



新兴市场的坏债：为时尚早

作者：[John Caparusso](#)、[Yingyuan Chen](#)、[Evan Papageorgiou](#) 和 [Shamir Tanna](#)

2015年11月9日

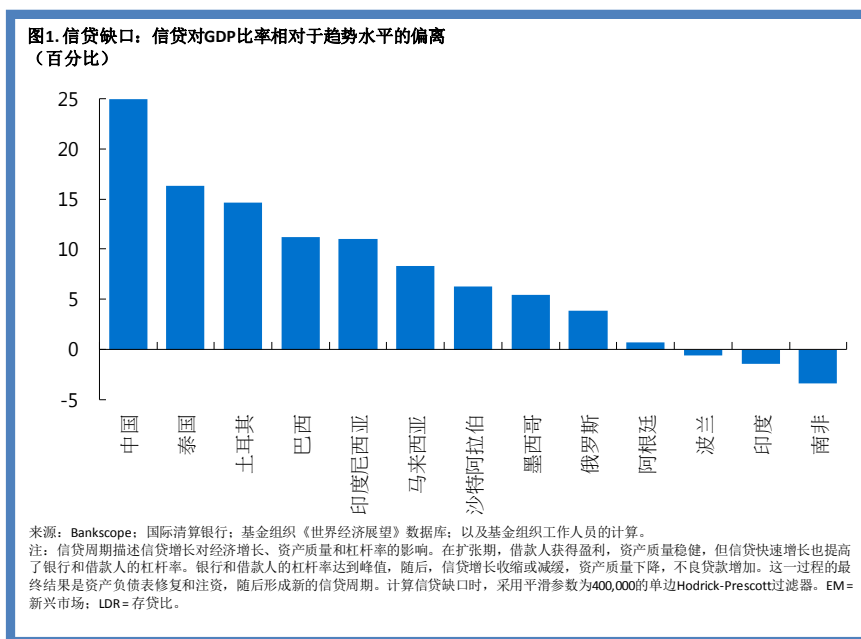
新兴市场表现出色。最大的十五个新兴市场经济体在 2009-2014 年增长了 48%，而同期内二十国集团经济体合计增长了 6%。

新兴市场是如何维持这一增长的？它们在一定程度上利用银行贷款促进公司的信贷扩张、高收益和低违约。这种信贷繁荣，加上大宗商品价格下跌和外币借款，目前导致新兴市场的公司面临脆弱性、金融部门承受压力，正如我们在最新一期 [《全球金融稳定报告》](#) 中讨论的。

信贷繁荣和信贷缺口往往是严重坏债周期的前兆

信贷繁荣可能导致金融体系风险积累——过度投资引起产能过剩，公司现金流恶化，违约风险上升，最终出现银行资本损失。信贷缺口衡量一个国家的借款（信贷占 GDP 比率）相对于历史平均水平的增加情况，能够突出显示具有脆弱性的国家。

截至 2014 年底，中国、泰国、土耳其、巴西和印度尼西亚的信贷缺口都高于 10%，这通常被认为是高风险信贷繁荣的基准水平 (图 1)。中国的信贷缺口为 25%，处于上世纪 70 年代以来新兴市场中信贷缺口最高的 5% 国家之列。这与其他压力迹象相一致：不透明的“影子信贷”市场的



增长以及中国政策制定者希望限制金融市场发展（例如，股票和外汇市场的公司违约或波动），这可能引起信贷体系的溢出效应。

然而，信贷缺口并不反映所有问题。俄罗斯、阿根廷和印度目前的信贷缺口水平较低。其他因素也可能导致金融体系压力。过度信贷增长与各种其他因素之间的相互作用使新兴市场经济体当前的状况尤其令人担忧。公司本币对美元的近期贬值以及大宗商品价格的下跌使薄弱借款人面临的压力增大，并且，借款率的上升可能加剧这一形势。我们最新一期《[全球金融稳定报告](#)》重点讨论这些风险。

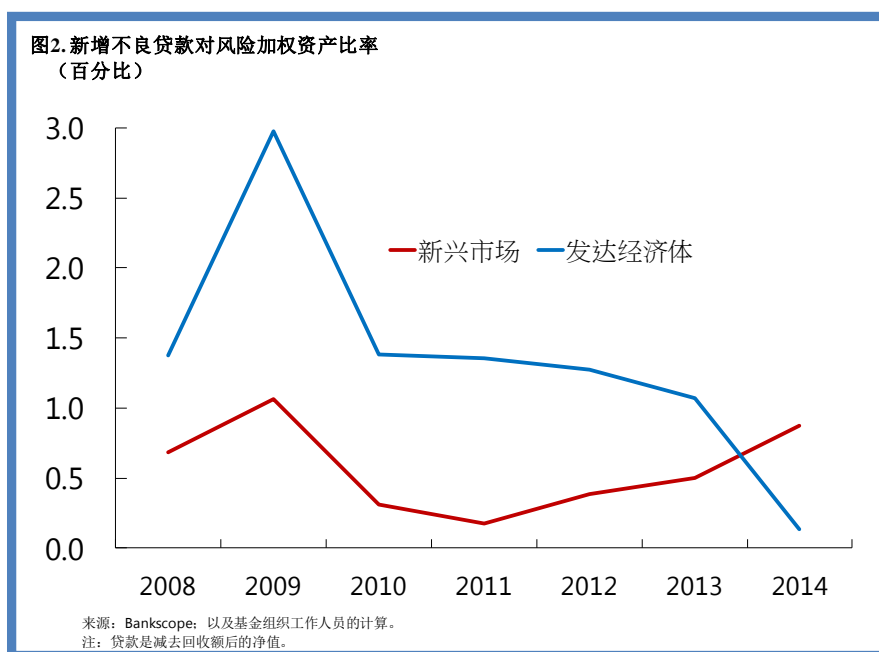
新兴市场银行尚未在坏债周期出现之前增加缓冲

正如信贷繁荣结束之初的情况，新兴市场银行新增不良贷款的增速已经开始加快，自金融危机以来已经首次快于发达经济体的水平(图 2)。

乍一看，新兴市场银行似乎具备充足的资本以及应对金融损失的其他缓冲。它们的总体一级资本率约为 11%，远远高于最低监管要求，并且自 2009 年以来实际还略有上升。同时，在这一期间，监管标准和市场预期显著提高了要求。发达经济体银行公布的利润率虽然大大低于新兴市场银行，但一级资本充足率上升了近 4 个百分点。

更广泛而言，信贷繁荣通常是在银行通过多年高收益积累了资本缓冲时结束的。但是，新兴市场的银行并未

将资本保留下来以应对信贷周期不可避免的转向，而是将几乎所有收益用来推动进一步的生长。随着繁荣周期接近终点，它们需要积累储备，以应对不断增加的信贷损失，这会损害未来的收益和它们维持信贷增长的能力。新兴市场经济体目前面临着信贷成本上升、银行收益增长放缓、信



贷增长减速、经济表现薄弱等风险。这些潜在脆弱性会对新兴市场产生严重的经济影响，并且，鉴于新兴市场的经济规模，也会对全球经济造成严重影响。

为解决这些问题，需要综合采取微观和宏观审慎政策

政策回应既直接明了，实施起来又有难度。目前正处于信贷周期的后期阶段，近期的市场动荡提醒政策制定者，需要防止金融部门状况的进一步恶化。在许多国家，信贷持续

快速增长的风险逐渐超过其经济好处。这突出表明，需要利用现有的微观和宏观审慎工具，维护单个机构和整个金融体系的安全，防止过度借款和外债的进一步积累。

有效的微观审慎政策可以包括，提高风险权重（资本要求），或对问题最大的风险敞口（可能包括房地产开发商、大宗商品生产商以及大量借入外币的公司）设定上限。许多国家应重点加强公司破产制度。

新兴市场的公司债务使它们面临脆弱性，特别是在利率上升的情况下。在当前环境下，监管者应特别注意境外借款产生的脆弱性和外币脆弱性。在微观审慎层面上，监管者需要监控银行和借款人的外币风险敞口（包括衍生工具头寸），并实施和加强与外币风险有关的压力测试。

在宏观审慎层面上，维持主权投资级评级非常重要。加快实施促进货币市场和公司债券发行的措施，也有助于改善公司利用集合资金的渠道，降低对受资本约束的银行和有可能撤资的境外债权人的依赖。



John Caparusso 是基金组织货币与资本市场部全球市场分析处的高级金融部门专家。他参与撰写《全球金融稳定报告》，主要负责与银行、金融体系稳定以及公司偿债和违约风险有关的问题。在加入基金组织之前，John 是卖方股票分析师，负责分析中国、香港、台湾和亚太其他辖区的银行和其他金融机构。他在亚洲生活了 25 年。John 从耶鲁大学获得公共和私人管理硕士学位，从斯沃斯莫尔学院获得经济学学士学位。



Yingyuan Chen 是基金组织货币与资本市场部全球市场分析处的研究官员。她参与撰写《全球金融稳定报告》，负责与主权风险、金融稳定和资本市场有关的问题。



Evan Papageorgiou 是基金组织货币与资本市场部全球市场监测和分析处的金融部门专家。他是《全球金融稳定报告》的作者之一，负责与新兴市场、主权信用风险和固定收益市场有关的问题。在加入基金组织之前，Evan 在纽约和伦敦担任卖方固定收益战略分析师，侧重于新兴市场本地收益率和外汇。他从普林斯顿大学获得运筹与金融工程博士学位。

Shamir Tanna 是基金组织货币与资本市场部全球市场分析处的研究官员。他参与撰写《全球金融稳定报告》，负责与新兴市场公司和银行部门有关的问题。