

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第一篇：新冠疫情对全球债务经济的影响



2021 年 03 月 29 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第一篇：新冠疫情对全球债务经济的影响

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

20 世纪 80 年代后，受布雷顿森林体系解体以及全球金融化加速推进的影响，欧美日等发达国家由“过剩经济”向“债务经济”转型。此外，拉美以及亚洲等新兴经济体也通过举借外债以及吸引外资等方式，逐步实现追赶效应和债务原始积累。因此，2019 年全球债务规模创历史新高，考虑到 2020 年全球为抗击疫情而扩大财政救助力度，预计未来全球债务规模有继续大幅攀升之势。新冠疫情全球蔓延直接冲击各国的经济增长、财政收入以及外汇储备，导致债务经济的运行模式难以为继。因此，本文首先对债务经济、全球债务规模以及债务结构进行阐述和分析，然后分别讨论发达经济体以及新兴经济体的债务经济形成原因，最后分别分析新冠疫情对发达经济体以及新兴经济体造成的影响。

正文

一、 债务经济综述

“债务经济”最初是由美联储前主席格林斯潘提出，格林斯潘认为，美国债务扩张是全球化的一种赋能，美国通过个人消费信贷透支、企业债务积累、政府赤字和国际贸易赤字等“多维赤字”的方式，推动本国经济繁荣发展。尤其是在布雷顿森林体系崩溃后，以美国、日本和欧洲发达国家为代表的发达经济体率先通过赤字模式来发展经济，导致发达经济体的债务不断积累，并逐步扩展至新兴经济体的债务攀升。

债务经济主要侧重于一国政府的财政状况，具体包含以下特点¹：一是政府往往采取长期宽松的财政政策，通过宽松政策营造低利率和低储蓄的投资环境，从而增加投资和促进消费，带动经济发展。二是政府财政缺口长期存在，该缺口不仅由刺激经济的生产性支出导致，而且还源于大量的非生产性支出，包括军费支出、养老和医疗保险类福利支出等；另一方面，为配合宽松政策的实施效果，政府往往采取较低的税率，造成了财政收支不匹配，进而导致财政缺口不断扩大。三是债务规模长期较高或持续增长，政府为平衡财政收

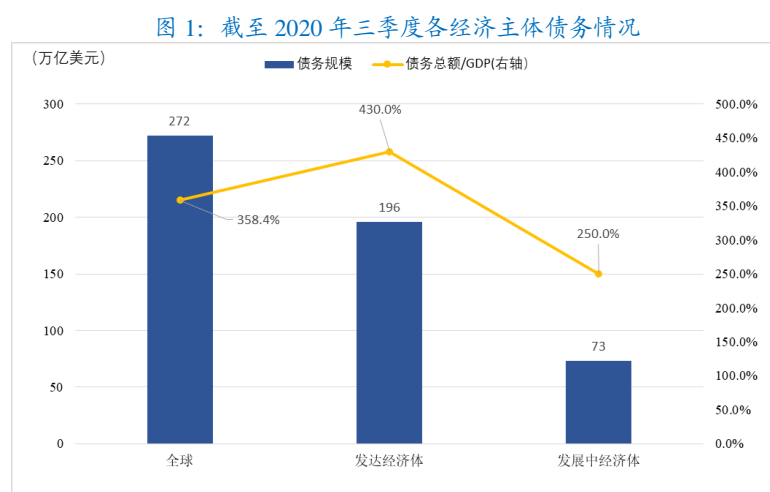
¹ 引用自《发达国家债务经济可持续性现状与趋势》，郭敏、安亚琼，2013 年第 10 期

支，通常会通过债务融资的方式进行弥补。尤其是对于拥有国际货币的发达经济体，往往会通过国内、国际金融市场进行融资，导致政府债务规模逐步攀升。

而债务经济的可持续与否主要体现在两种结果上，一是经济快速增长支持高债务和高财政赤字模式运作。美国经济学家 Domar (1944 年) 认为高额赤字必将促进经济快速发展，于此同时可以增加税收收入来偿还债务，经济增长与债务积累同步进行，债务负担问题实质上是经济增长速度问题，而不在于政府债务规模大小。徐永定 (2000 年)² 认为，虽然部分政府长期无法实现财政平衡，但只要能通过发行债务为其融资，便可以认为其财政依旧处于稳定状态。二是体现在债务经济无法持续而爆发债务危机。Cole 和 Kehoe³ (1998 年) 指出，政府债务时候可持续以及债务经济是否会演变为债务危机，主要取决于借新债是否是政府筹集资金的唯一办法，如果政府无法增加税收收入或者无法通过其他渠道获得融资，则会出现债务违约风险，2008 年爆发的美国次级债务危机以及 2012 年爆发的欧洲债务危机，均为债务不可持续的结果表现。

二、 全球债务经济的基本情况

根据国际金融协会 (IIF) 数据显示，截至 2020 年三季度，全球债务规模达到 272 万亿美元，较去年同期大幅增长 8%，债务规模创 1970 年有数据统计以来新高；其中发达经济体的债务规模达到 196 万亿美元，相当于 GDP 的比重高达 430%，较 2019 年大幅增长 50 多个百分点；而新兴经济体债务总规模达到 73 万亿美元，相当于 GDP 的比重高达 250%。根据 IIF 预测数据显示，考虑到全球为抗击疫情而扩大财政救助力度，预计 2020 年全球债务规模将攀升至 277 万亿美元，占全球 GDP 的比重高达 365%，全球债务压力空前。



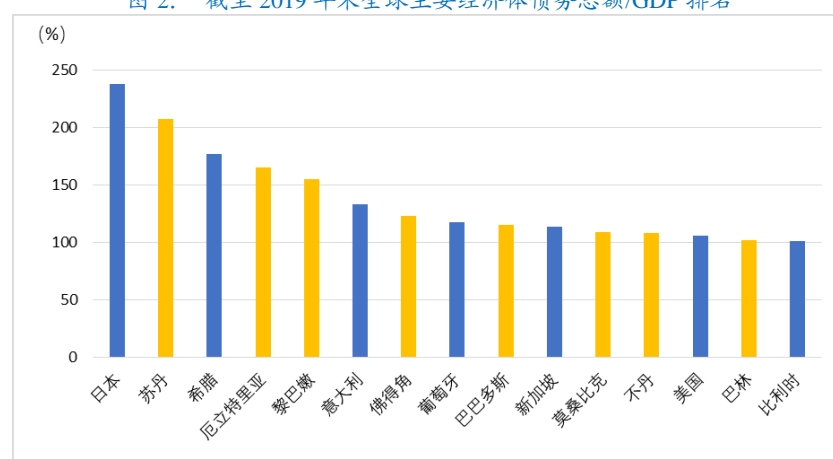
² 引用自《从欧洲主权债务危机到全球主权债务危机》，徐永定，2020（6）

³ 引用自 *Self-fulfilling Debt Crises*, Cole, H.L. and Kehoe, T.J., 1998

数据来源：IIF，联合资信整理

从债务规模来看，截止 2019 年末，美国债务规模高达 23.1 万亿美元，位居全球第一；其次分别为日本、意大利、法国、英国、德国、中国、巴西、印度和加拿大。从债务负担看，2019 年全球政府债务总额相当于 GDP 的比重超过 100% 的国家共有 15 个，其中发达经济体有 7 个，而新兴经济体有 8 个；日本是全球债务负担最重的发达经济体（237.7%），苏丹（207.0%）是债务负担最重的新兴经济体。整体看，新兴经济体由于经济起步较晚，使得债务规模的绝对值较小；但由于自身经济基础较为薄弱且财政支出刚性较强，因此债务的相对值较大，因此新兴经济体的债务脆弱性明显大于发达经济体。

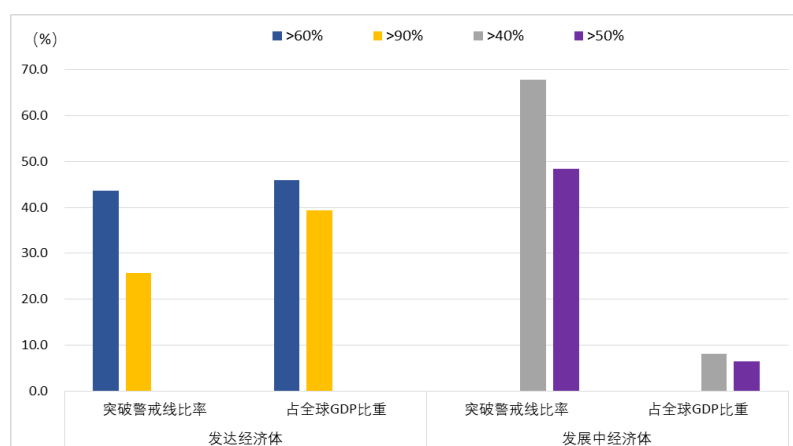
图 2：截至 2019 年末全球主要经济体债务总额/GDP 排名



注：蓝色代表发达经济体，黄色代表新兴经济体；
数据来源：IMF，联合资信整理

从债务警戒线来看，在发达经济体中，政府债务总额相当于 GDP 的比重超过 60% 的国家有 17 个，其经济总量约占全球经济总量的 46.0%；而政府债务总额相当于 GDP 的比重超过 90% 的国家有 10 个，其经济总量约占全球经济总量的 39.3%。在新兴经济体中，政府债务总额相当于 GDP 的比重超过 40% 的国家多达 105 个，其经济总量约占全球经济总量的 8.0%；而政府债务总额相当于 GDP 的比重超过 50% 的国家多达 75 个，其经济总量约占全球经济总量的 6.5%。整体看，全球有一半以上的经济体已经陷入债务警戒之中，其中新兴经济体突破债务警戒线的情况越来越多，但由于其经济体量较小，尽管发生主权债务危机，对全球经济的影响也相对较小；但值得注意的是，占全球经济约 40% 的发达经济体债务压力超过 90%，发达经济体债务经济的可持续性较为脆弱。

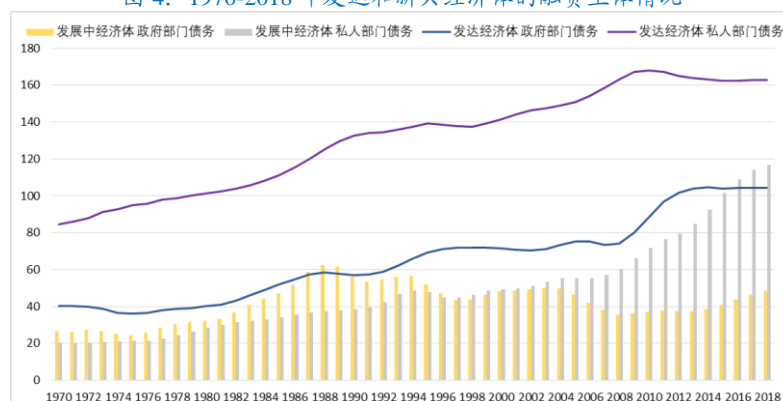
图 3：全球不同经济体突破债务警戒线情况



数据来源：IMF，联合资信整理

从融资主体来看，一方面，发达经济体政府自 2008 年后，为应对全球金融危机而加速发债，政府债务水平由 74.1%（2008 年）大幅上升至 101.6%（2012 年），而私人部门仅上升 1.8 个百分点，说明本阶段发达经济体以政府部门为主要融资人；自 2012 年欧债危机爆发后，发达经济体多采取紧缩的财政政策限制债务增长，因此 2012-2018 年政府债务水平和私人债务水平变化均较小。另一方面，1970 年以来，新兴经济体在政府部门的债务负担表现平稳，但私人部门债务水平快速攀升，2018 年私人部门债务与 GDP 比值达到 116.6%，与发达国家私人部门的债务水平差距大幅缩小，说明新兴经济体的家庭和企业杠杆较大。

图 4: 1970-2018 年发达和新兴经济体的融资主体情况



数据来源：IMF，联合资信整理

三、 新冠疫情对发达经济体债务经济的影响

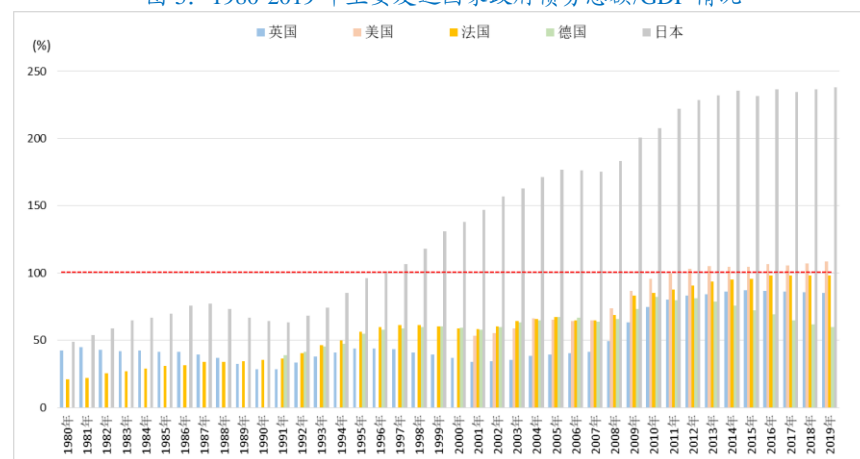
（一）发达经济体债务经济的形成原因

20 世纪 80 年代后，受布雷顿森林体系解体以及全球金融化加速推进的影响，美国采取“多维赤字”的经济增长模式，即通过经常账户赤字向全球输出美元、通过政府财政赤字加速经济建设，以及通过企业和家庭借债生产和消费来盘活经济，促使经济增长模式由“过剩经济”向“债务经济”转型。与此同时，英国、德国以及法国等发达经济体也凭借自

身的国际货币优势和经济全球化的契机而走向债务经济。

债务经济的形成需要一定条件：一是政府采取扩张的财政政策，加剧财政收支失衡和政府债务增长。政府为发展经济而采取减税或低税率的税收政策，但生产性（基础设施建设等）以及刚性（军费、养老以及医疗等）财政支出规模依旧较大，造成财政收支结构失衡。为达到财政收支平衡，政府往往通过大量举债的方式弥补财政赤字，欧美等发达经济体借助本国内部融资渠道畅通以及本币具有国际地位的优势，在国内外金融市场大量融入资金。具体来看，美国从奥巴马时期的“财政悬崖”到特朗普时期的大幅减税，造成财政收支结构严重失衡，政府财政赤字率由 0.5%（2001 年）逐步攀升至 13.2%（2009 年）再逐步回落至 6.3%（2019 年），相应政府债务相当于 GDP 的比重也由 53.1%（2001 年）大幅攀升至 108.7%（2019 年），导致美国政府多次面临“关门”困境，仅 2018 年美国政府就经历了三次停摆，其中一次甚至持续长达 35 天；日本因经济长期低迷以及人口老龄化日趋严重，政府采取扩大财政支出以及减少税收的举措，使日本政府债务规模屡创新高，2019 年日本政府债务总额相当于 GDP 的比重高达 237.7%，在全球也处于偏高水平；欧元区国家中仅德国的债务控制取得一定成效，由于德国采取“债务刹车⁴”和“黑零政策⁵”，导致政府债务压力不断降低，2019 年政府债务相当于 GDP 的比重（59.5%）降至《马斯特里赫特条约》所规定的政府债务限额（60%）以下，但英国和法国的债务压力均处于 100% 左右。

图 5：1980-2019 年主要发达国家政府债务总额/GDP 情况



数据来源：IMF，联合资信整理

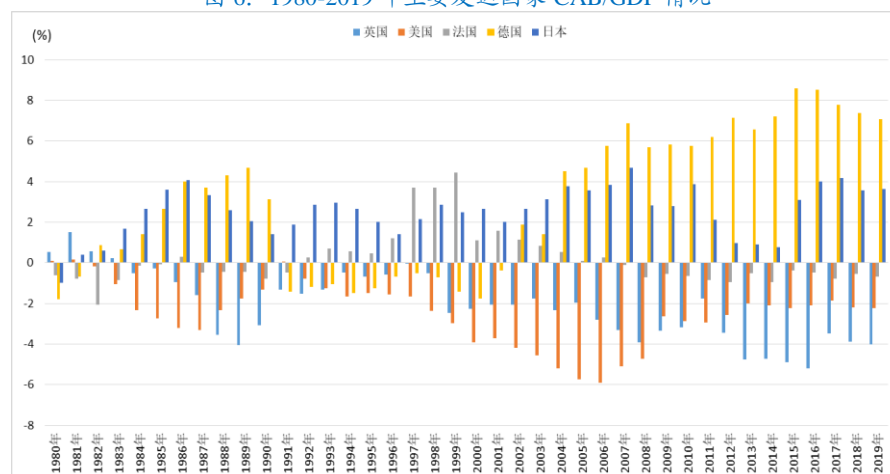
二是贸易和经常账户长期赤字造成国际收支失衡，政府需要发行外债来弥补国际收支缺口。不论是拥有独立货币的美国和英国，还是拥有区域货币的欧元区成员国德国和法国，

⁴ 为确保德国债务增长速度可控，德国引入“债务刹车”条款，2011 年将这一条款写入宪法，即德国结构性赤字不可超过国内生产总值的 0.35%，保持预算平衡。

⁵ “黑零政策”是指德国政府以财政收支平衡或财政盈余为目标的政策。

在国际上均有便利的债务融资环境，主要是因为这些国家的本币在世界经济贸易中具有流通属性和储备属性。政府通过宽松的货币政策营造低利率和低储蓄的投资环境，从而增加投资和促进消费，但由于国内供给无法满足生产和消费需求而形成贸易和经常账户赤字，而经常账户的赤字往往需要政府通过融资来弥补国际收支缺口。具体来看，美元和黄金脱钩后“特里芬两难”问题愈加严重，一方面美国通过超发货币来向世界进口大量原材料和生活必需品；另一方面，由于美元具有国际储备作用，新兴经济体多通过出口创汇的方式储备美元，最终导致美国国际收支常年失衡以及外债规模屡创新高。美国经常账户赤字相当于 GDP 的比重自 1982 年起陷入长期逆差，并在 2006 年达到峰值（5.9%），之后又逐步回落至 2.2%（2019 年）。再者，美联储在 2019 年和 2020 年多次下调联邦基准利率至 0%-0.25% 的历史低点，导致美债收益率自 2019 年 7 月以来连续下跌，使得美国债券融资成本大幅降低。而美元拥有国际储备货币地位，全球对持有美元作为外汇储备仍是刚需，这也为美国对外融资提供了天然的渠道基础。截至 2019 年末，美国外债规模达到 20.6 万亿美元，外债规模相当于 GDP 的比重高达 96.1%。

图 6：1980-2019 年主要发达国家 CAB/GDP 情况

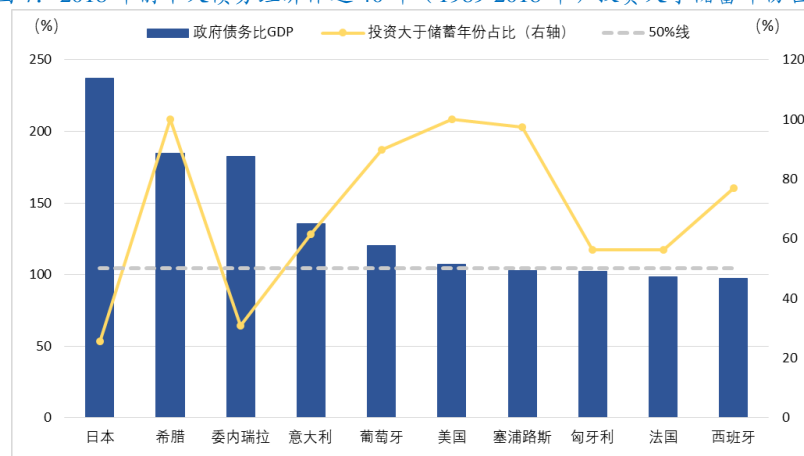


数据来源：IMF，联合资信整理

三是债务经济主要依赖投资拉动经济增长，因此存在较大的储蓄-投资缺口，催生居民、企业以及政府负债增长。与传统依靠储蓄驱动经济增长模式不同，债务经济体依靠投资驱动经济增长，具体表现为先投资后生产，因此常年存在储蓄-投资缺口（储蓄-投资<0，即投资>储蓄）。1980-2018 年期间，在全球债务排名前十大的经济体中，有 8 个经济体的储蓄-投资缺口年份超过半数，其中美国 and 希腊则表现为全部年份均存在储蓄-投资缺口。具体来看，20 世纪 80 年代以后，美国较长期的储蓄纷纷进入房地产、证券以及有利可图的生产性投资领域，导致储蓄-投资缺口由-1.3%（1980 年）逐步扩大至-5.8%（2008 年），储蓄-投资缺口不断扩展并形成美国国内的居民负债、企业负债和政府债务，即美国的“内债”，因此美国私人部门债务占 GDP 的比重由 140.5%（1980 年）上涨至 211.8%（2018 年），涨

幅超过 71 个百分点。美国私人部门加杠杆带来的最大风险在于，企业杠杆贷款和垃圾债的发行放量，二者的发行放量表明加杠杆企业（发行主体）的评级下沉。

图 7：2018 年前十大债务经济体近 40 年（1989-2018 年）投资大于储蓄年份占比



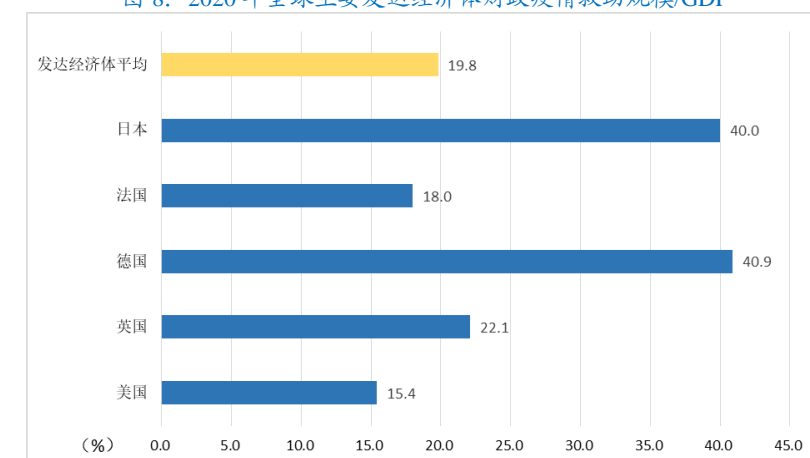
数据来源：IMF，联合资信整理

随着全球化进程的推进，在国际产业分工升级中，发达经济体普遍倾向于选择知识创新、高科技、金融等高端技术产业发展方向，而逐步将国内资本密集型的制造业产业向外迁移。制造业外移造成的产业空心化使得发达国家在商品供给方面依赖进口，因此表现为国际贸易的长期赤字状态，这一产业调整也进一步助长了发达国家债务经济的发展。此外，发达经济体金融和服务业的繁荣为经济增长提供了动力，同时为全球金融市场的深度融合和不断创新提供了可能，助推全球债务经济进一步深化。

（二）新冠疫情暴发后各国的财政救助政策

2020 年初新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称新冠疫情）全球蔓延，导致全球经济陷入衰退风险。为此，各国政府均采取宽松的货币政策和积极的财政政策，通过投放大量流动性以挽救市场运行。美国方面，新冠疫情暴发以来，美国联邦政府已先后出台五轮纾困措施，3 月 6 日美国通过第一轮总额达 83 亿美元救助基金，主要用于支持医疗卫生部门抗疫；3 月 18 日美国国会通过总额达 1,920 亿美元的第二轮救助计划法案（FFCRA），主要用于开展病毒检测以及扩大对家庭的失业保障；3 月 25 日美国国会通过总额达 2.2 万亿美元的第三轮救助措施，主要用于帮助遭受重创的银行、中小企业以及为医疗系统提供支持，该法案也是美国历史上规模最大的财政救助法案；4 月 23 日美国国会通过了总额达 4,840 亿美元的第四轮救助措施，主要为小企业和医疗防疫增加支出；12 月 27 日特朗普签署了价值 2.3 万亿美元的预算法案，其中包含价值 9,000 亿美元的新冠纾困法案，该举措不仅为美国家庭直接提供财政经济援助还避免了美国政府陷入“关门”境地。截至 2020 年 12 月末，美国财政救助法案支出规模相当于 GDP 的比重高达 15.4%。

图 8: 2020 年全球主要发达经济体财政疫情救助规模/GDP



数据来源: 联合资信整理

欧洲方面, 欧盟委员会于 4 月通过了规模达 5,400 亿欧元的三项应对措施, 包括欧盟委员会向成员国提供 1,000 亿欧元贷款加强失业保险、欧洲投资银行为 2,000 亿欧元中小企业贷款担保、欧洲稳定机制向成员国提供不超过其 GDP2% 的贷款以加强医疗系统 (总规模约 2,400 亿欧元); 12 月欧盟委员会达成总额约 1.8 万亿欧元的经济刺激计划, 其中包含 7,500 亿欧元的复苏基金 (由 3,900 亿欧元赠款和 3,600 亿欧元低息贷款组成, 由欧盟委员会通过发行欧盟债券筹集)。英国方面, 英国第一阶段抗疫救助计划达 3,300 亿英镑, 主要用于支持国民健康体系、带薪病假和福利救济金等多项财政刺激政策等; 第二阶段推出规模约 1,600 亿英镑的财政救助计划, 主要用于保障居民就业和企业经营。截至 2020 年 12 月末, 英国财政救助规模相当于 GDP 的比重高达 22.1%。德国方面, 为缓解企业和家庭受疫情的冲击, 德国政府打破长久以来的“债务刹车”传统, 政府通过 2020 年补充财政预算 1,560 亿欧元, 并向经济稳定基金注入 6,000 亿欧元用于股权注入、贷款及担保; 11 月政府通过近 1,800 亿欧元的 2021 年的债务计划, 创下自二战后第二大净新增借款数额。

日本方面, 4 月日本政府宣布了总规模达到 108 万亿日元 (约合 1.0 万亿美元) 的救助案, 占日本 2019 年名义 GDP 比例约 19%; 5 月日本内阁批准了 117 万亿日元 (约合 1.1 万亿美元) 的新刺激计划, 其中将包括相当大规模的直接支出, 以阻止新冠疫情加深日本的经济衰退; 12 月日本政府内阁会议出台第三次大规模经济刺激计划, 计划增加财政支出 40 万亿日元 (约合 0.4 万亿美元), 以恢复经济增长和救助受疫情影响的企业和家庭。截至 2020 年 12 月, 日本政府的抗疫支出总规模相当于 GDP 的比重高达约 40%。

(三) 新冠疫情对发达经济体债务经济的影响

1. 虽然发达经济体爆发主权债务危机的可能性较低, 但对其债务经济的可持续性造成较大冲击

债务经济模式的长期稳定发展需要源源不断的资金来维持财政缺口、经常账户缺口以及储蓄-投资缺口，为此则需要发达经济体保持经济增长态势，来构建债务和财政赤字互相支持的可持续发展模式。一般而言，债务规模上涨需要与经济规模增长相匹配，即二者增长水平应保持相对稳定。但实际上，2008年前以“PIIGS⁶”为代表的欧洲发达经济体出现债务增速与经济增速严重背离的情况，尤其是2008-2012年期间，PIIGS的平均债务增速达到15.1%，而平均经济增速仅为-2.2%，债务经济难以为继并进一步演变成欧债危机。与此同时，虽然以欧美日⁷为代表发达经济体的平均经济增速也落后于平均债务增速，但平均经济增速保持正增长且这些国家的本币具有国际储备价值，有效保证政府债务率维持在可容忍的水平以内，只要经济增长足够支持债务的利息支出，并形成借短还长的债务运行机制，持续的债务经济便不会造成债务规模失控，亦不会出现主权债务危机。

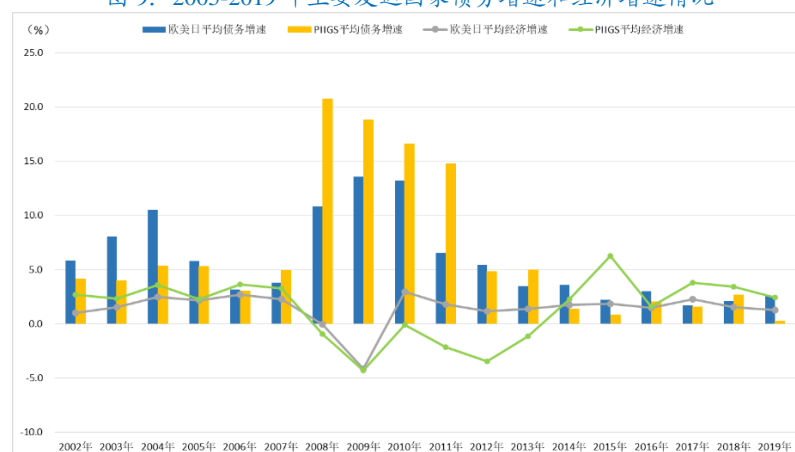
从本次新冠疫情的影响来看，一方面，PIIGS国家在欧债危机后采取紧缩的财政政策，2015-2019年平均政府债务增速约为1.5%，而平均经济增速则上升至3.5%，经济增长有效消化了债务的增长；此外，截至2020年12月末，PIIGS的平均主权CDS息差较上年同期小幅下降2.1个百分点，主权债务违约风险进一步降低。另一方面，欧美日等发达经济体在2015-2019年的平均债务增速有效控制在2.3%，平均经济增速为1.7%，债务和经济保持同向增长且债务增速处于合理可控范围；再加上美元、英镑以及日元的国际货币地位，以及以本国债务持有人为主（英、美平均为74.5%）和长期债务为主（英、美平均为88.5%）的健康债务结构，发生主权债务违约的风险依旧较低。

但值得注意的是，新冠疫情打破了各国经济稳定增长的节奏，根据IMF预测，预计2020年美国、英国、法国、德国以及日本的实际GDP增速将分别下降至-4.3%、-9.8%、-9.8%、-6.0%以及-5.3%，经济增速的显著衰退对债务经济的可持续运作造成直接冲击。欧美日等发达经济体的疫情财政救助规模占GDP的比重均高达10%以上，预计2020年的平均政府财政赤字率将上升至13.7%，较上年大幅增长约11个百分点；平均政府债务水平将上涨至107.8%，较上年大幅增长20个百分点。激增的财政缺口叠加经济实力下滑，可能会加大各国政府的短期债务偿付压力，进而债务经济模式难以为继，需要各国政府在疫情逐步控制后采取严格的政府债务控制计划，以逐步化解各国的债务压力。

⁶ PIIGS 包括葡萄牙（Portugal）、意大利（Italy）、爱尔兰（Ireland）、希腊（Greece）以及西班牙（Spain）。

⁷ 以欧美日为代表的发达经济体选取美国、英国、德国、法国以及日本为分析样本，以下同。

图 9: 2005-2019 年主要发达国家债务增速和经济增速情况



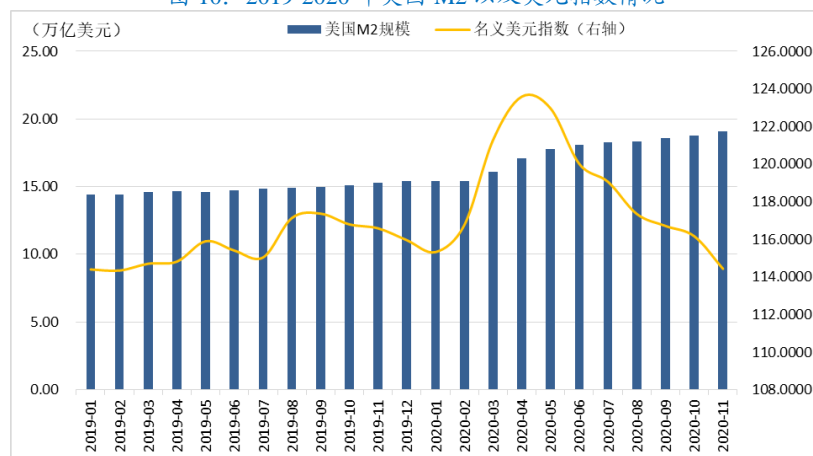
数据来源: IMF, 联合资信整理

2. 债务经济依靠货币优势带来的政策空间逐步压缩，巨额利息支出弱化了财政政策的边际效应

20 世纪 80 年代以来，发达经济体依靠扩张的财政政策和宽松的货币政策来压低借贷成本，对投资以及消费都产生正向激励作用。但随着新兴经济体愈发体现出其追赶效应，发达经济体的债务经济在货币政策和财政政策两个方面的政策空间上均受到一定威胁。

一方面，发达经济体债务经济得以为继的根源在于其拥有国际储备货币，采取低通胀和低融资成本的宽松货币政策依然是发达经济体的最优选择。但新冠疫情暴发以后，美联储多次下调联邦基准利率至 0%-0.25%，并向市场投放 2.3 万亿美元的信贷救助方案，使货币市场流动性过剩。货币超发引起美元贬值，美元自 5 月份以来一直处于持续下跌状态，截至 12 月 17 日收盘，美元指数大幅下跌至 89.7700，较 3 月高点大幅贬值 12.6%。值得注意的是，美国往往通过美元贬值来向全球征收“铸币税”，目前世界多国银行出于对美元的不信任而纷纷增加黄金储备，“去美元化”趋势明显。此外，随着以中国为代表的新兴经济体率先经济复苏，这将进一步加速以美元为融资货币的套利交易，并产生雪球效应，因此美元币值缩水必然会其国际货币地位，债务经济依靠货币优势带来的政策空间在逐步压缩。

图 10: 2019-2020 年美国 M2 以及美元指数情况



数据来源: IMF, 联合资信整理

另一方面，发达经济体的巨额政府债务将承担庞大的利息支出，利息成本将吞噬掉很大一部分联邦预算，而且债务负担越大，其对利率变化也将变得更敏感，导致财政政策的边际效益大幅降低。具体来看，新冠疫情暴发后，美国政府为提振经济而采取大规模的财政扩张措施，预计 2020 年美国政府债务规模将达到 26.5 万亿美元，今后 10 年联邦政府预算中将需要为其债务支付总额高达 10 万亿美元的利息，其中联邦政府利息支出占 GDP 的比重将提升至 24%，巨额的财政利息支出占据了政府的预算分配。此外，财政赤字走扩和政府债务攀升可能通过更高的利息、通胀或者税收来偿还，当前低利率环境为政府还债和借贷创造了良好环境，但却对未来经济形势和债务可持续性埋下隐患，加剧了市场对美国政府财政压力和债务的持续性问题的担忧。

3. 债务经济对私人投资形成挤出效应，可能会拖累经济的复苏步伐

一方面，财政扩张和债务增加会对央行的货币政策形成制约，影响流动性投放和利率调整。新冠疫情后，欧美等国政府债务压力和赤字水平不断增长会造成国民净储蓄的下降，主要是因为政府借款的增加导致大规模用于投资的储蓄转为购买政府债券，长期看储蓄率的下降可能会倒逼银行利率上行，进而对私人投资产生挤出效应。此外，私人部门和政府部门不得不支付更高的利息成本来获取借款，借贷成本的上升又会进一步导致投资的下降，可能会阻碍生产效率的提高以及拖累经济复苏步伐。另一方面，美国作为世界主要结算货币和储备货币的发行国，其债务大多以美元计价，政府可以通过增发美元以化解短期财政收支矛盾，这不可避免的带来货币供应量的增加。美联储在疫情后大规模释放流动性，意味着商业银行的信贷能力大幅增强，如果经济走向复苏，极有可能引发商业银行信贷的快速攀升，而货币市场上的流动性可能加速转化为信贷和其他资产，进一步扩大货币乘数，

可能会放大家庭以及企业的债务杠杆，虚拟经济的快速膨胀势必会对实体经济形成挤压，阻碍经济的复苏动力。

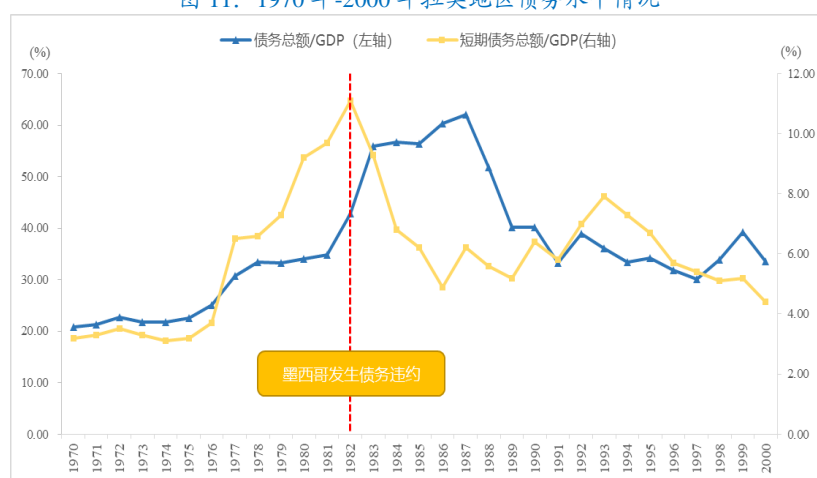
四、 新冠疫情对新兴经济体债务经济的影响

（一）新兴经济体债务经济的形成

1. 拉美地区以及低收入国家在欧美低利率环境下通过举借外债来发展本国经济

新兴经济体的债务积累源于 20 世纪 70 年代，欧美国家陷入经济“滞胀”，美联储采取宽松的货币政策并将联邦基准利率下调至零利率附近。此时正值布雷顿森林解体，全球金融一体化进程不断推进，因此国际资本因追逐高额利润而从欧美地区流向其他新兴经济体。1973-1974 年全球石油价格大幅上涨使得全球国际收支大幅失衡，石油出口国经常账户盈余扩大，并将巨额的石油输出收入存入欧美商业银行，助推欧美商业银行加大对经常账户赤字的拉美地区的放贷规模。拉美国家正处于经济起步阶段，但由于国内银行储蓄水平较低，掣肘政府和企业的投资规模并限制其资本积累，因此拉美国家多采取对外举债的方式来发展本国经济。此外，欧美国家商业银行贷款利率较低且实际利率甚至为负，促使墨西哥、阿根廷以及巴西等拉美国家借入大量以美元计价的政府债务。

图 11: 1970 年-2000 年拉美地区债务水平情况



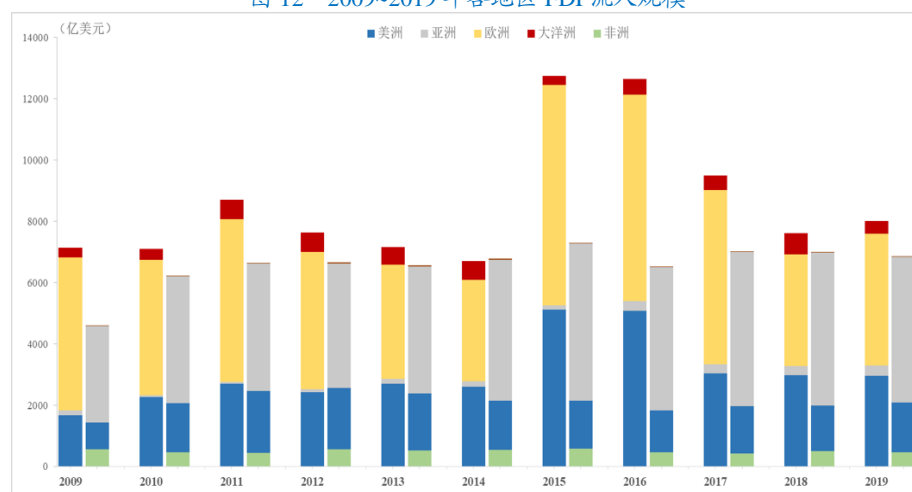
数据来源: World Bank, 联合资信整理

2. 亚洲新兴经济体凭借自资源禀赋和人口红利，通过吸引 FDI 弥补投资缺口

在新兴市场及发展中国家，债务经济满足了新兴市场及发展中国家大量的投资需求，信贷复苏和活跃为新兴市场和发展中国家抵御金融危机和外部风险提供了重要支撑。同时，全球债务经济的发展为新兴市场及发展中国家吸引外资以及引入国际资本，对提高金融管理水平起到了积极作用。亚洲新兴经济体凭借自资源禀赋和人口红利，实施“进口替代”工业发展战略并借助美日欧产业转移的机会，引进外部资源和资金以弥补储蓄-投资缺口，2019 年，亚洲新兴经济体成为全球最大的 FDI 流入地区，占全球的份额高达 30.8%。国际

投资资金的流入弥补了亚洲新兴经济体的投资缺口，有助于当地政府扩大基建以及投资经济建设，相应政府债务规模也相应走高。

图 12 2009~2019 年各地区 FDI 流入规模

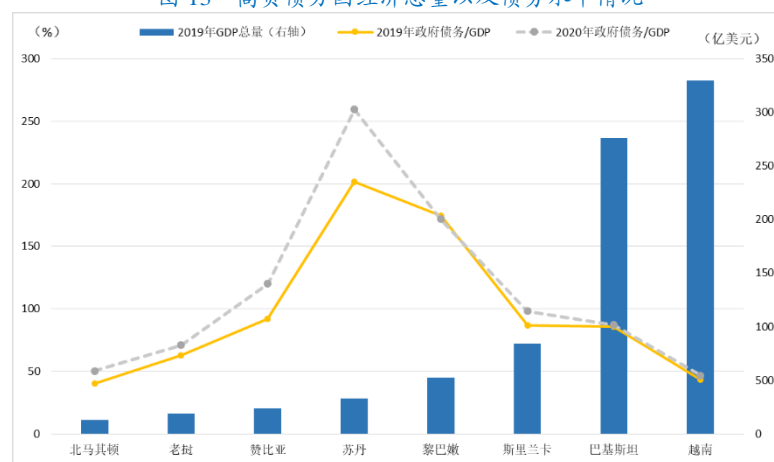


注：每年第一个柱状体表示发达经济体 FDI 流入总量，第二个柱状体表示新兴经济体 FDI 流入总量；数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

3. 高负债穷国自身经济基础和税收基础均较为薄弱，需要外部国际组织的资金援助

高负债穷国的债务积累具有一定必然性。一是高负债穷国经济发展较为落后，以老挝为例，老挝作为东盟成员国之一，2019 年经济总量仅为 190.6 亿美元，是世界最不发达国家之一，本国融资渠道较为有限，因此需要外部国际组织的资金援助。二是高负债穷国的政府税收基础较为薄弱，存在较大的财政收入缺口，以巴基斯坦为例，巴基斯坦政府税基较为薄弱且存在逃税漏税问题；与此同时，政府还需要加大对医疗卫生、农业和社会服务业务的基础设施建设，导致政府财政收支严重失衡并加剧政府债务压力抬升。三是高负债穷国的外汇储备匮乏，以巴基斯坦为例，由于巴基斯坦出口产品高度集中于纺织品、皮革及大米，而进口产品则集中在原油、机械、化工等方面，对国际能源依赖性较高，常年处于贸易和经常账户的赤字状态；国际收支失衡造成其外汇储备积累严重不足，截止 2019 年末，巴基斯坦的外汇储备规模仅为 165.9 亿美元，相当于 GDP 的比重仅为 6.0%，外汇储备的短缺不利于巴基斯坦维护本币稳定以及对外债进行偿付，导致其外部风险敞口增大。整体看，高负债穷国更依赖于借债来发展本国经济，且对外部国际组织的资金援助需求较为迫切。

图 13 高负债穷国经济总量以及债务水平情况



注：2020年数据为IMF预测值
数据来源：IMF，联合资信整理

（二）新冠疫情对新兴经济体债务经济的影响

1. 新兴经济体更具有脆弱性，受经济增速下滑或外汇储备缩水等因素影响，存在一定主权债务违约的风险

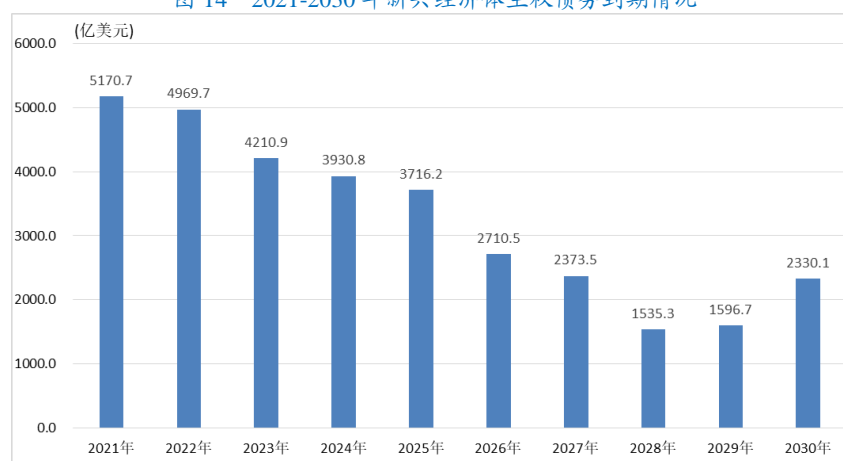
新冠疫情是全球的一场压力测试，其中新兴经济体的主权债务违约风险进一步抬升。一是因为部分发展中国家受疫情冲击较为严重，经济可能陷入严重衰退，经济增长对债务的支撑能力大幅下滑。以印度为例，一方面，截至12月末印度新冠肺炎累计确诊人数超过1022万例，严重的疫情对印度的经济造成严重冲击，预计2020年印度经济增速将下降至-10%左右；另一方面，为抵御新冠疫情对经济的冲击，莫迪政府先后两次共下拨约22万亿卢比（约3,000亿美元）的财政救助资金，包括为企业提供资金支持、向居民直接派发现金以及加大医疗卫生支出等方式缓解疫情对企业以及家庭的冲击，预计2020年政府债务水平将上升至75%，同比大幅增长约6个百分点。此外，在新冠疫情的冲击下，印度银行在产生大量不良贷款的同时盈利能力也大幅恶化，印度银行体系的脆弱性将愈加明显。一旦银行系统爆发风险，不仅会导致政府或有负债压力的加重，也会增加主权债务的违约风险。

二是部分新兴经济体存在经济结构单一或对外依存度较高等问题，抵御风险冲击的能力较弱。以孟加拉国为例，孟加拉国处于国际供应链的底端，主要出口低附加值商品而进口能源及工业制成品，因此常年处于贸易和经常账户双赤字状态。国际收支长期失衡导致孟加拉国家的外汇储备积累不足，截止2019年末，孟加拉的外汇储备规模仅为327.0亿美元，相当于GDP的比重仅为10.8%，外汇储备匮乏不利于调节币值稳定以及偿付对外债务。2020年以来，新冠疫情暴发使得全球供应链遭到萎缩，前三季度孟加拉的服装品出口大幅

下滑近 20%，预计 2020 年孟加拉的经常账户赤字水平将大幅上升至 8.5% 的历史新高，而外汇储备也将进一步萎缩，严重拖累其对外债的偿付实力。

三是部分新兴经济体的短期外债到期压力较大，存在较大的兑付险。截至 2020 年 7 月初，新兴经济体的外债规模超过 8.4 万亿美元，约占其 GDP 总量的 30%；外债规模较 10 年前增加逾 4 万亿美元，其中 85% 是美元债务；偿债高峰主要集中于 2021-2023 年，其中至少有 5,170 亿美元将于 2021 年到期。值得注意的是，目前已经有包括阿根廷、黎巴嫩、委内瑞拉、厄瓜多尔在内的多个国家陷入债务困境，厄瓜多尔获得了债券持有者的暂时宽限，而赞比亚、苏里南和斯里兰卡等国家的美元债收益率与美国国债收益率之差已超过 1,000 个基点，表明利差已经超过安全阈值且意味着债券陷入偿付困境。

图 14 2021-2030 年新兴经济体主权债务到期情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

2. 新兴经济体面临资金大幅流出和货币大幅贬值的双重压力，潜存货币危机风险

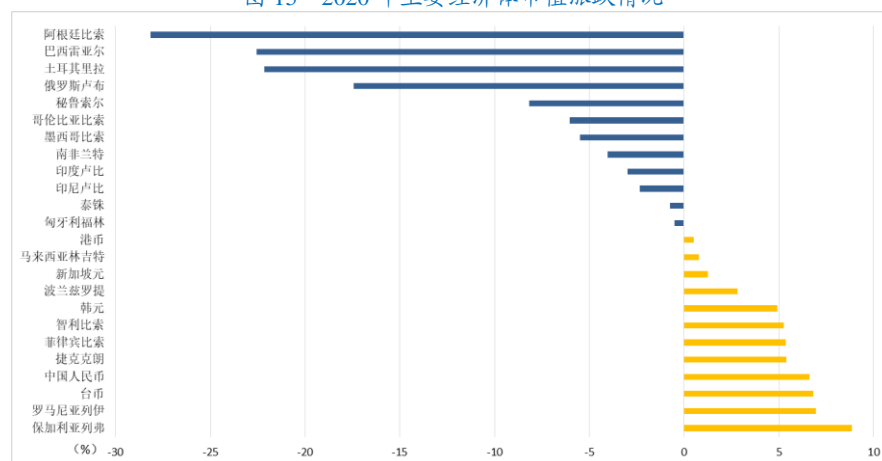
相对于发达国家，新兴经济体的货币和金融市场对外部冲击更敏感，信用水平参差不齐导致各个国家在全球融资市场中融资成本不同，部分国家更容易受到国际资本攻击，偿债能力受限于外汇储备规模，债务管理能力亟待提高。例如上世纪拉美债务危机，以及 2018 年土耳其、印尼等国外汇市场危机等，都是新兴经济体外部脆弱性的体现。

在新冠疫情冲击和全球经济衰退的背景下，新兴经济体面临资金大幅流出和货币大幅贬值的双重压力，存在爆发货币危机的风险。根据 WTO 的预测数据，2020 年全球商品贸易量将下滑 13%-32%，由于新兴经济体多处于国际供应链的低端并且对商品贸易的依存度更高，预计其贸易萎缩程度更为严重，进一步削弱其创汇能力和偿债能力。由于全球疫情拐点尚未明朗以及疫苗大规模投入市场速度较为缓慢，新兴经济体的经济复苏依旧存在较大不确定性，这些不确定性可能加剧国际投资资金流出和货币贬值。而新兴经济体对外资的流动非常敏感，主要是因为这些国家为资本积累而高度依赖美元投资，在本国实体经济的发展进程中过早地进行金融自由化，将自身经济的快速增长建立在流动性较强的国际金

融资本之上。

随着美元指数上涨促使避险资金回流，导致多种非美货币出现大幅下跌，2020 年以来阿根廷比索、巴西雷亚尔、土耳其里拉以及俄罗斯卢比分别累计贬值 28.2%、22.6%、22.2% 以及 17.5%，如果当局动用外汇储备干预外汇市场，可能会降低外汇储备规模，导致对外债的偿付实力下降以及增大其外部风险敞口。以土耳其为例，受新冠疫情影响，土耳其里拉持续贬值，外汇储备几乎见底。截至二季度末，土耳其外汇储备相当于 GDP 的比重已经下滑至 6.2%，外汇基础十分薄弱。而匮乏的外汇储备难以在外汇市场对本币进行保护，进一步恶性循环导致本币波动上升，本币贬值引发输入性的通货膨胀，预计 2020 年 CPI 增幅将大幅上涨至 12%，货币危机风险进一步抬升。

图 15 2020 年主要经济体币值涨跌情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

3. 新冠疫情直接冲击高负债穷国的经济基础、税收收入以及外汇储备，亟待国际组织的资金援助以度过难关

高负债穷国受新冠疫情冲击是破坏性的，第一波疫情会冲击这些国家的医疗卫生系统并对经济造成严重破坏，第二波随着经济萎缩、出口贸易以及旅游收入的大幅削减，随之而来的是贫困、饥饿以及社会冲突，因此高负债穷国亟待国际组织的资金援助以度过难关。巴基斯坦方面，由于巴基斯坦经济基础较为薄弱，主要依赖国际多边金融机构进行资金援助。2020 年，二十国集团（G20）决定为有需要的国家提供卫生和医疗领域的支持，并同意世界最贫穷国家从 2020 年 5 月 1 日起至年末暂停债务偿还，巴基斯坦为其中之一。在 G20 减免协议的支持下，巴基斯坦将对 2020 年 12 月到期的 18 亿美元 G20 国家债务进行重组，有助于缓解巴基斯坦的债务压力。尼泊尔方面，尼泊尔政府债务中有一半左右为外债，且大部分为从国际多边机构获取的优惠性融资，使得政府融资成本长期保持在较低水平。2020 年新冠疫情爆发以来，IMF、世界银行、亚洲开发银行等机构纷纷为尼泊尔提供抗疫支持，且尼泊尔也加入了 G20 国家债务偿还暂停计划，2020-2021 年期间约有 3,000 万

美元的外债得以推迟偿还，在一定程度上有助于缓解政府的债务偿还压力。整体看，新冠疫情直接冲击高负债穷国的经济基础、税收收入以及外汇储备，高负债穷国发生主权债务违约的风险直线上升，从长远看对高负债穷国的援助有助于全球经济的整体复苏。