



# 融资新途径

当资金匮乏时，发展中国家可能尝试采取  
创新手段以增加资本

美国佛蒙特州某餐厅厨房，这里的移民是散居债券的潜在购买者。

## Suhas Ketkar 和 Dilip Ratha

发展中国家的短期债务数目惊人，目前已近1万亿美元。据世界银行估计，这些国家所面临的融资缺口为3700亿—7000亿美元。鉴于债券市场严峻的信心危机，这些国家使用传统的融资工具获得私人融资已变得极度困难。现在所需的是创新的融资手段，特别是面向发展中国家私人部门借款人的融资方式，这些私人借款者面临的信贷配给条件甚至比公共部门借款者更加苛刻。

资本的稀缺威胁到许多发展中国家的长期增长和就业机会的创造，甚至还会导致融资错过其最佳时机。单凭官方援助是不足以弥合长期融资缺口的。最终，我们有必要使用官方资金来刺激私人资本流入发展中国家——通过创新的金融手段，例如定位于过去未涉及的潜在投资者，或使用信贷强化（credit enhancements）的结构来激励现有的投资者。

激励投资者的这种方法知易行难，尤其是在金融危机恶化的背景下。但20世纪80年代的债务危机最终就是靠一种金融创新解决的，即1989年创建的布雷迪债券（Brady Bonds）。该债券因美国财长尼古拉·布雷迪而得名，其将拉丁美洲国家银行债务被证券化为可交易债券，从而吸引了众多投资者购买。

发展中国家可以使用的某些基于市场的创新金融机制包括向其国外的移民（散居在外的人）社区借款，证券化未来收益，以及发行增长指数化债券。初步估计表明撒哈拉以南非洲国家可以通过发行散居债券获得50亿—100亿美元的资金，并通过未来汇款和其

他未来应收款的证券化获得170亿美元。

### 散居债券

通过充分利用其散居社区的财富，印度和以色列政府已经获得了约400亿美元的资金，其通常都发生在流动性危机时期。这些资金被用以维持收支平衡，并为基础设施、住房、卫生和教育项目融资。以色列开发公司（DCI）发行的散居债券已经成为该国年度外国融资项目的经常性特征，自1951年起，该债券累计融资超过250亿美元。印度国家银行（SBI）仅发行过三次散居债券，分别为：1991年，国际收支危机之后；1998年，该国核试验之后；2000年。SBI共计筹集了113亿美元。散居的犹太人投资者在购买DCI债券时支付了高额的价格溢价（可能将其看做是巨大的爱国收益折扣会更好）。当印度通常的融资渠道突然枯竭时，居住在国外的印度人购买了SBI债券。

发行散居债券的理由是双重的。对于国家而言，散居债券代表了外来资金稳定和廉价的来源，在遭受财政压力的时期更是如此。对于投资者而言，散居债券为其提供了帮助原籍国，表达爱国心的机会。此外，对于散居债券来说，最坏的情况是发行人的偿债支付时所使用的是本币而非硬通货。但由于散居债券投资者持有的是其原籍国的负债，所以他们可能远远不会像非散居投资者那样对本币支付避之不及。

在各国中，拥有大型散居社区的是美国（大量移

民来自于亚洲的菲律宾、印度、中国、越南和韩国；拉丁美洲和加勒比地区的萨尔瓦多、多米尼加共和国、牙买加、哥伦比亚和海地；东欧的波兰）、日本（目前的散居者主要来自韩国和中国）、英国（有大型的印度和巴基斯坦社区）、德国（移民来自土耳其、克罗地亚和塞尔维亚）、法国（散居社区主要由阿根廷和墨西哥人构成），以及南非（其南部非洲邻国移民的聚集地）。在盛产石油的海湾国家中，大量来自印度、巴基斯坦、菲律宾、孟加拉国、印度尼西亚和非洲的移民也是散居债券的潜在买家。

如果银行和其他发行人希望利用美国的金融零售市场，他们可能必须得到美国证券和交易委员会为其散居债券进行登记，该委员会惯常的披露要求可能会令那些金融机构薄弱的国家望而却步。但在有大量散居人口的欧洲国家，监管要求则相对不那么严格，所以可以从筹集中筹集资金。同样，在香港特别行政区、马来西亚、俄罗斯、新加坡和南非也可以发行散居债券。

## 未来现金流的资本化

现在证券化被视为洪水猛兽，因为全球危机根源在于美国债务的证券化。然而证券化本身并不是主要问题，主要问题是对标的资产的过于激进的高估值。只要我们不重蹈覆辙，并且提供充裕的附加准备金以应对标的抵押品价值的下降，那么在当前全球低风险偏好的环境下，通过未来硬通货应收款的债务证券化是发展中国家筹集资金的可行选择。

自从墨西哥电信巨头Telmex公司第一次进行基于未来美元收益流的证券化交易以来，主要的评级机构已经评估了超过400项此类交易，总价值达800亿美元。各种各样的未来应收款已经被证券化，包括出口的石油、矿物和金属；机票、信用卡凭单、电子和书面汇款；国际长途电话；石油和天然气权利金；税收。分散化支付权（DPRs）的证券化——包括通过国际支付系统结算的所有硬通货应收款——是更新型的创新。DPRs被认为是具有吸引力的抵押品，因为其来源的多样性使得这些收入流变得稳定。2002—2004年期间，当巴西很难进入国际资本市场时，该国许多银行通过将未来硬通货DPRs证券化获得了49亿美元。

通过抵押外来硬通货应收款，证券化交易将现在和未来债权人的利益置于次要地位。在完全资本市场，这可能提高未来借款的成本和清除证券化存在的根本理由（Chalk，2002年）。但许多发展中国家距离完全资本市场还很远，而债权人可能无法区分好的和坏的风险，这为证券化铺平了道路。

基于未来收入流的交易经过了结构化，所以在发

行人履行对债券投资者的义务之前，这些支付不进入发行人所在国。尽管这种结构减少了主权转让和兑换的风险，但其他风险依然存在，包括：

- 履约风险，其与发行实体产生应收款的能力有关；
- 产品风险，其与应收款流的稳定性有关，因为价格和数量的波动会对此造成影响；
- 转移风险，如果发行人所在国政府强行将其销售给那些未将支付拨入信贷的客户，就可能出现此类风险。

许多此类风险可以通过对未来应收账户的选择和超额保险（后者现在也变得极为重要，这缘于抵押证券的低迷表现）来降低。不同于现有资产（如当地货币抵押贷款）的证券化，未来收入流的证券化结构（包括外国通货出口收益或分散化的支付权）在此次危机期间得到了良好支撑。

证券化债券的发行还有很大的潜力。其所受到的制约包括良好应收款的稀缺、强大的（投资级）当地实体的匮乏，以及明确法规（特别是破产法）的缺失。即便如此，现在的壁垒还是比十年前要少。

## 绩效指数化债券

固定票息债券的还本付息会与一国的支付能力冲突。当内部和外部的冲击削弱经济增长时，收入将下降，社会安全网的支出也相应上升。这一结果增加了财政压力，并迫使政府在拖欠外债和通过政策增加还本付息的可用资金这两者中选择，但后一种方案会加剧产出的下降。绩效指数化债券就是为了克服这一问题而设计的。此类债券息票的设置因一国国内生产总值（GDP）不同的增长表现而异，其代表了该国的支付能力。这一特性使得发展中国家可以实施反周期的财政政策，在经济放缓时减少支付，在经济扩张时增加支付。为了避免潜在的债务拖欠，发展中国家愿意为指数化债券支付比固定息票债券更高的利息，这一点似乎是可信的。

这种想法已经存在了一段时间了，尽管有很大的吸引力，但增长指数化债券仍未流行。只有少数发展中国家——阿根廷、波黑、保加利亚、哥斯达黎加——引入了这些条款或凭证，在GDP增长超过某一临界值时，增加债券持有人的回报。例如，阿根廷的GDP指数化凭证项目，即在任何一年GDP增长率超过趋势时，政府有义务支付年度GDP超额部分的5%。这些凭证起初的市场估值很低，但随着2007年阿根廷经济的强劲增长而上升。

出于对GDP数据准确性、经济增长被人为低估和

债券复杂性的担心，增长指数化债券的广泛使用遭到了抑制。这些障碍并非不可逾越，但到目前为止，增长指数化债券的流动性还是很低，并且似乎出现了一种新型的溢价（Costa、Chamon和Ricci，2008年）。

与主权国家发行的增长指数化债券类似，地方借款人可以发行绩效指数化债券（PIBs）。PIBs的息票可以与借款实体绩效的明确定义的指标相挂钩。例如，对于省级或市级政府来说，该指标可以是财政收入目标；对公共部门港口管理机构来说，该指标可

以是清关或过境时间；对于私人公司来说，该指标则可能是其盈利（Ramachandran、Gelb和Shah，2009年）。这些工具尚未经过测试，但其对新兴市场的大型地方借款人似乎是有作用的。

## 公共政策问题

正如早期的金融创新，散居债券、基于未来收入流的证券和绩效指数化债券便利了发展中国家的融资。未来收入流的证券化被用以转移借款人的信用风险，从而提高了信用等级、增加了流动性。散居债券旨在提高流动性。增长或绩效指数化债券通过将息票和还款能力联系起来以降低信用风险，并通过给予债权人以发展中国家主权和地方借款人的绩效期权来增加流动性。

多边机构和官方捐助者可以在促进以市场为基础的金融创新中发挥重要作用。它们能向发展中国家的那些面临严重资金缺口的借款者提供信贷强化。它们还可以在法律框架、结构、定价和风险管理，甚至在设计创新工具融资项目等方面给予技术援助。这些机构可以协助经济体建立主权评级，向非洲的贫困国家（这些国家中，许多是未经评级的[见专栏]）开放国际资本市场。它们还可以提供原始资金，用以支付由未来应收款流所支撑的结构性交易中发生的投资银行佣金和评级费用。此外，它们同样能够对未来收入流提供部分担保，从而降低风险，促进私人资本流动。在提高GDP数据的准确性和透明度以支持增长指数化债券的发行方面，这些机构起着明确的作用。■

Suhas Ketkar是范德比特大学的经济学教授，Dilip Ratha是世界银行发展前景组的首席经济学家。

本文借鉴了Suhas Ketkar和Dilip Ratha的《促进发展的创新融资》，该书于2008年由世界银行出版。

## 主权评级与市场准入

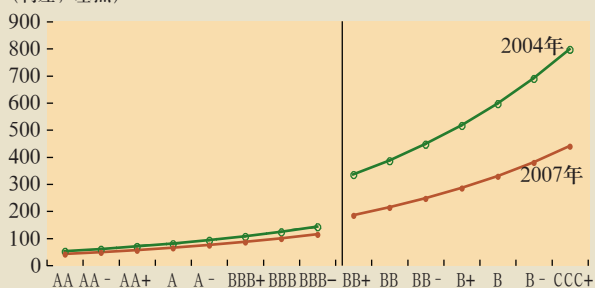
发展中国家要进入信贷市场，不仅受到其所提供的债务类型的影响，还会受制于评级机构所给出的质量判断。评级机构评估的是一国状况，即是所谓的主权信贷评级。主权评级同样对地方借款人的评级提供了基准。

一般而言，主权债务的利差会随着主权信用等级的提高而回落。但当评级上升至投资级别时，重大影响出现了（见图）。尽管如此，低主权评级还是胜过没有主权评级。2005年，在70个没有评级的发展中，外国直接投资（FDI）占了私人资本流入的85%，而银行贷款基本上占据了剩下的份额。相比之下，那些经过评级的国家资本流入的形式则要分散得多——约55%是来自FDI，15%来自银行贷款，25%来自债券，剩下的近5%来自股权流动。即使B级国家的情况也比没有评级的好。对55个未评级的国家的调查表明，其信用度比过去认为的要高：55个中的八个国家有可能超过投资级别的要求，另外18个可能在B级到BB级之间。这预示着未评级国家有望在全球资本市场获得融资。债务的获得必须伴有审慎的债务管理实践。此外，受益于IMF和世界银行的重债穷国倡议和多边债务减免倡议的国家应小心从“搭便车”的机会主义中负债。

## 评级支付

新兴市场的信用评级越高，其政府获取资金的成本就越低。当评级降至投资级以下时，融资成本巨幅上升。

（利差，基点）



资料来源：作者的计算和Dealogic公司的分析。

注：评级来自标准普尔。投资级别的范围由AA到BBB-。利差是指新兴市场政府为主权债务发行支付的利息与美国国债的利息之间的差额。一个基点为一个百分点的百分之一。

## 参考文献：

- Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," IMF Working Paper 02/106 (Washington: International Monetary Fund).
- Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," IMF Working Paper 08/09 (Washington: International Monetary Fund).
- Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It? (Washington: Center for Global Development).