

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第三篇：新冠疫情影响下的全球信用风险地图研究



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

第三篇：新冠疫情影响下的全球信用风险地图研究

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

展望 2021 年，在新冠疫情在全球范围内尚未得到有效控制的背景下，我们对全球主要经济体面临的信用风险有以下判断：

- **美国高收益企业债违约风险仍存。**2008 年全球金融危机以来企业债大量发行推动美国非金融企业杠杆率持续上升，且债务质量有所下滑；在新冠疫情冲击下，高收益企业债利差大幅飙升，企业面临较大再融资压力，油气、汽车等受疫情影响较为严重的行业信用风险更加突出；从债券到期情况来看，未来一段时期内美国企业债到期偿还压力较大，大规模的评级下调会进一步加剧企业债务风险，是否会出现大规模违约取决于美国能否有效控制疫情并从实现经济的稳步复苏。
- **欧洲仍有爆发新一轮债务危机的可能。**新冠疫情冲击下欧洲经济陷入持续衰退，给银行业利润及资产质量造成较大压力，政府对银行业的援助可能会加大其或有负债风险；欧洲各国政府为应对新冠疫情采取的各项措施可能会进一步推升政府债务水平，2020 年欧洲各国政府将迎来偿债高峰，部分国家在经济陷入衰退、再融资成本大幅上升的情况下主权违约风险将有所上升，新一轮的欧债危机或将爆发。
- **日本国债“大而不倒”的局面或将难以维持。**日本政府部门杠杆率持续高企，但由于日本国债大部分由国内机构持有，再融资成本很低，且有充足的海外资产提供支撑，日本国债长期以来保持相对较低风险；在新冠疫情冲击下，日本国债收益率出现一定波动，如果日本经济复苏不及预期甚至再度陷入衰退，投资者对日本国债的信心可能会产生动摇，或将使日本国债“大而不倒”的局面难以维持。
- **新兴市场国家面临多重信用风险叠加的局面。**近年来新兴市场国家杠杆率上升较快，而在新冠疫情冲击下市场流动性有所收紧，避险情绪大幅上升，新兴市场国家再融资成本及难度均有所提升；未来一段时期内新兴市场国家面临的外债偿还压力较大，而在新冠疫情冲击下新兴市场国家出现新一轮的货币贬值浪潮，部分外债水平较高、外汇储备不足的新兴市场国家面临较高的违约风险；新冠疫情冲击下对大宗商品出口较为依赖的新兴市场国家均面临一定信用风险，尤其是在国际油价持续低迷的背景下产油国偿债能力将大幅下降。

正文

2020 年 3 月以来，新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎”）在中国以外的其它地区迅速蔓延，引发市场避险情绪大幅上升，股票和高收益债价格大幅下跌，市场流动性大幅收紧，中小企业融资变得更加困难。为应对新冠疫情，全球主要央行再度掀起“降息潮”，银行业因放贷盈利空间缩小而收紧信贷，加剧企业再融资风险，各国政府为应对疫情加大财政支出力度，财政缺口进一步扩大，政府债务压力持续上升。

展望 2021 年，在新冠疫情在全球范围内尚未得到有效控制的背景下，哪些国家将面临较大的信用风险？美国高收益企业债违约的可能性有多大？欧债危机是否会重演？日本国债能否持续“大而不倒”？新兴市场国家在多重风险叠加下是否会出现大规模违约？本文将针对这些问题展开详细探讨。

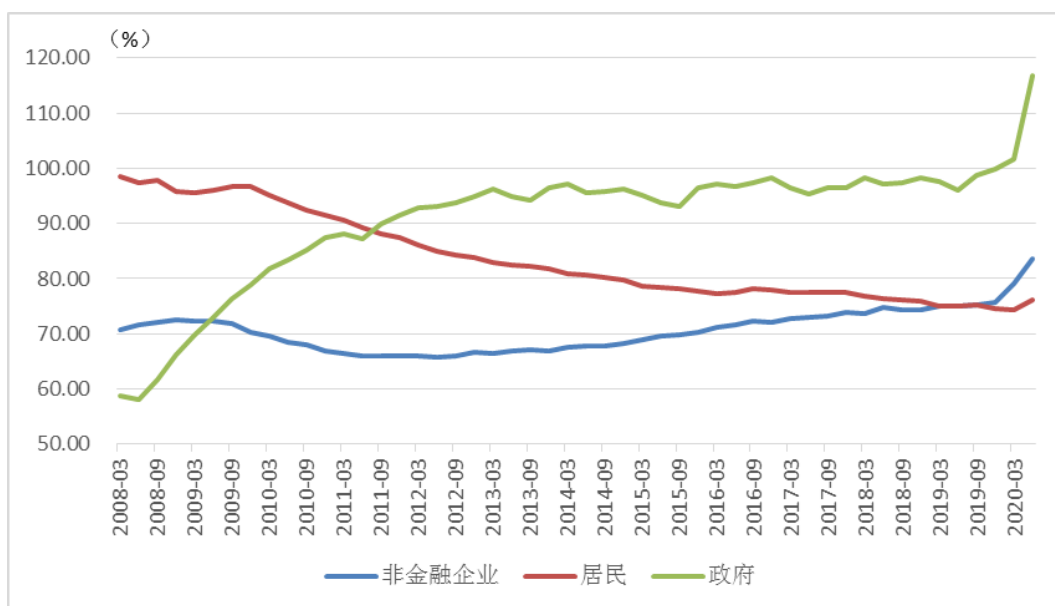
一、美国：高收益企业债违约风险仍存

1. 企业债大量发行推动美国非金融企业杠杆率持续上升，债务增长和利润增长之间出现背离，债务质量有所下滑，BBB 级债券占据主流

2008 年全球金融危机以来，美国居民部门杠杆率呈持续下降之势，从 2008 年接近 100% 的较高水平降至 2019 年的 75% 左右；另一方面，政府部门和非金融企业部门杠杆率则呈总体上升之势，其中政府部门杠杆率在 2013 年之后逐步稳定在 95%~100% 之间，而非金融企业部门杠杆率则在 2012 年降至相对低点后持续反弹，至 2019 年已超过居民部门杠杆率，且略高于金融危机时期的水平。在新冠疫情冲击下，美国开启了财政和货币双扩张政策，政府杠杆率迅速上升至近 120% 的水平，非金融企业杠杆率也上升了 85% 左右的历史高位。

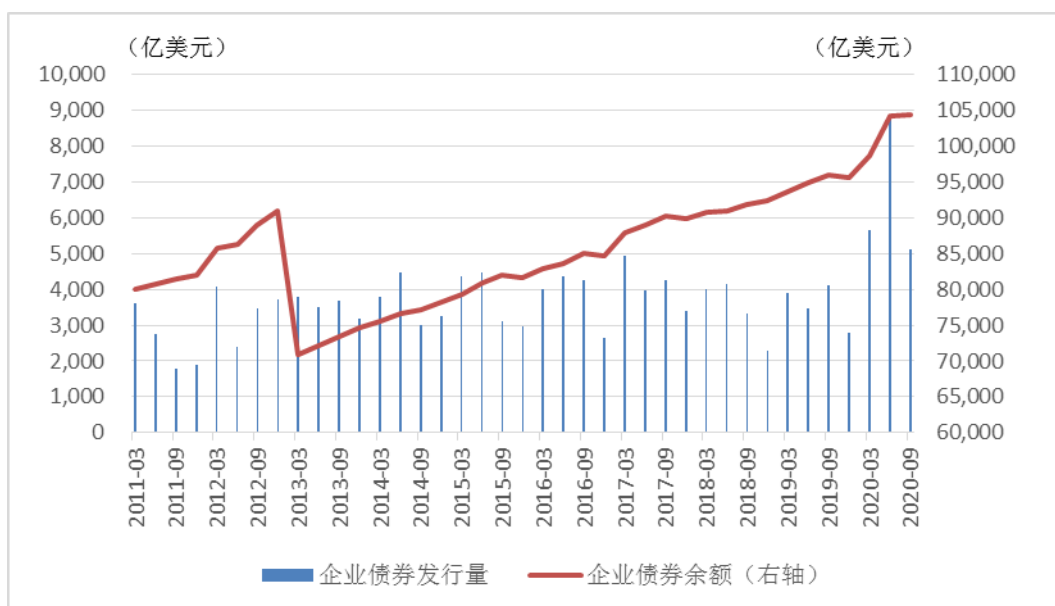
美国非金融企业杠杆率近年来持续上升主要受企业债发行量持续增长所驱动，这主要受三方面因素影响：一是 2008 年金融危机以来美联储实施了多轮宽松货币政策，企业融资成本持续降低，为企业债发行量的增长创造了条件；二是在管理层做大市值获得期权激励的驱动下，美国大量上市公司通过发债加大杠杆进行股票回购和分红来推升股价和估值；三是美国在金融危机之后对银行业的监管持续趋严，尤其是《多德-弗兰克法案》的出台使得美国主要大型银行面临测试考核压力，导致银行对企业贷款审核收紧，从而使企业转向资本市场进行直接融资，推动了企业债发行量的增长。自 2012 年以来，美国企业债券每年新增发行量均在 15,000 亿美元左右，企业债存量规模则呈持续上升之势，截至 2020 年 9 月底已高达近 10.5 万亿美元。

图 1.1 美国各部门杠杆率变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

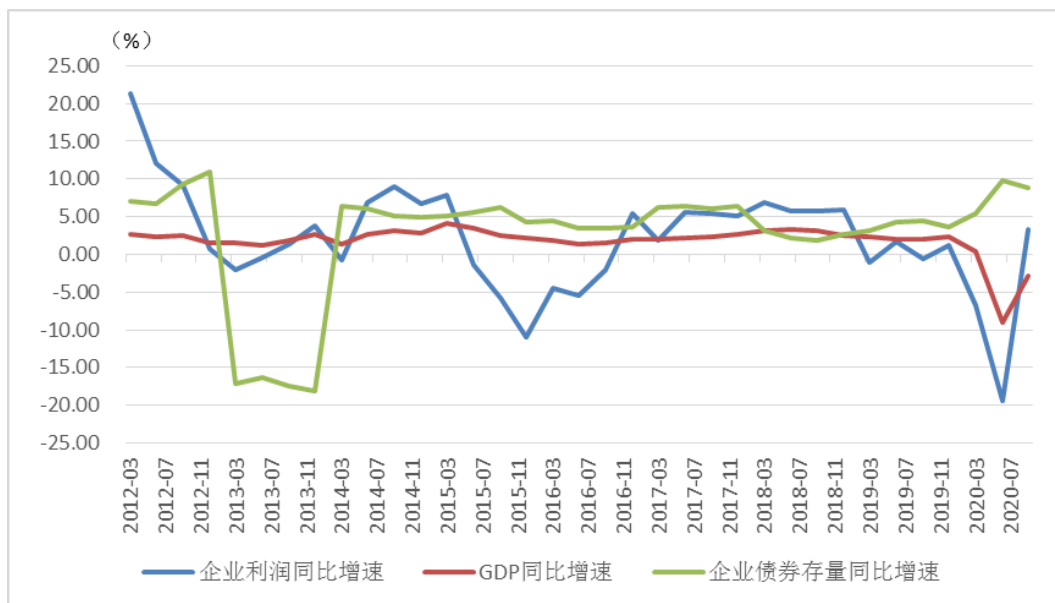
图 1.2 美国企业债发行量及存量变化



数据来源：Wind，联合资信整理

然而，美国企业通过发行债券筹集的资金并没有用在扩大再生产、产生利润和现金流上，而是大量用于股票回购和分红，企业债务增长和利润增长之间出现了一定程度的背离。自2014年下半年以来，美国企业债存量平均增速达到4.5%左右，而企业利润的平均增速仅为0.4%左右，企业利润增长难以满足偿债需求，实际偿债能力遭到削弱，一旦利率上行或者企业融资出现困难，积累的存量债务就容易产生风险。

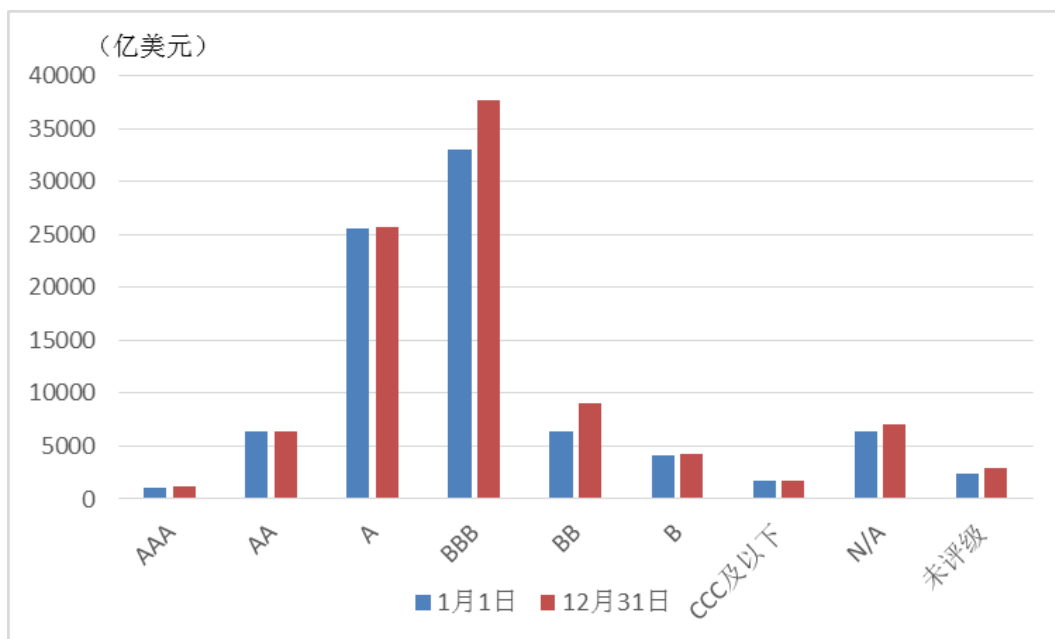
图 1.3 美国企业利润增速及 GDP 增速与企业债券存量增速对比



数据来源: Wind, 联合资信整理

从企业债结构来看（按标普评级统计），目前投资级企业债占存量债务的 75% 左右，企业债整体信用水平相对较高，但在投资级企业债中有一半左右为 BBB 级债券，其存量高达 3.7 万亿美元以上，较年初增长了近 5,000 亿美元，较 2008 年金融危机时期增长了 5 倍左右。由于 BBB 级是投资级中的最低一档，因此在出现经济衰退或其它较大外部冲击时，这些债券可能会遭到大规模的评级下调，成为“堕落天使”（即从投资级下调至投机级）。

图 1.4 美国企业债存量信用等级分布变化

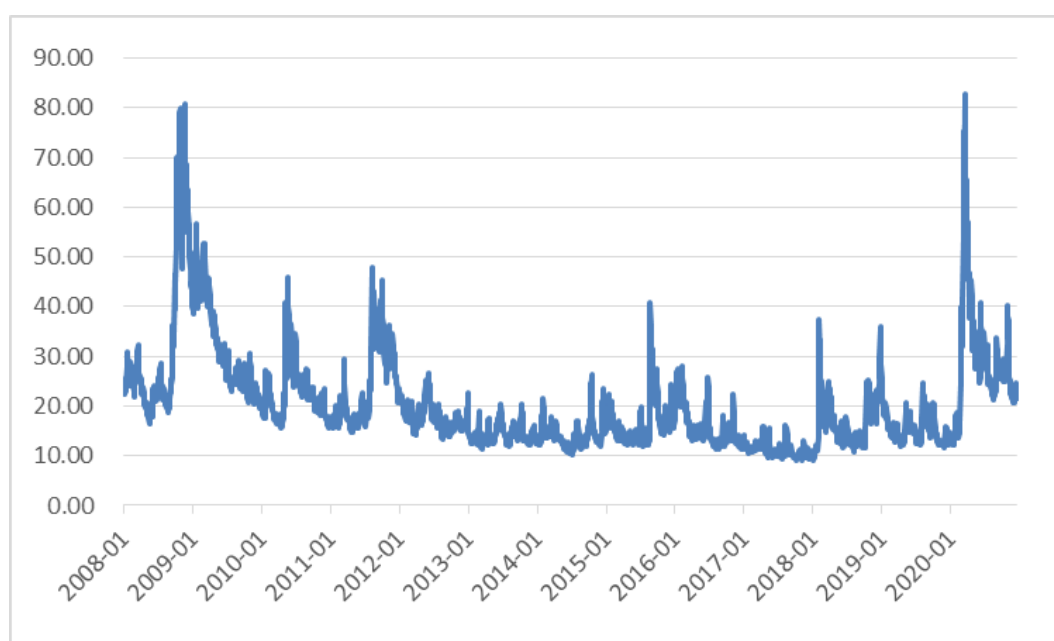


数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

2. 新冠疫情冲击下，高收益企业债利差大幅飙升，企业面临较大再融资压力，油气、汽车等受疫情影响较为严重的行业信用风险更加突出

2020 年 3 月以来，新冠疫情在全球范围内迅速蔓延，美国逐步演变成为全球疫情的“震中”。受新冠疫情持续蔓延及 OPEC+会议未能达成减产协议引发国际油价暴跌影响，全球金融市场开启暴跌模式，多国股指触发熔断，黄金及债券市场也未能幸免，反映市场恐慌情绪的 VIX 指数在 3 月 18 日最高触及 85.47，超过了 2008 年全球金融危机期间的最高水平。

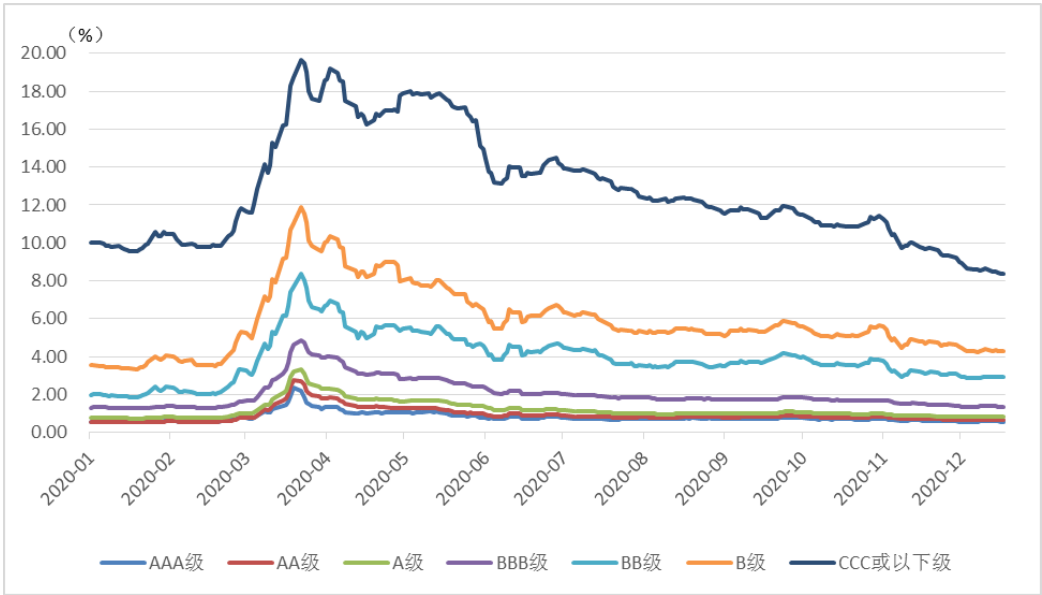
图 1.5 标准普尔 500 波动率指数（VIX）变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

在市场避险情绪大幅上升的背景下，美国企业债遭到大量抛售，企业债价格大幅下跌，而收益率则大幅上涨，导致反映信用风险的期权调整利差（OAS）迅速走高，其中投机级债券利差走扩更为突出，而在投资级债券中，BBB 级债券信用利差扩大幅度更为显著，达到 2008 年金融危机以来的最高水平。信用利差的迅速走高表明了金融市场上的紧张局势有所加剧，美国企业通过发行新债筹集资金的成本大幅增加，难度也有所加大。尽管在美国开启财政和货币双扩张政策后信用利差迅速回落，目前已接近疫情暴发前水平，但部分高收益级债券信用利差仍然处于相对高位。

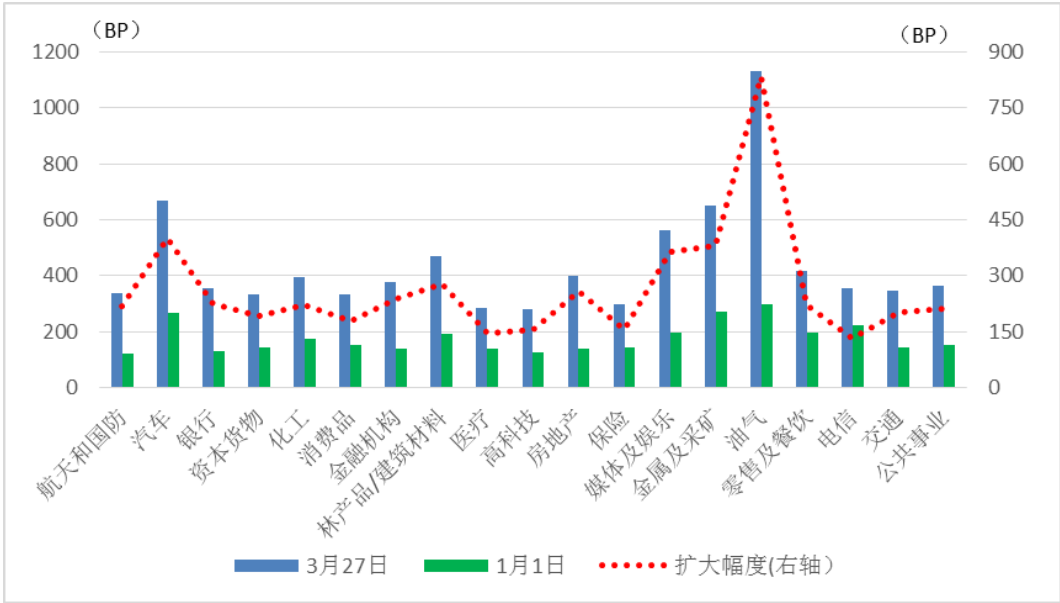
图 1.6 美国各信用等级企业债期权调整利差（OAS）变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从各行业情况来看，所有行业所发企业债信用利差自 2020 年年初以来均有不同程度的走高，其中油气、汽车、金属及采矿、媒体及娱乐等行业所发企业债利差走扩程度更加明显。具体来看，1 月 1 日至 3 月 27 日期间，油气行业所发企业债信用利差扩大了逾 800BP，主要受到新冠疫情叠加国家油价暴跌影响；汽车、金属及采矿、媒体及娱乐这三个行业受新冠疫情影响较为严重，所发企业债信用利差扩大幅度均在 300BP 以上；保险、电信、医疗等行业受疫情影响较小甚至因疫情获益，信用利差扩大幅度相对较小，均在 150BP 左右。

图 1.7 美国各行业所发企业债信用利差变化情况

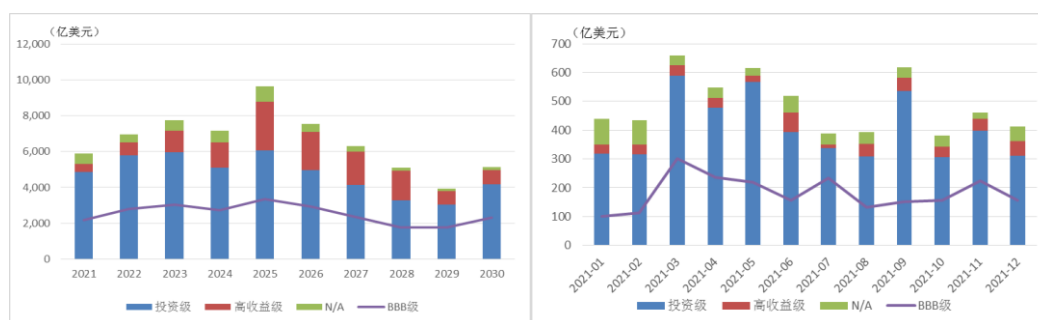


数据来源：标普全球，联合资信整理

3. 从债券到期情况来看，未来一段时期内美国企业债到期偿还压力较大，大规模的评级下调会进一步加剧企业债务风险，是否会出现大规模违约取决于美国能否有效控制疫情并实现经济的稳步复苏

从企业债到期情况来看，美国存量企业债未来几年的到期量总体呈先升后降之势，2025 年到期量高达近 1 万亿美元，且随着新发债券的增长，企业债到期压力仍有进一步加大的可能。尽管投资级债券在到期债券中占据主流，但其占比总体呈下降之势，高收益企业债到期压力则呈上升之势。从 2021 年年内来看，3 月、5 月和 9 月企业债到期压力较为集中，到期量均在 600 亿美元左右。另一方面，BBB 级到期量呈持续上升趋势，其在即将到期的投资级债券中占比从三分之一左右逐步上升到一半左右。

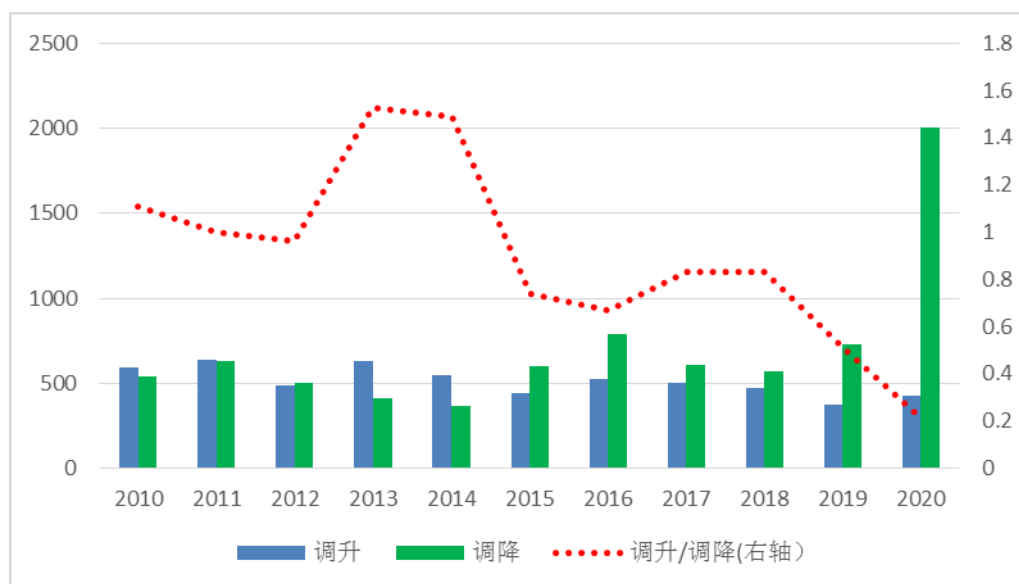
图 1.8 美国企业债到期分布（左图按年，右图按月）



注：截至 2020 年 12 月 23 日统计，投资级及高收益级划分参考彭博分类，BBB 级划分参考标普
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

在新冠疫情的冲击下，美国非金融企业流动性及盈利能力进一步恶化，大量企业信用评级遭到下调。以标普评级为参考，2020 年，共有逾 2000 余家企业信用评级遭到下调，是 2019 年评级下调总数的 2.7 倍以上，其中有近一半左右的评级下调行动发生在新冠疫情严重冲击美国经济的二季度；另一方面，调升/调降比例也降至近年来的最低水平，显示出美国企业债整体信用水平的严重恶化。从“堕落天使”变化情况来看，2020 年美国共有 48 家企业从投资级调降至高收益级，达到 2011 年以来的新高。

图 1.9 美国企业债信用评级变化情况



注：参考标普评级变化情况

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

为防范企业债出现大规模违约及稳定金融市场，美联储和美国政府均出台了一系列政策来救助受疫情冲击较大的企业。除连续两次紧急降息、持续为市场注入流动性以外，美联储还设立了二级市场企业信贷便利（SMCCF），通过购买投资级企业债及企业债 ETF 来支撑企业债市场，美国政府为应对疫情推出的三轮救助计划中涉及企业的主要包括向受疫情影响的小企业发放 70 亿美元低息贷款、为受疫情影响较重的企业提供 2,080 万美元贷款和贷款担保等。从市场的反映来看，这些政策在短期有助于缓解企业流动性压力，降低企业债市场风险；但从中长期来看，美国企业债市场上存在的杠杆率高企、债务质量下滑等问题需要较长的时间才能化解，这在很大程度上取决于美国能否有效控制住疫情并实现经济的稳步复苏。

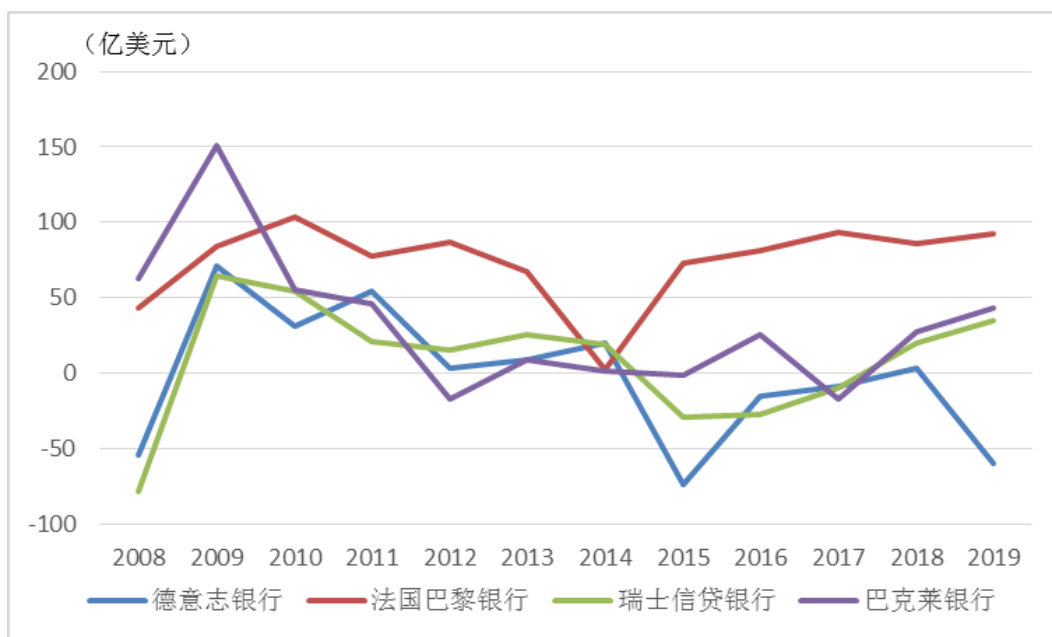
二、欧洲：欧债危机是否会重演？

1. 欧洲央行长期以来的负利率政策压缩了欧洲银行业的盈利空间，欧洲实体经济的低迷又使得银行业出于避险目的大量买入政府债，加深了银行业和政府债务之间的联系，各国银行业互相持有政府债也为风险传导创造了条件

在经历了 2008 年全球金融危机及随后的欧债危机冲击之后，欧洲经济复苏较为缓慢，欧洲央行自 2014 年以来实施的负利率政策使得银行业净息差收窄，盈利空间极为有限，主要大型商业银行的经营状况也很不稳定，德意志银行、瑞士信贷银行、巴克莱银行等在过去几年中多次陷入亏损。另一方面，在欧洲实体经济较为低迷的情况下，银行业出于避险

目的大量配置风险相对较低的政府债，推动了一般政府信贷的繁荣。自 2012 年以来，一般政府信贷占欧洲银行业总信贷的比重逐年攀升，其同比增速也显著大于其他部门信贷增速，尤其是自新冠疫情暴发以来，一般政府信贷增速更是达到 2008 年全球金融危机以来的最高水平。

图 2.1 欧洲主要大型银行净利润变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

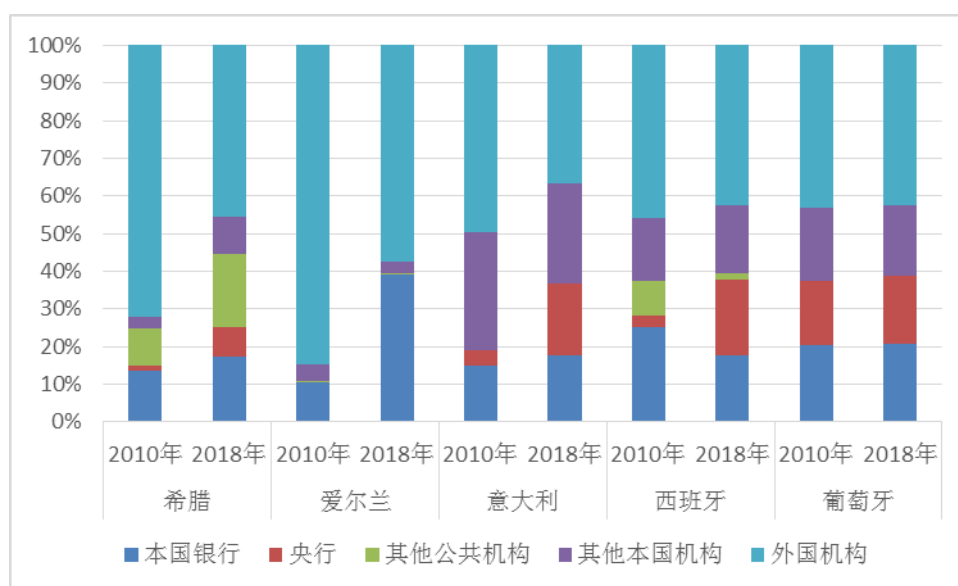
图 2.2 欧元区一般政府信贷增速和其他部门信贷增速



数据来源：Wind，联合资信整理

欧洲银行业大量购买国债加深了银行业和政府债务之间的联系，而各国银行业互相持有政府债也为风险传导创造了条件。以“欧洲五国”（指希腊、爱尔兰、意大利、西班牙和葡萄牙这五个国家）为例，尽管自欧债危机以来持有这五个国家政府债的外国机构占比有所下降，但仍占据主流，表明欧洲各国银行业互相持有政府债的状况并未得到根本改善，一旦某一国家政府债出现违约，可能会引发持有该国政府债的多国银行业陷入危机。

图 2.3 “欧猪五国”政府债债权人结构变化情况

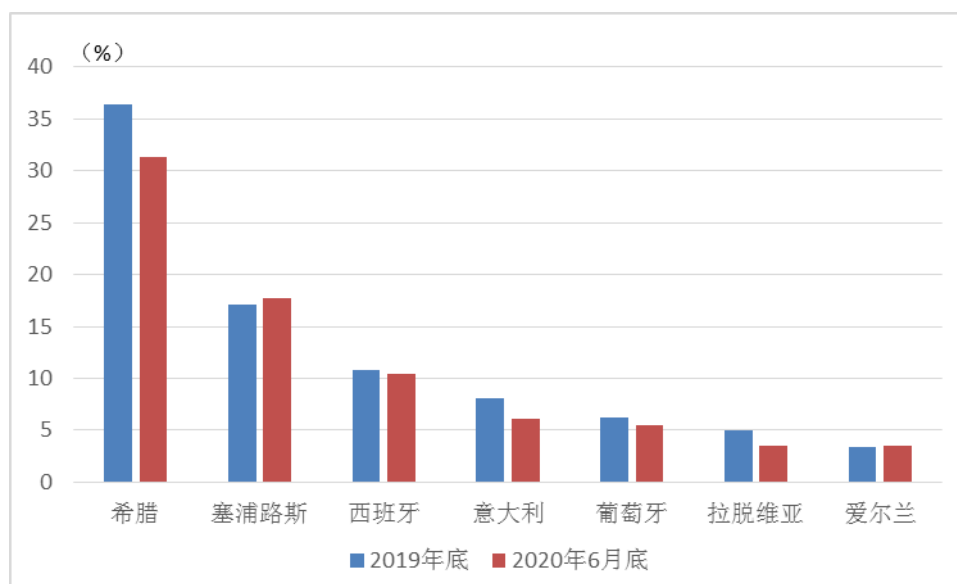


数据来源：各国央行，联合资信整理

2. 新冠疫情冲击下欧洲经济陷入持续衰退，给银行业利润及资产质量造成较大压力，政府对银行业的援助可能会加大其或有负债风险；另一方面，新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，欧洲部分国家主权债 CDS 仍有再度上升的可能，各国银行业持有的政府债面临一定减值风险

由于欧洲是全球疫情中心之一，多国采取了社交隔离、封城、停工等措施，给欧洲经济造成了重创。以欧元区为例，自 2020 年一季度起欧元区经济陷入了持续衰退，其中二季度衰退幅度更是高达 14.8%。经济陷入持续衰退，给银行业利润及资产质量造成较大压力，但得益于欧洲央行持续提供的资本救济，银行业不良贷款率并未出现大幅上升，部分国家在持续清理不良贷款的情况下资产质量甚至得到了进一步改善。另一方面，由于当前欧洲银行业盈利能力本来就处于较弱的水平，且希腊、塞浦路斯等部分国家不良贷款率依然高企，未来部分国家银行业出现系统性风险的可能性仍存，政府因援助而产生的或有负债风险也有可能加大。

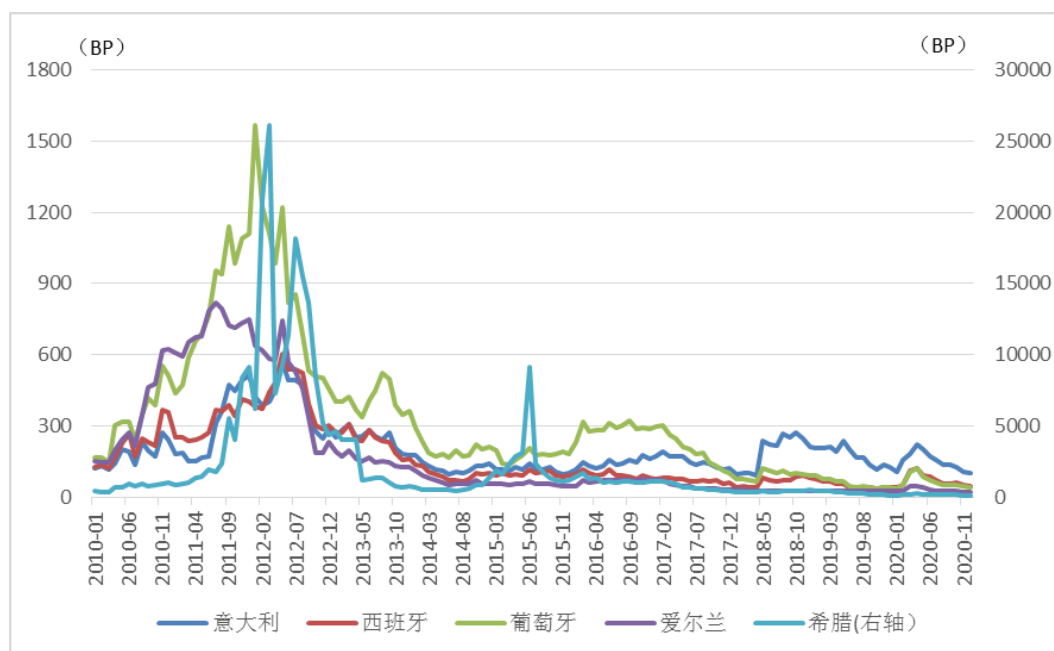
图 2.5 欧洲部分国家银行业不良贷款率变化情况



数据来源：欧洲央行，联合资信整理

受新冠疫情影响，市场对于爆发新一轮欧债危机的担忧有所加剧，欧洲部分国家主权债在 2020 年 3 月份全球避险情绪大幅上升的情况下遭到大规模抛售，“欧猪五国”中西班牙、意大利和葡萄牙主权债 CDS 有所上升，而这些国家正是欧洲受第一波新冠疫情冲击最为严重的国家，其中西班牙和意大利的新冠肺炎累计确诊人数在很长一段时期内都在欧洲位居前两位。尽管和欧洲危机时期相比这些国家当前的 CDS 水平仍处于相对低位，但目前欧洲疫情尚未得到有效控制，欧元区经济在 2020 年四季度将大概率陷入持续衰退，再加上英国出现的新冠肺炎病毒变种很有可能传入欧洲其它国家，“欧猪五国”主权债 CDS 未来仍有再度上升的可能。由于这些国家的主权债有很大一部分为欧洲其它地区国家银行所持有，因此如果这些国家的主权债价格再次出现大幅下滑，银行业资产将面临一定减值风险。

图 2.4 “欧猪五国”主权债 CDS 变化情况

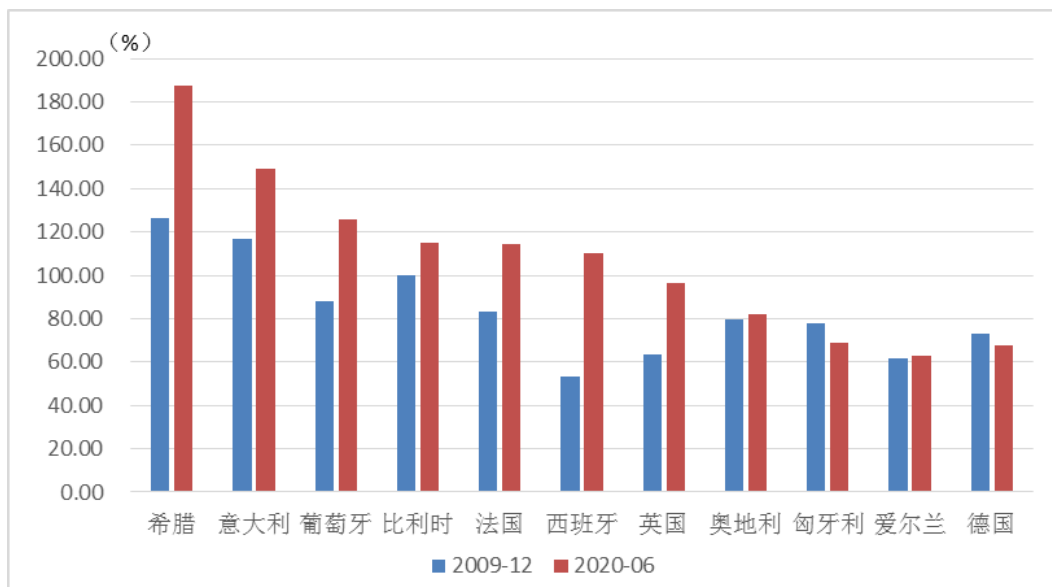


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

3. 欧洲各国政府为应对新冠疫情采取的各项措施可能会进一步推升政府债务水平,2020 年欧洲各国政府将迎来偿债高峰，部分国家在经济陷入衰退、再融资成本大幅上升的情况下主权违约风险将有所上升，新一轮的欧债危机或将爆发

为应对新冠疫情，欧洲各国政府纷纷加大财政支出力度以托底经济，欧盟也推出了多轮经济刺激计划。这些财政刺激政策虽然有助于缓解疫情对经济的冲击，但同时也会导致这些国家的政府债务进一步上升。目前，欧洲多数国家政府杠杆率已经超过 2009 年末欧债危机发生初期时的水平，“欧猪五国”中除爱尔兰以外的四个国家政府杠杆率均有明显上升，且在欧洲位居前列，其中希腊政府杠杆率高达 180%左右，较疫情爆发之前上升了逾 60 个百分点，而意大利、葡萄牙和西班牙的政府杠杆率也均在 100%以上。

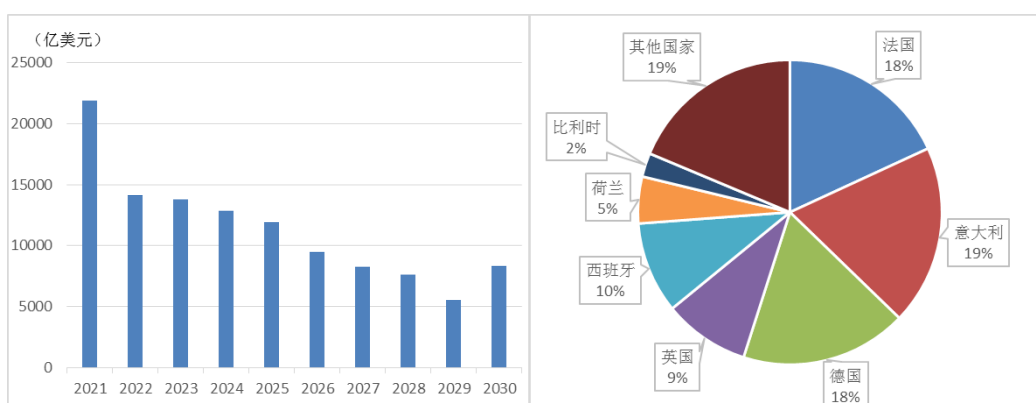
图 2.6 欧洲部分国家政府部门杠杆率变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

2021 年是欧洲各国主权债务偿还的高峰期，截至 2020 年底统计，2021 年累计到期规模将高达近 2.2 万亿美元以上，显著高于未来几年的到期量。从 2020 年到期债务国别分布来看，意大利和法国主权债到期规模最高，分别占总到期规模的 19% 和 18% 左右，而“欧猪五国”之一的西班牙占比也在 10% 左右。考虑到意大利和西班牙 2020 年到期债务规模较大，且目前欧洲疫情尚未得到有效控制，一旦市场避险情绪再度上升，这两个国家出现主权债务危机的可能性相对较大。

图 2.7 欧洲主权债到期分布情况（左图）及国别分布情况（右图）



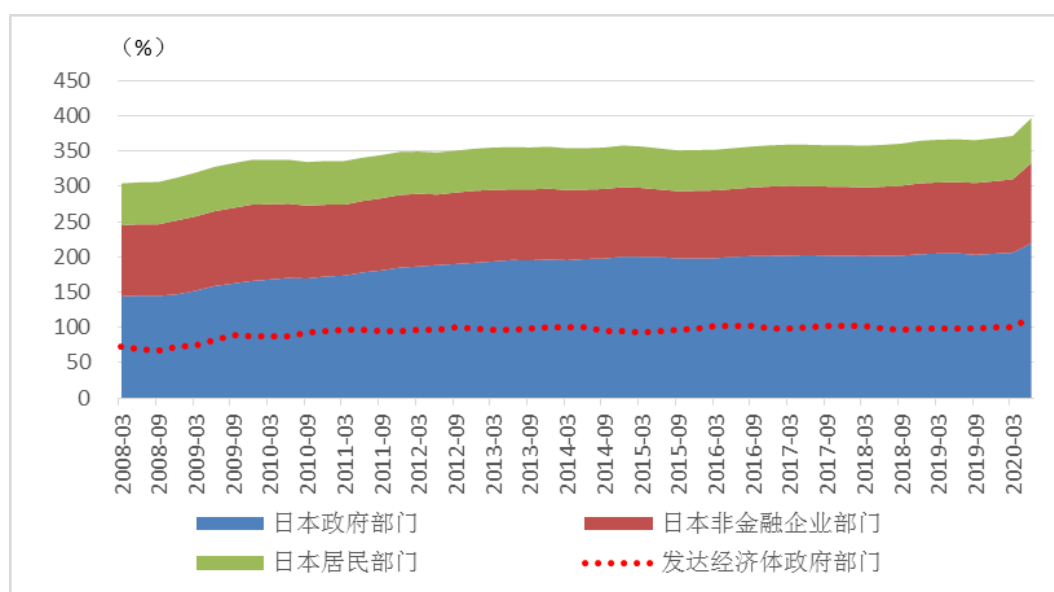
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

三、日本：国债能否持续“大而不倒”？

1. 日本政府部门杠杆率持续高企，但由于日本国债大部分由国内机构持有，再融资成本很低，且有充足的海外资产提供支撑，日本国债长期以来保持相对较低风险

自 2008 年全球金融危机以来，日本政府部门杠杆率持续上升，截至 2020 年二季度末高达 220% 左右，较 2008 年初增长了约 75 个百分点，而同一时期日本非金融企业和家庭部门杠杆率上升幅度也相对较小。与发达国家 110% 左右的政府杠杆率水平相比，日本政府杠杆率也明显偏高。

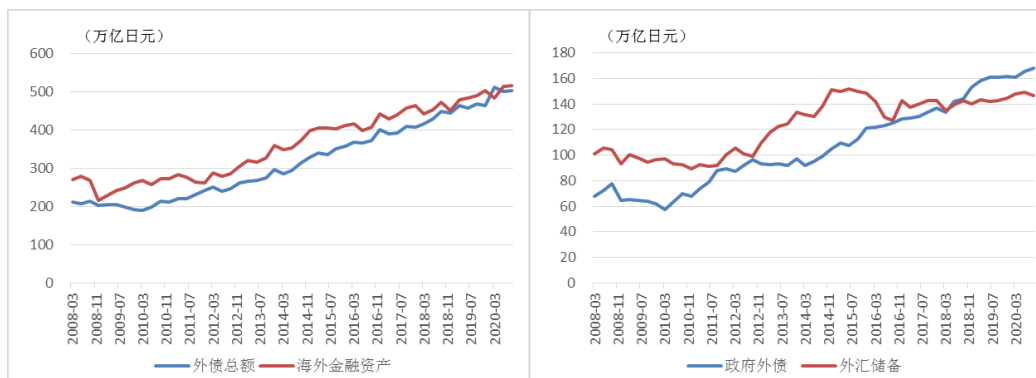
图 3.1 日本杠杆率变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

尽管日本政府杠杆率长期高企，但并没有像“欧猪五国”那样爆发债务危机，这主要得益于以下三个方面的原因：一是日本国债中 90% 以上由境内投资者持有，其中日本央行持有国债占比高达 40% 以上，有助于降低境外投资者大量抛售引发的风险；二是在日本央行实施的 QQE（量化/质化宽松）、NIRP（负利率）和 YCC（收益率曲线控制）三驾马车下，日本国债利率长期维持在极低水平，日本政府的再融资成本很低，可以持续通过“借新还旧”来维持高额的债务；三是日本拥有大规模、高流动性的海外金融资产，外汇储备也位居全球第二，对日本外债提供了较为充足的保障，也极大地稳定了投资者的信心。

图 3.2 日本海外金融资产对外债总额的保障(左图)及外汇储备对政府外债的保障(右图)

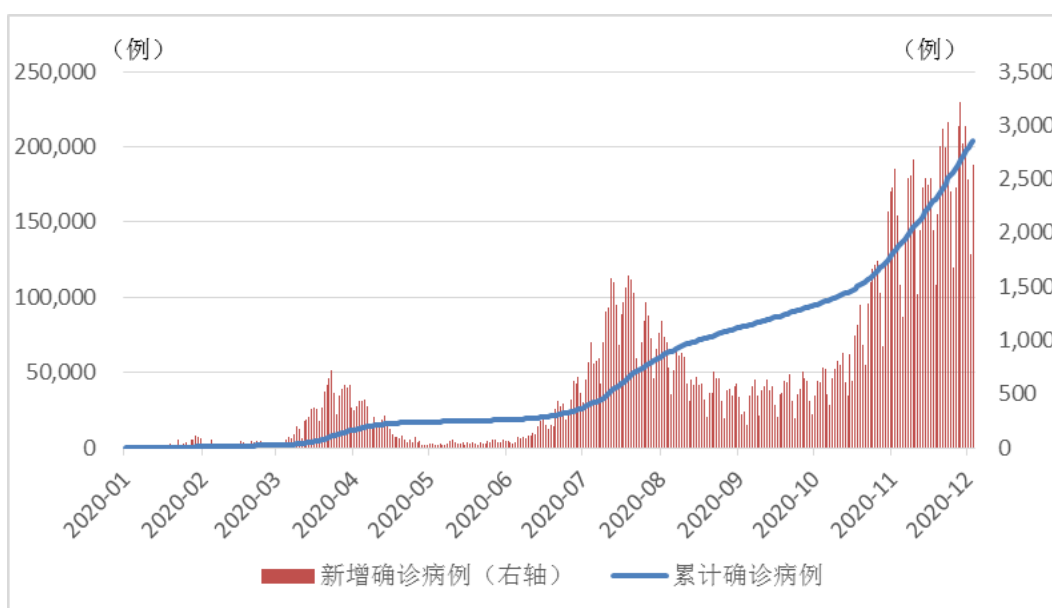


数据来源: Wind, 联合资信整理

2. 在新冠疫情冲击下,日本国债收益率出现一定波动,如果日本经济复苏不及预期甚至再度陷入衰退,投资者对日本国债的信心可能会产生动摇,或将使日本国债“大而不倒”的局面难以维持

新冠疫情爆发后,日本累计确诊人数曾在相当长的一段时期内位居全球第二,仅次于中国,但自3月新冠疫情在全球范围内迅速蔓延以来,相对于其他国家而言日本在疫情防控方面取得了较好的成效,经历的两波疫情高峰也远远低于欧美国家。但自2020年11月以来,日本迎来了第三波疫情高峰,且此波疫情高峰较前两次更为严重,目前疫情防控形势仍不容乐观。

图 3.3 日本新冠疫情累计确诊病例及每日新增确诊病例变化情况



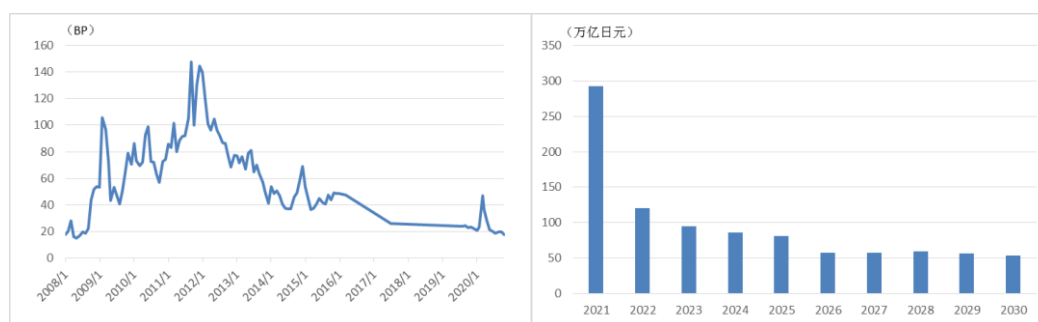
数据来源: Wind, 联合资信整理

在新冠疫情爆发初期,日本国债因其避险属性得到市场追捧,收益率持续降低至近几

个月来新低。但在 3 月初全球金融市场因新冠疫情持续蔓延及国际油价“闪崩”出现暴跌后，市场流动性大幅收紧，投资者大量抛售债券、黄金等避险资产换取流动性，使得日本国债收益率迅速上升，10 年期国债收益率自 2018 年底以来首次升至 0.1% 的水平。在此背景下，日本央行加大了国债购买力度，再加上全球金融市场有所回稳，日本国债收益率上升趋势得到一定程度的遏制。由于日本国债规模巨大，因此国债收益率的细微变动就会对日本政府的利息支出压力及再融资成本产生重大影响。如果后续日本国债收益率再度出现大幅波动，日本政府的偿债能力将面临一定考验。

从短期来看，新冠疫情对日本国债的冲击仍不明显，日本国债 CDS 在 3 月最高升至 50BP 左右，距离 2012 年创下的阶段性高点仍有较大差距，且随着全球避险情绪的消退逐步回落至疫情暴发前水平。从未来一段时期内日本政府的偿债压力来看，2021 年是日本政府的偿债高峰，全年到期债务量高达近 300 万亿日元，相当于日本 GDP 总量的一半以上，偿债压力较大。尽管日本经济在 2021 年实现经济复苏将是大概率事件，但如果后续新冠疫情在日本进一步升级或延续时间过长，东京奥运会存在再度推迟甚至取消的可能，日本经济复苏可能会不及预期甚至再度陷入衰退，投资者对日本国债的信心可能会产生动摇；另一方面，在经济低迷的背景下日本财政收入将受到一定影响，再加上日本政府持续加大财政支出以应对疫情，日本政府财政赤字预计将进一步扩大，政府债务水平存在持续上升的可能，而一旦日本国债收益率再次出现大幅波动，日本政府面临再融资风险将有所上升，或将使日本国债“大而不倒”的局面难以维持。

图 3.4 日本国债 CDS 变化（左图）及国债到期分布情况（右图）



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

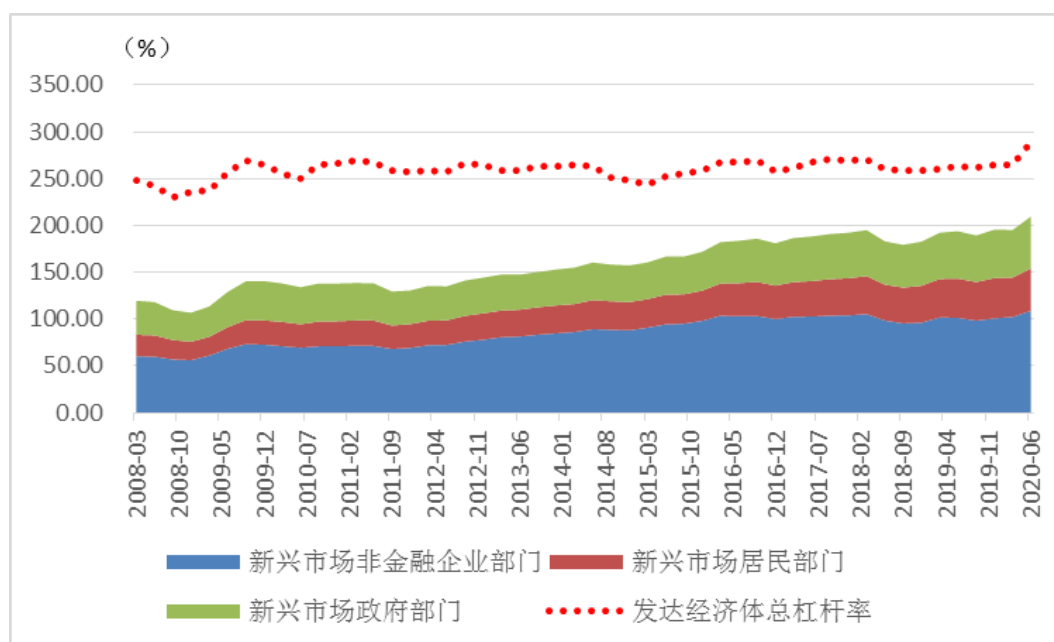
四、新兴市场国家：面临多重信用风险叠加

1. 近年来新兴市场国家杠杆率上升较快，而在新冠疫情冲击下市场流动性有所收紧，避险情绪大幅上升，新兴市场国家再融资成本及难度均有所提升

自 2008 年全球金融危机以来，新兴市场国家杠杆率迅速上升，至 2020 年 6 月底已高达近 210%，较 2008 年初提高了近 90 个百分点，而同一时期发达经济体杠杆率仅上升了约

40 个百分点。具体来看，新兴市场国家杠杆率上升较快主要由非金融企业部门驱动，该部门杠杆率自 2008 年初以来上升了约 50 个百分点，而政府部门和居民部门杠杆率上升幅度均在 20 个百分点左右。新兴市场国家杠杆率的大幅上升蕴含了诸多风险，在经济形势向好、市场流动性保持充裕的情况下这些风险得以隐藏，而一旦出现流动性危机或其他外部冲击则会迅速暴露，2014 年全球大宗商品暴跌、2018 年美联储加息等事件均引发了部分新兴市场国家出现了不同程度的债务危机。

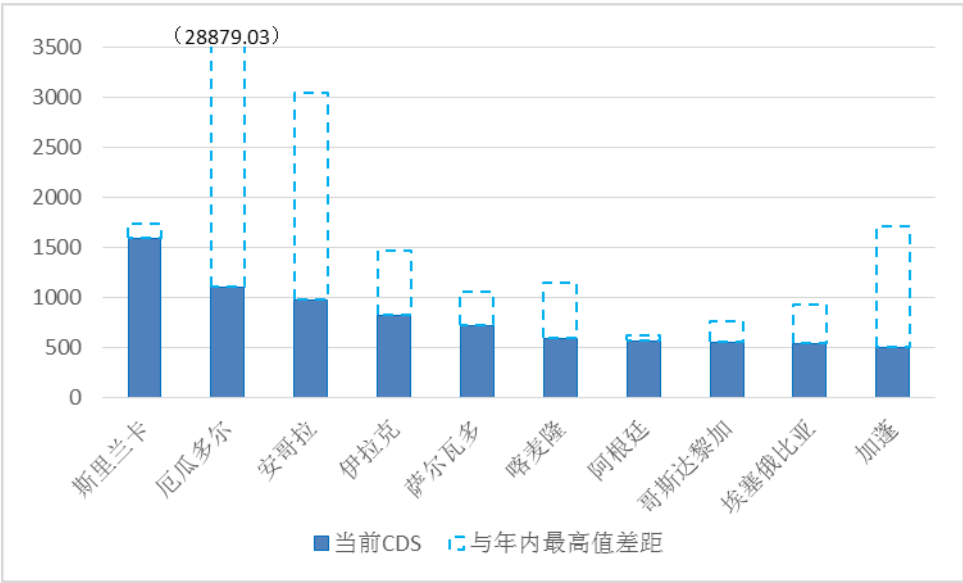
图 4.1 新兴市场国家杠杆率变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

2020 年 3 月，新冠疫情在除中国以外的全球其它地区迅速蔓延，市场流动性有所收紧，避险情绪大幅上升，大量资金从新兴市场出逃，使得新兴市场国家再融资难度有所加大，部分国家主权 CDS 出现大幅飙升。尽管随着全球避险情绪的回落全球资金再度回流新兴市场，但部分国家仍面临较高的违约风险。截至 2020 年底统计，全球共有 10 个新兴市场国家主权 CDS 超过 500 个 BP，且部分国家距离年内高点并未出现明显回落。除了已经出现违约事件的厄瓜多尔和阿根廷外，当前主权 CDS 水平较高的新兴市场国家主要集中在非洲地区，这些国家发生主权违约事件的可能性相对较高，且部分国家已经出现了主权债务重组、延迟偿还等违约的前兆。

图 4.2 主权 CDS 水平最高的新兴市场国家

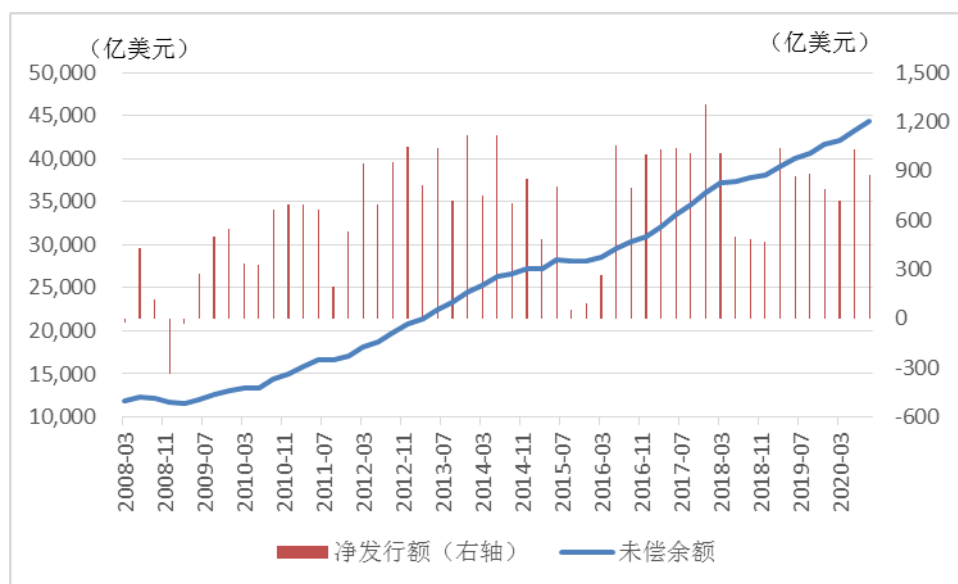


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

2. 未来一段时期内新兴市场国家面临的外债偿还压力较大，而在新冠疫情冲击下新兴市场国家出现新一轮的货币贬值浪潮，部分外债水平较高、外汇储备不足的新兴市场国家面临较高的违约风险

自 2008 年全球金融危机以来，发达国家主要央行长期维持低利率甚至负利率政策，吸引了大量来自新兴市场的发行人前往融资，发行了大量国际债券，除 2015 年及 2018 年受美联储加息影响净发行量有所回落以外，自 2012 年以来新兴市场国际债券年净发行量均在 3,000 亿美元以上。截至 2020 年 6 月底，新兴市场国际债券存量已达近 4.5 万亿美元，较 2008 年初增长了逾 2.7 倍。

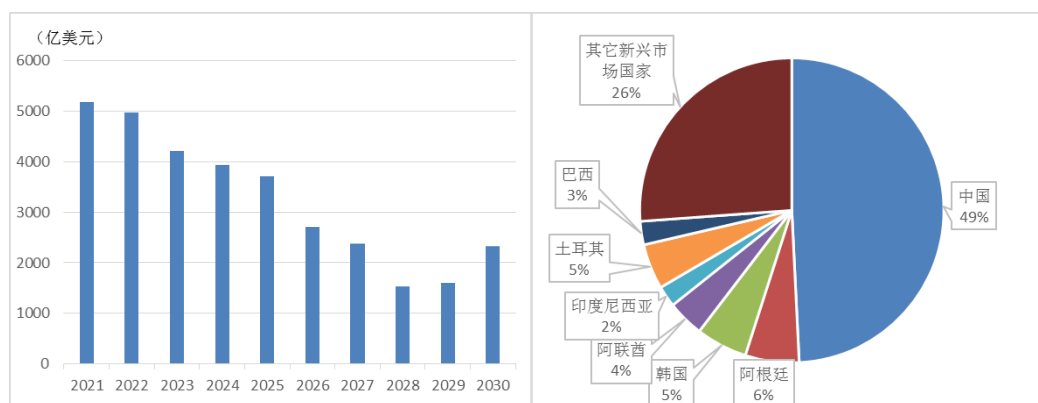
图 4.3 新兴市场国家国际债券净发行及存量变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

2021~2023 年是新兴市场国家国际债券的偿还高峰期。以新兴市场国家发行的 G3 债券（美元、欧元及日元计价债券）为例，2021~2023 年每年到期量均在 4,000 亿美元以上，且随着国际债券的持续发行，到期量仍有进一步上升的可能。从 2021 年美元债到期量国别分布来看，中国到期量占比近一半，其中大部分为企业债；其次为阿根廷，其到期量占比为 6% 左右，其中大部分为政府债；韩国和土耳其到期量占比也相对较高，均为 5% 左右。

图 4.4 新兴市场国家 G3 债券到期分布情况（左图）及国别分布情况（右图）

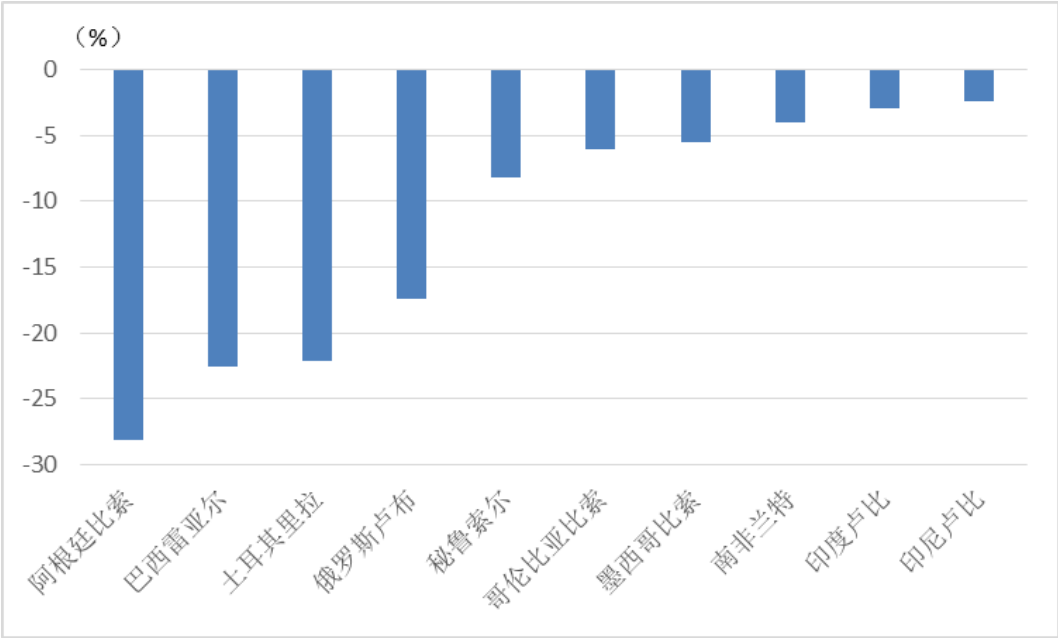


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

由于新冠疫情引发了市场避险情绪大幅上升，包括债券和黄金在内的全球大类资产普遍下跌，而美元则成为了唯一的避险资产，美元指数一度突破了 100 大关。但随着市场避险情绪的回落及美联储超宽松货币政策的持续加码，美元指数逐步回落至 90 以下。尽管如此，在新冠疫情冲击下部分新兴市场国家仍出现了较大幅度的货币贬值，2020 年共有 4 个

新兴市场国家的货币贬值幅度达到 10% 以上，其中南非兰特、巴西雷亚尔和墨西哥比索的贬值幅度更是高达 20% 以上。

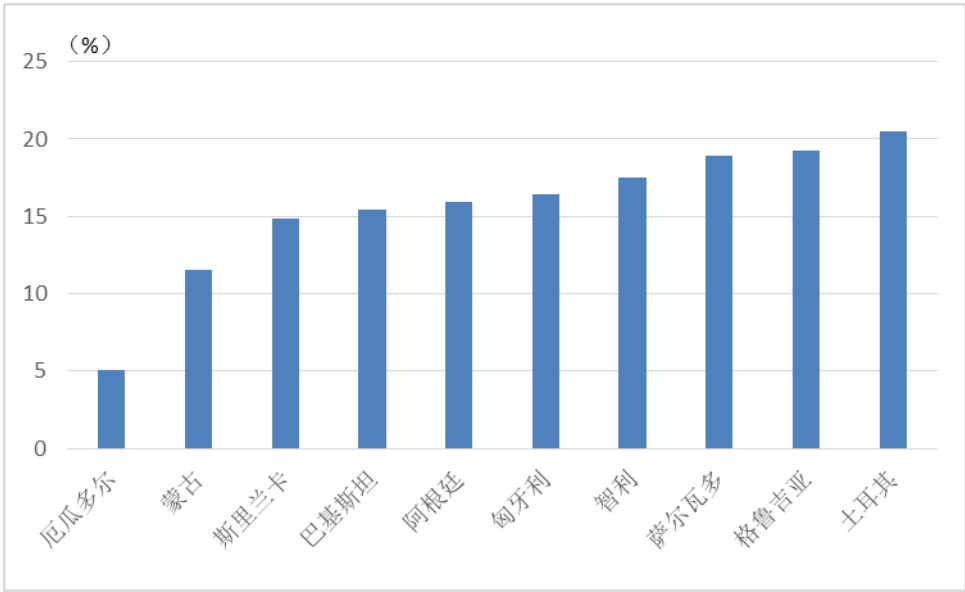
图 4.5 2020 年货币贬值幅度最大的新兴市场国家



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

在汇率贬值的背景下，新兴市场国家外债偿还压力将进一步上升，尤其是那些外债水平较高、外汇储备不足的国家。截至 2020 年二季度末，共有 9 个新兴市场国家外汇储备对外债的保障程度不足 20%（不包括外债总额在 10 亿美元以下的国家），除了已经出现违约的阿根廷和厄瓜多尔以外，蒙古、斯里兰卡和巴基斯坦外汇储备保障能力也相对较弱，面临的违约风险相对较高。此外，2020 年以来部分新兴市场国家央行为了稳定汇率动用了大量外汇储备，再加上作为新兴市场国家重要外汇储备来源的侨汇收入、旅游收入等大幅减少，预计新兴市场国家外汇储备在未来一段时期内将呈下降之势，这将使得这些国家外债的保障能力进一步下降。

图 4.6 外汇储备对外债保障程度最低的新兴市场国家

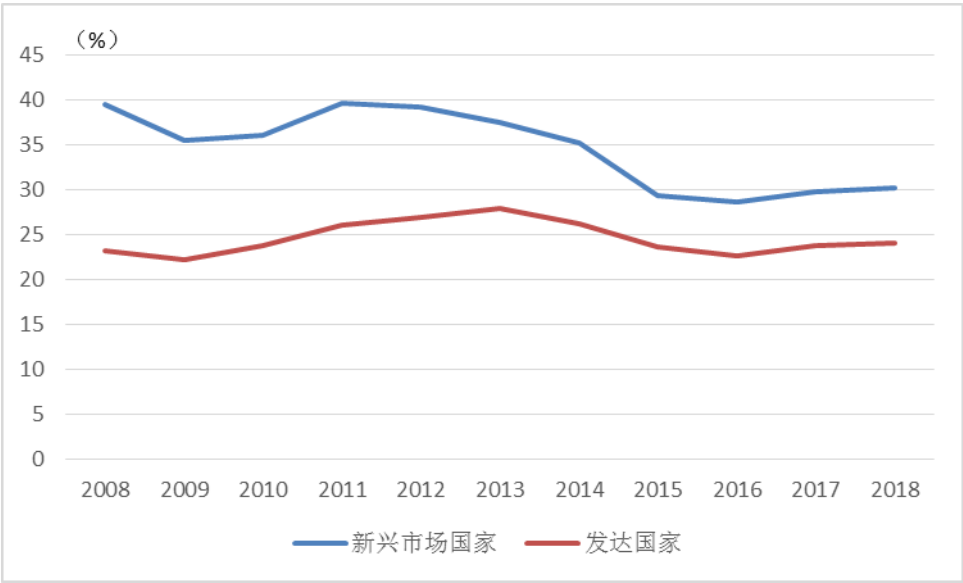


注：截至 2020 年二季度末统计，不包括外债总额在 10 亿美元以下的国家。
数据来源：世界银行，联合资信整理

3. 新冠疫情冲击下对大宗商品出口较为依赖的新兴市场国家均面临一定信用风险，尤其是在国际油价持续低迷的背景下产油国偿债能力将大幅下降

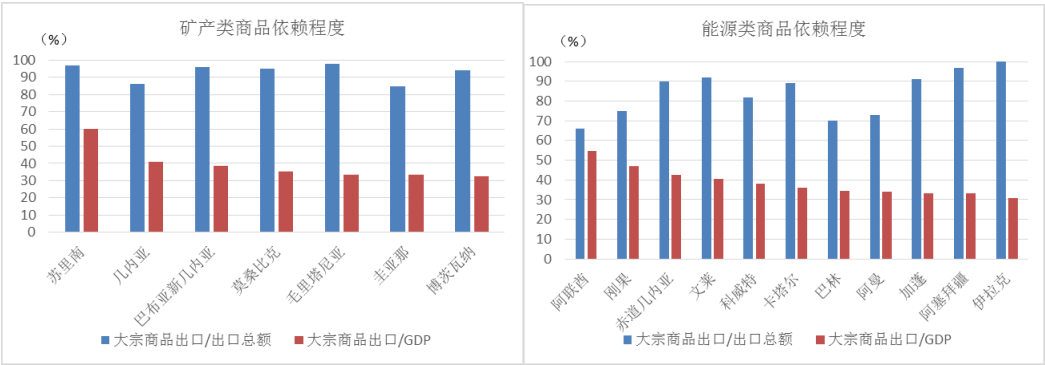
自 2008 年全球金融危机以来，受大宗商品价格整体下跌、尤其是国际油价从高位回落影响，新兴市场国家大宗商品出口占出口总额比值总体呈下降趋势，自 2015 年以来则一直保持在 30% 左右水平，而在同一时期发达国家大宗商品出口占比则一直保持在 25% 左右水平，表明新兴市场对大宗商品出口的依赖程度依然较高。根据联合国的定义，如果一国大宗商品出口占到出口总额的 60% 以上，该国即被认为是大宗商品出口依赖国家。据统计，2013 年至 2017 年期间，全球依赖大宗商品出口的国家达到 102 个，其中发展中国家对大宗商品出口依赖更为明显。具体来看，全球三分之二的发展中国家依赖大宗商品出口，其中撒哈拉以南非洲地区近 90% 的国家依赖大宗商品出口，尤其是矿产类商品出口，全球对矿产类商品出口依赖程度较高的 7 个国家中有 4 个位于该地区；中东和北非地区 65% 的国家依赖大宗商品出口，尤其是能源类商品出口，全球对能源类商品出口依赖程度较高的 11 个国家中有 6 个位于该地区。

图 4.7 新兴市场国家和发达国家大宗商品出口占比变化情况



数据来源：UNCTAD，联合资信整理

图 4.8 对矿产类商品（左图）和能源类商品（右图）依赖程度较高的新兴市场国家



数据来源：UNCTAD，联合资信整理

2020 年，受新冠疫情在全球范围内持续蔓延、全球经济增长前景趋于黯淡影响，以能源类商品为代表的大宗商品总体呈下跌趋势，其中国际原油价格更是在 2020 年 4 月暴跌至 20 美元/桶以下水平，原油期货价格甚至史无前例地跌入负值。新冠疫情冲击下大宗商品价格的大幅下跌将使得那些对大宗商品出口较为依赖的新兴市场国家出口减少、经济面临下行压力，削弱各类型债务主体的偿债能力，同时这些国家的汇率往往也会出现大幅贬值，外债偿付将面临一定的风险。

图 4.9 2020 年全球主要大宗商品回报率变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从新兴市场产油国来看，国际油价暴跌使得中东地区产油国面临较大财政压力，根据国际货币基金组织的数据，这些国家需要油价在每桶 45 美元至 100 美元之间变动才能达到财政收支平衡点，但这些国家巨额的主权财富基金将为其偿债能力提供有力支撑；非洲地区刚果、加蓬等对能源类商品出口依赖程度较高的产油国将面临经济衰退、货币贬值的风险，偿债能力也将遭到大幅削弱；在拉丁美洲，墨西哥的国有石油生产商 Pemex 担负相当大的债务，在油价低迷的情况下其自身偿债能力将大幅下滑，加大墨西哥政府的或有负债风险。未来一段时期内，尽管国际油价在 2021 年年初 OPEC+ 达成减产协议、页岩油开工率不高 的情况下有望延续 2020 年四季度以来的回升趋势，但在新冠疫情尚未得到有效控制且持续影响全球经济增长前景的情况下，石油需求增长仍趋于黯淡，供给的不确定性也较高，在此背景下国际油价有望在相当长的一段时期内维持在相对较低水平，这将使新兴市场产油国面临更大的风险。