

全球经济结构分化，金融市场震荡加剧

—— 中国银行全球经济金融展望报告（2021 年第二季度）

中国银行研究院全球经济金融研究课题组

摘要：2021 年第一季度全球经济呈现复苏势头，但结构和区域分化严重，突出表现在供给端快于需求端、美国快于欧日、亚太快于非洲拉美。全球金融市场在流动性充裕、预期改善与政策退出担忧等多重因素作用下表现震荡。展望第二季度，全球经济复苏有望加快，但分化与波动仍将是主基调，通胀预期和市场利率的变化值得高度关注。本期报告分别对拜登上台对全球化的影响、美国国债市场投资者结构变化及新特点、新兴经济体债务风险及应对进行专题分析。

关键词：经济复苏；结构分化；通胀预期；债务风险

中图分类号：F831 文献标识码：A

一、全球经济季度回顾与展望

（一）全球经济复苏有望加速

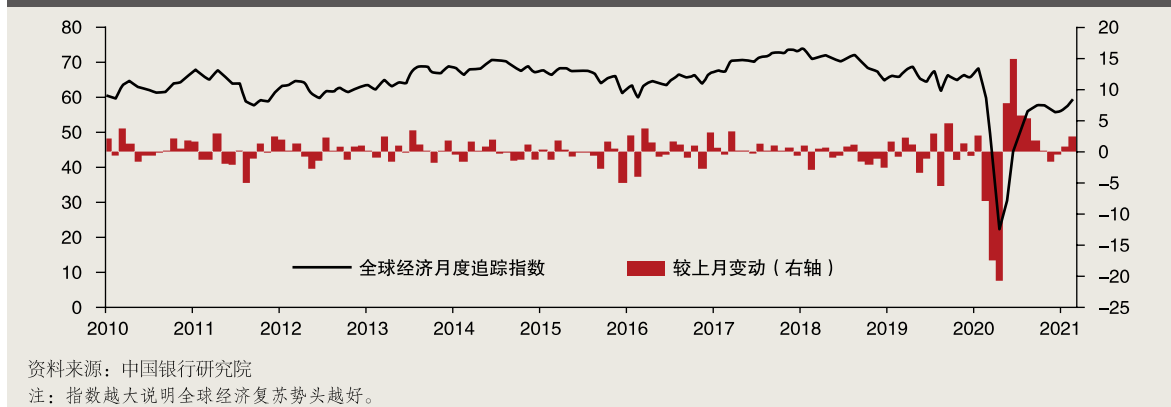
本报告通过构建全球经济月度追踪指数，对全球经济形势变化情况进行实时跟踪。根据测算，该指数

从 2020 年 4 月 22.2 的低位逐渐恢复至 10 月的 57.8，之后两个月小幅回落至 55.8。2021 年春节前后，疫情形势开始缓解，每日新增病例大幅下降，全球经济再次进入复苏通道。2021 年 2 月，全球经济月度追踪指数回升至 59.1，连续 2 个月反弹（见图 1）。但目前全球经济月度追踪指数仍明显低于 2020 年 1 月的水平，离疫情前趋势水平仍有距离。

当前全球经济复苏存在三组不平衡、不匹配问题。一是全球生产层面复苏快于消费层面。疫情对需求端的冲击较供给端更加严重。随着全球产业链和供应链的逐渐恢复，生产端指标基本回到或超过疫情前水平，但居民消费意愿并未出现大幅改善，消费端复苏明显滞后于生产端。二是区域复苏分化。发达经济体中美复苏快于欧元区和日本，新兴经济体中亚太地区复苏快于非洲和拉美地区。三是实体领域风险减弱，金融领域风险抬升。目前全球经济整体风险有所下降，实体经济逐渐回暖。与此同时，市场通胀预期和发达经济体货币政策转向预期升温，金融市场波动加大，

作者简介：陈卫东、钟红、王家强、廖淑萍、边卫红、熊启跃、王有鑫、赵雪情、王若兰、曹鸿宇、邹子昂、蒋效辰、王淳，中国银行研究院；黄小军、陆晓明，中国银行纽约分行；翟亢，中国银行伦敦分行；张明捷，中国银行法兰克福分行；张琰，中国银行东京分行；丁孟，中国银行香港金融研究院。

图1 全球经济月度追踪指数变动趋势



脆弱性有所上升。

随着全球新冠疫苗接种人数和比例逐渐增加，预计疫情将逐渐改善，全球生产和贸易将逐渐恢复至疫情前水平。预计第二季度全球经济环比增长折年率为6.1%，较第一季度提高2.5个百分点，全年经济增速5.7%左右。

（二）重点国别 / 地区经济形势研判

美国经济加速复苏。美国疫情最艰难阶段似已过去，拜登1.9万亿美元财政纾困法案将进一步推动美国经济复苏。美联储维持宽松货币政策，融资成本将继续处于低位，同时拜登政府推出新的“美国制造”计划，签署“购买美国货”行政令，提高了市场对美国经济增长预期。但美国经济下行风险并未完全消失。一是就业市场遭受结构性伤害，社会贫富分化不断加剧；二是通胀预期被低估，通胀可能会以更快速度上升。

欧元区经济复苏进程延迟。欧洲第二波疫情来势凶猛，各国政府重新实施严格的封锁措施，部分经济活动被迫叫停。欧元区制造业数据持续呈现向好趋势，服务业则重新陷入衰退。大规模刺激计划资金尚未到位也对经济复苏形成拖累。预计第二季度欧元区疫情有望得到有效控制，经济将逐渐回归复苏轨道，并在货币与财政政策持续刺激下恢复增长。“恢复基金”与结构改革的加速落实将给区域经济带来更多利好。

日本经济复苏缓慢。尽管日本政府于2020年年底推出了高达73.6万亿日元的刺激政策，但核心经济区域疫情控制收效并不明显，经济复苏速度弱于其他发达国家。2020年第四季度以来，在国内外需求推动下，

日本制造业改善势头显著，但非制造业经常利润大幅下滑，居民消费回暖压力较大。货币政策工具空间受限和日本首相菅义伟任期即将到期引发的政治不确定性将制约日本经济复苏。东京奥运会不接待海外普通观众，奥运经济影响力规模缩小，将进一步削弱日本经济复苏的支撑力量。

英国经济强劲反弹可期。2021年第一季度英国经济复苏进程较为缓慢，央行货币政策仍将以宽松为主。当前英国力推创新型自由港建设，有助于推动脱欧后的英国经济成长，而英国对减排目标的立法约束将助力经济绿色复苏。随着英国脱欧尘埃落定、新冠疫情得到初步控制、疫苗大规模推广，2021年英国经济有望迎来强劲反弹。

东盟各国经济持续分化。外部需求是影响东盟国家增长的主要变量，疫情控制较好的国家经济已率先反弹，但出口结构更加依赖旅游业的国家的经济表现相对较差。未来各国内部结构因素差异将导致经济复苏的分化。政治因素可能对马来西亚、缅甸和泰国经济增长产生负面影响；印尼和菲律宾经济仍面临新冠肺炎疫情拖累；新加坡计划在东盟率先完成成年人口疫苗接种，有助于激活内需；越南预计仍是区内增速最快的经济体。

中东北非经济有望恢复增长。受新冠肺炎疫情的影响，2020年中东北非地区政治动荡态势有所缓和，但经济全面衰退，国际油气价格大幅下跌加剧了中东北非国家财政和经常账户失衡。随着疫情影响的逐渐消退以及国际能源价格的逐渐回暖，中东北非地区经济有望在2021年恢复增长。预计2021年该地区实际经济增长率将温和恢复至2.1%。

表1 2021 年全球主要经济体关键指标预测（单位：%）

地区	国家	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2019	2020	2021 ^f	2019	2020	2021 ^f	2019	2020	2021 ^f
美洲	美国	2.3	-3.5	6.0	1.8	1.2	2.4	3.7	8.1	5.7
	加拿大	1.9	-5.4	5.3	1.9	0.7	2.0	5.7	9.6	7.8
	墨西哥	-0.3	-8.2	4.2	3.6	3.4	3.6	3.5	4.4	4.4
	巴西	1.4	-4.1	3.5	3.7	3.2	4.1	11.9	13.4	14.3
	智利	0.9	-5.8	5.6	2.6	3.1	3.3	7.2	10.6	9.5
	阿根廷	-2.1	-10.3	5.0	56.2	42.0	46.5	9.8	12.1	12.0
亚太	日本	0.3	-4.9	2.8	0.5	0.0	0.0	2.4	2.8	3.0
	澳大利亚	1.9	-2.4	4.0	1.6	0.9	1.7	5.2	6.5	6.3
	印度	5.8	-8.0	11.5	3.7	6.6	6.2	—	—	—
	韩国	2.0	-1.0	3.4	0.4	0.7	1.2	3.8	3.2	4.0
	印尼	5.0	-2.0	4.8	2.8	2.0	2.3	5.1	7.2	6.9
欧非	欧元区	1.3	-6.6	4.2	1.2	0.3	1.5	7.6	7.9	8.8
	英国	1.5	-10.1	4.8	1.8	0.9	1.6	3.8	4.4	6.0
	俄罗斯	2.0	-3.1	3.0	4.5	3.4	4.5	4.6	5.8	5.5
	土耳其	1.0	1.6	4.5	15.5	12.3	14.0	13.7	13.4	13.3
	尼日利亚	2.2	-5.4	2.0	11.4	13.2	14.0	—	33.3	—
	南非	0.1	-6.9	3.6	4.1	3.3	4.1	28.7	29.2	33.0
全球		2.5	-3.5	5.7	3.5	3.2	2.8	—	—	—

资料来源：中国银行研究院

注：f 为预测。

二、国际金融季度回顾与展望

（一）国际金融市场运行特征

货币市场利率换“锚”。2021 年 3 月 5 日，英国金融行为监管局（FCA）发布公告，正式宣布各币种 LIBOR 停用时间。英镑、欧元、瑞郎和日元 LIBOR，以及 1 周和 2 个月美元 LIBOR 将于 2021 年 12 月 31 日之后停止报价，其余期限的美元 LIBOR 将在 2023 年 6 月 30 日之后停止报价。当前，美国、英国、欧元区和日本稳步推进基准利率改革。

短期资金充裕，利率处于历史低位。2020 年以来，主要经济体央行的准备金余额快速增长，反映出各国银行体系超额准备金数量攀升，流动性较为充裕。疫情暴发初期，泰德利差快速抬升，一度飙升至 1.42% 的高点，反映出境外美元市场出现阶段性资金紧张局面。2020 年 5 月以来，随着美元流动性趋于好转，主要经济体货币市场利率低位波动，泰德利差快速降至 0.2% 以下。

汇率市场波幅下降，美元指数触底反弹。截至

2021 年 3 月 19 日，美元指数升至 91.9，较年初上涨 2.3%，逆转前期疲软态势。欧元区经济复苏相对缓慢且不均衡，在通胀预期上行与货币加快投放的背景下，欧元兑美元汇率在年初冲高 1.24 后持续回落至 1.19。脱欧后英国经济有望复苏，英镑兑欧元和美元汇率分别上升 3.8% 和 1.5%。大宗商品价格上涨，相关产品出口国货币受到明显提振，其他新兴市场货币受到美元指数触底回升影响出现一定程度贬值。相较于 2020 年同期历史罕见的动荡，2021 年第一季度主要货币汇率波动幅度明显下降。

股票市场偏好切换，散户抱团放大市场非理性。美股前期高估值的信息科技类成长板块出现回调，能源、企业等周期性板块随着经济前景改善出现回升。全球股市发行与并购金额回升。2021 年第一季度，全球股市发行 929 只股票，全球并购 7613 起。社交媒体的发展深刻改变了传统信息传播方式，放大非理性因素，加剧散户抱团与羊群效应，成为金融系统性风险的重要来源，给金融市场稳定与金融监管带来了新的挑战。

国债收益率抬升。截至 2021 年 3 月 19 日，美国、

① 泰德利差等于 3 个月伦敦银行间市场美元拆借（LIBOR）报价利率与 3 个月美国国债收益率的差。泰德利差上行（下行），意味银行间拆借信用溢价升高（降低），市场资金趋紧（趋松），信用状况萎缩（改善）。

图2 美国道琼斯工业指数和纳斯达克综合指数趋势



德国、英国和日本 10 年期国债收益率分别较 2020 年年底提高了 81 个基点、26 个基点、69 个基点和 9 个基点。同时，国债收益率曲线陡峭化特征愈发明显。在低利率环境下，主要经济体国债发行力度加大，国债余额 /GDP 不断提高，利息偿付压力加大。

企业债规模延续较快增速。新冠肺炎疫情暴发以来，主要经济体企业债余额增速明显加快。与国债收益率走势类似，美国、欧洲和日本企业债期限溢价呈走阔趋势，中长期债券发行成本抬升较快。伴随着实体经济走势向好，主要经济体企业信用溢价整体收窄，企业债违约率整体保持平稳。

大宗商品价格回升，避险商品退潮。2021 年以来，大宗商品市场大幅震荡，主要商品价格基本恢复到疫情前水平。OPEC+ 供给端超预期收紧，美国德克萨斯州、新墨西哥州等能源生产中心爆发雪暴天气引发原油供应短缺，助推原油市场超预期繁荣，但面临超涨回调压力。工业金属高歌猛进，贵金属避险功能褪色，黄金价格基本回落至疫情前水平。

（二）国际金融市场运行影响因素分析

当前，国际金融市场运行受到多方因素影响。一是宏观经济政策。随着新冠肺炎疫苗接种的推进与财政货币政策持续发力，全球经济增长前景改善，实体经济修复，大宗商品市场需求端改善，避险交易转向复苏交易。二是通胀预期。通胀水平的上涨显著影响金融市场的运行，推动国债名义收益率抬升，导致 2021 年年初股市下跌。通胀预期升温引发金融市场超调，再通胀预期致使资产价格上涨，一旦趋势成型，会进一步加剧通胀预期。三是投资者行为调整。在全

球极度宽松的货币政策背景下，投资者非理性冒险情绪高涨，散户通过互联网等媒体配合其资产组合策略，增加了市场“噪音”和不稳定性。高杠杆、期限错配及程序化交易也导致踩踏效应加剧。此外，印花税率提高、美联储补充杠杆率（SLR）豁免政策到期，监管政策的变化影响投资者交易成本。

（三）国际金融市场展望

2021 年第二季度，货币市场短期利率将小幅抬升，利率仍处于历史较低水平，泰德利差将继续维持低位。外汇市场步入调整阶段，主要发达国家货币政策提前转向的预期，将引发部分新兴经济体资本外流与汇率动荡。股票市场有望延续高位运行，但通胀预期与基础利率上行将对股市产生较强扰动效应。无风险利率上行，将推动股市估值下修，加剧板块轮转，科技等高估值板块面临更严重的阶段性下行压力。债券市场发行将保持较快增速，国债收益率上涨步伐放缓，企业债违约率将进一步降低。大宗商品价格将受需求端复苏情况主导，原油价格有望高位震荡，铜价仍有上行空间，黄金价格反弹阻力较大。美国金融危机指标 ROFCI 月均值曾在不稳定区域内上升，但随着美国经济复苏步伐加快，美国金融市场整体风险状态有可能继续改善，不过企业信用风险仍将是重要的潜在风险点。

三、专题研究

（一）拜登上台对全球化的影响

拜登上台后，美国的对外关系政策出现新变化。总的来看，美国不会再度拥抱自由主义的全球化，而

将延续特朗普时期“美国优先”的基本立场，突出中产阶级特别是工人阶层利益优先的中心思想。重视团结盟友和国际组织领导力是拜登政府与特朗普政府最大的区别，亚太地区将长期成为美国对外关系的重心。

1. 拜登政府全球政策的核心内容

第一，强调国内经济安全，实施“中产阶级外交”。2020年拜登在美国《外交事务》杂志撰文，提出将实施“有利于中产阶级”的外交政策。拜登政府《贸易议程报告》《过渡时期国家安全战略指南》以及国务卿外交政策演讲均强调复兴中产阶级对美国经济和国家安全的重要性，并将通过重建美国供应链、购买美国货等方式重振美国制造业。拜登上任以来已签署多道行政命令，对政府采购行为实施更严格规定，落实其强化美国制造业的竞选承诺，针对关键产品供应链开展100天审查行动。

第二，重塑美国在国际社会和多边组织中的领导地位。上任两个多月来，拜登政府已启动重返《巴黎气候协定》、世界卫生组织等机构程序，并出席了G7峰会、慕尼黑安全会议与美日印澳四国机制（QUAD）会议等外交活动，拉拢盟友意图明确。拜登政府将摒弃单边主义手段，通过“抱团出击”的方式实现对外政策目标。特朗普时期美国曾联合欧盟和日本多次发布三方声明，就国际经贸治理问题阐述共同立场，拜登政府将进一步运用和强化这类做法。

第三，延续并强化亚太在美全球安全战略中的重心地位。拜登认定中国为美国最大的战略竞争对手，具体对华态度“柔中带刚”，承认当前中美关系“竞合共存”的现实，在应对疫情危机、气候变化和核不扩散等议题上向中国释放积极的合作信号；在人权、军事安全等领域保持高压态势；在科技打压方面较特朗普时期有过之而无不及。

第四，巩固“民主”意识形态阵营。拜登政府不遗余力地传播保卫民主制度的口号，将民主作为链接盟友的关键词，并计划于年内召开全球民主峰会。与此同时，拜登政府更重视利用民主、人权等意识形态因素作为对外“攻势”的工具和筹码，针对非盟友国家展开制度竞争。

2. 美国政策调整对全球化带来的新变化

第一，促使经济民族主义在全球蔓延。新冠肺炎疫情的冲击进一步催化全球各国对产业安全的重视。

拜登虽然反对通过贸易战等简单粗暴的方式解决对外经济问题，但对国内中产阶级和制造业的重视意味着“美国优先”的利益导向不会调转。拜登政府颁布的购买美国货、收紧技术出口管制、审查和重塑国内产业链等政策，充分表明美国不会回归经济自由主义的全球化秩序，而是延续“以我为主”的立场。受美国影响，经济民族主义可能在全球进一步扩散。

第二，加剧国际多边秩序的脆弱性。拜登政府以民主价值观为准绳，并将多边主义狭隘地解释为以西方价值观为基础的国际秩序。拜登政府所谓重返国际秩序，本质上是为了维护西方国家在多边秩序中的主导权。这种意识形态偏见忽略甚至否定广大发展中国家在多边经贸秩序改革中的诉求，将会导致多边秩序朝着分裂、极化的方向演变，现行国际治理体系的权威将被进一步削弱。

第三，激化大国之间的对立和冲突。拜登政府上台后，同欧盟、英国、日本等传统盟友迅速实现良性互动，与印度之间的合作升级，其他国家亦主动示好。而对中国和俄罗斯则采取竞争、打压为主的政策方针。伴随着美国印太制华、联欧制俄措施的不断升级，大国间博弈冲突态势将会进一步加剧。

3. 内外因素对拜登政府政策效果的影响

考虑到美国愈演愈烈的政治极化、债务负担积重难返等内部矛盾和国际政经格局加速演变的外部因素，拜登政府落实内政外交政策主张面临不小的挑战，最终效果有待观察。

国内方面，民粹主义势力会掣肘美国政治力量，有限的财政政策空间也将限制拜登施政。为应对疫情冲击和恢复经济增长，过去一年多的时间里美国实施近6万亿美元的财政刺激计划，政府负债水平达到前所未有的高度。拜登政府寄希望于加税缓解国内财政负担，为实现内外政策主张输送弹药，但这势必引发共和党和富裕阶层的强烈反对，进一步加剧美国政治和社会对立局势，拜登政府“中产阶级外交”政策的可行性与可持续性面临较大现实挑战。

国际方面，美国同盟友关系的回暖有助于拜登政府落实对外政策主张，但各国出于内部发展和对外交往需要，不可能在美国同中国之间完全站队。对亚太国家而言，全面倒向美国既不符合经济利益也会给自身的地缘政治角色带来极大风险。对欧洲国家而言，

美欧经贸关系的结构性分歧以及欧盟追求战略自主的态度,意味着欧盟不会在大国竞争中同美国亦步亦趋。近期 RCEP 的签署和中欧 CAI 完成谈判,深刻表明欧盟、日本、澳大利亚等美国盟友不会舍弃中国巨大的市场和发展潜能所带来的经济利益。美国意图联盟开展对华经济、技术打压的设想最终恐遭打折。

(二) 美国国债市场投资者结构变化及新特点

1. 美国国债市场投资者结构变化

美国国债市场是全球规模最大和最具流动性的主权债务市场,吸引了包括政府、金融机构、散户在内的广大投资者。2008—2020年,美国国债余额由10.7万亿美元升至27.75万亿美元,升幅达159.3%,国债/GDP比例由68.1%升至128.7%。伴随市场规模不断攀升,美国国债投资者结构发生了明显调整。

第一,国内投资者的持债比例升高,货币当局成为主要推动力量。2008—2020年,国内投资者持有美国国债规模由7.62万亿美元升至20.67万亿美元,占美国国债总规模的比例由71.2%升至74.5%。货币当局持债比例升高是推动国内投资者份额增长的主要原因。2011—2020年,美国货币当局持有美国国债的规模由1.66万亿美元升至5.15万亿美元。除货币当局外,2011年以来,持有美国国债比例上升的投资者还包括共同基金、养老基金、个人投资者和商业银行。2020年新冠肺炎疫情以来,美联储加大了持有美国国债的力度,持债比例全年增加8.3个百分点,养老金、个人投资者等持债份额明显下降,共同基金和商业银行持债份额上升。

第二,国际投资者持债比例下降,国别集中度降低。2008—2020年,外国投资者持有美国国债规模由3.08万亿美元升至7.07万亿美元,占美国国债余额的比例由28.8%降至25.5%。其中,外国官方组织持有美国国债的份额由20.0%降至14.7%。截至2020年年末,全球持有美国国债前十名的国家和地区分别为日本(4.4%)、中国(3.9%)、英国(1.6%)、爱尔兰(1.1%)、卢森堡(1.0%)、巴西(0.9%)、瑞士(0.9%)、

比利时(0.9%)、中国台湾(0.8%)和中国香港(0.8%)。外国投资者持有美国国债的份额集中度呈下降趋势。2012年,中国和日本持有美国国债的份额达到阶段性高点,分别为10.6%和9.7%。随后份额持续下降,2020年年末分别降至3.9%和4.4%。

2. 投资者行为调整与近期美国国债收益率上涨

2020年下半年以来,美国国债收益率中枢不断抬升、形状日趋陡峭化。美国国债10年期收益率与2年期收益率价差由2020年第一季度末的47个基点升至2021年3月8日的142个基点(见图3)。

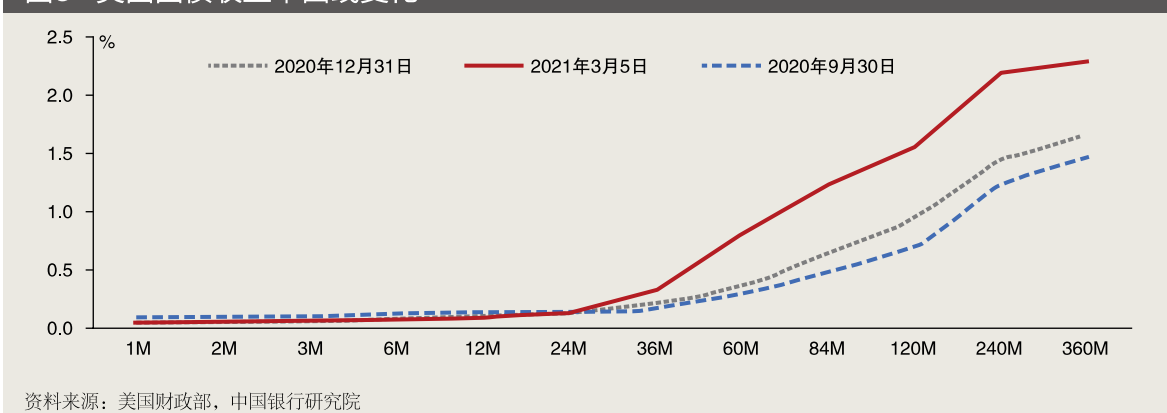
从宏观层面看,利率中枢上行、收益率曲线陡峭化与美国经济基本面向好、实体经济通胀预期增强等因素有关;而微观层面看,主要与投资者在现货市场抛售国债或在期货市场做空国债有关。

第一,美国非银行金融机构提前做空国债市场。为了规避国债收益率上涨带来的债券价格浮亏,美国个人投资者和养老金减持美国国债。而共同基金、对冲基金则回购美国国债的现货,在期货市场进行卖空操作。近期,随着美国国债收益率的上涨,卖空交易日渐频繁。2021年3月2日—3月9日当周,美国国债期货非商业空头持仓增加量与多头持仓减少量环比增加3.4万单,净空头涨幅触及历史高位。市场大规模做空美债,使回购市场现券供不应求,回购利率大幅下跌。近期,10年期美国国债回购利率转为负值,甚至一度下跌至-4.25%,创历史最低水平。

第二,SLR豁免政策到期,减持压力加大。为缓解疫情对美国国债市场造成的冲击,支持银行体系向国债市场及实体经济提供流动性,美联储实施补充杠杆率(SLR)豁免条款,规定自2020年4月1日起,在计算SLR分母表内外风险暴露时,剔除美国国债和存放美联储准备金资产,直至2021年3月31日。豁免政策实施后,美国银行业持有国债规模由2020年第一季度末的6581.1亿美元升至2020年年底的9668.8亿美元,国债资产占银行业总资产比例由3.2%升至4.4%。在美债收益率上行的背景下,美国银行业成为除美联储以外少有的美债份额增持主体。SLR豁免条款到期将增加美国银行业持有美国国债的资本成本,

① 2013年,美联储针对银行体系实施补充杠杆率(Supplementary Leverage Ratio, SLR)要求。SLR等于一级资本净额除以表内外风险暴露。对美国一般银行,SLR的要求为3%,对美国系统重要性银行(G-SIBs),SLR要求为5%,其子公司要求在6%以上。SLR出台后,国债将与其他高风险资产以相同权重计入SLR分母,银行开展国债投资、做市交易的成本显著提升。

图3 美国国债收益率曲线变化



降低其持有国债和进行国债做市交易的意愿。2020年年末，摩根、花旗、富国及美国银行的存量国债余额中，2~5年期和6~10年期占比较高。如受到SLR豁免政策影响遭到抛售，美国国债收益率曲线将更趋陡峭化。

第三，外国投资者避险情绪增强，减持美国国债。美国国债的外国投资者主要以央行、主权基金等官方机构为主。这些机构风险偏好稳健，希望在保障资产价值基础上获得稳定投资回报。受美国遭受疫情冲击经济增速下滑、美国债券余额屡创新高等因素影响，日本、中国、俄罗斯以及巴西持有美债份额持续下降。

(三) 新兴经济体债务风险及应对

2020年，新冠肺炎疫情对全球经济产生重大冲击，各国为应对疫情扩张财政，企业在低利率环境下大举融资，债务规模进一步累积。新兴经济体由于自身的脆弱性，更容易受到国际金融市场波动、发达经济体政策转向等诸多不确定性因素的冲击，债务可持续性面临更严峻的挑战。

1. 新兴经济体债务规模及结构特征

新兴经济体债务规模总体呈上升趋势。自2008年金融危机以来，在全球长期低利率环境下，新兴经济体债务规模不断攀升，从2008年年底的12万亿美元增至2020年年底的22万亿美元，年平均增速为5%。

从国别分布来看，新兴经济体债务主要集中在南美、中东欧、东南亚和东北亚地区。新兴经济体偿债主体以政府和非金融企业为主，家庭和金融企业债务相对有限。其中，外债是新兴经济体债务的重要组成

部分。从各国外债规模来看，匈牙利外债最为庞大，外债/GDP超过135%；捷克、乌克兰、智利的外债规模次之，均占本国GDP的80%以上；阿根廷、马来西亚、土耳其、南非外债/GDP则达60%以上。从期限结构来看，捷克、马来西亚、阿根廷、土耳其等国的短期偿债压力较大。其中，捷克的短期外债与中长期外债之比约为3:2，短期偿债压力最为突出。从币种结构来看，部分新兴经济体对美元和欧元债务的依存度较大。

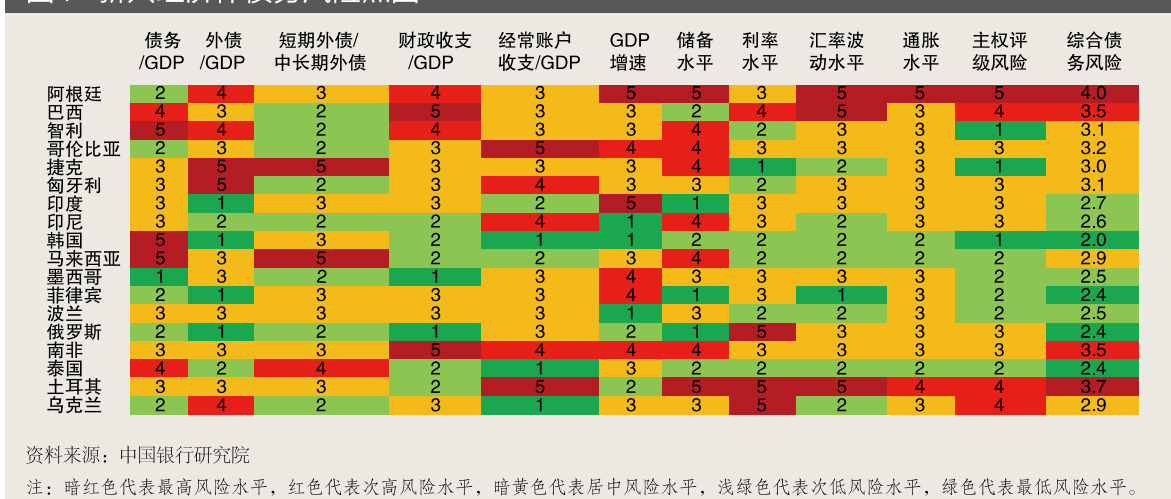
2. 新兴经济体债务违约风险的影响因素

本文选取下列指标分别作为新兴经济体债务违约风险和偿债能力的衡量指标。

影响新兴经济体债务违约风险的因素包括以下几方面。一是利率水平。由于新兴经济体在通胀、货币、主权信用等方面存在风险溢价，其利率水平一般高于发达经济体。二是汇率波动。汇率波动直接影响一国以外币计价的债务规模。2020年土耳其、巴西、阿根廷的汇率波动幅度较大，以汇率波动为衡量维度的偿债风险较高。三是通胀水平。当前疫情形势好于预期，投资者对全球经济复苏和通胀预期有所增加，逆全球化和产业回流也会增加企业生产成本，导致物价上涨。目前阿根廷以通胀水平衡量的债务风险较高。四是主权信用评级。主权信用评级反映一国政府债务违约的可能性。主权信用评级越低，发债成本越高。五是债务结构。新兴经济体的外债占比和短期债务占比越高，越容易受到发达国家货币政策转向、全球市场波动、本币贬值等因素的影响。

① 本文所指新兴经济体包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国、土耳其和乌克兰。

图4 新兴经济体债务风险热图



影响偿债能力的因素包括以下几方面。一是经济增长。良好的经济表现意味着居民和企业收入能保持增长，政府税基扩大，财政状况良好，偿债能力较强，反之则偿债能力不足。二是财政收支。财政收支状况决定了一国国债和主权债务的偿债能力。2020年世界各国普遍出台了大规模财政刺激计划，财政赤字创历史新高。三是经常账户收支。经常账户盈余/赤字也是衡量一国偿债能力，特别是外债偿付能力的关键指标。新冠肺炎疫情虽然对全球商品贸易和跨境投资带来严重冲击，但大多数新兴经济体国际收支并未明显恶化，经常账户赤字反而有所收敛，在一定程度上有助于缓解外债偿还压力。四是储备水平。外汇储备覆盖率主要用于衡量外汇储备支付进口商品和偿还外债的能力。储备水平越低，说明一国调节国际收支、清偿国际债务的能力越低，金融风险也就越大。

综合上述影响因素，本文对不同因素指标进行赋值，测算出新兴经济体债务风险综合指标，制作了新兴经济体债务风险热图，以直观反映各国债务风险情况（见图4）。数据表明，在主要新兴经济体中，阿根廷和土耳其综合债务风险最高，巴西和南非也面临较高的债务风险；而韩国、菲律宾、俄罗斯和泰国的债务风险则相对可控。

3. 新兴经济体债务风险的应对

作为债务方，一是将控制疫情、恢复经济作为优先事项。借鉴国际成熟经验，采取科学防控手段，加快疫苗接种进度，有效控制疫情。二是保持合理的债务结构。注重不同币种、不同期限债务的合理配置，

优化债务结构，降低错配风险。三是提高债务资金使用效率。优先将债务资金投入可产生长期收益的生产性投资，将债务/GDP、债务利息支出/GDP等关键指标控制在合理水平，确保债务的可持续。四是避免将或有债务转变为政府债务。尽可能避免大规模接手或有债务，通过采取市场化手段和政策手段相结合的方式逐步出清债务风险。

作为债权方，一是助力推动债务国经济复苏。主要经济体，特别是发达经济体在制定宏观经济政策时应充分考虑外溢效应，减轻对债务国可能造成的负面冲击。二是在全球范围内推进疫苗公平有效分发。加大对“新冠疫苗全球获取机制”（COVAX）的支持，并通过双边谈判、定向捐赠等方式，尽快满足疫情严重的新兴经济体疫苗需求。三是通过多边渠道强化政策沟通，积极推动债务减免和延期。在G20和巴黎俱乐部框架下有效落实“暂缓债务偿付倡议”（DSSI），积极探讨后续缓债事项，帮助债务国应对疫情冲击和恢复经济社会发展。充分发挥IMF等国际组织沟通平台作用，为新兴经济体化解债务风险提供必要的外部咨询和能力支持。跨境金融组织可以为全球供应链上下游企业，特别是中小企业提供更多的贸易融资支持，鼓励跨国商业银行和金融机构提供贸易信贷和保险，纾解企业偿付能力危机。国际评级机构应审慎调整新兴经济体各类主体信用评级，避免加剧债务风险。

（责任编辑：冯天真）