

债务风险研究专题

拉美地区债务发展与风险研究^{*}

——基于“历史—结构”框架的分析

张 勇

内容提要：债务问题已成为制约新兴经济体可持续发展的重要障碍。本文基于“历史—结构”分析框架，以近 50 多年来新兴经济体经历的债务浪潮为背景，阐述拉美地区债务的积累与风险、危机与处理的特征事实，探讨债务问题的历史根源，进而研究债务风险与财政可持续性之间的关系。研究发现，拉美债务危机是该地区长期实行进口替代工业化模式导致的“结构性发展危机”的表现形式，其不仅源自拉美国家内部发展的结构性缺陷，而且深受复杂而不利的外部因素的影响。当前为应对疫情冲击和经济下行风险，拉美国家财政支出持续扩张加剧债务上涨压力，同时美联储激进加息周期推高全球融资成本，可能引发拉美国家债务违约风险。此外，债务可持续性和公共财政可持续性互相依赖。鉴于此，对于发展中国家和新兴经济体而言，促进经济发展模式转型、完善宏观经济政策、防范重大金融风险、注重健全债务管理和深化国内金融市场、积极参与国际债务治理改革具有重要意义。

关键词：债务危机 “历史—结构”分析 债务管理战略
拉美地区

作者简介：张勇，经济学博士，中国社会科学院拉丁美洲研究所研究员。

中图分类号：F113 **文献标识码：**A

文章编号：1002 - 6649 (2023) 02 - 0046 - 24

^{*} 本文是国家社会科学基金一般项目“内生及外源性危机对拉美国家的影响及其应对机制研究”（编号：20BGJ073）和中国社会科学院创新项目“拉美现代化的经验与教训研究”的阶段性成果。

当前，中国正在加快构建新发展格局以推动高质量发展，而构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻。这意味着坚持深化供给侧结构性改革是促进国内大循环的根本保障，也是畅通国际循环的原动力；而更高质量的国际循环反过来也将提升国内资源、要素市场化配置的效率。作为一种融资工具，债务管理是连接国内外市场的重要纽带，也是促进双循环的关键环节。对内而言，国内循环需要债务融资给予支持；对外而言，融资缺口可通过国际循环中的国际金融市场提供流动性予以弥补。但是，因债务违约引发的债务危机、货币危机和金融危机也不容忽视。党的二十大报告指出，“加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。”^① 这为新时代防范和处置重大金融风险、维护国家金融安全提供了根本遵循和重要指南。因此，总结发展中国家和新兴市场债务问题的经验教训有利于中国更好地构建新发展格局并防范重大金融风险。

历史经验表明，债务问题一直是困扰新兴经济体长期发展的难题，尤其以拉美地区为典型。世界银行报告认为，最近 50 多年来，新兴和发展中国家总共经历了 1970—1989 年、1990—2001 年、2002—2009 年以及 2010 年至今的四次债务浪潮，前三次均以许多发展中国家陷入经济危机而告终，而第四次债务浪潮是规模最大、增速最快、范围最广的一次，因此，新的全球债务危机风险浮现。^② 在第四次债务浪潮中，2020 年暴发的疫情冲击加剧了自 2008—2009 年全球金融危机以来所有发展中地区债务上升的趋势。数据显示，2019—2020 年间拉美地区外债占 GDP 比重从 47.9% 增至 56.3%，中东和中亚地区从 46.8% 增至 53.9%，非洲地区从 39.3% 增至 43.7%。而 2022 年暴发的乌克兰危机的外溢效应又进一步加剧债务上升趋势。

有鉴于此，本文将重点研究拉美债务^③积累与风险问题，探讨历史根源和特征事实。本文的结构安排如下：综述相关文献研究，构建“历史—结构”

① 参见习近平：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》，2022 年 10 月 16 日。<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1747666968337407608&wfr=spider&for=pc>. [2023-03-27]

② 参见 M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020.

③ 除非特别说明，本文讨论的重点主要是政府债务，对私人债务略有涉及。

分析框架，阐述拉美债务危机的历史根源和危机处理，分析疫情冲击下的拉美债务演变和风险，探讨债务可持续性和财政框架之间的关系，总结初步结论和政策启示。

一 相关文献研究

有大量文献探讨了发展中国家和新兴市场的债务发展问题。与本文主题相关的研究主要集中于专题和区域国别研究两类文献，前者即指债务主题相关研究，后者指针对拉美债务危机和债务风险的研究。就债务发展本身而言，相关研究主要包括但不限于如下问题。

一是关于债务的作用。阿伊汉·高斯等人（Ayhan Kose et al.）指出，债务积累既有好处，也有代价。收益在很大程度上取决于债务的使用效率、经济的周期性地位以及金融市场的发展程度。债务成本包括利息支付、陷入债务困境的可能性、债务可能对政策空间和有效性造成的限制，以及可能对私营部门投资形成的挤出效应。^① 阿巴斯和皮恩科夫斯基（Abbas and Pienkowski）认为，主权债务的动因来自两方面，首先是“税收平滑”（tax smoothing），即当税收下降时（例如在经济衰退期间），政府将借款兑现现有支出承诺；其次是投资未来，即除了有形物质资本投资（例如基础设施），政府还投资于人力资本（如教育和卫生），其长期收益超过借款成本。^②

二是关于最优的债务水平，大多数文献认为其受多种因素影响。布兰查德（Blanchard）认为，债务率的动态变化取决于三个变量的演变情况：基本预算收支（即除利息支出以外的支出减去收入）、实际利率（名义利率减去通胀率）和实际经济增长率。不过，布兰查德指出，债务水平不安全的临界点不会是某个放之四海而皆准的“神奇数字”，也不会是两个神奇数字（债务水平和赤字水平）的组合，因为简单的规则都太过简化。^③ 法尔等人（Fall et

① M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020, p. 20.

② S. M. Ali Abbas and Alex Pienkowski, “What Is Sovereign Debt?”, in *Finance & Development*, December 2022. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/12>. [2023-03-27]

③ Olivier Blanchard, “Deciding When Debt Becomes Unsafe”, in *Finance & Development*, IMF, Vol. 59, No. 1, March 2022, pp. 8-9.

al.)指出,谨慎债务目标的基础应该基于债务对经济影响的分析。有关债务对经济活动影响的评估表明,超过一个债务门槛,政府债务会破坏经济活动和稳定经济的能力。^①高斯等人指出,最佳债务水平难以预测。经验证据表明,最佳的债务水平取决于广泛的权衡和借款人特征。这在一定程度上反映了文献中更广泛的理论挑战。理论上的一个基本观点是,政府债务的增加往往会在短期内增加产出,但在长期内会减少产出。债务融资的财政扩张在短期内可能有利于限制经济衰退和熨平宏观经济波动;当借贷用于资助收益率高于债务成本的投资时,在长期内也可能是有益的。然而,债务水平的提高会导致可持续性的挑战,增加对危机的脆弱性,削弱财政扩张的规模和有效性,并影响投资和增长。^②

三是关于债务管理。世界银行和国际货币基金组织(IMF)指出,应制定一个框架,使政府债务管理者能够权衡债务组合中的成本和风险。债务管理者的重要角色是识别这些风险,尽可能评估它们的规模,并制定一个权衡管理预期成本和风险的首选策略。为评估风险,他们应该根据政府可能面临的经济和金融冲击,定期对债务组合进行压力测试,包括评估政府无法展期并被迫违约的风险,因为这种情况下成本不仅仅影响政府的预算。此外,债务管理者应考虑在压力时期公共部门财政状况与金融和非金融部门财务状况之间的相互作用,以确保政府的债务管理活动不会加剧私营部门的风险。^③在管理新兴经济体外债和流动性风险方面,霍金斯和特纳(Hawkins and Turner)指出,原则上私营部门应该管理自己的流动性风险,而不是依靠公共部门在紧急情况下提供流动性。首先,监管系统应确保银行不仅限制自身资产负债表上的直接外币期限错配,而且还应避免借款人过度暴露于汇率变动带来的潜在风险;其次,应通过消除税收和法律障碍进一步促进国内债券市场发展,以降低企业向国外借款的依赖性;最后,也应避免鼓励私营部门过度借贷的

① 转引自 Falilou Fall, Debbie Bloch, Jean-Marc Fournier, and Peter Hoeller, “Prudent Debt Targets and Fiscal Frameworks”, in *OECD Economic Policy Paper*, No. 15, OECD Publishing, July 2015, p. 6.

② J. D. Ostry, A. R. Ghosh, and R. A. Espinoza, “When Should Public Debt be Reduced?”, IMF Staff Discussion Note 15-10, Washington, DC, 2015; D. W. Elmendorf and N. G. Mankiw, “Government Debt”, in J. B. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, pp. 1615-1669, Amsterdam: North Holland, 1999. 转引自 M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020, p. 51.

③ 转引自 Ricardo Martner and Varinia Tromber, “Public Debt Sustainability”, in *CEPAL Review*, No. 84, December 2004, p. 103.

政策扭曲（如隐性或显性担保、盯住汇率制等）。而公共部门在管理自己的债务时应抵制通过短期外币借款降低直接融资成本的诱惑。然而，一个更具争议的问题是，政府对其自身外国流动性状况的管理应在多大程度上考虑私营部门资产和负债的配置。^①

就区域国别研究而言，针对拉美债务危机和风险的研究多集中于根源探索和政策启示。一些学者，包括萨克斯和威廉姆森（Sachs and Williamson）、巴努里（Banuri）以及卢斯蒂格和罗斯（Lustig and Ros），认为该地区因内部脆弱性而遭受严重危机，如仓促的自由化、对大宗商品出口的过度依赖和不一致的宏观经济政策。然而，其他人提出，根本原因在于该地区无法控制国际冲击的规模。^②埃雷罗（Herrero）认为，拉美地区的危机源于基本面和监管的缺陷以及国际环境中的“坏运气”。^③奥坎波（Ocampo）指出，20 世纪 80 年代的拉美债务危机与更为复杂的国际机构金融架构有关，后者并不利于该地区，因为它迫使拉美地区偿还超出其能力的外债，并迫使其采取过度紧缩的宏观经济政策，从而延误了拉美债务危机解决的时间。从中得到的主要教训不是不需要体制架构，而是需要建立一个国际债务解决机制。而且最重要的是，绝不应利用国际金融机构来支持债权国的利益。^④

简言之，上述既有相关文献以研究阶段性或特定时期的债务发展与风险为重点，且对于拉美债务危机和风险的研究较少使用历史观和结构性演变相结合的方法。本文可能的贡献在于，将拉美债务的积累、风险和危机纳入一个“历史—结构”的统一分析框架，意在为发展中国家和新兴市场经济体促进债务和财政可持续性提供政策启示。

① John Hawkins and Philip Turner, “Managing Foreign Debt and Liquidity Risks in Emerging Economies: An Overview”, 1999. <https://www.bis.org/publ/plcy08a.pdf>. [2023-03-02]

② 转引自 Alicia Garcia Herrero, “Why Are Latin American Crises Deeper than Those in Emerging Asia, Including that of Covid-19?”, in *ADB Working Paper*, No. 1221, Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2021. <https://www.adb.org/publications>. [2023-03-27]

③ Alicia Garcia Herrero, “Why Are Latin American Crises Deeper than Those in Emerging Asia, Including that of Covid-19?”, in *ADB Working Paper*, No. 1221, Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2021. <https://www.adb.org/publications>. [2023-03-27]

④ José Antonio Ocampo, “The Latin America Debt Crisis in Historical Perspective”. <https://policydialogue.org/files/publications/papers>. [2023-03-27]

二 “历史—结构” 分析框架

虽然金融危机普遍是由外部冲击（如全球利率的突然上升）引发的，但在债务快速积累的过程中，国内的脆弱性往往增加了危机的可能性，并扩大了危机的不利影响。大多数爆发危机的国家都遭受了不可持续的财政、货币或金融政策组合的影响。在外债（尤其是短期外债）较多且国际储备水平较低的国家，危机更有可能发生，其造成的经济困境也更严重。本文尝试构建一个针对发展中国家债务问题的分析框架，通过刻画债务积累、债务风险和债务危机的演进过程，以此说明拉美债务积累的影响、债务风险的根源以及债务应对战略之间的逻辑关系（见图1）。

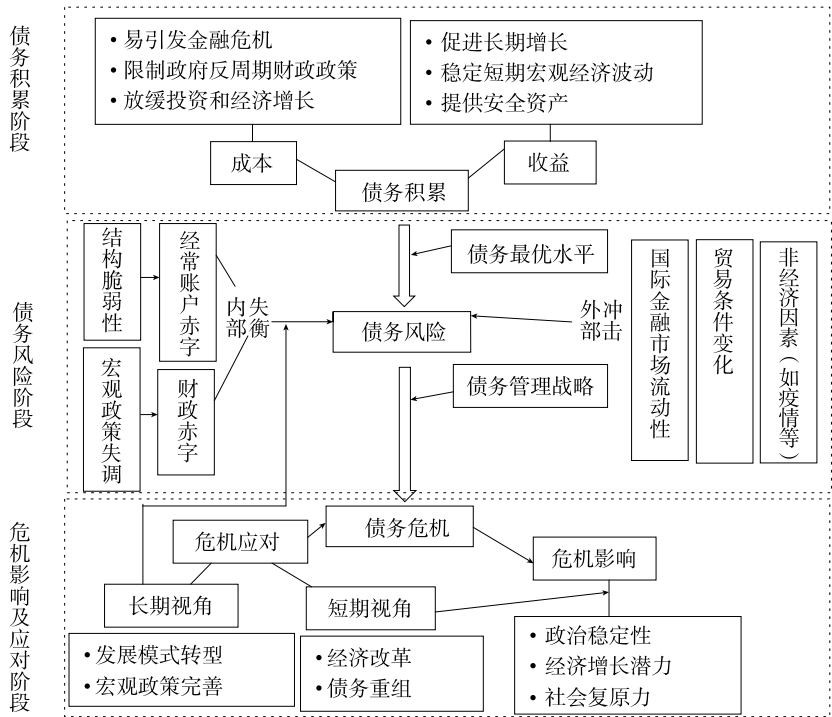


图1 拉美债务问题分析框架和逻辑关系

资料来源：作者自制。

（一）债务积累阶段：源于成本收益比较的原动力

在债务积累阶段，成本收益比较提供原始动力^①。就收益而言，主要体现在三个方面。一是政府通过对物质资本和人力资本的投资（如基础设施、健康医疗和教育等），为促进长期经济增长奠定基础。二是暂时的债务积累可以在帮助减少和扭转短期经济衰退方面发挥重要作用。在经济衰退期间，借债融资的政府开支或减税可以提供刺激，支持需求和经济活动。三是作为更有可能违约的私人债务的替代品，主权债务对投资者来说是一种相对安全的资产。由于安全资产是私人借贷成本的基准，并且可以用作抵押品，所以政府债务可以在金融深化中发挥重要作用。此外，政府债务工具的可用性也是货币政策操作（安全资产回购协议或公开市场操作）的前提条件。

就成本而言，主要体现在三个方面。一是破坏债务的可持续性且容易引发金融危机。国际利率的突然上升会给高负债国家带来额外压力，因此债务与 GDP 的比重不断上升，可能会削弱投资者的信心。如果投资者担心政府债务的积累不再可持续，这些压力可能最终导致债务危机的发生；如果投资者担心偿还外币计价债务的能力会诱发对固定或钉住汇率制的投机性攻击，那么快速的债务积累会导致货币危机；如果私营部门资产负债表的脆弱性引发银行业恐慌，则会导致银行危机。二是限制政府反周期财政政策。一方面，高额债务限制了政府以反周期财政政策应对经济下滑的能力。另一方面，高额的政府债务会减少财政政策的有效性^②。三是放缓投资和经济增长。更高的债务通常带来更高的偿债压力，而更高的偿债支出需要通过增加借贷和税收以及减少政府支出等措施进行融资。如果政府公共投资被削减，则不利于长期经济增长。此外，政府债务的高企和上升可能会推高长期利率，而更高的利率和不确定性将倾向于挤出有助于提高生产率的私人投资，从而拖累产出增长。

基于成本和收益比较，发展中国家债务积累的最优水平取决于多种因素，

① M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020.

② 具体而言，高政府债务可以通过两个渠道降低财政乘数效应。一是“李嘉图渠道”。当一个拥有高额债务的政府实施财政刺激时，与债务较低时相比，消费者更有可能预期政府不久后会增加税收，这种预期将导致消费者削减消费，增加储蓄。二是投资者情绪渠道。主权债务高的国家更需要支付风险溢价来借款。当债务较高时，财政刺激会增加债权人对主权信用风险的担忧，这会提高主权债券收益率，从而提高整个经济的借贷成本。较高的风险溢价（特别是在主权金融压力时期）会导致企业借款减少，这反过来又会挤出私人投资和消费，降低财政乘数。

主要包括国家特征、金融市场条件、政府和私人部门的行为以及债务的多种功能等。

（二）债务风险阶段：外部冲击和内部失衡的共同作用

在债务风险阶段，内外部因素共同构成风险源。拉美债务风险主要是由内外部因素（外部冲击和内部失衡）共同作用的结果。从外部冲击看，主要体现在三方面。一是由美联储加息引发的国际市场利率上升，这一方面会增加高负债国家的债务成本，另一方面会使短期投机资本从拉美国家流出，造成货币贬值压力。二是大宗商品价格波动会影响贸易条件变化，当贸易条件恶化时，经常账户赤字加剧将导致资本账户短期投机资本大规模流入，进而增加了资本外逃的风险。三是非经济因素冲击导致的经济下滑和衰退，如自然灾害、疫情冲击、地缘政治冲突给地区带来极大的不确定性，从而使拉美国家债务风险敞口扩大。

从内部失衡看，主要体现在两个方面。一是拉美地区结构的脆弱性。拉美地区结构脆弱性既是制约经济高质量发展的根源，也是经济在遭遇外源性冲击时比其他地区受损更大的原因。在生产结构异质性方面，初级产品专业化、去工业化和经济非正规化增加了面对外源性冲击时的脆弱性。世界经济联系方面，全球价值链参与程度的有限性与外部融资依赖美元的严重性使拉美地区对外失衡状况进一步加剧。在社会结构方面，非正规就业、贫困和中产阶层的不稳定性反作用于经济，削弱了拉美经济的韧性。二是宏观政策的失调。顺周期的财政政策会加大经济波动的幅度，而且财政政策本身也存在缺陷，例如税收制度薄弱、逃税现象普遍、公共部门工资和养老金指数化、财政赤字的货币融资，以及大量使用能源和粮食补贴等。再如，由于汇率制度僵化，货币往往在经济快速增长、债务积累和资本流入期间被高估，最终可能使得拉美国家货币遭遇投机性攻击。此外，对金融部门监管不力会导致资产负债表错配以及企业过度承担风险。

简言之，结构脆弱性在对外联系时表现为经常账户赤字，宏观政策失调容易导致财政赤字。如果双赤字状态恶化并持续，这无疑将加剧债务风险。有鉴于此，债务管理战略对拉美国家而言十分必要。而债务管理战略并非静态、僵化不变的，而是需要随着内外部环境的变化而动态调整。债务管理战略的内容主要包括：综合债务期限、币种、债权人类型等因素制定合理的债务管理政策并保持债务的透明度。

（三）危机应对和反思阶段：短期和长期视角的政策启示

在危机应对和反思阶段，短期和长期视角带来不同的政策启示。倘若债务管理战略失败，债务风险在内外因素共同作用下最终演变成债务危机，那么这将对政治稳定性、经济增长潜力和社会复原力造成严重冲击，因此，发展中国家需要从短期和长期视角做出应对。

就短期而言，主要是通过实施经济改革和进行国际债务重组来降低债务危机冲击的程度。政府应对措施不仅旨在解决危机和处理其影响，而且还旨在建立对未来危机的复原力（例如增加国际储备，实行通货膨胀目标制和灵活汇率制度，加强银行监管、公司破产法和财政框架）。与此同时，要积极利用国际债务解决机制与债权人进行谈判，并争取国际货币基金组织、世界银行和地区多边金融机构的支持。

就长期而言，主要是促进发展模式转型和完善宏观经济政策，以解决债务风险的根源——内部失衡。在促进发展模式转型方面，新的发展模式必须以提高生产率为核心，以融入世界经济为新动力，以促进包容性社会发展为目标，以完善政府治理能力为手段，从而促进经济高质量发展。在完善宏观经济政策方面，主要在于构建协调财政、货币、汇率政策和宏观审慎政策框架。例如，强有力的金融部门监管和监督可以帮助防止风险的积累；金融市场的深化可以帮助调动国内储蓄，这可能比资本流入提供更稳定的资金来源。

基于上述分析框架，可大致分析最近 50 多年来新兴市场和发展中国家经历的四次债务浪潮（1970—1989 年、1990—2001 年、2002—2009 年以及 2010 年至今）。在债务积累阶段，这四次债务浪潮均由长期的实际低利率和鼓励借贷的金融创新和金融市场变化共同推动。例如，在第一次债务浪潮中，推动因素就包括 20 世纪 70 年代大部分时间的实际低利率和迅速增长的银团贷款市场。在债务风险阶段，前三次债务激增引发危机的传导途径均源于债务国内部结构失衡和外部风险溢价或借贷成本急剧上升，进而导致资本流入突然停止。而第四次债务浪潮是否会引发债务危机，还有待时间考验。在债务应对和反思阶段，前三次危机都引发了对降低金融脆弱性和加强政策框架的改革探索。一些新兴经济体开始寻求通货膨胀目标制、更大的汇率灵活性以及财政规则的政策组合，并加强了对金融部门的监管。

三 拉美债务危机的前因后果及应对

在拉美经济发展史上，经常发生外债危机、国际收支危机和银行危机或三者混合形式的经济危机。如图 2 所示，债务危机是拉美地区整个 19 世纪所面临的最普遍问题。自 20 世纪 30 年代以来，大多数危机都具有“双重”性质（债务危机和国际收支危机相结合）；自 20 世纪 80 年代以来，许多危机都是“三重”危机（上述两种危机加上银行危机）的叠加。

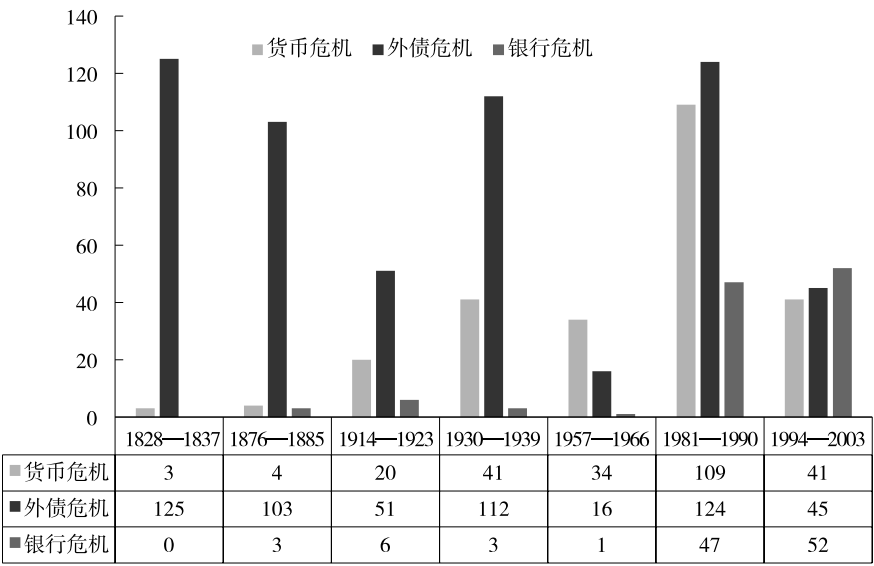


图 2 拉美地区经济危机发生频次（1820—2008 年）

注：根据莱因哈特（Reinhart）和罗格夫（Rogoff）对危机的定义，货币危机是指相对于美元（或相关货币）的年贬值率大于（或等于）15%。外债危机是指直接拖欠债务，包括本金或利息的支付。银行危机是指导致一个或多个金融机构关闭、合并或被公共部门接管的银行挤兑；如果没有挤兑，则是对一个重要的金融机构（或一组机构）的关闭、合并、接管或大规模的政府援助，标志着其他金融机构一连串类似结果的开始。

资料来源：José Antonio Ocampo, “The Latin America Debt Crisis in Historical Perspective”, 2014, p. 4. <https://policydialogue.org/files/publications/papers>. [2023 - 03 - 27]

拉美的债务危机始于 1982 年，当时墨西哥宣布它将无法偿还债务。这场危机迅速蔓延到其他拉美国家，也蔓延到该地区以外的新兴市场经济体，包括阿尔及利亚、尼日利亚和尼日尔。而且，拉美地区的汇率安排加剧了这场

危机^①。基于上述“历史—结构”框架分析，这场席卷拉美地区的债务危机是该地区长期实行进口替代工业化模式导致的“结构性发展危机”的表现形式，不仅源自拉美国家内部发展的结构性缺陷，而且深受复杂的、不利的外部因素的影响。

如图 3 所示，最近 70 余年（1951—2022 年）拉美地区的经济增长趋势显示出两大特征。其一，从历史长周期看，拉美地区不仅呈现出发展模式的“钟摆”性，而且其经济具有显著的波动性。1951—1980 年间，拉美国家恰好处于进口替代工业化阶段，经历了 30 年持续、较高的增长，20 世纪 50 年代、60 年代和 70 年代年均增长率分别达到 5.1%、5.5% 和 5.9%。然而，20 世纪 70 年代拉美地区的负债增长战略为债务危机爆发埋下了隐患。其二，内生性危机和外部冲击都有可能造成拉美经济被世界边缘化。对于内生性危机而言，20 世纪 80 年代的债务危机使拉美地区占世界经济的比重由 1981 年的 8.1% 降至 1988 年的 4.8%。对于外部冲击而言，受新冠疫情冲击影响，拉美地区占世界经济的比重由 2011 年的 8.1% 降至 2022 年的 5.2%。因此，为提升在世界经济中的地位，拉美国家必须转变经济发展模式，以避免内生性和外源性冲击或者降低其冲击的程度。

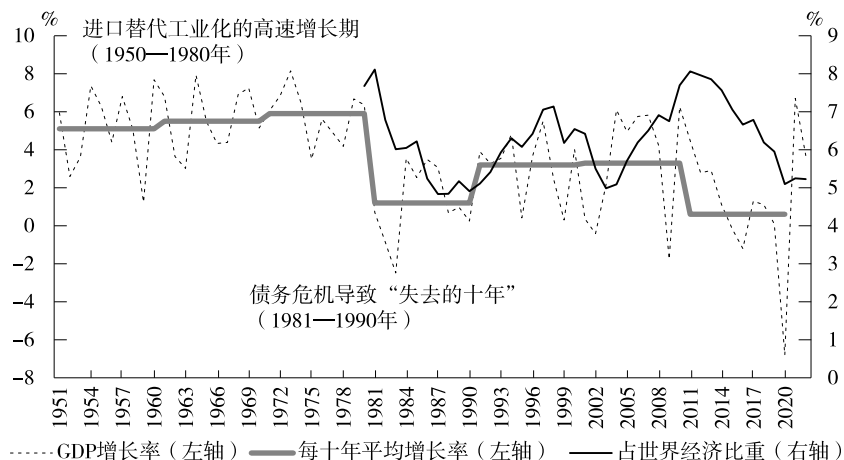


图 3 拉美地区经济增长趋势及占世界经济比重（1951—2022 年）

资料来源：根据联合国拉美经委会数据绘制。<https://www.cepal.org/en>。[2023-03-27]

^① 由于各国为了控制通货膨胀而维持与升值的美元挂钩，拉美国家货币的价值被严重高估，这种高估导致大规模的资本外逃。

（一）债务危机的根源

拉美债务危机的根源来自于内外部两个方面，内因决定危机的性质，是变化的根据，而外因是变化的条件，能加速债务风险向债务危机转化的进程。

具体而言，拉美地区债务激增发生在 20 世纪 70 年代。从外部因素看，1973 年和 1979 年爆发的两次石油危机导致石油价格暴涨，使国际市场充斥着过剩的“石油美元”，大量低息贷款流入拉美国家。因此，20 世纪 70 年代是拉美国家“举债增长”时期。数据显示，1970—1981 年拉美地区外债占 GDP 的比重从 20.8% 增至 34.8%，其中短期外债占 GDP 的比重从 3.2% 增至 9.7%（见图 4）。然而，随着时任美联储主席保罗·沃尔克为解决其国内滞胀问题而采取强硬加息政策，美国资本市场实际利率水平不断上涨，大量资本回流，拉美国家偿债风险上升。同时，国际贸易比价恶化，大宗商品价格下跌进一步削弱了拉美国家的偿债能力。

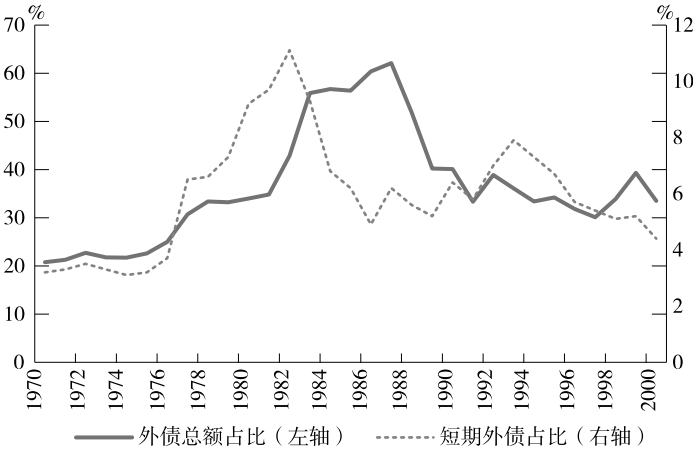


图 4 拉美地区外债总额和短期外债占 GDP 比重 (1970—2000 年)

资料来源：M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020, p. 66.

从内部因素看，20 世纪 70 年代正值进口替代工业化模式后期。一般而言，进口替代模式在工业化初期运行都比较顺利，但随着时间的推移就逐渐出现多种结构性失衡；这一模式延续的时间越长，结构性失衡就会不断加剧，甚至酿成结构性发展危机。在拉美国家体现为四种危机的交织：出口丧失活力和进口结构刚性潜伏国际收支危机；忽视农业和透支工业能力

引发产业结构危机；国家机构过度膨胀暗藏财政赤字危机；失业和收入分配不公加剧社会治理危机。数据显示，1981 年拉美国家经常账户赤字占 GDP 比重的中位数达到 7%。财政赤字最严重的国家是墨西哥，1972—1982 年间其财政赤字占 GDP 的比重从 3.1% 增至 16.3%。^① 经常账户赤字需要资本账户盈余来平衡，这将引发短期投机资金跨境流动，一旦方向逆转将加剧国际收支危机，而财政账户长期赤字将严重损害主权债务信用。因此，拉美地区长期存在的“双赤字”状态增加了债务风险向债务危机转化的概率。

简言之，拉美国家在 20 世纪六七十年代没有果断地转换经济增长方式，一方面，源于制度惯性所形成的“路径依赖”造成经济增长方式转换的“犹豫”，这是内因；另一方面，外部环境所形成的充裕流动性则强化了这种“惰性”，此乃外因。内外因共同作用延误了拉美国家经济发展模式的转型，最终为债务危机埋下了巨大隐患。

（二）债务危机的应对

这场旷日持久的债务危机解决过程大致经历三个阶段。第一阶段为 IMF 监督下的应急性调整（1982—1984 年）。最初，巴黎俱乐部认为拉美的债务困境是一个流动性问题，而非清偿能力问题。因此，其政策应对主要是重新安排债务支付的时间（以 IMF 支持的政策方案为条件），并试图鼓励商业银行提供新的贷款。应急性调整的核心是要求拉美国家最大限度地争取外贸盈余来偿还债务。但是，这种应对政策未能提高拉美国家的偿债能力，反而把债务国经济拖入衰退的深渊，因此政策并不成功。

第二阶段强调“保持增长与结构性调整并重”（1985—1988 年）。该时期经历两版“贝克计划”，该计划由美国前财政部长詹姆斯·贝克 1985 年 10 月 9 日在世界银行与国际货币基金组织汉城年会上提出而得名。1985 年的贝克计划再次强调新的贷款，条件是以市场为导向的改革，旨在使国家恢复增长。1987 年西方国家推出贝克计划的修改版，其中新增的一项重要内容是提出“市场选择单”，如允许将债务转换成打了折扣的债券以及债务转换为股权等。然而，所谓“市场选择”纯粹是一种自愿行为，虽然在 1987—1988 年间有过债务转换操作，但数量很有限。因此，贝克计划也失败了，不仅因为它无法

^① M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020, p. 64.

鼓励来自私人部门的额外贷款，而且因为它没有认识到拉美各国实际上是无力偿还的。

第三阶段是“布雷迪计划”和债务减免（1989—1994 年）。1989 年美国启动了布雷迪计划，该计划旨在通过将现有贷款证券化和重组为债券的方式提供债务减免，以最终解决拉美的债务危机。1989 年 3 月时任美国财长布雷迪提出“布雷迪计划”，截至 1990 年 10 月，菲律宾、墨西哥、哥斯达黎加、委内瑞拉四国已与各自的债权银行指导委员会达成减缓债务的协议并开始实施。该计划反映了美国债务处理战略的转变，即从以前强调债务人应支付他们所欠的款项转变为认可债务人应该支付他们所能负担的费用。

墨西哥是第一个同意布雷迪计划的国家。1990 年 2 月墨西哥协议正式签约，涉及欠商业银行债务 489 亿美元（欠银行债务共计约 680 亿美元）。协议为债权人提供了三种选择方案（见表 1）。除此之外，协议还规定，如果 1996 年以后石油价格超过 14 美元/桶（按美国物价缩减指数调整），墨西哥因油价上涨而增加收入中的 30% 应交给上述各种债券的持有人作为减缓债务的补偿；参加债务减缓的商业银行还有权参加总值为 35 亿美元面值债券的“债务换股权”，此项债务换股权将与墨西哥的“私有化”结合。

表 1 墨西哥与债权银行协议的“菜单方案”

方案	方案一	方案二	方案三
要点	墨西哥发行一种 30 年期的美元新债券（减债债券），按 65% 面值的折扣换回旧债，利率略高于伦敦银行同业拆借利率（即 6 个月美元 LIBOR + 0.81%）。	墨西哥发行另一种 30 年期的美元新债券（平价债券），按面值换回旧债，利率固定为 6.25%（而 1989 年的商业利率超过 9%）。	商业银行按其现有债权的 25%，分 4 年提供新贷款，第一年提供 40%，其余 60% 每半年提供 10%。贷款的条件被设定为比 LIBOR 高出 0.81% 的利差和 15 年的期限（即给予 7 年的宽限期）。

注：方案一、方案二提到的美元新债券由 IMF、世界银行、日本分别提供 16.97 亿、20.10 亿、20.50 亿美元，墨西哥从其储备中拿出 12.43 亿美元，建立一笔共 70 亿美元的基金，购买美国财政部 30 年期无息票公债作为偿还本金的担保，利息担保至少偿付 18 个月。

资料来源：笔者整理绘制。主要参见杨九声：《1990 年国际债务的减缓和重新安排》，载《世界经济》，1992 年 4 月 30 日；M. Ayhan Kose, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, Advance Edition, Washington, DC: World Bank, 2020, pp. 67–70.

在墨西哥的大约 500 家债权银行中，有 49% 的银行选择了直接减免债务的第一种方案，41% 的银行选择了第二种方案，10% 的银行选择了第三种方

案，即提供新的贷款。总体而言，布雷迪计划给墨西哥提供了大约 30% 的债务减免。墨西哥的债务重组为其他国家的布雷迪计划谈判创造了条件。其中受惠最大的是巴西（涉及 500 亿美元符合条件的债务）、阿根廷（涉及 290 亿美元）和委内瑞拉（涉及 190 亿美元）。到 1994 年，18 个拉美国家达成了类似的布雷迪计划，涉及约 1900 亿美元的债务，导致 600 亿美元的债务豁免，减值比例约为 1/3。作为交换，签署布雷迪计划的 18 个拉美国家同意进行国内经济改革，使其能够偿还剩余的债务。

（三）债务危机的影响

鉴于危机处理周期拖延，拉美经济社会发展严重受挫，亦即陷入发展史上“失去的十年”（见图 3）。拉美经委会数据显示，在 1980—1990 年间该地区年均经济增长率仅为 1.2%，人均 GDP 年均增长率为 -0.9%，而在 1970—1980 年间这两个指标分别为 5.5% 和 3%；1980—1990 年间该地区制造业年均增长率仅为 0.4%，大大低于 1970—1980 年间 5.6% 的水平，“去工业化”现象凸显；拉美国家普遍靠增发货币弥补财政赤字，引发恶性通货膨胀，1990 年该地区平均通胀率达到 1185.2%；地区贫困状况严重，地区贫困率由 1980 年的 40.5% 升至 1990 年的 48.3%，创历史最高纪录。

与此同时，拉美债务危机的处理过程也反映了国际债务重组战略的两次变革。第一次是由“解决短期流动性”向“以发展促还债”转变。IMF 监督下的应急性调整实质上是遏制国内需求和改善经常账户赤字以全额偿还贷款，然而事实证明，这些紧缩性措施进一步恶化了拉美国家的发展前景，许多国家不是取消对国有企业的补贴，而是削减基础设施、健康和教育方面的支出，并冻结工资或解雇国有雇员。其结果是失业率飙升，人均收入急剧下降，经济出现停滞或负增长。第二次是由贝克计划向布雷迪计划转变。贝克计划呼吁债务国的结构性改革，即强调贸易自由化、投资自由化和私有化三个方面，然而，由于筹款的自愿性以及贷款银行对债务展期的负面态度，导致该计划以失败告终。但是，这项计划的积极之处在于使美国意识到对于发展中国家来说，增长比紧缩性政策更重要，扶持重债国的经济发展以恢复其偿债能力更具有可持续性。因此，以市场为导向的“以减债促发展”的布雷迪计划最终解决了拉美债务危机^①。但是，布雷迪计划在债务管理上仍然存在局限性，

^① 布雷迪计划的主要特点是通过向债务国提供前所未有的官方承诺来支持减免债务，从而刺激对商业银行债务负担过重的债务国的政策改革和经济增长。

主要表现在资金不足、协调不足等方面。

四 疫情冲击下拉美债务风险与特征

当前，拉美新的债务激增和风险上升正处于新兴市场和发展中国家始自2010年的第四次债务浪潮之中。与前三次不同的是，这一轮债务积累规模最大、增速最快、范围最广。而且，全球疫情反复和乌克兰危机加剧了债务负担，而发达经济体引领的激进加息周期使新兴经济体直接面对全球利率水平上升带来的债务违约风险。疫情冲击始于公共卫生危机，从对公共卫生体系的直接冲击以及实施严格物理隔离政策最终演变成一场社会经济危机。除全球需求萎缩这个因素外，该冲击还在长期内对全球价值链和供应链、生产组织方式等产生超出预期的影响。截至目前，疫情冲击尚未引发地区系统性金融风险 and 全面经济危机，但是少数拉美国家或局部地区确实发生了一定程度的金融动荡和有限范围内的社会危机。在此背景下，拉美地区债务发展呈现出新的特征。

（一）财政支出持续扩张加剧债务上升压力

疫情暴发前拉美地区财政状况已经有所恶化，地区初级财政盈余缩小，中央政府债务占GDP比重有所上升。2019年拉美地区18个国家中央政府债务占GDP比重为44.8%，较2018年增加2.9个百分点，较2011年增加15个百分点。^① 疫情暴发后，为缓解疫情冲击，拉美国家普遍采取积极的财政政策，主要举措集中在提供资金扶持、扩大政府开支方面，涉及公共投资、税收优惠政策、融资等领域。这些财政纾困措施势必增加政府债务，即使财政支出增速在疫后复苏阶段放缓，其也会给债务带来持续上涨压力。拉美经委会数据显示，截至2022年3月拉美地区^②中央政府公共债务占GDP比重达到52.1%，虽然比2021年（53.4%）略微下降1.3个百分点，但是仍然高出2019年（45.4%）6.7个百分点。^③ 截至2022年3月，阿根廷和巴西中央政府公共债务占GDP比重仍旧高达80.1%和78.5%；加勒比地区中央政府公共

^① CEPAL, *Measuring the Impact of COVID-19 with a View to Reactivation*, Special Report, No. 2, April 2020, p. 2.

^② 这里不含加勒比地区。

^③ 拉美经委会数据显示，自2011年以来拉美地区中央政府公共债务占GDP比重一直在增加；2011—2019年间该地区这一比重从29.8%增至45.4%。

债务占 GDP 比重甚至高达 84.1%，其中巴巴多斯和苏里南分别以 131.4% 和 131.2% 高居前两位。^①

（二）债务结构存在较大差异性

较高的公共债务水平会侵蚀公共财政的中期可持续性。主要原因是，较高的偿债成本将导致该地区财政账户恶化。鉴于该地区货币政策紧缩、利率全面上升以及美国货币政策紧缩，2022—2023 年间拉美债务融资成本必然上升。财政的可持续性取决于合理的债务结构，而拉美国家公共债务结构存在较大差异性。

按债务货币类型划分，拉美地区各国的公共债务存量大多以美元计价。截至 2022 年 3 月，阿根廷、多米尼加、厄瓜多尔、巴拿马和巴拉圭的公共债务总额中约有 80% 是以外币计价的，其中美元占很大比重。公共债务主要以当地货币计价的国家有智利、哥伦比亚和哥斯达黎加，这些国家以美元计价的债务份额不到 40%，巴西绝大部分的公共债务是以当地货币计价的；而厄瓜多尔、萨尔瓦多和巴拿马等美元化国家融资 100% 依赖于其他经济体。^②

按债权人所在地划分，尽管平均而言该地区在国内和国外债权人之间保持着平衡的结构，但各国的情况有很大不同。截至 2022 年 3 月，在尼加拉瓜和巴拉圭，外部债权人占中央政府公共债务总额的比重约 90% 左右，凸显了这两国对国际金融市场状况的潜在脆弱性。相对而言，巴西、哥斯达黎加和墨西哥等国国内融资比重较高（占公共债务总额的 70% 以上），相对外部脆弱性而言，它们受当地利率变化、经济增长率及国内其他经济挑战的影响更大。

（三）通过债券发行获取国际融资的趋势加强

鉴于全球经济复苏力度和疫情本身尚存在不确定性，发行主体通常利用全球低利率水平的时间窗口从国际金融市场增加跨境融资。在 2022 年美联储加息前，受益于全球低水平的利率和借贷成本，拉美地区在国际金融市场上的债券发行规模创出新高。2021 年拉美地区发行主体共发行债券 1490 亿美元，比 2020 年增长 2.8%（见图 5）。

^{①②} CEPAL, *Economic Survey of Latin America and the Caribbean*, 2022 (LC/PUB.2022/9 - P/Rev.1), Santiago, 2022. p. 92, p. 96.

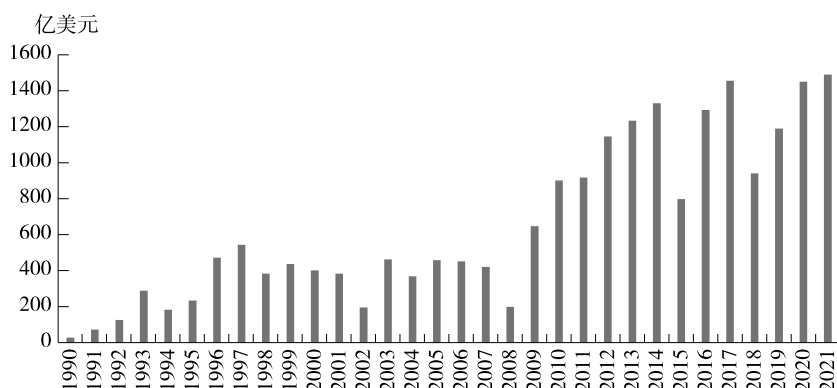


图5 拉美地区在国际金融市场上的债券发行（1990—2021年）

资料来源：CEPAL, *Capital Flows to Latin America and the Caribbean: 2021 Year - in - review and First Four Months of 2022* (LC/WAS/TS. 2022/1), Santiago, 2022, p. 7.

从发行主体类型看，自2012年以来拉美地区主权债在债券发行总额中的占比持续上升。2012—2016年间主权债占比从15.2%增至48.9%，此后五年（2017—2021年）基本维持在约40%的平均水平。相对而言，公司债占比从2012年约85%的峰值下滑，至2017—2021年间基本维持在约61%的平均水平（见图6）。

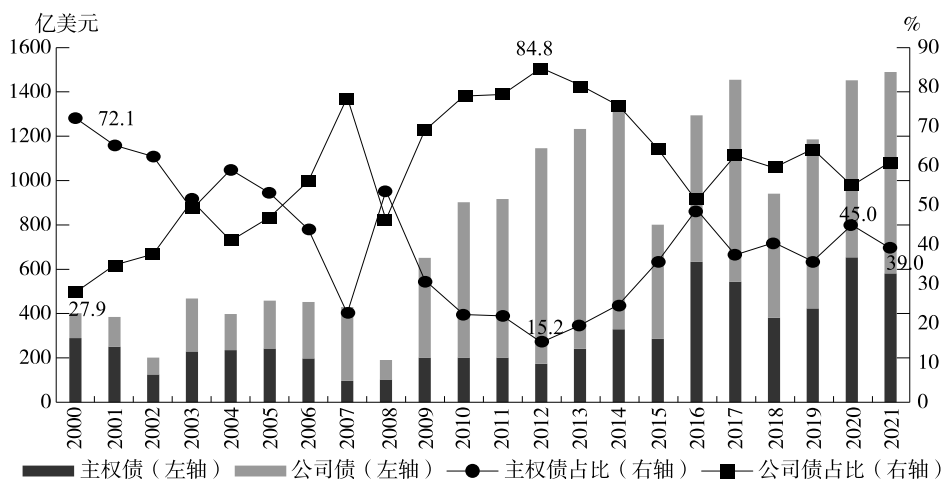


图6 拉美地区主权债和公司债发行情况及占比（2000—2021年）

注：公司债包括由公司、银行、准主权国家和超国家机构为发行主体发行的债券。

资料来源：CEPAL, *Capital flows to Latin America and the Caribbean: 2019 Year - in - review*, CEPAL - Washington Office, February 2020, p. 23, 其中2020年和2021年的数据来自年度报告的更新数据。

根据摩根大通 (J. P. Morgan) 拉美新兴市场公司债券指数 (CEMBI)，拉美公司债利差在 2022 年头八个月扩大了 70 个基点。在 2022 年 8 月底，拉美地区新兴市场公司债券指数比其新兴市场主权债券指数 (EMBIG) 低 106 个基点。^① 这意味着，在拉美地区尽管主权债规模占比低于公司债，但是前者风险明显高于后者。

(四) 债务风险因内外环境恶化而显著上升

国际货币基金组织指出，目前世界各国债务已经达到多年来的最高水平。超过 30% 的新兴市场和发展中国家正处于或即将陷入债务困境，而低收入国家的这一比重已经达到 60%。进入 2022 年 7 月，斯里兰卡宣布“国家破产”，孟加拉国向国际货币基金组织寻求紧急援助，引发了国际社会对新兴经济体出现集体性债务违约的担忧。加剧拉美债务风险的因素主要体现在如下。

从内部看，主要体现为在本轮债务浪潮中政府和私人债务都转向了风险更高的资金来源；政府债务不是用于资助可以促进潜在增长率的人力或物质资本投资，而是用于资助效率较低、生产性较低的经常性支出等。从外部看，主要体现在两个方面。一方面，全球和地区滞胀明显增加债务违约风险。当前全球陷入滞涨的趋势正在加强，尤其是疫情冲击造成的供应链中断以及乌克兰危机对全球能源价格造成的冲击与 1973 年和 1979—1980 年间的石油冲击相似。另一方面，美联储激进加息周期推高全球融资成本，可能引发新兴经济体债务危机。2022 年 3 月至 2023 年 2 月，美联储快速连续加息 8 次，累计加息 450 个基点，使联邦基金利率达到 4.5% ~ 4.75% 区间。这一轮快速大幅加息操作在美联储历史上极为罕见，必将对全球产生巨大的负面外溢效应。

当然，经历过前三次债务浪潮的洗礼，拉美国家已经吸取了教训，逐步对宏观政策框架和金融监管做出了改进。在政策框架方面，包括采取更大的汇率灵活性、加强货币政策框架和中央银行透明度、巩固财政规则以及采用宏观审慎工具，等等。在金融监管方面，包括通过二十国集团推进全球金融监管改革以提高国际金融体系的复原力以及积极构建区域金融安全网，等等。这些举措都是应对当前债务激增、化解债务风险的积极因素。但是，倘若全

^① CEPAL, *Capital Flows to Latin America and the Caribbean: First Eight Months of 2022* (LC/WAS/TS.2022/5), Santiago, 2022, p. 24.

球融资环境持续收紧、汇率贬值周期延长以及全球滞胀预期强化，那么拉美国家发生债务违约的风险将显著上升。

五 债务管理与拉美地区财政的可持续性

对于拉美国家而言，相对于货币政策和汇率政策，构建一个可持续的财政政策框架更具有挑战性。拉美地区债务发展历史已经表明，高额政府债务不仅带来巨大的经济风险，而且会限制经济衰退期间财政刺激的空间和有效性，并通过影响私人投资来抑制长期增长。尤其是，拉美地区的结构脆弱性往往使财政赤字和债务高企陷入恶性循环。有鉴于此，拉美地区各国政府需要以合理的债务水平为目标，同时构建可持续的财政框架以将债务降至审慎的水平。债务目标可以作为财政政策的锚，确保财政政策的可持续性，并确保有足够的政策空间来应对不利的冲击。

拉美经委会认为，拉美地区财政政策的范式转变需要加强公共收入管理，为转型复苏以及可持续和包容性发展的经常性支出创造必要的财政空间。^① 公共收入历来难以满足公共支出的需求，因而债务融资和促进公共财政可持续性不可避免。因此，对于拉美国家而言，构建可持续财政政策框架的着眼点至少来自三个方面。

（一）加强税收收入管理

财政政策的可持续性应侧重于加强税收收入管理，使税收制度更加累进。新的财政框架必须考虑到需要采取行政和税收管理措施，在短期内增加收入，并需要达成政治和社会协议，以便在中期内改革税收制度，使其更具累进性并增加经常性收入。在后疫情时代，拉美国家致力于逐步增加税收，使公共开支更可持续。这意味着要增加所得税，扩大财产税和财富税的范围，逐步审查和更新对不可再生资源开采的特许权使用费，并考虑对数字经济以及对有损环境或公共健康的商品和服务征税。然而，该地区大多数国家在公共收入领域仍然存在结构性弱点，这阻碍了公共收入作为国家财政基础的地位，并扭曲了其潜在的经济影响。

^① CEPAL, *Towards Transformation of the Development Model in Latin America and the Caribbean: Production, Inclusion and Sustainability* (LC/SES.39/3 - P), Santiago, 2022, p. 243.

财政收入面临的挑战主要体现在四个方面。其一，大多数国家的财政收入水平低于其潜力，不仅是因为税收设计和管理方面存在弱点，而且主要是因为国内和国际的逃税率较高以及存在大量税收支出（一般豁免、扣除、延期和降低税率等）。拉美经委会估计，2015 年增值税逃税额相当于该地区 GDP 的 2.4%，所得税逃税总额占 GDP 比重为 4.3%，该地区这两种税的损失总额在当年约为 3400 亿美元。^① 其二，税收的再分配能力有限，税收结构以累退的间接税为主。尽管过去十年来税收的再分配作用取得了进展，但拉美地区仍然是世界上最不平等的地区。其三，财政收入对不可再生自然资源的依赖性较强，这种财政收入极易受大宗商品价格波动的影响。其四，中央与地方政府税收分配不平衡，大多数拉美国家税收分配严重偏向中央政府，地方政府因享受中央政府的转移支付计划而对其依赖性增加。

（二）提高财政支出的有效性

在公共开支方面必须提高财政支出的有效性，并以经济、社会和环境高回报为原则。从历史视角看，拉美国家的财政支出呈现两大特征。一方面，不同经济周期财政支出的侧重点不同。20 世纪 80 年代债务危机时期，政府面临严重的融资限制和高通货膨胀，当时财政政策的主要关注点是危机管理。20 世纪 90 年代是新自由主义指导下的结构改革时期，该时期的主要改革举措是国有企业私有化、市场放松管制以及国家从其主导领域（例如养老金制度）退出，财政支出政策改革的首要目标是提高效率。21 世纪初期得益于有利的国际环境、大宗商品繁荣及资本流动性充裕，财政支出政策转向重视公平和分配。而 2020 年新冠疫情发生以来，财政支出政策致力于实现包容性增长目标。另一方面，财政支出的结构发生变化：其一，随着国家的作用由新自由主义时期（20 世纪 90 年代）的最小化到新结构主义时期（21 世纪初以来）的适度恢复，资本性支出比重经历先下降后上升的变化；其二，随着债务危机逐渐消除，利息支付在财政支出中所占的份额越来越小，这被经常性支出^②中转移支付和补贴的增长所抵消；其三，按政府功能划分，21 世纪以来财政支出更加重视教育、经济和医疗卫生等领域（见图 7）。

^① CEPAL, *Fiscal Panorama of Latin America and the Caribbean 2018* (LC/PUB. 2018/4-P), Santiago, 2018, p. 57.

^② 财政支出中的经常性支出包括“补贴和其他经常性转移”“工资和薪金”及“购买商品和服务”。

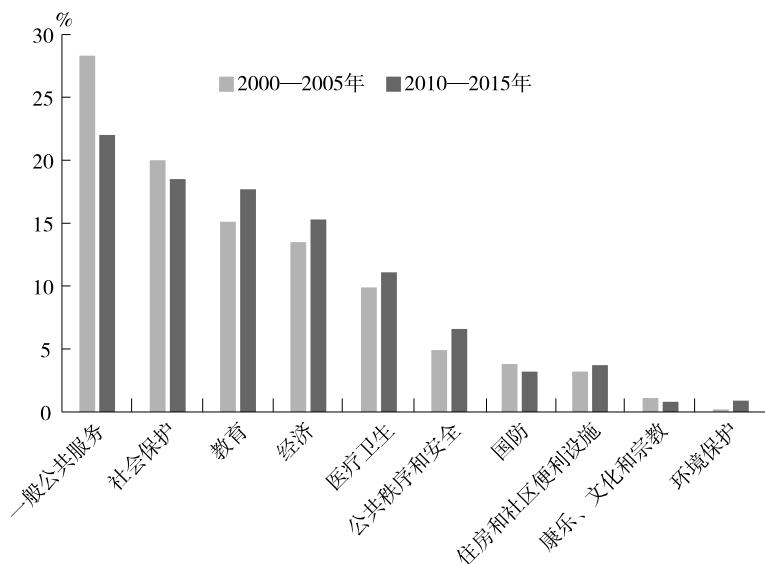


图7 按政府功能划分的拉美地区公共支出结构

资料来源：CEPAL, *Fiscal Panorama of Latin America and the Caribbean 2018* (LC/PUB.2018/4 - P), Santiago, 2018, p. 80.

然而，拉美国家的财政支出也面临如下诸多挑战。一是完善教育体系并提高质量。作为人力资本投资的主要渠道，教育对长期经济增长具有重要作用。然而，拉美地区教育系统包容性不强，在质量和绩效方面还存在严重缺陷。尤其是，按社会经济地位、地域、性别和种族划分的教育隔离问题还十分突出。二是减少医疗卫生体系的碎片化以实现全民覆盖。经合组织（OECD）报告指出，虽然拉美地区的医疗卫生支出有所增长，但仍然远远低于经合组织国家的水平，而且更依赖于私人支出。同时，医疗卫生支出分配不均导致该地区实现全民医保的进程放缓甚至停滞。^① 本次疫情冲击更是暴露出拉美地区医疗卫生体系保障水平低、效率低下以及制度碎片化问题。三是确保在人口转型背景下为老年人提供最低水平的社会保护和可持续的缴费型养老金制度。虽然提高退休年龄和延迟退休有利于恢复养老金制度的财政可持续性，但是政府也需要为个人提供专业的个人退休（养老金及其延迟退休计划）指导和规划，而且还要提前应对延迟退休可能带来的新的贫富差距。

^① OECD/The World Bank, *Health at a Glance: Latin America and the Caribbean 2020*, OECD Publishing, Paris, 2020.

（三）健全公共债务管理

健全债务管理和提高债务透明度将有助于降低借贷成本，增强债务可持续性，并遏制财政风险。具体而言，通过积极的债务管理来加强公共债务的体制框架，从而改善债务状况和结构（如币种、利率、期限和债权人类型）。而且，政府应该审查债务工具并采取措施建立重组机制，以减少债权人面临的不确定性。此外，在加勒比和其他极易受气候变化影响的国家，政府还应该扩大自然灾害条款的使用，以便在经济和财政账户遭受外来冲击时，使公共债务保持可持续性。

六 初步结论与政策启示

债务问题已经成为制约新兴经济体可持续发展的重要障碍。本文基于最近 50 多年新兴经济体所经历的四次债务浪潮为背景，构建一个“历史—结构”分析框架，重点研究拉美债务积累、风险与危机演化进程的根源与特征，探讨其内外传导和联动机制，进而探索债务管理与构建财政可持续性框架的路径。本文的初步结论和政策启示如下。

第一，促进经济发展模式转型是解决债务问题的根本。20 世纪 80 年代的拉美债务危机是该地区长期实行进口替代工业化模式导致的“结构性发展危机”的表现形式，其不仅源自拉美国家内部发展的结构性缺陷，而且深受复杂而不利的外部因素的影响。虽然 20 世纪 70 年代拉美国家通过“举债增长”战略获得了较高的增长速度，但是却为危机的暴发埋下了隐患。当一种增长模式的动力即将耗竭时往往会有结构性失衡的信号出现，这时应该“未雨绸缪”，适时转变经济发展模式，不要等到危机集中爆发的时候再做出“痛苦”的衰退式调整，否则社会代价高昂。

第二，健全债务管理和深化国内金融市场同等重要。前者包括综合考虑债务期限、币种、债权人类型等因素制定合理的债务管理政策并保持债务的透明度，这有助于降低借贷成本，增强债务可持续性并遏制财政风险。与此同时，在国际金融市场受美元霸权威胁的不利环境中，深化国内金融市场对于新兴经济体而言显得尤为重要，因为金融市场的深化有助于调动国内储蓄，从而提供比国外借贷更稳定的融资来源。

第三，完善宏观经济政策、防范重大金融风险势在必行。宏观经济政策在防范债务风险或缓解危机影响方面具有重要作用。例如，稳健的货币政策

框架可为经济高质量发展提供适宜的货币金融环境，灵活的汇率制度可以阻止大规模货币错配的累积，财政规则有助于巩固财政地位并控制和管理或有负债带来的风险。因此，完善货币、汇率和财政政策框架有助于新兴经济体在脆弱的全球经济环境中保持韧性。与此同时，应加强积极主动的金融部门监管以识别和应对潜在风险，完善营商环境和制度等以促进融资真正用于能够提高生产率的生产性投资。

第四，通过优化国际债务重组机制完善全球债务治理。从贝克计划的“以发展促还债”向布雷迪计划的“以减债促发展”的转变，生动体现了国际债务重组机制的演变过程。债务重组和减免已经成为深陷债务危机的新兴经济体的迫切需求。鉴于此，发展中国家和新兴经济体应该紧密合作以增加代表性和话语权，通过二十国集团、金砖国家合作机制等平台积极参与并完善全球债务治理。

(责任编辑 高 涵)