

全球主权债务风险在新冠疫情爆发后呈加剧态势

主权评级研究部 张珏 曹曼茜 胡梦秋

摘要：2020年，新冠疫情爆发并在全球蔓延，世界经济遭受了自“大萧条”以来最严重的衰退。各国为应对疫情、促进经济恢复推出多项财政刺激政策的同时，全球政府债务水平被显著推高，其中部分经济体的政府债务率飙升，违约风险加剧。2020年全球主权债务违约的国家数量和违约金额也处于历史高位。本文分析了近年来主权债务违约的特点和原因，梳理了主权债务违约预警的主要经济指标及其敏感度，并对主权债务违约的后续处置和风险防范提出了建议。

一、主权债务和主权债务违约的定义

主权债务是一个主权国家（地区）的中央政府以其国家信用为担保所举借的债务。按债务发行的币种可以分为主权本币债务和主权外币债务；按债务期限分，可以分为长期主权债务和短期主权债务。

主权债务违约则是指一个主权国家（地区）的政府拒绝或者无法偿付其债务。主权债务违约具有一定的周期性，通常和全球性的经济和金融危机交织在一起。主权债务违约类型主要包括：无法支付本金或利息、延迟支付本金或利息、债务折价置换、以本币偿还外币债务以及交叉违约等。

二、近年来全球各国主权债务违约规模大幅上升

2020年新冠疫情爆发并在全球蔓延，各国为应对疫情不断推出财政刺激政策，财政赤字和债务水平持续上升。在全球经济衰退的大环境下，2020年发生主权债务违约的国家数量和违约金额也相应大幅增加，主权债务风险明显上升。

（一）新冠疫情以来全球各国债务水平快速上升

2020年新冠疫情在全球范围内爆发，对世界经济造成重创，全球经济整体萎缩4.3%。为抗击疫情和促进经济恢复，大部分国家推出了财政刺激计划和补助措施，各国政府财政赤字显著增加，当年全球赤字率达到10.2%。同时，各国政府大举发债以弥补财政缺口，当年全球债务总额同比大幅上涨28%至226万亿美元，债务率由2019年的228%上升至257%。其中，公共部门债务率为100%，私人部门债务率¹为159%。据IMF统计，2020年有数据的176个国家和地区中，有93%的国家债务规模上升。

¹ 包括非金融企业债务和家庭债务。

2021 年全球疫情有所控制，经济活动逐步恢复，部分国家和地区计划逐步削减补助措施，全球赤字率降至 7.9%。2021 年全球主权债务规模仍保持上升趋势，总额达到 235 万亿美元，创历史新高；由于经济复苏，债务率下降 10 个百分点至 247%。其中，公共部门债务率为 96%，私人部门债务率为 153%。

（二）疫情后违约国家数量和违约金额均显著增加

2017~2021 年，全球主权违约债务的违约国家数量分别为 97、97、95、102 和 89 个。其中，2020 年全球 102 个国家发生主权债务违约，仅次于 1994 年的 115 个和 2013 年欧债危机时期的 105 个，位居第三。2021 年全球经济逐步恢复、财政赤字率和债务率均有所下降，当年的违约国家数量已低于疫情前水平。

2017~2021 年，全球主权违约债务金额分别为 2413.26 亿美元、3953.85 亿美元、2999.22 亿美元、4476.55 亿美元和 3753.54 亿美元（表 1）。其中，2020 年全球主权违约债务金额达到了历史第三高位，仅次于欧洲债务危机时期（2013 年 5240.07 亿美元）和拉美债务危机时期（1990 年 4510.27 亿美元）。

从币种结构上看，主权债务违约一直以外币债务违约为主，本币债务违约较少。2017~2021 年，全球外币主权债务违约规模分别占同期违约规模的 99.999%、98.49%、98.55%、98.85%和 99.999%。

（三）主权债务违约金额高度集中于少数国家

全球的主权债务违约金额长期以来都高度集中于少数国家。2017~2021 年间，每年主权债务违约金额前十个国家的违约金额占总数的 80%以上（表 1）。2018 年，全球主权债务规模最大的十个国家的金额占全球比例为 89.1%，达近年来的峰值，仅希腊当年的金额就占全球的 28.1%²。2020 年疫情爆发后，由于主权债务违约事件激增，违约金额的集中度有所下降，违约金额排名前十的国家的占比在 2020 和 2021 年分别下降至 86.5%和 84.5%。

表 1. 2017~2021 年全球主权违约债务集中度

2017~2021 年全球主权违约债务金额（亿美元）										
2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		
2413.26		3953.85		2999.22		4476.55		3753.54		
年末主权债务违约规模前十的国家及其金额的全球占比（%）										
序号	国家	占比	国家	占比	国家	占比	国家	占比	国家	占比
1	苏丹	19.6	希腊	28.1	委内瑞拉	25.4	委内瑞拉	17.9	委内瑞拉	22.3
2	波多黎各	19.3	委内瑞拉	18.6	波多黎各	17.8	阿根廷	15.8	波多黎各	16.0
3	伊拉克	16.6	波多黎各	12.6	苏丹	15.9	波多黎各	12.7	苏丹	14.1

² 2018 年欧盟国家同意对希腊的债务进行重组，希腊 1109.38 亿美元的债务计入当年的主权债务违约。

专题研究

4	委内瑞拉	11.5	苏丹	12.0	伊拉克	13.3	苏丹	11.8	伊拉克	11.5
5	朝鲜	2.7	伊拉克	10.1	阿根廷	4.5	伊拉克	10.8	黎巴嫩	10.6
6	萨尔瓦多	2.5	巴巴多斯	1.8	古巴	2.7	黎巴嫩	8.4	古巴	2.7
7	津巴布韦	2.3	津巴布韦	1.7	津巴布韦	2.2	厄瓜多尔	4.4	津巴布韦	2.0
8	乌克兰	2.2	朝鲜	1.6	朝鲜	2.0	古巴	1.8	赞比亚	1.9
9	莫桑比克	2.0	乌克兰	1.4	乌克兰	1.9	津巴布韦	1.6	朝鲜	1.6
10	索马里	1.8	索马里	1.3	坦桑尼亚	1.7	赞比亚	1.5	乌克兰	1.6
	累计占比	80.5	累计占比	89.1	累计占比	87.4	累计占比	86.5	累计占比	84.5

数据来源：加拿大银行-英格兰银行主权违约数据库，新世纪评级整理。

（四）违约债务的债权人以巴黎俱乐部和中国最为集中

从已违约的主权债务的债权人角度来看，疫情爆发后，遭受损失最大的是外币债券持有人，2020年其持有的主权外币债券违约金额占违约总量的50.2%，较2019年的34.2%大幅上升。

2020年疫情发生后，对巴黎俱乐部和中国的债务发生违约的国家数量明显增加，其中，2019~2021年对巴黎俱乐部的债务发生违约的国家数量分别为11个、22个和28个，对中国的债务发生违约的国家数量分别为9个、25个和25个。另外，对国际货币基金组织、世界银行、国际开发协会等国际机构的债务发生违约的国家数量始终较少。

表 2. 2017~2021 年主权债务的债权人持有的违约债务金额及违约国家数量（单位：亿美元、个）

已违约主权债务的 债权人	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
	违约 金额	国家 数量	违约 金额	国家 数量	违约 金额	国家 数量	违约 金额	国家 数量	违约 金额	国家 数量
国际货币基金组织	20.69	2	20.38	2	20.34	2	21.21	2	13.50	1
世界银行	9.19	1	9.54	1	9.88	1	10.15	1	10.42	1
国际开发协会	15.47	5	16.65	5	17.58	5	18.48	5	16.14	4
巴黎俱乐部	280.91	11	348.83	12	406.75	11	464.29	22	460.23	28
中国	78.17	11	230.95	10	182.96	9	183.05	25	258.88	25
其他官方债权人	928.80	86	2017.83	83	906.02	83	1043.89	90	1111.92	82
外币银行贷款机构	154.31	7	167.18	8	149.33	8	151.34	6	149.46	6
外币债券持有人	752.77	10	880.23	8	1024.97	9	2247.13	11	1458.21	10
其他私有债权人	172.91	44	202.73	45	237.77	41	285.43	47	274.74	42
本币债务持有人	0.03	2	59.52	3	43.62	4	51.59	4	0.05	3
合计	2413.26	95	3953.85	95	2999.22	93	4476.55	102	3753.54	89

数据来源：加拿大银行-英格兰银行主权违约数据库，新世纪评级整理。

三、主权债务违约状态的持续性特征

近年来，主权债务违约存在明显的持续性特征，主要表现在以下两个方面：

（一）发生主权债务违约的国家易持续多年处于违约状态

2017~2022年，全球共有114个国家处于一年或多年的主权债务违约中。其中，有104个国家至少连续两年处于违约状态，占该时期发生过主权债务违约国家总数的91%；有80个国家持续五年处于违约状态，占违约国家总数的70%。如果追溯到更早的年份，可以发现在2017~2021年持续五年处于违约状态的这80个国家中，除了赤道几内亚共和国外，其他79个国家都从更早的年份就开始持续处于违约状态直至2021年，例如加纳已持续处于违约57年、坦桑尼亚51年、津巴布韦37年、委内瑞拉30年、阿富汗30年、阿根廷22年。

国家持续处于违约状态的原因主要是两方面：一是国家的经济和财政实力未得到实质性提升，难以在短期内偿清债务；二是主权违约债务处置的时间周期较长，不仅债务国与国际货币基金组织、世界银行等国际官方机构的谈判可能耗时多年，更有部分个人投资者不愿让利、选择通过诉讼的方式维权使得债务处置的时间拉长。

（二）发生过主权债务违约的国家易再次发生违约

发生主权债务违约的国家在国际金融市场上处于不利位置，融资渠道受限、融资成本较高、偿债压力较大，很容易对新的债务发生新的违约。2017~2022年至少两年连续处于违约状态的104个国家中，有95个国家都在连续处于违约的年份里发生了新的债务违约，占比高达90%以上。

此外，有一些已经获得债务减免的国家，由于偿债能力未得到改善，还是会在新发行的债务上出现违约。例如刚果、加纳、莫桑比克、尼加拉瓜、尼日尔等国家，都已经从重债穷国计划中获得了资金援助和债务减免，但仍不断发生新的债务违约。

四、主权债务违约的主要原因

偿债能力不足与偿债意愿低是发生主权国家发生违约的两个要素。偿债意愿低通常仅发生于极个别国家和地区，这些国家政府综合考量自身国情与违约代价后，判定违约更符合当前国家利益，拒绝按照约定偿付债务，导致发生违约。2022年，俄罗斯与乌克兰爆发军事冲突，白俄罗斯作为俄罗斯的盟友国，同样受到了来自美国为首的西方国际的严厉制裁。为应对制裁，白俄罗斯政府单独开了一个白俄罗斯卢布经常账户，以白俄罗斯卢布偿付国际复兴开发银行的贷款，被认定为主权债务违约。由于白俄罗斯政府未申请破产清算或进入其他清盘程序，因

此被认定有偿债能力，由于偿债意愿问题，导致其发生主权债务违约。

绝大多数国家和地区发生主权债务违约是由偿债能力不足导致。2017~2021年间发生主权债务违约的国家主要受到以下因素的影响。

（一）政治风险上升

地缘政治风险上升、政府更迭频繁、国内局势动荡甚至爆发内战等政治因素都可能导致国家政治风险高企，国内经商环境恶化、资本外逃、经济衰退，最终引发主权债务违约。

2022年，俄乌军事冲突导致俄罗斯与乌克兰的偿债能力急剧减弱。尽管乌克兰得到西方国家提供的大量援助，但其外汇储备仍被快速消耗，乌克兰政府宣布暂停偿还债务，发生主权债务违约。而俄罗斯在重重制裁下，大量外汇储备被冻结、外债付款途径被切断，国际债权人无法收到俄罗斯方面的付款，对其外债偿付构成实质性影响。

（二）经济规模小且经济结构脆弱

一些经济规模较小的国家和地区，其产业结构多样性不足，过度依赖单一行业，导致该行业或几个行业的发展对国家经济影响过大，整体经济抵御风险能力较差。一旦出口受阻或者被依赖的产业出现重大变故，该国的经济将会受到严重创伤，伴随着本国货币的贬值，而政府的支付能力也会大幅削减以至于难以承受所面临的债务支付。

2021年发生主权债务违约的57个国家中，GDP总量全球排名位于1~50名、50~100名和100名以后的国家分别有2个、13个和42个，占当年违约国家比重分别为3.51%、22.81%和73.68%。2021年违约国家中，GDP总量排名最靠前的国家为位居第43位的伊朗。伊朗经济结构较为单一，石油出口为其主要经济支柱。近年来，伊朗受到美国经济制裁，石油出口大幅下降，经济实力大幅削弱，且货币大幅贬值，爆发流动性危机，使得伊朗2018~2021年连续发生主权债务违约。

（三）对外贸易受阻和大宗商品价格大幅震荡

部分国家和地区自然资源匮乏、必需品严重依赖进口，或经济高度依赖出口单一商品，进出口额均极易受到来自国际大宗商品价格波动影响；同时，仅与少数国家进行贸易往来，受主要贸易国经济和贸易政策影响较大。国际粮食及能源价格大幅波动，主要贸易国政策改动及进出口量的大幅变化，都会引起部分国家和地区进出口失衡加剧，外汇大量流出，货币贬值，经济萎缩，最终引发违约。

大宗商品价格的震荡会使依赖于出口大宗商品国家的财政收入出现剧烈波动。在大宗商品形势大好的时候，这些国家往往会过于乐观估计未来经济增长及财政收入情况而过度借债。一旦大宗商品价格出现大幅下挫，随之而来的则是本国货币贬值，国家政府的财政收入会剧烈减少，从而难以偿付之前所借的大量外币债务。

（四）财政失衡

部分财政实力较弱的国家和地区，财政收入增长缓慢，同时，政府为刺激经济采取扩张性的财政政策，财政支出较高，赤字高企，财政平衡压力非常大。而政府选择信贷和发债的方式填补财政赤字，大幅推高了债务水平，导致债务负担过重，最终无力偿付债务，发生违约。

（五）全球货币政策收紧

2022年，疫情仍在全球范围内广泛传播，供应链失衡问题依然存在，叠加俄乌冲突造成的能源、粮食危机以及疫情防控放开后的需求上升影响，全球通胀水平上升显著，主要发达经济体货币政策快速由宽松转为紧缩。2022年3月，美联储开始加息，导致国际资本回流至美国，继而引起美元升值，而其他大部分国家的货币贬值。货币贬值的国家政府为维持本国汇率稳定，需要消耗外汇储备在外汇市场上购买本国货币，而这将导致该国的官方储备下降，支付能力锐减。与此同时，随着美欧等主要央行的持续加息，全球市场的利率整体呈上升趋势，各国再融资成本的上升，未来须支付更多的利息。

（六）多因素共同影响

在实际情况下，一个国家发生违约通常并非仅仅受到单一因素的影响，往往是由上述因素中多种因素共同作用下产生的结果。西非国家的债务危机就是在多重因素作用下爆发的：大多数西非经济结构单一，极具脆弱性，依靠矿产及农产品等初级产品发展经济；2020年新冠疫情爆发，大宗商品价格大跌和出口受阻导致经济衰退和财政严重失衡，但与此同时，为应对疫情，政府通过大量借贷维持其支出，推高了西非国家债务水平，使得这些国家违约频发。2022年，全球主要国家利率上升、美元走强，西非国家本币贬值严重，国内通胀高企，叠加外汇储备量低，债务负担越发沉重，纷纷再次发生违约。

五、主权违约预警的主要经济指标

对于主权债务违约预警，一些国家主要经济数据和具有高敏感性的指标在一国发生主权债务违约时，会产生较大的变化，通过对这些数据/指标进行监测，在一定程度上可以对主权债务违约风险进行预警，但无法完全准确判断该国家是否

会违约。

主权债务违约预警的经济数据有 8 项，包括：实际 GDP 增速、通胀水平、财政赤字、财政支出、政府债务、外债规模、贸易赤字和外汇储备等。主权债务违约预警的相关指标有 6 项，包括：财政赤字率、政府债务率、外债总额/GDP、短期外债/外债总额、短期外债/外汇储备、外汇储备/外债总额。

表 3. 预警指标及 2017~2021 年主权债务违约国家对指标敏感度

指标名称 (%)	预警临界值标准 ³	敏感度	备注
财政赤字率	不超过 3%	强	绝大多数国家发生违约当年赤字率较高
政府债务率	国际警戒线为 60%	较强	大多数国家发生违约当年债务水平较高，且通常较上一年有较大的提升
外债总额/GDP	国际警戒线为 40%	较强	大多数国家违约当年外债处于较高水平
通货膨胀率	一般为 2~3%	较强	通胀率超出央行目标的国家占违约国家的比重过半
经常账户赤字率	不超过 8%	一般	超过 70% 的国家发生违约当年经常账户赤字
实际 GDP 增长率	--	一般	多数国家发生违约当年 GDP 增速放缓
短期外债/外债总额	不超过 25%	较弱	大多数国家发生违约当年短期外债占外债总额的比重仍处于较低水平
短期外债/外汇储备	一般不超过 100%	较弱	大多数国家发生违约当年短期外债占外汇储备的比重仍处于较低水平
外汇储备/外债总额	应控制在 30~50%	较弱	仅少数国家发生违约当年外汇储备与外债总额的比值低于临界值标准

数据来源：IMF，World Bank，Wind 资讯，新世纪评级整理。

通过对 2022 年已发生主权债务违约的 8 个国家的关键数据/指标进行分析发现，这些国家都有至少一个或多个数据/指标在 2022 年内出现恶化，最为典型的是斯里兰卡和乌克兰，14 项指标中都有 8 项出现恶化。

此外，主权债信用违约互换 CDS 市场也反应了投资者对这些国家主权债务违约风险预期。利差或基点越大，说明主权债券违约的风险越高。

六、主权债务违约的后续处置和风险防范建议

与个人或者企业债务违约不同，主权债务违约并没有严格意义上的法律约束，然而却少有债务国会放弃偿付完全违约到底，因为这将带来较为严重的后果，如，难以在国际上实现顺利的再融资、无法获得国际援助等，因此对主权债务违约的后续处置也极为重要。

债务国通常有两种主要应对方式：债务重组和向 IMF 求助。债务重组是主要的主权债务违约后的补救手段，旨在降低偿付总额及延长还款期限，以缓解沉

³ 参考文献：栾彦. 全球视角下的欧洲主权债务危机研究[D]. 辽宁大学, 2012.

专题研究

重债务负担。IMF 的贷款救援则是在债务国根据 IMF 的要求实施一系列改革的前提下，对债务国注入较低利率的新贷款帮助该国从债务危机中恢复过来。这一前提的设置导致 IMF 对危机的反应经常过于迟缓且改革方案对于债务国收效甚微，因此 IMF 救援贷款不再提供紧急长期大额救助贷款，而改为短期贷款。

鉴于依靠债务重组或者 IMF 的经济救援难以从根本上解决债务问题，那么对于主权债务危机，应该从本质原因上去防范：即保持合理的债务和经济结构。过度举债谋求发展很可能带来的是长年难以承受的沉重的债务本息负担，保持合理水平的债务规模及健康的债务结构才能真正实现经济持续发展目标；同时，经济发展不能严重依赖于单一产业，应在遵循本国经济发展规律的前提下谋求多元化发展，才能真正降低本国经济对外部风险的敏感程度。

<http://www.zhituquan.com/>

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。