

首次借款

越来越多的撒哈拉以南非洲国家开始利用国际资本市场

阿马杜·N.R. 赛

大多数撒哈拉以南非洲国家长期以来不得不依靠外国援助或国际金融机构贷款来满足部分外币需求。但是现在，大多数国家第一次可以在国际金融市场上借款，出售所谓的欧洲债券，这些债券通常以美元或欧元计价。

在一个包含部分世界上最贫穷国家的地区，各国借款量的短期激增源自多种因素，其中包括该地区快速的经济增长和更好的经济政策、低水平的全球利率以及许多主要发达国家经济的持续低迷，特别是欧洲。在几个案例中，非洲国家已经能够以很低的利率出售债券，比陷入困境的欧洲经济体（如希腊和葡萄牙）的还要低。

然而，撒哈拉以南非洲国家的政府（以及该地区的一些公司实体）的大量借款在中长期是否可持续仍然是个未知数。低利率环境很有可能在某个时点发生改变——这会导致国家借款成本上升和投资者兴趣下降——同时，迅猛的经济增长可能无法持续下去，这将使得各国难以偿还贷款。此外，一些国家的政治不稳定使得一些借款国更加困难，贷款人也是一样。

加入大潮

南非发行欧洲债券已经有好多年了。但是最近，诸如安哥拉、科特迪瓦、加蓬、加纳、纳米比亚、尼日利亚、卢旺达、塞内加尔、塞舌尔以及赞比亚等国也已经可以通过国际债务市场筹集资金了（见图1）。肯尼亚、坦桑尼亚和乌干达在不久的将来也有望发行欧洲债券。总体来看，在撒哈拉以南非洲的48个国家中，超过20%的国家已经发行过欧洲债券。

此外，撒哈拉以南非洲的几个公司实体也成功地发行了欧洲债券（尼日利亚担保信托银行在2011年通过发行五年期债券筹集了5亿美元，加纳电信在2007年发行了3亿美元的五年期债券）。

推动债券发售的因素有以下几个：

- 制度环境的变化：自2009年以来，IMF对低收入国家在IMF项目下以未补贴（非减让性）利率进行借款的限制变得更加灵活。它是基于一个国家的能力及其债务脆弱性程度。截至2011年12月份，只有7个撒哈拉以南非洲国家拥有少量或没有非减让性借款的空间。

- 债务负担减少：在不少捐赠国和大型多边金融机构取消了许多欠发达国家的债务之后，IMF修订了其政策。债务负担的减少使得各国可以在国际市场上借

纳米比亚温特和克的一栋写字楼。

款，同时不会影响还款能力（撒哈拉以南非洲的政府债务/GDP比率中位数目前在40%以下）。此外，许多国家加强了宏观经济管理并提高了衡量债务可持续性的能力。

• **巨大的借款需求：**许多撒哈拉以南非洲国家都有庞大的基础设施需求，比如发电和配电、公路、机场以及铁路。发行欧洲债券的收入对于基础设施项目融资至关重要，这些项目所需的资金通常会超过援助资金和国内储蓄。

• **借款成本低：**最近几年，撒哈拉以南非洲国家已经能够以有史以来最低的收益率（有时甚至比欧元区危机国家还要低）以及优惠条件（如更长的偿还期）进行借款（见图2）。尽管借款成本有史以来最低，但撒哈拉以南非洲的欧洲债券收益率还是很高，足以吸引外国投资者。

不只是撒哈拉以南非洲国家首次利用普遍的低收益率发行欧洲债券，一些拉丁美洲国家也这样做了。最近，玻利维亚90年以来首次进入国际市场。巴拉圭最近进行了首次发售，洪都拉斯在2013年3月初也出售了欧洲债券。

是否能够持续？

为了评估债券发行的有利环境是否有可能持续下去，关注那些驱动借款成本和决定资本流动方向的因素非常有用。所谓的推动因素影响对国际投资者发售债券的一般环境；拉动因素，各国不同并且在一定程度上取决于一个国家的政策。盖伊和赛（Gueye 和 Sy，2010年、2013年）研究了120个国家在2000年至2009年间的这些因素。

重要的推动因素有联邦基金率（美国银行之间拆借超额准备金时彼此所收取的隔夜利率）；通过储备货币（流通中的现金以及欧元区、日本、英国和美国的商业银行在中央银行的存款）衡量的流动性；石油价格；投资者的风险偏好程度；美国短期利率与长期利率的比（收益率曲线的斜率）以及美国高收益公司债券利差。

吸引资金的因素包括一国的人均GDP水平；对外金融活动的可持续性，包括经常账户（衡量一个国家在国外的花费和外国人在该国花费的资金差额）和外债/出口额比率；以及宏观经济稳定性（主要以通胀表现来衡量）。主权信用评级（一个反映国家信誉的好指标）反映了大部分拉动因素。

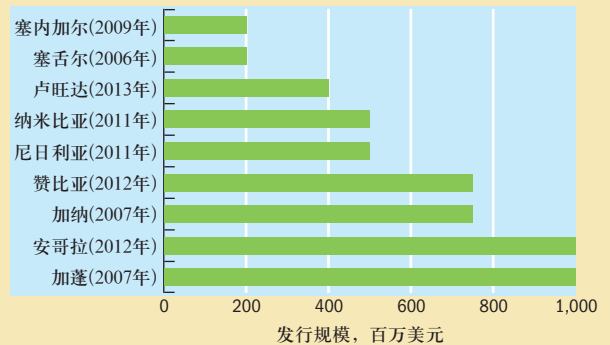
推动因素表明，推动购买撒哈拉以南非洲国家所发行的欧洲债券的资本流入只在短期内具有可持续性。一个原因是，美国当前的历史最低利率水平在中期内很可能上升。另一个原因是，外国投资者风险偏好的变化，在他们寻找更高收益机会（比他们在美国和

其他避险天堂所能获得收益要高）的过程中，其风险偏好不断上升。外国投资喜欢撒哈拉以南非洲国家发行的欧洲债券。但当全球利率上升以及对全球金融危机的担忧减少时，撒哈拉以南非洲的各国政府将不得不与其他发行人竞争资金。

拉动因素也同样表明，资本流入只在短期内具有可持续性。这些因素是否能够在长期内吸引资金，取决于撒哈拉以南非洲的决策者增强它们的能力。据IMF预测，这一区域的短期前景总体上仍然是积极的，2013年经济增长率预计为5.4%（IMF，2013年）。但经济下行风险已经增强，主要源自于不确定的全球经

图1
加入借款大潮

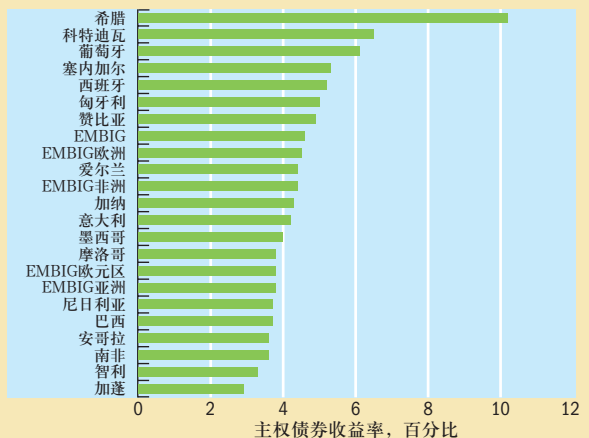
许多撒哈拉以南非洲国家首次在国际资本市场上出售了债券。



资料来源：作者的计算。
注：数据截止到2013年1月末。括号中的年份为首次发售的日期。

图2
优惠的利率

撒哈拉以南非洲国家所发行欧洲债券的收益率处于历史低点——有时比那些欧元区危机国家的还要低。



资料来源：彭博资讯。
注：债券收益率为二级市场上2013年1月30日的收益率。欧洲债券是以外币计价发行的债券，通常为美元或欧元。EMBIG是指摩根大通全球新兴市场债券指数。

济环境，这将主要影响几个与欧洲有贸易联系的中等收入国家，包括南非（IMF，2012年）。该地区的预期增长优势部分得益于供给方面的因素，包括自然资源部门的扩张。但撒哈拉以南非洲的低收入国家还得益于政策框架增强、治理能力提高、有利的大宗商品价格走势以及外债负担大幅下降（至少目前如此）。自然资源财富也带来了必须解决的挑战，包括怎样保证公共支出（来自于这些财富）的效率（见 Arezki、Gylfason 和 Sy，2011年）。

传统政策

最近的撒哈拉以南非洲主权违约表明了增强拉动因素的重要性。2008年10月，塞舌尔2.3亿美元欧洲债券发生违约，在此之前，政府多年过度支出，同时由于全球金融危机该国旅游收入大幅下降。违约导致了债务重组和政府支出削减。选举纷争之后，科特迪瓦未能支付2900万美元的债务利息，这导致了一支2010年发行的债券在2011年出现违约。

在几个案例中，非洲国家已经能够以很低的利率出售债券，比陷入困境的欧洲经济体的还要低。

当外债比内债成本低时，关于国家政策的其他问题就会出现。加纳的经历是一个恰当的例子。2013年1月，加纳政府可以对一笔10年期美元借款支付大约4.3%的利率（反映了二级市场上的发行收益率）。然而，当政府在国内借入本币时，3个月期短期国债的利率至少要达到23%。把通胀差异计算在内后，美元和本币借贷成本之间的差距达到了10.6个百分点（如果把货币贬值计算在内的话，差距为5.4个百分点）。导致这种差异的部分原因是政策环境的变化——货币政策在2012年收紧以及财政赤字上升到GDP的约10%—11%，但也存在外部借款成本低廉的原因，这反映了外国投资者对高收益率的寻求，以及对加纳债务偿还意愿和能力的信心——因为加纳有积极的经济增长前景（其为产油经济体）。这种差异也反映出了国内债务市场欠发达，其投资者基础以银行为主导（这抬高了国内借款成本），同时也可能反映出了限制外国投资者购买期限小于3年的国内政府证券所造成的影响。

撒哈拉以南非洲国家以低利率（有时比许多欧元区国家支付的利率都要低）进行国际借款的大潮在长期内很能不具有可持续性，除非这些国家能够形成高速可持续经济增长并进一步降低宏观经济波动性。

因此，政策措施很重要。短期政策措施必须持续关注实现宏观经济稳定、维持债务可持续性、确保融资收入得到充分利用和投资于高经济“乘数”的项目、避免积累源自于货币和期限错配的国际收支平衡表脆弱性以及管理重大经济放缓或逆转风险。长期政策措施应该关注发展国内资本市场和制度以及大力推进资本账户自由化。

非传统政策

但是，各国还必须考虑非传统政策的净效益，因为传统政策的制定和实施将需要时间。

例如，发展形成完善的国内债券市场以吸引国内外储蓄资金并不容易，特别是在长期内。为实现这一目标，传统的建议是，各国必须改进宏观经济政策，债务管理，监管、法律和市场基础设施——也要培育投资者基础。货币市场是资本市场的基石，并且是启动改革的适当场所。商业银行通常是最大的投资者，完善的银行间市场非常关键。确保国内市场的流动性也应该是一个优先事项。

但实施这些传统政策需要一定时间。以多个国家为例，非洲决策者可以将成功的次优政策作为目标，然后再迈向最优政策。例如，马来西亚通过发展其穆斯林资本市场，已经形成了亚洲第三大债券市场（仅次于日本和韩国）。通过增强共同制度，西非经济货币联盟国家的政府逐渐可以把联盟八个国家中银行和其他投资者的国内资金动员起来，并且分别发行了长短期国债。埃塞俄比亚、加纳和印度通过发行散居债券从境外侨民那里筹集到了资金。最后，加拿大魁北克省和摩洛哥依靠名为Caisses de Dépôts的法式公共金融机构来发展国内资本市场。学习其他国家的经验，对于撒哈拉以南非洲来说是一种有效的前进方式。■

阿马杜·N.R. 赛(Amadou N.R. Sy)是IMF货币与资本市场部的副处长。

参考文献：

Arezki, Rabah, Thorvaldur Gylfason, and Amadou N.R. Sy, 2011, *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources* (Washington: International Monetary Fund).

Gueye, Cheikh A., and Amadou N.R. Sy, 2010, *Beyond Aid: How Much Should African Countries Pay to Borrow?* IMF Working Paper 10/140, (Washington: International Monetary Fund).

———, 2013, “U.S. Interest Rates and Emerging Market Bond Yield Spreads: A Changing Relationship?” *Journal of Fixed Income*, Vol. 22, No. 4, pp. 48–52.

International Monetary Fund, 2012, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* (Washington: International Monetary Fund, October).

———, 2013, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa* (Washington: International Monetary Fund, April).