



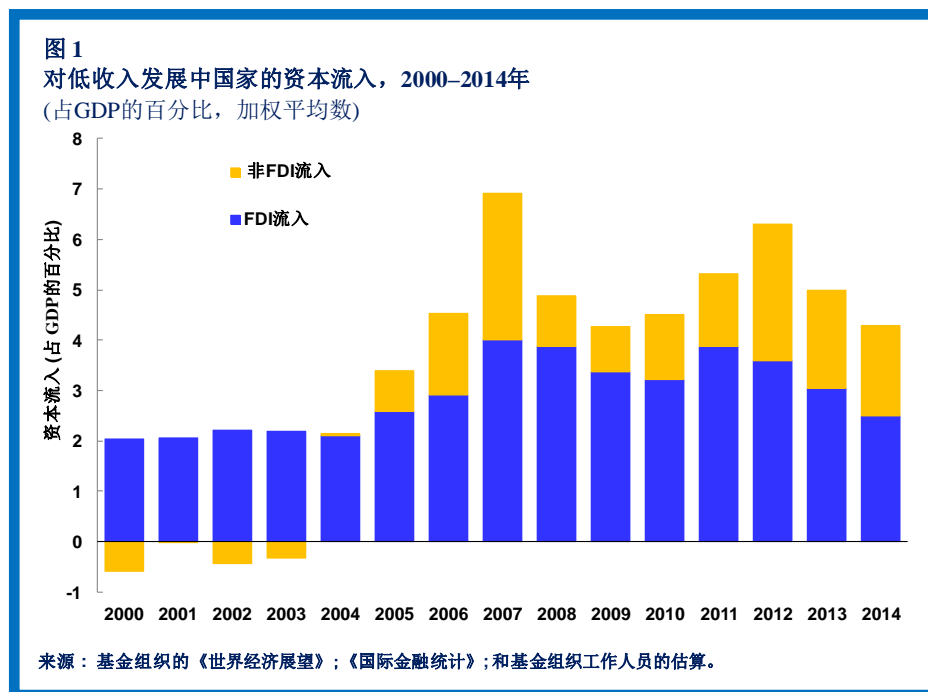
对债务需求的变化：低收入国家的新格局

作者：[Andrea F. Presbitero](#) 和 [朱民](#)

2016年2月17日

许多低收入发展中国家，包括撒哈拉以南非洲地区（例如，塞内加尔、赞比亚和加纳）、亚洲（如蒙古）和其他地方已经加入全球欧洲债券发行人集团的行列，在过去十年累计筹资超过 210 亿美元。进入这些市场提供了新的融资来源，但同时也让借款人容易受到投资者情绪变化和全球利率升高的影响。

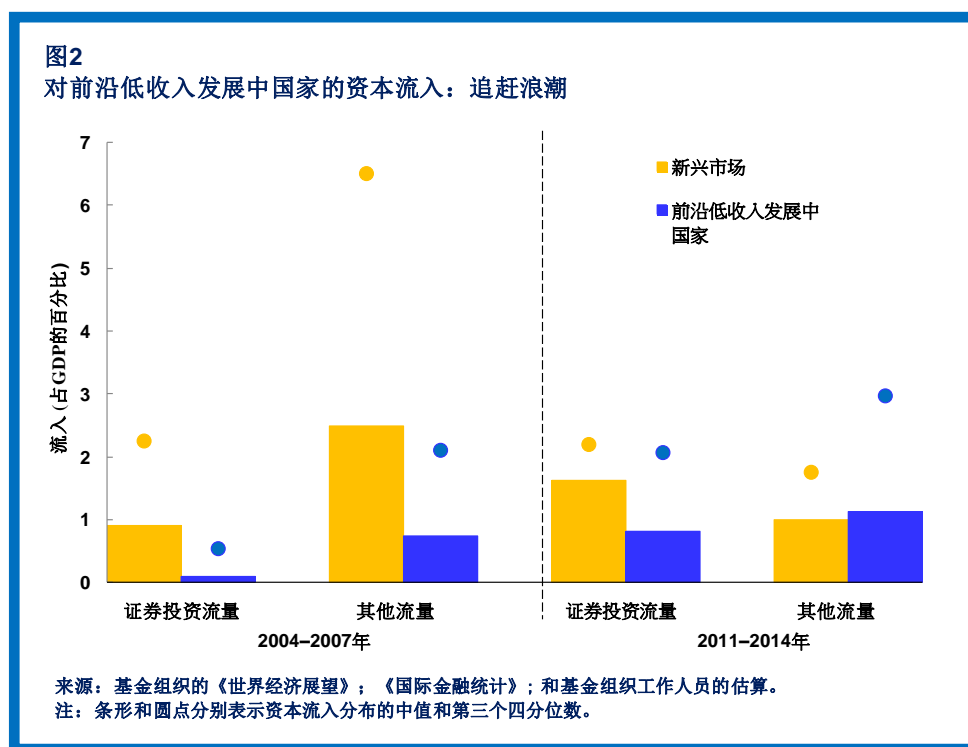
在[最近一份报告中](#)，我们考察了低收入发展中国家在过去 15 年里的资本流入情况。我们发现，自 2004 年以来，这些国家的资本流入大幅增加，分别有两次明显的浪潮：第一次是从 2004 年占 GDP 的 2.1% 飙升到 2007 年的 6.9%，第二次是在全球金融危机期间经历暂时下降之后出现强劲反弹，2012 年达到占 GDP 的 6.3%（图 1）。21 世纪前十年，私人资本流入稳步增加，加上增长前景和国内经济形势改善，这组国家的融资渠道发生重大转变，从依靠官方渠道转向国际资本市场。2012 年，私人资本流动大于援助或汇款流入（分别占 GDP 的 3.5% 和 5.2%）。



资本流入构成也发生了变化：21世纪前十年，资本流入主要包括外国直接投资，而在后全球危机时期，证券投资债务和股权资本流入，以及流向非官方部门的其他资本，如跨境银行贷款加速增加。一些国家推动了资本流入上扬。其中有快速增长的[前沿经济体](#)，

这些经济体比其他低收入国家以更快的速度放开了资本账户。目前很多前沿经济体的开放度已经同于新兴市场，[接收的](#)资本流入水平可媲美新兴市场（图2）。

- 部分由于科特迪瓦、埃塞俄比亚、加纳、肯尼亚、塞内加尔、越南和赞比亚的发行，低收入国家的主权债券发行总额从2013年的40亿美元增加到2014年的80亿美元，2015年，随着全球形势减弱和大宗商品价格下跌，发行数量下降，而且发行新的债券须支付比过去高得多的收益率。
- 跨境银行银团贷款的大幅增加带动了其他资金流入的上升，特别是在危机之后。2000-2014年，这些贷款总额超过了730亿美元，就一些国家而言，与GDP规模相比较，贷款数额相当大。



资本流入的利与弊

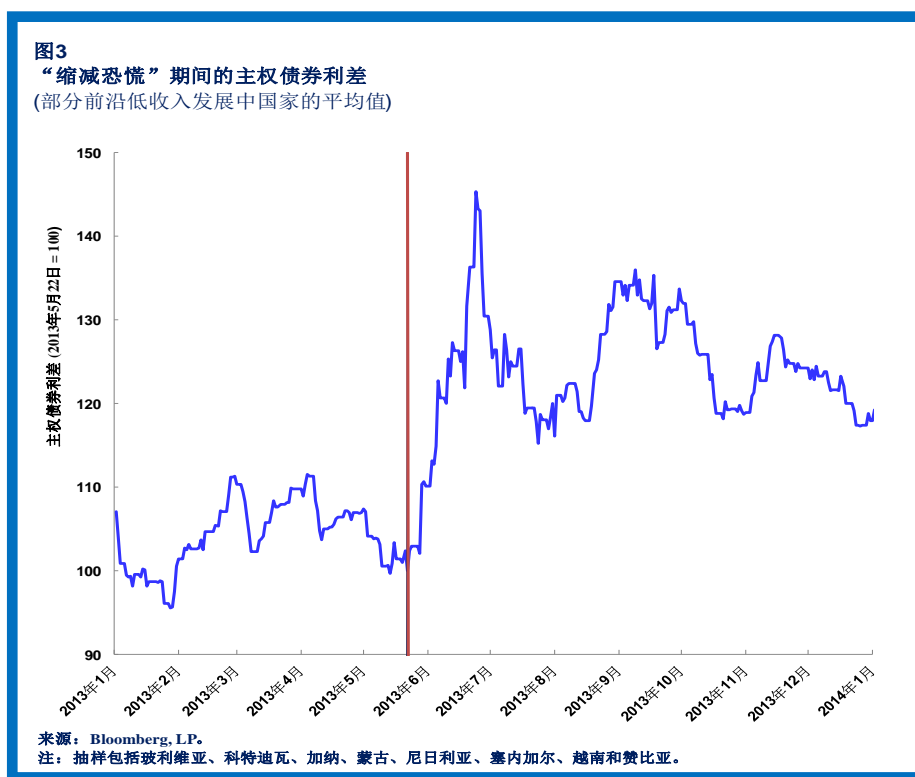
资本流入是发展中国家的重要外部资金来源，在许多国家，资本流入可以刺激投资，促进金融深化。而且，正如[我们的报告](#)所指出的，近来许多低收入国家资本流入（非外国直接投资）增加与公共投资增加有关。然而，资本流入增加也导致更多的公共消费。

具体而言，在最近发行主权债券的其他一些国家，包括加纳、蒙古、越南和赞比亚，平均而言，证券债务发行不仅与公共投资增加一致，同时也与公共消费增加吻合。由此来看，需警醒的是，如果一国不能有效地将资本流入用于提高经济潜力，将来会面临沉重的偿债负担，对收入水平造成拖累。

此外，我们须牢记，[如以前文章](#)讨论的，金融一体化程度提高使一国更容易受到境外冲

击的影响。资本流入可能不稳定，易受全球形势变化（如大宗商品价格和汇率波动）的影响。目前影响资本流入规模的三个主要外部风险是：全球利率逐步上升、大宗商品价格下降以及中国经济再平衡。

此外，资本流动的水平 and 成本（例如，[债券利差](#)）都取决于全球经济和金融状况的变化。2013年5月美联储宣布其减少债券购买的时间可能早于预期，此消息引起市场动荡，不仅影响了[新兴市场的汇率和债券价格](#)，而且也影响到前沿经济体的主权债券利差（图3）。



然而，国内经济因素也发挥作用，例如，正如我们的分析表明，新的外部资金价格往往因经常账户逆差和财政赤字增加、公共债务上升，以及外汇储备减少而上升。

我们对[低收入国家和发展中国家](#)近来经济发展和前景的分析，突出了针对这些国家的以下政策信息：

1. 首先，国内经济政策至关重要。一国获得外部融资的水平及条件与外部环境和国内经济条件息息相关。这包括稳健的财政和外部状况、可持续的债务水平和雄厚的外汇储备。
2. 反过来说，这也意味着如果一国的国内经济政策管理薄弱或正在出问题，那么，该国获得的外部融资水平可能会大幅度减少，和/或融资成本上升。这可能需要显著调整财政政策和投资计划。
3. 最后，同样重要的是，在考虑放开资本账户的步伐和顺序时，一国需认识到资本流入是一把双刃剑。此外，各国需有效利用外部私人融资，通过生产性投资提高

经济潜力，同时提高经济的应变能力，以应对更多的金融波动和相关风险。这强调了保持强劲经济政策和提高公共债务管理能力的重要性。



Andrea F. Presbitero 是基金组织战略、政策和检查部低收入国家战略组的经济学家。在 2013 年加入基金组织之前，他在意大利的马尔凯理工大学担任助理教授。他曾在国际知名期刊，包括宏观经济学、发展经济学及银行业实证研究领域的《国际经济学期刊》、《发展经济学期刊》和《货币、信贷和银行期刊》发表了许多文章。有关研究成果，请访问：<https://sites.google.com/site/presbitero/>



朱民先生于 2011 年 7 月 26 日就任国际货币基金组织副总裁。此前，他于 2010 年 5 月 3 日至 2011 年 7 月 25 日担任国际货币基金组织总裁特别顾问。

朱民先生是中国人，曾任中国人民银行副行长，分管国际事务、政策研究和征信工作。在任职中国央行之前，他曾在中国银行担任多项职务，在担任中国银行副行长期间分管财务和司库、风险管理、内部控制、法律和合规以及战略和研究工作。朱民先生还在世界银行工作过，并曾在约翰·霍普金斯大学和复旦大学讲授经济学。

朱民先生拥有约翰·霍普金斯大学经济学博士学位和硕士学位，普林斯顿大学伍德罗·威尔逊公共和国际事务学院公共管理硕士学位，以及复旦大学经济学学士学位。