主权外债持续上升

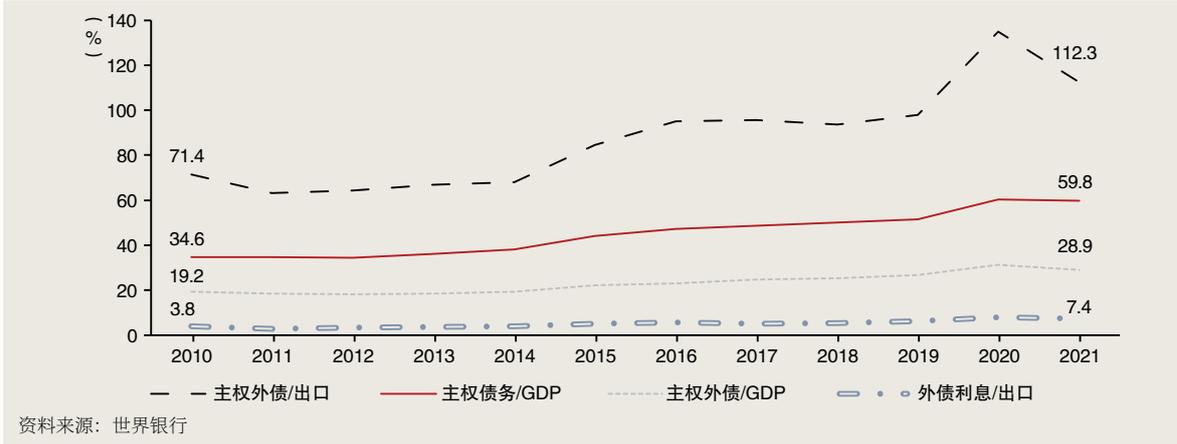
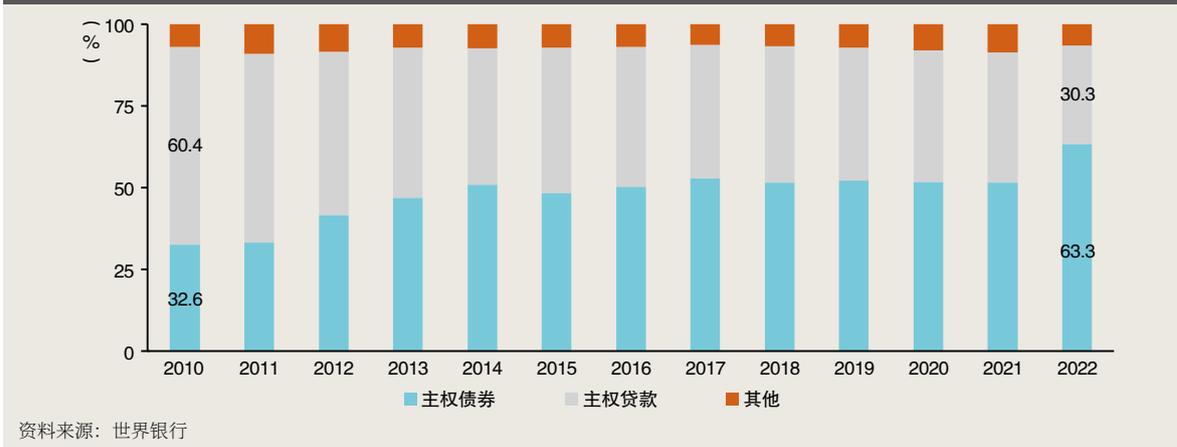


图3 发展中国家主权外债融资工具占比情况



个百分点；主权贷款占主权外债融资比重为 30.3%，较 2010 年下降 30.1 个百分点（见图 3）。

### （五）债权人结构由官方债权人向私人债权人演变

发展中国家所欠债务的官方债权人比重从 2010 年的 52% 降至 2021 年的 38%。与之形成鲜明对比的是，私人债权人<sup>①</sup>占比大幅上升。截至 2021 年底，发展中国家欠私人债权人的外债比例为 62%，较 2010 年上升 15 个百分点。发展中国家以主权债券的形式向私人债权人融资的成本高昂，导致发展中国家债务成本不断上升，频频陷入债务违约困境。

在此背景下，发展中国家对债务重组的需求大幅增加。截至 2022 年 8 月末，IMF 年内通过 44 个计划发放的主权债务重组的贷款总额达 1400 亿美元，救助规模创历史新高（见表 4）。

## 三、本轮发展中国家主权外债危机形成的内在逻辑

第一，长期存在外部结构失衡的问题充分暴露。本轮遭遇主权债务危机侵袭的多数发展中国家均呈现经常账户逆差特征，这些国家长期通过外部资金为经常账户赤字融资。新冠疫情暴发和地缘冲突升

<sup>①</sup> 私人债权人包括非银行金融机构等债券持有者、商业银行及其他贷款人。

表 4 发展中国家借入的私人债务持续上升 (单位：%)

	债权人类型	2010 年	2021 年	2022—2023 年主权债券平均融资成本
发展中国家	私人债权人	47	62	-
	双边债权人	22	14	
	多边债权人	30	24	
非洲	私人债权人	30	44	6.5
	双边债权人	33	23	
	多边债权人	37	32	
亚洲和大洋洲	私人债权人	39	63	7.7
	双边债权人	30	15	
	多边债权人	31	22	
拉丁美洲和加勒比海	私人债权人	67	74	11.6
	双边债权人	7	4	
	多边债权人	26	22	

资料来源：世界银行

级对长期依靠“借钱”度日的经济体产生显著冲击。面临危机的国家大都呈现国内 GDP 构成中贸易品份额不高、产品附加值偏低，通过贸易形成盈余完成对外支付能力较弱的共性特征。外部结构失衡加速储备资产消耗，造成一国抵御外部冲击的能力下降。

第二，通过财政货币化实现债务可持续的做法是饮鸩止渴。此轮主权债务危机中，部分发展中国家实施“财政货币化”，本国央行成为政府的主要债权人。央行持有政府债务的直接结果是造成货币超发、加剧通货膨胀压力，导致货币贬值和货币信用下降。大多数发展中国家货币不具备美元等国际货币使用属性，当币值和币信下降时，国际投资者会“用脚投票”，集中抛售发展中国家货币资产（绝大部分为主权债务），加速主权债务危机的蔓延。

第三，缺乏严格纪律约束，税收收入偏低、基础设施和预算外承诺支出较高、国有企业经营拖累效应明显，是债务危机国呈现出的主要财政收支特征。从财政支出看，本轮遭受危机的发展中国家普遍缺乏严格的财政支出纪律，对债务规模上限、债务利息偿付、储备资产充裕度等影响主权外债风险的核心指标缺乏有效的管理和约束机制。从影响支出的因素看，基础设施建设支出和对经营不善国有企业的补贴是此轮遭受主权债务危机国家财政支出较集中的领域。

第四，部分发展中国家存在突出的“货币原罪”特征，导致美元周期外溢影响强化。部分发展中国家高成本型债务份额持续升高，央行货币互换在化解债务危机过程中的作用愈发突出。2008 年以来，虽然新兴经济体的货币错配问题有所缓解，但部分发展中国家的“货币原罪”特征依然突出，成为加剧主权债务危机的重要结构性因素。此外，在此次发展中国家主权债务危机蔓延过程中，央行货币互换的使用规模和频率明显提高，成为发展中国家应对流动性冲击的重要手段。

第五，发展中国家债权人结构发生深刻变化，以巴黎俱乐部为代表的风险处置协调机制作用下降。此次发展中国家债务处置中出现一些新现象。例如，斯里兰卡拒绝接受 IMF 建议，试图通过自身努力化解债务危机，体现出发展中国家债务人对新处置框架的诉求。此次主权债务危机国的债权人更加复杂，表现为双边官方债权人中非巴黎俱乐部成员的比例大幅增加等方面，显著增加了债务重组的难度。

#### 四、本轮发展中国家债务危机对我国的风险冲击

第一，债权规模快速积累，“减免倡议”加剧风险释放。我国已成为发展中国家第五大债权人<sup>①</sup>和最大双边债权人。2010—2021 年，我国持有发展

<sup>①</sup> 持有债权规模排在我国之前的主体包括债券持有者（49%，把所有债券投资者作为一个整体）、多边机构贷款人（7.4%）、世界银行复兴开发银行（6%）和国际开发协会（5.2%）。

中国家债权由 408.7 亿美元增至 1799.8 亿美元，增幅达 340.4%。2020 年 4 月，IMF、世界银行以及二十国集团各国财长联合签署“债务减免倡议”，允许至 2021 年年底对符合标准的中低收入国家实施债务支付的暂时免除。在该计划中，我国总计暂停了近 60 亿美元债务支付，一定程度上放大了主权外债风险。

第二，资金高度依赖官方渠道，集中度风险上升。我国对发展中国家债权配置仍以官方渠道资金为主。截至 2021 年年末，我国主权债权规模位于前 10 位的发展中国家，通过官方渠道提供资金 732.4 亿美元，占比为 76.9%，其中 5 个国家的债权资金全部来自官方渠道。我国对发展中国家主权债权主要集中在交通和仓储、能源、通信、供水和公共卫生领域。资金高度集中在基础设施领域将造成两方面问题：一方面，由于基础设施领域投资回报率较低，造成债务资金可持续性面临挑战；另一方面，部分基础设施项目面临开工建设造成的社会和环保压力。

第三，信贷是主要债权形式，计价币种高度依赖美元。与国际发展趋势不同，我国对发展中国家形成了以官方信贷资金为主的支持模式<sup>①</sup>。我国对发展中国家大部分主权债权以美元计价结算，多参考市场化利率。以美元为主要计价结算货币，强化了美元周期对我国对发展中国家主权债权信用风险的影响，也提升了我国提供重组或救助贷款的成本。

第四，债权规模可能存在低估，信息统计有待完善。我国对部分发展中国家的信贷支持是通过我国政策性银行或商业银行对当地中资企业的信贷投放实现的。这种中资实体间借贷行为，往往不统计在发展中国家外债口径中<sup>②</sup>，也不体现在我国对发展中国家主权债权的口径中，造成我国对发展中国家债权规模的低估。作为发展中国家最大的主权债权人，我国在数据统计和信息披露方面需进一步与国际标准接轨。

第五，处置地位与我国债权人身份不匹配，处置协调机制亟待优化。近年来，我国对发展中国家的主权债权人地位显著提高，已成为多个国家最大或主要双边债权人。但与主要债权人地位不相匹配的是，随着信用风险不断释放，我国对发展中国家主权债权的风险处置机制仍存在风险处置缺乏必要的协同机制、债务处置工具单一、流动性救助工具成本较高等问题。

## 五、对我国的启示与建议

第一，由输出债务转向输出公共产品，促进发展中国家经济可持续增长。一是引导发展中国家对外来资本保持理性依赖。我国应基于可持续原则，结合发展中国家所处发展阶段、经济增长水平及外汇储备充裕程度等特征，根据“经济增速大于偿债利率的基本原则”，设定主权债务上限规模和利率成本，以实现发展中国家财政稳健和经济福利的同步增进。二是充分发挥债权资金杠杆作用。关注债权资金用途<sup>③</sup>，积极将资金引导至发展中国家的制造业、科技创新和实体经济转型领域。在为经济发展提供增长动力的同时，也能够产生覆盖债务成本的回报率。三是避免债权资金产生较明显的顺周期效应。持续优化对发展中国家的债权结构，丰富外债币种选择，增加本币计价政府债务占比，审慎开放本国金融市场，以“隔绝”全球金融周期波动对发展中国家产生的外溢影响。我国应采取“逆向而行”的发展中国家债权管理策略。

第二，完善风险监测体系，提高债权透明度。一是探究发展中国家主权债务危机的规律性特征，不断完善主权债务风险评估监测体系，加强重点国家和地区债务风险防范。完善主权外债风险管理指标体系，加强对发展中国家财政可持续性和财政纪律的细化监测，关注财政收支结构变化，特别是债务余额及融资成本变化。二是加强主权债权的信息

① 近年来，债券在发展中国家主权外债中的比例持续提高，2021 年已达 49%。

② IMF 研究表明，只有不到 1/10 的发展中国家将政府外公共公司债务纳入主权债务统计。

③ 可考虑设立人民币离岸账户，通过监控资金投向，防范对外债权损失。



搜集统计，摸清风险底数。完善对发展中国家主权债权敞口的统计标准，完善我国主权债权数据统计体系，定期披露我国官方对官方债权、我国国际主权债权处置信息、私人与公共部门出口信贷数据、双边跨境银行债权和债务数据等。

第三，探索构建符合我国利益的处置协调机制，完善债务处置工具箱。短期内，我国在国际主权债务处置中应以《共同框架》为基础，逐步树立“一国一策”原则，避免巴黎俱乐部处置框架主要按照债务国收入水平决定处置策略的做法。中长期看，我国应积极探索更符合我国利益的债务处置协调机制，支持国际债务治理体系的多边框架。此外，借鉴国际做法，丰富和优化债务处置工具箱。在双边政府渠道下探索使用债转发展<sup>①</sup>工具，以债转发展逐步替代债务减免，探索推出 GDP 挂钩主权债权<sup>②</sup>，探索使用债务回购工具，尝试债务重组担保<sup>③</sup>，丰富流动性救助工具，通过调整抵押物等方式适度降低融资成本。

第四，以主权债权为纽带，打造人民币循环体系。一是多渠道推动人民币的国际使用。推动我国

与“一带一路”共建国家和地区间大宗商品贸易以人民币计价结算，优化跨境贸易人民币结算政策流程。加强对“一带一路”共建国家和地区直接投资、政府援助、政策性贷款、商业贷款等方面的人民币资金使用。探索提升与“一带一路”共建国家和地区的货币互换规模，让人民币互换资金动起来。二是通过人民币计价债权形成人民币支付循环。提高对发展中国家债权中人民币计价债权比例，以双边贸易依存度较高的行业为切入点，形成“人民币债务输出一双边贸易人民币顺差回流”的封闭循环。也可考虑以人民币计价债权资金输出为起点，形成利息偿付、投资和侨汇收益汇回，从而形成“人民币债务输出一经常账户初次收入回流”的封闭循环机制。

（责任编辑：李楠）

<sup>①</sup> 债转发展是指债权人基于优惠性债务重组，债务人将所节省资金投入双方协商同意的发展领域。

<sup>②</sup> 债务偿还利率与 GDP 增速挂钩，当经济增速高（低）时偿还利率更高（低）。

<sup>③</sup> 根据担保性质的不同可分为资产担保、准入担保、违约保障。