



## 一万亿美元的问题：谁拥有新兴市场政府债务

作者：Serkan Arslanalp 和 Takahiro Tsuda

2014 年 3 月 5 日

谁拥有新兴市场债务，这是一个值一万亿的问题。这是因为，全球投资者近年来将一万亿美元注入了这些国家的政府债券。谁拥有这些债券，拥有多长时间，以及其如何变化，这些都能说明有关风险。资金突然撤出一国会带来破坏。投资者基础的变化也会影响政府的借款成本。

投资者今后将如何行动，这对新兴市场来说是一个重大问题。我们的新分析在一定程度上回答了谁拥有新兴市场债务的问题。新兴市场越了解投资者，就越能更好地了解潜在风险及如何应对这些风险。

### 一些事实

我们运用[去年设计的](#)旨在分析先进经济体政府债务所有人的方法，编制了新兴市场政府债务投资者基础的可比和标准化估计数据。

我们使用 24 个新兴市场国家的数据，任何有兴趣开展进一步研究的人都可以获得这些数据（图 1）。数据覆盖 2004 年至 2013 年 6 月期间。

根据我们的估计，仅 2010 年到 2012 年这一期间，就有 5000 亿美元的外国投资涌入新兴市场政府债券，其中大部分资金来自外国非银行金融机构（大型机构投资者、对冲基金、主权财富基金）。截至 2012 年底，这些投资者持有约 8000 亿美元的债务，占债务总额的 80%。

我们还计算得出，外国中央银行持有 400 亿至 800 亿美元的债务，并且似乎集中在七个国家：巴西、中国、印度尼西亚、波兰、马来西亚、墨西哥和南非。

这些资金过去十年里大量涌入新兴市场经济体，在一定程度上与公共债务管理的改善有关。具体而言，新兴市场延长了债务期限，缩减了浮动利率债务的发行规模，并减少了外币债务。这使得其公共资产负债表更能经受汇率和利率冲击，并降低了政府债务的供给方风险。这在一定程度上促使外国投资者近年来对新兴市场政府债务的兴趣大增。

外国投资者对新兴市场政府债务的投资增加，既带来了机遇，也带来了新的风险，特别是在供给方。政府债务市场的外国参与程度提高有助于这些国家降低借款成本，并在各个投资者间更广泛地分散风险，但也可能使各国的外部融资风险增大。此外，对全球各地的投资者进行分析研究，对于了解全球政府债务需求动态是必不可少的。全球投资者在各国间资金配置的变化很重要，因为它能同时影响许多国家。

### **全球金融危机之前、之中、之后**

我们发现，外国投资者对各个新兴市场经济体区别对待程度在三个时期（全球金融危机之前、之中、之后）是明显不一样的。危机前，他们在一定程度上区分各国：一些国家有资本流入，而另一些国家面对资本流出。危机期间，这种区分变得明显得多。然而，我们发现，在第三个时期（2010-2012年），外国投资几乎都是流入，区分程度明显下降（图2）。

这些资本流入一定程度上是由于一些新兴市场在这一期间的经济基本面改善。2010-2012年，五个新兴市场获得或重新取得投资级地位，它们是哥伦比亚、印度尼西亚、拉脱维亚、罗马尼亚和乌拉圭。多数新兴市场安稳地渡过了危机，相对较快地恢复了高增长。这可能提高了新兴市场货币升值预期，从而吸引了外国投资者的更大需求。与此同时，在先进经济体零利率的背景下，即使是这一期间信用评级恶化或未改善的国家也继续获得了资本流入。

### **新兴市场能够做好准备**

去年，我们开发了一个框架，用于分析外国资金流入可能出现的骤停将如何影响政府债务市场。在我们的新研究中，我们通过说明性情景分析，判断不同环境下可能发生的情况。我们设计这种分析方法的目的是评估冲击的影响程度，而不是预测冲击的可能性。

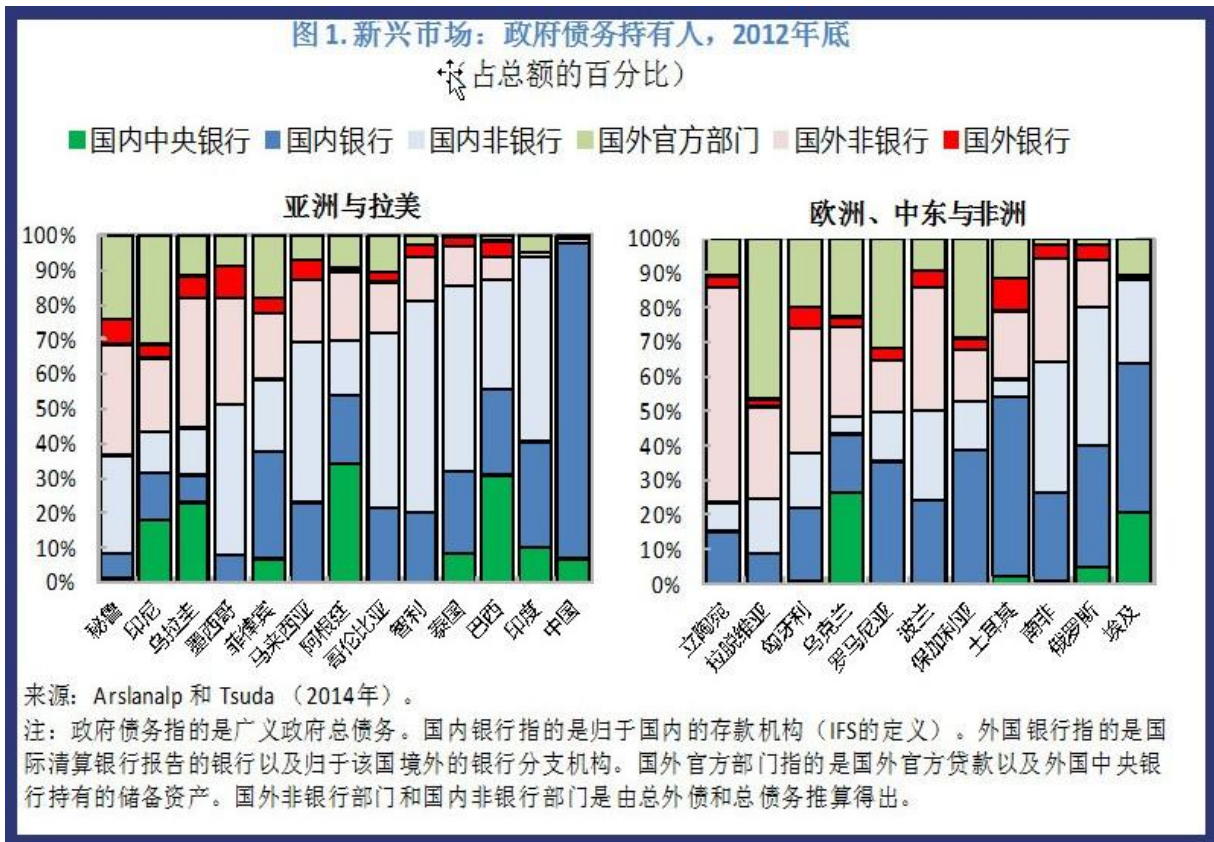
各种情景分析显示，在政府债券市场的给定外国参与程度下，具有以下特征的国家不太容易遭受外部融资风险：

- 债务/GDP 比率较低
- 总融资需求较低
- 国内金融体系较发达
- 抵御外部冲击的流动性缓冲规模较大

所以，各情景表明，重要的是延长政府债务期限，扩展当地投资者基础，并保持一定的流动性缓冲以减轻外国融资突然外流带来的潜在破坏。具备这些缓解措施的国家（如墨西哥和波兰），即使其政府债务的外国所有程度较高，但在2013年夏天债券收益率面临的压力也相对较小。

出于以上所有原因，新兴市场需要仔细跟踪谁拥有其债务、拥有多长时间。它们需要加强与投资者的沟通，以了解其需求。

关键是要了解新兴市场债务的外国所有权带来的好处和风险。是否存在理想的本国与外国投资者搭配？请留意下一期《全球金融稳定报告》有关此问题的更多分析。





来源：Arslanalp 和 Tsuda (2014 年)。

注：基于 z 评分，该评分衡量的是外国投资者净出售或购买的政府债务与历史标准相比的相对规模。强劲流入（流出）是 z 评分大于 1（小于 -1）；中度流入（流出）是 z 评分在 0.5 和 1 之间（-1 和 -0.5 之间）。外国资本流入不包括外国官方贷款，并经汇率调整。

### 作者简历：



Serkan Arslanalp 是基金组织货币与资本市场部债务与资本市场工具处的高级经济学家。他负责为《全球金融稳定报告》撰文，内容涉及主权风险、金融稳定和资本市场。他最新分管的国家是日本，负责日本金融部门评估项目的银行压力测试。他曾是一名研究财政问题的经济学家，在基金组织财政事务部开展若干规划国和监督国的工作。他从麻省理工学院获得经济学学士学位，从斯坦福大学获得经济学博士学位。



Takahiro Tsuda 是基金组织货币与资本市场部债务与资本市场工具处的金融部门专家。他负责主权债务市场分析和债务管理政策问题，曾为若干期《全球金融稳定报告》撰文。在加入基金组织前，他在日本财政部工作。