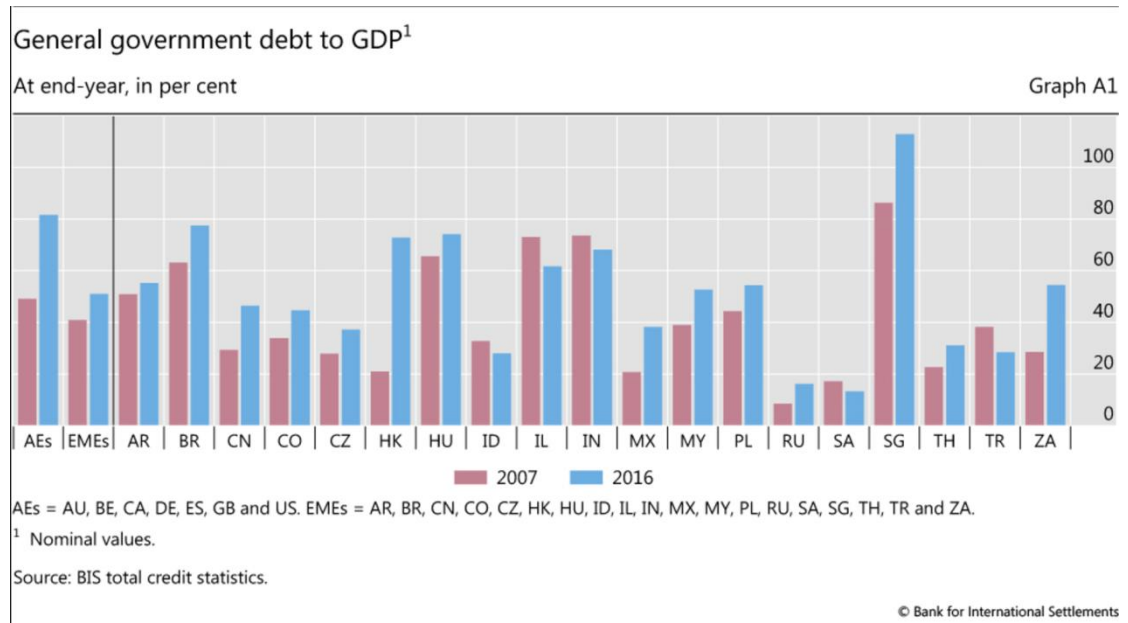


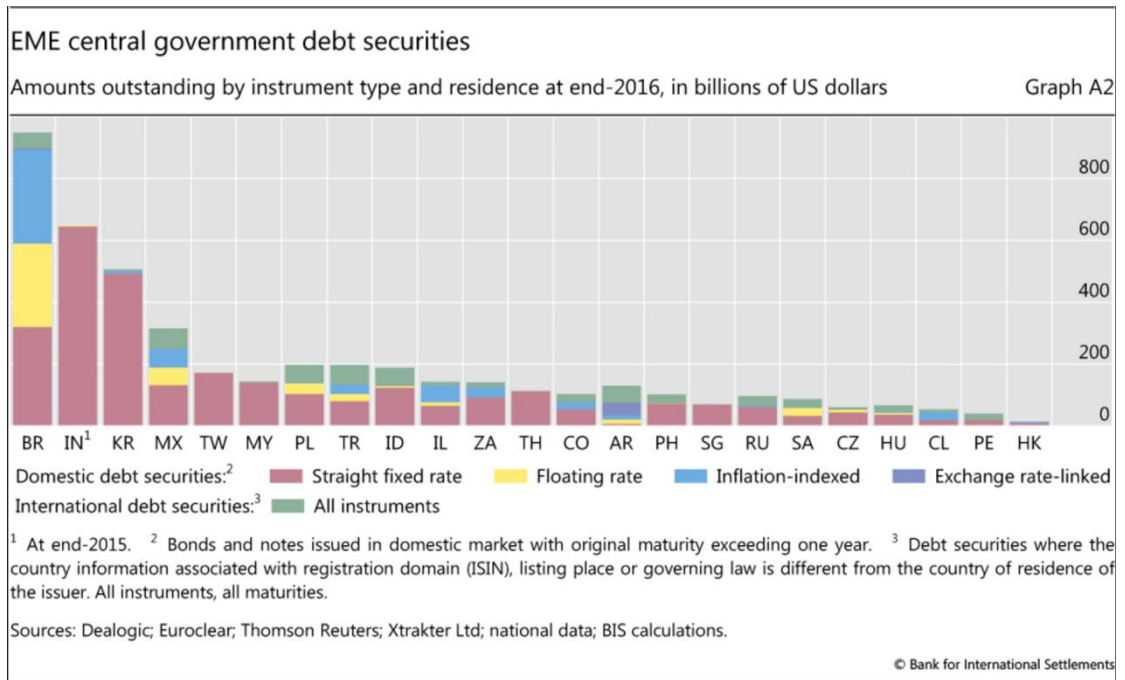
EME 国债总量及其构成的最新趋势

截至 2016 年底，新兴经济体（EME）的政府债务总额为 11.7 万亿美元，是 2007 年底的两倍多，巴西、中国和印度约占其中的 8 万亿美元。同一时期，政府债务占 GDP 的比重也从 41% 上升到了 51%，参见下图 1：

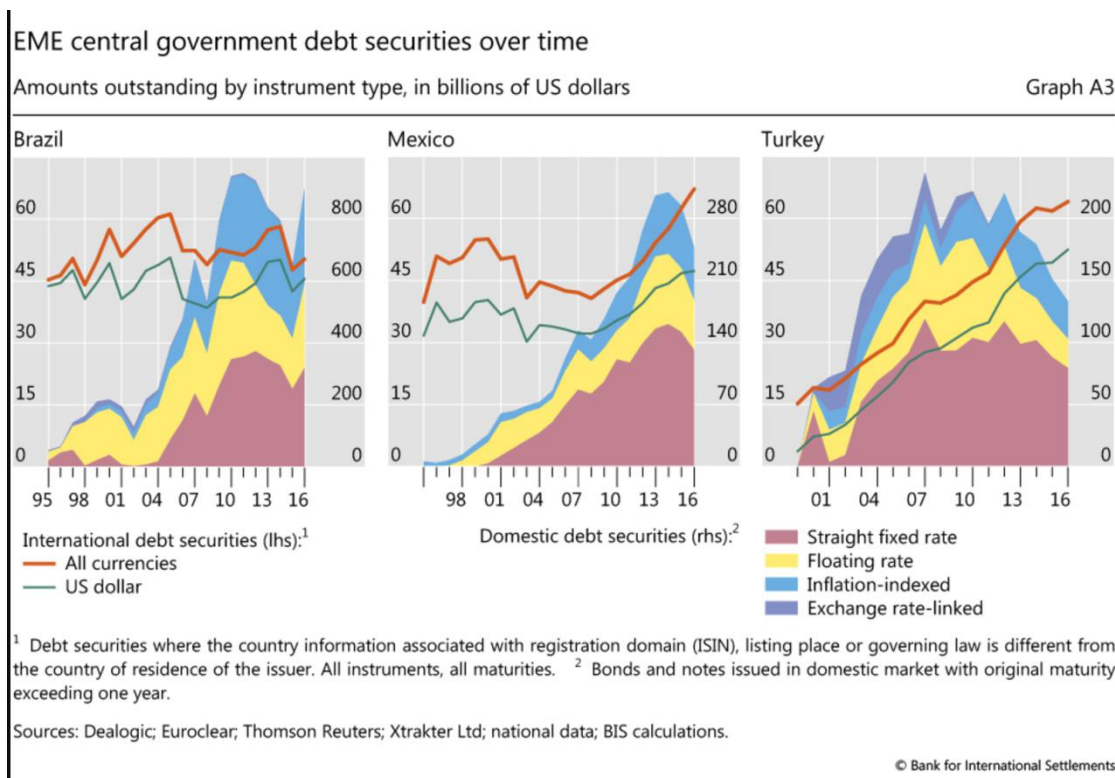


与此同时，政府债务的组成结构也随着时间的推移发生了显著变化。随着债务水平的上升，EME 政府也更多地利用国内和国际债券市场进行融资：债券融资的平均份额从 2002 年的 62% 上升到了 2016 年的 80%，这些债券主要是以本国货币发行的，通常期限较长而利率固定，且国内发行量大大超过国际发行量，尽管后者近年来也正在不断增长中。

在下图 2 的 23 个样本中，中央政府的借款总额约为 4.4 万亿美元，以 2016 年底的情况来看，其中有 14% 通过外币计价或与外币挂钩。不过，相较 2001 年，这一比例已经大幅降低，在 2001 年底，相同样本通过外币计价或与外币挂钩发行的国债占比约为 32%。



大多数以外币计价或与外币挂钩的债券均在国际上发行。上图的样本国家中，其发行的国际债券里 90% 以美元或欧元计价，而美元的份额则从 2007 年底的 65% 上升到了 2016 年底的 75%。国际债券占沙特阿拉伯未偿付国债总额的 35%，占土耳其的 32%，占印度尼西亚和波兰的 30%（各自）。名义上，国际债券市场上的主要发行人是墨西哥中央政府，其未偿付国债达 670 亿美元，其中的 470 亿以美元计价；其次是土耳其，其未偿付国债为 640 亿美元，其中 530 亿为美元计价债券，参见下图 3：



上面论述了新兴经济体在国际市场上的发债情况，下面再来看一看新兴经济体在国内市场的发债情况。

就国内发债状况而言，上述样本国家中发行的以外币计价的国债占比非常少，许多曾经在本国发行外币债券的国家，最近也改变了这一做法。以土耳其为例，它曾经在国内发行了大量外币债券，但到 2011 年底将这些债券全部兑付后便不再发行了（参见图 3 右侧）。

不过，阿根廷是一个显著的例外，它发行的外币债券不仅没有减少，反而在国内与国际债市都增加了与外币挂钩或以外币计价的国债发行。目前，阿根廷中央政府拥有 560 亿美元的国际债券，其中 370 亿是以美元计价的。2016 年底，在阿根廷于国内发行的国债中，也有 56% 以外币计值，总计达 410 亿美元，而在 2007 年这一比例只有 28%。

EME 国债领域的另一个显著发展与其平均期限有关，近年来，许多新兴经济体国债的期限大幅上涨，使得许多 EME 目前国债的平均期限几乎与发达经济体相当。样本中新兴经济体国债目前的平均剩余期限为 7.7 年，仅略低于发达经济体的平均 8 年。墨西哥政府在过去 10 年中几乎将国内债务的剩余期限翻了一倍，从 4 年增加到 8 年。菲律宾和韩国也有类似的增长。在国际清算银行（BIS）抽样的 23 个 EME 中，2016 年底，南非在国内发行的债券具有最长的剩余期限：

16 年。这比一些发达经济体的国内债券剩余期限要长得多——澳大利亚的平均剩余期限为 5.7 年，加拿大、德国、西班牙为 6.5 年，美国为 5.6 年。不过英国则是个例外，其国内发行的国债平均剩余期限为 17.5 年。

EME 近期国债发展的另一个特点即较长的剩余期限与更多使用固定利率工具（参见图 A2）并存。截至 2016 年底，样本里的 EME 国内固定利率债券占比达 75%，而这一数字在 1999 年底则为 60%。中国台湾、马来西亚、新加坡和泰国只发行直接的固定利率债券。智利则将其固定利率国债的发行份额从 2005 年底的 0% 提升到 2007 年的 11% 继而提升到 2016 年底的 40%；印度尼西亚则将其固定利率的国债发行量从 1999 年底的 20% 增加到了 2007 年的 65% 乃至 2016 年底的 94%。在样本国家中，它们发行的国际债券的绝大多数都是固定利率的，平均剩余期限为 9 年。

此外，通货膨胀相关债券的使用也发生着显著变化。一些国家通过利用良好的通胀状况之优势，使通胀指标发挥了更大作用。比如，近年来巴西和墨西哥政府就致力于以固定利率和通货膨胀指数债券取代汇率挂钩和浮动利率债券（国内）。在 2016 年底，通货膨胀指数债券占巴西国债的 34% 左右，而几十年前这一部分几乎可以忽略不计（参见图 3 左图）。与此同时，发达经济体也正发生类似的向通货膨胀指数债券转向的态势。在澳大利亚、加拿大、德国、英国和美国，通货膨胀指数债券占未偿国债的比例也在不断上升，平均约占未偿债务总量的 9%。

总而言之，EME 债市的这些新发展有助于通过减少通货错配和展期风险以加强公共财政的可持续性。汇率挂钩债券在 2000 年代占比之下降或有助于 EME 抵抗 2007-2009 年国际金融危机及其引发的全球市场震荡之冲击。更长的期限与固定利率的债券同样也促进了 EME 资本市场的进一步扩张和发展：随着政府收益率曲线的延长，其他国内的债券发行人为自身的债务发行获得了可靠的参考基准。不过与此同时，债券期限的延长意味着全球债市收益率的上涨可能会相较之前给债券的市场价值产生更大的影响，这在一定程度上增加了展期风险等负面影响的可能性。

编译：张纬杰

参考材料：

Kristina Bektyakova, Recent trends in EME government debt volume and composition,
2017.09.17