

# 当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

## 第六篇：去全球化下债务经济可持续发展的探讨



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

### 第六篇：去全球化下债务经济可持续发展的探讨

联合资信评估股份有限公司 主权部

#### 摘要

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。各国大量放水随之而来的是债务压力的显著增长，使得全球债市濒临明斯基时刻。根据世界银行发布的《全球债务浪潮》报告，自 1970 年布雷顿森林体系解体以来，全球共经历了四次大型债务浪潮，而目前正处于第四次债务浪潮之中。以史为鉴，本文首先回顾近 50 年来全球的前三次债务浪潮以及每次债务危机的化解之道；然后详细分析本次债务浪潮的原因和特点；最后对全球不同区域进行信用风险揭示并提出债务化解思路。

#### 正文

#### 一、回顾历史前三次债务浪潮及每次债务的化解之道

##### （一）1970-1989 年第一次债务浪潮

##### 1. 债务浪潮的形成原因

第一次债务浪潮主要以 1970-1989 年布雷顿森林体系解体以及欧美陷入经济“滞胀”为背景，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，助推第一次债务浪潮逐步形成。探究这次债务浪潮形成的深层次原因有三点：一是 20 世纪 60-70 年代欧美国陷入经济“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。二是 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。三是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

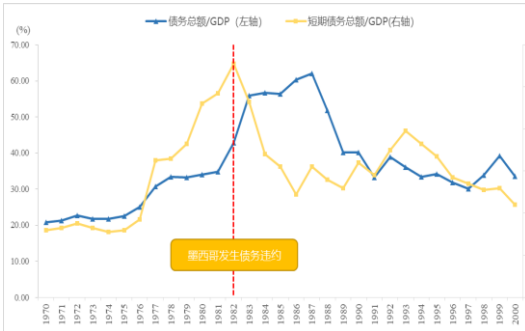
国家借入大量以美元计价的政府债务。

2. 债务浪潮的传导机制和影响

这次债务浪潮最终演变为拉美债务危机，期间传导路径共有三步。**第一步，拉美国家债务累积至历史新高。**1970-1989 年，拉美地区债务总额相当于 GDP 的比重由 20.8% 上升至 62.4%，增幅高达 41.6 个百分点；同期，拉美地区短期债务相当于 GDP 的比重上升至 11.1%（见图 1），表明拉美地区外债杠杆率过高且短期债务偿付压力快速上升。**第二步，美联储收紧货币政策导致拉美地区债务偿付成本上升。**两次石油危机暴发促使美联储货币政策由宽松转为紧缩（见图 2），由于拉美国家的借贷利率是以 3 个月或 6 个月 LOBOR 为基础调整，当利率陡然上升后利息偿付压力大幅提高，从 70 亿美元（1972 年）上升至 1,330 亿美元（1981 年）。**第三步，美元逐步走强加速国际热钱流出，增大主权国家外债偿付压力。**美联储收紧货币政策导致美元逐步走强，国际资金流动方向逆转和大宗商品价格下跌使拉美国家国际收支入不敷出，经常账户收入减少和外汇储备缩水使拉美地区国家的外债偿付实力大幅削弱。

因此，拉美地区的信用风险逐步暴露并在多个国家之间传导。1982 年 8 月，墨西哥因外汇储备已下降至危险线以下，无法偿还到期的 268.3 亿美元公共外债本息，不得不宣布无限期关闭全部汇兑市场并暂停外债偿付，墨西哥暴发主权债务违约。继墨西哥之后，巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继发生还债困难，纷纷宣布终止或推迟偿还外债，最后蔓延至将近 40 个发展中国家要求进行债务重组。

图 1：1970 年~2000 年拉美地区债务水平情况



数据来源：World Bank

图 2：1960 年~1989 年美国联邦基金利率变化情况



数据来源：美联储

3. 拉美债务危机的化解之道

拉美债务危机暴发后，各国主要采取三种债务化解方式。**一是进行债务展期和重组。**拉美国家将大量的短期债务调整为中长期债务，旨在降低利息支出负担。如墨西哥政府通过谈判将 1983 年到期的 200 亿美元外债全部转换成 1990 年到期的中长期债务，又将 1984 年到期的 489 亿美元外债延期到 1998 年，因此每年可以减少 3.5 亿美元的利息支出。但此举只能缓解短期债务压力，并不能彻底解决债务危机。**二是执行“布雷迪计划”。**由于债

务延期和重组很难解决债务国偿付能力不足的问题，因此美国出台“布雷迪计划”对债务国进行债务减免，并发行不良贷款打折互换的“布雷迪债券”，有效缓解拉美国家的债务偿付压力。三是采取严厉的紧缩政策。拉美各国按照 IMF 的要求而采取货币贬值、降低信贷增长率、提高利率以及控制工资增长等紧缩政策来改善国家的资产负债表状况，虽然对债务缩减起到一定作用，但是以牺牲本国经济发展作为代价。

## （二）1990-2001 年第二次债务浪潮

### 1. 债务浪潮的形成原因

第二次债务浪潮发生于 1990-2001 年的亚洲，主要以泰国、马来西亚、菲律宾以及印度尼西亚等东南亚国家为代表。这次债务浪潮的积累是诸多因素的结合：一是过早开放金融市场和资本市场。当时亚洲各国正处于资本快速积累阶段，但国内资金无法满足投资缺口而需要吸引海外资金流入，因此各国政府过早的开放资本市场以吸引外资。但这些国家的金融体系并不健全，比如国内资本市场发展落后、采取与美元挂钩的联系汇率制度以及存贷款利率远高于国际货币市场平均水平等，极易遭到国际投机性资本的套利冲击。二是地产虚假繁荣促使企业过度向外借贷。在亚洲“四小龙”和“五小虎”的经济奇迹下，亚洲国家金融自由化步伐加快，造成短期投机资本大量流入，造成亚洲多国地产行业蓬勃发展并带动相关企业融资需求旺盛，促使企业更多的选择海外贷款，但随之而来的是各国私营部门外债（尤其是短期外债）负担日益沉重。三是经常账户赤字导致外汇储备严重不足。亚洲多国依托产业转移以及外贸导向型战略来推动经济发展，但受到固定汇率制度以及美联储进入加息周期的影响，美元升值带动本币币值走高，使亚洲多国丧失出口优势，贸易和经常账户呈现双赤字局面，最终导致亚洲多国外汇储备严重不足，降低其抵御外部风险以及偿付外债的实力。

### 2. 债务浪潮的传导机制和影响

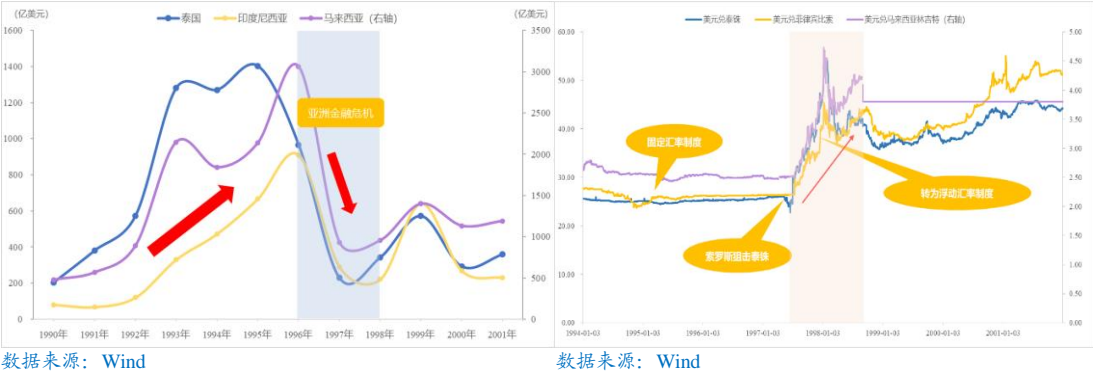
第二次债务浪潮最终演变为亚洲金融危机，期间的传导路径共有三步：第一步，资本外逃导致股市和楼市泡沫破裂。1995 年美联储重回加息周期使美元币值逐步走高，导致大量短期资本撤离亚洲资本市场，加剧各国的金融市场动荡和实体经济恶化。在股市泡沫和地产泡沫被刺破后，泰国、印尼、马来西亚上市公司市值分别下跌 83.69%、56.38% 和 56.37%（见图 3），在经济面大幅下滑的背景下各国币值高估问题愈加明显。第二步，索罗斯狙击泰铢。1997 年索罗斯的量子基金首先以美国国债作抵押从泰国的银行借出大量泰铢，然后将这些泰铢在外汇现货市场抛售并买入美元。与此同时，索罗斯在外汇期货市场做空泰铢，期限从 6 月到 1 年不等。泰国政府为保证泰铢币值稳定而动用美元外汇储备购买泰铢，但由于外汇储备有限，最终不得不放弃固定汇率而改成浮动汇率制度，最终导致泰铢大幅贬



值将近 60%。**第三步，金融危机在东南亚和东亚国家间蔓延。**泰国宣布实行浮动汇率后，亚洲其他国家也不得不改固定汇率为浮动汇率，导致货币价格纷纷下跌，马来西亚吉林特以及菲律宾比索在同一时期分别贬值 46%和 41%（见图 4）。

亚洲金融危机与拉美债务危机不同，并未引发大规模的国家主权信用违约，但金融机构不良贷款以及企业违约事件不断增加。东南亚国家房地产市场泡沫破裂后多家房地产企业宣布破产，例如泰国的一家房地产开发商--宋普拉宋地产宣布其无法按期偿付一笔 800 亿美元欧洲债券的 310 万美元利息。由于银行贷款中约 30%流向房地产企业，因此地产企业债务违约加剧商业银行的经营困难，导致银行无法按时偿付外国银行的低息美元债。1998 年，泰国、印尼、马来西亚以及菲律宾银行不良贷款率分别飙升至 42.9%、48.6%、18.6% 以及 12.4%，刷新历史最高记录。

图 3: 1990 年~2001 年东南亚国家上市公司总市值情况    图 4: 1994 年~2001 年东南亚国家汇率情况



3. 亚洲债务危机的化解之道

亚洲国家过快的金融自由化以及企业在国际市场上过度借债，最终导致亚洲债务危机暴发。在危机暴发后，各国主要采取三种债务化解方式：**一是完善汇率和国际收支制度。**亚洲国家纷纷采取审慎的货币政策和财政政策，有效保证外汇储备日益上升，逐步扭转以往严重依赖海外短期资金流入的局面。**二是严格监管银行体系。**各国政府对银行不良贷款进行冲销以及重组整体资本结构，并强化对金融系统的审慎监管。**三是重组企业资产负债表。**各国政府对企业资产负债状况进行重新整理，金融危机前的过度投资被逐一清理。

(三) 2002-2009 年第三次债务浪潮

1. 债务浪潮的形成原因

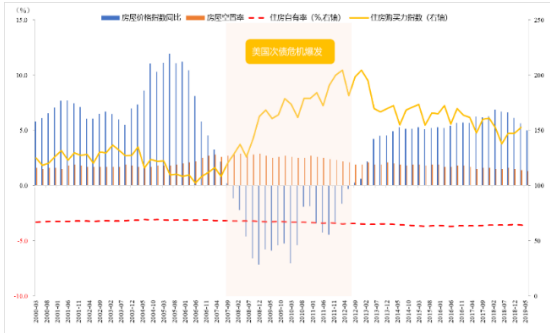
第三次债务浪潮主要以全球利率环境宽松、全球经济一体化步伐加快以及金融创新不断发展为背景，这次债务浪潮的形成主要有三点原因：**一是美联储的低息环境滋生大量资产泡沫。**2000-2003 年美联储采取扩张的货币政策，并将联邦基金利率由 5.75% 经过 16 次下调至 1.00%，三年内降幅高达 475bp。美联储宽松的货币政策使多余的流动性从实体企业

流入到房地产和股票市场，本阶段房屋价格指数达到顶峰，滋生大量资产泡沫。**二是次级抵押贷款市场快速发展。**美国政府推行“居者有其屋”的理念，在富裕阶层购房需求基本饱和的情况下，通过立法要求金融机构向信用评级得分较低的人发放贷款，导致次级抵押贷款大量发放。**三是金融创新推波助澜。**在低利率的环境下，投资者对投资回报的要求促使金融机构风险偏好上移，诸多金融衍生品如住房抵押贷款证券（MBS）、信用违约互换（CDS）、担保债务凭证（CDO）等应运而生，因此推高了金融系统的杠杆率。

## 2. 债务浪潮的传导机制和影响

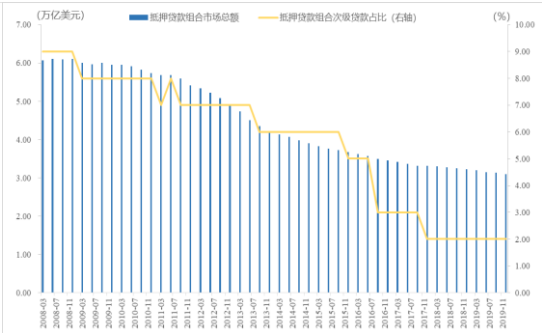
第三次债务浪潮的传导具有全球性和长期性，最终引发了美国次债危机以及欧债危机，期间传导路径共有四步：**第一步，美联储收紧货币政策。**2003-2006 年美联储连续 17 次上调联邦基金利率至 5.25%，累计上浮 425bp。连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因。此外，利率快速上扬导致信用紧缩，不仅抑制了居民消费还使居民住房抵押偿付实力承压。**第二步，房地产价格大幅下跌。**随着居民还款能力受挫，美国房屋空置率不断走高，次级房屋抵押债务违约日益明显。银行收回大量抵押房产后投入市场，使得房屋价格随之下跌，2007 年 12 月年美国房屋价格指数同比增幅由正转负，并且负增长持续至 2012 年 6 月（见图 5），严重拖累了房地美、房利美等地产企业。**第三步，金融衍生品将信用风险在金融机构以及实体企业间传导。**2008 年美国抵押贷款组合市场总额高达 6.1 万亿美元，其中次级抵押贷款占比高达 9%，达到历史最高值（见图 6）。而房屋抵押贷款仅仅是底层资产，上层可以嵌套和撬动多重金融衍生品，以房屋抵押为底层资产池的金融衍生品（MBS、CDS、CDO）通过杠杆效应将违约风险在金融机构间扩散，导致购买相关金融衍生品的银行、保险等金融机构风险扩大以及风险偿付能力下降，而金融机构的资产负债表恶化最终拖累实体企业融资。因此，次债危机逐步传导至金融危机，再由金融领域传导至各行业实体领域并发展成经济危机。**第四步，次债危机传导至欧债危机。**受美联储 2003-2006 年急速加息的影响，欧洲央行也相应加息至 4% 的历史高位，高利率使欧洲多国房地产市场泡沫破灭并导致银行房贷出现大量坏账，十年期国债收益率飙升至历史高位，市场融资成本大幅上扬。因此政府被迫注资救市，导致政府债务水平急剧攀升，进而引发经济持续萎缩和主权信用危机。

图 5: 2000 年~2019 年美国房地产市场情况



数据来源: Wind

图 6: 2008 年~2019 年美国抵押贷款组合总额



数据来源: 美国货币监理署

美国次债危机主要体现在金融机构和企业违约，而欧债危机则主要引发主权债务违约。一方面，美国次债危机导致美国新世纪金融公司、贝尔斯登、花旗银行、摩根士丹利、房地美以及房利美等大型金融和地产机构都先后发布盈利预警或出现大规模业绩亏损信号，随后美国著名投行雷曼兄弟破产。为防止风险继续蔓延，美联储不得不出手救助美国国际集团、房地美以及房利美。另一方面，欧债危机导致部分主权国家财政收支结构失衡以及政府债务激增，超过了《马斯赫里特条约》中对财政赤字（3%）和政府债务水平（60%）的警戒线要求，导致主权国家偿付实力恶化并影响希腊、西班牙、葡萄牙等“PIIGS（欧洲五猪）”国家的主权信用。

3. 美国次债危机以及欧债危机的债务化解之路

在危机暴发后，各国主要采取三种债务化解方式：一是加强对金融行业的监管。美国自 2008 年金融危机后采取严格的金融监管政策，通过《多德-弗兰克法案》成立金融稳定监管委员会，负责监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险，并对金融衍生品进行严格监管。此外，通过对银行部门重组和去杠杆恢复银行的生存能力，以确保市场信贷融资渠道畅通，增强国内金融机构的生存能力。二是采取紧缩的财政政策。欧债危机后，“PIIGS”国家采取紧缩的财政政策，通过增加税收收入、改革养老金体系以及缩减财政支出等措施降低财政赤字和政府债务，以满足 IMF 以及欧洲央行对其的债务要求。三是借助国际金融机构的资金援助。欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）向欧洲陷入主权债务危机的国家提供多项资金救助，以减缓其债务压力并帮助其恢复经济。

(四) 前三次债务浪潮的特点总结

1. 从触发原因看，债务浪潮的形成与危机暴发均与美联储的货币政策密切相关

通过梳理以上三次债务浪潮周期，可以看出债务周期的形成与货币、信贷以及金融资产数量和价格的周期性涨跌密切相关。由于美元拥有国际货币地位，因此美联储货币政策的调整牵动着全球经济的繁荣与萧条。首先，美联储货币政策的松紧直接影响到世界各国信贷扩张幅度和资本市场的繁荣程度，而对于新兴市场国家来说，直接影响到国际资金的

流动以及国际收支的平衡。其次，美联储货币政策的调整幅度直接影响到经济稳定性，如货币政策的急剧收紧可能会刺破资产泡沫使经济面临硬着陆风险，相应加剧企业、金融机构乃至国家主权的信用危机。最后，美联储货币政策的变动会传导至美元的货币价值，美元作为国际结算和储备货币，其借贷成本和市场流动性变化会直接影响到以美元计价的外汇储备规模，对债务人外债偿付实力产生直接影响。

## 2. 从危机暴发的薄弱环节看，金融或经济结构的缺陷会增大主权国家信用风险敞口

从历史危机来看，发达国家和新兴发展中经济体都存在债务泡沫和债务危机问题，但新兴发展中经济体相对更为脆弱。由于部分国家采取的宏观经济政策组合不可持续或存在经济、金融结构缺陷，导致其抵御外部风险冲击的能力较差，在受到外部突发事件影响时更容易发生债务违约。具体来看，部分拉美国家的经济结构较为单一且经济体量较小，其对外贸易多以出口低附加值产品换取外汇储备，其经济增长极易受到外部经贸环境变化的影响，因此在暴发拉美债务危机时有限的外汇储备无法及时偿付短期外债；部分东南亚国家过早的开放资本市场，暴露出其过度依赖外部短期投机资金，但并没有成熟且与之配套的汇率制度，使做空机构发现本币高估的漏洞而进行狙击；欧元区情况略有不同，主要是欧元区在设立之初就存在制度缺陷，即蒙代尔不可能三角（一个国家不能同时实现资本自由流动、货币政策的独立性和汇率的稳定性），欧洲央行在采取统一的货币政策时，忽略了东、西欧国家相差悬殊的经济实力和经济阶段，因此暴露出“PIIGS 国家”高企的政府债务和财政赤字问题。

## 3. 从债务化解的角度看，是否拥有国际货币地位对债务化解产生本质影响

在债务危机的化解方式上，是否拥有国际货币地位成为化解危机的重要影响因素。一方面，由于美元是国际储备货币且占据全球货币交易的绝对地位（占全球国际交易的 55%），因此可以通过大量新发货币或大量举债的方式偿付过往债务。比如，2008 年美国暴发次债危机后，违约仅波及到企业和金融机构，尽管美国政府经常出现两党无法达成财政预算而导致的“政府关门”，但只要拥有国际货币发行权就很少发生主权债务违约事件。但此举不利于其他国家，因为在美元主导的国际货币体系中，其他国家通过贸易换回的外汇储备大多以美元计价，当美元流动性过剩时直接导致这些国家外汇储备缩水，对外债的偿付实力大幅削弱。另一方面，对于没有国际货币地位的国家，在债务化解方式上相对严苛。通常会采取紧缩的财政政策、经济/金融体制改革、债务重组等方式，往往以牺牲短期经济利益作为代价。此外，一旦触发主权违约会使限制其国际债券融资，进一步造成以美元计价的资金短缺。



## 二、 新冠疫情下的第四次债务浪潮分析

### （一） 2010 年以来第四次债务浪潮的形成原因

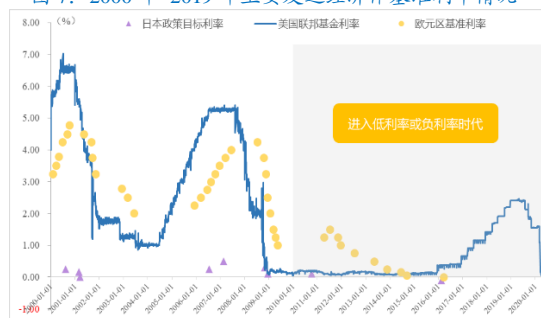
#### 1. 在去全球化背景下，全球主要经济体逐步进入低利率或负利率时代，导致信贷泡沫不断膨胀

从经济表现看，近年来去全球化思潮兴起，一是特朗普政府上台后推行“美国优先”原则并向中国、欧洲等发起贸易战；二是欧洲在 2017 年大选年后民族主义逐步占据主导地位，表现在英国脱欧、意大利极右翼五星运动政党上台以及法国勒庞领导的极右翼国民阵线成为第二大党等。在去全球化思潮下，贸易对全球经济的拉动作用明显削弱，全球经济增速明显下滑。比如，欧洲经济高度依赖工业制造和贸易出口，全球贸易摩擦严重削弱了欧洲的新增订单数量，成为欧洲经济持续走弱的主要原因。

从经济政策看，本轮债务浪潮叠加了两轮经济宽松政策。一是自 2008 年全球金融危机后，各国为救市而纷纷采取宽松的货币政策，使全球逐步进入低利率或负利率时代。美联储在 2008 年末-2016 年中这段时期，将联邦基金利率长期维持在 0%~1% 之间；2016 年欧洲央行将基准利率逐步下调至 0%；2016 年日本也将政策目标利率逐步下调至 -0.10%（见图 7）。二是 2018 年以来，在去全球化思潮导致全球经济下行压力增大的背景下，各国进一步采取宽松的刺激政策。比如，为提振经济欧洲央行采取“降息+重启量化宽松”的组合拳，从 2019 年 11 月 1 日起重启量化宽松（QE）政策，规模为每月 200 亿欧元，并将开始实施利率分级制度。

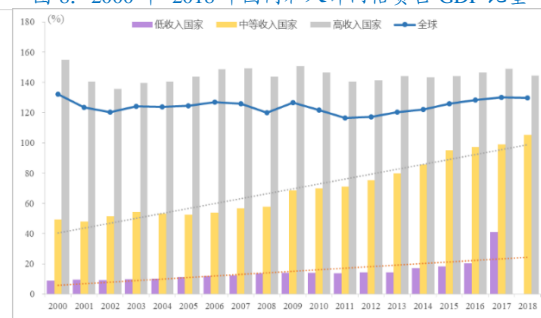
从信贷表现看，由于全球经济近年来处于下行通道，资本边际产出也呈现下行趋势，货币当局释放出的流动性大多会从实体经济转移至高收益的金融或地产领域。在主要经济体宽松的货币政策下，美元、欧元以及日元等国际储备和流通货币全球泛滥，进一步催生全球信贷泡沫膨胀。2018 年全球私人部门信贷占 GDP 的比重上升至 129.7%，较 2010 年增长 8.1 个百分点；尤其以中等收入国家上涨最为明显，同期上涨幅度约 30 个百分点（见图 8）。

图 7：2000 年~2019 年主要发达经济体基准利率情况



数据来源：Wind

图 8：2000 年~2018 年国内私人部门信贷占 GDP 比重

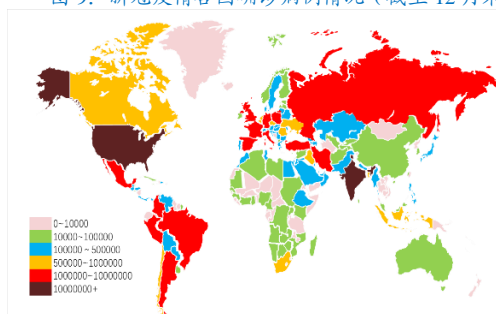


数据来源：Wind

## 2. 2020 年新冠疫情暴发后导致各国经济陷入停摆，政府为救市而释放空前流动性

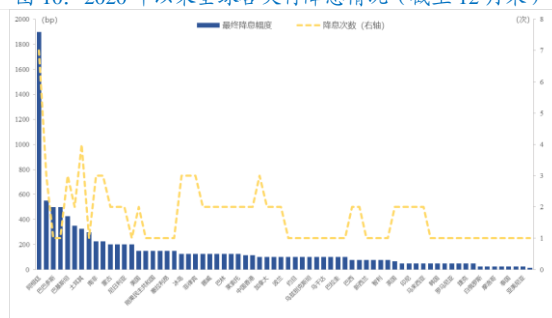
2020 年初新冠疫情暴发成为搅动全球经济的最大黑天鹅，由于疫情传染性极强（ $R_0=3.77$ ）已经蔓延至全球 200 多个国家或地区，截至 12 月 31 日全球累计确诊人数超过 8,389 万例，超过百万例的国家有 18 个，其中美国确诊病例已经突破 2,023 万例，确诊人数位居世界第一；印度和巴西分别位居第二和第三，累计确诊人数分别高达约 1,028 万例和 756 万例（见图 9）。目前，新冠疫情呈现欧美再度反弹以及新兴经济体快速蔓延的特点，12 月 18 日全美报告新增新冠确诊病例超 40 万例，创全球范围内一国单日新增确诊病例数新高；12 月 19 日英国首相约翰逊表示，英国发现病毒变异毒株且传播性高出 70%，因此伦敦等地区升级至最高防控级别；12 月 21 日南极洲首次出现新冠病毒确诊病例，至此病毒已经蔓延至全球所有大陆，未来疫情拐点和疫苗的有效性均存在较大不确定性。在新冠疫情尚未得到有效控制的背景下，多国政府采取包括宵禁、出行限制、关闭边境以及“居家令”等严格的公共卫生防御举措，不仅导致各行各业停工停产使全球经济陷入“供需两弱”的局面；还导致国际贸易运转受阻以及多条全球供应链遭受冲击。在感染人数上升以及公共医疗资源紧缺的背景下，全球疫情防控工作依旧举步维艰，全球经济面临自二战以来最大的衰退压力。为此，各国央行和政府纷纷救市，通过宽松的货币政策和积极的财政政策向市场注入大量流动性。

图 9：新冠疫情各国确诊病例情况（截至 12 月末）



数据来源：Wind

图 10：2020 年以来全球各央行降息情况（截至 12 月末）



数据来源：Trading Economics

货币政策方面，根据 Trading Economics 的最新数据显示，截至 2020 年 12 月 31 日，本年度已有 75 个经济体累计降息 121 次，合计降息幅度高达 11,208bp，平均单个国家降息 150bp（见图 10）。从时间轴来看，全球 1 月份和 2 月份降息力度较轻，合计有 17 个经济体降息 22 次，累积降幅达到 2,250bp；随着疫情迅速蔓延和经济停摆，各国央行加大货币政策的宽松力度，3 月份合计有 35 个经济体降息 60 次，累积降幅高达 4268bp，将近 1、2 月份降息幅度之和的 2 倍；由于各国货币政策空间逐步减小，4 月份降息国家下降至 11 个，累积降息 24 次共计 2,640bp。从国别情况看，阿根廷是本轮降息潮中降息幅度最大（1,900bp）以及降息次数（7 次）最多的国家；目前全球有包括法国、德国、意大利等在内的 22 个国

家为零利率；有包括日本、丹麦以及瑞士在内的 3 国为负利率。

财政政策和信贷政策方面，各国政府纷纷向市场采取定向救助。比如，美国政府已经出台了《CARES 财政救助法案》、《HEROS 财政救助法案》以及《HEALS 财政救助法案》等，资金规模合计约 8.2 万亿美元，政府债务偿付压力较大；欧盟“三驾马车”通过了 5,400 亿欧元的贷款以及 7,500 亿欧元 2021-2027 年额外财政支出规划；日本政府通过了 108 万亿日元的紧急经济方案等（见表 1）。各国屡创历史记录的救助方案虽然可以定向解决当下所面临的公共卫生防控问题以及提供就业保障，但也带来政府财政结构失衡以及政府债务逼近历史高位等问题，对各主权政府的本币债务偿付实力构成压力。

表 1: 各国应对疫情的财政和信贷政策

国家	时间	财政举措	资金规模
美国	3 月 5 日	美国参议院通过第一轮经济救助法案，该预算将用于疫苗、治疗手段研发、各级政府预防和应对新冠肺炎威胁、储备医疗物资等	83 亿美元
	3 月 19 日	美国参议院通过第二轮经济救助法案，提供带薪病假、弱势群体食品援助、新冠病毒免费检测以及支持失业和食品援助等措施	1000 亿美元
	3 月 25 日	美国参议院通过第三轮经济救助法案，这是美国历史上规模最大的经济援助法案。美国政府计划为小企业提供 3500 亿美元贷款，用于支付工资和福利；向居民发放 3000 亿美元现金；为受重创的行业设立 5000 亿美元援助资金池等	2.2 万亿美元
	4 月 9 日	美联储通过信贷救助方案，包括市政流动性便利可提供至多 5000 亿美元的贷款，大众企业贷款计划可提供至多 6000 亿美元的贷款；将定期资产抵押证券贷款工具抵押品范围拓展至 AAA 级 CMB 债券以及新的贷款抵押债券；扩大一级和二级市场企业信贷便利和定期资产支持证券贷款便利的规模和范围；将支持高达 8500 亿美元的信贷，并由美国财政部提供 850 亿美元的信贷保护	2.3 万亿美元
	4 月 22 日	美国参议院通过新一轮抗疫纾困法案，以增加对小企业救助计划的拨款，支付新冠病毒检测费用，以及帮助陷入困境的医院	4840 亿美元
欧盟	4 月 10 日	欧盟委员会向成员国提供 1000 亿欧元贷款加强失业保险；欧洲投资银行为 2000 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 2%GDP 的贷款以加强医疗系统，总规模约 2400 亿欧元	5400 亿欧元
日本	4 月 7 日	内阁通过紧急经济方案，日本政府向家庭发放 4 万亿日元现金，为支持企业发放 6.1 万亿日元，建设医疗系统 1.8 万亿日元等	108 万亿日元

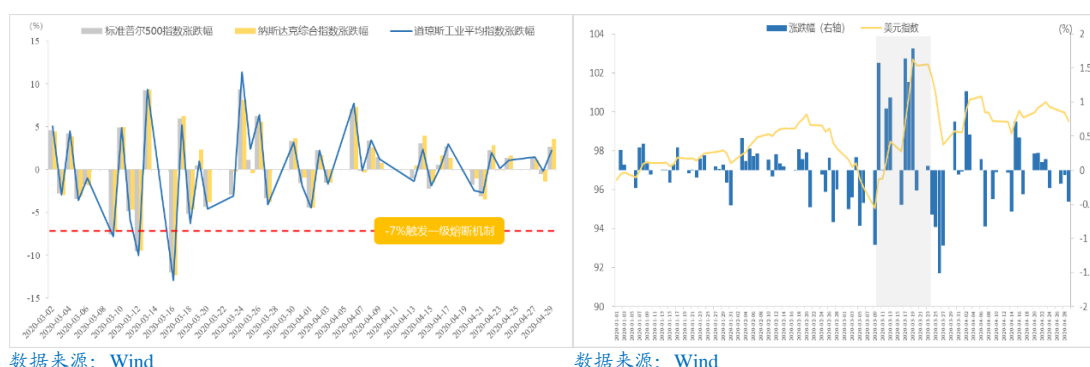
数据来源：联合资信整理

3. 美股史诗级暴跌导致美元流动性紧缺，美联储继续释放大量流动性

2020 年 3 月，受疫情不断升级、“OPEC+”石油减产协议意外谈崩以及美国对欧洲采取旅游禁令等因素影响，美股历史性暴跌并 4 次触发熔断机制，导致美股市值较高点蒸发约 15 万亿美元，首当其冲的是油气、航空以及酒店等行业。在股市触发第 4 次熔断后，道琼斯工业平均指数更是回落至 2017 年 1 月特朗普上台之初的表现，抹去其上台后上涨 49.1% 的增幅。在本轮大跌后，截至 3 月 18 日收盘，道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数以及标普 500 指数年内累计跌幅分别达到 30.27%、22.10% 以及 25.77%，美股陷入技术性熊市（见图 11）。

图 11: 2020 年 3 月以来三大股指涨跌幅情况

图 12: 2020 年以来美元指数波动和涨跌幅情况



由于美股出现史诗级的连续暴跌，导致华尔街对冲基金高杠杆投资组合净值大跌，大量基金面临赎回与追加保证金的压力，做市商和券商对于保证金的要求随之攀升，使投资者为弥补流动性而卖出债券以及黄金等，这种挤兑效应使美元需求不断升温且加剧了市场的无差别抛售。截至 3 月 19 日，美元指数上涨至 102.6881，创 2017 年 1 月以来最高点，较 3 月初上涨 5.24%（见图 12）。此外，投资人资金回撤导致全球约 15 个国家的股市发生多达 30 次熔断，其中巴西股市熔断次数高达 6 次，进一步加剧全球美元流动性紧缺。因此，美联储将联邦基金率两次下降 150bp 至 0%~0.25% 区间；购买市场上 2 周~3 个月的短期国债向市场注入短期流动性；推出 7,000 亿美元的大规模量化宽松计划；大幅提高与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行以及瑞士央行的 7 天期货币互换频率；宣布与 9 家央行建立临时美元流动性互换协议。通过以上举措，美联储向资本市场大量注入流动性以应对美股下跌所导致的杠杆交易追加保证金要求，虽然在一定程度上缓解了美元荒的问题，但同时也导致市场流动性泛滥。

## （二）第四次债务浪潮的特点

### 1. 本轮债务浪潮较前三次债务规模更大、传播速度更快、传播范围更广

从债务规模看，根据世界银行数据显示，2018 年全球债务总额占 GDP 的比重上升至 227%，其中政府债务总额相当于 GDP 的比重上升至 82.2%，私人部门债务总额相当于 GDP 的比重上升至 144.8%，各部门债务规模均创历史新高（见图 13）。

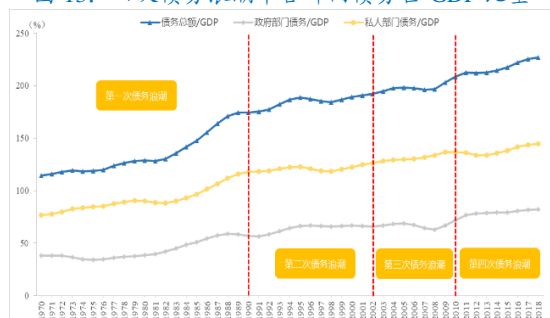
从债务增速看，2010-2018 年期间，全球债务总额相当于 GDP 的比重平均每年增长 2.03 个百分点，远高于第二次和第三次债务浪潮的平均增幅（分别为 1.37 和 1.36 个百分点）；本轮债务浪潮以政府部门债务增长较快为特点，政府部门债务比重在 2010-2018 年期间保持 1.14 个百分点的平均增幅，远高于其他三次债务浪潮的平均增幅（分别为 1.02、0.78 和 0.09 个百分点）（见图 14）。

从传播范围看，前三次债务浪潮均只暴发区域性债务危机或金融危机，尚未传播至全球。但本轮债务浪潮叠加新冠疫情全球暴发的特殊性，使得全球范围内停工停产并造成全



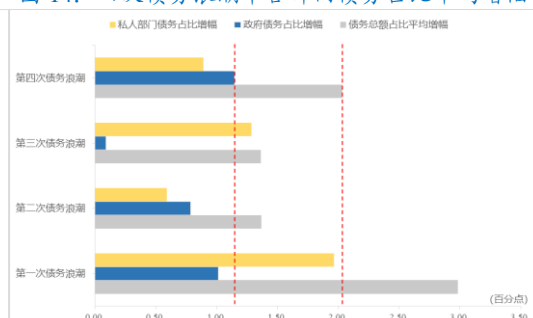
球“供需两弱”，因此各国央行和政府推出宽松的货币政策、财政政策以及信贷政策救市，导致全球债务规模史无前例的迅速增长，债务浪潮传播范围全面覆盖发达以及新兴发展中经济体，涉及范围远大于前三次债务浪潮。

图 13: 四次债务浪潮中各部门债务占 GDP 比重



数据来源: World Bank

图 14: 四次债务浪潮中各部门债务占比平均增幅

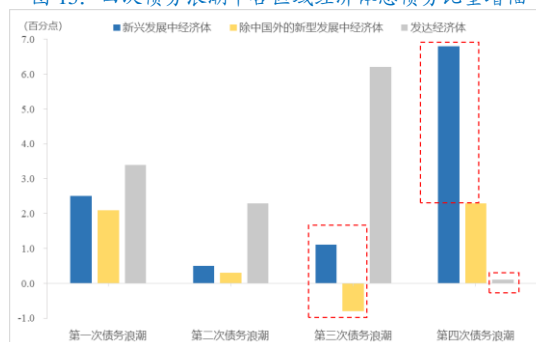


数据来源: World Bank

## 2. 本轮债务浪潮暴露出新兴发展中经济体更为严重的脆弱性

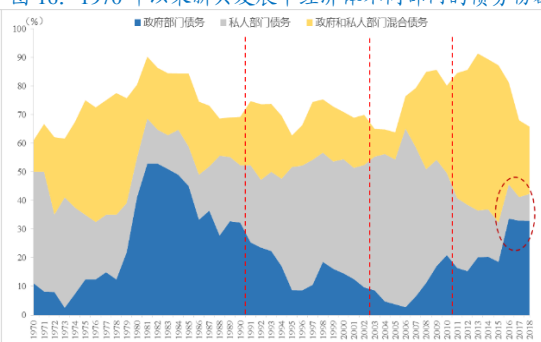
从不同区域看（见图 15），根据世界银行截至 2018 年末的数据显示，前三次债务浪潮均以发达经济体的债务增长为主，尤其是第三次债务浪潮的发达经济体债务占比增幅最快（6.2 个百分点），主要是因为欧美长期采取低利率的货币政策，使房地产和股市资产泡沫日益膨胀。但值得注意的是，在第三次债务浪潮中出现了新的特征，新兴发展中经济体的债务比重增幅为 1.1 个百分点，但除中国以外的新兴经济体的债务比重增幅仅为-0.8 个百分点，说明中国债务水平显著上升，主要是由政府大兴基建以及城镇化进程加快所导致。第四次债务浪潮主要以新兴发展中经济体债务占比增幅较快（6.8 个百分点）为特征，但除中国外的新兴发展中经济体债务占比增幅仅为 2.3 个百分点，说明中国债务规模增长依旧显著，主要是因为 2008 年美国次债危机后，中国政府发放 4 万亿元救市方案，预估当时的货币乘数为 8，因此整体撬动约 32 万亿元的流动性规模。由于当时银行风险偏好较低且资金多投资于房地产、矿产等投资回报率较高的行业，催生出大量信贷泡沫和资产泡沫。但值得注意的是，第四次债务浪潮中发达经济体的债务占比增幅极小，仅为 0.1 个百分点。整体看，在本轮债务浪潮中，虽然发达经济体的债务存量较为庞大但债务增量较小，新兴发展中经济体的债务增量上涨明显，为本轮债务中的薄弱环节。

图 15: 四次债务浪潮中各区域经济体总债务比重增幅



数据来源: World Bank

图 16: 1970 年以来新兴发展中经济体不同部门的债务份额



数据来源: World Bank

从债务结构看（见图 16），进一步剖析新兴发展中经济体的债务结构，发现自 2017 年后私人部门债务份额大幅下降至 10% 以下，相比 2010 年（28.6%）下降超 18 个百分点；相反，政府债务与之呈现反向上升趋势，2016 年政府债务份额上升至 33% 左右，较 2010 年（21%）增长约 12 个百分点，说明本轮债务增长主要集中在政府部门，部分地区的主权债务违约风险大幅上升。

不难看出，在第四轮债务浪潮中新兴发展中经济体的政府债务增长最为明显，其政府债务的脆弱性也较为突出，一是财政结构失衡和政府债务压力愈加明显，根据 IMF 数据显示，2010-2020 年期间，新兴发展中经济体的财政赤字相当于 GDP 的比重由 2.2% 上升至 4.3%，政府债务相当于 GDP 的比重也由 38.0% 上升至 54.5%，增幅超过 16 个百分点（见图 17）。二是财政收入对政府债务的偿付实力大幅下降，2010-2020 年期间，新兴发展中经济体的财政收入相当于政府债务的比重由 71.4% 大幅下降至 49.2%，降幅超过 22 个百分点，而发达经济体财政收入对政府债务的保障能力基本未变（见图 18）。

图 17: 2010-2020 年政府财政收支结构和政府债务情况

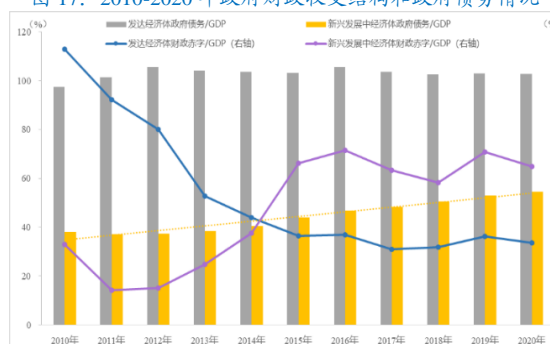
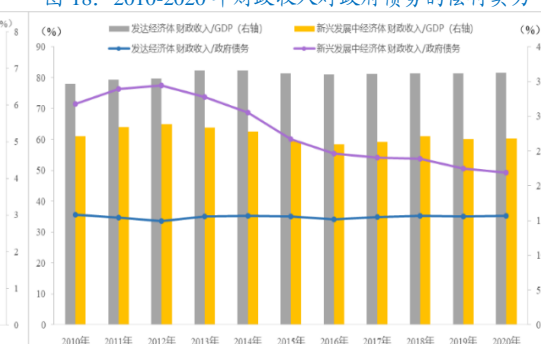
数据来源: IMF\*<sup>1</sup>

图 18: 2010-2020 年财政收入对政府债务的偿付实力



数据来源: IMF\*

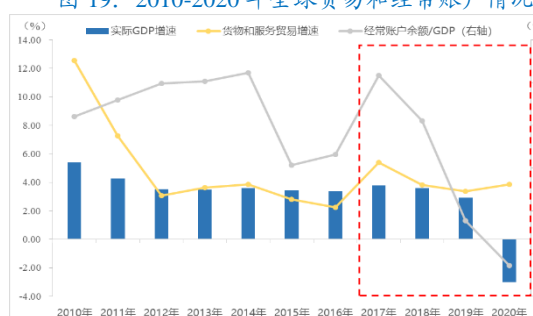
### 3. 本轮债务浪潮具有去全球化的特点

自 2017 年后，全球从政治层面首先开启去全球化思潮，美墨边境墙、英国脱欧、全球

<sup>1</sup> \*表示 2019 年和 2020 年为预测数据，以下同。

贸易争端升级等事件使全球贸易和金融的发展进入收缩期。贸易方面，受美国向中国、欧盟等国开征关税影响，2019 年全球服务和贸易增幅下降至 3.4%，较 2010 年下降 9.2 个百分点；经常账户余额相当于 GDP 的比重也下降至 0.2%，较 2010 年下降约 0.3 个百分点（见图 19）。金融方面，2008 年金融危机后全球金融监管不断增强，各国之间的金融自由度有所下降，2018 年全球跨国并购金额下降至 8,157.3 亿美元，较 2007 年的高点（1.03 万亿美元）下降 21.0%（见图 20）。尤其是随着新冠疫情在全球肆虐，各国都采取人员和货物的国际流动限制，造成原材料、商品等生产要素无法自由流动和有序配置，导致全球供应链断裂和国际贸易保护主义进一步抬头，去全球化主义进一步升级。

图 19: 2010-2020 年全球贸易和经常账户情况



数据来源：IMF\*

图 20: 1990-2018 年全球跨国并购情况



数据来源：WTO

### 三、 全球不同区域的信用风险揭示和债务化解思路

根据世界银行数据显示，截至 2018 年末，全球债务总额达到 188 万亿美元，全球债务总额占 GDP 的比重上升至 227%，较 2010 年增长超 18 个百分点，债务水平创历史新高。从债务结构看，仍以私人部门债务占比为主（144.8%），政府部门债务为辅（82.2%）；从债务主体看，前三次债务浪潮以发达经济体债务增长为主，但本次债务浪潮以新兴发展中经济体债务快速增长（54.5 个百分点）为主，相反发达经济体债务增速创历史新低（1 个百分点）；从主权信用风险看，新兴发展中经济体的脆弱性愈加明显，尤其是政府债务份额（32.9%）上升速度快于私人部门（9.4%），政府财政收支失衡和政府债务负担不断增大。如今新冠疫情之下的新一轮全球信贷扩张，会进一步抬升各主体的杠杆率和债务率，增大其债务违约风险，全球债市濒临明斯基时刻。根据美国国际金融研究所（IIF）统计，截至 2020 年末，全球债务规模已经达到 272 万亿美元，全球债务总额占 GDP 的比重上升至 365%；其中，发达经济体债务规模合计为 196.3 万亿美元，占全球债务规模的 72%。因此，我们从宏观经济表现、金融结构实力、公共财政表现以及外部金融实力几个维度，揭示全球不同区域的信用风险并提出相关债务的化解思路。

#### （一）发达经济体信用风险揭示

### 1. 美国经济陷入衰退，企业债和银行次级抵押贷款潜存债务违约风险

从经济基本面看，美国新冠疫情确诊病例超过 1,891 万，成为全球确诊病例最多且首个超过千万例的国家。新冠疫情在美国大暴发导致各州颁布“居家令”，使美国制造业、服务业均陷入深度衰退，IHS Markit 4 月制造业指数跌至 2019 年来的低点 36.9；美国 4 月 HIS Markit 服务业指数下滑 12.8 点至 27.0，创 2009 年 10 月以来的最低记录，由于美国经济结构中服务业占比高达 77%，服务业的停摆加剧经济增速下滑。此外，美国 3 月零售销售环比大跌 8.7%，创 1992 年有数据记录以来的最大单月降幅。疫情严重拖累了美国的供需两端，导致美国 2020 年一季度实际 GDP 增速萎缩 4.8%，为 2009 年以来最大的单季跌幅，经济陷入衰退风险。

从企业债务看，近年来美国企业充分利用低利率的市场环境和公司债信用利差走低带来的好处扩大杠杆比率，非金融企业部门杠杆率上升至 74.4%，创 1951 年以来新高。此外，美国企业信用质量也不断下沉，根据美银美林信用债指数的统计数据，目前美国信用债存量总规模约为 7.8 万亿美元，其中 BBB 级及以下等级信用债规模高达约 4.3 万亿美元，处于临界点的 BBB 级公司债高达约 3.3 万亿美元。受到美国经济基本面削弱以及新冠疫情迅速扩张的影响，美股市场在仅仅 10 天内累计触发 4 次熔断机制，市场出现美元荒问题并使实体经济现金流严重承压，尤其是航空、酒店、商业地产等受疫情冲击较大的行业更为脆弱。企业现金流的大幅萎缩会反馈到信用债市场，从 2020 年初至 3 月末，美国穆迪 AAA 级企业债信用利差由 112bp（1 月 2 日）一度上涨至 320bp（3 月 20 日），涨幅超过 200 个 bp；美国穆迪 BBB 级企业债信用利差由 198bp（1 月 2 日）一度上涨至 431bp（3 月 23 日），涨幅超过 230 个 bp（见图 21），美国信用债市场的投资级和投机级信用利差纷纷走扩，导致美国公司债价格走低，对企业偿债能力和意愿造成影响，美国企业债存在信用等级下调以及违约的风险。以标普为例，2020 年以来已经调降 2,007 只债项的信用等级，其中由投资级下调至投机级的有 48 只，均创历史新高；信用评级机构大规模的将 BBB 级下调至投机级，则会导致机构投资者受到投资范围限制性条款制约（仅可投资至投资级债券），不得不清仓新近被降级至垃圾债级的公司债，机构投资者被动卖出债券可能会进一步导致债券价格下跌以及债券发生违约。

从银行债务看，2020 年 2 月-12 月，美国初请失业金人数已超过 7,376 万，约占美国劳动力总数的 46%。居民失业和储蓄不足会进一步加剧次级抵押贷款违约风险，截至 2020 年三季度，美国抵押贷款相关证券未偿还余额高达 10.9 万亿美元，高于 2008 年美国次债危机时期 9.5 万亿美元的规模（见图 22）。虽然自 2008 年金融危机后政府通过《多德-弗兰克法案》以严格管控银行的坏账率、资本充足率以及场外衍生品，但住房抵押贷款仍然是主要金融衍生品的底层标的，如果居民大幅失业导致还款能力下降，极有可能造成房屋抵



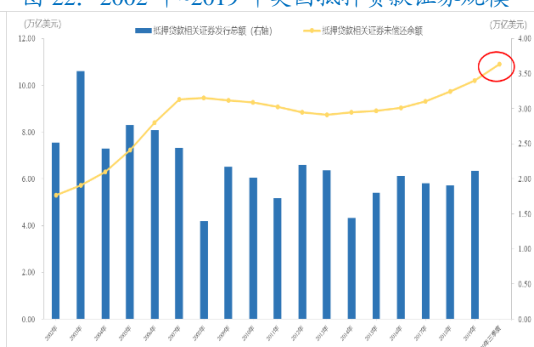
押贷款底层标的出现违约，相应加剧上层金融衍生品（MBS、CDS、CDO）的违约风险。

图 21: 2010 年~2020 年美国企业债信用利差



数据来源: Wind

图 22: 2002 年~2019 年美国抵押贷款证券规模



数据来源: 美国证券业及金融市场协会

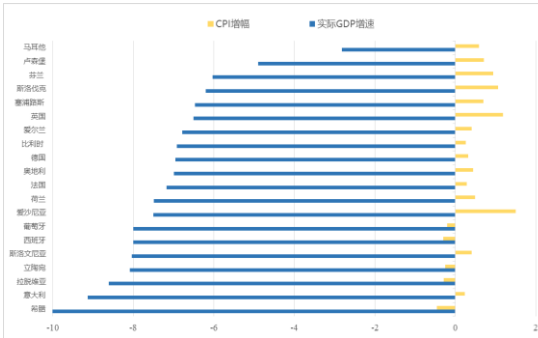
## 2. 欧洲多国均为疫情重灾区，除经济面临衰退外，部分国家主权债务违约风险上升

从经济基本面看，一方面，欧元区制度缺陷以及各国表现不佳成为欧洲经济疲软的内在原因。支撑欧洲经济发展的欧元区货币联盟存在一定制度缺陷，在零利率或负利率的货币政策下经济陷入“流动性陷阱”。此外，各国表现不佳使欧洲经济雪上加霜，“德法经济轴心”动力不足、英国脱欧后与欧盟贸易摩擦加剧、欧洲老龄化严重以及制造业萎缩，导致欧洲经济的发展动力不足。另一方面，目前欧洲的意大利、西班牙、德国、法国以及英国都是疫情重灾区，欧洲经济面临衰退风险。尤其是二季度经济受冲击较为严重，欧元区 2020 年二季度实际 GDP 增速下降至-14.8%，创 1995 年有记录以来新低，虽然三季度经济增速有所回升但疫情再度恶化以及政府采取封城举措，预计四季度经济增速可能进一步下探，且物价存在较大通货紧缩的风险，2020 年 11 月欧盟 CPI 下降至-0.3%（见图 23）。从具体国家看，根据 IMF 预测，希腊、意大利、拉脱维亚以及立陶宛的经济衰退速度可能超过 8%。

从公共财政表现看，2019 年欧洲国家中财政赤字率超过警戒线的国家仅有法国（3.3%），但政府负债率超过 60% 的国家有 11 个，其中希腊（174.2%）、意大利（133.4%）、葡萄牙（119.5%）和塞浦路斯（101.0%）已经资不抵债（见图 24）。随着欧洲多国成为新冠疫情的重灾区，各国为保护经济而采取财政救助方案，打破了之前严控财政红线的节奏，意大利政府出台 36 亿欧元的财政刺激计划并酝酿至少 500 亿欧元的经济援助；西班牙政府出台 2,000 亿欧元的经济援助计划，援助金额相当于 GDP 的 20%；法国政府为企业提供 3,000 亿欧元抵抗疫情冲击；德国甚至放弃“债务刹车”和“黑零政策”并计划在二季度额外发行 325 亿欧元证券，各国财政刺激政策将进一步加剧资不抵债国家的财政失衡和债务负担。从主权债务到期情况看，2021 年欧洲主权债务到期规模将达到 1.4 万亿美元，其中意大利、德国、法国的债务偿付压力最大，分别为 2,523.0 亿美元、2,507.8 亿美元以及 2,464.8 亿美元。此外，欧洲主权债将在 2030 年达到到期顶峰，到期规模将达到 11.4 万亿美元，届时法

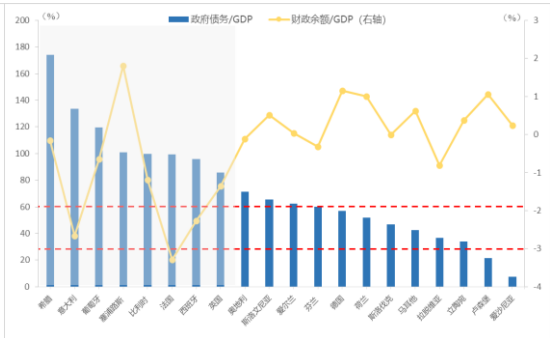
国将成为债务压力最大的欧盟国家。

图 23: 2020 年欧洲主要国家经济数据预测



数据来源: IMF\*

图 24: 2019 年欧洲主要国家财政情况



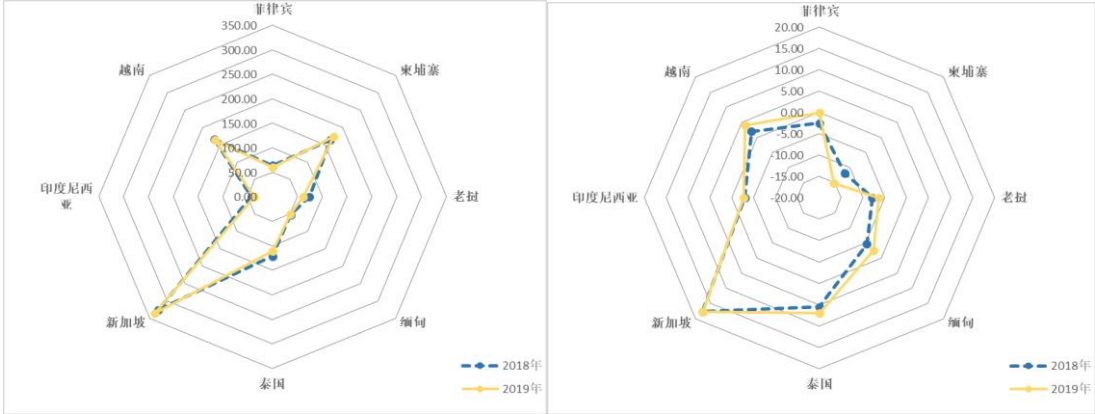
数据来源: IMF

(二) 新兴发展中经济体信用风险揭示

1. 东南亚国家经济多依赖对外贸易以及国际旅游等外向型行业，抵御外部风险冲击的能力不足

东南亚多国的经济结构过度依赖外向型行业，疫情暴发后对本国经济造成严重冲击。一是采取出口导向型经济战略，对外贸易依存度较高。2019 年新加坡（336.3%）、柬埔寨（174.3%）、越南（164.6%）和泰国（110.3%）的对外贸易依存度都超过 100%（见图 25），极易受外部国际经贸波动而影响。其中柬埔寨、越南等国在国际产业链分工中处于低端位置，主要出口利润较低的资源密集型和劳动密集型产品，因此国际贸易竞争力较差，经常账户长期处于赤字状态。2019 年柬埔寨和老挝的经常账户赤字占 GDP 的比重分别高达 15.2% 以及 6.4%（见图 26），外部风险敞口较大。二是东南亚以房地产和旅游为代表的服务业迅速发展。近年随着经济快速发展和海外投资热钱涌入，使泰国、柬埔寨等国房地产行业受到海外资金青睐，部分地区房地产价格已经连续多个季度保持上涨趋势，但考虑到相应基础设施配套环境、居民收入增长速度以及家庭信贷杠杆水平，房地产行业存在大量投机泡沫，对居民消费形成挤出作用，长期看不利于经济的可持续发展。再叠加疫情导致全球人员流动受限、国际贸易趋缓以及国际旅游和房地产国际投资纷纷削弱，对东南亚经济造成冲击。

图 25: 2018 和 2019 年东南亚主要国家对外贸易依存度 图 26: 2018 和 2019 年东南亚主要国家经常账户余额/GDP



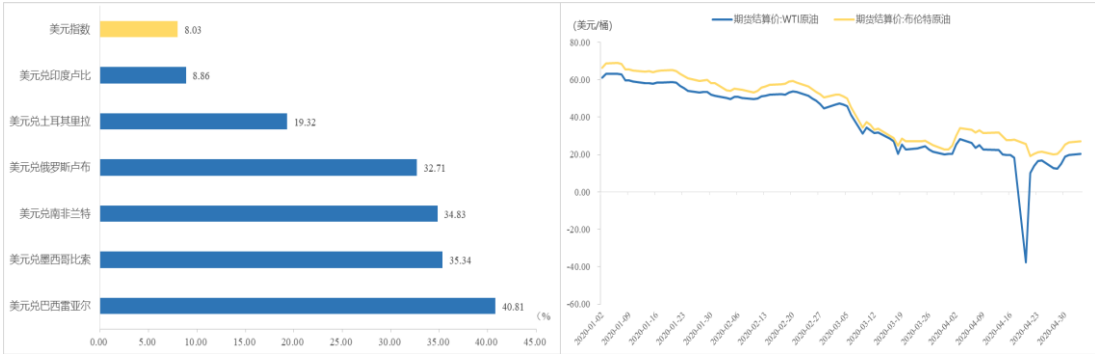
数据来源: BOP

2. 新兴市场国家的币值稳定性较差，导致其外部风险敞口增大，潜存货币危机风险

2020 年以来,受美股四次熔断影响美元流动性紧缺,3 月 19 日美元指数上涨至 102.6881 的高位,累积上涨 8.03%。新兴发展中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,美元兑巴西雷亚尔、墨西哥比索、南非兰特、俄罗斯卢布、土耳其里拉以及印度卢比,分别上涨 40.8%、35.3%、34.8%、32.7%、19.3% 以及 8.9% (见图 27), 新兴发展中经济体本币贬值严重。本币大幅贬值会给新兴发展中经济体带来输入性通货膨胀和货币危机的风险。

在美联储释放空前流动性的作用下,市场流动性危机得到显著缓解,随后美元指数逐步回落,截至 12 月 23 日美元指数下探至 90.3475,虽然美元指数走势转为疲软,但部分新兴市场国家受疫情影响严重且经济基本面较为脆弱,因此本币贬值压力依旧较大,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。

图 27: 2020 年 4 月新兴发展中经济体币值情况 图 28: 2020 年原油期货价格波动情况



数据来源: Wind

### 3. 受油价长期低迷影响，石油输出国财政收入严重下滑，债务偿付压力进一步增大

自 3 月以来国际油价一直呈现波动下跌趋势，4 月 20 日 WTI 原油期货价格下跌至 37.63 美元/桶，创历史最低纪录（见图 28）。一是因为受新冠疫情影响多国“封城”以及停工，对石油需求端造成严重拖累，根据 OPEC 发布的 4 月《石油市场月度报告》预计，2020 年全球原油需求同比减少 680 万桶/日。二是因为自 3 月沙特与俄罗斯减产保价谈判未达成一致后，“OPEC+”合作模式宣告破裂。会后在沙特先发制人、俄罗斯不甘示弱以及美国被迫加入的石油价格战“三国杀”中，国际原油价格跌跌不休。虽然石油价格在下半年逐步回暖，截至 12 月 18 日 NYMEX 原油价格收于 49.2 美元/桶，创近 9 个月新高，但由于疫情短期难以好转，需求端复苏动力不足，未来 1-2 年国际石油价格可能仍然低迷。油价低迷直接影响到依赖石油出口国的财政表现，尤其是中东国家财政收入结构较为单一，其中石油收入大约占其财政收入的 50%-70%，多数国家以石油经济作为财政收入的主要来源。但受石油价格低迷的影响，部分石油输出国财政收入对政府债务的偿付实力大幅下滑。以 2019 年数据为例，苏丹（177.9%）、黎巴嫩（157.8%）以及巴林（100.2%）等国政府债务相当于 GDP 的比重均超过 100%，财政赤字水平也分别高达 8.8%、11.7% 以及 8.4%，其中黎巴嫩已经发生债务违约，说明小型石油出口国债务违约风险上升。

### （三）不同主体的债务化解建议

#### 1. 美国需加大政府救市力度以防范金融风险传导和公司债违约

对企业债务而言：在本轮债务浪潮中，美国非金融企业违约风险上升。受美联储低利率的鼓舞，美国企业大规模举债导致杠杆不断加大，并利用债务收益来回购股票。但随着新冠疫情的全球蔓延以及美国股市的多次熔断，使企业流动性遭受重大打击。因此，美联储出台 2,000 亿美元将用于购买公司债券，其中一半直接从一级市场购买公司债券和贷款，另一半用于购买二级市场债券和 ETF。此举有助于稳定公司债市场稳定，在一定程度上缓解企业的资金紧缺问题。

对金融机构债务而言：借鉴美国 2008 年次债危机的经验，政府需要注资金融底层标的以稳定金融机构信用，防范金融风险传导。美联储出台 7,000 亿美元的量化宽松计划，其中有 2,000 亿美元用作购买抵押贷款支持证券；美联储将针对存款机构的紧急贷款贴现率下调 125 个 bp 至 0.25%，并将贷款期限延长至 90 天，以舒缓家庭贷款偿付压力；此外，政府需加大对失业人员的补助力度，以防止次级贷款再次暴发集体违约潮。

#### 2. 欧洲各国需采用短期资金救助与长期审慎的财政政策相配合的方法

短期看，欧洲三驾马车应发挥资金救助作用。借鉴欧债危机以及拉美债务危机的经验，欧洲各国应与 IMF 等国际金融组织就短期债务进行延期或重组，一是欧央行设立 7,500 亿



欧元债券购买计划，来购买私人 and 公共部门的证券以支持欧洲经济发展；二是欧央行将第三轮定向长期再融资操作（TLTRO-III）利率再次下调 25bp 至 -0.5%，符合额外条件的银行甚至能以 -1% 的利率进行再融资操作，即银行从欧央行融资再放贷给实体企业，银行可从欧央行获得 0.5%-1% 的贴息；三是欧央行针对此次疫情而设立新工具“大流行紧急长期再融资操作”（PELTROs），利率为 -0.25%，旨在为欧元区金融体系提供即时流动性支持。长期看，待疫情逐步控制和好转后，各国仍需采取审慎的财政政策，比如通过增加税收收入、改革养老金体系以及缩减财政支出等措施，以达到平衡财政收支结构和降低政府债务的目的。

### 3. 新兴发展中经济体需通过借助国际援助以及经济改革等方式化解主权债务风险

新兴经济体的风险主要是由于自身经济结构、汇率制度不完善而导致的，通过借鉴拉美以及亚洲债务危机的化解经验，一是建议各国加大对本国汇率和国际收支制度的完善，采取审慎的货币政策和财政政策，保证外汇储备日益上升，逐步扭转以往严重依赖海外短期资金流入的局。二是建议各国进行经济结构改革，降低对单一资源或单一行业的依赖，多元化经济结构发展并扩大消费对经济的拉动作用。三是建议各国寻求国际金融机构的帮助，以缓解短期债务偿付压力。目前已经有超过 90 多个国家因为经济受疫情冲击而向 IMF 请求援助，IMF 准备利用总额度 1 万亿美元的贷款储备帮助成员国应对此次危机。尤其是对于“高负债穷国”，可以通过债务减免以及重组的方式帮助其恢复经济，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方面的支持，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。比如，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，有助于缓解其债务压力。