



非洲 前沿市场的兴起

许多撒哈拉以南非洲国家开始把投资者吸引到它们的金融市场

坦桑尼亚达累斯萨拉姆市中心的高层建筑。

David C. L. Nellor

几个正在培育金融市场的非洲国家有可能吸引到国际金融投资者，这为它们加入第二代“新兴市场”之列带来了希望。

与20世纪80年代预示着机构性金融投资者进入新兴市场相同的重要发展变化，如今正出现在撒哈拉以南非洲地区的部分国家——经济增长正在起飞，私人部门是经济增长的重要推动力，金融市场越来越开放（见专栏）。由大规模全球金融市场流动性触发的对于收益的追逐鼓舞着投资者拓展投资视野。

但是与25年前相比，新一代新兴市场经济体面临着更加复杂更加一体化的全球经济环境。25年前，机构投资者主要通过证券市场进入新兴国家，某些情况下是通过外债发行。如今，这种投资并非与过去完全相同。投资者专注于广泛的金融活动，包括国内债券和外汇市场工具。金融技术也更加复杂。

过去25年，金融市场变得越来越发达而复杂。然而，如今金融技术向非洲新兴市场的转移几乎与其在发达市场中的发展同步进行——虽然缺乏市场深度和基础设施阻碍了它的应用。

谁创造了这个词语？

1980年国际金融公司创造了“新兴市场”这个词语用来指某些发展中国家，它们的股票市场开始表现出工业国成熟的股票场所具有的特征。新兴市场（它为通过金融投资参与经济提供了机遇）在世界所有地区都得到确认。在非洲，目前只有南非被视为新兴市场（见本刊54页《崛起中的新兴市场》）

这意味着第二代新兴市场面临着紧急的重大挑战，而这些挑战前一代新兴市场可能用了25年以上的时间来适应。举例来说，维持金融部门稳定性将是艰巨的挑战。当大部分资金在国内金融体系中流动时，非洲的中央银行不得不显著提高它们的能力来管理几乎是一夜之间涌现的复杂的金融活动。同时，政策制定者对这些活动的管理余地非常小。对资本流动的谨慎的管理方法（例如对短期资金的税收）更容易被忽视，因为出现了前一代新兴市场没有使用过的衍生工具交易。

本文认为除南非以外的撒哈拉以南非洲国家为机构投资者提供了良好的收益前景和一种通过投资金融市场分散风险的方法。它认识到全球经济环境的变化如何影响政策，并且提出了投资者进入这些市场的过程中正在思考的问题。

界定新兴市场

新兴市场指数的编撰者决定一个国家是不是新兴市场，是通过评估与该国经济发展水平有关的股票市场的性质和完善程度。最近，标准普尔（它从国际金融公司[IFC]那里接管了新兴市场金融指数的编撰工作）使用“前沿市场”这一术语来描述那些拥有比发达的新兴市场更小且流动性更低的市场的国家。根据现在的分类标准，20世纪80年代的许多新兴市场也可以被称为前沿市场。

这里使用新兴市场这一名词，是为了确认拥有金融市场并引起投资者兴趣的撒哈拉以南非洲国家。新兴市场一词在本文中的广泛使用说明对一些问题的正面回应有助于在新兴市场群体中奠定成员地位。这些

问题包括：

- 是否出现了经济增长的起飞？
- 这种经济增长是不是由私人部门引领的？公共政策是否欢迎市场引导的经济增长？
- 是否存在可供投资的金融市场？

达到这些标准和正在向新兴市场地位迈进的8个撒哈拉以南非洲国家成为与东南亚联盟创始国相对的基准国，东盟属于IFC确认的早期新兴市场。

经济增长起飞

新兴市场对投资者具有吸引力是因为它们提供了高于成熟市场的回报率，并且为投资提供了分散风险的机会。较高的GDP增长率意味着投资者有机会“买进”这个国家的全部前景，或者通过确认特定部门中被低估的领域来寻找机会。新兴市场国家经济增长前景可能是建立在技术赶超、显著的产出差距、年轻的人口和比成熟市场更快的人口增长率基础上的。不同的国家实现经济增长的过程可能不同，但是对于新兴市场来说，持续的经济增长是共同的。当经济增长趋势与成熟市场经济体不同步时，在国家层面上就会出现分散风险的可能性。

对于非洲经济增长前景的看法受到亚洲的出口导向型经济增长经验的影响。分析家认为，如果非洲国家希望保持高速增长，则出口导向型增长至关重要，他们还提出一个问题：是否存在实现出口导向型经济增长的空间，特别是在非资源部门。虽然出口导向型经济增长模式现在也许不如第一代新兴市场经济起飞时那样可行，但是非洲有潜力通过进口替代和区域内贸易，以及通过传统出口市场，实现显著的经济增长。

有两个实验可以用来决定哪些国家具有建立经济增长前提的合理的前景——一组是资源丰裕型国家，另一组是资源稀缺型国家。

非洲的资源丰裕型国家长期以来宏观经济表现不佳。当商品价格较高时（尤其是石油），政府支出会超过它们经济的承受能力，而且汇率会上升，并扼制它们的非资源部门。但是当商品价格下降时，非资源部门就无法生存。近期商品价格上涨为非洲资源生产国提供了经济增长前景的实验。他们如何应对由持续的商品价格走高带来的宏观经济压力？近年来资源价格较高无疑有助于实现更高的经济增长率，但是这也可能是一个错误的信号；当商品价格下降时，这些国家的经济增长可能再度恶化——即众所周知的“资源诅咒”。

评估这些国家的发展前景的一个方法是通过与以往高商品价格时期比较，考察它们现在的表现。是

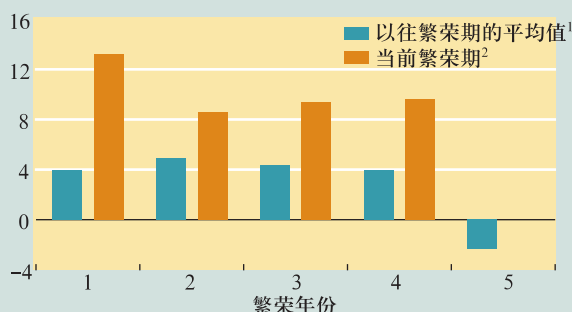
否有证据表明这次它们在繁荣之后的表现会不同？新兴市场前景最好的是资源生产国，它们已经准备好了有效的经济机构，以避免以往那种“繁荣—破产”周期。以尼日利亚为例。从始于2004年的当前这个上涨周期以来，它的经济表现比1974—1978年，1979—1983年和1990—1994年等以往各个周期好得多——无论是用非石油经济增长还是通货膨胀来衡量。

这种良好表现的关键是财政政策着重关注该经济体对于迅速增长的石油收入的支出引起的国内需求的吸收能力。利用预算石油价格规则（它允许依照吸收能力来支出石油收入，以及在石油收入高于该预算价格时，将收入储蓄起来能有效地打破石油价格上涨与导致以往的繁荣和破产的预算支出之间的联系。如果这种财政规则是长期性的，那么正在取得的经济增长前景就是稳固的。

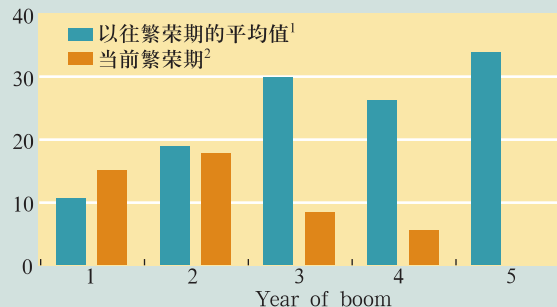
非洲的资源稀缺型国家也要应对宏观经济压力：它们必须支付昂贵的商品价格。哪些国家依然有良好的表现？有些国家发现自身商品较高的价格抵销了他们必须支付的高油价，当然不是全部。维持经济增长

图1
把握尼日利亚的繁荣局面

在当前繁荣期的最初4年，尼日利亚非石油GDP的增长比它在较早的经济周期中快得多……
(GDP增长率，%)



……而消费价格的增长则缓慢得多。
(消费价格指数，%)



资料来源：尼日利亚主管部门和IMF工作人员。

¹以往的繁荣期指1974—1978年，1979—1983年和1990—1994年。

²当前的繁荣期始于2004年。

的能力不仅证实了它们经济的恢复能力还使它们与过去诀别。

经济的增长也可根据贸易条件的发展加以考察（见表2）。一些国家的贸易条件向不利方面转变（即它们的出口总体价格相对于进口价格是下降的），但是依然实现了稳定的增长。这是因为它们良好的政策框架帮助它们适应了较高的进口商品价格。同时，因为它们已经建立了相当高的国际储备，因此当出现调整时，该国就已经拥有了一个缓冲器。在认识到政策挑战正在不断增加的同时，迄今为止的记录表明，良好的政策灵活的宏观经济预示着经济增长的前景。

私人部门引导的经济增长

成功的新兴市场把私人视为经济增长的发动机，无论它们的经济组织形式如何。机构投资者希望能够确信政策将继续支持私人部门的发展，以及私人财产权将受到保护；他们在这里分享着外商直接投资的利益。非洲商业环境的吸引力通常表现得不太好，这使非洲大陆对于投资者是一个吸引力不大的目的地。在这个领域更好的表现可能会带来投资增加的回报。

第一代新兴市场借助政策手段奠定了自身的新兴市场地位，一些非洲国家也在这样做。例如，印度尼西亚推出了大范围的减税政策作为它关注投资的一种标志。到20世纪80年代初，在取得信誉之后，它取消了这些好处，并采用了一种惯常的税收结构，同时通过宏观经济政策继续维持其竞争力。如今在非洲，从长期战乱中走出来的莫桑比克已经通过为大型项目（包括大规模的Mozal铝业项目）提供有吸引力的财政方案等类似措施、恢复了私人部门的信心。在显示了强劲的经济业绩和对私人部门权利的尊重之后，伴随着宏观经济的稳定，莫桑比克正在建立一种平衡的税收环境，这使其成为一个吸引力不断增强的投资目的地。

投资于金融市场

非洲金融市场直到最近才开始引起机构投资者的显著兴趣。正如第一代新兴市场欢迎机构投资者到它们的证券市场一样，非洲国家也正在这么做。2005年非洲证券市场资本化率约为GDP的20%，与20世纪80年代末东盟国家达到的水平相当。到2007年，非洲证券市场资本化已经跃升到GDP的60%以上。非洲国家的国内债券市场正在以第一代新兴市场中前所未见的方式引起关注。国际市场上的国内外债务交易迅速增加。新兴市场交易商协会的数据显示，2007年非洲债务市场（包括南非）的交易量是原来的三倍以上，达

到了约120亿美元（见表3）。

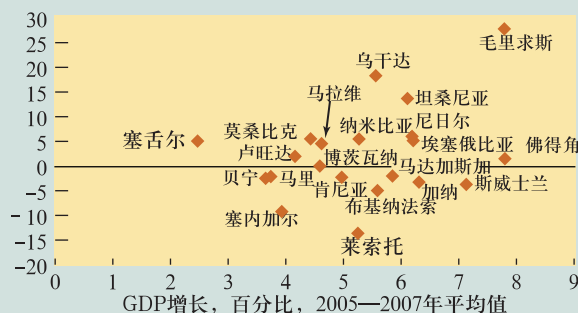
尼日利亚作为这类国家中最大的一个，主导着这种贸易。2005—2006年间，尼日利亚接受了巴黎俱乐部的债务减免并偿还了剩余的大部分外债。从那以后，尼日利亚的债务交易已经主要成为国内事务。2007年底尼日利亚债务交易量全球第21位；这相当于或者超过了许多第一代新兴市场。利用各种投资工具，2006年到2007年间，尼日利亚银行的资本金增加了大约120亿美元，其中大部分来自境外投资者。

这里列出的新兴市场的标准——经济增长、私人部门引导的经济增长和可供投资的市场——可以在八个撒哈拉以南非洲国家中得到确认：博茨瓦纳、加纳、肯尼亚、莫桑比克、尼日利亚、坦桑尼亚、乌干达和赞比亚。这些国家总共占了除南非以外该地区人口的40%以及GDP的几乎一半。

图2
逆境中的增长

一些贸易条件¹变成负数的撒哈拉以南非洲国家依然实现了稳定的经济增长。

（贸易条件，2005—2007年平均值）



资料来源：IMF的《世界经济展望》（2008年4月）。

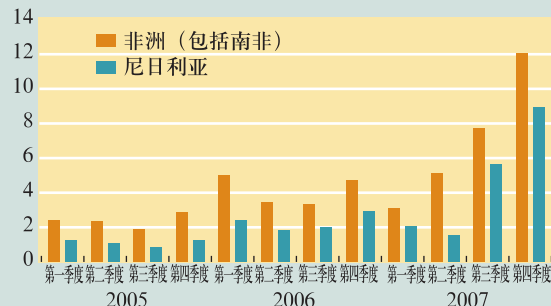
注：脆弱国家、石油出口国以及津巴布韦和南非不包括在内。

¹贸易条件衡量一国出口商品总体价格与进口价格之比。

图3
债务贸易的繁荣

非洲债务市场中的对外贸易在2007年翻了三倍以上，达到近120亿美元，其中尼日利亚占据主导地位。

（十亿美元）



资料来源：新兴市场商会。

新旧前沿

这一组非洲国家与80年代的东盟国家相比具有一定优势（见表）。东盟国家在1980年已经出现强劲的经济增长，但是在许多其他领域，东盟国家与其现在的表现似乎有较大差异——而且非洲即将成为新兴市场的国家似乎具有比1980年的东盟国家更少的脆弱性和更多的经济稳定性。撒哈拉以南非洲地区的经济增长是强劲的，和过去的亚洲一样。与80年代东盟国家的高通货膨胀不同，非洲的通货膨胀仅为个位数。较高的国际储备和较低的负债—GDP比率（债务减免以及其他因素产生的结果）是这些非洲国家区别于1980年的东盟国家的特征。然而，与东盟国家相比，这些非洲国家政府拥有更大的股份。

非洲市场面临的宏观经济政策挑战类似于东盟国家在20世纪80年代面临的挑战。在有管理的浮动汇率政策支持下，非洲市场倾向于把货币流通总量作为实现通货膨胀目标的基础。伴随着金融自由化和其他结构性改变，货币需求的稳定性以及货币流通总量和通货膨胀之间的关系成为尚待解决的问题。由于出现了针对其可靠性的质疑，各个中央银行开始寻求更为有效的办法来满足它们的需要。在当今的非洲，有些中央银行的目标是转向通货膨胀目标制。一些东盟国家出于非常相似的原因也采取了通货膨胀目标制，但是直到20世纪90年代末亚洲金融危机之后才开始。

由于市场参与者寻求获取市场价值的差额，因此关键是投资目的国能够经受市场对其政策连贯性的考验。东盟国家在20世纪90年代亚洲金融危机中的经验表明，独立的货币政策与人为的汇率稳定一起刺激了不稳定的短期投资流。投资者感觉到汇率的稳定（或者在石油经济中升值的单方面风险）并且希望从利率差额中获益；这种所谓的利差交易成为20世纪80年代和90年代亚洲的特色，而且已经出现在非洲。对于让汇率自由浮动（使这种利差交易能够发生）的忧虑是因为担心汇率波动将使商业规划复杂化，以及在石油经济中担心随油价上下波动的货币将会成为非石油部门增长和就业的长期阻力。当国家实行通货膨胀目标制时，宏观经济稳定和允许汇率波动之间的紧张关系可能会更加明显。

对比衡量

现今撒哈拉以南非洲的新兴市场与第一代新兴市场相比有一定优势。

	东盟国家 ¹	部分SSA国家 ²
	1980	2007
GDP (年增长, 百分比)	7.5	6.9
通货膨胀率 (年度CPI, 百分比)	16.5	7.3
金融深度 ³	28.9	29.1
政府规模 ⁴	11.0	22.1
国际储备 ⁵	3.1	9.4
债务 ⁶	27.0	12.0
外国直接投资 ⁶	1.3	4.8
证券投资流入 ⁶	0.1	0.3

资料来源：IMF《世界经济展望》（2008年4月）

¹印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和新加坡。

²博茨瓦纳、加纳、肯尼亚、莫桑比克、尼日利亚、坦桑尼亚、乌干达和赞比亚。

³货币供给占GDP的百分比。

⁴政府支出占GDP的百分比。

⁵相当于下一年进口额的百分比。

⁶占GDP的百分比。

复杂的金融工具已经被引入非洲金融市场。这些市场未曾有机会像它们前一代的新兴市场在20世纪80年代那样逐步发展成熟。在1980年，证券市场的投资者通常遵循一种通常的购买—持有战略——证券投资资金相对而言是长期的，国债发行在金融市场中心进行交易。相反，机构投资者正在通过各种工具——证券和当地货币固定收入，还有实物和衍生工具形式进入非洲市场。来自于其他新兴市场的技术向萌芽中的非洲新兴市场的转移仅仅受制于市场深度、规章制度和市场的基础设施。

针对非洲地区长期关注金融部门发展的传统，非洲中央银行必须对金融部门的稳定性给予充分重视。银行系统是外国资金流入的主要管道，因此银行资本和风险管理活动必须受到仔细监督。然而，中央银行面临的挑战不仅是评估一个商业银行用以承受导致更多不良贷款的各种危机的资本金基础的能力。

金融市场各个部分（例如银行和股票市场）之间的连续也必须加以评估，还必须评估银行资产负债表中宏观经济导致的变化对外汇市场的意义。如今中央银行的认知曲线在实施有效的基于风险和统一的监管方面比第一代新兴市场陡峭得多。而且，对于某些第一代新兴市场，例如20世纪90年代亚洲危机中的东盟国家，这也被证明是一项挑战性任务。

巨大的机遇

一些非洲国家崛起成为新兴市场，这为它们带来了巨大的经济机遇。对于高速的、可持续的私人部门引导的经济增长来说，资本市场的可及性是关键因素，这种可及性长期以来对于非洲来说似乎是无法企及的；而现在成为了现实。越来越多的证据表明，金融资金流动在这些国家中正在转化为金融中介活动的增长。为了有助于确保持续增长，这些国家必须保证宏观经济政策和资本账户的审慎政策适用于避免易变的短期资金流动的陷阱，并且这种监管促进了金融部门的稳定性和有效的中介活动。

David C. L. Nellor, IMF非洲部高级顾问。