



2022 年全球主权信用风险 研究报告



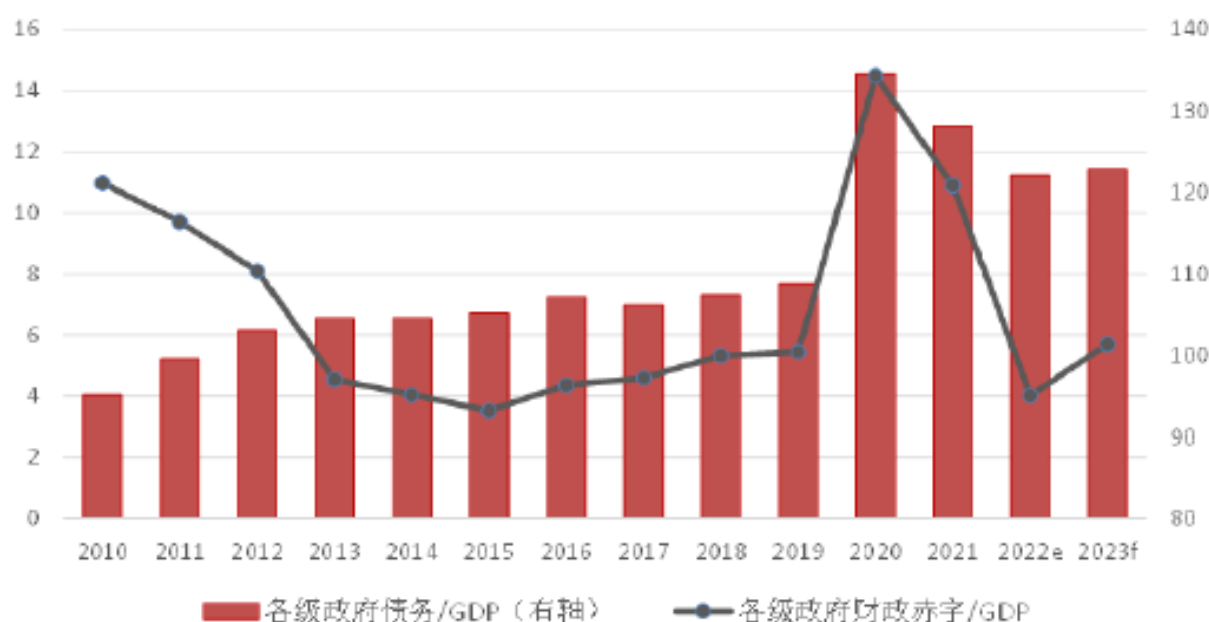
新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）危机仍未真正解除，2022年初全球肆虐的奥密克戎变异毒株使全球确诊人数再创新高，截止2022年12月19日，全球累计确诊人数6.5亿，但病毒毒性减弱以及经济复苏需求使多国采取了“与病毒共存”的政策，开放边境与放松防疫政策等。与此同时，2020-2021年，全球为应对疫情推出的超额货币、财政刺激政策以及2022年初地缘政治引发的能源暴涨，加剧了全球通胀风险，全球央行正在逐步收紧货币政策，全球经济下行压力较大，部分国家或短期陷入经济衰退，债务高位下的融资条件极速收紧极有可能引发高债务发达国家以及新兴和发展中国家的债务困局。首先，据IMF数据显示，疫情应对导致政府债务两年增加19万亿美元，2021年全球政府债务总额突破92万亿美元，债务削减困难。其次，估计2022年全球通胀水平达到8.8%，较上年的4.7%大幅增长。全球主要央行大部分都采取了大幅度的紧缩政策，政府债务利息支出显著上升，高债务发达经济体以及新兴和发展中国家尤为显著。再次，全球货币环境收紧下，大部分新兴和发展中国家货币出现大幅贬值，更加大了其外币债务偿付的难度。

一、高通胀及紧缩的宏观政策使美国短期经济存在较大下行压力，美国较高的存量政府债务在美联储加息缩表下再融资成本上升，而国会两院分治或使美国重现债务上限困局，美国主权信用承压。

由于通胀困局依旧持续，美联储持续紧缩的货币政策预计将使美国短期经济存在较大下行压力，与此同时也将加大政府财政和债务压力。2021

年，在低基数以及扩张政策刺激下，美国经济实现了 5.7% 的高速增长。一方面是由于 2020 年经济 3.4% 的负增长造成了较低的基数，另一方面主要是源于持续的量化宽松政策以及拜登政府的财政刺激政策。经济的修复带动美国 2021 年各级政府财政赤字由 2020 年的 14.5% 收窄至 10.9%，但仍维持在较高水平，各级政府债务负担率也由 2020 年的 134.5% 降至 2021 年的 128.1%。2022 年，随着美国疫情趋于稳定，疫情相关支持政策逐步退出，同时经济的复苏以及就业市场依旧强劲增加了财政税基，收入支出一增一减双重作用下，估计各级政府财政赤字大幅收窄至 4.0%，各级政府负担率收窄至 122.1%。2022 年，受俄乌局势影响，美国通胀在 2021 年年均 4.7% 的水平下继续增长，美联储在通胀持续运行于目标 2% 之上一年之后的 2022 年 3 月启动了激进加息进程，以遏制通胀继续上升势头，同时与疫情相关的财政刺激退出下，导致消费和投资需求增速双双下滑，2022 年前三季度环比经济增速分别为 -1.6%、-0.6% 和 2.9%，同比经济增速分别为 3.7%、1.8% 和 1.9%，估计四季度将出现萎缩，从而全年经济增速为 1.6%。由于通胀困局依旧持续，美联储持续紧缩的货币政策预计将使美国短期内经济下行压力继续增加，预计 2023 年经济增速仅为 0.5%，与此同时也将加大政府财政和债务压力（图 1）。

图1 美国各级政府财政赤字率及各级政府债务负担率 (%)

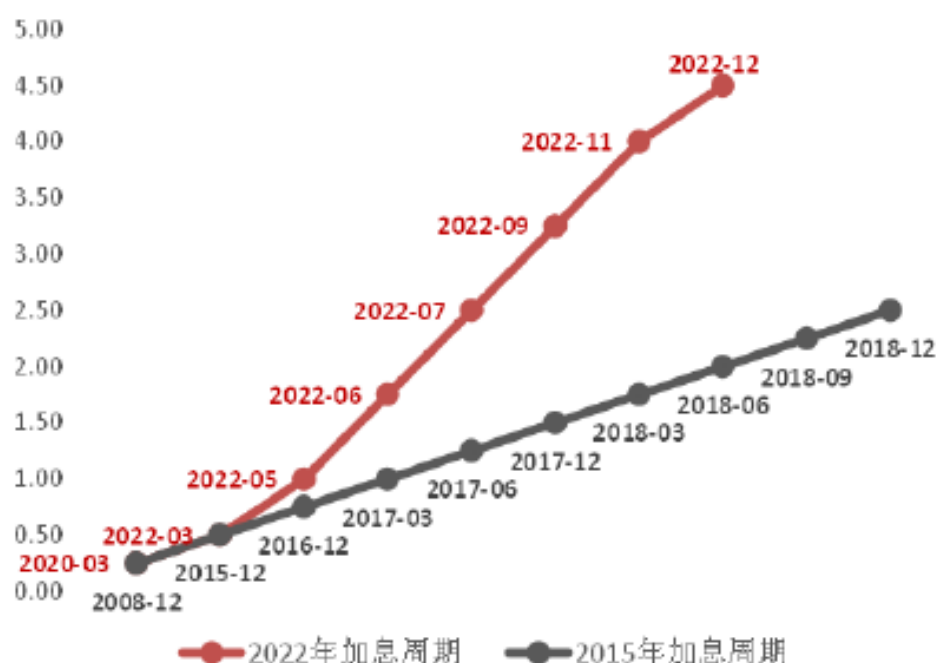


数据来源：国际货币基金组织，大公国际

美国债务可持续性问题的挑战。首先，美联储加息进程延续增加债务滚动成本。美联储通胀判断失误叠加俄乌局势影响，通胀持续高涨使美联储本轮加息周期相比之前更为激进。2021年3月美国个人消费支出物价指数（PCE）同比增长2.5%，并在之后的4-10月逐步增长，平均同比增长水平达到4.4%。由于美联储坚持通胀暂时论而并未对货币政策进行调整，直至2021年11月启动购债缩减调整，并于2022年3月正式启动加息进程。由于通胀持续高位运行，使本轮加息进程对比2015年启动的加息周期更为激进，2022年6月、7月、9月以及11月四次议息会议均加息75个基点（图2）。2022年11月，美国通胀同比增长7.7%，仍处于较高水平，但同比数据连续4个月有所回落。同时，2022年12月初，美国经济分析局公布数据显示，2022年10月PCE同比增长6.0%，核心PCE同比增长5.0%，增长态势有所缓和。2022年12月14日，美联储议

息会议宣布加息 50 个基点至 4.25%-4.5%，美联储公布的点阵图显示，2023 年美联储利率峰值将超过 5%，即仍有至少 75 基点的加息空间。美联储主席鲍威尔在会议后表示了较为鹰派的立场，预计持续的高通胀将拉长加息周期以及终点利率，但大幅加息态势将有所缓和。美联储每一次加息都使美国政府债务的偿还成本进一步增加，据美国国会预算办公室（CBO）预计，2022 财年-2032 财年净利息支出平均占 GDP 比重将达到 2.5%，占财政支出比重达到 10.6%，较此前的 1.5% 和 6.4% 大幅提升，债务再融资成本上升使债务滚动难度加大。

图2 美联储加息进程对比 (%)

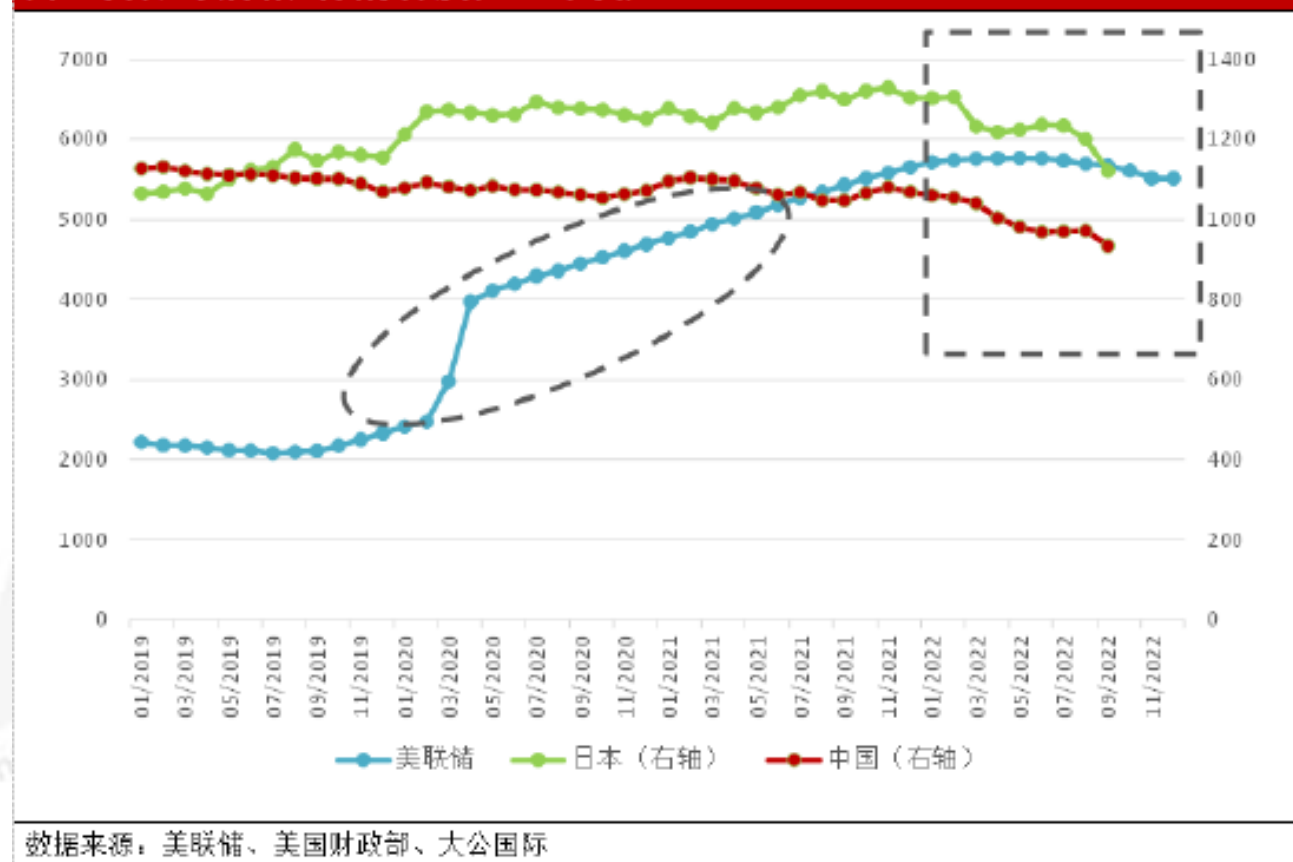


数据来源：美联储，大公国际

其次，美联储缩表进程以及国外持有人减持美债加剧美债流动性风险。此前，量化宽松政策一直是美国维持高债务再融资的重要手段，2020 年美国财政部大额举债以实现财政刺激，美联储持有的国债数额从 2019 年的

2.2 万亿美元扩增至 2021 年底的 5.7 万亿美元（图 3）。2022 年 6 月，美联储正式启动缩表进程，前三个月缩表力度为每个月削减国债 300 亿美元，之后变为每个月缩减国债 600 亿美元。具体实施来看，2022 年 6 月至今已削减国债 2,500 亿美元左右，2023 年美联储计划削减国债 7,200 亿美元。与此同时，由于美联储较为激进的加息进程，尤其是日本、中国等货币政策与美联储相逆的情况下，加大了这类国家的贬值压力，日本和中国作为美债第一大和第二大持有国，2022 年前三个季度共抛售美债 3,200 亿美元左右（图 3），以减缓汇率压力，加剧了美债流动性风险。在此情况下，通胀因素叠加官方削减或加剧美债收益率的上升，从而推升美国高债务再融资成本，加剧美债可持续风险。

图3 美债主要持有人持有美债变化（十亿美元）



最后，美国债务上限问题在中期选举后协调难度上升。2022 年 11 月 8 日，美国举行中期选举，共和党在众议院赢得了 222 个席位，取代了民主党赢得控制权，民主党在参议院以 51 个席位维持控制权，从而形成了两院分治的局面。由于众议院主要分管财政预算，预计拜登政府未来任期将在财政方面受到共和党的掣肘。继 2021 年 7 月 31 日暂停美国债务上限条款失效以来，2021 年 10 月和 2021 年 12 月，美国国会通过法案将债务上限分别上调 4,800 亿美元和 2.5 万亿美元，目前已达到 31.4 万亿美元的历史高位。据美国财政部的数据显示，截至 12 月初，美国未偿联邦政府债务余额达到 31.36 万亿美元，已经逼近 31.4 万亿美元的法定债务上限。虽到达债务上限后，美国财政部仍可动用财政部一般账户（TGA）余额的方式继续维持政府运作，但两党关于债务上限对峙局面将使美国政府再次陷入债务僵局，需要密切关注。

二、积极的财政政策使中国政府财政持续承压，但伴随宏观政策的优化配合及效应的持续释放，经济稳定恢复态势将不断巩固，财政将在有效支持高质量发展中保持可持续并保障地方政府债务风险可控，中国主权信用将在较高水平上保持稳定。

2022 年尽管中国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，并受超预期因素影响，但经济整体保持弱修复态势，短期内伴随宏观政策的优化配合及效应的持续释放，经济稳定恢复态势将不断巩固。2022 年 1-3 季度，中国经济增速分别同比增长 4.8%、0.4%和 3.9%。尽管灾疫情

反复、国际地缘政治冲突升级和房地产市场下行影响下中国二季度经济增速出现超预期放缓，但稳定经济政策措施的持续支持和较强的经济韧性使2022年前三季度经济累计同比增长3.0%，预计全年经济增速约为3.2%。2022年12月中央政治局会议要求“加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力”、要求“大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，同时强调“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”，预计伴随政策的优化配合和政策效应的持续释放，就业和收入预期以及居民消费信心将逐步回暖，2023年经济有望在政策带动下明显复苏，经济增速预计在5%左右。经济政策向短期稳增长和长期促发展聚焦，未来经济的稳定恢复和长期向好基本面将不断巩固。

2022年积极的财政政策使中国政府财政收支形势承压，但经济的稳定恢复和政府较强的财政实力将为主权信用提供支撑。财政收入方面，2022年1-11月，全国一般公共预算收入185,518亿元，扣除留抵退税因素后增长6.1%，按自然口径计算下降3%。减税降费政策效应持续释放，经济稳定恢复为财政收入增长奠定了基础。但大扣减增值税留抵退税政策是政

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_50752

