

新冠肺炎疫情覆压之下新兴市场债务违约风险与破解方策

[摘 要] 突兀而至的新冠肺炎疫情导致新兴市场经济出现大幅萎缩与严重衰退。为减轻疫情对经济的冲击，新兴市场国家普遍推行了扩张性财政政策，财政赤字因此显著放大与飙升，对外负债能力严重削弱；不仅如此，美联储主导的全球量化宽松导致新兴市场货币急速贬值，相关国家偿债成本剧增，债务违约风险一触即发。有效防止与减少新兴市场国家债务违约，需要在秉持人道主义立场的基础上调动与集结全球力量，同时新兴市场国家自身也应当在战略上做出建设性调整，如结构性改革、资本市场完善以及集体“去美元”等措施。

[关键词] 新兴市场债务；债务违约；阿根廷债务违约；国家主权债务；主权债务违约

[中图分类号] F833 [文献标识码] A [文章编号] 1002-8129 (2020) 08-0073-07

一场突如其来且仍在全球蔓延的新冠肺炎疫情让新兴市场经济承受了前所未有的重压与冲击。本币贬值、投机资本撤离、外汇储备萎缩、通货膨胀恶化，更有从各个发展中经济体弥散开来的债务危机阴影。对于国际社会而言，由许多新兴市场国家债务违约所外溢出的风险绝不会停留在局部地区和狭窄层面，而是如同一根敏感的神经关联着全球金融市场的运行秩序，控制不好可能会衍生成为又一场波及全球的金融危机，对此，只有全球各国间加强合作才能有效减轻与消解危机的破坏力与冲击力。

一、阿根廷债务违约的概率预计与最新进展

最近几年阿根廷作为一个主权国家在国际舞台上的曝光度非常之高，这倒不是阿根廷国内经济改革有什么成功的建树，也不是阿根廷在国际合作事务中做出了什么出色的担当，而是因为阿根廷屡屡传出让人忐忑不安的市场信号。远的不说，就在去年，阿根廷比索与土耳其里拉双双成为年度表现最差的新兴市场货币。而进入今年，阿根廷比索再度狂贬30%，面对美元，阿根廷民众手中所持本币已经变得越来越廉价不堪。而更令人忧虑的是，阿根廷政府接下来可能要连续上演欠债不还的金融悲剧。

围绕着一笔已经到期但无力偿还的5亿美元债务，阿根廷政府正在与债权人进行紧张谈判，其单方面

愿望是希望给予本息减免并且延期支付。一种情况是双方谈崩，阿根廷再次违约，另一种情况是达成和解协议，但即便如此，对阿根廷政府来说也只能算是阶段性成就[1]。资料显示，在5亿美元债务谈判正式启动之前，阿根廷政府已经向债权人单方面抛出了更大规模的债务重组计划，只是这项计划被美国贝莱德、富达等国际债权人无情地挡在了门外。

从欠账的实际盘面来看，即将到期的债务量本息合计为662亿美元，由于无力偿还，阿根廷政府提出的重组方案是：在本金方面，阿根廷政府按5.4%的折价率用新债券交换债券人手中的旧债券，最终共减免本金36亿美元；在利息方面，2023年11月15日之前阿根廷政府不支付任何利息，而2023年开始支付的利息按照62%的幅度给予削减，金额为380亿美元。显然，面对着自己借出的钱捞不到利息不说，就连本金也不能足额收回的困境，由美国贝莱德等债权人组成的债券人集团对此表达了明确反对。

目前来看，阿根廷政府已经进入“软违约”或者技术性违约阶段，即债权人考虑到阿根廷政府的支付及谈判意愿，暂时不会因为债务到期而提起诉讼。但由于662亿美元到期债务分割在近期的不同时段，在其中的5亿美元债务谈判落锤后，阿根廷政府还要马不停蹄且硬着头皮与债权人进行多次协商，其中任何一次谈判的告吹都意味着阿根廷政府的再度违约。

“违约惯犯”“违约钉子户”“违约之王”是债权人给阿根廷政府贴上的标签。资料显示，在主权国家债务违约榜单的排名上，截至目前西班牙高居榜首，共计违约14次；其次是委内瑞拉，违约12次；紧跟其后的是厄瓜多尔与巴西，分别违约11次和10次，而法国、墨西哥、秘鲁、智利、巴拉圭、阿根廷五国也各有8次的违约记录^[2]

。因此，虽然阿根廷算不上是违约最多的国家，但却是10年中发生两次违约的唯一国家。2001年底，负债总额高达1320亿美元的阿根廷政府因无力偿还一笔到期的15亿美元债务，一口气宣布暂停支付总额为950亿美元的债务本息；2014年，为一笔到期的8.32亿美元的债务，阿根廷与债权人的谈判破裂，发生又一次违约，而之前包括美国“秃鹫基金”在内的债权人因拒绝接受阿根廷政府的债务折价方案而诉诸纽约联邦法院，直到2016年阿根廷政府才勒紧裤腰带了结了这桩官司^[3]。

据公开资料显示，截至2019年年底，阿根廷的公共债务总额已高达3240亿美元，约占其GDP的90%；除了已经对662亿美元的债务正式对外宣布重组方案外，今年还有近200亿美元的外债需要阿根廷偿还。按照国际货币基金组织（IMF）的结论，从2020年至2024年，阿根廷几乎没有向私人债权人偿债的能力，重组于是成为必然。但只要债务重组谈判再出现一次违约，阿根廷便将挤入主权债第9次违约

的行列，同时也是10年中发生3次债务违约的唯一国家。

二、新兴市场经济体负债状况与风险评估

客观上观察，阿根廷政府超负荷债务运行以及发出的违约警报只是新兴市场的一个缩影。按照国际金融研究协会(IIF)的统计数据，截至2019年底，全球债务总规模为255万亿美元，创历史新高，占全球GDP的比重为322%，比2008年金融危机时高出40个百分点（87万亿美元）。而在债务结构中，各国政府主权债占据最大份额，达70万亿美元^[4]

。在报告中，IIF特别指出，截至2019年年底，自2010年以来新兴市场债务总额增长了56个百分点，债务规模膨胀至该经济体国内生产总值的170%，其中新兴市场主权债务超过了20万亿美元，创下了金融危机以来最快增速，并比2008年翻了一番。

（一）新兴市场国家主权债务加速膨胀的主要原因

一方面，全球极度宽松的货币政策直接刺激了新兴市场债务规模的叠加。而在抵御上一轮金融危机的过程中，美联储实现了三轮量化宽松（QE），且包括欧洲央行、日本央行等全球主要中央银行都纷纷选择QE，导致美元流动性在全球泛滥。同时美元利率大幅走低，新兴市场国家借融资成本下降之机增大对外借贷，致使本国杠杆率一路飙升，但同时日益放缓的经济增速与财税增速却难以对偿债形成有效的能力覆盖，最后只能选择以继续对外接新债还旧债的方式维持财政平衡。

另一方面，逆全球化的蔓延以及由此引起的外部需求口径萎缩也是新兴市场国家陷入债务泥潭的重要推手。来自《全球贸易预警》的数据显示，除了美国在过往10年中对外打出了超过1500项的贸易保护措施外，G20中的其他19个国家推出的保护主义政策同样突破8000项。数据的背后是各种形式的贸易保护主义与单边主义大行其道[5]。受此影响，全球贸易过往10年中的增长速度只有金融危机前20年年均增速的50%。特别是以资源出口与商品出口为导向的新兴市场国家对美欧市场存在着非常大的依赖，这种外向型经济模式更容易受到全球贸易环境恶化的袭扰与冲击。正因如此，过往10年新兴市场的总体经济增速明显落后于发达经济体，公共财政在入不敷出的压力下，通过举债发展经济的冲动也被不断强化与固化。

（二）新兴市场主权债务的结构特征

不同于美国、日本等发达经济国家政府债务量虽然非常庞大但很大一部分债务表现为对内负债，新兴市场国家主权债务主要是对外负债，规模占比超过主权债务的2/3，而且高达95%以上都是以美元计价的外债，说明新兴市场的债务运作完全受到美元汇率变动的支配[6]；其次从久期看，新兴市场国家一年期以内的短期债务居多，仅今年就有1.3万亿美元债务到期，明后两年还有超过2万亿美元的外债需要偿还。

（三）主权债务违约的几大高风险区域

新兴市场国家的偿债能力与偿债风险存在着明显的分化，除了中国等极少数国家具有厚实的偿债支撑力以及优越的信用系别外，很多的新兴市场国家将成为债务违约的重灾区。主要有：一是南美大陆的阿根廷、委内瑞拉、巴西等国。二是撒哈拉地区以南的非洲国家，如南非、尼日利亚等。三是中东地区的土耳其、黎巴嫩等。值得注意的是，今年以来阿根廷政府与债权人围绕着近700亿美元的债务重组谈判已经延期5次，即使是设定的7月底达成了一致协议，但依然不能排除阿根廷违约的可能，因为除了重组的700亿美元债务外，今年还有近200亿美元的外债需要阿根廷偿还。按照国际货币基金组织（IMF）的结论，从2020年至2024年，阿根廷几乎没有向私人债权人偿债的能力和余地，重组于是成为必然。但只要债务重组谈判再出现一次违约，阿根廷就将成为10年中发生3次债务违约的唯一国家。除了阿根廷再次拉响债务违约警报外，今年以来已有厄瓜多尔、黎巴嫩两国出现债务偿还延期，而且黎巴嫩还是首次违约。在国际货币基金组织看来，新兴市场国家的主权债务兑付风波正处于“一触即发”的危险境地，而且今年的债务违约可能创出历史最高。

三、新冠肺炎疫情对新兴市场债务违约的刺激与催化

由于得到了国际货币基金组织等外部力量的贷款援助与支持，同时本国通过经济尤其是财政改革创造出了新的增长点，包括阿根廷、希腊等新兴市场国家先后从金融危机与债务危机的阴影中成功走了出来，并重新进入国际金融市场正常融资渠道，新兴市场总体走上了良性债务循环轨道。通过举新债还旧债方式，加上国内财政盈余对偿债能力形成的背书，债务持续对新兴市场应该不是大的问题[7]。可是，新冠肺炎疫情的不期而至，新兴市场经济发展与财政增长的正常秩序被戛然打断，刚刚得到恢复与走强的偿债能力也因此遭到残酷撕裂与碾压。

（一）实体经济遭遇重创极大削弱了新兴市场国家的偿债实力

新冠肺炎疫情无情打断了全球产业链，导致以出口导向型为主的新兴市场国家在对外贸易上受到重创，不仅账目上的盈余被吞没殆尽，像土耳其、南非等不少国家还产生了幅度在2%以上的经常项目赤字；不仅如此，新冠疫情覆压之下，石油期货破纪录地出现“负价格”，所有的大宗商品也出现不同程度的价格下挫，导致俄罗斯、南非、巴西等资源出口国的外部市场需求剧烈收缩。按照IMF发布的最新报告，2020年新兴市场阵营的经济会出现-1%的增速。经济负增长代表的是财政收入锐减或者进账为负，新兴市场国家的偿债能力因此必然受到削弱甚至瓦解。

（二）扩张性财政政策在恶化公共财务状况的同时进一步冲减了新兴市场的偿债功力

绝大部分新兴市场国家的财政收支平衡状况在新冠肺炎疫情暴发前本就不理想，而为了抵抗疫情对经济的侵蚀，新兴市场国家又不得不实行扩张性财政政策，代表性的有印度拟在年内推出总共20万亿卢比的财政刺激计划，俄罗斯新增了4.5万亿卢布的财政预算，南非准备出台的经济刺激规模也超过1万亿兰特。重要的是，这些增量资金并不是来源于既有的财政盈余，绝大部分取自公债发行，由此必然引起新兴市场国家赤字规模的扩大以及债务占比的提升。而通过发债得来的资金肯定又不会用于偿还旧债，必须首先投入到疫情防控以及经济提振与复兴之上，因此，一些到期债务在无法及时偿还的情况下只能选择违约。

（三）美联储主导的新一轮全球宽松货币政策所产生的系列外溢效应严重削弱与肢解了新兴市场的债务清偿能力

第一，货币政策量化宽松直接推升了新兴市场偿债成本。作为对冲疫情的强力政策工具，美联储罕见地将联邦基准利率降至零并推出无限QE，倒逼之下新兴市场国家跟随降息，许多国家官方利率降至历史最低点。按常理，美元价格应当随着美元利率而下降，可其至今依然强势稳定在历史高位。相反，新兴市场货币则大幅走低，如此反差行情意味着，新兴市场国家需要拿出更多本币来兑换美元，偿债成本由此大幅攀升；另外，低位货币利率牵引之下，美日欧等发达经济体债券市场均出现了负利率，但新兴市场国家主权债利率偏偏不断走高，代表其所需支付的债券利息更多，由此推动存量偿债成本与增量融资成本的上升，从而无形之中加剧了违约风险。

第二，本币大幅贬值引致了国际资本大规模密集流出新兴市场，导致支撑偿债的美元流动性严重不足。据IIF统计数据，自疫情发生以来，从新兴市场撤出的资金有1200亿美元之多，超过了金融危机爆发同期时的三倍。国际资本大规模并频繁地逃离新兴市场，导致许多国家的股市、债市与汇市集体“失血

”，资产价格大幅跳水又反过来加剧恐慌预期，形成进一步的资本出逃。结果是，在一个美元流动性十分稀缺的金融市场上，即使是新兴市场国家想着要如期足额偿还到期债务，恐怕也是心有余而力不足，最终只能无奈走上违约之路。

第三，为防止本币过度贬值，新兴市场国家不约而同地进入外汇市场抛售美元，导致本不殷实的外汇储备家底更加羸弱，偿债基础受到严重肢解。统计发现，阿根廷、巴西、南非与印度等国家外汇储备规模今年以来均出现了5%以上的萎缩，其中阿根廷的外储额度减至四年来的最低，委内瑞拉的外汇储备更是能够看到仓底。而令人失望的是，许多新兴市场国家货币并没有随着本国的外汇干预而出现回升，相反还在不断沉降，可以借此来改善偿债能力的希望于是变得愈加遥远和渺茫。

（四）信用评级的下调导致新兴市场融资能力受限，偿债持续性被打断

基于新兴市场遭遇新冠疫情冲击经济出现衰退以及重振难度加大的悲观预期，尤其是对许多国家公共债务占比大幅攀升和外汇储备剧烈萎缩从而导致偿债不可持续以及出现违约风险的认定，标准普尔等国际评级机构先后调降了相关国家的主权信用级别，其中南非长期外币债信用评级从BB降至BB-，阿根廷、哥伦比亚以及尼日利亚等国也先后被调低信用等级，甚至印度评级也存在被调降的可能。信用评级的下降代表新兴市场国家融资难度提升或者融资机会成本的加大，原有借新债还旧债的渠道相应收窄，最终可能倒逼着一些国家走上债务违约之路。

四、遏止与解除债务违约的逻辑认知与基本对策

本轮新兴市场债务危机的出现，从一个侧面可以解释为是其长期债务存量风险积累与发酵的结果。紧密相关联的是，新兴市场国家在经济发展思路上的举债依赖偏差也是值得深刻反思的地方。但与此同时我们应当注意以下三个基本事实：

第一，新冠肺炎疫情是一种不期而至的外部风险，而且相对于发达国家而言，新兴市场国家不仅公共卫生体系不健全，而且医疗技术较为落后，危机治理能力也较为欠缺，疫情最终对新兴市场国家经济的杀伤可能更为严重。目前来看，巴西、印度、南非等国已经成为全球新冠肺炎疫情的“重灾区”，所需要的公共财政投入会更大，同时不断上升的债务借贷成本又会反过来限制这些国家解决公共卫生与促进经济复苏的财政灵活性，相应的即期与后续偿债能力必然受到削弱。

第二，美元汇率对于新兴市场国家也是一种不可控的外部市场风险。按照“特里芬难题”，美元价值要稳定，它就不能作为国际货币；美元要作为国际货币，它的价值就难以稳定。该命题的结论是世界货币体系的稳定不能依赖任何单一国家来保障。但现在看来，“特里芬两难”在美元身上已经完全失效，因为时至今日在国际经济与贸易舞台上呼风唤雨的还是美元，而作为一种被动选择，由于在国际市场上依赖于美元货币，新兴市场国家不仅对本国资产价格失去了定价权，而且国内货币政策的独立性也几近丧失，同时对外部债务的处理也失去主导权，其偿债成本的大小与偿债能力的强弱完全为美元所左右。

第三，债务货币化对于新兴市场国家同样是一种不可把控的内部政策风险。不同于美国等发达经济体可以通过大量“印钞”来偿还存量债务，并有足够的能力承接与消化因此引起的货币贬值风险。新兴市场国家对负面效应的处置能力则差了很多，同样的操作搞不好不仅会将经济送入“滞胀”窘境，而且本币贬值还会极大削弱应有的偿债能力，正因如此，新兴市场国家通过自身政策调整从而赢得主动性消化债务负担的空间就相当有限^[7]。

基于以上三个客观观测点，我们的结论是，新兴市场债务矛盾的激化与债务违约风险的上升并非主要由经济与金融决策失误所引起，相应的全部责任自然就不应由新兴市场国家独立承担。因此，对于新兴市场国家的外债偿还风险，需要立足于人道主义立场，调动与集结全球力量寻求破解之策。

对策一：推动债权人与债务人友好协商并相向而行。对于债务人而言，任何看上去十分简单的单方面毁约与赖账，损害的不仅是国家信誉，更会直接丧失在国际市场上的融资身份与资格，同时接下来会面临漫长的经济孤立和经济收缩剧痛；而对于债权人而言，一味地求全责备与刚愎自用，直接的风险就是本息颗粒无收，并且即便是借助国际诉讼，为此耗费的漫长时间成本且不说，最终可能等来的还是一份根本无法执行的判决书。而相比较而言，双方若能在友好协商的基础上达成包容性协议，新兴市场赢得喘息之机，债权人利益至少最终也可以获得部分保障与实现。

对策二：加大经济发达国家对新兴市场的援助与支持力度。由于新兴市场的负债中很大一部分属于国家与国家之间的主权债务，尤其是前者对发达经济体的负债占有相当大比重，债务违约的出现和蔓延必然损害关联国家的实际收益，削弱发达国家的财政盈余，最终可能由债务危机衍生为财政与金融危机。对此，发达国家有必要对新兴市场国家债务作出适度减免以及展期上的延长性调整。毕竟化解了负债方的风险某种程度上也增大了自身利益的安全系数。

对策三：增强国际经济组织对新兴市场国家的救援与护卫能力。历史经验证明，缺乏了国际社会的应急性资金救助，任何一个债务危机国主权债务违约的处置进程都会格外艰难与缓慢。对此，在相关国家主动申请的基础上，今年以来IMF已经向受到新冠肺炎疫情冲击的50个新兴市场国家提供了总额180亿美元的紧急资金驰援，同时IMF计划调动1万亿美元贷款帮助成员国应对危机。但需要提醒的是，由于像IMF这样的国际性援助往往会附加一些贷款条件，如控制财政赤字、降低社会福利等，而这些苛刻的要求往往会成为国际投机资本沽空新兴市场的题材，对此，IMF有必要援引《联合国宪章》第七章中“保护债务人免受机会主义投资者破坏”的法律条款，协调与动员成员国共同对做空力量展开围猎与封堵。

对策四：新兴市场国家自身亦应进行战略上的建设性调整以逐渐脱离经济发展的举债模式。首先，新兴市场国家必须在国内经济结构变革领域谋求深度突破，催生出强大的内生性经济成长动能，以此来彻底摆脱对发达国家出口市场的依赖^[8]

；其次，新兴市场应当架构出完整、健康的金融市场，通过本国债券与证券市场的顺畅融资，有力聚集与优选国内资金要素，同时改变融资市场“受制于人”的被动局面，降低与隔离外部市场带来的风险；再者，新兴市场应当将“去美元化”视为集体性使命，先共同托起与维护单一优势货币，并围绕中心货币扩大货币互换规模，在此基础上形成区域性统一货币，由点及面地逐步摆脱美元的钳制与束缚。

[参考文献]

[1] 张锐.新兴市场债务危机一触即发[N].国际金融报,2020

-06-08.

[2] 张锐.新兴市场货币：至暗中寻找光明[N].证券时报,2018-09-13.

[3] 张锐.新兴市场未现系统性危机[N].国际金融报,2018-

09-17.

[4] 张锐.新兴市场“黑天鹅”让全球金融市场绷紧了神经[N].上海证券报,2016-01-05.

[5] 张锐.消解新兴市场主权债务危机需集结全球力量[N].上海证券报,2020-06-13.

[6] 张锐.新兴市场国际资本逆转问题的观察与分析[J].武汉金融,2009,(3).

[7] 张锐.美元贬值：成因、影响与未来走势[J].财经科学,2007,(11).

[8] 张锐.信贷紧缩：全球性的深度解剖[J].中国社会科学,2008,(3).

[责任编辑：汪智力]

Under the Pressure of the New Coronary Pneumonia Epidemic, the Default Risk of Emerging Market Debts and Countermeasures

ZHANG Rui

Abstract: The abrupt new coronary pneumonia epidemic has led to a sharp contraction and severe recession in emerging market economies. In order to reduce the impact of the epidemic on the economy, emerging market countries have generally implemented expansionary fiscal policies. As a result, fiscal deficits have been significantly enlarged and soared, and external debt capabilities have been severely weakened. Not only that, the global quantitative easing led by the Federal Reserve has led to rapid depreciation of emerging market currencies. The cost of national debt servicing has increased dramatically, and the risk of debt default is on the verge. To effectively prevent and reduce debt defaults in emerging market countries, it is necessary to mobilize and

gather global forces on the basis of adhering to a humanitarian position. At the same time, emerging market countries should also make constructive strategic adjustments, such as structural reforms, capital market improvement and Collective "go to dollar" and other measures.

Keywords: emerging market debt; debt default; Argentina debt default; national sovereign debt; sovereign debt default

[作者简介] 张锐（1964-），男，湖北孝感人，广东外语外贸大学经济学教授，中国市场学会理事，主要从事国际金融与服务贸易研究。