



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

当黑天鹅遇上灰犀牛：全球债务经济系列研究报告

第二篇：新冠疫情对全球债务经济冲击的链式反应研究



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

第二篇：新冠疫情对全球债务经济冲击的链式反应研究

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

- 从历史情况来看，金融危机、经济危机和债务危机之间往往具有一定的链条传导关系。金融危机的爆发会导致市场流动性大幅收紧，大量企业因融资困难而破产，从而引发经济危机；经济危机的出现又使得企业偿债能力持续恶化，金融机构不良贷款率上升，政府债务水平大幅上升，从而引发大规模债务危机。
- 在疫情冲击之下，上述三种危机之间的关系变得更加错综复杂。首先，疫情加速了这三者之间的相互传递，引发了全球市场避险情绪的大幅上升，加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导，同时使得政府及企业偿债能力大幅恶化，使得其面临的债务风险大幅上升；其次，疫情提升了这三者的交叉风险，部分脆弱的新兴市场国家可能会出现三种危机并存的局面；最后，疫情缩短了这三者的爆发周期，尤其是经济危机，疫情引发的停工停产、消费下滑、外贸停滞等问题使得全球经济已在 2020 年陷入衰退，经济危机已不可避免，但如果采取得当措施，大规模债务危机有可能会推迟或大幅缓解。
- 各国为应对疫情采取的宽松刺激措施在一定程度上缓解了金融危机和经济危机的破坏程度，同时延缓了大规模债务危机爆发的时点。但在全球债务水平大幅上升、信用水平明显恶化及新冠疫情尚未得到有效控制的情况下未来仍有爆发大规模债务危机的可能。

正文

一、从历史情况来看，金融危机、经济危机和债务危机之间具有一定的链条传导关系，但新冠疫情使得这三者之间的关系变得更加错综复杂

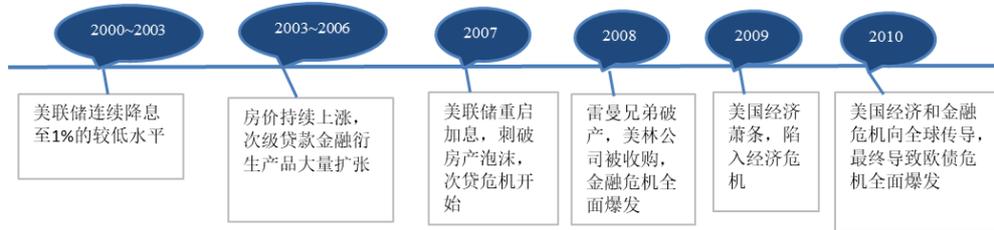
金融危机一般是指金融领域所有或大部分金融指标的急剧恶化，其主要表现包括股市和债市暴跌、资本外逃、正常银行信用关系遭到破坏并伴随银行挤兑、流动性急剧收紧和金融机构大量破产倒闭等现象的出现等。**经济危机**是指一个或多个国家经济在一段比较长的时间内持续出现萎缩，主要表现为商品大量过剩、生产大幅度下降、企业开工不足甚至倒闭、失业率大幅上升等。**债务危机**是指一国由于政府财政状况恶化、大量负债超过了自身清偿能力，从而无力还债或必须延期还债的现象。

从历史情况来看，金融危机、经济危机和债务危机之间往往具有一定的链条传导关系。金融危机的爆发会导致市场流动性大幅收紧，大量企业因融资困难而破产，从而引发经济危机；经济危机的出现又使得企业偿债能力持续恶化，金融机构不良贷款率上升，政府债务水平大幅上升，从而引发大规模债务危机。

“2008 年全球金融危机爆发—2009 年全球经济陷入衰退—2010 年欧债危机爆发”即是这种关系的具体体现。进入 21 世纪以来，美联储为刺激经济增长连续十多次降息，联邦基金利率在 2003 年降至 1% 的较低水平。在此背景下，美国房地产市场持续扩张，房屋价格在 2000~2007 年间上涨了 65% 左右。与此同时，银行等金融机构大幅降低住房抵押贷款申请标准，次级住房抵押贷款在短期内迅速扩张，而金融机构又通过资产证券化的方式将这些次级贷款包装成 MBS、CDO、CDS 等多种金融衍生产品，隐藏了其中潜在的风险。随着美联储重启加息及房地产价格的下跌，房地产泡沫在 2007 年开始破灭，次级贷款及其衍生品的价值大幅缩水，金融机构拥有的资产价值迅速减少，为了应对庞大的短期债务，金融机构只能出售更多缩水的金融资产，恐慌性抛售最终使危机迅速蔓延。2007 年 4 月，美国第二大次贷机构新世纪金融公司申请破产保护，宣告了次贷危机的开始，随后危机迅速蔓延至对冲基金、银行、保险等其他金融机构；2008 年 9 月，雷曼兄弟破产和美林公司被收购标志着金融危机的全面爆发。在此背景下，金融机构放贷变得更加谨慎，贷款利率居高不下，实体经济因融资困难而陷入衰退，失业率大幅上升。自 2008 年四季度开始，美国经济连续四个季度负增长，由于美国的次级贷款被包装成金融衍生产品向全球投资者出售，再加上美国在全球金融及经济体系中的核心地位，美国的次贷危机及金融危机很快传

导致全球各国，并成为欧债危机爆发的导火线，在南欧落后国家产业结构失衡、福利制度存在刚性问题等深层次原因叠加作用下，终于导致了 2010 年欧债危机的全面爆发。

图 1 2008 年全球金融危机-2009 年全球经济危机-2010 年欧债危机爆发时间线

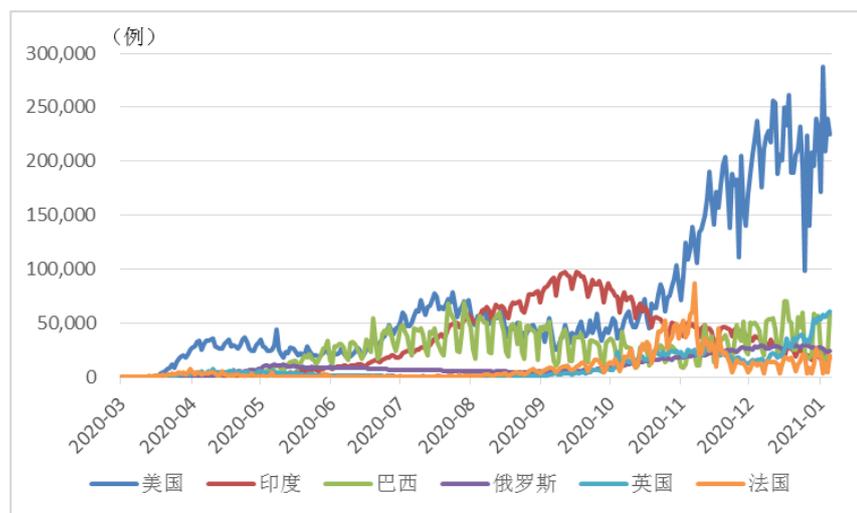


数据来源：联合资信根据公开资料整理

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。

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，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。

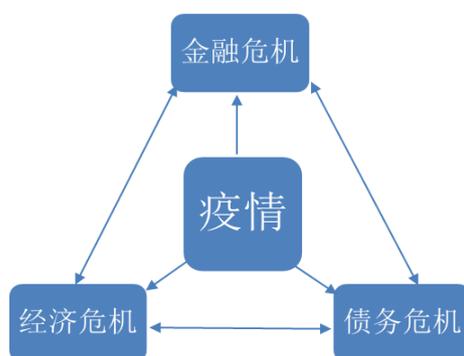
图 2 新冠疫情较为严重国家每日新增确诊病例变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

在疫情冲击之下，上述三种危机之间的关系变得更加错综复杂。首先，疫情加速了这三者之间的相互传递，引发了全球市场避险情绪的大幅上升，加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导，同时使得政府及企业偿债能力大幅恶化，使得其面临的债务风险大幅上升；其次，疫情提升了这三者的交叉风险，部分脆弱的新兴市场国家可能会出现三种危机并存的局面；最后，疫情缩短了这三者的爆发周期，尤其是经济危机，疫情引发的停工停产、消费下滑、外贸停滞等问题使得全球经济已在 2020 年陷入衰退，经济危机已不可避免，但如果采取得当措施，大规模债务危机有可能会推迟或大幅缓解。

图 3 疫情之下三种危机的链条传导关系



二、新冠疫情加剧了不同危机之间的相互传递，对实体经济造成的损害更大，使得政府及企业面临的债务风险大幅上升

新冠疫情之下，金融危机—经济危机—债务危机之间的相互传导加剧，从而加速了局部或初期的金融危机向实体经济传导，同时使得政府及企业偿债能力大幅恶化，使得其面临的债务风险大幅上升。

3 月开始，疫情在全球迅速蔓延，叠加国际油价暴跌影响，全球旋即开启“金融危机”模式，股债同跌，市场流动性骤然收紧。3 月，MSCI 全球指数回报率深跌至-16%，美国、加拿大、巴西、泰国、韩国等多国股指触发熔断，10 余个国家股市步入“技术性熊市”（即从近期高点下跌超过 20%），其中美股更是在 3 月 9 日、3 月 12 日、3 月 16 日和 3 月 18 日历史罕见地 10 天内触发 4 次熔断，从历史上来看，2020 年之前美国股市仅在 1997 年 10 月 27 日发生过一次熔断。从债券市场看，由于全球流动性大幅收紧，债券市场亦同步出现大幅抛售，全球债券市场回报率自 2019 年末以来首次转入-3%的负收益区间，其中新兴市场债券受市场风险偏好大幅降低影响，全月回报率跌至-11%。

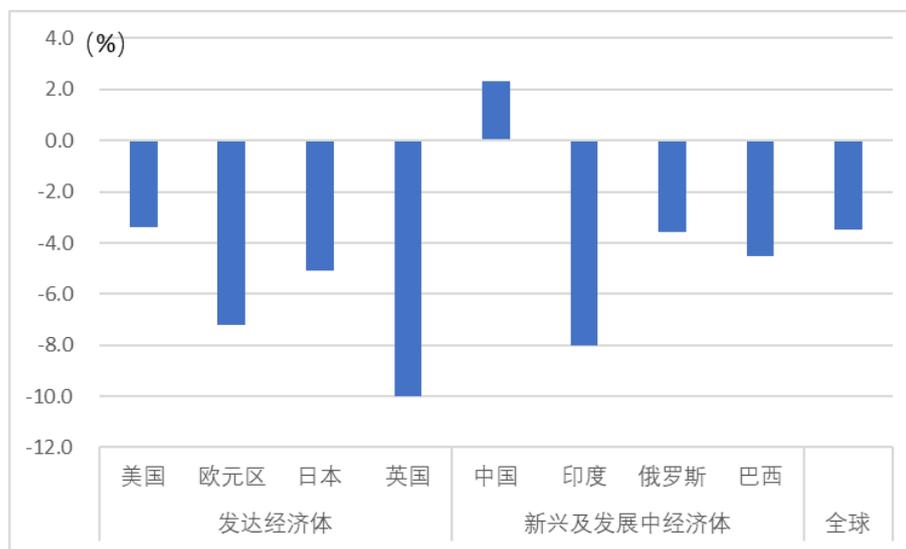
图 4 2020 年 3 月全球主要股票市场（左图）和债券市场表现



数据来源: Wind, Bloomberg, 联合资信整理

与此同时，金融危机之下货币资本的波动和不确定性令资本投资无法回收的可能性大幅增加，叠加疫情多轮封锁和限制措施带来的停工停产、消费下滑等生产和需求端的冲击效应，各国的投资、消费及对外贸易均受到了明显冲击，导致 2020 年发达经济体和发展中经济体陷入罕见的同步衰退的经济危机。IMF 2021 年 1 月对 2020 年全球经济增速的估算为收缩 3.5%，虽然较 2020 年 10 月的预测数据略有上升，但除中国估计能实现 2.3% 的增长外，主要的发达及发展中经济体均陷入了不同程度的经济收缩，全球陷入经济危机已然成为事实。

图 5 IMF 对主要经济体 2020 年 GDP 增速估算

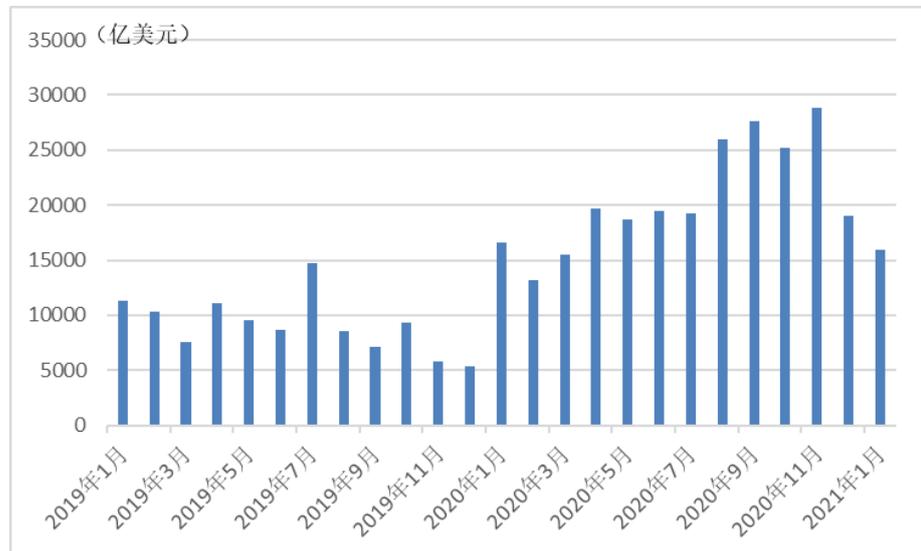


数据来源: IMF, 联合资信整理

经济危机之下，各国政府为了应对疫情和挽救就业民生大幅增加的公共医疗卫生及救助支出令财政赤字飙升，财政状况年内出现恶化，而各国通过信贷和发行债券的方式增加市场的流动性，相应地各国债务规模也随之扩大。根据彭博口径，2020 年以来全球政府主权债券发行总额已飙升至约 25 万亿美元，是 2019 年（11 万亿）的逾两倍，创下历史高位。

在此情况下，全球债务安全的脆弱性进一步加剧。尤其是在疫情比较严重的国家和地区，如美国、欧洲和部分新兴市场，主权债务和企业债务的风险更为凸显。

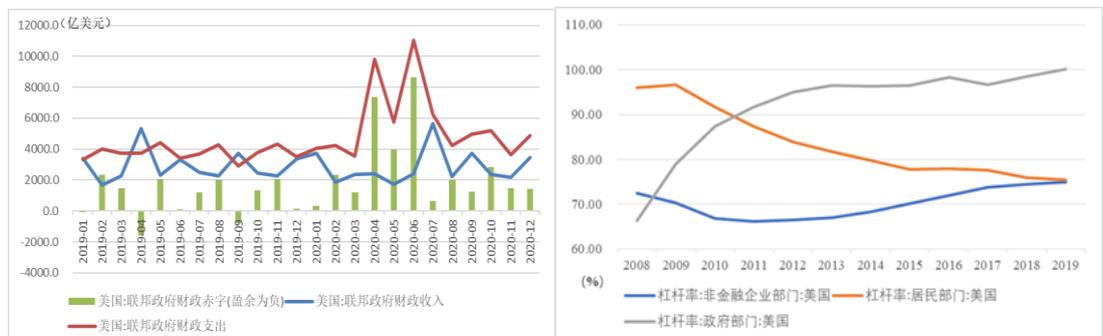
图 6 2020 年以来全球主权债发行规模激增



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

从美国的情况看，2020 年以来，由于疫情的暴发及各项居家隔离措施导致生产消费受损，美国的财政收入仅为 3.4 万亿美元，而由于大规模的疫情纾困措施的实施，财政支出却高达 6.8 万亿美元，财政赤字飙升。疫情期间，增加财政收入以及压缩财政支出都不太可能，因而唯一的办法就是增加国债的发行，弥补财政赤字。截至 2020 年末，美国国债规模已经达到 27.7 万亿美元的规模，相当于美国 GDP 约 133%。与此同时，美国政府的债务负担也一路上行，2019 年超过了 100%。而在长期低利率环境下，美国除政府债务迅速上升外，非金融企业杠杆率也创 2008 年以来新高。2019 年非金融企业部门杠杆率达到 74.9%，已经超过 2008 年经济危机水平。若疫情持续冲击需求和供应链，给实体企业经营带来直接影响，企业现金流可能面临枯竭，并引发企业债务危机。

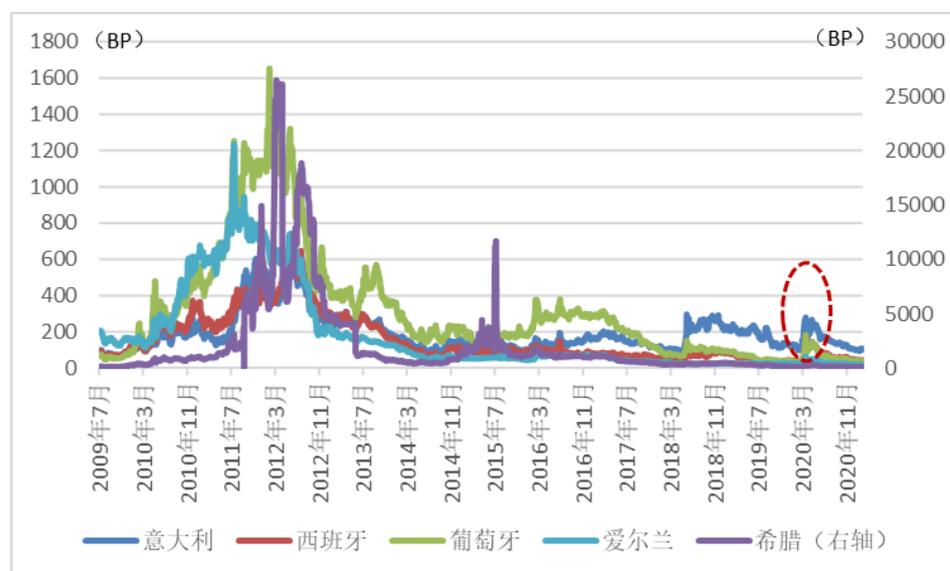
图 7 美国联邦政府 2019 年以来财政状况（左图）及近年杠杆率情况



数据来源：美国财政部，BIS，联合资信整理

欧洲地区的疫情始于 3 月的意大利，目前已接连暴发数轮疫情高峰，加上欧元区各国史无前例的刺激政策使得主权债务飙升，令市场对欧洲是否会再度爆发欧债危机疑虑再起。欧洲部分国家主权债遭到大规模抛售，以 5 年期主权信贷违约掉期（CDS）水平来衡量，欧洲脆弱五国中的西班牙、意大利和葡萄牙主权 CDS 疫情期间均显现出明显上升，而这些国家正是欧洲受新冠疫情冲击最为严重的国家。尽管和欧洲危机时期相比这些国家当前的 CDS 水平仍处于相对低位，但随着疫情对经济打击的进一步显现以及疫苗接种效果仍待时间等原因，未来不排除有进一步上升的可能。由于这些国家的主权债券有很大一部分为欧洲其它地区和国家的银行所持有，因此这些国家的主权债券价格的大幅下滑使得银行业资产面临一定减值风险，银行业资产质量将受到考验。

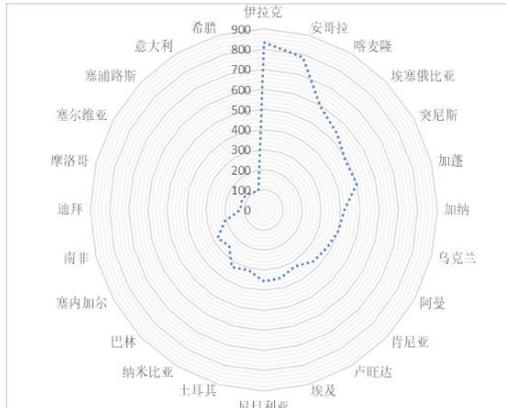
图 8 欧洲脆弱五国疫情爆发初期 CDS 有所上升



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

随着疫情的不断扩散，新兴经济体和发展中国家债务风险更为凸显，黎巴嫩、阿根廷、厄瓜多尔、赞比亚等国相继出现不同程度的主权债务违约事件，其他新兴市场国家主权 CDS 也都出现了不同程度的上升，尤其是非洲地区，疫情高峰时期多国主权 CDS 升至 1,000 个 BP 以上，2020 年年末 CDS 水平虽有一定回落，但仍维持在 500 个 BP 左右的高位，发生主权违约事件的概率仍然居高不下。在此背景下，新兴市场国家企业部门在全球金融市场融资的成本及难度将大幅上升，一旦疫情进一步加重，新兴市场国家企业债违约风险也有所上升。2020 年全年，新兴市场企业债违约规模达到 405 亿美元，较 2019 年的违约规模扩张了近两倍，已显著高于 2008 年全球金融危机前后的水平，且随着疫情的持续蔓延及主权信用状况的整体恶化仍有上升的可能。

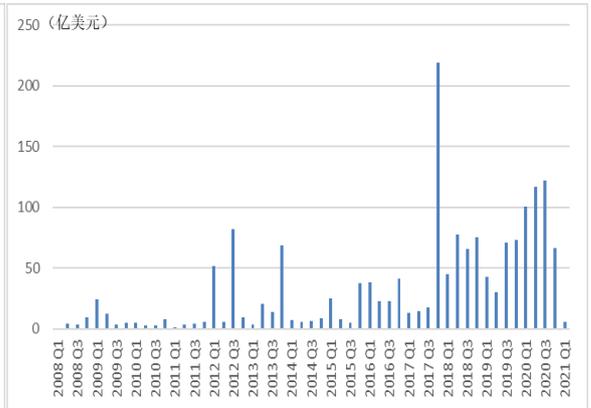
图 9 全球主权 CDS 水平较高的国家



注：按 2020 年 12 月 31 日数据统计；

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 10 2008-2021Q1 新兴市场企业债违约规模



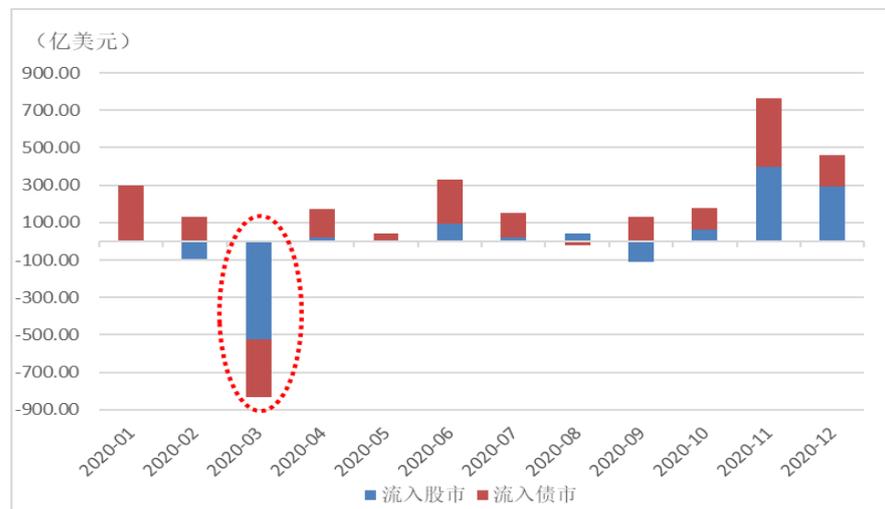
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

三、新冠疫情加剧了不同危机的交叉风险，部分国家可能会出现三种危机并存的局面

新冠疫情之下，不同危机的交叉风险被进一步放大，部分国家可能会出现经济危机、金融危机及债务危机三种危机并存的局面，尤其是部分较为脆弱的发展中经济体。

发展中国家的金融市场普遍欠发达，资本市场状况脆弱，且容易受到发达经济体政策外溢的影响，经济金融波动往往与美元汇率周期、市场流动性状况等因素密切相关。例如，在疫情暴发初期，疫情扩散的不确定性和机构被动平仓造成的抛售压力令市场流动性骤然紧张，作为风险资产的新兴市场资产也遭到抛售，跨境资本加速撤离。2020 年 3 月，仅单月内新兴市场股票和债券项下资本组合净流出就达到了 834 亿美元。

图 11 疫情暴发初期新兴市场资金波动大幅加剧

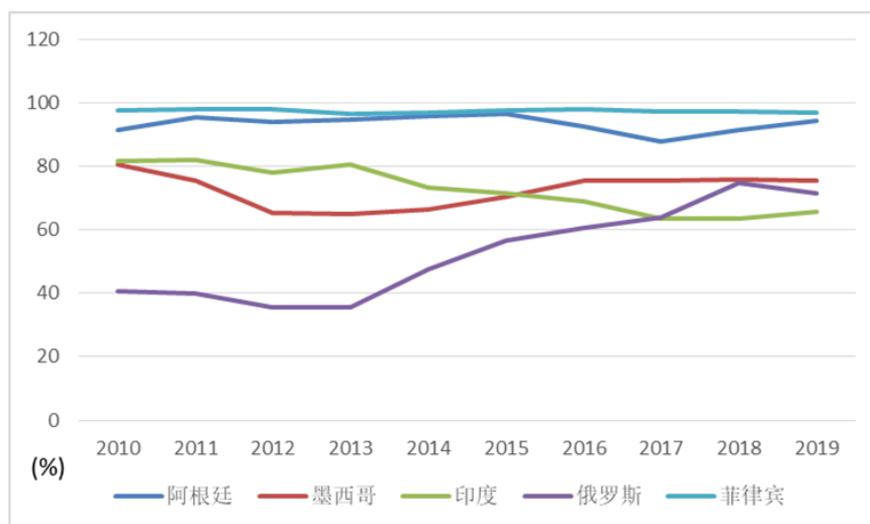


数据来源：国际金融协会 (IIF)，联合资信整理

其次，由于医疗卫生系统普遍不完善，贫困及人口密度较高以及财政纾困空间受限等方面的原因，发展中国家防控疫情的难度更大，在不得不采取社交隔离、停工停产等政策之下，新兴市场经济的脆弱性更加凸显。

疫情之下，部分新兴市场国家由经济危机传导为债务危机的风险也逐步增大。一些新兴和发展中经济体在新冠疫情暴发时就处于脆弱状态，存在着长期依赖国际市场融资，依靠国际市场获得大宗商品等出口收入是维持债务可持续性的重要方式。近十年来，对国际流动性尤其是美元融资的依赖程度显著加大，主要新兴经济体国家外币计价的债务占比在高位仍不断上行。在新冠疫情冲击下，新兴市场经济体被迫面临增加防疫开支和偿还高额债务的双重压力，自身内外部脆弱性更易被放大，尤其是在货币贬值、大宗商品及国际贸易波动背景下财政和经常账户双赤字局面出现恶化，导致新兴市场国家主权债务违约风险进一步加大，2020年以来，黎巴嫩、阿根廷、厄瓜多尔和伯利兹等新兴市场国家相继出现了主权违约事件，新冠疫情对新兴市场国家偿债能力造成的影响开始逐步显现。由此可见，新兴市场国家疫情之下金融危机-经济危机-债务危机发生共振的可能性更大。

图 12 部分新兴及发展中经济体外币债务在总外债中的占比

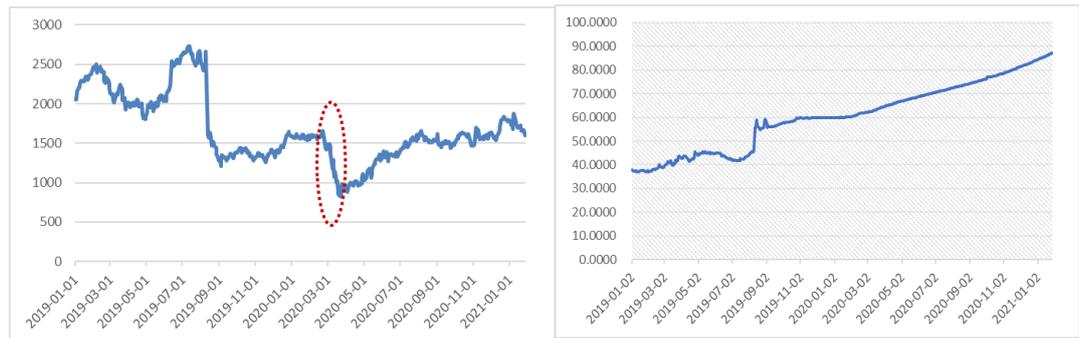


数据来源：世界银行，联合资信整理

阿根廷即是疫情之下三类危机共振的典型案例。由于自3月初发现首例病例以来阿根廷新冠疫情迅速蔓延，叠加国际投资者的避险情绪加剧，国内金融市场大幅波动，2020年3~4月，MSCI阿根廷大盘指数两个月见累计下跌逾45%，全年汇率贬值逾40%。同时，由于政府采取了全国强制隔离、禁止商业活动等措施，令本已连续两年陷入萎缩的经济雪上加霜，据估计，2020年阿根廷经济将大幅收缩近12%，通货膨胀水平高达36%。疫情之下阿根廷的公共支出再次大幅增加，政府财政的脆弱性凸显，并于2020年4月由于无力偿还外债，向债权人提出了债务重组计划，出现了违约行为。尽管阿根廷在达成债务重组协

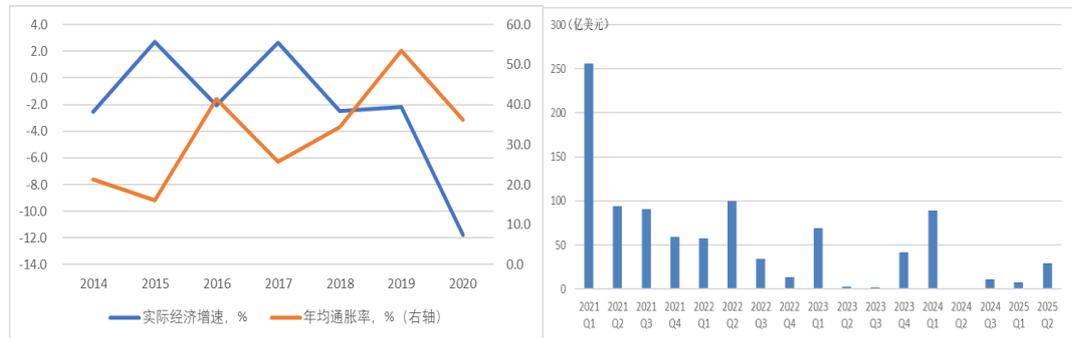
议后已经获得了重新进入国际市场融资的机会，但在政府财政状况持续恶化的背景下，短期内阿根廷仍然面临一定的违约风险。根据彭博数据，2021 年、2022 年和 2023 年阿根廷的主权债务到期总额分别达到了 501 亿、205 亿和 116 亿美元，尤其是 2021 年到期偿还压力依然较大。

图 13 MSCI 阿根廷大盘指数（左图）及美元兑比索走势情况



数据来源：Wind, 联合资信整理

图 14 阿根廷经济基本面（左图）及主权债到期分布情况



数据来源：IMF, Bloomberg, 联合资信整理

四、新冠疫情缩短了危机爆发的周期，恐慌情绪蔓延之下金融市场出现大幅波动，叠加疫情对实体经济造成的巨大冲击使得全球迅速陷入经济衰退

一般而言，金融危机主要是由金融市场过度自由化、金融衍生工具迅速发展、金融运行与实体经济脱节等因素引发的，通常表现为金融资产泡沫的持续积累及最终破灭，这一过程一般会持续较长时间。以 2008 年全球金融危机为例，2000 年互联网泡沫破灭后美联储连续多次降息以提振经济，并将利率长时间保持在较低水平，催生了房地产泡沫及经济虚假繁荣，再加上次级抵押贷款等金融衍生工具的快速发展及相关监管的缺失，最终在 2007

年引发了次贷危机，随后大量金融机构出现倒闭，金融市场出现大幅波动，并迅速蔓延至全球。

与以往的金融危机不同，2020年3月爆发的金融危机主要是由新冠疫情引发的，其爆发的周期极为短暂。以美国为例，尽管在3月初美国本土的疫情并不严重，但美联储还是连续开展了两次非常规降息行动以托底经济。然而，在欧洲疫情愈演愈烈引发的恐慌情绪之下，美股呈现出“越刺激，越恐慌”的态势，自3月9日起历史罕见地10天内触发4次熔断，金融危机爆发的周期被大幅缩短。除了股市以外，金融市场在恐慌情绪刺激之下陷入了无差别抛售的局面，债券、黄金等传统避险资产全部失灵，均出现了大幅下跌。另一方面，与以往金融危机从一国逐步蔓延至地区其他国家或全球不同，新冠疫情的全球爆发使得金融风险的在各地区之间的传导速度也大幅提升，而在全球金融市场联动日益紧密的情况下金融危机在全球多国几乎同时爆发，多国股市出现“熔断”，仅有中国等少数率先控制住疫情的国家得以幸免。

图 15 2020 年一季度美股三大指数走势



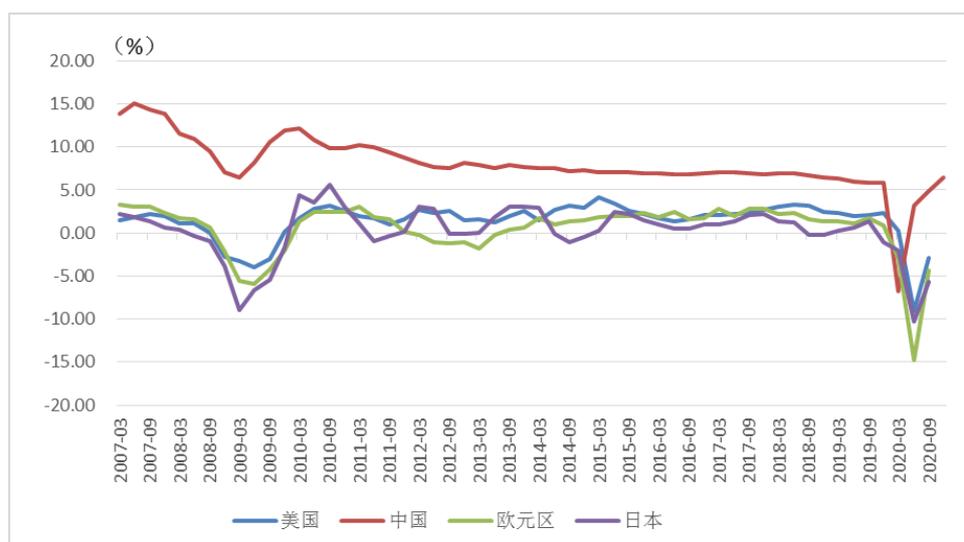
数据来源：Wind，联合资信整理

从历史来看，大部分金融危机最终都导致了经济危机，这主要是因为资本与生产之间的联系随着生产水平的不断提高而变得越来越紧密。资本在生产过程中经历了“货币资本—生产资本—商品资本—货币资本”的转化过程，而任何一个阶段出现的不确定性和矛盾都可能导致生产过程因投入不足而无法继续，从而导致产出大幅下降并引发经济危机。但从金融危机传导至经济危机一般都需要一个较长的过程，一方面是因为金融危机向实体经济及生产过程的传导需要时间（尽管这一传导过程正在持续缩短），另一方面是因为如果

政府在金融危机之初便采取强有力的应对政策措施（例如大规模的宽松刺激政策）来阻断金融风险与生产过程的联系，那么就有可能延缓甚至避免经济危机的发生。以 2009 年全球经济危机为例，2008 年全球金融危机爆发后主要经济体的经济增速均呈缓慢下降趋势，但并未马上陷入衰退，但随着金融危机的持续发酵，欧美国家均在 2008 年底陷入经济衰退，并在 2009 年上半年达到经济衰退的最低点。

2020 年，除中国外的全球主要经济体均陷入了连续两个季度或以上的经济衰退，且衰退幅度明显超过 2009 年全球经济危机时期，但引发经济危机的首要因素并非是金融危机，而是新冠疫情，且在新冠疫情的冲击下经济危机爆发的进程被大幅缩短。各国政府为控制疫情采取了停工停产、封路封城、关闭餐饮及娱乐购物场所等措施，对生产和消费均造成了严重冲击，其对经济增长造成的影响几乎是“立竿见影”，比金融危机的传导作用来得更加迅猛。

图 16 全球主要经济体季度 GDP 增速变化情况



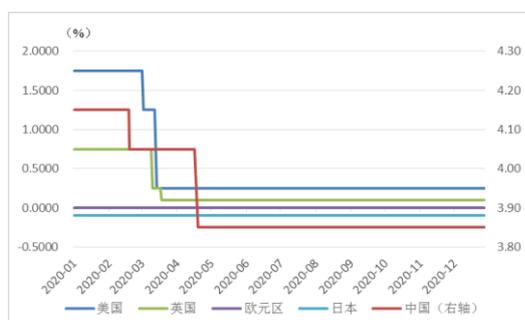
数据来源：Wind，联合资信整理

五、各国为应对疫情采取的宽松刺激措施在一定程度上缓解了金融危机和经济危机的破坏程度，同时延缓了大规模债务危机爆发的时点，但在全球债务水平大幅上升、信用水平明显恶化及新冠疫情尚未得到有效控制的情况下未来仍有爆发大规模债务危机的可能

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，宽松力度前所未有的。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

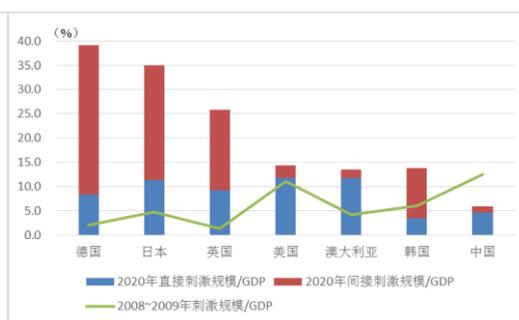
率水平降至零附近，同时推出“不限量”量化宽松政策；在美联储的带动下，全球央行再度掀起“降息潮”，其中英国央行经过两次降息后利率水平也已经接近于零，而欧洲央行和日本央行由于已经处于零利率或负利率状态并未开展降息行动，但也采取了扩大购债规模等方式来加大宽松力度，中国央行则通过定向降准、调低 LPR 利率等方式为市场注入流动性。从财政政策来看，全球各国政府为应对疫情并提振经济而推出的财政刺激计划已高达 11.7 万亿美元（截至 2020 年 11 月统计），相当于全球 GDP 的近 12%，其中包括了直接刺激措施（财政支出和减税）间接刺激措施（政府贷款、资金注入和担保等）。具体来看，除中国以外全球主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。

图 17 2020 年以来全球主要央行基准利率变化



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 18 部分国家财政刺激规模



数据来源: IMF, 联合资信整理

得益于全球政府及央行推出前所未有的超大规模经济刺激计划，全球金融市场在经历了 2020 年 3 月时的严重危机后逐步趋稳，全年实现了“股债同涨”的局面，除能源类商品以外大部分资产大类均实现了正回报，表明这些宽松刺激措施在很大程度上缓和了金融危机的破坏程度。从宽松刺激政策对经济的提振作用来看，2020 年三季度全球主要经济体经济衰退幅度均较二季度明显收窄，包括美国在内的多个国家预计将在四季度重回经济正增长。从经济先行指标制造业 PMI 来看，大部分国家的制造业 PMI 在 4 月前后大幅下跌之后随即迅速反弹，至 2020 年年底除日本以外主要经济体制造业 PMI 指数均回升至荣枯线以上。尽管当前全球范围内的新冠疫情仍未得到有效控制，导致经济危机的根源仍未消除，但这些宽松刺激措施已经在很大程度上缓解了经济危机的破坏程度，提振了全球经济增长前景。

图 19 2020 年全球主要大类资产回报率

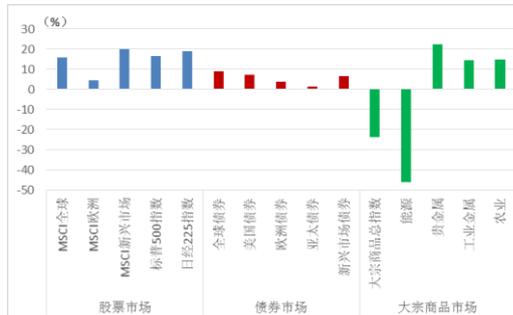
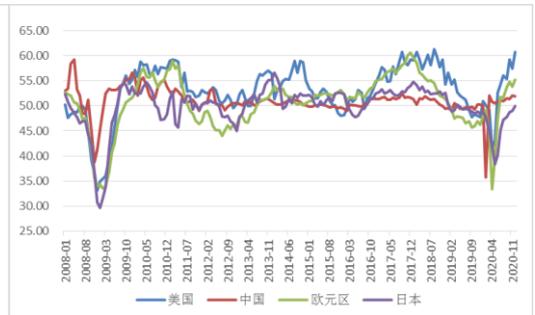


图 20 全球主要经济体制造业 PMI 变化情况

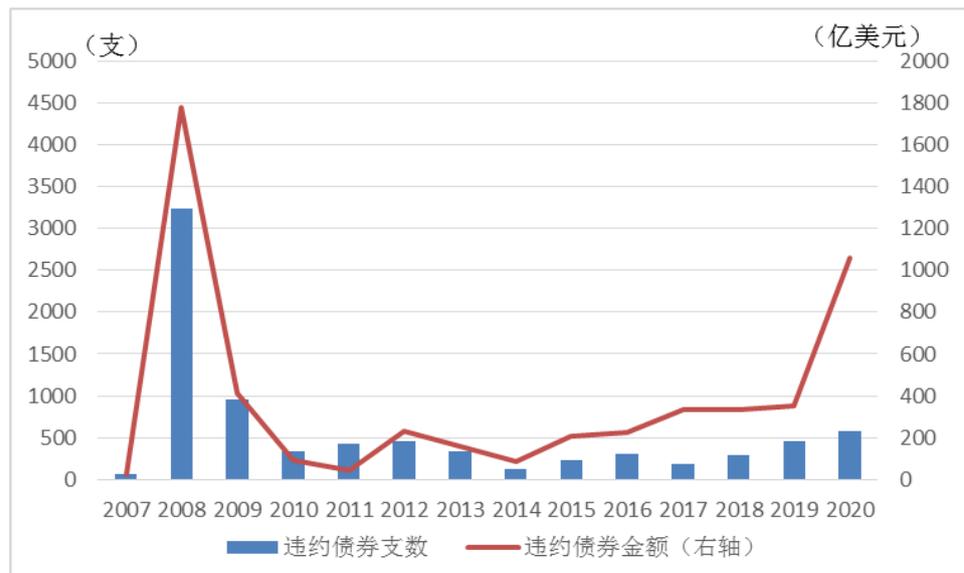


数据来源: Bloomberg, Wind, 联合资信整理

数据来源: Wind, 联合资信整理

另一方面，宽松刺激政策在很大程度上延缓了大规模债务危机的爆发时点。在 2020 年 3 月全球金融市场出现大幅动荡之初，全球多国政府及央行就出台了多项政策避免大规模违约的发生，其中美联储在总计 2.3 万亿美元的资助计划中将直接购买企业债的规模从初期的 2,000 亿美元增加到 7,500 亿美元，并将购买债券评级由最低 BBB 级降为 BB-级，这也是美联储历史上首次购买“垃圾债”。从 2020 年全年情况来看，全球公司债违约支数及规模虽然较 2019 年大幅增长，但距离 2008 年全球金融危机时期的情况仍有很大距离。另一方面，G20 集团推出的最贫穷国家暂停偿还债务计划在很大程度上避免了大规模主权违约的发生，2020 年全球仅有黎巴嫩、厄瓜多尔、阿根廷和伯利兹等少数国家发生了主权违约事件。

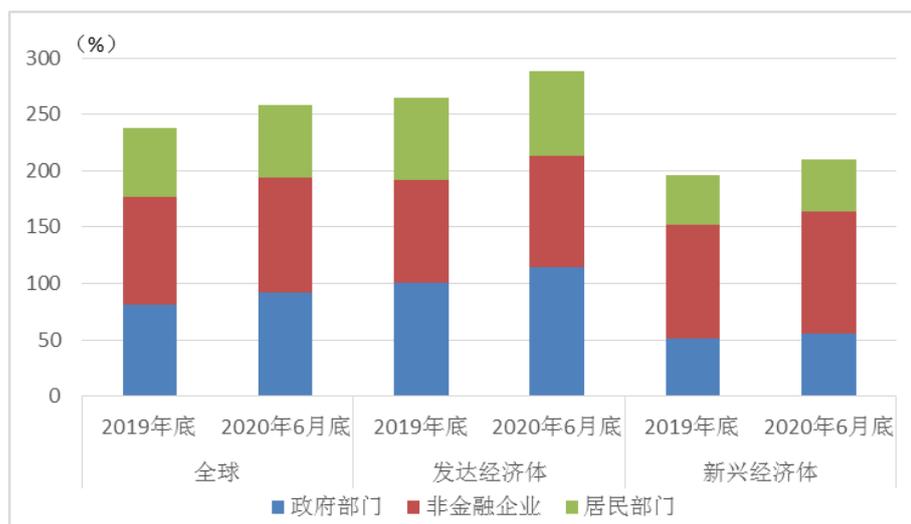
图 21 全球公司债违约变化情况



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

但是上述措施只能在一定程度上延缓大规模债务危机的发生时点，并不能避免或消除债务危机。一是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，增加了全球债务的偿还压力。截至 2020 年 6 月底，全球总杠杆率已高达近 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。

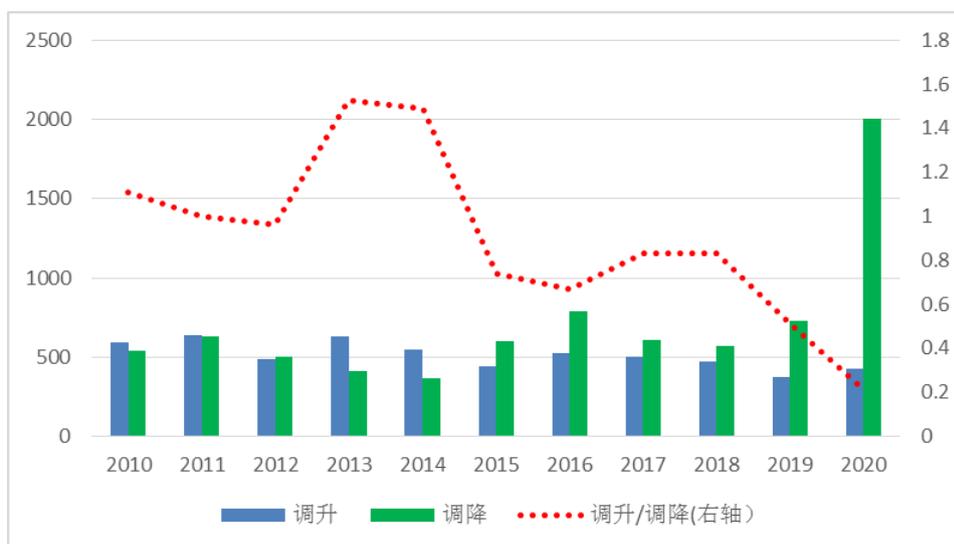
图 22 全球杠杆率变化情况



数据来源：BIS，联合资信整理

二是在新冠疫情的冲击下，企业流动性及盈利能力进一步恶化，大量企业信用评级遭到下调，增加了未来爆发债务危机的可能性。以标普评级为参考，2020 年，美国共有逾 2000 余家企业信用评级遭到下调，是 2019 年评级下调总数的 2.7 倍以上，其中有近一半左右的评级下调行动发生在新冠疫情严重冲击美国经济的二季度；另一方面，调升/调降比例也降至近年来的最低水平，显示出美国企业债整体信用水平的严重恶化。从“堕落天使”变化情况来看，2020 年美国共有 48 家企业从投资级调降至高收益级，达到 2011 年以来的新高。

图 23 美国企业债信用评级变化情况



注：参考标普评级变化情况

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

三是当前全球新冠疫情尚未得到有效控制，未来仍有爆发金融危机或经济危机的可能，而各国进一步实施宽松政策的空间已经有限，可能无法有效应对可能出现的债务危机。新冠疫苗接种进度可能不及预期以及新冠病毒可能存在的变异风险使得 2021 年全球面临的疫情防控形势仍不容乐观，尽管市场普遍预计全球经济将在 2021 年迎来复苏，但如果新冠疫情在全球范围内再度出现大幅恶化的情况，恐慌情绪可能会引发金融市场再度出现像 2020 年 3 月那样的大幅波动，部分疫情较为严重的国家可能会再度陷入经济衰退甚至爆发经济危机。另一方面，当前全球主要央行利率水平均已降至零甚至负利率水平，各国政府财政赤字及债务压力也普遍大幅上升，未来进一步实施宽松政策的空间已经有限，可能无法应对可能出现的债务危机。此外，对于部分最不发达国家而言，G20 集团提出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，如果后续没有更加妥善的解决方案，这些国家出现债务危机的可能性将大幅上升。