

全球主权信用风险研究报告

国际合作部

新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）既是一场公共卫生危机，也是一场经济危机，其影响范围和程度均超过历次危机。一方面，单边主义和贸易保护主义抬头背景下，防控疫情的“封城”、“封国”措施使逆全球化趋势特征愈发明显，产业链断裂加剧全球产业链重构决心，区域化特征凸显。同时民粹主义趋势扩张使全球政局不稳定因素增加。另一方面，世界各国政府为防控疫情和经济复苏所采取的大规模经济刺激政策使政府财政压力加大，经济衰退和财政压力加大推高政府债务，2020年全球各级政府债务激增10万亿美元，政府偿债压力普遍加大。为保障流动性供给以及缓解债务压力，全球重启量化宽松货币政策，低利率的滥用无益于经济转型增长，反而为金融体系不稳定性埋下祸根。全球经济艰难复苏、供应链失衡、财政宽松下政府债务急速上升以及全球央行超宽松货币政策构成了主权信用风险的主要特点。

2021年疫情进展仍不容乐观，全球确诊病例超过2.7亿，疫情带来的经济、财政以及供应链问题仍在持续，世界各国在防控疫情和经济复苏间艰难平衡，病毒变异以及疫苗接种进度不同使各国经济不均衡势头加剧，预计全球经济增速在低基数下实现5.9%增长，但同时应关注宽松货币政策下经济结构脆弱性和区域主权信用风险分化趋势加剧等问题。其中，美日欧等发达储备货币国家开动印钞车为政府融资，凸显其偿债来源脆弱，债务膨胀下主权信用风险持续积累；对发展中国家而言，政府债务快速积累，一旦全球货币政策收紧将加剧经济以及债务压力。

表1 全球主要国家和地区经济增速（%）

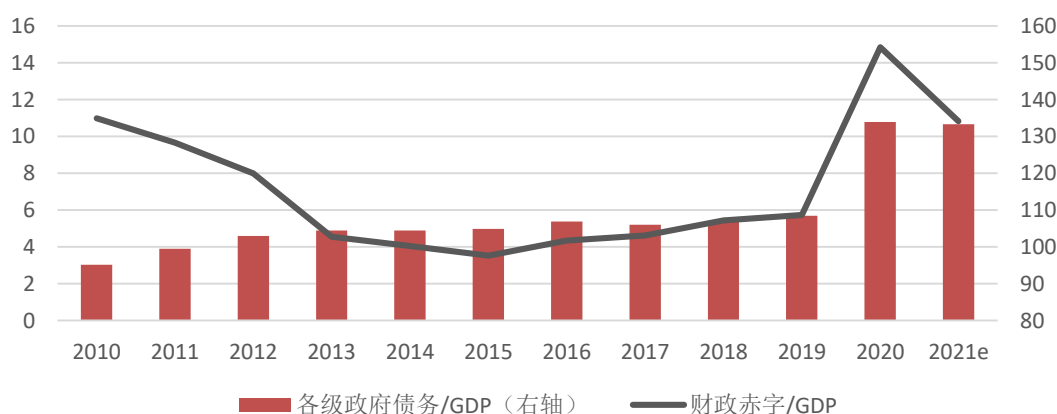
国家/地区	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022f
全球	3.42	3.27	3.75	3.57	2.84	-3.12	5.88	4.89
美国	2.71	1.67	2.26	2.92	2.29	-3.41	5.97	5.20
中国	7.02	6.85	6.95	6.75	5.95	2.34	8.02	5.60
日本	1.56	0.75	1.68	0.56	0.02	-4.59	2.36	3.20
西欧地区	2.19	1.80	2.43	1.77	1.47	-6.81	5.32	4.43
东盟地区	4.77	4.93	5.36	5.12	4.41	-3.88	3.25	5.51
南亚地区	7.40	7.70	6.60	6.46	4.20	-5.58	8.48	7.90
中东北非地区	4.02	2.95	2.87	2.62	1.79	-2.20	4.63	3.89

数据来源：国际货币基金组织，大公国际

一、应对疫情导致的财政扩张使美国政府债务高位增长，宽松货币政策仍是政府债务再融资的关键手段，同时仍需注意未来加息带来主权信用的潜在风险。

2020年，美国财政赤字扩张使美国政府债务高位增长。2020年受疫情影响，美国经济在经历10年增长后陷入衰退，实际经济萎缩3.4%，其中第二季度达到二战后单季最大跌幅。为应对疫情与经济恢复，推出极度扩张的财政政策，2020年3月和12月，疫情相关援助计划涉及金额分别为2.2万亿美元和9,000亿美元，直接将美国财政赤字由2019年的5.7%推升至2020年的14.9%，各级政府债务也由108.5%上升至133.9%。2021年1月，拜登总统赢得选举正式就任，而美国国会的参众两院也均在民主党控制治下，美国政局迎来“统一政府”局面，预计政策推行阻碍将有所减轻。持续的疫苗推进、家庭支出的强劲以及基础设施法案推动下投资的修复，美国2021年经济增速估计将达到6.0%。2021年，财政刺激政策受疫情反复影响仍将延续，但在经济修复带动下，估计美国财政赤字将收窄至10.8%，各级政府债务在巨额赤字下将小幅下降至133.3%。

图1 美国各级政府财政赤字率及各级政府债务负担率（%）



数据来源：国际货币基金组织，大公国际

债务货币化仍是美国维持高债务下再融资的重要手段，同时仍需注意未来加息带来主权信用的潜在风险。首先，2017年12月，美国启动的对企业和居民大幅减税造成的收入损失难以通过经济增长弥补，2018-2019年财政收入/GDP平均值为30.1%，较2017年的30.8%下降0.7个百分点。减税同时并未减支，2018-2019年美国财政支出/GDP平均值为35.7%，较2017年的35.5%上升0.2个百分点，财政重回扩张使美国政府债务高位持续推升。

其次，拜登政府上台后，为应对疫情以及发展经济，2021年3月经国会批准通过了1.9万亿美元的财政计划，并主张通过扩大基建和研发投资，振兴制造业以创造就业岗位，维持中长期的经济竞争力。因此，疫情相关财政刺激退出后，财政支出因经济刺激计划仍将维持在较高水平。拜登政府主张通过加税实现基建

振兴项目融资，同时降低中长期赤字。受制于两党意见分歧，预计加税政策落地以及加税幅度将有所折扣，美国中长期财政赤字难有实质好转。由此，超低利率货币政策仍是维持高债务下的再融资重要手段。

最后，为应对疫情冲击、刺激经济复苏，美联储于2020年3月两次紧急降息，联邦基金利率由1.50%-1.75%降至0-0.25%极低水平(累计下降150个基点)，同时宣布每月1200亿美元左右的大规模的资产购买计划，为美债发行提供较低的利率。由于大规模刺激下的需求恢复以及大宗商品价格上涨，美国2021年10月通胀同比增长6.2%，达到了1990年以来最高(图2)。为预防经济过热以及通胀风险，预期宽松政策退出或将加快，加息预期加强。2021年11月，美联储宣布缩减量化宽松计划，每月缩减债券购买规模，而预期实际加息时点亦因通胀持续高位而进一步提前，实际利率抬升将对美国政府高额债务的可持续性构成一定风险。

图2 美国联邦基金利率和CPI (%)



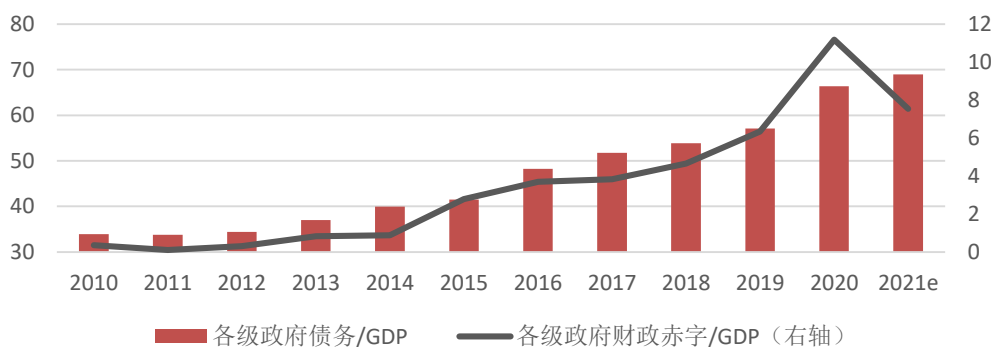
数据来源：国际货币基金组织，大公国际

二、疫情危机应对使中国政府债务负担率上升，但中国经济率先复苏以及强化地方政府债务管理下主权信用处于很高水平。

2020年，应对疫情危机的扩张财政政策使中国政府债务负担率继续上升。2020年初疫情爆发后，中国采取严格疫情防控措施导致一季度经济增速下降6.8%，创1992年发布季度数据以来最低水平。随着阶段性疫情防控成果，中国各地复工复产陆续推进并出台各项经济刺激措施，二季度中国经济转正并加快复苏，使中国是2020年唯一实现正增长的主要经济体，经济增速为2.3%。2020年由于对冲疫情财政减收增支的影响，狭义财政赤字率提高至3.6%，根据IMF调整后的各级政府财政赤字率由2019年的6.3%提升至2020年11.2%，同期各级政府债务由57.1%上涨至66.3%，处于中等水平。

2021年中国经济增速保持恢复态势，同时财政政策仍积极有为。2021年前三季度中国经济同比增长9.8%，主要得益于疫情防控良好、拥有完整产业链，以及中国新五年计划侧重于“双循环”发展模式，使消费以及进出口快速复苏，估计中国2021年经济增速将达到8.0%。但从2021年下半年开始消费增长动能有所减弱，10月社会零售品销售增速仅为4.9%，同时固定资产投资回落使经济下行压力加大。2021年12月8-10日召开的中央经济工作会议中提出宏观政策总基调“稳”字当头，预计将出台更多经济扶持政策，适度超前开展基础设施投资以及加强减税降费力度，财政政策仍将保持积极。中国中央政府加强地方债务管理，严控增量同时化解存量，将地方隐性债务显性化、规范化，地方政府债务风险可控。2021年12月中央经济工作会议中再次重申“坚决遏制地方政府隐性债务”，表明中央政府严控地方政府债务风险的决心。短期内，在积极的财政政策下，政府债务负担率将延续上升态势，但仍将维持在可控区间，并且随着经济提质增效，改革红利将夯实经济基础，为主权信用提供支撑。

图3 中国各级政府财政赤字及债务(%)



数据来源：国际货币基金组织，大公国际

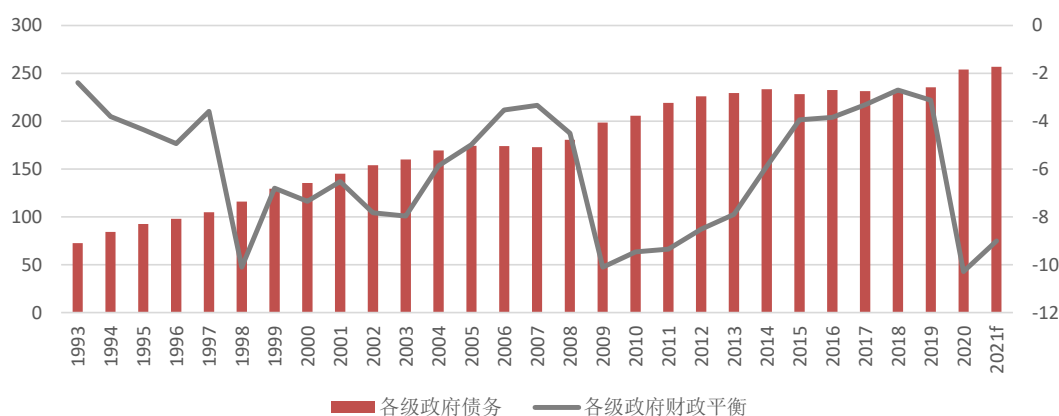
三、日本政府为抗击疫情采取的大规模经济刺激政策大幅推高政府债务，超宽松货币政策以及净债权国地位为其偿债能力提供支撑，但超宽松货币政策下经济结构脆弱性进一步凸显。

日本经济高度发达，但结构性改革进展缓慢及老龄化问题突出等令其经济长期处于低速增长。受消费税上调、自然灾害等因素影响，2019年第四季度日本经济出现负增长。2020年，疫情严重冲击日本对外贸易、国内需求及投资，并伴随失业率上升、通货紧缩加剧、东京奥运会延期举办及消费税上调的持续影响，导致日本经济全年萎缩至4.6%。随着疫苗接种不断推进、防疫政策阶段性放松、新的经济刺激政策发挥效用及消费税上调影响减弱，预计2021年日本经济增速将回升至2.4%。

为抗击疫情采取的大规模经济刺激政策使日本政府财政赤字大幅扩张，政府

债务激增加剧偿债压力。上世纪 90 年代初日本经济泡沫破裂后，政府连年补充预算以刺激经济，导致政府财政负担不断增加，1993 至 2019 年年均赤字率高达 5.8%（图 4）。2020 年，日本政府为抗击疫情实施巨额经济刺激方案，总金额约占 GDP 的 42%，在全球抗疫国家中处于较高水平。2020 年日本政府财政赤字同比增加 7.2 个百分点至 10.3%，略高于全球加权值 10.2%。经济增长劲头不足、疫情下的财政扩张，使 2020 年日本政府债务负担率飙升至 254.1%，同比增加 18.7 个百分点。政府债务的大幅增加导致偿债压力加剧，各级政府债务与财政收入的比值同比上升至 731.2%，远高于全球加权值 315.5%。受疫情反复、病毒变种及持续扩张的国防开支等因素影响，预计 2021 年政府财政赤字仍将维持在 10%左右，各级政府债务负担率将进一步增加至 256.9%。

图4 日本各级政府财政赤字率及各级政府债务负担率（%）



数据来源：国际货币基金组织，大公国际

超宽松的货币政策为偿债能力提供支撑，但需警惕潜在的债务持续性问题。疫情以来，日本央行通过降低金融机构贷款门槛、取消年购债规模限制及扩大公司债额度等措施保持流动性。日本央行大幅购买日本政府债券有助于将政府的融资成本维持在较低水平。同时，日本十年期国债收益率处于较低水平，近五年来最高值为 0.17%。但值得警惕的是，日本财政对国债的依赖度进一步提升，2020 年发行国债总额高达 112.6 万亿日元，单年内首次突破 100 万亿日元；截至 2021 年 12 月，日本国债规模达 221.4 万亿日元。当前的债务融资基于极宽松的货币政策，一旦通胀上升，政府利息支付压力将随利率政策收紧而上升，加重潜在的债务风险。

日本外债占比仍较大，但净债权国地位保障日本偿债能力保持稳定。极强的出口竞争力和庞大的海外投资收益支撑日本经常项目账户长期保持盈余，为其净债权国地位提供保障。2009 至 2019 年，日本经常项目顺差均值为 2.9%。近年来，受中美贸易紧张局势影响，占日本 GDP 比重达 18% 的出口贸易面临下行压力，

疫情引发的国际贸易环境恶化加剧了这一趋势。2020 年日本对外货物出口额同比减少 9.3%；对外货物进口额受国际油价下跌及内需萎缩影响同比减少 12.2%；国际旅游萎缩导致服务贸易受挫。受此影响，2020 年日本经常项目账户顺差收窄至 3.3%；疫情后中国经济的率先复苏推动日本出口增长，预计 2021 年日本经常项目账户顺差将回升至 3.5%。日本是全球最大的净债权国之一，净外部头寸总额占 GDP 的比重高达 76%。2020 年日本外债占 GDP 的比重同比提升 13 个百分点至 95.6%，2021 年该指标上升至 95.7%，虽然外债规模扩张致使偿债压力增大，但其净债权国地位保障偿债能力保持稳定。

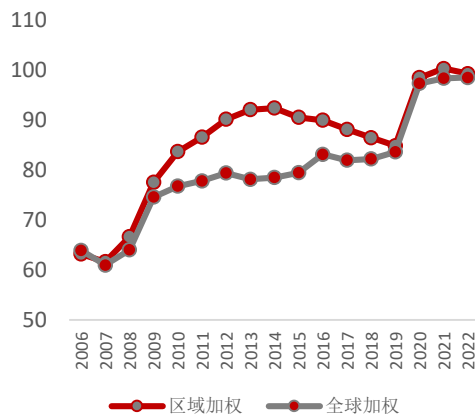
四、西欧地区财政赤字受经济萎缩而大幅增加，政府债务高位攀升，财政汲取能力以及央行的宽松货币政策支持了较高的主权信用；但区域内部不均衡，债务风险向高债务低信用国家集中。

疫情大规模财政刺激下西欧国家财政状况有所恶化。疫情暴发后，沉重打击以消费为主要拉动力的西欧经济，防控疫情措施打击内需从而使经济深度下滑，实际经济萎缩 6.8%，跌幅远超金融危机时期。政府出台减税以及支持就业、收入的财政刺激措施，2020 年西欧地区各级政府财政赤字由 2019 年的 0.8%扩大至 8.4%。受此影响，西欧地区政府债务杠杆率急速上涨并超过金融危机期间上涨幅度，2020 年西欧地区各级政府债务负担率为 98.5%，较上年上涨 13.6 个百分点（图 5 和图 6）。西欧内部来看各国财政表现差异较大，瑞士、卢森堡以及德国财政纪律良好，财政平衡多年处于盈余状态，2020 年财政赤字扩张幅度相对较小；而英国、西班牙、以及意大利等国家伴随经济大幅萎缩，2020 年财政赤字扩张幅度较大。由于疫情错期以及病毒变异等影响，预计政府不会很快撤回政策支持，短期财政赤字仍将维持在较高水平，政府债务也难以很快消减。

图5 西欧地区各级政府财政平衡



图6 西欧地区各级政府债务负担率 (%)



数据来源：国际货币基金组织，大公国际

西欧各级政府债务与财政收入之比攀升加大了偿债风险，但较强的财政收入

汲取能力以及央行宽松政策为主权信用提供了有利支撑。一方面，西欧地区经济发展水平处于全球很高水平，有较强的财政收入汲取能力。西欧国家税收征管完善，税收汲取能力处于较强水平。税收收入为西欧国家财政收入的主要来源，2020年财政收入与GDP之比约44.2%，同期全球该指标仅为31.2%。西欧各级政府债务比财政收入受较强的收入汲取能力而一直优于全球，2020年该指标大幅恶化30.4个百分点至222.7%，同期全球该指标恶化46.1个百分点至315.5%，西欧区域相比全球仍具有一定优势。另一方面，央行宽松的货币政策为西欧国家债务融资提供了超低的融资成本。2020年，为应对疫情冲击，西欧地区国家所属央行均采取紧急行动，降息以及大规模增加资产购买。2021年7月主要国家的十年期国债收益率均维持在较低水平。德国、法国的十年期国债率处于负值，英国和意大利的十年期国债收益率均为0.6%的较低水平。

由于发展不均衡使得西欧内部债务风险向高债务低信用国家集中。由于内部发展不均衡，同时受金融危机和欧债危机拖累，西欧地区经济增速始终弱于全球。意大利政治风险、英国脱欧后向心力不足以及欧盟复苏基金分配等问题，或使政治风险向经济传导，从而对经济发展产生一定负面影响。2020年，卢森堡、瑞士、荷兰、马耳他等高信用国家，各级政府负担率不足60%；与此同时，西欧总共有7个国家各级政府负担率超过100%，希腊更是超过200%。希腊、意大利和葡萄牙由于债务高企，债务偿付能力在区域表现最差。虽西欧地区整体债务处于中等水平，但西欧地区内部而言，债务负担差异较大，因此需警惕高债务国家的潜在主权信用风险。

五、疫情背景下，东盟地区社会冲突再起，政治局势稳中承压。为抗击疫情实施的扩张性财政政策导致东盟国家政府债务负担率攀升，但通畅的融资渠道、合理的债务结构和较为充裕的外部储备对偿债能力形成支撑。

东盟地区长期饱受社会动荡的威胁，疫情背景下社会冲突再起，政治局势稳中承压。具体来看，2020年，越南、柬埔寨、菲律宾和印度尼西亚的政局基本保持稳定。马来西亚政治激烈动荡，党派斗争导致前总理马哈蒂尔和现任总理慕尤丁先后辞职，目前继任者不明使马来西亚在应对疫情的关键节点陷入政治不确定性之中。泰国未来前进党被打压及国王拉玛十世道德魅力的缺陷引发泰国新一波街头抗议运动，首次将矛盾对象指向君主制、王室甚至国王本身，体现了泰国年轻一代对民主和现代政治变革的诉求。新加坡人民行动党在2020年大选中继续执政，但其收获的票数创下了历史第三低。

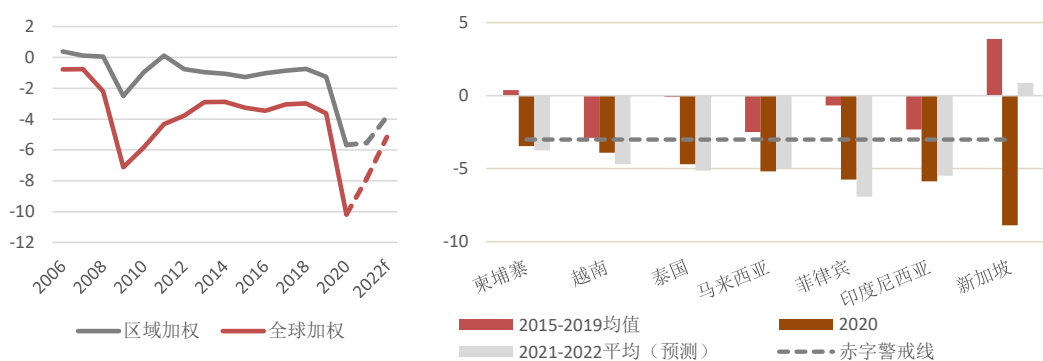
疫情冲击高度外向型的东盟经济，区域内国家经济普遍陷入严重衰退。2020年疫情冲击下，东盟国家国内消费和投资下滑，生产和出口骤降，服务业遭受重创，失业和民生问题凸显，令高度外向型的东盟经济同比萎缩3.9%，跌幅远超全

球金融危机，为亚洲金融危机以来最严重冲击。2020 年东盟各国经济遭到不同程度的冲击，除越南外，各国经济均呈负增长。其中菲律宾、泰国、马来西亚和新加坡经济衰退程度最深，跌幅分别达 9.6%、6.1%、5.6%和 5.4%，均大于全球平均跌幅 3.1%。

东盟各国为防控疫情、经济复苏和疫苗接种而采取的大规模经济刺激政策大幅推升财政赤字，2020 年东盟地区平均财政赤字扩张至 5.7%，各国财政赤字均超出赤字警戒线 3%（图 7）。经济下滑和财政赤字扩大导致东盟国家政府债务负担率攀升，2020 年东盟各国政府债务负担率区域加权值同比上升至 58.8%，仍远低于全球加权值 98.6%（图 8）。虽然各级政府债务负担率处于合理区间，但各国政府偿债压力急剧上升，2020 年各级政府债务与财政收入之比的区域加权值同比上升 70.7 个百分点至 344.6%，远高于全球加权值 315.5%。

通畅的融资渠道、合理的债务结构和较为充裕的外部储备对偿债能力形成支撑。首先，融资成本方面，近一年来除印度尼西亚和菲律宾的十年期国债收益率高于 5%，东盟其他国家¹十年期国债收益率均处于较低水平，同时，东盟国家亦可获得来自国际货币基金组织、世界银行、亚洲发展银行等国际组织稳定的低息、长期贷款。其次，东盟国家债务结构主要以长期本币为主，债务结构合理。最后，东盟地区国际储备充足。疫情冲击下东盟外部脆弱性进一步凸显，内外需求疲软，长期依赖的外部投资和全球供应链均被削弱，贸易受损显著，外国直接投资受到影响。2020 年东盟国家外债总额占 GDP 之比的平均值同比增加 1.5 个百分点至 68.9%。虽然外债规模有所上涨，但东盟地区较为充裕的国际储备为偿债能力形成支撑，2020 年底，东盟国家国际储备平均可覆盖 9.7 个月的进口。

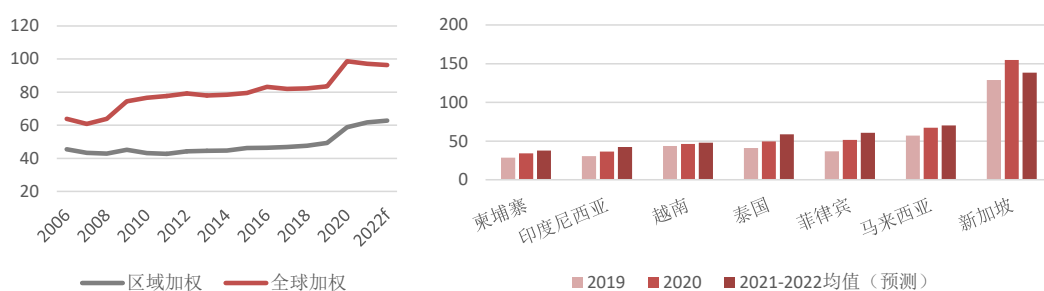
图7 东盟地区各级政府财政平衡/GDP (%)



数据来源：国际货币基金组织、大公国际

¹ 柬埔寨政府未在国际债券市场发行债券以获得融资。

图8 东盟地区各级政府总债务/GDP (%)



数据来源：国际货币基金组织、大公国际

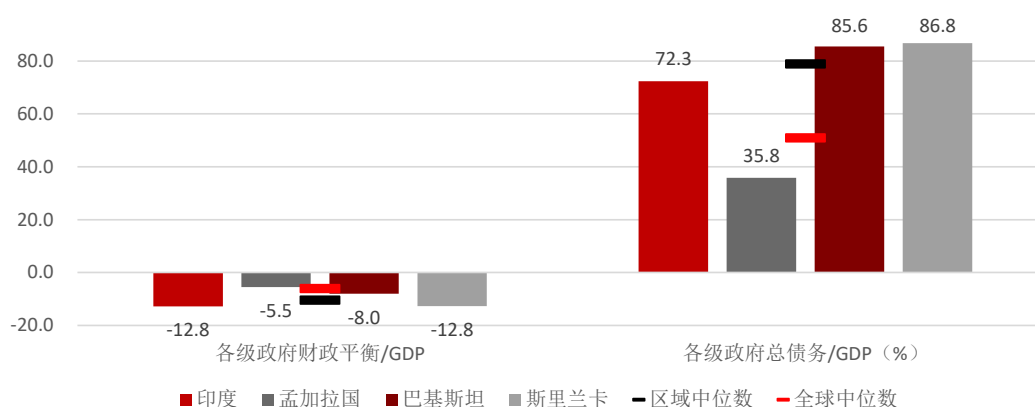
六、南亚地区政党政治的非成熟性和利益碎片化导致地区政策连续性承压，同时克什米尔问题依旧为地区地缘政治风险的最大诱因。疫情导致的地区经济收缩以及财政扩张进一步加剧南亚各国财政压力，各国政府债务负担率高企。

政治利益碎片化引致政治博弈加剧，南亚多数国家政党之间的联合、分化、支持和对峙等现象较为常见，部分国家政权更迭频繁。政治生态稳定性欠佳不利于南亚国家形成有效决策，国家政策的出台及贯彻落实面临不可持续性挑战。此外，印巴关系是南亚地缘政治博弈的核心影响要素，克什米尔问题依旧为地区地缘政治风险的最大诱因。同时，南亚地缘政治将因美军撤出阿富汗而更趋复杂，印巴两国的零和博弈正在升级。

2020年，疫情引发的经济活动停摆、贸易下降、金融和银行部门压力增大等不利因素导致地区经济出现急剧滑坡，尤其是纺织、服装和旅游等产业陷入衰退，南亚地区经济增速下滑至-5.6%。同时，疫情冲击下企业经营恶化、银行贷款减少以及违约或延迟付款增加将进一步使银行业资产质量承压。南亚国家普遍面临公共财政赤字和公共债务过高的严峻形势，而银行业对中央政府持有较高的债权比例或将增加其风险水平。此外，疫情加剧了南亚社会公共安全及卫生困境，加之庞大人口压力、偏低的粮食产量、农药风险以及蝗灾等因素，地区粮食供应安全挑战加剧，南亚地区脱贫进程受到阻碍。

疫情及经济衰退导致财政收入锐减以及财政支出增长进一步加剧了南亚各国财政压力，各国政府财政赤字率、债务融资需求和利息支出压力在较高水平上进一步提升。2020年南亚地区各级政府赤字率均值为9.8%，中位数为10.4%。南亚各国高企的政府债务负担率加剧了其偿债风险，各国政府的本币偿债能力处于较低水平。除孟加拉国外，南亚各国政府债务负担率长期高于全球中位水平。财政赤字率的上升以及债务融资需求的增加将进一步推升南亚各国政府债务水平，各级政府总债务与财政收入之比的高位攀升加剧了各国的偿债风险，部分国家通过外来融资援助增加其财政资源也加剧了政府的偿债压力。2020年，南亚地区各级政府债务负担率均值为79.3%，中位数为79.0%（图9）。

图9 2020年南亚各级政府财政平衡/GDP和各级政府总债务/GDP (%)



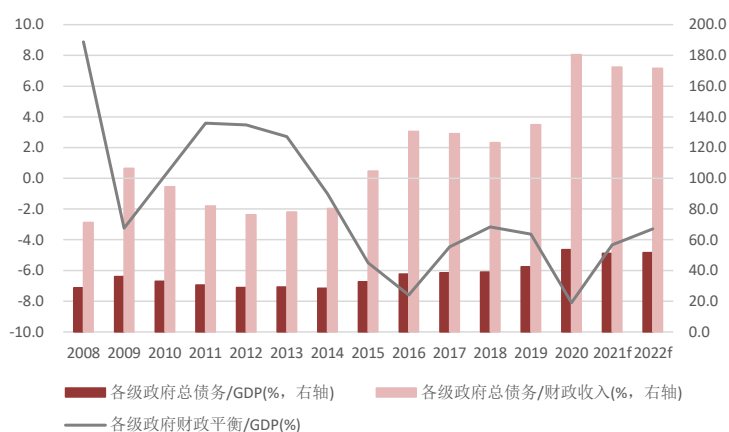
数据来源：国际货币基金组织，大公国际

七、疫情带来的经济衰退和抗击疫情政策使中东北非国家财政赤字率和政府债务负担率上升，财政巩固政策和主权财富基金有助于巩固中东北非国家主权信用。

疫情对全球油价的不利影响和抗疫支出的增加导致中东北非国家各级政府财政状况出现恶化。首先，疫情的蔓延导致2020年第二季度全球油价降至不足40美元/桶，同时全球贸易和跨境旅游也受到大幅冲击，上述不利因素的叠加导致中东多国政府财政收入大幅承压。其次，疫情带来的失业率上升和贫富差距扩大叠加地缘政治冲突和民族宗教矛盾使得中东北非地区社会矛盾高企，其中2021年上半年巴以两国再次爆发激烈冲突，也门内战也没有出现缓和迹象，这在一定程度上阻碍了上述国家的经济复苏进程，并迫使其政府增加维稳性支出和军费开支。再次，疫情期间中东北非多国政府采取了诸如“封城”、增加医疗卫生和福利性支出等抗疫措施，同时采取扩张性财政政策刺激私人消费和投资，使得政府财政支出大幅增加。受此影响，2020年中东北非地区加权平均财政赤字率较2019年明显上升，达到8.1%，但仍然低于全球加权平均财政赤字率。

受财政赤字率上升的影响，中东北非各国政府债务负担率普遍攀升，但债务风险依然可控。疫情期间中东北非国家除了使用扩张性财政和货币政策刺激经济外，也会接受联合国和海合会等国际组织的外部援助以及国际货币基金组织和世界银行等金融机构的贷款，这也导致2020年中东北非国家政府债务负担率同比上升超过10个百分点达到53.5%，但仍然远低于全球平均水平。从债务期限结构看，中东北非国家各级政府短期债务占比大多不超过20.0%，最高也只有21.6%，债务集中到期的风险较低；从债务币种结构看，中东北非国家政府外币债务大多为美元债，除土耳其和埃及等少数国家外，大多数中东北非国家本币汇率与美元固定或波动幅度较小，因汇率波动造成的违约风险也较低。总体来看，中东北非国家政府债务风险依然可控。

图10 中东北非地区各级政府财政和债务状况



数据来源：国际货币基金组织，大公国际

财政巩固政策和主权财富基金有助于巩固中东北非国家主权信用。首先，2021 年全球油价大幅反弹，这将对中东北非国家财政巩固政策形成利好，同时中东北非产油国家仍将持续推进经济多元化战略，大力发展制造业和金融、旅游等服务业，降低经济和财政对石油行业的过度依赖，以减轻全球油价波动的冲击。不过中东北非国家财政巩固的政策效果还会受到疫情和地缘政治矛盾未来走势的影响。其次，中东产油国大多拥有丰富的主权财富基金，能够对主权债务实现覆盖，以降低主权信用风险。不过部分非石油国家在经济、财政和抗疫方面对外部援助较为依赖，主权财富基金也较少，主权信用脆弱性依然显著。