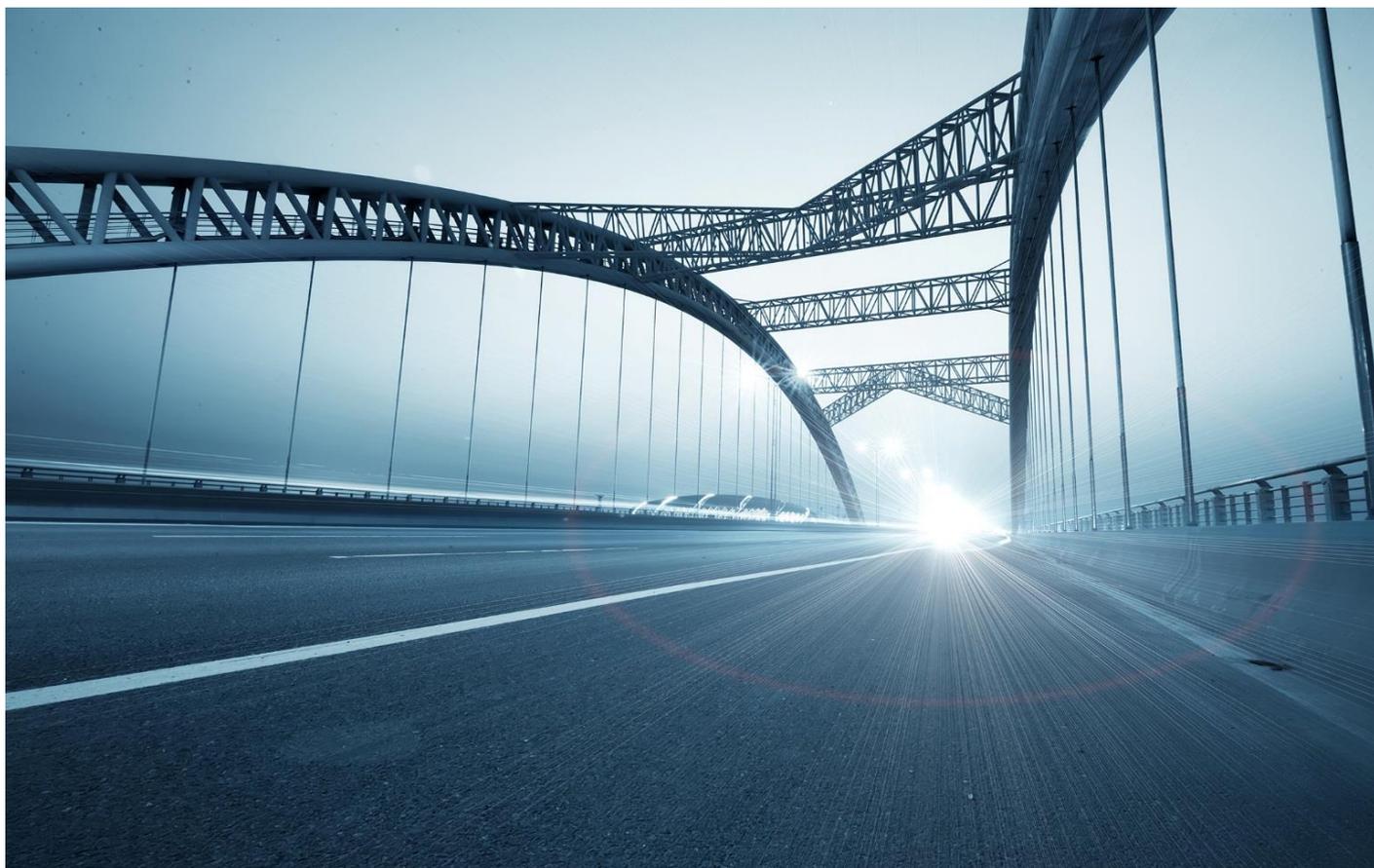


## 2019 年全球信用风险展望



2019 年 1 月 22 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

## 2019 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，全球将迎来又一个偿债高峰，部分国家债务集中到期偿还压力较大，外资流出、货币贬值等因素将进一步加剧新兴经济体外债偿还压力。受政治极化加剧、民粹主义进一步崛起等因素的影响，预计 2019 年地缘政治风险将成为全球信用风险最大的不确定性。随着全球经济增长动能的趋缓，预计 2019 年全球经济增长下行压力将进一步加大，受全球流动性收紧及贸易摩擦风险影响，全球经济增速将放缓至 3%左右的水平，但发达经济体和新兴经济体将有所分化。中美贸易战引发的双核共振对全球经济影响较大，尤其是美国经济在进入周期后段后，在 2019 年的表现对全球经济的影响举足轻重。全球资产价格受美元加息和融资成本上升的影响将出现较大的波动，尤其是货币资产的波动不确定性较大，预计经济-金融风险冲击链条有可能在 2019 年加剧。

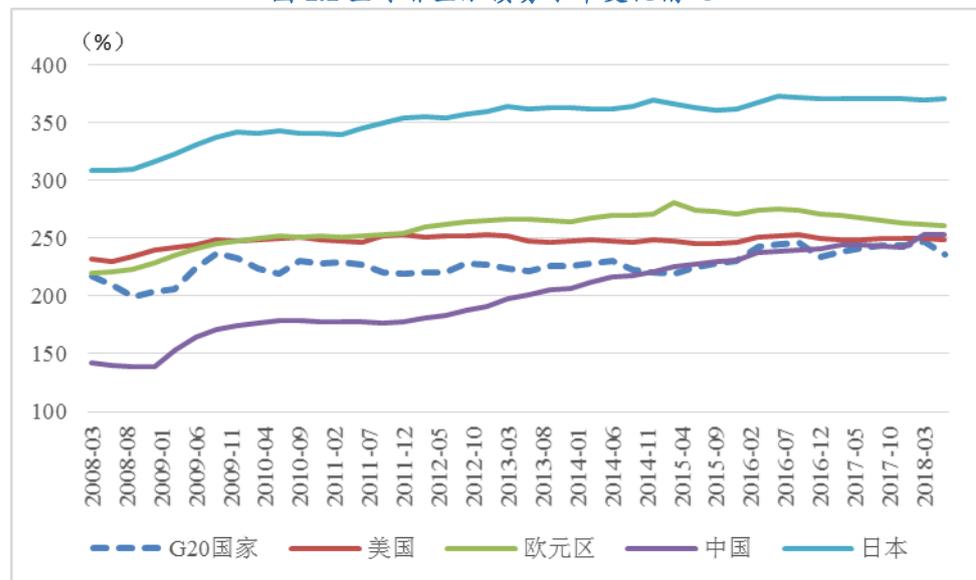
从全球各区域来看，欧洲地区的一体化面临严峻挑战，主要体现为核心国家影响力下降、民粹主义政党执政掣肘改革进程、英欧关系不确定性加大及安全风险上升等问题，但在结构性改革持续推进的背景下，欧洲各国的财政赤字及政府债务有望进入下行通道，欧洲统一财政联盟及“多速欧洲”等方案或成为协调解决财政及债务问题的机遇；亚太地区地缘政治风险有所下降，但高杠杆依旧是制约地区信用水平的主要因素，地区经济增长受贸易保护主义倾向上升及全球需求减少等因素影响有所放缓，美元升值也使得亚太地区新兴经济体货币普遍承压贬值，全球流动性收紧加剧了亚太地区新兴市场的资本外流压力，部分对外资依存度较高的国家将不可避免的受到冲击；中东非洲地区地缘政治风险仍处于较高水平，地区财政状况和贸易活动在油价支撑下得到一定改善，特别是产油国改善明显，但中长期增长前景不确定性较大，未来偿债能力很大程度上取决于国际油价走势；独联体地区政治环境仍面临一定的不确定性，美国对俄罗斯的制裁仍将持续，各经济体之间经济实力差异较大，但地区经济复苏态势明显，政府债务水平保持在合理可控范围，区域内经济贸易合作不断加强，外债水平可控，对外债的偿付能力保持稳定；北美地区美国和加拿大的政局稳定性均出现了下滑趋势，作为全球经济领头羊的美国经济步入周期拐点，持续上升财政赤字和政府债务也将对其未来经济增长形成制约；拉美地区政治极化现象加剧，民粹主义力量上升，政局的稳定性有所下降，虽然政府债务水平总体可控，但部分国家信用风险有所上升，需要重点予以关注。

## 一、全球信用风险综述

### ◆ 2019 年全球将迎来又一个偿债高峰, 部分国家债务集中到期偿还压力较大, 外资流出、货币贬值等因素则将进一步加剧新兴经济体外债偿还压力

自 2009 年全球经济危机以来, 全球各国普遍推出了不同程度的货币宽松政策以刺激经济增长。在此背景下, 全球债务水平持续攀升, 但由于各国对于金融监管的加强, 债务增长主要集中在非金融部门。具体来看, G20 国家非金融债务水平从 2008 年的 200% 左右攀升至 2018 年一季度 246.5% 的历史高位, 其中日本非金融债务水平最高, 2018 年已达 370% 左右, 且主要集中在政府部门; 中国非金融债务水平上升最快, 十年间上升了逾 100 个百分点, 2018 年已接近于美国等发达国家水平。

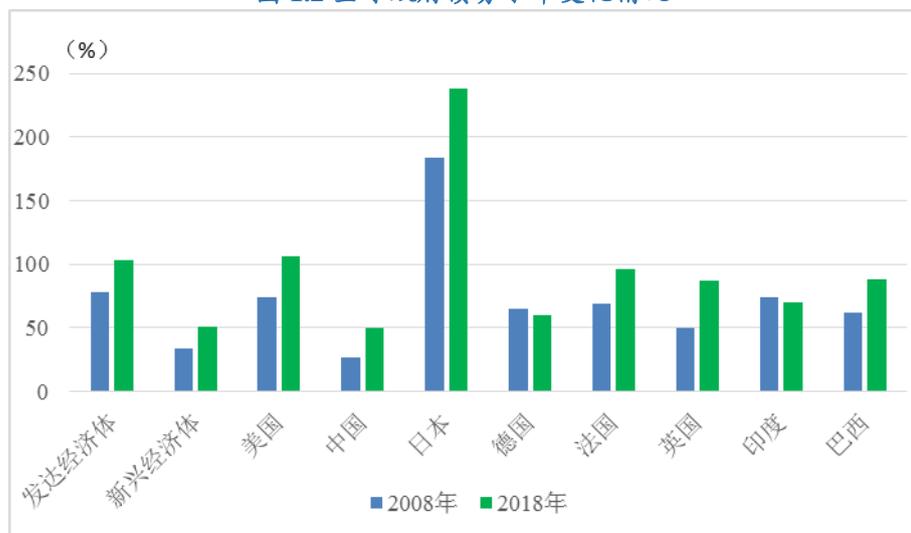
图 1.1 全球非金融债务水平变化情况



数据来源: BIS, 联合资信整理

在所有非金融企业债务中, 政府债务上升幅度较为明显, 已成为制约主权信用水平的重要因素。具体来看, 发达经济体中美国、日本、英国等政府债务水平均大幅上升, 十年间上升幅度均超过 30%, 而德国则得益于长期以来的审慎财政政策及相对良好的经济表现, 十年间政府债务水平不升反降, 2018 年已低于欧盟设置的警戒线 (60%); 新兴经济体由于有着巨大的基建融资需求, 政府资本支出压力普遍较大, 政府债务水平上升也较为明显, 其中巴西政府债务水平在 2018 年已达到近 90%, 接近于发达国家水平, 中国政府债务水平虽然在十年间接近翻倍, 但仍处于 50% 左右的相对较低水平。

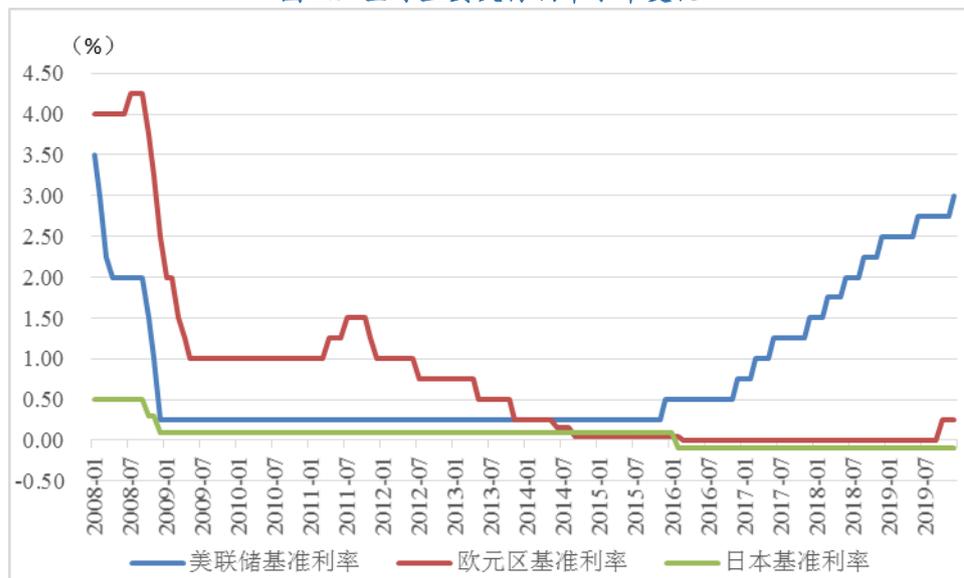
图 1.2 全球政府债务水平变化情况



数据来源：IMF，联合资信整理

在此前的低利率环境中，发达经济体政府债务融资成本极低，利率趋近于零甚至为负利率，新兴经济体政府也借此机会举借了大量外债。随着全球主要央行逐步开启加息进程，全球利率水平有望持续上升，利息支出压力将随之加大。2019 年全球将迎来又一个偿债高峰，全球偿债能力将面临一定考验。对于财政赤字水平较高或短期再融资需求较大的国家而言，其在利率水平上升时会面临更大的风险。

图 1.3 全球主要央行利率水平变化



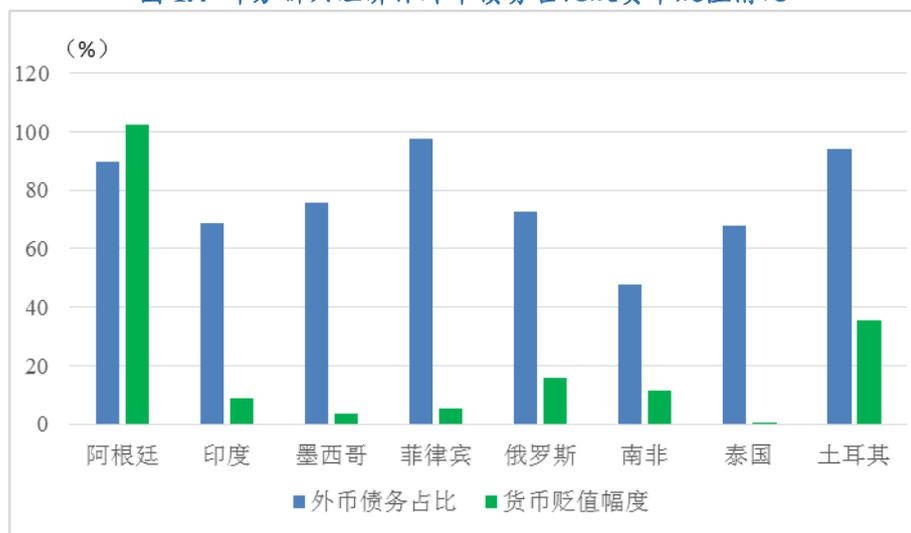
注：2019 年为预测值。

数据来源：WIND，联合资信整理

在全球流动性持续收紧、利率水平上升的背景下，新兴经济体面临的形势将更加严峻。2018 年，土耳其、阿根廷等新兴经济体经历了本国货币大幅贬值的过程，由于这些国家外

债中大部分为外币债务（主要为美元债务），因此货币大幅贬值将加大其外债偿还压力。未来一段时期内，美联储进一步加息将加剧新兴经济体资本流出，新兴经济体将面临更大的汇率波动风险。对于外币债务占比较高、严重依赖外部融资渠道的部分新兴市场国家而言，其爆发债务危机的可能性将上升。

图 1.4 部分新兴经济体外币债务占比及货币贬值情况



注：外币债务占比统计截至 2018 年 6 月底；货币贬值幅度为 2018 年 1~11 月各国货币对美元的贬值幅度。

数据来源：世界银行、各国央行网站，联合资信整理

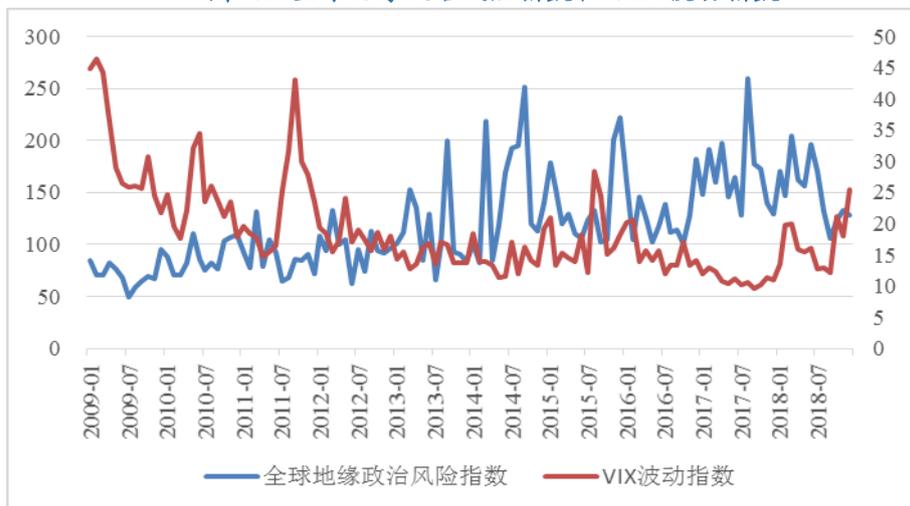
#### ◆ 受政治极化加剧、民粹主义进一步崛起因素的影响，2019 年地缘政治风险或将成为全球信用风险最大的不确定性

2009 年全球经济危机以来，全球地缘政治风险总体呈上升之势，并和金融市场预期风险之间表现出一定的相关性（见图 1.5）。2018 年以来，受政治极化加剧、民粹主义进一步崛起等因素影响，全球地缘政治风险进一步上升。具体来看，意大利右翼政党“五星运动”在 2018 年赢得了议会大选，组建了西方首个民粹主义政府，瑞典、斯洛文尼亚等国右翼势力虽未上台，但影响空前扩大；拉美地区的右翼势力在阿根廷、秘鲁、智利等国相继赢得大选胜利后，2018 年又赢得了巴拉圭、哥伦比亚和巴西等国的大选，拉美地区政治右转的趋势进一步加剧。未来一段时期内，在全球经济增速放缓、贸易摩擦持续的背景下，右翼民粹势力仍有进一步崛起的空间，其影响方式或将从短期运动式转向长期制度化，对全球政治经济格局的影响不容忽视。

此外，尽管 2018 年朝鲜半岛局势有所缓和，但全球其它地区的小范围冲突仍在持续。中东地区仍然是全球的“火药桶”，卡塔尔在经历断交风波后与周边国家关系持续紧张，沙特记者卡舒吉在沙特驻土耳其总领馆遇害事件使得沙特处于全球舆论的压力之下，叙利亚、也门、利比亚、加沙地带等地区仍处在战争或武装斗争状态，再加上特朗普政府公开

煽动伊朗国内的反政府运动、退出伊朗核协议并全面重启对伊朗制裁等活动，中东地区地缘政治风险持续上升。此外，乌克兰与俄罗斯在刻赤海峡爆发冲突使得东欧地区局势再度紧张，对欧洲安全局势也造成一定程度的威胁，美国及欧洲对俄罗斯制裁或将进一步加剧。

图 1.5 全球地缘政治风险指数和 VIX 波动指数



注：全球地缘政策风险指数是由美联储委员会经济学家开发的一种基于新闻的地缘政治风险评估方法；VIX 波动指数是芝加哥期权期货交易所推出的用于反映市场对未来 30 天市场波动性预期的指数，通常被用于评估未来风险，因此也被称为“恐慌指数”。

数据来源：WIND，联合资信整理

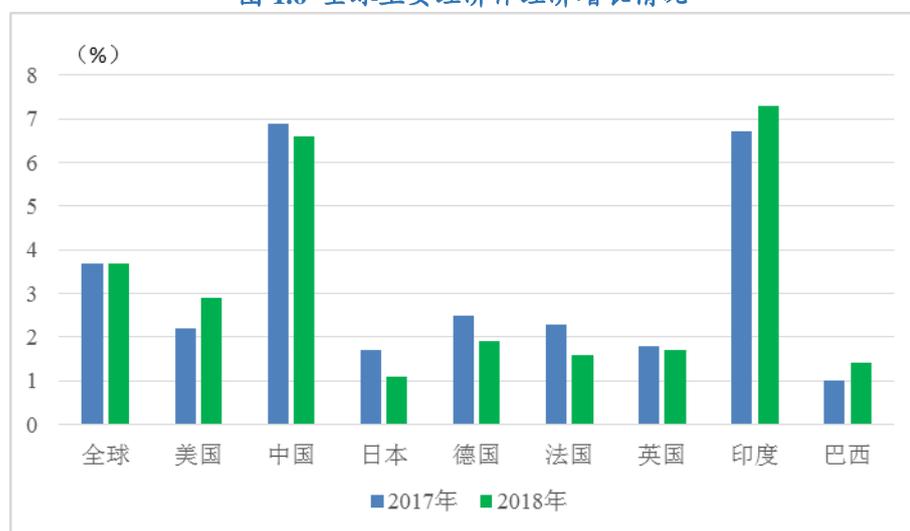
2019 年，地缘政治风险或将成为全球信用风险最大的不确定性。2019 年 3 月底英国将正式脱欧，且从目前情况来看“无协议脱欧”的可能性较大，这将对英国及欧盟整体经济产生不利影响，英国和欧盟关系未来走势也充满不确定性；2019 年 5 月，欧洲议会将举行大选，欧洲各国民族主义势力或将首次形成统一阵线，增强反区域一体化的力量；拉丁美洲右翼势力在 2018 年赢得多国大选之后与左翼势力之间的矛盾将进一步激化，将对地区合作及地区整体经济增长产生不利影响；美国对伊朗的制裁仍将持续，且欧洲近期也加入了制裁伊朗的行列，中东地区政局不确定性进一步上升，全球能源安全面临一定挑战。

### ◆ 2018 年以来全球经济增长动能有所趋缓，预计 2019 年全球经济增长下行压力将进一步加大

2018 年以来，全球经济延续了上年的复苏态势，但主要经济体表现分化明显。贸易保护主义倾向抬头导致全球贸易增速大幅放缓，美联储持续加息引发新兴经济体资本流出加剧，全球经济下行压力有所加大。在此背景下，预计 2018 年全球经济增速达到 3.7%，较 2017 年基本持平。

具体来看，美国经济在 2018 年表现超出预期，减税效应及海外资金回流在很大程度上促进了美国经济增长，全球经济增速有望达到 3% 左右，显著高于上年同期水平；从欧洲来看，2018 年德、法、英三大经济体国内政局均经历了不同程度的动荡，再加上全球贸易保护主义倾向抬头等因素的影响，2018 年三国经济增长均呈现放缓迹象，前三季度 GDP 实际增速分别为 1.6%、1.8% 和 1.3%，均较上年同期有不同程度的下滑；日本经济在 2018 年上半年维持了平稳增长，但受地震、台风等一系列自然灾害的影响，日本经济在三季度陷入停滞，预计全年日本经济增速将放缓至 1% 左右水平；从新兴经济体看，受美联储加息影响，新兴经济体普遍面临资本外流加剧、货币大幅贬值等问题，部分国家（如土耳其、阿根廷等）爆发了不同程度的货币危机或经济危机，另一方面中国、印度等大型经济体受到外部冲击的影响相对有限，但受内部因素影响经济表现差异较大，2018 年两国经济增速分别有望达到 6.6% 和 7.3%。

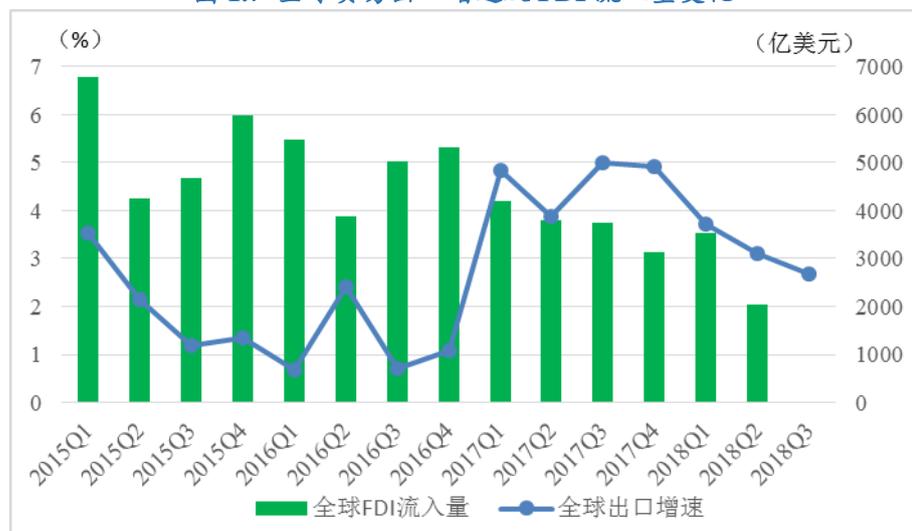
图 1.6 全球主要经济体经济增长情况



数据来源：IMF，联合资信整理

尽管全球经济在 2018 年延续了持续复苏的态势，但是作为全球经济增长两大主要动能的对外贸易和对外直接投资（FDI）均呈趋缓之势。具体来看，由于贸易保护主义导致全球关税水平大幅上升，全球出口增速自 2018 年一季度起呈持续下滑态势，预计全年增速为 3.9% 左右，显著低于上年 4.7% 的增速；受美国税改因素影响，大量跨国公司利润汇回美国，再加上美联储加息引发的新兴市场国家资本外流，2018 年上半年全球 FDI 流入量同比减少了逾 30%，二季度 FDI 流入量更是降至近年来的最低水平。经济增长动能的放缓预示着全球经济增速在 2018 年或将见顶，未来经济增长下行压力将进一步加大。

图 1.7 全球贸易出口增速及 FDI 流入量变化



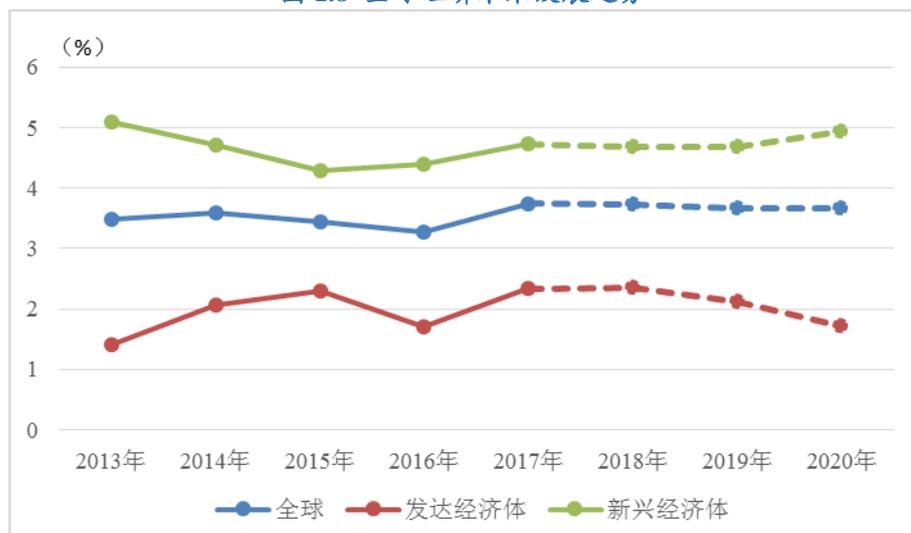
数据来源：UNCTAD、OECD，联合资信整理

尽管自 2018 年下半年以来全球贸易摩擦有所趋缓，但未来仍将对全球贸易及经济增长产生影响。具体来看，虽然《美墨加协定》已经正式签订，但美国仍未取消对加拿大和墨西哥的钢铝关税；在两国元首于 G20 峰会上达成共识后，中美双方已停止升级关税等贸易限制措施，美国将推迟针对 2000 亿美元中国商品的进口关税由 10% 上调至 25% 的计划，中国将下调及取消针对美国进口汽车的关税，但在 2019 年三个月“停战期”期满后，中美贸易战仍存在延续的可能；在与美国的关税谈判迟迟未能取得进展后，欧盟已批准和日本签订《欧日贸易协定》，以应对美国贸易保护主义。

此外，世界贸易组织（WTO）改革也在持续进行中，美国、欧盟、日本、中国等多方已提交了改革方案，但预计各方为了维护各自利益将很难达成一致，在全球贸易摩擦持续的情况下 WTO 的前景不容乐观。随着《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）于 2018 年底正式生效，再加上《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）也有望于 2019 年达成，未来国际多边合作有望进一步转向区域化。

综合以上因素，预计 2019 年全球经济增速将放缓至 3.5% 左右的水平，但发达经济体和新兴经济体将有所分化。具体来看，发达经济体经济增速将面临普遍下滑的局面，其中美国经济增速将放缓至 2%~2.5% 的区间，欧元区经济增速将进一步降至 2% 以下，日本经济仍将维持在 1% 左右的水平；新兴经济体经济增速在 2019 年有望保持稳定，其中中国经济增速将延续放缓态势，但预计仍将维持在 6% 以上，印度经济增速有望保持在 7.5% 左右的较高水平，对全球经济增长的贡献也将进一步提升。

图 1.8 全球经济未来发展趋势



注：2018~2020 年数据均为预测值，以下同。

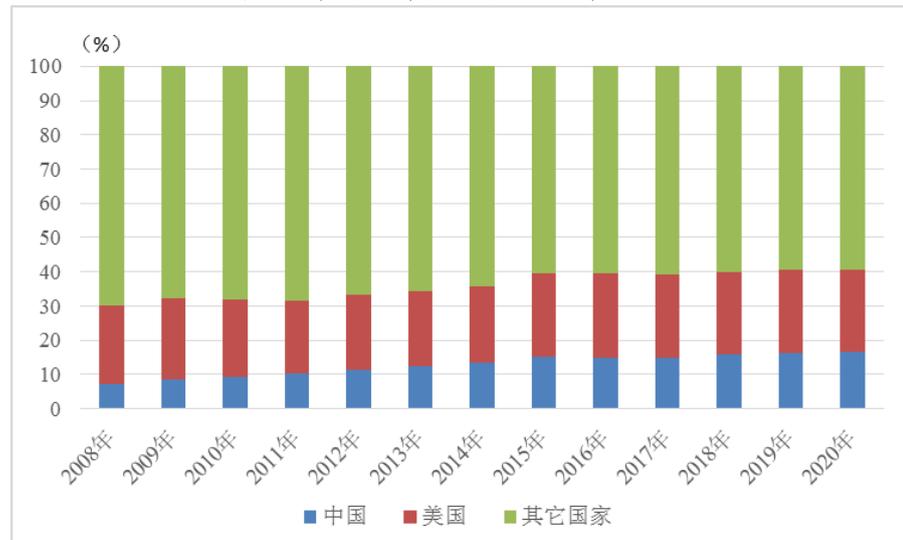
数据来源：IMF，联合资信整理

### ◆ 中美贸易战引发的双核共振对全球经济影响较大，尤其是美国经济在进入周期后段后，在 2019 年的表现对全球经济的影响举足轻重

自 2009 年全球经济危机以来，美国经济占全球 GDP 的比例一直保持在 20%~25% 的水平，而中国经济占比则由 8% 左右上升至 15% 左右，十年之间几近翻倍，而中美两国经济合计占全球 GDP 的比例已达 40% 左右，成为拉动全球经济增长的主要“双核”，因此两国经济对全球经济未来增长趋势有着重大影响。目前，中美贸易战仍是两国经济增长面临的重要不确定性因素之一。尽管从短期来看，中美贸易战对中美两国经济增长的直接影响并不明显，但如果中美贸易战在三个月“停战期”后延续或进一步升级，将在很大程度上拖累两国经济增长，并对全球经济产生较大影响。对中国而言，贸易战可能会延误中国产业升级的步伐，加大人民币贬值压力，加剧资本市场的波动，并推升中国的整体信用风险；对美国而言，贸易战会对美国部分出口行业产生较大影响，经常账户赤字将进一步扩大，提升美国信用风险的不确定性，也有可能对美国国内政局产生一定影响。

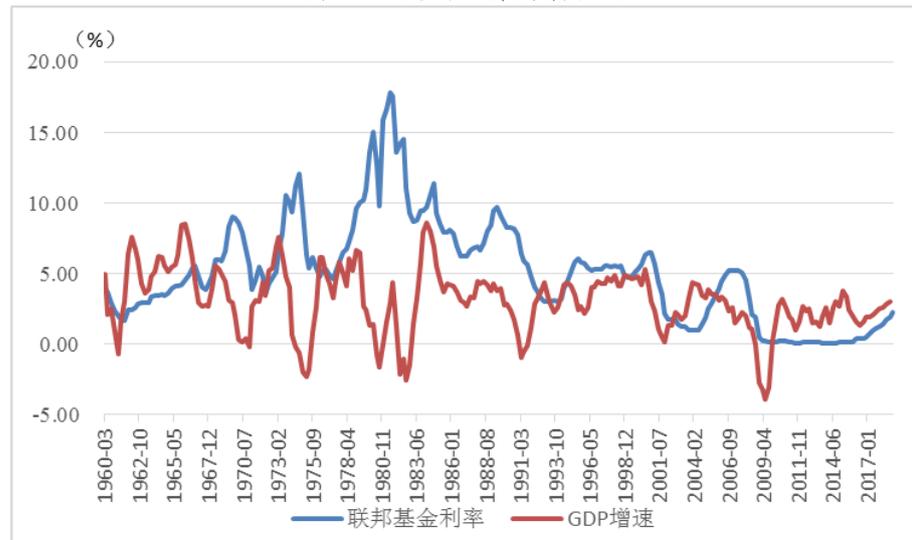
作为全球经济增长的主要引擎，美国经济在 2018 年前三季度的表现较好，但随着利率水平的上升及减税效应的趋弱，美国经济在四季度已呈现放缓迹象。从美国经济周期表现来看，美国经济增速与联邦基金利率水平之间呈现出一定的负相关性，美联储的历次加息周期往往伴随着美国经济走向疲弱。2018 年美国已进入此轮周期后段，2019 年美国下行可能性较大，但也不排除美国通过放缓加息节奏或推出新的刺激计划来延缓经济增速下滑的可能。美国经济增速的放缓意味着全球需求量的减少，对于出口市场较为依赖美国的国家而言其经济增长将受到一定影响，原油等大宗商品价格也将面临一定压力，全球经济增长不确定性将进一步上升。

图 1.9 中美经济在全球 GDP 中的占比



数据来源: IMF, 联合资信整理

图 1.10 美国经济周期表现



数据来源: IMF, 联合资信整理

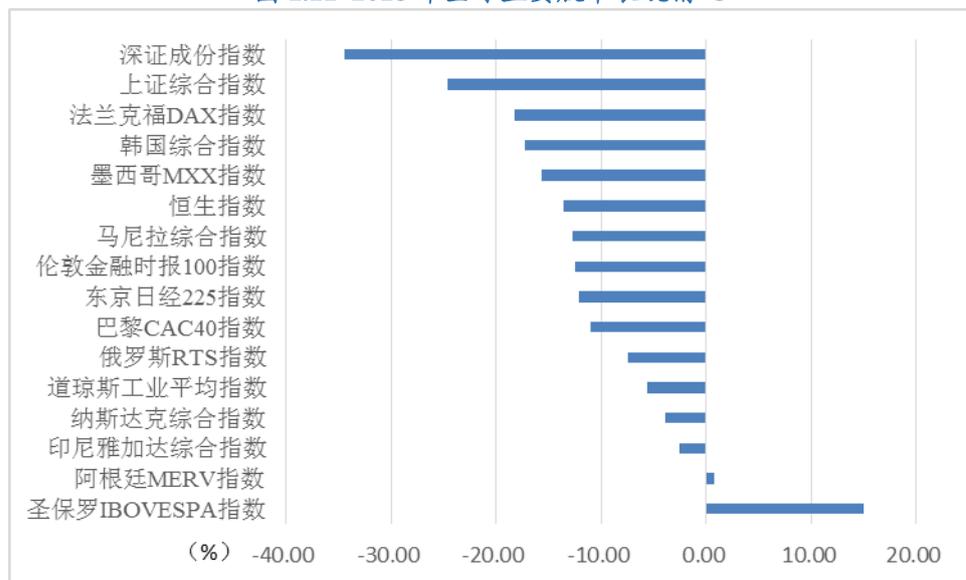
◆ **全球资产价格受美元加息和融资成本上升的影响将出现较大的波动，尤其是货币资产的波动不确定性较大，预计经济-金融风险冲击链条有可能在 2019 年加剧**

2018 年，在美元加息和融资成本上升的背景下，全球资产价格普遍下跌，尤其是新兴市场国家货币和股市跌幅较大，MSCI 新兴市场货币指数和股票指数全年分别累计下跌 4% 和 17%，均为近年来最差表现。从发达经济体来看，美元成为了 2018 年为数不多的表现较好的资产，美股虽然在前三季度表现较好，但在四季度大幅下跌，抹去之前全部涨幅，德国、日本、法国

等发达国家股市也均出现不同程度下跌。债市方面，2018 年以来全球风险偏好持续下降，资金持续由股市流向债市，债市收益率总体呈下降趋势。

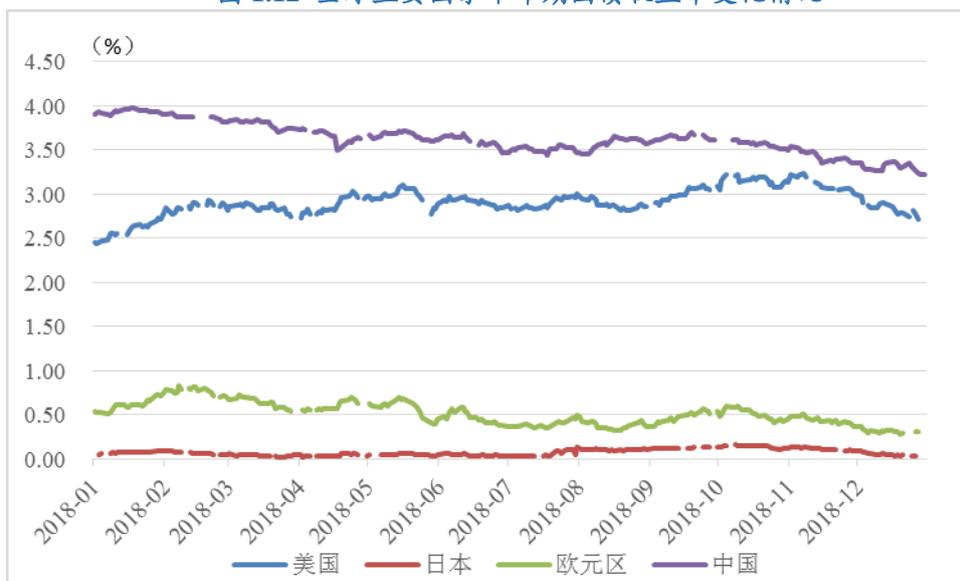
展望 2019 年，随着美联储进一步加息及全球经济下行压力的加大，预计全球资产价格仍将出现较大的波动。鉴于美国经济增速放缓的可能性较大，美元或将难复 2018 年的强势表现，全球货币资产的波动不确定性较大。由于美股估值水平依然处于历史高位，贸易摩擦升级、国内政策不确定性加大等外部因素可能会导致美股的大幅调整，从而引发全球金融市场的广泛振荡。新一轮的金融-经济风险冲击链条已经形成，其影响有可能在 2019 年加剧。

图 1.11 2018 年全球主要股市表现情况



数据来源：WIND，联合资信整理

图 1.12 全球主要国家十年期国债收益率变化情况



数据来源：WIND，联合资信整理

## 二、一体化面临严峻挑战的欧洲地区

### ◆ 核心国家德国、法国内部纷扰加剧，民粹风险未消，欧洲一体化面临多重危机叠加的挑战，欧洲地区安全风险是 2019 年面临的重大风险

2018 年，欧盟核心德国、法国国内政局均出现较大不确定性。从德国看，默克尔领导的基民盟在联邦议会选举中优势被大大削弱，之后又历经长时间组阁僵局，其联盟党基社盟以退出组阁威胁施压政府解决难民问题，加上执政联盟在地方选举中接连失利，导致德国总理默克尔宣布将放弃竞选基民盟主席，总理任期到 2021 年结束后也不再继续执政。默克尔离任不仅代表着德国在欧盟领导力的下降，也将给欧盟一体化的前景蒙上阴影。从法国看，随着经济领域结构性改革持续走向深入，政府面临各方的阻力也日趋增大，2018 年以来法国国内爆发多次罢工抗议，包括劳动法改革导致的工会抗议、法铁工人大罢工、公务员罢工等。2018 年 11 月，因马克龙总统上调汽油税及柴油税而引发的“黄马甲”运动仅仅半个月就席卷全法，发酵成一场严重的社会政治危机。作为欧洲一体化的主要引擎，德、法两国内部纷扰加剧削弱了欧洲一体化的核心领导力。

在经历了 2017 年“大选年”后，2018 年欧洲又迎来部分国家大选。意大利、匈牙利、瑞典等国选举结果表明，极右翼民粹势力虽未撼动建制力量，但在欧洲地区政治影响力空前提高，其影响方式或从短期运动式转向长期制度化。此外，东欧各国由于民族、宗教传统等拒绝按照欧盟配额接收难民，与欧盟之间的分歧愈来愈大，而难民问题与恐怖主义势力相交织也进一步助推了极右翼势力崛起，增加了欧洲的安全风险。欧盟各国的投资环境也恐遭其累，外资流入放缓或将对部分欧盟国家的经济发展带来不利影响。总体看，欧洲一体化面临多重危机叠加带来的挑战，其前景不容乐观。

表 2.1 2018 年欧洲部分国家大选情况

国家	大选结果	(潜在)影响
匈牙利	2018 年 4 月，匈牙利大选结果揭晓，由执政党青民盟和基民党组成的竞选联盟获胜；匈牙利现任总理、青民盟主席欧尔班成功赢得第四个总理任期	欧尔班在司法改革、难民政策方面态度强硬，被视为欧洲极右民族主义的代表人物，此次其以高支持率连任反映了东欧新兴国家与“老欧洲”的裂痕加深
意大利	2018 年 6 月，意大利近 3 个月的组阁拉锯后，两个民粹倾向党派——北方联盟党和五星运动党联手，组成西方首个民粹政府	新任政府“增加支出、刺激经济”的立场与欧盟提倡的财政紧缩理念背道而驰，直接导致围绕 2019 年意大利财政预算案与欧盟产生分歧
斯洛文尼亚	在 2018 年 6 月的大选中，尽管中左翼政党最终组阁成功，但反移民政党斯洛文尼亚民主党也获得 25% 选票，赢得议会 90 个席位中的 25 个，未能获得足够多的票	尽管中左翼政党最终组阁成功，但反移民政党斯洛文尼亚民主党成为议会第一大党，或将掣肘政策实施

	数独立组阁，且随后也未获议会其他政党支持组成联合政府	
瑞典	2018 年 9 月，瑞典国会选举后，由社民党等组成的中左翼阵营获得 144 个席位，中右翼联盟赢得 143 个席位，不满当前难民移民政策的瑞典民主党获得 62 席。随后社民党首相勒文由于难民、移民问题被最大在野党偏右联盟和瑞典民主党合作弹劾	瑞典民主党席位增幅近 5%，成为大选中最大赢家，但右翼势力有所扩大，政府陷入组阁僵局，对政局稳定及经济发展不利

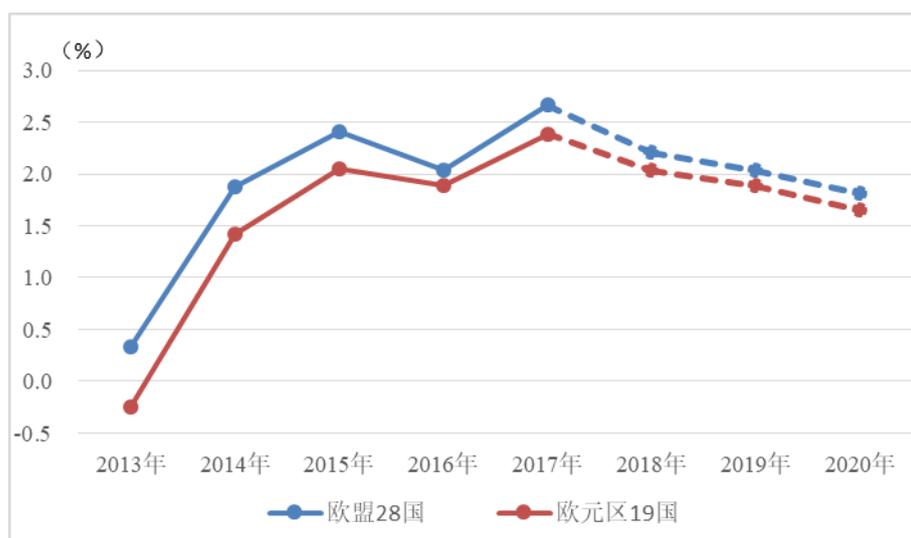
资料来源：联合资信根据公开资料整理

展望 2019 年，民粹主义风险未消、政治不确定性及地区安全风险犹存仍将是欧洲地区面临的主要风险。欧洲议会选举将于 2019 年 5 月举行，各国民粹政治势力或将首次形成统一阵线，增强反区域一体化的力量；西班牙首相拉霍伊在不信任投票中落败而被罢免，加泰罗尼亚分离主义运动或在 2019 年重拾上升之势；难民问题、极右势力崛起所引发的恐怖主义风险事件在欧洲地区有可能继续零星爆发，地区安全形势仍不容乐观。

#### ◆ 经济复苏步伐放缓，下行拐点或已出现；贸易摩擦加剧、欧洲央行货币政策正常化等均对经济前景构成风险

在宽松货币政策刺激消费、外部需求改善等内外部因素共同作用下，2017 年欧洲曾成为全球发达经济体中的领跑者，不仅整体增长态势趋于明朗，还难得地呈现出同步性，西欧、中东欧及南欧经济携手复苏。

图 2.1 欧盟及欧元区经济增长及预测

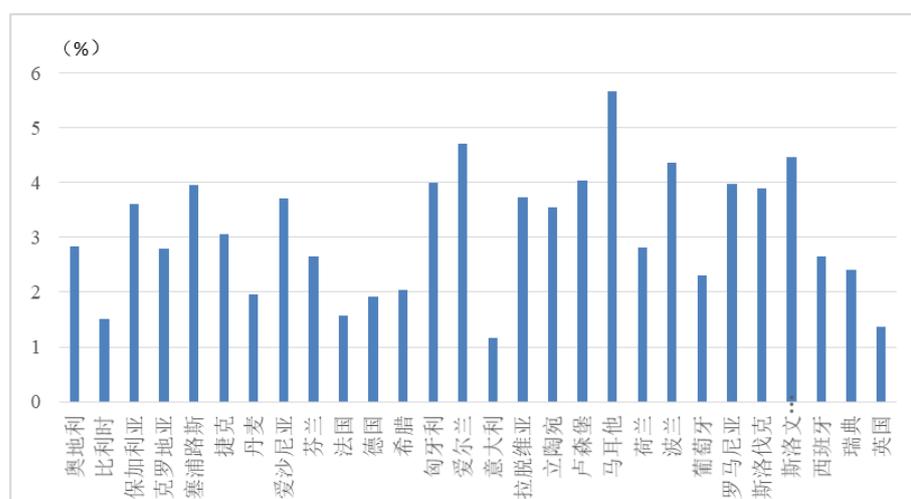


数据来源：IMF，欧盟统计局

但进入 2018 年以来，受国内政局不稳及国际贸易保护主义倾向上升等因素影响，德国和法国经济增速将分别放缓至 1.9% 和 1.6% 左右；受益于欧盟基金带来的投资增长及工资

上涨对消费的拉动，中东欧国家预计将延续上年的良好表现，波兰、匈牙利、保加利亚、立陶宛、爱沙尼亚等多国预计有望保持 3.5% 以上的较高增速；曾遭受欧债危机冲击严重的南欧各国经济表现预计将在 2018 年出现分化，其中希腊经济增速保持稳定，并于 2018 年 8 月正式退出历时八年的欧盟救助计划，预计全年经济增速将达到 2% 以上，而意大利受极右翼政党上台影响政策不稳定性显著上升，与欧盟就预算问题的分歧已然对经济加速形成明显掣肘，2018 年经济增速将进一步放缓至 1.2% 左右。总体看，预计 2018 年欧洲地区复苏步伐将放缓，欧盟和欧元区经济增速将分别降至 2.2% 和 2% 左右。

图 2.2 2018 年欧盟各国经济增长情况

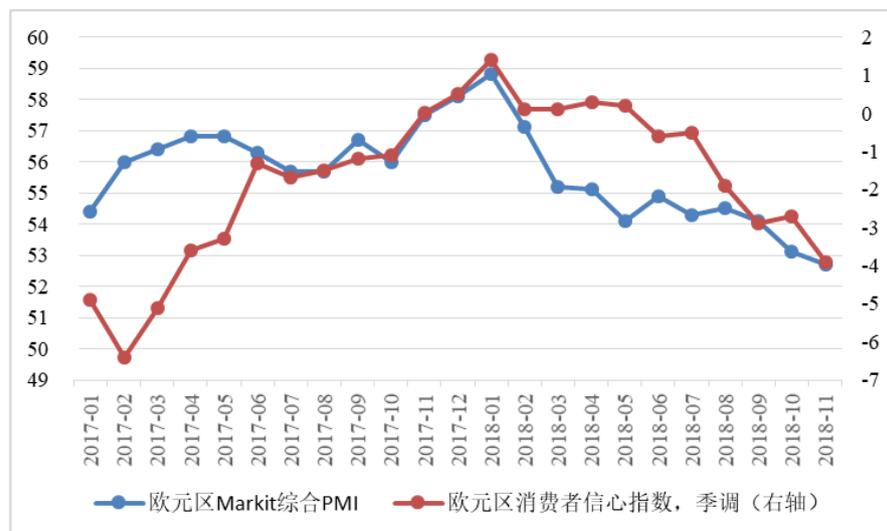


数据来源：IMF，欧盟统计局

展望未来，由于国际贸易保护主义加剧及全球经济增速普遍放缓，欧盟贸易出口增速预计将持续下滑，而进口增速将在国际油价上升的背景下呈现上行趋势，净出口对经济增速的贡献将持续减弱。此外，欧洲央行收紧货币政策的步伐可能持续，欧盟及欧元区月度 HICP 增幅到 2018 年年中均已逐步回升至 2% 左右的水平，达到了欧洲央行的既定目标范围内，年底前将结束 QE，明年 9 月或 10 月可能进行首次加息，这可能会进一步消减欧洲经济增长活力。

从欧洲经济先行指标分析，2018 年以来，Markit 综合 PMI 一路下行，到 2018 年 11 月跌至一年以来的低点，持续接近 50% 的“荣枯分界线”；欧元区消费者信心指数从 2018 年 6 月以来转为负值并持续下滑，均显示欧洲地区消费信心趋于低迷，制造业景气度下降。欧洲经济中长期下行风险开始累积，预计欧盟经济将在 2020 年进一步放缓至 2% 以下。

图 2.3 欧洲经济先行指标



数据来源：欧盟统计局

### ◆ 英国“脱欧”前景难料，无协议脱欧可能性上升，将打击金融服务业以及经济增长势头

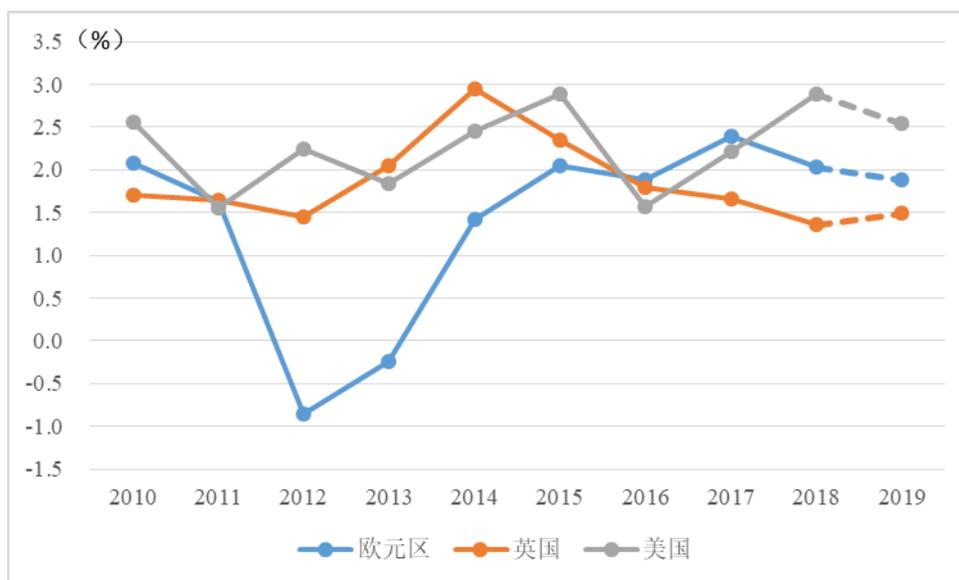
近两年来，英国与欧盟经过多轮谈判，于 2018 年 11 月 4 日敲定了脱欧协议草案，就脱欧协议文本在技术层面达成一致。但英国议会各党对脱欧路径以及未来英国与欧盟关系分歧严重，英国议会于 2019 年 1 月 15 日否决了这一草案，英国“无协议脱欧”的可能性大增。

此外，脱欧前景难料还将严重冲击英国金融服务业。英国金融业资产规模大约相当于 GDP 的 4.5 倍，其中外资银行资产占全部银行业资产的约 50%。根据现有金融管理制度，设在英国的金融机构可向欧盟所有成员国客户提供金融服务。长期以来，这吸引了众多海外投资者进入英国金融业，利用伦敦等地优越的金融基础设施和人力资源，拓展整个欧洲业务，同时也巩固了伦敦的国际金融中心地位。而“无协议脱欧”意味着在英国的金融机构失去“牌照通行权”，其庞大的欧元清算业务和交易将不可避免地受到冲击，多家大型金融机构曾表示要在英国正式“脱欧”前把迁出伦敦，在爱尔兰都柏林、卢森堡、德国法兰克福和法国巴黎重新落户，将严重打击英国的金融服务业，削弱伦敦第二大国际金融中心地位。

商业环境不确定性上升，投资信心动摇，挫伤了英国经济增长势头，由此还会带来失业人数的增加。次贷危机和欧债危机以来，英国经济复苏势头在发达经济体中较为突出，2011~2015 年平均实际经济增速（2.20%）显著高于欧元区平均水平（0.80%），2013~2014 年高于美国经济增长水平（如下图所示）。但 2016 年“脱欧”进程开启后给英国的整体投

资环境造成了较大负面冲击，消费及投资情绪受到波及。2018 年，特别是全球贸易保护主义倾向上升、美联储和欧洲央行纷纷收紧货币政策等因素也将对英国经济造成一定影响，预计英国 2018 年 GDP 增速将进一步放缓至 1.60% 左右。

图 2.4 次贷危机以来英国与欧元区、美国经济增速对比



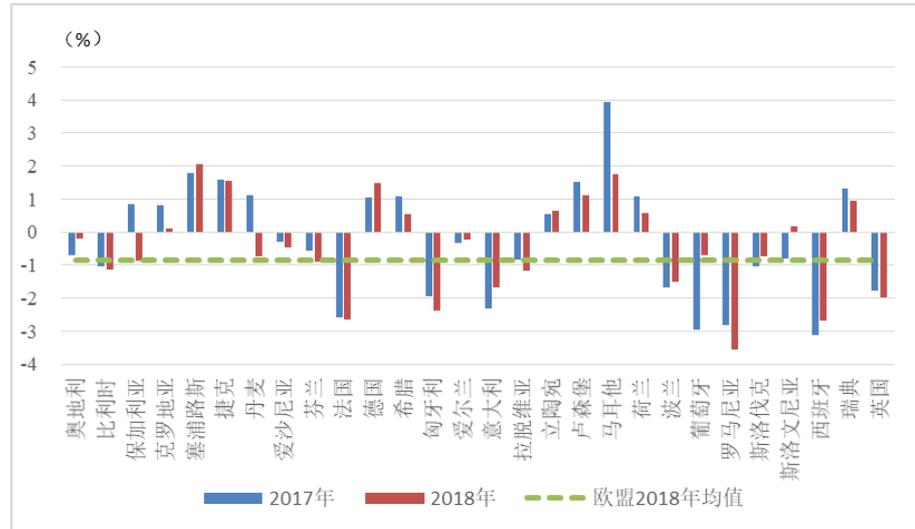
数据来源：IMF，欧盟统计局

展望 2019 年，虽然英国政府有望进一步采取减税、加强基建等刺激经济增长的措施，有望对英国经济形成一定的支撑。但脱欧进程仍将是影响英国经济增长的最大不确定因素，而随着政府加大公共投资和政府支出，预计 2019 年经济受脱欧诸多变数冲击有可能继续下滑至 1.50% 左右的水平，财政赤字缩减速度可能会放慢，政府债务将继续小幅攀升。

#### ◆ 财政状况继续好转，政府债务总体呈现高位缓降，银行业脆弱度有所改善；但部分南欧国家债务风险再现，欧洲“薄弱环节”形成的债务风险传导压力仍存

经济周期性的好转，利率下降造成利息负担减轻，加上财政整固计划的稳步实施促使欧洲各国财政状况得以持续改善，预计欧盟和欧元区的财政赤字率分别仅为 0.9% 和 0.6% 左右，较上年均有不同程度收窄，欧盟 28 国中也将有 11 个国家实现财政平衡或盈余，超出 3% 赤字上限的国家仅余罗马尼亚一国。

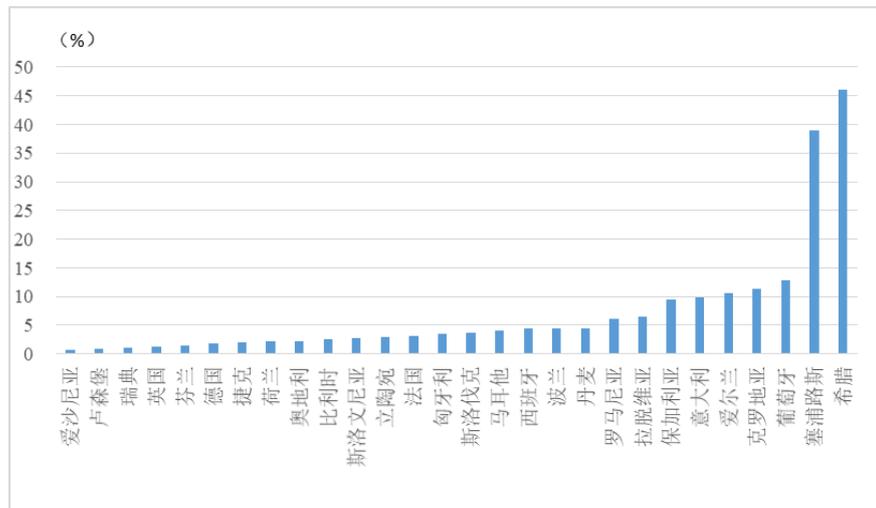
图 2.5 2017~2018 欧盟 28 国财政赤字率对比



数据来源：IMF，欧盟统计局

自 2009 年全球经济危机以来，欧盟整体银行业不良贷款率从 2008 年的 3.5% 大幅上升，于 2014 年三季度达到最高的 12.4%。之后多年来，随着各国逐步处置和剥离不良贷款，欧洲银行业平均不良贷款率回落至 5.4%，银行业不良贷款率整体呈现下降趋势，银行业脆弱度有所改善。但分区域看，曾在部分国家不良贷款高企现象依然突出，尤其是曾在欧债危机中遭受打击的 PIIGS 五国（葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙）。截至 2018 年 3 月底，除西班牙的不良贷款率下降至 4.4% 之外，希腊、葡萄牙、爱尔兰和意大利银行业不良贷款率均处于接近和超过 10% 的水平，其中希腊更是高达 46%，南欧的塞浦路斯银行业不良贷款率也高达 38.9%。

图 2.6 欧盟各国银行业不良贷款率（截至 2018 年 3 月底）



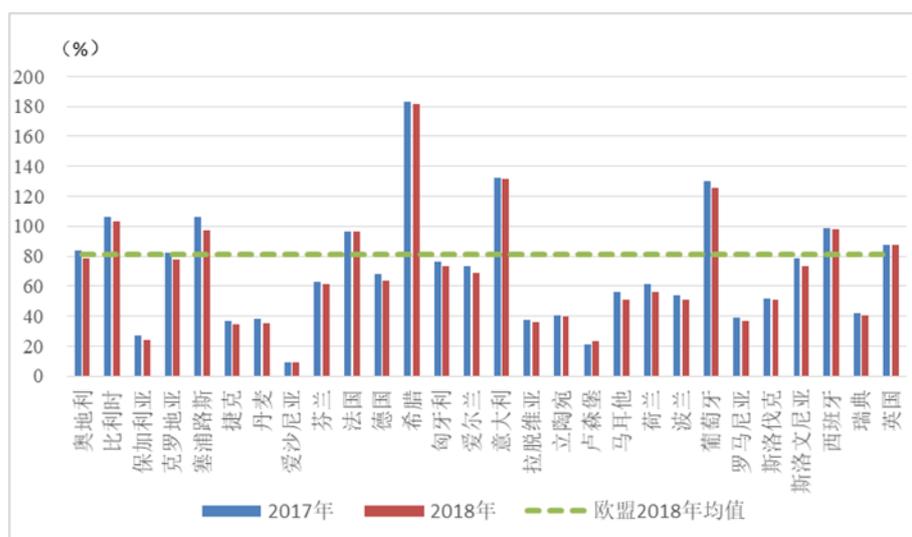
数据来源：IMF

从政府债务的角度看，欧盟和欧元区政府债务负担整体高位缓降，但国家间分化趋势明显。受益于政府对债务的严格控制，中东欧国家的政府债务率普遍不高，2018 年，预计捷克、保加利亚、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛、罗马尼亚等国家政府债务率长期保持在 40% 或以下的水平。西欧的比利时债务负担仍在 103.4% 的高位，但同比有所下行；德国政府债务负担 2018 年预计将由上年的 67.9% 缓降至 63.9%；而法国由于结构性改革滞后，银行或有负债压力突出，政府债务或由 96.6% 上行至 96.8%。北欧的丹麦、瑞典债务负担低于 45%，属于控制在欧盟规定的 60% 以下，债务负担相对可控。

与之相比，南欧的欧债危机中受冲击的希腊、意大利、葡萄牙、塞浦路斯、西班牙等国的债务负担率虽同比普遍有所下降，但依旧居高不下。南欧各国作为传统的欧洲“薄弱环节”，在欧元区成立之初，就与欧元区核心国家存在结构性差异。由于南欧各国生活水平及消费水平普遍高于其收入水平，需要从国际金融市场持续融资，导致大量欧元区核心国家向南欧各国放贷。但处于欧元区的南欧各国无货币发行权，其国债由无风险资产变成风险资产，一旦某些国家出现财政状况持续恶化招致主权政府信用国际评级的下降，在没有中央银行最后担保条件下，投资者就会担心这些国家存在违约风险，在恐慌情绪下对其国债进行抛售。由于各国银行业相互持有大量国债，金融风险相互传递，银行的信用国际评级会相应下降，进一步放大违约风险。

近年来，南欧各国普遍推进财政整固以及结构性改革，从总体政府债务率角度看，南欧在欧债危机中受冲击的希腊、意大利、葡萄牙、塞浦路斯、西班牙等国的债务负担率虽同比普遍有所下降，但依旧居高不下，2018 年政府债务率预计分别高达 181.8%、131.8%、125.7%、97.5% 和 98.4%。

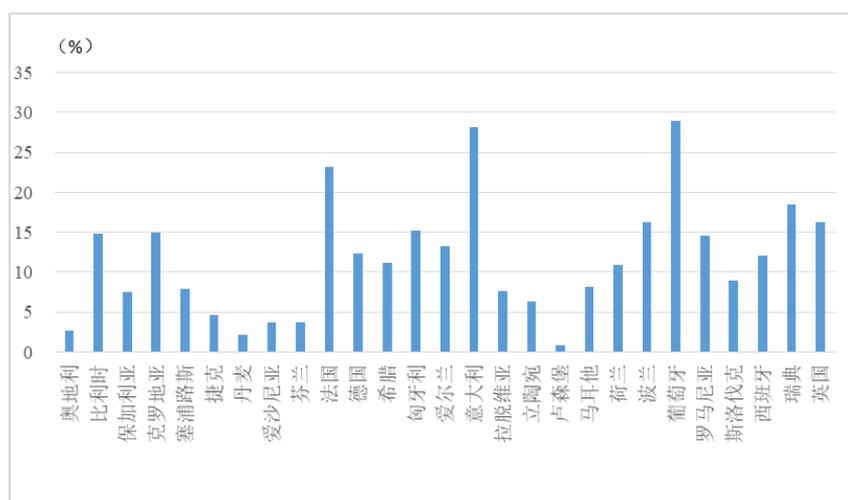
图 2.7 2017~2018 欧盟 28 国债务水平对比



数据来源：IMF，欧盟统计局

从一年以内到期的短期债务水平看，南欧国家政府短期债务水平同样较高。截至 2019 年二季度，意大利将要偿还的短期债务占 GDP 水平达到 28.2%，葡萄牙达到 29.0%，短期偿付压力较大。爱尔兰为 13.3%，西班牙也达到 12.0%，也均超过了 12% 的欧洲平均水平。信用基础不稳、债务偿还压力较大依然是南欧各国面临的普遍性问题，其债务风险传导的风险仍在。

图 2.8 欧盟主要国家一年内到期债务水平（截至 2018 年 6 月底）



数据来源：世界银行

展望未来，由于欧洲各国结构性改革持续，欧盟各国财政赤字预计仍将处于下行通道，但在经济下行压力下，赤字收缩速度可能放缓；而从债务的角度看，虽然欧洲主要国家债务负担多在高位缓慢下降，但欧盟内部结构性改革进展不一，信用基础仍然不稳使南欧等部分国家主权债务问题难以短期内从根本上改观。法国总统马克龙重提建立欧洲统一财政联盟，以及给予欧盟一体化更大弹性的“多速欧洲”等方案虽然在现阶段由于牵涉欧盟内部成员利益分歧推行难度很大，但有望成为协调改善欧洲各国财政、债务问题的机遇。

### 三、高杠杆压力下的亚太地区

#### ◆ 高杠杆依旧是制约亚太地区信用水平的主要因素

尽管亚太地区目前依旧是全球范围内经济增长最快的地区之一，但部分经济体的非金融部门（包括家庭和非金融企业）杠杆水平较高，成为制约亚太地区信用水平的主要因素。

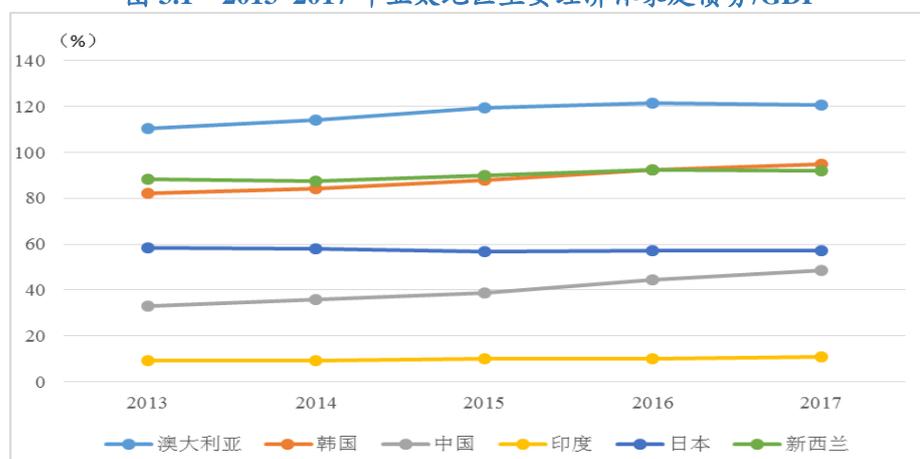
具体来看，澳大利亚和韩国的家庭债务问题最为严重，其家庭债务水平不仅明显高于区域其他经济体，而且还在逐年攀升，截至 2018 年二季度末澳大利亚和韩国的家庭债务水平分别为 121.3% 和 96.0%；马来西亚和泰国的家庭债务水平也相对较高，但得益于政府实

施的控制家庭债务的诸多措施，两个经济体的家庭债务水平已经开始稳步下降；中国的家庭债务水平虽然不高（40%左右）但增速较快，已经逼近家庭部门能承受的极限。

从非金融企业债务负担来看，中国是亚太地区非金融企业债务水平最高的国家，但得益于政府持续推动经济去杠杆，企业杠杆率自 2017 年一季度达到峰值后便持续下降，2018 年二季度末为 155.1%，债务风险得到一定程度的缓释；日本和韩国的非金融企业债务水平也较高，截至 2018 年二季度末分别为 100.1% 和 100%，均高于 90% 的国际警戒线。

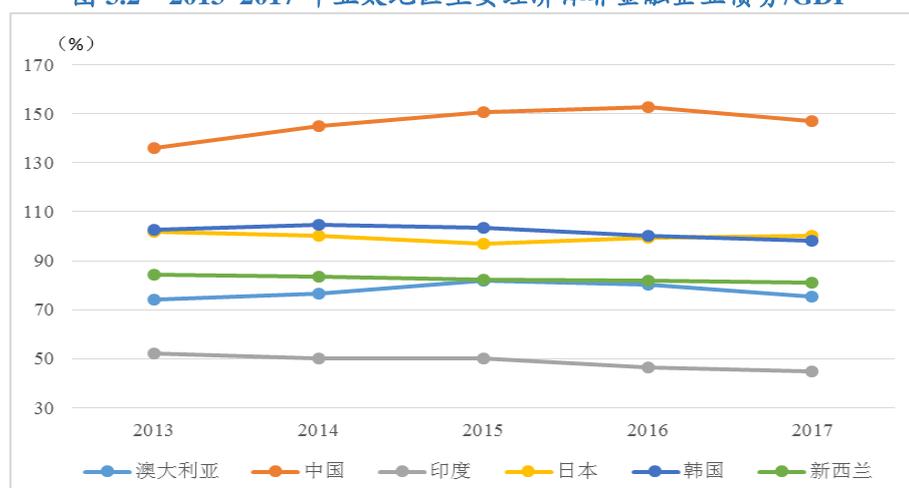
过高的家庭和企业债务负担会减缓消费支出和企业投资，从而增加经济下行压力，而高负债的家庭和企业抵御外部冲击的能力也较弱，利率大幅上升或资产价格下跌都会削弱其偿债能力，从而抬升爆发违约及系统性金融风险的概率。

图 3.1 2013~2017 年亚太地区主要经济体家庭债务/GDP



数据来源：BIS

图 3.2 2013~2017 年亚太地区主要经济体非金融企业债务/GDP



数据来源：BIS

从政府债务负担来看，日本是区域内政府债务水平最高的国家，也是全球发达国家中政府债务负担最重的国家。多年来，日本人口老龄化及安倍政府实施的财政刺激计划导致社会保障和财政开支大幅增加，而政府财政资源有限，加上超宽松货币政策作用下，日本政府债务规模持续累积，债务水平屡创新高，预计 2018 年将达到 238% 以上的水平。由于日本债务规模庞大，一旦利率出现上升，会直接推动新发债成本明显上升，从而加大债务危机的风险。从短期债务偿付压力来看，截至 2019 财年，日本政府债务到期规模为 111.47 万亿日元，约相当于 GDP 的 20%。根据 2019 财年日本政府债券发行计划，2019 财年的政府债券发行规模为 148.70 万亿日元，足以覆盖同期债务到期规模，短期内发生债务违约的可能性不大。此外，90% 以上的日本政府债务均由国内政府机构、央行及个人持有，其中央行持有国债的比例高达 40% 左右，因此短期内遭遇抛售引发债务风险的可能性也不大。

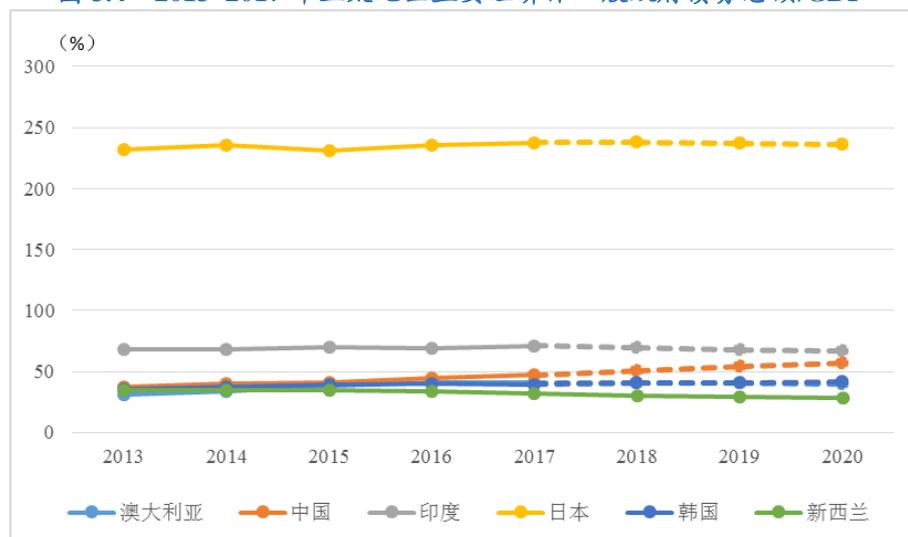
图 3.3 2019~2023 财年日本政府债务到期规模



数据来源：日本财政部

受长期高额财政赤字影响，印度政府债务规模较大且增速较快，近 5 年印度一般政府债务的复合增长率高达 10% 以上。但随着新的商品与服务税法案（GST）的实施以及经济的强劲增长，预计未来一段时间内印度的财政状况有望得到改善，政府债务水平也有望从 2018 年 70% 左右的高位逐步回落。中国一般政府债务水平与新兴经济体总体债务水平较为接近，但在积极的财政政策下，近年来中国一般政府财政赤字水平不断上升，从而带动政府债务（尤其是地方政府债务）水平出现走高，并有望在 2018 年首次突破 50% 的水平，未来随着货币政策转向“中性宽松”，中国政府债务水平或将进一步上升。从短期债务偿付压力来看，印度和中国中央政府的短期债务偿付压力都不大，1 年内到期的中央政府债务与 GDP 的比值均不足 5%。

图 3.4 2013~2017 年亚太地区主要经济体一般政府债务总额/GDP



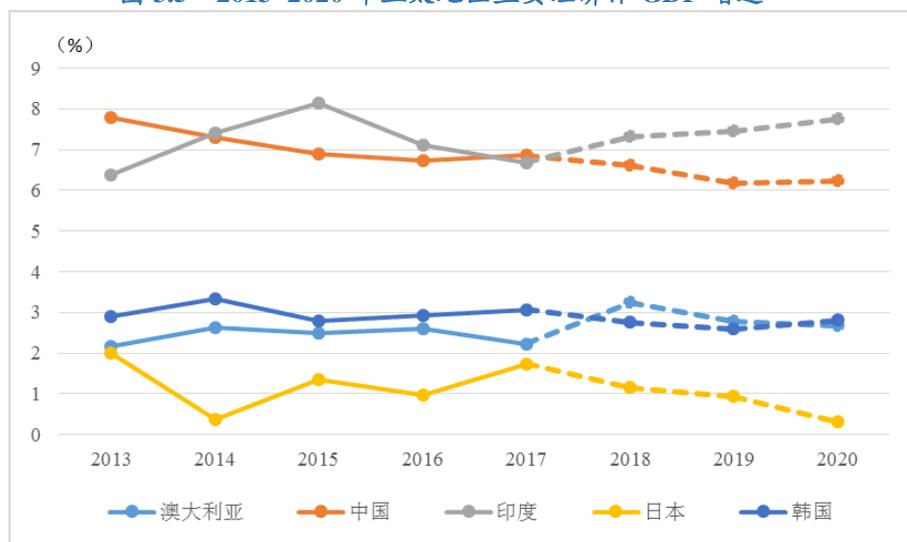
数据来源：IMF

◆ **受贸易保护主义与全球需求减少的不利影响，2018 年区域内部分主要国家的经济增长有所放缓；若 2019 年全球贸易保护主义继续升级，区域经济或将进一步下行**

东亚地区一直是全球经济增长较快的地区，但受全球贸易保护主义倾向上升及全球需求减少等因素影响，2018 年亚太地区主要经济体经济表现整体趋弱，预计全年经济增速为 5.60%。

具体来看，随着废钞令和税改给经济带来的冲击逐渐减退，再加上强劲的投资和个人消费增长，印度经济在上半年保持强劲增长，虽然国际油价上涨以及印度卢比走软导致印度经济增速在三季度小幅走弱，但印度仍有望成为 2018 年全球增长最快的经济体之一，全年实际 GDP 增速有望达到 7.30% 左右的水平；受固定资产投资增速放缓、金融去杠杆持续、中美贸易摩擦加剧等因素影响，中国经济面临较大下行压力，但预计全年经济增速仍有望保持在 6.50% 左右的水平；日本经济在上半年维持了平稳增长，但受地震、台风等一系列自然灾害的影响，日本经济在三季度陷入停滞，预计全年日本经济增速将有所放缓至 1% 左右的水平，受 2019 年上调消费税等因素影响，未来两年日本经济增速将进一步降至 0.8% 和 0.5% 左右；受居民消费和基建投资的拉动，印度尼西亚、马来西亚、柬埔寨、缅甸等东盟国家仍将保持相对较高的经济增速，但受自然灾害的影响或将较 2017 年出现一定程度的下滑。2019 年，若全球贸易保护主义继续升级，区域经济或将进一步下行。

图 3.5 2013~2020 年亚太地区主要经济体 GDP 增速



数据来源：IMF

◆ **美元升值使得亚太地区新兴经济体货币普遍承压贬值，全球流动性收紧加剧了亚太地区新兴市场的资本外流压力；历史经验表明，部分对外资依存度较高的小型开放经济体或将不可避免的受到冲击**

2018 年以来，美联储连续四次加息并继续推动缩表，欧洲央行缩减资产购买规模并将于 2018 年底结束 QE，英国和加拿大也启动了加息进程，全球流动性收紧渐成趋势。在此背景下，全球资金从新兴市场撤出并重新回流发达经济体，导致亚太地区部分新兴经济体货币承压贬值，其中印度和巴基斯坦的货币贬值幅度相对较大，2018 年全年印度卢比和巴基斯坦卢比兑美元分别贬值了 9% 和 24% 左右。2018 年 2 季度以来，人民币兑美元汇率出现新一轮贬值，4 月~12 月人民币兑美元贬值约 9%（2018 年全年贬值 5% 左右）。中国经济增速持续下滑与美国经济增速持续上行形成了鲜明的反差，经济基本面的变化导致两国货币政策“背道而驰”。出于经济“稳增长”的需要，自 2018 年 2 季度起，中国央行多次定向降准，并扩大了公开市场流动性操作的力度，相对宽松的货币环境助推债券收益率快速下行。2018 年 11 月，1 年期中美国债收益率利差出现十余年来首次倒挂（图 3.6），10 年期国债利率也一度收窄至 24 个基点，创下 8 年多新低。中美利差从高位回落加大了人民币的贬值压力。货币大幅贬值将加大亚太地区新兴市场国家的外债偿付压力，对于那些外汇储备不足的国家而言其爆发债务危机的可能性会更大。另一方面，日元成为 2018 年唯一逆势升值的货币，日元兑美元汇率全年小幅升值了约 3%。低通胀、低利率的经济环境、全球最大净债权国的地位及日本高度发展的金融市场使得日元的避险属性愈发凸显。

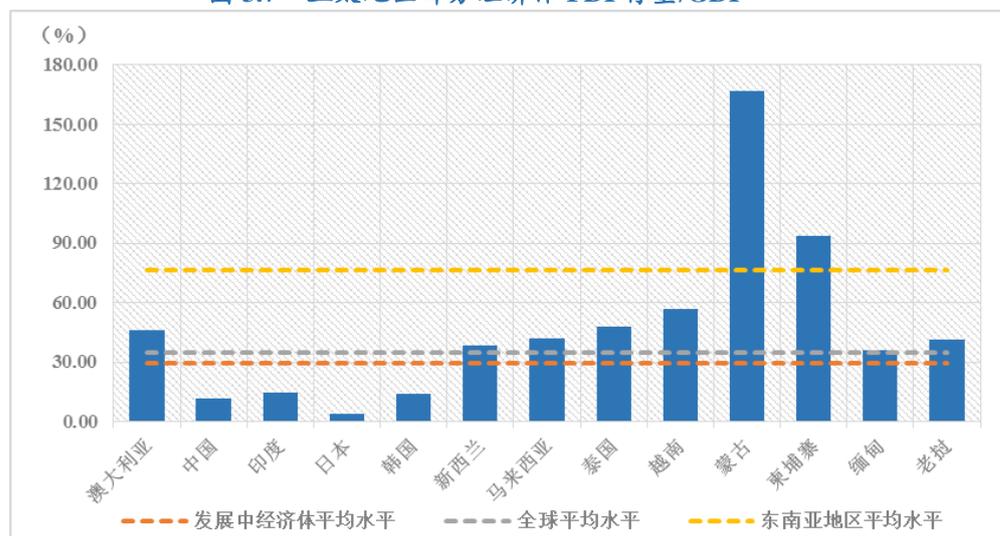
图 3.6 2008~2018 年中美两国 1 年期国债到期收益率



数据来源：美联储、中证指数公司

从经济抗风险能力来看，部分东南亚国家，如马来西亚、越南和泰国等小型外向型经济体对外贸和外资的依存度较高，进出口总额与 GDP 的比值长期处于 120% 以上的水平，FDI 存量与 GDP 的比值也明显偏高（见图 3.7），使得这些国家抵抗外部冲击的能力较弱。从历史经验来看，在资本外流及货币贬值加剧的情况下，这些国家的外部脆弱性将显著上升。

图 3.7 亚太地区部分经济体 FDI 存量/GDP



注：图中所用 FDI 存量/GDP 数据为近 5 年各国家和地区均值。

数据来源：IMF

## 四、地缘政治风险一触即发的中东非洲地区

### ◆ 地缘政治风险仍处在较高水平，对全球能源安全构成潜在威胁

2018 年，中东非洲地区面临的地缘政治风险仍处在较高水平。从内部来看，卡塔尔在经历断交风波后与周边国家关系持续紧张，并将于 2019 年退出石油输出国组织（OPEC），暴露出海合会内部分裂的倾向；沙特记者卡舒吉在沙特驻土耳其总领馆遇害事件使得沙特和土耳其的外交关系愈加紧张，加上沙特之前在也门主导军事行动、逮捕女权人士等一系列活动，使得沙特在国际社会受到越来越多的舆论压力；叙利亚、也门、利比亚、加沙地带等地区仍处在战争或武装斗争状态，地区安全形势极差，对周围地区的辐射影响不可忽略；非洲最大的两个经济体南非和尼日利亚在政局稳定和社会安全方面均面临一定挑战，其中南非执政近十年之久的祖玛因腐败等问题被赶下台，国内政治和经济均面临巨大考验，而尼日利亚则因国内种族和宗教冲突持续处在恐怖威胁之下，安全形势不容乐观。

从外部来看，自美国总统特朗普上台以来，美国中东政策呈现出与奥巴马时期完全不同的风格，美国地区政策不确定性上升。2018 年以来，特朗普政府公开煽动伊朗国内的反政府运动，退出伊朗核协议并全面重启对伊朗经济制裁，宣布耶路撒冷为以色列首都并迁移大使馆，支持沙特和以色列进一步遏制伊朗等一系列举措和行动，加剧了中东地区安全形势的恶化，进一步提升了该地区的地缘政治风险。

中东非洲地区是全球重要的能源供应地区，主要石油出口国均聚集在此，因此地区安全形势及地缘政治走向对于全球能源安全形势至关重要。展望 2019 年，该地区政治形势趋好的可能性较低，持续恶化的可能性较大。预计安全形势和地缘风险对其石油出口形势的威胁仍旧存在，特别是以沙特为首的海合会和 OPEC 成员国间的内部矛盾将进一步恶化，对全球能源安全构成潜在威胁。

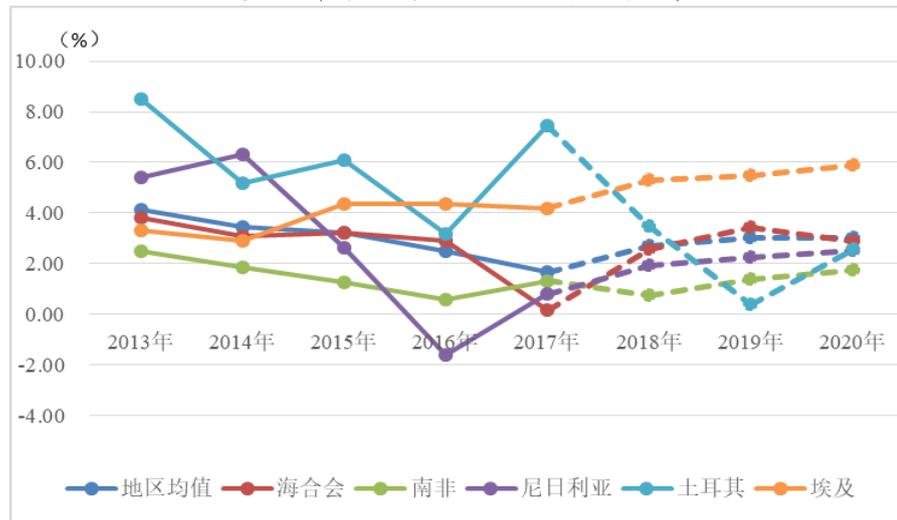
### ◆ 地区整体经济增长前景良好，但部分国家增长形势依然严峻

中东非洲地区经济发展主要以能源输出为主，依靠高油价时期的石油、天然气等能源产品的出口，该地区积累了巨额财富。但随着 2014 年以来的油价断崖式下滑，地区经济增长模式受到了持续挑战，大部分能源出口国均面临经济增长放缓或衰退的局面。

2018 年，在国际油价回暖的支撑下，中东非洲地区经济增长将达到 2.72%，较 2017 年提升逾 1 个百分点。具体来看，海合会国家、尼日利亚、埃及等能源出口国经济增速得到了普遍提升，但同时土耳其、南非等部分国家则面临经济增长放缓的困境。2018 年以来，随着美联储连续加息及美元走强，土耳其里拉和南非兰特均遭遇大幅贬值。2018 年 8 月，美国宣布对土耳其钢铁和铝产品加征关税，当月土耳其里拉贬值幅度累计达到 40%，引发

国内货币危机，受此影响土耳其全年 GDP 增速也将放缓至 3.5%，较 2017 年增速减半。土耳其里拉暴跌引发国际投资者恐慌，国际资本纷纷逃离南非等新兴市场国家，南非兰特随之大跌，再加上国内高企的失业率和通胀压力，2018 年二季度南非经济陷入衰退(-2.2%)，预计全年经济增速为 0.8%，较 2017 年进一步下滑。

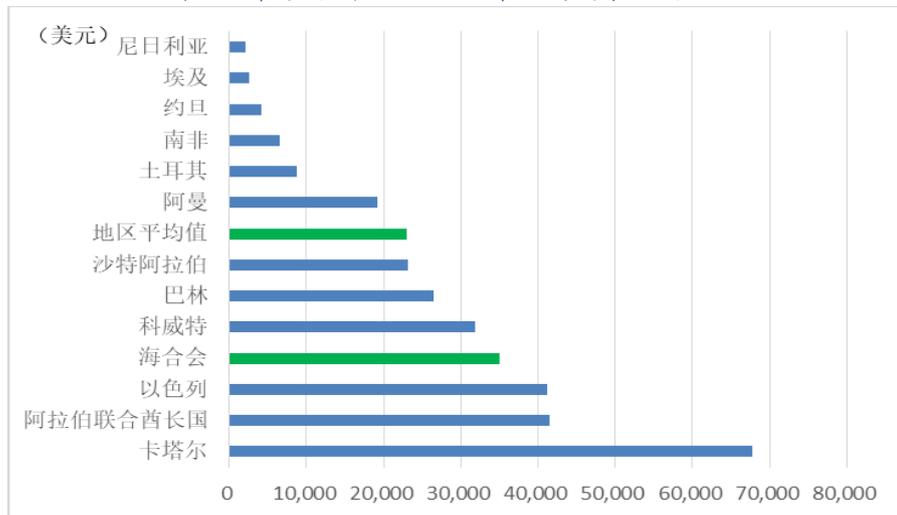
图 4.1 中东非洲地区 GDP 实际增长率



数据来源：IMF，联合资信整理

另一方面，中东非洲地区贫富差距显著，以海合会成员国为代表的高收入国家，人均 GDP 长期保持在较高水平，而以埃及、约旦、尼日利亚和南非为主的非洲国家则因政局动荡和经济脆弱性，人均 GDP 水平不高。2018 年，中东非洲地区人均 GDP 均值将达到 23,000 美元左右，其中海合会国家人均 GDP 达到 35,000 美元以上，显著高于地区平均水平；南非、约旦、埃及和尼日利亚的人均 GDP 水平则不到 10,000 美元，地区内经济发展水平和发达程度不均衡问题突出。

图 4.2 中东非洲地区 2018 年主要国家人均 GDP



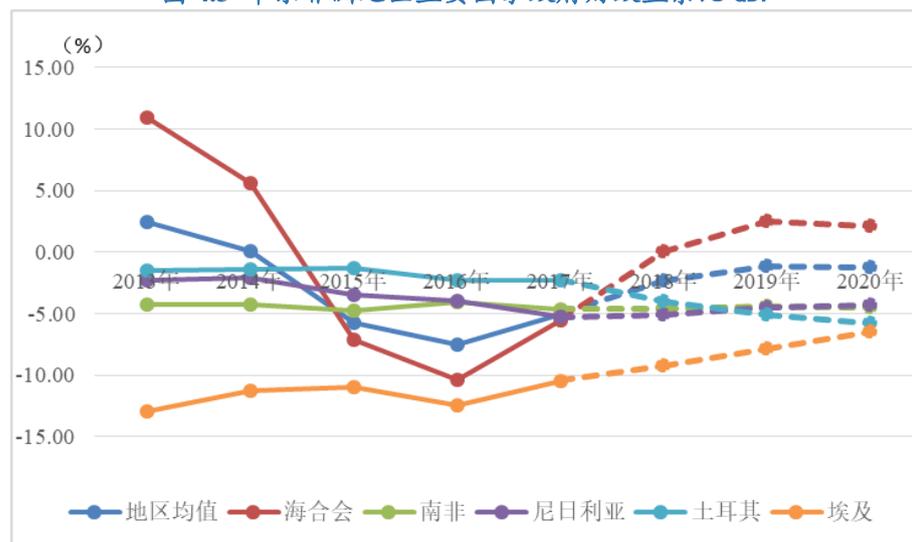
数据来源：IMF，联合资信整理

展望未来，在经历了低油价所带来的阵痛后，中东非洲地区将更加注重经济多元化发展，非油气产业对经济增长的提振作用逐步显现，特别是金融、旅游、建筑和服务业，地区经济增长态势有望持续。另一方面，全球主要产油国于 2018 年底在 OPEC+会议上达成减产协议，国际油价有望得到一定程度的支撑，但美国对伊朗的制裁持续、中东部分产油国局势动荡、俄罗斯的闲置产能以及美国页岩油增产等因素将在未来一段时期内加剧国际油价波动性。预计 2019 年在油价阶段性恢复支撑下，中东非洲地区经济增速将提升至 3% 左右的水平。

#### ◆ 地区财政状况和贸易活动在油价支撑下得到一定改善，特别是产油国改善明显，但中长期增长前景不确定性较大

中东非洲地区在高油价时期始终处在财政盈余状态，但随着 2014 年油价暴跌，多个能源出口国出现巨额财政赤字，并在随后几年不断攀升。在此背景下，各国政府均积极出台财政整固计划，其中海合会成员国、土耳其等国开始加征增值税，巴林、阿曼等国对政府支出做出严格限制、提起公务人员提前退休计划等。尽管各国财政改革内容和侧重点不同，但仍取得一定成效。2018 年以来，在油价小幅回弹的支撑下，地区财政收入有所提升，预计全年赤字水平将达到 2.3%，较 2017 年减少逾一半，地区财政状况大幅改善，且地区内海合会成员国改善最为明显。随着 2019 年油价的阶段性回暖，地区财政赤字水平将进一步下滑下降至 1.2% 的较低水平，海合会料将实现财政盈余。

图 4.3 中东非洲地区主要国家政府财政盈余比 GDP



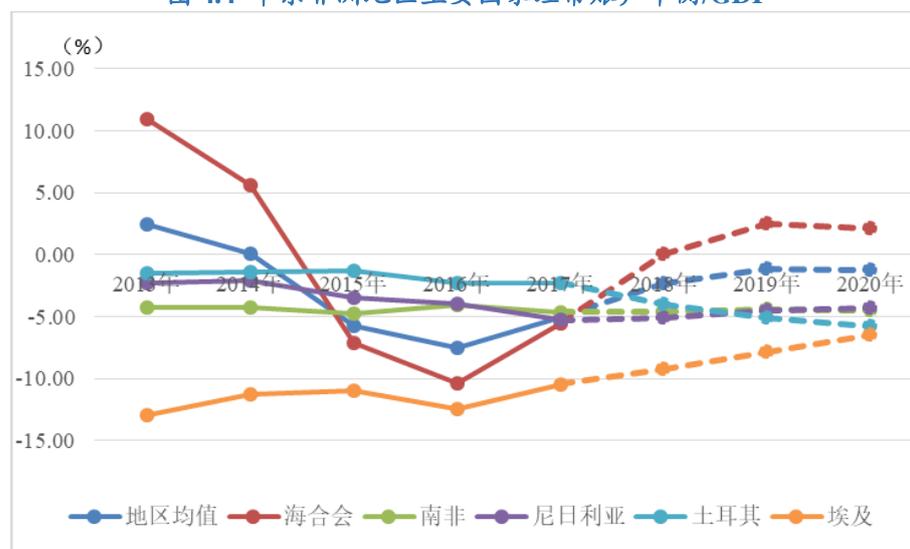
数据来源：IMF，联合资信整理

与此同时，地区内各国财政整固计划仍然面临推进缓慢的问题，主要表现为财政政策仍然较为宽松、政府支出规模改善有限，特别是在基建、军费、公共事务方面支出较大的国家（如巴林、土耳其、埃及等）。另一方面，部分国家在面对较大货币贬值压力的情况下财政空间将被进一步压缩，财政整固计划面临较大阻力。地区各国在未来仍需坚持改革，并加大财政整固计划的执行力度。

2018 年以来，随着油价的小幅回升，中东非洲地区对外贸易活动有所改善，预计全年出口平均增速将达到 3.6%，较 2017 年提升 1.5 个百分点，其中科威特、阿曼、沙特等产油国改善最为明显。在此背景下，地区经常账户在 2015 年后首次实现盈余，其中海合会国家经常账户盈余占 GDP 的比值预计将达到 4.3%，成为地区表现最为抢眼的经济体。

展望未来，中美贸易冲突有可能对全球贸易复苏节奏造成干扰，令全球增长前景更显暗淡，而中东非洲地区对外贸依存度较高，美国和中国均为该地区重要的贸易伙伴，地区外贸形势未来仍不容乐观。另一方面，在美联储连续加息的情况下，全球流动性持续收紧将使区域内部分国家持续面临货币贬值、外汇储备下降、资本外流等问题，这为地区中长期经济发展及信用水平带来不确定性。

图 4.4 中东非洲地区主要国家经常账户平衡/GDP



数据来源：IMF，联合资信整理

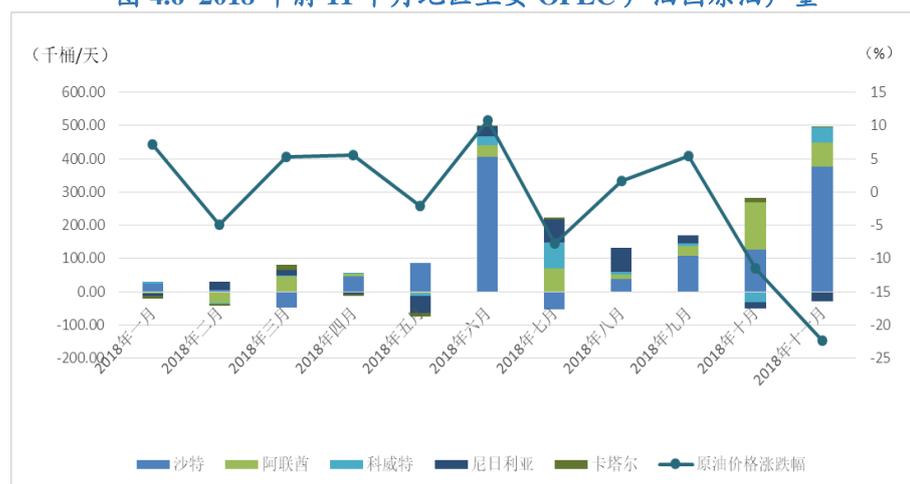
#### ◆ 油价低位回弹背景下，2018年地区原油产量上升，各国偿债能力出现分化，未来偿债能力很大程度上取决于国际油价走势

在原油价格持续下滑的背景下，国际原油组织（OPEC）在 2016 年底时隔八年达成首次减产协议，同意减产 120 万桶/天至 3,250 万桶/天。2017 年 11 月 30 日，OPEC 与非 OPEC 产油国如期将减产协议延长 9 个月至 2018 年底。但从实际减产情况来看，2018 年全球产

油国减产力度减弱，甚至在油价小幅回升时期出现大幅增产情况。根据 OPEC 数据，截止 2018 年 11 月底，OPEC 成员国原油供应较 2017 年上升 1.05%，达到 3,297.6 万桶/天，已经填平 2017 年减产幅度，并超过 2016 年原油供应。在中东非洲地区，主要 OPEC 产油国为沙特、阿联酋、科威特、卡塔尔和尼日利亚。除了尼日利亚因其自身经济薄弱以及自然灾害影响豁免减产外，2017 年各主要 OPEC 产油国均基本完成减产任务，全年实现减产 0.69%，其中沙特、科威特、阿联酋和卡塔尔均主动大幅减产。

2018 年前 11 个月，受 OPEC 减产协议以及俄罗斯方面加入减产队列等利好因素提振，2018 年油价出现小幅回弹。在此背景下，出于对于市场份额的担忧以及对石油收入的依赖，各国原油供应出现不同程度的上升。地区内沙特、阿联酋原油供应显著提升，截止 2018 年 11 月，沙特和阿联酋原油供应恢复至 1,101.6 万桶/天和 324.6 万桶/天，已经超过减产前原油供应水平。特别在油价出现大幅回弹的 2018 年 6 月份，地区增产达到近 50 万桶/天。而随着实际减产力度的减弱，国际原油价格在 2018 年三季度出现大幅下滑。

图 4.6 2018 年前 11 个月地区主要 OPEC 产油国原油产量



数据来源：OPEC，联合资信整理

在油价小幅回弹和地区产油国增产的背景下，各国的偿债能力也出现分化。从地区内部政府债务来看，地区整体政府债务压力相对较小，特别是以海合会为主的中东地区，政府债务水平近年来虽明显上升但仍处于较低水平，2018 年政府债务占 GDP 比值约为 41% 左右，财政收入对其债务保障能力处在安全范围。与此同时，地区外部债务压力与其他地区相比仍处于相对温和水平，外汇储备和经常账户收入对外债的保障能力也较强，尤其是海合会国家以庞大的主权财富基金为支撑，为外部债务提供了坚实的保障。另一方面，部分新兴市场国家（如南非和土耳其）外资流出和货币贬值压力犹存，外债偿付能力面临较大考验。海合会成员来看，尽管主权财富基金对债务的保障提供了坚实基础，但因油价大幅下跌以及各自经济结构的差异性，内部分化趋势也较为明显。其中沙特、阿联酋、科威

特、卡塔尔主权财富基金庞大，对外债保障能力极高，而阿曼和巴林的主权财富基金资产相对薄弱，对外债的保障能力较弱。

2018 年四季度以来，油价连续下跌，12 月跌破 45 美元/桶，创下 2014 年以来新低。尽管 2018 年大部分时间油价都在上涨，但是四季度基本回吐全年涨幅，全年油价下跌近 20%。持续低迷的油价对于地区内产油国经济收入产生持续负面影响，未来偿债能力很大程度上取决于国际油价走势。2018 年 12 月，OPEC+部长级会议决继续减产 120 万桶/天，不及市场预期的 130 万桶/天，减产协议将在 2019 年 1 月生效，为期六个月。但在美国产量持续增长和减产不及预期的背景下，原油供应过剩局面仍将存在，中长期下行压力并未消失。预计在减产协议提振下，油价在 2019 年出现阶段性回暖，但大幅上涨的可能性不高。尽管当前地区平均偿债能力仍处在安全范围内，但未来偿债能力的提升仍存在一定的挑战。

## 五、制裁下脆弱的独联体地区

### ◆ 独联体地区内部多国政权变换，局部争端爆发，外部制裁进一步加剧

从内部来看，2018 年独联体地区多国进行了换届选举，除俄罗斯总统普京和阿塞拜疆总统阿利耶夫成功获得连任并维持政局稳定外，亚美尼亚和格鲁吉亚均因大选引发政局动荡。2018 年 4 月，亚美尼亚由总统制改为议会制，萨尔基相卸任总统转任总理，引发了反对派强烈抗议及全国的抗议游行，萨尔基相也被迫辞职；2018 年 10 月，格鲁吉亚进行总统换届选举，祖拉比什维利赢得大选并成为新一任总统，但现任总统萨卡什维利宣称此次选举不民主并拒绝承认结果，甚至呼吁民众发起大规模抗议活动，或将对格鲁吉亚稳定短期内造成一定影响。

此外，独联体地区局部争端依然不断。2018 年 11 月，乌克兰与俄罗斯在刻赤海峡爆发冲突，随后乌克兰全国进入战备状态，致使地区局势再度紧张，美国及欧洲对俄罗斯制裁或将进一步加剧。2019 年 3 月，乌克兰将进行总统选举，前任总理季莫申科宣布参选，目前在民调中保持领先。如若季莫申科当选，乌克兰或将实行“亲欧友俄”的对外策略，局部区域紧张态势有望在短期内得到一定程度缓解。

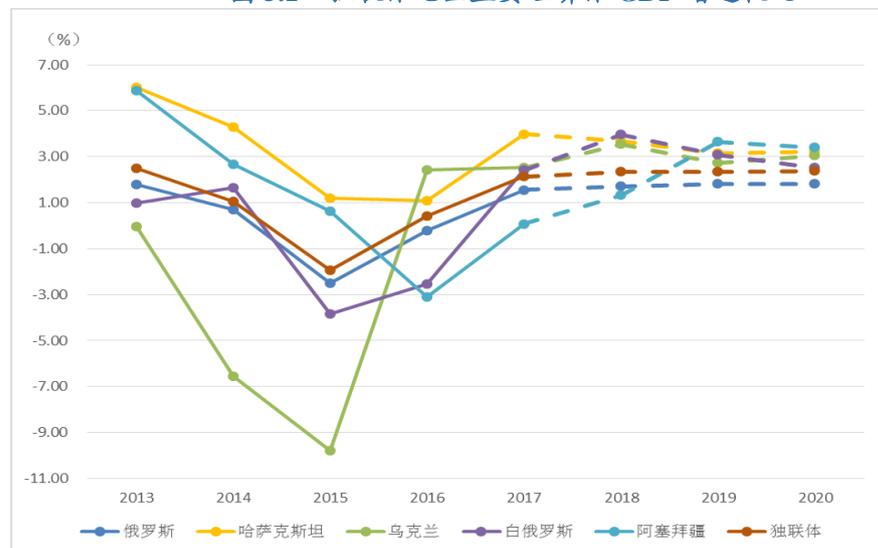
从外部来看，美国及欧盟对俄罗斯的制裁力度有所加剧。2018 年，欧盟多次加大对俄罗斯的经济制裁力度，包括延长制裁时间至 2019 年 7 月以及扩大制裁范围，不仅涉及传统经济领域，同时也对军用物资和产品等方面出台了相应制裁措施；美国对俄罗斯的制裁力度也进一步加强，新一批制裁措施扩大至武器、电子器件及其他高科技领域，预计涉及企业达到俄罗斯经济总量的 70% 和劳动力的 40%。受乌俄刻赤海峡事件影响，预计未来美国与欧盟对俄罗斯制裁力度有很大可能进一步增加，从而对俄罗斯企业及经济的冲击进一步加大。

### ◆ 独联体地区国家经济复苏较为明显，但对石油、天然气等能源出口过于依赖，未来经济走势取决于国际油价变化

长期以来，大部分独联体国家经济结构较为单一，过度依赖天然气、石油等能源出口，且受俄罗斯经济影响较大。2018 年，在国际油价整体回暖的背景下，独联体地区 GDP 增长率将达到 2.4%，有望延续 2017 年的上升趋势，但区域内各经济体间经济增速差异较大。具体来看，亚美尼亚、格鲁吉亚、乌兹别克斯坦和塔吉克斯坦等小型经济体保持 5% 以上的较高增速，白俄罗斯、摩尔多瓦、哈萨克斯坦、乌克兰和吉尔吉斯等经济体经济增速则保持在 2.5% 左右，俄罗斯和阿塞拜疆经济增速处在 1.5% 左右的较低水平，但较上年均有所提升。

近年来，俄罗斯、哈萨克斯坦、阿塞拜疆等国虽然进行了一系列产业结构改革，推动扶持创新型经济及非能源型产业发展，但短期内该地区经济对石油、天然气等能源产业的依赖度依旧较高。尽管国际油价自 2018 年 10 月起从高点回落，但随着全球主要产油国在 OPEC+ 会议上达成减产协议，国际油价有望在 2019 年迎来阶段性恢复，有利于独联体各国经济的持续复苏。

图 5.1 独联体地区主要经济体 GDP 增速状况



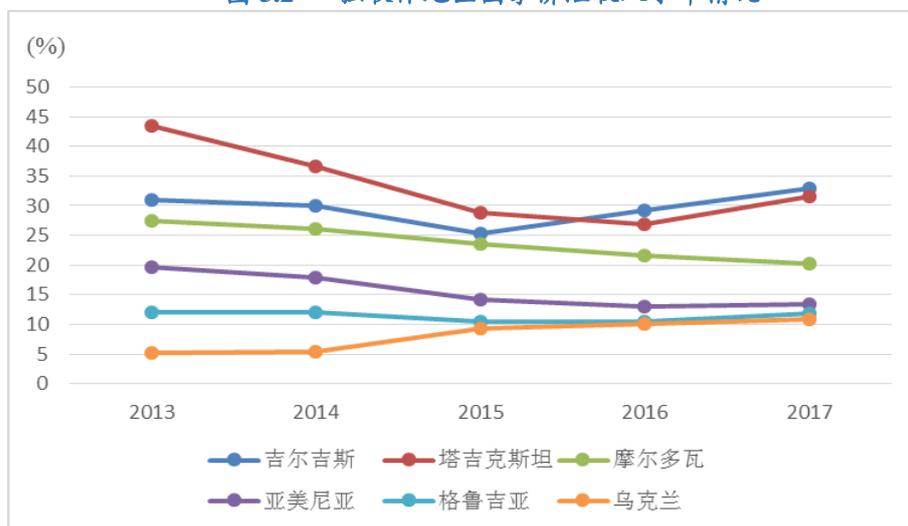
数据来源：IMF

### ◆ 部分国家经济对侨汇收入依赖程度较高，未来经济走势受务工国经济影响较大

受独联体地区部分国家经济基础较为薄弱、经济体量较小导致的就业机会不足、薪资水平偏低等多种因素影响，其国内大量劳动力外出务工，经济对侨汇收入依赖程度较高，其中，吉尔吉斯、塔吉克斯坦、摩尔多瓦、亚美尼亚、格鲁吉亚和乌克兰等国侨汇收入水

平处于 10% 以上的较高水平，其中吉尔吉斯和塔吉克斯坦更是高达 30% 以上。独联体地区各国的主要外出务工国为俄罗斯，侨汇收入水平随俄罗斯经济波动较为明显。2014 年来，受俄罗斯经济增速放缓、卢布持续贬值等因素影响，塔吉克斯坦、摩尔多瓦和亚美尼亚等国侨汇收入水平呈下降趋势，其中，塔吉克斯坦降幅最为明显，侨汇收入水平从 2013 年的 43.49% 降至 2016 年的 26.86%。2017 年，得益于国际原油价格和俄罗斯经济回暖，各国侨汇收入水平较 2016 年有所回升。展望未来，由于乌克兰与俄罗斯发生冲突，欧盟及美国对俄罗斯经济制裁力度加大，且国际油价虽迎来阶段性恢复，但预计仍将处于低位，这些因素或对俄罗斯未来经济增长造成一定影响，从而对独联体地区国家的侨汇收入及其经济增长产生一定影响。

图 5.2 独联体地区国家侨汇收入水平情况

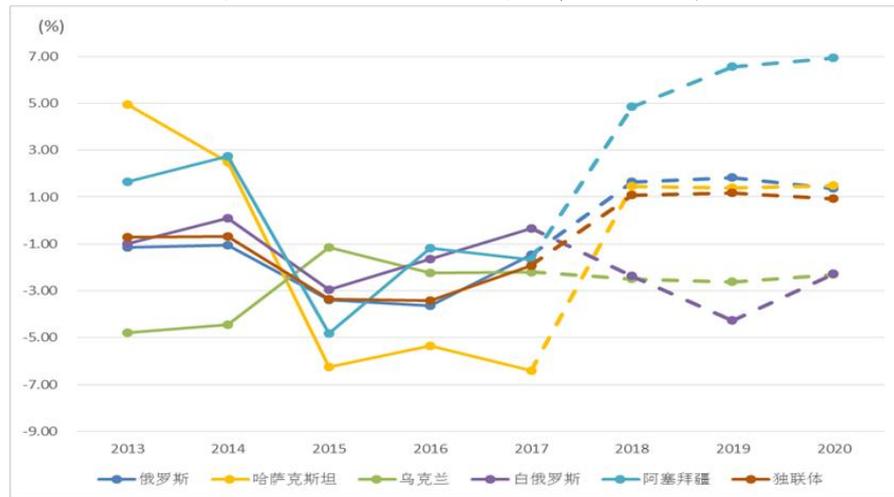


数据来源：世界银行

#### ◆ 财政状况显著好转，政府债务仍处于较低水平，未来一段时间内偿债压力不大

2018 年，独联体地区整体财政状况呈现好转趋势，有望结束多年财政赤字局面，首次实现盈余。具体来看，吉尔吉斯、塔吉克斯坦和摩尔多瓦赤字仍旧保持在 3.5% 以上的较高水平，且较上年有所增加，主要为国家为促进经济增长而采取扩张性财政政策所致；乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、白俄罗斯、乌克兰和亚美尼亚等国的财政赤字水平则处于 3% 以内，较上年有所收窄或保持不变；俄罗斯、哈萨克斯坦、阿塞拜疆等主要经济体财政实现扭亏为盈，并将带动整个地区财政状况的改善。

图 5.3 独联体地区主要经济体财政盈余状况

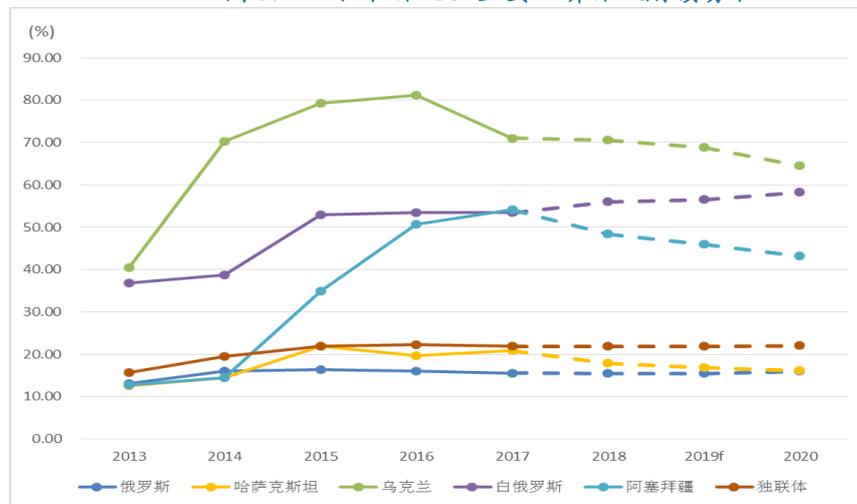


数据来源：IMF

从政府债务水平来看，2018 年独联体地区整体债务率为 21.8%，与上年基本持平，政府债务负担较小。具体来看，除乌克兰政府债务率保持在 70% 的相对较高水平以外，白俄罗斯、吉尔吉斯、塔吉克斯坦、亚美尼亚、阿塞拜疆、格鲁吉亚和摩尔多瓦等国政府债务率处于 30~60% 的可控范围内，乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦和俄罗斯政府债务负担很小，政府债务率处于 20% 以下的较低水平。由于政府债务率整体处于较低水平，大部分国家短期内偿债压力不大，但乌克兰、白俄罗斯、吉尔吉斯、塔吉克斯坦和亚美尼亚等政府债务率超过 50% 的国家的短期偿债能力值得关注。

展望未来，得益于整体经济的复苏，预计 2019 年独联体地区仍将延续财政状况好转、政府债务水平维持低位的良好状态，但受独联体部分地区政局动荡影响，仍存在进一步分化的可能。

图 5.4 独联体地区主要经济体政府债务状况

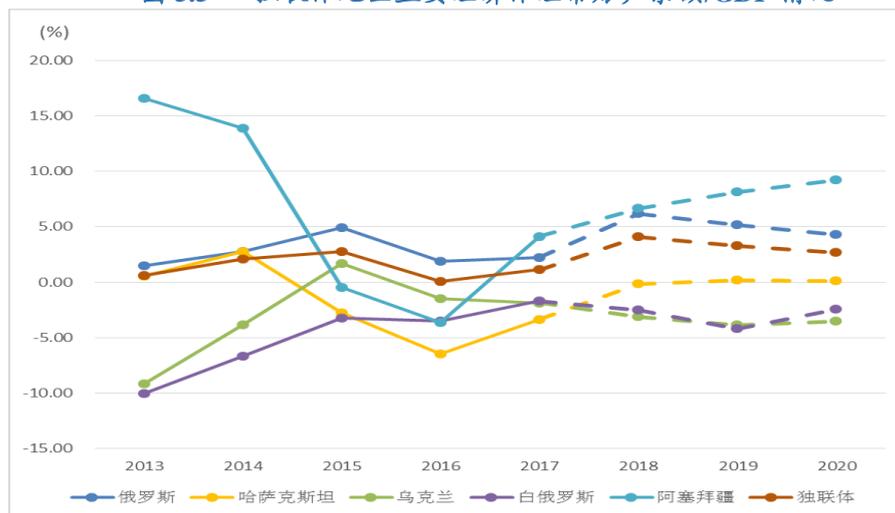


数据来源：IMF

### ◆ 对外贸易及经常账户情况整体好转，整体外债水平可控，但经济过度美元化或影响外债偿还能力

得益于国际能源价格的回暖，2018 年独联体地区整体贸易形势持续好转。2018 年，独联体地区贸易总额有望实现 15% 以上的增长，其中出口增速更是有望达到 20% 左右。从经常账户看，2018 年独联体地区整体经常账户盈余占 GDP 比重有望达到 4% 以上，各经济体间表现较为分化。俄罗斯和阿塞拜疆等主要产油国出口创汇大幅增加，经常账户持续处于盈余状态，哈萨克斯坦则基本实现经常账户平衡；格鲁吉亚原油进口需求较大，受国际油价上升影响经常账户赤字水平有所升高；由于经济复苏导致国内需求增加，再加上本国生产能力不足，独联体地区内多个小型经济体仍处于经常账户赤字状态，且赤字缺口进一步扩大。

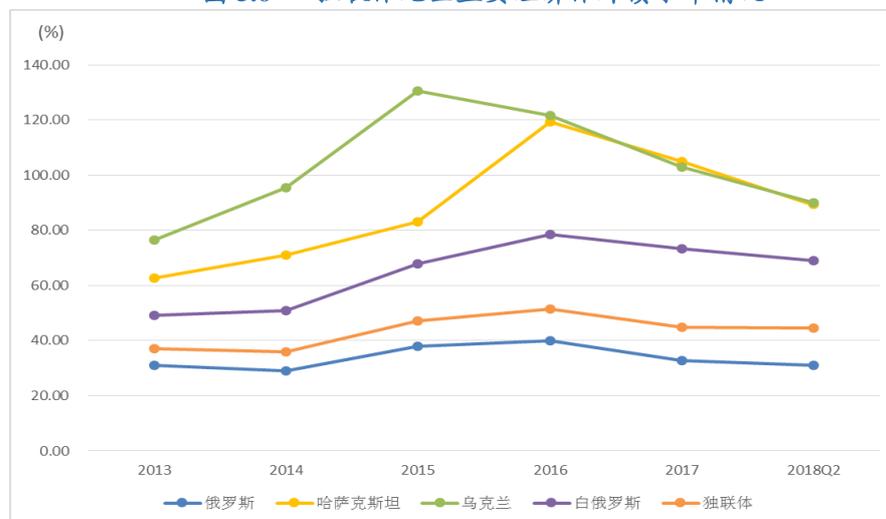
图 5.5 独联体地区主要经济体经常账户余额/GDP 情况



数据来源：IMF

从外债水平来看，独联体地区整体外债水平较低，2018 年保持在 45% 左右的水平，但各经济体间外债水平差异较大。俄罗斯外债率保持在 30% 左右的较低水平；白俄罗斯外债率近年先升后降，已降至 70% 以下水平；哈萨克斯坦、乌克兰外债率在 90% 左右的较高水平，但仍处于可控范围。另一方面，部分独联体地区国家（如吉尔吉斯、塔吉克斯坦、亚美尼亚、阿塞拜疆等）经济存在过度美元化的现象。具体来看，截至 2017 年底，吉尔吉斯银行业外币存款和外币贷款占比分别达到 47.5% 和 35.0%；2017 年初，阿塞拜疆银行业外币存款高达 80%，2018 年 9 月虽已降至 63%，但仍处于很高水平；塔吉克斯坦银行业中约 60% 的存款、贷款及债务均以美元形势存在。在美元加息周期下，经济高度美元化的国家本国货币面临一定的贬值压力，将对其外债偿还能力造成一定影响。

图 5.6 独联体地区主要经济体外债水平情况



数据来源：IMF，世界银行

未来 1~2 年，尽管贸易保护主义、地区争端等不确定性因素犹存，但国际能源价格阶段性恢复及中国“一带一路”倡议持续推进将有利于独联体地区的贸易出口，整体上看独联体地区经常账户仍存在向好趋势。在经常账户收入持续增长的情况下，独联体地区各国偿还外债的能力也有望保持稳定。

## 六、北美地区：领头羊还能走多远？

### ◆ 美国和加拿大的政局稳定性均出现了下滑趋势

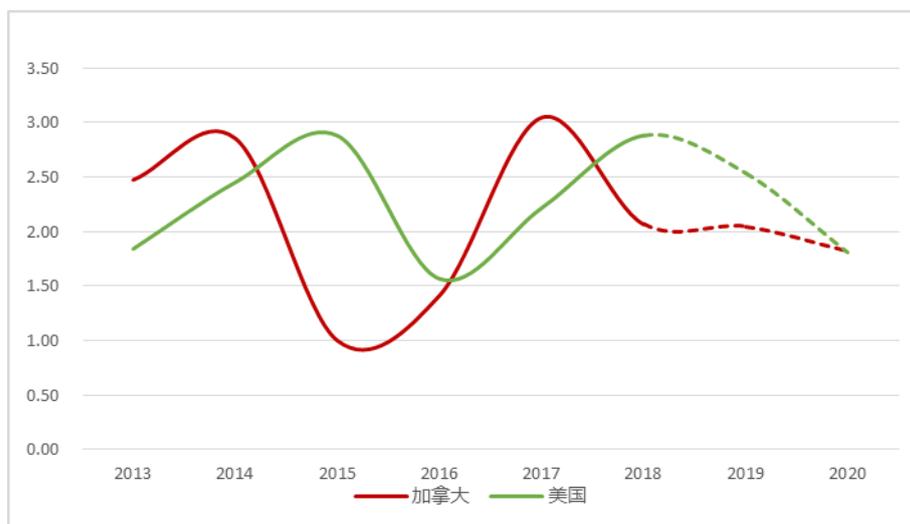
在美国，虽然民主党在 10 月份的议会中期选举中赢回了众议院，但特朗普民意支持率不断走高的事实显示了普通民众对他在强调美国利益至上的理念下所推进的各项行政措施总体予以了肯定。而失去了众议院的全力支持，特朗普政府的行政能力和效率必将受到一定的限制，两党的博弈存在着进一步升高的趋势。2018 年底，由于参议院未能通过包含兴建美墨边境围墙经费在内的临时法案，美国联邦政府年内第三次关门，截至目前关门时间已创下历史最长记录。由于特朗普拒绝签署不包括建墙经费的支出法案，美国国会和特朗普政府就“修墙”拨款一事的谈判陷入僵局，已经影响了整个美国联邦行政系统的运作，甚至对美国主权信用状况造成威胁。未来一段时期内，类似的情况或将更多发生，美国政局的稳定性出现下滑将难以避免。

在加拿大，保守派政党在自由派大本营安大略省议会选举中气势如虹的胜利对特鲁多自由派政府的明年大选选情形成了严重的冲击，保守党赢得 2019 年大选的可能性大幅度上升，或将使得加拿大近年来的政治局面发生重大转变。

◆ **美国和加拿大的经济增速明显分化，作为全球经济的领头羊，美国经济步入周期拐点，或将拖累全球经济增长**

2018 年，美国和加拿大的经济增速出现了明显的分化趋势，美国的经济增速从 2017 年的 2.2% 上升至 2018 年的 2.9%，增幅上升了 0.7 个百分点；而加拿大的经济增速则从 2017 年的 3.0% 下降至 2018 年的 2.1%。

图 6.1 美国和加拿大 2013~2020 年 GDP 增速

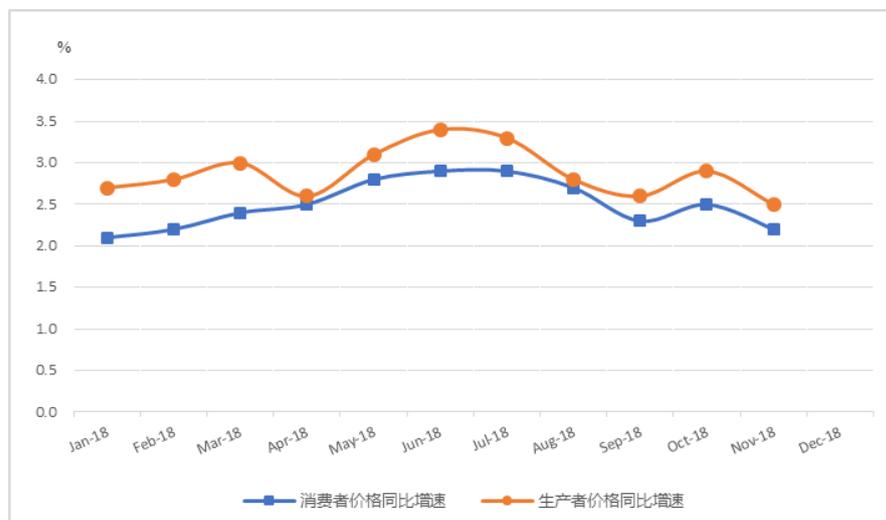


数据来源：IMF，联合资信整理

特朗普政府所实施的大规模减税计划推动了美国经济繁荣周期拉长，经济增速一路走高，从 2017 年 1 季度 1.9% 的同比增速持续上升至 2018 年 3 季度的 3.0%，并创下了经济连续 115 个月增长的历史次高记录。

然而，随着美联储升息缩表步伐加快、劳动力出现紧缺、美国股票和房地产等各类资产价格不断走高，以及贸易战对美国经济自身冲击开始发酵的情况下，包括生产者价格同比增速、消费者价格同比增速、工资增速、住房和汽车销售等一系列先行指标均从 2018 年年中开始就出现了震荡下行的趋势，预示着美国本轮经济周期即将进入拐点，2019 年经济增速下行的趋势已难以避免，且必将对全球经济增长形成拖累。

图 6.2 美国 2018 年消费者和生产者价格指数变化



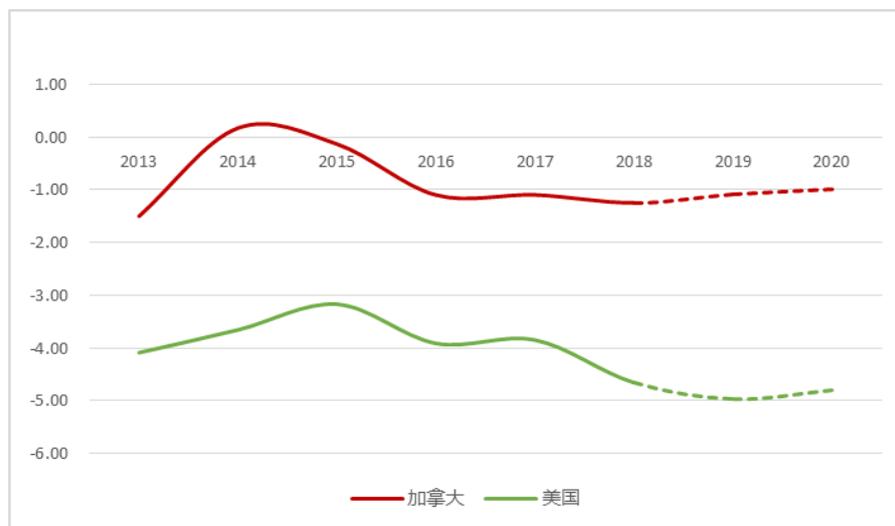
数据来源：美国劳动统计局，联合资信整理

#### ◆ 美国和加拿大的财政赤字均有所上升，美国政府的财政赤字和一般债务水平上升较快，或将其未来经济增长形成制约

特朗普上任以来，积极推动了减税政策的实施，结果造成了财政收入的下滑，但另一方面国防开支、社会保障费用与债务利息继续增加，因此，造成美国联邦政府财政赤字规模和赤字水平持续走高。在此背景下，2018 年，美国财政赤字与 GDP 的比值从上一年度的 3.9% 大幅上升至 4.7% 的水平，增速创近年来新高。

2018 年，主要受经济增长放缓影响，加拿大的财政赤字水平较上一年度的 1.1% 小幅扩大至 1.2%，相对而言，仍处于较低水平。

图 6.3 美国和加拿大 2013~2020 年财政赤字与 GDP 比值



数据来源：IMF，联合资信整理

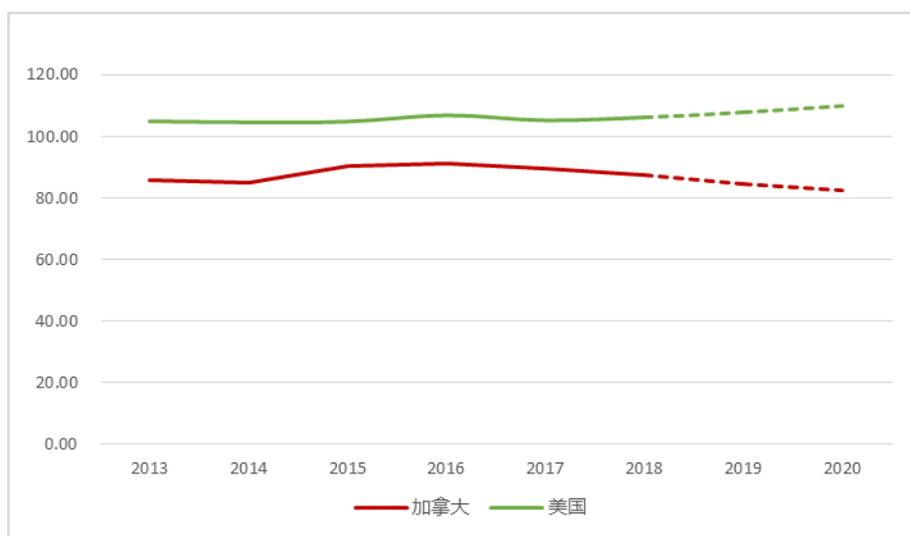
财政赤字的扩大使得美国的一般政府债务水平继续上升。2018 年，美国一般政府债务与 GDP 的比值达到了 106.1%，较 2017 年的 105.2% 上升了近 2 个百分点，使得美国的债务水平在全球主要经济体中高居第三，仅低于日本和意大利。

美国政府较高的债务水平和持续扩大的走势已经引起了投资者的担忧，加上近期美国经济周期见顶的迹象明显，美国财政部的国债拍卖出现了趋冷的趋势。2018 年全年，美国财政部共计发行了 2.4 万亿美元的债券，认购比仅为 2.6%，为 2009 年以来最低。在 2019 年 1 月 8 日举行的当年首次债券拍卖中，380 亿美元三年国债的得标利率仅为 2.559%，投标倍数为 2.44，较 2018 年的认购比继续下降，再度创下了 2009 年以来的新低。

但从美国政府债务的结构看，大部分的债务均为长期债务，短期债务的比例较低，在 2018 年 6 月底的所有存量债务中，短期债务的比例仅为 7.5%，因此，债务的风险仍然相对可控；但高涨的财政赤字和政府债务水平恐将对投资者的信心造成了负面影响，或将对其未来经济增长形成制约。

2018 年，虽然加拿大的经济增速下滑，造成财政赤字小幅扩大，但因为财政支出控制较好，加拿大政府债务水平较 2017 年有所下降，尽管仍处于 87.3% 的高位，但较 2017 年的 89.7% 下降了逾 2 个百分点，近年来的小幅下降趋势得以持续，政府的债务风险总体呈现出持续小幅下降的趋势。

图 6.4 美国和加拿大 2013~2020 年一般政府债务与 GDP 比值



数据来源：IMF，联合资信整理

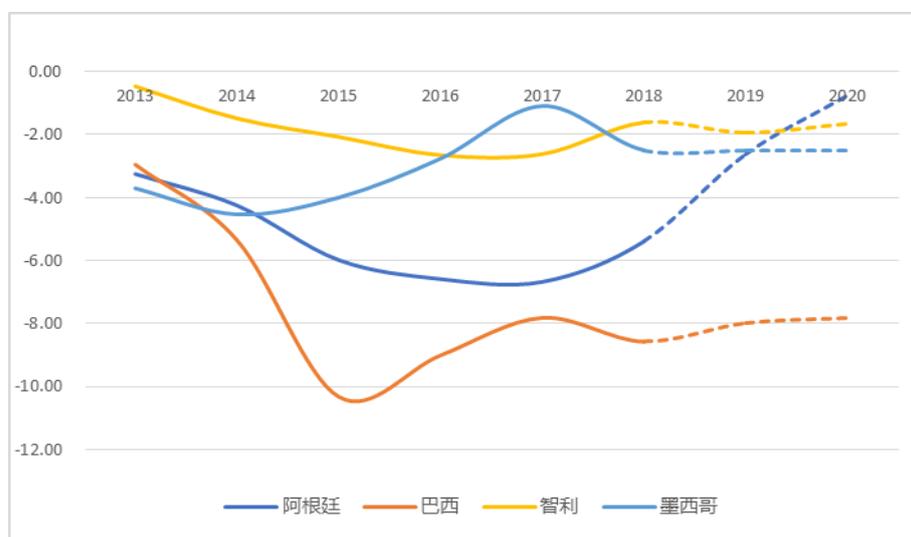
## 七、风雨摇摆的拉美地区

- ◆ 各国政府债务水平存在明显分化现象，部分国家信用风险有所上升

因为经济增长表现的差异，以及各国财政和税收政策调整方向的不同，2018 年，拉美地区主要经济体的财政状况的分化较为明显。

从具体国家分析，强劲的经济增长所带来的税收增加使得智利的财政状况出现了明显改善，财政赤字率从 2017 年年的 2.6% 下降至 2018 年的 1.6%，下降幅度大道 1 个百分点；而阿根廷在与 IMF 签订贷款协议后，其所实施的财政整固措施将使财政赤字率从 2017 年的 6.68% 缩减至 2018 年的 5.4%；对于墨西哥和巴西而言，虽然经济增速有所提升，但 2018 年下半年来国际油价从高位回调给这两个石油收入占比相对重要国家的财政收入带来一定负面影响，财政赤字均小幅走扩，前者从 2017 年的 1.1% 上升至 2018 年的 2.5%，后者从 2017 年的 7.82% 上升至 2018 年的 8.6%。

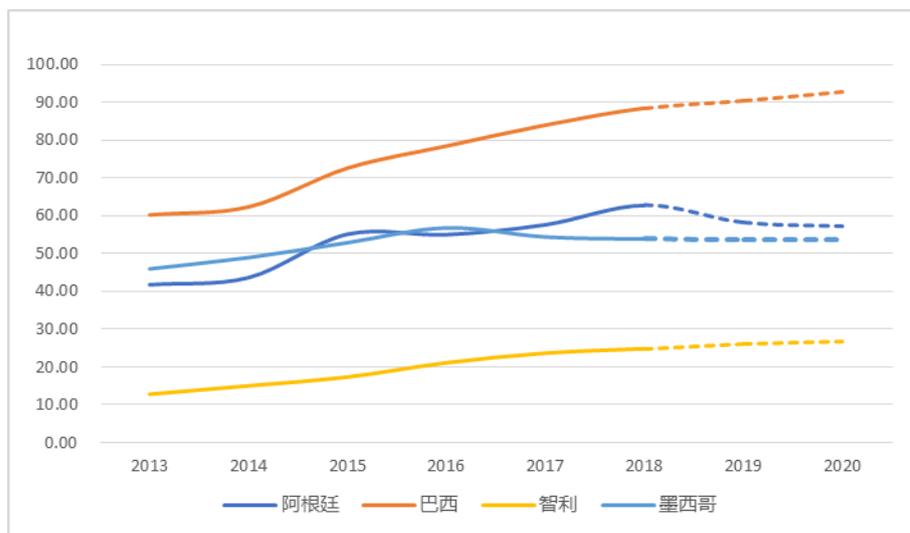
图 7.1 拉美地区主要经济体 2013~2020 年财政赤字与 GDP 比值



数据来源：IMF，联合资信整理

政府债务方面，自 2014 年全球能源和大宗商品价格大跌后，巴西政府债务水平一直呈现快速上升的趋势，至 2018 年已达 88.4%，在拉美和整个新兴经济体中均处于较高水平，另一方面，巴西政府债务的平均到期期限相对较短，存在较大的短期偿付压力；2018 年阿根廷出现的经济危机导致其政府债务水平大幅上升，达到 62.7%，首次突破了 60% 的国际警戒线；墨西哥的一般政府债务水平相对较低，为 53.8%，且近两年内相对稳定，处于可控区域内，而智利的一般政府债务水平很低，截至 2018 年底仅为 24.8%，且在中期内都有望保持在非常安全的水平。

图 7.2 拉美地区主要经济体 2013~2020 年一般政府债务与 GDP 比值



数据来源：IMF，联合资信整理

从债务结构方面分析，相对而言，依然是巴西风险较高，截至 2018 年 6 月底，虽然巴西的存量债务中没有短期债务，但长期债务中有 34.6%将在一年内到期，短期内偿付的压力较大。此外，截至 2018 年 6 月底，墨西哥的存量债务中短期债务和一年内到期的短期债务分别达到 6.4%和 7.2%，即合计达到 14.6%，因此，短期内偿付的压力可控。

#### ◆ 政治极化现象加剧，民粹主义势力增长，腐败事件频发，部分国家政局稳定性下降

2018 年是拉美地区的大选之年，巴拉圭、哥伦比亚、墨西哥、巴西、委内瑞拉等多个国家先后进行了大选。继前两年在阿根廷、秘鲁、智利等国相继赢得大选胜利后，右翼力量在 2018 年选战中在巴拉圭、哥伦比亚和巴西陆续赢得了胜利，特别是极右翼势力最终在巴西和巴拉圭大选中的首次胜出充分证实了拉美地区政治右转的趋势正在进一步加剧。

另一方面，因为拉美的右翼势力扩张的着力点在于逆全球化，民粹主义也自然成为右翼势力的普遍诉求。继特朗普以“让美国再次伟大”的竞选口号上台后，巴西新任总统博尔索纳罗也提出了“巴西优先”的口号，预示了在拉美各国政治右转形势下，民粹主义的思潮进一步扩张，或将对拉美各国的区域和全球政治和经济合作形成负面效应。

除此而外，拉美地区存在的腐败现象出现了愈演愈烈的趋势，阿根廷的“笔记本事件”暴露出了前包括总统在内的多位政府高官和企业之间的权钱利益交换极为猖獗，巴西的“洗车行动”已造成了多位总统受到调查或被判有罪，秘鲁也先后有 4 位总统因涉及

“奥德布雷希特案”而受到调查。腐败现象的频发动摇了民众对于政府的信心，推动了政治极化现象加剧。

总体看，政治极化、民粹扩张和拉美部分国家的腐败猖獗造成了美洲地区各国国内政局的稳定性普遍出现了一定程度的下滑。

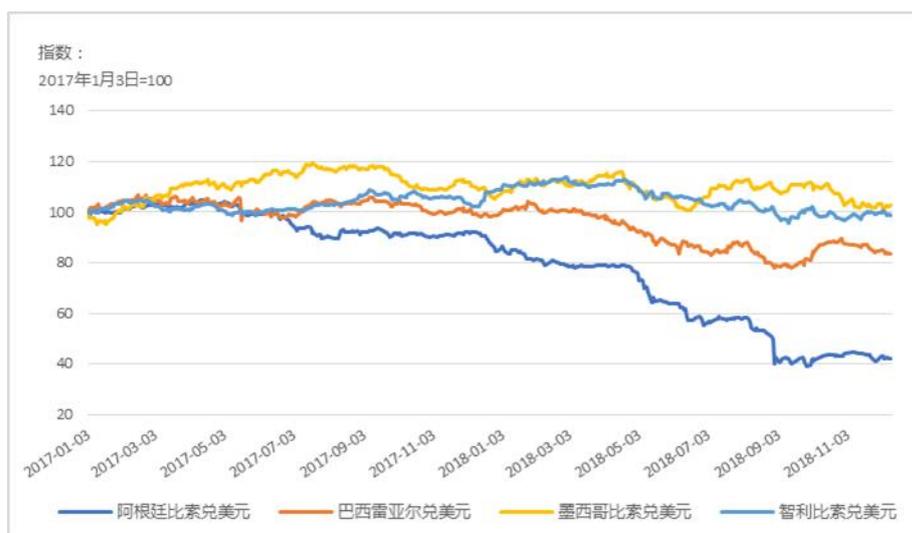
### ◆ 随着全球主要央行货币政策收紧，拉美部分经济体资本外流和货币贬值压力加剧，外部风险有所增加

2018 年以来，美国升息步伐进一步加快，再加上缩表因素的影响，新兴市场资本外流压力不断增大。就拉美地区而言，阿根廷、巴西等政府债务水平较高、外债水平较高或增长较快、经济基本面较差的国家面临的资本外流压力尤其突出。

受美元加息步伐加快、本国财政和经常账户赤字走扩、外债负担加剧等因素影响，美元兑比索的汇率已经从 2018 年年初的 18.55 升至当年 9 月末的 40.90，而比索的大幅度贬值又增加了阿根廷政府和企业的外债偿付压力，外部风险显著增加。

2018 年以来，随着美元指数走强及巴西国内政治风险的持续上升，雷亚尔对美元贬值速度开始加快，仅 2018 年上半年贬值幅度就达到了 15% 以上。在美联储持续加息的背景下，巴西雷亚尔未来仍面临较大的贬值压力。雷亚尔的大幅贬值同样也加大了巴西政府的外部风险，加上巴西一般政府债务水平本来就相对较高，外部风险的叠加效应无疑值得关注。

图 7.3 拉美地区主要经济体 2017~2018 年汇率变化



数据来源：IMF，联合资信整理

**◆ 在全球经济复苏放缓、下行压力增大的背景下，2019 年国际大宗商品的价格波动性将有所加大，或将拖累拉美资源出口国家的经济增长，成为推升信用风险的又一因素**

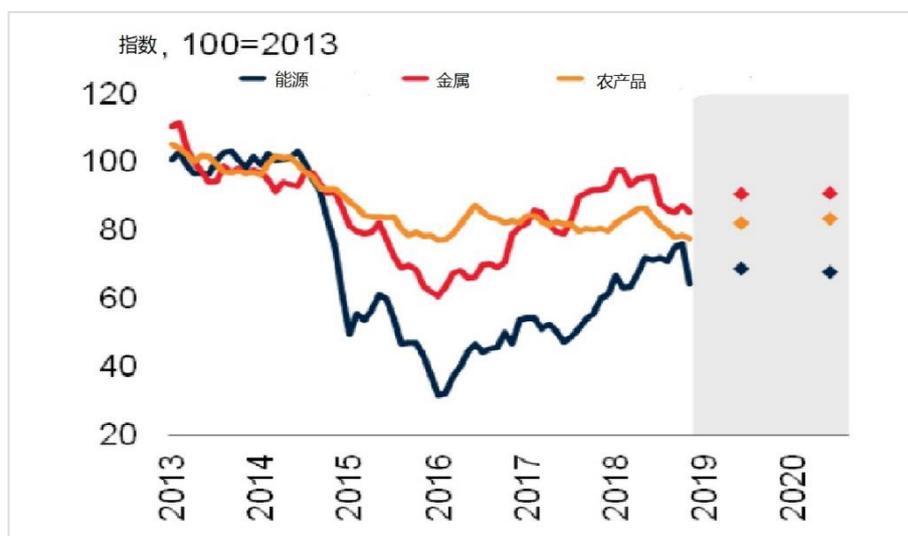
对于拉美相当多数国家而言，大宗商品的出口对其经济增长具有极其重要，甚至是决定性的意义，包括石油对于委内瑞拉、巴西、墨西哥和危地马拉，铁矿石对于巴西和秘鲁，铝土对于巴西、圭亚那、牙买加、委内瑞拉，铜对于智利和秘鲁，农产品对于阿根廷、乌拉圭和巴拉圭等等。虽然不少国家在大宗产品深加工和经济多元化方面做了很多努力，但截至目前，这些国家经济对于大宗商品出口的依赖性并未出现根本的改观。

2018 年，全球大宗商品价格总体呈现出先升后降的态势。其中，石油价格在上半年持续上升，主要因为委内瑞拉石油产量的下降和美国威胁对伊朗实施制裁。但进入四季度后，国际原油出现较大幅度下跌，12 月跌破 45 美元/桶，全年油价下跌近 20%，这给拉美产油国的经济增长造成了一定的影响。2018 年 12 月，OPEC+部长级会议决继续减产 120 万桶/天，不及市场预期的 130 万桶/天，减产协议将在 2019 年 1 月生效，为期六个月。但在美国产量持续增长和减产不及预期的背景下，原油供应过剩局面仍将存在，中长期下行压力并未消失。预计在减产协议提振下，油价在 2019 年出现阶段性回暖，但大幅上涨的可能性不高。

在金属原料方面，2018 年全球平均价格的增幅为约为 6%，也低于市场的普遍预期，在上半年价格出现较快上升后，下半年，金属的价格出现了大幅度下滑，导火索主要是美国针对包括中国在内的多个钢铁出口国启动了贸易战引发了市场出于对国际贸易走势不确定性的担心，金属的价格普遍出现下滑，包括镍在内的部分金属价格甚至下滑了 20%之多。随着全球经济增长放缓，2019 年的金属价格恐将继续维持小幅震荡的趋势。

2018 年，全球农产品价格基本稳定，但下半年也出现小幅下降，且不同商品的分化趋势明显。美国大豆价格在中美贸易战升级后大幅下跌，而其他国家（特别是巴西）的大豆价格则有所上升；小麦的价格则因为欧洲产量的小幅下降而有所上升。2019 年，农产品的价格或将基本维持稳定。总体来说，因为 2019 年全球经济增长趋缓，国际大宗商品的价格波动性将有所加大，或将拖累拉美资源出口国家的经济增长，成为推升信用风险的又一因素。

图 7.4 全球大宗商品价格指数 2013~2020 年走势



数据来源：IMF，联合资信整理

## 八、2019 年全球信用风险总体展望

2019 年，随着全球经济下行压力加大、流动性持续收紧及融资成本上升，全球信用状况将有所趋弱。受政治极化加剧、民粹主义进一步崛起等因素的影响，预计地缘政治风险将成为 2019 年全球信用风险最大的不确定性，全球信用风险局势将变得更加复杂严峻。在不确定的时代，对风险时序演变和风险共振交点的把握将变得至关重要。