



2024 年全球信用风险八大展望

联合资信 主权部|程泽宇、李为峰

主要观点

- 地缘政治冲突仍将是全球面临的主要风险，短期内俄乌冲突走向和谈的难度依然较大，巴以冲突和红海危机或将导致中东地区更加混乱，对全球贸易和供应链造成一定扰动
- 2024 年被称为历史上最大规模的选举年，对全球政治走势产生深远影响，其中美国、欧洲、俄罗斯、印度等国家或地区的选举备受瞩目
- 欧美等发达经济体经济韧性较强，但受高利率滞后效应拖累经济增速在 2024 年有所放缓，日本经济出现复苏迹象，但受全球需求疲软影响依旧承压，部分亚洲新兴经济体绽放经济活力
- 欧美央行对于货币政策的转向仍较为谨慎，预计最早可能在今年 6 月转向降息，日本央行有望于 2024 年结束负利率政策，新兴经济体的货币政策或出现一定分化
- 高利率环境下全球债务问题持续凸显，新兴市场国家和发达国家债务水平走势出现分化
- 欧美地区商业地产减值及再融资风险上升可能会传导至银行业，房地产市场风险外溢不容忽视
- 地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，欧洲在俄乌冲突爆发后加速供应链和产业链调整，或对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击
- 全球新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇，预计会进一步影响全球经济格局和产业更迭



一、 地缘政治冲突仍将是全球面临的主要风险

拜登政府或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，短期内俄乌冲突走向和谈的难度依然较大，2024 年美国大选将是影响战局中长期发展的重要“变量”

俄乌冲突至今已持续两年时间，2024 年以来俄乌双方在战场上的军事对峙依旧持续，但近期出现几点变化：一是俄罗斯凭借自身相对充足的兵源、军事装备供应以及后勤补给，接连拿下马林卡和阿夫杰耶夫卡等战略要地，在战场上夺得一定主动权；二是美国两党对乌克兰的援助分歧较大，尤其是在 2024 年美国大选临近之际，两党就乌克兰问题的斗争进一步白热化，比如民主党提出的 600 亿美元援乌法案因共和党阻挠而暂时搁浅，对战局产生较大影响；三是乌克兰受限于自身兵力不足以及欧美援助的不确定性增大，在战场上疲态显现，不得不再次转入防守态势。

从长期看，未来俄乌冲突走向仍取决于大国间的博弈。拜登政府主张全球再平衡战略，依旧希望借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压，再加上传统中立国芬兰已正式加入北约，从芬兰到波罗的海三国再到乌克兰，使得北约“围堵”俄罗斯的链条将趋于完善。目前，地缘政治发展走势基本符合美国预期，拜登政府或继续维持对乌军事支持以及对俄全面制裁，短期内走向和谈的难度依然较大，俄乌冲突或将持续到 2025 年甚至更长时间。但美国方面的最大变数是 11 月的美国总统大选，如果特朗普再次当选美国总统，美国对乌政策将有可能出现重大转变，不排除会开启和平谈判，从而加快俄乌冲突的结束进程。

巴以冲突和红海危机或将导致中东地区更加混乱，对全球贸易和供应链造成一定扰动

2023 年 10 月，加沙地带巴勒斯坦武装组织哈马斯突然向以色列境内发射多枚火箭弹引发新一轮巴以冲突。本次巴以冲突除了受领土争端、宗教信仰以及大国博弈等固有因素影响，还与以色列内塔尼亚胡政府主张极端民族主义，以及以色列与沙特等中东阿拉伯国家推进双边关系削弱了巴勒斯坦在阿拉伯国家的支持力量有关。本次巴以冲突的外溢效应延伸至红海危机，胡塞武装组织也反对以色列与沙特关系的正常化，与哈马斯目标一致，因此胡塞武装组织在红海地区多次制造冲突以拖延和扰乱以色列的军事行动。

巴以冲突和红海危机或将导致中东地区更加混乱，以色列的强势反攻进一步加剧了当地的社会危机，或引发中东地区极端恐怖势力的暴力事件、人道主义灾难、难民危机等，给整个中东地区带来巨大负面影响和灾难。考虑到红海的特殊地理位置以及胡塞武装组织与伊朗的关系较为亲近，红海危机升级或将增加伊朗自我防御的可能，甚至不排除在突发情况下参与战争，中东地区的和平稳定存在较大不确定性。中东地

缘政治风险一旦升级或将对全球贸易和供应链造成一定扰动，同时将导致自身经济结构较为脆弱的部分中东国家贸易活动下降、供应链受阻，进一步加剧其经济衰退风险。

二、 多国大选或将对全球政治走势产生深远影响

2024 年被称为历史上最大规模的选举年，对全球政治走势产生深远影响，其中美国、欧洲、俄罗斯、印度等国家或地区的选举备受瞩目

2024 年全球超过 70 个国家或地区会进行 100 多场选举活动，所涉地区约占全球经济产出的 60% 以上、人口的 50% 以上，对全球政治格局产生深远影响。其中，美国将于 2024 年 11 月举行总统大选，根据美国 Real Clear Politics 网站统计，截至 2 月 29 日，特朗普（47.1%）民意调查平均支持率领先拜登（45.1%）2.0 个百分点，市场预期届时民主党候选人拜登将会和共和党候选人特朗普再次对决。特朗普与拜登的执政理念存在较大差异，包括废除奥巴马医改、降低富人税率、对乌克兰援助持怀疑态度等，如果特朗普再度当选将对美国现有政策的可持续性以及国际关系产生较大影响，但是考虑到特朗普深陷多项刑事指控，不排除有无法进入最终大选的可能。

2024 年欧洲将迎来多场重要选举，欧盟成员国葡萄牙、比利时、奥地利、罗马尼亚、克罗地亚等国以及非欧盟的俄罗斯、英国、乌克兰等欧洲国家将举行全国性选举。此外，欧洲议会也将于 6 月迎来换届选举，这是英国“脱欧”后的首场欧洲议会选举，被视为欧洲政治的“风向标”。由于欧洲建制派政党近年来在经济增长缓慢、与俄罗斯“全面硬脱钩”、移民安置等问题上整体表现不佳，极右翼势力和民粹主义可能会在本次选举中卷土重来，目前极右翼和右翼民粹政党在意大利、法国、荷兰、比利时、奥地利、匈牙利等 9 个欧盟国家位居第一，在德国、葡萄牙、罗马尼亚、瑞典等其他 9 个欧盟国家处于第二或第三位置。

俄罗斯和印度也将于今年迎来大选，现任政府大概率仍将继续执政。俄罗斯总统选举将在 3 月进行，此次总统选举被看作是俄罗斯民众对特别军事行动的一次重要选择，市场预期普京大概率以高票最终赢得这次大选，普京继续执政将大概率延续现有政策及对外关系。印度将在 4 月至 5 月期间分阶段举行人民院（议会下院）选举，虽然现任总理莫迪所领导的印度人民党已连任两届，但受益于政府改革措施有效落实、经济持续快速增长以及国际地位显著提升，民众对莫迪的支持度较高，预计印度人民党领导的现任联盟政府将赢得选举，政府和政策的连续性将得到保证。

表 2.1 2024 年全球部分国家大选情况梳理

时间	总统/总理选举	议会选举	总统/总理及议会选举
1 月	芬兰	孟加拉国	
2 月	阿塞拜疆	巴基斯坦、柬埔寨、白俄罗	印度尼西亚

		斯	
3 月	俄罗斯、乌克兰、斯洛伐克	伊朗、葡萄牙	
4 月		韩国	
5 月		南非	巴拿马、立陶宛
6 月	冰岛	欧盟、比利时	墨西哥
9 月			克罗地亚
10 月			格鲁吉亚、乌拉圭、莫桑比克
11 月			美国
12 月	塞内加尔		加纳
未确定	阿尔及利亚、委内瑞拉、突尼斯、蒙古	英国、印度、奥地利、乌兹别克斯坦、马达加斯加、朝鲜、约旦、捷克	斯里兰卡、罗马尼亚

数据来源：公开资料，联合资信整理

美国两党之间的政治极化和政府效率降低等问题不容忽视，欧洲各国的民粹主义和政治碎片化问题愈演愈烈

美国两党之间的政治极化和政府效率降低等问题不容忽视，以民主党为代表的自由派和以共和党为代表的保守派之间的分歧和对立日益加剧，不仅体现在美国债务上限、对乌克兰军事援助等方面，传统上基于政策妥协的党际平衡也难以以为继，政治极化发展和利益博弈致使美国政府在重大公共政策制定上一度陷入僵局，导致政府效率有所降低，同时并加剧了政策的不确定性。

欧洲各国的民粹主义和政治碎片化问题愈演愈烈，尤其是受到经济表现疲软、通胀压力持续和移民问题等因素的影响，欧洲部分国家的政治凝聚力有所削弱。民众对欧洲传统政党的治理感到失望，罢工和抗议浪潮此起彼伏，从法国的工人罢工到德国、荷兰、罗马尼亚、波兰等欧盟多国的农民抗议，助推极右翼和右翼势力在欧洲国家中逐步走强。随着极右翼和右翼势力的崛起，欧洲各国的传统执政党日益难以维持稳定、有效的多数席位，政党结构趋于碎片化，政府制定政策的能力亦将面临诸多挑战，对欧洲现有的移民政策以及欧盟经济一体化发展产生一定变数。

三、 全球经济复苏进程缓慢且面临多重挑战

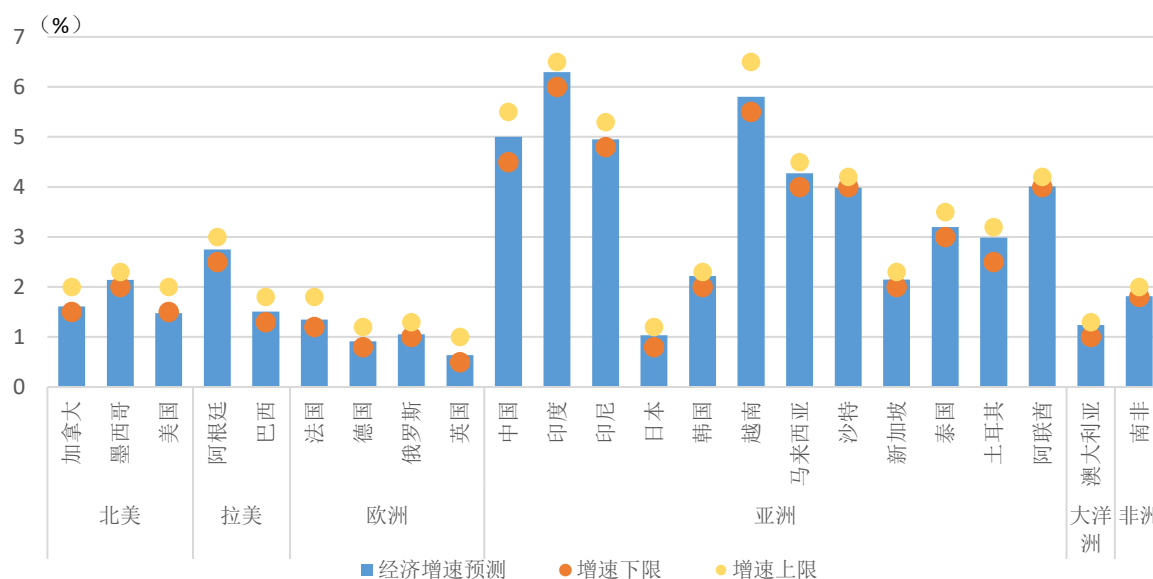
欧美等发达经济体经济韧性较强，但受高利率滞后效应拖累经济增速在 2024 年有所放缓，日本经济出现复苏迹象，但受全球需求疲软影响依旧承压

展望 2024 年，美国经济仍具有较强韧性，拜登政府推动以基础设施建设、半导体以及新能源为代表的高新技术产业回流美国，再加上餐饮、酒店、旅游等服务业持续复苏，制造业和服务业的用工需求继续保持旺盛，推动经济进入“劳动力市场紧张—就业和工资保持高位—居民边际消费倾向走高—制造业和服务业扩张”的良性循环。但另一方面，高利率的滞后效应会对经济增长造成一定拖累。持续高位的基准利率加

剧了企业的经营负担，2024 年 1 月美国中小企业乐观指数细项中增加库存、经济向好预期、实际销售走高预期、信贷形势预期以及盈利趋势均为负值，且各指标较去年 12 月进一步走弱，美国中小企业贡献了约 50%的就业和 75%的税收，中小企业的收缩将会在 6~12 月反映在美国经济表现和劳动力市场上，预计美国 2024 年经济增速将回落至 1.5%~2.0%区间，较 2023 年的经济增速（2.5%）有所回落。

由于欧洲央行利率高企所产生的滞后效应对家庭消费和企业投资造成较大影响，2024 年 1 月欧元区制造业 PMI 连续第 19 个月低于荣枯线，欧盟 27 国消费者信心指数继续下探至-16.2；再加上地缘政治风险持续以及居民游行示威扩大化，社会不稳定因素对经济发展造成一定阻碍，预计 2024 年上半年欧洲主要经济体经济复苏动力依旧不足。另一方面，在实际工资增长得以恢复、劳动力市场依旧紧张以及欧盟大规模投资的推动之下内需将得到提振，对下半年经济复苏起到重要的支持作用，预计欧盟 2024 年全年经济增速约为 0.8%，保持相对缓慢的复苏节奏。

为扭转日本通货紧缩和经济停滞的局面，2012 年日本政府推出“安倍经济学”超宽松的经济刺激计划，通过“三箭齐发”让日本经济摆脱“通缩心态”并重回经济增长态势。之后日本央行长期奉行负利率政策，超宽松的货币政策提振了企业经营、对外贸易和居民消费，服务业 PMI 自 2022 年 8 月以来连续 18 个月处于荣枯线以上。目前日本物价温和通胀，房地产市场逐步回暖，股票市场更是创 34 年来新高，经济已经出现一定复苏迹象。但考虑到日本经济较为依赖对外贸易，受全球经济需求疲软影响，削弱贸易对经济的拉动作用，再加上日本央行或于年内推进货币政策正常化，令经济复苏有所承压。



数据来源：联合资信整理

图 3.1 全球主要国家 2024 年实际 GDP 增速预测

中国经济有望保持稳定增长，印度或成为拉动全球经济增长的火车头，部分亚洲新兴经济体绽放经济活力

展望 2024 年，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳的背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。央行稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，预计中国 2024 年全年经济增长将维持在 5% 左右。

印度经济强势增长主要依托于人口红利和深度参与国际供应链，庞大的人口规模为印度提供了廉价的人口红利和消费市场，同时借助中美之间经济“脱钩”和中国产业链升级的机会，吸引了全球大量产业向印度转移。此外，印度政府采取了一系列积极的改革举措，包括鼓励科技驱动和知识驱动型经济发展，财政预算优先集中在基础设施建设、促进绿色增长和金融部门等领域，提高个人所得税免税上限并降低税率等，这些措施将有助于促进出口并推动国内制造业发展。预计 2024 年印度经济增速将保持在 6% 左右，或成为拉动世界经济增长的火车头。

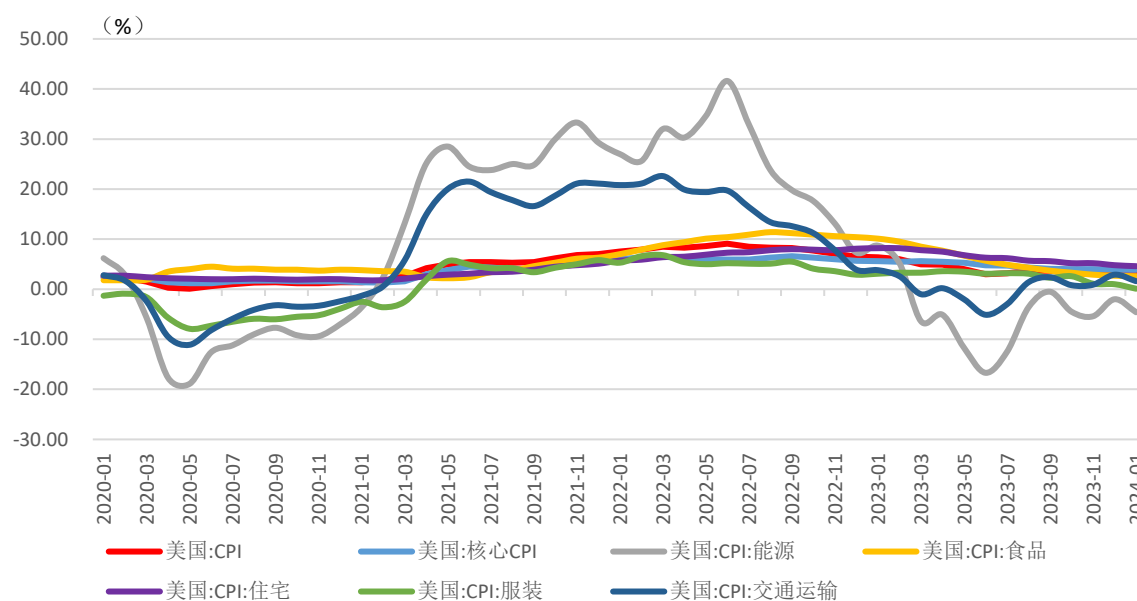
以沙特为代表的“资源导向型国家”凭借自身资源充足的禀赋优势，在俄乌冲突爆发后经济快速增长。考虑到全球原油供给依旧缺乏弹性、地缘政治动荡对能源供给端造成扰动，预计 2024 年以沙特为代表的产油国经济仍将保持稳定增长，但考虑到外部需求疲软以及能源价格回落，增幅较去年有所下降。“雁阵模式”向下转移的国家（如印度尼西亚、越南等）存在一定短期替代机遇。以越南为例，在欧美以及中国等国家产业转移的背景下，越南积极发挥自身资源禀赋优势并大力发展劳动密集型工业，吸引电子产品、纺织品服装、鞋等行业外商投资建厂，目前“越南制造”已驰名全球，有助于加强投资对经济的拉动作用，预计以越南为代表的东南亚新兴经济体 2024 年经济将继续保持高速增长。

四、 多国央行的货币政策有望转向宽松

欧美央行对于货币政策的转向仍较为谨慎，预计最早可能在今年 6 月转向降息，年内或累计降息 2~3 次

虽然全球基于大宗商品价格走高和供应链紧张而造成的供给侧通胀得到一定缓解，但考虑到通胀粘性问题，欧美央行对于货币政策的转向仍较为谨慎。美国 2024 年 1 月的 CPI 同比增幅虽回落至 3.1%，但环比增幅有所回升，且距离美联储 2% 的长期通胀目标仍有一定距离，其中住宅、其他商品与服务的价格涨幅较大，表明刚性支出的通胀粘性依旧存在，美联储有必要再延续一段时间高利率政策以防止通胀反弹。

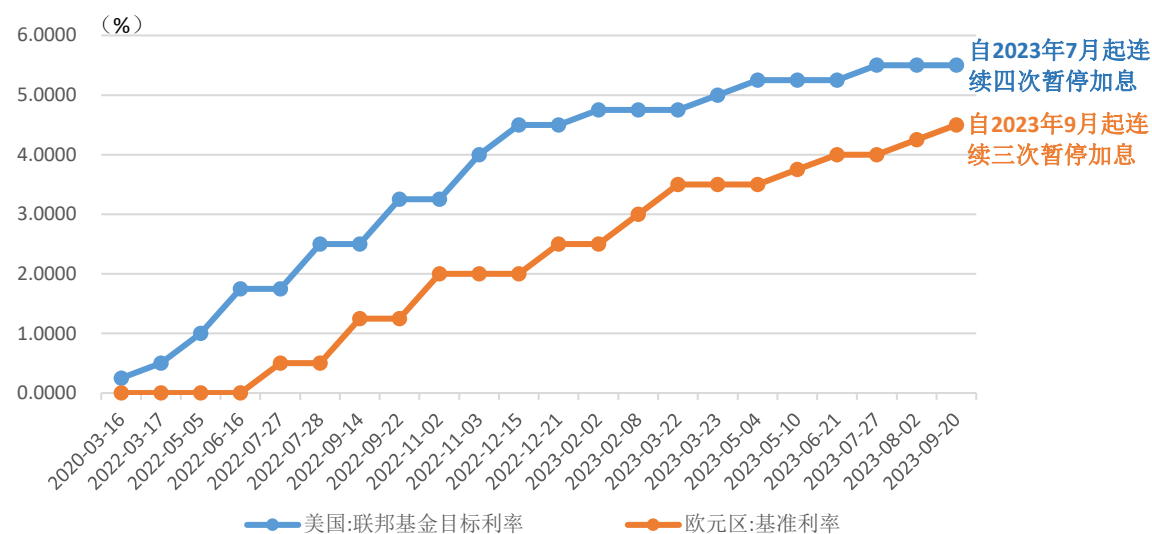
美国劳动力市场表现对美联储货币政策调整具有较强的参考意义，因商业服务业、贸易运输、建筑等行业的人才招聘供不应求，2024 年 1 月美国新增非农就业人数达到 35.3 万人，大超市场预期，因此强劲的劳动力市场继续支撑美联储将利率维持在较高水平。美联储在通胀尚未完全控制之前货币政策或难言转向，美联储 1 月议息会议连续第四次将基准利率维持在 5.25%~5.50% 区间，市场预期美联储 3 月降息的可能性大幅降低，但考虑到强势加息对经济的滞后效应、中小银行流动性风险敞口增大以及政府债务偿付压力攀升等问题，预计美联储最早可能在今年 6 月转向降息，年内或累计降息 2~3 次。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 4.1 2020 年以来美国 CPI 增幅走势

欧盟国家在俄乌冲突后竭尽全力对俄罗斯实施能源替代，转向其他国家谋求多元化能源进口，提高了对中东、非洲、美国等石油出口国和土耳其等能源管道过路国的要价能力和话语权。再叠加国际能源价格回落，2024 年 1 月欧盟 27 国的调和 CPI 同比增幅降至 3.10%，其中能源价格大幅回落 10.85%，但烟草、食物等刚性支出商品价格的同比增幅较大。考虑到欧盟的通胀粘性依旧持续以及欧洲多起罢工抗议或推动劳动力成本上涨，欧洲央行对货币政策调整采取谨慎的态度，1 月欧洲央行议息会议连续第三次维持三大主要利率不变。但高利率已经对欧盟经济产生挤出效应，预计欧洲央行会跟随美联储的脚步进行货币政策调整，最早或于 6 月转向降息，年内或累计降息 2~3 次。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 4.2 美联储和欧洲央行货币政策调整情况

日本央行有望于 2024 年结束负利率政策，多数发达经济体有望跟随欧美央行节奏逐步转向货币宽松政策，新兴经济体的货币政策或出现一定分化

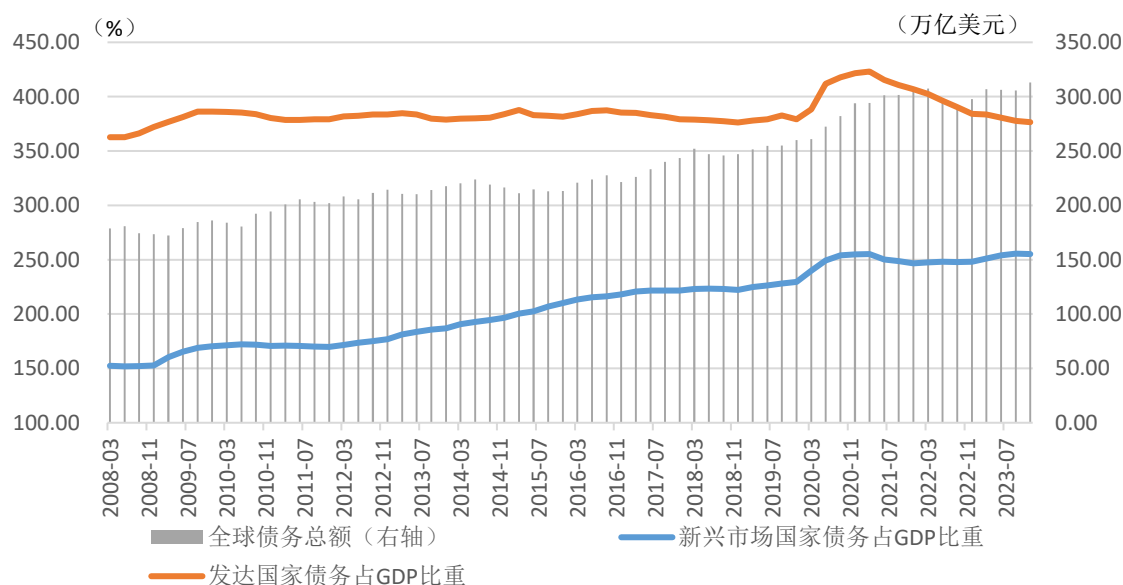
日本央行长期奉行超宽松的逆周期货币政策，自 2016 年 2 月起一直将政策目标利率维持在-0.1%的负利率不变。2023 年以来，日本央行货币政策释放出调整信号。一方面，经济学家植田和男正式出任日本央行行长，其上任后调整收益率曲线控制（YCC）政策，允许 10 年期日本国债收益率在目标水平 $\pm 0.5\%$ 左右波动的情况下，更加灵活地进行收益率曲线控制，此举旨在放松 YCC 上限至 1.0%左右（非硬性限制）。另一方面，随着 2023 年日本经济增速回升，日本劳动力市场转暖，出现了工资成本推动型温和通胀，带动 CPI 增幅上涨至 3.2%，创 1991 年以来新高。为防止经济走向过热，日本央行有望于 2024 年采取较为温和谨慎的调整方式来结束负利率政策，短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低，预计日本央行将沿着“调整 YCC 政策、退出 YCC 政策、退出负利率政策”的步骤，稳步走向货币政策正常化的道路。

美联储货币政策的调整牵动着全球央行的货币政策节奏，目前英国、瑞典、瑞士、挪威、澳大利亚以及韩国等发达经济体央行已经纷纷采取暂停加息举措，预计 2024 年这些央行会跟随欧美央行节奏逐步转向货币宽松政策。但是，新兴经济体的货币政策可能出现一定分化，主要是因为 2022 年 3 月以来美联储强势加息导致多数经济体的对美利差收窄甚至出现倒挂，进而引发这些经济体的资本外逃和币值震荡。如果今年美联储转向降息，会压缩热钱在美国与新兴经济体之间的套利空间，新兴经济体央行的货币政策可以更倾向于服务自身经济，预计在货币政策调整上或出现一定分化。

五、高利率环境下全球债务问题持续凸显

全球债务规模再创历史新高，新兴市场国家和发达国家债务水平走势出现分化，2024 年仍有再度走高的可能

2023 年，尽管全球央行加息潮仍在持续，但在强劲的再融资需求推动下，全球债务规模同比激增逾 15 万亿美元至 313 万亿美元，时隔一年再创历史新高。增加的债务中有一半以上来自于发达国家，主要由美国、法国、德国等大国推动，但得益于发达国家经济增长好于预期，截至 2023 年底发达国家债务占 GDP 的比重则同比回落 7.6 个百分点至 376.5%，接近于新冠疫情爆发前的水平。另一方面，新兴市场国家的债务压力则持续加大，其债务占 GDP 的比重同比上升 7.2 个百分点至 255.3%，突破了 2021 年初创下的历史高点，其中印度、阿根廷、俄罗斯、马来西亚等国债务水平增幅较大。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 5.1 全球债务规模及占 GDP 比重变化情况

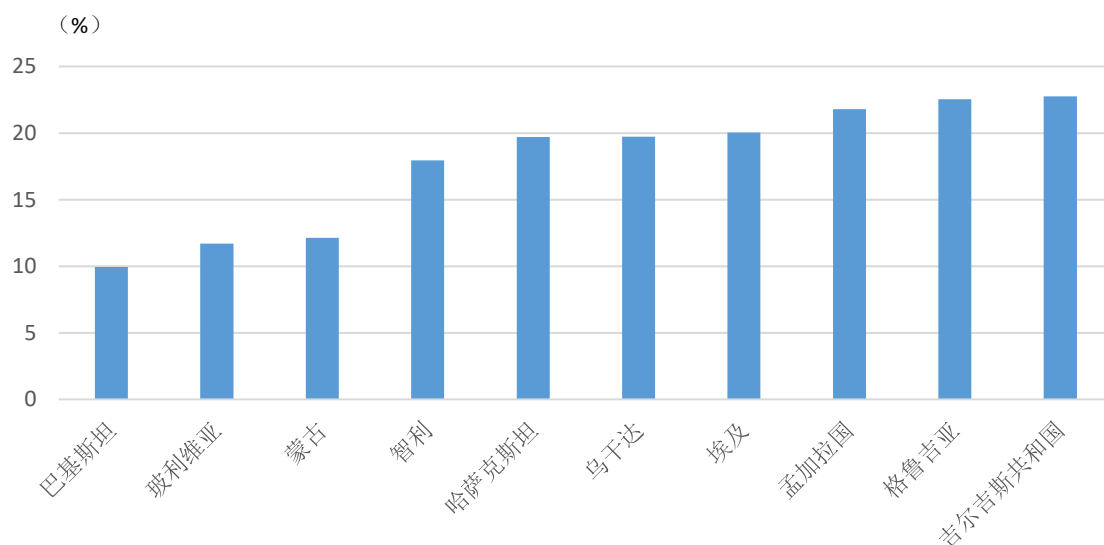
在欧美央行有望开启降息周期的预期下，2024 年以来全球各国的借贷意愿持续升温，推动全球市场出现发债热潮。1 月，美国投资级企业发债规模达到 1760 亿美元，超过了 2017 年 1 月创下的约 1750 亿美元的历史同期纪录；欧洲地区政府和企业发债规模超过 3500 亿欧元，创下历史同期最高记录，其中包括主权债在内的公共部门债券占比达到 55%，发行量同比增长了 50% 以上；包括沙特阿拉伯、墨西哥、匈牙利、罗马尼亚在内的新兴市场国家发债规模达到 470 亿美元，同样创下历史同期新高。如果这种情况持续下去，发达国家尤其是欧洲地区近年来的去杠杆化进程可能会

被扭转，新兴市场国家的债务水平或将持续走高。

在融资成本有望维持相对高位的背景下，部分外债压力较大且外汇储备不足的国家违约风险预计将持续上升

过去几年，新冠疫情、地缘政治冲突、欧美央行加息、全球经济放缓等因素使得部分国家违约风险大幅上升。世界银行的数据显示，自 2020 年以来，共有 10 个发展中国家出现了 18 起主权债务违约事件，这比此前 20 年记录的总和还要多。2023 年，埃塞俄比亚因未能支付 3300 万美元的国际债券利息首次陷入主权债务违约，而加纳、斯里兰卡、赞比亚等国的主权债券重组谈判几乎没有进展。

展望 2024 年，尽管欧美央行有望开启降息周期，但在通胀韧性仍存的背景下，降息的时点及幅度可能会不及预期，预计债券市场融资成本仍将维持在相对较高水平，部分外债压力较大且外汇储备不足的国家违约风险预计将持续上升。截至 2023 年 9 月底，共有 10 个发展中国家外汇储备对外债的覆盖程度不足四分之一，其中巴基斯坦更是不足 10%，其外债能否按时偿还将在很大程度上取决于国际货币基金组织（IMF）等方面的外部援助。



注：数据统计截至 2023 年 9 月末；数据样本中不包含已经违约的发展中国家

数据来源：IMF，世界银行，联合资信整理

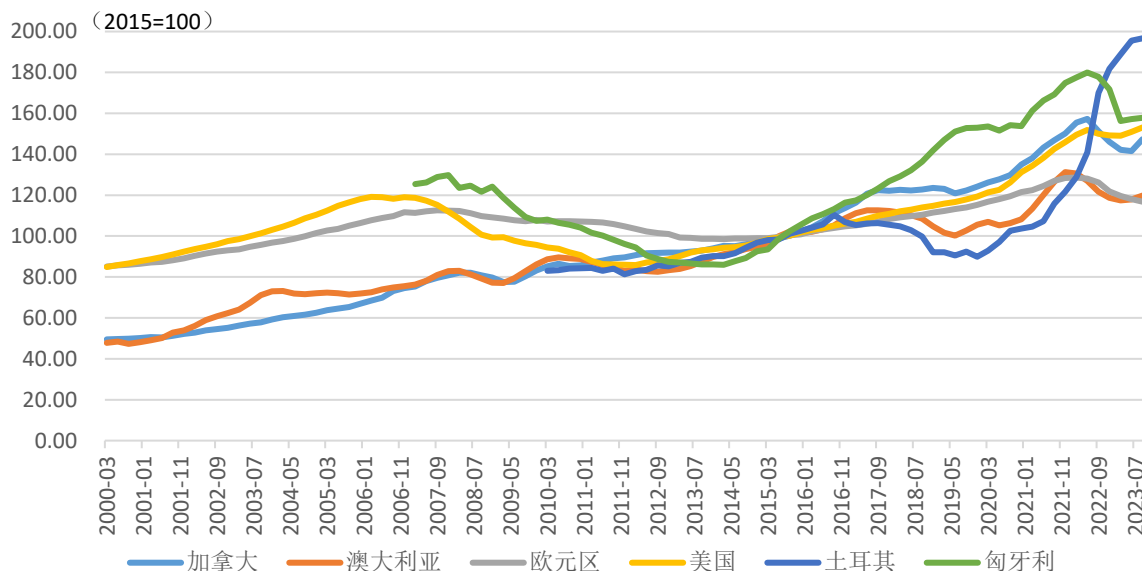
图 5.2 外汇储备对外债覆盖程度较低的部分发展中国家

六、 房地产市场风险外溢不容忽视

全球房地产市场或迎来拐点，但部分国家可能存在一定“泡沫化”风险

2020 年新冠疫情爆发后，各国央行均出台了不同程度的宽松刺激政策以推动经济复苏，但同时也为房价上涨提供了动力，包括美国在内的多个国家房价突破了 2008 年次贷危机前创下的高点。随着 2022 年以来欧美央行开始收紧货币政策及房贷利率的持续上涨，多国房价出现了一定程度的回落，经济合作组织（OECD）37 个成员国房价季度环比增长率仅为 0.6%，创下自 2012 年以来最低增速，但自 2023 年下半年欧美央行逐步放缓加息节奏以来，房贷利率开始见顶回落，房地产市场有所反弹，这一增速在 2023 年三季度回升至 2.1%，全球房地产市场或迎来拐点。

具体来看，2023 年三季度美国实际房价指数达到 153.1，再创历史新高，并一举超越加拿大在主要发达国家中位居第一；欧元区受经济下行、地缘政治风险持续等因素影响实际房价指数持续下行至 116.8，已接近疫情爆发之前的水平；新兴市场国家中土耳其房价上涨较快，实际房价指数高达 196.7，匈牙利实际房价指数自 2022 年以来快速回落，但仍高达 157.9。



数据来源：OECD，联合资信整理

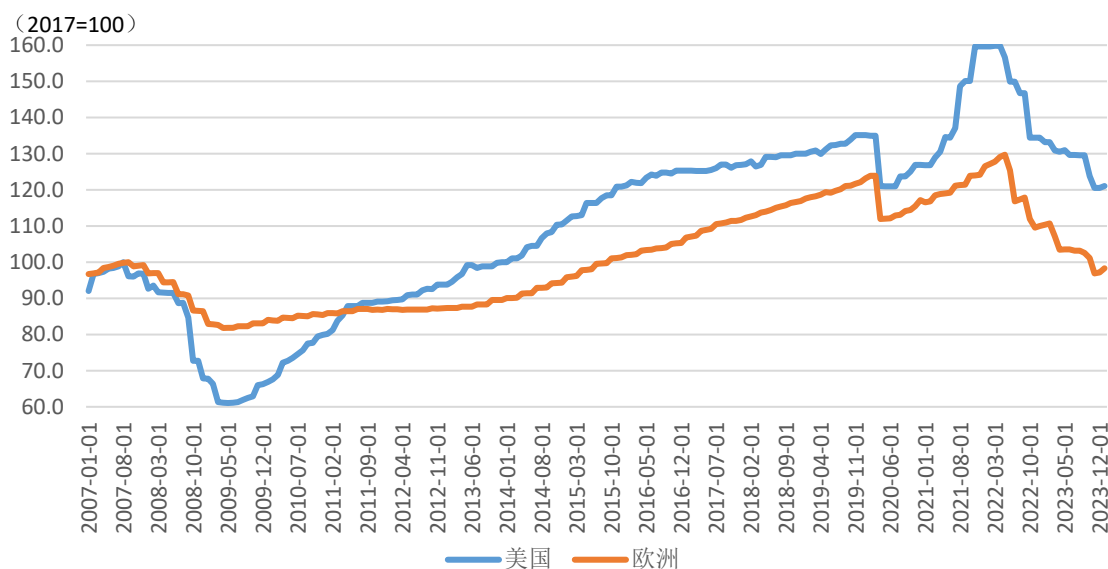
图 6.1 部分国家实际房价指数变化情况

展望 2024 年，欧美央行的降息预期有望为房地产市场提供一定支撑，但全球经济增长放缓、通胀及建筑成本下降等因素或将对房价上涨造成一定限制。总体来看，预计 2024 年全球房地产市场有望呈现温和复苏态势。另一方面，部分前期房价涨幅

较大的国家可能存在一定的“泡沫化”风险，央行降息不及预期、地缘政治风险事件等不确定因素可能会引发房地产市场的大幅下行，相关风险或将外溢至其他经济部门甚至更多国家和地区。

欧美地区商业地产减值及再融资风险上升可能会传导至银行业，或再度引发银行业危机

与住房地产相比，商业地产尤其是办公楼受新冠疫情及其之后的居家办公浪潮影响更大，且对利率变化更加敏感。地产数据供应商 GreenStreet 的数据显示，自 2022 年二季度创下历史高点以来，美国和欧洲的商业地产价格至 2023 年底均下跌了 24% 左右，已经接近或跌破疫情爆发初期时的低点。价格大幅下跌叠加基准利率上升使得商业地产估值大幅下降，再加上一些老旧办公楼还需要额外投资用于修缮升级，一些业主直接将“资不抵债”的商业地产扔给了此前提供贷款的银行。在 2023 年硅谷银行暴雷引发的银行业危机中，第一共和银行破产正是与商业地产贷款有关，其 2022 年年报显示房地产抵押贷款业务上的浮亏高达 193 亿美元，仅此一项就超过其总股本（174 亿美元），而 2024 年年初纽约社区银行“爆雷”也与商业地产贷款损失拨备大幅提高有关。



数据来源：Green Street，联合资信整理

图 6.2 美国和欧洲商业地产价格指数变化情况

另一方面，到 2025 年底前，欧美市场大概有 2.2 万亿美元的商业地产贷款将面临到期，而在基准利率有望维持相对高位的情况下，这些商业地产面临的再融资风险

将大幅上升，可能会引发违约或拖欠潮。彭博社近期的一项调查发现，美国有 22 家资产规模在 100 亿到 1000 亿美元的区域银行所持有的商业地产贷款是其资本的三倍以上。如果未来一段时期内商业地产违约率大幅上升，相关风险预计将迅速传导至银行业，或将再度引发银行业危机。

七、 全球供应链和产业链将加速重构

地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，欧洲在俄乌冲突爆发后加速供应链和产业链调整，或对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击

美国自 2018 年通过“美国优先”、关税保护、制造业回流等举措开启逆全球化节奏，美国政府相继发布多项行政法令与政策，对其在制造业、国防工业等重点领域的供应链安全、对国外依赖程度以及具体应对策略等进行了全面评估，以应对激烈的国际竞争。2022 年拜登政府实行更为严格的供应链转移计划，同年 8 月美国总统拜登签署《通胀削减法案》，出台包括高额补贴在内的大量激励措施，以推动电动汽车和其他绿色技术在美国本土的应用，这一方案将加剧欧洲工业生产萎缩，迫使欧洲企业将生产线转移至美国。考虑到美国将于 2024 年 11 月进行总统大选，如果特朗普再次当选可能会加剧贸易保护主义抬头，届时会对跨国公司对外贸易及供应链布局造成较大冲击。

欧洲在俄乌冲突爆发后加速进行供应链和产业链调整。一方面，加快摆脱对俄罗斯能源依赖，欧洲国家政府会通过鼓励“欧盟制造”、发挥气候变化以及数字技术方面的优势，促进中高端制造业回流。另一方面，欧盟提出《绿色协议工业计划》，以增强欧洲净零工业的竞争力；德国《国家工业战略 2030》提出深化工业 4.0 战略，推动德国工业全方位升级；法国公布“再工业化”计划，提出一系列扶持绿色产业及欧洲汽车、电池制造业的措施；意大利推出“意大利制造”法案，旨在促进制造业发展及完善相关制度。

东亚地区从传统的由日本作为“头雁”的“雁阵式”产业体系，演变为以中国为主要供需价值链核心的网络拓扑结构式产业体系，中国在地区间的作用愈发凸显。但在中美“脱钩”以及中国产业升级的背景下，美国与一些亚太国家签署“印太经济框架”，意图建立将中国排除在外的世界经济秩序，导致部分在华中低端产业向“雁阵模式”下端（如印度、越南等国）迁移。整体看，虽然短时间内中国在全球供应链中的优势和粘性难以替代，但如果中美“脱钩”成为常态化，未来全球供应链存在部分中高端制造业加速回流欧美，以及部分中低端制造业向东南亚、南亚等具有人口红利

国家迁移的风险。

本轮全球产业链的重塑伴随着贸易碎片化发展，贸易保护主义将会对全球现有的产业“雁阵模式”造成冲击，同时会影响技术所围绕的全球上下游供应链

新冠疫情以来全球供应链经历了三轮冲击：一是 2020 年新冠疫情暴发后各国为防控疫情而停工停产，经济停顿造成企业减产和库存消耗，全球供应链趋于紧张。二是 2021 年全球需求端强劲复苏，但供给端却出现低库存、弱生产、交通物流受阻等问题，导致全球供需失衡进一步加剧。三是 2022 年俄乌冲突爆发，对全球能源、原材料以及食品等供给直接中断，对全球供应链造成较大扰动。

展望 2024 年，在地缘政治持续发酵、各国贸易保护和技术壁垒升级以及通胀压力依旧持续的背景下，2024 年全球贸易及供应链向碎片化发展。根据世界贸易组织（WTO）发布的最新全球贸易展望报告，2023 年全球货物贸易量将增长 0.8%，较 4 月的预估值 1.7% 大幅下滑，说明贸易保护通货膨胀已经对国际贸易产生较大的挤出效应。此外，以外商直接投资（FDI）为主要推动力、以出口导向政策为配套政策的传统“雁阵模式”出现了新的趋势，即全球供应链扩张程度有所收窄，再加上新技术壁垒使得后发经济体参与全球供应链的难度增加，全球制造业供应链链条呈现缩短趋势。目前，很多跨国公司正在寻找应对全球供应链不稳定的方法，通过近岸化、多元化、科技化或供给回流来调整供应链，以夯实供应链韧性。

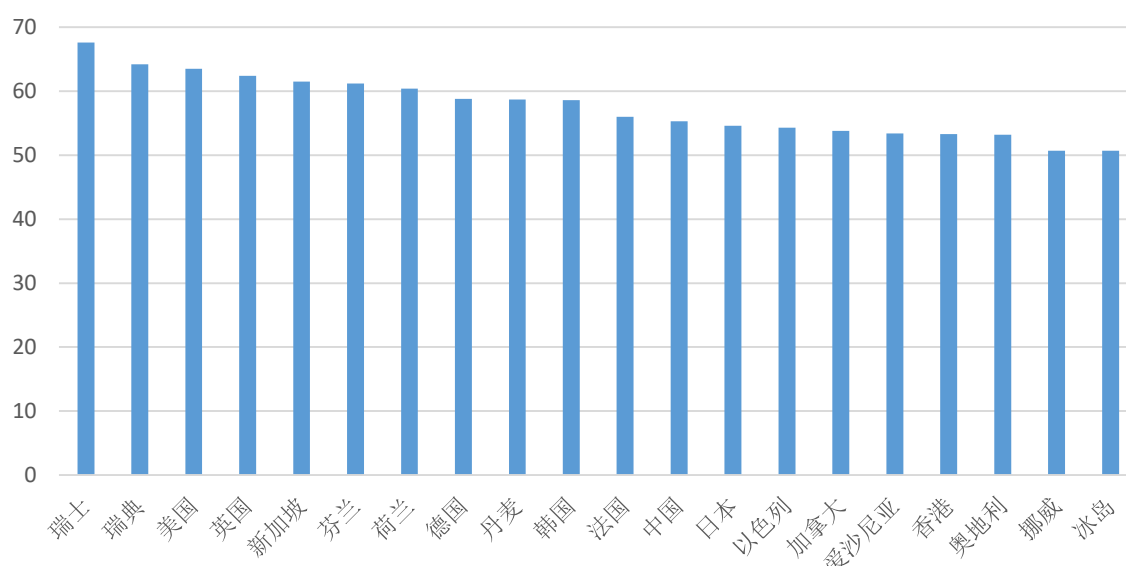
八、 科技革命和绿色可持续是未来发展的主基调

全球新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇，预计会进一步影响全球经济格局和产业更迭

第四次工业革命基于人工智能、数字化、智能化技术高新技术的突变促进人类技术迭代，使得传统制造环节的劳动力成本作用降低，技术、数据等要素的权重提高，全球产业链垂直一体化分工体系重新调整和组合。全球新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇，人工智能、商业航天、量子科技、生物制造等领域技术加快突破，绿色可持续发展推动生产消费加速转型，这些将以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力，为全球经济发展注入动力。2022 年底，以 ChatGPT 为代表的人工智能浪潮席卷全球，随后在 2024 年迭代出世界模拟器 SORA，对传统行业进行颠覆的同时带动全球 AIGC（人工智能生成内容）产业生态体系崛起，英伟达作为人工智能的芯片供应商市值一度跃升为仅次于微软和苹果的全球第三大巨头。

根据世界知识产权组织（WIPO）所公布的 2023 年全球竞争力指数，从科技和创新投入、科技进步、技术应用和社会经济影响四个维度来考察各国的科技创新能力，

2023 年瑞士、瑞典、美国、英国和新加坡创新指数位居世界前五，而以中国、印度尼西亚、印度为代表的中等收入经济体成为过去十年来排名上升最快的国家。新兴经济体在全球创新指数中的排名不断攀升，表明科技对全球经济格局产生一定重塑作用，预计 2024 年科技创新会进一步影响全球经济格局和产业更迭。



数据来源：WIPO，联合资信整理

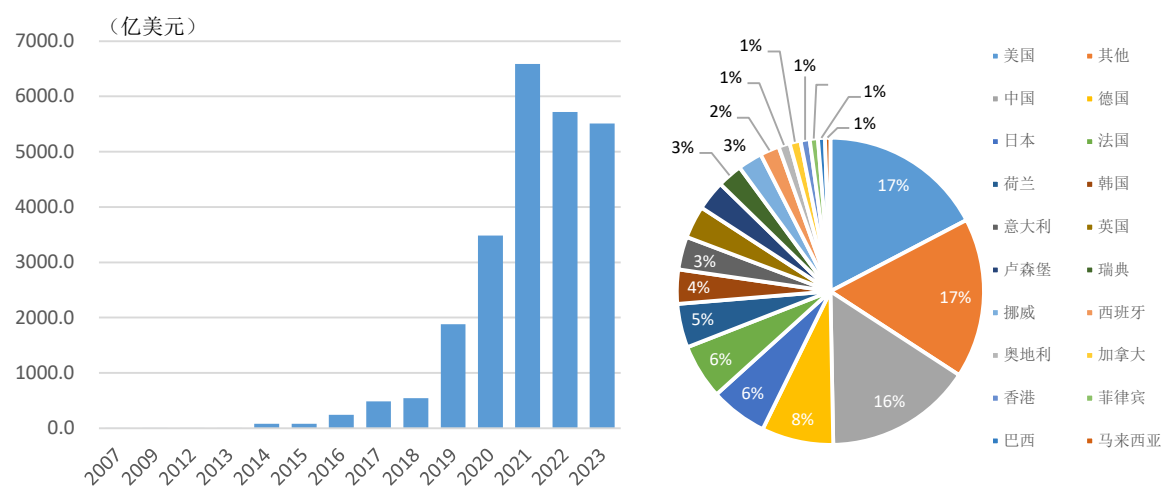
图 8.1 2023 年各经济体创新指数排名（前 20）

可持续发展和绿色发展是全球经济的主基调，ESG 因素在全球债券市场中的作用愈发显著

随着环境、社会和公司治理（ESG）概念在全球范围逐步扩展和深入，ESG 生态体系的培育发展正处于加速阶段。2023 年全球 ESG 债券发行规模达到 5,512 亿美元，占全球债券市场的比重为 5.6%，在去年高基数效应下回落约 3.7 个百分点，主要是因为全球主要央行继续采取紧缩的货币政策，相比于发行普通公司债，ESG 公司债的优势有所减弱。

全球 ESG 债券市场呈现欧盟、美国、中国多元引领发展格局。2023 年，美国发行 ESG 债券规模占比最高（17.3%），主要是因为气候问题在美国的政策议程中占据重要地位，政策助推美国 ESG 债券市场增长提速。中国的 ESG 债券发行规模占比位居世界第二（15.5%），在“双碳”目标下，中国 ESG 债券市场拥有较大的发展潜力。欧洲 ESG 债券市场在俄乌冲突、高通胀、持续加息、经济衰退担忧等风险因子持续演绎的背景下仍然吸引资金持续净流入，德国、法国、荷兰、英国等欧洲国家的 ESG 债券发行规模占比均稳居世界前列，合计占比超过 20%。但是，新兴经济体 ESG 债券市场发展进程较为缓慢，ESG 债券标准、技术上的“争议”和“质疑”导致国际资

金主要流入发达经济体的金融市场。从长远看，随着越来越多的公司承诺减少碳排放，国际投资者对新兴经济体 ESG 主题债券的兴趣也有所上升。整体看，可持续发展和绿色发展是全球经济的主基调，ESG 因素在全球债券市场中的作用愈发显著。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 8.2 全球 ESG 债券发行情况 (左) 和 2023 年国家分布 (右)

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【专项研究】变革与重构：2022 年全球信用风险熵增研究](#)

[【专项研究】2023 年全球信用风险八大展望](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。