

# 拉美债务真相：多重冲击、 风险识别与启示\*

◎王飞 郭一帆

**摘要：**新冠疫情、俄乌冲突和美联储加息等因素使拉美国家本就高企的债务负担进一步加大，债务风险凸显。本文基于债务方和债权方视角，在厘清拉美债务问题认知纷争的逻辑基础上，分析了新冠疫情以来拉美的债务存量、债务流量和债务结构，从“政府债务-总外债”和“政府内债-政府外债”两个层面，对拉美债务风险进行了识别，发现当前拉美的主权债务风险可控，私人债务风险加大。全球金融市场环境变化将成为短期内引爆拉美债务危机最大的风险点。中国应关注拉美国家的还债压力，积极参与国际债务处置机制协调，同时需高度关注国际舆论，应对“债务陷阱论”在拉美的传播。

**关键词：**拉丁美洲和加勒比；政府债务；债务危机；美联储加息

**中图分类号：**F813、F817      **文献标识码：**A

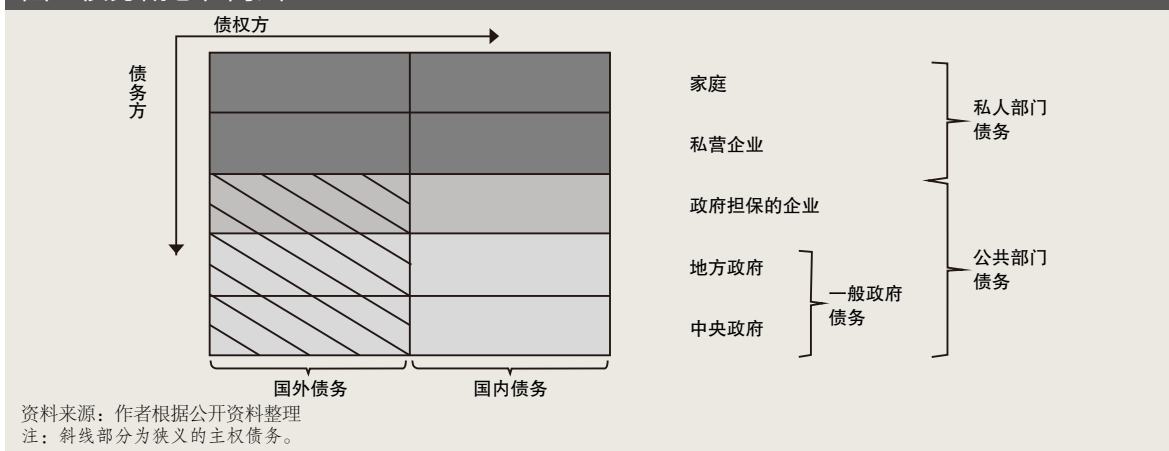
新冠疫情、俄乌冲突和美联储货币政策是当前引发广大新兴经济体和发展中国家债务问题的主要外部冲击，而发展中国家的债务成为全球经济的重要风险之一。债务是新兴经济体和发展中国家面临

的金融陷阱，债务违约则是金融危机和经济系统性动荡的前兆之一。拉丁美洲和加勒比地区（以下简称“拉美”）的债务问题在历史上闻名多时，也曾经成为全球金融危机的风暴眼。例如，在1984年国际货币基金组织（IMF）年会上，发达经济体关注的焦点之一就是拉美债务，希望各国联合提供流动性，避免拉美债务违约引发金融恐慌和危机传导。当前，拉美是全球政府债务率和外债偿债率最高的地区。环顾全球，美联储为抑制本国通货膨胀而快速加息，导致美元大幅升值，产生的溢出效应使得拉美一些国家面临资不抵债的风险，这和20世纪80年代爆发的拉美债务危机十分类似。应对新冠疫情冲击和俄乌冲突的直接后果是使拉美诸多国家的债务存量攀升，美联储加息又造成拉美国家债务的利息支出增加，这就给债务危机埋下了隐患。多重冲击在侵蚀拉美经济潜在增长率的同时也加剧了该地区长期存在的结构性问题。本文在厘清关于拉美债务问题认知纷争的逻辑基础上，关注新冠疫情以来拉美的债务动态及其特点，并建立“债权方-债务方”债视角下的分析框架，分析当前拉美债务风

作者简介：王飞，博士，中国社会科学院拉丁美洲研究所副研究员；郭一帆，中国社会科学院研究生院拉丁美洲研究系硕士研究生。

\* 基金项目：本文获国家社科基金青年项目“区域性公共产品视阈下中拉在“一带一路”框架内的金融合作研究”（项目编号：2019CJ027）资助。

图1 债务概念和内涵



险及其可能造成的负面影响，并进一步提出对中国及中国同拉美国家合作的启示和建议。

## 一、拉美债务问题认知纷争的逻辑

2008 年全球金融危机和 2012 年世界经济“二次探底”在全球范围内引发的债务问题重新燃起了学术界和政策界研究债务危机的热潮，而 2020 年暴发的新冠疫情使公共和私人部门的债务可持续性备受关注。债务相关的概念，例如，预算赤字、公共债务、主权债务、财政悬崖等问题在政治和经济领域被广泛讨论，但如何衡量债务与赤字并未达成共识。这也影响了国际债务治理的效果和前景。特别是对于扮演着债权人和债务人不同角色的发达经济体和发展中国家来说，债务的界定直接影响国际信用评级、债务危机处理决策、国际融资条件等相关议题，进而影响发展中国家的可持续性。债务问题日趋政治化，甚至“债务陷阱”等论调的产生也与债务的界定直接相关。

拉美为债务问题的研究提供了丰富的素材。20 世纪 80 年代的拉美债务危机、1999 年阿根廷金融危机都是典型的主权外债危机。2021 年 1 月，时任巴西总统雅伊尔·博索纳罗公开宣布巴西出现外债偿付危机，面临“破产”的情况。2020 年 4 月 22 日，阿根廷因新冠疫情对经济和社会造成的双重冲击决定延期偿还公共债务，并提出全面债务重组，迎来第九次主权债务违约。但是，不同类型的债务引发的风险不同，不同统计口径估算出的债务规模也存

在较大差异。特别是在国际层面，研究债务问题由于缺少相应的数据，产生了较多纷争。但即使有债务数据，其透明度和质量也不理想（Reinhart et al. 2012）。拉美地区包括 33 个独立的国家和 10 多个未独立的地区，缺少统一的资料来源和可比较平台，与发达国家差异性较大，造成对拉美债务问题的研究不够深入，甚至存在认知偏差。

因此，研究拉美国家的债务风险首先需要明确债务的概念及其界定，因为来自国家内部和全球范围内不同的冲击对不同类型的债务会产生不同影响。债务是债务人以偿还为条件并得到债权人认可的信用活动。本文在“债务方 - 债权方”坐标系中，以资金来源和资金使用方向细分了债务概念，建立了适用于分析包括拉美国家在内的发展中国家债务的分析框架。特别是，由于发展中国家的货币不具备世界货币属性，造成了政府在内债和外债相互转换间的壁垒，这也是发展中国家和发达国家在债务问题处理上最大的分歧之处。

学术界关于债务的分类通常有三种：按照债权方的资金来源，债务分为内债和外债；按照债务人的主体类型，债务分为公共部门债务和私人部门债务；按照偿还期限，债务分为短期债务和长期债务。理解拉美债务问题的关键在于债务人和债权人的相互关系（见图 1），即相互交叉形成的“主权债务”，这是学术界对于拉美债务问题产生误解或认知盲区的分歧所在。

首先，主权债务是历史上拉美债务危机的主要类型，有广义和狭义之分。狭义上，主权债务指主

权国家以国家信誉为担保，通过发行债券等方式从国际市场获得的资金，即政府外债。广义上，主权债务是主权国家以自身信用为担保，从国际和国内市场获得的全部融资，除政府外债外还包括政府内债（王学凯，2022）。产生分歧的关键是政府内债和政府外债的区别以及债务计价货币的差异。发达国家的主权货币具有国际货币职能，理论上可以通过发行货币偿还外债，即可以使用内债来弥补外债。但对于包括拉美国家在内的新兴经济体而言，由于大多数外债以美元等发达国家的货币计价，其货币发行只会造成国内通货膨胀而无法实现外债清偿，因此这些国家的内债不涉及资源在国家间的转移（黄梅波、朱丹丹，2017）。这就造成内债和外债在流动性上的差异，从而形成不同的风险阈值。

其次，按照债务人划分，拉美的外债主要包括三部分，即政府借入的外债、政府出面担保的企业外债、私人部门自借自还的债务。前两部分合称公共外债，后者称为私人外债。由于私人部门的统计存在一定困难，各个机构的债务数据通常缺少拉美国家私人外债的披露。但是，自2008年全球金融危机以来，拉美非金融企业部门总债务占GDP的比重不断上升，而拉美国家的企业债券发行在新冠疫情暴发后迅速扩大，这使私人部门的外债风险迅速增大（ECLAC，2021）。从不同官方数据源（例如，国际清算银行、世界银行、国际货币基金组织等）获得的各国私人信贷水平差异巨大，这主要是由于非银行信贷的覆盖范围不同，以及处理外国银行在本国的授信或本国银行在国外的授信的方法存在差异，这就导致非金融企业和金融机构的债务数据偏差（特纳，2016）。这会高估或低估私人部门的债务风险程度。尤其在全球金融一体化和资本流动限制逐渐取消的情况下，私人部门的债务风险不断堆积扩大。

最后，主权债务中还包括一种特殊的类型，即获得政府担保的企业发行的债券，也被称为准主权债券（Quasi-Sovereign Bonds）。通常，企业债务属于私人债务范畴，但一些特殊的企业能够获得政府

担保，在安全性和流动性上有一定的保证。特别是拉美的联邦制国家，中央政府和地方政府均具备担保资格。因此，如果按照现有研究以中央政府债务总额占GDP的比重来衡量政府债务，往往会低估债务风险（鲍洋，2021）。

## 二、拉美债务动态演变及其特点

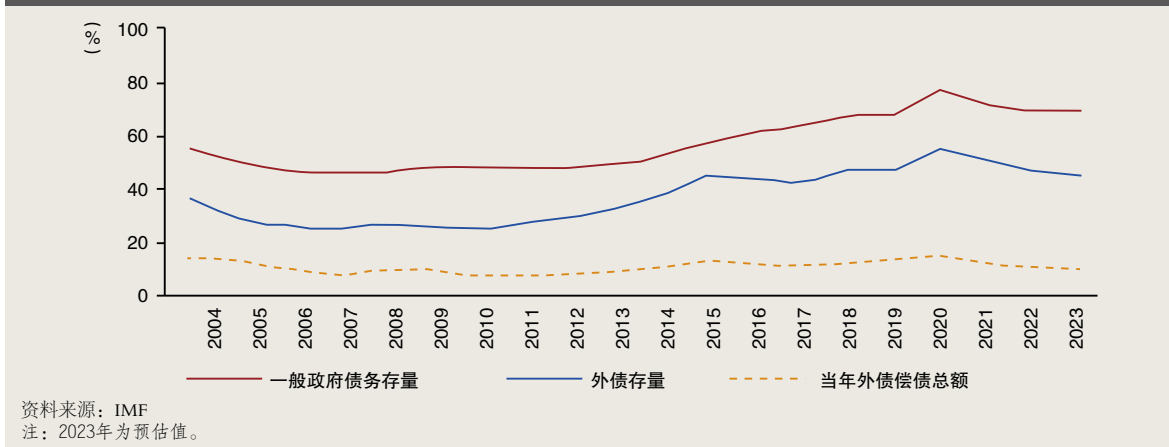
### （一）债务存量：债务规模扩大

2008年全球金融危机后，拉美国家的一般政府债务存量和外债存量开始同步增加。2014年起，拉美经济进入萧条期，具体表现为经济增长疲软，公共债务扩大，各国货币不稳定。拉美各国为应对新冠疫情，实施的扩张性政策增加了各国应对紧急状况的流动资金需求，导致拉美各国债务水平从2021年开始大规模上升（ECLAC，2021）。根据IMF的统计数据，无论是一般政府债务还是外债，拉美是当前全球债务负担最重的新兴市场和发育经济体（Emerging Markets and Developing Economies, EMDE）次区域。

IMF的数据显示，拉美一般政府债务总额在新冠疫情后持续快速增加，已经从2020年的3.4万亿美元增加至2022年的3.98万亿美元，并预计在2023年增至4.21万亿美元；拉美的外债<sup>①</sup>则从2020年的2.4万亿美元增加至2022年的2.59万亿美元，预计2023年将增至2.67万亿美元。尽管拉美债务规模扩大，但政府负债率和外债负债率较为稳定，债务风险在2020年之后有所缓解，基本恢复至新冠疫情前水平（见图2）。第一，拉美一般政府债务占GDP的比重从2015年开始加速增长，并在新冠疫情开始后激增。该指标从2019年的68%大幅上升到2020年的77.4%后开始回落，2022年降至69.3%，但仍高于EMDE的平均值（64.5%），是全球EMDE次区域中一般政府债务率最高的地区。拉美一般政府负债率改善的主要原因在于名义GDP的增长和通过削减资本支出控制公共开支（ECLAC，2022）。第二，拉美外债占GDP的比重在

<sup>①</sup> 不同的国际机构统计口径存在差异。例如，IMF和拉美经委会（ECLAC）统计的是总外债，而BIS统计的则是政府外债，显然BIS未能考虑到私人部门的外债风险。

图2 拉美国家一般政府债务、外债存量 and 当年外债偿债总额占GDP比重



2015—2017年较为平稳,此后开始加速增长,并在2020年达到峰值,由2019年的47.8%大幅上升至55.6%。近两年逐渐回落,2022年降至46.5%,显著高于EMDE国家的平均水平(27.3%),同样是全球EMDE次区域中外债负债率最高的地区。第三,尽管拉美债务总额增加,年外债偿付总额占GDP的比重则相对稳定,预计2023年为10.67%甚至低于新冠疫情前2017年的水平,表明外债偿债结构较为有利。但是,各国外债偿债水平各异,例如,哥斯达黎加累计利息支付在2021年达到了过去15年的最高水平,而阿根廷和厄瓜多尔在2020年完成了外债重组,两国的偿债总额在2021年均实现明显的下降。

尽管整个拉美的债务率有所下降,但应该注意的是,无论是一般政府债务总额还是外债总额,均处于历史上的最高水平,再加上国内通货膨胀管理和国际金融市场条件恶化导致的利率逐步上升,以及拉美多国本国货币贬值和信用评级的下调,这都使政府负债管理变得愈发困难。

## (二) 债务流量: 债券发行波动大、利息支出增加

本轮拉美债务压力加大的原因是新冠疫情引起的国际债券发行速度加快和全球金融市场环境恶化造成的债务利息支出增加。

第一,新冠疫情加重了拉美本已高企的外债负担。2007—2017年,拉美的外债大规模增加,外债存量从9757亿美元增加至22484.5亿美元,外债占

GDP的比重从20.1%提高至35.3%。在这一轮快速增长中,拉美外债规模迅速扩大的原因主要有两个:一是大多数拉美国家税收能力弱,财政收入支持国内基础设施建设的力度低,不得不向海外借款;二是部分外国债权人利用向拉美提供资金谋取利润。新冠疫情暴发后,得益于21世纪以来不断强化的财政纪律和不断改善的国际金融市场形象,拉美国家可以在国际债券市场筹集到一定的资金抗击疫情,其国际债券发行量在2021年创下有史以来的最高纪录。但是,受全球通胀、美联储收紧货币政策、俄乌冲突等冲击的影响,2022年1—10月,拉美国家国际债券市场债券发行额同比骤降58%,且平均利率较2021年高出1.5%。2021年,主权债务和非金融企业是拉美国际债券发行主体,分别占发行总额的42%和40%,但在2022年,企业的国际债券发行严重受阻,金融企业和非金融企业在2022年前10个月的发行量分别下降了78%和69%(ECLAC, 2022)。

第二,美联储加息从汇率和利率两个渠道加重了拉美债务负担。一方面,由于拉美国家的货币不具备国际货币职能,其债务中有一大部分以美元计价。美联储加息,这些债务的利息支出就会扩大。例如,除厄瓜多尔、萨尔瓦多、巴拿马三个美元化的国家债务完全以美元计价外,阿根廷、多米尼加共和国、巴拉圭的债务总额中约80%以外币计价,其中很大一部分是美元。另一方面,多数国家为保证汇率稳定,采取了盯住美元的汇率政策,美联储加息使这些国家紧跟脚步,本国利率上升,内

债的还本付息额增加。尽管智利、哥伦比亚、哥斯达黎加和巴西以美元计价的债务比例不到40%，但本国基准利率的提高还是扩大了利息支付。根据ECLAC的数据，相较于2021年前5个月，有统计数据的15个拉美国家中，有12个国家中央政府利息支出在2022年1—5月扩大，其中，巴西和哥伦比亚均增加了60%，乌拉圭和厄瓜多尔分别增加了34%和20%（ECLAC，2022）。此外，拉美国家内债由中央政府、财政部或中央银行发行，内债利率通常高于外债利率。较高的回报率甚至吸引了部分外国投资者，资本的大进大出形成潜在的流动性风险。

### （三）债务结构：私人部门债务加重

债务主体包括政府、企业和居民三种类型。国家和市场普遍关注主权信用风险，而企业债务和家庭债务逐渐暴露出的风险则引发多方关注。2008年全球金融危机后，随着发展中国家的企业在全世界融资中的参与度越来越高以及这些国家的外部融资主权需求下降，市场的注意力转移到企业，以企业债务为主体的金融衍生工具也开始增多。

新冠疫情以来，拉美企业部门债务风险虽略低于政府部门，但杠杆率上升、美元债务占比过大、货币错配风险日益严重等因素也影响了企业债务的可持续性，拉美成为当前全球EMDE次区域中非金融企业美元负债最重的地区（Giraldo & Turner，2022）。风险联动后，又传递至家庭部门。疫情首先冲击了企业，停工停产使企业的收益难以覆盖到期债务，企业破产或陷入危机。此时，家庭部门无法从企业获得工资收入，当家庭储蓄耗尽，家庭债务也不可持续。反过来，企业和家庭作为经济中的需求方，陷入债务危机后会降低其扩大再生产的能力和消费水平，使社会总需求减少，影响企业生产和家庭收入。债务风险还会从私人部门传递至政府部门。

在国际机构的统计中，涉及拉美国家企业和家庭债务的统计并不多见。BIS统计了阿根廷、巴西、墨西哥、智利和墨西哥5个国家的家庭债务。尽管占GDP的比重保持稳定，这些国家的家庭债务总额自2021年开始增加。2022年以来，伴随着美联储

加息，全球金融收紧，包括拉美在内的新兴市场经济体外部融资成本上升。同时，拉美多国的中央银行为控制通货膨胀而提高利率，融资变得越来越稀缺和昂贵。拉美私人部门的债务负担愈加趋重（IMF，2022）。例如，2020年8月以来，巴西家庭收入中用来偿还债务的比例持续增加，而巴西央行持续推行激进的加息步骤加重了家庭部门利息支出，巴西家庭部门债务在2021年年底飙升至历史最高水平。又如，2022年阿根廷约70%的家庭需要举债支付食品和药品等日常开支，在持续高通胀的背景下，阿根廷越来越多的家庭有陷入贫困的风险（Mayo，2022）。在中美洲，巴拿马和尼加拉瓜约一半的家庭有债务，而中美洲过度负债的家庭占比接近20%（IDB，2022）。截至2022年9月，拉美地区有4个经济体私人部门的不良贷款率超过12%。因经济增长疲软、金融成本升高，通常用作抵押贷款的房产价格在多国下跌，私人部门的信贷质量有着持续恶化的风险（ECLAC，2022）。

## 三、拉美债务风险的识别：债权方—债务方视角

2022年上半年，拉丁美洲和加勒比地区的经济增长高于预期，但在下半年持续放缓。俄乌冲突造成的全球供应链和价值链紧张局势、美联储货币政策正常化引发拉美国家的加息分别从贸易和金融两个方面，使本就因新冠疫情而脆弱的拉美宏观经济形势更加恶化。国际机构也屡次调低未来几年的拉美经济增速预期，并强调拉美存在未来发生债务危机的风险。学术界关于债务风险的研究汗牛充栋，多以债务的可持续性为分析基础。不同的研究对债务可持续性的衡量指标各异，影响了对一国债务风险程度的研判。对于拉美国家来说，又一个“失去的十年”放大了其爆发主权债务危机的风险。然而，正如前文所述，主权债务危机有广义和狭义之分，需要分别把握各个拉美国家的债务风险，防止夸大其词，尤其需警惕债务问题被个别国家政治化。由于内债违约的可能性小，而外债的类型——流动性危机和偿付性危机的解决方式各异，因此有必要从多个维度对拉美国家的债务

图3 拉美国家政府债务和外债占GDP比重

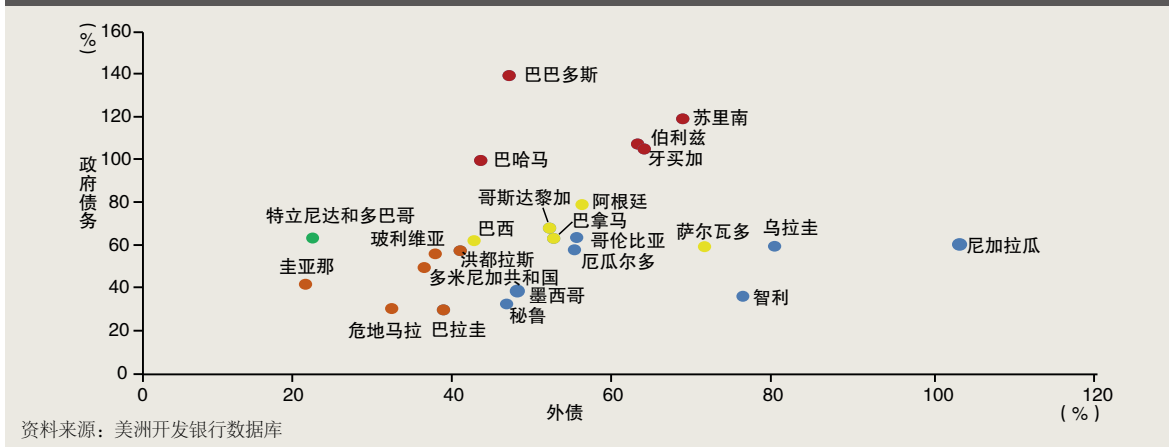
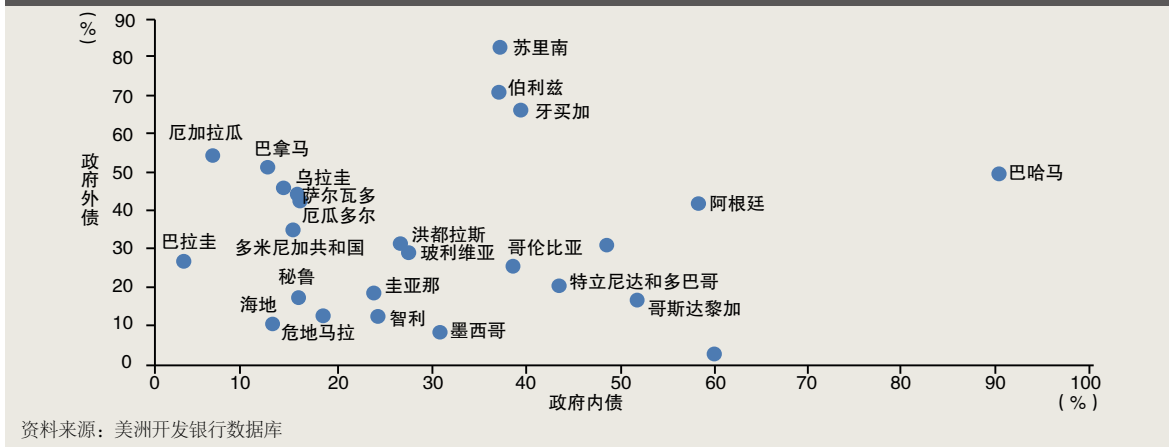


图4 拉美国家政府内债和政府外债占GDP比重



风险进行划分。

### (一) 政府债务—总外债

外债水平较低的国家能够更好地应对国际金融市场的不利冲击。一般而言，一国的外债负债率警戒线为不超过 20%。但根据国际清算银行的统计，主要发达国家的外债负债率基本高于 100%，远超警戒线。政府债务规模较低的国家能够采取更为积极的财政政策刺激经济。根据《马斯特里赫特条约》，欧盟规定成员国的政府债务占 GDP 的比重不得超过 60%，但几乎没有严格遵守这一标准的国家。研究表明，发展中国家政府部门负债率超过 60% 时将引发风险 (Reinhart & Rogoff, 2010)。

选取 20 世纪 80 年代拉美债务危机和 1997 年亚洲金融危机期间各国约 40% 的外债负债率以及政府债务率 60% 为界，拉美国家的债务风险可以分

为五类 (见图 3)。第一类是“双低型”，即外债负债率和政府债务率均在阈值内，包括玻利维亚、多米尼加共和国、危地马拉、圭亚那、洪都拉斯和巴拉圭 6 个国家，理论上不会发生政府债务危机或外债危机。第二类是“双高型”，即外债负债率和政府债务率均超过了阈值，包括巴哈马、巴巴多斯、伯利兹、牙买加和苏里南 5 个国家。这五个国家的外债负债率超过了 40%，政府债务率甚至超过了 100%，发生两类危机的概率较大，且都位于更容易受到外部冲击的中美洲或加勒比地区，是拉美债务风险最高的一组国家。第三类是“高低型”，即外债负债率高而政府债务率可控，包括智利、尼加拉瓜、厄瓜多尔、乌拉圭、墨西哥和秘鲁 6 个国家。第四类是“低高型”，即外债负债率相对较低，而政府债务率超过了 60%，只有特立尼达和多巴哥一个国家，其外债负债率和政府债务率分别为 21% 和

64%，整体风险可控。阿根廷、巴西、哥伦比亚、哥斯达黎加、萨尔瓦多、巴拿马等为第五类。尽管这些国家的政府债务率超过了60%，但低于100%，爆发政府债务危机的可能性较小。这些国家的外债负债率也超过了40%，但由于外汇储备相对可观且政府债务规模较小，发生主权债务危机的可能性较小。

## （二）政府内债—政府外债

考虑到债务人类型在风险积累、债务偿还和融资难易度等方面的差异，有必要单独聚焦政府部门，将政府债务进一步分解为政府外债和政府内债，因为一国出现债务清偿困难一般表现为外债清偿困难。特别是对于拉美国家来说，主权外债违约是历史上拉美债务危机的主要类型。

根据图4可以发现，除个别国家外，拉美政府债务的风险尚处在可控范围内。第一，巴西和墨西哥这样的地区大国，政府外债占GDP的比重分别只有3%和9%，加上21世纪以来积累了较为可观的外汇储备，具备一定的应对政府外债危机的空间。第二，在剔除政府外债后，除巴巴多斯外，所有国家政府内债占GDP的比重均降至60%的临界值以下。如果国内通货膨胀可控，这些国家可以利用传统的增发货币的方式为财政赤字融资，进行经济刺激。第三，将外债中的政府外债剔除，阿根廷、智利、巴西、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁等拉美传统大国的私人外债债务率均超过了地区平均水平，风险值得关注。事实上，哥伦比亚金融监管局“对哥伦比亚人信用卡债务的快速增长表示了担忧”。该国2022年5月使用信用卡购物的金额达到79亿美元，同比增长了45%；5月消费贷款欠款额增至1979亿美元，同比增长了21.7%（Colombiano, 2022）。在智利，2021年年底约57.4%的家庭有债务负担，平均每个家庭将其21%的月收入用于偿还债务（Emol, 2022）。

## 四、拉美债务风险及其负面影响

无论是内债还是外债，债务的不断增长都会阻碍经济高速增长，增加经济衰退的发生概率。社会中的新增利润如果被大幅用于偿还既有债务或支付

利息，会造成国内扩大再生产的投资不足，进而影响就业和民生。国内和国外经济环境联动还会对债务形成更大的压力，通过国际评级影响内外债之间的相互转换。外债规模较大的国家面临违约风险，若主权外债违约，国际评级机构下调评级，资本外逃，本币贬值，并通过汇率价格传递影响国内通货膨胀，中央银行为稳定汇率不得不加息，国内债务发行成本升高，政府利用内债弥补外债的愿望落空。当前，新冠疫情、俄乌冲突和美联储货币政策无论在短期还是长期，都对拉美债务形成了潜在的风险冲击。

第一，拉美经济增速放缓，潜在增长率被侵蚀，债务负担率和偿债率或将扩大。拉美经济增速在2022年下半年放缓，不及预期，导致全年增速仅为3.7%，远低于2021年的6.7%，2023年预计将进一步放缓至1.3%（ECLAC, 2022）。这一方面反映了2021年拉美经济的复苏反弹效应走弱，另一方面反映了政府债务负担高企造成的财政支出限制。同时，私人部门在2022年下半年面临储蓄盈余枯竭、信贷成本增加的情势，影响了家庭部门的购买力和企业的投资能力。拉美的投资周期对GDP波动的敏感性高于发展中世界的任何其他区域（ECLAC, 2021），而当前公共部门和私人部门的投资皆因经济疲软和发债困境而进一步受限，这将通过影响未来资本积累速度以及创造增长和就业的能力而侵蚀长期的经济潜在增长率。针对拉美政府债务对GDP影响的实证研究表明，政府债务与GDP增长的非线性关系的转折点平均在64%~71%之间（Jacobó & Jalile, 2017），这意味着对于拉美国家来说，高于这一阈值的政府债务与GDP之比将对经济增长产生负面影响。在多重冲击下，包括阿根廷、巴西、哥斯达黎加等国在内的政府债务已处于拖累经济增长的不利区间。特别是对于墨西哥、巴西、哥伦比亚、阿根廷、智利、秘鲁等左翼政党执政的拉美大国来说，后疫情时代政府渴望增加对急需的社会和医疗项目的支出，而债券投资者又要求财政紧缩以确保长期债务可持续性，这一矛盾也为未来新一轮债务危机的爆发埋下伏笔。

第二，尽管拉美债务总体可控，但个别国家的

债务危机风险大，特别是私人部门恐爆发违约事件。2020年，全球发生7次主权债务违约，除黎巴嫩和赞比亚外均发生在拉美，分别是阿根廷、伯利兹、厄瓜多尔和苏里南（违约两次）。2021年，全球发生两次主权债务违约，分别是伯利兹和苏里南。拉美再次成为全球主权债务违约的风暴眼。从内债-外债视角的拉美国家债务风险识别来看，除中美洲和加勒比地区的一些小国外，当前拉美债务风险总体可控。巴西和墨西哥两国政府外债规模小，使拉美地区重演主权债务危机的可能性较小，也不会再爆发主权债务危机在拉美区域内传染的情况。企业部门债务状况的恶化，则将通过过度杠杆化和外部金融条件的变化产生重大的宏观经济影响。此外，由于相当数量的拉美企业，尤其是大型跨国企业会选择在国际资本市场上寻求融资，拉美企业部门的这一债务结构使拉美经济更容易受到国际借贷条件变化的影响。

第三，以美欧发达国家紧缩性货币政策为主要内容的全球金融市场环境的变化，将成为短期内引爆拉美债务危机最大的风险点。2023年，拉美面临约4620亿美元的债务本金和利息偿付，以及预估约1090亿美元的国际收支经常账户赤字，因此拉美在2023年的外部融资需求将达到约5710亿美元。如果上述规模的资金流入没有实现，各国将不得不使用国际储备弥补缺口。当前，拉美地区外汇储备总额约8260亿美元，尽管这一数字可以满足上述外部融资需求，但各国之间的覆盖能力差距较大，部分国家有可能在2023年发生外债偿付困难（ECLAC，2022）。在政府债务的币种方面，拉美国家政府债务中的75%以当地货币支付，而以美元计价的债务占19%。但是，如果不考虑巴西和墨西哥，拉美以美元计价的政府债务将升至38%。其中，有7个国家的政府美元债务的占比超过50%，分别是巴拿马（97%）、萨尔瓦多（93%）、厄瓜多尔（81%）、危地马拉（75%）、巴拉圭（64%）、玻利维亚（54%）、阿根廷（50%）（ECLAC，2022）。美联储持续加息，叠加本币贬值，使政府债务的财务成本快速上升。汇丰银行2021年对基金经理的一项调查显示，只有43%的人表示他们在拉美持有超重头寸，低于2020年年

初的70%，且拉美地区是调查中唯一一个投资者对当地货币、外部债券和股票均产生负面情绪的地区（HSBC，2021）。

第四，潜在的债务风险将影响拉美国家货币政策的有效性。在大多数拉美国家，政府和中央银行是主权债券市场的重要参与方，政府通过发行各种期限的债务，弥补财政赤字；中央银行则通过发行证券为资产购买（特别是外汇储备）提供资金，中央银行还会通过公开市场操作、通过对基准利率的决定间接影响政府债务。新冠疫情以来，欧美等发达国家的中央银行采取了降息或量化宽松等全面措施，以减轻金融市场的压力并支持经济活动。基于对低通胀和产出缺口急剧扩大的中期预期，拉美大多数国家的央行自2020年开始进入降息周期，并通过一系列货币政策工具（包括本币和美元）、现货市场和掉期操作来扩大流动性。面对不断高涨的财政支出，现代货币理论（MMT）再次兴起，要求财政赤字货币化。在发达国家，美联储2020年宣布将2万亿美元的CARES法案部分货币化，英格兰银行也宣布将在必要时向政府提供直接融资。与发行储备货币的美国和英国不同，拉美国家的财政赤字货币化将破坏中央银行的独立性，而这是20世纪80年代拉美债务危机后拉美国家货币政策的基本支柱——保障央行的独立性有助于稳定通货膨胀。但是，新冠疫情和俄乌冲突的长期影响、美联储紧缩性货币政策的短期影响，冲击了拉美国家的外部流动性，外部融资无法弥补财政赤字可能会诱使各国直接或在法律禁止的情况下通过国有银行间接将财政赤字货币化。例如，阿根廷已于2020年3月将其三分之一的货币基础转移给了政府，事实上采取了财政赤字货币化，这也是当前阿根廷金融风险持续扩大的原因之一。尽管拉美其他国家仍较为谨慎，但如果经济迟迟无法得到有力提振，失业和债务负担继续加重，回到过去的道路上——通过财政赤字货币化继续为财政支出提供资金，或许并非不可能。

## 五、结论与应对

债务是经济复苏最大的挑战，一旦爆发债务危



机，将对经济造成无穷危险。“历史不会重复，但会押着同样的韵脚。”20世纪80年代的拉美债务危机，20世纪90年代以来的墨西哥金融危机、巴西金融动荡、阿根廷金融危机“殷鉴未远”，新一轮债务压力再次袭来。相较于发达国家具有使用主权货币发行国际债务的能力而言，包括拉美在内的新兴经济体和发展中国家无法通过发行货币偿还外债，中央银行要完成的通货膨胀目标更无法通过发行货币稀释内债，在全球多重冲击的情况下，加强债务风险管理是所有国家绕不过去的难题。中国是拉美多个国家最大的贸易伙伴和投资来源国，随着越来越多的拉美国家加入“一带一路”倡议，以及更多的“一带一路”项目在拉美落地开花，拉美债务风险对中拉经济合作产生的溢出效应也愈发突出。特别是在当前全球地缘政治风险加大的情况下，西方部分国家鼓吹的“债务陷阱论”有全球蔓延之势，一旦将中国在拉美重大基础设施建设项目同个别国家的债务风险挂钩，可能将破坏中拉合作，影响中拉命运共同体的构建。

第一，“拉美式”债务危机的风险整体可控，但私人债务风险在积聚。历史上，拉美是债务危机的重灾区，因此每一轮全球债务风险升高，拉美的受关注度便会增加。尤其是像委内瑞拉深陷危机、阿根廷第九次主权违约、巴西破产等话题，加剧了国际社会对拉美债务风险的担忧。但是，20世纪90年代，特别是2008年全球金融危机以来，拉美国家通过严格的财政纪律、通货膨胀目标制、汇率浮动等宏观经济政策组合强化了经济基础的稳定性，又通过扩大出口和积累外汇储备等方式增强了偿付外债的能力。过去在讨论债务风险时，由于存在认知纷争，导致相关概念被误用，夸大了拉美的债务风险。本文通过分析发现，过去因外债偿付而引发的“拉美式”债务危机已经得到了纠正，除个别国家外，拉美各国的政府债务负担率在可控范围之内。2008年全球金融危机暴露了发达国家明显的私人成本社会化特征。伴随着全球金融监管的放松，大量资本进入金融市场导致资金剩余，食利资本还进入了新兴经济体和发展中国家的消费信贷和住房领域，推高了个人消费信贷规模和房地产泡沫，这些债务的证券化更是为金融衍生品创新提供了新

的标的物。对于新兴经济体和发展中国家来说，除面临同发达国家一样的私人成本社会化压力外，还承受资本在全球流动掠夺利益的风险。特别是那些外币计价债务规模较大的经济体，汇率变动引发的债务偿还流量的增加，吞噬着这些国家的财富。1995—2008年，拉美各国通过减少发行与汇率挂钩的债券并增发与通货膨胀率挂钩的债券，成功改善了其主权债务结构，获得了更长的还款期限并降低了债务的汇率风险（Phillip et al.，2010）。尽管拉美主权债务的期限和结构得到了改善，但非金融企业杠杆率却在近年来激增，债务面临严重的货币错配，这已经引发了国际清算银行的关注。中国的私人债务规模同样值得关注，需防范私人债务过快增长，陷入过度负债陷阱。

第二，关注拉美国家的还债压力，警惕其偿债风险，积极参与国际债务处置机制协调。当前，拉美国家需要财政空间来有效应对后疫情时代的低速增长，并推动全面经济复苏。不幸的是，在俄乌冲突持续发酵、全球金融环境不利的背景下，各国的财政空间非常有限。严峻的债务形势会使拉美债务国在国际资本市场的信用评级下降，获得额外融资的成本增加。尽管多边、双边和债权持有方都提出了减免债务倡议，但进展非常缓慢，并没有给拉美国家提供更多喘息的机会。主权信用评级机构下调参与债务减免国家的信用等级，反而加剧了这些国家的经济窘境。因此，尽管拉美个别国家债务负担沉重，但参与全球债务治理的积极性并不高。其中，圭亚那、厄瓜多尔、牙买加和委内瑞拉几个重债国对中国的信贷风险敞口较大，中国是这些国家最大的外债来源国，也是其最大的双边官方债权国。中国的债务减免能够帮助这些困境之中的国家应对短期不利冲击，但是如果没有其他国家和私人债权人的帮助，难以产生预期的效果。近年来，中国的海外主权债权规模不断扩大，已成为重要的新兴债权人，国际社会也高度关注中国海外债权的处置和重组情况。中国在参与国际债务治理、构建新型国际融资和债务治理上发挥了越来越重要的作用。面对拉美国家的债务风险，可在未来发生危机后，以处置这些国家的债务为契机，提出方案，积极参与多边金融机构融资机制，推动

中国参与国际债务协调机制，提升中国在全球债务治理中的话语权。

第三，高度关注国际舆论，应对“债务陷阱论”在拉美的扩散。随着中拉共建“一带一路”在拉美获得早期成果，部分西方国家大肆宣传“中国引发债务陷阱”的论调，并且同拉美国家的反华势力勾结，破坏中拉关系的正常发展和演进。“中国引发债务陷阱论”把中国塑造成新殖民主义者，试图令拉美国家对中国产生戒心，不接受中国的投资和贷款，阻挠中国参与拉美国家的基础设施建设，阻碍中国的产品、技术、标准在拉美推广。但拉美国家制定或影响政策的精英阶层仍然认可中国的理念，坚信中国提出的“命运共同体”。债务危机是以美元为中心的国际货币体系的顽疾，澄清拉美社会舆论中存在的“债务陷阱论”关键是在阐明根本原因的基础上，系统严谨地证明中国资金所发挥的积极作用，这需要各方的努力：国家和政府层面，积极主动争夺国际舆论场中的话语权，驻拉美国家的使馆应该在当地主流媒体宣传介绍中国投资创造当地就业、拉动经济增长的积极效果，不回避敏感问题，及时有力回击曲解和抹黑；学界和智库层面，要加强同拉美国家对应群体的沟通，通过联合研究、共同举办研讨会或在媒体平台“对话”等形式进行宣介，利用当地高端智库、知名学者的影响力打造中国的正面形象。

**参考文献：**

[1] 鲍洋. “一带一路”沿线国家政府债务研究 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2021

[2] 黄梅波、朱丹丹. 主权债务的国际规则研究 [M]. 厦门: 厦门大学出版社, 2017

[3] 特纳. 债务和魔鬼: 货币、信贷和全球金融体系重建 [M]. 王胜邦等译. 北京: 中信出版集团, 2016

[4] 王学凯. 全球主权债务风险: 表现形式、风险度量与传导机制 [J]. 经济学家, 2022 (1): 56—65

[5] Colombiano E. Jalón de Orejas: los Colombianos se Están Endeudando Mucho con Tarjetas de Crédito [EB/OL]. elcolombiano, 2022

[6] ECLAC. Financing for Development in the Era of COVID—19 and Beyond [R]. 2021

[7] ECLAC. Balance Preliminar de las Economías de

América Latina y el Caribe 2022 [R]. 2022

[8] Emol. Finanzas de los Hogares Chilenos: El 57% Tiene Alguna Deuda y Créditos Representan el 49% del PIB [EB/OL]. 2022

[9] Giraldo I, Turner P. The Dollar Debt of Companies in Latin America: The Warning Signs [EB/OL]. flar, 2022—02—01

[10] HSBC. HSBC Survey: Over 80% Southbound Wealth Management Connect Investors Interested in Funds, 74% Northbound Investors Prefer Equity Wealth Management Products [EB/OL]. HSBC, 2021

[11] IDB. En Búsqueda de Mejores Condiciones de Endeudamiento para Empresas y Hogares: Informe Económico sobre Centroamérica, México, Panamá y República Dominicana [R]. 2022

[12] IMF. América Latina Enfrenta un Tercer Shock Debido al Endurecimiento de las Condiciones Financieras Mundiales [EB/OL]. imf, 2022

[13] Jacobo A D, Jalile I R. The Impact of Government Debt on Economic Growth: An Overview for Latin America [EB/OL]. unipg, 2017

[14] Mayo R. Cada Vez Más Familias Toman Deuda para Sostener el Consumo [EB/OL]. redaccionmayo, 2022

[15] Phillip R D, Anderson A C S, Velandia—Rubiano A. Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different? [M] // Braga C A P, Andronova Vincelette G. Sovereign Debt and The Financial Crisis: Will This Time Be Different, Washington, D.C.: World Bank Group, 2010

[16] Reinhart C M, Reinhart V R, Rogoff K S. Public Debt Overhangs: Advanced—Economy Episodes Since 1800 [J]. The Journal of Economic Perspectives, 2012, 26(3): 69—86

[17] Reinhart C M, Rogoff K S. Growth in a Time of Debt [J]. American Economic Review, 2010, 100(2)

(责任编辑: 周宇)