

## 风起云涌的 2019 年下半年全球信用风险展望



2019 年 8 月 12 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

## 风起云涌的 2019 年下半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 年上半年，全球地缘政治风险呈持续上升之势，中美贸易摩擦再度升级，加大了全球经济持续下行压力。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，全球流动性紧张状况得到一定程度的缓解，新兴市场面临的货币贬值和资本外流压力有所减弱，外债发行量大幅攀升，部分国家面临较大外债偿还压力。全球主要大类资产迎来普遍上涨，其中大宗商品价格受地缘政治因素影响波动较大。

展望 2019 年下半年，美伊冲突、英国脱欧等地缘政治风险因素仍将持续对全球政治局势及经济增长产生影响，中美贸易摩擦虽然有所缓和但仍将持续，全球经济增速预计将放缓至 3.0% 左右的水平。全球央行宽松货币政策有望得到延续，但仍存在较大不确定性，货币政策的走向将在很大程度上取决于全球贸易紧张局势及各国经济数据的变化。对于那些外币偿债压力较大且外汇储备不足的新兴市场国家而言，一旦全球融资环境发生变化或本国货币出现大幅贬值，其爆发债务危机的可能性将大幅上升。下半年美联储是否会进一步降息将对全球资产价格变化产生重要影响，一旦美联储再度降息将利好债市及贵金属，同时也会降低美元及相关资产对于投资者的吸引力，而新兴市场的吸引力则会明显增加。

### 正文

#### 2019 年以来全球地缘政治风险呈持续上升之势，美伊冲突、英国脱欧等因素仍将持续对全球经济产生影响

在年初发布的《全球信用风险展望》中，我们将地缘政治风险视为 2019 年全球信用风险最大的不确定性。这一观点在 2019 年上半年得到了有效印证，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。

具体来看，中东地区仍是全球的“火药桶”，主要体现为美国和伊朗之间冲突的持续升级。2019 年 4 月以来，美国通过将伊朗伊斯兰革命卫队列为“恐怖组织”、停止 8 个伊朗原油进口方的制裁豁免、禁止伊朗进行进一步铀浓缩活动等手段持续向伊朗施压，在经济、政治、外交方面彻底封锁伊朗，同时不断增加在中东地区的军事部署；作为反击，伊朗开始暂停履行部分伊核协议条款，持续提升浓缩铀产量，并击落了一架美国无人侦察机，以强硬的态度回应美国的制裁。美伊冲突的持续升级对地区安全局势产生了严重影响，未

来不排除爆发战争的可能，同时也会加剧国际原油价格波动，对全球能源安全造成威胁。

欧洲地区，英国脱欧持续陷入僵局，特雷莎·梅提出的“脱欧协议”接连被议会否决，使得英国不得不与欧盟谈判，将脱欧截止日期从 3 月 29 日延期至 10 月 31 日。在特雷莎·梅因内部矛盾加剧而辞去保守党领袖及英国首相职位后，英国前外交大臣鲍里斯·约翰逊在保守党领袖的竞选中获胜，并出任英国首相。约翰逊一直被视为“硬脱欧”的领军人物，他一再承诺英国将在 10 月 31 日之前退出欧盟，且很有可能采取“无协议”的方式，因此约翰逊当选后英国“硬脱欧”的可能性将大幅上升，并持续给英国及欧盟整体经济增长带来不确定性。另一方面，法国“黄背心”运动引发大规模骚乱、意大利民粹主义政府与欧盟就预算问题长期对峙等事件均体现了民粹主义在欧洲的进一步崛起，并最终导致了极右翼政党势力在 2019 年 5 月举行的欧洲议会选举中大幅扩张，或对欧洲政坛形成一定冲击，并对欧盟和全球经济一体化形成潜在威胁。

亚太地区，朝鲜半岛问题在 2019 年上半年经历了一些波折：2 月，美国和朝鲜两国首脑在越南河内举行第二次会晤，但因在解除对朝制裁和无核化措施方面存在分歧，双方未能签署共同文件，朝美对话陷入僵局；6 月，中国国家主席习近平首次对朝鲜进行国事访问，随后美朝两国领导人在板门店举行会面，朝鲜半岛局势得到很大程度的缓和，有利于地区的和平稳定发展。朝鲜半岛局势未来的走向将在很大程度上取决于朝美双方能否继续接触并建立起真正的互信，以及最终能否就半岛无核化与和平机制构建达成协议草案。这些因素将对朝鲜半岛乃至整个亚太地区的安全局势产生持续影响。

展望下半年，除了美伊冲突、英国脱欧等地缘政治风险因素仍将持续对全球政治局势及经济增长产生影响外，多个新兴市场国家也将迎来重要选举，阿根廷、玻利维亚、乌拉圭等南美国家将举行总统选举，乌克兰、波兰、罗马尼亚等东欧国家将举行议会大选。对于一些此前深陷危机或内部分裂加剧的国家（如阿根廷、乌克兰、波兰等）而言，其选举结果将在很大程度上影响本国政局的稳定性，同时也会对地区政治经济发展产生影响。

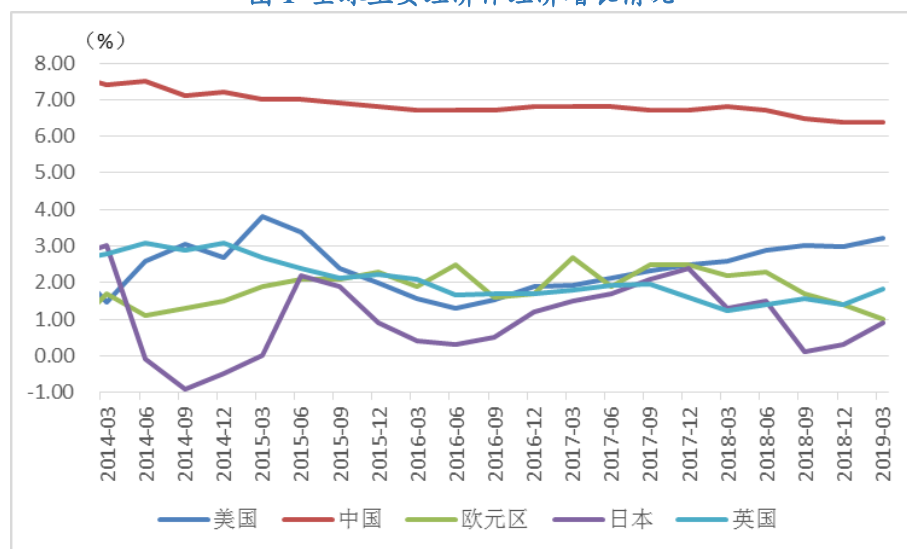
### **中美贸易摩擦再度升级，严重打击企业投资意愿及市场信心，加大了全球经济持续下行压力**

自 2018 年 12 月中美两国元首于阿根廷 G20 峰会上达成共识后，双方暂停了升级关税等贸易限制措施，并举行了多轮中美经贸高级别磋商，中美贸易摩擦有所趋缓。但在 2019 年 5 月初，美国政府突然宣布，自 2019 年 5 月 10 日起对从中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，从而导致中美经贸摩擦再度升级，中美经贸磋商进程遭到严重挫折，中国也通过对原产于美国约 600 亿美元进口商品实施加征关税的方式予以反制。2019 年 6 月底，中美两国元首在日本 G20 峰会上会面，同意双方在平等和相互

尊重的基础上重启经贸磋商，美方也表示不再对中国出口产品加征新的关税。尽管如此，美国之前对中国增加的关税并没有取消或降低税率，且双方重启磋商也面临着再度破裂的可能，因此中美贸易摩擦在未来相当长的一段时间内仍将对全球经济增长产生影响。

2019 年一季度，全球经济增长下行压力持续加大，只有少数国家经济有超出预期的表现。尽管美国政府部分机构停摆、全球贸易局势紧张等因素降低了市场对于美国经济增长的预期，但得益于净出口和私人库存投资的增长，美国经济在一季度表现良好，实际 GDP 增速达到 3.2%，为 2015 年二季度以来的最佳表现。受英国脱欧不确定性、全球经济增速下行及国际贸易环境等因素影响，欧元区经济在一季度进一步放缓，实际 GDP 增速仅为 1.0%，为 2014 年以来的最慢增速。英国经济在二季度表现良好，实际 GDP 增速达到 1.8%，为 2017 年四季度以来的最高增速，但经济增长的主要得益于库存增加，因为工厂加紧赶工以期在最初定的脱欧日（3 月 29 日）之前交货。日本经济在一季度表现超出预期，实际 GDP 增速反弹至 0.9%，但经济增速提升的主要原因是进口降幅超过出口降幅导致净出口额增加，实际经济状况不容乐观。

图 1 全球主要经济体经济增长情况

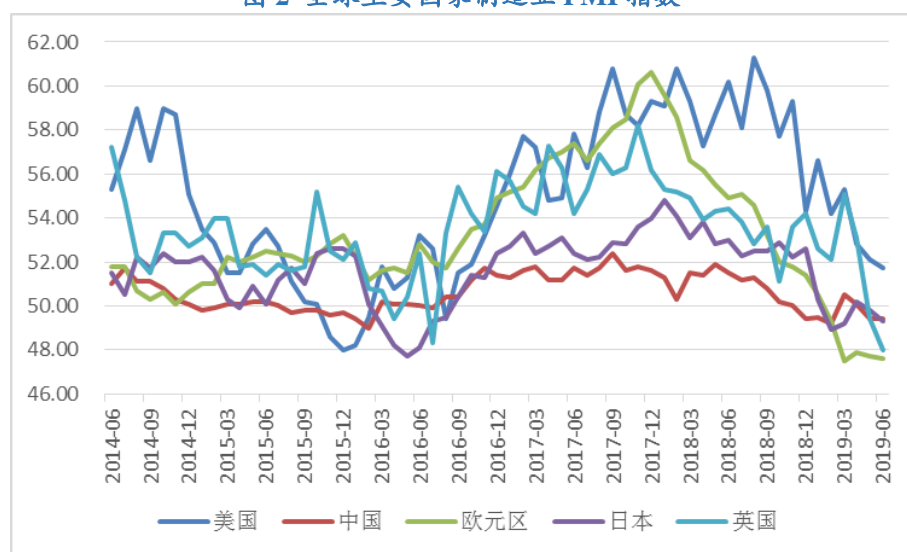


数据来源：WIND，联合资信整理

尽管 2019 年一季度全球经济表现存在不少亮点，但很多国家的经济增长均依赖于一次性因素，且随着中美贸易摩擦在二季度再度升级，企业投资意愿及市场信心遭到严重打击，全球经济下行压力进一步加大。从制造业 PMI 指数来看，中国、日本、英国等国家在进入二季度后制造业 PMI 均降至 50 以下的收缩区间，欧元区则持续刷新近年新低，美国制造业 PMI 虽然仍处于扩张区间，但呈持续下滑之势。作为经济增长表现的先行指标，制造业 PMI 指数的大幅下滑意味着全球经济未来表现将进一步趋于暗淡。



图 2 全球主要国家制造业 PMI 指数



数据来源：WIND，联合资信整理

展望下半年，除中美贸易摩擦因素以外，美国已将对欧盟、日本和其他国家的进口车辆和零部件征收关税延期至 11 月中旬以便谈判，但从目前来看谈判过程仍十分艰难，如果谈判破裂将对全球经济造成进一步打击。此外，英国脱欧、美伊冲突等地缘政治因素也将给全球经济增长带来不确定性。综合以上因素，我们预计 2019 年全球经济增速将放缓至 3.0% 左右的水平，较年初的预测下调了 0.5 个百分点，但该预测是基于中美贸易摩擦维持现状的情况下做出的，一旦中美贸易摩擦再度升级，全球经济增速可能会进一步下滑。

### 全球主要央行货币政策持续趋向宽松，全球流动性紧张状况得到一定程度的缓解，新兴市场面临的货币贬值和资本外流压力有所减弱

在年初发布的《全球信用风险展望》中，我们对于全球央行货币政策的预期仍然是“收紧”，但在全球经济下行压力持续加大的背景下，2019 年以来全球主要央行纷纷“转鸽”，货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家央行则掀起了“降息潮”，部分发达国家也相继加入降息行列（见表 1）。具体来看，继 2018 年连续四次加息以后，美联储自 2019 年年初以来货币政策发生重大转变，于 3 月公布了停止缩表的时间表，并于 7 月底进行了近 10 年来的首次降息，并将提前 2 个月结束缩表计划；欧洲央行货币政策进一步转向宽松，决定从 2019 年 9 月起开启新一轮定向长期再融资操作（TLTRO），为期 3 年，并将加息预期时间从 2019 年下半年调整至 2020 年上半年；日本央行持续维持超宽松货币政策，并多次表态在经济下行压力的情况下可能会采取进一步的宽松政策；中国在 2019 年上半年进行了两次“降准”，稳健中性货币政策开始趋向宽松；新兴市场国家则掀起了“降息潮”，印度在

2019 年上半年连续三次降息，马来西亚、菲律宾、印度尼西亚、南非等新兴经济体则开启了近年来的首次降息，此外还有新西兰、澳大利亚、韩国等部分发达经济体加入降息行列。

表 1 2019 年以来全球主要央行货币政策调整情况

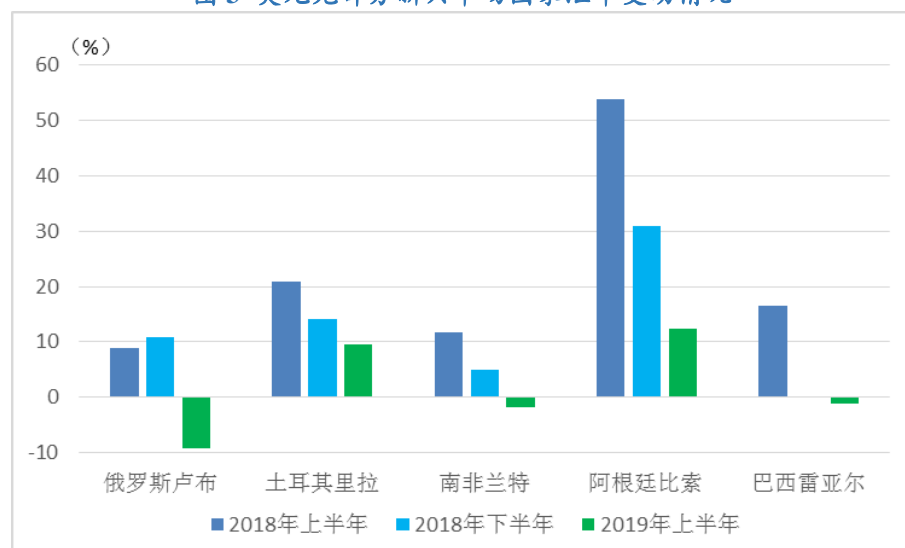
国家（地区）	时间	具体行动
中国	1 月 4 日	下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点
印度	2 月 7 日	降息 25 个基点，为 2018 年 8 月以来首次降息
欧盟	3 月 7 日	从 9 月起开启新一轮定向长期再融资操作（TLTRO），为期 3 年
美国	3 月 20 日	从 5 月起将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的 300 亿美元降至 150 亿美元，到 9 月末停止缩表
印度	4 月 4 日	再度降息 25 个基点
中国	5 月 6 日	对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率，于 5 月 15 日、6 月 17 日和 7 月 15 日分三次实施到位
马来西亚	5 月 7 日	降息 25 个基点
新西兰	5 月 8 日	降息 25 个基点，为 2016 年 11 月以来的首次降息
菲律宾	5 月 9 日	降息 25 个基点，为 2016 年以来的首次降息
澳大利亚	6 月 4 日	降息 25 个基点，为近三年来的首次降息
印度	6 月 6 日	本年度第三次降息 25 个基点，并将货币政策立场由“中性”改为“宽松”
韩国	7 月 18 日	降息 25 个基点，为 2016 年以来首次降息
印度尼西亚	7 月 18 日	降息 25 个基点，为近两年以来首次降息
南非	7 月 18 日	降息 25 个基点，为 2018 年 3 月以来首次降息
乌克兰	7 月 18 日	降息 50 个基点
土耳其	7 月 26 日	降息 425 个基点，为 2002 年以来最大幅度，也是 2016 年以来首次降息
俄罗斯	7 月 26 日	年内再度降息 25 个基点
美国	8 月 1 日	降息 25 个基点，将提前 2 个月结束缩表计划
巴西	8 月 1 日	降息 50 个基点，降息幅度超市场预期
阿联酋	8 月 1 日	跟随美联储降息 25 个基点
巴林	8 月 1 日	跟随美联储降息 25 个基点
沙特阿拉伯	8 月 1 日	跟随美联储降息 25 个基点
中国香港	8 月 1 日	降息 25 个基点

资料来源：联合资信根据公开资料整理

在全球主要央行货币政策持续趋向宽松的背景下，全球流动性紧张状况得到一定程度的缓解，国际资金开始回流新兴市场国家，使得那些曾在 2018 年因美联储持续加息而面临严重货币贬值和资本外流压力的国家得到了喘息之机。2019 年上半年，俄罗斯卢布、南非兰特和巴西雷亚尔均扭转了此前的贬值之势，升值幅度分别达到 9.3%、1.8% 和 1.0%；由于

国内危机尚未完全消除，土耳其里拉和阿根廷比索则持续贬值，但贬值幅度与上年相比已显著收窄。

图 3 美元兑部分新兴市场国家汇率变动情况



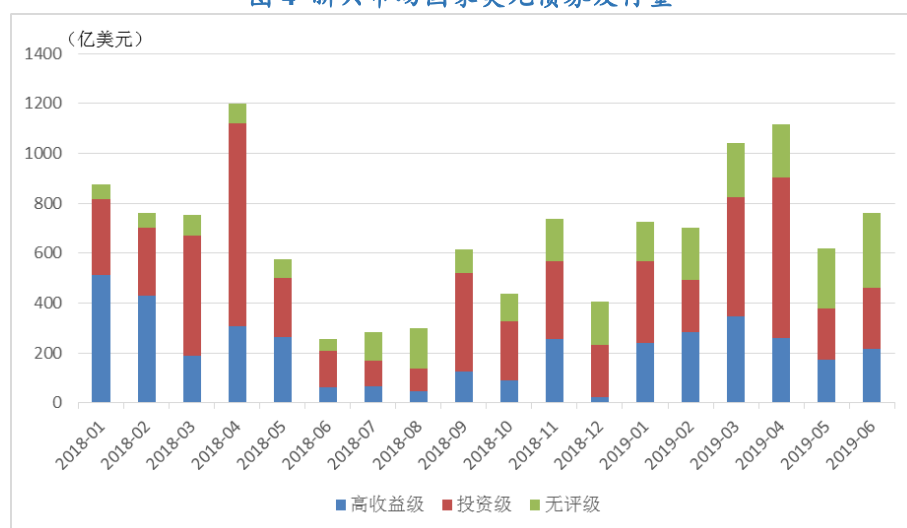
数据来源：Wind，联合资信整理

展望下半年，全球央行宽松货币政策有望得到延续，但仍存在较大不确定性，货币政策的走向将在很大程度上取决于全球贸易紧张局势及各国经济数据的变化。另一方面，由于欧洲央行、日本央行等部分央行已将利率降至 0% 甚至负利率水平，因此在面临下一次危机时这些国家采用宽松货币政策来对冲风险的空间将变得十分有限。

### 全球货币宽松环境下新兴市场国家外债发行量大幅攀升，部分国家或面临较大外债偿还压力

2018 年，在全球流动性持续收紧、利率水平上升的背景下，新兴市场国家面临的融资及债务风险大幅上升。2019 年以来，随着全球央行货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家的外债融资成本显著回落，使得来自这些国家的发行人大量举借外债来满足其再融资需求。以美元债券为例，2019 年上半年新兴市场国家发行的美元债券共计 4,964 亿美元，较 2018 年上半年增长了逾 12%，较 2018 年下半年更是增长了近 80%，其中高收益级债券发行量在经历了 2018 年下半年的沉寂后大幅增长，其占比也明显回升。

图 4 新兴市场国家美元债券发行量

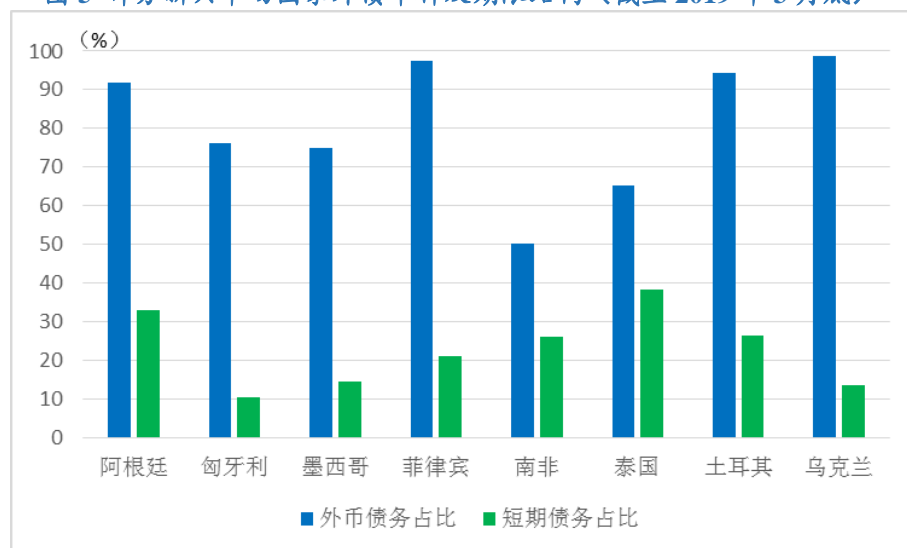


注：债券信用等级划分依据“彭博投资级/高收益评级指标”。

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

尽管新兴市场国家面临的融资及债务风险得到了一定程度的缓解，但部分新兴市场国家仍面临较大的外债偿还压力及风险。从外债币种结构来看，阿根廷、菲律宾、土耳其、乌克兰等国的外债中外币债务占比均达到 90% 以上，一旦美元升值，其偿债压力将会显著加大，面临偿债不确定性。从外债的期限结构来看，阿根廷、南非、土耳其、泰国等国的短期外债占比超过 30%，存在一定的短期偿债压力。从外债的保障程度来看，墨西哥、菲律宾、泰国等国家拥有充足的外汇储备，外汇储备对短期外币债务的覆盖倍数达到 3 倍以上，阿根廷和南非外汇储备对短期外币债务的覆盖倍数则不足 1 倍，只能更多依靠再融资来满足偿债需求。

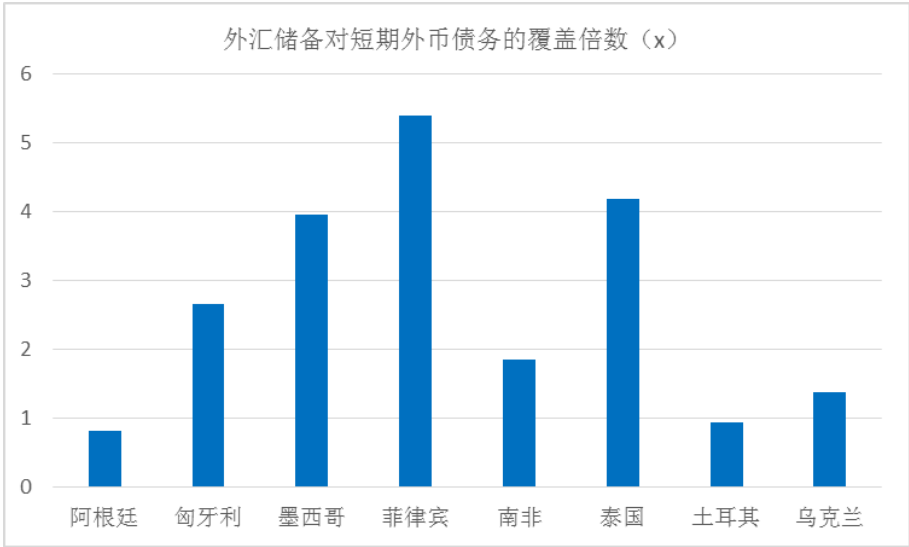
图 5 部分新兴市场国家外债币种及期限结构（截至 2019 年 3 月底）



数据来源：IMF，联合资信整理



图 6 部分新兴市场国家短期外币债务保障情况（截至 2019 年 3 月底）



数据来源：IMF，联合资信整理

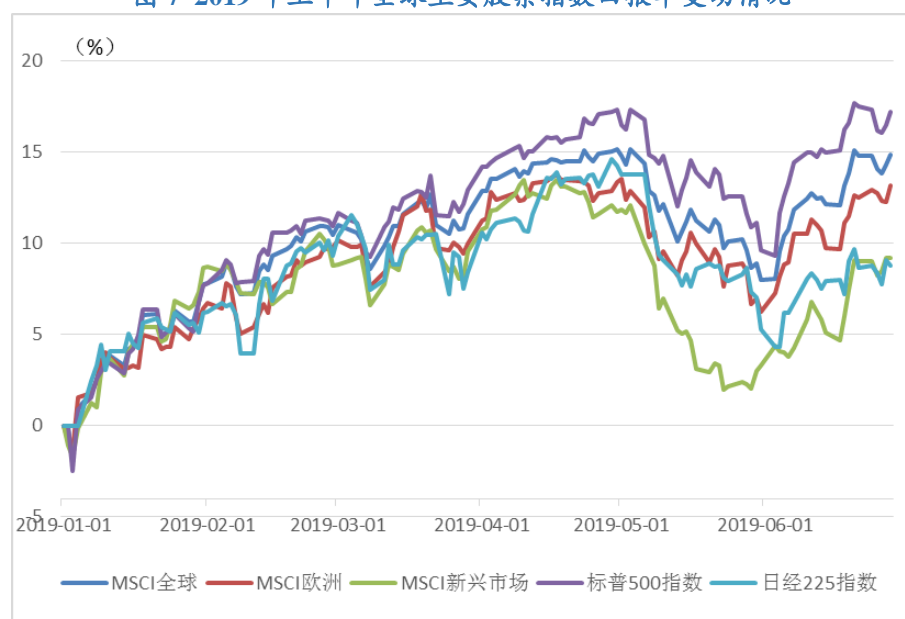
展望下半年，全球货币政策进一步趋向宽松的可能性较大，对于新兴市场国家而言良好的融资环境得以维持，但这同时也意味着债务的攀升和风险的积聚。对于那些外币偿债压力较大且外汇储备不足的国家而言，一旦全球融资环境发生变化或本国货币出现大幅贬值，其爆发债务危机的可能性将大幅上升。

**全球主要大类资产迎来普遍上涨，其中大宗商品价格受地缘政治因素影响波动较大**

2019 年上半年，得益于全球主要央行货币政策趋向宽松，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回报率分别达到 14.9%、5.6%和 12.2%，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，体现了市场风险偏好的转变。

具体来看，股票市场在经历了 2019 年前四个月的持续上涨之后，5 月受中美贸易摩擦再度升级影响出现明显回调，但在 6 月美联储降息预期不断升温的背景下再度开启上涨走势。从不同市场来看，发达国家的表现显著优于新兴市场，尤其是在 5 月全球股市普跌的过程中，发达国家股市的回调幅度明显偏小，显示出更强的韧性及抗风险能力。

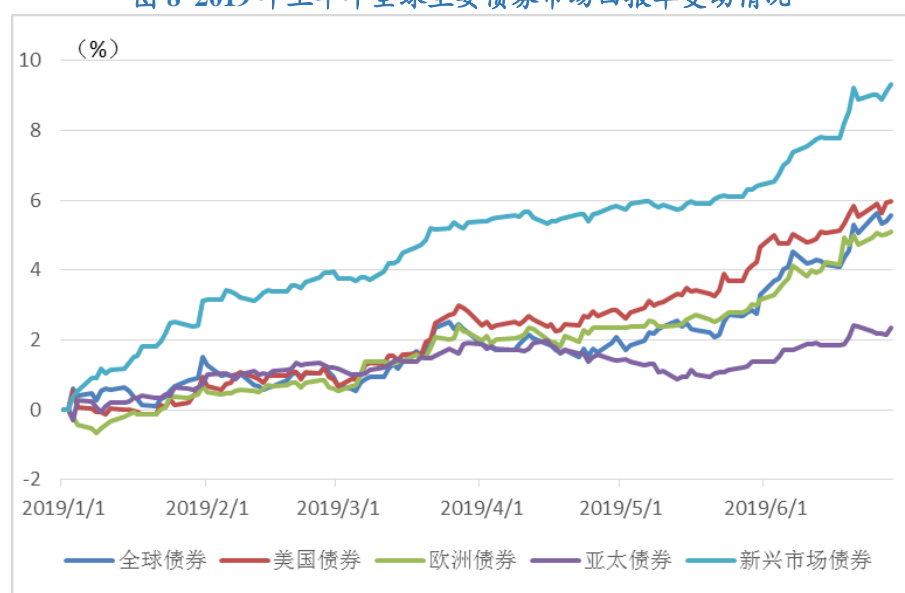
图 7 2019 年上半年全球主要股票指数回报率变动情况



数据来源：Wind，联合资信整理

债券市场方面，全球央行货币政策趋向宽松及地缘政治风险事件频发使得作为避险资产的债券在 2019 年上半年维持了温和上涨的局面。从不同市场来看，新兴市场债券表现更佳，主要得益于新兴市场国家汇率趋稳及市场风险偏好的转变；亚太债券表现相对较差，主要受日本债券在超低利率环境下回报率普遍偏低的影响。

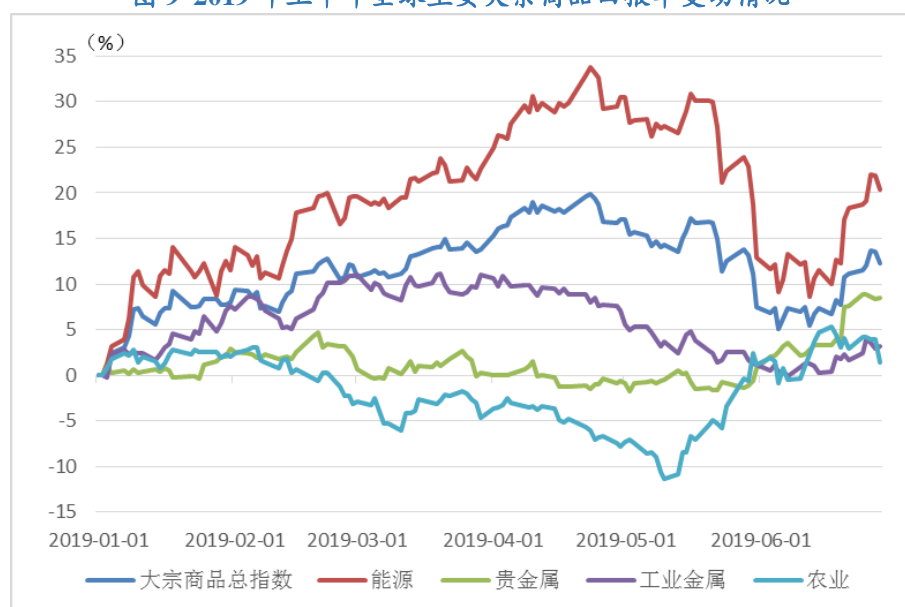
图 8 2019 年上半年全球主要债券市场回报率变动情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

大宗商品市场方面，受石油输出国组织（OPEC）及俄罗斯等产油国减产执行到位、美国对伊朗制裁、委内瑞拉原油产量下降等因素影响，以石油为代表的能源类商品表现最佳，但波动性也较大。受全球货币政策趋向宽松及地缘政治风险多发影响，以黄金为代表的贵金属表现相对较好，尤其在进入 6 月以后增幅显著扩大；工业金属在 2019 年一季度表现相对较好，但随着全球经济增长下行压力持续加大，二季度工业金属回报率显著下滑；农产品在 2019 年前 4 个月一直表现不佳，回报率多数为负，但随着 5 月中美贸易摩擦再度升级及全球极端天气持续恶化，农产品回报率开始大幅反弹，上半年勉强实现正收益，但仍是主要大宗商品类别中表现最差的。

图 9 2019 年上半年全球主要大宗商品回报率变动情况



数据来源：Wind，联合资信整理

展望 2019 年下半年，美联储未来是否会进一步降息将对全球资产价格变化产生重要影响。在美联储降息前，市场上不断增强的降息预期能够刺激股市短暂上涨，但预期的不断变化可能会加剧股市的震荡；在美联储降息后，由于市场对于降息已经充分预估，降息提振市场信心的作用也会大幅减弱。对债券市场而言，美联储进一步降息将有利于增加债券市场的流动性，推动美债收益率进一步下行，总体利好债市。对大宗商品市场而言，美联储进一步降息预示着经济面临衰退风险，农产品、工业金属等大宗商品将持续走低，而黄金等贵金属作为避险资产有望持续走强。从不同市场来看，美联储进一步降息会降低美元及相关资产对于投资者的吸引力，而新兴市场的吸引力则会明显增加，有望维持“股债同涨”的局面。