

作者：冯祖涵、王祎凡
邮箱：research@fecr.com.cn

“一带一路”东南亚国家主权信用风险分析（2020年）

摘要

本文所讨论的“一带一路”东南亚国家包括新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南、缅甸、柬埔寨、老挝，为“东盟十国”中的九国。2019年，其经济总量合计达3.16万亿美元，对全球的经济贡献约为3.65%；对外贸易总额达到2.79万亿美元，约占全球贸易总额的10.11%，在全球贸易中占据重要地位。2020年，新冠疫情在东南亚多国蔓延，其中菲律宾与印度尼西亚疫情形势最为严峻。疫情对东南亚各国的经济与财政造成严重冲击。

从主权信用等级分布情况看，2019年“一带一路”东南亚国家的本、外币主权信用等级分布在AAAs级~BBs级区间，其中投资级别占三分之二。信用质量集中在中等信用水平，高信用等级国家较少且暂无极端风险情况。除老挝以外，其他国家不存在主权外币信用等级低于主权本币信用等级的情況。

从主权信用评级要素看，2019年，东南亚国家政府治理能力、金融结构实力和公共财政实力的平均得分均高于世界平均水平，该区域面临一定基础设施发展落后、金融体系不健全等问题；但宏观经济实力与外部金融实力得分低于世界平均水平，主要是因为东南亚国家多为新兴经济体，经济增速较快且经济增长稳定性不断改善；且该地区多为开放经济体，对外贸易发展良好，吸引外资能力增强。

2020年，新冠肺炎疫情对各国经济与外部环境造成直接冲击，预计地区平均GDP增速将由上年的4.85%大幅降至-3.09%（2021年平均GDP增速将回升至6.02%）。其中疫情防控体系薄弱的国家（如菲律宾），经济严重依赖贸易、旅游和大宗商品的國家（如柬埔寨），高负债国家（如老挝），以及依赖不稳定的资金流动的国家等四类国家最为脆弱。

从主权信用风险情况看，新加坡、泰国与马来西亚债务综合偿付实力较强，老挝、缅甸与柬埔寨等小型经济体表现较差；除马来西亚与老挝公共财政偿付压力较重以外，其余地区本币债务偿付实力均较好；印度尼西亚和老挝外债偿付压力较大，其余地区外币债务偿付实力尚可。由于老挝偿债能力薄弱，需要特别关注老挝存在的主权债务违约风险。

相关报告研究：

- 1.《疫情背景下油价下跌对主权信用影响几何》，2020.05.21
- 2.《黑天鹅频发叠加各国放水，加剧主权债券违约风险》，2020.04.10
- 3.《美联储急速降息50bp引领新一轮全球降息热潮》，2020.03.27
- 4.《国际三大主权评级方法比较》，2019.08.13

一、“一带一路”东南亚国家整体概况

1. “一带一路”东南亚国家在全球经济和贸易中占据重要地位，新冠疫情冲击地区经济与财政

本文所讨论的“一带一路”东南亚国家包括新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南、缅甸、柬埔寨、老挝。地区面积约448.78万平方公里，总人口约为6.49亿，占全球总人口的比重接近8.7%；经济总量合计达3.16万亿美元，对全球的经济贡献约为3.65%，占“一带一路”58个核心国家经济总量的比重达9.60%；对外贸易总额达到2.79万亿美元，约占全球贸易总额的10.11%，在全球贸易中占据重要地位。

自2020年以来，新冠肺炎疫情蔓延至东南亚多国，其中菲律宾与印度尼西亚疫情形势最为严峻。截至2020年10月14日，菲律宾新冠肺炎累计确诊病例达344713人，位列全球第十七位；印度尼西亚累计确诊病例达340622人，紧随菲律宾，排名全球第十八位。从新增确诊病例情况来看（见图1），菲律宾新增病例数有所下降，但印度尼西亚新增病例数仍处于高位，且9月以来缅甸与马来西亚新增病例数呈现急剧上升的形势。另一方面，新加坡疫情形势已得到有效控制，越南、柬埔寨、老挝、泰国四国受疫情影响较小，累计确诊病例与新增确诊病例人数均处于极低水平。区域内各国受疫情影响程度不一，且疫情防控水平差距较大。考虑到新冠肺炎疫情极具传染性，随着北半球冬季的来临，地区整体疫情防控形势依旧严峻。

新冠肺炎疫情对东南亚各国的经济与财政造成严重冲击。疫情与相关防控措施直接干扰供应链，造成多国经济活动水平下降；投资与消费也因疫情的高度不确定性受到严重打击。且东南亚国家多为开放型经济体，对外依赖程度较高，出口受全球经济萎缩与贸易形势恶化影响突出。根据IMF十月发布的世界经济展望测算，2020年东南亚国家平均GDP增速预计为-3.09%，而2021年GDP增速将回升至6.02%。除经济增长以外，各国财政收支平衡与债务偿还也受到疫情影响。政府为支持民众与经济，必须出台足够规模与强度的财政刺激政策，财政支出的扩张将导致赤字水平较高的国家财政收支进一步失衡。在世界经济萎靡不振的背景下，各国经常账户收支恶化，出口创汇能力较差且外汇储备不足的国家将背负更为沉重的外债偿还压力。

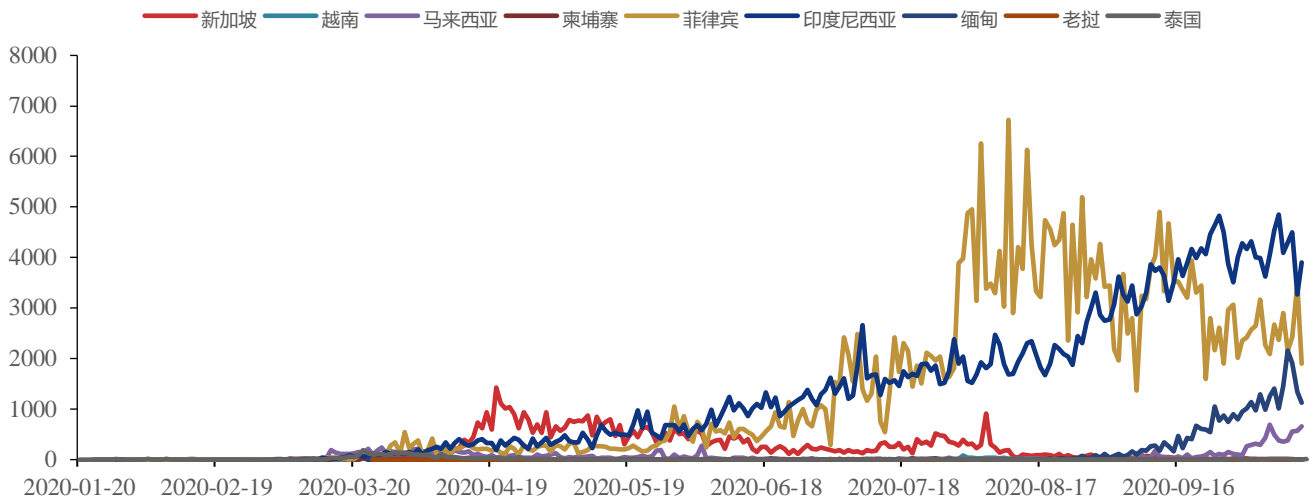


图 1：东南亚各国新冠肺炎当日新增确诊病例（单位：例）

数据来源：Wind，远东资信整理

2. 东南亚国家主权信用等级集中在投资级，区域间信用质量差异明显

从主权信用等级分布情况看（见图 1），2019 年东南亚国家的本、外币主权信用等级分布在 AAA_s 级~BB_s 级区间，其中投资级别¹ 占据三分之二。信用质量集中在中等信用水平，高信用等级国家较少且暂无极端风险情况。除老挝以外，其他国家不存在主权外币信用等级低于主权本币信用的情况。

表 1：2019 年“一带一路”东南亚国家主权信用等级分布情况

序号	国家	主权长期信用等级		
		本币	外币	展望
1	新加坡	AAA _s	AAA _s	稳定
2	马来西亚	A _s	A _s	稳定
3	泰国	A _s -	A _s -	稳定
4	印度尼西亚	BBB _s +	BBB _s +	稳定
5	菲律宾	BBB _s	BBB _s	稳定
6	越南	BBB _s -	BBB _s -	稳定
7	老挝	BB _s +	BB _s	稳定
8	缅甸	BB _s	BB _s	稳定
9	柬埔寨	BB _s -	BB _s -	稳定

数据来源：远东资信整理

¹ 投资级别是指 BBB_s 级（含）以上信用等级。

从主权信用评级要素看（见图2），根据远东资信的主权信用评级方法与模型²，主权信用评级采用定量评分矩阵与定性级别调整相结合的方法，主要从政府治理能力、宏观经济实力、金融结构实力、公共财政实力以及外部金融实力五个方面进行分析。在阈值设定上按照风险水平划分为：1分（极低）、2分（低）、3分（较低）、4分（一般）、5分（较高）、6分（高）、7分（极高），分数越低表示信用风险越小，对应的信用等级越高。2019年，东南亚国家政府治理能力、宏观经济实力、金融结构实力、公共财政实力与外部金融实力的平均得分分别为1.43分、1.52分、0.79分、3.61分以及3.75分，与世界平均水平相比（1.18分、1.59分、0.76分、3.14分和4.29分），仅宏观经济实力与外部金融实力好于世界平均水平。主要原因在于东南亚国家多为新兴经济体，平均经济增速保持在5%左右的高水平，且以出口为导向的制造业及旅游业等新兴产业吸纳更多劳动力，失业率与通胀率保持在合理区间。东南亚国家多为开放型经济体，对外贸易对经济拉动作用显著；且部分国家大兴基建，改善营商环境，吸引外资，国际收支账户表现良好。

从主权信用风险情况看（见图3），新加坡、泰国与马来西亚债务综合偿付实力较强，老挝、缅甸与柬埔寨等小型经济体表现较差；除马来西亚与老挝公共财政偿付压力（4.34分与4.52分）较重以外，其余国家本币债务偿付实力均较好；印度尼西亚（4.73分）和老挝（5.60分）外债偿付压力较大，其余国家外币债务偿付实力尚可。

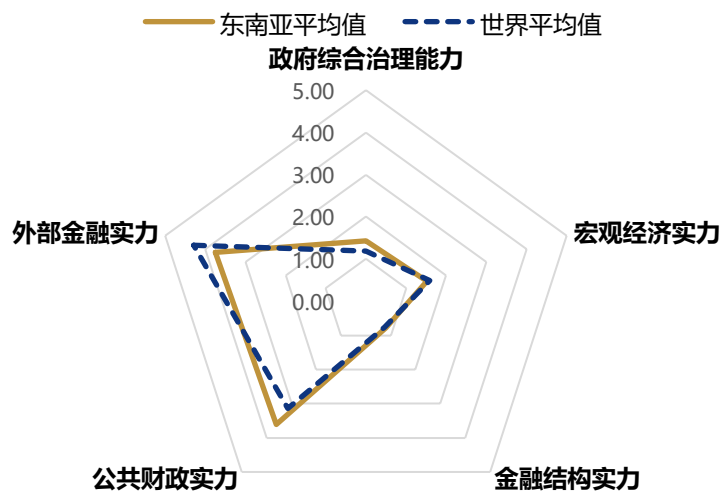


图2：各评级要素信用风险得分情况（2019年）

数据来源：远东资信整理

² 主权信用评级方法与模型详细内容请见远东资信官网（http://www.sfecr.com/xyjfff/info_66.aspx?itemid=2960）。

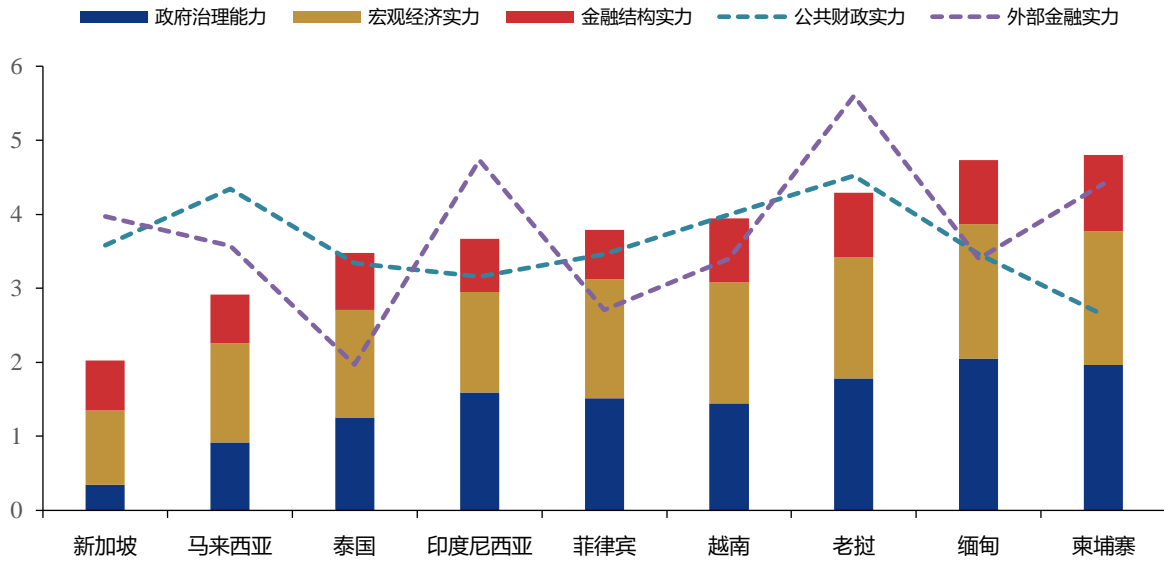


图3：不同国家信用风险得分情况（2019年）

数据来源：远东资信整理

二、政府治理能力分析

1. “一带一路”东南亚国家政府治理能力水平差异较大，整体政治风险高于国际平均水平

从政府治理水平看（见图4），“一带一路”东南亚地区各国间政府治理水平差异较大，其中新加坡（0.35分）、泰国（1.24分）以及马来西亚（0.88分）的政治风险低于东南亚国家的平均水平（1.42分）。东南亚各国政治风险分化主要是由于部分国家为后起力量，存在一定政治结构以及历史遗留的症结问题，其中部分国家进行政治结构改革使政治稳定性稳步提升；但部分国家则受军人干政、恐怖袭击以及政府腐败等因素影响，潜存较大政治风险。

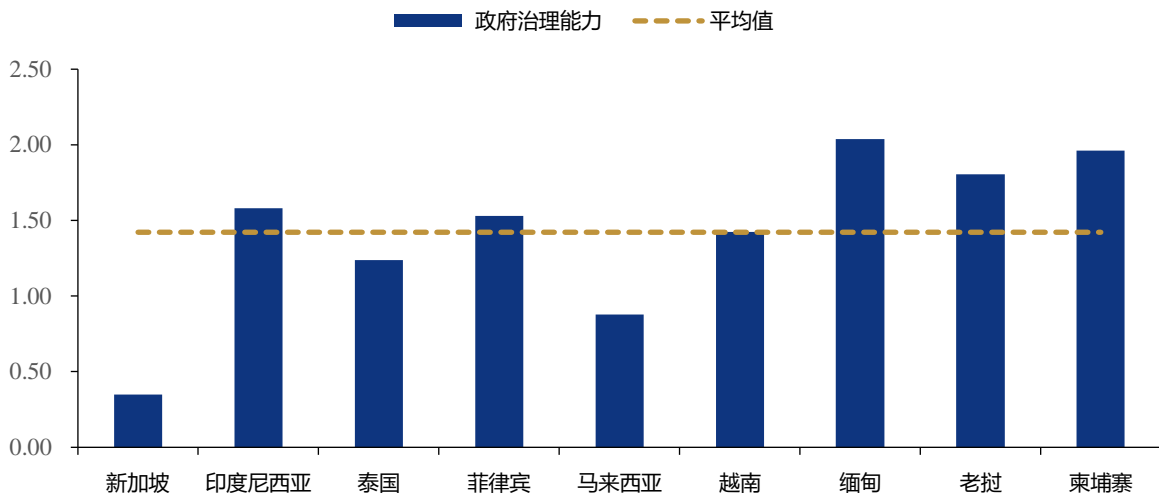


图4：各国政府治理能力得分情况（2019年）

数据来源：远东资信整理

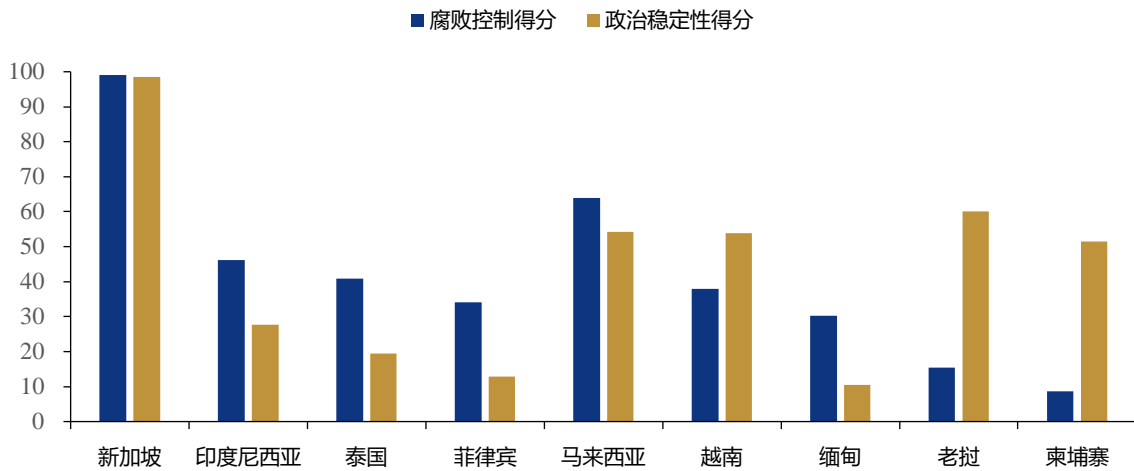


图 5: 各国腐败控制和政治稳定性得分 (2019 年)

数据来源: Worldwide Governance Indicators

从政治稳定性来看, 缅甸在区域内表现最差。自 2015 年昂山素季所领导的全国民主联盟(以下简称“民盟”) 在选举中获胜并领导政府后, 缅甸政府开始由军政府制度向民主政治制度转变。民盟执政以来, 在经济建设、民生发展、和平进程、提高国际地位等问题上建树不大, 由于军方控制多个领域的实际权力, 民盟执政过程中多有掣肘。2020 年, 缅甸将于 11 月 8 日举行全国大选, 执政党民盟的主要对手为由各军事将领和退休官员领导的联邦巩固与发展党, 民盟虽占据一定优势, 但选举结果受少数民族政党影响存在不确定性。此外, 若开邦问题作为历史遗留问题, 持续影响地区和平与政治局势稳定。自 2017 年罗兴亚难民危机以来, 若开邦地区紧张局势加剧, 2019 年若开邦再次爆发了政府军与反叛武装若开军之间的激烈交火。缅甸政府也因对罗兴亚人进行种族清洗受到国际社会指控。

印度尼西亚政治稳定性表现相对较差。2019 年 5 月, 印尼原任总统佐科及其竞选搭档马鲁夫·阿明以 55.5% 的得票率赢得选举, 另一总统候选人——大印尼行动党主席、退役将军普拉博沃·苏比安托及其竞选搭档桑迪亚加·乌诺得票率约为 44.5%。普拉博沃拒绝接受选举结果, 其支持者抗议选举结果举行集会, 最终引发骚乱。此外, 印度尼西亚作为一个多民族、多宗教、多语言和多文化且缺乏民主传统的非西方国家, 其宗教冲突、种族骚乱以及民族分离主义运动等问题亟待解决。印尼是世界上穆斯林人口最多的国家, 全国约 87% 的居民信奉伊斯兰教, “伊斯兰国”也一直将印尼当作其在中东之外的重要战场。

2. 基础设施建设迅速发展叠加营商环境不断改善, 使东南亚国家的政府建设能力不断增强

从基础设施建设情况看(见图 6), 因东南亚国家经济发展起步较晚, 基础设施配套不健全, 基础设施建设发展迅速。2019 年东南亚地区基建指数达到 125, 其中印尼多年位居区域第一。主要是因为印尼凭借产业转移雁阵模式和资源禀赋比较优势, 承接中日等东亚国家或地区的产业依次梯度转移, 大力发展劳动密集型工业和出口导向型工业, 有力带动本国基础设施建设发展。

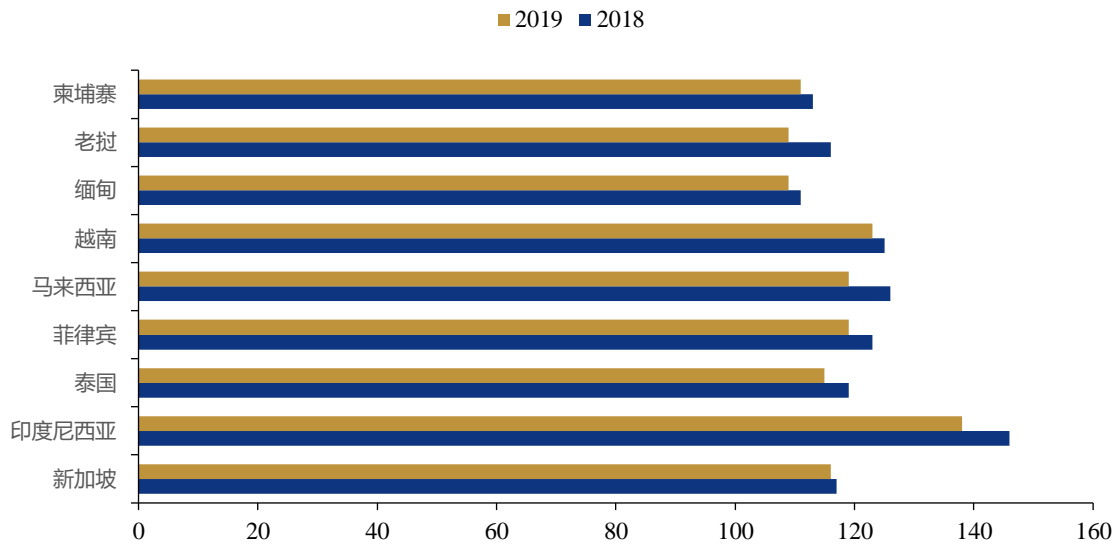


图6：各国基建指数情况

数据来源：基础设施发展指数报告

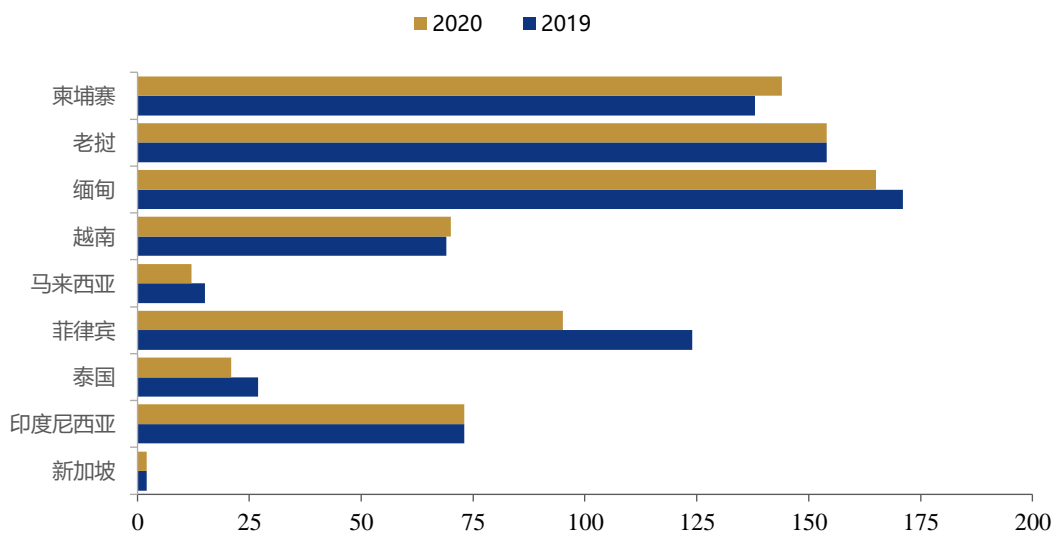


图7：各国营商环境排名情况

数据来源：Doing Business Report 2020

从营商环境看（见图7），根据世界银行发布的《2020年营商环境报告》显示，东南亚多国营商环境排名有不同程度提升，部分国家或地区营商环境改善主要得益于政府采取强有力的政治改革和政策支持。以泰国为例，政府于2016年初推出“泰国4.0”国家经济发展蓝图，通过提高科研水平以及政府提供科技援助资金等方式，将技术资源禀赋由比较优势转化为竞争优势。2018年泰国政府继续推动“南部经济走廊”建设，包括港口和铁路等大量交通类基础设施项目。同时配合政府此前已提出“东部经济走廊”项目，通过大力发展高铁、铁路复线、机场、港口等基础设施及实行一系列投资优惠政策吸引投资，发展高附加值新兴产业，通过创新和技术运用改善泰国营商环境。营商环境的改善彰显出主权政府建设能力强劲，有助于提升主权政府的信用质量。

三、宏观经济实力分析

1. 2019年整体经济增速小幅下滑但仍处于较高水平，2020年疫情冲击经济并使外部环境恶化

从经济总量看，2019年“一带一路”东南亚国家的名义GDP总量达31596.7亿美元，占全球经济总量的份额约为3.65%。该区域整体经济实力偏弱，且对外部经济依赖性较强，易受外部风险冲击。各国间经济体量差异明显。具体来看，印度尼西亚为东南亚经济体量最大的国家，占地区经济总量的份额达35%；缅甸、老挝与柬埔寨经济体量较小；其他国家经济规模适中。

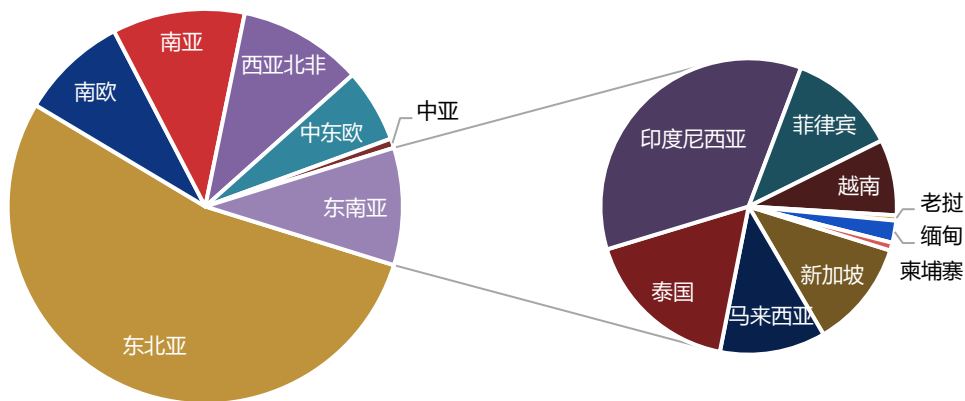


图8：2019年一带一路东南亚地区国家经济总量占比情况

数据来源：IMF

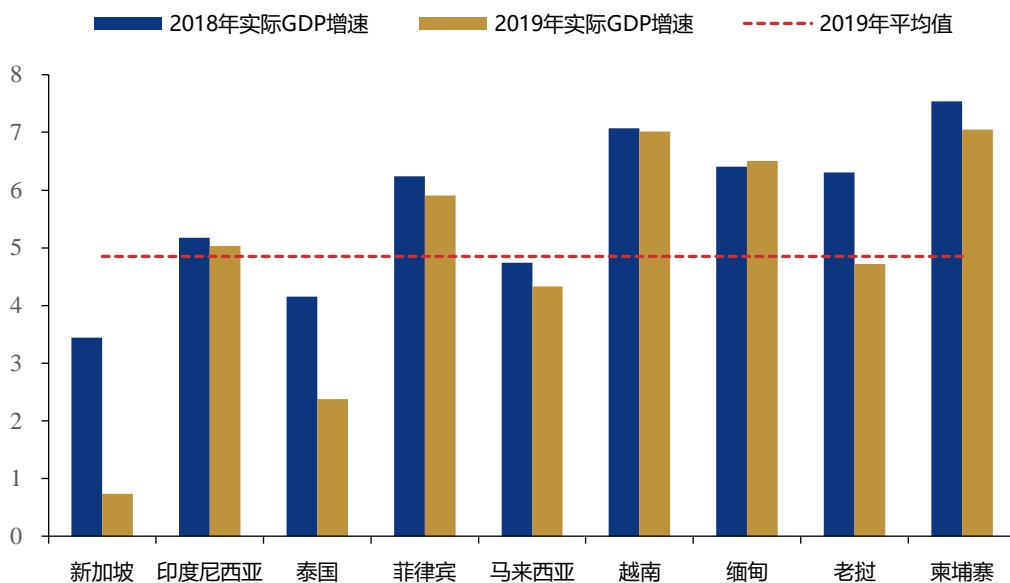


图9：2019年各国实际GDP增速情况（单位：%）

数据来源：IMF

从经济增速看（见图9），受全球贸易摩擦升级以及主要经济体需求疲软等因素影响，2019年东南亚国家平均实际GDP增速下降至4.85%，虽然较上年减少0.82个百分点，但仍处于较高水平。东南亚经济保持高速增长，主要是因为该地区多为亚太新兴市场经济体，各国凭借自身的资源禀赋、人口红利以及后发优势，积极发展对外贸易、激活本国消费以及大兴基建投资，三驾马车（贸易、消费和投资）对经济的拉动作用强劲。但2020年以来，新冠肺炎疫情引发全球性冲击，疫情防控措施通过干扰供应链、冻结消费需求、限制贸易与旅游，对经济造成严重冲击。东南亚地区因高度依赖贸易、旅游与资金流动，更易受到上述冲击的影响。根据IMF十月发布的世界经济展望测算，2020年东南亚国家平均GDP增速预计为-3.09%，而2021年GDP增速将回升至6.02%。东南亚国家可依托稳定的增长、良好的宏观经济政策以及审慎的金融监管应对经济震荡，但各国间抗风险能力存在差异，其中最脆弱的国家为疫情防控体系薄弱的国家，经济严重依赖贸易、旅游和大宗商品的国家，高负债国家，以及依赖不稳定的资金流动的国家。

在以上所提四类最脆弱国家中，举例来看，柬埔寨可作为国民经济严重依赖贸易、旅游和大宗商品的国家的典型。柬埔寨作为地区内经济增速最快的国家，近5年经济保持7%的高速增长，但其对外贸易依存度高达123.56%，排名地区第三。2019年受出口增速下滑与外国直接投资放缓影响，柬埔寨实际GDP增速为7.05%，较去年小幅下降0.48个百分点。出口方面，服装、鞋类与旅行用品出口增速放缓至13.6%，较上年大幅收缩4.1%；国际旅游入境人数增速放缓至6.6%，较上年大幅下降4.1%。外国直接投资方面，获批的外国直接投资项目总额同比下降9.6%。2020年以来，旅游业与服装出口直接受到疫情影响与外部需求萎缩冲击，且负面影响溢出至建筑业与房地产业。叠加欧盟撤销部分对柬埔寨“除武器外全部免税（EBA）”优惠待遇，贸易环境进一步恶化，预计全年经济增速将大幅下降至-2.8%。

菲律宾疫情形势严峻，且侨汇收入作为菲律宾非贸易外汇的重要来源受到疫情重创。截至2020年10月14日，菲律宾新冠肺炎累计确诊病例达344713人，位列全球第十七位，累计死亡人数高达6372人。快速增长的感染病例数使医疗体系不堪重负，联合国已启动1.2亿美元援助计划协助菲律宾应对疫情。此外，全球疫情导致的经济放缓与相关的限制入境措施使许多海外菲律宾劳工被遣返或推迟工作，菲律宾1~5月侨汇总额比去年同期下降6.4%。菲律宾因受疫情影响严重，且严重依赖侨汇这一不稳定的资金流动，经济增长将受重创，预计2020年GDP增速将由上年的6%大幅跌至-8.3%。

老挝则为债务问题所困，存在一定主权债务违约的风险。老挝财政收支失衡情况在地区内最为突出，一般政府债务水平接近60%的国际警戒线，财政收入对政府债务的保障能力偏低。受疫情影响，政府财政支出负担加重，而财政收入则因经济下行增长乏力，财政赤字将进一步走阔。经常账户的恶化与FDI净流入的放缓则使其外汇储备难以覆盖本年所需偿还债务。此外，老挝没有加入二十国集团推出的暂停偿债倡议，其融资选择有限，有一定债务违约风险。

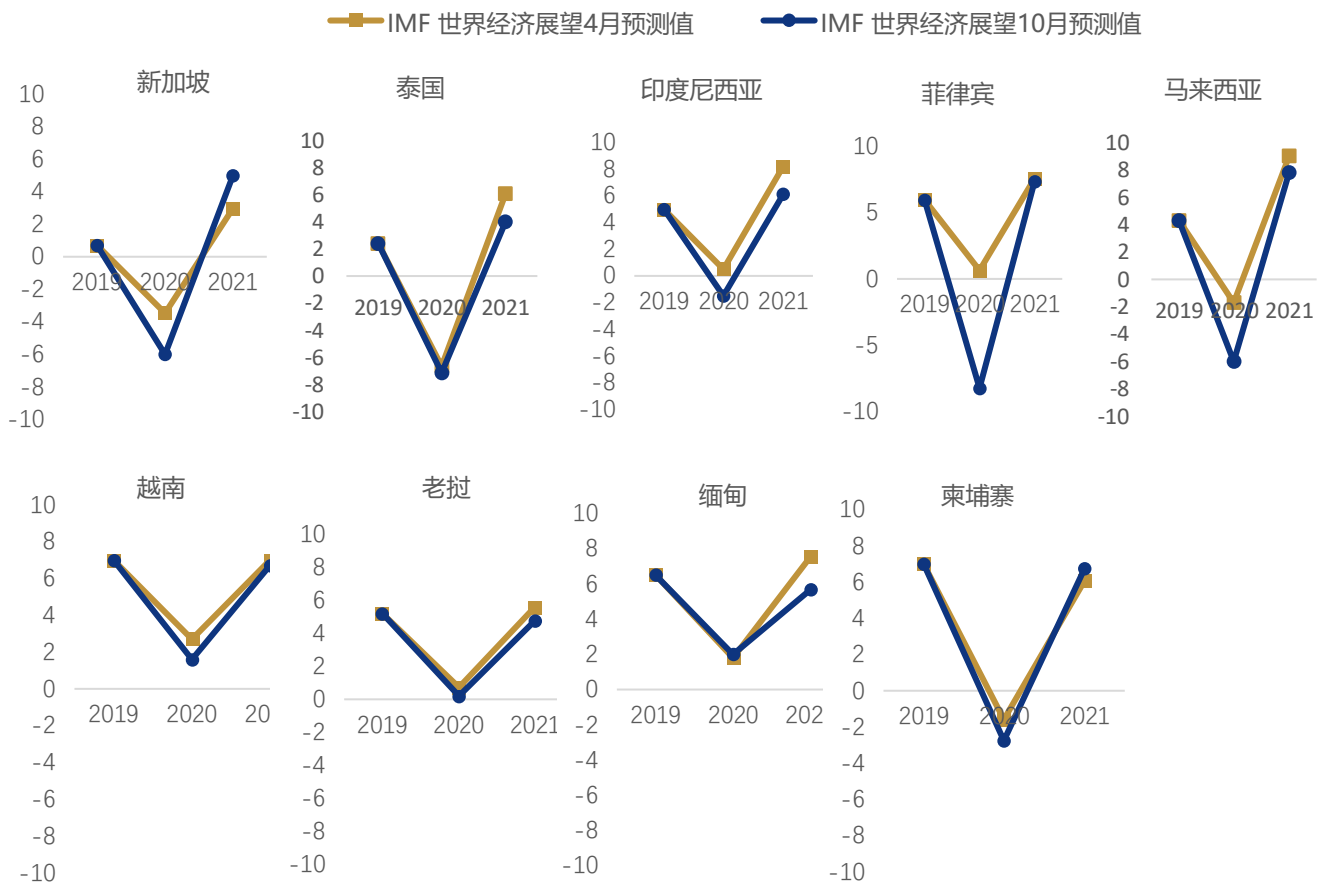


图 10: 各国经济增速预测值 (单位: %)

数据来源: IMF《世界经济展望》, 远东资信整理

2. 地区整体物价水平保持稳定, 但缅甸存在一定通胀压力

从物价水平看 (见图 11), 2019 年东南亚国家平均 CPI 增幅为 2.77%, 与上年基本持平, 区域整体物价水平保持稳定。2020 年整体通胀水平将继续保持稳定, 主要原因为国际油价下跌导致的国内燃料与能源价格下跌与食品价格上涨相互抵消。具体来看, 2019 年新加坡、泰国与马来西亚三国的 CPI 增幅均保持在 1% 以下, 远低于地区平均水平, 无显著通胀压力。菲律宾 CPI 增幅大幅下降 2.73 个百分点至 2.48%, 回归央行目标调控区间, 主要受益于食品与能源价格回落以及稻米行业的重大改革。物价水平稳定为央行削减利率提供了政策空间, 2019 年菲律宾央行将基准利率下调 75bp 至 4%, 2020 年以来央行四次降息共计 175bp 至 2.25%, 为 2016 年菲央行实施现行利率制度以来的最低值。但缅甸 CPI 增幅上涨 2.88 个百分点至 8.63% 的高位水平, 主要原因在于电力价格与食品价格因供给端受限上涨, 从而推高整体物价水平。2020 年以来, 缅甸物价水平持续上涨, 通胀压力增加; 而缅甸政府为提振经济实施宽松的货币政策, 或将进一步推高物价水平。

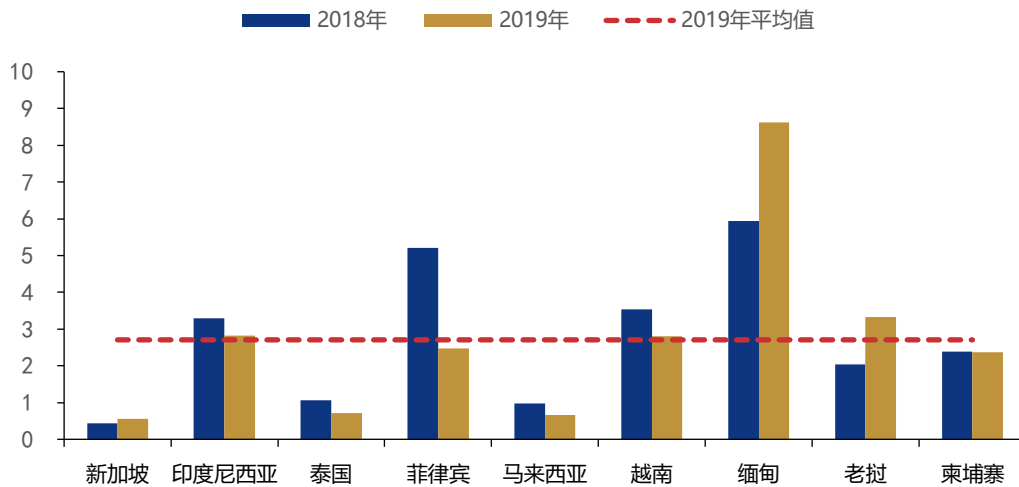


图 11: 2019 年各国 CPI 增幅情况 (单位: %)

数据来源: IMF

3. 地区整体就业水平保持稳定, 但疫情或将推高失业率水平

从就业情况看 (见图 12), 2019 年东南亚国家失业率为 2.66%, 与上年基本持平, 区域整体就业压力较小。东南亚地区失业率处于极低水平, 主要是因为东南亚地区多为新兴市场经济体, 凭借自身资源出口优势和人口红利, 大力发展劳动密集型产业。此外, 基建以及地产行业蓬勃兴起, 对低附加值劳工需求旺盛。具体来看, 柬埔寨失业率常年保持在 0.10% 的极低水平, 主要是因为建筑行业的蓬勃发展带动建筑用工需求, 此外产业链中下游的酒店、餐饮、零售等行业用工需求也随之增长。印度尼西亚与菲律宾失业率水平虽高于地区平均水平, 但较上年有所改善。印尼失业率较上年小幅下降 0.06 个百分点至 5.28%, 且劳动参与率提升至近四年最高水平 67.4%; 菲律宾失业率录得 5.08%, 较去年下降 0.25 个百分点, 且实际工资持续增长。但 2020 年以来, 在新冠肺炎疫情冲击经济的背景下, 吸纳大规模劳动力的旅游业及相关服务业、制造业与建筑业受影响严重, 预计失业率水平将大幅提升。

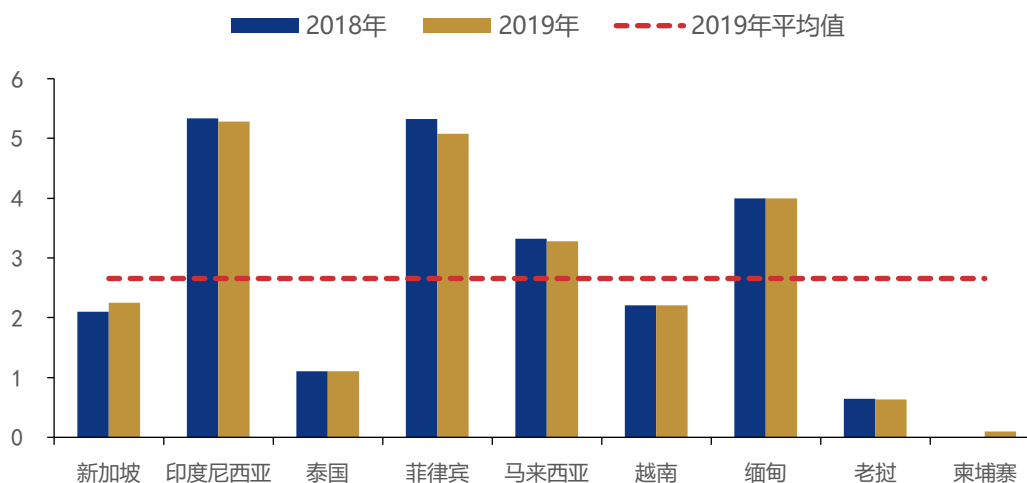


图 12: 2019 年各国失业率情况 (单位: %)

数据来源: IMF

四、金融结构实力分析

1. 东南亚国家银行资产质量均较好，资本充足且资产收益状况较好

从银行违约风险看，2019年“一带一路”东南亚国家银行平均不良贷款率达到1.96%，银行资产质量良好，违约风险较低。从银行资产充足水平看，2019年该地区银行平均资本充足率达到18.11%，整体银行资金较为充足。从银行盈利水平看，2019年该地区国家银行平均总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别达到1.61%和13.05%，整体银行资产收益情况较好。银行业运行稳健主要受益于更为审慎的监管框架和不断完善的监管政策。以新加坡为例，新加坡金融管理局制定严格但灵活的监管模式，一是把银行划分为“全面性执照银行”“有限执照银行”和“离岸执照银行”三类，通过严格划分银行业务范围，既鼓励国际资金流动又保护本国银行业发展；二是颁布银行法，对银行业资本最低限额、单个客户放款最高限额以及各种业务范围均做出明确规定；三是加强金融市场管理，将股票、期货等市场由自我管理转向政府管理之下。

2020年以来，随着经济状况恶化，银行盈利能力下降，资产风险增加。以泰国银行业为例，2020年第一季度，不良贷款率环比上升0.1个百分点至3.2%，资本充足率环比下降1.0个百分点至18.4%，总资产收益率（ROA）较上一季度下降0.2个百分点，净资产收益率（ROE）较上一季度下降1.3个百分点。泰国银行业近年来受经济增长疲软、利率持续低企影响，业绩指标走弱；而疫情爆发进一步导致私人部门资产负债表恶化，偿付能力下降，银行资产风险增加。

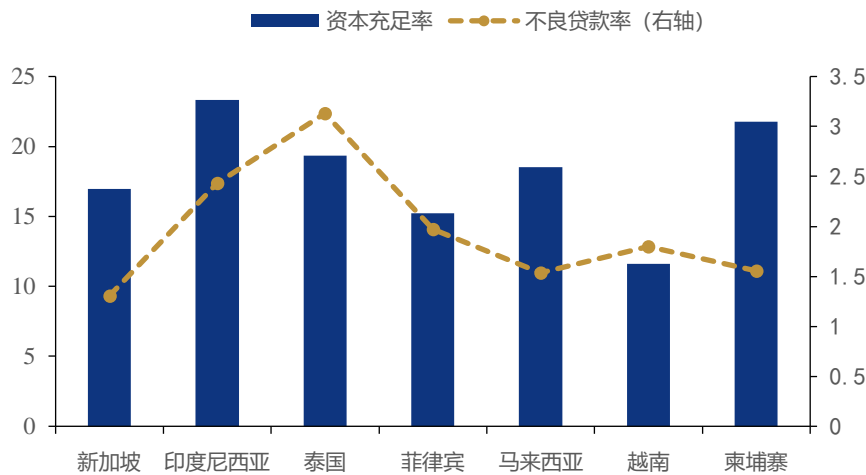


图 13: 2019 年银行资本充足率与不良贷款率 (单位: %)

数据来源: IMF

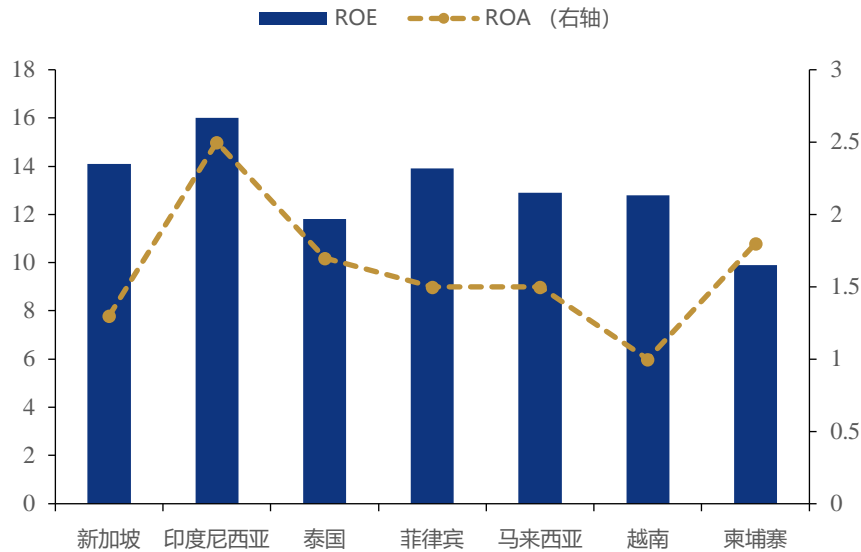


图 14: 2019 年银行盈利情况 (ROA 和 ROE) (单位: %)

数据来源: IMF

2. 东南亚地区存在明显的房地产过热以及信贷泡沫问题

从产业结构看，房地产业上下游产业链较长，是拉动一国经济增长的核心行业。但房地产业的过度发展可能会带来经济的虚假繁荣，不仅造成投资热钱扎堆和居民储蓄沉积，还不利于技术要素进步和居民消费升级，对经济发展产生一定挤出效应。东南亚地区存在明显的房地产过热和信贷泡沫问题。以柬埔寨为例，2019 年柬埔寨银行对私人部门信贷增速高达 21.3%，虽较上年下降 2.9 个百分点，但远超名义 GDP 增速 (7.05%)，柬埔寨的信贷扩张主要是受到房地产虚假繁荣的影响。由于柬埔寨产业结构不合理，其中农业占比过高 (约 30%) 且技术水平落后，工业基础薄弱且种类单调，因此以房地产和旅游为代表的第三产业迅速发展。近年随着经济快速发展和海外投资热钱涌入，部分地区房地产价格已经连续多个季度保持上涨趋势，并且使柬埔寨成为房价连续上涨时间最长的国家。但考虑到相应基础设施配套环境、居民收入增长速度以及家庭信贷杠杆水平，房地产行业存在大量投机泡沫，对居民消费形成挤出作用，长期看不利于经济的可持续发展。2020 年随着经济增速放缓，房地产市场或将在虚假繁荣后纠偏，叠加大规模未偿还贷款，经济脆弱性将进一步加剧。

五、 公共财政偿付实力分析

1. 地区整体财政赤字压力增加，多国受财政收入增速放缓影响

从财政收支结构看 (见图 15)，2019 年东南亚国家财政赤字相当于 GDP 比重的平均值由 2018 年的 1.49% 扩张至 1.76%，整体区域财政赤字压力增加。2020 年为应对新冠肺炎疫情造成的冲击，多国政府出台了大规模的经济刺激政策。比如，马来西亚和泰国都实施了大规模的经济支持计划，相当于 GDP 的比重分别达 17% 和 13%，其中两国直接的财政刺激计划相当于 GDP 的比重均约为 6%。财政支出的扩张将导致赤字水平较高的国家财政收支进

一步失衡。根据 IMF 十月发布的财政监测报告测算，2020 年东南亚国家平均财政赤字水平将扩张至 6.41%，而 2021 年平均赤字水平将回升至 4.56%。

具体来看，老挝财政赤字问题在地区内最为突出。2019 年老挝财政赤字相当于 GDP 比重达 5.1%，较上年增长约 0.4 个百分点。赤字走阔的原因在于财政收入增速放缓，2019 年财政收入相当于 GDP 比重约为 15.1%，较上年下降 1.1 个百分点，主要受税法实施准则延迟批准、税收改革执行不力、以及非税收入下降等因素的影响。支出方面，老挝政府通过减少公务人员招聘以及公共投资，实现财政支出小幅削减。在 2020 年疫情背景下，经济与民众需要一定规模的财政刺激政策支持，但财政政策空间受到严重失衡的财政收支结构限制。财政刺激政策也将推高支出规模，叠加因经济下行而萎缩的财政收入，赤字水平将进一步抬升。

印尼财政赤字小幅走阔，2019 年印度尼西亚财政赤字水平较上年上涨 0.4 个百分点至 2.2%，略高于 1.8% 的目标赤字水平，但仍低于 3% 的法定赤字上限。赤字走阔主要受财政收入萎缩影响，财政收入规模因大宗商品价格下跌同比下降 0.7%；财政支出受实物、资金与能源补贴支出削减影响，增速放缓。2020 年，印度尼西亚为应对疫情对经济社会造成的负面冲击，出台新法规，增加 405.1 万亿卢比(约合 246 亿美元)的政府开支，并将预算赤字扩大至 5.07%；且国家预算赤字上限从目前国内生产总值 3% 的法定上限放宽，将持续三年，直至 2022 年；预算赤字的扩大与法定赤字上限的提升将在一定程度上削弱其公共财政实力。

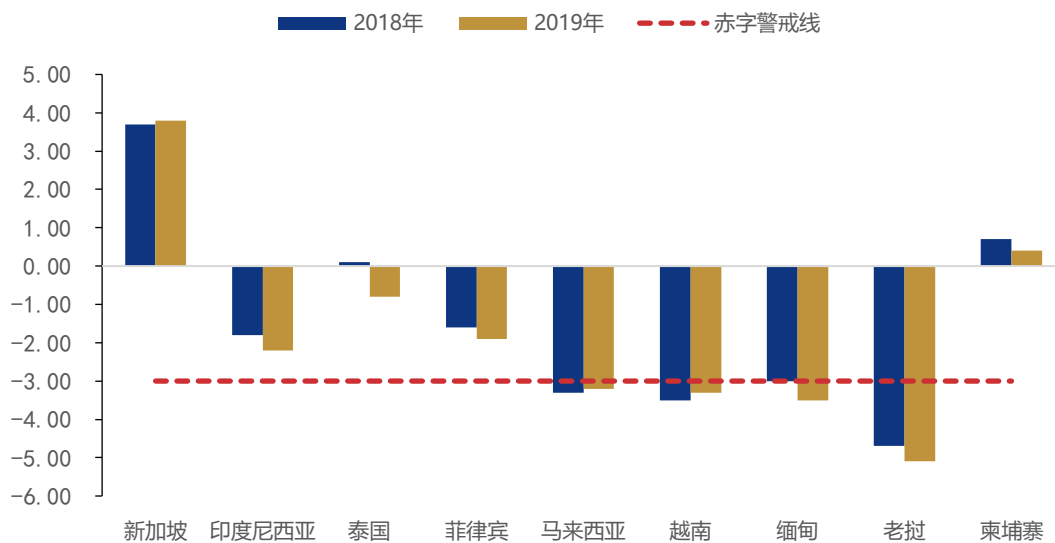


图 15: 2018 年~2019 年各国财政余额/GDP (单位: %)

数据来源: IMF

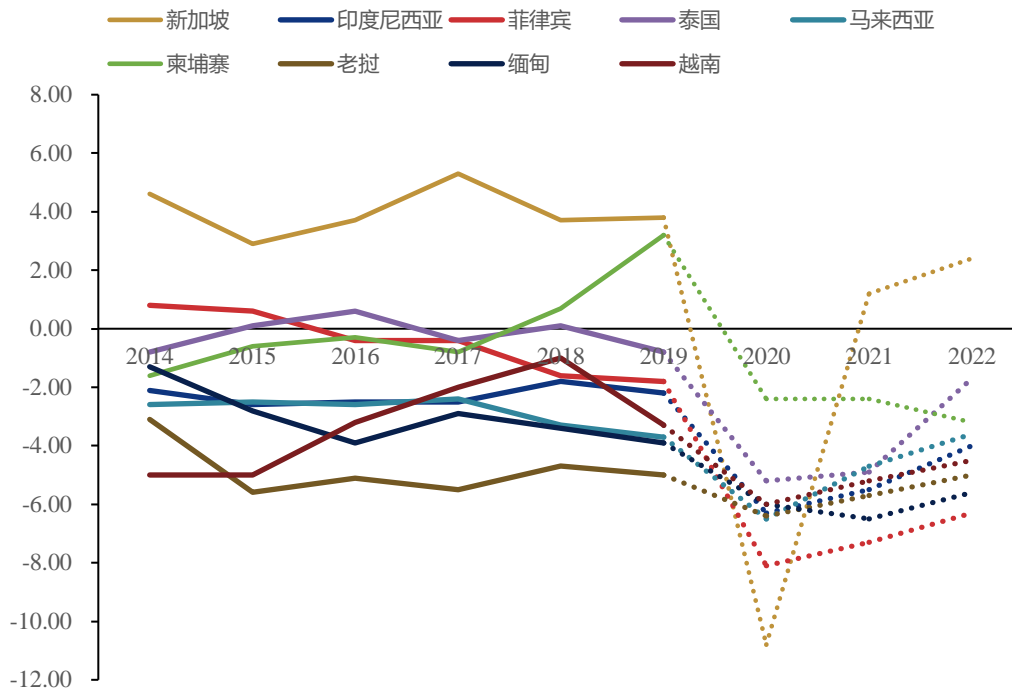


图 16: 2014年~2022年各国财政余额/GDP (单位: %)

注: 虚线数据为 IMF 预测值

数据来源: IMF《财政监测报告》

2. 地区整体政府债务压力增加, 新加坡政府债务水平突出, 但具备其独特性

从政府债务水平看(见图 17), 2019 年东南亚国家一般政府债务总额相当于 GDP 的比重的平均值上升至 52.13%, 较上年增加 2.42 个百分点, 虽然低于 60% 的国际政府债务警戒线, 但地区整体政府债务压力抬升。2020 年, 受疫情影响, 整体政府债务负担将进一步加重。根据 IMF 十月发布的财政监测报告测算, 2020 年东南亚国家平均政府债务水平将扩张至 58.67%, 且 2021 年债务水平将继续抬升至 60.39%, 达到债务警戒线水平。

具体来看, 新加坡政府债务水平显著高于地区其他国家。2019 年, 新加坡一般政府债务总额相当于 GDP 比重约为 111.8%, 较上年增长 1.4 个百分点。新加坡政府债务虽处于高位, 但在财政上具有可持续性。其政府债务具有一定独特性, 主要表现在以下三个方面: 第一, 发行证券的目标与政府的财政需求无关。发行新加坡政府证券(SGS) 的目的在于发展国内债务市场, 发行新加坡政府特殊证券(SSGS) 主要为满足中央公积金的投资需求, 发行新加坡储蓄债券(SSB) 从而为个人投资者提供长期储蓄。第二, 政府将所得款项进行投资, 并且投资收益足以还本付息。第三, 新加坡政府拥有强大的资产负债表, 其资产远远超过其负债。

老挝一般政府债务水平接近 60% 的国际警戒线标准, 在地区内较为突出。2019 年老挝一般政府债务总额相当于 GDP 的比重约为 60.6%, 较上年增长 3.2 个百分点。根据 IMF 预测, 老挝一般政府债务水平中期内将维持在 67% 左右, 而未来三年平均每年所需偿还债务(本金与利息) 约为 10 亿美元, 相当于每年财政收入的 40%。政府债务

的可持续性不足，债务偿还压力较大。

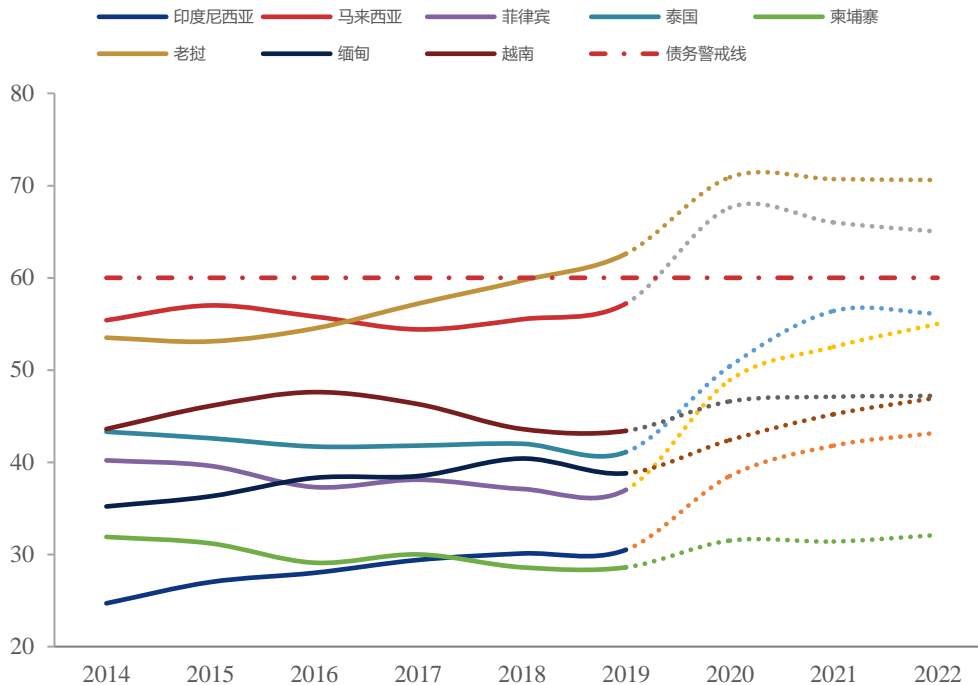


图 17: 2014 年~2022 年除新加坡以外各国一般政府债务总额/GDP (单位: %)

注: 虚线数据为 IMF 预测值

数据来源: IMF《财政监测报告》

3. 地区整体政府债务偿付实力小幅下降，主要受财政收入增速放缓与大兴基建影响

从政府债务偿付实力看(见图 18),2019 年东南亚国家平均财政收入相当于政府债务总额的比重下降至 45.08%，较上年下降 0.58 个百分点，区域整体政府债务偿付实力小幅减弱。具体来看，印度尼西亚、缅甸、老挝财政收入对政府债务的偿付保障实力下降，主要原因在于财政收入增速放缓，而受大兴基建影响政府债务压力上升。其他国家因政府债务水平保持稳定，财政收入相当于政府债务总额的比重或与上年基本持平，或小幅上升。2020 年疫情背景下，预计财政收入因经济下行而增长放缓，政府债务规模则受财政刺激政策的推出而扩张，预计政府债务偿付实力将进一步下降，其中尤其关注老挝主权债务清偿能力。

从主权基金保障看，主权财富基金可以为本国政府债务提供有力保障。淡马锡控股和新加坡政府投资公司(GIC)是新加坡两大国家主权基金，为全球最活跃的主权财富基金。根据美国主权财富基金研究所(SWFI)公布数据显示，2019 年 GIC 资产管理规模达到 4532.00 亿美元，位居全球第 6 名；淡马锡资产管理规模达到 4173.15 亿美元，位居全球第 7 名。两大主权基金通过在全球范围内投资和布局医疗健康、人工智能、智能家居等核心领域，在助力各行各业发展的同时获取大量可观投资收益，为政府本币债务偿付提供有力资金保障。

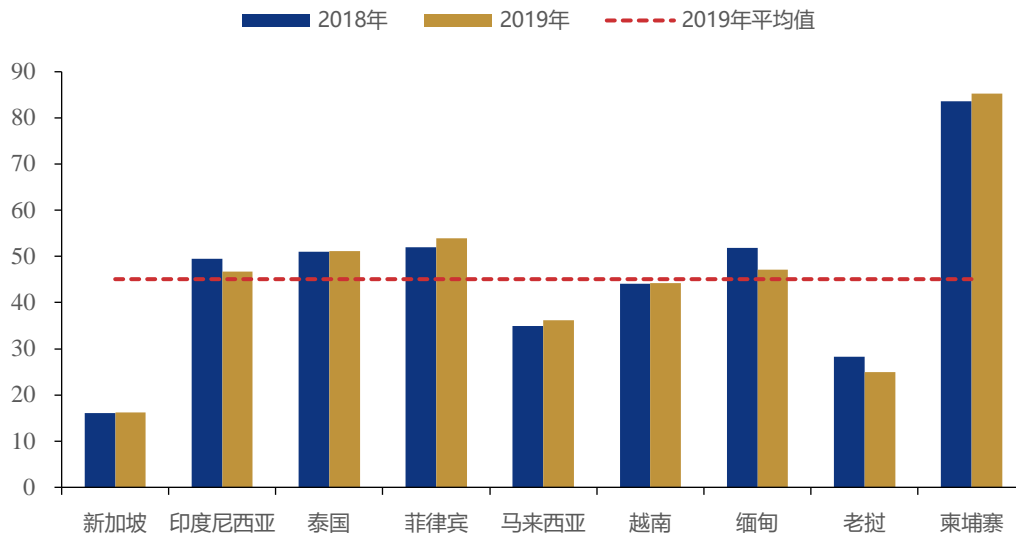


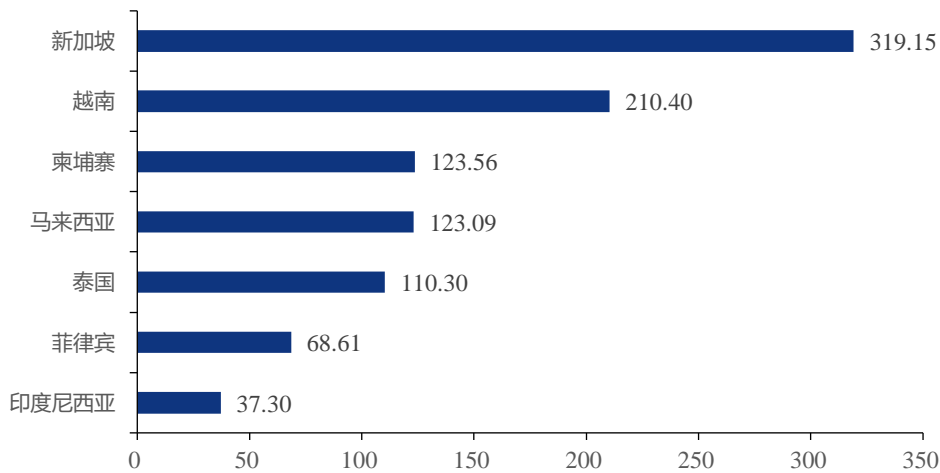
图 18: 2018 年~2019 年各国财政收入/一般政府债务总额情况 (单位: %)

数据来源: SWFI

六、 外部债务偿付实力分析

1. 区域整体对外贸易依存度较高，外部风险敞口较大，更易受疫情冲击影响

从对外贸易依存度看（见图 19），2019 年东南亚国家平均对外贸易依存度达到 141.77% 的高水平，说明该区域较易受到外部经贸变化的影响。具体来看，新加坡对外贸易依存度在地区内排名第一，高达 319%。新加坡作为小型开放经济体，经济高度对外依赖，抵御外部风险冲击的能力一般。高度的外部依赖性导致新加坡对外部经济环境变动极为敏感，在疫情冲击全球经济和贸易摩擦加剧的背景下，未来外部风险敞口可能进一步增大。越南对外贸易依存度排名地区第二，高达 210%。越南经济基本面表现良好，强劲的国内消费与出口导向的制造业拉动国民经济快速增长。2020 年疫情冲击全球供给与需求背景下，因越南经济深度融入全球供应链，制造业、旅游业以及交通运输业受到严重打击；全球金融动荡导致股价下跌，外部资金流入放缓，外部环境整体恶化。但已生效的越南东盟自贸协定或将在一定程度上改善贸易状况，减少外部冲击造成的负面影响。


图 19：2019 各国对外贸易依存度（单位：%）

数据来源：IMF

2. 区域整体外债压力小幅增加，且经常账户收入对外债总额的保障程度大幅下降

从外债水平看（见图 20），2019 年东南亚国家外债总额相当于 GDP 的比重平均值上涨至 95.16%，较上年增长 1.37 个百分点，区域整体外债压力小幅增加。从外债偿付实力看，2019 年该地区平均经常账户收入（CAR）对外债总额的保障程度下降至 127.28%，较上年缩减 5.34 个百分点；外汇储备对外债总额的保障程度上升至 62.05%，较上年增长 4.75 个百分点。

具体来看，新加坡外债水平排名地区第一，2019 年外债总额相当于 GDP 比重上涨 8.45 个百分点至 423.59%。主要是因为新加坡是国际金融中心，允许国际资金自由流动和外商企业投资。企业和金融机构在海外大量发债融资，因此在外债结构中以金融机构和其他部门为主；政府外债长期为零，主权外币债务偿付压力极低。

而老挝外债偿付压力较重，2019 年外债总额相当于 GDP 比重约为 86%，经常账户收入与外汇储备对外债总额的保障程度分别为 43.3% 与 6.3%，对外债清偿的保障能力很低。老挝经常账户常年保持大规模赤字，且外汇储备规模较小。受益于中国国家开发银行拨付的 1 亿美元中小企业贷款，2019 年老挝外汇储备由上年的 8.73 亿美元增加至 9.97 亿美元，但仍处于较低水平，仅能覆盖 86% 的 2020 年外债偿还义务。2020 年因全球经济萎缩，外部需求不振，老挝经常账户赤字扩张，国际投资尤其是 FDI 流入放缓，外汇储备随之大幅下降，难以覆盖其本年所需偿还债务。老挝债务清偿能力薄弱，存在一定违约风险。

但泰国外债压力较轻，鉴于亚洲金融危机的历史教训政府严格控制外债负担，近三年外债总额相当于 GDP 比重约为 32.58%，外债水平较低。受益于旅游业和贸易出口的强劲表现，泰国常年保持经常账户顺差并积累了大量外汇储备。2019 年，泰国经常账户收入和外汇储备对外债总额的保障程度分别高达 202.52% 和 130.34% 的极高水平，泰国外债偿付实力极强。

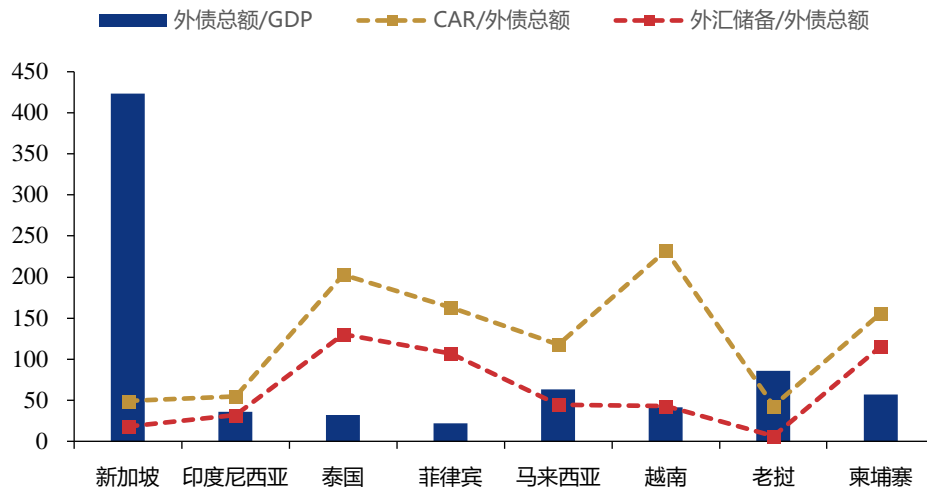


图 20: 2019 年各国外债偿付情况 (单位: %)

数据来源: World Bank

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，研究部助理研究员。

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

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：010-57277666

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：021-61428000

【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去理解，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。