



债务洞察

揭示债务 隐情

为了经济复苏和危机防范，必须揭示隐性负债及其条款

西拉·帕扎巴西奥格鲁和卡门·莱因哈特

新冠疫情仍然阴云笼罩、挥之不去，新兴市场和发展中经济体纷纷涉入危险水域，唤起人们对过往债务违约的记忆。虽然这些国家为了应对疫情大量举债，但他们的经济复苏大大落后于发达经济体。发达经济体实行的紧缩货币政策势必会抬升国际利率，而利率上升又往往会增加货币面临的压力，增加违约风险。更糟糕的是，许多新兴市场和发展中国家经济体的负债水平及其条款至今不甚明了，存在未知隐情。想要促进经济持续复苏、遏制陷入危机的风险，这些国家必须全面清点隐性债务，包括公债和私债。

根据IMF在2021年10月发布的《财政监测报告》，新兴市场和发展中经济体面临着各种复杂挑战，包括经济增长前景变差、财政回旋空间有限和较短期限公债带来的更高再融资风险等。出于它们过去的信用记录和宏观经济波动增加等原因，其中许多国家存在“债务不耐受”现象。多国在债务水平低于2021年普遍水平时（图1）就陷入了危机（莱因哈特、罗格夫和萨瓦斯塔诺，2003年）。

债务危机的一个常见特点是债务水平骤然上升——通常起因是负有外币债务的国家出现货币大幅贬值，而政府承担了国有企业、地方政府、银行

机构或其他企业累积的或有负债。由于这些债务危机与低增长、高通胀以及脱贫工作和其他发展目标遭遇挫折有关，长期违约会破坏债务国经济、社会的方方面面。

公共部门外债仍然是一个薄弱环节（虽然或许没有过去那么严重）。持续的汇率贬值可能带来压力，迫使政府救助背负着大量外币债务的私人企业。这种政府救助可能引发公共举债需求骤增——正如发达经济体与新兴市场和发展中经济体过去无数危机期间所经历的情况一样。

即便是新兴市场的公共债务水平有所上升且主权信用评级被相应下调，但平均而言，其主权债务利差已接近疫情前的水平。然而，尽管过去十年全球利率普遍处于低位，新兴市场的外债偿还负担一直在稳步攀升（图2），其中2020年大幅上升——许多新兴市场经济体的出口下滑、债务飙升，借贷条件也有所恶化。

随着发达经济体央行纷纷收紧政策应对意外持久的通胀压力，全球金融环境势必会恶化。中国正在应对国内房地产企业的破产且其对新兴市场和发展中经济体的贷款中有许多状况恶化，在这种情况下，中国对外借贷的不断减少也必将加剧上述趋势。

此外，过去二十年来，新兴市场和发展中经济体的国内主权债务的占比也大幅上升（IMF，2021年）。在疫情期间，随着境外投资者撤出，这些国家的政府纷纷转而通过国内银行系统满足其融资需求。新兴市场国内银行所持政府债务的增加表明，主权债务危机可能传导至银行机构、养老基金、广大家庭以及国民经济的其他部门。

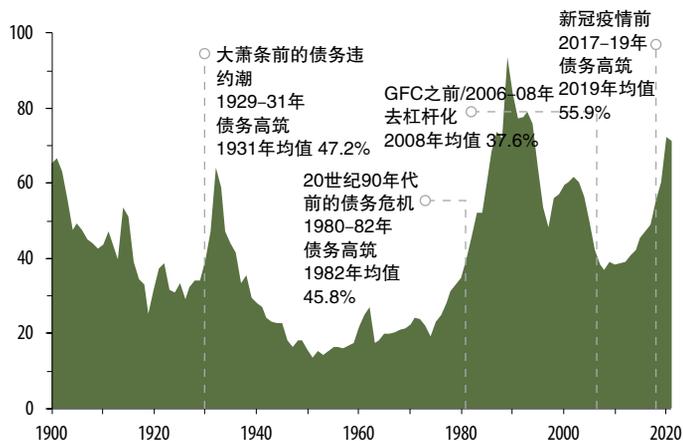
由于疫情持续增加新兴市场和发展中经济体公共部门的总融资需求，当前各国债务风险水平处在高位，未来几年很可能仍然如此。

许多国家的国内资金来源已经耗尽。若是通胀压力持续下去，各国向国内央行借款——自2020年年初以来部分国家大规模向央行借款——

图1
临界点

许多新兴市场和发展中经济体的债务水平低于2021年普遍水平，但已经陷入了危机。

（1900-2021年期间各国国债占GDP的比例，46个EMDE的未加权平均值）

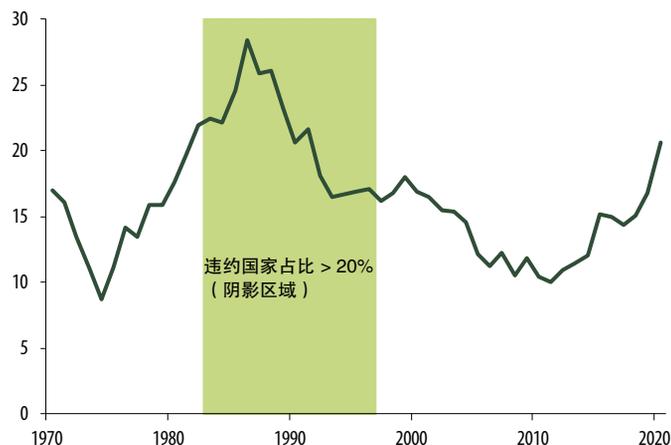


来源：IMF，《世界经济展望》；以及莱因哈特和罗格夫（2009年）。

注释：虚线覆盖四个危机时期：1929-31年（大萧条前夕）、1980-82年（EMDE大型债务危机爆发前夕）、2006-08年（GFC爆发前夕，主要影响发达经济体）以及2017-19年（新冠疫情爆发前夕EMDE债台高筑）。EMDE = 新兴市场和发展中国家经济体；GFC = 全球金融危机。

图2
债台持续高筑

尽管过去十年全球利率普遍处于低位，但新兴市场和发展中经济体的外债偿还负担一直在稳步攀升，其中2020年上升幅度颇大。（EMDE平均外债偿还总量，占商品、服务和初次收入的百分比）

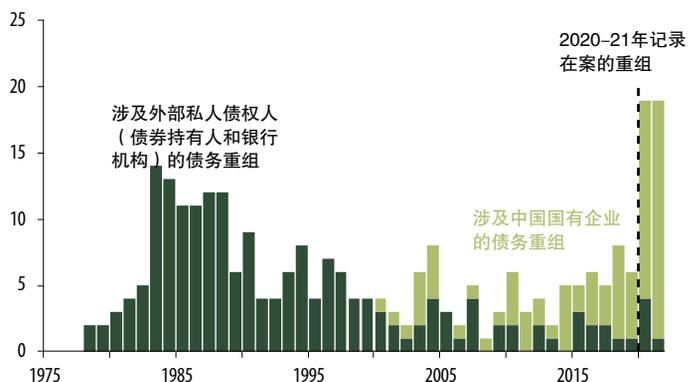


来源：世界银行集团，国际债务统计报告；以及莱因哈特和罗格夫（2009年）。

注释：违约占比基于全部国家（截至2020年193个国家）。偿债水平是123个EMDE的平均值。EMDE = 新兴市场和发展中国家经济体。

图3
不为人知

隐性债务泡沫已经让位于未入账债务重组数目上升。
(外部主权债务重组数目)



来源：霍恩、莱因哈特和特雷贝施（即将出版）。

注释：此图结合了涉及外部私人债权人（债券持有人和银行机构）和中国债权人的不良债务重组相关数据。中国的案例包括2020-21年暂缓偿债倡议（DSSI）发布后面临高风险或陷入债务危机的国家相关的33项债务重组。为了防止偏差，未计入小额零利率贷款的149项“象征性”重组。

的能力会更受限制。这些情况可能使新兴市场和
发展中经济体更加依赖外部融资，进而使其面临
更大的外部融资骤停风险。最后，同样重要的一点，
融资需求（和债务）有超出预期水平的倾向。

资产负债状况不透明

在力求避免长期无序违约的过程中，许多政府
债务人面临一大障碍：支持它们的许多债权人
或国际金融机构并不完全清楚这些国家政府的负
债真正规模和条款。在持续至2014年左右的全球
大宗商品价格走高、经济相对繁荣期间，许多新
兴市场和
发展中经济体将目光放在巴黎俱乐部官方
债权人之外，过度向他国政府举债（尤其是中国）。
在这些债务中，很大的一部分没有计入各大数据库，
也一直不在信用评级机构的视线内。国有企业或政
府担保企业对外举债的情况也有所增加，而这些
企业采用的报告标准并不一致。隐性债务的增加
已经结束，未经记录的债务重组（图3）和隐性的

违约数目则不断攀升（霍恩、莱因哈特和特雷贝施，
即将出版）。至于这些债务的条款或其重组后的条
款，都相对鲜为人知。从过往经验来看，不透明
会导致危机处置失败，或者至少延误危机处置。

资产负债状况不透明的现象不仅限于公共部
门。《2022年世界发展报告》凸显出了一个事实：
为化解疫情对经济的影响，许多国家推出了会计
和监管宽限与担保措施。这些措施产生了预料之
外的后果：不良贷款的增加可能还未计入银行的
资产负债表。随着银行的隐性不良贷款增多，加
之其持有的主权债务不断增加，“主权-银行联系”
已经更加紧密，导致银行与政府的财务健全日益
相互交织、密不可分。一直以来，银行和主权债务
危机往往先后爆发、紧紧相随（莱因哈特和罗格夫，
2011年）。当前疫情加剧了这种“灾难循环”，同
时加剧了私人 and 公共部门的资产负债表不透明度。

侦测、透明和处置

如何支持新兴市场和
发展中经济体的经济复
苏，同时对已陷入危机国家的主权债务开展处置？
第一步举措是实施一项综合性战略，提高公共部
门、金融部门和企业部门的透明度，并且评估和
应对已发现的资产负债表风险。一年多前，为应
对主权国家面临的长期债务问题，二十国集团推
出了债务处理共同框架，但至今，没有一个国家成
功实现了债务重组。与更早的债务危机一样，危
机处置延误的原因各异，有债权人和债务人双方面
的原因。想要确保这个共同框架产生实效，需要所
有利益相关方采取紧急行动。这包括澄清共同框
架下的具体步骤和时间表，以及暂停偿债，直至
完成谈判为止。

债务合同是一个关键方面，需要更大的透明
度。在期限、利率和币种等常见条款之外，许多
新兴市场债务合同的关键特点，比如抵押品、交
叉违约、保密条款等，都没有得到披露。近年来，
有担保的对外公债有所增加，但是衡量其发生率

的准确指标却十分有限。少数几个国家集中依赖有担保银团债券和私人债权人提供的贷款，包括与石油贸易商的不透明合约。另外，有一些证据表明，中国的许多双边基础设施贷款是有担保贷款（盖本等人，2021年）。

正如我们在文中其他地方论证的那样，透明本身无法克服所有挑战，但它大有帮助，可以增进债权人之间现有的脆弱信任，进而提高并加快有序债务重组的概率。所有债权人和债务人均必须做出披露——多边机构正继续扩大现有数据库数据缺口的覆盖范围，同时也在构建更加包罗万象的新数据库，并在修正各自的借贷政策、提高披露要求。

在疫情期间，财政、货币和金融部门的政策均合力支持金融稳定。在这些政策措施最终退场时，可能暴露出脆弱性问题，使银行业陷入压力。对此，及时采取措施是关键所在，具体而言需要开展资产质量评估和压力测试工作，制定应急预案，从而提高银行资产质量的透明度，包括对主权负债的风险敞口以及或有负债的情况。准确诊断风险是迈向问题解决和必要时的资产重组的第一步。

无限期进行债务展期的做法被称为“债务的常青化”——这种做法曾经多次上演。借助这种手段蒙混过关不是一剂良方，会延误经济复苏。当评估结论要求可信的注资计划或负债重组时，应该迅速采取这些措施，而且确保这些举措不会明显加重主权债务负担。各国国情不同，有的国家可能需要政府干预，包括推出有针对性的计划缓解住宅和商业房地产部门的债务积压问题。重要的是，为避免债务的“僵尸化”，资产重组必须由市场力量驱动，得到更严格的规制（包括贷款损失分类、计提拨备和信息披露等方面的规定）和强化监管措施的支持。

IMF 和世界银行集团将继续借助数据发布、能力建设和借贷政策等支持透明度方面的工作，助力主权债务重组。在对 IMF 面向拖欠债务或在

债务重组中的国家的借贷政策的一项持续评估工作中，工作人员提议推行一项新政策：仅在国家与全部债权人分享债务存量和债务条款等（加总层面的）综合信息的情况下，IMF 才会发放贷。不论各国已经拖欠了债务还是正在寻求避免拖欠，债权人都会期待这种信息共享。

在最近一年内，世界银行集团《国际债务统计报告》中的债务覆盖范围已大幅扩大。最新版《国际债务统计报告》在往期统计数据的基础上识别和新增了近 2 000 亿美元的往期未报告贷款——这是世界银行债务报告出版物 50 年历史上最大幅度的单次债务覆盖范围扩增（霍恩、米哈伊和尼科尔，2022 年）。大约 60% 的低收入国家如今面临较高的债务风险或已经陷入债务困境，远多于 2015 年的不到 30%。虽然透明度缺口在低收入国家尤其严重，但这些挑战在新兴市场和发展中经济体也比较普遍。不及时应对这些缺口的风险既相当大，又在迅速上升中。^[1]

西拉·帕扎巴西奥格鲁 (CEYLA PAZARBASIOGLU) IMF 战略、政策及检查部主任。卡门·莱因哈特 (CARMEN M. REINHART) 世界银行集团副行长兼首席经济学家。

参考文献：

- Gelpner, Anna, Sebastian Horn, Christoph Trebesch, Scott Morris, and Bradley Parks. 2021. "How China Lends: A Rare Look at 100 Debt Contracts with Foreign Governments." Peterson Institute for International Economics Working Paper Series WP21-7, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, David Mihalyi, and Philipp Nickol. 2022. "Hidden Debt Revelations." Unpublished. World Bank, Washington, DC.
- Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. Forthcoming. "Hidden Defaults." *American Economic Review: Papers and Proceedings*, May 2022.
- International Monetary Fund (IMF). 2021. "Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt." Policy Paper 2021/071, Washington, DC.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press. 2009.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 101 (5): 1676–706.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. 2003. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (Spring): 1–74.