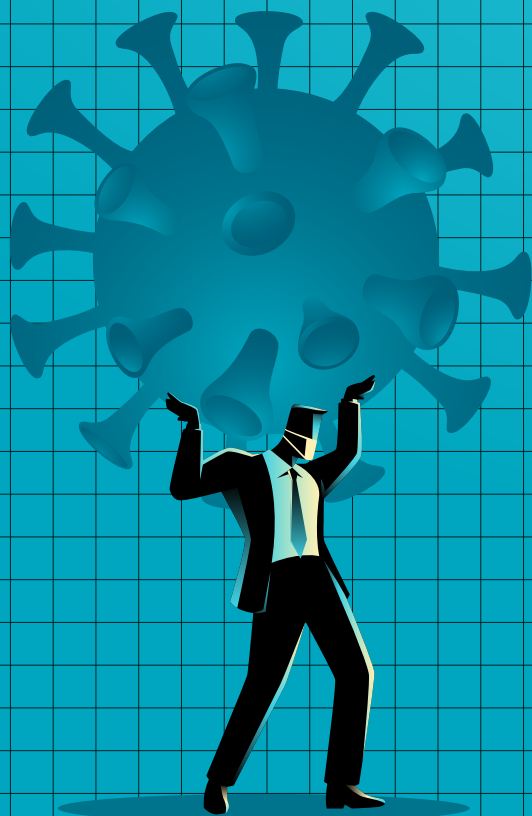


债务的 新冠疫情

需要采取新的措施来解决主权债务问题

杰里米·布洛、卡门·莱因哈特、肯尼斯·罗格夫、克里斯托弗·特雷贝施



新冠疫情导致越来越多的发展中国家和新兴市场经济体陷入债务困境。对有些国家来说，危机已迫在眉睫；对更多国家和经济体来说，只有超低的全球利率才可能推迟清算。违约率在上升，债务重组的需求也在增加。然而，除非政府和多边贷款机构提供更好的工具来应对这波重组浪潮，否则新的挑战可能会阻碍债务问题的解决。

新冠疫情期间，由于政府收入随着经济活动一起严重收缩，民间资本流动也突然停止，IMF、世界银行和其他多边机构迅速采取行动，为各国提供急需的资金（见图1）。除了来自多边机构的新增贷款外，二十国集团债权人还批准了对世界上最贫穷国家的债务延期偿付。他们还鼓励私人借贷机构效仿此举，不过收效甚微。

到目前为止，新冠疫情的冲击仅限于一些最贫穷的国家，并未演变成全面的中等收入新兴经济体的债务危机。部分得益于发达经济体央行的大规模支持，全球流动性状况依然良好，民间资本外流的情况有所缓和，许多中等收入国家得以继续在全球资本市场举债。根据IMF的数据，新兴市场政府在2020年前6个月发行了1240亿美元的硬通货债务，其中三分之二的借贷来自第二季度。

然而，人们仍有理由担心新兴市场能否持续进入资本市场融资。最危险的时期可能还在后面。第一波疫情尚未结束。1918年的流感大流行的经验表明，可能会出现更为严重的第二波疫情，特别是如果有效疫苗要到2021年年中（或更晚）才能广泛投入使用的话。即使在最好的情况下，国际出行也仍将面临困境，消费者和企

业之间的不确定性可能仍然很高。世界贫困率已急剧上升，危机过后，许多人将无法重返工作岗位。这场危机对发达经济体的政治影响也尚未全部显现。在疫情前，反对全球化的呼声就已经有所抬头，在这之后可能会愈发高涨。

尽管许多新兴市场政府成功地借入了更多本币，但企业仍在继续累积外币债务。如果形势进一步恶化，新兴市场政府很可能会屈服于压力，救助本国的龙头企业摆脱困境，就像美国和欧洲所做的那样。

除了私人资金大幅减少之外，在其他国家工作的新兴市场公民的汇款今年预计将下降20%以上。与此同时，由于新兴市场和发展中经济体面临着和发达经济体同样的预算压力，借贷需求飙升。政府一方面必须加强卫生系统，另一方面必须向生活受影响最严重的人们提供帮助。而随着经济损失的加剧，借贷需求只会进一步上升。

伴随着预算压力的不断上升，出现了新一波主权债务评级下调，且超过了以往危机期间的峰值水平（见图2）。即使主要发达经济体的央行已经放松信贷条件，这种情况也仍在持续。在新兴市场和发展中经济体，央行购买企业债券以支持本土企业的行为，也会有损他们的债务评级。

历史表明，即使在违约风险很高的情况下，一些国家仍能继续举债，这并不罕见。回顾1827—2003年的89次违约事件，可以发现一种十分典型的情况，即政府借贷在违约前夕急剧增加，包括国内和国外的借贷（Reinhart and Rogoff 2009）。理想情况下，这次会有所不同，

但历史记录却无法让人乐观。

在众多国家同步出现大规模融资需求的背景下，债务重组的需求日益增长，其数量是自 20 世纪 80 年代债务危机以来从未有过的。官方债权人应做好必要的准备。

在这方面，它们将受到独立于新冠疫情危机之外发展的两种趋势的影响。这里不妨称之为“先存情况”。

第一种“先存情况”是，私人债权人越来越多地要求在债务重组中获得巨额偿还。尽管从理论上讲，相对于私人部门，官方部门是优先债权人，但历史经验表明情况并非如此。

20 世纪 80 年代新兴市场债务危机期间，私人债权人相当成功地撤出了资金，而官方债权人则越陷越深 (Bulow, Rogoff, and Bevilacqua 1992)。欧债危机期间也曾出现类似的情况，投资者当时在希腊确实遭受了一些损失，但在那之前他们的大部分资金便早已撤出，这得益于欧元区政府提供的大规模贷款 (Zettelmeyer, Trebesch, and Gulati 2013)。这种模式在过去两个世纪的私人 and 官方贷款中曾反复出现：当私人投资者后撤时，官方贷款机构

往往会介入 (Horn, Reinhart, and Trebesch 2020, 见图 1)。

最近的一项分析比较了官方债权人和私人债权人的损失 (债务减记)，让人们对所谓官方部门贷款享有高优先级这一说法有了更多质疑 (Schlegl, Trebesch, and Wright 2019)。

这些结果不应该令人惊讶。毕竟，政府有保护向国外放贷的国内债权人的历史 (想想希腊债务危机中那些来自北欧的银行吧)，同时它们也关心借款国的稳定和社会保障情况。这种利他主义反过来削弱了官方部门的谈判地位——尤其是相对于私人债权人而言。因此，官方债权人最后可能成了为大部分损失接盘的一方，即使开始时他们只有很少的未偿还债务，希腊的情况就是如此。

另一个挑战来自私人投资者为抵制大规模债务减记和债务重组而采取的新的抵制行动和诉讼策略。债务重组的数量减少了，但涉及诉讼的比例越来越高 (见引用自 Schumacher, Trebesch, and Enderlein 2018 的图 3)。虽然这可能无法完全解释私人部门在债务重组中所占份额最高这一事实，但其本身却会令人不安。

第二个“先存情况”是债务危机持续的时间长度。正如前花旗银行董事长威廉·罗兹 (William Rhodes) 在 20 世纪 80 年代的债务危机期间所说的那句名言：“陷入延期偿还债务很容易，但走出去很难。”

违约事件平均需要 7 年的时间才能解决，而且通常需要多次重组 (见图 4)。不幸的是，债务重组可能会变成一场讨价还价的游戏，在这场游戏中，债务国往往 (理所当然地) 愿意接受当前的少量还款，哪怕这意味着未来债务会变得更高，而且他们完全能够接受在必要时再次进行债务重组。延期偿付也有助于双方从官方债权人那里争取更大的注资 (Bulow and Rogoff 1989)。债权人可能愿意经常对债务进行展期 (“使其长青”)，以暂时改善自己的资产负债表。在最坏的情况下，新冠疫情危机可能会导致又一个“失去的十年”正在浮现，其中将伴随着债务的长期拖延。

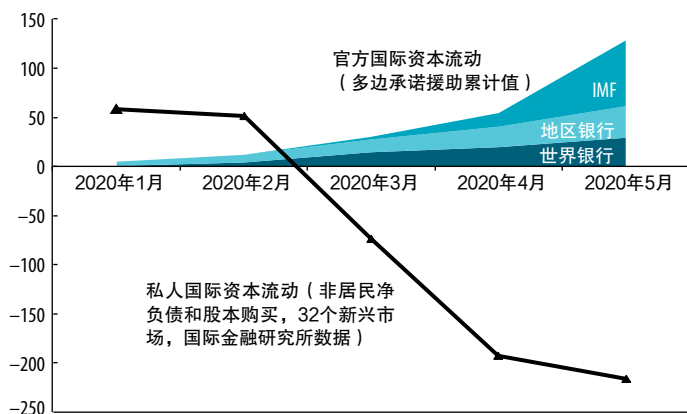
各国政府和多边贷款机构能做些什么，来确

图 1

多边贷款保障

多边机构的快速融资帮助抵消了政府收入锐减和私人资本撤出造成的资金紧张问题。

(十亿美元)



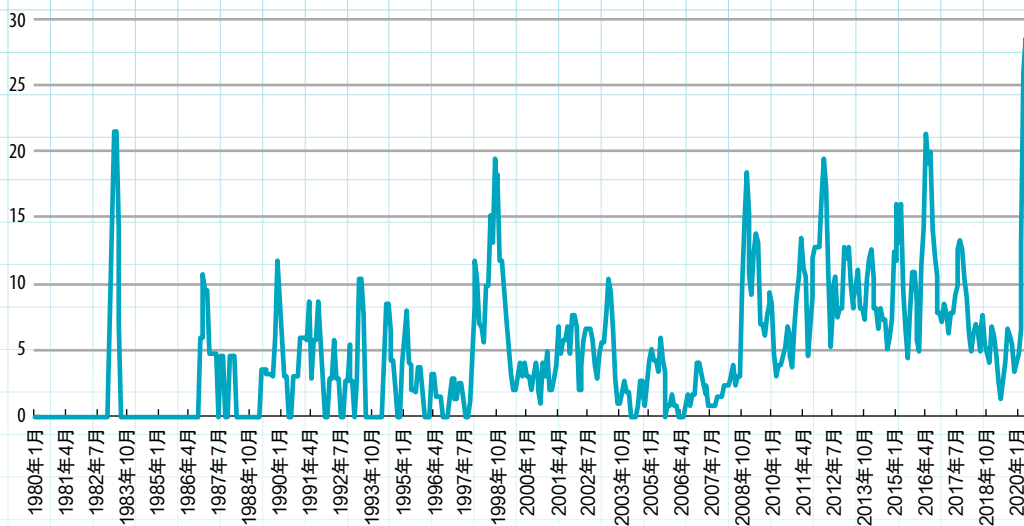
资料来源: Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christian Trebesch, "Coping with Disasters: Two Centuries of International Official Lending," NBER Working Paper 27343, June 2020.

图2

主权债务评级下调

2020年评级下调激增，超过了此前危机的峰值。

(1980—2020年主权信用评级下调比例3个月的总和)



资料来源：惠誉国际、穆迪公司、标准普尔和全球经济指标。

保新的融资最终惠及受疫情影响的债务国的人民，而不是只肥了债权人的钱包？他们怎样才能让债务重组更加方便？这里有三个实用的建议：

- 提高债务数据和债务合同的透明度

世界银行、IMF 和二十国集团应继续坚持提高债务统计的透明度，这一点至关重要。

在评估许多发展中经济体的外债时，一个新的、重大的复杂因素涉及中国。更详细的关于私人部门债权人风险敞口的数据可能有助于在陷入债务困境时推动债权人与债务人谈判，并有助于债权人和政府确定哪些债券面临着拒绝偿付或诉讼的风险。例如，一项内容详尽的透明度举措将包括对主权债券所有权信息的全面披露，以及可快速改变债权人构成的信用违约互换合约。如果对所涉及的参与者和欠款数额有充分了解，则将有助于使国际社会和受影响国家的人民更好地监测危机时期稀缺资源的使用情况。国家自身的账目必须变得更加全面，国内债务和国有企业所欠债务的数据必须得到改善。养老金负担的核算也越来越重要，底特律和波多黎各最近的债务解决方式就生动地说明了这一点。

- 应充分考虑下行风险，进行实事求是的经济预测

对增长进行实事求是的预测对避免低估一个国家的短期融资需求或高估其偿债能力而言极为关键。IMF 历史学家詹姆斯·鲍顿 (James Boughton) 指出，在 20 世纪 80 年代债务危机的大部分时间里，人们对增长预期持续保持过度乐观，尤其是在拉丁美洲。而实事求是的预测，尤其是如果能充分认识到高负债国家的脆弱性，则有助于危机的加速解决。及早发现破产情况并明确需要进行大规模债务减记的情况虽无法保证更快解决债务问题，但却是朝着这个方向迈出的一步。

- 应推动新的立法，支持主权债务的有序重组

在管理国际债券的司法管辖区（以纽约和伦敦为主，但不仅限于此两处）或处理支付的司法管辖区采取法律措施，可以为主权债务人和债权人提供更公平的竞争环境，从而有助于更有序的重组。例如，国家立法可以限制以大幅折扣购买的违约政府债券的回收额度。2010 年，英国便为参与“重债穷国”债务减免倡议的国家制定了这样

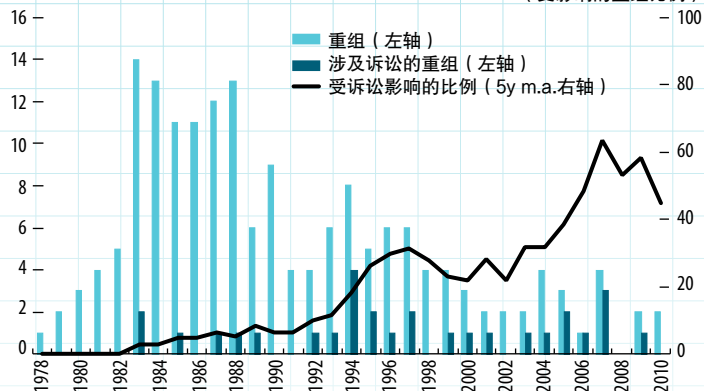
图3

法律风险

越来越多的主权债务重组涉及诉讼。

(重组数量)

(受影响的重组比例)



资料来源: Schumacher, Julian, Christoph Trebesch, and Henrik Enderlein, 2018, "Sovereign Defaults in Court." CEPR Discussion Paper 12777, Centre for Economic Policy Research, London.

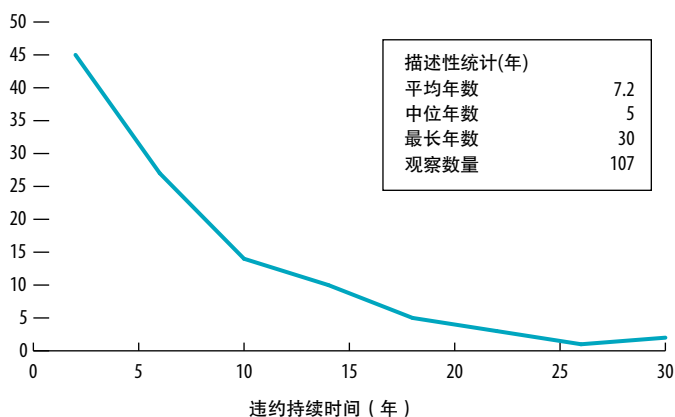
注: 5y m.a.=5年的月平均值。

图4

长期主权债务的解决

违约持续时间平均7年以上。

(1970-2015年债务违约数量)



资料来源: Meyer, Josefina, Carmen M. Reinhart, Christoph Trebesch, and Clemens von Luckner, 2020. "Serial Sovereign Debt Restructurings and Delay: Evidence from the 1930 and 1980s Default Waves." Unpublished, Harvard University, Cambridge, MA.

一项法律,而比利时在2015年通过了所谓的“反秃鹫基金法”,以防止诉讼债权人扰乱通过欧洲清算系统(Euroclear)支付的款项。这种方式还可以推动立法以促进多数重组,使主权国和符合条件的多数债权人达成一项对所有接受重组的债权人都具有约束力的协议。

全球新冠疫情造成的冲击堪称百年一遇,其冲击之大,需要官方和私人债权人对新兴市场和发展中经济体做出慷慨回应,包括维护全球贸易体系和帮助各国应对债务问题。

无论何种措施,但凡其有助于改善债务问题,我们都必须提供支持。但是,为了确保尽可能多的援助惠及债务国民众,必须确保债权人之间的公平权益以及公平分担责任,特别是在官方和私人债权人之间。我们衷心希望,官方援助和软贷款能够尽可能多地用于帮助世界各地的贫困人民,同时尽可能少地用于支付那些不具妥协精神的债权人的债务。FD

杰里米·布洛(JEREMY BULOW)是斯坦福商学院 Richard A. Stepp 经济学教授;卡门·莱因哈特(CARMEN M. REINHART)是世界银行集团副行长兼首席经济学家;肯尼斯·罗格夫(KENNETH ROGOFF)是哈佛大学 Thomas D. Cabot 公共政策教授和经济学教授;克里斯托弗·特雷伯施(CHRISTOPH TREBESCH)是基尔世界经济研究所国际金融学教授。

参考文献:

Bulow, Jeremy, and Kenneth Rogoff. 1989. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt." *Journal of Political Economy* 97 (February): 155-78.

———, and Afonso Bevilacqua. 1992. "Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc." *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 195-222. Washington, DC: Brookings Institution.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Schlegl, Matthias, Christoph Trebesch, and Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt." NBER Working Paper 25793, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, and Mitu Gulati. 2013. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy." *Economic Policy* 28 (75), 513-63.