

# 债务浪潮 滚滚而来

发展中经济体能够从过去的债务危机中学会如何应对 COVID-19 的融资冲击

M. 艾汉·高斯、弗朗西斯卡·奥恩佐格、彼得·内格尔、菅原直孝



COVID-19 大流行对于原本就已经脆弱不堪的全球经济前景而言是一个沉重打击。卫生危机、经济活动急剧下滑以及全球金融市场的动荡，使新兴市场和发展中经济体陷入了困境。这些经济体在过去 10 年间的债务增长幅度是 50 年来最大、最快，也是最广泛的。自 2010 年以来，他们的债务总额占 GDP 的比重上升了 60 个百分点。超过 2019 年债务总额占 GDP 的 170%，达到历史峰值（见图 1）。尽管中国占据了其中很大一部分（部分原因是其债务规模庞大），但债务的积累却十分广泛：在这些经济体中，约 80% 在 2018 年的债务总额高于 2010 年。即使不包括中国，2019 年债务总额占 GDP 比重也上升了 20 个百分点，达到 108%。随着对疫情的应对，这些经济体的债务还将继续增加。

当前全球经济衰退的严重性非同寻常。与以往的危机一样，此次危机也在考验重债国家和企业的复原能力。

重债新兴市场和发展中经济体需要实施哪

些政策来减轻疫情所造成的破坏并支持持久的复苏？历史可以给予政策制定者一些有益的启示。

## 债务浪潮

根据我们最近的研究报告《全球债务浪潮》（Global Waves of Debt），此前新兴市场和发展中经济体在 1970—2009 年经历了以下三波广泛的债务积累浪潮。

• **1970—1989 年**：在 20 世纪 70 年代的大部分时间里，低实际利率且迅速增长的银团贷款市场鼓励了拉丁美洲国家和低收入国家，特别是撒哈拉以南非洲地区的国家政府大举借债，最终导致 20 世纪 80 年代初的一系列金融危机。随后，通过布雷迪计划、重债穷国倡议和多边债务减免倡议（后两项倡议得到了 IMF 和世界银行的支持）进行了长期的债务减免和重组，然而，这段失去的 10 年中依然存在增长和减贫。

• **1990—2001 年**：金融和资本市场的自由化使东亚和太平洋地区的银行和企业以及欧洲和



中亚各国政府能够大量借贷，尤其是外币借贷。1997—2001年，由于投资者信心低迷，最终引发了一系列危机。解决私人债务需要银行和企业大规模救市，通常需要世界银行和IMF的援助。

• **2002—2009年**：监管放松之后，欧洲和中亚的私营企业向总部位于欧盟的大型银行的借款激增。2007—2009年的全球金融危机扰乱了银行融资，导致其中几个经济体陷入衰退。解决债务问题既需要整个欧洲共同努力，也需要银行救助和国际援助。

历史上的三波债务浪潮有几个共同点。它们都始于实际利率较低的时期，而且往往受到促进了借贷的金融创新或金融市场变化的推动。这些浪潮最终以广泛的金融危机告终，并与全球经济衰退（1982年、1991年、2009年）或经济下滑（1998年、2001年）同时发生。这些危机通常是由导致投资者风险规避、风险溢价或借贷成本急剧上升的冲击引发的，随后资本流入突然停止，经济深度衰退。金融危机之后，政府通常会进行旨在降

低脆弱性（包括增加储备积累）和加强政策框架的改革。许多新兴经济体在金融危机后引入了通胀目标制、更大的汇率灵活性、财政规则或更有力的金融部门监管。

前三波浪潮在存在重要的不同。随着新工具和金融行为者的出现，用于借贷的金融工具也发生了变化。在第一波浪潮中，新兴经济体的主权债务迅速积累，而随后的两波浪潮主要涉及私营部门的借贷（尽管在亚洲危机期间，许多公司具有准主权级信用等级）。经济损失的严重程度因金融危机和地区而异。第一波危机之后，产出损失尤其严重，而且持续时间很长，因为当时大多数债务都是由政府所积累的。与此同时，在许多经济体中，前两次债务浪潮后制定的更好的政策框架有助于减轻全球金融危机（第三波浪潮结束的标志）所造成的损失。

#### 第四波浪潮

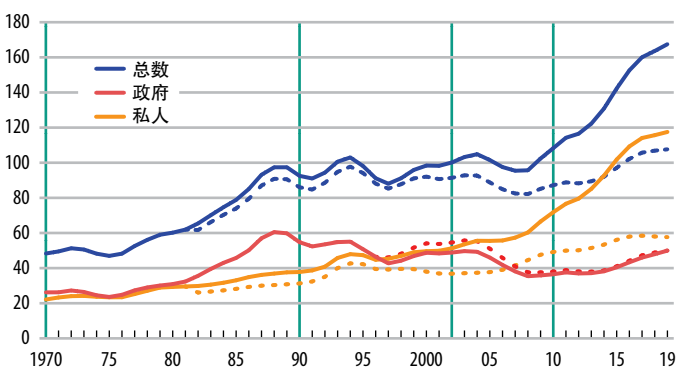
在始于2010年的这波债务浪潮中，债务达到



图1

## 债务膨胀 (1970—2019年)

过去10年间, 新兴市场和发展中经济体的债务总额上升到历史峰值。  
(占GDP的百分比)



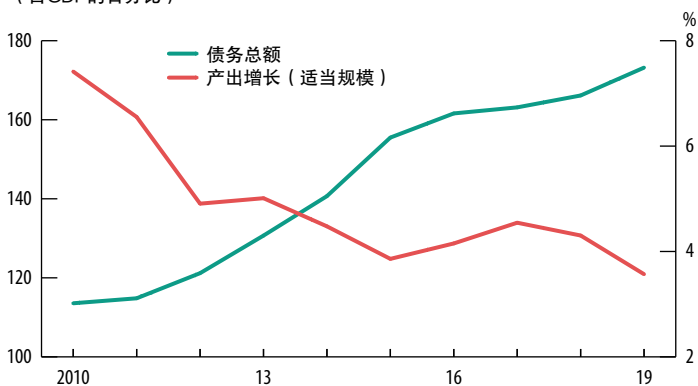
资料来源: IMF; Kose and others (2020); 世界银行。

注: 总量使用当前美元GDP权重计算, 并显示为3年移动平均值。虚线表示不包括中国在内的债务。直线代表1970年、1990年、2002年和2010年债务浪潮的开始。

图2

## 增长和债务 (2010—2019年)

伴随着新兴市场和发展中经济体债务的增加, 经济增长屡屡令人失望。  
(占GDP的百分比)



资料来源: IMF; Kose and others (2020); 世界银行。

注: 新兴市场和发展中经济体的债务总额(占GDP的百分比)和实际GDP增长(按2010年的价格和汇率计算的GDP加权)。

了历史最高水平, 私营部门的债务增长尤其迅速。在大宗商品出口国中, 国营部分的债务在2014—2015年大宗商品价格暴跌后大幅增加。与之前的波浪相比, 本轮浪潮呈现出一些有趣的相似和不同之处。与一些历史案例相呼应的是, 自全球金融危机以来, 全球利率一直很低, 而在疫情爆发之前, 投资者追求收益率的行为导致新兴经济体利差收窄。直到最近, 金融市场的一些重大变化再次提振了借贷, 包括区域银行的增加、对本币债券的需求增加,

以及不断扩大的非银行金融部门对新兴市场和发展中经济体债务的需求增加。与前几波浪潮一样, 在经济增长放缓的情况下, 随着本轮浪潮的推进, 这些经济体的脆弱性不断加剧。

此外, 还有一些关键性差异。自2010年以来, 这类国家的年均债务增幅几乎占GDP的7个百分点, 明显高于前三波浪潮。此外, 前几波浪潮主要是区域性的, 而第四波浪潮则具有普遍性, 在这些经济体中, 有近80%的经济体债务总额增加, 45%以上经济体债务总额至少增加了20个百分点。继2000—2010年大幅下降之后, 低收入国家的债务也在上升, 从2010年占GDP的47%上升到2019年的65%。最后, 非银行金融体系的债务也有所上升, 与全球金融危机后彻底重组的银行体系相比, 非银行金融体系受到的监管似乎更宽松, 也更缺乏弹性。

在本轮债务积累浪潮中, 新兴市场和发展中经济体经历了一段波动期, 但只是在COVID-19疫情爆发后, 才出现了大范围的严重金融压力。这些经济体承受金融压力的能力因其他弱点而变得更加复杂, 例如财政和经常账户赤字不断增加, 以及转向风险较高的债务等。2018年, 非居民投资者持有的政府债务占比攀升至43%, 以外币计价的企业债务占GDP的比率从2010年的19%上升至2018年的26%。在低收入国家, 超过一半的政府债务是非减让性借款。不断增加的债务存量和风险较高的债务组合与十年来屡次出现的增长失败并存(见图2)。

这场疫情使金融市场的平静戛然而止, 现在, 新兴经济体的经济、机构和政策的复原力正在经受考验。与2009年的危机爆发时相比, 它们正面临一场正在蔓延的全球经济衰退, 其处境比2009年要脆弱得多。最近事态的发展可能会使其其中一些经济体陷入标志着前几波危机浪潮结束的大范围债务困境。鉴于以下情况, 出现这种情况的可能性更大: 首先, 当前的经济衰退异常严重, 波及全球经济的每一个角落; 其次, 在疫情可能



反扑和反对全球化的呼声日益高涨的情况下，出现强劲反弹的前景更加渺茫。

## 乘风破浪

目前，无论财政成本如何，解决卫生危机都是最重要的。预计到2020年，这些经济体的平均财政赤字占GDP的比率将增长5个百分点(IMF 2020)。如果各国现在就引入能够在经济复苏之后恢复财政可持续性的机制和机构，投资者就更有可能接受这些不稳定的财政状况，包括高额债务和巨额赤字。

过去几波债务浪潮的经验表明，政策选择在决定债务浪潮的结果方面发挥着关键作用。虽然外部冲击通常会引发金融危机，但其对单个经济体的影响在很大程度上受到国内政策框架和选择的影响。具体的政策优先事项最终取决于各国的国情，但根据我们的分析，有四条政策主线可以帮助新兴经济体在债台高筑的情况下度过当前的全球经济衰退：

• **健全的债务管理和透明度**：各国迫切需要融资，健全的债务管理和债务透明度对于确保今天的债务能够在明天得到偿还、借贷成本得到控制、债务可持续性最终得以恢复以及财政风险能够得到控制等方面而言至关重要。如果各国央行能够为财政融资做出贡献，那么确保恢复疫情前的货币政策框架可以鼓励投资者的信心。包括国际金融机构在内的债权人，可以通过促进共同标准，在这一领域起到带头作用。

• **善治**：即使有大规模的财政刺激措施来支持如今经济急剧下滑的状况，也必须明智地使用资金。在之前的几个危机案例中，当借入的资金用于没有提高出口收益、生产率或潜在产出的目的之后，这一点变得显而易见。特别是在当前全球经济剧烈动荡的情况下，需要健全的破产框架来帮助防止债务积压长期拖累投资。

• **有效的监管和监督**：虽然在当前情况下暂

时放松监管是恰当的，但积极的金融监管和监督可以帮助决策者识别并应对新出现的风险。随着经济逐渐复苏，深化金融市场有助于调动国内储蓄，这可能是比国外借贷更稳定的融资来源。

• **稳健的宏观经济政策**：稳健的货币、汇率和财政政策框架可以保障新兴市场和发展中经济体在高度脆弱的全球经济环境中的复原力。当前的市场压力限制了外汇敞口，但是灵活的汇率可以在短期内减轻对国内经济的部分冲击；从长期来看，灵活的汇率可以阻止资产负债表错配的严重累积，并避免大规模的汇率失调。在当今的融资压力下，必须调整收支政策，扩大财政资源，优先用于卫生事业和支持弱势群体。在危机期间援引财政规则的免责条款可能是必要的，但是一旦经济开始复苏，这些规则将有助于恢复财政的可持续性。不过，一旦复苏开始，确保最终解除刺激措施并恢复财政可持续性的财政规则和框架就至关重要。

只有时间才能证明，当前的债务浪潮是否会像前几波浪潮那样以一系列金融危机而告终。即便是对最具复原力的经济体来说，这场疫情所造成的冲击的性质和程度也让人不堪重负。全球合作和支持比以往任何时候都更加重要。但是，我们必须牢记以往债务浪潮的首要教训：在抵御金融危机方面，国内政策至关重要。FD

M.艾汉·高斯(M. AYHAN KOSE)是世界银行展望组主任，弗朗西斯卡·奥恩佐格(FRANZISKA OHNSORGE)是该组主管，彼得·内格尔(PETER NAGLE)和菅原直孝(NAOTAKA SUGAWARA)是该组的高级经济学家。

### 参考文献：

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Fiscal Monitor: Policies to Support People during the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC, April.

Kose, M. A., P. Nagle, F. Ohnsorge, and N. Sugawara. 2020. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank.