

一带一路重启：北京为降低全球基础设施倡议的风险而努力

第二章：世界上最大官方债务收集者的偿还之路

2023年11月

布拉德利·C·帕克斯，阿玛尔·A·马利克，布鲁克·埃斯科巴尔，张胜，罗里·费多罗奇科，凯拉·所罗门，王飞，利迪亚·弗拉斯托，凯瑟琳·沃尔什和塞思·古德曼



AIDDATA
A Research Lab at William & Mary

第一部分：揭穿北京海外借贷计划已经崩溃的神话

传统观点认为，北京方面对其海外借贷计划的表现不佳作出了撤退的回应。中国-全球南方项目（CGSP）的联合创始人埃里克·奥兰德最近总结了专家意见的状况，指出“在过去，中国对发展中国家的借贷规模曾与世界银行相媲美”，但“那些日子早已过去，因为中国的海外发展借贷一直在稳步下降”（奥兰德2023年）。战略与国际问题研究中心（CSIS）的斯科特·肯尼迪今年早些时候告诉《外交政策》杂志，一带一路倡议已经成为“它曾经的影子”（卢2023年）[76]。《欧洲货币》杂志的埃利奥特·威尔逊声称，“中国对发展中国家的海外借贷已经崩溃”（威尔逊2022年）。

然而，传统观点大多是错误的。我们在本章中提供的实证证据描绘了一个不同的画面，中国更像是一个国际危机管理者，而不是一个对问题视而不见的国家。北京正在通过采取一系列风险降低措施来平衡其海外借贷组合。它正在减少向主权借款人提供长期、以美元计价的双边贷款，用于公共投资项目，同时增加提供以人民币计价、短期或中期的贷款，与公共投资项目无关，并涉及多家中国和/或非中国银行。它正在减少对政策性银行（中国国家开发银行和中国进出口银行）的使用，同时增加对央行（中国人民银行）、国有商业银行（如中国工商银行、中国银行和中国建设银行）以及与非中国银行（如渣打银行、法国巴黎银行、国际金融公司和欧洲复兴开发银行）的贷款安排的使用。它还正在采取更强的保护措施，以保护自己免受高风险偿还的借款人的影响。因此，另一种解读证据记录的方式是，北京的行为更像是一个追求收益最大化的投资组合经理（见方框2b）。

北京正在实施的风险规避措施在西方国家的决策者中并不被很好地理解，这意味着华盛顿、伦敦和布鲁塞尔越来越容易与一个不再存在的“一带一路”版本竞争——即BRI 1.0而不是BRI 2.0。本章的目

的是澄清事实。我们首先揭穿了一个流行的谬论，即中国的海外借贷计划已经完全崩溃。本章的其余部分着重于揭示北京正在进行的一带一路重启的目的、性质和范围。

“北京正在撤退”的故事情节得到了认可，因为它与几个公开可用的数据库中记录的中国贷款承诺趋势一致，例如中国海外发展金融数据库、中国对拉丁美洲和加勒比地区贷款数据库、中国对非洲贷款数据库、中国全球能源金融数据库、中国海外金融库存数据库和世界银行的国际债务统计数据（IDS）。考虑以下基于这些数据来源所作的声明：

2020年12月，波士顿大学全球发展政策中心发布了中国海外发展金融（CODF）数据库，该数据库提供了中国进出口银行和国家开发银行向政府、政府间机构、绝大部分国有企业和少数国有企业提供贷款承诺的数据，并声称该数据库证明了中国的海外发展金融承诺从2016年的750亿美元下降到2020年的39亿美元（Gallagher和Ray 2020）。然后，在2023年1月，同一研究团队使用CODF数据库的更新版本，认为中国的海外发展金融承诺在2021年仍然保持异常低水平（36亿美元）（Ray 2023）。

世界银行的国际债务统计（IDS）显示，中国向低收入和中等收入国家的公共部门机构提供的官方部门贷款承诺大幅下降，从2016年的315亿美元下降到2021年的70亿美元。

根据由美洲对话组织和波士顿大学全球发展政策中心共同制作的《中国对拉丁美洲和加勒比地区的贷款数据库》，“在2015年至2020年期间，拉美和加勒比地区的贷款从国家开发银行和进出口银行急剧下降，到2020年完全停止贷款”（Myers和Ray 2023: 1）。他们还得出结论，中国对拉美和加勒比地区的发展金融承诺在2021年仍然保持极低水平，仅有一笔2.04亿美元的国家开发银行贷款承诺。
[77]

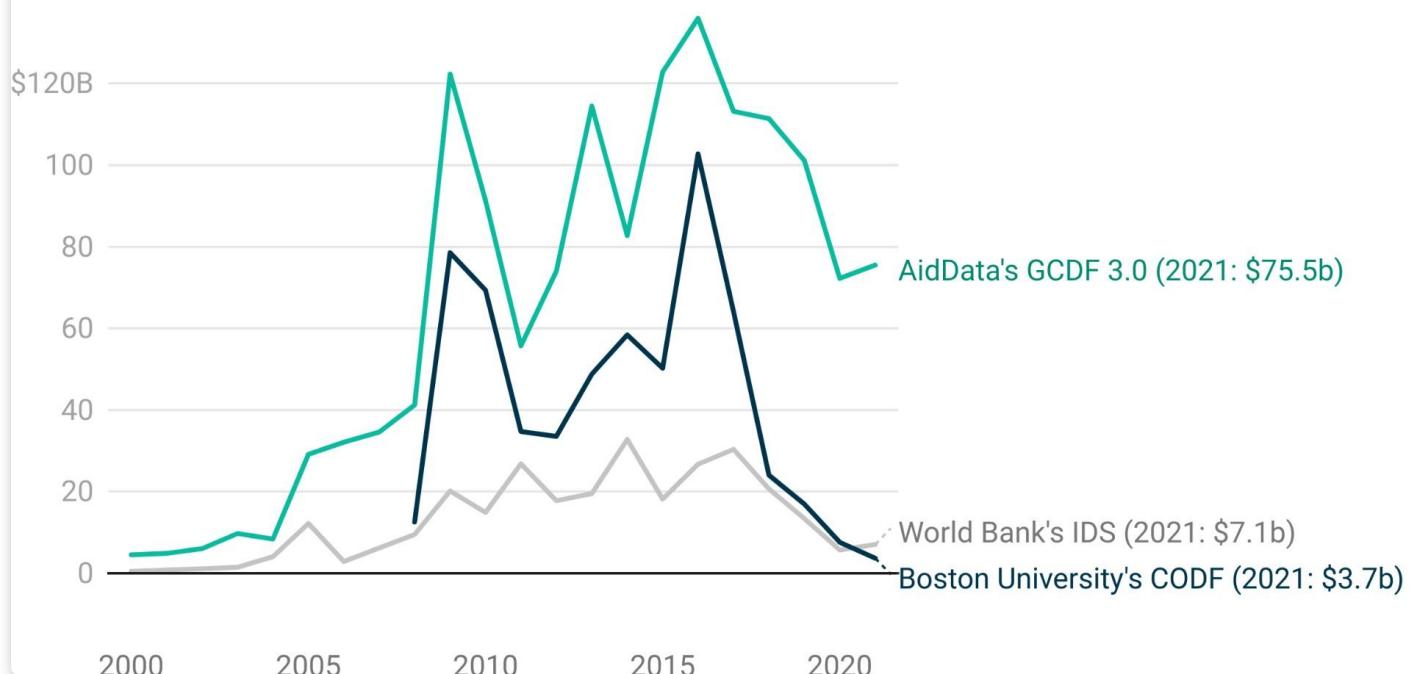
根据中国对非洲贷款（CLA）数据库的数据，该数据库最初由约翰·霍普金斯大学高级国际研究院（SAIS-CARI）的中国-非洲研究计划开发，现由波士顿大学全球发展政策中心维护，中国对非洲政府和国有企业的贷款承诺从2016年的280亿美元下降到2020年的19亿美元。在对CLA数据库的研究结果总结中，负责该数据库的研究人员得出结论称，“与以往年份相比，2020年的贷款数量和贷款承诺总额大幅减少”（Hwang等，2022: 2）[78]。

AidData智库的最新（3.0）版本的全球中国发展金融（GCDF）数据集描绘了中国海外发展的不同画面，2022年的金额为994.4亿美元（Moses等人，2023年）。图1.2（见第1章）显示，北京仍然是世界上最大的国际发展金融来源，每年对低收入国家和中等收入国家的官方发展援助（ODA）和官方其他资金（OOF）承诺约为800亿美元。尽管它提供了中国年度国际发展金融承诺在2016年至2020年间下降的证据，但也显示2021年有所增加（回到与“一带一路”实施的第一个完整年度大致相当的水平）。

图2.1

Official sector lending commitments from China to LICs and MICs by source

Constant 2021 USD Billions



注：图2.1比较了中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款承诺的总规模，包括三个数据集：*AidData*的GCDF数据集的3.0版本，波士顿大学的中国海外发展金融数据库（CODF）和世界银行的国际债务统计数据（代表对中国官方债权人的承诺）。

图2.1比较了中国向低收入和中等收入国家的官方贷款承诺，根据三个不同的来源进行了测量：*AidData*的GCDF数据集的3.0版本、世界银行的IDS和波士顿大学全球发展政策中心的CODF数据库[79]。*AidData*在2000年至2021年间记录了总值1.28万亿美元的贷款承诺，而CODF和IDS分别记录了总值6050亿美元和3780亿美元的贷款承诺[80]。*AidData*记录了2016年至2021年间贷款承诺下降了45%，而CODF和IDS记录的下降幅度更大，分别为96%和78%。CODF和IDS分别记录了2021年中国新的官方贷款承诺分别为37亿美元和71亿美元。*AidData*记录了同一年中国新的官方贷款承诺总额为755亿美元。

*AidData*的GCDF数据集、BU的CODF数据集和世界银行的IDS数据集的估计结果存在差异的原因有几个。首先，尽管这三个来源都提供了中国国有债权人提供的公共和公开担保债务（PPG）数据，但它们提供的地理覆盖范围不同。*AidData*的GCDF数据集涵盖了126个国家，而BU的CODF数据集涵盖了96个国家，世界银行的IDS数据集涵盖了89个国家。其次，它们在时间范围上也存在差异：*AidData*的GCDF数据集和世界银行的IDS数据集提供了22个承诺年度（2000-2021年）的数据，而BU的CODF数据集提供了14个承诺年度（2008-2021年）的数据。第三，在CODF、IDS和GCDF数据可用的低收入国家和中等收入国家子集中，中国国有债权人提供的PPG债务的数据捕捉程度也存在差异。表A15显示，在CODF或IDS数据可用的低收入国家和中等收入国家子集中，*AidData*的GCDF数据集捕捉到了来自中国官方部门机构向符合PPG债务资格的低收入国家和中等收入国家的贷款承诺金额为9470亿美元。总体而言，BU的CODF数据集捕捉到了6050亿美元，世界银行的IDS数据集捕捉到了3780亿美元，这些贷款来自中国官方部门机构，符合PPG债务资格。这些总体差异反映了贷款机构、借款机构和债务工具覆盖范围的差异（我们将在下面更详细地讨论）。表A15还提到了第四个和最后一个差异：BU的CODF数据集和世界银行的IDS数据集都没有提供关于中国官方部门机构向符合非PPG债务资格的低收入国家和中等收入国家的贷款承诺的任何数据。相比之下，*AidData*的GCDF数据

集捕捉到了3330亿美元的（明显）不符合PPG债务资格的潜在公共部门债务：670亿美元的潜在公共部门债务（即由少数国有机构签订的债务）没有公共部门偿还担保的借款国家，私营部门债务2160亿美元，由于缺乏足够的信息无法分类的债务500亿美元。[87]

值得考虑的另一个信息来源是国际清算银行（BIS）新发布的关于中国银行对低收入国家（LICs）和中等收入国家（MICs）的总未偿信贷的数据，时间跨度为2015年至2021年（见第2a框）。这些数据特别有价值，因为它们是基于中国银行关于其跨境债权的直接报告而得出的。尽管国际清算银行目前不允许将其中国债务数据按借款国家细分，但根据Cerutti等人（2023年）的最新研究，可以推导出中国银行对LICs和MICs的总未偿信贷的下限和上限估计。正如我们在第2a框中更详细地描述的那样，基于国际清算银行数据的下限估计表明，中国银行对LICs和MICs的总未偿信贷从2015年的6440亿美元增加到2021年的1.16万亿美元。基于国际清算银行数据的上限估计表明，中国银行对LICs和MICs的总未偿信贷从2015年的8780亿美元增加到2021年的1.58万亿美元。AidData对中国在LICs和MICs的海外借贷计划的累计规模的估计与更为保守（下限）的基于国际清算银行的估计一致[88]。根据GCDF数据集的3.0版本，中国在2015年至2021年期间的累计海外借贷承诺从6200亿美元增加到1.03万亿美元（以名义美元计）[89]。AidData的GCDF数据集和基于国际清算银行的估计都不支持中国海外借贷计划已经完全崩溃的论点。

Box 2a: 中国海外贷款计划的真实规模是多少？

中国海外贷款计划的整体规模是一个持续争论和争议的话题。Horn等人（2019年）进行了开创性的工作，估计中国银行向低收入国家和中等收入国家的跨境信贷总额为3930亿美元。当时，他们的估计遭到国际货币基金组织的批评，认为其夸大了（国际货币基金组织，2020年）。Bräutigam和Acker（2020年）也发表了一篇批评文章，得出结论称他们“同意国际货币基金组织的观点”。Horn等人（2020a）随后对批评者发表了回应，认为“我们的数据明显低于中国人民银行和其他官方来源的比较数据，并且很可能是中国海外贷款真实规模的下限估计。”他们解释道：“尽管我们尽力整合多个来源的数据，但我们仍然遗漏了大量的中国海外贷款。”

在Horn等人（2019年）的研究发表时，还发生了一个重要的进展：中国开始向国际清算银行（BIS）报告其银行对境外借款人的跨境债权。当时，国际清算银行发布的地区银行统计数据（LBS）显示，中国银行对境外借款人的总信贷余额超过了Horn等人（2019年）估计的两倍（9.19亿美元）。[92]此后，中国进一步向国际清算银行报告，并由Cerutti等人（2023年）进行了新的研究，从而有可能生成关于中国银行对低收入国家、中等收入国家、高收入国家和其他境外司法管辖区借款人的总信贷余额的更新估计。[93]在A-4节中，我们详细描述了如何根据国际清算银行的数据得出中国银行对境外借款人的总信贷余额的步骤。我们还讨论了国际清算银行跨境借贷数据的一些重要注意事项和考虑因素。

根据我们在表2.1中报告的估计数据显示，中国对低收入国家（LICs）、中等收入国家（MICs）、高收入国家（HICs）和其他海外司法辖区的借款人的总未偿信贷额（以名义价值计算）从2015年的1.45万亿美元增加到2021年的2.63万亿美元。根据国际清算银行（BIS）的报告，基于保守的、下限的估计数据也表明，中国银行对LIC和MIC借款人的总未偿信贷额在2015年至2021年间以名义价值计算翻了一番，从6440亿美元增加到1.16万亿美元。这一衡量LIC和MIC债务对中国银行的存量的指标与我们自己对LIC和MIC债务对中国银行的存量的指标非常相似[94]。根据AidData的GCDF数据集3.0版本，中国对LIC和MIC的累计海外贷款承诺从2015年的6200亿美元增加到2021年的1.03万亿美元[95]。

表2.1提供了一些额外的见解。其中之一是中国对LICs、MICs和HICs的总未偿信贷额从2015年的1.45万亿美元增加到2021年的2.63万亿美元。另一个是中国银行对HIC借款人的总未偿信贷额在同一六年期间翻了一番。在2015年至2021年间，这一数字从约3300亿美元增加到6000亿美元。第三个是中国银行对“其他”借款人的总未偿信贷额从2015年的3143亿美元增加到2021年的5683亿美元。

尽管来自国际清算银行的LBS数据对于交叉验证非常有价值（因为它们提供了中国银行向低收入国家、中等收入国家和高收入国家的总未偿信贷的可信估计），但它们无法跟踪贷款的发放、偿还和未偿金额。AidData最近启动了一个新的数据收集计划和研究项目，以解决这个重要的证据缺口。目前，在GCDF数据集的3.0版本中，我们已经在“描述”字段中记录了一部分国家的贷款发放、偿还和未偿金额。然而，将来我们打算发布更完整一些国家的贷款级别数据，包括贷款发放、偿还和未偿金额。我们还打算以更用户友好的格式提供这些数据。

表格 2.1

AidData智库报告中关于中国海外发展的援助数据和国际清算银行估计数据的比较

年份	国际清算银行对低收入和中等收入国家的总额 (基于60.4%假设)	国际清算银行对低收入和中等收入国家的总额 (基于44.31%假设)	AidData对低收入和中等收入国家的总额 (名义美元, 2021年不变)	国际清算银行对高收入国家的总额 (基于22.6%假设)	国际清算银行对高收入国家的总额 (基于22.8%假设)	国际清算银行对“其他”借款人的总额 (基于21.6%假设)	国际清算银行对离岸金融中心借款人的总额 (基于30.33%假设)	国际清算银行对低收入国家、中等收入国家、高收入国家和“其他”借款人的总额
2015	878.7	644.7	620.7 (823.4)	328.8	331.7	314.3	441.3	1,454.9
2016	1,046.1	767.4	721.4 (942.2)	391.4	394.9	374.1	525.3	1,731.9
2017	1,197.7	878.7	805.7 (1,039.3)	448.2	452.1	428.3	601.4	1,983.0
2018	1,348.3	989.1	889.4 (1,130.6)	504.5	509.0	482.2	677.1	2,232.3
2019	1,367.0	1,002.8	951.0 (1,199.8)	511.5	516.0	488.8	686.4	2,263.2
2020	1,492.7	1,095.1	986.8 (1,239.8)	558.5	563.5	533.8	749.6	2,471.4

2021	1,589.2	1,165.9	1,027.1 (1,280.1)	594.6	599.9	568.3	798.0	2,631.1
------	---------	---------	----------------------	-------	-------	-------	-------	---------

注：国际清算银行的数据以当前（名义）美元报告。为了可比性起见，“AidData对低收入和中等收入国家的总额”栏目中记录的金额也以当前（名义）美元报告，尽管常数2021年美元金额在括号中报告。AidData的总额不包括短期“展期”设施（见附录中的2c和A-3部分）。

AidData的GCDF数据集挑战了关于中国海外贷款计划完全崩溃的传统观点，原因有三个。

1. 贷款机构覆盖范围：与其他公开可用的衡量中国发展金融的数据集不同，AidData的GCDF数据集3.0版本并不仅追踪中国政府机构（MOFCOM和CIDCA）以及其国有政策性银行（中国进出口银行和国家开发银行）的海外贷款活动[96]。根据OECD-DAC的报告指示，它追踪中国所有政府和国有债权人的海外贷款活动，包括国有商业银行（如中国银行、工商银行、中国建设银行、交通银行、中信银行、上海银行、中国邮政储蓄银行、招商银行和哈尔滨银行）、国有企业（如中国石油化工集团公司、中国机电集团公司、保利技术、中国北方工业公司和中国航空工业集团公司）、国有基金（如丝绸之路基金和中国投资有限责任公司）、国有政策性银行（国家开发银行和中国进出口银行）以及政府机构（如MOFCOM、中国人民银行和国家外汇管理局）[97]。总共，AidData的GCDF数据集3.0版本包括180家中国贷款机构。相比之下，波士顿大学的CODF数据库只包括两家中国贷款机构（中国进出口银行和国家开发银行），而IDS只包括少数几家中国贷款机构[97]。AidData的贷款机构覆盖范围的广度尤为重要，因为近年来，中国央行（中国人民银行）和国有商业银行的低收入国家和中等收入国家的贷款业务有所扩大，而国家开发银行和中国进出口银行的贷款业务有所收缩（见图2.7）[98]。
2. 借款机构覆盖范围：OECD-DAC报告指南规定，ODA和OOF旨在捕捉官方部门的财务流动，其中“官方部门”指的是这些流动的来源而不是目的地（Horn等，2021年：23）。AidData遵循这一报告标准，以确保其对中国发展金融的衡量与OECD-DAC的国际发展金融来源相可比。因此，AidData的GCDF数据集的3.0版本捕捉了中国政府和国有债权人向低收入和中等收入国家的所有公共部门和私营部门借款人的贷款，无论他们是否获得主权偿还担保。相比之下，其他公开可获得的数据集（如波士顿大学的CODF数据集和世界银行的IDS）专门跟踪中国对政府机构、多数国有实体和受益于主权偿还担保的借款机构（即欠中国公共和公共担保债务）的贷款。这种覆盖范围的差异是重要的，因为中国海外贷款组合的相当大比例是通过特殊目的实体、合资企业、私营部门机构和少数国有实体进行的（参见图2.18和A10）。尽管这些贷款通常不会出现在低收入和中等收入国家的政府资产负债表上，但其中许多受益于隐含的东道国政府责任保护，这模糊了公共债务和私人债务之间的区别[99]。总体而言，GCDF数据集的3.0版本捕捉了对661个符合中央政府或中央政府担保债务资格的借款机构的5250亿美元的贷款承诺，对455个符合其他类型公共部门债务资格的借款机构的4210亿美元的贷款承诺，对85个符合潜在的公共部门债务为2160亿美元，对724个符合私人部门债务资格的借款机构的贷款承诺为2160亿美元，由于缺乏足够信息进行分类，因此无法分配的金额为500亿美元。相比之下，BU的CODF数据集捕捉到了中国官方部门机构向150个符合中央政府债务、中央政府担保债务或其他类型公共部门债务资格的借款机构的6050亿美元贷款承诺。
3. 债务工具覆盖范围：大部分现有的中国发展金融数据集（如BU的CODF数据集和世界银行的IDS）追踪的是公共投资项目的长期、以美元计价的双边贷款。然而，中国的海外贷款计划得到了更多种类的融资工具的支持，其中一些是以人民币计价的、短期或中期的，与公共投资项目无关的，涉及多家中国和/或非中国银行的。它们包括多家中国和/或非中国银行参与的银团贷款，委

托给多边管理机构的贷款，为提供国际收支支持的短期或中期流动性支持设施（LSF），货币互换设施，外币存款贷款，出口前融资（PxF）设施，延期付款设施，工程采购建设融资（EPCF）安排，银行间贷款协议和循环信贷设施等等。根据OECD-DAC的测量标准，AidData的GCDF数据集的3.0版本追踪了中国国有企业在低收入和中等收入国家使用的全部债务工具[102]。在这里，工具覆盖范围的广度变得越来越重要，因为中国国有债权人正在转向发行短期和中期双边紧急救助贷款以及长期银团贷款和委托给多边管理机构的贷款，而不再采用传统的发行长期、以美元计价的双边买方信贷和优惠贷款用于公共投资项目的方法（见图A11、A12和A13）[103]。

“范围参数”在GCDF数据集和其他公开可用数据集之间的差异之所以重要，是因为如果投资组合已经转向新的债权人、新的借款人和新的借贷工具，那么仅仅追踪中国进出口银行和中国国家开发银行的贷款活动以及这两家政策性银行中符合PPG债务条件的贷款，将无法有效监测北京海外贷款投资组合的规模和构成的变化。在本章中，我们证明这样的变化已经发生，这意味着继续关注中国进出口银行和中国国家开发银行的PPG债务将类似于谚语中的醉鬼，他坚持在路灯下寻找钥匙“因为那里有光。”[104]

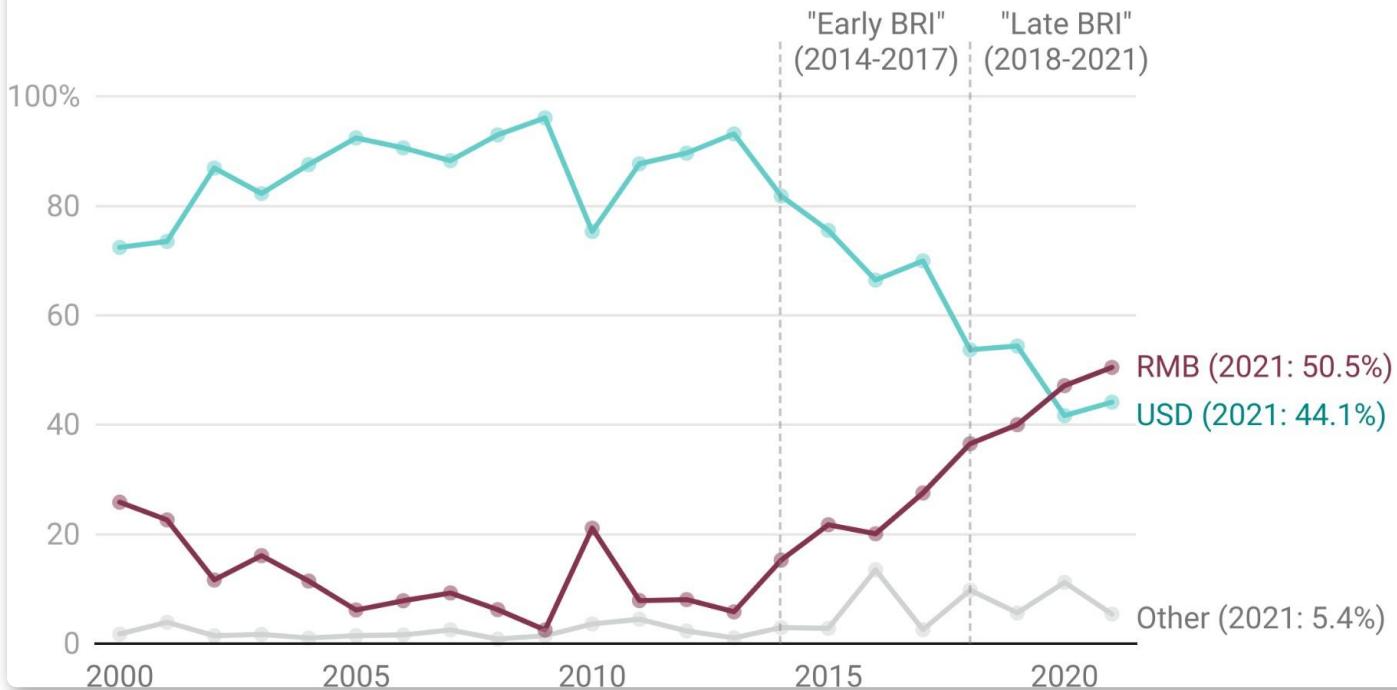
有几个供给方面的因素可能阻止了中国海外贷款计划的崩溃。首先，北京的国有银行面临着国际违约风险的高水平，这意味着它们有兴趣确保其最大的借款人具有足够的流动性来继续偿还其现有债务。向借款人提供流动性救济的一种方式是通过短期或中期的桥接贷款[105]。其次，尽管由于主权债务困扰的上升潮流，中国银行越来越不愿向政府借款人发放长期基础设施项目贷款，但在中国境外拥有重要国际业务的中国公司有兴趣确保在它们运营的国家中获得新业务并保留市场份额。因此，他们有动力确保新的融资来源和类型（例如将信贷风险在中国和非中国借款人之间进行分散的联合贷款、向特殊目的公司和合资企业而不是主权国家提供贷款、以及涉及中国公司与海外客户之间更多风险共担的延期付款或EPCF协议）用于支持海外市场的新基础设施项目。第三，为了维持高水平的国内经济增长，中国长期需要确保其国内不足的自然资源，这是北京允许其海外借款人以他们从对华自然资源出口所获得的资金抵押和偿还贷款的重要原因。第四，中国正在寻求将自己定位为一个重要的世界大国，并在全球范围内发挥影响力，这可以作为对撤退的金融压力的平衡力量。

然而，可能没有比中国外汇储备总规模更重要的因素了。如果没有中国庞大的外汇储备库存，中国不可能成为发展中国家中最大的官方债权人，超过世界银行、国际货币基金组织和所有巴黎俱乐部债权人的总和（Dreher等，2021年，2022年）。当北京在世纪之交采取“走出去”战略时，它优先选择向海外借款人提供美元贷款，以应对外汇供应过剩的挑战：年度贸易顺差导致美元储备迅速积累，这导致人民币升值的风险，并促使中国国家外汇管理局（SAFE）寻找可以投资其多余美元储备并获得良好回报的国际资产[106]。SAFE在21世纪初使用这些资金来重资本化几家国有银行，这反过来又加大了向海外借款人提供美元贷款的规模（见图2.2和2b框）。然而，在2008年全球金融危机之前，SAFE将其多余的美元储备大部分投放在美国政府证券中。然后，在2008年和2009年，国际资产价格暴跌，美联储通过量化宽松政策削弱了美元。北京传统的投资策略，即将多余的美元储备投放在美国政府证券中，变得不那么吸引人，因此它开始寻找更高收益（低估）的海外资产。SAFE将其多余的美元储备的较大比例委托给了该国的国有政策银行、国有商业银行和国有投资基金，并要求它们通过美元计价的国际借贷追求更高的投资回报（见2b框）[107]。

图2.2

Composition of China's loan portfolio by currency of denomination

Percent of official sector loan commitments from China (in constant 2021 USD) to LICs and MICs



注：“其他”类别包括所有其他面额的货币，包括欧元、英镑和低收入和中等收入国家的本地货币。

中国21世纪海外借贷计划中外汇储备所起的核心作用引发了几个重要问题。中国的外汇储备是增加还是减少？如果增加，它们是如何被投资的？中国的国有贷款机构是否通过这些储备进行再资本化，并被要求使用这些储备向海外借款人提供以外币计价的贷款？

中国的外汇储备仍然庞大，截至2023年约为3.1万亿美元。然而，这个数字仅指中国央行（人民银行）的官方外汇储备持有量。它没有考虑到该国所谓的“隐藏储备”，其中包括中国央行将外汇从其官方储备持有量中移出（并从其资产负债表中移除），并委托给中国国有政策性银行（如国家开发银行和中国进出口银行）、国有商业银行（如中国银行、工商银行和中国建设银行）以及国有基金（如丝绸之路基金和中国投资公司）。

美国外交关系委员会的布拉德·塞策尔（Brad Setser）认为，该国的“隐藏储备”可能价值额外3万亿美元。他还提供了证据，表明这些额外的储备在过去十年中迅速增加，这可能解释了GCFD数据集的3.0版本没有显示中国对低收入国家和中等收入国家的海外借贷计划规模出现重大收缩的原因。此外，这可能解释了中国在高收入国家和离岸金融中心的海外借贷计划在2015年至2021年间几乎翻了一番（见图2a和表2.1）。

Box 2b：幕后的投资机构——中国国家外汇管理局（SAFE）

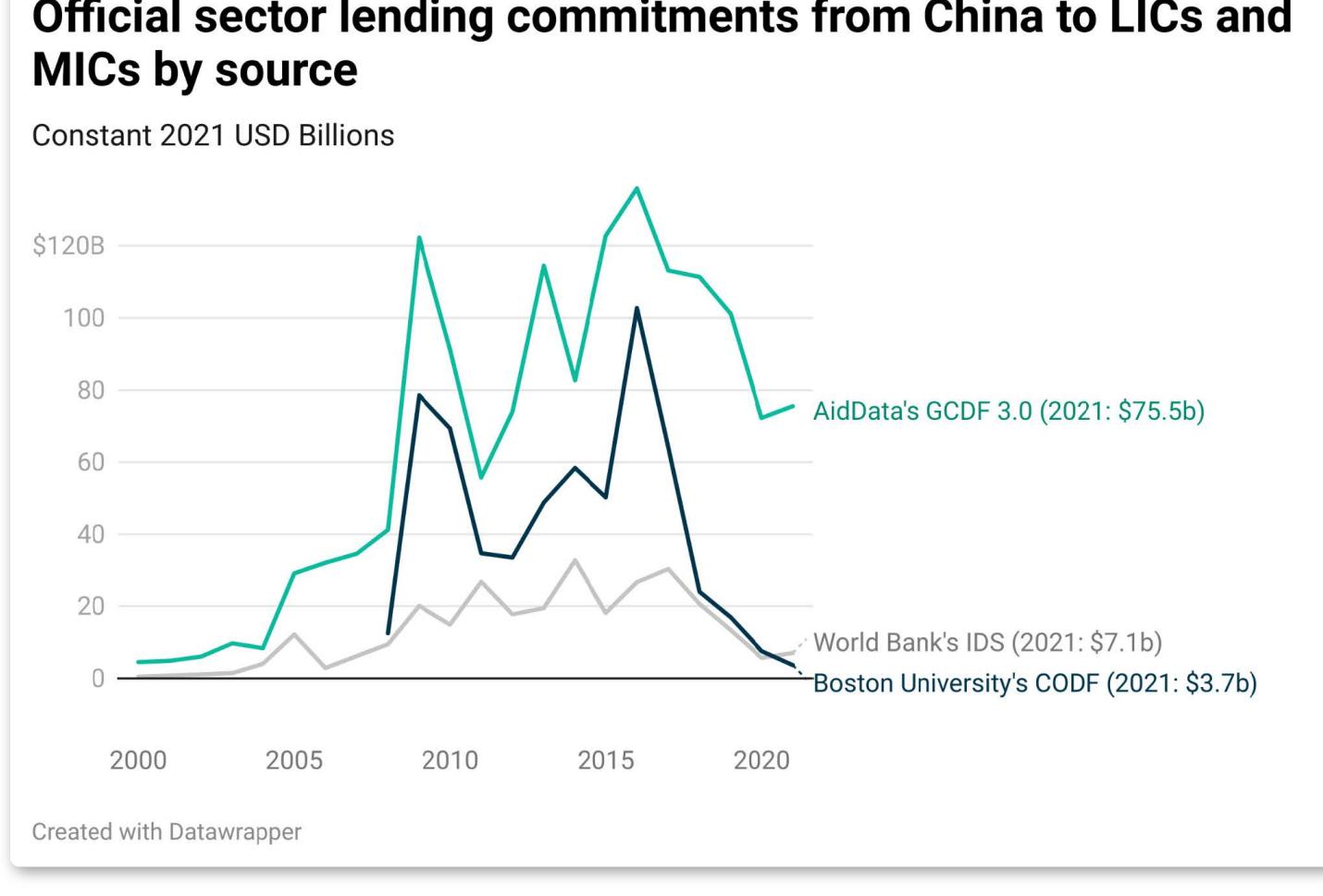
中国国家外汇管理局（SAFE）是中国人民银行（PBOC）的一个副部级机构和子公司；其最初的任务是担任国家的外汇监管机构。然而，在中国经济在20世纪70年代末开放之前，该国外汇储备有限，中国人民银行的中央银行职责也有限。[110]

尽管起步不佳，SAFE最终负责管理全球最大的外汇储备。它也成为全球最重要的投资者之一。[111]由于经常账户盈余和资本账户盈余的反复出现，中国的外汇储备从2000年的2000亿美元飙升至2006年的1万亿美元，2009年的2万亿美元和2011年的3万亿美元。将所有这些储备（主要是美元）保留在国内可能面临货币升值风险，并威胁到该国的出口导向型经济增长战略，因此SAFE被赋予了将多余的美元投资于海外资产，以在可接受的风险水平内获得有吸引力的回报的任务。[112]

下图2.3展示了中国国有政策性银行、国有商业银行和丝绸之路基金对低收入国家和中等收入国家的累计贷款承诺，以及SAFE对这些机构的投资时间的关系。它也展示了对低收入国家和中等收入国家的Sinosure支持的贷款承诺的情况。可以看出，来自SAFE的大量资金注入通常在中国国有政策性银行、国有商业银行和丝绸之路基金的海外贷款活动增加之前发生。在2010年，SAFE对国有信用保险机构进行资本重组后，对海外借款人的Sinosure支持贷款也有所增加。

图2.3

2000年至2021年中国国有金融机构对低收入国家和中等收入国家的累计贷款承诺和国家外汇管理局注资情况



注：该表格显示了选定的中国国有政策性银行、国有商业银行和国有基金对低收入国家和中等收入国家的累计贷款承诺（以2021年不变美元计）。它还显示了由中国信保提供信用保险支持的对低收入国家和中等收入国家的累计贷款承诺（以2021年不变美元计）。垂直虚线表示已知发生国家外汇管理局注资的年份。这些数据不包括用于再融资到期债务的短期“滚动”设施（请参见附录中的2c和A-3部分）。

SAFE的首次重大投资发生在2003年12月，当时它以450亿美元的资本金设立了中央汇金投资有限责任公司（中央汇金），中央汇金又以此购买了两家国有商业银行的股权：中国银行（225亿美元）和中国建设银行（225亿美元）。2005年4月，中央汇金还以150亿美元购买了工商银行的股权。SAFE在

2005年底和2006年通过与银行进行美元兑人民币互换的方式向中国国有商业银行注入了额外的1500亿美元[113]。首次向国有政策银行注资的案例发生在2005年7月，当时SAFE向中国进出口银行注入了50亿美元。然后，在2007年12月，中央汇金（SAFE的全资子公司）向国家开发银行注入了200亿美元。六个月后，SAFE同意通过委托贷款协议向国家开发银行提供额外资金（价值约1665亿美元），以支持中国企业的海外活动[114]。根据这些协议，国家开发银行充当了SAFE的资金保管人，向借款人发放贷款，监督资金的使用，并管理还款[115]。SAFE最终将委托贷款协议的使用扩展到其他国有银行[116]。到2010年，它已经“采取了初步措施，赋予政策和商业银行处理政府间合作项目贷款的权限”，并且“超越了其传统的外汇储备管理角色，有效地成为了一个外币贷款机构”

(Yuzhe 2010) [117]。

然后，在2010年4月，中央汇金向中国进出口银行和中国信保注入了117亿美元（800亿元人民币），以帮助它们清理资产负债表上的不良贷款。14个月后的2011年6月，中国投资有限责任公司（另一个负责投资国家外汇储备的国有实体）向中国信保再注入了31.5亿美元（200亿元人民币）。然后，在2014年12月，外汇管理局通过其子公司Buttonwood Investment Holding Company Ltd向丝绸之路基金注入了400亿美元[118]。外汇管理局还通过其全资子公司（分别为梧桐树投资平台有限公司、槐树投资平台和Buttonwood Investment Holding Company Ltd）于2015年7月向国家开发银行注入了480亿美元和向中国进出口银行注入了450亿美元。外汇管理局还在2015年第四季度通过梧桐树投资平台有限公司购买了工商银行和中国银行的股权[119]。

自2015年以来，外汇管理局（SAFE）没有公开宣布向中国国有政策性银行、国有商业银行或国有信用保险机构注入额外现金。一个持续引起猜测和争议的问题是，SAFE是否担心“往坏账上扔好钱”[120]。有一些迹象表明，中国最大的国有银行和中国出口信用保险公司（Sinosure）可能在中国银行的资产负债表上持有高比例的跨境不良贷款[121]。2017年11月，中国银行业监督管理委员会（CBRC）——中国最高银行监管机构——公开呼吁国家开发银行（CDB）和中国进出口银行（China Eximbank）采取更加严格的风险管理程序[122]。然后，在2018年，Sinosure的首席经济学家采取了公开谴责中国政策性银行的“极不充分”的尽职调查程序的非同寻常的举措。潜在危险的另一个迹象是，中国国家开发银行、中国进出口银行、中国银行和工商银行在2015年从外汇管理局获得大量现金注入后，年度海外贷款承诺急剧下降。这种不寻常的模式的一个潜在解释是，SAFE的资金被用于清理这些银行的不良贷款，而不是支持新的海外贷款承诺。

由于国内政治关切中国工人的“血汗钱”是否得到有效管理，SAFE对于其海外投资所获回报保持低调。它“试图将其在美国政府证券以外的投资金额限制在足够小的范围内，以防投资失败时被公众发现”（Wei 2013）。然而，在2021年，SAFE披露其外汇储备投资组合在2008年至2017年期间的平均年回报率为3.35%，在1998年至2017年期间为4.11%（SAFE 2021: 53）。当时，它将回报率描述为“相对较好的水平”（SAFE 2021: 53）。SAFE尚未公布2018年或之后任何年份的平均年回报数据。

另一个尚未解答的重要问题是，国家外汇管理局（SAFE）通过直接购买或二级市场购买（例如通过PIMCO、Blackrock、AllianceBernstein、Fidelity Investments和Amundi Asset Management等投资基金）持有新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的LIC和MIC政府的保税债务的程度。有几个原因可以认为SAFE持有的EMDE主权债务可能是相当大的。首先，当SAFE同意在2008年从哥斯达黎加政府购买3亿美元的保税债务时，它试图隐藏这笔交易（Anderlini 2008）。SAFE的副局长方尚普（Fang Shangpu）向哥斯达黎加政府寻求并获得了书面保证，即政府将“采取必要措施防止披露此次交易的财务条款以及SAFE作为债券购买者”的（SAFE 2008）[123]。由于法院的命令，这笔交易才被公之于众。当被要求对此事发表评论时，SAFE表示这笔交易并没有什么不寻常，因为它“拥有其

他许多政府发行的债券”（Batson 2008）。其次，SAFE的首席投资官从2010年到2014年曾是PIMCO的债券交易员（也是PIMCO联合创始人比尔·格罗斯的得力助手）（Wei 2013）。第三，SAFE于2013年在纽约市第五大道开设了办事处，不久之后，世界上最大的资产管理公司（如PIMCO和BlackRock）之间流传着一个公开的秘密，即SAFE是他们最重要的保密客户之一。

第二节：BRI 2.0 时代北京海外债务组合的重大变化

在本章的剩余部分，我们的目标是解释中国如何应对发展中国家债务困境的上升潮，并确定其采取的措施以降低海外债务组合的风险。然而，在此之前，了解一些最近发生的北京海外债务组合的重大变化是很重要的。BRI 2.0 时代的三个变化成为其标志，值得特别关注：

1. 中国作为世界最大的官方债务收集国的新角色
2. 紧急救助贷款的兴起和基础设施项目贷款的下降
3. 从以美元计价的双边贷款战略性转向以人民币计价的双边贷款

中国作为全球最大官方债务收回者的新角色

当“一带一路”倡议最初启动时，北京通过为几乎没有其他人愿意提供资金支持的大型基础设施项目（如高速铁路和下一代电信网络）提供融资，与其同行和竞争对手区分开来。这些项目发放的许多贷款包括长期宽限期，因此大多数借款人在五年、六年或七年内不需要担心进行大额债务偿还。随着大量“容易得到的资金”涌入，许多借款国的经济增长率飙升（Dreher等，2021年，2022年）。中国在全球范围内的受欢迎程度也飙升：在“一带一路”倡议推出后，中国在发展中国家的公众支持达到了高峰，即2019年。[124]

然而，正如图2.4所示，对于越来越多的借款国来说，轻松获得资金的时代已经过去。到2020年，中国向低收入和中等收入国家提供的官方部门贷款中，有40%已进入本金偿还期（在宽限期结束后）。

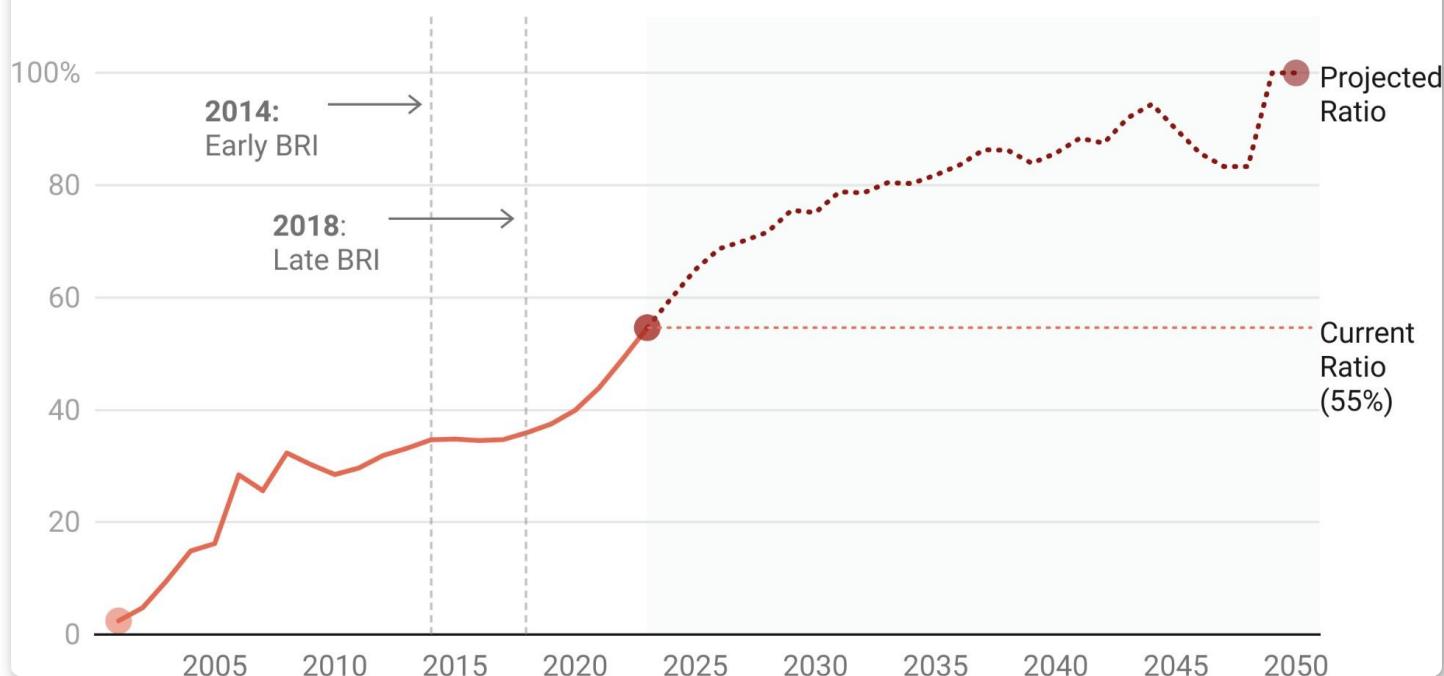
到2023年，这一比例将增至55%，我们预计到2030年将达到约75%，到2049年将达到100%。

另一种思考即将到来的偿还挑战的方式是追踪中国在低收入和中等收入国家组合中已经达到（原定）最终偿还日期的贷款的百分比。在2014年（BRI实施的第一个完整年度）这一比例仅为17%（见图2.5）。到2023年（BRI实施的第十个完整年度），这一比例已增至44%。我们预计到2025年这一比例将上升至52%，并且到2040年接近100%（见图2.5）。

图2.4

Loans from China within their repayment periods, 2000-2050

Percentage of loans (count) per year that are no longer within their original grace periods

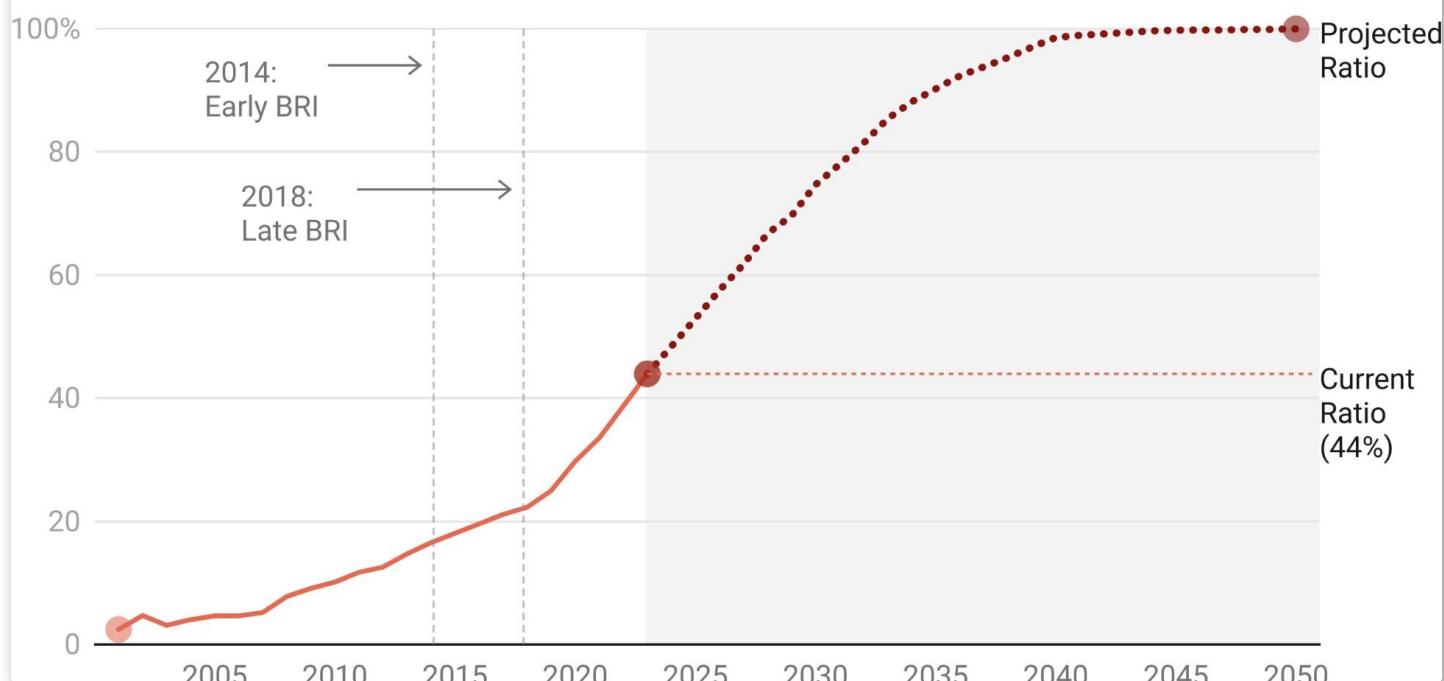


注：该图显示了中国对低收入国家 (LICs) 和中等收入国家 (MICs) 的官方部门贷款的累积百分比（按贷款数量计算），这些贷款处于偿还期内。为确定每笔贷款何时进入偿还期，将每笔贷款的宽限期加上其承诺日期。该图表示根据原始借款条件，贷款将何时达到偿还期，尽管许多贷款已经重新安排（通常涉及贷款宽限期和/或到期日的延长）。MOFCOM无息贷款承诺（通常没有可靠的偿还预期）不包括在计算中。

图2.5

Loans from China reaching their (originally scheduled) final repayment dates, 2000-2050

Cumulative percentage of loans from China to LICs and MICs reaching maturity



注：该图显示了中国对低收入国家（LICs）和中等收入国家（MICs）的官方部门贷款的累积百分比（按贷款数量计算），这些贷款已经到期。为确定每笔贷款何时到期，将每笔贷款的到期期限加上其承诺日期。该图表示根据原始借款条件，贷款将何时到期，尽管许多贷款已经重新安排（通常涉及贷款宽限期和/或到期日的延长）。MOFCOM无息贷款承诺（通常没有可靠的偿还预期）不包括在计算中。

这一切在实际意义上意味着什么？这意味着南方国家借款人中，越来越多的人正在向北京支付大额债务服务费（这些费用大部分以美元计价），而此时利率上升、美元走强、本地货币贬值、全球增长放缓。许多借款人手头没有足够的硬通货来履行还款义务，尤其是在基于LIBOR利率的贷款上，这些利率在2022年1月至2023年9月之间上涨了5.5个百分点[125]。

这也意味着北京发现自己处于一个陌生而不舒服的角色——作为世界上最大的官方债务收取者。中国一些国家赞助的小报和研究机构试图将批评归咎于美联储导致LIBOR利率大幅上涨（例如，Xueqing 2022; Qing 2023）[126]。然而，这个立场将很难辩护。当北京决定将LIBOR作为其以美元计价的海外借贷计划的核心时（见图2.14），它并不是在美国或任何其他外国势力的要求下这样做的[127]。它是出于自己的目的而这样做的（见2b框）。现在，中国大部分基于LIBOR的贷款的宽限期已经到期，北京正在学习一个艰难的教训：在丰裕时期，大国更容易像商业债权人一样行事，而在困难时期则更难。如果中国是一家商业银行，要求财务困难的低收入和中等收入借款人动用他们有限的美元储备支付日益增加的债务服务费将更容易。

然而，中国是一个全球超级大国，必须平衡各种竞争性权益，包括声誉风险和偿还风险（有关这一关键紧张和权衡的更多信息，请参见第4章）。

紧急救援贷款的崛起与基础设施项目贷款的下降

中国的海外贷款计划已经成为“一带一路”（BRI）的代名词，其中包括陆上的“一带”（道路、铁路、港口和管道项目），旨在从中国延伸到中亚和欧洲，以及“海上丝绸之路”，旨在通过在印度洋沿岸地区建设深水海港项目，将中国与南亚、东南亚、中东和非洲连接起来。然而，AidData智库的GCDF数据集3.0版本强调了不要混淆中国的旗舰全球基础设施倡议与其海外贷款计划的重要性。[128]

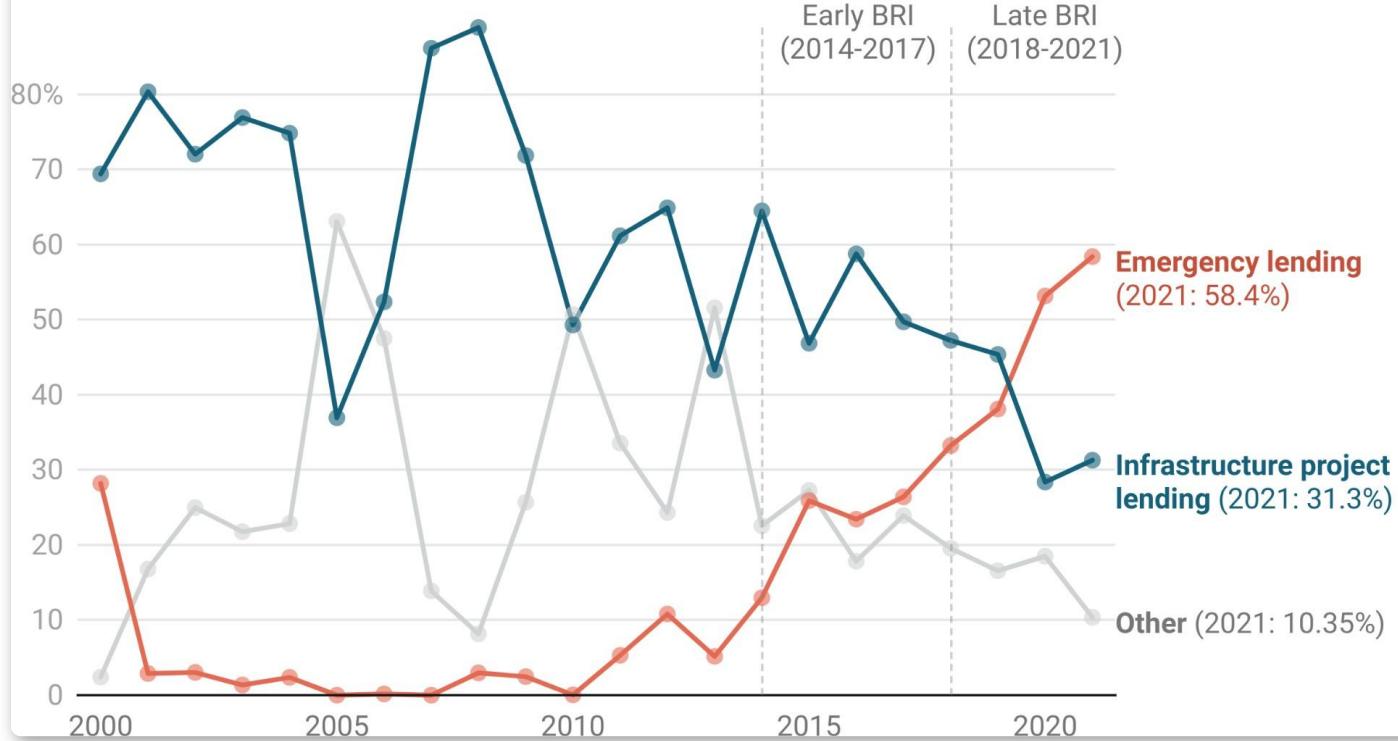
在“一带一路”之前的时期（2000年至2013年），北京为低收入国家和中等收入国家的基础设施项目提供了大量信贷。[129]总体而言，AidData的GCDF数据集3.0版本在这个14年期间确定了2217个贷款项目，价值6280亿美元。[130]这些项目中有66%（价值4120亿美元）旨在建设、修复、扩建或维护物理基础设施。[131]然而，图2.6和A13提供的证据表明，自“一带一路”启动以来，中国对低收入国家和中等收入国家的海外贷款中，用于支持基础设施项目的比例急剧下降。[132]这在“一带一路”早期（2014年至2017年）和“一带一路”后期（2018年至2021年）都是如此。

基础设施项目贷款承诺占对低收入国家和中等收入国家的总贷款承诺的比例从2014年的65%下降到2017年的50%，2018年的49%，以及2021年的31%。

图2.6

Composition of China's loan portfolio by financial instrument

Percentage of official sector lending from China to low- and middle-income countries



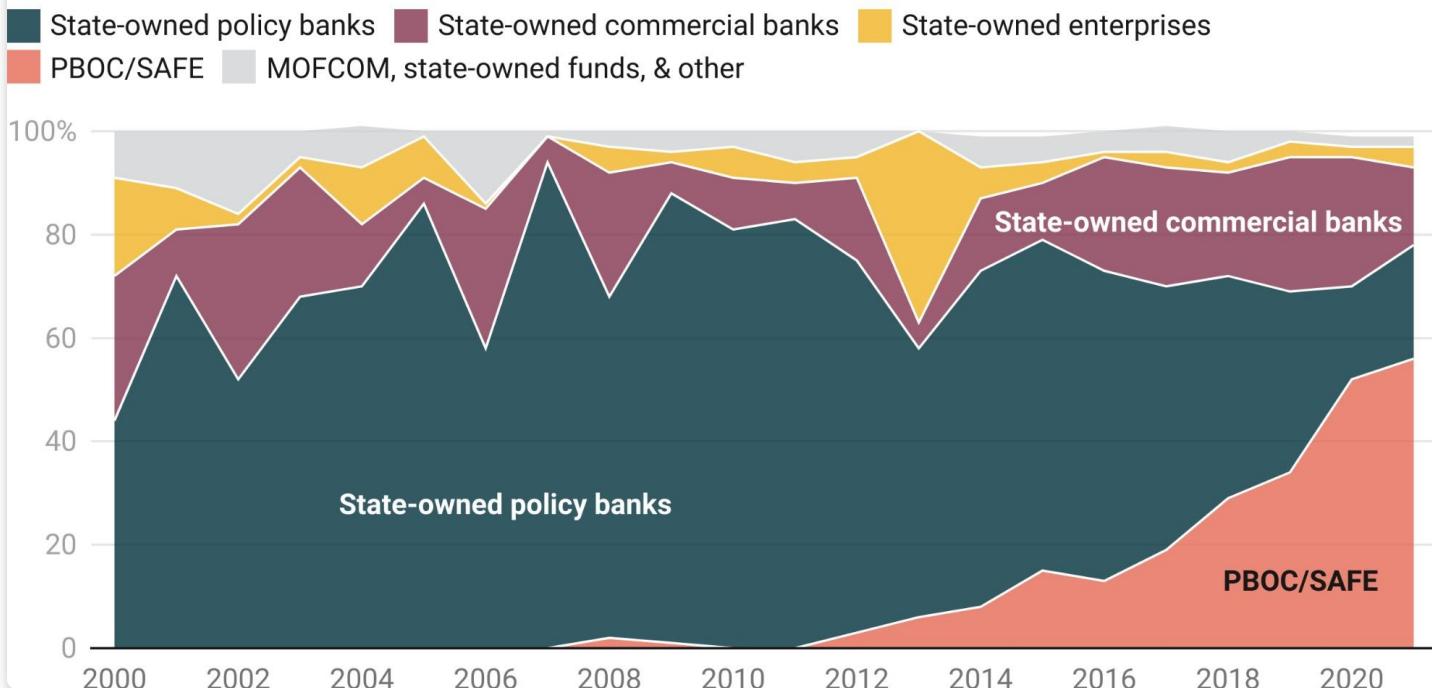
注：有关如何衡量基础设施项目贷款的详细信息，请参见脚注131。

考虑到北京并没有大幅缩减其对低收入国家和中等收入国家的海外借贷规模，那么在减少“一带一路”项目借贷的同时，它是如何继续向发展中国家提供创纪录的贷款金额的呢？图2.6给出了一个明确的答案：北京在减少基础设施项目借贷的同时，加大了紧急救助借贷活动。[133]在2013年，“一带一路”实施的第一个完整年份之前，紧急救助借贷仅占中国对低收入国家和中等收入国家的海外借贷的5%。到2021年，中国对低收入国家和中等收入国家的海外借贷中，58%是紧急救助借贷。[134]中国人民银行（PBOC）——中国的中央银行——是国际紧急救助借贷业务中最重要的金融机构，这解释了为什么到2020年，它在北京的低收入国家和中等收入国家借贷组合中扮演了主导角色（见图2.7）。[134]

图2.7

Composition of China's loan portfolio by creditor category

Percentage of official sector lending from China (in constant 2021 USD) to low- and middle-income countries



2023年3月，AidData、世界银行、哈佛肯尼迪学院和基尔世界经济研究所的研究人员发表了一项研究，解释了为什么北京在22个国家进行了价值近2500亿美元的紧急救助借贷操作（Horn等人，2023a）。[135]他们发现，这些操作大多发生在“一带一路”参与国，这些国家对中国银行和公司的（基础设施项目）债务水平较高。他们还发现，北京的救助资金主要用于处于困境的政府借款人，这些借款人的外汇储备水平较低，信用评级较弱。

图2.8

Chinese emergency rescue lending by countries' level of debt exposure to China

Average emergency rescue lending commitments from China in each category (constant 2021 USD millions)



注：根据2000年至2021年中国官方部门对非紧急贷款承诺的总额，将三个类别（对中国的高、中、低债务敞口）按国家进行排名构建。未收到任何非紧急贷款承诺的国家不计入计算。平均紧急救助贷款承诺的计算不包括用于再融资到期债务的短期“展期”设施（见附录中的2c和A-3节）。

AidData的GCDF数据集3.0版本提供了一个机会，可以进行基本的复制实验，其中包括四年的额外数据（2018-2021年），对2000-2017年的数据进行了大幅修订，并对中国的项目、基础设施项目和非紧急贷款活动进行了更精确的测量。在图2.8中，我们重现了Horn等人（2023a）研究中的图5，并使用更新的紧急和非紧急贷款承诺数据，确认中国的国际紧急贷款业务集中在2000年至2021年间向中国积累大量非紧急目的债务的国家中。[136]我们还可以确认，从中国获得紧急救助贷款的每个国家都是“一带一路”倡议的参与国。[137]在表2.2中，我们复制了Horn等人（2023a）研究中的表A4，并

确认中国的紧急救助贷款是在储备低和借款人信用评级非常低的时候发放给主权国家的。[138]相比之下，我们发现中国的项目贷款和基础设施项目贷款是在借款人信用评级相对较高和储备充足率较高的时候发放的。[139]所有这些发现与Horn等人（2023a）的发现一致，并支持他们对北京危机管理响应的描述，即“一带一路上的救助”。[140]

表2.2

不同中国贷款类型的受援国的平均主权风险评级和外汇储备

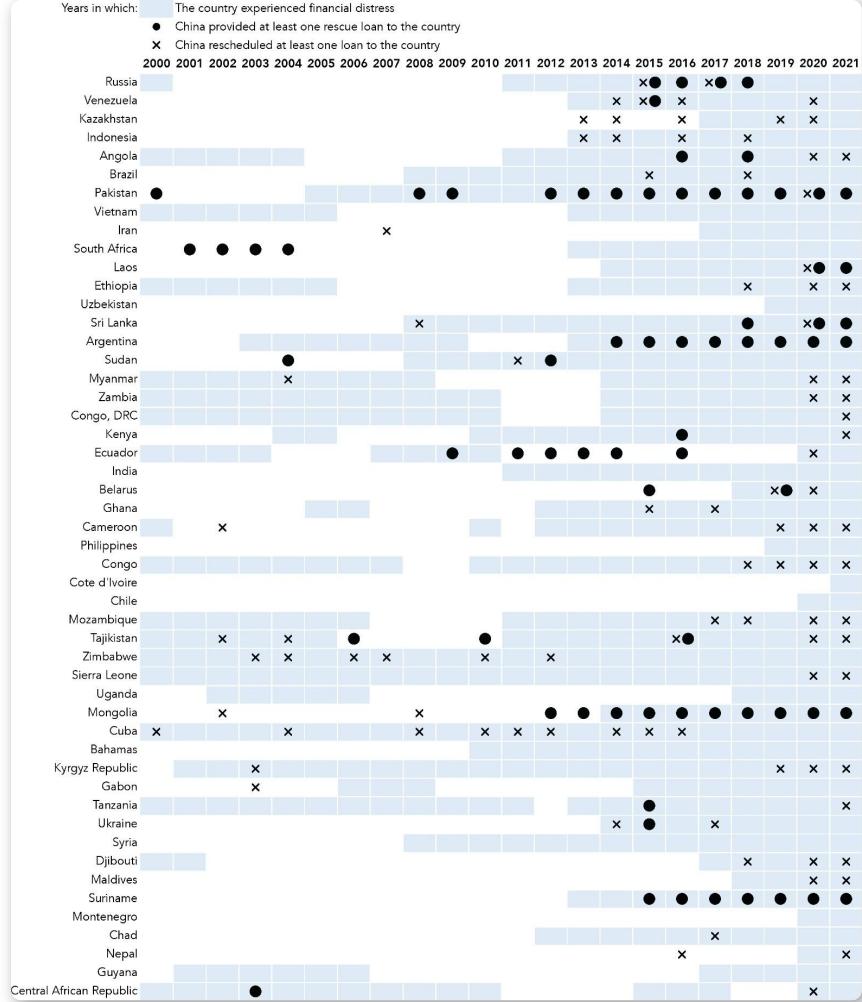
贷款类型	平均主权风险评级	Moody's评级	Fitch评级	S&P评级	外汇储备（进口月份）
救援贷款	5.7	Caa1	CCC	CCC+	4.7
项目贷款	9.4	Ba3	BB-	BB-	6.2
基础设施项目贷款	9.2	Ba3	BB-	BB-	5.9

注：该表格呈现了2000年至2021年间从中国获得紧急救援贷款、项目贷款和基础设施项目贷款的国家的平均主权风险评级和外汇储备水平（以进口月份计算）。这些平均值是根据AidData的GCDF数据集3.0版本中紧急救援、项目和基础设施项目贷款的承诺金额加权计算得出的。关于外汇储备的数据是从世界银行的《世界发展指标》中提取的。主权风险评级数据是根据世界银行的*sovrate*指数，使用Séri（2021年）的换算比例得出的。*Sovrate*是一种从0到21变化的还款风险指标，得分越高表示主权信用风险水平越低（Kose等，2022年）。

在图2.9中，我们进一步分析。我们首先使用我们在第1章中引入的国家-年度级别的财务困境度量来确定在2000年至2021年间经历过财务困境的北京50个最大的低收入国家和中等收入国家借款国\ [141]。然后，我们确定了北京在财务困境发生和持续期间提供紧急救援贷款和债务重组（现金流救济）的时间。

图2.9

2000-2021年，处于财务困境的前50名借款人的救助贷款和债务重组事件



注：该图提供了国家在经历财务困境时（蓝色阴影）中国提供救助贷款（圆圈）和中国重组现有贷款偿还（X）的时间线概述。圆圈表示中国在该年向相应国家提供了至少一笔救助贷款，X表示中国在该年至少为相应国家重组了一笔贷款。此列表中的国家代表了截至2021年累计贷款组合规模最大的前50名负债国家。有关如何修改财务困境指数以区分偿还风险和偿还风险缓解措施的详细信息，请参见脚注141。

图2.9显示，中国83%的紧急救助贷款（包括短期“展期”设施）是在借款人处于财务困境时发放的。^[142]同样，中国80%的债务重组发生在参与国家的借款人经历财务困境时。^[143]图2.9还提供了证据，表明北京一再将债务重组和紧急救助贷款针对的是与中国债务敞口较高的同—带一路参与国家。^[144]这些资金流动救济努力的连续性表明，北京的最大借款人可能不仅面临短期流动性问题，还面临长期偿债能力问题。

这些结果的另一个重要含义是，中国越来越像一个国际危机管理者。它有效地为参与“一带一路”倡议的财政困难的主权国家创造了一个安全网，同时也为高度暴露于中国债权人风险的国家提供了差异化的处理方式^[145]。对于高风险国家，中国提供了新的资金（通过国际收支支持），而对于低风险国家，中国提供了现金流减轻（通过债务重组），但没有提供新的资金（Horn等人，2023a, 2023b）^[146]。这些行动与我们之前描述的“北京正在撤退”的说法难以调和。

从以美元计价的双边贷款转向以人民币计价的双边贷款

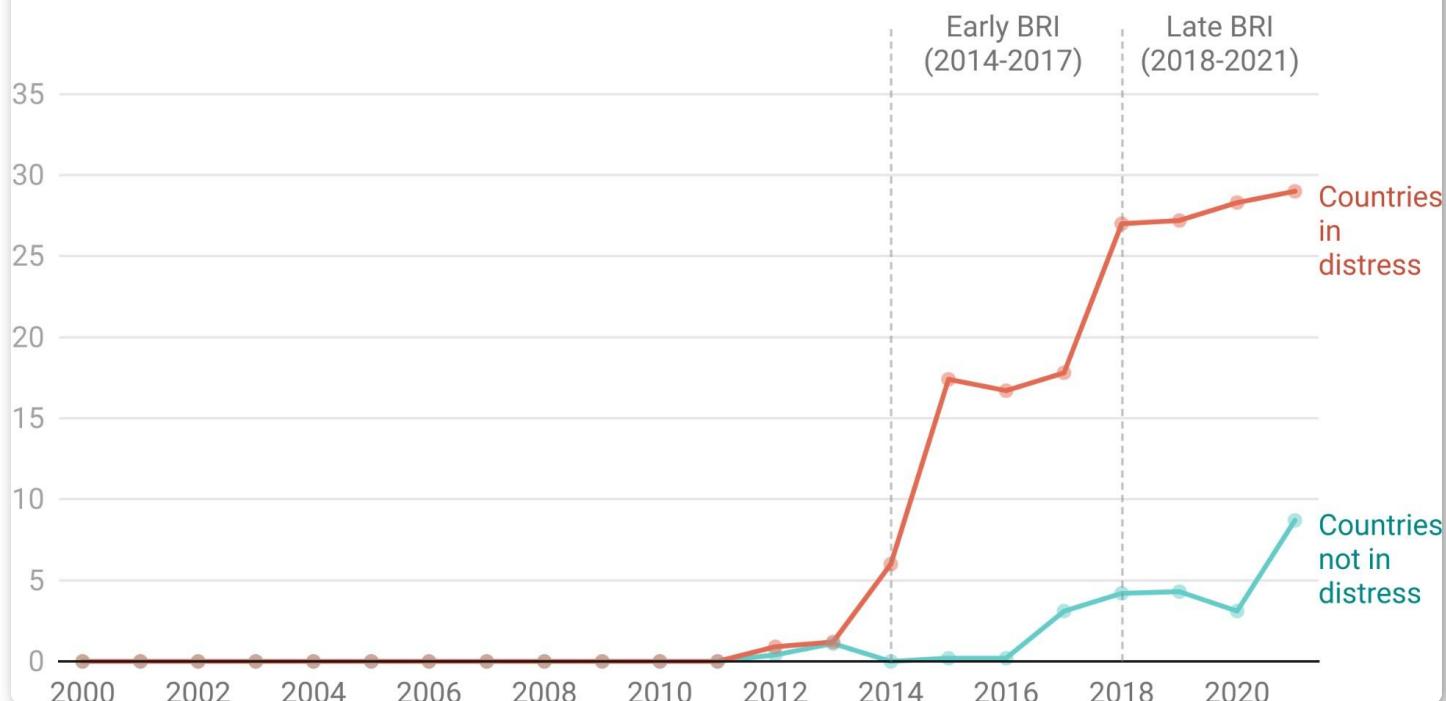
正如我们在第2章的第1节中指出的那样，中国在2008年全球金融危机之后大幅增加了对外以美元计价的贷款活动。第1章的图表1.2显示，中国向低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款承诺在2008年至2009年之间出现了单年最大的增长，图表2.2提供的证据表明，几乎所有这些承诺都是以美元计价的。

但是，AidData的GCDF数据集的3.0版本还提醒我们，在2008年全球金融危机之后发生了三个额外的变化。首先，中国国有债权人在2013年“一带一路”倡议宣布之前已经持有大量的困扰的以美元计价的债务（参见图表1.8和A4）。其次，从2013年开始，美元在中国海外贷款组合中的重要性逐渐下降：以美元计价的新贷款承诺的比例大幅下降，从2013年的93%下降到2021年的44%（参见图表2.2）。以美元计价的贷款被以人民币计价的贷款所取代：以人民币计价的新贷款承诺的比例从2013年的6%飙升至2021年的50%（参见图表2.2）。第三，北京发行的以人民币计价的贷款主要是向处于财务困境的国家提供的紧急援助贷款（参见图表2.9、2.10和A15）。[147]

图表2.10

RMB-denominated rescue lending to countries in and not in financial distress

Official sector loan commitments (in constant USD 2021 billions) from China to LICs and MICs



注：为了确定一个国家在某一年是否经历了财务困境，我们使用了第1章的框1a中描述的二进制指标。

一方面，这个战略是有道理的。在20世纪30年代和二战后，美国成为了一个主要的国际最后贷款人，通过美联储、美国财政部的汇兑稳定基金和美国出口-进口银行向拥有大量美元债务的借款人提供以美元计价的紧急救助贷款，这些活动帮助美元最终成为储备资产和国际金融交易的主要货币。现在，中国国有政策性银行、国有商业银行和国有企业对海外借款人的敞口水平很高，这些借款人正在违约或濒临违约，而中国人民银行作为保护中国金融部门健康和国际化人民币的机构，正在加大紧急救助贷款的提供，以确保其海外借款人有足够的流动性来继续偿还债务给中国债权人。

另一方面，中国人民银行提供人民币救助贷款的决定令人困惑，因为被救助的借款人更需要美元而不是人民币来偿还他们欠中国债权人的债务。一个可能的解释是，中国人民银行正在遵循温斯顿·丘吉尔的建议，“永远不要浪费一场好危机”。多年来，中国人民银行一直试图国际化人民币，但由于资本管制严格以及境外人民币债券市场不够深入和流动，进展不大[148]。然而，全球南方国家债务困扰的上升潮使得两组国家更愿意增加他们的人民币储备：（1）面临严重流动性和/或偿债能力问题的国家，希望避免向传统的最后贷款人（国际货币基金组织）借款，因为担心繁重的政策条件（如委内瑞

拉、白俄罗斯和老挝)；以及(2)面临严重流动性和/或偿债能力问题的国家，已决定寻求国际货币基金组织的支持，但需要额外的支持以保持生存(如阿根廷、蒙古和斯里兰卡)[149]。

自2013年以来，为什么中国人民银行向这两组国家提供人民币计价的紧急救助贷款？对于第一组国家而言，这样做的逻辑似乎相对简单：人民币计价的紧急贷款的收益可以用来偿还之前与中国债权人签订的人民币计价贷款。对于第二组国家，北京的意图是模糊和难以理解的。但是，阿根廷最近发生的事件可能提供了一些线索。2023年年中，该国央行(BCRA)的美元储备持有量危险地降低，急需桥接资金以避免违约其与国际货币基金组织(IMF)达成的440亿美元贷款协议的还款义务。人民银行挺身而出，帮助BCRA在2023年6月、2023年7月和2023年10月向IMF进行了三笔大额债务服务支付(Nugent 2023a、2023b；Do Rosario 2023b；Do Rosario and Strohecker 2023)。它这样做的方式是允许BCRA使用两国央行之间价值约为93亿美元的人民币互换额度下的人民币提款。BCRA能够使用人民银行的短期人民币互换债务偿还IMF的债务，而不会动用其美元储备(do Rosario and Otaola 2023)，原因有两个：(1)货币是可替代的，(2)IMF贷款可以用多种货币偿还(包括美元、欧元、人民币、日元、英镑和特别提款权)。换句话说，BCRA用人民币偿还了其对IMF的债务，这使其能够保持其美元储备[150]。阿根廷的案例还引起了一个独立但密切相关的关注：北京对确保其最大的借款人不会耗尽其对中国债权人的美元计价债务的美元储备持有量具有全面的利益[151]。

人民银行愿意充当国际最后贷款人的意愿表明，它可能正在试图一箭多雕：保护其最大借款人的美元储备，鼓励更多使用人民币进行跨境交易，并为人民币最终实现全球储备货币地位奠定基础[152]。人民银行在帮助国际货币基金组织最大的借款人以人民币偿还债务方面发挥了重要作用，这也表明前美国财政部长拉里·萨默斯在被问及去美元化风险时可能过于乐观，他回答说：“你不能用什么东西来取代什么东西。欧洲是一个博物馆，日本是一个养老院，中国是一个监狱。我们不需要担心这些货币对我们构成重大威胁。”[153]

第三节：北京在危机时期应对偿还风险的方法——愚我一次，可耻；愚我两次，可恨。

在本章的下一节中，我们分析了AidData智库的GCDF数据集的3.0版本，以更好地了解北京是如何寻求降低其海外贷款组合的风险的。我们看到中国国有贷款机构正在采取以下风险缓解措施：

1. 清理托管账户中的现金
2. 提供短期现金流缓解，以换取托管账户的补充
3. 提供更高利率、更短偿还期限、更多保障和更严厉的违约处罚的贷款
4. 对具有高和低偿还风险的借款人采取差异化的方法
5. 缩减双边贷款业务，并通过联合融资和多边化来扩大贷款业务的规模

风险缓解策略1：清理托管账户中的现金

2021年3月，AidData、全球发展中心(CGD)、基尔世界经济研究所和彼得森国际经济研究所(PIIE)的研究团队发表了一项名为《中国如何借贷》的研究，该研究表明中国国有贷款机构更倾向于选择不需要通过昂贵、耗时且不确定的司法程序来变现的抵押品来源(Gelpern等，2021年，2022年)。具体而言，该研究发现中国国有贷款机构更喜欢以他们控制并可以单方面扣款的托管账户中的外币存款作为抵押品(而不需要通过启动司法程序来追回逾期债务或变现实物资产)。该研究还发

现，借款人通常需要在一种特殊类型的托管账户（称为“偿还储备账户”或“债务服务储备账户”）中保持最低现金余额，该余额相当于一年的本金和利息偿还额。

在该研究发表时，没有确凿的证据表明借款人遵守了这些托管账户的条件。中国贷款机构也没有确凿的证据表明他们清理了这些托管账户中的现金以应对海外借款人的未付款或逾期付款。GCDF数据集的3.0版本提供了这样的证据。[154]

表2.3

与中国进出口银行、国家开发银行和工商银行相关的代管账户余额示例

国家	贷款方	借款方	代管账户的总现金余额（最大值）	相应贷款
坦桑尼亚	中国进出口银行	财政部, TPDC	6030万美元	9.2亿美元（2012年），2.75亿美元（2012年）
几内亚	工商银行	中央政府	7635万欧元	55.94亿欧元（2018年）
刚果共和国	中国进出口银行	中央政府	3.38亿美元	在16亿美元（2006年）和10亿美元（2012年）框架协议下的约20笔贷款
苏里南	中国进出口银行	中央政府, Telesur	930万美元	9840万美元（2016年）
加纳	国家开发银行	中央政府	7120万美元	8.5亿美元（2012年），1.5亿美元（2013年），2.106亿美元（2019年），1.855亿美元（2019年）
马拉维	工商银行	马拉维储备银行	3200万美元	6600万美元（2021年）
缅甸	国家开发银行	缅甸石油天然气企业	7710万欧元（按等值）	4.527亿欧元（2010年）
津巴布韦	中国进出口银行	财政部, KHPC	1720万美元	3.19亿美元（2013年）
安哥拉	国家开发银行	财政部	15亿美元	150亿美元（2015年）
肯尼亚	中国进出口银行	国家财政部, 肯尼亚铁路公司	2.5亿美元	19亿美元（2014年），16亿美元（2014年）
厄瓜多尔	国家开发银行	财政部	1.13亿美元	10亿美元（2010年）

国家	贷款方	借款方	代管账户的总现金余额（最大值）	相应贷款
加纳	中国进出口银行	中央政府	2.72万美元	2.935亿美元（2007年）
津巴布韦	国家开发银行	Econet Wireless Zimbabwe	1240万美元	9300万美元（2014年）
博茨瓦纳	工商银行	BPC	3300万美元	8.25亿美元（2009年）
赞比亚	国家开发银行	DBZ	600万美元	3000万美元（2015年）

表2.3提供了与中国进出口银行、国家开发银行和工商银行贷款相关的托管账户现金余额的示例，涉及15个国家。关于这些余额，有几个重要的要点需要记住。首先，尽管有证据表明借款人在与中国贷款协议中未遵守托管账户条件，但遵守似乎是常态而非例外。受此条件约束的借款人通常保持足以支付1至3个半年本金和利息支付成本的托管账户现金余额。这些金额通常相当于托管账户支持的贷款面值的5-10%。其次，根据贷款在其寿命周期内的实际或预期未偿金额的不同，最低现金余额和最高现金余额要求的变化是常见的。现金余额（要求）通常在宽限期内最低，此时贷款尚未完全发放，并且在贷款完全发放但未进行还款时最高。一些中国贷款人允许借款人随着还款的进行和未偿总额的减少逐步减少其托管账户中的现金金额，但并非所有贷款人都允许这样做。[155]

第三，尽管“每年1至3次半年期债务偿还”是一个经验法则，但最低现金余额要求可以根据借款人的风险状况和/或贷方的风险敞口进行调整[156]。例如，中国国有债权人可能采用“整体组合方法”来弥补对高风险借款人的高风险敞口。中国进出口银行与刚果布拉柴维尔政府的抵押贷款安排就是一个例子。借款人被要求在一个离岸、由贷方控制的托管账户中保持相当于其多个中国进出口银行贷款协议下的未偿债务总额的20%的最低现金余额（République du Congo 2018）。AidData的GCDF数据集的3.0版本表明，刚果当局在很大程度上遵守了这一要求：他们在中国进出口银行控制的托管账户中的现金余额分别为2017年的3.38亿美元和2020年的2.666亿美元（157）[157]。第四，尽管中国国有债权人要求借款人在托管账户中划定的外币金额在正常时期可能不足以产生重大影响，但这些资金的重要性在金融困境期间可能会增加，当借款人缺乏硬通货并寻求与多个债权人进行协调的债务重组时。非中国债权人通常无法获得专门为他们使用的外币，并且他们担心（有些担心是有道理的）中国债权人通过要求借款人授予他们访问其他债权人缺乏的现金担保，将自己置于偿还队列的前列（并且可以在一瞬间单方面扣款）。

因此，除非所有债权人同意遵守所谓的“相同待遇”原则，即确保在分配金融损失时有合理的负担分担，否则他们可能不愿意参与协调的债务重组（Buchheit和Gulati 2023）[158]。

在我们对构成数据集的主要来源（包括托管账户协议、还款机制协议和借款机构的审计财务报表）进行审查时，我们还发现中国债权人已经采取了几种不同的保障措施（或者称为“防线”），以最大限度地减少这些托管账户无法实现其预期风险缓解目的的风险。第一个保障措施是要求借款人通过将已经处于其支配下的资金存入还款储备（或DSRA）账户来满足其最低现金余额要求（而不是项目收入，在项目贷款刚发放时通常是微不足道或不存在的）。第二个保障措施是在提取资金后，还款储备

(或DSRA) 账户的自动补充。在中国债权人、借款人和托管账户银行之间的典型托管账户协议中，如果借款人未能按时支付本金和/或利息，并且债权人从还款储备账户中划走现金（以满足其按时偿还的愿望），托管账户银行有责任立即从另一个托管账户中补充现金到还款储备账户中，这个账户通常被称为“收入账户”或“销售收款账户”。中国债权人通常要求借款人将所有项目收入或由项目支持的基础设施资产（例如收费公路、机场、电信网络）所产生的所有收入存入这个额外的托管账户 [159]。在某些情况下，中国债权人还会进一步要求将借款机构的所有收入的固定百分比存入收入账户 [160]。第三个保障措施是中国债权人通常拥有冻结收入账户的独家权力。

未经借款人同意，冻结账户并阻止借款人提取资金。[161] 第四项保障是，如果发生利息或本金未付款的情况，根据大多数托管账户协议的条款，中国债权人有权“自行支付”，从还款储备账户和/或收入账户中提取等额现金（无需借款人同意）。[162]

GCDF数据集的最新版本还提供了证据，即当借款人违约偿还义务时，中国债权人确实通过单方面从为风险缓解目的而设立的托管账户中提取现金来“自付”。例如，中国进出口银行在2016年向苏里南政府和苏里南国有电信公司Telesur发放了9840万美元的贷款，用于国家宽带网络项目[163]。作为现金担保的来源，债权人要求借款人在贷款宽限期内在美元还款储备账户中保持至少290万美元的最低余额（相当于一年的总应付利息或两次半年利息支付），并在贷款还款期内保持930万美元的最低余额（相当于一年的总应付本金或两次半年本金支付）。它还要求Telesur将其组织资金（包括国家宽带网络项目的宽带用户收入）的至少50%存入本地货币收入账户。然后，在COVID-19大流行期间，苏里南政府在2020年和2021年多次违约其主权债务义务。到2021年底，苏里南政府对中国进出口银行的本金和利息拖欠总额约为6100万美元（IMF 2021）。然后，在2022年2月，苏里南政府和Telesur未按计划支付中国进出口银行国家宽带网络项目的利息。债权人立即从还款储备账户中提取147万美元（一个半年利息支付的货币价值），以支付未付利息的费用。它还指示苏里南当地的托管账户银行（Finabank N.V）立即（a）阻止Telesur访问本地货币收入账户，并（b）用收入账户中的资金补充还款储备账户[164]。这些行动对国内和国际原因都产生了重大影响。拒绝让国有电信公司获得至少50%的组织资金的决定引发了当地利益相关者的质疑，为什么一个外国债权人拥有如此特殊的权力。中国进出口银行通过执行从一个离岸、由债权人控制的托管账户中的现金清算来支付自己的行为也引发了争议，因为苏里南政府当时正在与其所有主要外部债权人协调债务重组，其中许多人并不知道中国进出口银行有权访问被隔离的外币储备（并且以为苏里南政府资金短缺，无法偿还任何外部债权人的贷款）[165]。

大部分这些现金清算都是秘密进行的。这些清算非常难以监控，因为借款人从通常设在借款国境外或借款国内但超出国内监管机构（如审计长和议会公共账目委员会）直接监督范围的托管账户中扣除现金[166]。此外，授予中国债权人进行这些现金清算的法律协议实际上是“附加协议”。

几乎从不在中国贷款人与海外借款人之间的贷款协议中明确规定进行现金清算的权限，这些协议更容易被国内监督机构获得。相反，与中国国有债权人的贷款协议通常交叉引用另一份协议，通常被称为“账户管理协议”，“托管账户协议”或“还款机制协议”，授予贷款人这种权限。财政部很少向行政部门的审计员、立法部门的监督者或国际组织（如IMF）披露这些附属协议，除非他们被迫这样做。这些协议被保密是有目的的：在官方债权人中，抵押贷款人控制的托管账户上的现金存款是罕见的，因此（主权）借款人不愿意透露他们已经授予这些杠杆（债务优先权）给中国国有债权人而不是其他官方债权人。在极少数情况下发现现金清算时，对于一个陷入困境的主权国家来说，要让所有主要债权人参与由“相同待遇”原则管理的协调债务重组变得更加困难。如果一些债权人有追索权访问外汇的特定来源，而其他债权人没有，主权借款人遵守“相同待遇”原则的承诺将变得不太可信。[167]

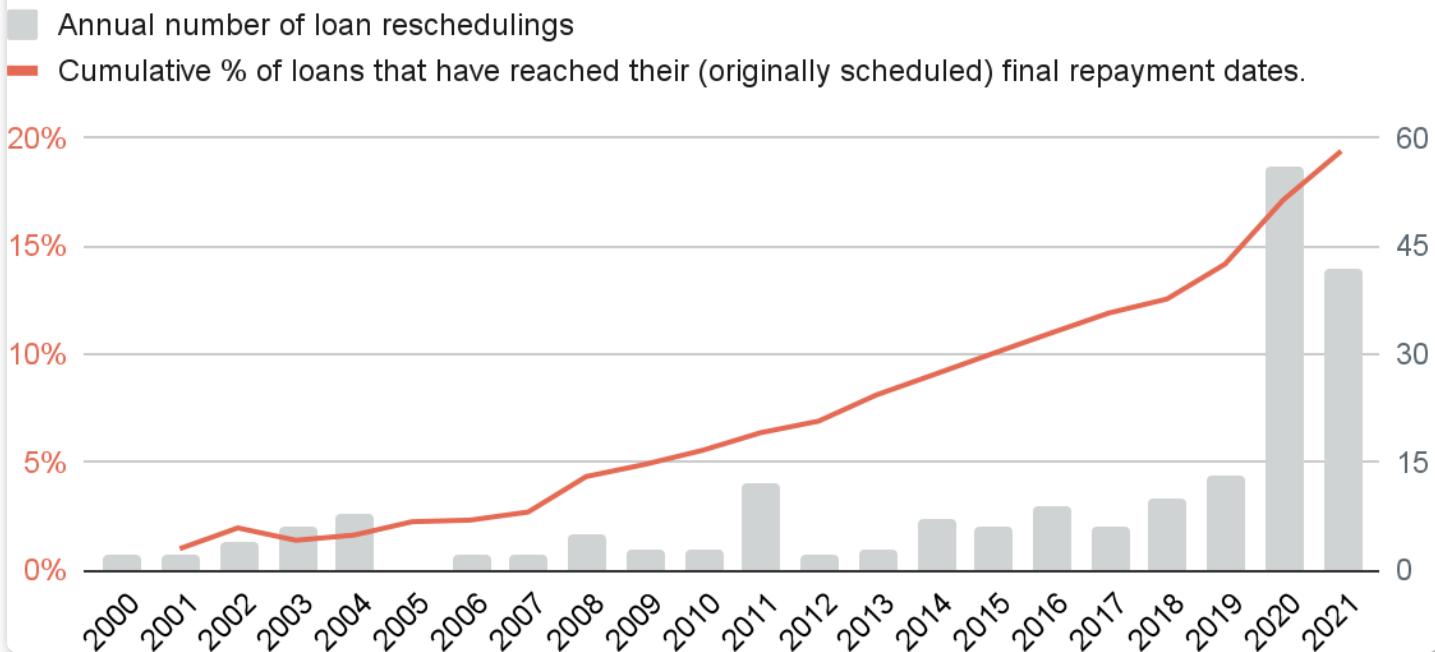
风险缓解策略2：提供短期现金流缓解以换取托管账户补充

图2.11显示，我们已经进入了一个“债务重组泛滥”的新时代。GCDF数据集的3.0版本记录了2020年和2021年中国进行的98次债务重组，这比罗迪姆集团数据库中同一时期记录的中国债务重组数量翻了一番 (Mingey和Wright 2023)。与此同时，中国对低收入国家和中等收入国家的债务重组数量与中国低收入国家和中等收入国家贷款组合中已经达到(原定)最终还款日期的贷款比例呈同步增长趋势(见图2.11)。它们大部分也发生在财务困境的国家(见图2.9和2.12)。

图2.11

Percentage of loans that have reached maturity and number of loans rescheduled

Official sector loans from China to LICs and MICs (count)

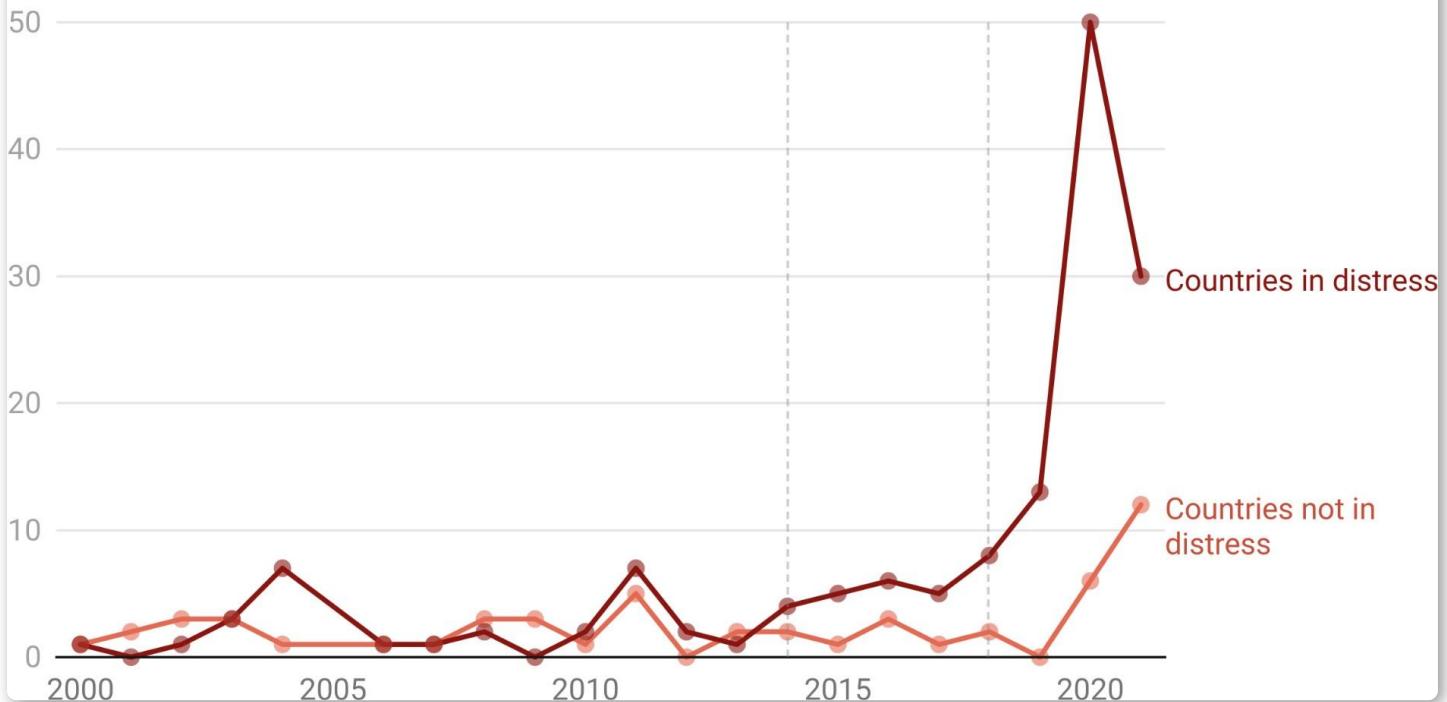


注：为确定每笔贷款何时到期，将每笔贷款的到期期限加上其承诺日期。该图表示根据原始借款条件，贷款何时达到最终到期日，尽管许多贷款已经进行了重组(通常涉及贷款宽限期和/或到期期限的延长)。MOFCOM的无息贷款承诺(通常不具备可信的偿还预期)不包括在计算中。

图2.12

Loan reschedulings for countries in and not in financial distress

Annual number of reschedulings of official sector loans from China to LICs and MICs



注：为确定一个国家在某一年是否经历了财务困境，我们使用了第1章中的Box 1a中描述的二元度量。有关如何修改财务困境指数以区分偿还风险和偿还风险缓解努力的详细信息，请参见脚注141。

这些实证模式凸显了中国海外借款人资金不足以偿还债务，并需要债务减免的事实。北京是如何应对这一挑战的呢？AidData的GCDF数据集3.0版本显示，中国的债权人通常愿意推迟几年的本金和/或利息支付，从而为借款人提供短期现金流缓解（即“喘息空间”）[168]。然而，作为国家的利益最大化代理人，中国的债权人最终关注的是保护底线[169]。因此，他们通常不愿意在净现值（NPV）方面承担重大的财务损失[170]。

AidData的GCDF数据集3.0版本还揭示了在与中国债权人进行债务重组谈判时，托管账户再充值在其中起到的关键作用。一旦借款人未能履行还款义务，其中国债权人已经耗尽了还款储备账户

(DSRA) 中的资金，中国债权人通常会指示托管银行 (a) 立即从收入（销售收款）账户中补充资金到该账户，并 (b) 阻止借款人从收入（销售收款）账户中提取任何款项。然而，这种方法并不是百分之百可靠，因为财务困境的借款人可以停止向收入（销售收款）账户存款，从而消除中国债权人的第二道防线。因此，随着越来越多的借款人寻求债务减免，中国债权人要求在短期现金流缓解的交换条件下提供可靠的保护，以防止（另一次）违约。

安哥拉政府与中国国家开发银行在2020年的债务重组是一个典型案例[171]。2015年末，中国国家开发银行向安哥拉政府发放了150亿美元的贷款，并要求借款人在托管账户中保持至少15亿美元的最低余额作为现金担保的来源。然后，由于油价大幅下跌，安哥拉政府面临现金短缺，难以偿还其以美元计价的债务。中国国家开发银行同意将本金支付推迟作为2020年债务重组协议的一部分，并利用托管账户中的现金支付借款人从2020年到2022年的利息支付义务。然而，考虑到托管账户余额在2022年年中几乎耗尽，中国国家开发银行要求借款人在2023年前将账户补充至15亿美元。

风险缓解策略3：提高利率、缩短还款期限、增加保障措施，并对违约采取更严厉的处罚

降低提供优惠信贷是一种减少海外贷款组合风险的方法。从债权人的角度来看，以低于市场利率的条件提供贷款存在多种风险[172]。首先，债权人向借款人提供补贴意味着债权人的投资回报率将低于没有补贴时的水平。其次，大多数优惠贷款的利率较低且固定，因此提供此类贷款的债权人必须承担随着时间推移“资金成本”增加所带来的所有风险[173]。随着“资金成本”的增加（例如，由于同业拆借利率上升或通过发行在资本市场的债券融资成本上升），债权人提供低利率的优惠贷款的动力将减弱。第三，官方债权人提供的优惠贷款的减记（投资者损失）要大得多，相比之下商业债权人提供的贷款要小[174]。因此，如果国家外汇管理局（SAFE）——一个具有自主权将剩余外汇委托给“官方债权人”（如中国进出口银行）或“商业债权人”（如中国银行）的中央政府机构（有关SAFE角色的更多信息，请参见第2b框）——希望降低国家海外贷款组合的风险，它可能会通过限制通过官方债权人提供的优惠信贷的数量，并优先提供通过商业债权人提供的非优惠信贷来最小化未来损失（即，未来保护贷款组合）[175]。

AidData智库报告的3.0版本提供了证据表明，北京确实正在朝着这个方向发展。图A18显示，中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款的加权平均利率从BRI早期时期的4.5%增加到BRI后期时期的5%。与这种向更严格的贷款条件转变一致，加权平均偿还期限（到期日）从BRI早期时期的11年减少到BRI后期时期的6年（见图A19）。加权平均赠款要素——金融优惠性的概括性指标（在附录的A-2部分详细讨论）——在BRI早期时期和BRI后期时期之间下降了9个百分点：从25%下降到16%（见图A20）。[176]

为了判断北京是否在努力控制对跨境信贷的优惠提供，还值得考虑一下它是否增加或减少了两个主要工具的使用，这两个工具是为海外借款人提供优惠贷款的：政府优惠贷款（GCLs）和优惠买方信贷（PBCs）来自中国进出口银行。[177] 图A12提供的证据表明，GCLs和PBCs确实不再受青睐，因为它们在中国对低收入国家和中等收入国家的新海外贷款承诺中所占比例迅速减少（2014年为18%，2021年为3%）。[178]

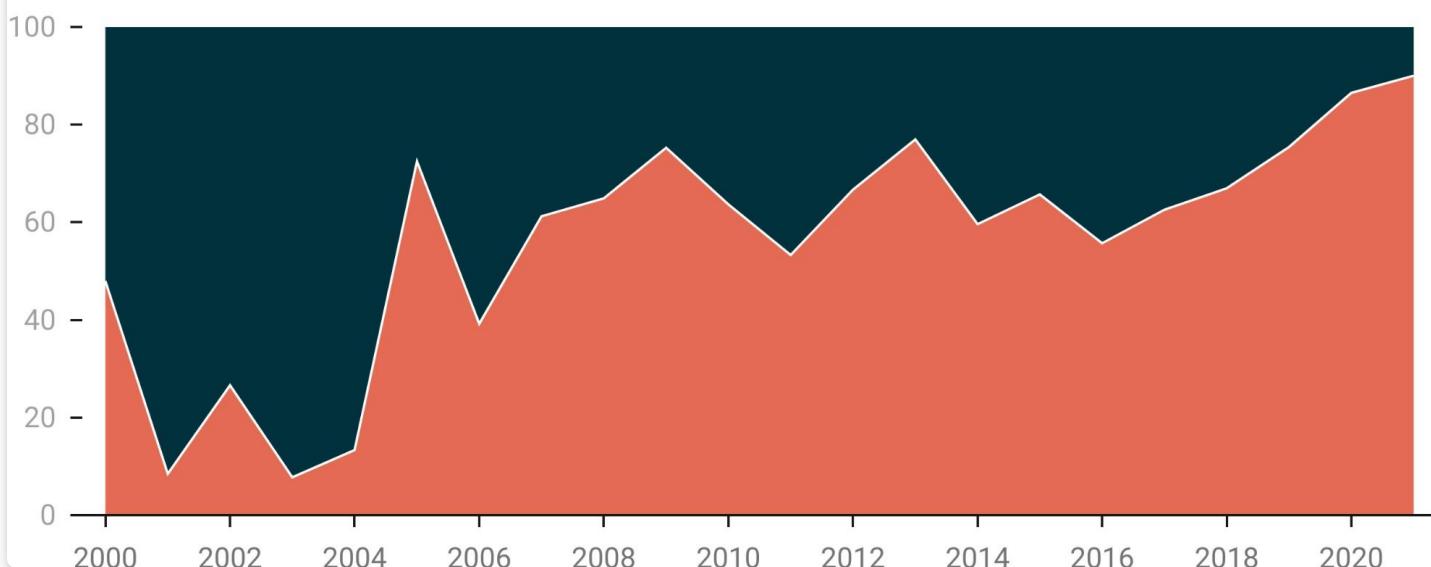
在“一带一路”倡议之前和早期，“国家开发银行”和“中国进出口银行”是北京的“主力”借贷工具。从2000年到2017年，中国进出口银行发行了669个“国家开发银行”和“中国进出口银行”，总价值1210亿美元[179]。所有这些贷款都享有低息贷款和几乎100%的优惠贷款资格，符合经济合作与发展组织-发展援助委员会的测量标准[180]。然而，图2.13提供了从固定利率贷款向浮动利率贷款转变的证据：2014年，中国向低收入国家和中等收入国家借款人的新贷款承诺中，60%的贷款采用浮动利率，到2021年，这一比例增加到90%。这些投资组合水平的汇总统计数据表明，正在努力将更多风险从贷款人转移给借款人。基于风险的贷款定价模型通常依赖于浮动利率，而浮动利率又基于市场浮动参考利率，如伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）或欧洲银行间同业拆借利率（EURIBOR），以及考虑借款人风险概况的溢价。同时，需要牢记的是，国家外汇管理局已经要求中国国有银行在可接受的风险水平内最大化投资回报，而当浮动市场利率上升并推高贷款机会成本时，通过固定利率贷款实现这一目标更加困难（见第2b框）。

图2.13

Percentage of lending portfolio using fixed or variable interest rates

Percentage of official sector lending commitments from China (in constant 2021 USD) to LICs and MICs

Variable Fixed



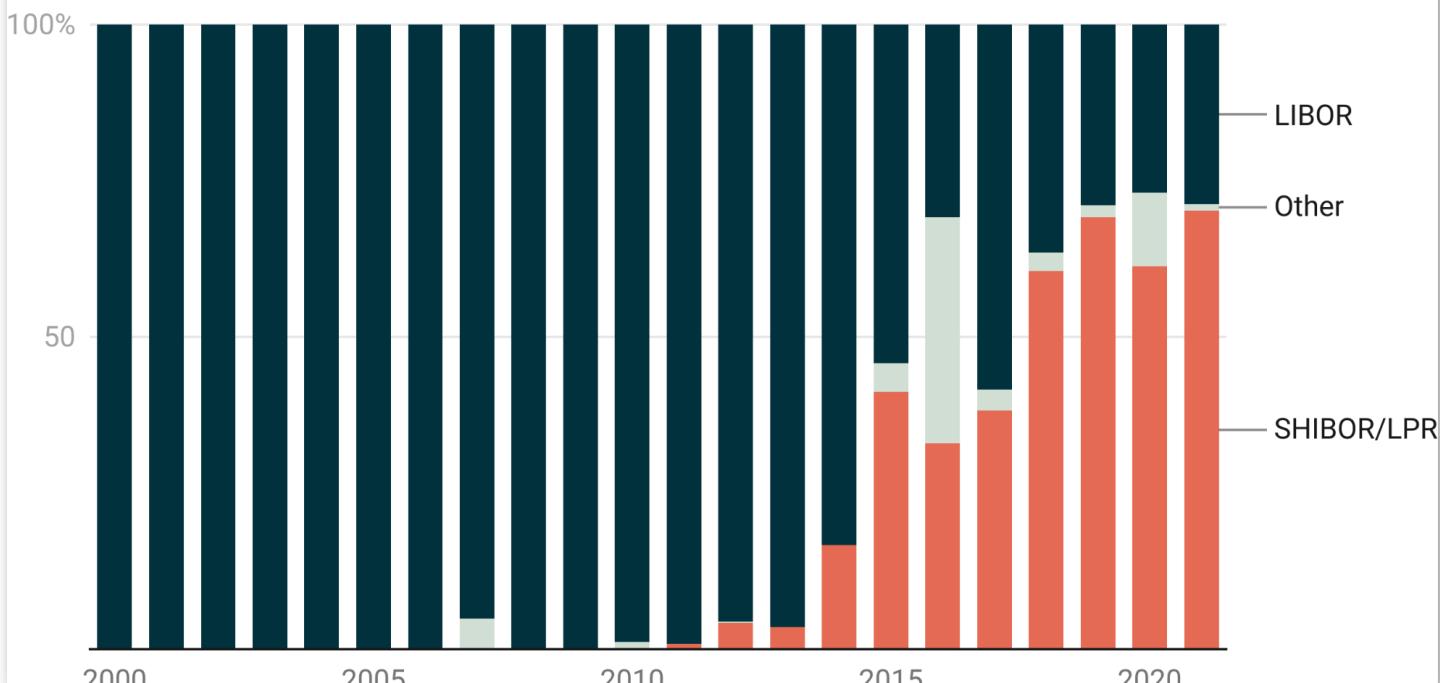
注：中国国有债权人使用的浮动利率基准包括LIBOR、EURIBOR、SHIBOR、BADLAR、CIRR、JIBOR、LPR和BADCOR。我们排除了所有无法确定是否应用固定利率或浮动利率的贷款。

从美元贷款转向人民币贷款，从固定利率贷款转向浮动利率贷款，导致中国对低收入国家和中等收入国家的浮动利率贷款基于LIBOR的比例从2008年的100%急剧下降到2021年的29%。LIBOR的下降伴随着SHIBOR的上升[181]。基于SHIBOR的中国对低收入国家和中等收入国家的浮动利率贷款比例从2008年的0%飙升至2021年的70%[182]。

图2.14

Composition of variable interest rate lending portfolio

Percentage of official sector lending from China (in 2021 USD) to LICs and MICs with variable interest rates, by reference rate



注：LIBOR指的是伦敦同业拆借利率。SHIBOR指的是上海同业拆借利率。LPR指的是中国贷款市场报价利率。“其他”类别包括基于浮动利率的贷款，如EURIBOR、BADLAR、CIRR、JIBOR和BADCOR。

随着时间的推移，投资组合层面上的优惠性质下降的另一个重要原因是，北京一些最大的主权借款人已经将成本较低的债务换成了成本较高的债务。Horn等人（2023a）提供了证据，表明中国的紧急援助贷款的利率超过了借款人现有债务的利率。他们还提供了证据，表明中国的紧急贷款的到期期限非常短（在许多情况下，为1年或更短），尽管这种贷款在达到官方到期日时通常会“展期”（有关此问题的更多信息，请参见第2c框）[183]。因此，从北京获得救助资金进行再融资通常不会减少借款人债务存量的净现值，这凸显了提供新贷款和接受新贷款之间出现的紧张关系：财务困难的借款人希望获得廉价信贷，以帮助他们“渡过难关”，但中国国有债权人不确定他们最大的“一带一路”借款人是否流动性不足或破产，因此在提供额外信贷时会定价较高的违约风险。

Box 2c: 应该将人民银行的紧急流动性支持通过互换额度视为短期债务还是长期债务？

在2016年至2021年期间，人民银行利用其互换额度网络向低收入国家和中等收入国家的央行提供了近1500亿美元的紧急流动性支持（Horn等，2023a）。这些借款给那些追踪外部债权人国际借贷活动和监测发展中国家公共债务风险水平的组织带来了新的测量挑战。

经济合作与发展组织（OECD）的债权人报告系统（CRS）的报告指南规定，“[I]到期日在一年或更短的贷款在DAC统计数据中不需要报告”（OECD 2021: 51）。[184]同样，参与世界银行债务人报告系统（DRS）的政府被要求每年报告其对外债权人的长期债务偿还义务。[185] DRS报告手册中将长期债务定义为“原始合同或延长到期日超过一年的债务 [...]”（世界银行2000: 4）。

根据对现行国际报告规则的狭义解释，人民银行的互换额度借款不应报告给DRS或CRS。几乎所有这些借款都具有法定到期日在一年或更短的特点（即最初计划在12个月内偿还）。然而，从人民银行借款的央行经常看到其最终到期日被延长，或者他们反复获得短期贷款来再融资到期债务。Horn等人（2023a）提供的证据表明，人民银行互换额度借款的实际到期日为3.5年。

DRS的保管人意识到中国人民银行掉期借款的法定到期日和事实到期日之间的差距，以及中国人民银行掉期债务的被低估。2020年10月，他们发出警报，质疑“代表其他中央银行贷款的货币掉期安排是否反映在低收入和中等收入国家的外部债务存量中”（世界银行2020a: 13）。当时，他们澄清了“DRS [...] 认为一年期（中央银行）存款是长期债务”（世界银行2020a: 13）。他们还强调，“债务数据的透明度必须与不断变化的债权人格局以及新的、越来越复杂的类债务工具和数据要求相适应”，其中一个他们的首要任务是“将中央银行存款和货币掉期线纳入DRS数据集”（世界银行2021: 29）[186]。

AidData的GCDF数据集3.0版本涵盖了中国国际救助贷款业务的全部范围。图A14显示，在早期一带一路阶段（8%）和晚期一带一路阶段（34%），中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款中，“展期”紧急救助贷款所占比例逐渐增加。

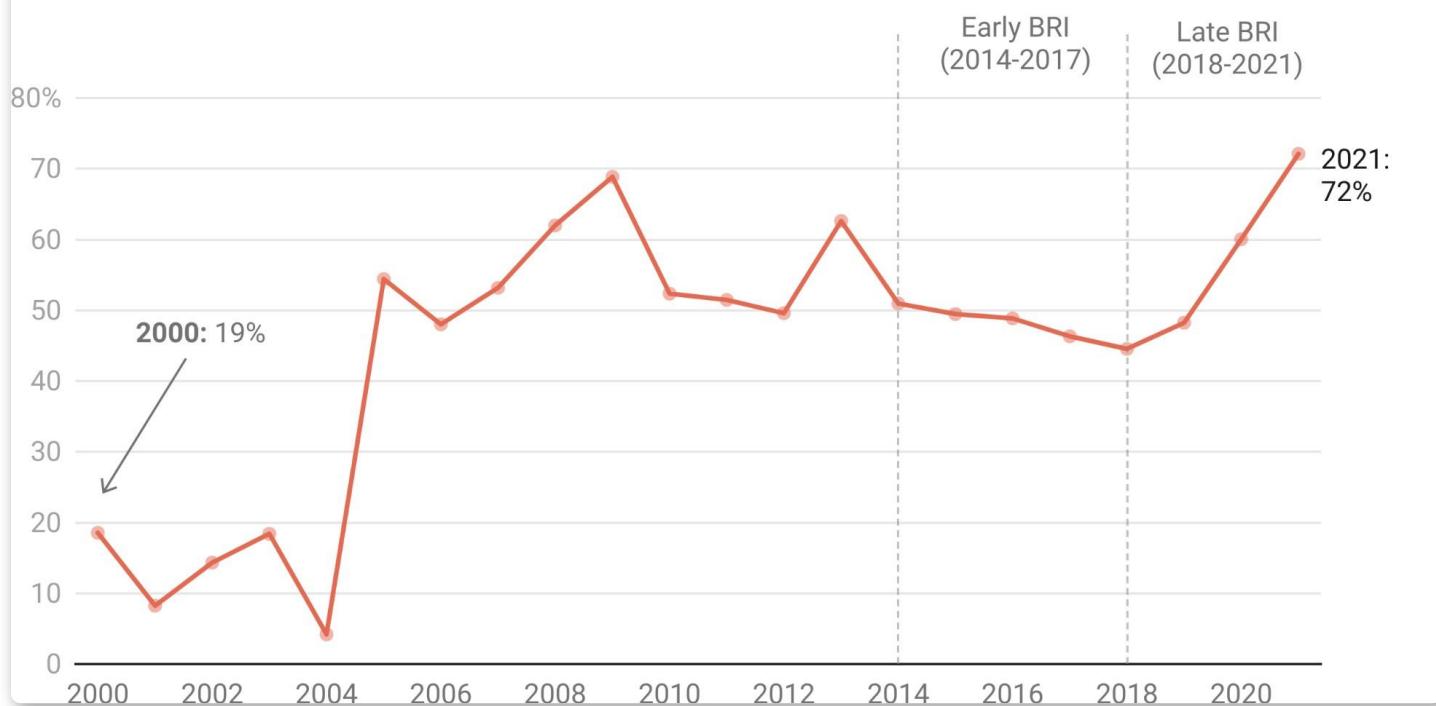
另一种减轻违约风险水平的方法是对新贷款加强偿还保障措施。北京似乎正在采取这一策略。图2.15显示，中国海外贷款组合中受抵押品支持的比例从一带一路前期和早期阶段（2000-2017年）的42%

增加到一带一路晚期阶段（2018-2021年）的56%。到2021年，中国对低收入国家和中等收入国家的海外贷款中近三分之二（72%）是有抵押品的。

图2.15

Loan portfolio backed by collateral

Percentage of China's official sector lending commitments (in constant 2021 USD) to LICs and MICs backed by collateral



注：抵押贷款承诺在AidData的GCDF数据集3.0版本中通过“抵押”字段进行识别。

还有一些证据表明，为了降低违约的可能性和/或减少违约后的损失，中国国有债权人在与借款人签订合同时包括了更严厉的违约惩罚条款。AidData的GCDF数据集3.0版本包括一个新的变量，用于衡量中国国有实体的个别贷款的违约（罚款）利率。图2.16利用这些数据，显示了违约（罚款）利率在早期“一带一路”时期和晚期“一带一路”时期之间的平均增长率超过了两倍（2014-2017年为0.584%，2018-2021年为1.175%）[187]。最高（观察到的）违约（罚款）利率也增加了-从早期“一带一路”时期的3%增加到晚期“一带一路”时期的8.7%[188]。这些发现与SAIS-CARI的研究结果难以调和，后者得出结论称他们“没有发现中国对发展中国家的海外贷款存在罚息利率”的证据（Acker等人，2020:31）[189]。

图2.16

Early versus late BRI: penalty interest rates

Average default (penalty) interest rates for official sector loans from China to LICs and MICs

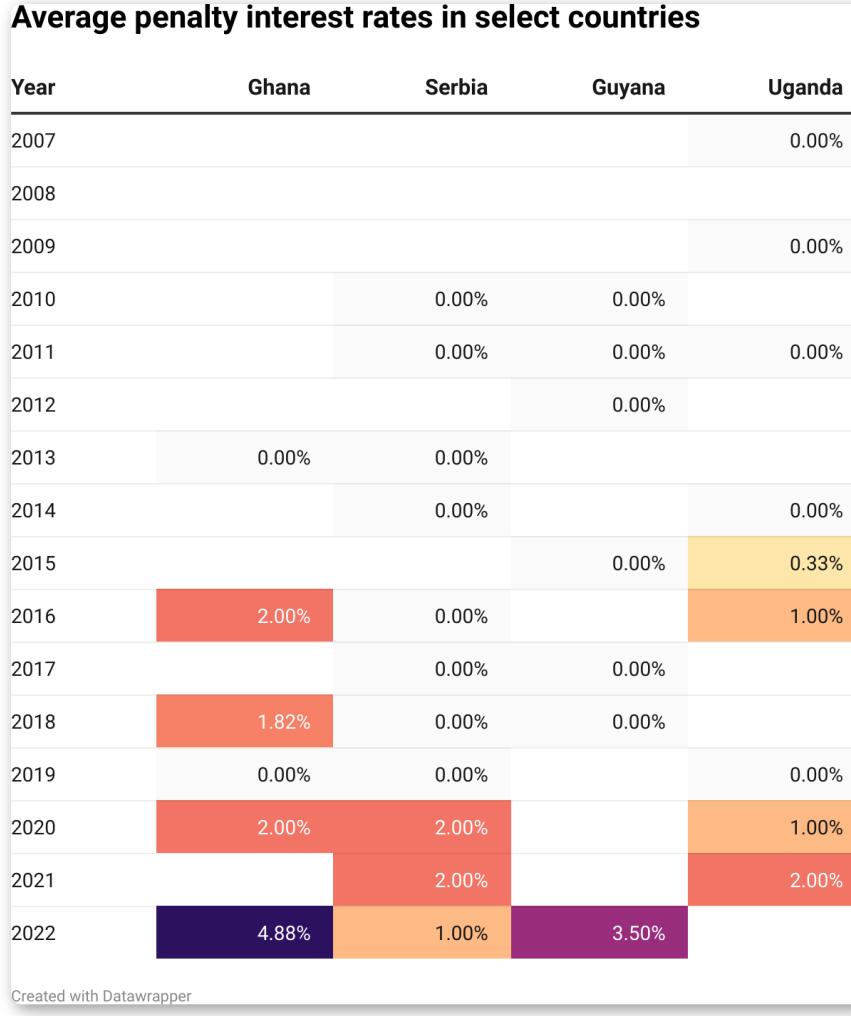


注：违约（罚款）利率在AidData的GCDF数据集3.0版本中通过“违约利率”字段进行识别。

图2.17放大了四个主权借款人——加纳、乌干达、圭亚那和塞尔维亚，我们对这些国家与中国国有债权人的贷款的违约（罚息）利率有相对完整的时间数据。可以看到，在所有这些国家，违约（罚息）

利率在2015年之前都在0-0.33%之间变动。这些利率在2016年至2020年期间基本保持稳定，尽管有两个国家略有上升。然而，到2021年或2022年，塞尔维亚的违约（罚息）利率达到2%，乌干达达到2%，圭亚那达到3.5%，加纳达到4.8%。北京采取的这些新的风险缓解措施对发展中国家的借款人构成了一种很少被考虑到的挑战：那些继续从北京借新债务的人必须意识到由于罚息而产生的逾期债务的危险。

图2.17



注：该图显示了中国官方部门机构向加纳、塞尔维亚、圭亚那和乌干达的政府和国有借款机构提供的贷款的未加权平均违约（罚息）利率。在给定的国家-年份中，缺少数值表示缺少违约利率数据。观察结果来自2000年至2021年的GCDF (3.0版) 数据和2022年初的GCDF数据。除了贷款承诺外，还包括承诺贷款和暂停/取消贷款承诺，因为借款人可能更有可能拒绝具有高违约利率的贷款提议，并暂停或取消他们认为过于苛刻的贷款承诺的条款。

AidData智库的GCDF数据集的3.0版本还提供了证据，即当借款人未能履行偿还义务时，中国的贷款人将寻求收回所欠的罚息，通过清空托管账户中的现金（当他们有可追索的抵押品时）。以中国进出口银行对坦桑尼亚石油开发公司（TPDC）的逾期债务偿还为例，TPDC是坦桑尼亚政府全资拥有的国有企业，负责桑戈桑戈至达累斯萨拉姆天然气管道和天然气加工厂项目。作为中国进出口银行2012年发放的2.75亿美元买方信贷贷款（BCL）的抵押品，TPDC在可供贷款人使用的托管账户中存入了约6000万美元[190]。然而，到2017年上半年，TPDC已经欠中国进出口银行一笔债务。贷款人在2017年7月至2018年6月期间从其中一个托管账户中清空了现金。根据TPDC的审计财务报表，它将这些资金“作为对借款人逾期偿还应付分期款项的处罚”提取出来（坦桑尼亚国家审计署的控制和审计总署2018年：76）[191]。

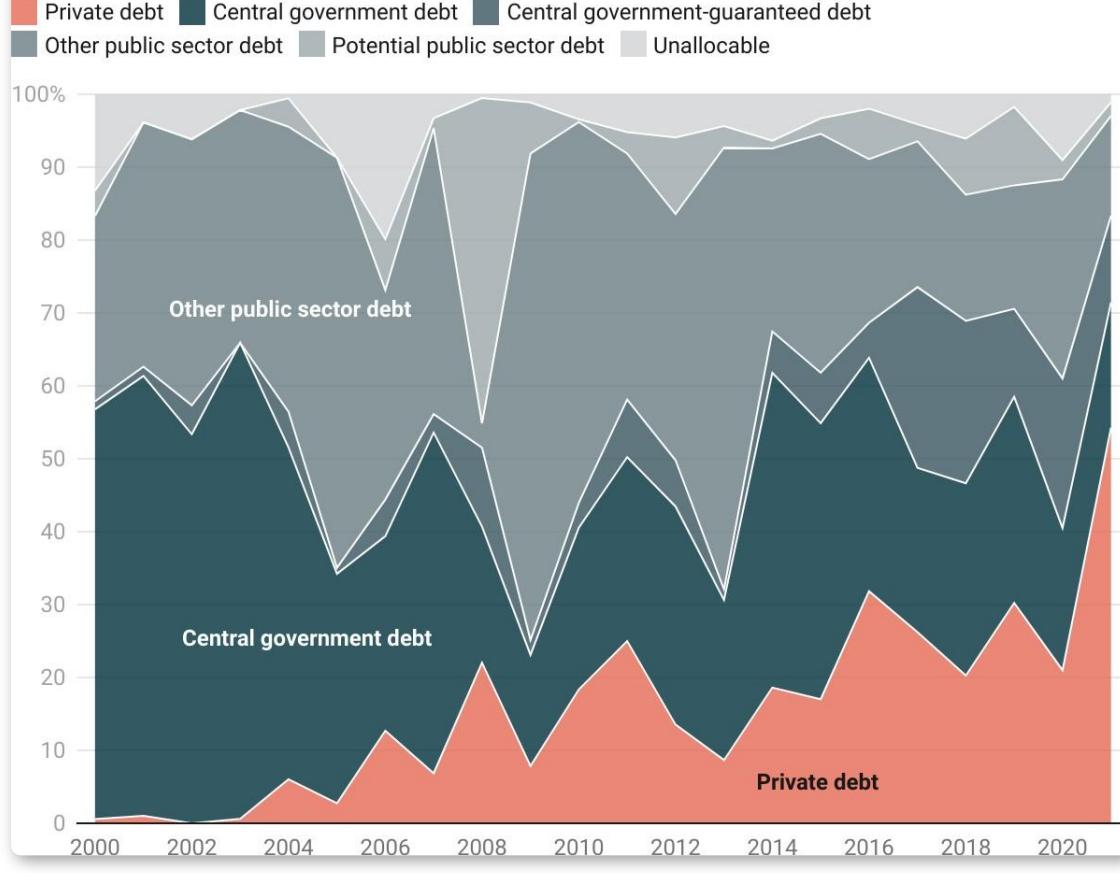
风险缓解策略4：针对高风险和低风险借款人采取差异化的方法

先前的研究表明，当债权人面临突然的违约潮或不良贷款急剧增加时，他们可能会通过向潜在风险借款人发放更少的贷款或从整个资产类别中撤出来重新平衡其资产组合的风险配置（Kaminsky和Reinhart 2000; Longstaff等，2011; Brooks等，2015; Gilchrist等，2022）。与这一预期一致，AidData的GCDF数据集的3.0版本提供了关于非紧急贷款从公共部门借款人向私营部门借款人的组成转变的证据。这种从主权债务“资产类别”转移尤其明显的是在2020年和2021年之间，当时COVID-19大流行的影响最为严重。中国对低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款承诺中，私营部门借款人的份额从2020年的21%增加到2021年的54%，而公共部门借款人的份额从2020年的67%减少到2021年的43%（见图2.18）。[192]

图2.18

Composition of non-emergency lending portfolio

Percentage of official sector, non-emergency lending commitments from China (in constant 2021 USD) to LICs and MICs, by public liability category



注：该图显示了中国对低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款组合（以2021年恒定美元计量）根据东道国政府最终可能对债务偿还承担责任的程度。中央政府债务和其他公共部门债务代表借款人是政府机构或完全或主要拥有的国有实体的贷款。中央政府债务代表具有东道国主权担保的贷款。潜在公共债务代表对东道国政府持有少数股权的实体（包括特殊目的实体或合资企业）的贷款。私人债务包括对私营实体的贷款。

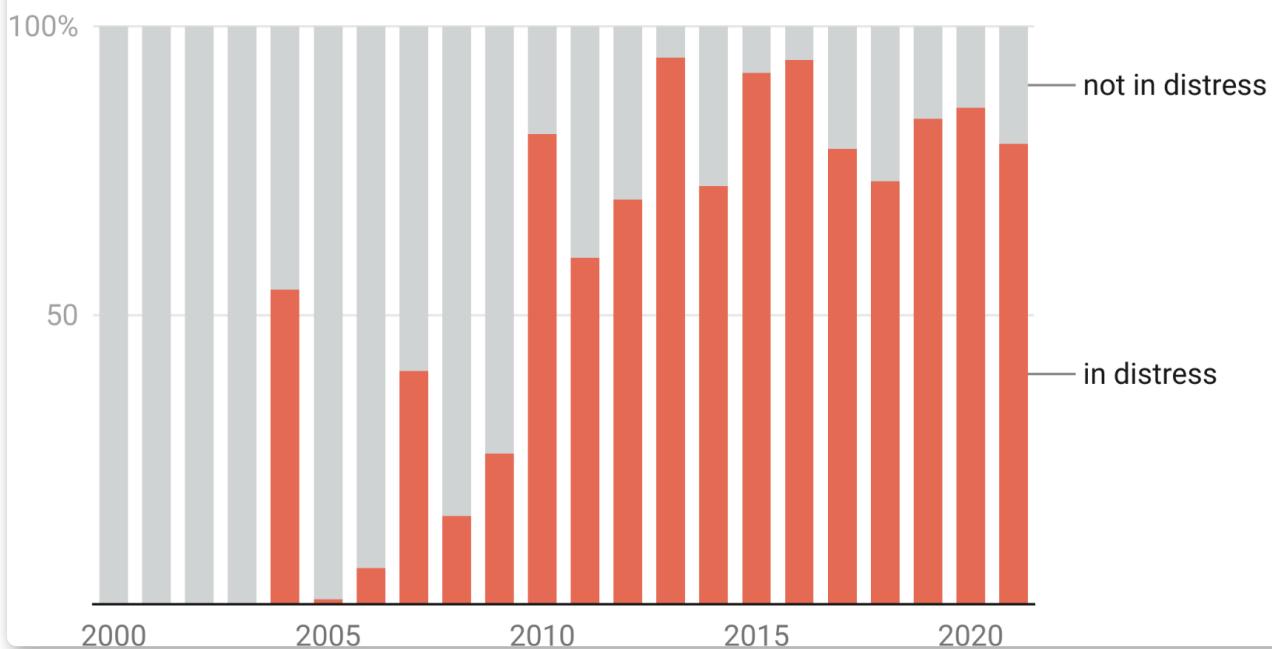
另一种可能的降低风险的策略是针对不同的借款国采取差异化的方法，这些国家的还款风险程度不同。图A22和A23提供的证据表明，北京正在采取这种方法：中国国有债权人向财政困难的国家提供的贷款利率较高，还款期限较短，而对于没有财政困难的国家则不然。因此，中国官方部门对外借款的优惠程度（加权平均赠款要素）在财政困难的国家中始终低于没有财政困难的国家（见图A24）。

[193]

图2.19

Percentage of variable interest rate lending to countries in and not in financial distress

Percentage of China's official sector lending (in constant 2021 USD) with variable interest rates to LICs and MICs



注：变动利率包括LIBOR、EURIBOR、SHIBOR、BADLAR、CIRR、JIBOR、LPR和BADCOR。为了确定一个国家在某一年是否经历了财政困难，我们使用了在Box 1a中描述的二元度量。

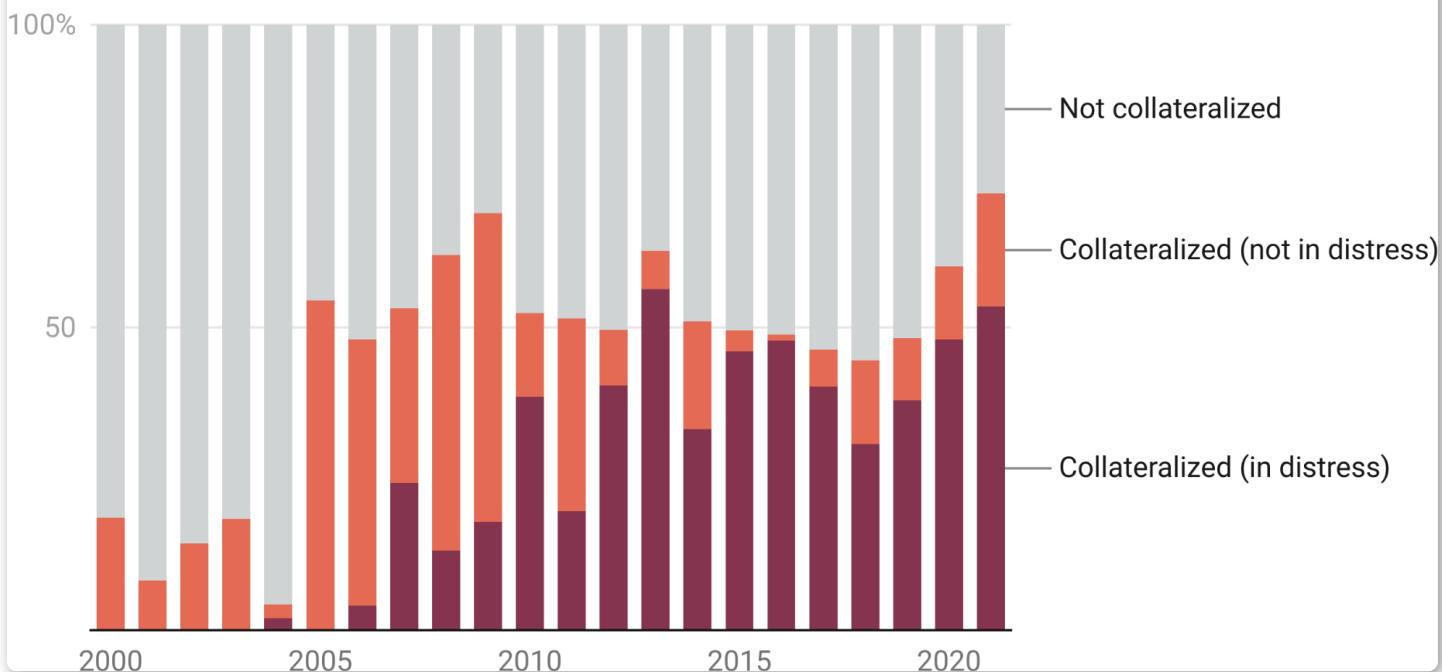
中国国有债权人还通过向财政困难的国家转向可变利率贷款的方式改变了它们对这些国家的贷款方式（见图2.19）。这种贷款方式遵循基于风险定价模型，通过将特定借款人的信用概况特征考虑在内的借款人特定利差加到市场参考利率上。[194]在21世纪初，中国国有债权人向财政困难的低收入国家或中等收入国家提供的可变利率贷款没有任何证据。然而，到2021年，超过80%的中国可变利率贷款是向财政困难的国家提供的。

AidData智库的GCDF数据集的3.0版本还显示，中国越来越多地将贷款抵押给处于严重财务困境的国家：中国抵押贷款组合中指向财务困境国家的份额从本世纪初的零增加到2021年的74%（见图2.20）[195]。这种变化是中国在使用信用增强措施方面的一部分，AidData将其定义为由信用保险政策、第三方偿还担保和/或抵押支持的贷款。图A29将中国对低收入国家和中等收入国家的贷款组合分为三类：（1）向处于财务困境的国家提供信用增强贷款；（2）向未处于财务困境的国家提供信用增强贷款；（3）未经信用增强的贷款。它显示，对于未处于财务困境的国家，信用增强贷款几乎没有比例增加，但对于处于财务困境的国家，信用增强贷款比例大幅增加。

图2.20

Composition of lending to countries in and not in financial distress

Percentage of official sector lending (in constant 2021 USD) from China to LICs and MICs



注：为了确定一个国家在某一年是否经历了财务困境，我们使用了在Box 1a中描述的二元度量。

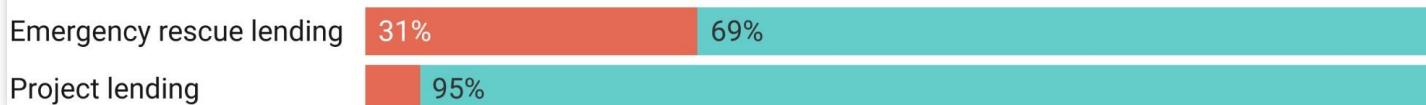
鉴于大规模提供紧急救助贷款给财务困难的借款人增加了中国银行面临的偿还风险，另一个潜在的投资组合再平衡策略是将项目贷款（或非紧急贷款）直接提供给风险较低的借款人。作为中国国有债权人是否可能以这种方式回应的初步测试，我们首先衡量了中国紧急救助贷款组合中支持借款国家信用评级为“C和D领域”的百分比，即穆迪、标准普尔和惠誉认定为违约或存在高违约风险的国家。然后，我们衡量了中国项目贷款组合中支持借款国家信用评级为C和D领域的百分比。图2.21提供了这些摘要统计数据，表明中国项目贷款组合的整体信用质量明显优于其紧急救助贷款组合[196]。

图2.21

Repayment risk in emergency lending portfolio versus project lending portfolio

Percentage of China's emergency rescue lending portfolio and project lending portfolio (in constant 2021 USD), by level of repayment risk

In default or at high risk of default Not at high risk of default



注：违约或高违约风险的国家代表得分为5或更低的低收入国家和中等收入国家（见附录1a）的主权评级。不具有高违约风险的国家代表得分高于5的低收入国家和中等收入国家的主权评级。世界银行的主权评级指数是一种从0到21的还款风险指标，得分越高表示主权信用风险水平越低（Kose等，2022年）。图中排除了没有官方部门中国贷款承诺或主权评级得分的国家年观察。排除了MOFCOM无息贷款承诺（通常没有可靠的偿还预期）的计算。

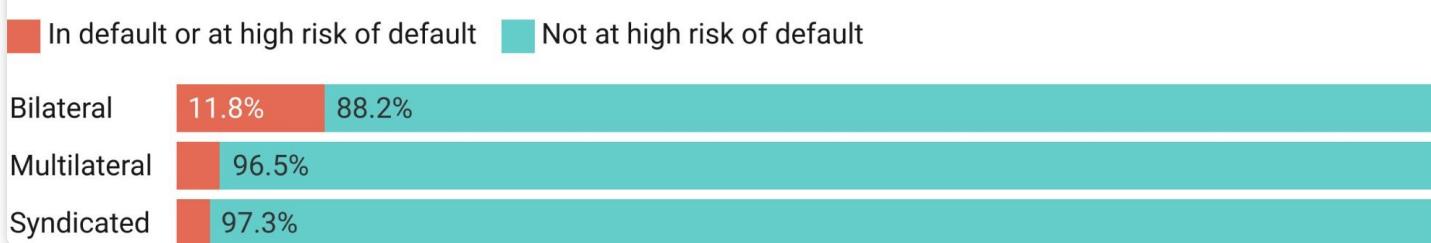
我们还发现随着时间的推移，中国进行了投资组合再平衡。根据图A30，中国将其非紧急贷款组合中支持信用评级在C和D领域的借款国的比例从BRI早期时期的7.9%降低到BRI后期的0.8%。通过联合贷

款和多边化，将非紧急（和项目）贷款组合从具有较高偿还风险的国家转移出去是一种潜在的方式。图2.22显示，当北京外包风险管理（包括贷款发起过程）时，向违约或存在高违约概率的国家提供的信贷较少。然而，是否有证据表明北京实际上正在转向多边贷款机构和联合贷款安排，而不是双边贷款机构？这是我们试图回答的下一个问题。

图2.22

Repayment risk in bilateral, multilateral, and syndicated lending portfolio

Percentage of China's bilateral, multilateral, and syndicated lending portfolio (in constant 2021 USD), by level of repayment risk



注：违约或高违约风险国家代表得分在5或以下的低收入国家和中等收入国家（参见Box 1a）；不具有高违约风险的国家代表得分在5以上的低收入国家和中等收入国家。世界银行的违约风险指数是一种从0到21的还款风险度量，得分越高，主权信用风险越低（Kose等，2022年）。图中排除了没有官方部门中国贷款承诺或违约风险评分的国家年观察。MOFCOM的无息贷款承诺（通常没有可靠的偿还预期）也被排除在计算之外。

风险缓解策略5：减少双边贷款业务规模，增加通过联合融资和多边化融资进行贷款业务

如果中国的双边发展金融机构没有足够强大的风险管理防护措施，一种选择是从内部改革这些机构。然而，这些机构在政治上非常强大且变革缓慢（Chen 2020a, 2020b, 2023）。改善该国海外贷款项目的风险状况的另一种选择是减少通过双边渠道提供信贷，增加通过联合融资和多边贷款渠道提供信贷。

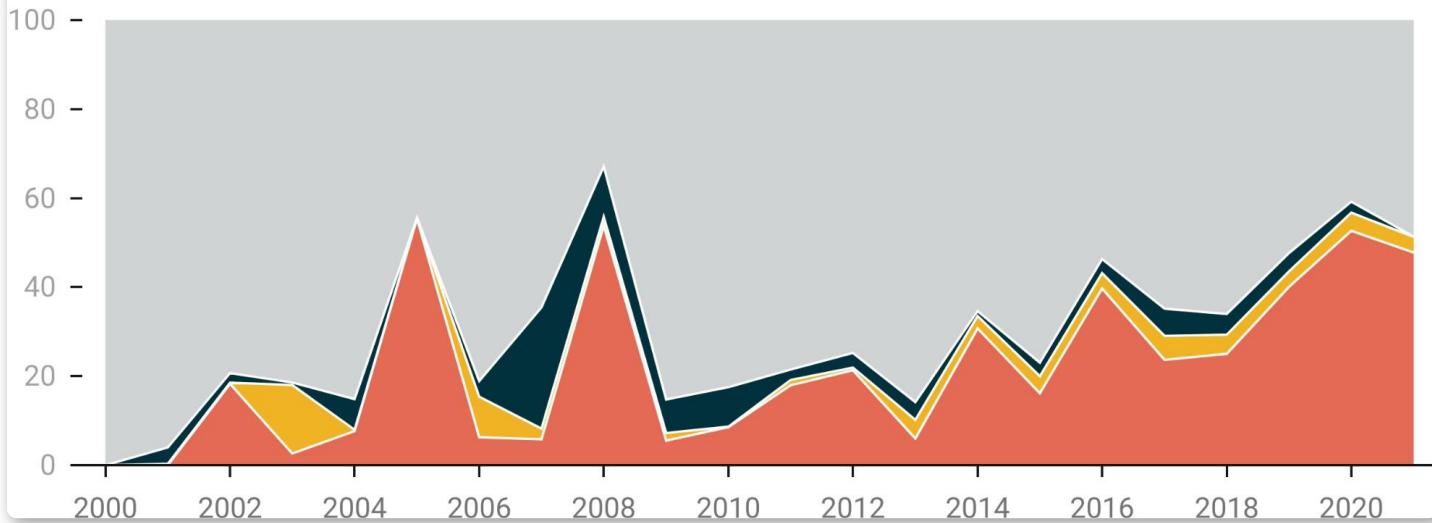
联合贷款允许一组贷款人（“联合贷款团”）汇集资金并共享信贷风险。当一项交易通过联合安排融资时，联合贷款团的所有成员必须同意一套共同的合同条款和条件，包括将管理该交易的标准和保障。鉴于每个贷款人都有自己的标准和保障，联合贷款团的成员可以寻求调和（混合）各自的标准和保障。然而，联合贷款团的成员更常见的做法是遵循一个成员的标准和保障。在大多数联合贷款安排中，一个“牵头安排人”（有时也称为“安排贷款人”、“牵头经理”或“承销商”）确定交易的关键条款和条件，这些条款和条件不能在未经联合贷款团所有成员同意的情况下进行修改[197]。联合贷款团的所有成员通常使用一套共同的尽职调查标准来审查借款机构和拟议交易[198]。同样，牵头安排人通常负责确定和应用尽职调查标准（Dennis and Mullineaux 2000; Ivashina 2009）。

图2.23

Composition of non-emergency lending portfolio by channel of delivery

Percentage of official sector lending commitments from China (in constant 2021 USD) to LICs and MICs

Syndicated loan Loan that involves multilateral institutions Bilateral loan with co-financing
Bilateral loan without co-financing



注：所有紧急救援贷款均不包括在内。“涉及多边机构的贷款”类别包括多边机构在内的贷款，例如委托贷款协议或共融安排。

图2.23提供了证据，表明在世纪之交时，中国在低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款项目中，仅包括双边贷款，即由单一贷款人发放给单一借款人的贷款。

然而，随着时间的推移，北京方面已经改变了这种方式，增加了辛迪加贷款安排的使用。它在“一带一路”前期和早期阶段开始尝试这种更具合作性的信贷发放方式，但在“一带一路”后期将辛迪加贷款作为该国海外贷款战略的核心。到2021年，中国在低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款项目中，有50%是辛迪加贷款承诺。^[199]

这种实证模式与“新兴经济体对中国的债务是不可市场化的”（Kondo等，2022）^[200]的常识相悖。这在25年前确实是正确的，但现在不再是这样：中国在发展中国家的非紧急贷款组合中，有一半是辛迪加贷款（图2.23）。

中国的国有商业银行特别关注这种跨境贷款方式。AidData的GCDF数据集的3.0版本表明，与该国的政策性银行相比，它们在向低收入国家和中等收入国家提供辛迪加贷款方面更加积极。2021年，中国国有商业银行向低收入国家和中等收入国家的贷款中，84%依赖于辛迪加贷款工具，其余16%依赖于双边贷款工具。相比之下，中国政策性银行向低收入国家和中等收入国家的贷款中，只有36%依赖于辛迪加贷款工具，其余64%依赖于双边贷款工具。

中国从双边贷款转向银团贷款的另一个重要方面是非中国银行和多边机构在建立的银团中的日益参与。图A32显示，中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门债权人提供的大约80%的银团贷款涉及非中国银行参与者^[201]。这些贷款中的一部分也涉及多边机构（见图A33）^[202]。如果多边机构和非中国银行的参与者的标准和保障成为其他银团成员必须遵循的标准，那么这可能产生深远的影响^[203]。在表2.4中，我们提供了涉及中国国有债权人和非中国债权人的一组银团贷款协议的元数据。可以看到，中国和非中国参与者的银团贷款经常依赖西方商业银行和多边机构担任主要安排人，这与北京正在通过外包风险管理来降低其海外贷款组合的风险的观点一致^[204]。在第4章中，我们将更详

细地讨论这个问题，我们发现中国参与与非中国银行和多边机构的银团贷款协议通常会产生更强而不是更弱的风险管理标准和保障。

表2.4

中国和非中国银行参与的辅助贷款协议示例

国家	项目	年份	领头安排 贷款金额	中国参与方	参与 方总 数
塞拉利昂	伊丽莎白港二期升级和扩建项目	2017	6.59亿美元	中国工商银行, 中国进出口银行	2
伊拉克	巴士拉天然气液体设施建设项目	2021	2.6亿美元	国际金融公司 (IFC), 中国工商银行, 中国银行	9
哈萨克斯坦	阿拉木图环城公路项目	2020	5.85亿美元	欧洲复兴开发银行 (EBRD), 中国银行	5
阿根廷	卡斯特拉纳风电项目	2017	6405万美元	国际金融公司 (IFC), 中国安全保障公司通过托管共同放贷组合计划	2
孟加拉国	220兆瓦斯拉杰甘吉联合循环发电厂3号机组项目	2017	1.967亿美元	渣打银行, 中国银行	4

注：该表格提供了中国国有参与者 (ID # 62223、62224、95921、92613、98022和69033) 在 AidData 的 GCDF 数据集 3.0 版本中的辅助贷款示例。“年份”列记录了财务承诺年份。“贷款金额”列记录了所有辅助贷款划分/贡献的总货币价值。“中国参与方”列记录了辅助贷款联合体中的所有中国官方部门参与方。“参与方总数”列记录了参与辅助贷款联合体的中国和非中国债权人的总数。

图2.23突出显示了另一个有趣的趋势：在“一带一路”时代（2014-2021年），通过多边机构渠道的中国贷款有了适度增长。在“一带一路”实施之前的五年期间（2009-2013年），中国对低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款中有2%通过多边机构渠道。在“一带一路”实施的头八年（2014-2021年）中，这一数字增加了一倍（达到4%）[205]。

中国通过多边机构进行委托贷款的最初尝试始于2013年和2014年，当时在非洲开发银行设立了“中非共同成长基金”（AGTF），在泛美开发银行设立了“中国共融基金”（China Co-financing Fund for Latin America and the Caribbean），以及在国际金融公司设立了“管理共同贷款组合计划”（MCPP）。MCPP是由国际金融公司与中国国家外汇管理局合作推出的，它有助于说明与多边机构的委托贷款协议的逻辑。中国国家外汇管理局并未直接向发展中国家的借款人提供贷款，而是委托了30亿美元给国际金融公司，并在商业条件下与国际金融公司“共同贷款项目或项目组”（世界银行集团2020年：35）。北京决定将贷款管理外包给多边机构显然是出于对更强保障和有吸引力的投资回报的渴望（有关中国国家外汇管理局在最大化国家外汇储备的投资回报方面的更多信息，请参见第2b框）。“管理共同贷款组合计划”的事后评估得出结论：“大多数借款人有能力履行其财务承诺，比其他投机项目更不容易出现违约”（世界银行集团2020年：36）。

近年来，G7国家的智库、研究机构和媒体机构一直关注中国的双边贷款活动，特别是由中国进出口银行和中国国家开发银行资助的基础设施项目（例如，Dyer等，2011年；Sanderson和Forsythe，2013年；Gallagher和Ray，2020年；Myers和Ray，2023年；Ray，2023年；Do Rosario和Savage，2023年）。然而，关于北京从双边贷款转向涉及中国和非中国银行的合作贷款安排的战略转变，几乎没有讨论。之所以中国海外贷款组合的这种变化没有受到严肃关注，原因很简单：中国银行参与到与非中国参与者的联合贷款和委托给多边机构的贷款中，这些贷款在其他公开可用的中国发展金融数据集中大多被排除在外[206]。北京对其海外贷款战略组合的这种变化并不特别保密。它就在明面上隐藏着；那些试图追踪中国的海外贷款活动的人要么没有发现它，要么认为它不重要而没有追踪。

北京转向双边贷款工具之外的原因有几个，这对于理解其去风险策略至关重要[207]。首先，由于所涉及的大部分银团贷款涉及非中国银行参与者（见图A32），北京越来越能够将风险管理外包给具有更严格规则和标准的贷款机构[208]。其次，多边机构在风险管理方面有特别强的防护措施（见第3章），因此与多边机构的委托贷款协议必然涉及应用更严格的保障措施。这些实际上是去风险的“捷径”。双边发展金融机构的规则和标准是通过逐渐积累而形成的。这些机构不太可能放弃这些保障措施或在短期内发生重大变化。因此，将借款人选择和贷款准备委托给可信的第三方是一种吸引人的去风险贷款组合的捷径（在未来的路上）[209]。其次，参与多边开发银行（MDB）的银团贷款协议或委托贷款协议是一种快速可靠的去风险策略，因为MDB享有事实上的优先债权人地位（Schlegl等，2019），并将其优势授予参与其银团贷款协议和委托贷款协议的所有其他贷款人（Gurara等，2020）[210]。这种方法的另一个好处是，涉及MDB的贷款通常不需要重新安排，并且免受大幅减记（投资者损失）的影响[211]。从风险缓解的角度来看，银团贷款协议对于官方债权人还具有两个具有吸引力的特点：（1）一致同意要求可能使其更难以重新安排（Buchheit 1985, 1991；Gelpern 2016）；（2）他们通常受到的折扣（金融损失）比双边贷款要少（Cruces和Trebisch 2013；Schlegl等，2019）[212]。

第四节：我们对于北京重启其海外贷款计划有什么新的认识？

在本章中，我们提供了一些证据来挑战关于中国海外贷款计划完全崩溃的传统观点。通过更完整的数据，我们展示了北京仍然是世界上最大的官方债权人：按名义计算，世界欠中国大约2.6万亿美元，发展中国家欠中国至少1.1万亿美元，甚至可能高达1.5万亿美元。我们还揭示了北京正在重新平衡其跨境信贷组合的方式，就像一个收益最大化的投资组合经理，在一个越来越多借款人流动性不足或破产的环境中导航。北京已经减少了向主权借款人提供用于公共投资项目的长期、以美元计价的双边贷款，同时增加了以人民币计价的短期或中期的紧急救助贷款。它减少了对政策性银行的依赖，而更多地利用了国有商业银行、中央银行、与非中国银行的银团贷款安排以及多边管理机构。

关于北京努力降低海外借贷投资风险并确保低收入国家和中等收入国家借款人偿还债务的问题，我们可以得出什么结论？目前的证据并不表明北京准备承担财务损失以减少外交反弹和声誉损害的风险[213]。恰恰相反，北京似乎正在坚定其决心，并为长期而艰难的斗争做准备。它正在从海外借款人的托管账户中提取现金，要求借款人补充托管账户以换取短期现金流缓解，对逾期还款加强处罚，并向财务困境的借款人提供高利率和短期还款期限的紧急救助贷款（以确保他们有足够的现金来偿还现有的基础设施项目债务）。只有时间能告诉我们北京是否有足够的“韧性”来坚持下去，但迄今为止的行动表明，它打算不惜一切代价保护底线。

最后一个要点需要强调。我们自由承认，本章只是对AidData的GCDF数据集的3.0版本所能发掘有关北京在全球南方的当代借贷活动和实践方面的新见解的冰山一角。该数据集可以-并且应该-用于回答一系列其他问题，例如：

- 自2020年11月北京批准《共同框架》以来，中国贷款合同的条款和条件发生了什么变化（或没有变化）？
- 借款人不遵守托管账户条件的后果是什么？
- 中国债权人如何选择他们在联合贷款协议中的首选合作伙伴？
- 为什么北京更喜欢通过一些多边机构而不是其他机构来渠道贷款？
- 中国紧急贷款计划的供给侧和需求侧驱动因素是什么？这些因素随时间变化了吗？如果是，是如何变化的，为什么？
- 中国非紧急贷款计划的供给侧和需求侧驱动因素是什么？这些因素随时间变化了吗？如果是，是如何变化的，为什么？

尽管将GCDF数据集设置为付费墙背后存在商业激励，并且出于专业激励的原因，我们不愿在其被引入领先的同行评审的学术期刊之前发布，但我们仍然完全致力于将GCDF数据集的所有过去、现在和未来版本视为公共物品而不是私人物品的原则[214]。我们希望该数据集能够催生知识乘数效应，并促进基于证据的决策[215]。

注释

76 同一篇《外交政策》杂志文章指出，“专家表示，中国对“一带一路”项目的贷款已经大幅下降”（Lu 2023）。

77 AidData将这笔2.04亿美元（1.75亿欧元）的国家开发银行贷款归类为非正式的财政支持承诺，而不是正式的贷款承诺，这是基于AidData通过与特立尼达和多巴哥财政部债务管理部的直接通信收集到的证据。有关更多详细信息，请参阅AidData的GCDF数据集3.0版本中的ID # 95549。

78 在本报告即将出版时，CLA数据库进行了更新。数据显示，中国的贷款承诺继续下降，到2021年为12亿美元。

79 为了确保可比性，我们将IDS数据系列和CODF数据系列转换为2021年的恒定美元。

80 这128万亿美元的数字不包括用于再融资到期债务的短期“展期”设施。当将短期“展期”设施纳入统计时，AidData捕捉到了2000年至2021年间中国价值1.44万亿美元的贷款承诺。

81 PPG债务包括（a）公共债务人的长期外部债务，包括国家政府、政治分支机构（或两者的机构）和自治公共机构；以及（b）由公共实体担保偿还的私人债务的长期外部债务（世界银行2000）。

82 AidData的GCDF数据集3.0版本提供了2000年至2021年间中国对165个低收入国家和中等收入国家的官方发展援助和官方其他资金承诺的全面覆盖。然而，在同一时间段内，只有134个国家从中国官方部门债权人那里获得了贷款承诺。在2000年至2021年间，只有126个国家从中国官方部门债权人那里获得了符合PPG债务条件的贷款承诺。

83 IDS数据记录了中国对89个低收入和中等收入国家（不包括中华人民共和国）从2000年到2021年的官方部门贷款承诺。IDS数据无法区分中华人民共和国（“中国”）和中华民国（“台湾”）。因此，我们排除了9个额外国家在与台湾保持外交关系期间报告的所有贷款承诺。

84 9470亿美元的数字不包括短期“展期”设施。当将短期“展期”设施纳入统计时，AidData在2000年至2021年之间记录了合格为PPG债务的低收入国家和中等收入国家的贷款承诺，总额为1.09万

亿美元。

85 在CODF数据集涵盖的96个国家中，BU记录了中国官方部门机构在2008年至2021年期间对合格为PPG债务的贷款承诺总额为6050亿美元，而AidData记录了8.24亿美元（不包括短期“展期”设施）。当将短期“展期”设施纳入统计时，AidData在同一组国家中记录了9.87亿美元。

86 有关AidData和IDS对中国PPG债务敞口的逐国比较（按主机国GDP标准化），请参见表A16。

87 3.0版AidData的GCDF数据集中的“公共责任水平”变量捕捉了东道国政府最终可能承担的债务偿还程度。每个贷款记录被分配到六个类别之一：（1）中央政府债务，（2）中央政府担保债务，（3）其他公共部门债务，（4）潜在公共部门债务，（5）私人债务或（6）不可分配。前三个类别的总和等于PPG债务。第四个类别捕捉到的是贷款给特殊目的载体（SPV）或合资企业（JV），这些载体在东道国由一个或多个公共部门机构拥有少数股权，并且不享受东道国中央政府或其他国有实体的偿还担保。有关“公共责任水平”变量的更多信息，请参见附录中的A-5节。

88 一个重要的限制是，正如我们在A-4节中解释的那样，BIS数据以未偿还金额表示，这实际上相当于累计发放减去累计偿还（即信贷存量而不是信贷流量）。因此，累计贷款承诺通常超过未偿还金额。

89 这些名义美元数字不包括用于再融资到期债务的短期“展期”设施。如果将短期“展期”设施计入统计，中国对海外累计贷款承诺从2015年的6300亿美元增加到2021年的1.17万亿美元（以名义美元计）。一般来说，我们更喜欢以2021年恒定美元报告中国对海外的贷款承诺。然而，由于BIS数据以名义美元记录，与AidData的GCDF数据集的3.0版进行苹果对苹果的比较需要使用名义美元。在表2.1中，我们报告了中国对低收入国家和中等收入国家从2015年到2021年的累计海外贷款承诺，包括名义美元和2021年恒定美元。

90 当时，中国国家外汇管理局（SAFE）发布了2017年的“中国国际投资地位”数据，显示总计6370亿美元的跨境贷款。到2021年，这一数字上升至9880亿美元。请参阅
<https://www.safe.gov.cn/en/2018/0928/1459.html>。

91 尽管中国已加入向BIS报告的国家名单，但其数据（与其他许多向BIS报告的国家的数据不同）并未以双边方式公开发布。

92 关于这一点，请参阅Zhou和Cerutti 2018年的研究。

93 BIS将大多数高收入国家（HICs）归类为“先进经济体”（AEs），将大多数低收入国家（LICs）和中等收入国家（MICs）归类为新兴市场和发展中经济体（EMDEs）。为了清晰和一致起见，我们使用LIC、MIC和HIC的首字母缩写。有关BIS国家分类系统的更多信息，请参阅Cerutti等人的研究（2023年）。

94 这种基于BIS的中国在低收入国家（LICs）和中等收入国家（MICs）的贷款组合的度量是基于未偿还金额的。AidData对中国在LICs和MICs的贷款组合的度量是基于累计贷款承诺，通常超过未偿还金额。请参阅A-4节。

95 根据BU的CODF数据集，中国对LIC和MIC的累计海外贷款承诺在名义上从2015年的3080亿美元增加到2021年的4980亿美元。根据世界银行的IDS数据，中国对LIC和MIC的累计海外贷款承诺在名义上从2015年的1880亿美元增加到2021年的2930亿美元。

96 中国海外发展金融数据库、中国对拉美和加勒比地区贷款数据库以及中国全球能源金融数据库追踪两家国有政策性银行（国家开发银行和中国进出口银行）的海外贷款活动。它们不追踪中国国有商业银行的海外贷款活动。世界银行的IDS数据也不包括中国国有商业银行的贷款。正如Horn等人（2021年：15页）所解释的那样，“世界银行对官方部门贷款的定义不包括中国工商银行（ICBC）或中国银行（BoC）等商业银行的贷款，尽管它们是国有的。根据我们（OECD）的定义，这些银行是官方债权人（它们是中国政府拥有和控制的），但根据世界银行的定义，它们不是双边债权人，因为它们在狭义上不是“公共企业”，与中国进出口银行或国家开发银行等政策性银行相比。”

97 IDS包括来自政府机构（如商务部和国际发展合作署）和国有政策性银行（如中国进出口银行和国家开发银行）的贷款承诺，但不包括来自国有企业、国有基金和国有商业银行的贷款承诺（Horn等人，2021年：15页）。在很大程度上，IDS似乎也排除了来自中国人民银行和中国外汇交易中心（PBOC的子公司）的贷款承诺（参见第2c框）。尽管IDS试图捕捉“总政府、中央政府；地方政府；中央银行和公共企业”的所有贷款（世界银行，2020b：4页），但事实并非如此。

98 平均而言，在“一带一路”前期（2000-2013年），北京通过其国有商业银行向低收入和中等收入国家提供的年度贷款承诺的15%。这一比例在“一带一路”早期（2014-2017年）增加到18%，在“一带一路”后期（2018-2021年）增加到22%。平均而言，在“一带一路”前期，北京通过其政策性银行向低收入和中等收入国家提供的年度贷款承诺的70%。这一比例在“一带一路”早期下降到60%，在“一带一路”后期下降到30%。平均而言，在“一带一路”前期，北京仅通过中国银行/国家外汇管理局向低收入和中等收入国家提供的年度贷款承诺的3%。这一比例在“一带一路”早期增加到14%，在“一带一路”后期增加到43%。更多细节请参见图2.7。

99 正如Horn等人（2021年：4）解释的那样，“虽然在原则上，私营部门和公共部门接受者之间的区别是明确的，但在实践中往往模糊不清，特别是在发展中国家和金融危机期间。一旦危机爆发，私人债务往往变成公共债务，许多贷款（给私营部门借款人）可能具有明确或隐含的政府担保。”在这一点上，还可以参考Malik等人（2021年）和Malik和Parks（2021年）。

100 这些数据不包括在2c框和A-3节中描述的短期“展期”设施。当包括这些设施时，GCDF数据集的3.0版本记录了以下贷款承诺金额：中央政府或中央政府担保债务（6870亿美元），其他公共部门债务（4220亿美元），潜在公共部门债务（670亿美元）和私人部门债务（2160亿美元）。由于缺乏足够信息进行分类，还有额外的500亿美元债务无法分配。

101 就其本身而言，IDS记录了中国官方部门向符合条件的借款机构提供的3780亿美元贷款，这些贷款可以归类为中央政府债务、中央政府担保债务或其他类型的公共部门债务（即PPG债务）。然而，公开可获取的IDS数据无法按借款机构进行细分。有关AidData和IDS对中国PPG和非PPG债务敞口的逐国比较，请参见表A16。

102 OECD-DAC对什么可以被视为债务工具有一个广泛的定义。根据其《债权人报告系统（CRS）和年度DAC调查问卷的统一统计报告指南》的最新版本，“[债务工具需要在未来的某个时间点支付本金和/或利息]”（OECD 2023b: 12）。

103 在早期的“一带一路”时期（2014-2017年）和晚期的“一带一路”时期（2018-2021年），中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款中，紧急救助贷款的比例逐渐增加，其中包括“展期”类型的贷款（参见图2.6和A14以及方框2c）。中国对低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款计划通过多边机构或银团贷款安排的比例从2014年的33.7%增加到2021年的51.5%（参见图2.23）。

根据AidData智库报告的GCDF数据集3.0版本显示，中国向低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款承诺通过政策性银行（国家开发银行和中国进出口银行）的比例从2009年的87%下降到2021年的22%（见图A27）。正如明格和克拉茨（2021）所说：“问题的关键在于范围。[...]关注政策银行贷款掩盖了中国贷款模式的变化——无论是贷款来源向新兴市场政府从政策性商业银行转变，还是贷款目的地从政府转向私人基础设施机构和企业。”

其他选择包括宽限期延长、到期期限延长和利率降低。有关此主题的更多信息，请参见霍恩等人（2023a, 2023b）。

几十年来，中国一直试图避免其货币快速升值，以维持高水平的出口增长，中国认为这对实现高收入国家地位至关重要。

然而，外汇储备管理局并不是中国国有商业银行支持外汇计价海外贷款活动所依赖的唯一外汇来源。它们的资产负债表数据表明，它们还可以获得国内外汇存款（Setser 2023a）。

Setser (2023a) 认为，中国的“隐藏储备”包括（a）外汇储备管理局提供给政策性银行、国有商业银行和国有投资基金用于海外贷款和投资的非储备外汇资产；（b）国有商业银行购买以匹配其国内外币存款基础的外国资产；以及（c）中国投资公司从外汇储备管理局的资产负债表上购买的外汇。

请参见Setser 2023a, 2023c。

110 当时，中国人民银行是一家在财政部监管下运营的国有商业银行。直到1983年，中国人民银行才正式成为中国的中央银行。

112 中国的外汇管理法规定，该国的官方储备应投资于高流动性和低风险的资产，以应对国际收支需求。然而，委托给国有实体进行投资的外汇储备不在官方（国际货币基金组织）对外汇储备的定义范围之内。因此，它们可以投资于更高风险、不太流动的资产。

113 中央汇金在2008年11月向中国农业银行注入了1300亿元人民币（190亿美元）。然而，当时它已不再是国家外汇管理局的全资子公司。

114 2010年5月，国家外汇管理局和中国发展银行签署了九项外汇储备委托贷款协议。

115 然而，作为国家外汇管理局的受托人（以佣金为代价），中国发展银行不承担任何委托贷款的风险或回报。因此，中国发展银行将委托贷款记录为资产负债表之外的项目。

116 根据刘（2023年：174）的说法，“国家外汇管理局对外汇委托贷款确实有一个最低回报目标，大约为2.5%，计算方法是在国际基准银行贷款利率LIBOR的几个基点之上。在2012年和2013年，2.5%的利率在欧盟和美国的量化宽松环境中并不算低；在2012年底，作为无风险利率代表的美国十年期国债只有1.5%。”

117 当时，国家外汇管理局还同意“担任委托协议下的银团贷款的组织者和主要安排人”（于哲2010年）。

118 2017年5月，中国政府宣布将向丝绸之路基金注入另外1000亿元人民币。负责注入的机构尚不清楚。

119 有关银行（再）资本化的信息来源于SAFE 2004, 2017a, 2017b; Ma 2006; PBOC 2007, 2012; Ying 2008; China Daily 2009; Reuters 2009, 2010a, 2010b, 2016; Parson 2010; Shan 2011;

Yuan 2014; Tangjun et al. 2014; Jia 2015; Xinhua 2015; Xiao 2016; Xie and Lamar 2016; Chen 2014; Kong and Gallagher 2017; Office of the Leading Group for Promoting the Belt and Road Initiative 2019; Embassy of the People's Republic of China in the Republic of the Philippines 2019; Liu 2023; and Setser 2023a.

120 SAFE在中国进出口银行的资产负债表上有特别高的不良贷款风险。根据中国进出口银行于2017年3月发布的债券招股说明书，“财政部在中国进出口银行的所有权约为10.7%，而... SAFE通过其投资平台持有中国进出口银行约89.3%的股权”（中国进出口银行2017年：20）。SAFE还面临不良的国家开发银行（CDB）贷款风险，但其风险与其将CDB用作委托贷款的托管人以及CDB自身的资产负债表有关。SAFE通过Buttonwood Investment Holding Company Ltd.持有CDB 27.1%的股权。Buttonwood Investment Holding Company Ltd.于2015年7月15日向CDB注入了480亿美元的股本（CDB 2020）。

121 在AidData的GCDF数据集3.0版本的主要数据收集工作期间，AidData发现近年来中国信保为由中国承包商实施的项目发放的非中国银行贷款提供了信用保险的证据。这些贷款承诺未包含在AidData的GCDF数据集3.0版本中。

122 周敏元，中国银监会政策性银行监管部门负责人，在当时宣布“要求两家银行充分识别海外业务风险，加强合规管理，全面了解客户的运营和财务状况以及东道国的法律法规，严格遵守当地的环境和产业规定，并加强与当地监管机构的沟通”（Xueqing 2017）。银监会还“要求银行通过现场检查和调查加强资本监管，通过风险分担措施有效预防和控制海外业务风险，审慎评估相关担保措施的可行性和合规性，并改进应急响应机制”（Xueqing 2017）。

123 另请参阅哥斯达黎加政府（2007年，2008年）。我们已经通过<https://www.dropbox.com/scl/fi/a20fdxb2lecowt8tp5lym/2-January-2008-SAFE-Letter-to-Minister-of-Finance-of-Costa-Rica.pdf?rlkey=y9ywdrrhap4rdkt0cyqj4mj4y&dl=0>和<https://www.dropbox.com/scl/fi/48qdeslzwim9t6dqhyk0m/7-January-2008-Letter-from-Minister-of-Finance-of-Costa-Rica-to-SAFE.pdf?rlkey=pr3p4advi1wfzzwjr5t8gva5m&dl=0>使得中国外汇管理局和哥斯达黎加财政部之间在2008年1月的官方往来可访问。

124 当时，发展中国家对中国的公众支持率的加权平均水平为55.66%。关于中国援助和信贷与公众对中国支持之间的因果关系，请参见Wellner等人（即将出版，2023年）。

125 平均6个月伦敦银行间同业拆借利率从2022年1月的0.426%飙升至2023年9月的5.892%。

126 例如，2023年4月，中国的国有小报《环球时报》发表了一篇评论文章，指出“美国不负责任的货币政策是非洲债务问题的根源”。文章认为，“依赖美元霸权，美国实施了三轮量化宽松政策，将利率降至接近零，向非洲和新兴市场注入低利率美元。然后任意和强硬地提高利率，推高美元汇率，吸引美元回流，结果非洲国家不得不面临流动性短缺、资金链断裂、货币贬值、以美元计价的债务偿还成本飙升、主权债务激增和债务问题加剧。由美国主导的不公平金融体系是非洲债务问题的根源。”（Qing 2023）。

127 根据AidData的GCDF数据集3.0版本，中国对低收入国家（LICs）和中等收入国家（MICs）的美元计价官方部门贷款的45%基于6个月LIBOR或其他基于LIBOR的利率，中国对LICs和MICs的可变利率官方部门贷款的67%基于6个月LIBOR或其他基于LIBOR的利率（见图2.14）。

128 表2.1还通过突出中国对高收入国家（HICs）和离岸金融中心（OFCs）的海外贷款规模来引起注意。

129 2000年至2014年，中国基础设施项目贷款的84%由中国进出口银行和中国进出口银行提供，32%通过买方信贷提供。然而，图A11和2.7表明，中国在发展中国家的海外贷款计划中，通过该国政策性银行和买方信贷提供的比例正在迅速下降。

130 为了生成这个估计值，我们在GCDF数据集的3.0版本中识别了所有被归类为“投资项目贷款”的贷款。关于投资项目贷款变量的定义和测量，请参见Custer等人（2023）。

131 为了生成这个估计值，我们在GCDF数据集的3.0版本中识别了所有被归类为“投资项目贷款”的贷款，并涉及到基础设施的建设、修复、扩建或维护。关于基础设施变量和投资项目贷款变量的定义和测量，请参见Custer等人（2023）。

132 附录中的图A26提供了这个图表的另一个版本，它展示了随时间推移的项目贷款而不是基础设施项目贷款。它显示了一个非常相似的模式：2014年时，项目贷款承诺占总贷款承诺的比例从78%下降到2017年的56%，然后从2018年的50%下降到2021年的32%。

133 与Horn等人（2023a, 2023b）一致，我们将紧急救援贷款定义为中国国有企业向低收入和中等收入国家的政府借款机构提供的所有贷款，可以用于至少以下三个目的之一：偿还现有债务、为一般公共支出提供资金或支持外汇储备。这些贷款包括通过货币互换协议、流动性支持设施、外币期限融资协议、存款贷款、商品预付款设施以及所谓的“主权贷款”。

134 2013年，中国人民银行和国家外汇管理局（其子公司）只负责中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款承诺的6%。到2021年，这一数字达到了54%（见图2.7和图A37）。该研究的作者包括世界银行的Sebastian Horn、AidData的执行董事Brad Parks和威廉与玛丽全球研究所的研究教授、前世界银行集团首席经济学家兼哈佛肯尼迪学院教授Carmen Reinhart，以及基尔世界经济研究所的主任Christoph Trebesch。

136 图2.8使用了GCDF数据集3.0版本中的新虚拟变量（“救援”），该变量捕捉到任何允许主权债务人（1）偿还现有债务，（2）为一般预算支出提供资金和/或（3）支持外汇储备的贷款。

137 截至2021年，除了阿根廷和马拉维之外，所有紧急救援贷款接受国都符合这一情况。然后，在2022年，阿根廷和马拉维加入了“一带一路”。

138 Moody's制定的主权风险评级有21个分类值，其中Aaa代表最低风险水平，C代表最高风险水平。Fitch制定的主权风险评级有21个分类值，其中AAA代表最低风险水平，D代表最高风险水平。S&P制定的主权风险评级有21个分类值，其中AAA代表最低风险水平，C/D代表最高风险水平。更多细节请参见Séri（2021）。

139 Horn等人（2023a）使用非紧急目的的贷款承诺作为“项目贷款”的代理，并依赖于AidData的GCDF数据集的2.0版本。表2.2使用AidData的GCDF数据集的3.0版本，可以更精确地测量项目贷款和基础设施项目贷款。有关这些测量的更多信息，请参见脚注130和脚注131。

140 紧急救援贷款和债务重组在提供现金流量救济给流动性不足的借款人方面相似。因此，它们都可以用于“救助”借款人（Horn等人，2023b）。

141 为了区分偿还风险和偿还风险缓解措施，我们修改了财务困境指标的标准。我们不再使用3.0 GCDF数据集中描述字段指示借款人偿还困难或经历财务困境的所有贷款记录，而是排除了所有仅有借款人尝试或实际债务重组作为借款人偿还困难或经历财务困境的唯一证据的观察结果。

142 相比之下，49%的中国非紧急贷款是在借款人处于财务困境时发放的。这种差异在“一带一路”时代（2014-2021年）也是可观察到的。在这八年期间，83%的中国紧急救助贷款（在货币价值上占中国紧急救助贷款组合的86%）是在借款人处于财务困境时发放的。在“一带一路”时代（2014-2021年），63%的中国非紧急贷款（在货币价值上占中国非紧急贷款组合的67%）是在借款人处于财务困境时发放的。这些百分比反映了被修改的困境标记，以区分偿还风险和偿还风险缓解措施（见脚注141）。

143 这一发现也与Horn等人（2023a）和Horn等人（2023b）的研究结果一致。

144 根据用于构建图2.9的基础数据，接受连续债务重组的国家和接受连续紧急救助贷款的国家均是“一带一路”的正式参与国。所有这些国家都位列北京50个最大的低收入国家和中等收入国家借款国之列，并且在两个或更多连续年份中受益于债务重组或紧急救助贷款。

145 重要的是要记住，从历史的角度来看，反周期官方贷款是常态而非例外。正如Horn等人（2020b）解释的那样，“在20世纪30年代，美国加入了欧洲国家，通过美国进出口银行和美国财政部的汇率稳定基金（1934年成立）向贸易收支出现问题的国家提供官方贷款”（Horn等人，2020b：7）。

146 更多相关信息，请参见Horn等人（2023a）和Horn等人（2023b）。

147 在附录中，我们为两个不同的队列复制了图2.2：一个是处于财务困境的国家，另一个是不处于财务困境的国家（参见图A16和图A17）。可以看到，人民币贷款在这两个队列中都有增加，但对于处于财务困境的国家来说，增加更为显著。图2.10显示了中国人民币救助贷款组合中包括短期滚动贷款金额的类似模式。

148 截至2022年，人民币占全球货币储备的比例不到3%，全球支付的比例不到2.5%。人民币国际化的主要障碍包括严格的资本管制，限制了货币的自由流动，以及缺乏一个大型离岸市场，供投资者购买与美国国债相媲美的安全的人民币计价资产（Bertaut等人，2023）。

149 请参见Horn等人（2023a，2023b）。

150 2023年8月，阿根廷央行（BCRA）决定用国际货币基金组织（IMF）贷款的收益偿还其与中国人民银行（PBOC）的未偿还掉期债务的一部分（Do Rosario，2023a）。

151 还有一个潜在的需求端解释，即为什么处于财务困境的主权国家（如阿根廷和斯里兰卡）愿意从中国人民银行签订以人民币计价的互换债务。尽管中国人民银行互换债务的自由和灵活使用受到重大限制，但中央银行可以将这些人民币互换额度作为“搪塞”手段，暂时增加其国际毛储备（Horn等，2023a）。这种做法可能有助于避免信用评级下调和借款成本上升。然而，它也可以释放原本被限制的外汇储备，以便向中国人民银行以外的中国债权人和非中国债权人支付以美元计价的债务服务。例如，Brad Setser曾经提出（参见https://twitter.com/Brad_Setser/status/1602151579150438401），斯里兰卡收到中国人民银行互换债务后，释放了外汇储备，以支付到期的欧元债券和向中国进出口银行支付以美元计价的债务服务。

152 值得注意的是，北京已经改变了其关于美元计价海外借贷的公开信息传递（例如，Qing 2023）。

153 实际上，有证据表明与中国人民银行签署货币互换协议会导致一个国家使用人民币进行国际支付的概率增加14% (Bahaj和Reis 2022)。通过中国人民银行互换额度进行大规模借款还可以直接改变一个国家储备持有的货币组合。经过近十年与中国人民银行的人民币互换，阿根廷约50%的储备持有人民币 (Douglas 2022)。

154 托管账户的现金余额记录在GCDF数据集的“抵押品”和“描述”字段中。GCDF数据集的“描述”字段记录了从托管账户中划出的现金。

155 在AidData的GCDF数据集的3.0版本中，有更多证据表明中国国家开发银行 (CDB) 比中国进出口银行 (China Eximbank) 更多地遵循这一做法。例如，项目编号37103、55437、58839和58842。

156 Gelpern等人 (2021年, 2022年) 分析了中国国有债权人发行的100份贷款合同和28个非中国 (商业、双边和多边) 债权人发行的142份对低收入和中等收入国家政府借款人的贷款合同的条款和条件。他们发现，30%的中国贷款合同包括托管账户或收入账户条款，而只有2%的非中国贷款合同 (其中一份来自非洲开发银行，一份来自德意志银行，一份来自法国发展署) 包括这样的条款。在非中国债权人要求政府借款人在托管账户中保持最低现金余额的罕见情况下，他们要求的金额与中国债权人要求的金额相似。在Gelpern等人 (2021年, 2022年) 分析的142份非中国贷款合同样本中，只有一份明确规定最低现金余额要求的合同：一份价值5660万美元的贷款协议，由德意志银行巴黎分行与喀麦隆政府签订，要求借款人 (最初) 在托管账户中保持相当于一年本金和利息支付的现金余额 (即两次半年度偿债支付)。完整的未经编辑的贷款协议可以通过

https://docs.aiddata.org/ad4/pdfs/how_china_lends/CMR_2015_121.pdf进行访问。

157 请参阅GCDF数据集的3.0版本中的项目编号60219和59273。

158 如果有一种观念认为中国希望被视为优先债权人，其债务需要优先偿还，而其他债权人则被推到偿还队列的后面，那么债权人之间的集体行动失败 (即没有协调的债务重组) 就更有可能发生 (Wigglesworth和Yu 2023; Ferry和Zeitz 2023)。

159 例如，在AidData的GCDF数据集3.0版本中，可以参考ID # 59753。或者，借款人可能需要将长期商品购买协议下的现金收益存入该账户。例如，在AidData的GCDF数据集3.0版本中，可以参考ID # 35865。

160 例如，在AidData的GCDF数据集3.0版本中，可以参考ID # 55437。

161 更准确地说，中国债权人通常拥有独家权力，指示托管账户银行冻结收入账户并阻止借款人提款。例如，在AidData的GCDF数据集3.0版本中，可以参考ID # 59753。

162 例如，可以参考AidData的GCDF数据集3.0版本中的ID # 37103、# 31777、# 59753和# 35865。

163 2016年12月30日，中国进出口银行与苏里南共和国政府签署了一项9840万美元的优惠买方信贷 (PBC) 协议，用于苏里南国家宽带网络项目。贷款在借款人满足了几个先决条件 (所谓的“先决条件”) 后，于2017年11月正式生效，包括但不限于签署还款机制 (托管账户) 协议。该贷款的借款条件如下：15年到期，5年宽限期，3%的利率，0.4%的管理费和0.4%的承诺费。苏里南政府于2017年

5月12日将贷款的收益再贷款给了Telesur。更多详情，请参考AidData的GCDF数据集3.0版本中的ID # 55437。

164 根据2017年最终确定的原始托管账户安排，Telesur被要求将其至少50%的资金（包括国家宽带网络项目的宽带用户收入）存入本地货币计价的收入账户。请参阅AidData的GCDF数据集3.0版本中的ID # 55437。

165 2022年3月，国际货币基金组织报告称，2022年2月“从Telesur贷款偿还储备账户支付的款项将在与中国进出口银行的最终债务重组中得到反映，以确保与其他官方债权人的处理方式具有可比性”（IMF 2022）。

166 在大多数主权债务交易中，财政部是与中国债权人签订托管账户协议的借款国对手。这些协议通常对借款方（财政部）施加广泛的保密义务。以AidData的GCDF数据集（版本3.0）中的项目ID # 59753中的中国进出口银行贷款为例，托管账户协议中写道：“保密义务将永久存在。[...]各方（托管账户协议的当事方）在本契约期间不得向媒体发布任何声明或作出任何其他可能被媒体发布的公开声明，涉及本契约的关系或主题[...]"。

167 苏里南就是一个例子。

168 现金流救济和债务救济之间存在重要区别。中国国有债权人更愿意提供现金流救济，而不是债务救济，后者在学术文献中通常被定义为“由于重组协议而导致债务人未偿债务净现值的减少”（Horn等，2022a: 14）。在中国同意参与G20的债务服务暂停倡议（DSSI）之后，这一区别的重要性变得更加明显。2021年4月，中国进出口银行行长公开澄清：“债务暂停……既不是债务减免，也不是债务豁免。不应该借机（新冠疫情）损害中国的利益并利用中国”（中国进出口银行，2021）。

169 在债务重组谈判中，只要贷款的净现值（NPV）在贷款寿命内没有显著减少（即重组后的债务服务支付的NPV不低于重组前的债务服务支付的NPV），中国债权人通常会向借款人提供现金流救济。然而，情况可能正在发生变化。2023年1月，国际货币基金组织总裁克里斯蒂娜·格奥尔基耶娃宣布：“我们原则上达成了中国将实际上接受净现值减少的谅解，前提是延长债务到期日和降低利率……在中国，尚未就前期减免达成共识”（Mfula, 2023）。通过大幅降低利率、延长到期日/宽限期和/或减少贷款本金（所谓的“面值减免”或“本金减免”），可以实现贷款净现值的减少。

170 Reinhart和Trebesch (2016) 研究了两个时期的债务减免操作-1920-1939年和1978-2010年，并发现债务存量减少（面值减少到贷款本金）通常会增加经济增长，但债务流量减少（通过延长到期/宽限期和降低利率来减轻现金流压力）则不会。

171 请参阅AidData的GCDF数据集3.0版本中的ID # 95415和ID # 53063。

172 如果债权人以低于其自身借款条件（即“资金成本”）的利率向借款人发放贷款，则债权人以“低于市场”利率向借款人放贷。中国银行和以不同货币计价的贷款之间存在显着的“资金成本”差异（Chen 2020a）。关于人民币计价的贷款，国有商业银行通过接受存款（存款利率为1-2%）筹集资金，而国有政策性银行通过发行收益率为3-5%的债券筹集资金。关于外币计价的贷款，国有政策性银行可以以2-3%的利率从人民银行借款。

173 相关地，银行承担了与资金机会成本增加相关的所有下行风险。

174 根据所使用的折现方法，官方债权人与商业债权人之间的平均减记（投资者损失）存在19.4个百分点的最小差异和38.6个百分点的最大差异（Schlegl等人，2019）。

175 一些中国国有银行参与与其他国家官方债权人（宽松地）协调的债务重组，而其他一些则不参与，并希望被视为商业债权人（Gardner等，2021年；Horn等，2022b年）。赞比亚最近发生的事件表明，北京认为其官方债权人的索赔包括中国进出口银行和其他中国国有债权人的索赔，后者由中信保险保证（“担保”）。北京显然认为，没有中信保险信用保险政策支持的国家开发银行债务是商业债权人的索赔（Setser，2023b年）。

176 中国对海外借款人的贷款的加权平均赠款要素下降了19个百分点，从2014年的30%下降到2021年的11%（见图A21）。

177 GCL是以人民币计价的贷款，发放给政府机构，并以低于市场利率的条件提供（通常为20年到期日，5年宽限期和2%的利率）。PBC是以美元计价的贷款，发放给政府机构，其条件比市场利率更优惠，但略微更昂贵（较高的利率，较短的到期日和宽限期）比GCL（Morris等，2020年；Horn等，2021年；Dreher等，2022年）。

178 这两个优惠贷款窗口越来越难以获得对主权借款人有重要影响。中国人民银行（PBC）和中国进出口银行（GCL）的合同条款和条件相当标准化（Gelpern等，2022年），在低收入国家（LIC）和中等收入国家（MIC）财政部的债务管理官员和交易律师中相对了解（例如，玻利维亚中央银行2016年；孟加拉人民共和国政府经济关系部2023年）。它们包括低（固定）利率、长期到期日、慷慨的宽限期、无罚息条款以及使用中国承包商和保持所有条款和条件保密的严格要求，等等。然而，包含在更“奇特”的中国借贷工具中的条款和条件（如中国人民银行掉期合同、中国进出口银行流动性支持设施和与中国国有商业银行的应收账款融资安排）并不被很好地理解。

179 2018年至2021年，中国进出口银行发行了49个总额为90亿美元的GCL和40个总额为220亿美元的PBC。

180 在2000年至2017年间发行的261个GCL中，99.6%（260个）符合OECD的25%优惠要素门槛。在2000年至2017年间发行的248个PBC中，99.6%（247个）符合OECD的25%优惠要素门槛。

181 2009年，中国的低收入国家和中等收入国家贷款计划几乎完全以美元计价（见图2.2）。

182 SHIBOR和LPR都是由中国人民银行设定的浮动利率。图2.14将所有以SHIBOR和LPR为基础的贷款合并为一个类别。然而，LPR在中国的海外贷款组合中尚未广泛使用。在GCDF数据集的3.0版本中，只有2个基于LPR的贷款记录。发生的变化主要是从LIBOR转向SHIBOR。

183 延期债务有两种形式：（1）达到原始合同到期日并获得最终到期日延期的贷款；（2）在原始合同到期日偿还并重新发行（具有相似或不同的面值和借款条件）并分配新的到期日的贷款。

184 自1973年以来，经济合作与发展组织（OECD）的债权人报告系统（CRS）从DAC和非DAC国家收集和发布官方部门的金融流量（ODA和OOF）的数据。

185 世界银行的债务人报告系统（DRS）自1951年以来一直是公共债务的主要国际报告系统。它支持一个广泛使用的数据来源：世界银行的国际债务统计数据（IDS）。

186 CRS的保管人没有解决这个问题，很可能是因为中国不参与其报告系统。

187 在大多数包含此类条款的中国贷款协议中，违约（罚款）利率适用于逾期本金和/或逾期利息金额。例如，参见中国进出口银行标准轨道铁路项目第一阶段买方信贷贷款协议第6.9节（可通过<https://www.dropbox.com/s/5j3alwun2tv8wk2/SGR%20BCL%202014.pdf>访问）。

188 值得注意的是，中国海外贷款组合的债权构成正在从不收取或低罚息的金融机构转变。中国商务部的无息贷款、中国进出口银行的政府优惠贷款以及中国进出口银行的优惠买方信贷都不收取罚息，并且它们的比例都在下降（见图2.7和A12）。然而，来自中国国有商业银行的贷款则收取0.5%至3%的罚息，并且比例在上升（见图2.7）。

189 为了避免对中国债权人是否负责支付罚息产生任何困惑，苏丹政府披露，截至2022年3月31日，它欠中国债权人1.27亿美元的罚息（CBOS 2023）。津巴布韦政府和塞尔维亚政府也承认在与中国进出口银行的贷款协议下产生了罚息（NBS 2007；MOFED 2022）。

190 根据TPDC的审计财务报表，托管账户“是为了确保按照贷款协议偿还本金、支付利息和费用”，而这些账户的最低现金余额则作为“抵押品”的来源。

191 2012年6月20日，中国进出口银行与坦桑尼亚财政部签署了一项总额为1,225,327,000美元的融资协议，用于桑戈桑戈至达累斯萨拉姆天然气管道和姆纳齐湾以及桑戈桑戈项目的天然气处理厂。中国进出口银行向坦桑尼亚财政部发放了两笔贷款：（1）一笔2.75亿美元的买方信贷贷款（BCL），利率为6个月伦敦银行同业拆借利率加430个基点，宽限期为1.83年（22个月），到期期限为12.83年（154个月）；（2）一笔9.2亿美元的优惠买方信贷（PBC），期限为20年，宽限期为7年，利率为2%。买方信贷贷款和优惠买方信贷贷款的资金随后由坦桑尼亚财政部再贷款给坦桑尼亚石油开发公司（TPDC）。请参阅AidData的GCDF数据集3.0版本中的ID # 59733和59752。

192 在这里，我们将公共部门贷款定义为中央政府债务、中央政府担保债务和其他公共部门债务的总和（如附录A-5中所述），这与IDS对PPG债务的定义一致。在附录中，我们复制了这个图表，显示中国对低收入国家和中等收入国家借款人的总（紧急和非紧急）贷款承诺（参见图A10）。加入中国的紧急贷款承诺掩盖了从公共部门贷款转向私营部门贷款的转变（因为紧急贷款承诺规模庞大且专门用于主权借款人）。

193 2000年至2021年，中国向处于财务困境的国家提供的官方部门贷款的加权平均赠款要素比处于财务困境的国家低了十个百分点（请参见附录中的图A25）。

194 风险定价贷款模型（a）对风险借款人收取更高的价格（即，对那些存在违约风险的借款人附加更大的风险溢价），并且（b）考虑违约后预期的损失规模（即，债权人预计如果借款人违约将损失多少钱）。

195 图2.20显示了中国对低收入国家和中等收入国家的官方部门贷款承诺（以2021年不变美元计）分为三类的比例：（1）抵押贷款并且贷款承诺时借款国正处于困境的贷款，（2）抵押贷款但贷款承诺时借款国没有遇到财务困境的贷款，以及（3）贷款承诺时没有抵押的贷款。图2.20的基础数据表明，在“一带一路”前期（2000-2013年），中国对低收入国家和中等收入国家的抵押贷款承诺中有51%是指向处于财务困境的发展中国家的，而在“一带一路”早期和晚期（2014-2021年），这个比例增加到了82%。

196 项目贷款被定义为AidData的GCDF数据集3.0版本中被归类为投资项目贷款（IPLs）的贷款。

197 然而，其他条款和条件通常可以在“多数债权人”的同意下进行修改。

198 Sufi（2007）证明，主要安排者可以降低其他辛迪加参与者的尽职调查成本。

199 2021年，中国在低收入国家和中等收入国家的非紧急贷款计划中有49%是双边贷款承诺。北京转向通过辛迪加贷款进行贷款尤为明显，这在项目贷款组合中尤为明显（有关补充证据，请参见图

A36)。

200 一项银团贷款是可销售债务，因为负责发起和构建交易的安排贷款人可以通过市场营销和银团化过程将部分贷款分销/出售给其他银行和非银行机构，并且该贷款可以在二级市场上交易。

201 尽管与仅有中国参与者的银团贷款相比，与中国和非中国参与者的银团贷款更多（833），但中国和非中国参与者的银团贷款往往较小（平均138.8万美元），而仅有中国参与者的银团贷款较大（平均545.5万美元）。这些摘要统计数据来自图A34和A35。

202 当考虑到多边机构在银团贷款和委托贷款协议中的参与时，中国对低收入国家和中等收入国家的贷款组合的多边化变得更加清晰（见图A28）。

203 我们提供了证据表明这在第3章中确实是这种情况。

204 在早期的GCDF数据集中，Joosse等人（2023）使用社交网络分析来绘制非中国金融机构的国际网络，这些机构促进了中国国有债权人参与银团贷款协议。他们得出结论，十个最重要的网络“经纪人”包括两个多边机构（美洲开发银行和非洲开发银行）和八家西方商业银行（巴黎银行、渣打银行、三井住友银行、日本三菱日联金融集团、花旗银行、荷兰国际集团、德意志银行和汇丰银行）。

205 图2.23排除了紧急贷款，因为它们仅通过双边渠道提供。

206 在这里，人们不禁想起一个寓言中的醉汉，他坚持在路灯下寻找钥匙，因为“那里有光”。中国债权人对银团贷款的贡献没有被系统地追踪在中国海外发展金融数据库、中国对拉美和加勒比地区贷款数据库、中国对非洲贷款数据库、中国全球能源金融数据库、中国海外金融库存数据库或世界银行的国际债务统计数据（IDS）中。然而，图A32显示，中国官方部门的贷款越来越通过包括中国和非中国银行的银团进行渠道化。

207 正如我们在第3章中更详细地解释的那样，北京已将其双边贷款机构定位为低收入国家和中等收入国家的替代融资来源，这些国家宁愿不与经济合作与发展组织-发展援助委员会（OECD-DAC）的捐助方或多边开发银行打交道（Parks 2019；Malik et al. 2021；Dreher et al. 2022）。因此，向银团和多边化的转变代表了一次重大转变。

208 2017年11月，中国最高银行监管机构——中国银行业监督管理委员会（CBRC）呼吁中国国有银行“通过采取风险共担措施来防范和控制海外业务风险”（Xueqing 2017，重点强调）。在BRI后期（如图2.23中所示）向银团和多边化的转变可能构成银行对CBRC政策指导的响应证据。

209 关于这一点，请参见Dennis和Mullineaux（2000）。

210 在涉及多边开发银行（MDB）的典型A/B联合贷款安排中，记录贷款人是MDB；它保留了一部分贷款作为自己的账户（“A贷款”），并将其余贷款的参与权出售给其他人（“B贷款”）。作为记录贷款人，MDB将其作为事实上的优先债权人的地位授予所有B贷款参与者。

211 关于这一点，请参见Cordella和Powell（2021）。

212 官方债权人的双边贷款通常通过巴黎俱乐部进行重组，而联合贷款通常通过伦敦俱乐部的重组进行重组（无论联合贷款的成员是否包括官方债权人或商业债权人）。

213 安邦（总部位于北京的智库）创始人、中央政府的一位BRI顾问龚琛最近告诉日经亚洲评论说，“广泛的债务逃避和规避（BRI参与者）将对中国的金融稳定产生重大影响”，“我们担心一些国家可

能试图通过利用地缘政治和东西方意识形态竞争来逃避偿还债务”（Aamir等，2022）。

214 在这方面，我们延续了原始的跨学科研究小组的“开放研究”传统，该小组开发了支持AidData的GCDF数据集的“追踪未报告的资金流动”（TUFF）方法。请参见Dreher等人的第3章（2022）。

215 如果过去是前兆，我们预计这种方法将带来显著的回报。迄今为止，GCDF数据集已在500多个研究出版物中使用（Wooley，2023）。