

国别风险预警信息

第 35 期

国别风险研究中心

曾智

二〇一九年五月十日

全球主权信用风险动态

摘要：2019 年 3 月，阿根廷等 19 个国家在 IMF 非优惠贷款余额超过其基金份额，冈比亚等 7 国被 IMF 评为处于主权债务困境中。全球主权信用违约互换市场显示赞比亚等国主权信用违约风险相对较高。3 月，国际主要信用评级机构更新了对墨西哥等 13 个国家的主权债券评级。阿曼主权信用风险升高，原因是紧缩的财政政策受到限制，投资者风险溢价增加，并总融资需求保持较高水平。

一、全球主权信用风险事件

截至 2019 年 3 月底，在全球 119 个市场准入国家中，阿根廷、乌克兰、埃及、希腊等 19 个国家在国际货币基金组织（下称“IMF”）的非优惠贷款余额超过其基金份额（见图 1）。这些国家需要通过 IMF 附条件的非优惠贷款进行融资，

主权融资能力相对受限，主权债务的规模和结构需要调整¹。其中，阿根廷、埃及、蒙古、突尼斯、加蓬、斯里兰卡 6 国仅处于发放期内的非优惠贷款协议的余额就已超出相应的基金份额（见图 2）。2019 年 3 月，厄瓜多尔获得 IMF 中期贷款协议下 4.7 亿 SDR（约 6.5 亿美元）拨款，信贷余额达到其份额的 105%。乌克兰、希腊和巴基斯坦分别向 IMF 偿还了 1.1 亿 SDR（1.2 亿美元）、1.2 亿 SDR（1.6 亿美元）和 0.60 亿 SDR（0.83 亿美元）贷款，信贷余额有所下降。

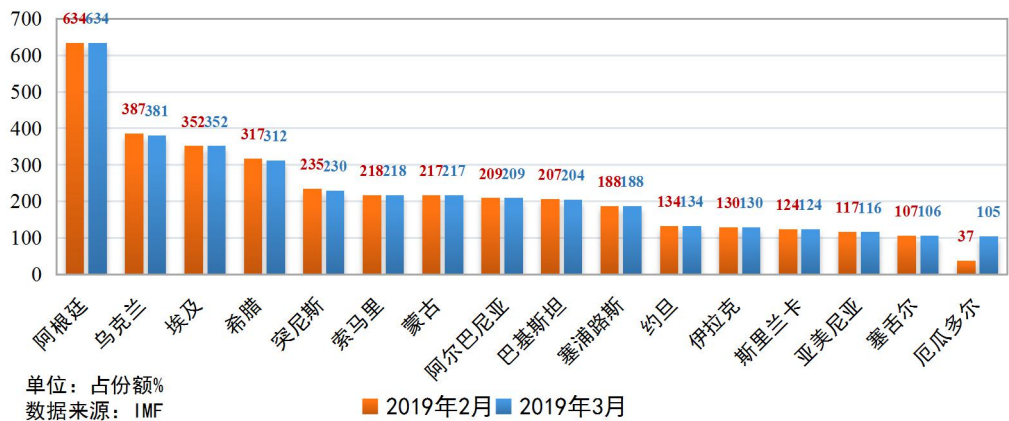


图 1 IMF 非优惠贷款余额超出份额的市场准入国家

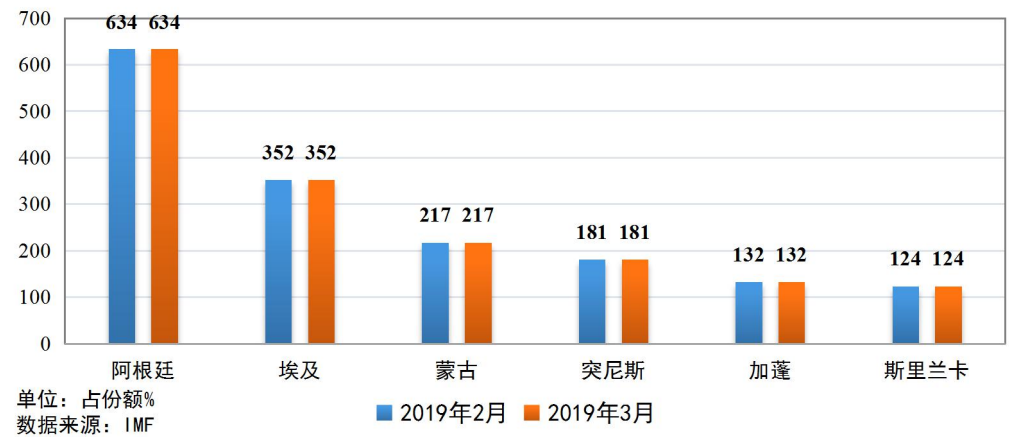


图 2 发放期内 IMF 非优惠贷款余额超出份额的市场准入国家²

¹一般来讲，IMF 在提供超额非优惠贷款时附有一定政治经济条件，如结构化改革、紧缩财政等，并对贷款的使用效果进行监管。因此，使用高额非优惠贷款是提示主权信用风险的重要指标之一。
² 仅含发放期内的 IMF 非优惠贷款协议（备用安排、灵活信贷额度、流动性额度、中期贷款等）数据。

截至 2019 年 3 月底，在全球 73 个非市场准入国家中，IMF 评估冈比亚、格林纳达、莫桑比克、圣多美和普林西比、南苏丹、苏丹以及津巴布韦 7 国处于主权债务困境中，喀麦隆、吉布提等 24 个国家主权债务压力较高（见表 1）。3 月，IMF 确认圣文森特和格林纳丁斯仍为主权债务高风险国家。

表 1 IMF 提示主权债务可持续性较低的低收入国家

评级	国家
债务困境 (7 国)	冈比亚、格林纳达、莫桑比克、圣多美和普林西比、南苏丹、苏丹、津巴布韦
高风险 (24 国)	阿富汗、布隆迪、喀麦隆、佛得角、中非共和国、乍得、吉布提、多米尼克、埃塞俄比亚、加纳、海地、基里巴斯、老挝、马尔代夫、马绍尔群岛、毛里塔尼亚、密克罗尼西亚、萨摩亚、圣文森特和格林纳丁斯、塞拉利昂、塔吉克斯坦、汤加、图瓦卢、赞比亚

根据中国信保业务记录，埃塞俄比亚、吉布提和苏丹三个国家对我国企业存在主权拖欠行为，主权信用风险较高。

从主权信用违约互换市场反映的风险情况来看，2019 年 3 月底，全球主权信用违约风险较高的国家包括赞比亚、黎巴嫩、阿根廷、乌克兰、厄瓜多尔、喀麦隆、加蓬、加纳、巴基斯坦、尼加拉瓜等，本月标普将黎巴嫩主权评级展望降为负面，五年期 CDS 增幅显著。

表 2 五年期主权 CDS 最高的前十个国家（2019 年 3 月 31 日）

排名	国家	五年 CDS	月度趋势
1	赞比亚	1251.5	↑
2	黎巴嫩	967.8	↑
3	阿根廷	768.4	↓
4	乌克兰	597.9	↓
5	厄瓜多尔	580.0	↑
6	喀麦隆	505.0	↑
7	加蓬	456.9	↑
8	加纳	456.7	↑
9	巴基斯坦	450.0	↑
10	尼加拉瓜	433.4	↑

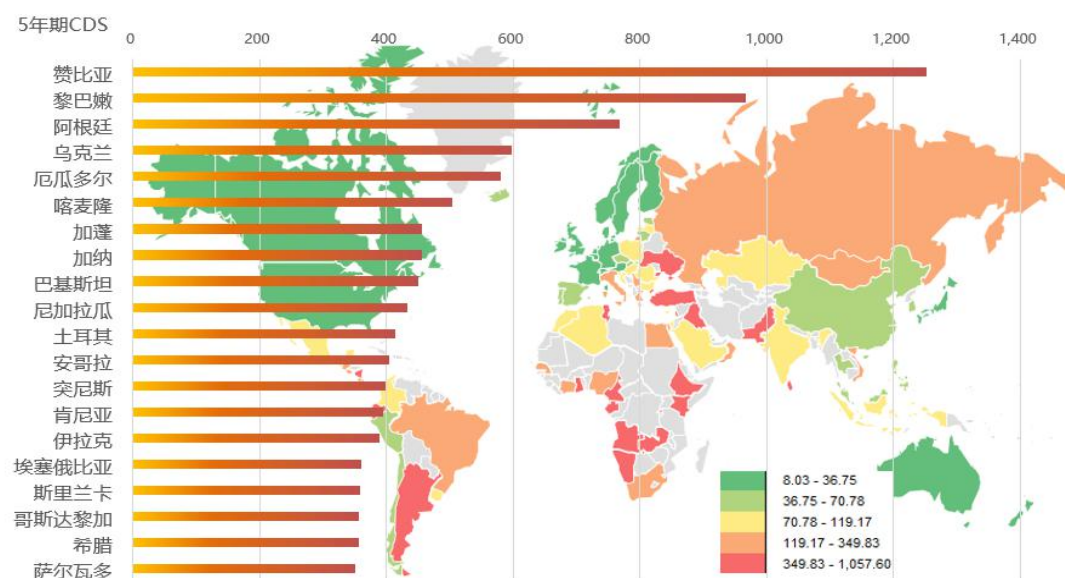


图3 主权 CDS 视角下的主权违约风险

二、主权债券评级变化

2019年3月，国际主要信用评级机构更新了对埃及等13个国家的主权债券评级（见表3）。负面评级方面，穆迪将阿曼的主权债券评级从Baa3下调至Ba1，并展望为负面。此外，标普维持墨西哥BBB+级和黎巴嫩B-级不变，但展望均为负面。

正面评级方面，穆迪将巴拿马和希腊分别由Baa2级和B3级上调至Baa1级和B1级，展望稳定；惠誉将埃及的主权评级从B级上调至B+级，展望稳定；标普将克罗地亚和葡萄牙分别由BB+级和BBB-级上调至BBB-级和BBB级，展望稳定。此外，惠誉维持保加利亚BBB级和贝宁B级不变，展望正面；标普维持波黑B级不变，展望正面。

表3 主要评级机构评级变化（2019年3月）

国家	最新评级	上次评级	评级日期	评级变动	评级展望	评级机构
开曼群岛	Aa3	Aa3	2019-03-21	→	稳定	穆迪
巴拿马	Baa1	Baa2	2019-03-08	↑	稳定	穆迪

阿曼	Ba1	Baa3	2019-03-05	↓	负面	穆迪
希腊	B1	B3	2019-03-01	↑	稳定	穆迪
吉尔吉斯斯坦	B2	B2	2019-03-01	→	稳定	穆迪
保加利亚	BBB	BBB	2019-03-22	→	正面	惠誉
埃及	B+	B	2019-03-21	↑	稳定	惠誉
贝宁	B	B	2019-03-08	→	正面	惠誉
克罗地亚	BBB-	BB+	2019-03-22	↑	稳定	标普
葡萄牙	BBB	BBB-	2019-03-15	↑	稳定	标普
波黑	B	B	2019-03-08	→	正面	标普
墨西哥	BBB+	BBB+	2019-03-01	→	负面	标普
黎巴嫩	B-	B-	2019-03-01	→	负面	标普

三、重点国别主权信用风险

（一）阿曼

3月5日，穆迪将阿曼主权评级从Baa3级下调至垃圾债Ba1级，展望负面。评级下调的主要原因是：实施经济政策改革和维持社会稳定导致财政支出增加，限制阿曼政府实现其当前的财政紧缩目标。财政状况难以明显改善，一方面，财政收入的增长空间有限。阿曼2019年预算法所包含的财政恶化预防措施十分有限，主要包括国有资产出售、延迟实行增值税改革、征收特别消费税以及市政费用标准化等。另一方面，财政支出超出预算。2019年阿曼政府计划缩减4%的财政支出，但除了政策部门减员以外，没有指出具体的缩减项目。根据以往经验，阿曼财政支出预计仍将超出预算5%以上。

投资风险溢价的上升影响负面展望。如果财政指标进一步恶化，外国投资者更低成本为阿曼巨大赤字进行融资的意愿将会减弱，加剧主权债务外部脆弱性，并带来流动性压力。

长期外部融资机会的降低将影响阿曼外汇储备，甚至可能影响盯住美元的汇率目标。

（二）希腊

3月1日，穆迪将阿曼主权评级从B3级上调至B1级，展望稳定。评级上调的原因主要有两点：第一，改革取得一定成果。与官方债权人就改革项目调整达成一致，减少了债务负担；扩大经济开放度，促进出口贸易的增长；通过劳动力市场改革和私有化改革提高国内市场竞争力。第二，财政改革旨在实现财政盈余，有助于减少债务负担。过去几年希腊持续实施紧缩的财政政策，包括养老金和健康医疗改革、政府部门限岗限薪、税收管理部门独立等。经济复苏和政策改革，使希腊能够实现财政盈余。

政策实施的力度限制了希腊评级进一步提高的空间。营商环境、知识产权、税收机制等因素制约着持续改革的推进；效率不佳和专业水平不高的公共管理部门，及信用较差的支付信用文化，限制了改革措施的效果。

（三）墨西哥

3月1日，标普维持墨西哥主权评级BBB+级不变，展望负面。积极的因素是：第一，中央政府的集权利于改革政策的实施。2018年7月，中左翼政党国家复兴运动党奥夫拉多尔以较大优势当选总统。新一届政府重点是提高社会福利，增强公共部门在能源和电力行业的地位，减少国有资产损失，

实施限薪等财政紧缩措施。第二，货币政策操作提供有力的通胀和利率环境。墨西哥的中央银行具有一定独立性，能维持稳定且较低的通胀水平。高信用的中央银行和规模较大的金融市场，能够一定程度上抵御外国投资者资金流出带来的风险。消极的因素是：沉重的债务负担。墨西哥的外部融资需求较大，净外部债务占可用储备的 40%左右。或有负债显性化和经济增长放缓是未来风险点。政府限制私营部门参与能源行业的政策，可能导致公共部门或有负债增加，以及降低投资者信心。

（四）黎巴嫩

3 月 1 日，标普维持黎巴嫩主权评级 B-级不变，展望负面。主要风险有：一是制度不完善和政府效率较低，宗派分歧和周边地域矛盾影响新政府结构性改革政策的实施；二是经济增速放缓，消费水平降低和旅游、房地产和建筑等行业投资疲弱影响经济增长动能；三是债务保持增长趋势，新政府表态未来五年将每年减少 1%的财政赤字，但在偿付成本和融资需求较高的情况下，公债将会继续增加。

（五）埃及

3 月 21 日，惠誉将埃及主权评级从 B 级上调至 B+级，展望稳定。评级上调的主要原因是：第一，经济和财政改革取得实质性进展，减少了财政压力，提高了外部融资能力和宏观经济稳定性。第二，财政状况得到改善。预算赤字缩小、

初级盈余增加和一般政府债务占 GDP 比重下降，减轻了政府偿债和再融资负担。第三，宏观稳定性增强。埃及的通胀水平、经常账户、外汇储备、外债偿付成本、利率和汇率等指标都有一定的改善。

（六）比利时

3 月，IMF 发布比利时的债务可持续性分析报告。近年来财政和结构性改革和良好的经济表现，使比利时财政状况得以改善，2018 年财政赤字低于 1%。然而，仍存在一定公共债务可持续风险，预计 2018 年公共债务占 GDP 比重为 101.0%。在持续财政盈余、温和增长和低实际利率的假设条件下，未来公共债务占比将逐渐减少，在 2023 年降至 92.7%。比利时的债务水平对经济增速和财政表现的冲击较为敏感，金融部门或有负债会显著增加公共债务水平。

（七）保加利亚

3 月，IMF 发布保加利亚的债务可持续性分析报告。强劲的国内需求带动经济持续增长。同时，财政收入走高和支出收紧使其 2018 年财政实现 0.1% 的盈余。保加利亚的外部债务和公共债务均呈下降趋势，公共债务占 GDP 的比率保持在低于 25% 的较低水平，预计外债在 2024 年将下降至 GDP 的 44%，并在各种冲击下保持可持续。

（八）圣马力诺

3 月，IMF 发布圣马力诺的债务可持续性分析报告。报

告中重点指出银行体系面临的风险，不仅拖累经济增长，还增加赤字水平和债务负担。具体来看，由于意大利政府实施反逃税措施，圣马力诺离岸银行模式受到挑战，非本地居民存款大量流出，银行资产规模收缩和流动性下降。同时，较高的不良率和运行成本侵蚀银行的盈利能力。考虑隐性公共债务的利息支付因素，融资需求占 GDP 比重将增加 8%，此外，财政赤字增加、或有负债显性化和高借款成本等不利的宏观条件将进一步恶化公共债务可持续性。

（九）马来西亚

3 月，IMF 发布马来西亚的债务可持续性分析报告。马来西亚经济增长稳健，紧缩的财政政策和中性的货币政策使其债务可持续性风险保持在较低水平。2019 年，马来西亚新政府旨在实施财政紧缩，并增加财政透明度，承诺将公共债务占 GDP 比重控制在 55% 水平之下。当前，马来西亚的公共债务占 GDP 的比重低于 55%，如果经济增速放缓、实际利率走高、或产生较高的或有负债，可能使其公共债务占 GDP 的比重突破 55%。

（十）厄瓜多尔

3 月 11 日，厄瓜多尔在中期贷款协议下获得 IMF 提供的 42 亿美元贷，主要用于保护贫穷和落后地区，促进就业和提高生产水平，支持美元化机制以及加大反腐力度。厄瓜多尔计划在 2021 年底之前，获得来自 IMF、拉丁美洲发展银行、

泛美开发银行和世界银行总计 102 亿的贷款支持。2019 年，为满足预算，厄公共融资需求接近 80 亿美元。相比多边不超过 5% 的贷款利率，政府已经在国际市场上发行利率高达 10.75% 共 10 亿美元的债券。未来，厄瓜多尔可以凭借低利率债务置换撬动私人贷款人的资金支持。

（十一）赞比亚

2018 年 9 月以来，赞比亚的五年期 CDS 持续处于高位，穆迪、标普先后降低评级，并展望为负面。紧缩财政政策的不及预期、高攀的公共债务、较高的外部融资需求和较低的外汇储备是赞比亚主权信用风险较高的主要原因。此外，政府 2019 年预算和中期支出框架发布的赤字率要高于此前承诺的水平，表明财政紧缩政策有所放松，不利于削减当前高攀的债务，也削弱了政府财政紧缩目标的可信度。

（十二）阿根廷

3 月，阿根廷五年期 CDS 位于全球前三名，且标普和惠誉对其最新的评级为 B 级。主要风险有：第一，外部流动性指标变差。2018 年，阿根廷经历资本流出和货币贬值，导致外汇储备减少、经常账户赤字扩大和通胀水平大幅增加。第二，经济增速下降。政治极化、制度不完全和政策执行的不稳定性，给阿根廷经济政策的实施带来不确定性。尽管农业的复苏会增加产出和出口，但国内需求的不足使得经济增长将会收缩。第三，较高的外部融资需求。2018 年，阿根廷近

75%的债务是外币计价，10%的政府债务由官方债权人持有。

（十三）乌克兰

3 月，乌克兰五年期 CDS 位于全球前五名，穆迪和惠誉对其最新的评级分别为 Caa1 级和 B-级。乌克兰主权信用的主要风险点在于：第一，严重依赖官方债权人贷款。乌克兰融资来源主要是 IMF、多边和双边贷款人，且整体债务负担较大，主权信用风险偏高。第二，政治冲突影响主权信用。乌克兰于 2015 年底对俄罗斯购买其 30 亿美元债券违约，该案件是由英国法律管辖的欧洲债券，将于今年在英国最高法院进行审理。第三，政策不确定性的担忧。政治素人泽伦斯基新当选总统，其对于经济改革、腐败等相关政策的选择，将影响乌获得 IMF 贷款和外部市场准入。