

对新兴市场国家“原罪”问题的再认识

——基于主权债券货币构成变化的分析

◎ 葛奇

摘要：西方经济学家曾一度认为，新兴市场国家和发展中国家不能使用本国货币在国外借款，因而必须通过借入外币为长期的本币贷款提供融资。随着对外净债务的积累，它们的资产负债表就会出现货币错配。这种现象被称为“原罪”，意味着这些国家注定将持续依赖外币借款。货币错配迫使作为借款者的新兴市场或发展中国家承受货币贬值的后果，无疑会加重这些国家的债务负担。20世纪90年代以来，主要新兴市场国家通过在国内和国际资本市场发行大量的本币主权债券以减少对外币借款的依赖，减少了因货币错配带来的汇率风险。但由于新兴市场国家缺乏一定的国内投资者基础，必须通过提高外国投资者在本币债券的国内市场的参与程度来获得国外的融资。因此本币借款只是将货币错配风险从国内借款者转移到外国投资者的资产负债表上，使得外国投资者因汇率下跌造成本币投资的亏损，由此造成的反馈循环又会导致新兴市场

国家的金融脆弱性。这又产生了所谓的“原罪回归”。作为政策反应，许多新兴市场国家的央行采用一些短期的宏观金融稳定政策工具来应对本币借款条件下因外部金融紧缩产生的溢出效应，包括资本流动管理、外汇干预措施和宏观审慎政策等。但从长期看，还应当从一国的金融发展尤其是扩大国内投资者基础的角度来寻找解决的途径。国内投资者尤其是机构投资者不仅是维系新兴市场国家主权债券需求的重要基础，而且还可以增强国内货币政策向国内投资和产量的传递效果。

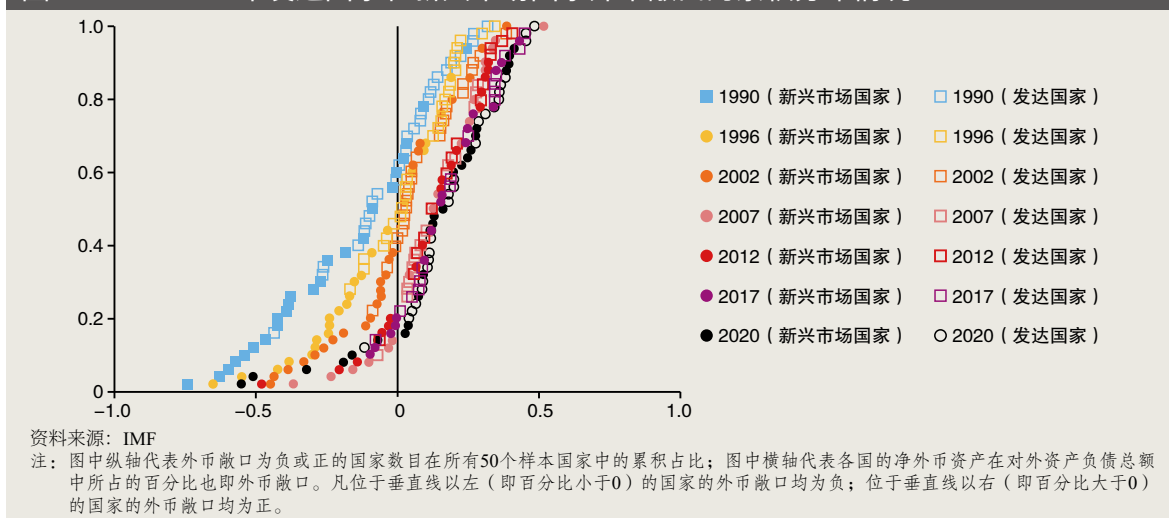
关键词：新兴经济体；主权债券；汇率

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

随着新兴市场国家对外金融资产负债表规模扩大，它们对外资产和负债不同组成部分的货币构成也在发生重大的变化。国际投资头寸（International Investment Position）即是用来反映一国对外金融资

作者简介：葛奇，中国银行研究院首席研究员。

图1 1990—2020年发达国家和新兴市场国家外币敞口的累积分布情况



产和负债的价值及其构成的统计报表^①。其中，对外金融资产包括股权投资、债券投资、对外直接投资（包括股票和债券）、其他投资（主要包括银行贷款和贸易信贷等）和各项储备资产；对外金融负债则包括除储备资产以外的上述其他各个项目的负债。历史上，由于新兴市场国家的政府严重依赖外币借款，导致国际投资头寸表中的外币负债普遍大于外币资产，也即净外币资产为负。但自20世纪90年代新兴经济体爆发货币危机以来，各主要新兴市场国家的对外融资方式已发生了显著的变化，主要表现在其债务负债中本币借款相对于外币借款不断增加。本文分析表明，了解新兴市场国家债务负债的货币构成的这一演变过程对于理解这些国家在外币和本币借款的不同条件下面临的外部冲击有着重要的意义。

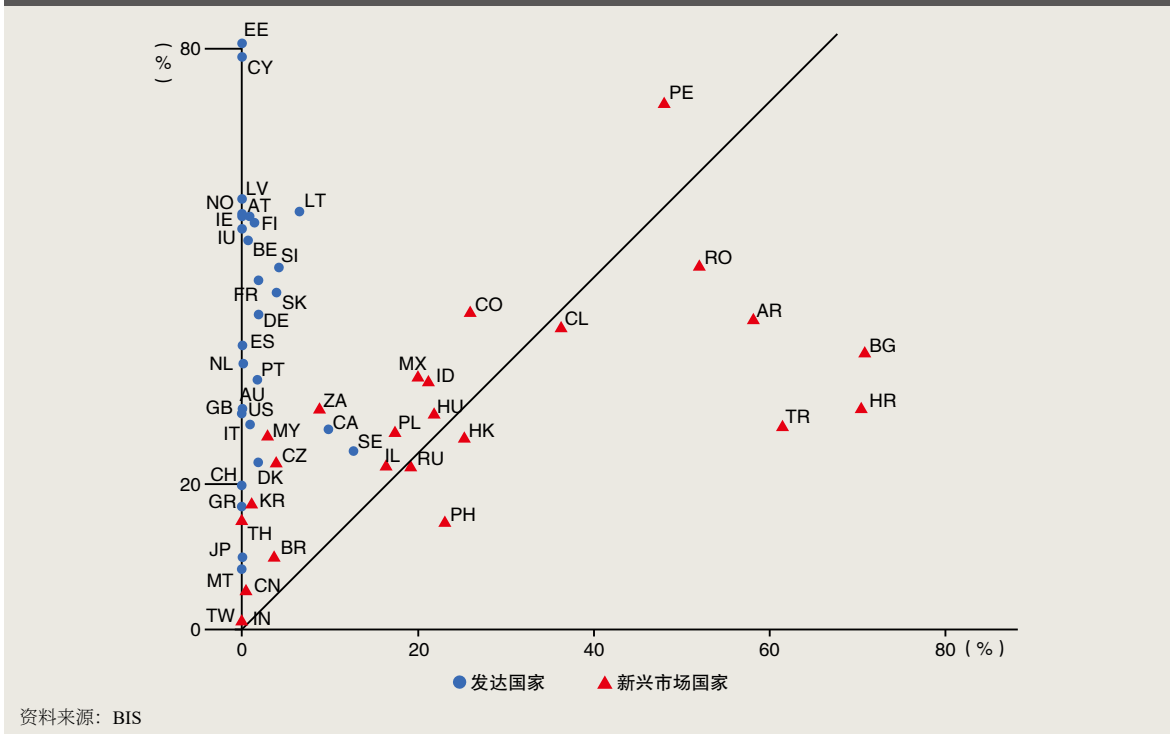
如果将一国总的外币敞口定义为净外币资产（即外币资产减去外币负债）在该国对外资产负债总额中的占比，则一国的外币敞口为正，代表该国的外币敞口为多头，反之则代表该国的外币敞口为空头。这个关于外币敞口的指标反映了一国的对外资产负债头寸对该国货币升值或贬值的敏感度。图1显示了1990—2020年不同的时间段内该外币总

敞口在50个发达和新兴市场国家的累积分布情况。可以看出，大多数国家的净外币资产占比（以横轴表示）在上述时期均明显地由图中垂直线的左方向右方移动，其中大多数国家的外币敞口已由空头头寸转变为多头，也即它们的外币对外资产总额已普遍大于外币负债。从图中可以看出，1990年，上述50个国家中的60%（如纵轴所示）即多达30个国家的外币敞口为负（如横轴所示），其中20个为新兴市场国家（以蓝色实心方块表示）；到了2020年，外币敞口为负的国家已减至7个，占比仅14%，其中新兴市场国家为6个（以黑色实心圆点表示）。

IMF的经济学家将20世纪90年代以来上述外币敞口分布的整个演变过程归因于外币资产中股权投资和与银行跨境贷款有关的其他投资状况的改善，尤其是这一期间外汇储备的积累。具体到新兴市场国家，他们将这国家在改变外币敞口头寸方面取得的进展归结为三个因素：一是这一时期多次发生的经常项目盈余导致这些国家的对外资产与对外负债之间的比率提高；二是这些国家的外币负债的构成发生转变，其特征是大量以外币计价的负债已经被以东道国国内货币计价的股权类负债所替代；三是外国银行向新兴市场国家企业提供贷款的

^① 国际投资头寸和国际收支平衡表两者一起构成一国的国际账户体系，前者反映的是一国对外金融资产和金融负债在某个时点上的存量状况，后者反映的是一国对外交易在某一特定时期的流量情况，其中包括经常账户、资本账户和金融账户。

图2 2021年外币债券在新兴市场国家发行的所有币种的主权债券总额中的占比



资料来源: BIS

策略发生了变化, 由过去主要通过外币形式的跨境贷款, 改变为通过其当地的附属机构尤其是通过其收购的新兴市场国家的银行, 利用当地货币的存款来不断地增加其本币贷款。尽管发生了这些变化, 外币敞口的负头寸状况仍然集中在少数几个新兴市场国家, 据称后者主要与这些国家存在大量的企业外币债务敞口有关。

从新兴市场国家总的情况看, 20世纪90年代以来主要新兴市场国家实行的结构性改革以及外币资产的大量积累和银行监管的趋向严格, 使得原来因外币负敞口导致的货币错配有明显的改善。其中, 开发国内以本币计价的主权债务市场以及提高外国投资者对国内债券市场的参与程度是结构改革政策中的主要内容。图2显示, 目前主要新兴市场国家为减少对外币借款的依赖, 大多是在国内和国际资本市场通过发行大量的本币主权债券来筹措资

金。这种做法使它们与发达国家中部分小型开放经济体(如智利和韩国等)的主权债务货币构成非常相似。截至2021年年底, 在全球53个样本国家中, 尽管少数新兴市场国家(如菲律宾、阿根廷、罗马尼亚、土耳其、保加利亚和克罗地亚等, 即图2中处于45度线以下的国家)仍然依赖于发行外币债券吸引外国投资者, 但绝大多数国家(包括所有28个发达国家和大部分新兴市场国家, 即图2中处于45度线以上的国家)都已将其发行的以本币计价的债券部分或全部售与外国投资者, 这就表明发行本币债券已不再是发达国家的特权^①。换句话说, 越来越多的新兴市场国家目前已不再需要通过发行外币债券来吸引外国投资者。

西方经济学家曾一度认为, 新兴市场或发展中国家不能使用本国货币在国外借款, 因而必须通过借入外币为长期的本币贷款提供融资, 导致在资产

^① 从图2可以看出, 中国(CN)和印度(IN)等一些规模较大的新兴市场国家发行的主权债券虽然绝大部分是以本币计价, 但由外国投资者持有的本币主权债券仅占很小的份额。这与图中大部分新兴市场国家的情况迥然不同。以2021年的最新数据为例, 中国国内的主权债券市场中由外国投资者持有的份额仅为5%, 而印度只占到1%。

负债之间必然出现货币错配的问题。20世纪90年代末有人将这种现象称为“原罪”(Original Sin),意味着这些国家注定将持续依赖外币借款。货币错配迫使借款者承受货币贬值的后果,它通过提高风险溢价和对外币债务的持续依赖提高了作为借款者的新兴市场或发展中国家的借款成本。因此汇率下跌无疑会加重这些国家的债务偿还负担,使债务危机有可能演变成货币危机。

“原罪”概念产生的背景正是新兴市场国家爆发金融危机之时,货币错配迫使作为借款者的新兴市场国家面临资本外流和全球信贷状况紧缩的挑战。因此,在西方经济学界,“原罪”的概念往往是与新兴经济体对外负债的外币敞口相联系的,“原罪”的水平一般也是以一国对外负债总额中外币负债占比的大小来衡量。但是近来一些经济学家指出,由于“原罪”的衡量实际上涉及一国对外负债中的一些具体项目以及与此相关的部门,“原罪”定义中所说的“不能使用本国货币在国外借款”的概念最好应由一国外币负债在该国对外债务负债(包括债券和贷款)中的占比而不是它的对外负债总额中的占比来衡量^①。例如,Agustin Benetrix 等人(2019)对全球50个国家的对外投资头寸的货币构成所做的面板数据分析显示,1990年在上述样本国家中的27个新兴市场国家的对外债务负债中,本币债务的占比仅占了10%;但到了2017年,这个占比已上升至23%。这表明从总体上看,外国投资者持有本币计价的新兴市场国家债务的意愿正在不断增加,意味着新兴市场国家总体上已经在克服“原罪”问题的过程中取得了长足的进步。

如果进一步将新兴市场国家的对外债务负债区分为主权债务和企业债务则可以发现,它们的对外债务中本币债务占比的上升主要是主权债务本币化程度的提高带来的结果,企业债务的本币份额则基本维持不变。例如, Wen Xin Du & Jesse Schreger

(2021)对2003—2017年14个新兴市场国家对外主权债务和企业债务货币构成的演变过程所作的比较分析后发现,这些国家的主权债务的本币化程度已从2003年的20%提高到2017年的60%,但企业债务的本币份额仍大体保持在10%。这一事实似乎表明,以主权债务形式从事的对外借款已经使新兴市场国家基本摆脱了“原罪”的困境。因此在一些西方经济学家看来,新兴市场国家主权债务融资的本币化可以被视为“原罪”的一个例外。

另一方面也必须强调,尽管主要的新兴市场国家已逐步通过开发本币债券市场来减少对外币借款的依赖,从而在一定程度上减少了因货币错配带来的市场脆弱性,大部分的发展中国家以及规模较小的新兴市场国家却仍然需要通过发行外币债券在国际市场从事借款活动,它们的本币主权债券的发行在全部主权债券中的占比目前平均不到50%;相比之下,这个占比在主要新兴市场国家平均在75%左右。因而发展中国家在解决“原罪”问题上并未获得明显的进展。即使就那些主要的新兴市场国家而言,它们的本币债券发行也主要集中在国内市场,而在国际债券市场中所占的比重也不到20%。

而且正如一些经济学家指出的,即使将本币债务的发行限制在国内市场也不足以使借款者完全摆脱全球金融状况波动。为了在全球范围内寻求更高的投资回报,外国投资者在新兴市场国家主权债券市场中的参与程度不断提高,但在参与的同时他们又会根据其针对不同国家投资回报的综合评估来决定其证券组合的国际流向,由此带来的汇率波动会放大其持有的当地货币债券的盈亏,并导致其证券组合的进一步调整。一旦外国投资者因当地货币发生贬值而不愿持有以当地货币计价的债券时,新兴市场国家将面临资本大量流出的风险。因此,即使是那些在国内市场发行本币债券的主要新兴市场国家也仍然受到资本流动和汇率波动的困扰。近年

^① 这是因为,一国的对外负债总额既包括债务负债也包括非债务负债,而包括股权和对外直接投资等在内的以本币计价的非债务负债项目的增长是导致新兴市场国家对外负债中本币占比增加的主要原因。而且,新兴市场国家的外汇储备积累也在一定程度上促使它们的对外负债由外币向本币债务转移,因此,使用外币在整个对外负债而不是对外债务负债中的份额来度量“原罪”水平,实际上减轻了新兴市场国家的“原罪”程度。

来，一些西方经济学家已将新兴市场国家在本币借款条件下继续受到外部冲击影响的这种现象称之为“原罪回归”（Original Sin Redux），指出新兴市场国家并不会因为能从外国投资者获得本币借款而消除货币错配，事实上只是将货币错配从其作为借款者的资产负债表上转移到受金融约束的外国贷款者的资产负债表上，因此汇率波动引发的金融效果依然存在。

一、“原罪”的定义和衡量——基于新兴市场国家主权债务货币构成的分析

“原罪”的概念最先是由美国加州大学伯克利分校 Barry Eichengreen 教授和美洲开发银行首席经济学家 Ricardo Hausmann 于 1999 年共同提出。他们认为，如果一国不能使用其本国货币在国外借款，它就存在了被他们称之为“原罪”的问题。于是随着对外净债务的积累，这个国家的总的资产负债表就会出现货币错配^①。据他们当时的统计，1993—1998 年美国、英国、日本和瑞士在国际市场发行的债券在全球债券发行余额中的占比仅为 34%，但以这些国家本币计价的债券占比却达到 64%；与此相对照，发展中国家在上述时期发行的债券在全球的占比虽为 10%，但以它们各自国家本币计价的债券占比还不到 1%。据此他们认为，“原罪”问题主要发生在发展中国家。在他们看来，这种普遍存在于发展中国家的现象代表了金融市场的不完善，迫使所有需要外部融资的国内企业必须从国外借入外币，从而导致这些国家的总体资产负债表出现货币错配。

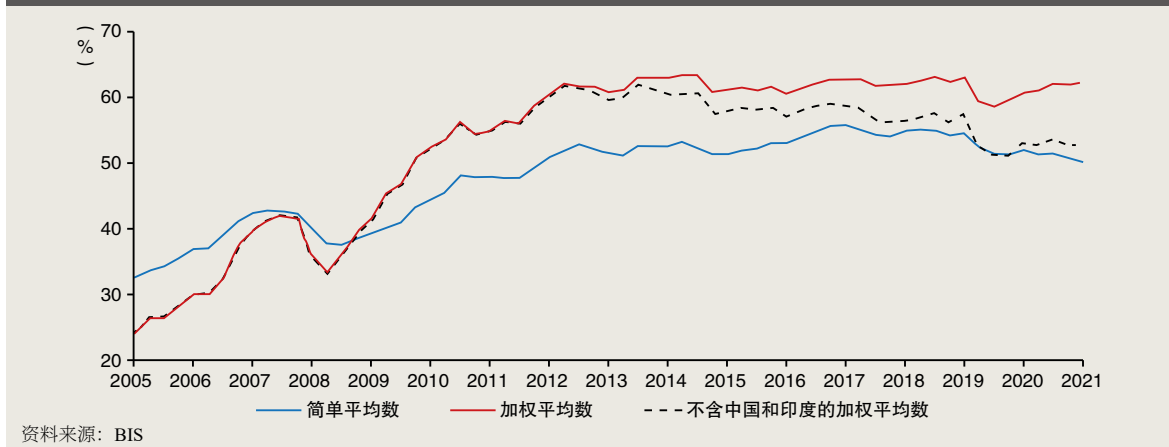
Eichengreen & Hausmann (1999) 进一步指出，“原罪”的起因尚无定论，但他们提出两种所谓的“原罪假说”（Original Sin Hypothesis）。一种可能是，发展中国家的通货膨胀和货币贬值的历史使得投资者不愿从事本币或长期资产的投资；另一

种可能是，发展中国家的主权风险使得投资者不愿投资以本币计价的资产，原因是以本币在国外借款的国家可以通过操纵汇率来降低其对外债务的实际价值。自“原罪假说”提出以来，西方的相关文献大多从金融市场在不同发展阶段的结构和演变的角度来探讨“原罪”的根源，如通货膨胀历史、汇率制度以及债务偿还或违约方面的不良记录所反映出来的制度和政策的不健全等。但也有一些经济学家指出，一些超出个别借款国控制的全球性因素也制约了资本从发达国家向发展中国家的流动。他们认为，一国对外债务的货币构成尤其是以外币计价的债务在其中的占比是决定该国产量稳定、资本流动的波动性、汇率管理制度以及国家信用评级水平的关键因素，而影响一国经济增长和周期稳定的宏观经济政策本身也会在很大程度上受制于该国对外债务的货币计价。正因为此，关于“原罪”现象的定义和衡量问题就显得格外重要。按照 Eichengreen & Hausmann (1999) 的定义，“原罪”的计算公式为 $1-\lambda$ 。其中， λ 代表一国以本币发行的国际债券存量在该国发行的国际债券总量中的占比。因此， $1-\lambda$ 即是一国对外借款中外币所占的份额，它被用来衡量一国“原罪”的大小，也即一国在国外借款时对外币的依赖程度。根据此衡量方法，如果一国发行的全部债券均以外币计价， $\lambda=0$ ，“原罪”即 $1-\lambda$ 便等于 1；反之，如果一国发行的全部债券均以本币计价，即 $\lambda=100\%$ ，“原罪”等于零。自 Eichengreen & Hausmann (1999) 提出上述关于“原罪”的定义之后，西方文献便普遍以一国发行的国际债券总量中的本币份额（即 λ ）的上升来代表该国在克服“原罪”方面取得的进步。

例如，BIS 经济学家 Mert Onen 等人对外国投资者持有的由 25 个主要新兴市场国家发行的所有主权债券中本币债券的占比（即 λ ）所做的统计分析显示，该占比在 2005—2021 年期间显著上升，这种向本币债券的转移大部分均发生在金融危机之

^① Eichengreen & Hausmann 在 1999 年提出“原罪”的概念时，将其定义为一国不能使用国内货币在国外借款，或者不能在国内从事本币的长期借款，前者涉及的是货币错配风险，后者涉及的则是成熟期错配的风险。2003 年他们又进一步将前者称之为“国际原罪”，而将后者称为“国内原罪”，并将分析的重点放在“国际原罪”方面。

图3 2005—2021年本币债券在外国持有的主要新兴市场国家全部主权债券中的占比



后的 2009—2012 年。从图 3 可以看出，以简单平均数曲线表示的外国投资者持有的这些新兴市场国家的本币债券占比在 2011 年首次大于 50%，即超过了其持有的外币债券的占比。据估算，该图中的加权平均数曲线的斜率约为 0.55，意味着本币债券在外国持有的新兴市场国家主权债券中的占比在上述时期平均每年递增 2 个百分点左右，表明主要新兴市场国家使用本币在国外借款的能力（包括在国际市场和国内市场发行并由外国投资者持有的本币债券数量）不断增强。他们认为，尽管不同的新兴市场国家之间在对外债务负债的货币构成仍存在很大的差异，这一趋势本身却为新兴市场国家作为一个整体在努力摆脱“原罪”的困扰方面取得的进步提供了有力证据。

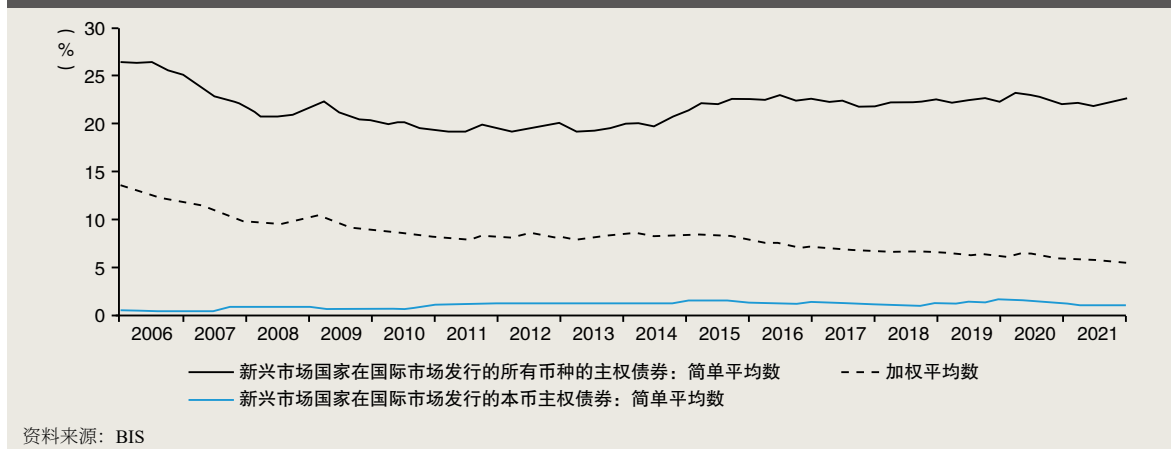
此外，图 3 还显示，如果将中国和印度这两个规模较大的新兴市场国家的相关数据从上述加权平均数曲线中扣除，则外国投资者持有的本币债券占比的上升趋势会略微减弱。这主要是因为这两个国家的主权债券几乎都以本币计价，因而人民币和卢比债券在外国投资者的债券投资组合中扮演了重要的角色。

按照 Eichengreen & Hausmann (1999) 两人的最初定义，“原罪”可以区分为“国际原罪”和“国内原罪”，前者是指一国不能在国外使用本币借款（如在国外发行本币债券），导致其本币贷款需要由外币负债提供融资；后者是指一国在国内的长期投资项目不能在国内获得以本币计价的长期贷款。显然，上述关于“原罪”的计算公式偏重对“国际原罪”

的衡量，但是正如他们所指出的，了解“国内原罪”的水平也同样重要，原因是开发以本币计价的国内债券市场是吸引外国投资者使用该国货币的必要条件。Eichengreen & Hausmann (1999) 的这一思想对于如何评估近年来新兴市场国家在克服“原罪”问题上取得的进展具有一定的启示。例如，BIS 一些经济学家就指出，国际债券是由作为借款者的新兴市场国家的政府部门在其国内市场之外发行的，通常都采取外币计价方式并以国际投资者为目标；而在国际市场发行的本币债券几乎接近于零（见图 4 中蓝色曲线），只有极少数国家（如秘鲁）在国际市场发行大量的本币债券。图 4 显示，国际市场中新兴市场国家发行的主权债券只占很小的份额，且从长期看呈下降趋势。2021 年在按简单平均数计算的 25 个主要新兴市场国家发行的政府债券中，只有不到四分之一的份额是在国际市场发行的；若按加权平均数计算，在整个国际债券市场中的占比目前仅为 5%。

与国际债券市场发行的政府债券绝大部分以外币计价相对照，新兴市场国家的本币债券绝大多数是在其国内市场发行的。而正是这部分的债券发行体现了新兴市场国家在克服“原罪”问题上取得的进展，表现为外国投资者参与本币政府债券的国内市场的程度正在不断增加。因此，图 4 所显示的国际债券市场中本币债券所占份额极小的情况既不能反映主要新兴市场国家发行的本币政府债券的全部数额，更不能代表外国投资者在这些国家本币政府债券总额中的实际持有份额。它缩小了外国持有的

图4 2005—2021年新兴市场国家在国际市场发行的政府债券的份额



新兴市场国家本币政府债券在其持有的所有货币的政府债券中的占比（即 λ ），因而扩大了主要新兴市场国家对外融资中对外币的依赖程度（即 $1-\lambda$ ）。换句话说，它掩盖了这些新兴市场国家通过逐步扩大主权债券融资的本币化在摆脱其“原罪”困扰方面取得的显著进步。

二、“原罪回归”——基于本币债务的外国持有占比的增加对新兴市场影响的分析

如上所述，新兴市场国家借款者的资产一般均以本币计价，而与“原罪”相联系的外币负债往往会导致其资产负债表的货币错配并因此受到货币贬值的负面影响。这种货币错配曾在 20 世纪 90 年代使许多新兴市场国家陷入汇率和金融的双重危机。但在过去 20 年里，主要新兴市场国家以本币计价的国外借款不断增加，其在对外债务负债总额中的占比已与发达国家非常接近。然而无论是 2013 年美联储的量化宽松缩减计划引发的市场恐慌或是过去几年全球经历的新冠疫情都证明，新兴市场国家比发达国家更易受到资本流动和汇率涨跌的影响。一些经济学家指出，这主要是因为新兴市场国家的国内机构投资者缺乏一定的规模，因而只能严重依赖国外的融资来源，其结果是外国投资者在这些国家的本币债券市场扮演了重要角色。

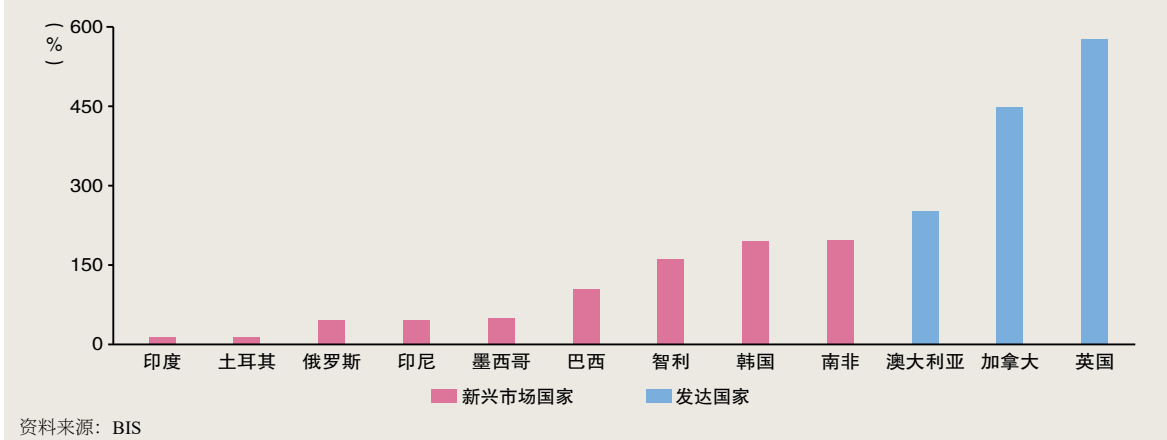
BIS 对 2017 年 9 个新兴市场国家和 3 个发达国家的机构投资者（包括保险公司、养老基金公司和

其他金融中介等）的资产总额在各自 GDP 中所占的份额进行了比较，显示新兴市场国家机构投资者的规模明显较小（见图 5）。

新兴市场国家本币债券市场的外国投资者主要包括共同基金、养老基金和人寿保险公司，它们对其受益人或保单持有人承担的义务是以其母国货币计价的，如美元、欧元或日元等，而且这类机构投资者中有许多都使用母国货币作为对各种债券投资的风险程度设限的计价标准。鉴于这些投资者持有包括新兴市场国家本币主权债券在内的各种货币资产，而承担的负债均按一种货币即其母国货币计价。当新兴市场国家的货币发生贬值，它的放大效应会使外国投资者持有的以其母国货币计价的债券价值下跌，并因可能超出上述外国机构投资者的投资风险上限而导致其资产的出售。一旦发生这种情况，新兴市场国家将继续受到“原罪”的困扰，只是这里的概念与当初描绘的有所不同。货币错配的原始含义是指借款者以本币获取收入但积欠的却是外币债务，但现在的情况是货币错配问题已经转移到外国投资者身上，后者使用某种货币从事债券投资，却必须使用另一种货币去支付其受益人或保单持有人。

因此在一些经济学家看来，新兴市场国家尽管可以从外国贷款者手中借入本币，但并没有消除货币的错配，而只是将这种货币错配从国内借款者转移到外国贷款者的资产负债表上，“原罪”并没有因此消失。BIS 总经理 Agustin Carstens 和经济顾问兼研究部主管 Hyun Shin 将这一现象称为“原罪回

图5 新兴市场和发达国家机构投资者的资产规模与GDP的比例



归”(Original Sin Redux)。他们认为,虽然新兴市场国家可以借由本币借款减少原来在外币借款条件下外部金融冲击对它们的影响,但它们无法完全摆脱“原罪”带来的困境。这是因为在本币借款的场合,新兴市场国家的汇率下跌会减少以外国贷款者母国货币衡量的本国货币资产的价值,从而增加了外国贷款者资产负债表风险的约束,并因而减少对新兴市场国家的贷款。例如,美联储经济学家 Carol Bertant 和美利坚大学教授 Valentina Bruno 等人将美国投资者持有的 16 个新兴市场国家的主权债券分为两组,其中一组(包括 8 个国家)的政府债券几乎完全以借款者本币计价,另一组(也包括 8 个国家)的政府债券则大部分由美元计价。他们在对美国投资者持有的这两组新兴市场国家的主权债券资产在 2020 年 3 月新冠疫情暴发时的流出情况进行比较之后发现,以本币计价的前一组主权债券资产的净流出超出了以美元计价的后一组资产的净流出,表明新兴市场国家以本币计价的政府债券的流动对全球金融状况的变化作出的反应更为敏感。这一结果为所谓的“原罪回归假说”提供了有力的证据,但它与传统的观点显然不符,后者认为借款者资产负债表的货币错配才是新兴市场国家“原罪”的主要根源。

Carstens 和 Shin 因此认为,在解释新兴市场国家“原罪”形成的原因时,应当将更多的注意力放在影响信贷供给的因素方面,尤其是发达国家的贷款者或投资者的行为;而不是一味地关注新兴市场国家借款者的对外债务头寸的货币构成。因为即使

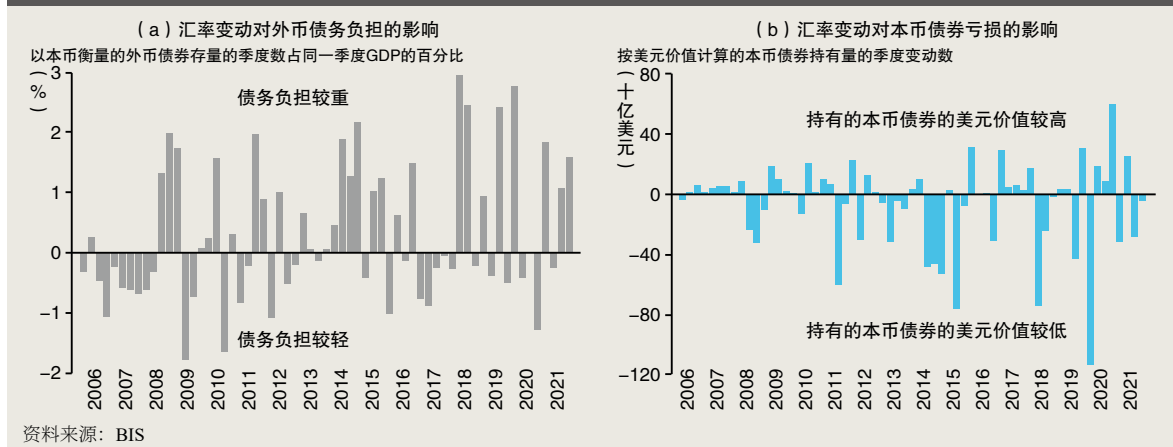
在本币借款条件下,货币贬值仍会通过发达国家贷款者的资产负债表的货币错配对新市场国家的经济增长产生负面的影响。

三、汇率的作用——基于债券的估值效应对对债券投资重新配置的影响分析

从以上分析可以看到,“原罪”问题涉及的是在外币借款条件下国外和国内的冲击对新兴市场国家带来的影响;而“原罪回归”的现象则是指新兴市场国家在本币借款条件下受到的国内外冲击。由于历史上新兴市场国家只能通过发行外币债券为本币贷款获得融资,导致这些国家因货币错配而面临汇率风险。这就是“原罪”概念的原始定义。在过去 20 年里,为了减少对外币债务的依赖,作为借款者的新兴市场国家通过向外国投资者发行本币债券增加了其在国外的借款能力,因而在克服“原罪”问题上取得了进步。虽然在这个过程中新兴市场国家减少了其资产负债表的货币错配,但本币债券的外国持有实际上将这种货币错配转移到了外国投资者的资产负债表上,由此带来的汇率风险使得外国投资者在遭受市场压力时有可能不愿持有本币债券,从而导致了新兴市场国家的金融脆弱性。它意味着,即使对于那些不再欠有外币债务的新兴市场国家而言,“原罪”还是会以不同的面貌重新出现。这就是所谓的“原罪回归”。

这里我们看到,在本币借款条件下,发达国家投资者的资产负债表约束是发达国家的金融冲击向

图6 2006—2021年汇率下降对新兴市场国家外币债务负担和外国投资者持有本币债务亏损的影响



新兴市场国家传递的重要渠道: 发达国家投资者的资产负债表约束通过发达国家金融状况的收紧直接导致对新兴市场国家信贷供给的减少。只要发达国家投资者的资产负债表不存在任何金融约束, 本币借款能够大体上使汇率波动的影响从金融上受约束的新兴市场国家借款者的资产负债表转移到金融上不受约束的发达国家投资者, 从而消除大部分外部冲击对新兴市场国家的影响。由于货币错配并不存在, 本币借款基本上将新兴市场国家与汇率的金融渠道相隔离, 它确实起到了“原罪救赎”(Original Sin Redemption)的作用。这种结果与主张通过促进债务负债的本币化来提高新兴市场国家应对资本流动变化的能力的传统观点是一致的。在这里, 汇率的贸易渠道起了主导作用, 发达国家货币政策紧缩导致的新兴市场国家货币贬值可以通过支出转移效应扩大商品的净出口, 从而刺激新兴市场国家产量的增加。但是如前所述, 新兴市场国家在减少对外币债务依赖的过程中实际上是将货币错配转移到外国投资者的资产负债表上, 因此对于以母国货币对本币债券估值的外国投资者而言, 新兴市场国家本币债券敞口的扩大意味着它们必须为此承担很大的市场风险和久期风险。在这种情况下, 汇率的金融渠道相比较它的贸易渠道就取得了支配地位。

观察外国投资者持有的新兴市场国家本币债券占比的变化过程, 可以发现, 汇率变动在其中扮演了重要角色, 无论从2009—2013年本币债券敞口的迅速增长, 还是从2013年之后和新冠疫情

期间本币债券持有量的逆转, 都可以证明这一点。2008年国际金融危机期间, 美元的强劲升值曾使外国投资者的本币债券投资蒙受损失; 金融危机之后新兴市场国家的货币升值则推动了本币债券市场的繁荣; 2013年美联储宣布分阶段取消量化宽松的计导致新兴市场国家货币大幅贬值, 其结果是外国投资者持有的这些国家的主权债券占比停滞不前。因此, 汇率的变动不仅影响到债券投资的估值, 还会因此影响到按不同货币计价的债券投资之间的重新配置。图6显示了在外币借款和本币借款的不同条件下, 汇率变动对新兴市场国家借款者的外币债务负担和外国投资者的本币债务亏损产生的影响。

图6(a)显示了在外币借款条件下, 汇率下降对新兴市场国家的外币债务负担的影响。在2008年国际金融危机爆发的前两年, 新兴市场国家汇率的相对稳定对于维持其外币债务的水平起到了重要作用, 表现在这期间以本币衡量的外币债券存量持续增加, 从而减轻了其国内资产负债表的负担。但是金融危机期间发生的货币贬值使这种情况发生逆转, 债务负担不断加重; 新冠疫情的暴发更是使这一趋势恶化。图6(b)则显示了汇率下降对外国投资者持有的本币债务亏损的影响。随着外国投资者持有的本币债券的数量增加, 新兴市场国家的货币贬值对外国投资者以母国货币衡量的本币债券价值的负面影响也在加大。因此, 无论是涉及这些本币债券的偿还、出售或是按市值计价都会导致外国投资者的资产亏损。

另一方面，从汇率变动对债券估值的影响所导致的外国投资者对新兴市场国家发行的各币种主权债券的投资配置情况来看，统计分析发现，尽管21世纪初以来新兴市场国家以本币债券形式融资的数量持续超过外币债券，但从整体看，因汇率变动引起的债券估值的变化并没有完全阻止新兴市场国家对在国际市场发行外币债券的需求，也没有因此影响外国投资者继续持有新兴市场国家的本币主权债券。然而统计分析也显示，在金融危机期间和新冠疫情暴发初期，外国投资者减持的新兴市场国家的本币主权债券在总量上已经超过由该国发行的外币主权债券。尤其是从国别情况看，可以发现一些经历汇率下跌的新兴市场国家经常发生本币债券投资的大量流出。

上述这些现象充分说明，外国投资者对新兴市场国家本币债券投资的波动性相对更大。其原因是，当新兴市场国家的货币发生贬值时，以外国投资者母国货币计价的本币债券的估值将会减少。这就解释了为什么在过去10年里外国投资者的本币债券投资的增长趋势会一度发生停顿甚至逆转。事实上，一些经济学家在反事实条件下进一步分析发现，在假定过去10年的汇率保持稳定的条件下，一方面新兴市场国家主权债券中外国持有的本币债券的占比的上升趋势将更为显著；另一方面外国投资者持有的以其母国货币计算的本币债券存量在其对外债券投资总余额中的占比也会明显提高。因此可以说，新兴市场国家货币价值的疲软在某种程度上掩盖了过去10年来它们在克服“原罪”方面已经取得的进步。

显然，无论在“原罪”或“原罪回归”的场合，汇率作为金融中介均在其中扮演了重要角色。从外币主权债券的发行者立场来看，作为借款者的新兴市场国家是以其本币来衡量它们的外币负债价值，货币的贬值将会增加其以本币计算的外币债务负担；相反，从持有新兴市场本币主权债券的外国投资者立场来看，作为贷款者的发达国家是与其母国货币如美元来估算其持有的新兴市场国家本币主权债券的价值，因此新兴市场国家的货币贬值会使以投资者母国货币衡量的本币债券投资报酬减少，造成以母国货币计算的本币债券价值出现亏损。在前

者的场合，即在“原罪”的条件下，这将导致新兴市场国家的净资产减少，促使其借款成本增加、资产价格下跌、信贷收缩，甚至投资全面下降；反之，在后者的场合，即在“原罪回归”的条件下，作为投资者的发达国家净资产将会减少，从而限制了它们向新兴市场国家投资的能力。

无论在哪一种场合，货币贬值都将对新兴市场国家的宏观经济产生负面影响。在依赖外币债务的条件下，货币贬值一方面会增加新兴市场国家的外币债务负担，另一方面会减少这些国家的外汇储备或扩大其财政赤字。在发行本币债券的条件下，与“原罪回归”相联系的资本流出导致原本由外国投资者持有的本币债券最终又被国内投资者所吸收，使得政府债务中的较大份额转变为由国内提供融资，缩小了新兴市场国家在应对困境时的财政政策空间。例如，在新冠疫情期间，有些国家又不得已再次发行大量的外币债券。

四、政策含义——基于本币债券市场的外国参与产生的外溢负效应的分析

过去20年来，新兴市场国家努力提高以本币从国外借款的能力，在增加本币债券发行规模的同时努力促进外国投资者对国内债券市场的参与，从而在减少与“原罪”相关的借款者货币错配风险方面取得了显著进步。但是由本币债券的外国持有带来的货币错配向投资者资产负债表的转移，又使得外国投资者因汇率下跌而亏损，而由此造成的一系列反馈循环又会导致投资者资产负债表的金融约束进一步收紧。

然而新兴市场国家的货币政策在应对本币借款条件下来自发达国家的外部冲击方面往往无法达到理想的效果。这主要是因为，宽松的货币政策一般会通过两个作用相互抵消的渠道来影响产量水平：一方面，宽松货币政策通过标准的总需求渠道刺激了需求的扩大和产量的增长；另一方面，宽松货币政策会导致汇率下跌，由此产生的银行净资产的减少又会导致信贷收缩并促使投资和产量下降。货币政策的无效迫使许多新兴市场国家央行采用一些短期的宏观金融稳定政策工具来应对本币借款条件下

因外部金融紧缩产生的金融溢出效应，包括资本流动管理、外汇干预措施和宏观审慎政策等，但也为此付出了大量的经济成本。其中，外汇干预的作用主要是通过调整外汇储备来保持汇率稳定，具体的办法可以是由政府和央行同时买卖外币资产和本币政府债券来进行债券冲销以排出或注入流动性；而资本流动管理可以采取征税的方式，其税率将根据新兴市场国家的跨境资本流动状况进行调整。例如，当资本流出增加时，降低税率可以减少新兴市场国家的借款成本，在某种程度上抵消了资本外流对投资和产量的影响。

但从长期看，还应当从一国金融发展的角度来寻找新兴市场国家易受资本流动波动外溢影响的解决途径。经济学家普遍认为，国内投资者尤其是机构投资者是维系本币主权债券需求的重要基础。国内投资者基础的扩大可以通过两个途径来减少外部的冲击。第一，国内投资者是以本币设定投资目标并以本币评估其投资报酬，因此无论借款者或是投资者的资产负债表都不会存在货币错配的问题，从而避免了汇率波动的影响。第二，由国内投资者向国内企业提供贷款只会受到国内银行单一金融摩擦的约束，而来自外国投资者的贷款则会分别受到外国和本国银行的双重约束。由于发达国家的货币紧缩导致的信贷供应减少在很大程度上是通过受金融约束的发达国家银行部门传递的，降低对这类资金的依赖程度也就减少了外部金融冲击对新兴市场国家的影响。

除了可以减少国外金融冲击产生的外溢效应之外，扩大国内投资者的基础还可以增强国内货币政策向国内投资和产量的传递效果。这是因为随着国内投资者基础的扩大，新兴市场国家银行的资金来源有很大一部分将直接与国内政策利率的变动相联系，因而容易受到后者的影响。换句话说，拓展国内投资者的基础将会提高新兴市场国家国内货币政策的有效性。不少西方经济学家因此认为，为了充分发挥本币债务发行的优势，应当将开发当地的金融市场尤其是拓宽国内机构投资者的基础作为新兴市场国家的长期国策。

必须指出的是，以上关于扩大国内投资者基础的效果分析不应被看作是对新兴市场国家的金融自

立提供某种理论支持，而应被视为支持新兴市场国家通过采取相应的政策来促进金融市场的深化和流动，以便使其借款者通过融资来源的多样化来更好地应对外部的金融冲击。除了本币资产外，国内机构投资者还可以通过投资外币资产使新兴市场国家的借款者至少在两方面受益：第一，它可以使借款者在面临外部冲击时将融资来源从国外市场转移到国内市场，尤其在全球跨境资本流动出现紧缩的情况下，它可以为新兴市场国家提供一定的缓冲。第二，相对于那些寻求对新兴市场国家货币贬值避险的外国贷款者或新兴市场国家金融中介而言，从事外币投资的国内投资者自然就成为它们的对手方，从而有助于推动新兴市场国家外汇衍生市场的发展。

参考文献：

- [1]Agustín Bénétrix, Deepali Gautam, Luciana Juvenal and Martin Schmitz. Cross-border Currency Exposures: New Evidence Based on an Enhanced and Updated Dataset[R]. IMF Working Paper, 2019
- [2]BIS. BIS Annual Economic Report 2019[R]. 2019
- [3]BIS. Overcoming Original Sin: Insights from a New Dataset [R]. BIS Working Paper, 2023
- [4]Eichengreen B and R Hausmann. Exchange Rates and Financial Fragility[R]. NBE Working Paper, 1999
- [5]IMF. Currencies of External Balance Sheet[R]. IMF Working Paper, 2023
- [6]Wenxin Du and Jesse Schreger. Sovereign Risk, Currency Risk, and Corporate Balance Sheets[R]. NBER Working Paper, 2021

（责任编辑：辛本胜）