

全球冲击，本地市场：不断变化的新兴市场主权债务格局

本章探讨了新兴市场和新兴经济体（下称“新兴经济体”）国内债务市场的演变情况，以及其在债务水平不断攀升（不包括中国，其规模已接近 12 万亿美元）的情况下面对全球冲击的脆弱性。许多新兴经济体及它们的本地债券市场在各种全球性冲击面前展现出了韧性，但它们与那些面临重大困境和宏观不稳定的经济体形成了鲜明对比，这凸显了与国内债券市场发展相关的结构性和市场挑战。

在 2013 年“缩减恐慌”等全球性冲击期间，新兴经济体的国内本币债券市场曾出现大量资金外流，一度面临金融压力。因此，新兴经济体试图寻求增加居民买家在其融资战略中的作用。此外，过去十年本币债券市场回报率走低（主要是受到美元持续走强的影响），使其对全球投资者的吸引力有所下降。考虑到这些情况，新兴经济体在为发行更多债务寻找资金方面有两种主要选择：为本币债务寻找更多的居民买家，或是继续依靠发行外币计价主权债或获取外部贷款。

在国内金融储蓄增加的情况下，一些主要的新兴经济体在很大程度上能够依靠本币债的发行，而国内投资者（特别是非银行金融机构）越来越多地吸收了发行的本币债。这有助于降低币种错配和非居民资金流出带来的风险。其他的新兴经济体则主要通过期限相对较短的国内银行和中央银行融资扩大了借款，并且往往继续依靠昂贵的外币债务。最后，一些新兴经济体的公共债务负担已不可持续，因而不得不寻求重组国内债务。

本章研究了本币债券市场在债券发行构成、投资者吸收情况和市场结构方面的变化是如何影响其面对外部冲击的抗风险能力的。本章估计了全球性冲击对本币债券市场的影响，其与非居民投资者与国内投资者的参与程度的相关性，以及其与国内银行和非银行金融机构之间占比的相关性。实证结果证实，非居民投资者的增加确实与国内市场对全球冲击的敏感度提高存在相关性；此外，国内投资者（尤其是银行）的增加与敏感度降低存在相关性。

这些结果表明，本币债居民买家的增加往往会提高面对全球性冲击的抗风险能力，但这并不意味着国内买家总是越多越好。本章还探讨了过度依赖国内发行和国内需求的潜在弊端，尤其是当这种过度依赖源于金融压抑时。为此，本章强调了过度借贷的风险，突出了国内银行吸收过多主权债（即主权-银行关联）可能产生的不利反馈循环——这种关联在债务困境或重组的情况下可能对金融稳定造成巨大的不利影响。

最后，本章就发展具有抗风险能力的本币债券市场提出了政策建议。虽然改善宏观经济基本面——如增加国内金融储蓄和确保宏观金融环境稳定——仍然十分关键，但强有力的政策框架和稳健的金融市场体系对于将金融储蓄引导至运行良好的本地市场至关重要。当局必须发展重要的市场基础设施，提供法律确定性，并通过稳健的债务管理实践和市场沟通来继续努力深化投资者基础。