



如何应对新冠疫情带来的债务风险 RESPONDING TO RISKS OF COVID DEBT DISTRESS

2021 年 7 月

圆桌会议报告

本系列圆桌讨论会由弗里德里希·艾伯特基金会（FES）纽约办公室与共识构建研究所（CBI）共同召开。



召集方

弗里德里希·艾伯特基金会（FES）是由德意志联邦共和国政府提供资金支持的一家非营利德国基金会，总部设在波恩和柏林。基金会创建于1925年，以德国首位民选总统弗里德里希·艾伯特的名字命名。基金会致力于以社会民主主义的精神，通过公民教育、科学研究及国际合作，推进社会政治和经济的发展。艾伯特基金会是德国历史最悠久的政治基金会。

萨拉·伯克（Sara Burke）是艾伯特基金会纽约办公室资深专家，重点研究全球发展政策。

共识构建研究所（CBI）是一家设于美国的非营利组织，旨在帮助领导人、各组织、利益相关团体共同协作，以实现可持续发展的目标。研究所努力促进多元利益相关方展开协商和对话、增强个体和组织的合作能力、通过研究和评估来强化公共协作的实践。共识构建研究所与众多多边组织、政府组织、非政府组织、企业组织一道，努力在全球发展政策问题上打造共识。

主持人

大卫·费尔曼（David Fairman）是共识构建研究所主任、麻省理工学院与哈佛大学公共辩论项目副主任。以往31年里，他就国际及美国复杂的公共和组织问题，努力构建共识、加强协作能力。费尔曼的首要重点是构建有效的多元利益相关方的伙伴关系、组织战略以及争端解决体制，借以应对可持续发展的挑战。

圆桌会议参与者

查尔斯·博尔玛（Charles Boamah）目前在提供独立的战略顾问服务，并任职于“非洲50”董事局，这是一家大陆基础设施开发融资实体；也供职于“非洲数学科学研究所”国际管理局；还兼任“转型领导力专家组”成员，这是一家大陆政策与倡议组织。他于2020年从非洲开发银行退休，结束了23年在非洲各地支持有关社会与经济发展的服务。在担任非洲开发银行内最后公职即高级副总裁以前，查尔斯曾效力于其他多个岗位，包括曾任代理首席副总裁兼首席营运官、副总裁兼首席财务官，以及监管负责人。

帕特里克·博尔登（Patrick Bolton）是哥伦比亚大学芭芭拉与大卫·扎拉兹尼克讲席商业教授、伦敦帝国学院客座教授，曾任美国金融协会总裁、美国艺术与科学院经济计量学会研究员、英国学术院通讯院士。他与马西亚斯·迪瓦奇庞特（Mathias Dewatripont）合著《合约理论》（2005年），与摩根·迪斯普利斯（Morgan Despres）、路易兹·配瑞拉·达·席尔瓦（Luiz Pereira Da Silva）、弗里德里克·萨玛玛（Frederic Samama）、洛孟·斯瓦兹曼（Romain Svartzman）合著《绿天鹅：气候变化时代的中央银行与金融稳定》（2020年）。

李·C·布齐海特 (Lee C. Buchheit) 2019 年退休前从事法律业务长达 43 年，负责向主权借款人提供有关债务管理问题的咨询。他领导法律团队向伊拉克共和国提供顾问意见（2005-2008 年），向希腊共和国提供外债重组的顾问意见（2001-2012 年），这是有史以来两宗最大的主权债务解决方案。布齐海特先生目前担任数个学术和顾问职务。

豪米·卡拉斯 (Homi Kharas) 在华盛顿特区的布鲁金斯学会可持续发展中心担任高级研究员，在此岗位上，他研究那些影响发展中国家的政策和趋势，包括援助与开发融资、中产阶级的兴起与贫困趋势、全球治理与 20 国集团。他曾在世界银行多个岗位任职将近 30 年，包括担任负责东亚和太平洋地区的首席经济学家。他负责执笔了有关后 2015 发展议程的“高级别专家小组报告”，该报告于 2013 年 5 月 30 日提交给联合国秘书长。卡拉斯先生撰有多种著作，最近新书是《一个也不拉下》（布鲁金斯出版社，2019 年），他拥有哈佛大学经济学博士学位。

南希·李 (Nancy Lee) 系全球发展中心高级政策研究员、国际战略研究中心高级顾问，致力于动员用于发展的私有资金、多边开发银行的改革、以性别为视角的投资、主权债务重组。之前，她曾担任千年挑战公司副首席执行官，那是一家独立的美国援助机构，通过推行国别主导的协议应对贫困问题。她也曾任美洲开发银行“IDB 实验室”（即原先的“多边投资基金”）总经理。李博士在美国财政部工作期间，曾任负责西半球和负责欧洲与欧亚大陆的助理部长帮办，她领导财政部团队，将金融包容问题、中小企业融资、妇女获得金融便利纳入 20 国集团的议程。

雅尼斯·马努莱德兹 (Yannis Manuelides) 是设于伦敦的艾伦与奥佛理律师事务所合伙律师。他 1980 年毕业于普林斯顿大学哲学专业，获学士学位；1983 年毕业于芝加哥大学哲学专业，获硕士学位；1985 年毕业于剑桥大学，获法律学士学位，系英国法律资质律师，曾是巴黎律师协会会员。马努莱德兹在债务融资的诸多领域已执业超过 30 年，其中六年在法国从业，目前他负责所在律师行的主权债业务。

何塞·安东尼·奥坎普 (Jose Antonio Ocampo) 是哥伦比亚大学国际与公共事务教授、联合国经社理事会发展政策委员会主席、国际公司税收改革独立委员会主席。他在联合国和祖国哥伦比亚担任多项职务，包括联合国负责经济与社会事务的副秘书长、联合国拉美和加勒比经济委员会执行秘书、财政部长、农业部长、国家计划办公室主任、哥伦比亚中央银行董事会董事。

乔依德 现任上海发展研究基金会副会长兼秘书长，1985 年进入哈佛大学肯尼迪政府学院学习，毕业后入哈佛国际发展研究所从事研究工作，自 2005 年以来担任现职并负责基金会日常事务。前往美国学习前，乔先生在上海社会科学院世界经济研究所进行研究并任所长助理。他主笔撰写了多种著作与报告，如《中国经济：未来三十年》（2011 年）、《国际货币体系再思考：布雷顿森林体系七十周年后》（2014 年）、《全球金融治理：挑战、目标与改革》（2016 年）、《全球金融失衡：含义、影响与对策》（2017 年）、《全球金融大变局》（2021 年）。

圆桌会：目标及参会者

有鉴于新冠疫情造成的经济冲击蕴含着诸多风险，有可能会在低收入和中等收入国家引发大面积主权债务困境，弗里德里希·艾伯特基金会与共识构建研究所专就应对新冠疫情带来的债务风险召开了本系列圆桌会议。针对新冠疫情的多边经济行动已经展开，特别是通过 20 国集团暂停偿还债务倡议，以及 20 国集团巴黎俱乐部“共同框架”，已经采取有关应对行动。与此同时，私有债权人的作用以及促使它们参与的相关机制尚未充分调动起来，尚跟不上双边和多边债权人的作用和机制。而且，各界依然不太注意疫情会给中等收入国家带来的风险，并且还没有充分注意到，应该支持为可持续发展而需要进行较为长远的投资，何况这种投资可能受到债务重组计划的冲击。

本次圆桌会所邀请的专家都拥有在政策和操作层面处理债务困境的直接经验，包括：前政府高级官员，代理过主权债务人及双边和多边债权人业务的非政府律师，深入研究过最近主权债务重组历史的学者。¹本报告代表了在这个团队在一系列政策建议上的共识，其重点是要更加全面、公平、有效地让私有债权人参与到债务困境风险的管理中。本团队另外提出的建议是，应该为债务重组投入新的额外的多边融资并使之整合起来，以便保证走出债务困境的各国政府能够继续为可持续发展再进行投资。

圆桌会的背景

新冠疫情已经酿成全球性经济冲击，导致世界各地经济显著收缩、20 国集团许多国家前所未有的财政刺激，以及许多中低收入国家经济增长与可持续发展遭遇风险。不少发展中国家正在经历信用评级的下调，它们寻求为自身主权债务提供融资，与此同时，随着发达国家走出危机、减少财政刺激、提高资金利率，发展中国家在资本市场上的资金获得存在着再次发生“骤停”的很大风险。

某些中等收入国家及低收入国家通过国内调整，是能够管理好这些冲击和风险的，特别是它们中部分国家尚拥有足够的财政空间，能够提供资金转移支付以及其他形式的消费支持，从而能够抵抗疫情造成的失业，并同时维持发展所需的投资。然而，在相当一批中低收入国家，外债偿付正在成为挤压财政空间的一大隐患，哪怕经济基本面看起来不错时也依然如此。²

目前 20 国集团的暂停偿还债务倡议已经帮助符合标准的 73 个国家中的 46 国（主要是低收入国家，也包括部分中等收入的小岛国），通过延后偿还双边债务而保持流动性，至今总金额

¹与会者以个人身份而不是以所属机构的身份参与圆桌会并赞同本报告，他们固然总体上赞同本报告，但对具体各项建议的相对重要性和优先程度却持有广泛的多样看法。

²例如可参见非洲财政、计划与经济发展部长的最近声明，请注意在保持流动性所需的国际融资与可获得的优惠性和商业性投资之间，存在着已经很大且日益扩大的差距。该声明是《非洲财政、计划与经济发展部长关于非洲新冠疫情与经济形势的公报》，联合国非洲经济委员会，2021 年 3 月 29 日。

不到 60 亿美元。虽然国际金融协会准备过一个工具箱，用以指导私有债权人在政府万一要它们暂停贷款本息收取时应该怎么办，但私有债权人尚未正式参与上述暂停偿债项目。债务国政府可以要求私有债权人参与暂停偿债倡议，但由于担心此举蕴含着信用降级的风险、可能引发私有投资者丧失信心，看起来这就使得本来有资格参与暂停偿债项目的政府未能提出参与其中的要求。

暂停偿债项目之外，还有一个相关的 20 国集团巴黎俱乐部“暂停偿债项目之外债务处置共同框架”（简称“共同框架”），但假如全球经济状况变得不利于主权债务人，那么上述两项工具可能不足以应对挑战。更有甚者，如前已述，暂停偿债项目和“共同框架”目前的应用范围仅限于有资格适用世界银行国际开发署窗口业务的国家（绝大部分是低收入国家），它们并不能延伸至大多数中等收入国家。

随着各大经济体财政刺激的逐渐退出，某些中低收入国家或许能够继续让债务展期以争取维持流动性，尚不至于面临偿付能力难以为继的问题。其他国家却未必如此。有些国家在新冠疫情前就已身陷债务困境，另有些国家则受疫情冲击而陷入困局，还有些国家的情况是，债务存量和还本付息的成本使得它们在利率上升时会面临很高的风险，毕竟目前的利率仅处于历史低位。以下这张表格（来自 Kharas and Dooley 2020）显示了这种挑战的规模。

表一：对外公共负债存量、到期还本付息信用评级，10 亿美元（美元现值）

	信用评级	重大风险	投机级	投资级	加总
全部发展中国家	国家数	34	74	12	120
	债务存量（2019）	\$409	\$1239	\$1453	\$3102
	还本付息总额（2021-2022）	\$92	\$265	\$318	\$676
有资格参与暂停偿债倡议的国家	国家数	25	43	0	68
	债务存量（2019）	\$127	\$364	\$0	\$492
	还本付息总额（2021-2022）	\$32	\$74	\$0	\$106

这张表格显示，在未来两年，对于信用评级低于投资级的中等与低收入的国家，其需要还本付息的总额将达 3570 亿美元（其中中等收入国家占 2510 亿美元，低收入国家占 1060 亿美元）。卡拉斯和杜利（Kharas and Dooley）谈到，仅在 2021 年这一年，那些被评为“重大风险”级的国家欠下了上述总额中的 480 亿美元，那些债务与国内生产总值比例超过 55% 的国家欠下

了另外的 540 亿美元。³ 有效地管理这一风险既符合主权债务人的利益，也符合多边和私有的主权债权人的利益。若不能有效管理这一风险，将触发一场全球债务危机，其负面影响不仅会冲击中等收入和低收入国家，而且会冲击国际金融体系和债权人所属经济体。

圆桌会的焦点：私有债权人的参与和额外的金融支持

圆桌会聚焦于评估涉及风险管理的两种主要方式，并就此提出政策建议：促进私有债权人充分、公平、透明地参与必要的债务重新安排或债务重组；向中等收入和低收入国家提供必要的额外金融支持，以维持可持续发展所需要的投资。这些方式彼此相连，应当被理解为是相互补充、相得益彰的。

一、 私有债权人与债务重组

以往十年中，私有债权人为许多中等收入国家及部分低收入国家的主权债务提供了比重越来越大的资金，这种趋势某种程度上代表了中低收入国家公共融资的成熟与成功。然而，这其实也反映了一个事实，即大多数领先经济体处于低利率时代，这种低利率激发了全球投资者，使它们纷纷追逐中低收入国家债券和贷款普遍较高的收益。大多数情况下，对于多数中低收入国家的主权债务主体而言，私有债务的还本付息会带来更高的成本，比起向双边和多边债权人还本付息会发生更高的成本。在某些国家，私有债务在其债务总存量中占比已经较高，或者其再融资有可能导致或加剧债务困境。在这些国家，就应当把私有债务纳入债务重新安排和重组中，借以避免或解决债务困境。

目前已经存在有关制度和机制，可让私有债权人介入主权债务重组，这些制度和机制是在 1980 年代开始演化出来的，当时拉丁美洲正在经历债务危机。在官方层面，巴黎俱乐部拥有成熟、明确的规范和程序，便于双边官方债权人和债务人制定其重组安排，一般这些安排都与国际货币基金组织的项目直接关联。当然，并不是所有双边债权人都是巴黎俱乐部成员。诚然，重组私方持有的主权债务的谈判尚无可以一比的制度结构，但现在已经形成了一套共同接受的流程和步骤，有助于指导私有债权人的谈判。

历史地看，就私方持有的主权债务进行的谈判，受到了国际货币基金组织项目谈判和巴黎俱乐部与主权债权人谈判的影响。这些公共债权人的谈判往往确定一个债务可持续性限定范围，因为必须限于这个范围之内，随之跟着就确定了官方双边债务和私方拥有债务的净现值减少额。

³ 人们通常把债务与国内生产总值之比当作一个计量指标，用以评估债务困境的风险，但也还有其他一些指标，它们能提供补充性信息，某些情况下也比较有用。这些指标包括还本付息额与政府财政收入之比、还本付息额与出口收益之比，等等。当采用债务存量与国民收入之比时，某些情况下国民总收入应该是个比国内生产总值更有用的指标。

要让债务谈判获得一定的可预测性和有序性，另外有三个因素也非常重要：**(a)** 主权债务人是否有能力跟公共债权人和私有债权人开展有效谈判；**(b)** 与该国经济绩效有直接和长期利益关系的私有债权人是否占绝对多数，因为与此相反的是，占绝对多数的是某些短期投机者，它们在重组谈判中只是试图搭便车，不会考虑债务人或其余债权人的利益；**(c)** 私有债权人在多大程度上能够组织起来，集体寻求一个公平的解决方案。

就最后一个因素即私有债权人的组织能力而言，私有放贷所采取的不同形式给债权人协调和集体行动提出了挑战。在债券持有者那里，由于主权债券更多使用了“集体行动条款”和信托结构，集体行动挑战的严重程度便有所降低。这些规定把那些本来不愿让步的人也拖入绝大多数债券持有者都能接受的重组交易中。不过，并不是所有债券相关文件都把那些人的情况写进去了，也不是涉及他们的操作办法都已经充分检验过。现在是有某些加强版的集体行动条款，这些加强版条款扩大了全体债券持有者在债券整个系列中能够采用的各种选项，但特别需要指出的是，加强版的集体行动条款也仅仅是在以往几年才开始发布。至于信托结构，它们的接纳度相当有限，因为拥有一个托管人会产生额外的前期和维护成本，哪怕这些成本不是很高。对集体行动构成进一步挑战的是，其他形式的集体放贷（如银团贷款）不会包含也许是不可能包含集体行动条款，不像拥有加强版集体行动条款的债务发行那样。

在很多情况下，简单地确定私有债权人的身份及其所有物也会对集体行动构成一个挑战。私有贷款、项目信贷、给国有企业的信贷或者给主权方法理上或事实上所支持的次国家主体的信贷、有资源支持的贷款或类似抵押债务的长期包销安排、私方和官方联合支持的出口信贷融资，都会增加债务的不透明度，使得债务可持续性评估更加困难，不容易产生涉及债权人协调和集体行动的简明方案。这些都将继续让充分、公平、有效的私有债权人参与变得难以保证，特别是在低收入国家更是如此，因为那里的主权债务安排能力更为有限。

集体行动遭受挑战的另一个方面是，双边公共债权人的扩展已经超出了巴黎俱乐部的范围。主要新兴经济体（如中国、印度、土耳其、巴西、海湾国家）参与开发融资在很多方面都是一个值得欢迎的进展。与此同时，这也让解决债务困境的工作变得更加复杂。非巴黎俱乐部债权人未必就会遵守巴黎俱乐部关于双边债务集体谈判的方法，而且俱乐部与非俱乐部国家之间在不少问题上存在理念和做法上的差别，比如，非巴黎俱乐部债权人在区分公共开发融资机构与私有商业融资机构时，会把界线划在哪里；给中低收入国家大型长期基础设施项目的信贷属于什么性质；信贷中关键条件的透明度应该要有多高；如何获取某些上述债权人之前提供的债务减免信息。因为存在诸如此类的差别，所以要想确定公共或私有债权人的身份和地位，要想判定他们是否会按类似于其他债权人的条件来参与主权债务处置，要想在复杂性债务重组中协调不同债权人群体的利益，就统统变得更加困难。

往前迈进的过程中，债务处置过程将需要本着合法合理、认真严肃的精神，应对这些给债权人集体行动带来的挑战，以便最大限度地缩小积存下来的经济损失，公平地分摊这些经济损失，并保证主权债务人快速地回归可持续发展轨道。巴黎俱乐部和私有债权人的规范与做法将需要通过“共同框架”作出调整，以适应官方双边债权人团队已经扩大这一新的现实。

政策建议：促进私有债权人透明、充分、公平、有效地参与到应对债务困境的工作中。

圆桌会的参与者意识到，在以后 18-24 个月中，重大的制度改革不大可能取代目前比较专门化的主权债务重新安排和重组体制。因此，我们准备各提出短期的和长期的政策建议。且不论其时间跨度，以下全部建议所瞄准的目标：一是要提高谈判过程的透明度以及谈判结果的公平性；二是要在以规则为基础的场景中提高可预测性；三是要激发私有债权人广泛并有序地参与进来；四是要减少抵制者干扰谈判进程并破坏谈判结果的可能性。

1、提高公共和私有主权债务对于债权人和债务人的透明度

为了债务可持续性的评估，为了主权债务人的有效财务管理，为了债权人的识别和组织，为了债权人的有效风险管理，为了债务处置过程及其结果的公平，都必须拥有一个信息共享的坚实基础。目前存在着严重的问题，即主权债务存在未披露、不透明问题，这影响了审慎的财务和债务管理，阻止了其他债权人精确地评估信用可靠性，削弱了国际货币基金组织和世界银行的债务可持续性分析，有可能让债务人国家的纳税人背上过度的、不谨慎的、未经批准的债务负担。我们当然注意到，要划分不同类型债务的形式和期限存在某种技术复杂性，而且提高透明度的话也会触发某些政治的和商业的敏感性，但是，打造一个精确、全面的共享信息平台的确可以带来收益，这些收益远大于给准备有效、公平地管理债务的各方所带来的成本。

短期而言：

- 按照“共同框架”债务处置及国际货币基金组织的规划，根据 20 国集团、国际金融协会、国际货币基金组织、多边开发银行已经作出的债务透明度承诺，这些行为者应该跟主权债务人及双边和私有债务人一起，**强化主权债务详细信息的分享**，同时也应加上有关商业敏感信息的保密条款。债务人和债权人应当列明关于抵押债务的信息，以及其他长期销售或资源所支持的相当于抵押债务的安排信息，还有关于主权方法律上或事实上所支持的国有企业和次国家政府的债务信息。
- 国际货币基金组织应该给任何主权债务人创建一个选项，使之能要求获得最新的债务可持续性分析，以此作为其与公共和私有债权人谈判的基础。国际货币基金组织致力于作出债务可持续性分析，用于进行监控，也用于支持重组操作，不过，现在并没有一个主

权债务人可用的选项，用来要求获得最新的有助于与债券者谈判的分析报告。债务可持续性分析的理论设定应该清晰明了，国际货币基金组织应该随时向主权债务人及公共与私有债权人解释其分析和结论。该基金组织也应该在其分析报告中更多地勾画不同前景，以便更清楚地反映市场进展和政策决定（包括强化债务人资产的决定）如何会影响债务的可持续性。主权债务人自身应该充分地合作，对于造成主权负债的各种形式的债务尽可能拿出全面的会计报告。

长期而言：

- **国际货币基金组织和世界银行应当立足于它们有关债务登记和信息共享的现有机制，并立足于国际金融协会的债务透明度原则，跟国际清算银行、长期投资者俱乐部及区域性开发银行一起合作，构建一个网络安全的主权债务登记平台或汇总平台，主权债务人及其债权人能够在这平台上分享详细的信息，汇总的信息能够让所有人都公开地获得。这个系统应该包括应有的规范，用以核查并更新由主权方和私有债权人两方面提供的信息。经济合作与发展组织现有的债权人报告系统，及其在债务透明度自愿原则项下提供的有关债务信息的汇总工作，可以成为这一汇总平台的一个起步基础。**
- **20 国集团成员国应当率先发布其自身主权债务合同。**某些国家如菲律宾，已经发布了其主权债务合同。所有国家都应该争取发布其债务合同，以此作为一项政策，并且意识到公共债务就应当公之于众。可以允许依照合法的保密理由，提出一些清晰并严格定义的例外情形，正如国际金融协会的债务透明度原则已经提示的那样。⁴
- **国际货币基金组织、世界银行，以及其他向债务管理提供官方技术支持的方面，都应该努力把债务透明度标准和要求列入国内法中，使之成为管理主权债务授权的那些国内法的一部分。**
- **应该发布世界银行的“成员国债务管理绩效评估”，其中包括债务透明度标准，这样可以帮助潜在的债权人确定，一国是否在提供用以判别信用可靠性的充分信息。**
- **债权人的国家和管辖机构应该采取协调一致的方式，把可执行资格仅仅限于已经达到了共同透明度标准的那些债务。**

⁴ 参见国际金融协会，2019年：《债务透明度自愿原则》第6节，查阅于 <https://www.iif.con/Publications/ID/3387/Voluntary-Principles-For-Debt-Transparency>.

2、增加手段，激励私有债权人参与债务重组和重新安排，尊重债权人可比待遇原则。

短期而言：

- 在进行债务重组和重新安排活动时，国际货币基金组织、20国集团、巴黎俱乐部、多边开发银行应该鼓励对私有债权人团体进行恰当的组织 and 分类，并鼓励在债务人与私有债权人团体之间展开建设性的磋商。此外，它们应该向主权债务人提供技术支持，帮助其准备并展开与私有债权人群体的谈判（如有必要也与单个的债权人谈判）。
- 所有参与诚意重组的各方都应该公开承诺愿遵守可比待遇原则（当然，获得确认的优先债权人应该例外）。假如某些债权人相信其他债权人（无论是私有的还是公共的）会获得更优惠的待遇，那么它们也会寻求同样的待遇。任何情况下，如果债权人怀疑相关过程的公正性，那都会妨碍最后债务重组协议的达成。因此，共同承诺待遇可比、处置透明，一起遵守保障可比待遇的可信机制，这对于私有债权人及时、公平、实质性地参与其中都是必不可少的。
- 凡参与诚意重组的国际金融协会和全部公共的和私有的债权人，都应该动用其所能获得的手段，保证主权债务人及所有大债权人都遵守可比待遇原则。公共债权人应该借助20国集团同意的“共同框架”、巴黎俱乐部、国际货币基金组织，通过联合行动去推行可比性待遇并限制偏袒性待遇，无论是依据原先的合同协议还是专门利用其商业或战略影响力而寻求偏袒性待遇，都应该加以限制。
- 国际金融协会及其他债权人应该要求现有债务还本付息的任何及所有主权债务人充分披露信息，这既是基于巴黎俱乐部的选项，即要求凡与债权人达成的债务重组协议都应把重组条件充分地会计报告；也是基于国际货币基金组织的现有监管，即监督是否遵守了其项目的规定条件。
- 除此之外，国际金融协会及其他公共债权人应该展现出意愿，把它们对全部主要债权人可比待遇的现有支持转化为例行的条件。这样的条件应该为酌情使用现有各项工具留下足够的空间，现有工具包括：现有的监督和报告、额外资金的安排与拨付、给主权债务人的技术与法律支持、关于重组状况的公开声明、与个体债权人接洽以处理可比性问题，等等。一切的目的是要达成让所有债权人都得到可比待遇那样的结果。

长期而言：

- 对主要金融部门拥有管辖权的金融监管者应当提供国内监管激励，让其金融机构参与到债务重组和重新安排中。例如，监管者可以允许同样的资产负债表上分期付款待遇，就

如允许国内客户延后分期付款一样。

- **多边开发银行和官方机构在债务重组情况下，应当考虑向私有债权人提供信用提升及其他利好之举**，这样，通过激励私有债权人参与债务互换及其他形式的公益性再融资（如社会和绿色债券），可以更好地服务于公共利益。
- **当私有和公共债权人跟主权债务人同意债务重组和重新安排时，主权债务人应当考虑设立一个中央信贷安排机制，由某一多边开发银行管理。**中央信贷安排会释放出资金，通过调整部分这些资金的用途，实施管理的多边开发银行及其他债务人可以监督这些资金是如何应用的，从而可以降低道德风险。
- **信用评级机构应该考虑借助有关方法，准确地反映主权债务人债务重组后的前景。**信用评级机构固然提供着合法的市场服务，但公众的利益仍然要得到保障，成功的主权债务重组或重新安排的努力不应该导致擅自的信用降级。在重组或重新安排的大多数情况下，一旦落实交易，评级降低是不可避免的，然而，应当让评级机构考虑以下方面：
 - (a) 这些最不利的评级究竟会延续多长时间；
 - (b) 债务重组或重新安排的利好是否能更快地反映到新的评级中；
 - (c) 在旧的评级标准之外，是否以及如何引入新的评级标准，以便更公平更准确地勾画出债务重组之后主权方的新潜力；
 - (d) 广而言之，如何尽量减少因评级变化而给主权债务的盛衰周期所带来的顺周期影响。
- **人们经常选用某些管辖地的法律来管理主权债务合约，这些管辖地应当考虑采取措施，防止其法律体系被某些债权人滥用，这些债权人不是按照可比待遇参与到商定的诚意债务重组中，而是寻求自我偏袒性的、不利于主权方的择优恢复。**最近一些案例的教训反映了上述情况，例如，(a) 最近的主权诉讼，最显著的就是阿根廷在纽约、伦敦和布鲁塞尔的诉讼；(b) 围绕促进债务重组的法定机制展开的争论，最显著的就是国际货币基金组织于 2002、2003 年所推动的“主权债务重组机制”；(c) 相关管辖地所设计的更精准的措施，它们通过主权债务重组中的司法过程，限制偏袒性择优恢复，那些债务重组得到了官方部门金融支持或债务减免的支持。上述精准措施如英国“2010 年（对发展中国家）债务减免法”。
- **启动一个多边进程，来探索在多边各方支持下确立一个稳定主权债务重组机制的可能性。**
- **20 国集团财政部长应当设立一个委员会，委员会由公共部门与私有部门的资深领袖组成，能很好地代表债权国和债务国，以便考察以上及其他选项并提出政策建议。**

二、 提供额外金融支持以维持发展所需投资

上述建议聚焦于私有部门债权人在应对债务困境时的角色。至关重要的一点是，应当把目前私有债务处置问题与一种前瞻的方式联系起来，这样才能维持恰当的、有针对性的主权债务人投资，从而实现发展的目标。许多债务重组过程未能取得这方面的成功，从主权债务人和债权人的角度看，它们展开的方式是“太少、太迟”。债务重组经常是要等主权方面面临缺乏流动性、资不抵债时才会到来，债务重组一般没有着眼于让新投资超过处理现有债务所需要的规模，主权债务人往往需要听任长期的紧缩措施延伸到短期调整完成之后，为的是既能给重组的债务还本付息，又能维持债务的可持续性。可是这样的拖延会带来很大的成本，它们会蔓延到国内经济的各个方面，会危害长远的利益相关者，如此发生的高昂成本可谓无以复加。

对于某些被迫进行债务重组的国家而言，它们毫无疑问需要压缩开支、增强国内资源动员能力。然而，许多国家被迫进行债务重组，是因为遭遇了外部经济状况的变化，诸如大宗商品价格以及领先经济体的利率发生了不利的变化。这些变化并非债务重组国自己可以控制的，单纯通过经济政策也难以有效应对。就本轮新冠疫情而言，中等收入和低收入国家直接面临着未曾预料到的重大经济冲击，新冠疫情的影响已经危及众多国家政府的能力，使之难以向全球达成的可持续发展目标迈进，况且还会逆转扶贫减贫方面原已取得的进步，会损害社会公平、环境可持续等方面的已有成就。

若干主要经济体采用逐步调低的方式来退出财政刺激措施，这种方式加上全球公共卫生部门有效地应对新冠疫情，可以为目前遭遇债务困境风险的部分中低收入国家提供一种“软着陆”。可是，假如利率上升，私有资本流就有可能在中低收入国家发生转向，何况持续下去的疫情挑战会拖累经济增长，会让它们的增长前景至少在以后两三年里蒙上阴影。国际货币基金组织目前预测，有 47 个国家在 2025 年前不可能回到其 2019 年的国内生产总值和资本水平。

一些国家在管理今后两三年债务困境的风险时，不会失去从私有资本市场获得资本的可能，其他一些国家因为债务重组和重新安排，会很快重新得到私有资本市场的青睐。然而，即使这些依然能够获得或者重新获得私有资本的国家，它们也会发现新借款的条件已经更加高昂了。在债务重组后，如果过分依赖于私有债权人，那将引发新一轮债务高悬、还本付息不堪重负、债务困境再次到来的新循环。发展中国家在新冠疫情以前，本来已经需要为实现可持续发展目标而大举增加其多边融资力度，如今显然更需要额外的多边融资支持了，而且这种需求已很迫切。

圆桌会议参与者相信，方法得当的债务重组不仅可能而且可取，相关的方法应该要让走出债务困境的国家能够继续为促进可持续发展而进行投资。为了实现这一目标，许多国家将需要能够获得更多的多边融资。为提供充分的投资资本，世界银行和区域开发银行将需要通过再资

本化及其他措施来拉长其资产负债表，从而能够让其放贷的能力大幅超过其现有投资计划所需要的程度。

以后一两年里，有必要扩大潜在可得的多边融资资金池。这一点固然重要，但同样重要的是，在能获得多边融资的同时，也需要让走出债务困境的政府在进行新投资时提高其精准度。假如新投资不能有助于经济增长和生产率的持续提高，那么即使是优惠的多边贷款也会增大未来再出现债务困境的风险。

另外需要平衡的是多边融资在总债务存量中的比重。多边开发银行因为站在债务重组范围之外，所以拥有“优先债权人资格”。这种资格或地位是必要的，如此，这些多边银行才能充当开发资金和流动性资金的全球监护人，也才能维护其自身的信用级别以及对利益相关方的责任。为了保护这一角色，为了减少官方双边债权人和私有债权人的担心（即担心多边开发银行接过了太大的债务重组和重新安排风险），多边开发银行必须将其在融资盘中的比例限定在恰当的范围之内。

上述担心自应认真对待，不过，不少国家的政府或许还是需要能够获得多边融资，以便提高经济增长率，实现减贫及其他社会的、环境的目标。在与主权债务人一起设计从克服危机向可持续发展过渡的借贷项目时，多边金融体系发挥着举足轻重的作用，它们可以帮助有关国家重新获得借款但又不至于引发新的债务可持续性问题的，也不至于对私有投资产生挤出效应。

政策建议：支持对可持续发展进行投资，同时又管理好债务困境的风险

1. 债务重组后，多边开发银行应该向有关国家提供额外的资金，帮助它们维持对可持续发展的关键性投资。多边开发银行已经拥有必要的政策和工具，可制定实现这一目标的诸多贷款计划，但它们还是需要额外的资本和资产负债表的优化，借以提供充分的资源来满足举债人的需要。为了克服疫情造成的冲击，多边开发银行应当努力把短期债务重组与中期投资计划结合起来。它们也应当尽量利用自己的投资，来撬动新的私有投资，当然，这种投资的条件应该跟债务可持续的原则相符合。
2. 国际货币基金组织与债务国谈判达成的项目应该继续为回到债务可持续轨道设定宏观经济参数，尤其应该确定初级财政盈余之路、用于填补临时财政缺口的融资额，以及用于为重组债务还本付息所需要的资源可用量。为走上财政平衡之路，应当认识到，既有必要支持弱势家庭，也必须支持那些能够促进经济恢复的公共投资需求，关键是要保证长期的收益会超过投资成本。
3. 债务人政府及其国家开发银行，在与多边开发银行和双边信贷机构协作时，应该构筑必要的平台，以便为可持续发展动员私有的和官方的融资。这样的平台可以按一系列方式降低

交易成本，这些方式诸如：技术平台、投资组合的构建、标准化的担保人条款、合同标准化并包含清楚的执行条款、标准化的公私伙伴合作关系。这样的平台也可提供其他集体行动服务，涉及项目启动、规划、监督、难题处理。

4. **由于新借款的需求超过了现有多边放贷的能力，国际货币基金组织和多边开发银行应该考虑采用某些方式，以现有资源为杠杆或扩大现有资源，争取为发展目的而保持投资。**有关方式包括：重新分配国际货币基金的特别提款权，以及多边开发银行的再资本化及资产负债表优化。国际货币基金组织在积极地规划于 2021 年下半年进行新的特别提款权发授，世界银行的国际发展协会（此乃世界银行对低收入国家发放贷款的窗口）正在计划一次加速的资本补充。其他多边开发银行也应该设法加速其现有资本的投资，并视需要寻求来自成员国的额外资本。
5. **走出债务困境的主权债务人应当认真考虑，在可行情况下发行状态依存债券**（如与国内生产总值或大宗商品价格相关联的债券，这属于主权应急可转债，当突破高债务与国内生产总值比率的触发程序时，它能把外币债务转为本币债务）。债务国政府面对经济增长关键动力严重波动时，可使用状态依存债券来管理风险。现在有越来越多的技术意见，可以帮助各国政府进行这些债券的结构化、风险估值、定价、促销等业务。至少在以后几年，也可能在以后几十年里，全球市场的波动性都会较高，在这样的全球环境下，为了可持续的公共融资，这些金融手段可能都是必须动用的。
6. **主权债务人应该继续强化其公共财政管理能力**，许多主权债务人尤其是低收入国家目前缺乏这些能力。国际货币基金组织和多边开发银行应当显著加大对这些国家的支持力度，协助它们强固其良好公共债务管理的支柱。
7. **国际金融机构应当加速落实其已有承诺，协助中低收入国家发展其资本市场，特别是长期债券和保险市场。**一贯偏低的国内资源动员，如果放任不管，将让政府收支之间已有的结构性鸿沟永久化，造成严重依赖外部融资的后果，并因此会积累严重的脆弱性。此外，多边开发银行应当显著加大其对客户国家的支持力度，协助其强化对国内自然资源的管理并遏制非法的资金外流。多边开发银行应当评估其制度框架和政策，更好地激发客户国家在这些领域日益地自我完善。

结论

圆桌会参与者看到，目前已经存在各种承诺、政策、工具，可用来管理债务困境的风险。为应对新冠疫情，20国集团、巴黎俱乐部、国际货币基金组织、多边开发银行等各方面也出台了多种承诺、政策、工具，用以最大程度地降低普遍性债务困境的风险。需要应对的最重要的挑战是：1）要保证脆弱的中低收入国家在可比待遇基础上进行的债务重组应该是充分及时的、有包容性的，从而能让主权债务人维持其公共服务与投资；2）提供额外的公共融资和私有融资，来满足经济恢复和可持续发展所需要的投资需求。

除了这里所提出的政策建议外，一系列全球论坛也在讨论补充性建议与选项。多边、双边及私有债权人和主权债务人在采纳这些操作建议的情况下，通过共同协作，能够最大限度地减少损失并抓住新机遇。避免并纠正债务困境的行动，如果设计妥当，能给公共部门和私有部门带来积极的投资回报。我们敦促公共与私有利益相关方把管理债务困境的行为跟促进可持续发展的长远投资行为结合起来，这样就可以创造最大的合作效益。