

作者：程泽宇、王祎凡  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 黑天鹅频发叠加各国放水 加剧主权债务的违约风险

### 摘要

进入2020年，新冠肺炎疫情全球爆发、沙特发起石油价格战以及全球资本市场史诗级暴跌等黑天鹅事件频发，导致全球经济陷入衰退风险。随后，各国央行和政府纷纷救市，通过宽松的货币政策和积极的财政政策向市场注入大量流动性。但全球放水会进一步产生蝴蝶效应，对全球政府债务、资本和资产价格、金融机构运营等方面均造成影响。本文主要分析黑天鹅事件以及央行放水对全球主要经济体主权信用质量的影响。

#### 相关报告研究：

- 1.《香港经济短期存在下行风险但长期发展活力依旧》，2019.09.10
- 2.《全球降息潮来袭 机遇与挑战并存》，2019.09.18
- 3.《土耳其军事行动加剧地区政治经济风险》，2019.10.12
- 4.《美联储10月如期降息 全球央行继续利率博弈》，2019.11.01
- 5.《保守党获得绝对优势 英国脱欧逐步明朗》，2019.12.13
- 6.《美联储急速降息50bp 引领新一轮全球降息热潮》，2020.03.04
- 7.《深度复盘本轮全球资本市场危机》，2020.03.27

## 一、2020年全球黑天鹅事件频发

### （一）新冠肺炎疫情全球爆发

自2020年1月新冠肺炎疫情爆发以来，由于疫情传染性极强（ $R_0=1.4\sim 3.9$ ），截至4月10日，新冠肺炎疫情已蔓延至全球除南极洲以外的全部大洲并覆盖将近200个国家和地区，全球累计确诊病例超过160万例，其中确诊病例超过10万例的国家已达5个，分别为美国、西班牙、意大利、法国以及德国。此外，确诊病例超过万例的国家也高达18个。受益于中国政府采取史上最为严格的公共卫生防控措施，使疫情在短时间内得到有效控制，现存确诊病例下降至2122例。但其他国家的疫情却不容乐观，疫情正在向全球大流行趋势发展且呈现多处爆发的态势，目前疫情峰值暂未到来，预计未来确诊病例可能会继续呈现指数级上涨。

在疫情蔓延之下，多国政府加强管控力度，实施包括宵禁、出行限制、关闭边境、暂停公共交通服务等措施，旨在遏制病毒传播。但部分国家不当的卫生防御举措也加重了社会的不满情绪。比如，英国政府提出“群体免疫”理论，认为民众可以通过物竞天择适者生存的方式获得免疫，此举不仅引起民众的强烈抗议还削弱了民众对政府的信任。目前，已经有英国首相、英国王储、芬兰前总统、摩纳哥国家元首、伊朗第一副总统、澳大利亚内政部长、法国文化部长以及意大利联合执政的民主党主席等各国高层确诊，进一步加剧了民众的恐慌情绪。在恐慌情绪蔓延、公共医疗资源紧缺以及民众信息不对称的背景下，全球疫情防控工作依旧举步维艰，疫情全球蔓延成为掣肘全球经济发展的主要拖累因素。

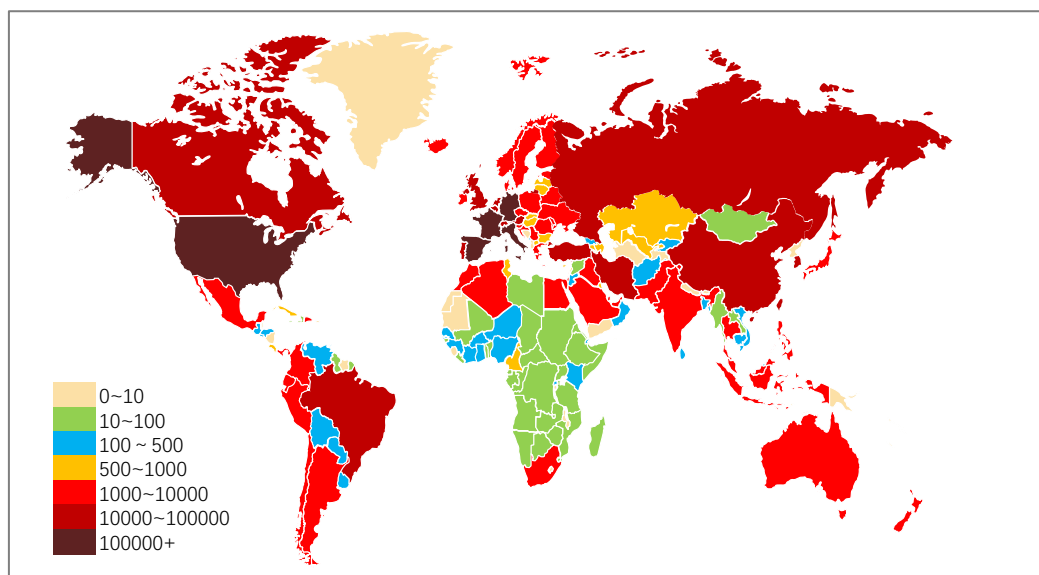


图1：全球疫情情况（截至2020年4月10日）

数据来源：Wind 资讯

### （二）沙特开启石油价格战

受疫情全球蔓延影响多国采取“封国”以及“封城”举措，对航空运输以及工业制造等行业造成一定拖累，需求疲软导致国际石油价格转向下行趋势。为解决油价继续下行的困境，沙特联合俄罗斯等国于3月6日举行会议

商讨对策，但“OPEC+”会议最终意外谈崩，OPEC及非OPEC产油国未能就进一步减产达成共识。沙特首先开启石油价格战，4月起将石油日产量从本月的970万桶/日增至1000万桶/日，甚至达到1200万桶/日的创记录水平；此外，在取消限产的同时大幅调低售往欧洲、亚洲以及美国等地的主要原油定价，折扣幅度创20年来最大。随后，俄罗斯也宣布3月底减产协议终止后向市场增产。本次“OPEC+”减产协议谈判破裂加剧了市场的恐慌情绪，3月9日早盘，国际油价出现雪崩，WTI原油期货一度触及30美元/桶的心理关口，最终收盘至31.13美元/桶，较年初价格下跌近50%。石油领域的“三国杀”为国际局势雪上加霜，不仅导致美股市场触发本月第一次熔断，还加剧了全球能源企业（尤其是以美国页岩油企业为代表）的经营危机。



图 2: 2014 年以来国际原油价格波动情况

数据来源: Wind 资讯

### (三) 多次熔断后美股市场陷入技术性熊市

进入3月以后，黑天鹅事件频发导致美国股票市场如过山车般大起大落。3月3日，美联储突然宣布下调联邦基金利率目标区间至1.00%~1.25%，降幅高达50bp，本次突发大幅降息并未安抚市场的恐慌情绪，相反加强了投资者对未来疫情恶化的担忧，美国三大股指当天平均下跌2.92%。3月9日，受OPEC及非OPEC产油国未能就进一步减产达成共识的影响，油气服务行业大幅下挫并拖累美国三大股指跌幅均超过7%，触发股市一级熔断。3月11日晚，特朗普宣布自13日起的30天内将暂停从欧洲（英国除外）到美国的所有旅行，不仅引发民众恐慌和混乱，还进一步割裂美国与欧洲国家的外交互信，12日美国三大股指平均下跌9.64%，触发本周以来第二次熔断。3月15日，美联储将联邦基金利率区间降至0%~0.25%区间，并推出7000亿美元的量化宽松计划，美联储再次突发降息100bp救市令市场恐慌情绪再度升级，3月16日美国三大股指平均下跌12.41%，第三次触发股市熔断机制。其中道琼斯工业指数日内狂跌逾3000点，创1987年“黑色星期一”以来股市最惨烈表现。3月18日，道琼斯工业平均指数和标普500指数盘中分别下跌7.82%和7.01%，10天内第四次触发熔断机制，也是美股历史上第五次熔断。道琼斯工业平均指数更是回落至2017年1月特朗普上台之初的股市表现，抹去其上台后上涨49.04%的股市增幅。在本轮大跌后，截至3月18日收盘，道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数以及标普500指数年内累计跌幅分别达到30.27%、22.10%以及25.77%，美股陷入技术性熊市。

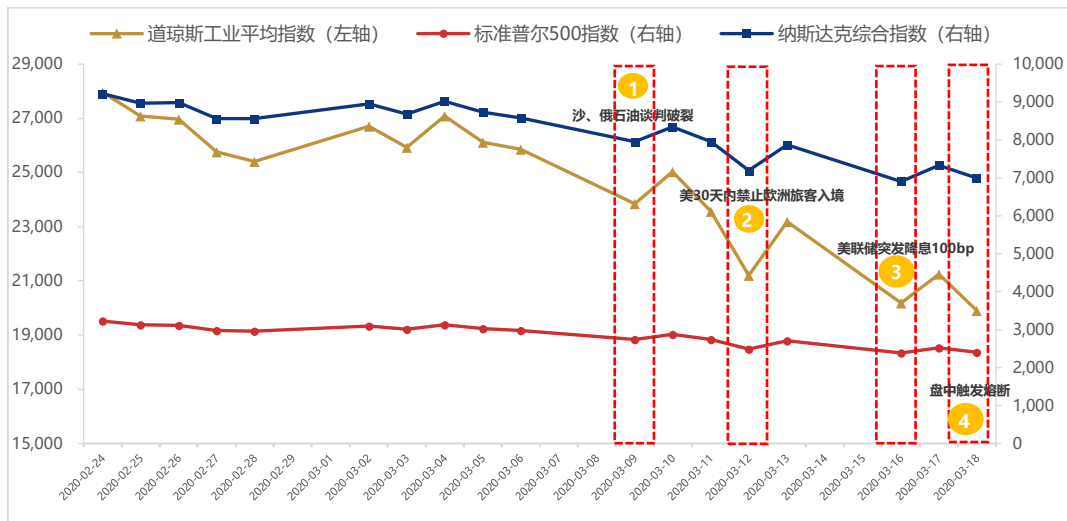


图3：2020年2月底以来美国三大股指表现情况

数据来源：Wind 资讯

## 二、各国政府纷纷出台救市举措

### (一) 美联储出台组合拳救市

**第一步，美联储向资本市场大量注入流动性，以缓解资本市场美元荒问题。**美联储除了将联邦基金率两次下降150bp至0%~0.25%区间以外，还购买市场上2周~3个月的短期国债，向市场注入短期流动性；美联储推出7000亿美元的大规模量化宽松(QE)计划，其中5000亿美元用于购买国债；美联储大幅提高与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行以及瑞士央行的7天期货币互换频率；此外，美联储还宣布与9家央行建立临时美元流动性互换协议。以上举措主要是应对美股下跌所导致的杠杆交易追加保证金要求，以缓解投资者跨市场抛售的恐慌情绪。

**第二步，保护银行系统不发生传导性金融危机。**在美联储7000亿美元的QE计划中有2000亿美元用作购买抵押贷款支持证券(MBS)；同时，美联储将针对存款机构的紧急贷款贴现率下调125个bp至0.25%，并将贷款期限延长至90天。虽然自2008年金融危机后政府通过《多德-弗兰克法案》以严格管控银行的坏账率、资本充足率以及场外衍生品，但住房抵押贷款仍然是主要金融衍生品的底层标的，如果居民大幅失业导致还款能力下降，极有可能造成房屋抵押贷款底层标的出现违约，相应加剧上层金融衍生品的违约风险。因此，以上举措主要是为了保护金融机构健康运营，以防止发生2008年次贷危机的情况。

**第三步，为企业和家庭提供资金运营支持。**美联储启用商业票据融资工具(CPFF)和一级交易商信贷机制(PDCF)，随后推出货币市场共同基金流动性工具(MMLF)，这三款货币工具为美联储自2008年金融危机以来首次启用。由于货币市场基金是家庭、企业和一系列公司常用的投资工具，MMLF将协助货币市场基金满足家庭和其他投资者的赎回需求，增强整体市场功能和对更广泛经济的信贷供应。此外，3月26日美国参议院通过2万亿美元救市方案，该方案向企业、州和地方政府提供5000亿美元的贷款和担保、向中小企业提供3500亿美元贷款以及向失业民众提供2600亿美元应急失业保险等，旨在保障企业经营和居民家庭消费。

**表 1: 美国救市政策汇总表**

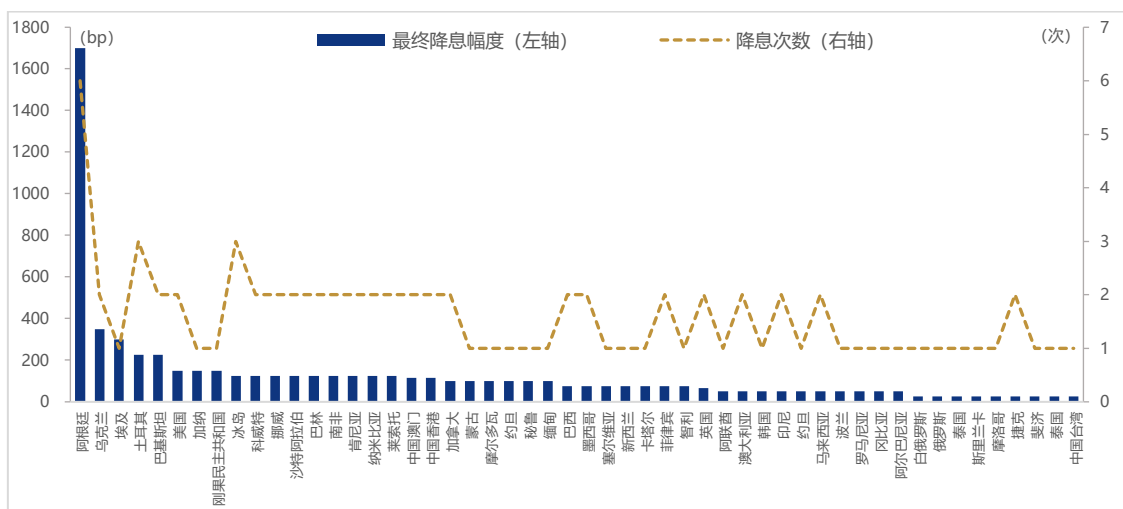
时间	经济刺激政策
2020年3月3日	美联储下调联邦基准利率 50bp 至 1.00%~1.25% 区间
2020年3月12日	美联储通过短期回购投放 1.5 万亿美元资金
2020年3月15日	美联储下调联邦基准利率 100bp 至 0%~0.25%; 美联储推出 7000 亿美元的量化宽松计划
2020年3月17日	美联储建立商业票据融资机制 (CPFF), 美联储建立初级交易商信贷安排 (PDCF)
2020年3月18日	美国国税局允许个人和企业延期纳税 3 个月; 美联储推出货币市场共同基金流动性工具 (MMLF)
2020年3月19日	美联储提高国债购买规模至 750 亿美元; 美联储与多国建立临时美元互换机制
2020年3月20日	美国国税局为企业提供带薪休假的税收抵免政策; 美联储提高与五大央行的货币互换频率; 美联储宣布与九家央行建立临时性美元流动性互换协议
2020年3月23日	美联储建立定期资产担保证券贷款
2020年3月25日	美国参议院通过 2 万亿美元经济刺激计划, 其中包括向企业提供贷款、提供医疗资金, 增加失业救济金等
2020年3月31日	美联储针对外国和国际货币当局发布临时回购协议工具 (FIMA), 维持对家庭和企业的信贷供应

数据来源: 远东资信整理

## (二) 各国央行纷纷开启降息通道

受全球疫情蔓延以及资本市场狂跌的影响, 2020 年全球经济面临衰退风险。根据国际金融协会预测, 今年全球经济实际 GDP 增速预计下降至 -1.5%; 发达经济体实际 GDP 增速预计下降至 -3.3%, 其中美国实际 GDP 增速预计下降至 -2.8%, 欧元区实际 GDP 增速预计下降至 -4.7%, 日本实际 GDP 增速预计下降至 -2.6%; 新兴经济体实际 GDP 增速仅增长 1.1%, 其中阿根廷、巴西、墨西哥、俄罗斯、南非等国可能陷入经济衰退。

因此, 各国央行纷纷通过宽松的货币政策力挽狂澜。根据 Trading Economics 的最新数据显示, **截至 2020 年 4 月 10 日, 本年度全球已经有 56 个经济体累计降息高达 92 次**。其中, 阿根廷于 1 月 9 日降息 300bp, 成为首先开启今年全球降息模式的经济体; 阿根廷降息次数也为最多, 累计降息次数分别达到 6 次, 其余冰岛、土耳其等国降息 3 次; 此外, 阿根廷降息幅度最大, 将基准利率由 55% 下调至 38%, 累计下调 1700bp; 平均每个经济体降息约 125 个 bp, 除去极值后以下调 50 个 bp 情况为主。


**图 4: 2020 年全球央行降息情况 (截至 2020 年 4 月 10 日)**

数据来源: Trading Economics



### 三、对主权信用质量的影响

#### (一) 新一轮信贷扩张的救市举措，可能会加剧部分经济体的主权债务违约风险

如今的新一轮信贷扩张，可能会刺激主权政府继续增加借贷，使政府债务水平继续攀升，并导致全球杠杆率和债务率进一步上升，增大主权债务的违约风险。根据IMF数据显示，预计2019年发达经济体一般政府债务水平（中央政府及地方政府债务总额之和/GDP）将会达到102.95%的高位，较2008年上涨24.86个百分点，全球债市濒临明斯基时刻。此外，在全球经济下行的大背景下，多国可能爆发主权债务违约风险。一是新兴经济体主权违约风险上升。以黎巴嫩为例，2020年3月7日黎巴嫩政府宣布将不支付于9日到期的12亿美元外债。此外，黎巴嫩本年度面临约46亿美元的到期债券债务，本轮黎巴嫩债务违约的直接原因是本币贬值导致的外汇储备短缺，为国内居民生计考虑外汇储备无力偿付美元外债。二是南欧国家主权债务违约风险增大。目前，欧洲的意大利、西班牙、德国、法国以及英国都是疫情重灾区，欧洲经济面临衰退的风险。为托底经济，多国均出台财政救市计划，导致政府债务压力进一步上升，此外今年4月和7月是欧洲主权债务偿还的高峰期，短期主权债务违约风险增大。三是发达经济体政府债务压力增大且偿付实力下降。以挪威为例，挪威拥有全球最大的主权财富基金--挪威全球养老基金（GPF），2018年GPF资产管理规模已达到1.07万亿美元，其资产管理规模为全国GDP总量的2.47倍，为挪威政府的本、外币主权债务偿付提供有力保障。但是自2020年以来，GPF亏损约1269亿美元，基金资产市值也由此跌至9623亿美元，跌破万亿美元关口，给主权债务偿付带来一定压力。

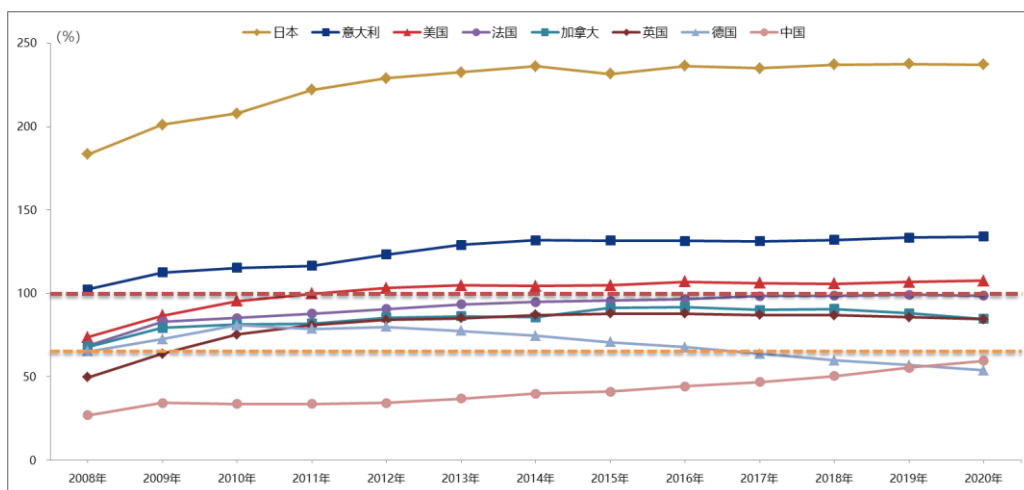


图5: 2008年~2020年主要经济体政府债务/GDP比重情况

数据来源: Wind 资讯

#### (二) 股市暴跌加剧美元流动性紧缺，增大新兴经济体的货币危机风险

由于美股出现史诗级的连续暴跌，导致华尔街对冲基金高杠杆投资组合净值大跌，大量基金面临赎回与追加保证金的压力，做市商和券商对于保证金的要求随之攀升，使投资者为弥补流动性而卖出债券以及黄金等，这种挤兑效应使美元需求不断升温且加剧了市场的无差别抛售。受此影响，截至3月19日，美元指数上涨至102.6881，创2017年1月以来最高点，较3月初上涨5.24%。这种流动性恐慌导致全球资产都面临抛售压力，多种非美货币出现

大幅下跌。除英镑、欧元以及澳元等发达国家货币以外，新兴市场货币如俄罗斯卢布、印度卢比、墨西哥比索以及土耳其里拉等货币兑美元汇率均创新低。以土耳其为例，受新冠肺炎疫情影响，截至3月24日美元兑土耳其里拉跌至6.59，较3月初累计下跌5.79%，创2018年9月以来最大跌幅。土耳其长期受到货币危机的威胁，主要因为受到国内政治环境不稳定以及军事政变的影响，避险资金可能大规模流出并导致土耳其里拉继续贬值。土耳其里拉在2012年~2017年间贬值幅度超过92%，如果土耳其里拉贬值态势继续延续，将进一步加剧土耳其的资本流出和外汇储备消耗，外汇储备缩水导致政府外币债务偿付实力大幅下降。整体看，本轮美元流动性问题可能加剧新兴经济体货币危机，对其外币债务偿付造成一定压力。

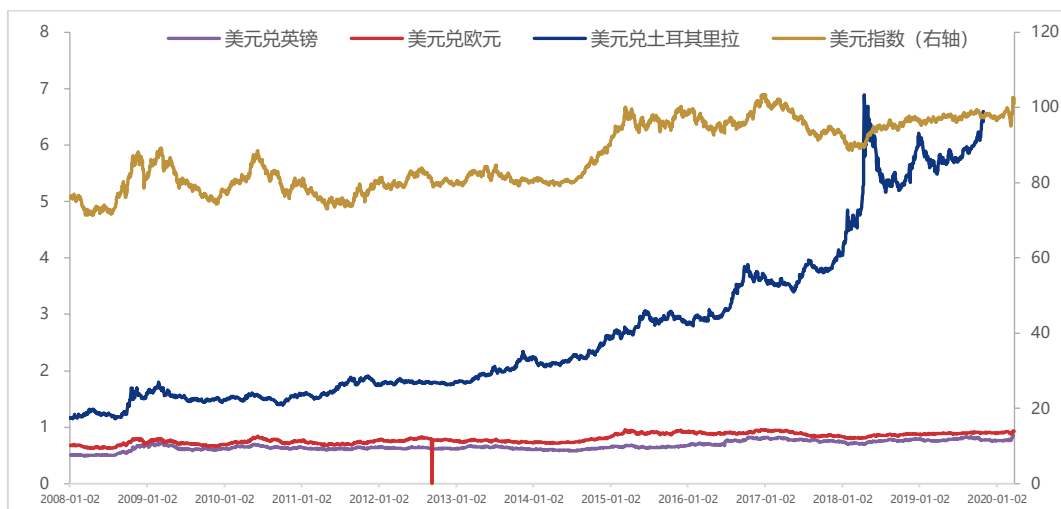


图 6: 主要国家货币汇兑情况

数据来源: Wind 资讯

### (三) 全球石油需求疲软加剧部分小型石油出口国的财政收入压力

自3月初沙特与俄罗斯减产保价谈判未达成一致后，“OPEC+”合作模式宣告破裂。会后在沙特先发制人、俄罗斯不甘示弱以及美国被迫加入的石油价格战“三国杀”中，国际原油价格朝着每桶20美元的历史低位下跌。油价下跌直接影响到依赖石油出口国家的财政表现，因为中东国家财政收入结构较为单一，其中石油收入大约占其财政收入的50%~70%，多数国家以石油经济作为财政收入的主要来源。

受全球石油需求疲软以及本轮石油价格战的影响，中东部分小型经济体债务偿付压力增大。以2019年数据为例，苏丹（177.87%）、黎巴嫩（157.81%）以及巴林（100.19%）等国一般政府债务总额/GDP的比重均超过100%，此外财政赤字水平也分别高达8.81%、11.73%以及8.40%。虽然4月9日“OPEC+”重新谈判，已经达成2个月的石油减产框架协议，但由于多国“封城”以及停工，对石油需求端造成严重拖累，预计石油价格将长期处于疲软状态。比如，作为世界原油第三大消费国的印度受停工以及隔离制度影响，对石油的需求量下降约70%。整体看，石油价格战以及全球石油需求疲软会对中东地区小型经济体的财政收入造成严重影响，其中黎巴嫩已经发生债务违约，债务负担较重的小型经济体债务违约风险上升。

### 【作者简介】

程泽宇，澳洲国立大学国际经济硕士，研究部高级研究员。

王祎凡，新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座  
11层  
电话：010-53945367 010-53945366

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城  
9层  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。