

GLOBAL CHINA INITIATIVE



Yan Wang 是波士顿大学全球发展政策研究中心中国与全球发展倡议高级学术研究员、北京大学新结构经济学研究院高级访问学者、国际金融论坛学术委员会委员。她曾在世界银行担任高级经济学家和团队负责人，时间长达20年，并曾两度获得享有盛誉的孙冶方经济学奖。

新冠疫情时代下的债务困境和开发性融资

YAN WANG, YING QIAN, KEVIN P. GALLAGHER

执行摘要

新冠疫情带来的经济冲击使新兴市场和发展中国家的发展议程出现了逆转。许多发展中国家出现了严重的经济紧缩，创收和预算执行被打乱，并造成了紧迫的融资需求。公共债务偿还压缩了绿色和公平复苏的财政投资空间。这加剧了公共卫生问题、贫困和不平等以及气候灾害等三重危机。那么，20国集团（G20）领导人与国际货币基金组织（IMF）和世界银行等国际金融机构（IFI）应怎样采取共同行动，从而以协调一致的方式重组发展中国家的债务，以防止并减轻债务困境，并使各国调动必要的资金来实现其发展目标？对于这一问题，全球各地的领导人都在努力寻求答案。

2021年9月8日至9日，波士顿大学全球发展政策研究中心（GDP）举办了一场主题为“新冠疫情时代的债务困境和开发性融资”的线上研讨会。研讨会参与人数众多，其中包括多位来自中国社科院世界经济与政治研究所的与会者，同时还有来自联合国贸易和发展会议（UNCTAD，贸发会议）及世界各地的参会者。研讨会分为两场，第一场分析了如何以更精确的方式衡量债务可持续性，以便政策制定者通过反思并改革国际货币基金组织的债务可持续性分析（DSA），更好地理解 and 设计有效的投资和发展战略。第二场讨论了一些债务重组提案，这些提案将使主要债权国和债务国能够共同努力，以公平公正的方式减轻债务负担，给予新兴市场和发展中国家以财政和政策空间，对可持续增长和发展进行投资。与会者就债务困境相关的数个议题开展了交流，这些议题包括基于资产的债务可持续性框架、债务工具（如





Ying Qian 是波士顿大学全球发展政策研究中心中国与全球发展倡议非常驻高级研究员，同时也是一名个体咨询专家和研究员。他此前曾担任亚洲开发银行公共管理、金融部门和区域合作处长，负责在亚洲公共财政、金融市场发展以及贸易和投资领域实施计划和项目。



Kevin P. Gallagher 是波士顿大学全球发展政策研究中心主任、波士顿大学弗雷德里克·帕迪全球研究学院的全球发展政策教授。他同时也是20国集团下印度尼西亚T20论坛国际金融和经济复苏特别工作组的联合主席、美国进出口银行关于中国竞争问题的主席委员会的联席主席以及中国环境与发展国际合作委员会（国合会）“绿色一带一路”特别工作组的国际主席。

布雷迪式债券发行、债务换自然协议和“资产+再融资”）、中国在开发性融资中的作用和中国处理债务重组的方法。金融稳定和开发性融资方面的全球专家在会上就六份工作文件展开了热烈讨论。研讨会主要考虑了以下问题：

- 如何以更精确的方式衡量债务可持续性，以便政策制定者能够通过反思/改革 DSA 框架来更好地理解 and 设计有效的投资和发展战略；
- 主要债权国和债务国应如何共同努力，以公平公正的方式减轻债务负担，给予新兴经济体和发展中国家以财政和政策空间，对可持续增长和发展进行投资；以及
- 中国作为发展中国家新的重要债权国，可以从过去的经验中吸取什么教训，并如何与其他债权国合作，采取一致有效的行动？

研讨会的与会者包括数位权威专家，这些专家在发展中国家债务问题和最近在中国债务市场的突出地位等方面具有丰富经验和深入研究。研讨会的关键要点包括：

- 国际货币基金组织的 DSA 在评估一国债务状况、识别债务结构的潜在脆弱性和分析债务困境下债务稳定路径等方面将继续发挥关键作用。但它需要得到改革，以考虑公共资产的作用，并将可持续发展的相关问题纳入其中。在资产图和正现金流的支持下，金融市场和信用评级机构将以更为宽容的态度面对特定发展中国家公共债务的增加，尤其是如果该新增债务是被用于形成生产性资产。鉴于低收入国家难以构建国家层面的公共部门资产负债表，通过对已完成的和正在进行的大型项目进行价值估计，从而衡量公共资产可能是有用的。贸发会议的可持续发展融资评估框架（SDFA）将债务可持续性视为长期偿付能力问题，并帮助发展中国家确定并实施想要达到关键可持续发展目标（SDG）所需的措施，同时确保这些措施与外部融资和债务可持续性相兼容。
- 在中国向非洲提供的贷款中，其中高达 80% 用于基础设施项目。在出现债务困境的情况下，中方债权人通常会迅速采取行动，针对项目采取量身定制的解决方案，其中一些方案所遵循的逻辑为“使用公共资产来减轻债务偿还负担”。中国债权人提供的债务减免是对巴黎俱乐部债权国债务减免的补充。未来几年，随着中国贷款在发展中国家所占比例的不断上升，与巴黎俱乐部的合作将变得更加重要。
- 新冠疫情导致的债务危机风险将影响全球经济复苏和可持续发展目标的实现。高偿债负担阻碍了发展中国家应对危机，无法实现对气候适应力的关键投资。因此，债务减免必须与建立气候适应力联系起来。会上所提议的“为实现绿色和包容性复苏而减免债务”的计划，提出由世界银行通过担保机制提供支持，在该计划下，债权人提供债务减免，同时允许债务国投资于卫生、教育、数字化、可持续能源和气候韧性基础设施等战略领域。借助担保机制，发展中国家可以考虑在国际资本市场上使用创新债务工具为可持



续发展项目筹集资金，例如绿色和气候债券以及与可持续发展挂钩的票据（SLN）。其他可行的提议包括债务换自然保护协议，即通过多方国际援助来支持发展中国家改革政策、发展能力和建设自然保护项目管道。

- 以20世纪90年代布雷迪债务重组计划为模本的布雷迪式债券可能适用于当今的债务困境国家，尤其是如果这些布雷迪式债券能得到其他工具的支持，包括国际货币基金组织新一轮的特别提款权（SDR）分配、国际货币基金组织的特定融资工具或20国集团提议的一些新计划。发行布雷迪式债券的债务国可以投资债权国发行的全球“抗疫债券”，并将其作为抵押品，实现增信。商品挂钩债券（CLB）作为一种国家或有债务工具，也可用于布雷迪式债券发行。CLB可以提供自然对冲，并与债务国的偿债能力相匹配，因为许多负债累累的国家为初级商品生产国，可能会受到经济繁荣-萧条循环周期的影响。

以下政策简报对会上的讨论进行了梳理总结。

改进债务可持续性分析 (DSA)

债务可持续性分析（DSA）起着关键作用。作为其宏观经济咨询工作的支柱之一，世界银行和国际货币基金组织制定了DSA框架，该框架于2002年首次启动，随后于2017年进行了修订，旨在评估一国的债务状况，确定债务结构中的潜在脆弱性和相关政策框架，并在债务困境下研究实现债务稳定的其他政策路径（国际货币基金组织，2017年）。基于该框架，国际货币基金组织和其他国际金融机构发挥了重要作用，为遭受新冠疫情重击的国家提供援助、防止债务危机，并维护20国集团的共同框架和暂停偿债倡议（DSSI）。

但发展中国家和经济学家长期以来一直质疑该框架及其假设的充分性。例如，DSA的范围通常仅限于债务偿还能力，而非用于经济结构转型的债务，这意味着DSA框架采取的假设是有限的。DSA也没有全面包括气候或其他可持续性风险，也没有考虑到低收入国家在适应气候变化或实现可持续发展目标等方面所需的关键投资。因此，DSA框架需得到重大修订和更新。研讨会讨论了一些可行的方法，并从三个角度提出了建设性意见，包括（1）在DSA中考虑公共资产的重要性，（2）贸发会议应重新定义债务可持续性，以及（3）将气候情景纳入DSA。

公共资产和债务可持续性

自2007-08年金融危机以来，DSA一直是政策制定者在管理债务方面重点使用的有效工具，但它在很大程度上忽略了公共财富这一方面。在许多陷入债务困境的发展中国家，公共资产存量大于公共债务存量。然而，尽管公共商业资产比任何其他全球资产类别都庞大得多，它却始终未经审计、不受监督、几乎完全不知去向，而且往往不受监管。公共资产的审慎管理框架不仅可以帮助解决债务问题，还可以帮助打击腐败，从而支持未来的可持续经济增长。



具体而言，国际货币基金组织的DSA并未将因基础设施资本投资而产生的债务与经常性支出债务（例如公务员工资和养老金福利的支付）区分开来。事实上，如果投资有效，政府债务的增加可能伴随着政府资产的积累，随着时间的推移，这可能会增加政府的净资产。因此，仅关注债务（如DSA）而不是资产净值（如公共部门资产负债表分析的情况）不仅无法准确地衡量债务的可持续性，而且还会产生误导，带来反投资倾向。

各国政府应创建“资产图”，为其管辖范围内的所有公共商业资产提供指示性估值，并确定可能产生有利财政影响的未知和未管理的公共资产。之后，政府可以创建一家控股公司，以综合有效的方式管理资产，确保这些资产不断产生正现金流。在资产图和正现金流的支持下，金融市场和信用评级机构可能会以更加温和的态度对待政府公共债务的增加，尤其是如果它可以为政府资产负债表的左侧带来生产性资产。

然而，也有人担心低收入国家难以构建国家级公共部门资产负债表，同时还存在数据可用性问题。这些国家可以从长期的能力建设受益，然而就短期而言，对公共资产的衡量可以用已完成的和正在进行的大型项目的估计价值替代。

重新定义债务可持续性—联合国贸发会议可持续发展融资评估框架（SDFA）

贸发会议可持续发展融资评估框架（SDFA）框架与建立公共资产以实现长期偿付能力的理念相一致，它旨在确定各国实现关键可持续发展目标所需的发展融资，同时确保其与外部融资和债务可持续性相兼容。

2018年，贸发会议发现，非洲、亚洲和拉丁美洲的30个低收入和中等收入发展中国家平均需要将公共债务/GDP比率从50%左右增加到185%，才能实现前四个可持续发展目标（即到2030年实现无贫困、零饥饿、良好健康与福祉、优质教育）。这意味着这些国家必须要实现12%的年均增长率，而这在新冠疫情的限制下越来越不可能发生。考虑到发展中国家的国际收支是实现结构转型和可持续发展目标最大的制约因素，SDFA框架将债务可持续性视为长期偿付能力问题，并假设产出由在长期总需求所决定，而需求受到外部约束。SDFA框架还提供了财政紧缩情况下，各种宏观经济和发展政策的组合建议。

中国特色的债务减免

近年来，中国已成为许多发展中国家的重要资金来源。2008-2019年间，中国的两家国有政策性银行，即国家开发银行和中国进出口银行，向全球发展项目提供了总计4620亿美元的融资，仅比世界银行在同一时期提供的主权贷款少50亿美元（Ray等人，2021年）。随着中国提供的贷款为许多国家弥补了关键开发性融资缺口，中国已成为最大的双边债权国。了解中国贷款对债务国债务可持续性和可持续发展的实际影响，以及中国重组不良债务的方法将在未来几年变得越来越重要。

以非洲为例，整个大陆的债务来源分布差异很大。平均而言，非洲只有13%的国家债务来自中国债权人，而且近30%来自债券市场。根据中国对非洲贷款数据库（该数据库由约翰霍普金斯大学高级国际研究学院中非研究所创建，并由波士顿大学全球



发展政策研究中心管理），中国对非洲政府和国有企业的贷款中有80%流向了基础设施部门，其中在2000-2019年期间所占份额最大的是运输和电力部门。2000-2014年期间，在中国的开发性融资支持下完成的214个硬基础设施项目中，78%的项目解决了非洲国家经济发展的基础设施瓶颈（Gallagher和Wang，2021年）。评估这些项目的债务影响时，需要考虑项目对社会经济发展、国有资产价值创造和环境保护的贡献。

案例研究表明，在不良债务重组方面，中国债权人比其他债权人达成协议的速度更快。在中方债权人中，债务减免通常由每个债权人单独协商；而且作为中国对外援助计划的一部分，延长贷款期限非常常见，一般也只对无息贷款进行免除。目前并未发现有任何资产扣押或诉讼案件。最近的一项研究显示，中国债权人提供的债务减免与2010年之前巴黎俱乐部提供的债务减免相辅相成。然而，随着中国成为主权债务重组的重要参与者，2010-2019年期间，中国债权人的债务总额超过了巴黎俱乐部债权人的债务总额。此外，与非主权债权人相比，中国主权债务重组的规模相形见绌（GongCheng等，2020年）。

中国债权人在减免债务时，经常会根据项目的性质（即是商业项目还是开发项目），为每个项目制定量身定制的解决方案。有的债务重组案例遵循了利用公共资产减轻偿债负担的逻辑。例如，中国向刚果共和国提供了10亿美元的贷款，用于在港口城市和首都之间修建一条公路，该公路就可被视为宝贵的公共资产（该公路目前由一中法财团管理，该财团负责评定通行费）（Wang和Xu，2022年）。若该道路管理得当，那么一旦陷入债务困境，即可根据道路产生的价值进行债务重组。

此外，还有“基于资产+的再融资”概念，它将债务国过去偿还贷款的本金视为债务国在项目中的股权份额价值，并以此来吸引额外的融资（Gallagher和Wang，2020年）。

讨论

从近年来各国对各种债务危机的反馈和反思来看，改进DSA是有必要的。尽管不同版本的DSA保持跨期一致性也很重要，但修订DSA方法必然会是一个持续的过程。改革DSA需要的不仅仅是会计工作，还需要复杂的经济模型，同时还要考虑到危机时期贷方典型的保守态度。将这些分析整合到增长框架中至关重要。

债务重组期间的技术细节和增长势头维持对DSA都很重要。首先，DSA使用的利率究竟应该与运行机构的预期相一致，还是与市场预期相一致？其次，货币和财政政策的相互作用可能对DSA的结果产生重大影响，这需要仔细研究。欧洲发达经济体和印尼、菲律宾等新兴市场经济体在疫情期间都采取了一定的财政和货币政策来稳定各自的经济和金融状况。第三，欧元区危机管理带给我们一个重要教训是，需要以不同的方法去对待债务流动的可持续性和债务存量的可持续性。尽管总体债务存量状况会影响融资成本和评级，但对于发展中国家来说，它们有充分的理由将重点放在管理债务流动上，以便政府能够维持总融资需求，同时重组资产以加强经济可持续性。



超越DSSI和共同框架：解决债务问题以实现绿色和包容性复苏的创新计划

在新冠疫情危机爆发期间，金融市场动荡和国际资本大规模撤离发展中经济体和新兴经济体所带来的影响在一定程度上得到了抵消，这主要是因为初级商品价格上涨、债券市场出现利好情况，由此带来了暂时缓解。然而，债务危机的风险仍然很大，对一些国家来说，新一轮的债务发行可能会进一步削弱其债务可持续性。由于财政刺激不足和疫苗接种进展缓慢而导致的复苏时间延长破坏了全球南方的发展前景。目前的高偿债负担阻碍了危机应对，威胁到可持续发展目标的实现，并无法实现对气候韧性的关键投资。国际货币基金组织担心发达经济体的复苏可能导致经济过热，并带来加息，这可能引发发展中国家的资本外流和汇率贬值，从而可能会使发展中国家本就高企的外债水平激增（国际货币基金组织，2021年）。

债务减免必须与建立气候韧性联系起来。债权国和债务国都需要将新出现的财政空间与全球商定的发展和气候目标相结合，并且需要设计激励措施来确保私人债权人也参与到债务重组中。此外，还需要设计创新的债务重组工具，实现债权人之间的协调，通过减免债务来换取更高的可收回性保证，并与政策改革挂钩。

研讨会的这一环节还讨论了针对绿色和包容性债务减免的建议，例如由世界银行或国际货币基金组织创建一个担保机制，用于债务重组交易，而这种交易类似于上世纪80-90年代拉丁美洲债务危机期间引入的布雷迪计划。其他提议包括基于国家或有工具的布雷迪式债券变体，以及绿色和气候变化债券。

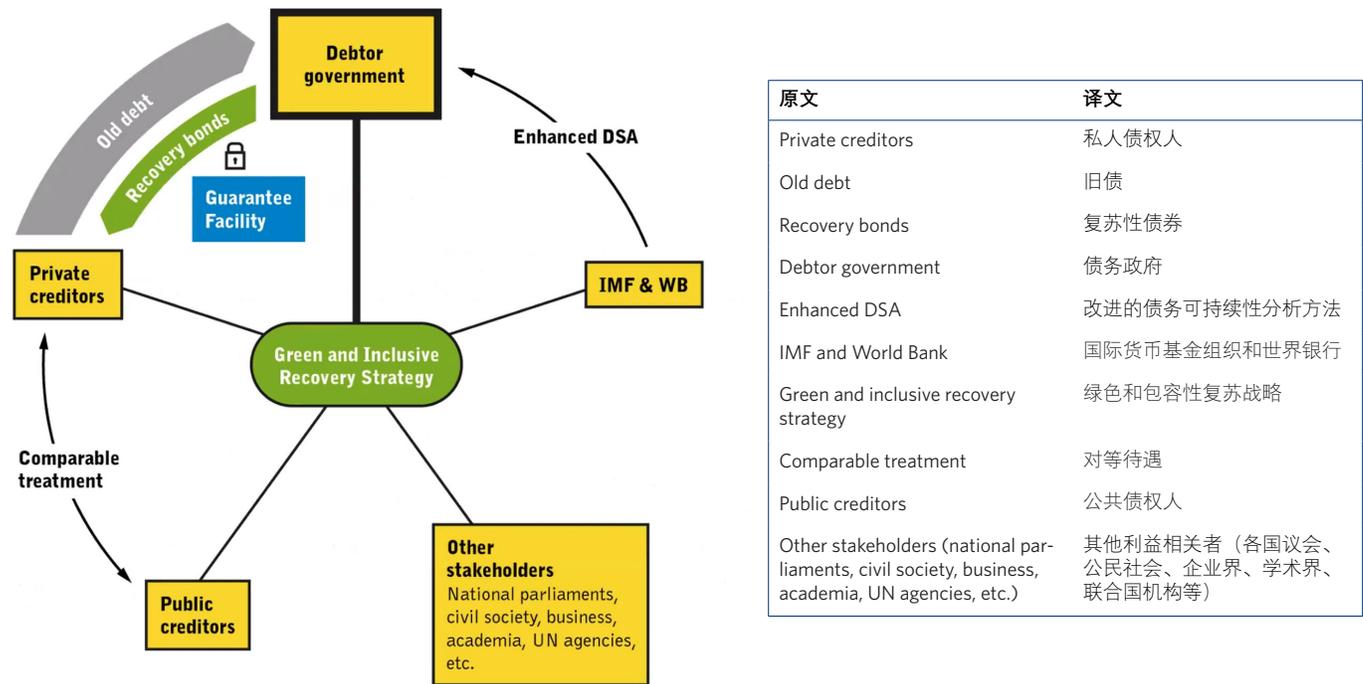
为实现绿色和包容性复苏而减免债务

会上提出了“为实现绿色和包容性复苏而减免债务”的提案，要求向双边主权债权人寻求债务减免的债务国必须也向私人债权人寻求相应的债务减免。该提案指出要设计激励措施，包括担保和监管机制，以确保私人债权人参与其中。世界银行将设立一个“绿色和包容性复苏担保机制”，为本金提供部分担保，并支付18个月的利息，且该利息支付会自动续期直至债务全部偿还。该提案以上世纪90年代的布雷迪计划为蓝本，提供新贷款或债券发行担保等财政资源，并将私人债权人纳入重组过程。图1展示了该提案的工作机制。此外，与担保工具一起提供的监管激励措施则可包括为参与债务减免的债权银行提供税收减免或监管资本减免。国际货币基金组织以及主要发达经济体和中国的金融当局在说服私人债权人为发展中国家提供债务减免方面发挥着关键作用。

债务减免不仅应提供暂时的喘息空间，还应使债务国政府能够通过卫生、教育、数字化、可持续能源和气候韧性基础设施等战略领域的投资，为可持续发展奠定基础。债务重组协议应要求债务国承诺进行改革，使其政策和预算与可持续发展目标和《巴黎协定》保持一致。世界银行提议的“绿色和包容性复苏担保机制”应使债务国的决策者参与其中，并与利益相关者（包括双边和私人债权人、民间社会、学术界和包括国际金融机构在内的国际发展伙伴）进行协商，从而确保债务国做出承诺。发展重点应反映国家的需要和关切。



图1：绿色和包容性复苏的保障机制



资料来源：Volz, Jones和Gallagher, 2021年

债务重组计划应得到债务国政府与公共和私人债权人的一致同意，为了形成债务重组计划的共同基础，该提案建议债务国政府在其现有的国家愿景和战略基础上推进自己的绿色和包容性复苏战略（GIRS）和计划，包括根据《巴黎协定》提交的国家自主贡献。GIRS应强调政府的复苏政策重点，同时制定一套关键绩效指标和支出计划，并以一套原则为指导，以确保复苏符合可持续发展目标和《巴黎协定》。GIRS草案应以有关可持续性危机的最新科学知识为基础，并经过公众咨询。其适用的原则应包括：（1）不应使用公共财政资源或担保来资助化石燃料供应；（2）过去的化石燃料补贴应转向清洁和价格实惠的能源供应；（3）经济复苏不应牺牲国家生态系统及其生物多样性的完整性，以符合全球生物多样性目标；（4）公共政策应与低碳转型目标相一致。

提案指出，可以在该国委托建立一个“绿色和包容性复苏基金”，按照预想来管理GIRS的支出。重组后所偿还的部分债务将转入基金，政府可以自由决定如何使用基金下的资金，但支出需符合GIRS所设定的目标。实施情况则将由一个指导小组进行监督。各国政府还需要致力于提高债务透明度，采用可持续的借贷做法，并加强公共债务管理能力和国内资源调动。（Ulrich Volz等人，2021年）。

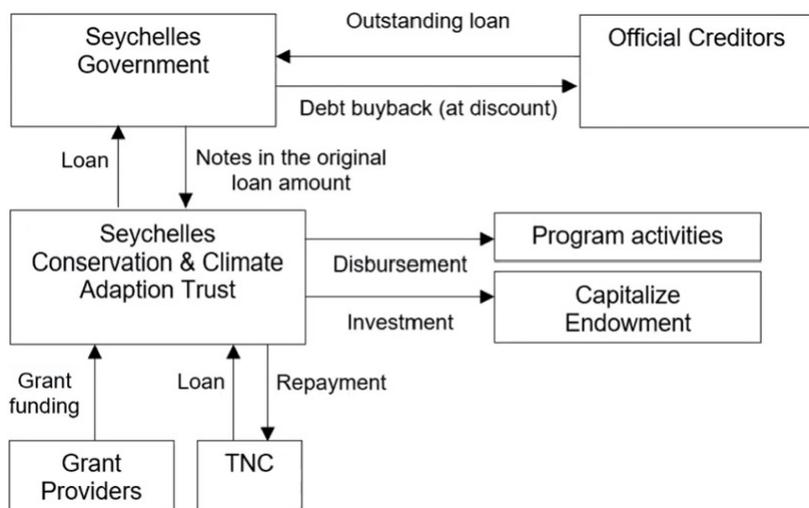
国际资本市场上的创新性债务工具，可以考虑为可持续发展项目筹集资金，例如绿色和气候债券以及与可持续发展挂钩的票据（SLN）。其挑战在于债务国需满足全球标准，但到目前为止，DSSI国家几乎没有发行过任何达到标准的绿色和气候债



券。至于与可持续发展挂钩的票据，其准入壁垒可能较低，因为此类安排只要求利息支付与发行人特定可量化的可持续发展目标相挂钩，挂钩目标包括关键绩效指标（KPI）。

值得注意的是，不良债务回购也可以与自然保护或气候适应计划相挂钩（Qian, 2021年），例如2015年，塞舌尔设立了一个特殊目的工具（SPV）来筹集债务换自然协议中的拨款和贷款资本。作为交换，塞舌尔政府承诺改善其政策，将回收的资金用于投资海洋保护和气候适应项目。然而，要改革政策、发展能力、建立项目管道都需要有足够的国际援助。

图2：通过绿色金融开展不良债务回购的说明性交易结构



资料来源：Qian, 2021年。
注：TNC=大自然保护协会

原文	译文
Seychelles government	塞舌尔政府
Outstanding loan	尚未偿还贷款
Debt buyback (at discount)	债务回购（折价）
Official creditors	官方债权人
Loan	贷款
Notes in the original loan amount	原贷款金额票据
Seychelles conservation & Climate Adaption Trust	塞舌尔保护与气候适应信托基金
Disbursement	拨付
Program activities	项目活动
Investment	投资
Capitalize Endowment	资本化捐赠
Grant funding	赠款
Loan/ repayment	贷款/还款
Grant Providers	赠资提供者
TNC	大自然保护协会

发展中国家的债务重组：升级版布雷迪债券计划

研讨会提出将布雷迪式债券用于目前的债务重组，这种债券可以很好地与国际货币基金组织现有的安排和机制相配合发挥作用，包括特别提款权的新一轮分配、减贫与增长信托（PRGT）、减债和降低偿债水平行动（DDSRO）等，另外还有20国集团最近提出的复原力和可持续发展信托基金（RST）。特别提款权和这些机制下的资源可用于购买具有高信用等级的主权债券，债务国可将这些主权债券作为抵押品，为其发行的布雷迪式债券提供增信。

国际货币基金组织规模约为6500亿美元的新一轮特别提款权分配预计将增强成员国应对新冠疫情的能力。有建议指出，主要债权国和捐助国可以将其特别提款权贡献给减贫与增长信托或灾难遏制和纾困信托（CCRT），从而向债务国提供低利率或零利率贷款（目前减贫与增长信托就采取了借贷形式）。利用这些优惠贷款收益，

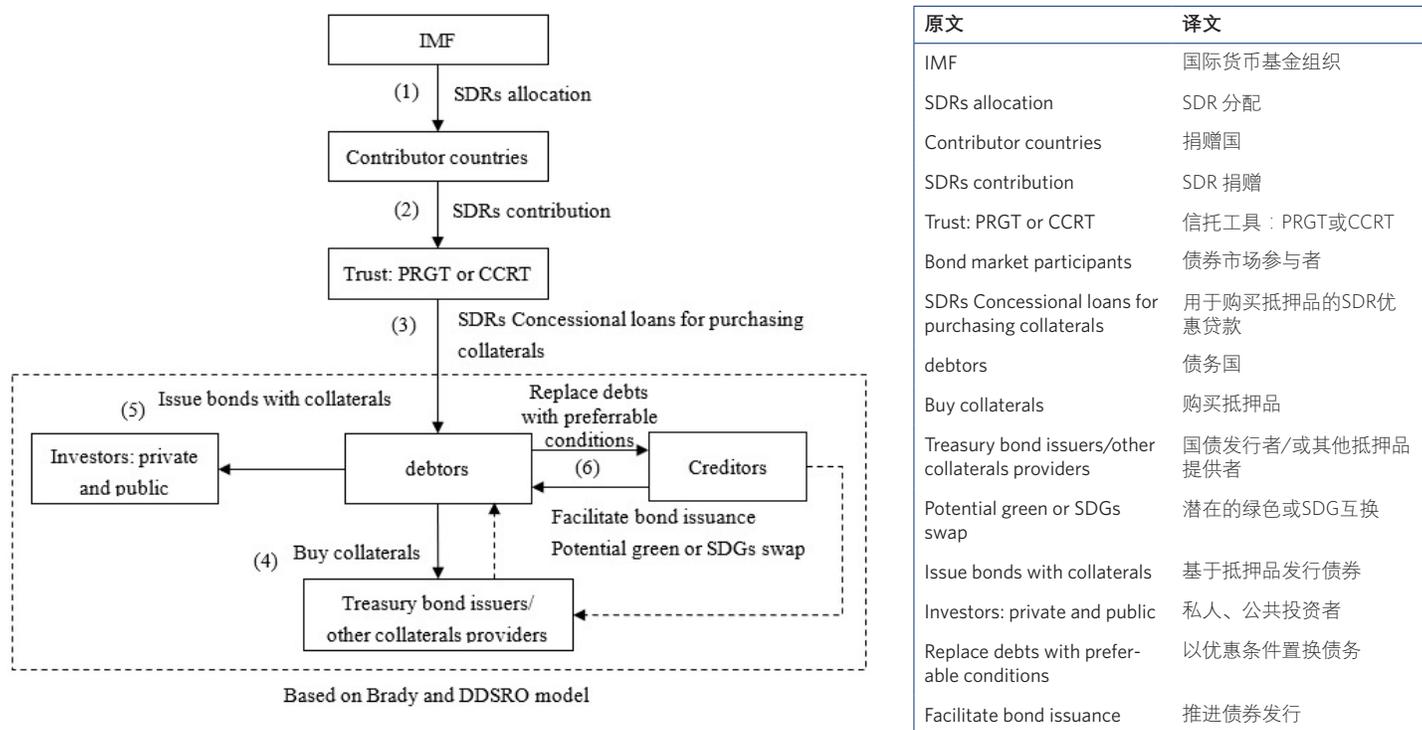


债务国可以从具有高信用评级的主要债权国购买国债，并将其用作抵押品，以确保成功发行新的布雷迪式债券。投资者，特别是相应债权国的投资者，将受到激励，投资布雷迪式债券，因为他们非常认可自己国家的主权债务，而且资产负债表上会呈现基本有利的风险处置。

通过这样的债券增信，每个或至少有数个债权国都可以与债务国进行谈判，并在国内或国际资本市场上发行主权“抗新冠病毒债券”。过去，债务国发行布雷迪债券的主要形式是固定和贴现利率平价债券以及期限较长的市场利率浮动债券，但结构灵活。这种债券期限更长，票面利率对债务国也更为优惠，可将其用来替代原始贷款或债务，而所得收益则可指定用于绿色目的和可持续发展目标。参与的债权人可能包括银行、非银行金融机构、公司或其他类型的私人或公共债权人机构，从而确保公共和私营部门债权人的重组条款是差不多的。

研讨会还鼓励债权人和债务人在债务重组交易中采用其他创新设计，并向国际货币基金组织或减贫与增长信托提交申请。出于债务重组的目的，开发性融资的概念可能需要扩大，以包括更狭义的援助、优惠贷款概念和更广泛的出口买方信贷、基础设施贷款和股权融资概念。图3展示了在国际货币基金组织支持下使用主题债券进行增信的布雷迪式债务重组。

图3：获得主题债券增信，以及国际货币基金组织支持的布雷迪式重组



资料来源：Qiyuan Xu和Tailei Wan，中国社会科学院，2021年



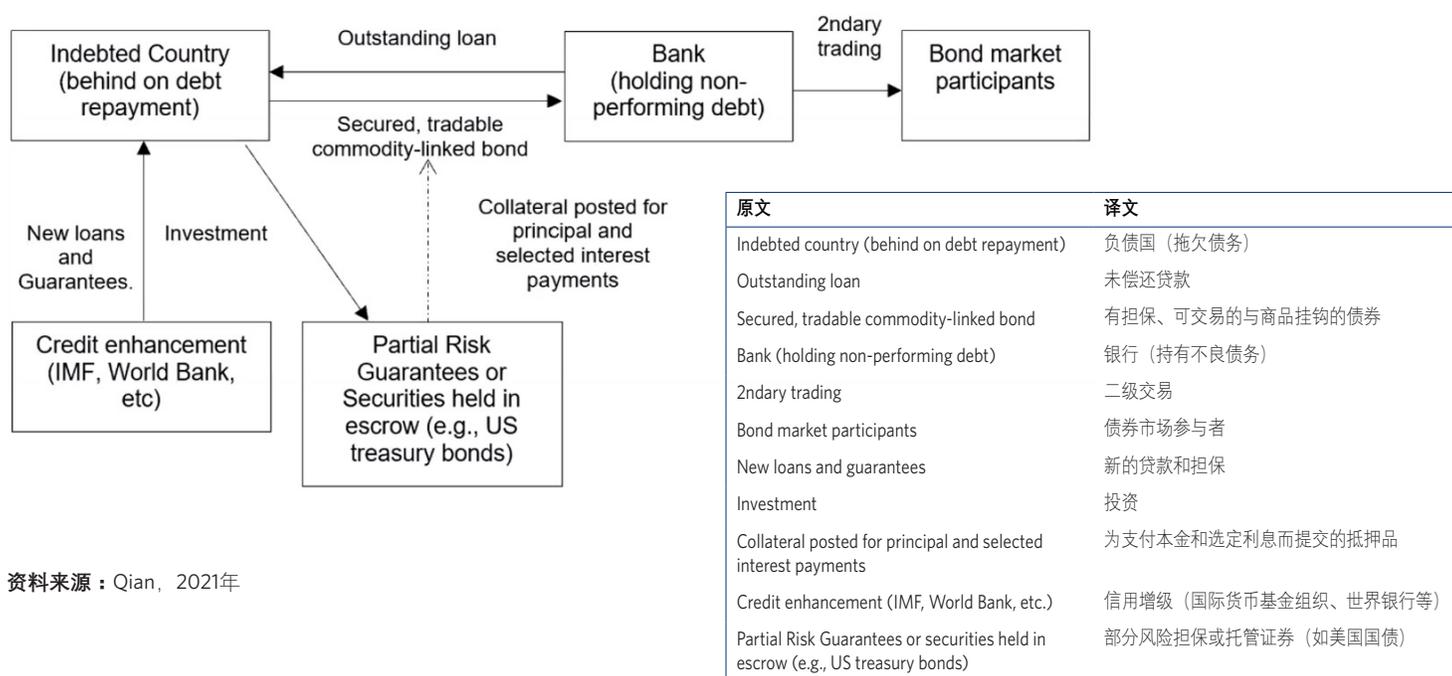
使用优惠贷款要比向债务国捐赠特别提款权更具有优势，因为（1）贷款结构可以避免各国之间就如何分配特别提款权以及相关国家的捐赠额度进行旷日持久的谈判；（2）政治障碍可能会得到缓解，因为特别提款权的捐赠将从根本上改变各国之间特别提款权的分配格局，从而影响下一次分配（特别提款权的分配将以当前分配的未偿数额为基础）；（3）贷款结构有望避免捐赠安排可能带来的道德风险（Qiyuan Xu和Tailei Wan, 2021年）。

布雷迪债券和其推动后疫情时代债务重组的潜力

发展中国家很容易受到经济繁荣-萧条循环周期的影响。在国家或有债务工具的安排下，其利息支付与国内生产总值、股指、工资和国有企业（SOE）收入等增长率指标相挂钩，目的是在债券结构中创建自然对冲并减少信贷风险。当或有指标表现良好时，利息支付较高，与国家支付能力相匹配；当国家经济状况不佳时，利息支付负担就会减轻。

具体而言，商品挂钩债券（CLB）可能是一个不错的选择，因为许多发展中国家是初级商品生产国，商品价格不受报告错误和道德风险的影响。在不良债务重组中，商品挂钩债券的优势在于所需的抵押品和担保可能会比较少。与债转股（与可变收入流挂钩）相比，商品挂钩债券更加标准化、透明化并且可以准确定价。如果债权人进口相关的初级商品，他们也可以享受自然对冲。理论和经验证据都表明了商品挂钩债券的好处，上世纪90年代，墨西哥就在其布雷迪债券配售中使用了商品挂钩债券（Qian, 2021年）。墨西哥当时的平价和贴现债券都包含了“油价回收”条款。该工具帮助墨西哥在2000年代初实现了宏观经济稳定并重新获得了投资级地位（Qian, 2021年）。其他可以探索的或有工具包括带有可量化指标的灾害损失。图4展示了使用商品挂钩债券一种可能的交易结构。

图4：使用国家或有工具（商品挂钩债券）的布雷迪式债券的说明性交易结构



资料来源：Qian, 2021年



讨论

与上世纪90年代首次引入布雷迪债券相比，发展中国家现在的债券市场更有深度，也更为多样化，有更多可用资源可以用来支持不良债务重组。除了国际货币基金组织和世界银行，许多其他区域开发性融资机构和双边倡议也提供了资金，支持后疫情时代。此外，更为精简和透明的流程也得以建立，例如国际货币基金组织针对市场准入国家的DSA框架就是如此，尽管该框架仍存在前述问题，但它仍会进行定期监测并发出预警，以抢先采取有效行动。

不过，目前的市场环境也使得布雷迪式交易要比30年前更加复杂。布雷迪计划中的平价债券通过降息来确保债务的可持续性，但目前市场上进一步降息的空间很小。此外，现在更多的债务是以美元以外的货币计价的。中国债权人已开始在债务重组谈判中发挥更大的作用，但传统债权人与中国债权人之间可能缺乏协调。鉴于头寸率可能需要高达40%，可能需要一个带头方来协调各种政府和私人债权人。同时还需要以真正多边的方式来规划和分配负担，尤其是在中国政府债权人和西方私人债权人之间进行协调。

另外，与政府和监管机构之间开展政策对话也是有必要的。由于头寸将成为债务重组的一部分，这对中国债权人而言可能会面临国内监管限制，因此利益相关者和银行监管机构需要开展政策讨论，以确保新的布雷迪式债券具有可持续的头寸。为了创造有利的政策环境，中国可能需要指定一定份额的国民总收入（GNI）作为官方发展援助（ODA），该份额应与中国的人均收入水平相称，同时，中国应将债务减免纳入官方发展援助。在全球范围内，当前针对特定国家的临时方法将不可取，相反，我们需要一个集中的全球债务管理机构来协调债权国之间以及公共和私人债权人之间的债务管理。

债务国的想法也需要得到尊重。不良债务重组和管理必须考虑债务国需要什么，而不仅仅是债权人准备提供什么。出于对主权或市场反应的担忧，债务国可能会对政策条件非常敏感。因此，债务重组和管理应始终保持敏感和谨慎的处理方式。虽然绩效基准和监测机制是必要的，但其建立过程必须要尊重债务国的主权并采取商定的国际最佳标准。尽管国际货币基金组织的贷款条件性近年来有所改善，但它在“有利于发展的贷款条件性”方面还可以进一步努力，例如在资产管理要求和可持续和绿色金融等方面的贷款条件性。包括亚洲开发银行和非洲开发银行在内的其他开发银行更常使用特定行业条件，国际货币基金组织也可将其引入债务重组中。就区域而言，联合国非洲经济委员会（UNECA）于2020年讨论了一项潜在的非洲布雷迪计划，但仍有待实施（Soto，2020年）。与此同时，联合国非洲经委会还设立了流动性和可持续性基金。但是，要评估如何将该基金用于支持非洲布雷迪计划还需要更多的研究。

世界银行和国际货币基金组织可以从不同的角度参与进来。一是增信，基于技术和政治考虑，债务国可以使用特别提款权，也可以直接从国际货币基金组织获得贷款。在后一种情况下，贷款可以通过减贫与增长信托或复原力和可持续发展信托基金发放。除了抵押贷款外，世界银行还可以直接提供担保。国际货币基金组织和其他国际金融机构正面临前所未有的形势，公共卫生、气候和生物多样性以及绿色和可持续发展均面临全球挑战。国际货币基金组织和国际金融机构需要在帮助债务国



应对当前和未来的挑战方面发挥更重要的作用。哪种方法可以让它们发挥更高效和有效的作用，就应该得到优先考虑。国际社会应以开放的态度对待创新的金融工具和安排。此外，债务国的观点应成为讨论的前沿和中心。

结论

在本文发布之时，国际货币基金组织对市场准入国家的DSA框架已纳入气候影响考虑，且已生效。根据最新估计（世界银行，2022年），2020年5月至2021年12月，DSSI倡议暂停的参与国所欠其债权人债务的偿还总额达129亿美元。该倡议已于2021年12月底到期，由此，G20共同框架成为2022年唯一的债务减免多边机制。随着全球新冠疫情的持续发展，国际金融机构和G20面临着一个更小的窗口来引导世界摆脱更严重的债务危机。本次研讨会期间讨论的重要内容和政策选择将有望支持世界各地的政策制定者应对这些挑战。

政策建议：

- **多边机构和国际金融机构需要在债务重组中发挥更关键的作用。** 尽管国际金融市场已大为改善，但当前的低息市场环境使得布雷迪式交易比30年前更加复杂。此外，中国债权人已开始参与在债务重组谈判中发挥更大的作用。债务国和债权国之间以及不同利益相关方之间需要相互提供知识支持，并开展政策对话和协调。为有效地参与债务重组，国际货币基金组织和国际金融机构在宏观层面可以通过DSA框架和政策对话参与进来；在中间层面，可以对捐助者和债权人进行协调；在微观层面，可以为债务重组选择最合适的交易结构。
- **债务国的观点需要得到充分考虑。** 出于对主权或市场反应的担忧，所涉及的发展中国家可能会对政策条件非常敏感。虽然基准和监测机制是必要的，但其建立过程必须要尊重债务国的主权并采取商定的国际最佳标准。多种举措可以直接与“有利于发展的条件”相挂钩，例如公共资产管理、可持续发展和绿色金融。
- **降低债务负担的同时应结合对可持续发展目标和《巴黎协定》的承诺。** 作为债务重组和经济复苏进程的一部分，债务国和债权国的利益相关者可以根据可持续发展目标开展合作，包括根据《巴黎协定》提交的国家自主贡献。可以使用创新方式帮助加快这一进程，譬如绿色和气候债券、与可持续发展挂钩的票据，以及债务换自然协议等。
- **可以考虑采用经过验证的创新方法进行债务重组。** 利用公共资产、通过包括商品挂钩债券在内的国家或有工具实现自然对冲、通过绿色和气候融资进行债务回购、债务换自然协议和各种形式的增信都可以有效减少债务国积压的不良债务，同时它们还能帮助债务国提高信誉并应对公共卫生、气候、生物多样性以及绿色和可持续发展等方面的挑战。然而，债权国和发展伙伴需要帮助债务国改进其政策框架、技术知识和金融市场基础设施，才能使债务国有效使用这些工具。



GLOBAL CHINA INITIATIVE

The Global China Initiative (GCI) is a research initiative at Boston University Global Development Policy Center. The GDP Center is a University wide center in partnership with the Frederick S. Pardee School for Global Studies. The Center's mission is to advance policy-oriented research for financial stability, human wellbeing, and environmental sustainability.

www.bu.edu/gdp

The views expressed in this Policy Brief are strictly those of the author(s) and do not represent the position of Boston University, or the Global Development Policy Center.

参考文献

Gatien Bon和GongCheng, 中国在海外的债务减免行动及其宏观经济影响 (2020年11月10日), <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746174>.

中国对非洲贷款数据库 (该数据库由约翰霍普金斯大学高级国际研究学院中非研究所创建, 并由波士顿大学全球发展政策研究中心管理), <https://chinaafricaloandata.bu.edu/>, 于2022年3月28日访问。

Kevin P. Gallagher和Yan Wang, 从资产管理的角度看主权债务: 对南部非洲发展共同体国家的影响, 2020年全球发展政策研究中心, 全球经济治理倡议 (GEGI) 工作文件042 • 11/2020。

国际货币基金组织, “债务可持续性分析简介”, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/>, 2017年。

国家货币基金组织, “利率上升如何影响新兴市场”, <https://blogs.imf.org/2021/04/05/how-rising-interest-rates-could-affect-emerging-markets/>, 2021年4月5日。

YingQian, “布雷迪债券和其推动后疫情时代债务重组的潜力”, 波士顿大学全球发展政策研究中心, 中国与全球发展倡议 (GCI) 工作文件018, 2021年9月, <https://www.bu.edu/gdp/2021/09/22/brady-bonds-and-the-potential-for-debt-restructuring-in-the-post-pandemic-era/>。

Rebecca Ray, Kevin P. Gallagher, William Kring, Joshua Pitts和B. Alexander Simmons. “中国海外开发性融资的地理定位数据集”。科学数据。 <https://www.nature.com/articles/s41597-021-01021-7>。

Alonso Soto, 随着债务减免提案的形成, 非洲开始关注自己的“布雷迪计划”, <https://www.bloombergquint.com/global-economics/africa-eyes-own-brady-plan-as-debt-relief-proposal-takes-shape>, 2020年4月29日。

Ulrich Volz, Shamshad Akhtar, Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones, Jörg Haas和Moritz Kraemer, “确保私营部门参与并为可持续发展创造政策空间”, 为实现绿色和包容性复苏而减免债务, <https://drgr.org/2021/06/29/drgr-report2/>, 2021年6月29日。

Yan Wang, Xu Yinyin, 非洲债务重组——建立公共资产和解决低碳经济转型的瓶颈, 波士顿大学全球发展政策研究中心, 中国与全球发展倡议工作文件020, 2022年3月。

世界银行, “暂停偿债倡议”, <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/covid-19-debt-service-suspension-initiative>, 2022年3月14日访问。

Xu Qiyuan和Wang Tailei, 中国社会科学院, 2021年。