

后疫情时代的 2021 年全球信用风险展望

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

展望 2021 年，我们对于后疫情时代的全球信用风险有以下七点判断：

1. **新冠疫情仍将是影响全球信用风险的最主要因素。**当前全球疫情防控形势依然严峻，而新冠疫情的后续发展将在很大程度上取决于病毒变异情况、疫苗接种进度及效果等因素，但在基准情境之下新冠疫情有望在 2021 年下半年基本得到有效控制。
2. **在新冠疫情的影响下部分国家面临的地缘政治风险或将有所走高。**尽管美国新政府上台及英国达成脱欧协议则有助于降低全球面临的地缘政治风险，但新冠疫情加剧了世界运行的不确定，同时也加剧了分裂和分化，部分国家面临的地缘政治风险或将有所走高。
3. **全球经济有望在 2021 年迎来差异化复苏。**得益于 2020 年的低基数效应，2021 年全球经济增速有望大幅反弹至 5% 左右，但受新冠疫情防控情况及基数效应不同等因素影响，各国经济复苏将呈现明显的差异性，且复苏力度可能会不及预期，而全球产业链在新冠疫情的持续影响下或将加速重构。
4. **全球宽松刺激政策有望在 2021 年延续。**2020 年全球各国政府及央行均采取了积极的货币及财政政策来应对疫情并刺激经济，未来一段时期内宽松货币政策延续的可能性较大，但后续政府为弥补财政赤字或将逐步减弱财政刺激力度，且财政刺激政策退出的时点可能要比货币刺激政策更早。
5. **全球风险资产有望维持上涨趋势。**在全球经济有望复苏、宽松刺激政策有望延续的背景下，以新兴市场为代表的风险资产有望维持上涨趋势，但涨幅或将有所收窄；另一方面，在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，受财政刺激措施后续可能退出等因素的影响，各类资产的波动性可能会进一步加大。
6. **债务问题仍将是悬在头顶的“达摩克利斯之剑”。**2020 年全球债务水平已上升至前所未有的高度，且未来仍有进一步上升的可能，部分国家受疫情及信用状况分化等因素影响面临的违约风险仍然较大，尤其是那些短期外债偿还压力较大且外汇储备不足的国家，此外对于有过主权违约记录的国家需特别关注。
7. **ESG 因素在全球资本市场中发挥的作用将愈发重要。**新冠疫情进一步提升了全球资本市场对于 ESG 因素的重视程度，全球主要国家纷纷提出零碳目标则有利于 ESG 因素得到更多资本市场参与者的关注。

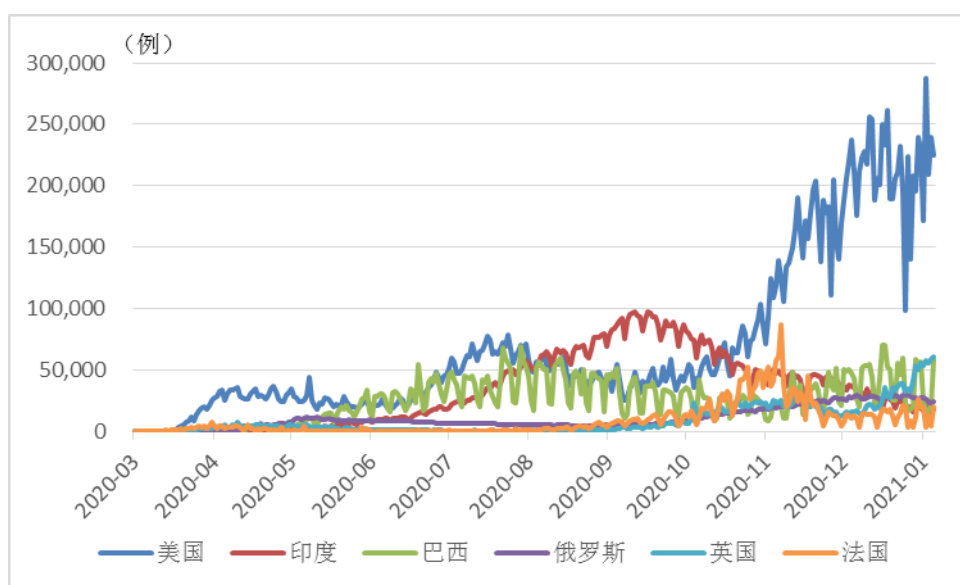
正文

一、2021 年新冠疫情仍将是影响全球信用风险的最主要因素，病毒变异情况、疫苗接种进度及效果等将决定新冠疫情的后续影响程度

自 2020 年 3 月以来，新冠疫情在全球迅速蔓延，共出现了三波疫情高峰，且一波比一波更为严重。当前的第三波疫情高峰自 10 月份北半球入冬以来开始，全球每日新增确诊病例已连续三个多月维持在 40 万人以上，更让人不安的是 12 月以来英国发现了传染性更强的变异新冠病毒，随后南非、尼日利亚、日本、巴西、美国等国又出现至少 6 种变异新冠病毒，并蔓延至全球多个国家和地区。新冠病毒变异使得当前的疫情形势雪上加霜，截至 2020 年底全球累计新冠病毒确诊病例已高达 8,000 万以上，其中美国和欧洲是当前疫情的重灾区，尤其是美国，其累计确诊病例占到全球的四分之一左右。

从疫情较为严重的几个国家来看，美国当前每日新增确诊病例在 20 万左右，显著高于其它国家，且迟迟未能出现明显拐点；作为最早出现变异新冠病毒的国家，英国当前每日新增确诊病例呈持续上升之势，且已经连续多天达到 5 万以上；新兴市场国家中印度每日新增确诊病例当前呈平稳下降之势，且已经连续多天达到 5 万以上；新兴市场国家中印度每日新增确诊病例当前呈平稳下降之势，而巴西当前的情况则不容乐观，且已出现了变异新冠病毒感染病例。鉴于当前的疫情形势，包括德国、英国、日本等在内的全球多国目前已经再次实施了严格的封锁措施或宣布进入紧急状态，并将至少持续一个月时间。

图 1 新冠疫情较为严重国家每日新增确诊病例变化情况



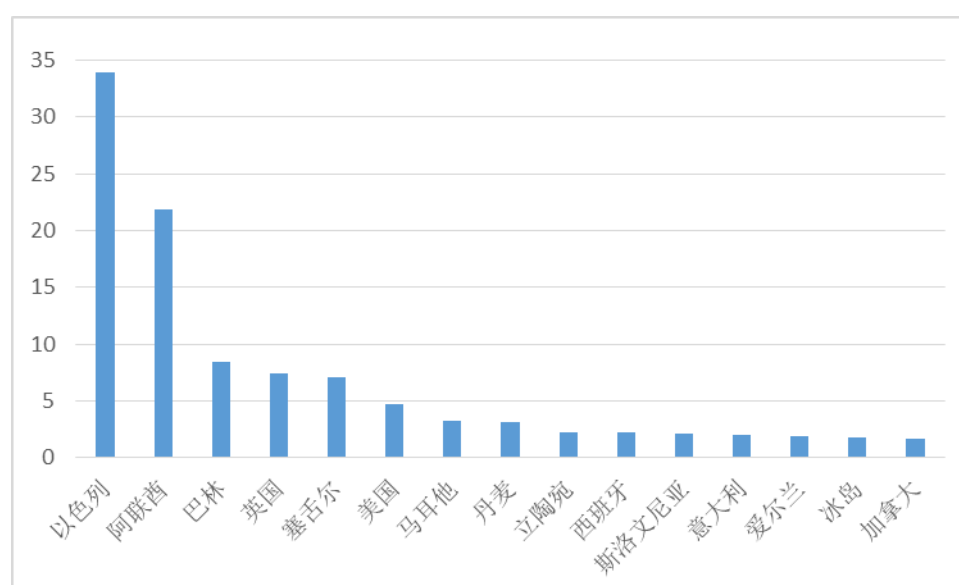
数据来源：Wind，联合资信整理

展望 2021 年，新冠疫情仍将是影响全球信用风险的最主要因素，而新冠疫情的后续发展将在很大程度上取决于病毒变异情况、疫苗接种进度及效果等因素。在基准情境下，新冠

疫苗接种将有序开展，且对遏制新冠病毒传播起到较好的作用，使得当前的第三波全球疫情高峰在 2021 年上半年逐步回落，全球范围内的疫情有望在下半年基本得到有效控制。但这一基准情境面临着诸多挑战：

一是新冠疫苗的接种进度可能不及预期。受有限的产能、严苛的储存及运输条件等因素限制，疫苗全面接种将经历一个从高危易感人群到普通大众、从发达经济体到新兴经济体的漫长过程，因此即便在欧美发达国家，基本完成大多数人的疫苗覆盖最快也需要到二季度，广大发展中国家尤其是欠发达国家受采购资金限制、储运条件不足等因素影响，可能要等到年底才能完成疫苗覆盖。目前，全球新冠疫苗接种率较高的国家主要集中在以色列、阿联酋等中东富国及欧美发达国家，而广大发展中国家除了东欧部分国家及人口基数较小的岛国以外接种率普遍较低，疫苗接种的不同步可能会使部分优先接种疫苗的国家面临再度感染的风险，从而使得全球疫情防控进度不及预期。

图 2 全球每百人新冠疫苗接种率较高的国家



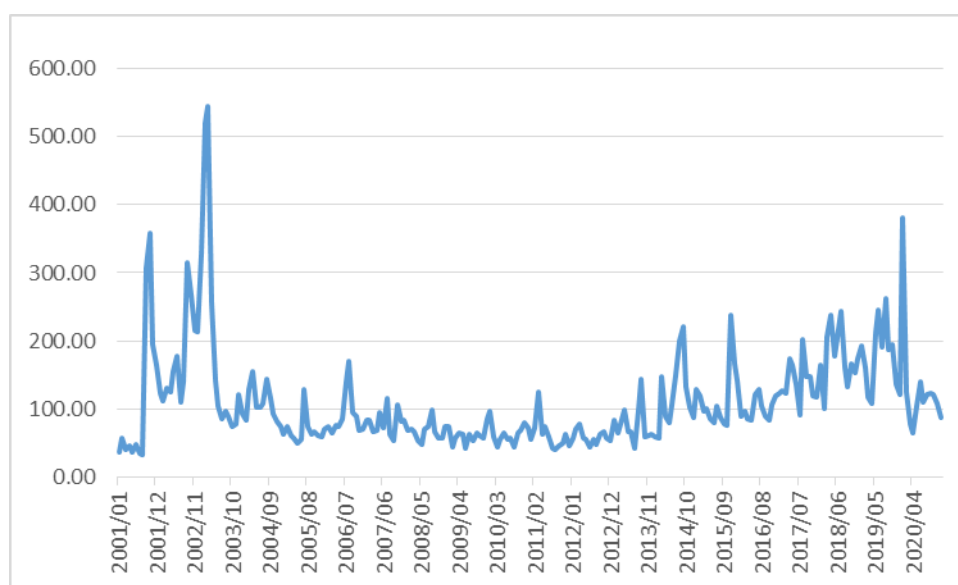
数据来源：Our World in Data，联合资信整理

二是新冠疫苗对遏制新冠病毒传播的效果可能不及预期。美国食品药品监督管理局（FDA）分析认为，新冠疫苗对于不同人种、不同年龄段的群体保护力度有所不同，且存在一定的副作用，这可能会使民众的接种意愿大打折扣。从实际情况来看，当前已有包括美国、以色列、西班牙在内的多国出现了接种新冠疫苗后再次感染的案例，尽管这可能是由于新冠疫苗在接种后大约需要 10~14 天的时间才能起到保护作用造成的，但这将进一步加剧民众对于新冠疫苗有效性的质疑。此外，未来新冠病毒仍有再次出现变异的风险，这可能会使新冠疫苗的保护作用进一步遭到削弱。

二、新冠疫情加剧了世界运行的不确定，同时也加剧了分裂和分化，部分国家面临的地缘政治风险或将有所走高

2020 年，全球地缘政治风险总体呈下降之势，尽管年初美国暗杀伊朗将军及伊朗袭击美军基地使得地缘政治风险指数陡然上升至 2003 年伊拉克以来的最高水平，但随着这场冲突逐渐平息，地缘政治风险指数开始大幅回落，从全年来看明显低于 2018 年和 2019 年的平均水平。但新冠疫情加剧了世界运行的不确定性，同时也加剧了分裂和分化，部分国家面临的地缘政治风险则有所走高：中美之间的冲突并未因第一阶段经贸协议的达成而终止，反而有向科技、金融、人文等领域扩大的趋势；亚美尼亚和阿塞拜疆在纳卡地区爆发了战争，导致数千人伤亡；白俄罗斯、吉尔吉斯等独立体国家均因政治选举问题出现了不同程度的动荡，并引发了大规模民众游行示威。

图 3 地缘政治风险指数



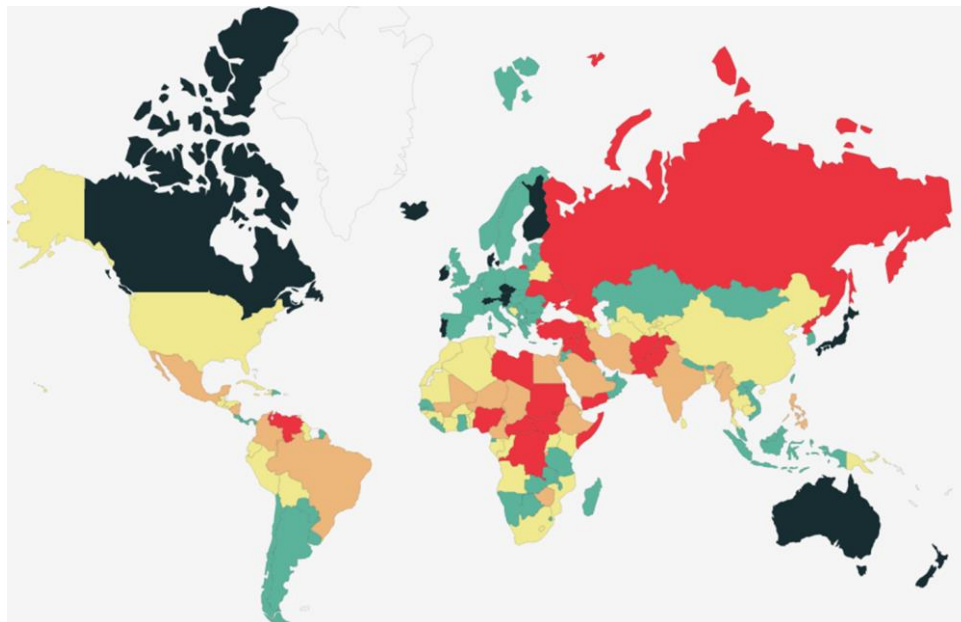
数据来源：“Measuring Geopolitical Risk” by Dario Caldara and Matteo Iacoviello，联合资信整理

展望 2021 年，美国新政府上台及英国达成脱欧协议有望进一步降低全球面临的地缘政治风险，但后续风险仍存。由于在执政理念及个人特质方面存在本质不同，拜登政府上台后预计将在很大程度对前任特朗普政府实施的各项政策进行修正，再加上其工作重点将转向国内疫情防控及经济恢复，预计美国和全球其他国家之间的冲突将得到一定的程度的缓和，此前向多国发起的贸易战也有望得到平息，中美之间的紧张关系也有望得到一定程度的改善，但拜登政府可能会通过与其他西方国家联合起来遏制中国的影响力，中美之间的竞争关系可能会更加复杂，美国对中国在高科技领域的遏制预计仍将保持高压态势。英国在经历了三任

首相的五年谈判之后终于在 2020 年底和欧盟之间达成了脱欧协议，避免了“硬脱欧”对双方可能造成的混乱局面，但当前的脱欧协议并不涉及服务业、外交、对外安全、国防合作等领域，后续仍存在诸多不确定性，且在英国退出欧盟单一市场和关税同盟后，海关规则、贸易标准等非关税壁垒的产生仍将对英国和欧盟各国之间贸易产生一定冲击。

另一方面，由于当前全球疫情尚未得到有效控制，因疫情导致的国内贫富差距上升及矛盾激化、各国因疫情防控不利相互指责、对新冠疫苗及防疫物资的争夺等均有可能导致地缘政治风险再度上升，尤其是对于那些在新冠疫情中受损严重、国内政局长期动荡的发展中国家而言更是如此。以全球和平指数地图为参考，当前全球地缘政治风险较高的国家仍集中在中东及非洲地区。作为全球最大的“火药桶”，中东地区在 2021 年仍将面临多重矛盾叠加的复杂局面，尤其是特朗普政府留下的“烂摊子”依然待解，而新上任的拜登政府忙于控制国内疫情及恢复经济可能无暇顾及，沙特、伊朗、土耳其和以色列四大地区强国可能会为了争夺更多的话语权而加剧彼此之间的冲突。此外，也门、阿富汗、叙利亚等国正面临国内冲突和新冠疫情叠加的风险，战斗和封锁使得人道主义援助更难以接触到需要帮助的人，爆发人道主义危机的可能性较高，部分常年处于战乱之中的非洲国家也面临类似的问题。

图 4 全球和平指数地图



注：越偏近于暖色代表和平指数越高（更加不和平），越偏近于冷色代表和平指数越低（更加和平）

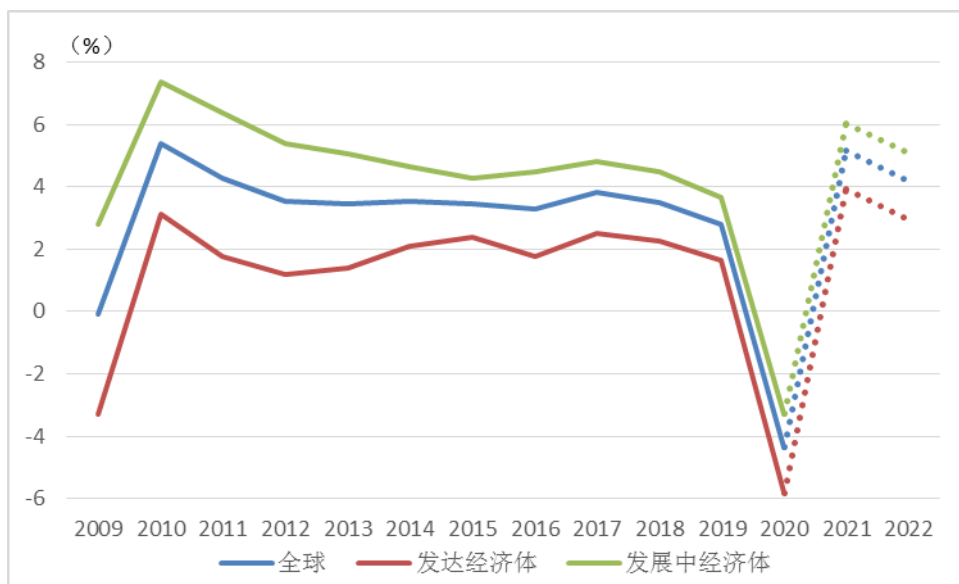
数据来源：经济与和平研究所，联合资信整理

三、全球经济有望在 2021 年迎来复苏，但受各国新冠疫情防控情况及基数效应不同等因素影响经济复苏将呈现明显的差异性，且复苏力度可能会不及预期，

而全球产业链在新冠疫情的持续影响下或将加速重构

2020 年，新冠疫情迅速蔓延使得全球各国普遍采取了不同程度的疫情防控措施，对社会和经济的正常运行均产生了较大影响，供给端和需求端双双遭受打击，国际贸易及交流也大幅减少。根据 IMF 的预测，2020 年全球经济增速将降至-4.4%，显著低于 2009 年的-0.1%，全球逾五分之四的国家和地区预计将陷入经济衰退，这比 2009 年时不足一半的国家和地区陷入经济衰退要更加严重。从发达国家来看，发达国家整体经济增速将在 2020 年降至-5.8%，其中美国和欧元区的经济恶化情况都要比 2009 年更加严重；从新兴市场来看，与 2009 年新兴市场整体仍保持经济增长不同，2020 年预计新兴市场将和发达国家同步陷入衰退，但衰退幅度相对较小。

图 5 全球经济增长情况及预测



注：2020 年数据为估计值，2021 年和 2022 年数据为预测值，以下同

数据来源：IMF，联合资信整理

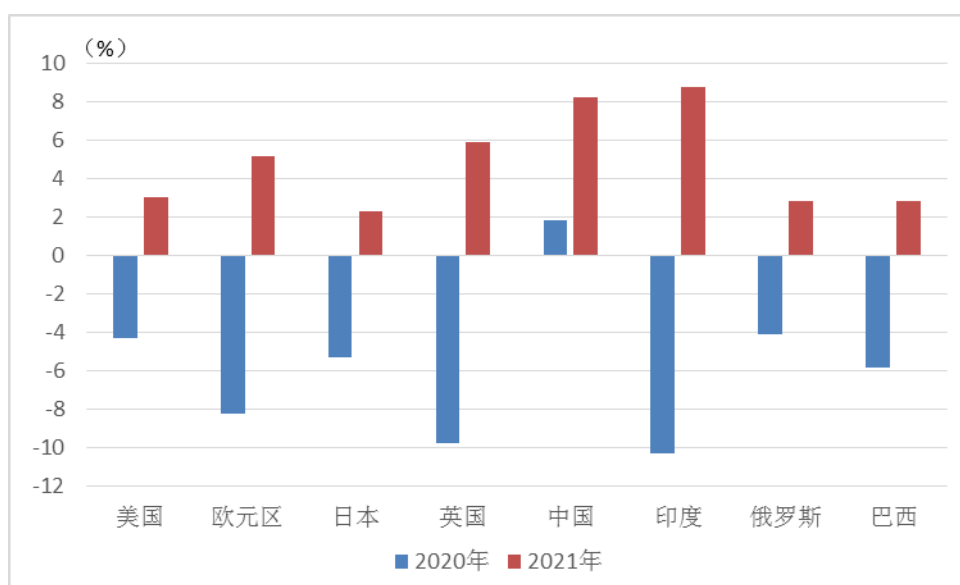
展望 2021 年，全球经济将大概率复苏，且得益于 2020 年的低基数效应，2021 年全球经济增速有望大幅反弹至 5.2% 左右，但和 2010 年全球经济复苏时 5.4% 的反弹幅度相比仍存在一定差距。具体到年内来看，由于当前第三波疫情高峰仍未得到有效控制，全球多国仍在采取较为严格的疫情防控措施，预计 2021 年一季度全球经济增长仍将趋弱，但随着二季度新冠疫苗的持续接种及新冠疫情逐步得到控制，全球经济增速有望反弹，再加上 2020 年二季度的超低基数效应影响，全球大部分国家的经济增速高点可能会出现在二季度，三季度和四季度全球经济则有望持续复苏。

从不同的经济体来看，得益于优先接种疫苗及大规模经济刺激措施的持续显现，发达经

济体有望率先复苏，全年经济增速有望达到 4% 左右，达到 2000 年以来的最高值，其中美国和欧元区的经济增速都有望达到 2009 年全球经济危机以来的最高值，而日本的经济复苏力度则预计相对较弱；新兴经济体经济复苏虽然可能较晚，但得益于发达经济体需求的增加、国际大宗商品价格的回升的因素，新兴经济体的复苏力度可能会更加强劲，全年经济增速有望达到 6% 左右，尤其是中国，在基数效应的影响下全年经济增速可能会达到 8% 以上，印度则因 2020 年的低基数效应也有望实现 8% 以上经济增长。

但上述预测仍面临诸多风险，可能会使 2021 年全球经济复苏力度不及预期。新冠疫苗接种进度不及预期以及新冠病毒变异风险可能会使得当前第三波疫情高峰迟迟未能出现拐点，部分国家长时间延续或重启严格的疫情管控及隔离措施，使得多国经济在 2021 年一季度再度陷入衰退，但二季度可能会由于基数效应出现“虚假繁荣”，随后再次陷入相对低迷的状态，这可能会使全球经济复苏的高点推迟到 2022 年到来。

图 6 全球主要经济体经济增长预测



数据来源：IMF，联合资信整理

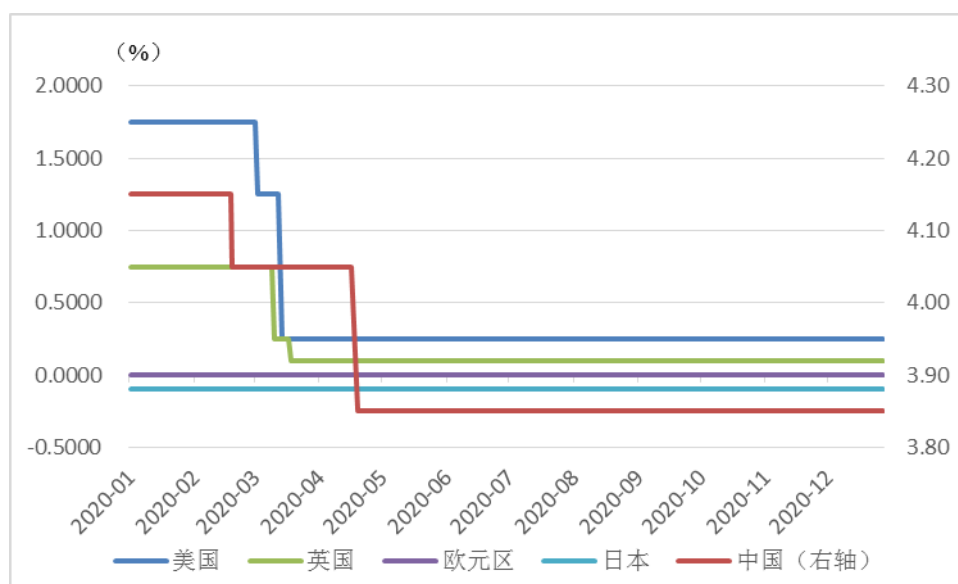
新冠疫情也将对全球产业链造成持续冲击，全球产业链或将向着区域化及智能化的方向发展及重构。近年来，中美贸易冲突和新冠疫情均对全球产业链造成了巨大冲击，全球各国对于产业链的安全性及多元化程度愈发重视，更加强调减少对外部的依赖，这或将推动制造业加速回流本国或邻近地区，使得全球产业链向着区域化的方向发展。另一方面，疫情期间网上购物、线上办公及会议等相关需求大增使得各国纷纷加强高新科技领域的投入，人工智能、物联网、云计算、5G 等新一代技术也将推动全球产业链持续迈向智能化。此外，尽管拜登政府上台后中美之间的紧张关系也有望得到一定程度的改善，但中美之间的竞争关系仍

将持续，美国对中国在高科技领域的遏制预计仍将保持高压态势，这也将推动全球产业链向着区域化及智能化的方向加速重构，东亚地区、欧盟地区及北美地区这三大全球生产网络或将进一步分化，各地区内部的联系则会更加紧密，而东亚地区得益于疫情率先得到良好控制有望在全球产业链中发挥更加重要的作用。

四、全球宽松刺激政策有望在 2021 年延续，但后续政府为弥补财政赤字或将逐步减弱财政刺激力度，且财政刺激政策退出的时点可能要比货币刺激政策更早

自新冠疫情爆发以来，全球各国政府及央行均采取了积极的货币及财政政策来刺激经济，宽松力度前所未有。从货币政策来看，2020 年 3 月美联储连续两次紧急降息将基准利率水平降至零附近，同时推出“不限量”量化宽松政策，使得美联储的资产负债表从 3 月初的 4.2 万亿美元扩张到年底创纪录的 7.4 万亿美元。在美联储的带动下，全球央行在 2020 年再度掀起“降息潮”，其中英国央行经过两次降息后利率水平已经接近于零，而欧洲央行和日本央行由于已经处于零利率或负利率状态并未开展降息行动，但也采取了扩大购债规模等方式来加大宽松力度，中国央行则通过定向降准、调低 LPR 利率等方式为市场注入流动性。

图 7 2020 年全球主要央行降息情况

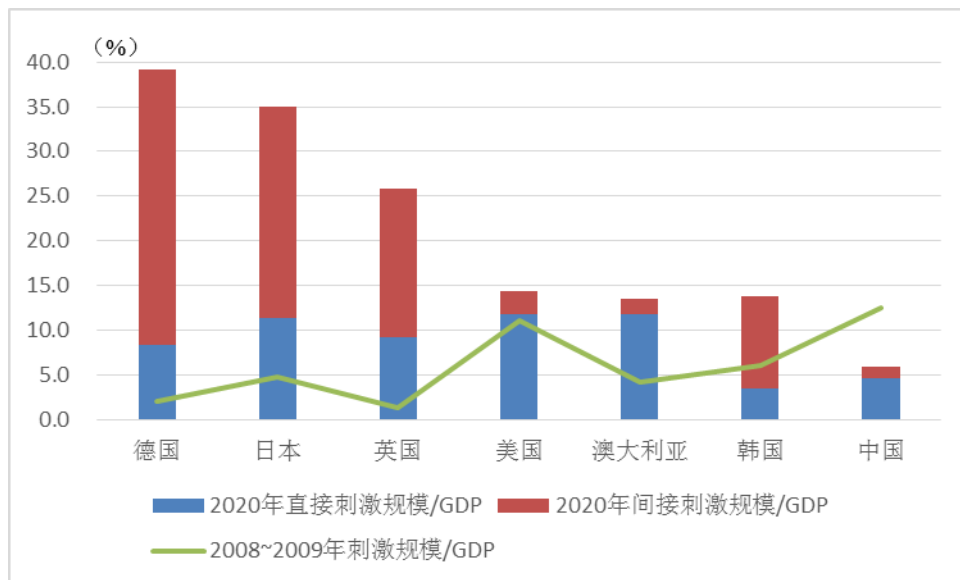


数据来源：IMF，联合资信整理

从财政政策来看，全球各国政府为应对疫情并提振经济而推出的财政刺激计划已高达 11.7 万亿美元（截至 11 月 11 日统计），相当于全球 GDP 的近 12%，其中包括了直接刺激措施（财政支出和减税）间接刺激措施（政府贷款、资金注入和担保等）。具体来看，除中国

以外全球主要经济体的财政刺激力度均超过了 2008~2009 年全球经济危机时期，创下历史新高，其中美国财政刺激总规模高达 3 万亿美元左右（不含 12 月底最新通过的 9,000 亿美元财政刺激法案），位居全球之首，而德国财政刺激规模相当于 GDP 的比值最高，达到近 40%，此外日本和英国的财政刺激规模也达到了 GDP 的 20% 以上。

图 8 2020 年全球部分国家财政刺激情况



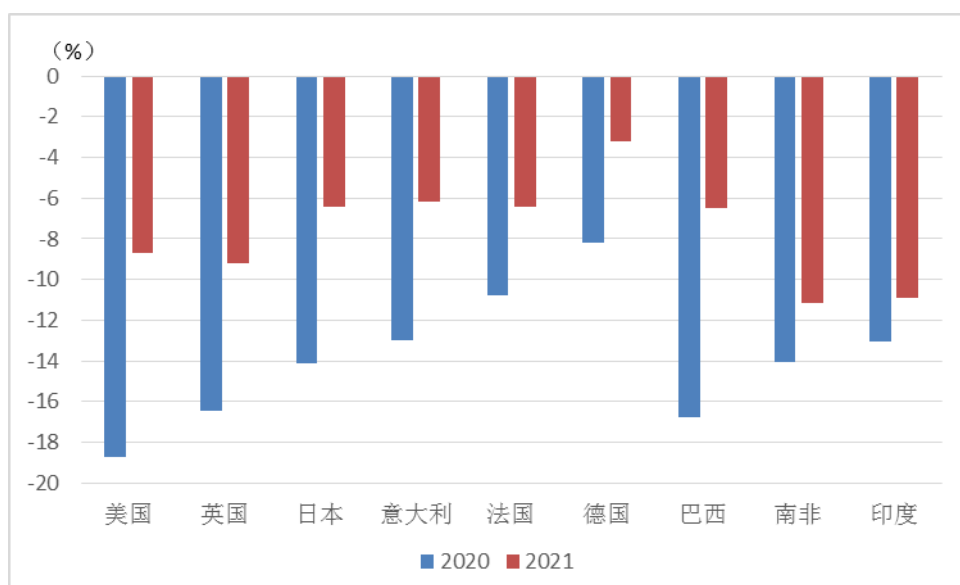
数据来源：IMF，联合资信整理

展望 2021 年，在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，全球主要央行有望保持当前的超宽松货币政策。美联储在 2020 年 12 月的议息会议重申了将维持利率在当前水平直至确信经济度过危机，实现其最大就业和物价稳定的双重目标，政策利率预测也显示所有决策者都预计到 2021 年底联邦基金利率将维持在接近零的水平，另一方面美联储官员几乎一致投票决定维持购债计划不变，表示将继续每月至少购买 1,200 亿美元的债券，直到最大就业和价格稳定目标取得“实质性进展”；欧洲央行 2020 年 12 月在维持基准利率不变的基础上将紧急资产购买计划规模由此前的 1.35 万亿欧元扩大至 1.85 万亿欧元，同时将购债计划延长至 2022 年 3 月；日本央行在 2020 年 12 月宣布将保持当前货币政策宽松力度，维持利率水平不变，同时把企业融资优惠政策期限延长至 2021 年 9 月底，并表示将密切关注日本经济走势，必要时将毫不犹豫继续推出进一步宽松措施。在此背景下，预计 2021 年除了中国等少数国家央行以外，全球大部分国家央行都将维持当前的超宽松货币政策，出现利率上调的可能性不大，但不排除在新冠疫情控制及经济复苏好于预期的情况下削减资产购买规模或缩短资产购买时间的可能。

从财政刺激政策来看，2020 年前所未有的财政刺激使得全球各国政府财政赤字率飙升，

财政压力明显加重，预计各国政府为弥补财政赤字将逐步减弱财政刺激力度，2021 年将很难再次出现与 2020 年类似的财政刺激规模。尽管如此，全球各国的财政赤字率仍然偏高，预计 2021 年全球仅有不足四分之一的国家财政赤字率低于 3% 的警戒线，除德国以外的欧美主要发达国家财政赤字率仍将维持在 6% 以上的较高水平，而印度、南非等新冠疫情较为严重的新兴市场国家财政刺激力度减弱的幅度预计相对较小，财政赤字率仍将维持在 10% 左右的很高水平。在此背景下，全球各国政府整顿财政的需求会更加迫切，财政刺激政策退出的时点可能要比货币刺激政策更早，预计将出现在 2021 年下半年或 2022 年初，但也不排除部分国家在新冠疫情加重的背景下再次加大财政刺激力度的可能。

图 9 全球部分国家财政赤字率预测



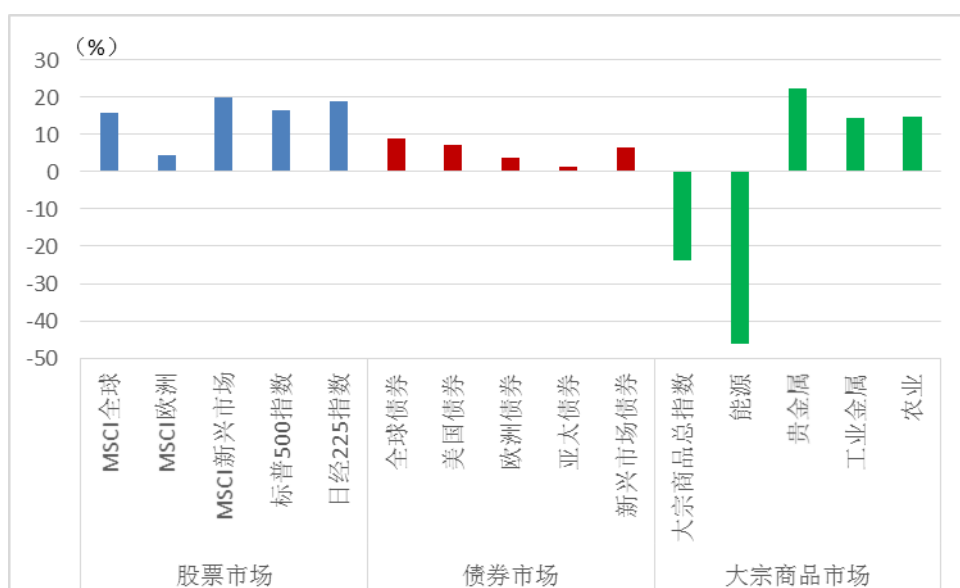
数据来源：IMF，联合资信整理

五、以新兴市场为代表的风险资产有望维持上涨趋势，但在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，受财政刺激措施后续可能退出等因素的影响，各类资产的波动性可能会进一步加大

2020 年，尽管在新冠疫情的冲击之下全球主要大类资产在 3 月均出现了巨幅波动，但得益于后续全球政府及央行推出前所未有的超大规模经济刺激计划，全球金融市场逐步趋稳，实现了“股债同涨”的局面。具体来看，得益于 3 月以来全球市场风险偏好的持续回升及美元资产吸引力的下降，新兴市场股市在 2020 年领涨全球全年回报率达到近 20%，是近年来为数不多的良好表现，日本股市得益于本国疫情的相对良好控制及日元的避险属性同样表现不俗，而欧洲股市则因疫情严重、英国脱欧不确定性等因素表现欠佳；债券市场方面，美国债券得益于美联储的大幅降息及持续提供大规模流动性表现上佳，新兴市场债券也因其

相对较高的收益率得到全球资金的追捧，全年回报率仅次于美国债券，而欧洲债券和亚太债券则因欧洲和日本早已陷入负基准利率而表现相对较弱；在所有大宗商品类别中只有能源类全年回报率为负，且下滑幅度超过 40%，拖累大宗商品总指数表现较差，另一方面以黄金为代表的贵金属在新冠疫情肆虐全球的背景下避险属性持续凸显，而美元避险属性的减弱则进一步提升了市场对于贵金属的热情，其全年回报率甚至超过了股市的表现。总体来看，2020 年除能源类商品以外全球主要大类资产均实现了正回报，其中贵金属和新兴市场股市表现相对亮眼。

图 10 2020 年全球主要大类资产回报率



数据来源：Bloomberg, Wind, 联合资信整理

展望 2021 年，在全球经济有望复苏、宽松刺激政策有望延续的背景下，以新兴市场为代表的风险资产有望维持上涨趋势，但涨幅将有所收窄，而以债券为代表的避险资产预计表现相对较差。从历史数据来看，新兴市场资产和美元指数之间存在着较为明显的负相关关系，且近年来日趋明显。在美国当前疫情形势依然严峻、宽松货币政策有望延续、财政和对外贸易双赤字并存的背景下，美元在 2021 年继续走弱将是大概率事件，美元资产吸引力不足将使得全球资金持续流入新兴市场，新兴市场股市及债市表现在 2021 年上半年仍然可期，但在美债收益率随着通胀水平逐步回升的情况下，美元可能会触底反弹，全球资金可能会再度回流美国，预计全年新兴市场表现将较 2020 年有所回落。

美国股市在接连创下新高的情况下仍有较大的冲高回落风险，尤其是在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，而美国债市在当前利率水平已经接近于零且未来大概率回升的情况下预计表现相对较弱，欧洲和日本债市也面临类似的问题。

美元走弱、全球经济复苏及贸易回暖将有利于大宗商品的整体表现，尤其是国际油价在年初 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，能源类商品整体有望摆脱 2020 年大幅下滑的局面，而以黄金为代表的贵金属在美债收益率处于低位和通胀预期回升等因素的支撑下有望延续良好表现，但涨幅或将较 2020 年有所收窄。

图 11 美元指数和新兴市场资产之间的关系



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

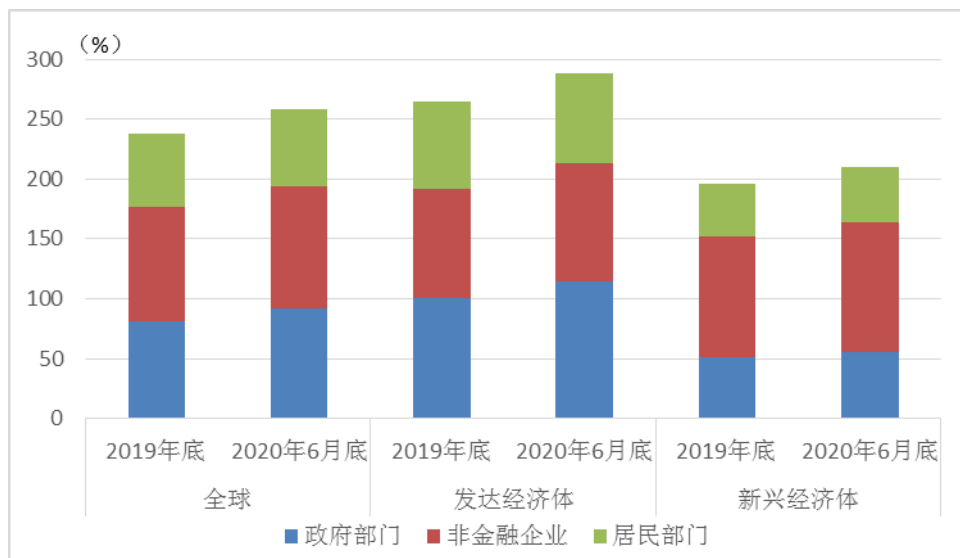
此外，受财政刺激措施后续可能退出等因素的影响，各类资产的波动性可能会进一步加大。新冠疫情的后续发展可能会拖累全球经济复苏进程，全球避险情绪可能会再度大幅上升，以股票为代表的风险资产波动性可能会进一步加大，而贵金属的表现可能会超出预期。另一方面，如果新冠疫情后续得到有效控制且全球经济复苏超出预期，部分财政压力较大的国家退出财政刺激政策的时点可能会提前，这也会对各类资产的表现产生一定影响。

六、债务问题仍将是悬在头顶的“达摩克利斯之剑”，受疫情和信用状况分化等因素影响，部分国家的违约风险仍然较大，尤其是那些短期外债偿还压力较大且外汇储备不足的国家，此外对于有过主权违约记录的国家需特别关注

在全球央行持续加大“放水”力度的背景下，政府、企业及居民等部门都加大了借贷力度，全球杠杆率大幅攀升，截至 2020 年 6 月底已达近 260%，较 2019 年底提高了约 20 个百分点。从不同类型的经济体来看，发达经济体杠杆率上升幅度明显更大，且主要集中在政府部门，截至 2020 年 6 月底政府部门杠杆率已高达 115% 左右；新兴经济体政府和居民部

门杠杆率上升幅度相对较小，但非金融企业部门杠杆率进一步上升至近 110%，明显高于发达经济体非金融部门的杠杆率。另据国际金融协会（IIF）数据显示，截至 2020 年三季度，全球债务规模达到 272 万亿美元，较去年同期大幅增长 8%，创 1970 年有数据统计以来的新高，表明全球债务压力持续加大。

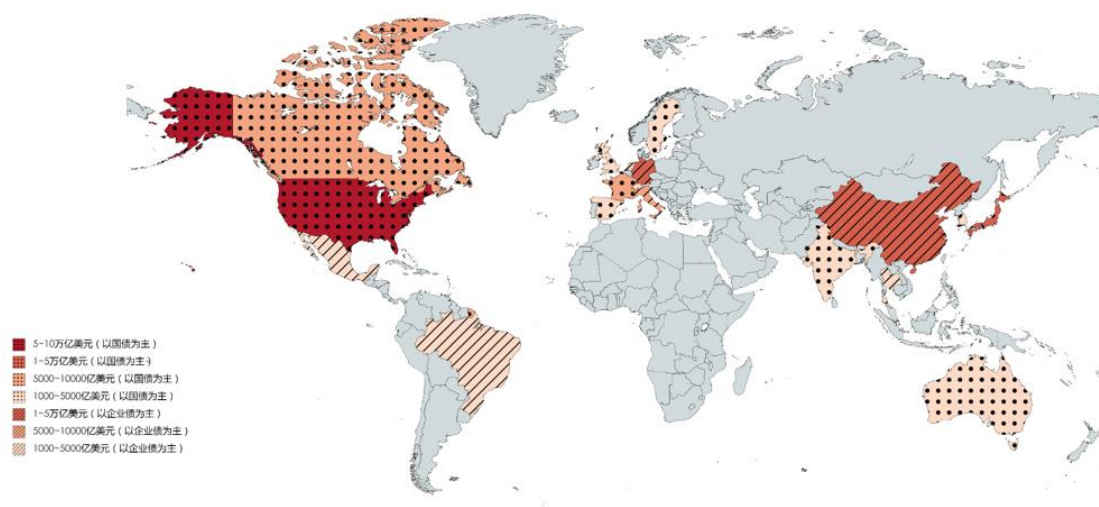
图 12 全球杠杆率变化情况



数据来源：BIS，联合资信整理

展望 2021 年，在全球主要央行将利率维持在极低水平的情况下，全球债务水平预计将进一步上升，但上升幅度或将不及 2020 年。从 2021 年全球债务到期情况来看，美国以 9.4 万亿美元高居榜首，其中绝大部分为国债，主要是 2020 年疫情期间大量发行所致；中国到期债务达到 4.6 万亿美元，其中三分之二左右为企业债；日本到期债务达到 3.3 万亿美元，其到期结构与美国类似，国债占据了绝对主流，这也和日本政府杠杆率常年高企有关；除中国以外的其他新兴经济体中巴西和韩国债务到期压力相对较大，尤其是巴西，2021 年企业债到期量高达 4,000 亿美元以上，再加上当前巴西疫情防控形势不容乐观，其面临的债务风险预计将大幅上升。

图 13 2021 年全球到期债务规模较大的国家分布



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

在此背景下，债务问题仍将是悬在头顶的“达摩克利斯之剑”，但其是否会真正落下取决于很多因素，其中最重要是再融资成本的变化。在市场流动性持续保持充足的情况下，政府及企业等发债主体能够以较低的成本实现“借新还旧”，使得债务不断滚动，避免违约的发生，但如果未来在经济增长情况向好的情况下央行开展加息，再融资成本的上升可能会引发债务链条的断裂，发生违约的可能性将大幅上升。相对于发达国家而言，新兴市场及发展中国家再融资的成本及难度明显更高，更容易发生违约事件，但 2021 年对于新兴市场及发展中国家而言存在着两方面的有利因素：一是美元仍处于下行周期，新兴市场及发展中国家面临的资本流出及货币贬值压力预计相对有限，有利于这些国家的经济恢复及外债偿付；二是以石油为代表的大宗商品预计将明显回暖，而新兴市场及发展中国家对大宗商品的依赖程度明显偏高，这将有利于这些国家对外贸易及整体信用状况的改善。

尽管如此，受疫情和信用状况分化等因素影响，部分国家面临的违约风险依然较大，尤其是那些短期外债偿还压力较大且外汇储备不足的国家。从外汇储备对短期外债的覆盖程度来看¹，土耳其、塞舌尔、白俄罗斯和约旦四国持有的外汇储备不足以覆盖未来一年内到期的短期外债，外债偿还存在较大的不确定性，尤其是新冠确诊病例位居全球前十的土耳其，疫情对于经济复苏的持续拖累可能会加剧其外债偿还风险；斯里兰卡、阿根廷和塔吉克斯坦等国外汇储备对短期外债的覆盖程度在 100%~150%之间，面临的外债偿还风险也相对较高，其中阿根廷虽然在 2020 年完成债务重组后外债规模显著降低，但 2021 年偿债压力仍存，不

¹ 由于缺失相关数据国家较多（主要集中在中东及非洲地区），因此本文仅讨论部分新兴市场及发展中国家的相关情况，发达国家由于本国货币的国际认可度普遍偏高、持有的外汇储备很少，因此除希腊和塞浦路斯两个有过主权违约记录的国家外并不重点讨论。

排除再度出现主权违约的可能；匈牙利、捷克、南非、乌克兰等国外汇储备对短期外债的覆盖程度在 150%~200%之间，面临的外债偿还风险相对有限，但如果因为疫情或全球金融环境变化引发货币大幅贬值及再融资成本大幅上升，这些国家可能也会爆发一定的风险。从历史情况来看，那些曾经出现过主权违约事件的国家再度出现违约的可能性相对较大，因此我们需对近十年来出现过此类事件的国家予以重点关注，尤其是阿根廷和乌克兰；希腊和塞浦路斯虽然出现过主权违约事件，且外汇储备对短期外债的覆盖程度严重不足（低于 50%），但由于这两个国家属于欧元区国家，本币国际化程度很高且外部融资渠道极为通畅，因此面临的风险相对有限。

此外，对于部分最不发达国家而言，2020 年二十国集团发展的暂停债务偿还计划只是延缓了债务危机爆发的时点，并未从实质上解决债务问题，尽管暂停债务偿还计划在 2021 年有可能会进一步延长，但如果后续没有更加妥善的解决方案，这些国家出现债务违约的可能性将大幅上升。

图 14 外汇储备对短期外债覆盖程度较低的国家分布



注：统计截至 2020 年三季度末

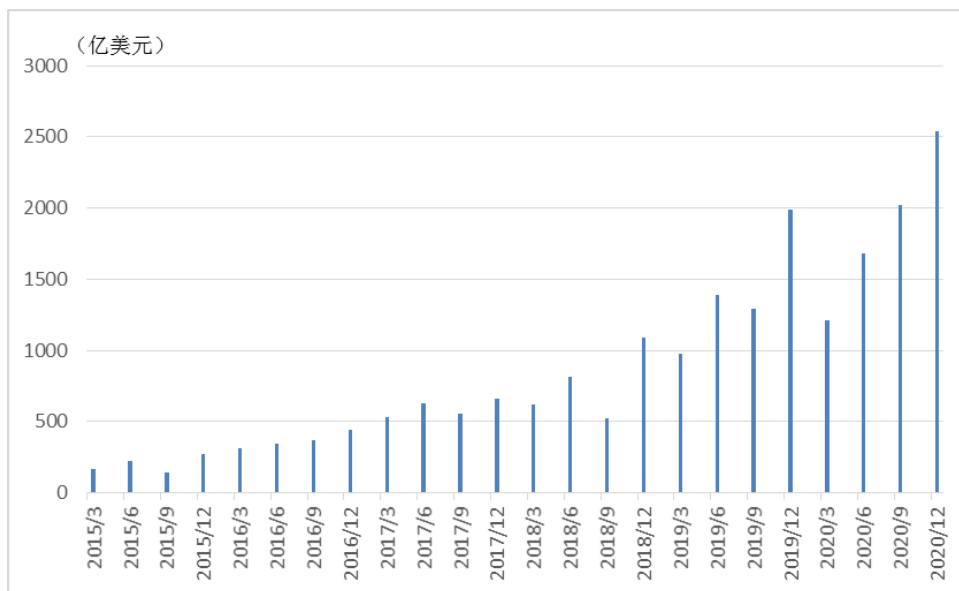
数据来源：IMF、世界银行，联合资信整理

七、后疫情时代背景下，ESG 因素在全球资本市场中发挥的作用将愈发重要

2020 年，在新冠疫情肆虐全球、美国加州山火愈演愈烈、黑人平权运动再起波澜的背景下，全球资本市场对于 ESG 因素的重视程度持续提升，无论在发行端还是投资端都有所体现。2020 年，全球发行的 ESG 债券规模总计高达近 7,500 亿美元，较上年增长了逾 30%，创下历史新高，尤其是在新冠疫情爆发之后，ESG 债券发行量呈逐季上升之势，仅仅是四季度发行量就超过了 2,500 亿美元。从地域分布来看，欧美发达国家仍是发行 ESG 债券的

主力，尤其是法国和美国，两国 2020 年 ESG 债券发行量均在 1,000 亿美元以上，位居全球前两名，而新兴市场国家 ESG 债券发行量则普遍偏少，其中韩国全年发行量达到 220 亿美元左右，取代中国成为发行量最大的新兴市场国家。

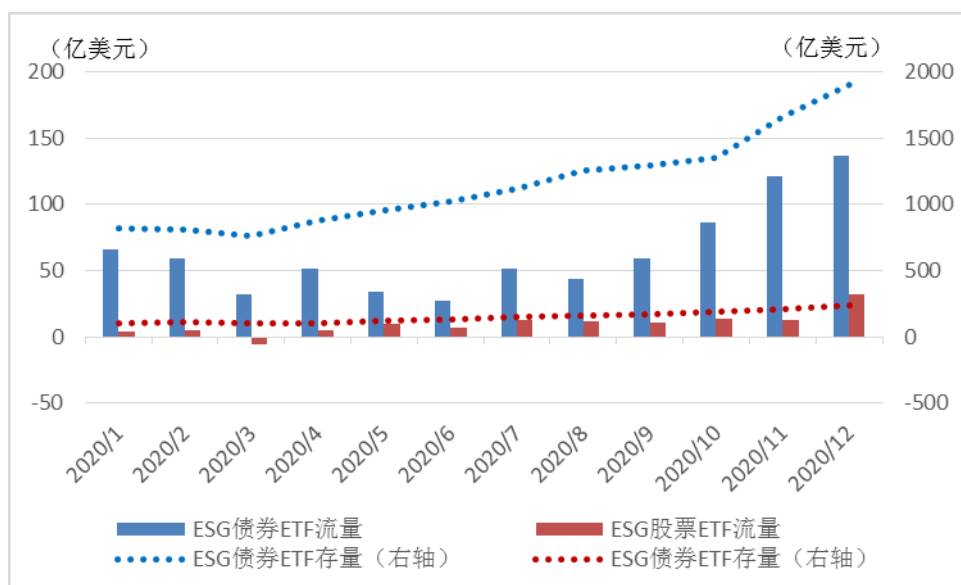
图 15 全球 ESG 债券发行情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

从投资端来看，2020 年 ESG 主题债券和股票 ETF 资金流入量总体呈先降后升之势，在 3 月全球金融市场经历大幅波动的情况下，ESG 主题债券 ETF 仍保持了较大规模的资金流入，体现了 ESG 因素对于投资者的较强吸引力。截至 2020 年底，ESG 主题债券和股票 ETF 存量分别达到 1,900 亿美元和 240 亿美元左右，均较年初实现了翻倍，达到了历史最高水平。另一方面，全球 ESG 主题相关投资仍主要集中在债券市场，股票市场投资规模明显偏小，未来仍有很大成长空间。

图 16 全球 ESG 主题债券和股票 ETF 情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

展望 2021 年，在各国政府持续加大对气候变化、环境保护、清洁能源等问题关注度的背景下，ESG 因素在全球资本市场中发挥的作用将愈发重要，也将得到更多市场参与者的认可。拜登当选美国总统给 ESG 主题打上了一针强心剂，拜登在总统竞选期就竞选期间提出了一项 2 万亿美元气候计划，提出将在 15 年内建立无排放的电网，并到 2050 年实现整个经济净零排放的目标；在一年前承诺将在 2050 年实现碳中和目标后，欧盟领导人于 2020 年 12 月又达成了一项协议，欧洲将在未来十年间努力减少温室气体排放，减缓气候变化，每个欧盟成员国都同意将欧盟 2030 年的减排目标从目前的 40% 提高到 55%；中国在 2020 年公布了“2030 年实现碳达峰、2060 年实现碳中和”的零碳目标，并随后提出了 2030 年单位 GDP 二氧化碳排放降低 65%，风电、光电装机总容量达到 12 亿千瓦以上等具体目标。除了环境因素以外，后新冠疫情时代失业率高企、贫富差距扩大、性别及种族平等社会问题也将受到资本市场更多的关注。