

# 非洲债务问题的新风险

免责声明：本文仅代表原作者个人观点，不代表智堡立场。

初见智堡，欢迎关注我们的公众号（zhi666bao）；喜欢我们的文章，敬请帮助我们分享传播。

喜欢智堡，欢迎使用我们的APP、小程序。

常驻智堡，请订阅智堡精选，支持智堡的通天之旅。

## 介绍

在过去20年里，非洲国家的债务规模和构成发生了一些重大变化。自本世纪初以来，对部分公共部门外债的免除，使低收入国家的未偿债务降至可持续水平。然而，在2010年代，债务水平又开始上升。最初，这些债务的增长反映了在大宗商品价格上涨和贸易条件改善的背景下有利的外部融资条件。然而，当潮水退去，大宗商品价格在2014年开始再度下跌时，随着财政支出超过不断下降的收入，许多国家的债务持续攀升。因此，债务问题再次成为人们关注的焦点，不仅因为它对宏观经济的作用，也因为可能对货币政策的执行产生不利影响。

**无论经济发展水平如何，高负债都会削弱货币政策的有效性。**每当汇率面临压力时，高负债（尤其是以外币计价的债务）就会引发一种艰难的政策权衡——一方面可以选择通过提高利率来限制汇率贬值和资本外流，另一方面可以选择抑制借贷成本。更具体地说，较高的政府债务可能会给央行带来压力，迫使它们将利率保持在低于合理水平的范围，甚至直接被用来满足国家的融资需求。

在大多数非洲国家，债务尚未达到可能导致货币政策失效的水平。然而，如果债务继续增加，风险平衡可能会发生变化，尤其是在当下贸易保护主义不断抬头、海外利率持续上升的时期。尽管，如果央行拥有监管权力，可以影响金融部门持有或所欠债务的规模和构成，但它们只能间接地影响政府债务，尤其是通过私下或公开沟通的方法。货币政策的制度安排，例如通胀目标制和中央银行独立性，可能会约束财政政策，从而阻碍债务的积累，并减轻通货膨胀的压力。

本文以下部分主要关注债务的最大组成部分——政府债务，并描述了最近的趋势，讨论了这些趋势如何对货币政策的有效性构成风险，以及研究了央行可能如何利用其影响力来解决这些风险。

## 债务的最新趋势

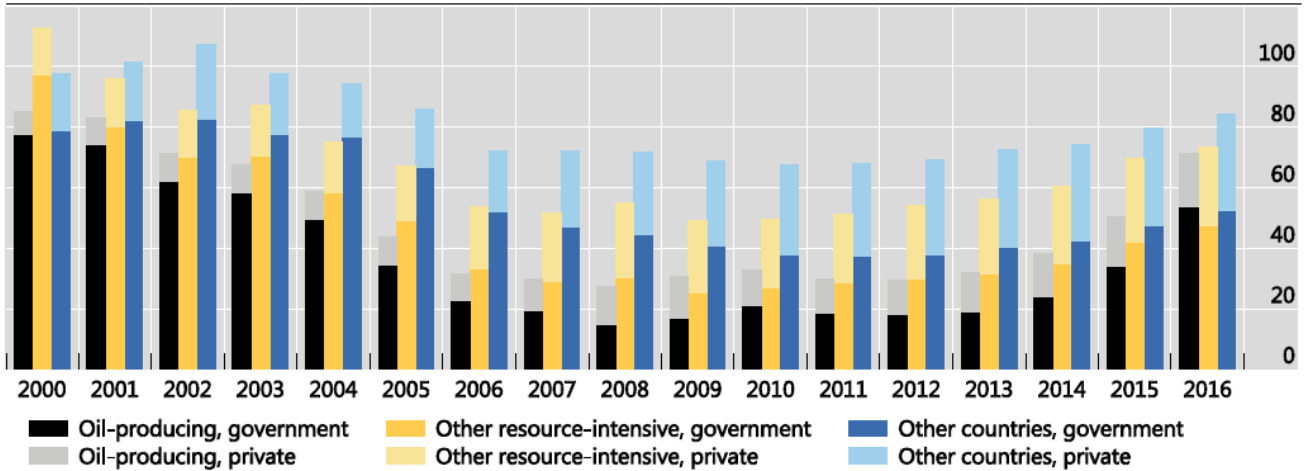
非洲由处于不同发展阶段的不同国家组成。也就是说，与大多数发达经济体（AE）和新兴市场经济体（EME）不同，非洲国家公共部门和私人部门的债务水平相对较低。它们的经济通常依赖少数行业的收入，一般为大宗商品。因此，其贸易条件、产出增长和财政收入的波动性要大得多。因此，由于支出无法迅速匹配收入，债务可能会迅速上升，以应对不利的事态发展。事实上，自2014年至2016年大宗商品价格下跌以来，情况一直如此。

非洲国家的债务近年来是如何演变的？在2000年代部分公共部门债务得到减免后，公共和私营部门债务又开始再次增加（融资来源包括国内和海外，见图1）。

## Private and government debt, by country type and borrowing sector

As a percentage of GDP

Graph 1

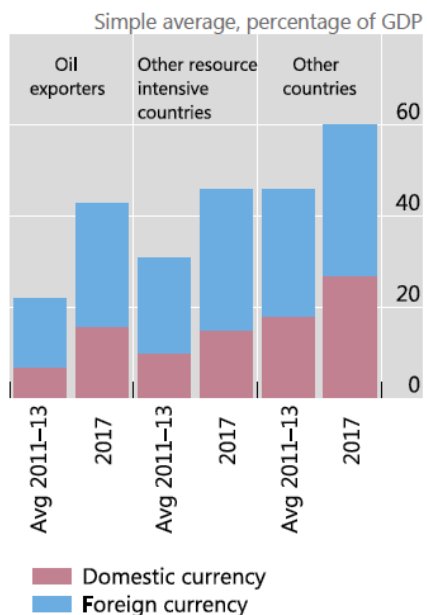
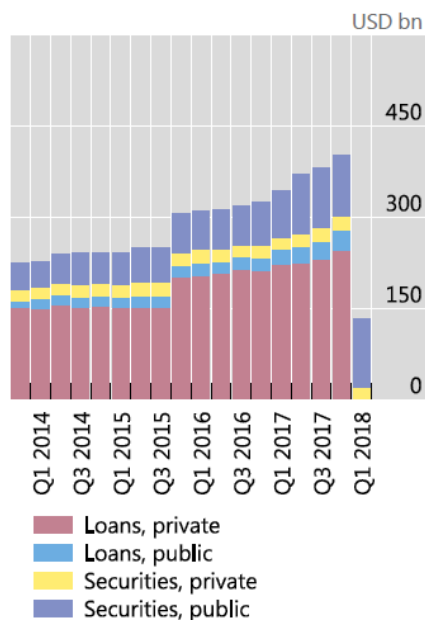


Estimate, using simple averages across countries where data are available. For country groups, see Annex. For Congo, Egypt, Ethiopia, Mauritius, Tanzania, Uganda and the UEMOA, "government" refers to general government debt; for other countries, it is central government debt.

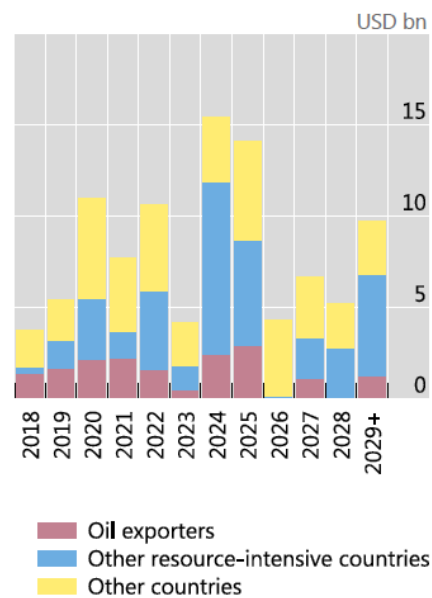
Sources: IMF; BIS calculations.

自2010年以来，外债增长了近10个百分点，达到GDP的40%左右，但各国之间存在相当大的差异。在此期间，一些国家的外债相对于GDP翻了一番（例如喀麦隆、利比里亚、莫桑比克、塞内加尔和赞比亚）。尽管贷款机构的构成发生了变化——特别是，中国在非洲外债中所占的份额迅速增加，反映出该国在非洲地区的经济参与日益增加（见Box1），但关键贷款条款基本保持不变：只有10%的未偿债务在不到一年的时间内到期，而新增贷款的平均期限略高于20年。由于大约三分之一的外债是有优惠条款的，平均利率仍然很低（新增债务的利率为1.75%）。五分之四的外债是由公共部门所借。政府的外债大多以国际债券的形式存在，而私人部门外债则更多地依赖银行贷款（图2，中心面板）。国际债券的偿还将在21世纪20年代中期达到顶峰（右侧面板）。

Total public sector debt, sub-Saharan Africa

Cross-border borrowing from banks and international debt securities<sup>1</sup>

Repayment schedule for international debt securities

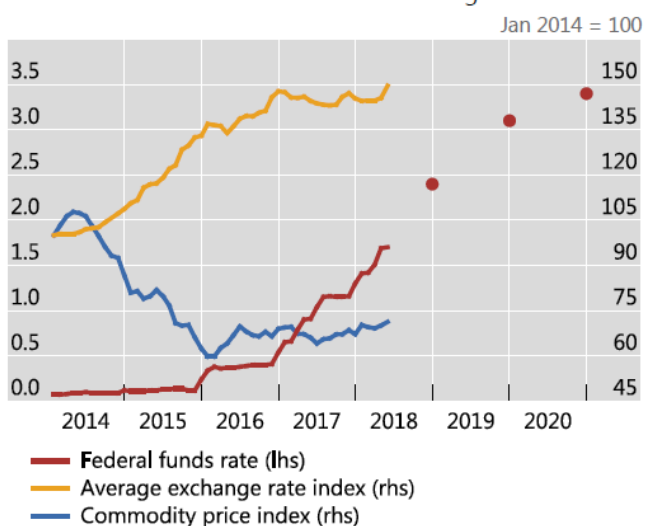
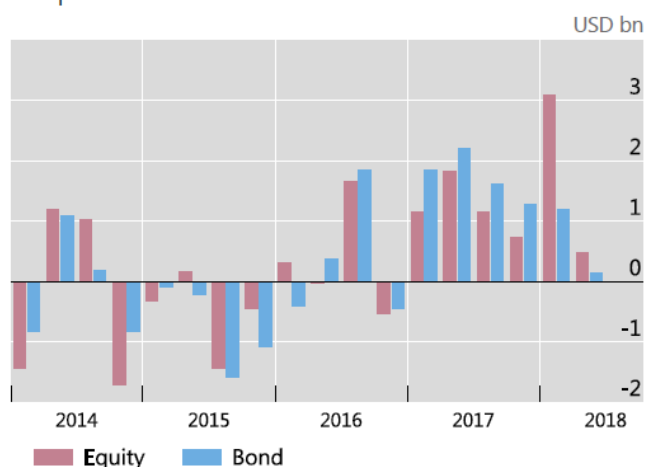


<sup>1</sup> International debt securities (IDS) show the amounts outstanding of debt securities issued by African residents outside their local markets. "Public securities" are IDS issued by governments and public corporations. "Public loans" are stocks of cross-border bank loans to African governments; "private loans" are the difference between total and "public" cross-border loans. Cross-border bank loans exclude loans by pan-African banks other than those reporting in South Africa. The jump in cross-border loans in Q4 2015 coincides with the inclusion of China and Russia as reporting countries. Loan data for Q1 2018 have not yet been published.

Sources: IMF (2018a); Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics; BIS calculations.

2010年代债务增加的原因随时间点和国家的不同有很大差异，其中既包括借款能力的提高，也包括借款需求的增加。由于债务减免、基本面改善和有利的全球融资状况（图3），非洲国家借款能力增强。而更强的需求尤其反映了贸易冲击的负面效应（Christensen, 2016）。这些冲击不仅对经济增长和财政收入造成压力，还可能增加了政府对银行和国有企业的或有负债规模。例如，银行的不良贷款已上升到贷款总额的11%左右，或资本金的22%（扣除拨备），部分原因是高负债的政府对其供应商拖欠了款项。此外，向国有企业提供的贷款在冈比亚和莫桑比克等国家发挥了突出作用。基础设施的债务融资支出也增加了政府债务（如肯尼亚）。

Macro-financial environment and exchange rates

Net portfolio flows into Africa<sup>1</sup>

The dots in the left-hand panel are the projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents for the federal funds rate as of 14 June 2018. See Federal Reserve Board (2018) for details. The commodity price index includes both fuel and non-fuel items. The exchange rate index is a simple average of the exchange rates of the countries listed in the Annex (country groups). <sup>1</sup> Net portfolio flows as of end-April 2018.

Sources: Federal Reserve Board; Bloomberg; EPFR; BIS calculations.

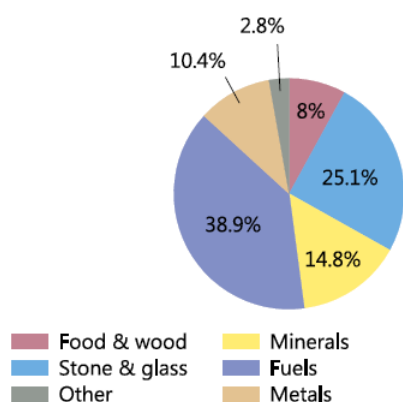
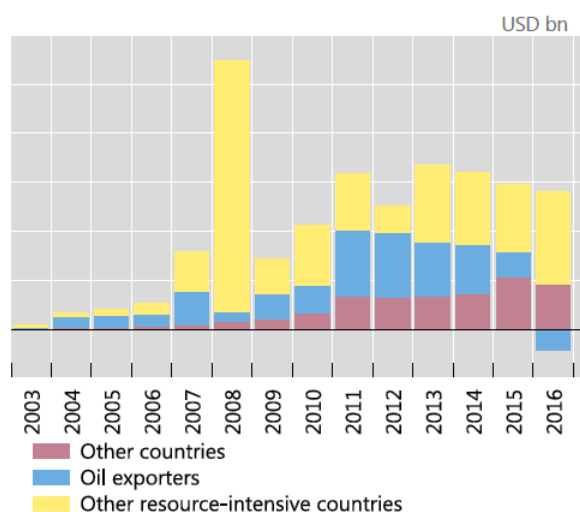
虽然本国货币贬值本身并不会增加债务，但它是债务占GDP比率增加的另一个重要原因，因为大部分债务都是以外币计价的（图2，左侧面板）。例如，从2013年到2014年，加纳的债务与GDP之比因美元贬值45%而提高了近8个百分点。事实上，大多数非洲借贷者的外部融资都是美元。国际债券的美元份额特别高，达到90%。相比之下，跨境银行贷款则以更广泛的货币计价——约一半以美元计价，四分之一以欧元计价。以人民币计价的跨境贷款虽然规模仍不大，但估计在过去几年里增长迅速，达到3%（90亿美元）。

在债务存量上升的背景下，政府的利息支出已经有所增加。例如，在2013年至2017年期间，撒哈拉以南非洲国家的利息支出占收入比例的中位数几乎翻了一番，从5%增至接近10%。

## Box 1. 中国对非洲的贷款

中国对大宗商品的强劲需求，已成为非洲经济活动的关键决定因素。2017年，中国占非洲国家出口总额的11%，成为该地区最大的贸易伙伴。中国的需求主要集中在大宗商品上（图A，左侧面板），使得资源丰富的国家如安哥拉（占非洲对华出口总额的50%）、南非（23%）、尼日利亚（8%）和刚果共和国（5%）成为中国在该地区最大的贸易合作伙伴。这些贸易联系也反映在投资流动中，自2010年以来，中国在非洲的外国直接投资（FDI）增加了两倍多。这些FDI流入的目标主要是资源密集型国家（图A，右侧面板上的蓝色和黄色条）。不过，在油价大幅下跌后，2016年对石油出口国的净流入转为负数。

Composition of African exports to China (2016)

Net FDI flows from China to Africa<sup>1</sup>

<sup>1</sup> The peak in net FDI inflows in 2008 was driven by the \$5.6 billion acquisition of a stake in Standard Bank in South Africa by Industrial and Commercial Bank of China.

Sources: UN COMTRADE and CEIC database; BIS calculations.

中国对非洲政府的贷款也显示出同样的模式。在过去的十年里，贷款迅速增长，从2005年的20亿美元增长到2015年的120亿美元。这些贷款的80%是由中国官方的政策性银行（中国进出口银行和中国国家开发银行）发放的。从2000年至2015年，贷款主要集中在8个石油出口国（940亿美元中约400亿美元），包括安哥拉（190亿美元）、苏丹（65亿美元）、喀麦隆（37亿美元）和尼日利亚（35亿美元）。埃塞俄比亚（131亿美元）和肯尼亚（68亿美元）是最大的非资源密集型贷款接受国。

中国约三分之二的贷款流向了基础设施，主要是交通和通讯领域。根据Brautigam等人（2016）的说法，这些贷款中约有三分之一是有抵押的，比如未来的资源出口。中国企业也经常参与到发放贷款的建设项目中。一个例子是亚的斯亚贝巴—吉布提铁路，该铁路旨在通过开通一条通往阿拉伯海的线路来促进埃塞俄比亚的出口。中国进出口银行向埃塞俄比亚政府提供了45亿美元的贷款来支持这个项目。这条铁路的设计、建设和运营都是由中国公司承包的。

自2015年以来，中国对非洲的贷款可能会进一步增长。在2015年中非合作论坛的背景下，中国承诺未来三年还将提供新的资金，包括350亿美元的优惠贷款。

## 高负债会降低货币政策有效性吗？

一个经济体的债务水平和结构，尤其是以外币计价的债务，可能会削弱央行实现政策目标的能力。本节将回顾与非洲最相关的几个渠道。

第一种渠道是通过外币债务水平和隐含的货币错配来运作的。对于外币债务，金融状况直接取决于发行相关货币国家的货币政策——就非洲而言，主要是美元，还有欧元。因此，美国和欧元区的高利率收紧了融资条件，并给本国货币带来了压力。本币贬值还可能导致外汇资产或收入不足以匹配外币负债的部门出现脆弱性。对于非洲的一些银行来说，这可能是一个问题（例如，冈比亚和卢旺达的银行部门在2017年的净外汇头寸为负值）。在外国投资者大量参与本国货币市场的国家（如加纳、尼日利亚、南非和赞比亚），本国货币贬值也可能诱使未对冲的外国投资者将投资汇回本国，以限制估值损失（以投资者本币计价）（Bruno and Shin, 2015）。更广泛地说，高额外债使国内借款人更容易受到市场情绪波动的影响。当外部金融环境收紧、汇率面临压力时，央行可能会面临一项艰难的平衡行动：一方面又要试图限制汇率贬值和资本外流，另一方面还要抑制借贷成本。

**第二种途径主要是通过本币债务水平来实现。**政策利率的变化对国内债务水平越高影响越大。**各国央行可能面临更大压力，如要求它们将利率维持在低于合理位置的水平，并减轻再融资负担，甚至直接通过贷款或购买债券来满足政府融资需求。**尽管央行对政府的融资在一些地区有所增加，并导致了外汇储备的下降，但它很少引发通胀爆发——2008年至2009年期间的津巴布韦和2016年的南苏丹则是反例。**在整个地区，货币政策框架普遍得到加强（例如，引入通胀目标制），许多国家实施了限制措施，以遏制直接赤字融资。**

## 央行如何应对风险？

许多非洲央行能够以宏观或微观审慎监管机构的身份，影响私人部门的借贷模式和冒险行为。然而，它们无法以同样的方式控制主权债务的规模，而且它们对主权债务构成的影响力通常非常小。这是一个令人关切的问题，因为由于其规模，公共部门债务继续对非洲货币政策有效性构成最重大的风险。

**正如其他新兴市场经济体的经验所显示的那样，制度因素在确保货币政策有效方面发挥了重要作用。**这些因素包括审慎的财政管理（特别是财政规则）、健全的审慎监管和明确的央行目标（包括法律禁止向政府发放贷款），以及实现这些目标的操作自主权（包括限制政府召回央行行长的能力）。

**因此，对一些央行来说，推行增强其自主权的改革可能是一种前进方式。**的确，在一些非洲国家（Kganyago, 2018），中央银行的独立性似乎受到了压力。采用通胀目标制也许能够帮助避免增加债务——部分原因是通胀目标制有助于稳定经济，还有部分原因是通胀目标的公开宣布，为未能实现目标提供了更大的责任，从而有助于向政府施压，要求它们收紧财政政策（Tapsoba, 2010）。**也就是说，如果债务上升，单靠通胀目标制是无法确保货币政策保持有效。**

但即便是在现有的机构框架内，央行也可能有多种选择来影响公共部门债务。

**一个明显的途径是债务管理。**在一定程度上，央行可以与政府合作，提高债务期限，并确保偿债的时机不会超过财政预算。例如，卢旺达国家银行参加了与财政部和债务管理办公室的联合委员会，这些委员会的作用是改进政府的宏观经济政策和预测。在博茨瓦纳，中央银行建议国有企业增加债务。然而，这种安排的效力显然取决于是否愿意考虑咨询意见。**此外，过于密切的干预可能会侵犯央行的独立性，限制此类风险的一种方法是发挥更间接的作用。**例如，肯尼亚央行启动了一项发展该国债务市场的举措，部分原因是为了确保政府能够获得较长期的本币融资。

**对于央行而言，另一种可以支持财政政策而不危及货币政策有效性的方式是沟通。**然而，设计这样的策略并不简单。

**一个方面是适当的消息传递。**央行可能会发现很难引起政府的注意：例如，关于控制支出的建议可能会被忽略，因为需要为基础设施投资提供资金。**过于谨小慎微的财政困难警告可能不会获得足够的关注，过于强势的政策又可能会对央行与财政部的关系造成持久的损害，或引发市场不希望出现的波动。**为了避免央行被批评超出其职权范围，**指出过度负债对货币政策的不利之处，而不是更广泛地批评财政政策，或许是有益的。**央行能有多坦诚，取决于它们的授权、独立性，甚至是具体国家特色的隐性准则。因此，批评在多大程度上是可以接受的，以及在多大程度上是可以公开发表，必然因国家而异。

**另一个方面是沟通的最佳频率。**当风险警告被明智地发布时，必然会得到更多的关注。相反，频繁的公告可能会导致沟通疲劳。

**第三个方面涉及可用数据。**可信的沟通需要适当的数据来支持自己的分析，并使其他人能够对此进行独立评估。在许多非洲国家，债务统计数字是不完整的，例如缺乏关于公共担保债务和公共企业债务的资料。各国央行在收集和发布此类统计信息方面可以发挥关键作用。

关于财政和货币勾连的更多内容和分析，请参加智堡往期文章 [《财政与货币的边界：居中的债务》](#)

## 结论

在海外贸易保护主义不断抬头、利率不断上升的时期，确保已经在上升的债务不会妨碍非洲国家货币政策有效性变得十分紧迫。**鉴于非洲经济体已融入全球价值链，保护主义可能会降低出口收入，并增加对外部融资的需求，而此时发达经济体正在收紧货币政策并推高外部融资成本。**

**尽管，如果央行拥有监管权力，可以影响金融部门持有或所欠债务的规模和构成，但它们只能间接地影响政府债务，尤其是通过沟通的方法。**向政府和国有企业提供债务管理和宏观经济发展方面的建议，可能有助于减缓债务积累。尽管如此，如果债务上升，某些制度安排，如禁止直接为政府预算提供资金的规定、为货币政策设定通胀目标以及央行独立性，可能有助于保护货币政策的有效性。对一些非洲央行来说，推行实施此类安排的改革可能是一种前进方式。

#### **参考资料：**

Benedicte Vibe Christensen and Jochen Schanz, *"Central banks and debt: emerging risks to the effectiveness of monetary policy in Africa?"*, BIS, October 2018