doi:10.3969/j.issn.1003-5559.2020.10.023

翻然市场建权债务危机与管控附领

■ 肖振华 广州理工学院

摘 要: 新冠肺炎疫情导致新兴市场经济大幅萎缩,同时为减轻疫情对经济的冲击,新兴市场国家普遍推行了扩张性财政政策,财政赤字显著放大与飙升,对外负债能力严重削弱;不仅如此,美联储主导的全球量化宽松导致新兴市场货币急速贬值,相关国家还债成本剧增,但为对冲本币贬值,新兴市场国家不得不动用美元储备干预汇率市场,导致以美元计价且债务结构中以外债为主的新兴市场国家还债能力进一步受到损害,债务违约风险一触即发。有效防止与减少新兴市场国家债务违约,需要在乘持人道主义立场的基础上调动与集结全球力量,同时新兴市场国家应当在战略上做出建设性调整。

关键词: 新冠肺炎;新兴市场;债务违约;减免与救助

时下仍在全球蔓延的新冠肺 炎疫情改写了世界经济增长的轨 迹,更让新兴市场经济体承受了前 所未有的重压与冲击。本币贬值、 投机资本撤离、外汇储备萎缩、通 货膨胀恶化,更有从各个发展中经 济体弥散开来的债务危机阴影。对 于国际社会而言,由许多新兴市场 国家债务违约所外溢出的风险绝 不会停留在局部地区和狭窄层面, 而是如同一根敏感的神经关联着 全球金融市场的运行秩序,控制不 好可能会衍生成为又一场波及全 球的金融危机,对此,只有全球力 量加强合作才能有效减轻与消解 危机的破坏力与冲击力。

一、新兴市场经济体负债状 况与风险评估

围绕着一笔已经到期但无力 偿还的 5 亿美元债务,阿根廷政府 与债权人所进行的谈判虽然延期 至第五次终有协同一致的结果,但 接下来的时间阿根廷还要继续硬 着头皮展开无休止谈判的事实,因 为今年阿根廷共有882亿美元的主权债需要偿还,且分成很多单笔数散布于不同时段,而按照国际货币基金组织(IMF)的结论,从2020年至2024年,阿根廷几乎没有向债权人偿债的能力余地,如此一来,通过谈判谋求债务重组就成为必选。

资料显示,在主权国家债务违约榜单的排名上,截止目前西班牙高居榜首,共计违约14次;其次是委内瑞拉,违约12次;紧跟其后的是厄瓜多尔与巴西,分别违约11次和10次,而法国、墨西哥、秘鲁、智利、巴拉圭、阿根廷五国也各有8次的违约记录。因此,虽然阿根廷算不上是违约最多的国家,但只要今年接下来的谈判流产一次,阿根廷将成为10年中三次发生违约的唯一国家。

客观上观察,阿根廷政府超负 荷债务运行以及发出的违约警报 只是新兴市场的一个缩影。按照国 际金融研究协会(IIF)的统计数 据,截至2019年底,全球债务总规 模为255万亿美元,创历史新高, 占全球 GDP 的比重为 322%,比 2008年金融危机时高出 40个百分点 (87万亿美元)。而在债务结构中,各国政府主权债占据最大份额,达 70万亿美元。在报告中,IIF特别指出,截至 2019年年底,自 2010年以来新兴市场债务总额增长了 56个百分点,债务规模膨胀至该经济体国内生产总值的 170%,其中新兴市场主权债务超过了 20万亿美元,创下了金融危机以来最快增速,并比 2008年翻了一番。

新兴市场国家主权债务的加速膨胀与全球货币政策的变化直接相关,甚至可以说因极度宽松货币政策所诱致。金融危机爆发的后10年中,美联储先后抛出了三轮QE,全球主要央行都加入到量化宽松的行列,而新兴市场国家利用流动性充沛以及美元利率不断走低的机会大量举债,致使本国杠杆率一路飙升,但与此同时经济却只有不到5%的平均增幅,很难覆盖偿债需求,于是只有继续对外举债。不仅如此,在自身经济通过宽松货币政策获得有效回升后,美联储开始

[作者简介]肖振华(1977—),男,广州理工学院讲师;研究方向:跨境电子商务与金融服务贸易。

实施利率正常化操作,美元货币利率中枢不断上移,致使新兴市场国家只能高息借债,同时偿债负担越来越大。

除了宽松货币政策将新兴市 场引入债务扩大之路外,全球化的 快速退潮以及由此带来的外部需 求下降也是推动不少新兴市场国 家跌入债务泥潭的重要力量。根据 《全球贸易预警》数据显示,过去10 年除了美国抛出了多达 1500 余项 贸易保护措施外,G20 中的另外 19 个国家也累计出台了保护主义政 策 8000 多项,其中仅 2019 年全球 范围内就新增了1291个新贸易壁 垒。数据的背后是各种形式的贸易 保护主义与单边主义大行其道。受 到影响,过往10年全球贸易增速 只有金融危机前20年年均增速的 一半。由于新兴市场高度依赖资源 或者商品出口,而且对美欧市场的 依赖性非常之大,这种内生增长动 力乏力的经济模式使其更容易受 到来自全球贸易环境收窄与恶化 的扰动。正是如此,过往10年新兴 市场的总体经济增速明显落后于 发达经济体,公共财政在入不敷出 的压力下,通过举债发展经济的冲 动也被不断强化与固化。

不同于美国、日本等发达经济 国家政府债务量虽然非常庞大但 很大一部分债务表现为对内负债, 新兴市场国家主权债务主要是对 外负债,规模占比超过主权债务的 2/3,而且高达 95%以上都是以美元 计价的外债,说明新兴市场的债务 运动完全受到美元汇率变动的支 配;其次从久期看,新兴市场国家 一年期以内的短期债务居多,仅今 年就有 1.3 万亿美元债务到期,明 后两年还有超过 2 万亿美元的外 债需要偿还。另外,新兴市场国家的偿债能力与偿债风险存在着明显的分化,除了中国等极少数国家具有厚实的偿债支撑力以及优越的信用系别外,很多的新兴市场国家将成为债务违约的重灾区。

总体来看,新兴市场阵营中可 能引爆债务危机的风险区主要集 中在以下地区:一是南美大陆的阿 根廷、委内瑞拉、巴西等国,二是撒 哈拉地区以南的非洲国家, 如南 非、尼日利亚等,三是中东地区的 土耳其、黎巴嫩等,甚至中亚地区 的乌克兰以及亚洲的印度尼西亚 等国也存在违约可能性。值得注意 的是,除了阿根廷再次拉响债务违 约警报外,今年以来已有厄瓜多 尔、黎巴嫩两国出现债务偿还延 期,而且黎巴嫩还是首次违约。在 国际货币基金组织看来,新兴市场 国家的主权债务兑付风波正处于 "一触即发"的危险境地,而且今年 的债务违约可能创出历史最高。

二、新冠肺炎疫情对新兴 市场债务违约的刺激与催化

必须承认,金融危机以后,在 国际社会的支持下,加上本国政府 在财政改革与经济发展上的努力, 阿根廷、希腊等新兴市场国家一度 从债务危机中挣脱出来并重新获 得了在国际金融市场融资的资格, 新兴市场总体走上债务循环的良 性轨道,通过借新债还旧债方式, 加上国内财政盈余产生的一定偿 债能力,按道理不会出现太大问 题。然而,一场突兀而至的新冠肺 炎彻底打乱了新兴市场经济发展 与财政增长的阵脚,也使得其刚刚 有所恢复的偿债能力遭遇无情撕 裂与侵蚀。

由于疫情打断了全球产业链 与供应链,以出口导向为主的所有 新兴市场国家对外贸易遭受重创, 原本只剩 1.5 亿美元的经常项目 盈余被完全吞没,智利、南非、印 尼、土耳其、巴西和印度等国还发 生超过2%的经常项目赤字: 更为严 重的是,新冠疫情倾轧之下,石油 期价跌入冰点,其他大宗商品价格 纷纷深度跳水,使得依赖资源出口 的俄罗斯、南非以及南美新兴市场 国家的外部需求受到空前抑制。按 照国际货币基金组织(IMF)的最新 预测,2020年新兴市场经济增速将 为-1%, 其中印度经济萎缩 5.2%, 俄罗斯经济下滑 7.1%, 巴西经济下 降 5.2%, 南非经济负增长 10 个百 分点,其他如阿根廷、土耳其等国 经济萎缩幅度均超过了5%。经济的 重挫带来的是财政收入锐减甚至 是负增长,并直接弱化甚至瓦解新 兴市场国家的的偿债能力。

更无奈地是,抗御新冠疫情对 经济增长的冲击,新兴市场国家集 体启动了扩张性财政政策,如印度 准备在年内推出20万亿卢比的财 政刺激计划,俄罗斯新增年度财政 预算4.5万亿卢布,南非正在考虑 出台1万亿兰特的经济刺激方案 等,而这些财政增量资金的绝大部 分都来源于国债发行而非国库盈 余,由此引致新兴市场赤字与债务 占比急速上扬。资料显示,至今年 年底,巴西的公共债务占 GDP 比值 将达到77.2%,印度公共债务占之 比将突破77%,南非公共债务占比 将升至90%,阿根廷、土耳其、委内 瑞拉等国公共债务占比均将突破 100%。新增债务资金只能投入紧急 救场之用,绝对不可用来填补旧债 窟窿,财政无力支付之下对到期债 务只能选择违约囧途。

实际上,除了自身经济衰退、 财政拮据极大约束了新兴市场国 家偿债能力外,美联储主导的新一 轮全球宽松货币政策所产生的系 列外溢效应也严重削弱与肢解了 新兴市场的债务清偿功力。跟随美 联储将联邦基准利率降至零目推 出无限量化宽松的步伐, 印度、巴 西、土耳其等数十个新兴市场国家 先后多次降息,且不少本币利率降 至历史最低点。超出所有人意料之 外,美元价格不仅没有因本身利率 降低而下降,且一直稳定在历史高 位,对照之下,新兴市场货币却集 体大幅下挫,这种结果意味着新兴 市场国家必须用更多本币才能兑 换美元,偿债成本于是不断上升; 与此同时,并不像美日欧等发达经 济体债券利率随着货币利率同时 沉降甚至可以用负利率借债,新兴 市场国家主权债利率却一路走高, 包括安哥拉、尼日利亚等全球 18 个新兴市场国家的美元计价债券 收益率较美国国债高出逾 10 个百 分点。收益率越高代表需支付的债 券利息越多,存量偿债成本与增量 融资成本双双扬升,无力承担之下 违约风险随时可能出现。

更为关键的是,由于本币的大幅度贬值,与美元相比新兴市场货币失去了理想投资价值,同时域内经济增长也难以形成清晰的预期,国际资本今年以来开始大规模撤离新兴市场。来自 IIF 的的统计数据显示,年初至今已有超过 1200亿美元的国际资金流出新兴市场,规模为金融危机爆发同期时的三倍之多。资本高频与密集流出不仅让美元流动性本来短缺的新兴市

场国家经济承受"失血"之痛,同时引致了当地股市、债市与汇市的纷纷下挫,而资产价格的下跌反过来又会诱导国际资本为规避风险而加速出逃,从而导致新兴市场陷入"本币贬值—资本撤离—资产贬值—资本再撤离—本币再贬值"的恶性循环。结果是面对着一个美元流动性极度短缺甚至枯竭的市场,即便是新兴市场国家试图按期足额支付外债,但也是巧妇难为无米之炊,求告无门之下无奈走上违约之路。

更加尴尬地是,本来手中美元 储备非常有限,但为了阻止本币贬 值速度,新兴市场国家又不得不在 外汇市场上连续抛售美元,从而导 致本国外汇储备家底越来越微博。 统计数据显示,今年以来,印度、巴 西、阿根廷、墨西哥、土耳其、南非、 印尼、智利等国外储储备萎缩幅度 均超5%,其中阿根廷的外汇储备规 模跌至四年以来最低。目前阿根廷 政府主权债高达1900亿美元,但 外汇储备不到430亿美元,前者是 后者的 4.5 倍,即便是拿出全部外 汇储备来还债也是杯水车薪,选择 违约就成为大概率的事情。值得警 惕的是,即便是不少新兴市场国家 干预汇市,但最终也未见本币出现 回升,反而依旧跌跌不休,偿债能 力因此改善的希望也变得越来越 渺茫。

墙倒众人推。基于新冠肺炎疫情覆压之下新兴市场经济体经济萎缩的悲惨情景,更因为不少国家债务占比提高以及外汇储备急剧减少导致偿债能力减弱,国际评级机构纷纷下调相关国家的主权信用级别,其中标准普尔已将南非长期外币债信评级从BB降至BB-,同

时遭遇评级下调还有尼日利亚、哥伦比亚、阿根廷等,并且印度评级也有可能被穆迪从 Baa2 下调至Baa3。信用评级的降低显示新兴市场融融资难度的提升,以借新债还旧债的通道日益变窄,最终可能倒逼着一些国家走上债务违约之路。

三、遏止与解除债务违约 的逻辑认知与基本对策

本轮新兴市场债务危机的出现,从一个侧面可以解释为是其长期债务存量风险积累与发酵的结果,与此相关联的是,新兴市场国家在经济发展思路上的举债依赖偏差也是值得深刻反思的地方,但不得不承认的是,包括新冠肺炎、全球性无底线的货币宽松大潮等外部因素却是新兴市场国家债务状态加剧恶化并由此酿成债务违约风险的最主要直接刺激因素,对此,我们应当确立以下两个基本观测维度:

一方面,新冠肺炎是一种不期而至的外部风险,而且相对于发达国家而言,新兴市场国家不仅公共卫生体系不健全,而且医疗技术也较为落后,危机治理能力也较为欠缺,疫情最终对新兴市场国家经济带去的杀伤可能更为严重。目前来看,巴西、南非等国已经成为全球新冠肺炎疫情的"重灾区",所需要的公共财政投入会更大,同时不断上升的债务借贷成本又会反过来限制这些国家解决公共卫生与促进经济复苏的财政灵活性,相应的即期与后续偿债能力必然受到削弱。

另一方面,美元汇率对于新兴市场国家也是一种不可控的外部

市场风险。按照"特里芬难题",美 元价值要稳定,它就不能作为国际 货币;美元要作为国际货币,它的 价值就难以稳定。该命题的结论是 世界货币体系的稳定不能依赖任 何单一国家来保障。但现在看来, "特里芬两难"在美元身上已经完 全失效,因为时至今日在国际经济 与贸易舞台上呼风唤雨的还是美 元,而作为一种被动选择,由于在 国际市场上依赖于美元货币,新兴 市场国家不仅对本国资产价格失 去了定价权,而且国内货币政策的 独立性也几近丧失,同时对外部债 务的处理也失去主导权,其偿债成 本的大小与偿债能力的强弱完全 为美元所左右。

基于以上两个客观观测点,我们的结论是,新兴市场债务矛盾的激化与债务违约风险的上升并非主要因其经济与金融决策失误所引起,相应的全部责任自然就不应由新兴市场国家独立承担。同时,任何债务风险都不是可以彻底隔离与完全封闭的,新兴市场国家债务违约的大面积引爆,受损的除了自身外,更有许多无辜债券人的利益,同时风险也会传导到发达国家以及国际金融市场。因此,对于新兴市场国家的外债偿还风险,需要立足于人道主义立场,调动与集结全球力量共同消解与处置。

首先,新兴市场国家作为债务 人需要与私人债权人进行真诚和 富有耐心的沟通协商,而私人债权 人也应当秉持宽解与包容之心并 在风险基本可控的前提下朝着与 债务人一致认同的方向作出努力。 对于债务人而言,任何看上去十分 简单的单方面毁约与赖账,损害的 不仅是国家信誉,更会直接丧失在 国际市场上的融资身份与资格,同时接下来会面临漫长的经济孤立和经济收缩剧痛;对于债权人而言,一味地求全责备与刚愎自用,直接的风险就是本息颗粒无收,并且即便是借助国际诉讼,为此耗费的漫长时间成本且不说,最终可能等来的还是一份根本无法执行的判决。而相比较而言,双方若能达成折衷协议,新兴市场赢得喘息之机,债券人利益至少最终也可以获得部分保障与实现。

其次,经济发达国家需要对 新兴市场提供必要的援助与支 持,甚至做出一定的牺牲。由于新 兴市场的负债中很大一部分属于 国家与国家之间的主权债务,尤 其是前者对发达经济体的的负债 占有相当大比重,债务违约的出 现和蔓延必然损害关联国家的实 际收益, 削弱发达国家的财政盈 余,最终可能由债务危机衍生为 财政与金融危机。对此,发达国家 有必要对新兴市场国家债务作出 适度减免以及展期上的延长性调 整。毕竟化解了负债方的风险某 种程度上也增大了自身利益的安 全系数。另外,作为应对新冠肺炎 疫情的重要举措,美联储允许14 个国家中央银行开启货币互换, 但除墨西哥和巴西之外, 其他新 兴市场国家央行均未进入互换阵 营,对此,美联储必要情况下可以 考虑扩容,以使更多新兴市场国 家在获得充足流动性的同时赢得 经济复苏的后劲。

再次,包括 IMF 在内的国际 经济组织应当对新兴市场国家提 供及时的救援,同时帮助新兴市 场消除更多的不确定风险。历史 经验证明,缺乏了国际社会的应 急性资金救助,任何一个债务危 机国主权债务违约的处置进程都 会格外艰难与缓慢。对此,在相关 国家主动申请的基础上, 今年以 来 IMF 已经向受到新冠肺炎疫情 冲击的50个新兴市场国家提供 了总额 180 亿美元的紧急资金驰 援,同时 IMF 计划调动 1 万亿美 元贷款帮助成员国应对危机。但 需要提醒地是,由于像 IMF 的国 际性援助往往会附加一些贷款条 件,如控制财政赤字、降低社会福 利等,而这些看似苛刻的要求往 往会成为国际投机资本洁空新兴 市场的题材,对此,IMF 有必要援 引《联合国宪章》第七章中"保护 债务人免受机会主义投资者破 坏"的法律条款,协调与动员成员 国共同对做空力量展开围猎与封

最后,从长远看,新兴市场国 家应当进行战略上的建设性调 整,逐渐脱离与打破经济发展的 举债模式。一方面,新兴市场国家 在国内要主动进行深度性的经济 结构变革, 培出内生性经济增长 动能,以最大程度地摆脱对外部 市场尤其是发达国家融资市场的 严重依赖,在此基础上,新兴市场 国家应当架构出自己健全的金融 市场;如果本国的债券与证券市 场发展成熟,不仅经济与金融"受 制于人"的情况会大大缓解,而且 更能增强自我融资功能,同时降 低外部市场风险;另一方面,新兴 市场应当将"去美元"视为集体性 使命, 先共同托起与维护单一优 势货币,并围绕中心货币扩大货 币互换规模, 在此基础上形成区 域性统一货币, 由点及面地逐步 推进"去美元化"进程。▲