

# 全球债务结构性风险凸显

蒋华栋

## 世经述评

国际金融协会日前发布最新一期的全球债务监测报告显示,全球债务总量在今年一季度小规模下滑之后,二季度再次抬头。全球债务在总体规模体量持续上涨的同时,结构性风险也日渐凸显。

从总量上看,截至二季度末,全球债务总量达到296万亿美元的历史最高水平,较新冠肺炎疫情暴发前上涨了36万亿美元。受全球经济复苏逐步提速的影响,在受调查的61个国家中,51个国家的债务占GDP比例出现了不同程度的下降。全球债务占GDP的比例也从一季度的362%下降至353%。值得关注的是,这一比例仍处于历史高位,同时经济复苏带来的稀释效应不足以将债务占GDP比例拉低至疫情前水平。

从债务增长地区上看,新兴经济体和发达经济体债务规模在二季度都出现了不同程度的上涨。其中,发达经济体的债务增速有所放缓,在一季度小幅下滑之后,受欧元区1.3万亿美元债务增幅和美国0.49万亿美元债务增幅的影响,发达经济体债务总量在二季度末达到204.5万亿美元;发展中经济体总体债务增幅较大,二季度增幅高达3.5万亿美元,当前总体债务规模为91.5万亿美元,较疫情前上升了15万亿美元。

从债务结构来看,家庭债务增长成为近期全球债务总量上升的主要支撑。受到全球房地产市场火热的影响,全球家庭债务规模在2021年上半年上升了1.5万亿美元,总体规模达到55万亿美元,而同期政府和公司部门债务仅仅增长了1.3万亿美元和1.2万亿美元。三分之一的受调查国家出现了家庭债务占GDP比重上升的态势。

新兴经济体债务风险和家庭负债率风险成为各方关注的核心。

针对新兴市场债务风险,市场投资者对2013年美联储紧缩带来的新兴市场恐慌仍然记忆犹新。在上一轮紧缩恐慌中,美联储紧缩导致美国实际利率调整,引发海外资产配置的重新调整,进而导致新兴市场经济体资金流动方向的逆转,造成新兴经济体金融市场震荡。这一历史逻辑在近期是否重演是各方关注和研究的重点。

从数据上看,新兴经济体对外币计价证券投资的需求在疫情期间确实有所增长。数据显示,当前新兴市场外汇债务规模达到9万亿美元,相较于2019年年底上升了4300亿美元。同时,低收入国家发行的欧元计价债券规模在经历了2020年大幅下降之后,今年上半年再次抬头,可能在年底达到相当于200亿美元的体量。

从理论上看,考虑到当前新兴市场国家较疫情前快速增长的外债规模、相较于发达经济体相对脆弱的经济复苏力度,在美联储逐步进入新一轮缩减购债周期的背景下,新兴市场风险将不可避免地再次抬头。

这一态势在8月份的国际资本流动数据中有所印证。在7月份经历了投资者对新一轮紧缩风险过度反应后,8月份新兴市场迎来4.2万亿美元的证券投资流入,一定程度上反映了在杰克逊霍尔经济政策论坛美联储主席鲍威尔发表讲话之后,投资者对于新一轮紧缩风险溢价的回调和对于未来新兴经济体债务合理风险程度的回归。

然而,8月份新兴经济体的跨境资金流动严重失衡。8

全球债务在总体规模体量持续上涨的同时,结构性风险也日渐凸显。美联储货币政策收紧无疑会给新兴经济体带来挑战和风险,但这一过程的冲击程度和广度可能较2013年会有所下降。相较新兴经济体风险,家庭债务风险正在成为各国央行的关注和担忧。



月份的净流入态势主要是受到中国市场的支撑。8月份,中国共吸引了63亿美元的债券投资净流入和38亿美元的股票投资净流入。如果将中国剔除在外,其他新兴市场国家则出现了今年3月份以来首次股票和债券市场双净流出的态势。

美联储货币政策收紧无疑会为新兴经济体带来挑战和风险,但这一过程的冲击程度和广度可能较2013年会有所下降。这一判断的依据在于新兴市场监管部门的应对轨迹和美联储新一轮货币政策调整的鸽派特质。

从新兴市场国家自身来看,在实际汇率层面,其经常账户的健康度明显好于2013年,因此其对海外证券投资组合的敞口较2013年更好,这意味着发生汇率危机的概率更低。在利率层面,由于高通胀压力,俄罗斯、巴西和墨西哥等主要国家的中央银行已经提高利率以应对通胀上升,并为新一轮紧缩冲击和潜在增长乏力预留了一定的政策空间。

从美国新一轮货币政策调整趋势看,鲍威尔和伯南克的表态明显不同。2013年时任美联储主席伯南克的表述是美联储将逐步走上缩减购债规模并最终收紧货币政策的道路;2021年美联储主席鲍威尔的表述是当前条件已经满足了缩减购债规模的条件,但何时加息则需要依据另外一套指标考察。相对鸽派的美联储态度、美国更大的外部赤字和财政赤字可能在未来限制美元的升值幅度。

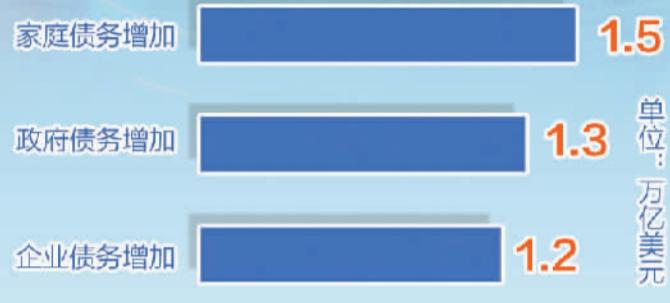
因此,实际汇率更加均衡、外部账户更加稳固、利率空间

更为充分,为新兴经济体应对美联储更为鸽派紧缩路径提供了相对充分的缓冲。

相较新兴市场风险,家庭债务风险正在成为各国央行的关注和担忧。与去年同期相比,全球金融企业部门、非金融企业部门增幅分别为3.9万亿和0.5万亿美元,而家庭部门债务增量超过了两者总和,达到5.9万亿美元。其中,新兴经济体家庭债务增幅为2.8万亿美元,发达经济体家庭债务增幅为3.1万亿美元。

国际清算银行日前发文表示,房价的上升可能在短期内提振消费,但是在信贷同步增长的情况下将提升中期下行风险。当前数据显示,房地产的火热超出了借贷成本和租金等基本面因素的支撑范围,房价与基本面决定因素之间的明显背离意味着更大的风险。对于各国央行而言,未来宏观审慎政策的挑战之一是如何应对不断累积的金融失衡,尤其是房地产领域导致的债务和其他危机风险。

瑞士央行日前也表示,当前数据显示出房地产抵押贷款借贷和债务规模的不可持续性,未来潜在价格修正将带来系统性风险。在其评估中,可能诱发家庭债务危机的因素有多种,包括超出预期的、快速上升的利率调整,或者出现房地产价格的下降,或者抵押贷款违约率的上升。无论起因是何种要素,家庭债务危机的出现将直接冲击各国金融稳定,并造成严重的居民社会生活危机。



本报阿布扎比讯(记者王俊鹏)近日,阿联酋政府宣布将陆续推出50个旨在促进阿联酋经济、社会发展的新项目。

新推出的50个国家项目立足于十大基本原则,包括以加强国家统一、完善联邦制度、推进行政治理体系和能力建设、平衡财政预算作为项目设立的根本出发点;努力将阿联酋打造成为全球营商环境最好、最具活力的经济体;阿联酋的外交政策将为阿联酋最重要的核心利益——经济发展提供必要的支持与服务,经济发展的最终目标是为阿联酋人民提供更好的生活;未来经济增长的主要驱动力是人力资本,发展教育体系、吸引人才、加强技能培训,将是确保阿联酋保持竞争力的关键。与邻国发展稳定和积极的政治、经济和社会关系是阿联酋外交政策中最重要的优先考量之一。

作为“50项目”的重要组成部分,阿联酋政府宣布推出“绿色签证”,这也是自2019年11月份开始为投资者、企业家以及特殊人才颁发10年“黄金签证”后又一项重要政策调整。阿联酋政府表示,“绿色签证”是一个新的居留系统,将居留签证与工作签证分开,主要针对优秀的科技人才、投资者、企业家、中小企业主及成绩优异的毕业生。签证到期后,持有人将有90天至180天续签或重新申请的时间,而以前续签期限通常只有30天。与此同时,阿联酋政府宣布推出另一类“自由职业者签证”,以吸引特殊人才。

在财政投入方面,阿联酋政府宣布将通过阿联酋开发银行拨款50亿迪拉姆(约合13.6亿美元)支持阿联酋在新兴及重点领域项目。该行还将另外拨款50亿迪拉姆,用于未来5年内对工业部门的转型升级,旨在将国内生产总值提升250亿迪拉姆,并将工业生产水平提高30%。此外,阿联酋政府还将在未来9年内寻求1500亿美元的外来投资,用于发展本国经济。

## 柬埔寨制衣业最低工资谈判各执一词

本报驻金边记者 张 保



9月14日,一年一度的柬埔寨纺织、服装和鞋类行业最低工资谈判再度启动。该机制自2013年建立以来,已经将行业最低工资由每月61美元提升至2021年的每月192美元,涨幅明显。由于该行业是柬埔寨最大的出口行业,雇佣工人超过70万,谈判结果会对其他行业产生示范效应,因此每次谈判都引起当地社会广泛关注。

2020年以来,受新冠肺炎疫情冲击,柬埔寨制衣制鞋业面临国外订单下降和国内封锁隔离的双重考验,数百家企业停工,一些企业更是关门倒闭,影响超过10万名工人。2020年7月份,柬埔寨制衣厂商会等多家商会曾发表联合声明称,已有约400家服装鞋类企业以及旅行用品企业停产,波及约15万工人。

虽然政府和企业为停业工人按月发放补贴,一定程度上缓解了工人们的生计压力,但如果经济形势不好转,这种方式将无法长期维持。好在欧美市场需求随着新冠疫苗的问世而逐渐反弹,柬国内工厂也在政府的大力防控和大规模疫苗接种之后陆续开工。近期更是由于周边邻国疫情再起,不少订单流向柬埔寨,一些工厂甚至开始考虑扩充生产线。但据柬商业部统计,今年前8个月出口仍同比下降5.3%,纺织

类出口仍呈下降趋势。

复杂的形势使得参与谈判的三方给出了方向不同的薪资方案。工会要求增加22.2美元,上涨至每月214.2美元。企业方提议减薪8.6美元,下降至每月183.4美元。政府则提议将最低工资从目前的每月192美元微降至每月191.9美元。本次会议上,各方阐明立场,并未达成一致。

柬埔寨2018年批准的《最低工资法》明确,最低工资将通盘考量家庭状况、通货膨胀、生活成本、生产效率、国家竞争力、劳动力市场以及行业盈利能力7个因素。根据记者看到的材料,劳资双方在多个因素的判断上截然不同。例如,在生活成本方面,资方认为无变化,劳方认为有4%的增幅;在生产效率方面,资方认为下降了0.75%,劳方认为上升了2.6%;在国家竞争力方面,资方认为衰退了5.25%,劳方则认为上升了1%。各项综合下来,企业方认为工资应该下调4.5%,工会则认为应上调11.6%,差距巨大。

柬埔寨劳工联合会主席艾吞表示,工会方面的提议是基于生活成本等因素的变化情况作出的。全国工会联合会主席法萨利表示,他对这一结果表示乐观。他认为虽然新冠肺炎疫情仍在持续,但出口似乎已经有所改善,而工人仍在面

临巨大困难。柬埔寨联盟工会主席杨素朴表示,无法确定最低工资是否上涨,但谈判必须进行。目前工人工资太低,无法满足基本的日常开支。对于劳方的诉求,艾吞表示:“这个数字来自我们的调查结果,但它也不是定案。根据辩论的情况,我们可能进行下调。”

柬埔寨制衣厂商会秘书长卢启健表示,除通货膨胀之外,其他因素都不变或出现下降,因此最低工资应该有所下降,而且各种防疫措施也增加了企业成本。柬埔寨中国商会纺织企业协会会长何恩佳表示,为控制疫情所采取的封锁和隔离措施,导致上半年出口下降,尤其是对欧出口。近期,由于越南和缅甸的部分订单转移至柬埔寨,缓解了柬埔寨淡季缺单的情况。总体而言,今年比往年淡季略好一些,但由于接单能力不同,各家工厂状况也是苦乐不均。何恩佳表示,目前柬埔寨的最低工资标准已与越南河内、胡志明等区域基本持平,更超过缅甸、孟加拉等国。

在柬开设印染厂为制衣厂提供配套服务的郭某表示,今年制衣行业状况有所改善,除新增订单外,还有不少历史积压订单正在加紧赶工,一些工厂甚至出现了“爆单”情况。但他也表示,如果将最低工资调增至每月214.2美元,必将对整个行业造成巨大冲击。

柬埔寨唯一的上市制衣企业、昆州国际首席执行官陈聪淇表示,今年第二季度企业因封城而停产,对产值造成约5%的拖累。企业及时采取措施,通过提升生产效率,增加加班,提高物流效率等方式,预计2021年全年出口值将与去年持平。对于新一轮的最低工资谈判,陈聪淇表示,公司一直将员工视为公司最重要的资产,公司成立至今,没有裁员、减薪或放无薪假。但柬埔寨经济受到疫情重创,他希望股东、客户和员工共克时艰,维持目前192美元的最低工资水平。

柬埔寨最低工资谈判由工会、企业和政府三方共同参与,历史上还没有过调降的经历。即使在疫情暴发的2020年,最低工资也微涨了2美元。除工资外,政府还要求企业提供小额的交通和房租补贴,以及全勤奖金、工龄津贴等,以体现政府对工人群体的关心,争取民众支持。明年乡选在即,此时降低工资是明显的“政治不正确”,可能性很低。但随着工资的连年上涨,确实已影响到柬埔寨制衣业的竞争力。

显然,柬埔寨要解决的不是简单的涨不涨工资的问题,而是如何使经济结构更加平衡,出口产品更加多元,如何向价值链上游攀爬的问题。与此同时,生活成本不断上升,工资无法明显改善工人生存状况也是现实。如何使民众在国家的快速发展中有切实的获得感,显然还需要政府在工资之外,出台更多配套政策支持。