



# 2023 年全球信用风险八大展望（下篇）

联合资信 主权部

## 主要观点

- 2023 年俄乌冲突走向和平谈判的难度依旧较大，地缘政治博弈或再度占据国际政治舞台，全球能源规则、经贸规则以及军事规则等方面或面临重新制定和洗牌
- 在通胀尚未完全控制之前，欧美央行的货币政策或难明显转向宽松，日本央行的货币政策在短期内仍将保持宽松，但中长期有望转向渐进收紧的方式
- 虽然欧美国家经济韧性较强，但仍会面临“浅度衰退”的可能，部分亚洲新兴经济体绽放经济活力，印度或成为拉动全球经济增长的火车头
- 2023 年全球风险资产或将呈现较大的差异化表现，其中部分亚洲国家股市有望呈现向好复苏态势
- 部分新兴经济体和中低收入经济体抵御风险的能力较差，存在一定主权债务违约风险
- 2023 年美国高收益债券将迎来兑付高峰，受成本高企影响再融资难度较大，违约风险或有所走高
- 国际政经格局的重塑导致全球供应链重构，地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，或对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击
- 欧美等发达经济体引领 ESG 债券市场的发展，而新兴市场将成为未来的主要增长动力



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



## 一、 哪些国家可能会出现主权信用违约？

### 1. 如果两党迟迟未能就债务上限达成一致，美国在今年 6 月或面临技术性违约风险；欧盟债务压力依旧沉重，但再次爆发欧洲危机的可能性较小

美国债务上限是美国国会为防止美国财政部无限度举债而设立的债务天花板，自 1940 年有纪录统计以来，美国债务上限共上调 104 次，平均每 9 个月上调一次，尤其是 2008 年金融危机后，美国政府频频通过财政扩张的方式救市，导致政府多次面临“政府关门”、“财政悬崖”以及技术性违约的风险。美国在疫情期间实行了扩张性财政政策并带动其债务快速攀升至 31.4 万亿美元（1 月 19 日），再次触及美国债务上限。美国财政部自当天起采取特别措施，启动“暂停发行债券期”，同时暂停为公务员退休和残疾基金以及邮政退休人员健康福利基金注入新资金，并将 6 月 5 日设定为避免联邦政府债务违约的最终期限。如果两党迟迟未能就债务上限达成一致，美国债务上限的违约日（X 日）将会在 6 月初到来，届时美国财政部将会用尽举债空间且无力偿付现有负债，美国政府或将出现技术性违约，对美国整体信用体系和资本市场造成严重冲击。

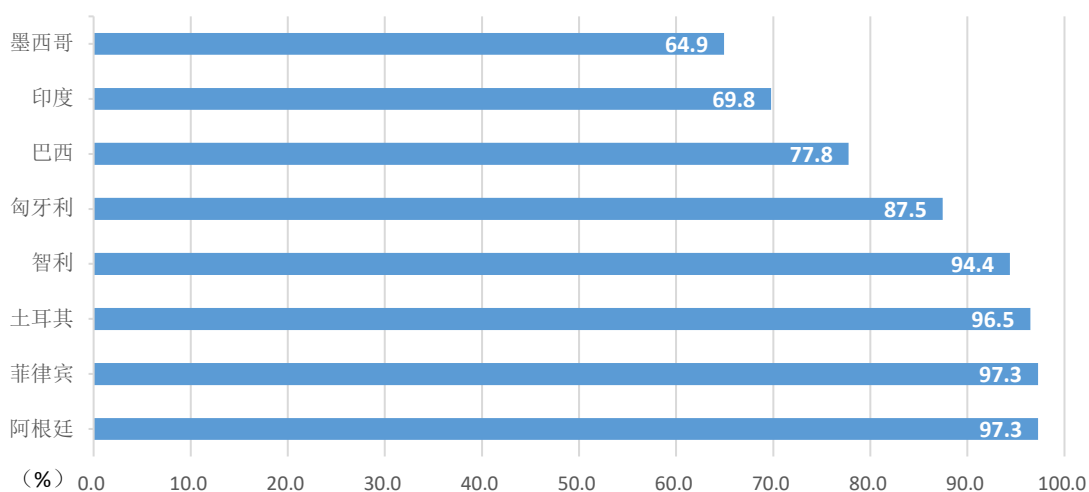
欧洲作为地缘政治冲突的中心，受到疫情和地缘政治事件的双重冲击，欧盟复苏基金和欧盟能源计划等都推动欧元区政府债务相当于 GDP 的比值直逼 100% 的水平。2023 年随着欧盟的能源危机问题有所缓解，欧洲央行引入了反金融碎片化工具（TPI）来防范市场动荡和欧元区借贷成本的无序扩大，发生主权信用违约的风险较小。其中，希腊、意大利和葡萄牙等国的 5 年期信用违约互换利差较小，再次爆发欧洲危机的可能性较小；但英国受其债务成本走高、经济增长乏力以及政府公信力走低等因素影响，债务压力较为突出。

### 2. 美联储强势加息放大了新兴经济体的金融风险和经济脆弱性，进一步削弱以美元计价外债占比较高的新兴经济体的偿债能力

美联储强势加息放大了新兴经济体的金融风险和经济脆弱性。一方面，加息引发了新兴经济体货币如匈牙利福林、土耳其里拉和印度卢比等在 2022 年大幅贬值，印度等国更是消耗其外汇储备以支撑汇率。国际资本的加速外流也加剧了新兴经济体的金融动荡，根据国际金融协会（IIF）的数据显示，2022 年新兴市场资金净流入仅 337 亿美元，远低于 2021 年的 3,796 亿美元，降幅达 90%。另一方面，发达经济体经济基本面的收缩将传导至新兴经济体，导致其经济修复放缓，新兴经济体央行跟进加息的举措反过来也会抑制自身的经济增长，再加上发达经济体基于自身安全实施的供应链回迁和投资筛选制度阻碍了直接投资的流动，新兴经济体经济动能随之减弱。

美联储强势加息带动偿债成本走高，特别是对于以美元计价外债占比较高的新兴

经济体，融资环境趋紧、经济增长乏力以及地缘政治的不确定性都将进一步削弱新兴经济体的偿债能力。具体来看，一是俄乌冲突引发的一系列地缘政治角力重塑了全球经济和贸易格局，政治化的贸易和投资将给新兴经济体的经济复苏带来阻力，削弱各国的偿债能力。二是主要经济体的通胀粘性较大，紧缩货币政策将导致借贷成本在短期内保持高位，借贷难度加大，导致主权国家的债务偿付风险走高。三是阿根廷、土耳其等国以美元计价的外债占比较高，利率抬升直接带动融资成本走高，美元走强也会增加外债偿付成本，尤其是对于以阿根廷为代表外汇储备较为匮乏的国家，其主权债务违约风险相应大幅抬升。



数据来源：Word Bank，联合资信整理

图 1.1 部分新兴经济体外币债务/外债总额的比值

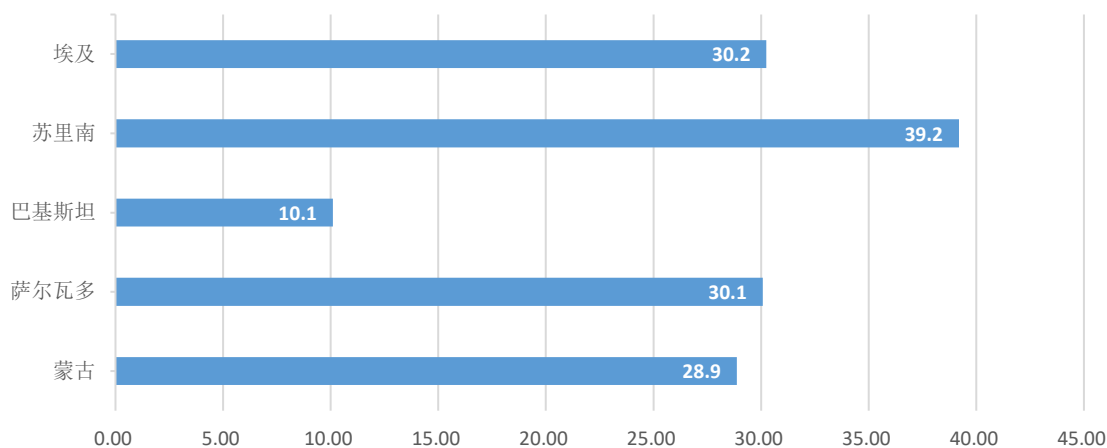
### 3. 中低收入经济体抵御外部风险冲击的能力很差，尤其是在美联储加息的背景下，愈发暴露出这些国家的脆弱性，爆发主权债务违约的风险大幅攀升

中低收入经济体受其经济结构单一、政局稳定性较差以及自身融资能力受限等因素影响，往往需要通过发行高利率债券来支撑其本国经济的发展，导致其陷入政府债务困境。债务困境反过来又会削弱投资者和消费者信心，减少需求和供给，对经济增长形成制约，形成恶性循环。具体来看，2022 年中低收入经济体如老挝和苏里南等的政府债务较 GDP 的比值出现大幅攀升，债务压力明显增大；而苏丹等国的政府债务较 GDP 的比值则已超过 180%，债务负担很高；斯里兰卡更是直接爆发了主权债务违约，造成经济社会动荡。

美联储启动强势加息之后，中低收入经济体如苏里南和老挝等国的利息支出占 GDP 的比重出现明显攀升，面临一定付息挑战。蒙古、萨尔瓦多和巴基斯坦等国的外汇储备对其政府外债的覆盖率不足 30%，其中埃及的覆盖率更是从疫情前的近 80%



降至 30%左右，而巴基斯坦的覆盖率已降至 10%左右，偿付能力显著恶化。另一方面，巴基斯坦、萨尔瓦多和埃塞俄比亚等中低收入经济体的 5 年期信用违约互换利差已达到 1,000 个基点以上，蒙古的信用利差也超过 200 个基点。信用利差走扩也会引发部分经济体，如萨尔瓦多和巴基斯坦等国以美元计价的债券遭到抛售，债券收益率走高，反向加剧其债务风险。展望 2023 年，中低收入经济体如安哥拉、巴基斯坦和蒙古等国将面临一定的外债到期压力，在全球经济增速放缓的背景下，需求走低和供给的不确定性都将放大初级产品的价格波动幅度，资源依赖型的中低收入经济体如蒙古、尼日利亚和安哥拉等的经常账户收入将受到明显扰动，偿债能力有所削弱。



数据来源：Bloomberg、IMF，联合资信整理

图 1.2 部分中低收入国家外汇储备/政府外债的覆盖率

综上所述，美联储强势加息导致新兴经济体的外部风险敞口大幅走扩，严重削弱其债务偿付实力。中低收入经济体抵御外部风险冲击的能力很差，尤其是在美联储加息的背景下，愈发暴露出这些国家的脆弱性，爆发主权债务违约的风险大幅攀升。

## 二、 美国高收益债市场是否会爆发违约潮？

### 1. 2022 年以来美国高收益债券的违约风险有所走高，但仍低于 2020 年新冠疫情暴发后的情况，违约风险敞口相对可控且爆发系统性违约的可能性较小

2022 年美联储连续 7 次密集加息 425 个 BP，将联邦基金利率上调至 4.25~4.50% 区间，导致各期限美债收益率走高至 2008 年金融危机以来新高。美债收益率走高直接向其他债券市场主体传导，尤其是美国的高收益企业债，在美债流动性收紧后，高收益企业债期权调整利差一路走高，并在 7 月一度触及 6% 的年内高位，创 2020 年 6 月美债流动性危机以来新高。这说明美联储加息所引发的传导效应已经对美国高收益

债券的融资成本造成显著压力，尤其是对于新冠疫情后为补充流动性而持续加杠杆的企业，自身偿付实力较弱，再加上债券融资成本的上扬，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。从历史数据来看，2022 年美国高收益企业债期权调整利差（约 5%）远不及 2020 年 3 月美债流动性危机（超过 10%）以及 2008 年全球金融危机时期（超过 20%）的表现。尤其是 2023 年以来，美国高收益债券的收益率由 8.73% 下降至 7.90%，降幅达到 83 个 BP，近期所面临的违约风险敞口相对可控，爆发系统性违约风险的可能性较小。

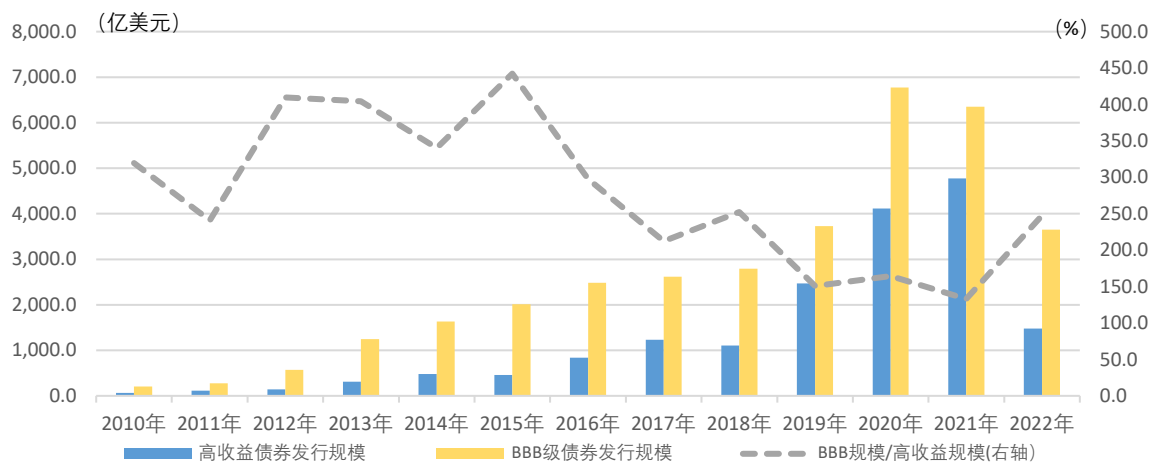


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.1 1997—2022 年美国高收益企业债期权调整利差

## 2. 疫情期间为补充流动性增量发行的债券信用资质较差，是等级下调的主力，目前国际三大评级机构的等级下调幅度相对合理可控

新冠疫情暴发后，受困企业为补充流动性促成美国高收益债券发行量激增，2020 年和 2021 年的发行规模分别高达 4,115 亿美元和 4,774 亿美元，但 2022 年受发行成本上涨影响大幅下降至 1,278.4 亿美元。2020 和 2021 年发行主体的融资需求主要为补充流动性，对发行利率敏感性较强，而 2022 年发行主体对发行成本的承受能力较强。截至 2022 年末，美国高收益债存量规模约为 2 万亿美元，投资级企业债约为 7.8 万亿美元，其中 3.6 万亿美元被评为 BBB 级，距离高收益垃圾债一步之遥。美国投资级债券中 3.6 万亿美元的 BBB 级别债券在经济下行期极易变成“堕落天使”，成为潜在的垃圾债券增量，因此也导致了 2022 年国际三大评级机构大幅下调债券等级。2022 年惠誉、标普以及穆迪分别下调 117 只、329 只以及 156 只债券等级，调整数量处于较高水平，但整体等级下调幅度相对合理可控。

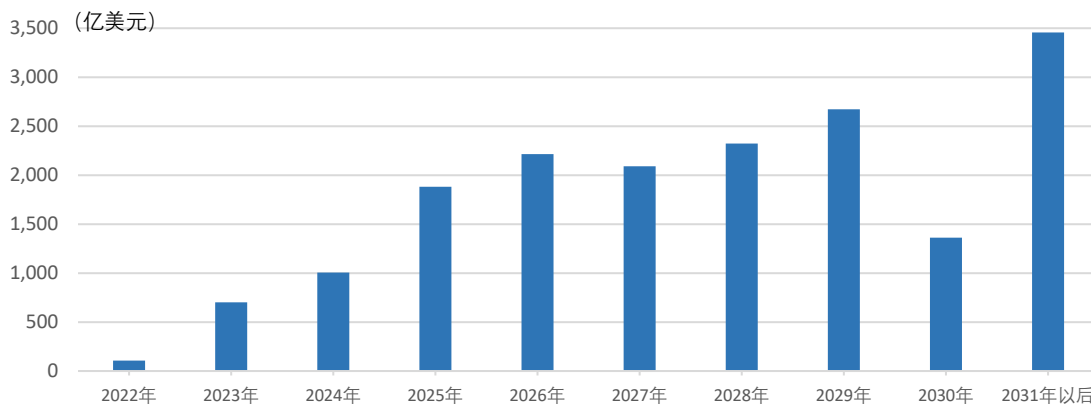


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.2 美国高收益债券发行规模

### 3. 2023 年美国高收益债券将迎来兑付高峰，受成本高企影响再融资难度较大，违约风险或有所走高

从债券到期情况看，从 2023 年开始美国高收益债券将迎来兑付高峰期，2023 年和 2024 年的到期规模分别高达 700 亿美元和 1,007 亿美元，尤其是 2025—2029 年兑付规模在 2,000~2,500 亿美元，存在较大的偿债压力。债券到期意味着企业需要大量现金来支付债务的本金和利息，如果企业的流动性不足，需要借助再融资偿还债务。正如 2022 年美联储强势加息导致高收益债券发行规模同比缩量超过 70%，考虑到 2023 年借新还旧的成本依旧较高，美国高收益企业将面临较大的再融资风险，高收益债券的违约风险或有所走高。但从中长期来看，随着美国经济下行压力的持续加大，美联储货币政策在 2024 年转向降息的可能性有所增大，届时高收益债券的利息成本将会有所回落，且再融资需求有望得到一定满足，对缓解高收益债券的兑付压力起到一定积极的作用，预计美国高收益债券的违约风险将有所回落。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.3 2022 年以后美国高收益债券到期情况

综上所述，2022 年美联储加息所引发的传导效应已经对美国高收益债券的融资成本造成显著压力，尤其是对于新冠疫情后为补充流动性而持续加杠杆的企业，自身偿付实力较弱，再加上债券融资成本的上扬，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。2023 年在美国经济衰退压力增大以及美联储现有货币政策或将延续的背景下，融资成本高企对企业的债务偿付实力造成挑战，高收益债券的违约风险明显走高，但违约影响低于疫情暴发后的情况，仍然处于可控范围。

### 三、 全球供应链和产业链将会如何重构？

#### 1. 国际政经格局的重塑导致全球供应链重构，地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，或对亚洲的产业“雁阵模式”造成较大冲击

新冠疫情以来全球供应链经历了三轮冲击：一是 2020 年新冠疫情暴发后各国为防控疫情而停工停产，经济停顿造成企业减产和库存消耗，全球供应链趋于紧张。二是 2021 年全球需求端强劲复苏，但供给端却出现低库存、弱生产、交通物流受阻等问题，导致全球供需失衡进一步加剧。三是 2022 年俄乌冲突爆发，对全球能源、原材料以及食品等供给直接中断，对全球供应链造成较大扰动。展望 2023 年，地缘政治风险持续和美国的全球再平衡战略加速了逆全球化和贸易保护主义，以美国为代表的发达国家希望加强核心技术保护并加速供应链回迁，保护主义将会对全球现有的产业“雁阵模式”造成冲击，同时会影响技术所围绕的全球上下游供应链。

美国方面，美国自 2018 年通过“美国优先”、关税保护、制造业回流等举措开启逆全球化节奏，美国政府相继发布多项行政法令与政策，对其在制造业、国防工业等重点领域的供应链安全、对国外依赖程度以及具体应对策略等进行了全面评估，以

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_52943](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52943)

