

## 多重不确定下的 2020 年全球信用风险展望



2020 年 3 月 2 日

**联合资信评估有限公司**

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

## 多重不确定性下的 2020 年全球信用风险展望

联合资信评估有限公司 主权部

### 摘要

2019 年，全球地缘政治风险呈持续上升之势，中美贸易摩擦经历了一波三折的过程，全球范围内贸易局势日趋紧张，加大了全球经济下行压力。为应对经济下行风险，全球主要央行货币政策持续趋向宽松，融资成本显著回落，推动全球债务水平持续攀升，尤其是新兴市场国家债务增长较快。在货币政策趋向宽松的背景下，全球主要大类资产迎来普遍上涨，其中风险资产表现相对较好。

展望 2020 年，政治黑天鹅事件和灰犀牛事件有可能爆发和进一步升温，地缘政治风险预计仍将维持在相对较高水平。新兴经济体与发达经济体的冲突将进一步延续甚至会加剧，这既给目前的全球经济格局带来挑战，又使二战以来主推的全球化发展战略、全球贸易规则等面临重塑的风险；人类面临的不断持续恶化的环境生态也给全球经济的可持续发展带来巨大挑战。在此背景下，预计 2020 年世界主要经济体将继续维持低速增长态势，新冠疫情的全球扩散、经贸和地缘政治的交织冲突或其他黑天鹅事件都有可能加大部分经济体经济下行的风险。全球“降息潮”有望逐步平息，但部分新兴市场国家进一步降息的空间仍存，财政政策或将成为刺激经济增长的新选择。全球大类资产普涨的局面或将难以持续，部分资产波动性或将进一步加大，主要金融市场的脆弱性和所隐含的泡沫风险不可小觑。低息环境下全球债务水平有望持续攀升，部分新兴市场国家仍面临较大的外债偿还压力，汇率风险虽有所降低但仍不容忽视。

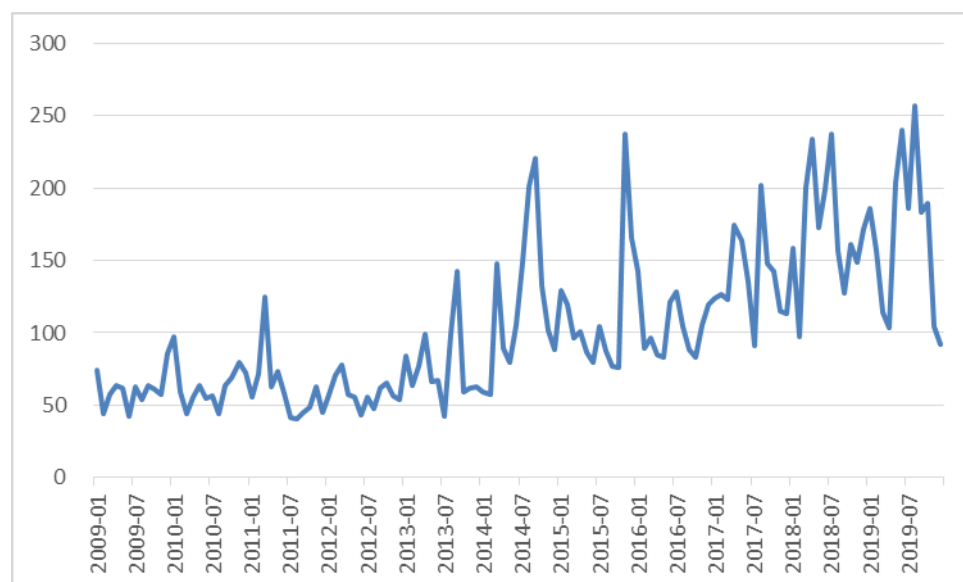
从全球各个地区来看，欧洲地区主流政党执政困境带来的政局不确定性短期内难以解决，英国脱欧将进一步冲击欧洲一体化进程，欧洲经济在大概率将延续有限的“弱增长”态势；在货币政策空间逐渐压缩的情况下，2020 年部分国家财政宽松有望加码，部分国家居高不下的债务水平有望进一步提升，这也仍将是欧洲地区信用风险的主要来源。亚太地区多国政治、宗教与社会矛盾突出、地区安全风险隐患加剧，亚洲地区投资增速或将出现放缓；亚太地区贸易摩擦有所缓解、区域合作稳步前行，地区经济有望呈现温和复苏态势，但受新型冠状病毒疫情的影响可能会出现一定波动；宽松货币政策或将进一步抬升地区一般政府债务及财政赤字水平，加大政府债务偿付压力。中东地区地缘政治风险预计将持续上升，以俄罗斯为首的独联体地区仍将受国际制裁困扰，地区经济增长前景不确定性较高；地区内政府财政韧性较好，政府债务压力均不大，整体外债水平可控，外汇储备以及主权财富基金等在地区偿债保障方面起到重要作用，但各国负债能力分化较大。美洲地区受美国总统选举、拉美地区政局动荡等因素影响政策不确定性将有所增大，经济增长也将受到一定影响；美国和加拿大债务水平继续保持高位，而拉美地区财政状况和债务水平均有所分化，部分国家在债务增长的同时汇率风险也在加大。

## 一、全球信用风险综述

### 政治黑天鹅事件和灰犀牛事件有可能爆发和进一步升温，地缘政治风险预计仍将维持在相对较高水平

近年来，地缘政治风险一直是全球信用风险最大的不确定性。这一观点在 2019 年得到了有效印证，民粹主义盛行、大国博弈加剧、地区冲突不断等因素使得全球地缘政治风险总体呈上升之势（图 1.1），且各种政治黑天鹅事件和灰犀牛事件有可能在 2020 年爆发和进一步升温，预计地缘政治风险仍将维持在相对较高水平。

图 1.1 全球地缘政治风险指数



注：全球地缘政策风险指数是由美联储委员会经济学家开发的一种基于新闻的地缘政治风险评估方法

数据来源：联合资信整理

具体来看，中东地区地缘政治风险不断上升，尤其是美国和伊朗之间冲突持续升级。在 2019 年美国从经济、政治、外交等多方面彻底封锁伊朗后，2020 年初伊朗高级将领苏莱曼尼遭美军空袭身亡使得美伊冲突陡然升级，作为回应伊朗政府宣布进入中止履行伊核协议的最后阶段，并向美军驻伊拉克空军基地发射导弹，双方之间的冲突逐步演变为军事冲突。尽管双方随后均表达了一定程度的克制，但 2020 年美伊之间爆发大规模军事冲突的可能性仍存。除美伊冲突以外，2020 年初巴以冲突也因美国推出的“新中东和平计划”再度加剧，叙利亚局势也因土耳其大军进入骤然紧张。总体看，预计 2020 年美国因素仍将牵动中东地区地缘政治风险走向，美俄之间的博弈也将进一步加剧，对全球能源安全造成的威胁也将有所加大。

欧洲地区，2019 年欧洲多个国家（比利时、奥地利、西班牙等）均陷入了长时间的组阁僵局，以法国“黄马甲运动”为首的民众抗议活动也频频爆发，显示出欧洲各国民粹思潮兴起、主流政党执政困境等问题仍存，且预计在短时间内难以解决，尤其是 2020 年 1 月底英国正式脱离欧盟后，欧盟在国际舞台上的影响力也将被削弱，未来还有可能会引发“多米诺骨牌”效应，进一步冲击欧洲一体化进程。此外，叙利亚战火的持续可能会使欧洲面临新一轮难民潮的冲击，加剧欧洲政局的动荡。

亚太地区，朝鲜半岛问题在 2019 年经历了一波三折的过程后已经陷入僵局，朝美双方始终无法弥合在一系列核心问题上的分歧，预计 2020 年朝鲜半岛局势大幅升级的可能性不大。南亚地区安全环境则呈现进一步恶化趋势，巴基斯坦、印度、缅甸、菲律宾等国恐袭风险有所凸显，印巴边境克什米尔地区紧张局势持续加剧，民族宗教冲突及暴恐威胁不断升级将对区域安全环境造成严重影响。作为全球经济增长最快的地区之一，亚太地区复杂多变的地缘政治局势将在一定程度上对外来投资及经济增长产生影响。

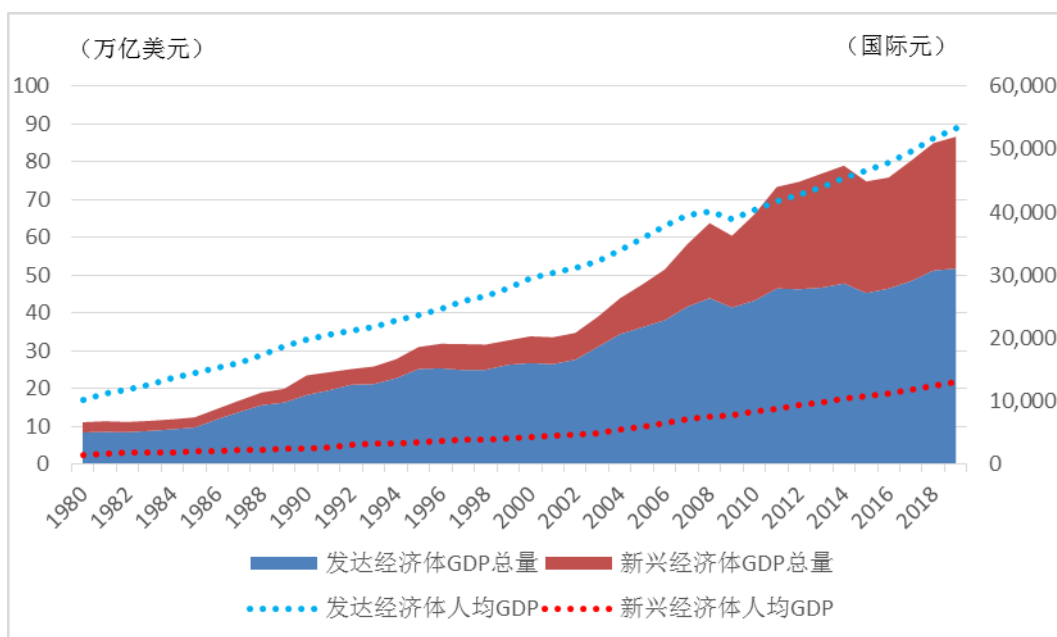
美洲地区，2020 年美国大选的进程及最终结果将是影响该地区及全球地缘政治风险走向的重要因素，虽然从目前来看特朗普连任的可能性仍然较大，但不排除其他党内候选人或民主党候选人当选的结果。另一方面，在经济下行压力持续加剧的背景下，拉美地区民粹主义思潮持续高涨，贪污腐败案件频发也进一步加剧了民众和政府之间的矛盾，如何弥合社会分歧、维护稳定安宁、构建更加公正合理的治理体系，将成为拉美各国政府面临的重大考验。

**新兴经济体与发达经济体的冲突有可能进一步延续甚至会加剧，对全球现有的经济格局带来挑战的同时，也使得二战后一直倡导的全球化发展战略、全球贸易规则等面临重塑的风险。短期内主要经济体出现经济波动在所难免，全球经济将会产生较大调整也是可预期的**

第二次世界大战以来，贸易自由化、生产国际化、资本全球化等趋势推动经济全球化进程持续发展，并通过资源的全球配置极大提升了生产效率，为世界经济增长提供了强劲的增长动力，但与此同时，由于在经济全球化的过程中缺乏合理有效的国内政策和全球治理框架而未能兼顾公平，从而导致了不平等问题的加剧。尤其是 20 世纪 80 年代以来，经济全球化进程进一步提速，新兴经济体 GDP 占全球比重已从 20% 左右上升至 40% 左右，但新兴经济体人均 GDP 水平仍不足发达经济体的四分之一，且两者之间的差距呈持续扩大之势（图 1.2），不平等开始逐步演变成为影响全球政治经济发展的灰犀牛事件。



图 1.2 发达经济体和新兴经济体经济情况对比



注：国际元是多边购买力平价比较中将不同国家的货币转换而成的统一货币  
数据来源：IMF，联合资信整理

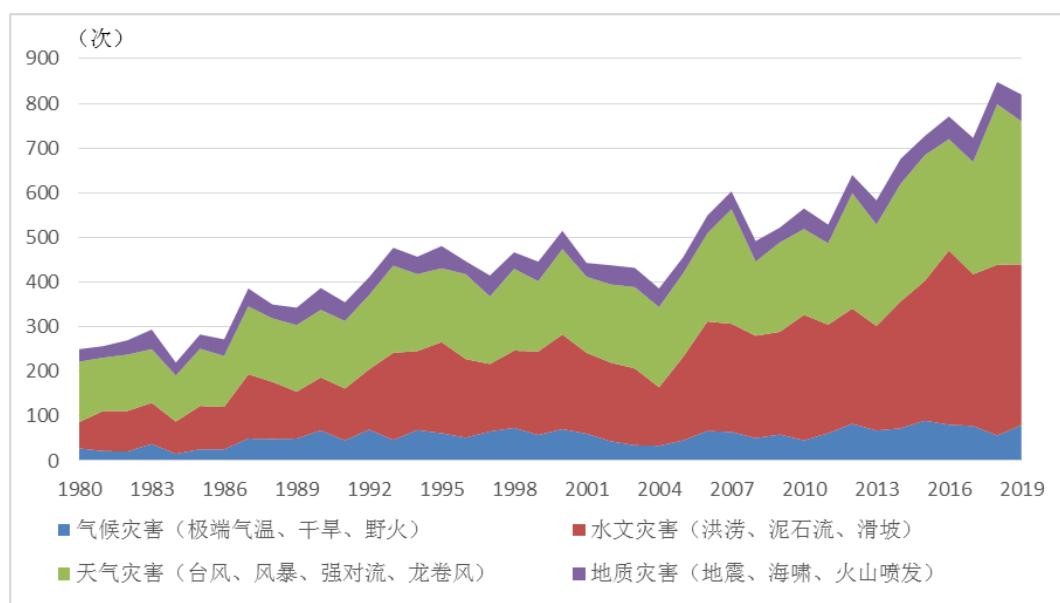
近年来，贸易保护主义崛起、民粹主义盛行等逆全球化现象正是不平等问题的集中体现。具体来说，产生这些现象的原因一方面是部分发达经济体仍然没有摆脱依靠金融和投资扩张应对危机的传统方式，导致新旧动能转换难以接续，经济增长陷入停滞，金融风险持续累积，从而使得社会矛盾集中出现外化；另一方面是经济全球化成效没有惠及所有参与者，特别是许多新兴经济体被排除在经济全球化带来的收益之外，使得孤立主义和反全球化的思潮盛行，加剧了新兴经济体和发达经济体之间的冲突。

展望 2020 年，新兴经济体与发达经济体的冲突将进一步延续甚至会加剧，这在对全球现有的经济格局带来挑战的同时，也使得二战后一直倡导的全球化发展战略、全球贸易规则等都面临重塑的风险。多边贸易体制改革将是 2020 年全球经济治理架构改革的重要内容之一，而作为全球两个最重要经济体的中国和美国之间经贸关系的调整将对多边贸易体制改革起到至关重要的作用。2019 年向美国已向世界贸易组织（WTO）提交了有关发展中成员地位以及特殊与区别待遇（S&DT）的改革提案，建议取消四类成员的发展中国家地位及特殊与差别待遇，体现了美国重构与发展中国家整体关系的意图，也凸显了其调整对华经贸关系的诉求。在电商规则磋商、加强通告程序改革等其它方面，中美立场之间的差异及美方的博弈意图也清晰可见。尽管中美双方已在 2020 年初已经达成第一阶段经贸协议，但双方在 WTO 层面的博弈预计仍将持续，多边贸易体制改革前景仍然存在较大不确定性。在此背景下，短期内主要经济体出现经济波动在所难免，世界经济将会产生较大调整也是可预期的。

**近年来世界各地不断发生的自然灾害事件，提示我们环境问题是全球经济发展面临的重大问题，不断持续恶化的环境生态给全球经济的可持续发展带来巨大挑战**

如果把经济金融领域引发强烈负面效应的罕见事件比作“黑天鹅”的话，由于气候变化和环境问题引发的对全球经济造成巨大破坏的事件则可以被形象地比喻为“绿天鹅”。近几十年以来，伴随全球气温的逐步上升，“绿天鹅”事件等重大自然灾害发生次数总体呈现上升趋势（图 1.3）。从近期来看，2018 年以来全球多国遭遇了山火、飓风、暴雨、虫灾等自然灾害，全年自然灾害发生次数达到了 20 世纪 80 年代平均水平的三倍左右。在引发环境问题的同时，这些自然灾害也使得所在国经济及金融稳定受到威胁。例如，持续长达 5 个月之久的澳大利亚山火已由环境问题蔓延为经济问题，预计 2020 年上半年澳大利亚旅游业和支柱产业农业均将遭受重创，损失很可能达到数十亿澳元，预计 2019 年 12 月至 2020 年一季度，澳洲山火将拖累澳大利亚经济增长 0.3 个百分点左右，而灾后重建也将带来高昂的成本开支，挤占本可以用于投资的资金，进一步拖累经济增长。2020 年初爆发的非洲蝗灾将造成农业严重减产，即使从外部进口，也将由于供应减少造成价格暴涨。而在蝗灾爆发之前，东非地区就有 2,000 万人因战乱、周期性干旱和洪灾等原因面临着粮食短缺的威胁，蝗灾的爆发将进一步冲击非洲各国本已脆弱的社会和经济。

**图 1.3 1980~2019 年全球各类重大自然灾害发生次数分布**



数据来源：慕尼黑再保险公司，联合资信整理

表 1.1 2018 年以来全球主要的自然灾害事件梳理

时间	自然灾害事件	影响
2018 年 6 月	印度东北部的阿萨姆邦特里普拉邦和曼尼普尔邦暴雨和洪水	截至 2018 年 8 月 12 日，洪灾死亡人数已上升到 774 人，阿萨姆邦有 114.5 万人受灾，是印度 100 年来最严重的洪水。
2018 年 11 月	美国加利福尼亚州北部比尤特县天堂镇山火	为加州历史上最具破坏性的一次火灾，失踪人数达到 249 人，死亡人数近百人，14000 座民宅被烧毁，大批居民流离失所。
2019 年 8 月	巴西亚马逊雨林森林大火	过火面积超过 80 万公顷，二氧化碳含量激增，或引发全球气候大变化。
2019 年 9 月	美国、巴哈马、波多黎各多利安飓风	多国宣布进入紧急状态，造成数百人死亡，数千人失踪。
2019 年 9 月~2020 年 2 月	澳大利亚山火	持续五个月的大火是灾难性的、史无前例的，是对野生动物、环境及生态系统的严重破坏。累计烧毁土地面积达 400 公顷，大约 75% 澳民众受到持续数月的山火影响。
2019 年 10 月	美国加利福尼亚州南部圣费尔南多谷爆发山火	截至 2019 年 10 月 11 日，山火已致加州 2 人死亡，近 10 万名居民被迫撤离。
2020 年 2 月	美国中西部暴风雪、南部洪灾	从华盛顿到伊利诺斯州的 13 个州都处于暴雪和洪水的警戒状态，造成多人受伤。
2020 年 2 月	从西非到东非、从西亚到南亚 20 多个国家遭受蝗虫灾害	沙漠蝗虫在其跨境迁徙中吞噬了数百万公顷的植被，加剧了受灾地区本已脆弱的粮食安全状况，非洲之角国家已经有超过 2,000 万人陷入粮食危机。
2020 年 2 月	英国遭遇最强飓风洛伦佐	截至 2020 年 2 月 10 日，英国各处已发出 300 余处洪水警报；伦敦、法兰克福和布鲁塞尔的数十架航班被取消；多佛和加来的海港由于海浪而关闭。

数据来源：公开资料，联合资信整理

自然灾害频发不仅会带来直接经济损失，还会因其破坏社会正常生产活动、增加灾后修复投入而造成更大的间接经济损失，同时也会加重政府的财政负担。根据联合国的统计，在 1998-2017 年期间，各类自然灾害带来的全球直接经济损失超过 2.9 万亿美元，同时造成 130 万人丧生，44 亿人受伤或流离失所。自然灾害对各国经济造成的直接影响平均为 GDP 的 1% 左右，但后续所产生的间接经济损失则平均为 GDP 的 2.6% 左右。在灾害发生后，各国政府财政状况普遍出现恶化，一方面是因救灾、灾后重建、发放抗灾补助而导致的财政支出增加，另一方面是由于经济活动遭到破坏而导致的税收减少或为提振经济增长而主动减税。

展望 2020 年，由于全球变暖效应持续，大气、海洋和整个地球系统稳定性变差，全球自然灾害发生频率恐将加大。另一方面，2019 年以来美国政府等部分国家出现的

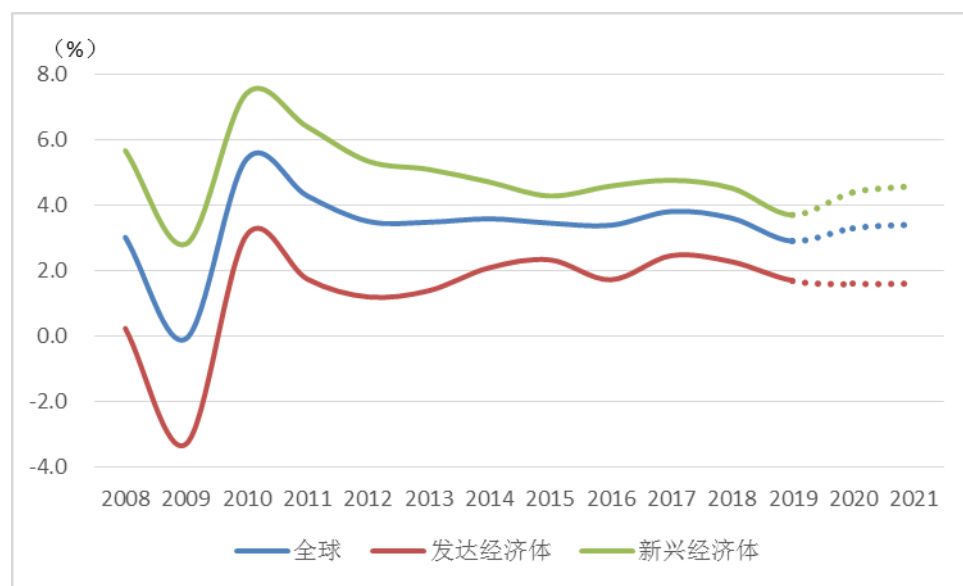
“反全球化”、民粹主义盛行等倾向将使应对气候变化的国际合作面临更大难题，尤其是作为碳排放大国的美国于 2019 年 11 月宣布正式启动退出“巴黎气候协定”程序，将使得应对全球气候变化行动变得更加困难。此外，2019 年以来，全球经济复苏放缓态势明显，加之外部环境不确定性加剧，多国央行为提振本国经济进行了不同程度的降息操作，使得全球进入了低利率甚至负利率时代。“绿天鹅”来临之际，各国能够施展的经济调控手段有所减少，应对气候危机带来的经济风险难度有所加大。从长期来看，多国“绿天鹅”效应的叠加很可能对全球经济及可持续发展造成负面影响，甚至可能引发新一轮金融危机。

### **预计 2020 年世界主要经济体将继续维持低速增长态势，不排除新冠疫情全球扩散的不利影响、经贸和地缘政治的交织冲突或其他黑天鹅事件使部分经济体经济下行的风险加大**

2019 年，中美贸易摩擦经历了一波三折的过程，全球范围内贸易局势日趋紧张，成为影响全球经济增长的最大不确定性因素，全球经济下行压力也持续加大。具体来看，贸易政策的不确定性已经对美国国内投资产生了负面效应，2019 年前三季度美国 GDP 增速持续下滑，制造业增加值占 GDP 比值也降至近 70 多年以来的新低，全年实现 3% 的经济增长目标已经无望；受出口疲软和汽车工业拖累，德国经济在 2019 年三季度险些陷入技术性衰退，法国和意大利两国在四季度双双陷入负增长，使得欧元区全年经济增速仅为 1% 左右，为 2013 年欧债危机以来的最低值；受消费税上调影响，日本经济在 2019 年四季度大幅下滑 6.3%，全年经济增速预计将低于 1%；新兴市场国家受贸易不确定性及其引发的资本外流、货币贬值等因素影响经济增速显著放缓，尤其是印度、墨西哥、阿根廷等国经济增速下滑幅度较大。在此背景下，预计 2019 年全球经济增速将跌破 3%，达到 2009 年全球经济危机以来的最低水平（图 1.4）。



图 1.4 全球经济增长速变化情况



数据来源：IMF，联合资信整理

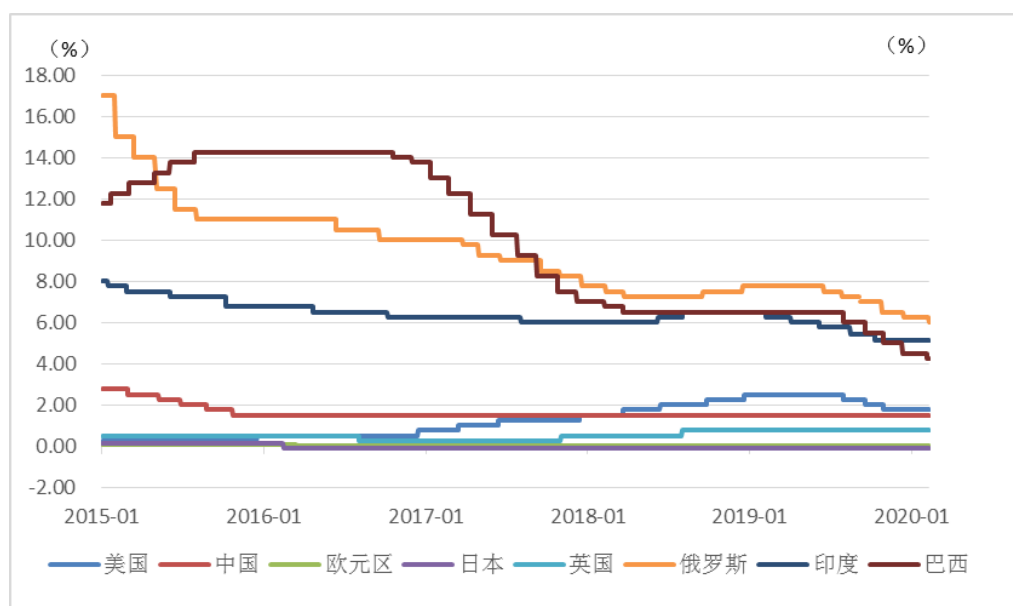
展望 2020 年，中美两国于 2020 年 1 月达成第一阶段经贸协议在很大程度上降低了全球经济增长的不确定性，再加上日美贸易协议已于 2020 年 1 月生效，修订版《美墨加协定》已经获得美国国会批准并由总统特朗普签署，预计将于 2020 年 6 月正式生效，全球范围内贸易紧张局势有望得到很大程度的缓和，全球经济增长有望在 2020 年企稳，但中美经贸磋商可能仍存在反复性，美国和欧盟之间的自由贸易谈判也存在不确定性，因此预计主要经济体仍将继续维持低速增长态势。由于新兴市场国家经济增长受贸易不确定性影响明显更大，因此在贸易不确定性得到缓和的情况下其经济复苏步伐可能更快，在美联储连续三次降息后全球资金对新兴市场的偏好也有望提升，再加上部分新兴市场国家仍有很大的货币政策及财政政策刺激空间，预计 2020 年新兴市场国家经济复苏步伐将有所加快，和发达市场国家之间的经济增长差距也有望进一步扩大。此外，2020 年初爆发的新型冠状病毒疫情目前已蔓延至全球多个国家和地区，从短期来看本次疫情将对中国及其周边国家和地区经济增长产生较大影响，尤其是那些对中国市场依赖程度较高的国家，但如果疫情进一步恶化或向全球更多国家和地区蔓延，可能会在一定程度上影响全球经济复苏进程。

综合分析，预计 2020 年全球经济增长有望企稳，其中发展中国家经济复苏势头将更加明显，但新冠疫情全球扩散的不利影响、经贸和地缘政治的交织冲突或其他黑天鹅事件可能会加大部分经济体的经济下行风险。

## 全球“降息潮”有望逐步平息，但部分新兴市场国家进一步降息的空间仍存，财政政策或将成为刺激经济增长的新选择

2019 年，在美国及全球经济下行压力持续加大的背景下，美联储货币政策发生重大转变，全年连续三次降息，并重新开启了扩表进程。受美联储政策变化影响，全球主要央行纷纷“转鸽”，货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家则掀起了“降息潮”（图 1.5）。据不完全统计，2019 年全球至少有 35 个国家和地区先后宣布降息，降息总次数高达 70 余次，其中印度、俄罗斯、巴西、印尼、墨西哥等国全年降息次数均达到 4 次或更多，降息幅度则高达 100BP 及以上。另一方面，欧元区、日本、英国等部分发达经济体利率已经处于极低水平，甚至为负利率，因此其货币政策宽松空间极为有限。其中，欧洲央行 2019 年仅降息一次，降息幅度也只有 10BP，但重新启动了量化宽松政策；日本央行虽然没有降息，但超宽松货币政策得以维持；在“脱欧”前景不明朗的情况下，英国央行则全年维持利率水平不变。

图 1.5 全球主要经济体基准利率变化情况



注：中国基准利率为 1 年期存款基准利率

数据来源：WIND，联合资信整理

展望 2020 年，全球央行宽松货币政策有望得到延续，但进一步降息的空间已经不大，全球“降息潮”有望逐步平息。具体来看，美联储在 2020 年大选前改变政策立场的可能性较小，近期美国通胀数据的相对良好表现也将对美联储当前的货币政策形成支撑，但在新冠疫情在全球范围内进一步蔓延的情况下，美联储的降息行动有可能会提前；欧洲央行和日本央行在负利率环境下降息空间极为有限，2020 年可能会更多地通过加大央行资产购买

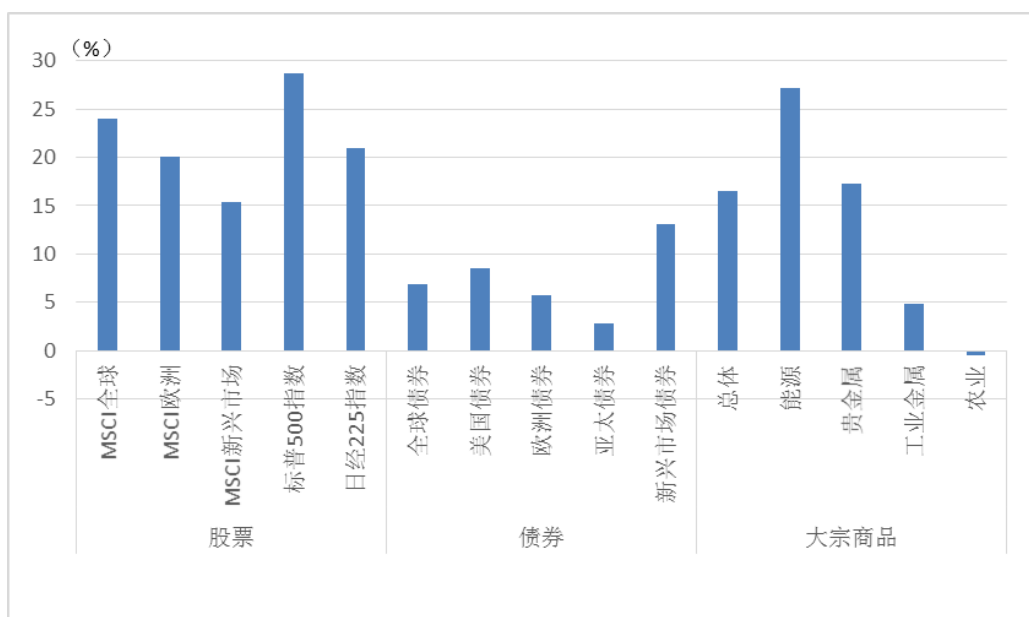
规模的方式来对冲可能出现的经济下行风险；英国经济下行压力的持续加大及通胀水平不及目标可能会使英国央行在 2020 年初维持偏鸽态度，但如果英国经济在较为宽松的财政政策和“脱欧”不确定缓和的双重影响下出现明显改善，英国央行的立场可能会有所改变，甚至不排除在 2020 年四季度加息的可能。另一方面，部分新兴市场国家进一步降息的空间仍存，俄罗斯、印度、巴西、墨西哥等国利率仍维持在 4% 以上的相对较高水平，进入 2020 年以来这些国家已经纷纷采取了降息行动，预计全年仍将有两到三次降息。

由于货币政策对经济增长的刺激效果正在逐步减弱，财政政策或将成为部分国家刺激经济增长的新选择。2019 年 9 月，印度政府提出计划在未来 5 年内投资 100 万亿卢比（约合 1.4 万亿美元）用于基础设施建设，以提振经济增长；2019 年 12 月，日本政府正式通过一项总额为 26 万亿日元（约合 2,400 亿美元）的经济刺激计划，其中财政刺激政策规模占到一半以上；2020 年 2 月，欧洲央行新任行长拉加德表示，欧洲央行的宽松货币政策正在打击储户并刺激资产价格上涨，因此她呼吁政府做更多的事情来提振经济，并将财政政策视为下一个可以使用的工具；英国于 2020 年 2 月任命了新的财政大臣，此举似乎旨在让政府推动更大程度的公共投资增长，或许还可以恢复此前没能实现的减税措施。预计 2020 年将有更多国家加大财政政策力度来刺激经济增长，但财政政策和货币政策能否有效结合在一起推动经济增长仍有待进一步观察。

### **全球大类资产普涨的局面或将难以持续，部分资产波动性或将进一步加大； 主要金融市场的脆弱性和所隐含的泡沫风险不可小瞧**

2019 年以来，得益于全球主要央行货币政策趋向宽松、市场风险偏好持续提升等因素，全球主要大类资产迎来普遍上涨，股票市场、债券市场和大宗商品市场的全年回报率分别达到 24.0%、6.8% 和 16.5%，其中以股票、大宗商品为代表的风险资产涨幅显著高于以债券为代表的避险资产涨幅（图 1.6）。具体来看，股票市场中发达市场股票表现明显优于新兴市场股票，其中标普 500 指数更是领涨全球；债券市场中新兴市场债券表现全球最佳，最要得益于新兴市场货币宽松力度更大、市场风险偏好提升等因素；大宗商品市场中能源和贵金属商品表现相对较好，而在全球贸易保护主义倾向上升、全球经济增长压力持续加大的背景下，工业金属表现相对较差，而农业则成为了唯一一个全年回报率为负的板块。

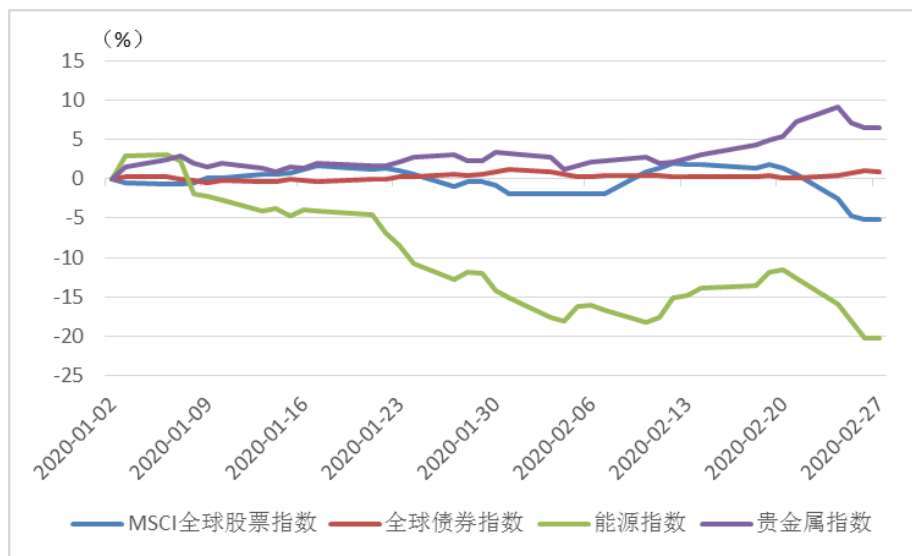
图 1.6 2019 年全球主要大类资产回报率



数据来源：Wind，Bloomberg，联合资信整理

进入 2020 年以来，受美伊冲突、新冠疫情等多重因素影响，全球市场避险情绪显著升温，股票、能源等风险资产表现不佳，双双陷入负回报，而以贵金属和债券为代表的避险资产则表现良好，尤其是黄金价格持续突破近年来新高（图 1.7）。展望 2020 年，全球大类资产普涨的局面或将难以持续，股票、贵金属、能源等部分资产受新冠疫情后续发展不确定性、经贸摩擦和地缘政治风险交织等因素影响波动性或将进一步加大。具体来看，股票市场由于前期涨幅较大而面临持续的回调风险，且在全球经济下行压力仍存、复苏基础不稳的情况下，股票市场存在一定的波动风险，尤其是发达国家股市。债券市场方面，在全球主要央行降息节奏放缓、利率水平处于历史低位的情况下，债券收益率下行空间较为有限，对投资者的吸引力将有所下降，但由于大多数新兴市场利率仍处于相对较高水平，2020 年进一步降息的可能性较大，因此新兴市场债券的表现更加值得期待。大宗商品方面，以黄金为代表的贵金属商品有望延续 2019 年以来的良好表现，新型冠状病毒疫情、中美后续经贸谈判、美国大选、英国“脱欧”等不确定性因素均有可能进一步推升黄金价格，而以石油为代表的能源商品受地缘政治风险、全球供需关系、经济增长前景等因素影响较大，2020 年石油价格预计将保持低位震荡态势，整体表现或不及 2019 年。

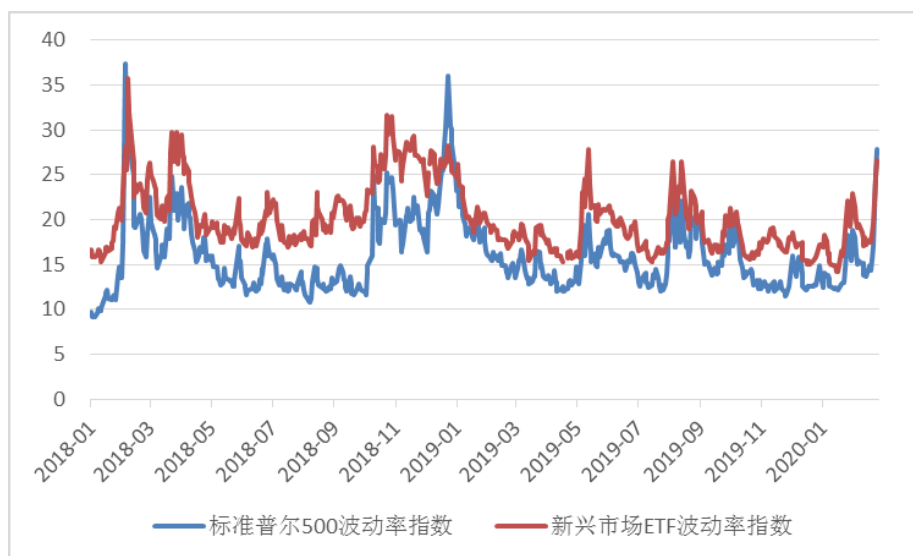
图 1.7 全球主要大类资产 2020 年初以来回报率走势



数据来源：Wind，Bloomberg，联合资信整理

另一方面，全球金融市场的脆弱性和所隐含的泡沫风险仍不可小觑，尤其是股票市场。2020 年以来，全球股市波动率逐步攀升至近年来的新高，尤其是发达国家股市波动率，自 2018 年末以来首次超过新兴市场股市波动率（图 1.8）。金融市场的泡沫风险则主要体现在金融市场和实体经济之间的背离。2019 年在全球经济增速下滑至今年地点的情况下全球大类资产仍然呈现出普涨局面，金融市场和实体经济之间的这种背离主要受到全球货币政策持续宽松的影响。2020 年在全球经济下行压力仍存但“降息潮”有望平息的情况下，金融市场所隐含的泡沫风险可能会显著上升。

图 1.8 股票市场波动率指数



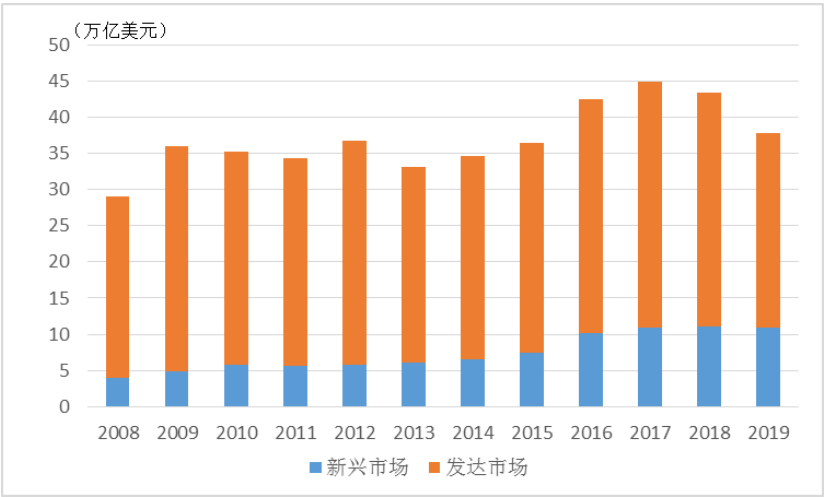
数据来源：Wind，联合资信整理



低息环境下全球债务水平有望持续攀升，部分新兴市场国家仍面临较大的外债偿还压力，汇率风险虽有所降低但仍不容忽视

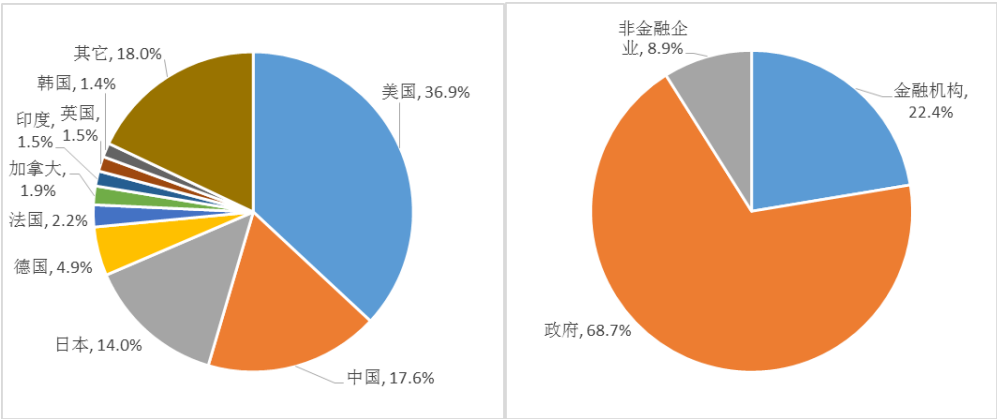
2019 年以来，得益于全球央行货币政策持续趋向宽松，全球主要市场债务融资成本显著回落，使得各类发行人大量举债来满足其融资或再融资需求。具体来看，2019 年全球新增债券发行量达到近 38 万亿美元，其中新兴市场发行量占比达到 28.8%，为近年来的最高值。从发行人国别分布来看，作为全球前三大债券市场的美国、中国和日本发行量占比合计达到近 70%，其中美国发行量占比更是高达三分之一以上。从发行主体类型分布来看，政府部门仍是发债的主力，其发行量占比达到 68.7%，其次为金融机构（22.4%）。

图 1.9 全球新增债券发行情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

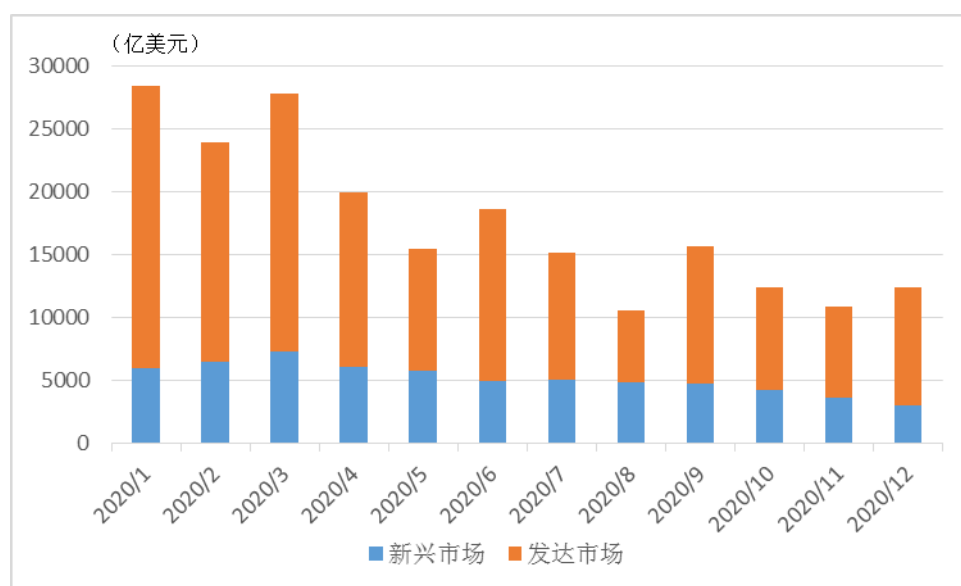
图 1.10 2019 年全球新增债券发行人国别（左图）及债务主体类型（右图）分布



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

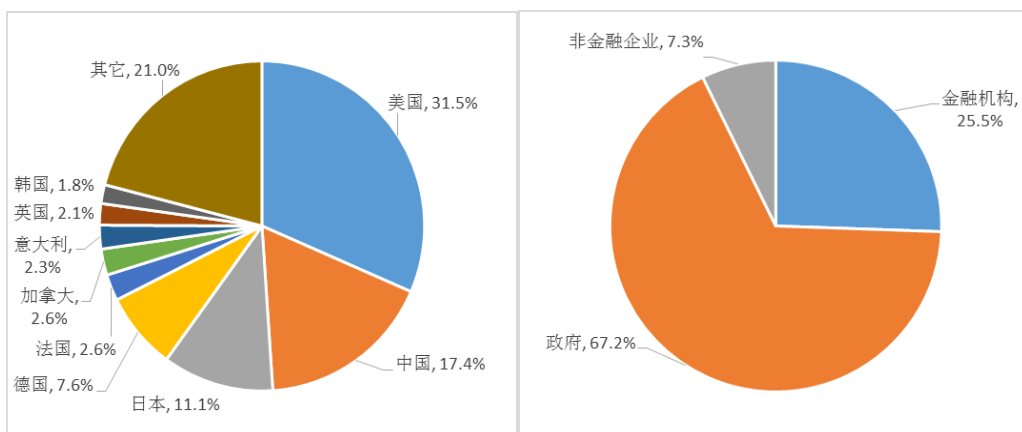
展望 2020 年，尽管全球“降息潮”有望逐步平息，但全球主要债券市场上的低息环境有望得到延续，各类发行人用低息债务置换以往高息债务的需求仍将维持在相对较高水平，全球债务水平也将持续攀升，其中政府债务增长趋势将更加明显，这是因为在全球经济下行压力加大的背景下，财政政策预计将成为各国政府刺激经济的新选择，财政支出力度的加大将扩大政府赤字率，进一步提升政府部门的融资需求。另一方面，2020 年大量债务到期也会加大各类发行人的“借新还旧”需求，进一步推升全球债务水平。具体来看，2020 年全球债务到期量达到逾 21 万亿美元，其中新兴市场到期量占比达到近 30%。从年内分布来看，债券到期高峰主要集中在一季度，一季度到期量占比达到近 38%，但由于 2020 年内仍有可能大量发行短期债务，因此后续债券到期量仍有进一步攀升的可能。从到期国别分布来看，美国、中国和日本到期量占比合计达到 60%，到期债务的集中度较高；此外一些到期占比相对较小的国家也值得关注，例如意大利在面临经济下行压力加大、进一步举债空间有限的情况下可能会面临较大的偿债压力。从到期主体类型分布来看，政府部门面临的偿债压力相对较大，其到期量占比达到 67.2%，这也将促使政府部门在 2020 年持续增加债券发行量来满足其偿债需求，推动全球政府债务水平进一步走高。

图 1.11 2020 年各月全球债券到期分布（截至 2019 年底统计）



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 1.12 2020 年全球到期债券发行人国别（左图）及债务主体类型（右图）分布



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

对于新兴市场国家而言，发达国家市场上的低息环境有利于其以低于国内市场的成本开展融资及再融资活动，但同时也进一步加重了其外债负担，使其面临更大的汇率风险。虽然在美联储货币政策转向宽松后新兴市场货币面临的压力已较 2018 年大幅减轻，但在 2020 年美联储货币政策宽松力度有望边际减弱的情况下，美元指数下行空间预计有限，仍将对新兴市场货币构成一定压力。另一方面，近年来新兴市场货币开始更多地受到全球贸易政策、地缘政治风险等因素影响，随着全球贸易博弈和地缘政治冲突的长期化，2020 年新兴市场货币面临的不确定性或将加大，部分国家汇率仍存在大幅波动的风险，尤其是对于阿根廷、土耳其、南非等外币债务占比较大、外汇储备不足的新兴经济而言，一旦出现经济危机或汇率大幅波动可能导致债务重组甚至违约事件的发生。

图 1.13 新兴市场货币指数和美元指数走势



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

## 二、欧洲地区：欧洲一体化进程持续受到冲击

**欧洲地区主流政党执政困境带来的政局不确定性短期内难以解决，英国“脱欧”或进一步冲击欧洲一体化进程，包括美伊危机在内的地缘风险将在 2020 年为欧洲难民问题再次发出预警**

2019 年，欧洲政治碎片化特征进一步凸显，欧盟未来政策变数加大。在 2019 年 5 月举行的五年一度的欧洲议会选举中，欧洲人民党(EPP)和欧洲社会与民主进步联盟(S&D)两大欧洲传统大党联盟遭遇重挫，损失超过 80 席，失去了议会多数席位，为欧洲议会选举历史上的首次；亲欧自由主义和生态绿党表现突出，成为影响欧洲的关键中间力量；民粹主义及疑欧政党的支持率虽然尚不足以撼动亲欧政党的主导地位，但影响力亦有明显上升。欧洲主流政党地位下滑、中间派及新党崛起，民粹政党支持率上升的政治格局反映民众对欧洲主流政党的不信任加剧背景下的求变心理，碎片化特征进一步凸显。

从各国来看，2019 年以来欧洲多国均遭遇了组阁僵局或联合组阁政党“分手”困局。其中，西班牙两次议会选举均无法达成联合组阁，不得不于 11 月举行二次大选；被称为“欧洲心脏”的比利时自 2018 年 12 月以来就一直处于看守政府状态，2019 年 5 月完成选举后组阁谈判至今未能取得突破。在组阁成功的部分欧洲国家同样面临不稳定情况：意大利曾经联合执政的“五星运动”和意大利联盟党最终因内部分歧分道扬镳；在英国，与保守党联合执政的北爱尔兰民主统一党拒绝支持政府达成的“脱欧”协议，迫使首相寻求提前选举；德国联盟党和社民党组成的大联合政府也面临解散风险。展望 2020 年，预计欧洲地区主流政党执政困境带来的政局不确定性短期内难以解决，政局不确定性造成的政局危机也将令政策不确定性大幅上升。

英国“脱欧”取得重大进展，或进一步冲击欧洲一体化进程。2020 年 1 月底，英国成功脱离欧盟，进入至 2020 年底的“脱欧”过渡期。英国“脱欧”后，欧盟仍是其主要贸易伙伴，但过去几年出现的“脱欧”危机已使英欧之间的信任成本大幅增加。在剩余 11 个月里英国与欧盟达成涵盖英欧关系所有领域的贸易协议挑战巨大，仍充满不确定性。除了商签英欧贸易协议外，与其他国家转签、新签自贸协定也将是“脱欧”后英国政府的重要任务。对于欧盟来说，英国“脱欧”将令欧洲在国际格局中的地位遭到冲击，进一步削弱欧洲在国际上的影响力和竞争力，打击民众对现行制度的信心。同时，“脱欧”还可能導致其他国家效仿，引发“多米诺效应”，或使得欧洲一体化面临停滞乃至倒退的风险。但从

另一方面而言，英国“脱欧”对欧盟将是一次警醒，继而成为欧盟将更加重视内部改革的契机，应对一体化进程中的诸多问题。

从外部来看，2019 年以来土耳其与叙利亚、美国与伊朗之间的冲突不断升级，地缘政治风险继续围绕欧洲地区，对欧洲新一轮难民危机发出预警。2019 年 10 月，土耳其向叙利亚北部发动“和平之泉”军事行动，此后双方互有交战，导致数百万名叙难民涌入土耳其境内，而这样大数量的难民对于土耳其来说是难以承受的，其中大量难民及非法移民很可能沿经由土耳其进入希腊的“东地中海线路”再次涌向欧洲地区。同时，美伊冲突也在急剧升级，美国炸死伊朗知名军事指挥官苏莱曼尼后，伊朗誓言报复，美军基地遭袭，双方武装冲突风险难以缓和。2020 年，若叙利亚北部战火持续，加上美伊冲突升级，美国在中东地区的盟友加入冲突，中东局势陷入新的混乱，欧洲地区可能会面临新一轮难民潮的冲击。

**欧洲经济可持续复苏进程断档，2020 年大概率将延续有限的“弱增长”态势；英欧、美欧贸易磋商的不确定性以及亚洲公共卫生危机外溢对制造业产业链的冲击仍将为欧洲经济前景蒙上阴影**

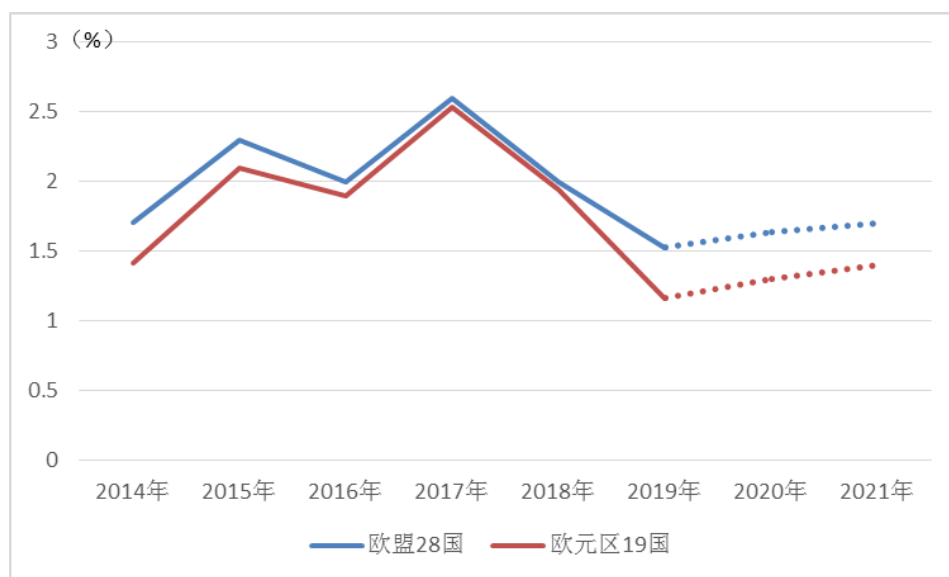
2019 年以来，受贸易争端带来的出口下滑、投资动能减弱、英国“脱欧”所带来的不确定性等多重因素叠加的影响，欧洲经济发展陷入困境，预计 2019 年欧盟<sup>1</sup>和欧元区经济增速将分别降至 1.5% 和 1.2%，虽仍延续了 2018 年的“弱增长”态势，但同比分别大幅滑落 1.5 和 0.7 个百分点，令各界对欧洲经济步入可持续复苏轨道的期待有所落空。

---

<sup>1</sup> 欧盟数据仍为包括英国在内的 28 个国家，如无特殊说明以下同。



图 2.1 欧盟及欧元区经济增长及预测

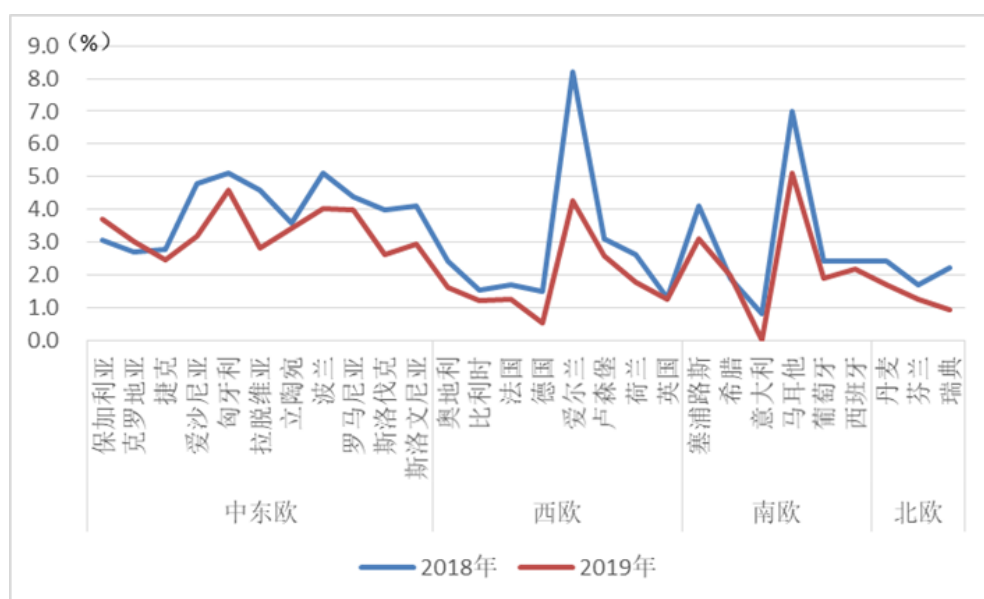


注：2019~2021 年为预测值。  
数据来源：IMF，联合资信整理

具体来看，西欧各主要经济体在 2019 年均表现欠佳。作为“欧洲经济火车头”的德国经济增长动能大幅消退，2019 年经济增速仅为 0.6%，创下过去六年来新低，制造业连续 6 个季度出现萎缩，经济增长的“黄金时代”似乎渐趋尾声；受国内结构性改革措施红利的影响，2019 年法国的经济表现相对稳定，但旷日持久的“黄马甲”运动与大罢工等冲击下，经济增速也从此前的 1.6% 下滑至 1.2%；英国则继续深陷“脱欧”旋涡，受“脱欧”日期几度推迟影响，虽然 2019 年 1.4% 的经济增速略高于 2018 年的 1.3%，但波动特征明显，四季度经济环比零增长，远低于前三季度 0.5% 的增速。

中东欧地区国家虽然整体增速呈现下滑，但受益于欧盟基金带来的投资增长及消费的拉动，各国经济预计仍将保持在 2.5% 以上的相对高增速，经济发展差距与西欧国家持续缩小，其中保加利亚与克罗地亚由于融入欧盟及欧元区步伐加快，经济 2019 年经济增速有望同比上升；南欧各国中，除希腊经济继续呈现企稳外，各国预计仍将呈现不同程度的下滑，其中意大利的处境更为艰难，与欧盟围绕预算问题引发的冲突导致国际投资信心低迷，内需不振和融资成本大幅上升之下 2019 年经济增速几乎陷入停滞，并且没有短期复苏的迹象。

图 2.2 欧盟各国经济增长情况



注：2019 年为 IMF 估算数据。

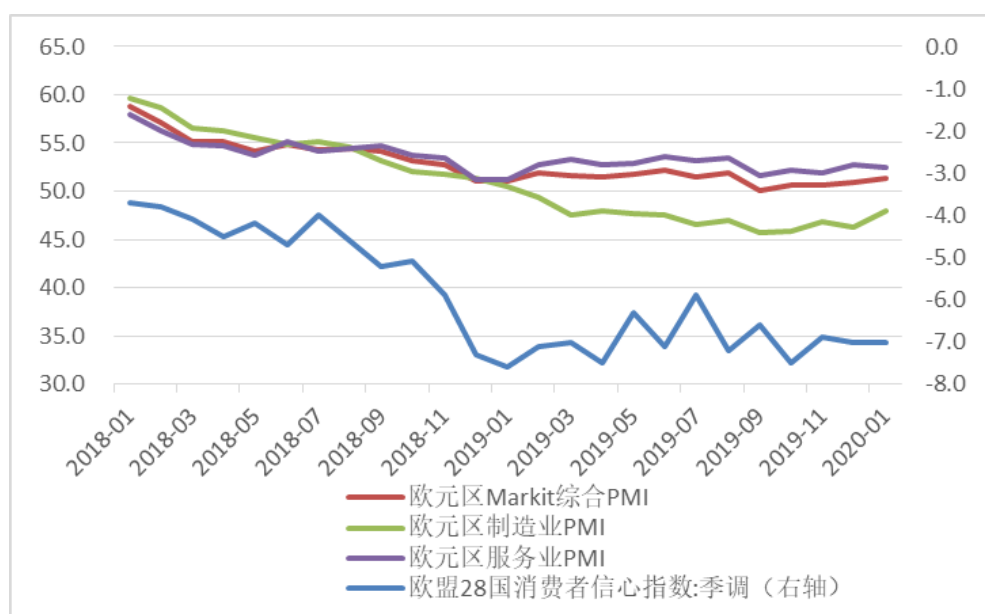
数据来源：欧盟统计局，IMF

2020 年，欧盟经济仍面临诸多挑战。从内部来看，欧洲主流政党面临的执政困局带来的政局、政策不确定性短时期内难以解决，将继续影响企业投资信心和居民消费热情；欧洲产业竞争力、人口老龄化形势也将继续对经济前景形成制约。从外部来看，预计英国“脱欧”过渡期内与欧盟的贸易谈判将会艰难激烈，美国和欧盟之间贸易磋商也将进入关键阶段，预计美国将继续向欧盟施压，可能将宣布各种“报复性”措施，定期调整加征关税的欧盟输美商品门类，同时由于欧盟各国利益差异，欧盟很难与美国达成各方满意的协议，“跨大西洋关系”或将雪上加霜；虽然目前来看新冠病毒引发的公共卫生事件对欧洲整体经济影响有限，但若意大利及欧盟各国疫情防控失当导致事件持续发酵，其外溢效应后续将不可避免地对欧洲制造业产业链、出口、消费及旅游业带来冲击，继而为欧洲经济前景蒙上阴影。

从欧洲经济先行指标看，欧盟消费者信心指数从 2019 年初以来持续处于 -5.9 以下，低于 2018 年 -4.7 的均值，2020 年 1 月仅 -7.0，显示欧洲地区消费信心低迷。虽然欧元区服务业 PMI 全年保持在 51 以上的平稳区间内，但欧元区制造业萎缩明显，制造业 PMI 从 2019 年 2 月起连续低于 50 的荣枯线，拖累欧洲欧元区综合 PMI 指数年内跌宕起伏，到 2019 年 9 月跌至一年以来的低点，几近触及“荣枯分界线”（见图 2.3）。同时我们也看到，欧洲经济前景也并非曙光全无。2019 年以来欧洲央行推行并有望延续的宽松货币政策将为经济复苏创造条件，中美贸易冲突暂缓令外部需求有所修复，也有利于欧盟这一重要出口经济

体的经济增长。2020 年 1 月，在制造业 PMI 明显上行拉动下，欧元区综合 PMI 指数已反弹至 51.3。基于以上因素，预计 2020 年欧洲经济将延续有限的“弱增长”态势，欧盟和欧元区实际经济增速有望分别小幅反弹至 1.6% 和 1.3%。

图 2.3 欧洲经济先行指标



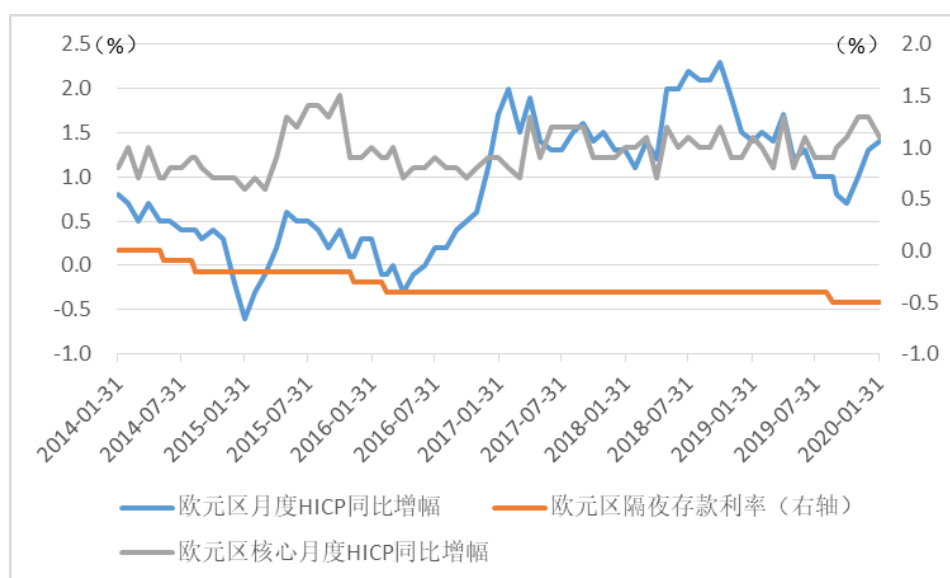
数据来源: Wind

### 欧元区负利率的货币政策空间逐渐压缩，2020 年部分欧洲主要国家财政宽松有望加码

2019 年以来，在欧元区经济表现不及预期、通胀回落的背景下，欧洲央行调整了货币政策走向，继 3 月议息会议表态超预期“鸽派”，修改利率前瞻指引、大幅下调经济和通胀预期后，于 9 月再度开启新一轮宽松周期，宣布将存款利率下调 10 个基点至-0.5%，并宣布重新启动资产购买计划，自 11 月 1 日起，每月购买规模为 200 亿欧元。

展望未来，虽然随着欧洲央行鸽派人物拉加德的就任，预计 2020 年欧洲央行仍会大概率延续德拉吉的宽松货币框架，但宽松货币政策的运用空间也在不断压缩。一方面，欧洲央行内部争议增多，包括法国、德国、奥地利及荷兰等多个欧元区核心国家央行行长均力反对重启量化宽松（QE）的决定，认为 QE 更适合作为紧急情况下的应急措施；另一方面，即使在降低利率的情况下，宽松政策对经济增长和通胀的实际刺激效果仍然不佳，2019 年 12 月欧元区的通胀率和核心通胀均为 1.3%，在推动达到 2% 的政策目标方面相距甚远（见图 2.4），同时对银行盈利能力产生重大负面影响，银行在负利率之下不得不放缓借贷，并提升高风险投资的比重，推升了整个金融体系的系统性风险。

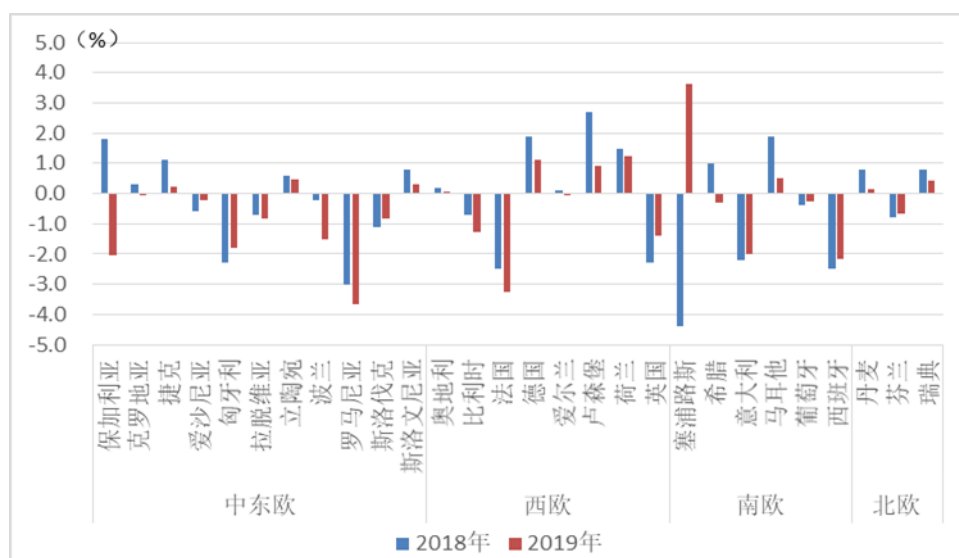
图 2.4 欧元区通胀走势及主要利率变化



数据来源：Wind

在货币政策空间缩小的背景下，欧洲各国央行对于“宽财政”的呼声日益高涨。从欧洲各国目前情况看，整体的财政空间相对充足，有望提高财政政策方面的助力。2019 年，虽然经济复苏的步伐减缓，但财政改革计划的普遍推进促使欧洲各国财政状况得以保持稳定，预计 2019 年欧盟和欧元区的财政赤字率分别仅为 1.0% 和 0.9% 左右，较上年略有增加，欧盟 28 国中也将有 13 个国家实现财政平衡或盈余，超出 3% 赤字上限的国家估计仅余法国和罗马尼亚两国。

图 2.5 欧盟 28 国财政赤字率对比



注：2019 年为 IMF 估算数据。

数据来源：欧盟统计局，IMF

具体来看，2020 年德国和荷兰的财政空间相对较大，实行财政刺激的意愿更为充足。2019 年，德国继续坚持严格的财政纪律，财政盈余虽然有所下降，但规模仍高于 GDP 的 1%，还出台了针对投资的重大税收激励政策。根据德国宪法的规定，政府在经济衰退时可以实行更激进的财政政策，可动用 500 亿欧元的刺激计划。若 2020 年德国经济明显衰退，在不违背现有财政纪律的情况下，政府可利用的最大财政赤字空间约占 GDP 的 2% 左右。2019 年，荷兰财政盈余预计仍将达到 1.2% 左右，同时开始实施扩张性财政政策，包括降低个人所得税、削减公司所得税和取消利得税，将退休年龄延后等，预计 2020 年荷兰政府扩大财政支出的空间较大、意愿相对较强。

其他主要国家虽然 2019 年以来财政政策亦有所放松，但由于赤字规模受限，进一步的财政刺激措施可能会破坏未来的债务可持续性。从法国的情况看，2019 年法国马克龙政府在民众示威运动之下实行了诸多福利措施，包括取消提高燃油税等税收，加大对贫困人口养老金的拨付力度，导致财政赤字估计超过了欧盟规定的 3% 的上限，2020 年面临削减赤字的压力，财政空间较为有限。意大利 2019 年 9 月新政府上台后承诺将 2020 财政年度扩张性预算列为新政府的首要议程，将引入最低工资，避免 2020 年 1 月提高增值税，同时增加教育、科学研究和社会福利方面的支出等，但意大利与欧盟之间围绕预算问题引发的冲突以及意大利高企的债务及疲弱的经济恐将限制财政政策的施展空间。西班牙方面，根据西班牙财政部门与欧委会达成的协议，在刚刚脱离“超额赤字程序”的背景下，虽然预算赤字有可能小幅上调，但出现大幅财政宽松的空间仍然较小。

从欧元区整体看，欧元区也可能加大公共投资的力度。欧委会 2019 年 12 月发布的《欧元区经济分析》报告指出，2019 至 2021 年欧元区财政政策将总体保持中性偏积极的态势，将加大公共投资的力度，预计每年将新增 2,600 亿欧元的投资，刺激欧洲经济增长。总体看，在货币政策空间有限的情况下，2020 年欧洲地区财政政策有望加码。

### **欧洲各国政府债务负担继续呈现出分化特征，部分国家政府债务高企，偿债能力不足仍是地区信用风险的主要来源**

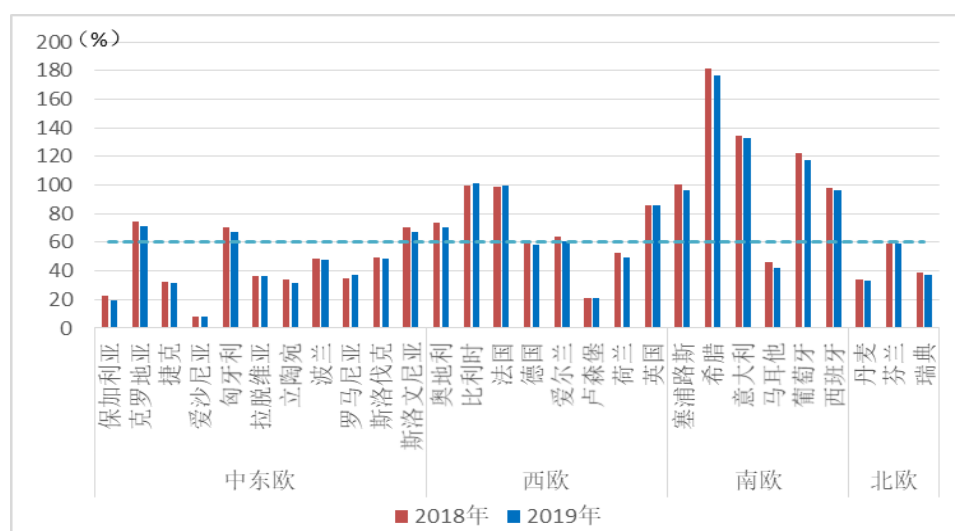
从政府债务的角度看，2019~2020 年，在欧洲经济缓慢复苏及债务利息支出成本下降的背景下，欧洲地区政府债务负担预计整体延续下降的趋势，但国家间分化特征依然较为明显。

具体来看，受益于政府对债务的严格控制，中东欧国家的政府债务率维持较低水平。2019 年，中东欧各国政府平均债务率预计仍将保持在 40% 左右，且各国政府债务负担普遍出现下行，其中爱沙尼亚的政府债务率不足 10%，是世界上政府债务负担最低的国家之一。



北欧的丹麦、芬兰和瑞典债务负担保持在 60% 以下的相对低位，债务负担也处于可控水平。预计 2020 年中东欧和北欧各国的债务负担仍将处于小幅下降的区间内。另一方面，中东欧区域内各国在地缘上处于俄罗斯与西欧等大国博弈的敏感地带，虽然近年“回归欧洲”的趋势没有改变，经济联系与欧盟国家间日益紧密，但在能源和安全方面依然依赖俄罗斯的供应和美国北约的庇护，容易成为大国争斗及地缘政治博弈的牺牲品，威胁其社会稳定与经济发展。同时，中东欧各国普遍具有“小型开放经济体”的特征，在欧盟经济增长乏力的背景下往往难以独善其身，经济结构的脆弱性较高，若西欧经济下滑压力进一步传导，或对其主权信用状况造成冲击。

图 2.6 欧盟各国政府债务状况



注：2019 年为 IMF 估算数据。

数据来源：欧盟统计局，IMF

西欧地区各国政府平均债务水平 2019 年估计在 68% 左右，整体水平不高，但各国之间差异较大（见图 2.6）。具体来看，由于长期以来的政局不稳及欧债危机以来累积的债务，比利时债务负担预计仍将处于 100% 以上的高位，同比略有上行；法国由于结构性改革遭遇阻力，加上政府福利性支出增多，政府债务或由 98.4% 上行至 99.3%，继续处于西欧债务水平偏高的国家行列；英国和奥地利的政府债务负担虽然同比估计有所下行，但仍处于相对较高水平，2019 年预计分别为 85.6% 和 70.7%；德国、荷兰、卢森堡等国 2019 年政府债务负担预计将均处于欧盟规定的 60% 以下，且同比呈现小幅下降。预计 2020 年西欧国家的债务负担缓降态势不会发生改变。

与之相比，南欧各国普遍推进财政整固以及结构性改革，虽同比普遍继续有所下降，但依旧居高不下。南欧各国作为传统的欧洲“薄弱环节”，在欧元区成立之初就与核心国家存在结构性差异。由于南欧各国生活水平及消费水平普遍高于其收入水平，需要从国际

金融市场持续融资，导致大量欧元区核心国家向南欧各国放贷。但处于欧元区的南欧各国无货币发行权，其国债由无风险资产变成风险资产，一旦某些国家出现财政状况持续恶化招致主权政府信用国际评级的下降，在没有中央银行最后担保条件下，投资者就会担心这些国家存在违约风险，在恐慌情绪下对其国债进行抛售。由于各国银行业相互持有大量国债，金融风险相互传递，将进一步放大违约风险。南欧的欧债危机中受冲击的希腊、意大利、葡萄牙、塞浦路斯、西班牙等国的债务负担率 2019 年预计分别仍高达 176.6%、133.2%、117.6%、96.1% 和 96.4%，且 2020 年下降幅度仍然有限，政府财政收入对债务的覆盖程度不足，仍是构成欧洲地区信用风险的主要“薄弱环节”。在这些国家经济下行压力持续加大、政府财政宽松有望加码的背景下，政府债务水平可能会有所反弹，政府偿债能力将面临一定的考验。

### 三、亚太地区：经济有望温和复苏

#### 朝鲜半岛问题陷入僵局，多国政治、宗教与社会矛盾突出，地区安全风险隐患加剧

朝鲜半岛问题依然是亚太地区最主要的地缘政治风险。由于美朝之间的长期敌对造成的不信任，2019 年半岛局势并没有取得期待的结果。为缓和半岛局势和实现无核化目标，朝鲜单方面多次释放善意并宣布暂停核试验与洲际弹道导弹试射、废弃北部核试验场，然而美方并未在朝方关切的安全保障或解除制裁等问题上采取实质性措施，同时美方也未停止美韩联合军演和向韩国输出武器。对此，朝方多次表达不满并多次试射发射体。面对朝鲜的示强，美国重提不排除对朝动武选项，还召集安理会加大对朝施压。展望 2020 年，由于美朝谈判的思路不在同一轨道上：美国要求朝方先“完全、可验证、不可逆”地弃核，然后美方再解除对朝制裁，而朝方则主张半岛以“分阶段、同步行动”的方式实现无核化，双方在实现无核化的路径和方式等问题上始终存在明显分歧，谁都不肯先迈出第一步，预计短期内朝核问题很难取得实质性的进展，但朝鲜半岛局势出现大幅升级的可能性不大。

除朝鲜半岛问题以外，2019 年以来恐袭事件多发、宗教及极端势力组织渗透不断加强等因素使得亚太地区安全环境呈现进一步恶化趋势。根据全球恐怖主义指数报告，2019 年巴基斯坦、印度、菲律宾、泰国和缅甸在全球 160 个国家中分别排第 5、7、9、18 和 26 位。恐怖主义是长期以来困扰巴基斯坦安全形势的主要问题，虽然巴军警在反恐方面开展的行动取得一定积极效果，但巴基斯坦的宗教极端暴恐威胁仍在持续，多地安全形势依然严峻，中巴经济走廊建设面临的激进分离主义威胁料将长期存在。印度方面，因反对《公民身份

法》修正案，2019 年 12 月，印度全国范围内爆发了民族宗教文化冲突与抗议骚乱，极大干扰了社会生产和营商环境。大规模暴力骚乱从 2019 年延续到了 2020 年，新的一年刚开始，莫迪政府就遭遇了自执政以来最大危机。宗教族群矛盾是印度长期以来存在的问题，由于莫迪政府强调“印教治国”，挤压了少数族群的生存空间，激化了这一矛盾。目前预计局势在短期内很难平静下来，这次骚乱可以说是穆斯林对莫迪政府不满的一个总爆发。除此之外，印巴围绕克什米尔争端不断，高烈度对峙持续升级并多次爆发冲突，民族宗教冲突及暴恐威胁不断升级，对两国及区域安全环境造成严重影响。

总体看，亚太地区地缘政治与地区风险加剧或将对外资流入产生一定影响，从而对地区经济增长形成拖累。

### **亚太地区贸易摩擦有所缓解、区域合作稳步推进，地区经济有望呈现温和复苏态势，但受新型冠状病毒疫情影响，亚太地区经济体将受到不同程度的冲击，经济表现或将出现分化**

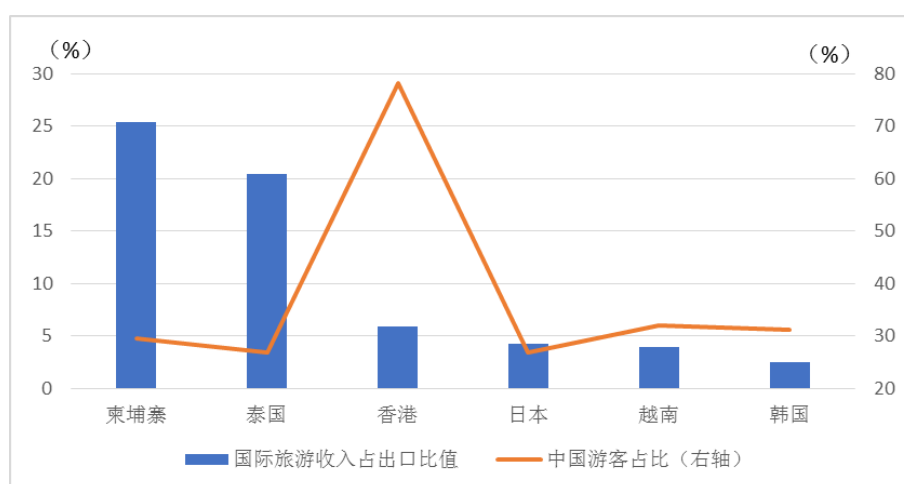
2019 年，中美贸易及日韩贸易摩擦升级使亚太地区贸易出现自 2009 年全球金融危机以来首次下降。亚太地区贸易紧张局势的加剧对地区各国经济增长产生了较大影响，尤其是通过全球价值链与中国紧密相连的经济体。2019 年底，中美达成第一阶段经贸协议，标志着历时 18 个月的中美贸易争端暂时停火。中美经贸关系逐步恢复稳定正常发展，有利于为正在下行的世界经济注入信心。与此同时，持续近半年的日韩贸易摩擦也出现了缓和信号，除放宽了 3 种半导体材料对韩出口的部分管制外，日韩外长和对外贸易长官进行了多次会谈，双方加强对话以解决争端的趋势愈加明显。从区域合作来看，亚太区域的经济合作在有序推进。由东盟发起的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）目前已经结束全部文本谈判及实质上所有市场准入谈判，各方将致力于在 2020 年正式签署协定，这是亚太区域经济一体化取得的重大突破性进展。在此基础上，《中日韩自由贸易协定》（FTA）谈判有望取得重大进展，推进 FTA 也将为日韩经贸矛盾的化解搭建平台。同时，由日本挑头建立的《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）也进入实操阶段。贸易摩擦出现缓解及区域合作进一步发展对亚太地区出口和经济增长形成利好。

另一方面，2020 年初新型冠状病毒疫情从中国爆发，目前已经蔓延到全球 20 多个国家和地区。1 月 30 日世界卫生组织将本次新型冠状病毒疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）后，全球 60 多个国家对中国公民采取了不同程度的入境管制措施，包括签证收紧、入境限制、体温监测、健康状况申报等。从短期来看，疫情对中国的经济影响较为有限，但如果后续疫情延续时间较长或急剧恶化，可能会对中国实体经济造成较大

影响，尤其是对消费和投资将造成较大冲击。若疫情能在二季度初得到有效控制，中国经济数据可能会出现较大反弹，但全年经济增速跌破 6% 的可能性仍然较大。

由于中国是世界上最大的出境游市场，而亚太地区国家是中国游客最大的旅游目的地，在旅游禁令实施之后，那些对旅游业及中国游客依赖程度较高的国家和地区将受到一定程度的冲击。具体来看，香港对于中国内地游客的依赖程度最高，虽然国际旅游收入在其出口中的占比相对较低（6% 左右），但对于在 2019 年第三季度经济增长已陷入衰退的香港而言，新型冠状病毒疫情对香港经济的影响仍不容忽视，预计 2020 年全年实际 GDP 增速为 1.5%。柬埔寨和泰国的国际游客中，中国游客占比达到 30% 左右，且这两个国家对旅游业的依赖程度相对较高，国际旅游收入在出口中的占比均在 20% 以上，尤其是泰国目前出现的确确诊病例也相对较多，这可能会使泰国的旅游业及经济增长面临下行风险。此外，泰国还面临 2020 财政年度预算法案延迟，以及严重干旱造成农业损失等风险，预计 2020 年泰国全年实际 GDP 增速将不足 2%。

图 3.1 中国周边国家和地区对中国游客及旅游业收入的依赖程度



注：国际旅游收入占出口比值为 2017 年数据，中国游客占比为 2018 年数据。

数据来源：世界银行，各国旅游管理机构

从亚太地区其他主要经济体来看，受强劲的个人消费支出以及企业投资带动，2019 年日本经济有望小幅提升至 1.0% 左右，但其经济下行压力仍不容忽视，尤其是在 2019 年 10 月上调消费税之后，日本第四季度经济创下近六年来最大萎缩幅度。为应对全球需求放缓给日本经济带来的冲击，日本政府于 2019 年 12 月正式通过了一项总额为 26 万亿日元的经济刺激计划。除从政府层面出台刺激政策外，日本首相安倍晋三以及日本央行行长黑田东彦纷纷敦促日本企业给员工加薪，以帮助提振日本经济以及推动通胀率的上升。但持续低迷的通胀率、有限的货币政策空间、人口少子化以及不断涌现的包括贸易保护主义在内的

外部风险都将成为日本经济增长的阻碍,2020 年日本的实际 GDP 增速或将小幅放缓至 0.7% 的水平。

韩国是典型的出口导向型经济体。2019 年,受电子设备出口锐减以及机械和运输设备投资不振的拖累,韩国经济增长态势持续走弱,2019 年 7 月开始的日韩贸易争端也加剧了韩国的经济下行压力,预计 2019 年韩国实际 GDP 增速仅为 2%。随着半导体行业状况接近谷底,此前积累的库存正在减少,外加 2020 年年中开始,以 5G 扩容后的数据中心和智能手机为中心的芯片需求将会出现反弹,预计 2020 年韩国的设备投资将随半导体需求的恢复呈现出良好的增长势头,新兴国家的投资需求扩大以及国际贸易形势的好转也将使韩国出口得到改善。另一方面,2020 年 2 月以来新冠肺炎疫情在韩国迅速扩散,韩国股市、汇市随之出现明显震荡,三星等大型龙头企业暂停运营,如果疫情进一步恶化很可能对韩国的出口、生产和分销造成较大的下行压力。在此背景下,预计 2020 年韩国实际 GDP 增速为 2.1%。

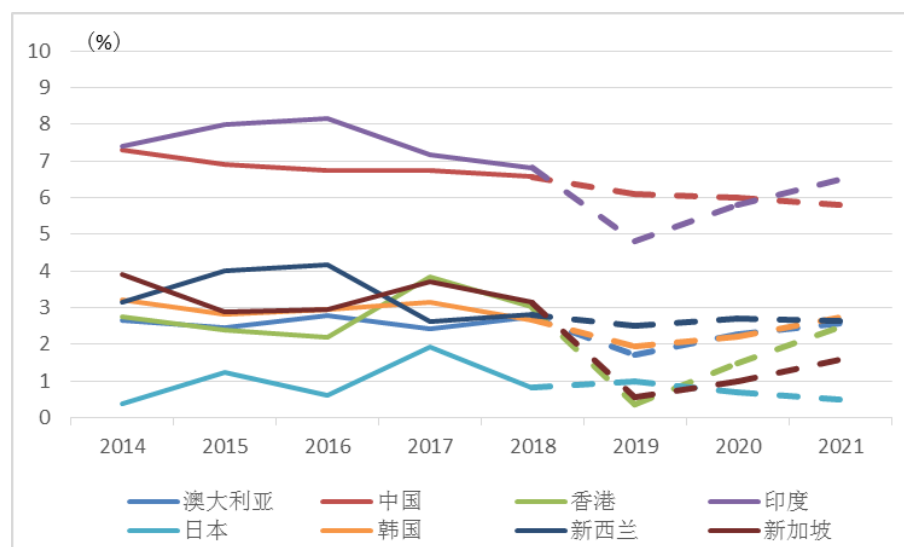
从印度来看,2019 年,居民对非银行业金融部门稳健性的担忧以及国内信贷增速下滑使国内需求大幅放缓,外加不利的国际经贸环境,印度的经济增长动能有所减弱,全年经济增速预期仅为 4.8%。但随着全球环境的逐步改善,以及政府实施的多轮货币和财政刺激措施,印度经济有望在 2020 年出现回暖。虽然尚难达到几年前的高位,但预计会出现温和复苏,2020 年实际 GDP 增速有望小幅回升至 5.8%。

从澳大利亚来看,薪资增长长期走低以及失业率上升导致澳大利亚私人消费增速大幅下降,带动经济出现放缓,外加 9 月爆发的森林火灾令本就陷入疲软的经济进一步承压,预计 2019 年澳大利亚实际 GDP 增速将大幅放缓至 1.7%。在全球经济企稳回升,以及澳大利亚政府推出的大型基建计划和个人所得税减免计划刺激下,2020 年澳大利亚经济有望回暖至 2.3%。

总体看,受多重因素影响,亚太地区各经济体经济表现在 2020 年或将出现分化,但总体状况仍将好于 2019 年,区域经济有望维持温和复苏态势。



图 3.2 亚太地区主要经济体实际 GDP 增速

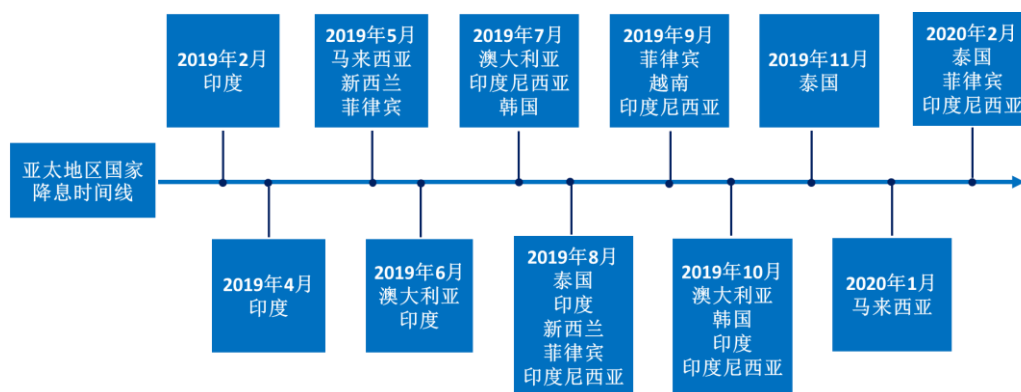


数据来源：IMF

### 宽松货币政策和高额财政赤字或将进一步抬升亚太地区一般政府债务水平，部分国家政府面临的外债偿还压力依然较大

在经济下行压力加大的背景下，2019 年上半年开始，一些亚太地区国家纷纷启动了新一轮经济政策调整周期，货币政策显露出宽松倾向，印度、韩国、新西兰、澳大利亚、印度尼西亚、菲律宾等多个亚太地区国家多次降息。进入 2020 年以来，多个亚太地区的新兴市场国家相继宣布降息以提振本国经济：1 月 22 日，马来西亚国家银行将隔夜官方利率从 3% 下调 25 个基点至 2.75%，创 2011 年 5 月以来新低；2 月 5 日，泰国央行将基准利率下调 25 个基点至 1%，降至历史最低水平；2 月 6 日，菲律宾央行将基准利率从 4% 下调 25 个基点至 3.75%；2 月 20 日，印尼下调基准利率 25 个基点至 4.75%。预计未来降息空间仍存。从外部来看，欧美市场低息环境得以延续，地区政府的外债发行规模也有所增加。在此背景下，亚太地区多国政府债务水平大概率将持续攀升。

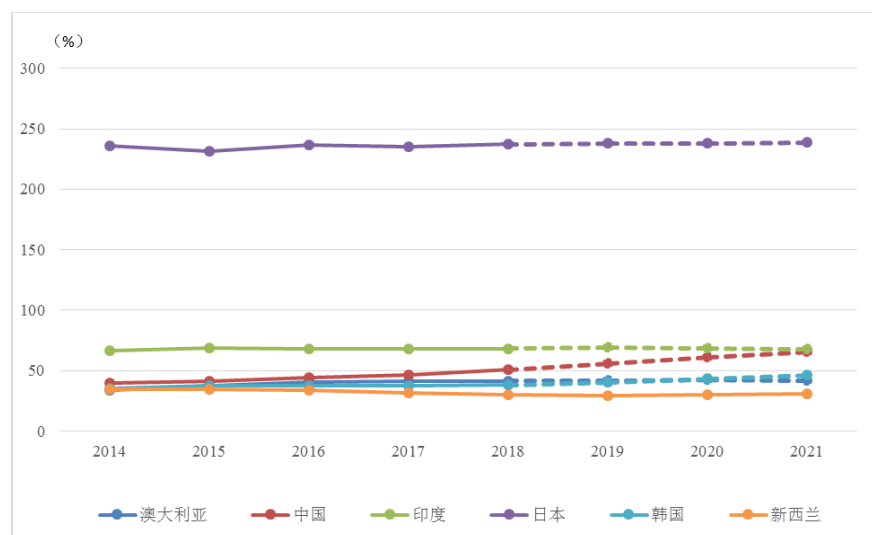
图 3.3 2019 年以来亚太地区国家降息时间线



数据来源：联合资信整理

除宽松的货币环境，亚洲多个国家为刺激经济增长所采取的增大财政支持力度的措施也导致政府财政赤字出现走扩。由于亚太地区国家没有财政赤字/GDP 不能高于 3% 的硬性限制，与欧洲地区平均水平相比，亚太地区的财政赤字率相对较高。其中，印度、中国和巴基斯坦的政府财政赤字水平高达 6% 以上，且呈逐年上升趋势；老挝、越南和日本的财政赤字水平也高于 3% 的警戒线，但有缓慢下行趋势；为应对经济下行，韩国政府实行扩张性财政政策，加大了财政刺激力度，导致政府财政盈余大幅收窄，预计 2020 年韩国政府或将陷入财政赤字状态。各国财政赤字扩大的同时，必然带来债务水平的增长。

图 3.4 亚太地区主要经济体一般政府债务总额/GDP



数据来源：IMF

具体来看，印度：2019 年 9 月印度政府大幅降低了国内企业和新成立的制造业企业的企业所得税，导致政府财政收入出现下降，而同时投入众多经费用于促进住房消费、刺激

出口等，又使政府的财政支出有所增加。受此影响，预计 2019 年印度一般政府财政赤字水平有望突破 7.5%。受高额财政赤字影响，印度一般政府债务水平也将进一步增长至 70% 左右的历史最高水平。但随着经济企稳回升，2020 年印度一般政府财政赤字水平和一般政府债务水平有望出现小幅回落。

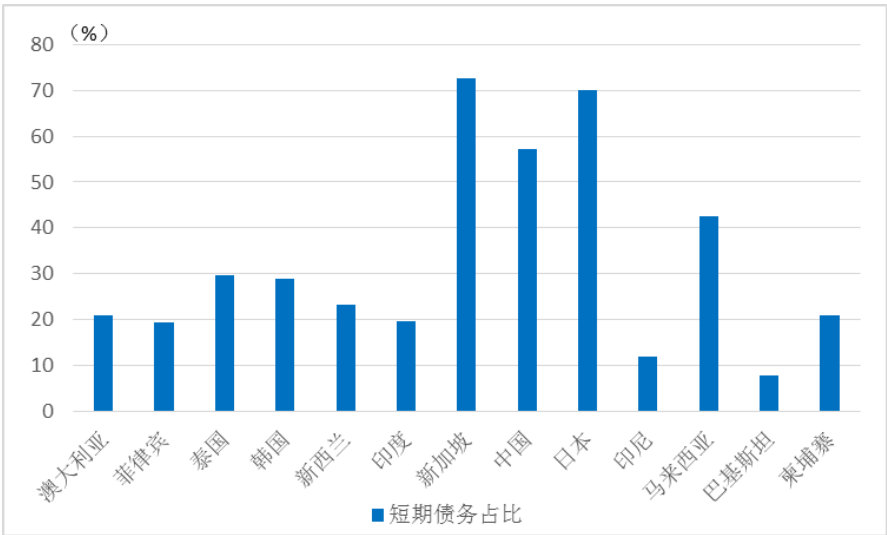
中国：进入 2020 年以来，为应对疫情，各级财政用于防控疫情的财政支出均有所增加，此外预计政府将减免受疫情影响较为严重行业（旅游、餐饮、交通运输等）的部分税费或给予一定财政补贴，尤其是加强对受疫情影响较大的中小企业的支持力度。受预算赤字大幅增加的影响，预计 2020 年中国一般政府债务水平有望首次突破 60%。

日本：日本长期存在的人口老龄化问题以及安倍政府的财政刺激计划导致日本的财政压力巨大、政府债务规模居高不下，预计 2019 年日本一般政府债务水平将达到 238%。虽然日本依旧是亚太地区政府债务水平最高的国家，也是全球发达国家中政府债务负担最重的国家，但日本政府债务中 90% 左右均由国内政府机构、央行及个人持有，其央行持有国债的比例达到 40% 左右，国外持有率仅约 10%，外来资本对日本债市的冲击有限。此外，在超宽松的货币环境下，日本国债利率长期处在零利率甚至负利率水平，这在一定程度上减少了日本政府的债务利息支出，有助于缓解政府偿债负担，预计 2019-2020 年日本政府债务利息支出与 GDP 的比值不足 0.1%。从短期债务偿付压力来看，截至 2020 年财年，日本政府债务到期规模约为 120 万亿日元，约相当于 GDP 的 20%。根据 2020 财年日本政府债务年发行计划，2020 财年的政府债券计划发行规模为 154 万亿日元，足以覆盖同期债务到期规模，短期内政府偿债压力不大，但从长期来看政府债务水平高企仍将是制约日本主权信用水平的主要因素。

从外债水平来看，新加坡的外债水平高达 400% 以上，是亚太地区外债水平最高的国家，但新加坡政府无外债，中央银行外债占比也极小，外债主要集中在金融机构和其他部门；澳大利亚、新西兰的外债水平也高达 90% 以上，澳大利亚外债主要集中在金融机构和其他部门，新西兰外债主要集中在央行和金融机构，两国政府外债占外债总额的比值均不足 20%，政府外债偿付压力不大。从外债期限结构来看，新加坡和日本的短期外债占比均在 70% 以上，中国、马来西亚、泰国和韩国的短期外债占比超过 30%，但绝大多数为金融机构及其他部门的短期借贷，政府的短期偿付压力不大。中国、韩国等国家拥有充足的外汇储备，可以对短期外币债务的偿还提供较强的保障，但由于日本和新加坡短期外债规模巨大（分别超过 3 万亿和 1 万亿美元），其外汇储备对短期外币债务的覆盖倍数不足 1 倍，只能更多依靠再融资来满足偿债需求。从外债币种结构来看，泰国、韩国、印度和菲律宾等国的外债中外币债务占比均达到 60% 以上（尤其是菲律宾，其外币债务占比高达 97% 以上），存在较大的汇兑风险。从近 10 年汇率历史波动来看，在亚太地区主要货币中，韩元

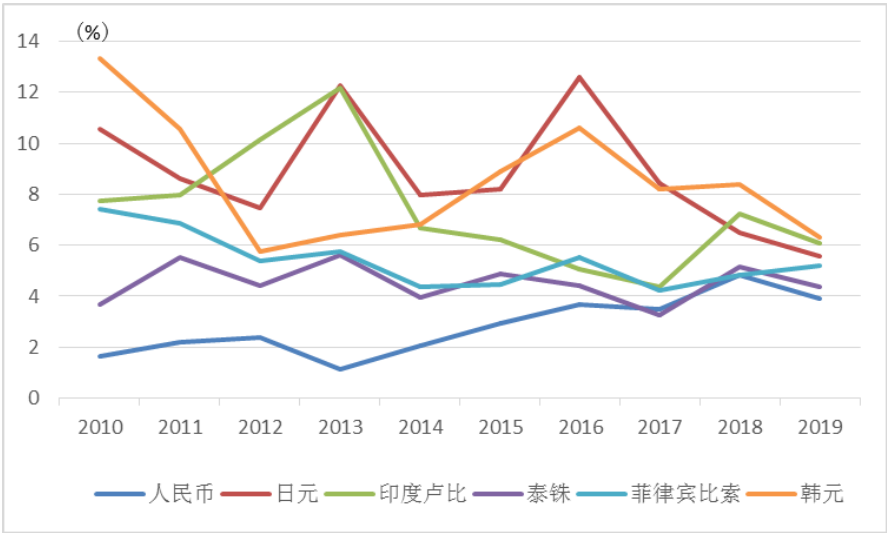
和印度卢比的汇率波动率相对较高，但由于两国的经常账户收入及外汇储备规模巨大，汇率波动对其偿债能力的影响有限。

图 3.6 亚太地区主要国家外债期限结构（截至 2019 年 9 月底）



数据来源：IMF

图 3.7 亚太地区部分国家汇率历史波动率



数据来源：Bloomberg

#### 四、中东及独联体地区：地缘政治风险持续高企

**传统地区争端未有明显缓和迹象，美伊冲突更是加剧了地区动荡形势，中东地区地缘政治风险持续上升，国际能源安全形势持续受到考验**

中东地区<sup>2</sup>地缘政治复杂，各方力量角逐激烈，长期以来一直是全球地缘政治风险最高的地区之一，且在 2019 年有愈演愈烈之势。2019 年以来，海合会内部裂痕加深，卡塔尔断交风波持续，在伊朗和土耳其支持下，卡塔尔对以沙特为首的地区势力态度强硬，至今未有和解迹象。沙特与伊朗矛盾也日益激化，双方在叙利亚问题上相持不下。在美国的支持下，以沙特为首的海湾国家积极发展同以色列的关系，但巴以冲突仍然处在焦灼状态，在美国协调下诞生的“新中东计划”被指明显偏袒以色列而受到巴勒斯坦方面的拒绝。在俄罗斯的调解下，土耳其和伊朗则在叙利亚问题上形成联盟，2019 年 9 月俄、伊、土三方领导人在土耳其首都安卡拉召开峰会，同意在叙伊德利卜地区实行长期停火，而在巴沙尔政权得到巩固后，叙利亚局势有所趋稳。总体看，2019 年虽然出现过阶段性积极进展，但巴以冲突、也门战争、利比亚分裂等等传统争端仍未有明显缓和迹象。

同时，美国和伊朗之间冲突持续升级。在 2019 年美国从经济、政治、外交等多方面彻底封锁伊朗后，2020 年初伊朗高级将领苏莱曼尼遭美军空袭身亡使得美伊冲突陡然升级，作为回应伊朗政府宣布进入中止履行伊核协议的最后阶段，并向美军驻伊拉克空军基地发射导弹，双方之间的冲突逐步演变为军事冲突。尽管双方随后均表达了一定程度的克制，但 2020 年美伊之间爆发大规模军事冲突的可能性仍存。受此影响，国际油价和黄金价格出现大幅动荡，中东及中亚地缘安全形势急转直下，地区政治风险持续上升。长期来看，伊核协议、经济制裁、美国从伊拉克撤军等问题仍然是双方关系走向的重要变量，双方矛盾恐将长期存在。未来双方关系的走向直接关系地区安全和政治形势。鉴于中东及中亚地区的重要能源地位，2020 年国际能源安全局势预计将持续受到考验。

#### 独联体地区局势相对平稳，经济发展和改革占据主导地位

独联体地区<sup>3</sup>方面，俄罗斯因国际制裁经济增长乏力，政府支持度下滑。2020 年初俄罗斯现任政府宣布集体辞职。这一行动被解读为普京为其 2024 年总统任期结束后保持影响力的制度安排。实际上，因为美国对俄罗斯长期的经济制裁，工资增长缓慢，人均可支配收入

<sup>2</sup> 中东地区：主要包括沙特、阿联酋、阿曼、巴林、卡塔尔、科威特、土耳其、以色列和约旦。

<sup>3</sup> 独联体地区：主要包括俄罗斯、白俄罗斯、阿塞拜疆、乌克兰、摩尔多瓦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、亚美尼亚和格鲁吉亚。



入下降，消费者信心下滑，民众对政府的支持力也不断下滑。在此背景下，俄罗斯国内政治局势料将迎来新的制度安排，整体政治局势保持平稳。

东欧方面，乌克兰东部地区基本实现停火，在乌克兰新总统弗拉基米尔·泽连斯基的领导下，俄乌关系略有缓和。鉴于双方都渴望通过在乌克兰顿巴斯冲突问题上取得进展，以期增强他们在国内的支持以及提升国际形象，预计俄乌对话仍将持续。随着该地区政治热点的降温，地区政治风险下滑。

中亚方面，2019 年哈萨克斯坦完成组建新一届政府，政局平稳过渡；吉尔吉斯斯坦政治稳定性遭遇一定挑战，现任总统与前总统的政治角力加剧，但随着前总统的被捕预计国内局势暂时无虞；土库曼斯坦着手建立两院制议会，政治体制改革有序推进；乌兹别克斯坦完成最高议会立法院选举，阿里波夫再次出任乌兹别克斯坦政府总理。另外，塔吉克斯坦、阿塞拜疆、白俄罗斯等国均在 2020 年迎来大选，预计现任执政者或执政党大概率继续执政。地区内地缘政治风险较低，部分国家受国内反对势力影响或有阶段性波动，但政治局势基本保持在相对稳定状态。

独联体地区保持政治局势基本稳定的一个重要原因是各国由于各自因素均在经济发展和改革中承受一定压力。且迫于内外部压力，各国均在积极推进经济发展和改革。一方面，该地区国家政府治理能力普遍低下，腐败问题突出。即使是地区大国俄罗斯，由于国际制裁问题，经济改革成效缓慢。另一方面，地区内经济对能源出口依赖度较高，而能源价格的低位徘徊状态使得出口收入持续低迷，经济改革动能不足。经济改革的重点是经济多元化，但在当前国际贸易环境恶化的背景下，达成减少对能源出口的依赖的目标更具有挑战。

**油价的低迷和地区紧张局势均对经济增长构成阻力，2019 年地区经济增长明显下滑，预计 2020 年随着油价温和提升和公共支出的扩大迎来小幅复苏，但油价走势依然低迷，大多数国家的单一经济结构不利于对冲外部的不确定性**

中东和独联体地区国家对能源产业依赖度较高。该地区中俄罗斯、哈萨克斯坦、沙特、科威特、阿联酋、卡塔尔、土库曼斯坦等国均为全球重要的能源供应国。油价的波动对地区经济增长具有显著影响。2019 年，尽管油价由年初的 46.32 美元/桶上升至年底的 61.20 美元/桶，但整体油价仍然处在 2018 年油价平均水平以下。原油需求不振以及原油生产过剩均加剧石油价格下行风险，打击地区商业信心，影响投资决策，对财政和外部均产生负面影响。同时，2018 年四季度油价暴跌的经济后果在 2019 年地区经济中逐步显现。

图 4.1 国际原油价格走势



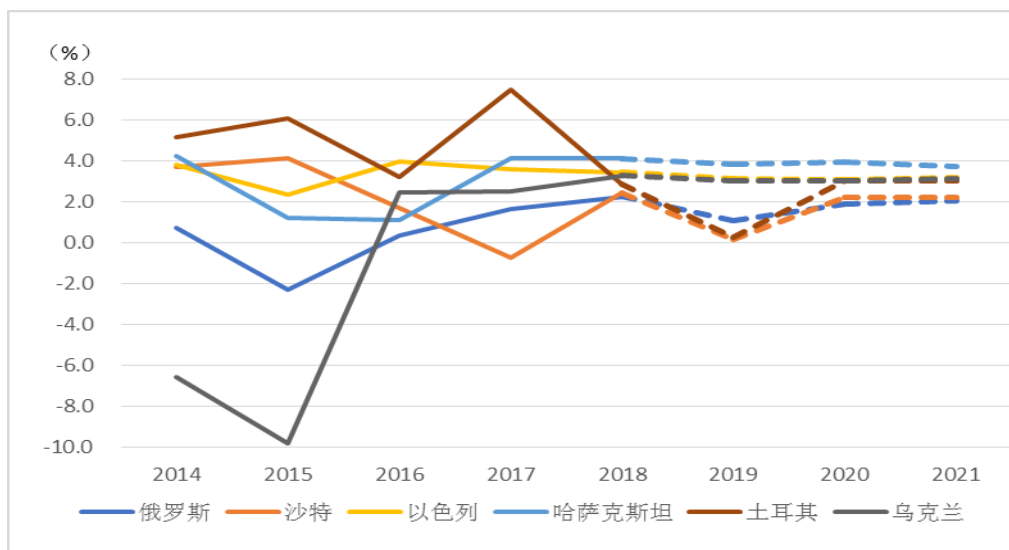
注：数据布伦特原油季度中间价

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

2019 年，中东地区经济平均增速为 1.3%，较 2018 年下滑 0.8 个百分点。除了原油价格低迷的因素外，地区紧张局势也加剧了经济下行风险。其中，以色列经济增速小幅下滑，但仍保持在 3% 以上，成为地区内增速最快国家；土耳其由于国际制裁经济增速则出现大幅下滑，2019 年经济增速预计只有 0.3%；由于 OPEC 减产协议的执行，海合会国家平均增速较去年下滑 0.7 个百分点至 1.0%，除了巴林和卡塔尔实现经济增速提升外，其他海合会国家经济增速均较上年出现大幅下滑，沙特、阿曼、科威特等国经济增长接近于停滞或仅实现微弱增长。

独联体地区，尽管俄罗斯在经济长期受到国际制裁的背景下积极拓展稳健的宏观经济政策，经济保持温和增长。但在原油价格低迷的环境下，俄罗斯经济面临结构性约束，2019 年经济增速为 1.1%，较上年大幅下滑 1.1 个百分点，成为独联体国家中增速最慢的国家。乌克兰得益于地区风险下降以及国际组织的贷款援助等积极因素，2019 年经济增速预计能够达到 3.0%，但仍较 2018 年出现小幅下滑。土库曼斯坦、亚美尼亚、乌兹别克斯坦和塔吉克斯坦经济增速仍保持在 5% 水平以上，展现出发展中国家的增长潜力，但这些国家普遍面临高失业、高通胀、政府效率低下、政府治理能力不足等结构性问题，为社会发展埋下不稳定因素。

图 4.2 中东及独联体地区主要国家 GDP 增长率



数据来源：IMF，联合资信整理

2020 年国际油价走势料将依然低迷，地区内经济增长将重点依靠政府公共支出的投入。原油价格走势依然迷雾重重，供需疲软、多空拉锯状态下料难以复苏。一方面随着国际贸易紧张局势的缓解，2020 年世界经济有望回暖，原油需求料将有所上升，但年初爆发的新冠疫情抑制了作为原油消费大国中国的需求，同时，OPEC 和 OPEC+ 仍然在加码和深化减产力度，也侧面反映了需求端的疲软状态。另一方面，美国等产油国正在增产。据美国能源局数据，美国已经成为全球最大石油生产国，2020 年美国原油日产量将达到 1,320 万桶，较 2019 年增加 90 万桶。2020 年全球原油供应将持续过剩。最新的 OPEC+ 减产协议将在 2020 年 3 月到期，是否继续减产仍是油价走势分析的关键。油价的低迷状况料难以为地区增长提供动力。各国的基础设施建设等大型公共项目的财政支出投入将成为该地区经济增长的重要支点。俄罗斯国家项目下的公共基础设施支出，加上养老金改革带来的劳动力供给增加，可能会对潜在产出增长率产生积极影响。科威特和阿联酋基于 2020 年世博会展开的大型基础建设支出，以及由此将带来的旅游业发展将为经济增长提供新的动能。同样，卡塔尔也在为 2022 年世界杯积极筹划基础建设项目，公共支出带来的建筑业和劳动力市场的繁荣，将为经济增长添加助力。

长期来看，地区增长前景仍受限于多重因素，单一经济结构也不利于地区内国家抵御外部风险。地区内大部分国家经济结构较为单一，对天然气、石油等能源出口依赖程度较高，部分国家对外部侨汇收入依赖度较高。中东地区的紧张局势对未来油价的走势形成负面影响。以俄罗斯为首的 OPEC+ 国家减产计划执行效果仍未及预期，原油供应仍处在过剩现象，油价上升动力不足。另外，该地区与中国贸易往来密切，中美贸易摩擦的后续走势

也将对地区经济活动产生关联影响。同时，独联体内仍受到国际经济制裁困扰，国有企业改革推进缓慢，地区内发展中国家结构性问题突出，同时受俄罗斯经济影响较大，地区内单一经济结构也不利于各国抵御外部风险，地区经济增长前景不确定性较高。

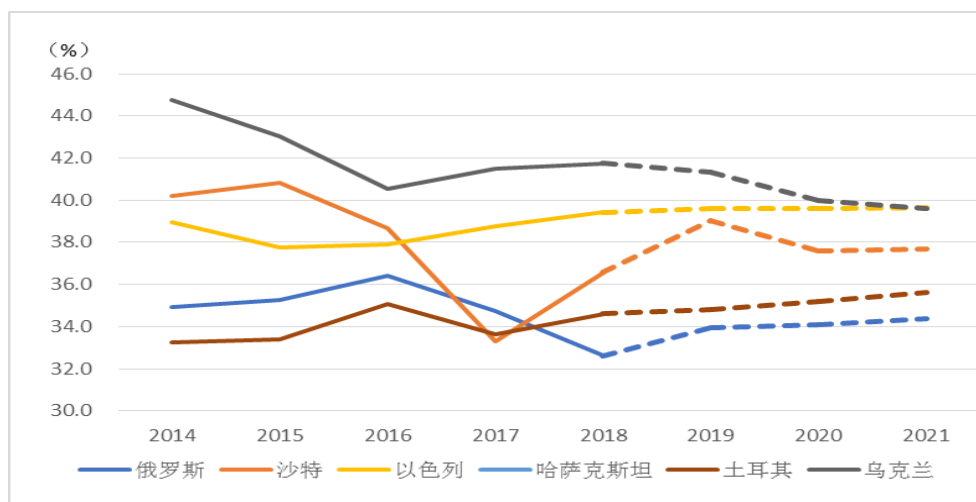
**全球低利率环境为地区经济多元化发展提供了有利的信贷环境，私营部门商业环境得到改善；地区财政整固力度将持续加大，政府支出水平与债务水平均有上升趋势，当前政府债务压力较小**

中东及独联体地区经济对能源产业依赖度较高，低油价现状以及未来油价走势的波动性促使地区国家积极发展非油气产业。同时，地区内大部分国家营商环境较为严格，私营部门和国际投资活动限制较多。2019 年在美联储连续降息带动下全球迎来降息潮，低利率环境为地区内信贷增长提供了有利环境。中东地区国家货币政策紧跟美联储步伐，年内均随着降低了关键利率水平，国内信贷增速加快，私人信贷占比有所提高。以摆脱能源价格波动为主要目标的财政政策整固加快，提高油气产品的消费税，同时减少补贴等一系列措施的实施，对政府财政收入与油价波动的关联性起到弱化作用。独联体地区则持续加大对中小微企业扶持力度，放宽中小企业融资准入条件，加大市场活跃度，为私营企业营商环境改善做出积极努力；地区内积极发展债券市场，引入国外投资者，经济开放程度加深。整体来看，地区内财政整固力度加大，通过积极的财政政策支持经济增长是地区发展的主要特征。

2019 年，中东及独联体地区内各国财政支出水平均表现出明显上升趋势。地区平均政府财政支出占 GDP 水平预计为 33.2%，较上年上升近 1 个百分点，且大于财政收入与 GDP 比值，地区内大部分政府属于赤字运营状态。中东地区以沙特为例，尽管 2019 年油价的阶段性回暖使得财政收入水平较上年出现上升，加上新引入的增值税政策，财政收入与 GDP 比值大约从 30.7% 上升至 32.9%。但从支出来看，沙特政府为支持“2030 愿景”计划，2019 年前 9 个月的支出已经超过总支出的 84%，即使动用沙特庞大的外汇储备来弥补赤字，支出规模仍然处在高位。预计 2019 年财政支出与 GDP 的比值将达到 39.0%，较上年上升 2.4 个百分点，推动财政赤字率较上年大约上升 0.2 个百分点达到 6.1%。同时，土耳其、以色列和阿联酋等国均表现出赤字加剧，阿曼和巴林尽管赤字有所缓解，但赤字水平处在高位，中东地区平均赤字率达预计将达到 2.3%。独联体以俄罗斯为例，俄罗斯财政收入近 50% 依靠自然资源，经济在 2017 年走出衰退之后，政府加大了对养老、教育和基础建设的投入，政府财政支出水平随之上升，2019 年政府财政支出与 GDP 比值预计达到 34.0%。受此影响，预计俄罗斯政府财政盈余状态将有所下滑，但能够保持小幅盈余，预计政府财

政平衡与 GDP 比值达到 1.0%，较 2018 年大幅下滑 1.9 个百分点。从整体来看，独联体地区政府财政支出平均水平达到 30.4%，较 2018 年平均水平上升 0.9 个百分点，其中白俄罗斯、摩尔多瓦、乌克兰、吉尔吉斯和阿塞拜疆财政支出与 GDP 比值均超过 30%。独联体地区 2019 年政府平均赤字水平约为 0.8%，打破 2018 年财政盈余状态，主要由于地区支出水平上升导致。

图 4.3 中东及独联体地区主要政府财政支出/GDP



数据来源：IMF，联合资信整理

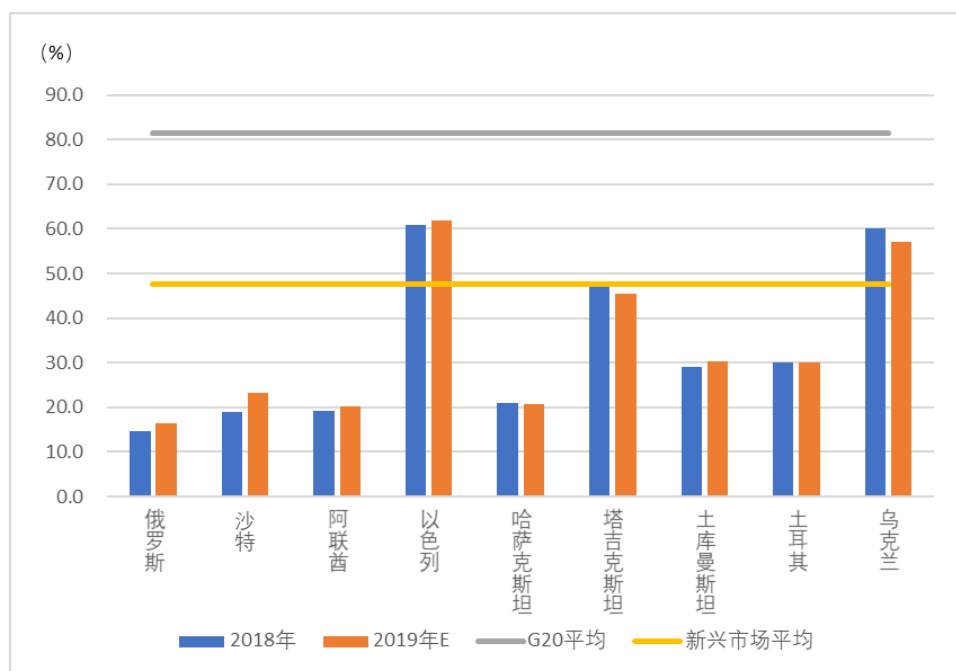
2019 年在宽松货币环境下，地区内政府积极加快股票和债券市场发展，加大融资融券力度。中东地区，2019 年 12 月份，沙特阿美募资 256 亿美元创全球最大 IPO，成全球最大市值公司；巴林重回国际市场，在 2019 年 9 月成功发行价值 20 亿美元的伊斯兰债券；同时地区内多国股票和债券被纳入全球股票和债券指数，推动了该地区资本市场的流动水平。独联体地区资本市场发展较为缓慢。但在当前宽松货币政策环境下，各国一方面着力加大国内信贷活力，结构上将信贷政策向私人领域扩展。例如俄罗斯 2019 年二季度国内债券余额达到 3,667.7 亿美元，较去年同期上升 13.7%，而私人信贷占 GDP 的比值料将保持在 78% 左右的水平。另一方面积极探索国际开放道路，加大吸引外商投资力度。例如部分国家放宽了外资准入条件，除了保持吸引外商直接投资外，允许符合资格的外国投资者对国内资本市场进行股权和债券投资。

伴随政府财政支出的上升的是政府债务水平的上升。2019 年地区平均政府债务与 GDP 比值预计达到 45.2%，较 2018 年上升 1.6 个百分点，但远低于全球 G20 发达国家水平（81.5%），也低于新兴市场平均水平（47.5%）。其中，中东地区政府平均债务水平（政府债务与 GDP 比值）约为 51.1%，较 2018 年上升 2.8 个百分点。中东地区内也显示出一定的分化，巴林和约旦政府债务与 GDP 比值达到 100% 左右，以色列、阿曼和卡塔尔政府债



务与 GDP 比值在 60% 左右，而沙特、阿联酋和科威特等国政府债务水平尽管较上年有所上升，但则处在 30% 以下。独联体地区政府平均债务水平（政府债务与 GDP 比值）约为 39.2%，较 2018 年上升 0.3 个百分点，明显低于中东地区，且地区内政府债务水平相对较高的为乌克兰、吉尔吉斯斯坦和亚美尼亚也均未超过 60%。

图 4.4 中东及独联体地区主要政府债务/GDP

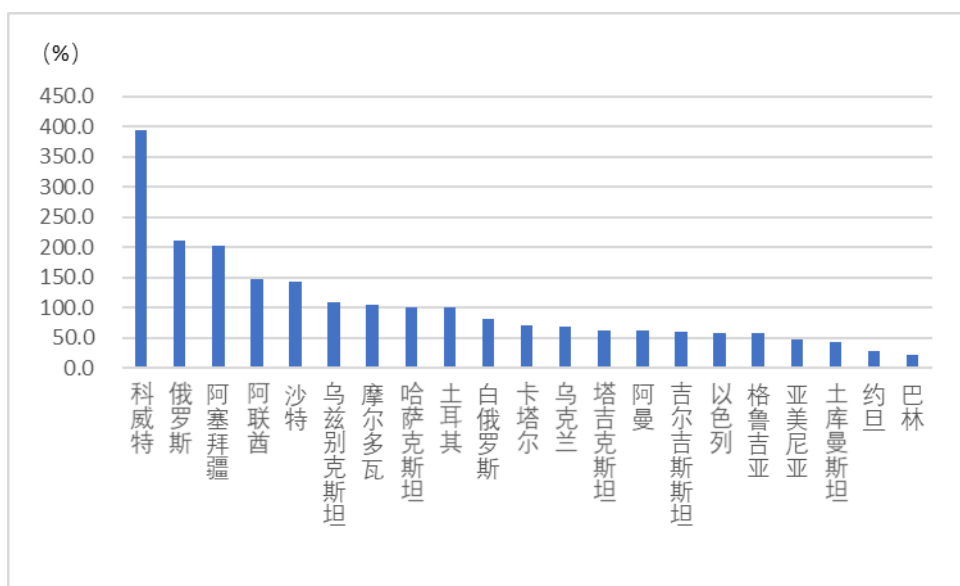


注：2019 年为预测数据，G20 与新兴市场为 2018 年平均值

数据来源：IMF，联合资信整理

就偿债能力来看，地区内政府财政收入对债务覆盖率较高，整体债务压力不大。中东地区国家政府收入对政府债务的覆盖达到了 113.6%，对债务保障能力很高，且国际融资渠道畅通，政府主权财富基金保障能力较强，政府债务压力不大。而独联体地区内政府收入与政府债务比值达到 95.5%，低于中东地区，但仍接近 100%，覆盖能力较强，且大部分政府债务以国内债务为主，债务压力相对可控。总体看，该地区内政府债务压力一般，除个别对外资依赖度较高且金融系统相对脆弱的国家外（例如土耳其和乌克兰），政府债务违约的可能性较小。

图 4.5 中东及独联体地区主要政府财政收入/政府债务 (%)

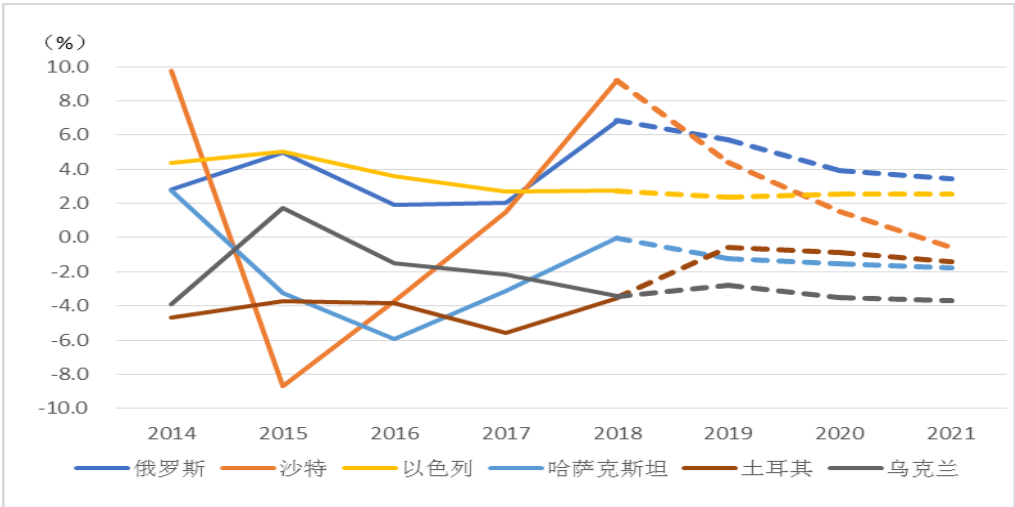


数据来源：IMF，联合资信整理

**地区内国际贸易保持增长但增速有所放缓，区域内主要经济体经常账户状况普遍恶化；地区整体外债水平较低，外汇储备以及主权财富基金等在地区偿债保障方面起到重要作用，但各国负债能力分化较大**

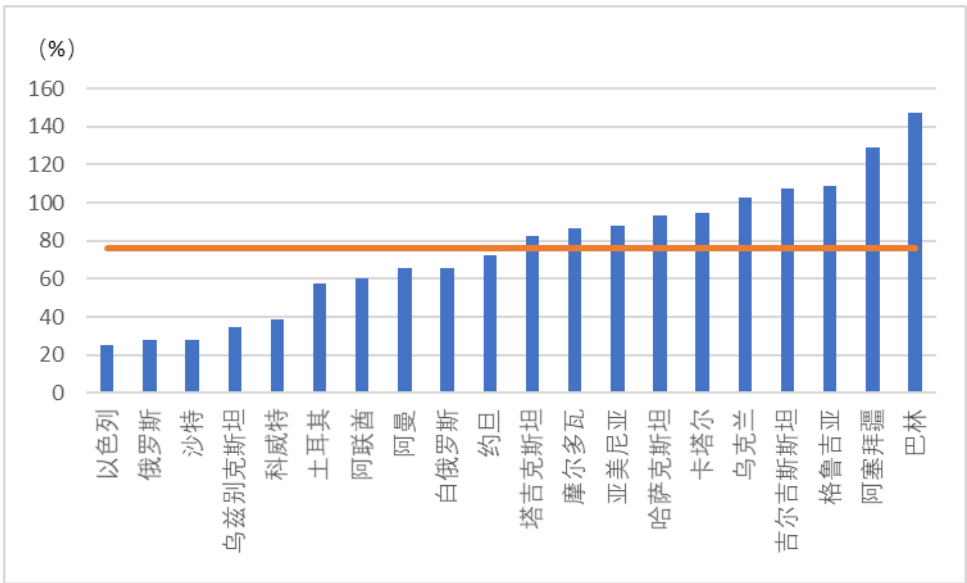
2019 年世界经济持续下行，贸易紧张局势加剧，下行压力和消极因素交织，全球贸易陷入疲软态势。在此背景下，中东及独联体地区以自然资源和能源资源进出口为主要商品的对外贸易尽管有所放缓，但仍保持了相对稳定增长水平。2019 年地区出口平均增速预计达到 3.0%，较上年下滑 0.6 个百分点，其中中东地区出口平均增速 1.3%，独联体地区出口平均增速达到 4.2%；同时地区进口平均增速预计达到 4.5%，其中中东地区进口增速约为 0.7%，独联体地区进口平均增速预计达到 7.4%。同时，在出口增速放缓的影响下，地区经常账户状况恶化，2019 年地区经常账户赤字率预计为 1.1%，较上年上升 0.9 个百分点。其中，中东地区经常账户表现也较上年下滑，但保持盈余状态，经常账户盈余与 GDP 比值约为 1.2%，较上年表现下滑 1.3 个百分点；独联体地区经常账户则呈现赤字状态，预计经常账户赤字与 GDP 比值达到 2.9%，较上年上升 0.7 个百分点。

图 4.6 中东及独联体地区主要国家经常账户平衡/GDP



数据来源：IMF，联合资信整理

图 4.7 中东及独联体地区部分国家外债/GDP (%)



注：主要为 2018 年数据，个别国家为 2017 年数据，横线为地区平均水平

数据来源：IMF，联合资信整理

地区整体外债与 GDP 比值约为 75%，与其他地区相比，该地区外债水平不高。但从偿债能力来看，区域内各国负债能力分化较大。中东地区平均外债与 GDP 比值水平约在 65% 左右，地区内海合会国家有强大的主权财富基金，且国际融资渠道畅通，出现外债危机的可能性较低；而以色列作为发达国家，外汇储备与外债总额比超过 100%，外债保障能力较强；土耳其外汇储备薄弱，且对外资依赖度较高，资本市场波动性较大，外债与 GDP 比值

约在 57% 左右，全球贸易摩擦加剧以及经济下行风险将对其外债偿还产生压力。独联体地区内国家对外债态度较为谨慎，地区平均外债与 GDP 比值约在 85% 左右，高于中东地区，地区外汇储备与外债平均比值约为 45% 左右，地区内俄罗斯和乌兹别克斯坦外汇储备对外债覆盖能力较高，比值均超过 100%；但乌克兰、哈萨克、亚美尼亚、吉尔吉斯斯坦、格鲁吉亚等国外部脆弱性较为明显，外汇储备对侨汇依赖度较高，且外汇储备对外债的覆盖程度不足 25%，存在一定外部风险。预计未来 1~2 年内地区内整体外债风险不高，特别是中东地区的外债压力较小，而独联体地区的外债风险则相对偏高。

## 五、美洲地区：地区分化更加明显

### 美国在政治两极分化背景下的总统大选结果存在一定不确定性，拉美地区动荡明显加剧

2019 年，美国政局不确定性有所抬升，主要体现在针对总统特朗普的弹劾事件。自 2019 年 9 月启动对特朗普的弹劾调查后，众议院在此后的两个月间传唤众多证人举行听证会，并于 12 月 18 日通过了针对特朗普的两项弹劾条款，分别为“滥用权力”和“妨碍国会调查”。2020 年 2 月 5 日，美国参议院就特朗普弹劾案举行全体表决，否决了这两项弹劾条款。至此，持续 4 个多月的特朗普弹劾案终告结束，特朗普正式成为美国历史上第三位被众议院弹劾、又在参议院被宣告无罪的总统。这意味着特朗普将在留任总统职位的同时仍有机会在即将到来的总统选举中争取连任，但另一方面也体现出了美国政治两极分化愈发严重。2020 年，美国将进行第 59 届总统选举。目前来看，选举团、众议院选区和即将选举的参议院席位的地图都对共和党有利，使得共和党在控制方面取得压倒性胜利的可能性切实存在，即使民主党在普选中以微弱优势获胜，特朗普连任的可能性仍然较大，但不排除其他党内候选人或民主党候选人当选的结果。若民主党候选人当选，美国未来政治经济走向或均将发生较大调整，将会对整个美洲甚至全球经济发展及地缘政治关系产生较大影响。

2019 年，拉美地区国家风波不断，地区内多国受国内多次爆发游行抗议影响，政治稳定性大幅下滑，也有部分国家因换届选举导致政策连续性中断。自 2019 年 10 月起，智利国内爆发多次大规模游行，游行的起因为公共交通票价上涨，虽然随后皮涅拉政府迅速降低票价，并宣布社会改革，包括提高了最低养老金和最低工资，但游行抗议并没有结束，且扩展为针对整个国家的经济和社会问题的大规模抗议活动，同时呼吁皮涅拉辞职和进行经济改革。在压力下，皮涅拉呼吁所有内阁成员辞职，承诺重组政府。此次游行的导火索虽然为公共交通费用，但究其根本，是由于贫富差距过大、社会财富分化严重这一长期存

在的社会问题所引起，而这一问题预计无法在短期内得到有效解决。因此，即使智利国内不再进行大规模的抗议游行，但影响社会稳定的因素依旧存在，预计仍将对皮涅拉政府的稳定性造成影响。

2019 年 10 月，玻利维亚举行总统和议会选举。官方公布的总统选举投票结果显示，莫拉莱斯的得票率超过对手 10 个百分点，可在第一轮选举直接胜出。但反对派指控莫拉莱斯阵营舞弊，拒绝承认选举结果。两个阵营的支持者爆发严重冲突，玻利维亚连日爆发大规模抗议活动。11 月，已当选的玻利维亚总统莫拉莱斯因为被控选举舞弊，迫于国内压力被迫辞职，随后，玻利维亚副总统加西亚、参议院议长萨尔维埃拉也相继宣布辞职。由此次总统大选引发的大规模抗议活动严重影响到了玻利维亚国内政治稳定性，预计未来玻利维亚政局动荡局势或将更加严重。玻利维亚将于 2020 年 5 月 3 日重新举行全国大选，选举新一届总统、副总统以及众议员和参议员，目前来看，重新大选仍面临诸多问题。预计短期内，玻利维亚的国内动荡局势无法得到有效缓解，全国大选或将导致不同党派间的角力进一步升级，玻利维亚政局在短期内恢复稳定的前景不容乐观。

阿根廷方面，总统选举主导了 2019 年阿根廷全年的政治走向。2019 年 10 月，费尔南德斯成功当选总统，但这一结果在一定程度上出乎了国际社会的预料。在早前 8 月的总统初选中，费尔南德斯以 47.79% 的得票率意外大幅领先马克里（得票率仅 32%）。这一结果导致阿根廷金融市场强震，股汇债“三杀”，使经济再次陷入衰退泥沼。费尔南德斯正式上台后，对多项前任马克里政府提出的市场化、商业化改革政策做出重大调整或废除，包括主张实行外汇管制、加强国家对经济的干预力度、采取保护主义措施以及建立一套限制投机资本的法规等，同时还提出增加就业、扩大社会福利等政策主张，希望通过扩大内需、采取更为宽松的财政货币政策来帮助阿根廷走出经济衰退，但此举中断了多项前任政府提出并且已在施行的政策，使得阿根廷政府的政策连续性被打断。在阿根廷经济面临严重财政赤字、高通胀和金融市场动荡等多重挑战的背景下，费尔南德斯政府能否落实高福利的社会保障政策仍有待检验，同时，费尔南德斯政府提出一项法案草案，建议把恢复国家公共债务的可持续性作为当前政府经济工作的优先事项。由于费尔南德斯的政策倾向性与前任马克里差距较大，且面临的问题更加严峻，预计未来费尔南德斯政府或将出台更多法规、政策以实现自己的预设目标，或将中断或更改更多前任政府已提出或实施的政策，预计未来阿根廷政策连续性将有所减弱，政策不确定性将明显增加。

总体来看，预计 2020 年美洲地区的政局不稳定性较 2019 年将有明显增加，而美国大选的结果将成为决定未来整个美洲地区甚至全球经济发展及政治关系的重要影响因素。

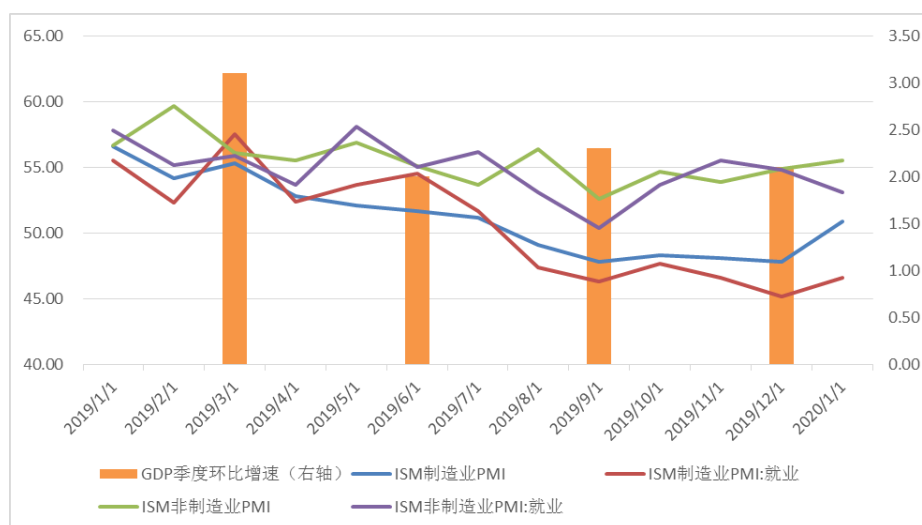


**美国和加拿大经济增速双双放缓，经济增速提升乏力，预计 2020 年或将继续维持小幅增长；拉美地区面临较大的不确定，且易受到国际大宗商品价格波动影响**

尽管《美墨加协定》已在 2018 年 9 月底达成，但由于美国对其中部分条款不满，美洲地区对外贸易不确定性依然存在，对 2019 年地区经济增长持续产生影响。2019 年 5 月，美国总统特朗普威胁称，计划于 6 月 10 日起对墨西哥所有输美商品加征 5% 关税，且如果墨方没有有效缓解“非法移民危机”，则将从 7 月开始分阶段提高税率至 25%。随后美墨双方进行了谈判，并于 6 月初达成协议，美国对墨西哥采取的关税措施将无限期暂停。2019 年 12 月，修订版《美墨加协定》正式签署，预计将于 2020 年 6 月正式生效。修订版《美墨加协定》在汽车生产、劳工、知识产权及乳业等多方面对原协定进行了更新，将在很大程度上缓和美洲地区的区域贸易紧张情绪，也将在未来的一段时间内对于美洲地区经济贸易产生利好。

从各国经济表现来看，受中美贸易摩擦对美国经济自身冲击及全球经济下行压力加大影响，叠加商业投资下滑以及减税影响逐渐减弱，美国经济增速已呈现出明显的下滑趋势。2019 年四个季度 GDP 年化环比增长率分别为 3.1%、2.0%、2.3% 和 2.1%。为刺激经济增长，美联储已停止升息缩表，且 2019 年内进行了多次降息，但效果并不十分明显，美国的经济增速从 2018 年的 2.9% 下降至 2019 年的 2.3%，同比下降了 0.6 个百分点。进入 2020 年以来，受 1 月就业增长超过预期的支撑，消费者继续推动经济增长，但从具体数据中可发现，美国制造业 PMI 自 2019 年 8 月至 12 月，已连续 5 个月处于 50 以下的收缩期间，虽于 2020 年 1 月重回扩张区间，但制造业就业数据仍处于 50 以下水平，且制造业工作岗位有所下降，特别是在汽车和零部件行业中，修订版《美墨加协定》的成功签署虽在一定程度上有利于汽车制造业回归美国本土，但制造业 PMI 整体下滑趋势或难以逆转。多方因素表明，2020 年美国经济增速将持续下行，或将降至 2.0%，且必将对全球经济增长形成拖累。

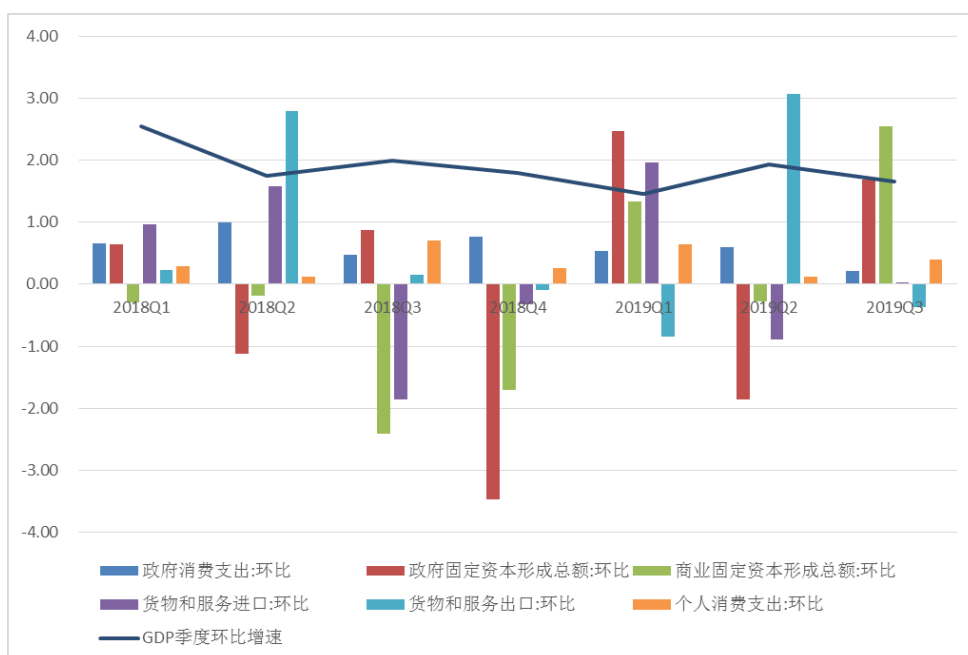
图 5.1 美国 2019~2020 年经济增速及 PMI 数据



数据来源：Wind，联合资信整理

在劳动力问题和全球经济疲软的大环境所带来的短期不利影响下，加拿大经济增速从 2018 年的 1.9% 下降至 2019 年的 1.5%，一、二、三季度经济环比增长率分别为 1.5%、1.9% 和 1.7%，放缓速度明显。但从具体表现来看，加拿大经济在放缓的同时，开始显现出更大弹性。2019 年三季度加拿大商业投资增长了 2.6%，为近年来最快增速，商业投资的强劲表现体现出加拿大经济抵御外界波动能力有所提高。加拿大 2019 年 12 月未经季调 PMI 指数虽由 58.4（2019 年 11 月）大幅收缩至 43.6，但 2020 年 1 月又重回扩张区间（51.1）。另一方面，修订版《美墨加协定》的成功签署将利好汽车业发展，同时缓解了美加贸易紧张情绪，预计将会对加拿大出口起到一定提振作用。预计 2020 年，加拿大全年实际 GDP 增速将小幅升至 1.8%。

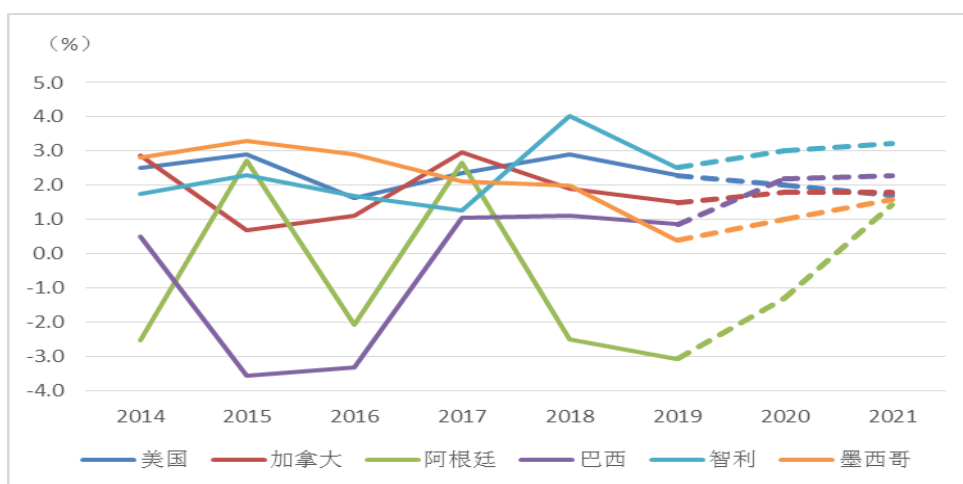
图 5.2 加拿大 2018~2019 年经济表现数据



数据来源：Wind，联合资信整理

从拉美地区整体来看，大多数国家的经济发展模式和产业结构依旧相对单一，国家经济发展易受到包括铜、铁矿石、大豆、原油等国际大宗商品价格振荡等外部环境变化的影响。其中，石油对于委内瑞拉、巴西、墨西哥和危地马拉，铁矿石对于巴西和秘鲁，铝土对于巴西、圭亚那、牙买加、委内瑞拉，铜对于智利和秘鲁，农产品对于阿根廷、乌拉圭和巴拉圭等均起到了重要影响。虽然不少国家在大宗产品深加工和经济多元化方面做了很多努力，但截至目前这些国家经济对于大宗商品出口的依赖性并未出现根本的改观。另一方面，受外部势力干预或国内社会问题根深蒂固且并未得到有效根治等因素影响，一些拉美地区国家的国内政治复杂多变，充满不确定性。预计 2020 年整个拉美地区经济增速将较 2019 年小幅上升，结束下滑趋势，但在全球经济下行压力增加、大宗商品价格承压及拉美多个经济体国内政局稳定性明显下滑的背景下，预计整体经济增速依旧较慢。

图 5.3 美洲地区主要经济体 GDP 增速



数据来源：IMF，联合资信整理

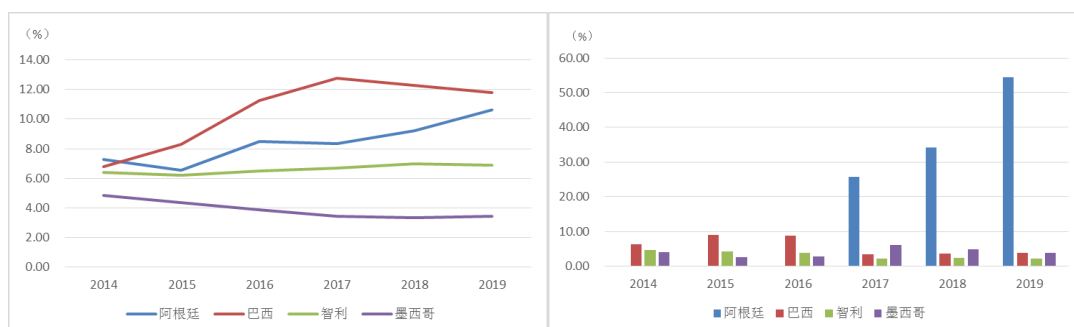
从具体国家来看，墨西哥：2019 年以来，墨西哥新任政府推出的部分政策对投资者信心造成较大打击，拖累墨西哥经济持续下行，2019 年经济增速仅为 0.4%，较 2018 年（2.0%）大幅下降 1.6 个百分点，但通胀水平较 2018 年（4.9%）有所改善，下降至 3.8%，失业率也继续保持低位（3.4%）。2020 年，墨西哥政府或将加大社会项目方面的公共支出，刺激经济发展的同时缩小经济、社会 and 地区不平衡；同时，得益于修订版《美墨加协定》的成功签署，国际投资者对于墨西哥信心有所回升，预计未来投资对于墨西哥经济的拉动将有明显增强，墨西哥经济增速将小幅回升至 1.0% 左右。

阿根廷：自 2018 年以来，受干旱影响农作物产出以及美联储加息、阿根廷比索遭抛售大幅贬值等因素影响，阿根廷经济陷入衰退，经济增速为 -2.5%，通货膨胀率高达 34.3%。2019 年，经济颓势持续，叠加初选后金融市场的剧烈动荡，阿根廷经济及金融基本面受到严重削弱，经济增速进一步下滑至 -3.1%，通货膨胀率和失业率分别再度高位上升至 54.4% 和 10.6%，均创近年来新高。虽然费尔南德斯上台后，出台多项新政，希望通过扩大内需、采取更为宽松的财政货币政策来帮助阿根廷走出经济衰退，但目前来看，阿根廷经济走出衰退仍需一段时间，预计 2020 年阿根廷经济仍将处于负增长，但衰退程度将得到有效控制，经济增速将达到 -1.0% 左右水平。

智利：2019 年，智利国内持续的大规模示威游行对其经济造成了严重影响，经济增速放缓 1.5 个百分点至 2.5%。但由于智利经济基础相对较好，通胀表现良好，通货膨胀率为 2.2%，与上年基本持平；2019 年就业情况也基本保持稳定，失业率小幅下降 0.1 个百分点至 6.9%。随着抗议活动的逐渐平息，预计 2020 年经济增速或将恢复至 3.0% 左右。

巴西：作为拉美地区的重要经济体，巴西虽未发生经济衰退，但受到全球经济下行压力加大和国际贸易条件的恶化影响，经济增速小幅放缓至 0.9%，通货膨胀率小幅上升至 3.8%，但失业率小幅下降 0.5 个百分点至 11.8%。为刺激经济复苏，巴西政府通过了养老金改革，采矿业供应中断也已恢复。另一方面，巴西央行于 2020 年 2 月降息 25 个基点，同时表明或将在未来中止宽松周期，以刺激经济增长，预计 2020 年经济增速将回升至 2.0% 左右。

图 5.4 拉美地区主要经济体失业率（左图）及通货膨胀率（右图）



数据来源：IMF，联合资信整理

### 美国和加拿大的财政赤字均有所上升，债务水平继续保持高位

2019 年，美洲地区全部经济体财政赤字平均水平约为 4%，政府债务平均水平在 75% 以上，均较 2018 年小幅走扩；与欧洲地区主要经济体及亚太地区除日本外的主要经济体相比，也均有所偏高。其中，北美地区财政赤字平均水平为 3.2%，政府债务平均水平为 96.9%；拉丁美洲及加勒比海地区财政赤字平均水平为 4.9%，政府债务平均水平为 67.8%。

美国：自特朗普上任以来，美国财政状况总体呈恶化之势。特朗普推动的减税政策造成了财政收入的下滑，与此同时国防开支、社会保障费用与债务利息不断增加，导致美国联邦政府财政赤字水平持续保持高位。2019 年，美国财政赤字相当于 GDP 的比值为 5.6%，较 2018 年小幅回落 0.1 个百分点，但仍处在很高水平，一般政府债务与 GDP 的比值达到了 106.2%，较 2018 年上升了近 2 个百分点。美国的债务水平在全球主要经济体中高居第四，仅低于日本、葡萄牙和新加坡。美国政府公布 2021 财政年度预算显示，预算赤字将扩大到 1 万亿美元，这将是 2012 年以来的首次，而美国 2020 财年前四个月的财政缺口已达到 3,892 亿美元，比去年同期增长 25%，已占 2019 财年总赤字的 40%，因此预计未来美国财政赤字水平仍将保持在较高水平，这也将推动美国的一般政府债务水平继续上升。从美国政府债务的结构看，大部分的债务均为长期债务，短期债务的比例较低，截至 2019 年 9 月底，短期债务及一年内到期的长期债务占一半政府债务总额的比重仅为 8.5%。整体来看，

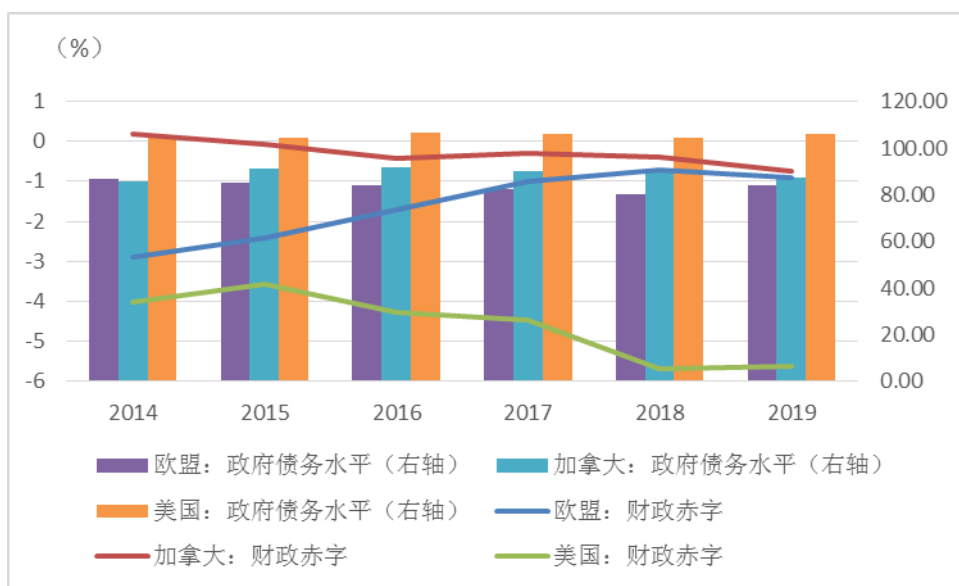


未来美国债务风险仍然相对可控，但高涨的财政赤字和政府债务水平恐将对投资者的信心造成了负面影响，或将对其未来经济增长形成制约。

加拿大：2019 年，受经济增长放缓影响，加拿大的财政赤字水平较上一年度的 0.4% 小幅扩大至 0.7%，但相对而言仍处于较低水平。加拿大政府债务水平较 2018 年有所下降，尽管仍处于 87.5% 的高位，但较 2018 年的 89.9% 下降了逾 2 个百分点，近年来的小幅下降趋势得以持续，政府的债务风险总体呈现出持续小幅下降的趋势。

与欧洲地区其他发达经济体相比，美国和加拿大政府债务水平长期明显偏高。截至 2019 年底，欧盟平均政府债务水平为 83.9%，美国和加拿大较其分别高出 22.3 个和 3.6 个百分点；欧元区及西欧地区各国平均政府债务水平分别为 80.4% 和 68%，美国和加拿大的政府债务水平与其相比也明显偏高。财政赤字方面，由于欧盟对其成员国设定了 3% 的赤字上限，欧洲地区赤字水平整体偏低，平均赤字率为 0.5%；欧盟 28 国中也将有 13 个国家实现财政平衡或盈余，只有法国和罗马尼亚超出 3% 赤字上限。总体来看，加拿大赤字水平略高于欧洲地区平均水平，而美国财政状况与欧洲各主要经济体相比明显较差。

图 5.5 美洲地区与欧盟财政表现及政府债务表现

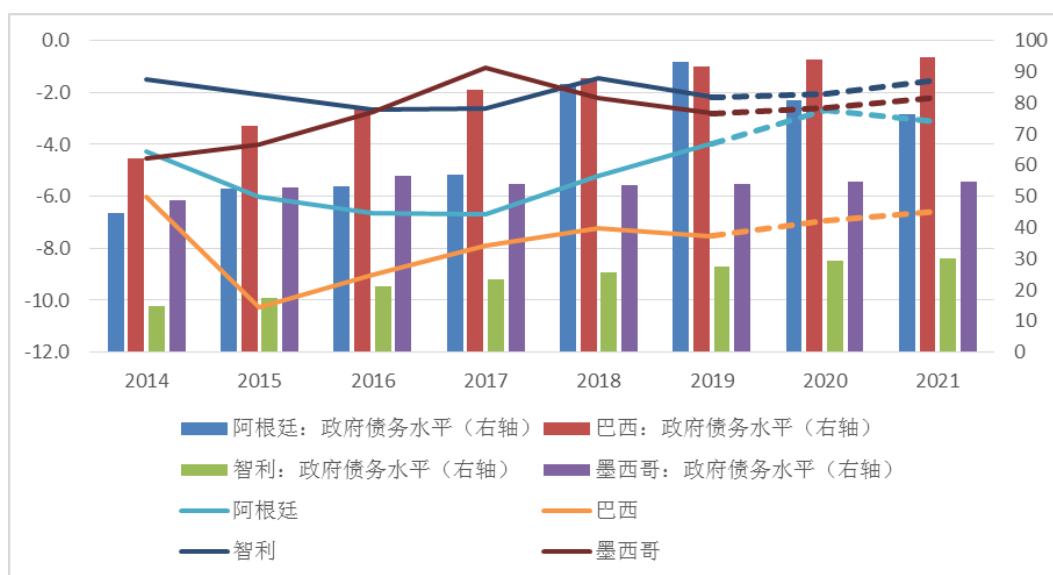


数据来源：欧盟统计局，IMF

**拉美地区财政状况和债务水平均有所分化，整体货币贬值压力有所缓解，但部分国家汇率风险及违约风险仍不容忽视**

纵观拉美地区，因为经济增长表现的差异，以及各国财政和税收政策调整方向的不同，2019 年，拉美地区主要经济体的财政状况的分化较为明显。

图 5.6 拉美地区主要经济体财政表现及政府债务相当于 GDP 的比值



注：2020 年和 2021 年数据均为预测  
数据来源：IMF，联合资信整理

智利：具体来看，智利受到下半年国内大规模游行抗议影响，经济增速大幅放缓，财政状况也有所恶化，连续多年下降的财政赤字率有所回弹，2019 年回升至 2.2%，较 2018 年的 1.5% 增加 0.7 个百分点，结束了连续三年的下降趋势。但智利的一般政府债务水平很低，截至 2019 年底仅为 27.5%，虽较 2018 年底小幅增加约 2 个百分点，但仍处在很低水平，且在中期内都有望保持在非常安全的水平。

墨西哥：2019 年，墨西哥受经济增速大幅放缓影响财政赤字小幅上升的 2.8%，但一般政府债务水平相对较低（53.8%），且近两年内保持相对稳定。随着新任政府持续加大对墨西哥国家石油公司（PEMEX）的支持力度，墨西哥政府的财政状况未来将面临较大的不确定性，一方面给 PEMEX 减税可能会使墨西哥政府石油相关收入进一步减少，另一方面 PEMEX 自身债务高企，可能会使墨西哥政府的或有负债风险进一步上升。此外，新任政府提高社保及基建支出的计划也可能导致财政赤字率的进一步上升，墨西哥不容乐观的经济前景也会给政府的财政状况带来较大的不确定性。

巴西：对于巴西而言，受经济增速大幅放缓影响，财政赤字小幅走扩，从 2018 年的 7.2% 上升至 2019 年的 7.5%。且自 2014 年全球能源和大宗商品价格大跌后，巴西政府债务水平一直呈现快速上升的趋势，虽然能源价格有所回暖，但巴西政府债务水平仍保持上升趋势，

至 2019 年已达 91.6%，在拉美和整个新兴经济体中均处于较高水平，另一方面，巴西政府债务的平均到期期限相对较短，存在较大的短期偿付压力。

阿根廷：近年来阿根廷经济持续衰退，与 IMF 签订贷款协议后，其所实施的财政整固措施将使财政赤字率持续下降，从 2018 年的 5.2% 缩减至 2019 年的 4.0%，已连续三年下降，预计未来仍将保持这一趋势。但持续的经济危机导致其政府债务水平持续上升，2019 年底已达到 93.3%，较 2018 年的 86.1% 再度高位增加逾 7 个百分点。另一方面，费尔南德斯上台后表示，阿根廷政府将停止偿还债务，除非经济摆脱衰退重回增长区间。自 2019 年 11 月起，阿根廷政府已多次拖欠主权债务，分别为 12 月 19 日单方面延长以美元计价的短期国库券的还款期限和 1 月 20 日对本币短期债务进行交换，均触发了不良债务交换，构成了违约。国际货币基金组织（IMF）代表团已于 2 月 12 日抵达阿根廷，与总统费尔南德斯讨论和确定债务重组方案，阿根廷政府希望能够推迟偿还国际货币基金组织救助贷款的日期，以确保阿根廷的偿债能力。同时，阿根廷国会通过了一项法律，宣布恢复国家公共债务的可持续性为优先事项。但目前来看，阿根廷经济状况并未出现明显改善，而阿根廷的政府债务情况也难以在短时间内得到解决，因此未来还存在较大的违约可能性。

另一方面，由于拉美地区经济“美元化”问题较为严重，政府债务中外币债务尤其是美元债务占比相对较高，且拉美地区货币波动性较大，政府债务面临较大的汇率风险。自 2013 年起，拉美地区主要经济体货币波动性显著变大，其中 2015 年阿根廷比索全年历史波动率达 30.7%，巴西雷亚尔历史波动率也高达 21.1%，均为近十年来最大波动率。另一方面，自 2015 年起，阿根廷比索、巴西雷亚尔及智利比索等货币开始出现明显贬值趋势，其中阿根廷比索贬值幅度最大，自 2015 年 12 月 16 日阿根廷政府宣布解除外汇管制后，截至 2019 年底累计贬值幅度高达近 350%。

图 5.7 拉美地区主要经济体 2010~2020 年汇率

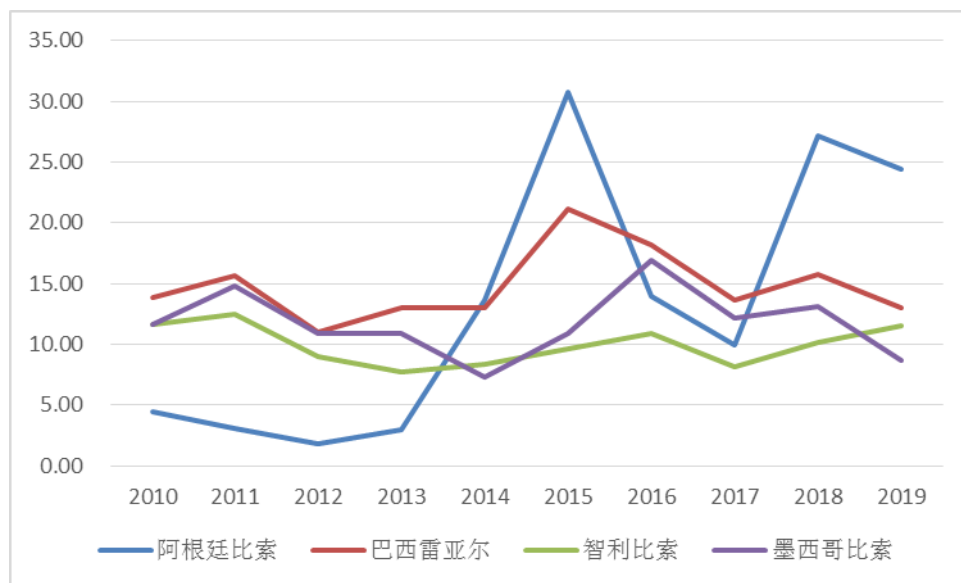


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

2019 年美联储为刺激经济增长，货币政策转向宽松并开启降息进程，拉美地区货币面临的贬值压力有所减弱，但由于其经济结构、经济增速及政治稳定性等多重因素影响，拉

美地区主要经济体货币的隐含波动率依旧较高，部分国家货币仍有大幅贬值的可能。随着美联储货币政策转向宽松，拉美地区国家货币整体贬值压力将有所缓解，但受 2020 年美联储货币政策宽松力度有望边际减弱影响，部分经济下行压力较大的拉美国家货币仍将面临较大压力。

图 5.8 拉美地区主要经济体货币 2010~2019 年历史波动率



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

智利：受 2019 年下半年开始的全国大范围示威游行影响，智利比索下半年开始出现明显贬值迹象，全年货币隐含波动率达 11.6%，全年累计贬值幅度也达到了 8.6%。随着示威游行活动的逐渐平息，智利经济或将恢复增长，但 2020 年美联储货币政策宽松力度有望边际减弱的情况下，美元指数下行空间预计有限。受此影响，预计 2020 年智利比索仍将面临一定压力，但汇率风险较 2019 年将有所下降。

巴西：受经济增速大幅放缓影响，在美联储开启降息进程的背景下，巴西雷亚尔全年波动率达 13.0%，全年小幅贬值 4.4%。进入 2020 年，巴西政府已出台多项刺激经济发展的措施，预计巴西经济增速将有小幅回升，未来一段时间内巴西雷亚尔的贬值压力或将较 2019 年有所缓解。

墨西哥：墨西哥比索全年持续小幅波动，2019 年历史波动率为 8.7%，为 2019 年拉美地区主要经济体中波动幅度最小的货币。另一方面，得益于 2019 年修订版《美墨加协定》的顺利推进及美联储开启降息进程，墨西哥比索年内升值 3.7%，为拉丁美洲地区主要经济体中表现最佳货币。2020 年 1 月修订版《美墨加协定》成功签署后，国际投资者对于墨西哥整体信心有所回升，预计未来墨西哥比索面临的汇率风险不大。

阿根廷：受总统大选初选结果导致的阿根廷金融市场强震叠加持续多年的经济衰退影响，2019 年阿根廷比索历史波动率及全年贬值幅度均居拉美地区主要经济体货币之首，分别为 24.3% 和 57.9%。进入 2020 年，阿根廷政府已出现多笔债务违约，且阿根廷经济状况或将难以在短时间内得到有效解决，预计 2020 年阿根廷比索仍将面临较大的贬值压力。

自 2000 年起，拉美地区共发生了 21 起主权违约事件，共涉及 11 个国家，包括阿根廷在内的 7 个国家曾发生过多起主权违约事件，违约原因多为在经济下行压力加大的背景下由经济基础薄弱、外汇储备不足、外债负担较重等原因导致相关国家货币短期内大幅贬值、资本流出加剧，引发政府流动性危机，进而升级为债务危机或经济危机。从目前来看，拉美地区国家债务压力不大，但由于大部分拉美国家经济基础较为薄弱且多个国家政治稳定性明显降低，若全球经济下行压力再度增加，或将触发货币危机，导致资本大量流出、货币大幅贬值。预计未来拉美地区国家仍将面临较大的汇率风险。

表 5.1 2000~2020 年发生过违约的主权国家列表

违约国家	违约年份	违约金额 (亿美元)	违约币种	违约原因
苏里南	2000	-	本币	-
阿根廷	2001	822.68	外币、本币	经济危机、债务危机
尼加拉瓜	2003	3.20	本币	债务危机
乌拉圭	2003	57.44	外币	货币危机
巴拉圭	2003	-	外币	经济危机
格林纳达	2004	-	外币	经济危机、债务危机
格林纳达	2005	-	本币	经济危机、债务危机
委内瑞拉	2005	-	外币	债务危机
多米尼加	2005	16.22	外币	债务危机
格林纳达	2006	-	本币	经济危机、债务危机
伯利兹城	2006	2.42	外币	债务危机
厄瓜多尔	2008	32.10	外币、本币	政府还债意愿弱
尼加拉瓜	2008	2.96	本币	债务危机

牙买加	2010	79.00	外币、本币	债务危机
伯利兹城	2012	5.47	外币	政府还债意愿弱
格林纳达	2012	-	外币	经济危机、债务危机
格林纳达	2013	-	外币、本币	经济危机、债务危机
牙买加	2013	91.00	外币、本币	债务危机
委内瑞拉	2017	2.00	外币	债务危机
阿根廷	2019	-	外币	债务危机
阿根廷	2020	14.00	本币	债务危机

数据来源：联合资信整理