

# 动荡不安的 新兴市场

马哈茂德·普拉德汉就新兴市场的前景对话  
理查德·豪斯和大卫·卢宾

过去一年，新兴市场资产的表现格外强韧，一反疫情暴发时更黯淡的预期。发达经济体的央行向市场注入了大量的流动性，这无疑发挥了积极作用。而一些新兴市场经济体还创造了更多政策空间，包括转向人们原以为只适用于发达经济体的非常规货币政策。此次危机将给全球经济留下伤痕。新兴市场和低收入国家的债务负担正上升至前所未有的水平。当全球流动性大潮退却时，是否会有更多国家需要资金援助？私人投资者是否愿意与它们分担负担吗？

两位资深市场参与者，德盛安联资产管理公司新兴市场债券首席投资官理查德·豪斯，花旗银行新兴市场经济主管大卫·卢宾，解释了为什么这类资产的成熟有助于减轻危机的影响，有助于增强其韧性，以及为什么有助于全球流动性环境恢复至常态水平。但他们认为，有些国家的私人部门需要承担经济调整所产生的负担。他们还呼吁包括国际货币基金组织（IMF）在内的公共部门，帮助各国利用环境、社会和治理标准合规债券发行需求不断增长的现状。

《金融与发展》：你对新兴市场资产类别在疫

情期间的表现感到惊讶吗？

理查德·豪斯：不惊讶，原因有两个。首先，新兴市场的资产类别目前已经远更多元化。其次，此类资产主要由国内投资者持有。25年前我刚入行时，可供选择的国家很少，我们这样的外国投资者控制着这类资产。今天，可供选择的国家超过80个，外国投资者的平均持有占比约为20%（包括企业债券）。庞大的国内持有限制了危机的蔓延，让整个资产类别更具韧性。

大卫·卢宾：卫生危机波及范围广，破坏程度深，可能产生多种后果。从3月下旬开始，美国实际利率暴跌，这一指标至关重要，40年的历史表明，美国实际利率暴跌会推动资金流向新兴市场经济体。2020年全年，新兴市场经济体借款人发行的欧洲债券总量约为8000亿美元，较2019年增长了10%以上。考虑到经济衰退导致经常账户逆差赤字减少，多数新兴经济体的外部融资需求下降，债券发行总量的增长尤其令人意外。

《金融与发展》：当发达经济体的长期收益率开始趋于正常，央行开始退出资产购买时，会出现什么情况呢？

David Lubin

**大卫·卢宾：**自 20 世纪 70 年代以来，美国加息就一直对新兴市场的资本流动构成威胁。最近，十年期美国国债小幅上涨，引发了一轮动荡。但根据任何历史标准，十年期美国国债实际收益率维持在负值，都是极低的水平。只要收益率在这种低位徘徊，大规模资本外流的威胁就应处于可控状态。

**《金融与发展》：**你们都认为，新兴市场降低对外国投资者的依赖程度，会增强自身韧性。但外国投资者是否更善于差异化对待不同国家？还是发达经济体的大规模政策应对引发了混乱？

**理查德·豪斯：**2020 年年初，几乎所有资产类别都出现了暴跌，然后强劲反弹。流动性的注入掩盖了一些问题，但并没有掩盖所有国家的问题。尽管多数资产价格必然随着流动性大潮而水涨船高，但决定资产价格的最终还是宏观和政治因素。市场参与者往往合理地差异化对待，特别是在主权信用和外汇方面。

**大卫·卢宾：**2020 年最出乎意料的是，几乎所有的新兴经济体如何得以放宽货币政策。这在很大程度上得益于美联储的支持，2020 年 3 月，美联储表示，“交给我们吧，我们会解决这个问题。”这是美联储释放出的一个强烈信号，表明货币政策也可以用来拯救新兴市场。动用财政政策则更加困难，因为多数国家不具备发达经济体的雄厚财力。

**《金融与发展》：**如果美国经济强劲增长带

动长期利率上行，能否抵消借款成本上涨的影响？

**大卫·卢宾：**一般情况下，我认为无法抵消。我认为，当美国收紧货币政策时，新兴经济体因资本外流而蒙受的损失，要超过出口增长带来的收益。原因是，近年来，影响全球投资贸易和大宗商品价格的主要因素不是美国，而是中国。美国的决策影响到新兴市场的资本账户；但中国对其经常账户的影响更加显著。

理想的组合是，弱化美国的影响力，以低利率推动资本流向新兴市场，强化中国的作用，促进贸易和投资活动。若美国能通过拜登总统的基础设施计划影响全球投资增长，这将帮助到新兴国家，特别是中国将发展重心重新转向消费市场。

**《金融与发展》：**新兴市场更加积极地运用了非常规货币政策。这是否意味着一些国家具备的工具超出我们之前的想象？

**理查德·豪斯：**这很难一概而论，量化宽松存在几种不同的形式。但与几年前相比，各国央行都已采用非常规货币政策。“新兴国家不能实施量化宽松政策，否则会引发动荡”的说法早已成为过去。

**大卫·卢宾：**但不同国家的政策非常多样化。例如，印度就宣布成功实施了扩张性财政政策，对债券收益率设置了上限。如果其他国家也推行这一政策，就会出现大规模的资本外流。其不同之处往往在于市场对各国增长潜力的信心，及其资本账户的开放程度。

**《金融与发展》：**债务负担不断增加，您对此是否有诸多担忧？新兴市场，尤其是低收入国家，能够通过增长摆脱债务危机吗？

**理查德·豪斯：**应对新冠疫情对金融市场的影响是一个全球性关切的问题。对我来说，一个紧迫的问题是各国经济增速之间存在差异。很遗憾，相比发达经济体，新兴市场的疫苗分发速度要慢得多。但市场未考虑到这种差异。尽管新兴市场会实现反弹，但我认为，其债务占 GDP 的比重若干年内都无法降至新冠疫情暴发前的水平。

**大卫·卢宾：**我同意。累积巨额外债非常危险。但我们现在的状况还不至于此。从历史标准来看，外债偿还率、外债与外汇储备之比等指标尚未达到过高水平。美国的低利率有助于将偿债成本维持在较低水平。20世纪80年代和90年代危机的共同点是，新兴经济体缺乏美元资产。在过去的20年里，许多新兴经济体都在努力积累外汇储备。一些国家的国内债务问题更为严重。投资者和IMF缺乏相关经验，不了解此类危机可能会导致哪些后果。我们在过去40年中积累的经验主要与外债相关。

**理查德·豪斯：**最大的不同是，钉住汇率制已经成为历史。因此我认为，新兴市场不会再出现大规模的系统性危机。有些国家可能会出现企业层面的危机，但绝不会再发生主权国家层面的危机。

**《金融与发展》：**你认为是否会有很多国家需要IMF或其他多边机构提供资金援助？私人部门能否分担经济调整产生的负担？

**理查德·豪斯：**尽管美国国债进行了大幅度的重新定价，但我们可以看到，在2021年第一季度，新兴市场的主权和企业债券发行规模创下了记录。一些面临流动性或偿付问题的国家需要IMF提供更多援助，并且可能需要私人部门参与重组。具备基本的主权资产负债表分析能力的人都能看到这一点。但我不认为这种情况会蔓延开。近期，阿根廷、厄瓜多尔和黎巴嫩的违约或债务重组没有蔓延开。这为何与往日不同呢？当债务明显不可持续时，私人部门必然应该参与进来。

**大卫·卢宾：**投资组合经理的工作就是评估风险。20世纪80年代，IMF首次在欠款政策中引入了贷款。如果私人债权人仍然认为IMF会为他们提供救助，那就是工作失职。

**《金融与发展》：**新兴市场 and 低收入国家能否从环境、社会和治理(ESG)合规借款的需求增长中受益？

**理查德·豪斯：**这是一种新兴的资产类别，但潜力巨大。据估计，该类资产规模约160亿美

元，但只占新兴市场资金管理总额的4%。现在，所有投资人都希望配置这种资产，我有四分之三的客户会见都是关于此类资产的投资策略。

IMF可以发挥自身作用，帮助规模较小的国家参与进来，特别是考虑到其帮助这些国家实现联合国可持续发展目标的承诺。现在，市场上已有关于绿色、社会和可持续债券的国际通用原则，还有大量可用的公共和私人数据。IMF可以在监测、沟通和报告中发挥自身的作用。

**《金融与发展》：**IMF应专注于帮助各国构建绿色债券发行能力，还是专注于监测和执行工作？

**理查德·豪斯：**在帮助各国发行债券方面，投资银行的意愿更强。IMF可以在监测和沟通方面提供更多帮助，尤其是在社会和治理问题上。令人鼓舞的是，IMF的报告已经涵盖这些问题。与各国进行沟通至关重要。这是投资者经常会提出的问题。

**大卫·卢宾：**这个领域很复杂，因为货币是可替换的。例如，一个国家表示，其筹集的资金会投资于绿色项目，或者在农村地区兴建学校。但我们如何确定资金用途呢？

第二个问题是，ESG评级与人均GDP密切相关。我担心，随着绿色和社会责任债券在全球市场上日益深入人心，可能会产生适得其反的后果。低收入国家的资本流入将会面临风险。

**《金融与发展》：**但这不正是ESG债券的宗旨，即向政府施加经济压力，迫使其消除弊端吗？

**大卫·卢宾：**投资者习惯于基于风险对ESG进行评估。社会和治理问题一向是评估分析的一部分，因为这些属于信用风险。但基于价值的投资日益普遍。例如，“这个国家对待记者态度恶劣；直到问题得到解决，我不会在那里投资。”如果这种想法渗入到投资过程中，我不确定谁会从中受益。投资者一方可能拥有筹码，最终会导致这种情况持续存在。FD

马哈茂德·普拉德汉是IMF欧洲部副主任。