

# 发展中国家主权债务违约 ——基于外部债权人视角的综述

刘禹<sup>1</sup> 徐奇渊<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院大学, 北京 102488; 2. 中国社会科学院, 北京 100732)

**摘要:** 本文围绕发展中国家主权债务违约问题, 从异质性外部债权人的视角切入, 围绕“外部债权人如何识别违约风险、如何度量并承受损失、如何选择债务处置工具与谈判策略”这一主线对现有文献进行了梳理。比较了不同类型债权人在主权债务违约风险识别中的差异与关联, 同时剖析了违约冲击对债权人造成的影响, 以及各类债权人针对该风险所采取的债务处置策略。尤其针对双边债权人中的新兴债权人——中国, 探讨了其对发展中国家贷款的具体实践模式。基于上述文献梳理, 进一步识别了现有研究在特定债权人视角下的国别风险预警与资产组合风险评估、生产性贷款影响主权债务风险及违约成本的理论机制阐释等方面存在的不足, 并在此基础上提炼政策含义。

**关键词:** 主权债务违约; 发展中国家; 外部债权人; 中国对外贷款

**中图分类号:** F811.5

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1006-1894 (2026) 05-0025-11

## 一、引言

过去 200 年间, 全球主权债务违约经历了 4 次高峰期, 分别出现在 19 世纪 30 年代、19 世纪 80 年代、20 世纪 30~40 年代以及 20 世纪 80 年代。其中, 由大萧条引发的 20 世纪 30~40 年代的违约浪潮是全球性的, 20 世纪 80 年代的违约则涉及众多亚非拉发展中国家, 而几乎所有违约浪潮都涉及拉丁美洲国家。多数具备国际融资能力的国家, 包括高收入国家, 都经历过至少一次债务违约, 并且多次违约、周期性爆发也是普遍现象。

当前, 重新审视主权债务违约问题尤为重要。主要原因有三: 疫情冲击导致全球经济增速下滑, 各国财政压力攀升, 债务违约风险迅速上升, 国际社会为此推出了债务暂停偿还倡议 (DSSI)、共同框架等应对策略; 中国“一带一路”大量项目的债务进入偿还期, 相关国家及金融机构偿债压力凸显; 美国退出应对气候变化等领域的全球治理机制、关闭国际开发署 (USAID) 等行为, 进一步扩大了发展融资缺口, 增大了治理赤字。

主权债务违约通常有两种定义。狭义上, 当债务国在合同规定的宽限期内未能支付利息或本金, 即构成违约。但这忽视了主权国家以违约相威胁, 迫使债权人“自愿”修订合同的情况。本文采用广义口径, 既包括债务国政府未能按时支付本金或利息, 又包括按照对债权人更不利的条件重新安排偿还计划。与主权债务违约相近的一个概念是主权债务危机, 其定义更为宽泛: Manasse 和 Roubini (2009) 将主权债务危机界定为实际发生的违约以及通过大规模国际救助避免的潜在违约; Sy (2004) 则将其定义为主权债券利差超过美国国债 1,000 个基点 (10%) 的情形; Aguiar 等 (2016) 认为主权债务危机是指国家在发行新债时可能遇到的主要问题, 例如无法展期、利差大幅上升 (以远高于无风险债务的利率发行新债务)、发行失败和直接违约的情况。主权债务违约是主权债务危

**作者简介:** 刘禹, 中国社会科学院大学全球与区域国别学院博士生, 研究方向: 世界经济; 徐奇渊 (通信作者), 中国社会科学院美国所研究员, 研究方向: 世界经济。

机最严重的表现形式之一。

主权债务的关键特征在于其执行机制存在局限性，私人个体或企业负债主体始终处于法律权威的约束之下，而主权国家并非如此。这是主权债务与私人债务（无论是国内私人债务还是国际私人债务）的主要区别，这使得主权债务违约问题的研究更加关心这类问题：为何在缺乏强制机制的情况下许多国家仍选择偿债？又在何种情形下选择违约？违约之后又会产生怎样的影响？

主权债务文献中的基准有限承诺环境是在 Thomas 和 Worrall (1988)、Kehoe 和 Levine (1993) 的封闭经济模型以及 Eaton 和 Gersovitz (1981) 的研究基础上逐步演变而来的（以下简称为 E-G 模型）。E-G 模型的关键贡献在于区分了债务国的偿还意愿和偿还能力，并指出债务偿还问题更多取决于债务国偿还意愿。该模型设定包括一个风险厌恶的小型开放经济体政府，以及与其交易的竞争性的风险中性国际债权人。前者在面临外生经济冲击时，选择是否偿还债务，该小型开放经济体通过交易非或有债务合同（即合同条款在发行和存续期间不随经济状态变化而调整），以应对禀赋或生产率冲击，实现自我保险。<sup>①</sup>

中国机构作为新兴的重要债权人，对外贷款模式具有以下特点：资金主要由政府与政策性银行（如中国进出口银行）主导投放，重点支持“一带一路”框架下的基础设施项目。这类贷款兼具市场导向的投资属性与南南合作的发展援助属性，资金主要流向生产性领域，帮助对象国发展，提升借款国的经济增长潜力；<sup>②</sup>同时，它也服务于中国企业“走出去”、稳固能源矿产供应渠道等目标，力求实现“共赢”。值得注意的是，尽管存在上述发展导向和互利目标，中国作为债权人所面临的债务违约风险却在上升。根据加拿大一英格兰银行主权债务违约数据库（BoC-BoE Sovereign Default Database, 2024）的数据，2022~2023 年间，涉及中国机构作为债权人的债务违约金额增长了 27.95%。本文以异质性外部债权人为主线，聚焦发展中国家主权债务违约从风险识别、损失到违约处置的完整演进过程。<sup>③</sup>这些国家为债务危机和违约研究提供了丰富案例。欧债危机发生在发达国家，背后的决定因素更为复杂，故不纳入本文讨论范围。<sup>④</sup>

## 二、主权债务违约风险的识别与评估

主权债务违约的形成受多重因素交织影响。外部因素有以下几方面。（1）全球风险因子，尤其是发达国家货币政策收紧会显著推高发展中国家借款成本（Arora and Cerisola, 2001; Uribe and Yue, 2006; Ghulam and Derber, 2018）。（2）汇率也是关键外部影响因子，实际汇率贬值会提高主权债务违约的可能性（Asonuma, 2016）。（3）在债务计价货币选择方面，本币计价与外币计价债务面临不同的风险特征。新兴经济体本币主权债务的主权风险总体低于外币主权债务，但二者之间的风险差距近年来有所缩小（Amstad et al., 2020）。然而，发展中国家在债务计价货币选择上常面临“原罪”问题，难以用本币在国际市场融资，从而被迫承担更高的汇率风险。（4）投资者不确定性引发的信心崩溃、“突然停止”（sudden stop）是违约的另一外部触发机制（Sachs, 1983; Cole and Kehoe, 1996, 2000; Lorenzoni and Werning, 2019）。

国内因素有以下几方面。（1）经济周期波动是主权违约的主要驱动因素，违约事件更频繁地

① 由于贷款合约有助于稳定债务国的消费水平，所以它又是一种保险合约（Obstfeld and Rogoff, 1995）。

② 一些贷款的资金用途具有明显的消费属性，集中于清洁水供应、减贫工程等领域。这类项目虽对改善社会民生、提升居民福祉具有重要意义，但从经济收益角度看，难以形成可持续的经济产出。若贷款资金投向生产性领域，如基建、厂房等，也并非所有此类生产性投资都能产生正面效应——其效果与规划运营（这关联到借款国治理能力）及配套基建密切相关，且相关贷款未必具备优惠条件。然而从经验看，中国海外主权贷款能促进债务国的资本形成和经济发展，最终将保障债务的可持续偿付（以发展促偿债）。

③ 发展中国家的定义涵盖所有非发达国家的经济体，主要对应WEO分类中的新兴市场与发展中经济体，其中包括低收入发展中国家等子组。

④ 为确保文章逻辑连贯，对于以下议题，如国内债务、政治因素对主权债务的影响、最优资本管制、通货膨胀可信度、风险规避的债权人、债务稀释等，均未展开深入讨论。

发生在经济低迷时期 (Tomz and Wright, 2007)。(2) 公共债务中容易被忽视的一种隐性债务——公共担保 (publicly guaranteed) 债务——也会构成潜在风险。一旦发生银行业危机或地方财政危机, 中央政府往往被迫承担救助成本, 推高自身债务并可能引发违约 (Reinhart and Rogoff, 2009a, 2009b; Gennaioli et al., 2018; Farhi and Tirole, 2018; Badia et al., 2022)。(3) 外债过度扩张会削弱债务可持续性。债务积压理论认为债务问题和经济增长滑坡二者互为因果, 外债水平抑制债务国投资, 增加偿债支出, 削弱债务可持续性。

另外, 债务本身的特征, 特别是债务期限结构也会影响违约风险。短期债务可以缓解政府决策的时间不一致性问题, 通过实时价格信号约束政府行为, 维持债务偿还能力, 降低违约风险, 但也易受展期风险的冲击; 发行长期债务可降低短期流动性压力, 但可能因未来不确定性和潜在的债务稀释效应, 诱发过度借款的倾向, 增加违约风险 (Cole and Kehoe, 1996; Arellano and Ramanarayanan, 2012; Chatterjee and Eyigungor, 2012; Broner et al., 2013; Aguiar et al., 2019; Dovis, 2019)。贷款资金用途是评估债务可持续性的另一维度。是否投向生产性领域 (如基础设施、工业) 会影响借款国未来偿债能力 (徐丽鹤等, 2020; 冯凯等, 2021, 2022, 2025; 熊婉婷等, 2023)。

私人、官方 (多边和双边) 债权人因其属性、政策目标与风险偏好的差异, 在识别与评估发展中国家主权债务违约风险时, 关注重点和分析框架存在显著不同。下文旨在归纳各类债权人识别与评估主权债务违约风险的决定因素。

### (一) 私人债权人

私人债权主要是指公开发行或私募的债券以及私人信贷。对应的私人债权人主要依赖金融市场实时信号和国别基本面分析进行动态风险评估。理论文献中假设外国投资者能够对冲特定国别风险。然而现实情况是, 多个新兴市场债券收益率往往呈现协同变动, 其联动性远超这些国家产出之间的相关性。事实上, 债务占 GDP 比率和产出增长率等国别基本面因素, 通常仅能解释不足 20% 的利差变动; 投资者不确定性指标及全球风险因子对债券利差变动 (市场评估主权信用风险的重要价格信号) 具有主导性影响。

全球风险因子的变化对主权债务市场产生作用的机制如下: 发达国家降息, 全球市场资金供应相对充裕, 发展中国家往往借此机会扩大发债规模, 逐渐积累风险; 而当发达国家进入加息周期, 这将增加发展中国家新发债务的融资成本以及存量债务的偿还压力, 并引发债务问题。历史上的拉美债务危机、东南亚金融危机都有这种背景。

汇率同样是私人债权人评估主权违约风险的重要考量因素。首先, 货币贬值本质上是对以本币计价的政府债务的隐性违约。其次, 发展中国家普遍面临债务币种错配问题, 还债成本依赖汇率, 汇率因此成为决定偿债能力的关键变量 (Hausmann, 2004)。然而, 汇率不仅波动性大, 且在经济下行期有贬值倾向, 这会大幅增加偿还外币计价债务所需的本币数量, 形成债务负担与汇率贬值的负向强化机制。<sup>①</sup>此外, 学者将违约与汇率贬值之间的联动关系称为 “Twin Ds” 现象。Reinhart (2002) 测算发现, 样本国家任意 2 年内发生大幅贬值的无条件概率为 17%; 而当该期间包含违约事件时, 发生大幅贬值的条件概率则会攀升至 84%。Na 等 (2018) 的发现进一步验证, 典型的违约事件通常会伴随本币额外大幅贬值, 且违约和名义汇率水平大幅变动几乎同时期发生, 如图 1 所

<sup>①</sup> 实证文献中也有大量针对该现象的研究, 如 Manasse 和 Roubini (2009) 发现, 汇率高估和汇率波动能够预示主权债务危机; Ghulam 和 Derber (2018) 以及 Badia 等 (2022) 指出, 汇率波动在预测危机方面发挥着重要作用; 约三分之一的财政危机事件与货币危机发生重叠, 表明财政脆弱性与外部部门失衡之间存在紧密联系 (Badia et al., 2022)。

示。需要指出的是，上述研究并未聚焦发展中经济体的主权债务问题，发展中经济体的债务结构相较于发达经济体具有其特殊性——主要以外币计价，存在“原罪问题”。<sup>①</sup>

## （二）官方债权人

官方债权人包括多边官方债权人和双边官方债权人两类。以国际货币基金组织（IMF）、世界银行及区域开发银行为代表的多边官方债权人，通常在低收入、金融欠发达经济体陷入经济困境或市场融资枯竭时提供资金支持，其贷款行为具有逆周期性特征。这些机构主要通过制度化的债务可持续性分析（Debt Sustainability Analysis, DSA）框架来系统性识别、评估违约风险。对于低收入国家，IMF 和世界银行主要采用低收入国家债务可持续性框架（LIC-DSF），根据债务承载能力确定相应债务负担指标阈值，并结合基准情景、压力测试和专业判断评定债务困境风险。对于具有国际资本市场准入能力的国家，IMF 则采用针对市场准入国家的主权风险与债务可持续性框架（SRDSF）。

多边官方债权人在债务关系中占据特殊地位。传统观点认为，发展中国家的举债动机是为产出波动提供保险，但事实上，私人债权人无法提供“保险”功能。私人贷款常伴道德风险和顺周期性，经济繁荣时刺激主权国家过度举债。而多边官方贷款通常具有逆周期性，在低收入、金融不发达经济体陷入经济困境时，提供资金支持（Liu et al., 2025）。在识别风险时，多边官方债权人也会更倾向于关注债务国的长期发展韧性而非短期市场形势。<sup>②</sup>

双边官方债权人，如巴黎俱乐部成员，通常委托其官方出口信贷机构（如美国进出口银行）进行风险评估。基于上文提到的外部、国内因素，以及债务偿付历史、政治风险及制度质量等其他因素综合打分，再结合外交政策方面的考虑，设定贷款金额、担保比例和贷款利率下限等。特别地，中国双边债权人（如国家国际发展合作署承担发展合作与对外援助的统筹管理职能，中国进出口银行等金融机构则具体承担相关贷款业务）<sup>③</sup>侧重发展导向与项目可持续性。其评估聚焦项目层面的

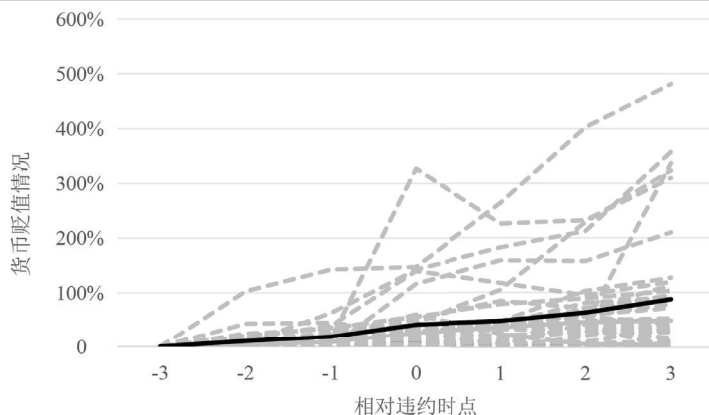


图1 外债违约事件前后的汇率变化

注：主权债务违约数据来自 BoC-BoE Sovereign Default Database、GDP 和汇率数据来源于 WDI 数据库。违约数据参考 Medas 等（2018）的研究，使用加拿大—英格兰银行的主权债务违约数据（BoC-BoE Sovereign Default Database, 2024）以及 WEO 数据库，其中记录了包括对私人 and 官方债权人的违约情况，比如直接违约、重组或者重新安排，本文选取以外币计价的主权债务的外部违约。信贷事件的识别标准为：第一，将小规模的技术性违约排除在外，即违约或重组的债务规模低于国内生产总值 0.2% 的情况；第二，要求违约或重组的债务金额显著增长，违约或重组的债务规模增长率大于等于 10%。该数据库完整覆盖了从 1960 年到 2023 年的连续年份数据。虚线表示各次违约事件的超额累计贬值率，即该国从违约前第 3 年至相应时点的累计贬值率，减去全部可用国家在相同日历年份区间内累计贬值率的横截面中位数。为提高图形的可读性，本图仅展示违约发生时伴随本币贬值的事件，并剔除累计贬值幅度超过 500% 的 7 个极端事件，即 ARG 1982、CHL 1971、POL 1981、URY 1983、MEX 1982、AGO 1989 和 MOZ 1984；同时排除实行固定汇率制度的国家及发达经济体样本。

① 除此之外，私人债权人在进行风险评估时，考察因素也包括其他外部环境（如市场预期）、债务国国内因素（如经济发展水平、财政情况、债务规模等）以及债务工具本身的特性，因篇幅所限，此处不再展开论述。

② 从债务国角度来讲，如果多边金融机构能够以较低利率提供有限规模的贷款，并将贷款规模控制在不破坏债务国偿付激励的范围内，那么这种优先债权可以提高债务国福利；在某些情况下，债务国甚至可能更希望限制自身从私人市场过度借款（Cordella and Powell, 2021）。向私人债权人融资需平衡融资规模与债券价格下行压力；向官方债权人借款或获得官方融资可以降低违约风险，但会限制未来政策灵活性。然而，多边贷款金额的过度增加也会增加重组的概率。例如，Bai 等（2024）的研究指出 IMF 贷款规模与主权债务重组概率呈倒 U 型关系。

③ 赵建华.中国财长:继续通过G20渠道积极参与多边债务协调进程[EB/OL].中新网,https://www.chinanews.com.cn/cj/2020/11-20/9343130.shtm.[2020-11-20](2026-03-18).

经济可行性及现金流，重点考察项目自身产生稳定现金流的能力、投资回报周期、成本效益比和管理运营风险。<sup>①</sup>还将项目融资规模、融资条件纳入东道国整体债务预测，结合压力测试情景，测算项目融资对东道国债务指标的影响，确保项目融资不突破其债务可持续边界。

综上所述，私人、多边官方与双边官方债权人在评估债务国偿债能力时，共享部分核心分析维度（如全球风险因子、债务比率、债务期限结构、债务偿付历史、主权信用评级机构的评估结果等）。<sup>②</sup>私人 and 官方债权人相互借鉴，共同构建更全面的风险预警体系。然而，它们之间也存在差异：私人债权人以逐利为目标，对短期市场波动更为敏感，高度依赖实时价格信号，核心目标在于追求投资回报；多边官方债权人依托制度化的债务可持续性分析（DSA）框架，侧重长期风险监测，致力于维护全球金融稳定，具备逆周期调节能力，旨在支持债务国实现可持续复苏；双边官方债权人的评估标准则更关注具体投资项目的经济回报以及外交目标。在明确违约风险的定义与度量之后，接下来将分析违约冲击如何通过债权结构与宏观金融渠道传导，进而导致债权人损失的异质性。

### 三、主权债务违约的经济成本与债权人差异

#### （一）声誉效应与违约成本的理论背景

尽管 E-G 模型以及 Tomz（2007）强调了声誉效应在维持债务履约中的作用——即违约将导致国家面临被排除在信用体系之外、陷入“自给自足”状态的惩罚——但纯粹的声誉效应本身并不足以提供充分的激励来促使债务偿还，从而解释现实中观察到的广泛债务履约现象（Bulow and Rogoff, 1989）。究其原因，如果对违约最严厉的惩罚仅限于被永久性排除在国际信用市场之外，这种惩罚力度实际上不足以阻止背负沉重债务负担的主权国家选择违约。此外，若该理论成立，我们应预期国家在经济表现良好或生产率较高时更频繁地违约，因为此时“自给自足”状态的相对成本较低。然而，实证研究（Tomz and Wright, 2007）表明，违约常发生于经济低迷时期。正是由于声誉机制解释力的局限性，理论文献通常引入主权违约会带来显著直接成本的假定。

关于违约产出损失的建模，现有研究主要可从两个方面进行分类。第一，从违约成本函数形式来看，Aguiar 和 Gopinath（2006）采用比例型产出成本设定，而 Arellano（2008）以及 Chatterjee 和 Eyigungor（2012）则采用随经济状态变化的非线性产出成本。第二，从模型中的产出冲击过程来看，Arellano（2008）主要采用具有均值回归特征的周期性冲击，而 Aguiar 和 Gopinath（2006）则强调具有持久影响的趋势性冲击。进一步地，Mendoza 和 Yue（2012）以及 Park（2017）分别从生产投入和资本积累等机制出发，对违约与产出损失之间的关系进行了内生化分析。<sup>③</sup>违约成本会直接影响债务人是否选择违约。

#### （二）债权人在违约事件中承担的成本

上文讨论主要集中于债务国面临的违约成本，另有部分文献关注债权人面对违约事件时需承担的成本。违约发生后，债务通常通过折减、展期、净现值减免等方式进行处置。在债务重组过程中，往往涉及债务减记（haircut），债权人的损失可通过这一机制直接测算：将重组后新债务工具及现

① 中华人民共和国财政部，“一带一路”债务可持续性分析框架[EB/OL].中国一带一路网,https://www.yidaiyilu.gov.cn/p/88611.html.[2019-04-29].

② 尤其私人债权人，依据三大国际主权信用评级机构（标普、穆迪、惠誉）的评估结果来判断主权债务的违约风险。然而，这些机构的评级模型缺乏透明度、“发行人付费”的商业模式、评级结果的顺周期性及其对新兴市场的适用性等问题，常遭诟病。

③ 虽然理论文献普遍认为违约的同时会带来违约产出成本，但实证上的讨论存在一定分歧。Borensztein和Panizza（2008）发现主权违约成本显著但持续时间较短。违约会影响信用评级和借款成本，但这种影响是短期的。相反，De Paoli等（2009）、Furceri和Zdzienicka（2012）、Kuvshinov和Zimmermann（2019）均发现债务危机后长期的产出损失，Tomz和Wright（2007）发现经济产出与对私人外国债权人的违约之间存在负向关系。Trebesch和Zabel（2017）认为新兴市场在金融危机后通常会迅速恢复产出，即使信贷和资本流动仍然低迷，国际资本市场准入条件也尚未明显改善。

金补偿的净现值，与旧债务剩余合同支付的净现值进行比较；新旧债务的现金流均按债务交换完成后新债工具的市场退出收益率折现。二者净现值之差占旧债净现值的比例，即为债权人因重组实际承受的净现值损失。Sturzenegger 和 Zettelmeyer（2007，2008）发现重组样本中的债务减记差异巨大（如乌拉圭约 13%，阿根廷和俄罗斯某些债券超 60%）。Yue（2010）发现违约后主权债务回收率随债务水平上升而递减。Benjamin 和 Wright（2009）以及 Cruces 和 Trebesch（2013）的研究显示，投资者平均损失约为 30%~40%，但个案间差异明显。折减率越高的债务重组，债务国被排除在资本市场之外的时间也越长，债权人拒绝参与债务重组的可能性提高。债务重组前的债务违约降低了主权债务市场价值，但重组本身会使其价值有所提升（Hatchondo et al., 2014）。有研究认为，无论是私人还是官方债务重组，包含债务本金减记的重组通常具有明显的经济增长效应，而单纯通过延长期限、降低利率等方式实施的债务调整，增长促进作用相对有限（Cheng et al., 2019；Reinhart and Trebesch, 2016）。较贫穷、首次发行债务以及外债负担沉重的国家，在违约时面临更高的债务减记（von Luckner et al., 2025）。短期债务相较于长期债务通常面临更高的债务减记（Asonuma et al., 2023）。

### （三）不同类型债权人面临的债务违约成本差异

债务违约及重组后果因债权人类型不同而存在显著差异。由于多边官方债权人在识别违约风险时更关注长期指标，提供“逆周期贷款”，这种特性也支撑了其“优先债权人地位”的合理性：发展中国家为保障未来困难时期的官方融资渠道，也倾向于优先清偿对多边官方债权人的债务，以维持信誉与合作关系。Marchesi 和 Masi（2020，2021）证实对私人债权人的违约在危机期间抑制债务国增长，且影响其融资成本和市场信心；以巴黎俱乐部为代表的官方债务重组对债务国经济增长并无持久负面影响，危机后其主权信用评级能恢复甚至提升。这也是前文所述不同类型债权人风险识别方式的差异所致：私人债权人风险容忍度低且更关注短期收益，其行为加剧了违约冲击。

## 四、传统债权人和中国的重组方案

债务重组作为违约处置的重要路径，在实践中面临诸多挑战。一方面，主权债务重组常因“力度太小且为时过晚”而受诟病，原因之一是债权债务双方试图规避各类成本；另一方面，债务重组通常需要在各种目标间权衡：刺激经济增长、促进财政审慎、改善国际资本市场地位。因此，政策制定需综合考量以平衡潜在冲突。

从时间维度看，债务重组是一个漫长的过程，且谈判持续时间越长，相关损失越大（Benjamin and Wright, 2009）。经济严重衰退会进一步延长重组所需时间，通常需待经济产出恢复至趋势水平后，债务重组的最终解决方案方能落地。最低参与门槛、防御性退出同意（defensive exit consents）等助力了债权人之间的协调，从而加速重组进程。集体行动条款的设计初衷也是解决因债权人内部协调不畅引发的低效率问题；但实践中，这类条款反而可能助长推高谈判成本的搭便车行为，进而加剧重组延迟。不过，学界对重组延迟的影响也存在不同观点。另有研究指出，债务重组延迟可能对经济复苏产生积极作用——可为债务清偿创造更多资源（Bi, 2008）。

不同债务类型的重新谈判时长也存在差异。Bai 和 Zhang（2012）发现，银行贷款重组平均耗时 5 年，而债券重组仅需 1 年；这一差异的关键在于二级市场的作用。在主权债务重新谈判中，信息摩擦是导致谈判延迟的重要因素，而二级市场的价格揭示机制能有效缓解此类摩擦。

### （一）传统债权人的重组方案

主权债务重组的形式因债权人类型而异。巴黎俱乐部是处理双边官方债务的重要平台，遵循相

应的规范和流程，并在债务条件调整上表现出灵活性，例如延长还款期限、降低利率等。曾经的伦敦俱乐部主要处理商业银行贷款重组。随着伦敦俱乐部逐渐退出历史舞台，目前银行贷款及其他非债券私人债务的重组主要通过临时债权人委员会和个案谈判等方式进行。国际金融协会（IIF）主要在推动自愿原则和行业协调方面发挥作用。此外，主权债券互换，即债务国通过向债券持有人提供新债券替换旧债券亦是常见手段。

除传统重组模式外，还有许多创新方案。例如在某些不确定性较高的重组谈判中，国家或有债务工具（SCDIs）通过将债务偿付与债务国未来经济表现（如GDP增长、大宗商品价格等）挂钩，为债权人提供潜在收益的同时，也减轻了债务国在经济下行时期的偿债压力。以债务换发展（Debt-for-Development Swap）模式同样值得关注，这种做法通过将债务减免与可持续发展项目相结合，不仅可以缓解债务国的债务压力，更推动了当地经济发展。重组的另一种形式——预防性重组（Preemptive Debt Restructurings）是指在债务违约风险显现但尚未实际违约时债务国主动进行的债务重组。IMF等政策机构将“预防性”债务重组和“违约后”重组区分开来，“预防性”债务重组的产出损失相较于“违约后”重组更低，危机开始后产出恢复更快。

## （二）中国的债务处理策略

中国在处理债务违约问题时，倾向于延长债务期限，运用市场手段化解债务（Horn et al., 2025）。此举旨在避免短期大额本金偿还引发流动性危机。这种处理方式对债务国具有积极意义。根据Trebesch和Zabel（2017）的研究，硬违约即政府采取对抗性行为并大幅减记债务，会严重损害国家声誉。而国家声誉的恶化会对国内经济和金融部门产生负面影响，最终导致产出下降幅度高于软违约。因此，中国选择的处理方式有助于避免硬违约带来的负面后果，有利于债务国的稳定与发展。然而，也应警惕持续展期可能产生的债务积压风险：当债务已不可持续时，若仍拒绝实施必要的债务减免，可能延缓债务问题的化解进程。此外，对于部分期限较长、融资条件相对固定且缺乏市场化风险定价的债务安排，如果融资条件不能随违约风险变化及时调整，可能掩盖真实风险、延缓去杠杆进程，并最终加剧债务积压。

## 五、总结

近年来，全球货币政策分化与地缘政治冲突持续加剧，推升了发展中国家尤其是低收入国家的主权债务脆弱性。同时，现有的债务可持续性分析框架（DSA）存在诸多完善空间：<sup>①</sup>当前框架未能有效区分生产性投资与非生产性投资；对具体项目的生产率、外汇创造能力以及项目失败风险的识别仍然较为粗略。

总体来说，私人债权人提供的债务资金具有顺周期性和市场敏感性，虽在违约期间可能放大波动，但其价格发现功能对市场运行至关重要；多边官方债权人提供的逆周期支持及其制度框架，构成了风险缓冲的支柱。中国对外贷款中有较高比例投向基础设施等生产性领域。在项目回报良好、治理有效、期限匹配等条件下，这类贷款可能增强债务国的长期偿债能力，但需配套建立债务减免与展期的动态权衡机制。

## （一）研究空白

通过系统性的文献回顾与分析可以发现，该领域仍存在以下值得进一步探讨的研究空白。

<sup>①</sup> World Bank. Debt Sustainability Analysis(DSA)[EB/OL].[https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/dsa.\[2025-08-06\]\(2026-03-01\)](https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/dsa.[2025-08-06](2026-03-01)).

第一，现有主权债务风险识别研究虽然已经形成了较为丰富的危机预警方法，但面向特定债权人资产组合的风险评估仍有较大的拓展空间。既有研究主要从债务国宏观基本面出发，考察经济增长、债务负担、外汇储备、汇率波动、全球金融条件以及债务期限结构等因素与主权债务危机之间的关系，并在此基础上构建危机预测模型。然而，从外部债权人的实际风险管理需求来看，仅判断某一债务国发生主权债务违约的总体概率仍显不足。不同债权人在债权期限、计价货币、受偿顺位、融资条件、项目属性以及债务处置能力等方面存在明显差异，因此，即使面对同一债务国的相同主权风险，不同债权人所承担的预期损失及其最优处置策略也可能存在差异。基于此，未来研究不应仅停留于预测某一国家是否可能发生主权债务危机，而应进一步回答更加贴近债权人的问题，即特定债权人在特定债务国和特定项目条件下可能承担多大损失，以及展期、重组、减记等不同债务处置策略将如何影响债权回收价值。

第二，生产性贷款影响主权债务风险的内在机制仍有待进一步深化。基础设施融资占比较高，单体项目规模较大，政策性金融机构参与程度较深，并且常与工程建设、贸易以及资源合作相联系，这是中国作为国际债权人提供贷款的重要特征，也是区别于其他债权人融资模式的主要方面。现有研究已经积累了关于中国对外贷款促进债务国经济增长、基础设施建设和经济活动的一定经验证据，但对于生产性贷款如何影响主权债务风险，其理论机制和系统性实证检验仍相对不足。尤其需要进一步回答的是：具有生产性用途的外部融资能否通过改善经济增长潜力、提高全要素生产率、推动产业升级和增强财政收入能力，从而降低债务国未来的主权违约风险，影响违约造成的经济损失？因此，有必要从债务形成、产出实现与债务偿付之间的动态关系出发，系统分析生产性贷款影响主权债务风险的作用机制。

## （二）政策含义

中国的海外贷款规模自 2017 年开始有所收缩，转向支持风险低、社会影响大的项目。未来规划新增项目时，需综合考量各类主权债务违约影响因素。一是要强化宏观审慎管理，密切跟踪发达国家货币政策走向及利率波动趋势，评估其对借款国偿债能力的影响，将全球金融风险指标、贸易部门占比等经济结构指标及汇率波动等纳入系统性债务风险评估框架，考量多重因素间的交互影响，提升对外部风险的预警与抵御能力。二是进行债务结构管理。为规避外债计价结构单一化和期限结构带来的潜在风险，扩大人民币在对外贷款中的计价结算范围，提高国际债务的币种多元化程度；积极推动与债务国签署双边货币互换协议，构建常态化货币合作机制；依托货币互换工具和配套政策支持，助力债务国优化外债结构，提升本币偿债能力，降低汇率风险。

中国官方贷款应跨周期而非顺周期提供资金支持，避免在经济繁荣期过度扩张信贷规模；将借款国隐性债务也纳入债务风险评估范围。优化贷款设计，充分发挥官方贷款跨周期调节优势。根据项目回报周期设置贷款期限，引入宽限期以及分期偿还结构，避免集中偿债压力；加强对贷款资金使用的监督，确保其真正用于生产性用途，提高借款国偿债能力。展望未来，应积极与其他官方债权人展开政策对话与合作，坚持待遇可比性原则，共同推动建立公平合理的债务偿还与风险分担机制。同时，需要明确区分私人贷款与官方贷款的角色：官方贷款功能定位应侧重“援助”属性和外交目的；私人贷款遵循市场化原则，自负盈亏，不应越位承担政策性职能。

总之，作为当今国际贷款的重要参与者，中国在提供发展融资的同时，需要综合运用这些理论和实践经验，提前防范风险、优化债务结构、促进贷款资金发挥增长效应，在支持债务国发展的同时维护自身的债权安全，实现债权人与债务国的良性互动。

## 参考文献:

- [1] 程宇丹, 龚六堂. 外债的经济增长效应与影响渠道——发达国家和发展中国家比较 [J]. 数量经济技术经济研究, 2015(10).
- [2] 冯凯, 李荣林, 陈默. 中国对非援助与非洲国家的经济增长: 理论模型与实证分析 [J]. 国际贸易问题, 2021(11).
- [3] 冯凯, 李荣林, 陈默. 中国对非援助与非洲国家经济增长的动态关系研究 [J]. 经济学 (季刊), 2022(1).
- [4] 冯凯, 王钊, 李荣林. 中国对非援助的减贫效应: 基于新旧援助国作用机制的比较研究 [J]. 世界经济研究, 2025(2).
- [5] 熊婉婷, 张家诚, 孙靓莹. 生产性债务: 中国海外主权贷款与发展中国家经济增长 [J]. 世界经济, 2023(9).
- [6] 徐丽鹤, 吴万吉, 孙楚仁. 谁的援助更有利于非洲工业发展: 中国还是美国 [J]. 世界经济, 2020(11).
- [7] Aker, K., Brautigam, D., Huang, Y. Debt Relief with Chinese Characteristics [R]. Washington, DC: China Africa Research Initiative, Johns Hopkins University SAIS, 2020.
- [8] Aguiar, M., Amador, M., Gopinath, G. Investment Cycles and Sovereign Debt Overhang [J]. The Review of Economic Studies, 2009, 76(1).
- [9] Aguiar, M., Amador, M., Hopenhayn, H., et al. Take the Short Route: Equilibrium Default and Debt Maturity [J]. Econometrica, 2019, 87(2).
- [10] Aguiar, M., Chatterjee, S., Cole, H., et al. Quantitative Models of Sovereign Debt Crises [C]. Taylor, J. B., Uhlig, H., eds. Handbook of Macroeconomics. Vol. 2 [M]. Amsterdam: Elsevier, 2016.
- [11] Aguiar, M., Gopinath, G. Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account [J]. Journal of International Economics, 2006, 69(1).
- [12] Amstad, M., Packer, F., Shek, J. Does Sovereign Risk in Local and Foreign Currency Differ? [J]. Journal of International Money and Finance, 2020, 101.
- [13] Arellano, C. Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies [J]. American Economic Review, 2008, 98(3).
- [14] Arellano, C., Ramanarayanan, A. Default and the Maturity Structure in Sovereign Bonds [J]. Journal of Political Economy, 2012, 120(2).
- [15] Arora, V., Cerisola, M. How Does US Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? [J]. IMF Staff Papers, 2001, 48(3).
- [16] Asonuma, T. Sovereign Defaults, External Debt, and Real Exchange Rate Dynamics [R]. IMF Working Paper, No. 16/37, 2016.
- [17] Asonuma, T., Niepelt, D., Ranciere, R. Sovereign Bond Prices, Haircuts and Maturity [J]. Journal of International Economics, 2023, 140.
- [18] Asonuma, T., Trebesch, C. Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-default? [J]. Journal of the European Economic Association, 2016, 14(1).
- [19] Bai, Y., Banerji, S., Wang, Z., et al. Can Participation in IMF Programs Facilitate Sovereign Debt Rescheduling? The Role of Program Size [J]. Journal of International Money and Finance, 2024, 144.
- [20] Bai, Y., Zhang, J. Duration of Sovereign Debt Renegotiation [J]. Journal of International Economics, 2012, 86(2).
- [21] Bardozzetti, A., Dottori, D. Collective Action Clauses: How Do They Affect Sovereign Bond Yields? [J]. Journal of International Economics, 2014, 92(2).
- [22] Beers, D., Chambers, J. Sovereign Defaults at 26-Year Low, to Show Little Change in 2007 [R]. S&P Global, 2006.
- [23] Beers, D., Ndikwe, O., Charron, A. BoC-BoE Sovereign Default Database: What's New in 2024? [R]. Bank of Canada Staff Analytical Note 2024-19, 2024.
- [24] Benjamin, D., Wright, M. L. Recovery before Redemption: A Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations [R]. Available at SSRN 1392539, 2009.
- [25] Bi, R. "Beneficial" Delays in Debt Restructuring Negotiations [R]. IMF Working Paper, No. 08/38, 2008.
- [26] Bi, R., Chamon, M., Zettelmeyer, J. The Problem That Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings [J]. IMF Economic Review, 2016, 64(3).
- [27] Borensztein, E., Panizza, U. The Costs of Sovereign Default [R]. IMF Working Paper, No. 08/238, 2008.
- [28] Boz, E., Daude, C., Durdu, C. B. Emerging Market Business Cycles: Learning about the Trend [J]. Journal of Monetary Economics, 2011, 58(6-8).
- [29] Broner, F. A., Lorenzoni, G., Schmukler, S. L. Why Do Emerging Economies Borrow Short Term? [J]. Journal of the European Economic Association, 2013, 11.
- [30] Bulow, J., Rogoff, K. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget? [J]. The American Economic Review, 1989, 79(1).
- [31] Calvo, G. A. Servicing the Public Debt: The Role of Expectations [J]. The American Economic Review, 1988, 78(4).
- [32] Chatterjee, S., Eyigungor, B. Maturity, Indebtedness, and Default Risk [J]. American Economic Review, 2012, 102(6).
- [33] Chen, M. China's Rise and the Reshaping of Sovereign Debt Relief [J]. International Affairs, 2023, 99(4).
- [34] Cheng, G., Diaz-Cassou, J., Erce, A. The Macroeconomic Effects of Official Debt Restructuring: Evidence from the Paris Club [J]. Oxford Economic Papers, 2019, 71(2).

- [35] Cole, H. L.,Kehoe, T. J.A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis[J].Journal of International Economics, 1996,41(3-4).
- [36] Cole, H. L.,Kehoe, T. J.Self-fulfilling Debt Crises[J].The Review of Economic Studies,2000,67(1).
- [37] Cordella, T.,Powell, A.Preferred and Non-preferred Creditors[J].Journal of International Economics,2021,132.
- [38] Cruces, J. J.,Trebesch, C.Sovereign Defaults:The Price of Haircuts[J].American Economic Journal:Macroeconomics,2013,5(3).
- [39] Das, U. S.,Papaioannou, M. G.,Trebesch, C.Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey,Data,and Stylized Facts[R].IMF Working Paper,No.12/203,2012.
- [40] De Paoli, B.,Hoggarth, G.,Saporta, V.Output Costs of Sovereign Crises:Some Empirical Estimates[R].Bank of England Working Paper,No.362,2009.
- [41] Dellas, H.,Niepelt, D.Sovereign Debt with Heterogeneous Creditors[J].Journal of International Economics,2016,99.
- [42] Dovis, A.Efficient Sovereign Default[J].The Review of Economic Studies,2019,86(1).
- [43] Eaton, J.,Gersovitz, M.Debt with Potential Repudiation:Theoretical and Empirical Analysis[J].The Review of Economic Studies, 1981,48(2).
- [44] Eichengreen, B.,Hausmann, R.,Panizza, U.The Pain of Original Sin[C].Eichengreen, B.,Hausmann, R.,eds.Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies[M].Chicago:University of Chicago Press,2005.
- [45] Fang, C.,Schumacher, J.,Trebesch, C.Restructuring Sovereign Bonds:Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs[J].IMF Economic Review,2021,69(1).
- [46] Farhi, E.,Tirole, J.Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops[J].The Review of Economic Studies, 2018,85(3).
- [47] Furceri, D.,Zdzienicka, A.How Costly Are Debt Crises?[J].Journal of International Money and Finance,2012,31(4).
- [48] Gennaioli, N.,Martin, A.,Rossi, S.Banks,Government Bonds, and Default:What Do the Data Say?[J].Journal of Monetary Economics,2018,98.
- [49] Ghosal, S.,Thampanishvong, K.Does Strengthening Collective Action Clauses (CACs) Help?[J].Journal of International Economics, 2013,89(1).
- [50] Ghulam, Y.,Derber, J.Determinants of Sovereign Defaults[J].The Quarterly Review of Economics and Finance,2018,69.
- [51] Grossman, H. I.,Van Huyck, J. B.Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default[J].The American Economic Review, 1988,78(5).
- [52] Guzman, M.,Stiglitz, J. E.Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring That Works[C].Guzman, M.,Ocampo, J. A., Stiglitz, J. E.,eds.Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises[M].New York:Columbia University Press,2016.
- [53] Haldane, A. G.,Penalver, A.,Saporta, V.,et al.Analytics of Sovereign Debt Restructuring[J].Journal of International Economics, 2005,65(2).
- [54] Hatchondo, J. C.,Martinez, L.,Padilla, C. S.Voluntary Sovereign Debt Exchanges[J].Journal of Monetary Economics,2014,61.
- [55] Hausmann, R.Good Credit Ratios,Bad Credit Ratings:The Role of Debt Structure[C].Kopits, G.Rules-based Fiscal Policy in Emerging Markets[M].London:Palgrave Macmillan,2004.
- [56] Horn, S.,Reinhart, C. M.,Trebesch, C.China's Lending to Developing Countries:From Boom to Bust[J].Journal of Economic Perspectives,2025,39(4).
- [57] Kehoe, T. J.,Levine, D. K.Debt-constrained Asset Markets[J].The Review of Economic Studies,1993,60(4).
- [58] Kuvshinov, D.,Zimmermann, K.Sovereigns Going Bust:Estimating the Cost of Default[J].European Economic Review,2019,119.
- [59] Levy Yeyati, E.Optimal Debt?On the Insurance Value of International Debt Flows to Developing Countries[J].Open Economies Review,2009,20(4).
- [60] Liu, Q.,Liu, Z.,Yue, V. Z.A Theory of International Official Lending[R].Unpublished Manuscript,2025.
- [61] Longstaff, F. A.,Pan, J.,Pedersen, L. H.,et al. How Sovereign Is Sovereign Credit Risk?[J].American Economic Journal: Macroeconomics,2011,3(2).
- [62] Lorenzoni, G.,Werning, I.Slow Moving Debt Crises[J].American Economic Review,2019,109(9).
- [63] Manasse, P.,Roubini, N.Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises[J].Journal of International Economics,2009,78(2).
- [64] Marchesi, S.,Masi, T.Life after Default. Private and Official Deals[J].Journal of International Money and Finance,2021,113.
- [65] Marchesi, S.,Masi, T.Sovereign Rating after Private and Official Restructuring[J].Economics Letters,2020,192.
- [66] Medas, P.,Poghosyan, T.,Xu, Y.,et al. Fiscal Crises[J].Journal of International Money and Finance,2018,88.
- [67] Mendoza, E. G.,Yue, V. Z.A General Equilibrium Model of Sovereign Default and Business Cycles[J].The Quarterly Journal of Economics,2012,127(2).

- [68] Mihalache, G. Sovereign Default Resolution through Maturity Extension[J]. *Journal of International Economics*, 2020, 125.
- [69] Mitchener, K. J., Trebesch, C. Sovereign Debt in the Twenty-First Century[J]. *Journal of Economic Literature*, 2023, 61(2).
- [70] Moreno Badia, M., Medas, P., Gupta, P., et al. Debt Is Not Free[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2022, 127.
- [71] Na, S., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., et al. The Twin Ds: Optimal Default and Devaluation[J]. *American Economic Review*, 2018, 108(7).
- [72] Obstfeld, M., Rogoff, K. The Intertemporal Approach to the Current Account[C]. Grossman, G. M., Rogoff, K., eds. *Handbook of International Economics*. Vol. 3[M]. Amsterdam: Elsevier, 1995.
- [73] Park, J. J. Sovereign Default and Capital Accumulation[J]. *Journal of International Economics*, 2017, 106.
- [74] Paudyal, B. Credit Rating Agencies and the Sovereign Debt Crisis: Performing the Politics of Creditworthiness through Risk and Uncertainty[J]. *Review of International Political Economy*, 2013, 20(4).
- [75] Pitchford, R., Wright, M. L. Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment[J]. *The Review of Economic Studies*, 2012, 79(2).
- [76] Reinhart, C. M. Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings[J]. *The World Bank Economic Review*, 2002, 16(2).
- [77] Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. The Aftermath of Financial Crises[J]. *American Economic Review*, 2009, 99(2).
- [78] Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly[M]. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- [79] Reinhart, C. M., Trebesch, C. Sovereign Debt Relief and Its Aftermath[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2016, 14(1).
- [80] Sachs, J. D. Theoretical Issues in International Borrowing[R]. NBER Working Paper, No. 1189, 1983.
- [81] Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises[M]. Cambridge: MIT Press, 2007.
- [82] Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998~2005[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2008, 27(5).
- [83] Sy, A. Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2004, 28(11).
- [84] Thomas, J., Worrall, T. Self-enforcing Wage Contracts[J]. *The Review of Economic Studies*, 1988, 55(4).
- [85] Tomz, M. Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries[M]. Princeton: Princeton University Press, 2007.
- [86] Tomz, M., Wright, M. L. Do Countries Default in “Bad Times”?[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2007, 5(2~3).
- [87] Trebesch, C., Zabel, M. The Output Costs of Hard and Soft Sovereign Default[J]. *European Economic Review*, 2017, 92.
- [88] Uribe, M., Yue, V. Z. Country Spreads and Emerging Countries: Who Drives Whom?[J]. *Journal of International Economics*, 2006, 69(1).
- [89] Von Luckner, C. M. G., Meyer, J., Reinhart, C. M., et al. Sovereign Haircuts: 200 Years of Creditor Losses[J]. *IMF Economic Review*, 2025, 73(1).
- [90] Yue, V. Z. Sovereign Default and Debt Renegotiation[J]. *Journal of International Economics*, 2010, 80(2).

## Sovereign Debt Defaults in Developing Countries: A Review from the Perspective of External Creditors

LIU Yu XU Qiyuan

**Abstract:** This paper reviews the literature on sovereign debt defaults in developing countries from the perspective of heterogeneous external creditors, focusing on the central questions of how external creditors identify default risks, measure and bear losses, and choose debt resolution instruments and negotiation strategies. It compares the differences and interconnections among various types of creditors in identifying sovereign default risks, examines the impacts of default shocks on creditors, and analyzes the debt resolution strategies adopted by different creditor groups in response to such risks. Particular attention is given to China, an emerging bilateral creditor, with a discussion of the specific practices and modalities of its lending to developing countries. Building on this review, the paper further identifies several important gaps in the existing literature, including insufficient research on country-level risk early warning and portfolio risk assessment from the perspective of specific creditors, as well as inadequate theoretical clarification of the mechanisms through which productive lending affects sovereign debt risks and default costs. On this basis, the paper derives corresponding policy implications.

**Keywords:** sovereign debt default; developing countries; external creditors; China's overseas lending

(责任编辑: 高运胜)