

回歸常態後無力償債公司數量急速升高

Atradius 經濟研究 - 2023 年 3 月

摘要

- 疫後持續恢復常態、以及殭屍公司破產，我們預期 2023 年全球都會出現無力償債公司數量升高的現象。造成這種現象的原因是高通脹、貨幣緊縮的總體經濟背景脈絡，加上政府紓困措施較疫情期間銳減。我們預期 2024 年會邁入相對穩定階段。
- 我們認為，下列國家/地區在 2023 年會出現企業倒閉數量急升的局面：南韓 (154%)、義大利 (90%)、香港 (83%)、紐西蘭 (82%)、荷蘭 (79%)，以及美國 (74%)。
- 在 2024 年，我們預測下列國家/地區無力償債公司數量會相對偏高：紐西蘭 (62%)、南韓 (35%) 以及新加坡 (30%)

疫情期間經歷兩年的衰退之後，2022 年全球無力償債公司數量增加了 9%。無力償債公司數量升高的原因與新冠疫情財政紓困措施中止、破產法規暫時改弦易轍有關。在某些市場，無力償債公司數量已經完全恢復常態，甚至超越疫情前的水準。但根據我們的觀察，大多數國家/地區的無力償債公司數量仍然在逐漸調整回疫情前的水準。隨著一切持續「回歸常態」，我們預測 2023 年全球無力償債公司數量將會增加 49%。2023 年各區的無力償債公司數量均有所上升，北美增加幅度相對偏高，歐洲增加幅度則較緩和。各區當中大部分國家/地區今年的無力償債公司數量仍然會上升。2024 年的整體局勢會更加混雜。從全球來看，我們預測無力償債公司數量會比 2023 年

高出 12%。在我們所觀察的多數市場中，無力償債公司數量到了 2024 年或多或少應可恢復正常。

2023 年和 2024 年全球 GDP 成長率應會呈現低迷

我們預測 2023 年的全球經濟僅會成長 1.7%。今年全球貨幣緊縮，加上俄羅斯侵略烏克蘭導致世界經濟持續衰退，美國和歐洲經濟停滯問題尤其嚴重。各大市場的通脹情況已經開始趨緩，但整體而言仍高於央行目標。因此，歐美各國央行應會將政策利率保持在目前的高水準，甚至可能會進一步升息。高通脹、融資條件緊縮，加上儲備金減少，需求因此降低。2024 年，通貨膨脹率下降加上消費購買力改善，全球

經濟就會有所好轉。因此，我們預測 2024 年 GDP 成長率將略為提高到 2.5%。

就整體新興市場而言，2023 年成長率預測是 3.2%，2024 年是 4.2%。俄羅斯侵略烏克蘭加上融資條件緊縮，成了新興市場經濟體 GDP 成長的絆腳石。亞洲新興市場仍是成長速度最快的區域 (4.4%)。隨著新冠疫情限制大規模取消，中國 2023 年的 GDP 成長率已經上修到 4.5%。更「主動」且「利於成長」的政府政策，有可能會促進 2023 年中國的私人消費。同時，由於房地產業暴跌及消費者信心疲弱等因素，需求成長仍然受限。東歐地區的展望仍然取決於俄烏戰爭。西方國家/地區針對俄羅斯採行大規模制裁措施，因此 2023 年經濟仍將繼續衰退。2 月 6 日土耳其發生了大地震，進一步導致土耳其及週遭區域經濟衰退。土耳其原本就因高通膨及里拉貶值而陷入經濟泥沼，地震造成的經濟衝擊更令土耳其的 GDP 成長率在近期內再度欲振乏力。

發達經濟體 2023 年的成長率只有 0.7%，2024 年成長率預測也只能微升到 1.2%。美國經濟 2022 年第四季的 GDP 成長率略高於預期。不過，由於私人消費速度持續趨緩，我們認為美國經濟有可能在 2023 年下半年進入短暫的衰退期。若是如此，2023 年和 2024 年的 GDP 成長率均會略低於 1%。歐元區的整體局勢是經濟成長疲弱且下滑風險嚴重。最近的歐元區第四季 GDP 估算指出，該區的成長已經陷入停滯。能源價格高漲和烏克蘭戰事仍然牽制著經濟成長，因此對於 2023 年接下來的成長前景，我們也抱持謹慎的態度。再者，貨幣緊縮措施的影響目前尚未完全體現出來。我們預測 2023 年的成長率會相對偏弱 (0.6%)，隨後在 2024 年會略為好轉，成長率可望略高於 1%。

疫情相關政府財政紓措施雖然大部分已經分階段退場，但大多數發達市場的財政主張仍將是繼續擴張。目前已經有幾個國家/地區採行紓困措施反制能源價格上升造成的負面影響，這類措施多多少少也推動了經濟成長。不過，此時也浮現出新的風險，主要都是拜近期貨幣政策緊縮所賜。美國聯邦儲備銀行和歐洲中央銀行 (ECB) 等主要央行在過去幾年均已大幅調高政策利率。這近期在金融業引發一陣風波，導致

幾家美國區域銀行申請破產。歐洲銀行業看似較為穩健，但原本就有不少問題的瑞士信貸 (Credit Suisse) 銀行，仍然躲不過遭瑞士監管機關強制接管的命運。此類事件可能會讓央行更加謹慎地對待再度升息一事。若現階段的市場緊繃態勢無法趨緩，央行很有可能會暫停繼續採行貨幣緊縮政策。近幾個月來，美國和歐元區均開始採行更嚴格的信貸標準。

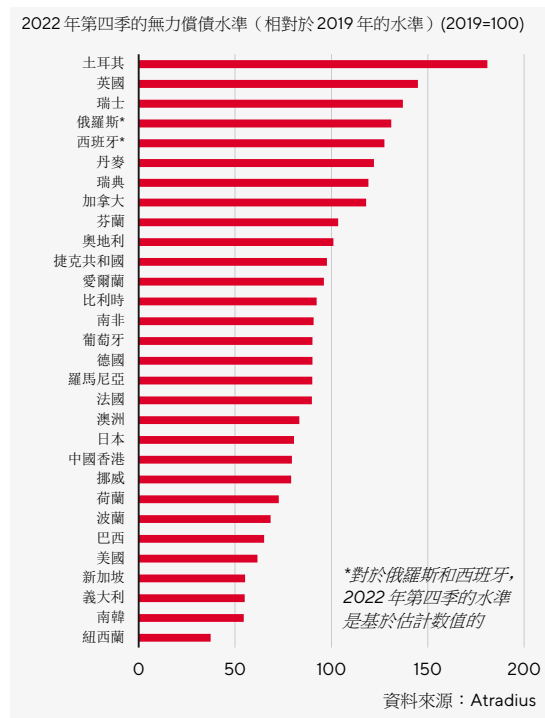
發達市場融資條件緊縮現象也在新興市場引發了外溢效應。自美國聯準會開始升息後，幾個新興市場已經遭遇貨幣劇貶的情況。私債比較高的國家/地區 (例如土耳其)，尤其容易因為融資條件緊縮而受到影響。

無力償債公司數量開始調整回疫情前的水準

得益於疫情紓困措施和各國法律暫時修改無力償債法規，無力償債公司數量在過去兩年間確實在減少，而在兩年之後的 2022 年，全球無力償債公司數量增加了 9%。

圖 1 比較 2022 年第四季與 2019 年同期的無力償債公司數量資料。高於 100 的值表示該國家/地區的無力償債公司數量高於 2019 年 (疫情前)。低於 100 的值則表示無力償債公司數量仍低於 2019 年。

圖1：2022 年第四季相對於疫情前的無力償債公司數量



若指數值至少達到 95%，我們就認定市場已經完全調整回「常態」。土耳其、英國、瑞士、俄羅斯、西班牙、丹麥、瑞典、加拿大、芬蘭、奧地利、捷克共和國以及愛爾蘭皆是如此。不過，大多數市場目前仍在調整回正常的過程中。也就是說，這些市場的無力償債公司數量仍低於 2019 年。

在 2022 年第四季無力償債公司數量相對較高的名單中，榜上有名的國家/地區並不十分令人意外。以土耳其為例，該國經濟受到高通膨、里拉貶值以及高公司債的影響。在英國，無力償債公司數量上升的原因可能在於英國脫歐後，政府結束紓困措施，經濟復甦趨緩。在瑞士，原因則在於政府紓困措施退場，連帶導致殭屍公司破產。在西班牙，經濟衰退加上破產申請暫停命令取消，導致 2022 年第三季無力償債公司數量急升。一項新的無力償債法律能協助公司重整期債務，日後可能有助於降低居高不下的破產率。丹麥、瑞典和捷克共和國在疫情期間皆未出現無力償債公司數量大幅下滑的情形，這表示政府紓困措施可能偏弱或成效不彰。

舉例來說，無力償債公司數量比疫情前低的國家/地區包括紐西蘭、南韓、美國和荷蘭。這些地方全都實施了較多新冠紓困措施，提高了公司資金流動性。我們相信，這些現金儲備在政府紓困措施分階段退場後立刻擋下了一波無力償債公司數量升幅。因此，這些國家/地區的無力償債公司數量相較於疫情前仍在相對低點。

2023 年全年展望：繼續調整到正常水準

我們 2023 年預測的準據是假設各國家/地區的無力償債公司數量會隨著疫情相關財政紓困措施退場而恢復「常態」。我們假設政府紓困措施退場之後，可能得花上八季的時間，無力償債公司數量才能恢復正常水準。除了標準化之外，我們也分散統計預測區間內因殭屍公司而增加的違約情形。後者很可能會發生，因為在疫情期間，無力償債水準降低了很多，低於疫情前的水準。我們認為這些公司將會在政府紓困措施退場後出現違約情形。

現在來看我們的 2023 年和 2024 年無力償債公司數量預測，此資料以年度同期 % 變化表示（例如

2023 年相較於 2022 年）。從全球來看，我們預測 2023 年無力償債公司數量會比去年同期高出 49%。從區域來看，我們預測北美會出現相對強勁的無力償債公司數量升幅 (71%)，而美國則是促成這波升幅的主力。至於歐洲，由於歐洲無力償債公司數量恢復正常的過程比其他區域更快，因此我們預期會出現相對溫和的升幅 (27%)。我們預期亞太地區的升幅大約會落在 56%。

圖 2 是我們的 2023 年及 2024 年國家/地區無力償債公司數量預測。市場排列順序比照在圖 1 中的排列順序。2023 年無力償債成長率最高的國家/地區是南韓、義大利、中國香港、紐西蘭、荷蘭及美國。這些國家/地區的共同特點在於 2022 年的無力償債公司數量全都比疫情前低非常多。這些國家/地區大部分會在 2023 年恢復正常。這一點加上殭屍公司破產，促使無力償債成長率在 2023 年向上攀升。

圖 2：預測 2022 年無力償債水準偏低之國家/地區的無力償債水準會上升最多

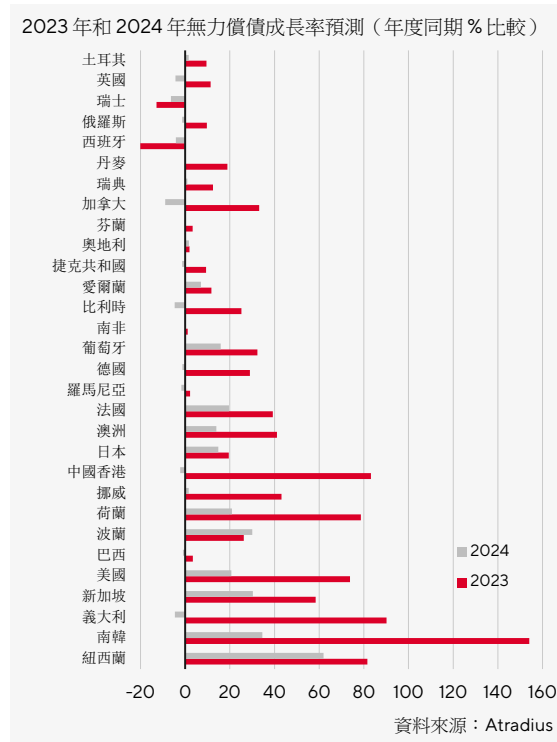
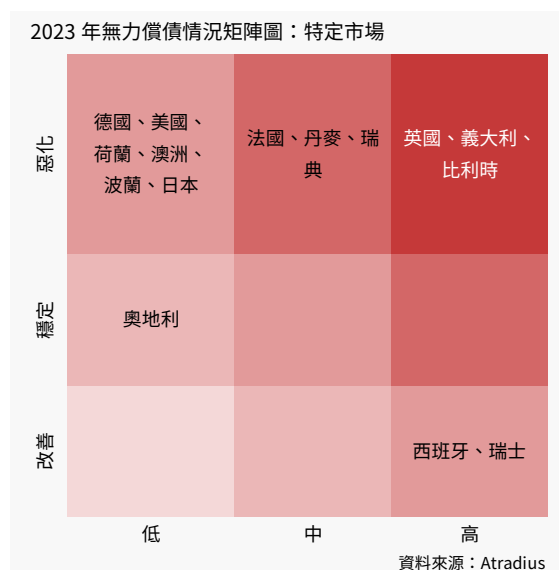


圖 3：2023 年無力償債情況矩陣圖



還有一些市場 2023 年的無力償債成長率相對低，甚至呈現負成長率。我們預期 2023 年無力償債公司數量下降的國家/地區包括西班牙和瑞士。這些國家/地區的無力償債公司數量在 2022 年全年已上升到高於正常水準。我們預期無力償債公司數量會在 2023 年下降到更接近正常的水準。我們預期無力償債成長率相對溫和的國家/地區包括數個歐洲國家/地區，這些國家/地區的無力償債公司數量已經在 2022 年恢復正常，例如奧地利、芬蘭、捷克共和國及瑞典。

圖 3 從另一個角度說明無力償債公司數量的發展情形。無力償債情況矩陣圖的縱軸是 2023 年相較於 2022 年的無力償債公司數量預期年度同期變化。無力償債成長率高於 2% 屬於情況「惡化」；介於 -2% 到 +2% 之間屬於情況「穩定」；低於 -2% 則屬於情況「改善」。橫軸是 2023 年與 2019 年的無力償債水準比較。此圖更能呈現出無力償債公司數量現階段與疫情前的差別。若 2023 年預期水準高於 2019 年水準的 120%，我們認定水準偏「高」；介於 95% 到 120% 之間是水準居「中」；若低於 95% 則水準偏「低」。

大多數國家/地區在 2023 年均呈現惡化趨勢，但整體水準仍比疫情前低。如上一段內容所述，西班牙和瑞士是無力償債公司趨勢有所改善的唯二國家/地區。英國、義大利和比利時是惡化情況最嚴重的幾個特定市場，因為這些市場的無力償債公司趨勢在 2023 年

持續惡化，並且將會高於 2019 年水準的 120%。英國的情況特別有意思，因為該國的無力償債公司數量已經在 2022 年恢復正常，回到疫情前的水準，而且殭屍公司也已紛紛申請破產。但是，由於英國經濟環境成長率低迷，2023 年恐將出現無力償債公司數量升高的現象。比利時的無力償債公司數量在 2022 年開始恢復正常，並將持續到 2023 年。義大利主要在 2023 年調整回正常水準，導致惡化趨勢。

2024 年全年展望：局面會更混雜

2024 年的整體局勢會更加混雜。從全球來看，我們預測無力償債公司數量會比 2023 年高出 12%。我們發現許多國家/地區（紐西蘭、南韓及新加坡）的無力償債公司數量在持續上升，這些國家/地區都還在繼續恢復正常中。不過，我們也認為許多市場的無力償債公司數量會開始下降或大致保持不變。這是因為屆時無力償債水準將已大致恢復到正常水準，而沒有紓困措施就無以為繼的殭屍公司也早已破產。

2024 年無力償債公司數量預期會出現負成長的國家/地區包括瑞士、加拿大和俄羅斯。俄羅斯 2023 年的無力償債公司數量超出預期，原因在於對烏克蘭戰爭引發經濟效應，以及各國對俄羅斯祭出的制裁。2024 年，隨著經濟情況趨穩，無力償債公司數量也將部分恢復正常。加拿大 2023 年的無力償債公司數量超出預期，主因在於殭屍公司破產。加拿大的情況到了 2024 年也將部分恢復正常。隨著無力償債水準繼續恢復正常，接近 2019 年的水準，瑞士 2024 年的無力償債公司數量應該會再度出現一波降幅。

未來幾年對公司而言可能仍然充滿挑戰。這些公司在疫情期間接受了慷慨的政府紓困，現在則必須在紓困措施退場的環境中設法存活。再者，這些公司得面臨融資條件大幅緊縮的環境，對於在疫情期間已經舉債不少的公司來說，這很有可能會是相當大的挑戰。

資深經濟學家 Theo Smid
theo.smid@atradius.com
 +31 20 553 2169

表 1 無力償債公司總數 - 年度百分比變化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023f	2024f
澳洲	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	-9	43	41	14
奧地利	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	0	57	2	2
比利時	2	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	-32	-9	42	25	-5
巴西	-19	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	-25	-10	8	3	-1
加拿大	-11	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	-23	-10	38	33	-9
捷克共和國	-	-	-	-	-	-	-10	-15	-16	4	-10	21	-6	9	-1
丹麥	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	-2	30	19	0
芬蘭	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	16	7	3	0
法國	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	-11	50	39	20
德國	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-16	-12	4	29	-1
中國香港	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	6	-25	83	-2
愛爾蘭	8	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-25	1	-30	25	12	7
義大利	20	8	3	13	11	-6	-9	-11	-8	0	-32	19	-20	90	-5
日本	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	0	-2	2	-7	-22	7	20	15
荷蘭	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	-41	14	79	21
紐西蘭	-5	-12	-7	-13	-7	4	3	-22	-7	-18	-26	-32	-19	82	62
挪威	-17	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	-11	-24	13	43	2
波蘭	-	4	24	1	-9	-7	-19	-2	4	-5	0	-30	-12	26	30
葡萄牙	23	63	53	7	-6	-4	-12	-8	-9	-5	-18	-3	6	32	16
羅馬尼亞	-	-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	8	8	2	-2
俄羅斯	8	-18	-6	9	18	1	-3	7	-3	-6	-19	4	32	10	-1
新加坡	-25	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	-41	4	-4	58	30
南非	-3	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	0	-5	-1	1	0
南韓	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-11	-5	-12	-29	-37	-19	154	35
西班牙	-4	18	37	13	-28	-22	-16	-1	2	11	-10	64	9	-22	-4
瑞典	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	-1	-10	6	12	1
瑞士	20	6	3	-5	-10	4	7	3	22	-3	-14	9	37	-13	-6
土耳其	-	12	7	8	-9	-13	-10	19	-8	3	14	8	41	10	2
英國	-19	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-26	11	57	11	-4
美國	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	-34	-6	74	21

資料來源：Atradius、Macrobond、國家資料來源

表 2 無力償債公司總數 - 指數，2010 年 = 100

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023f	2024f
澳洲	100	109	111	113	92	106	89	81	84	87	51	47	67	95	108
奧地利	100	92	95	86	85	81	82	80	78	79	48	48	75	76	78
比利時	100	107	111	123	112	102	96	104	103	111	75	68	97	121	116
巴西	100	88	94	102	101	113	98	127	127	126	94	85	91	95	94
加拿大	100	113	100	98	96	95	89	83	83	85	65	59	81	108	98
捷克共和國	-	-	-	-	-	100	90	77	65	68	61	74	70	76	76
丹麥	100	78	81	69	54	62	73	70	75	80	69	67	88	104	105
芬蘭	100	103	103	109	104	90	84	76	89	92	75	86	93	96	96
法國	100	99	101	105	104	104	96	91	90	85	52	46	68	95	114
德國	100	94	88	81	75	72	67	63	60	59	50	44	46	59	58
中國香港	100	87	89	102	106	106	97	83	78	85	73	78	58	106	104
愛爾蘭	100	107	110	90	76	69	68	57	50	37	38	26	33	37	39
義大利	100	108	112	126	140	131	120	107	99	99	67	80	64	122	116
日本	100	96	91	81	73	67	63	63	62	63	58	45	48	58	66
荷蘭	100	100	120	131	102	77	63	49	45	46	38	22	26	46	55
紐西蘭	100	88	82	71	66	69	71	55	51	42	31	21	17	32	51
挪威	100	100	87	103	109	105	105	109	123	127	112	85	96	138	140
波蘭	-	104	129	130	119	110	89	87	90	86	86	60	53	67	87
葡萄牙	100	163	249	267	250	239	210	194	176	167	137	133	141	187	216
羅馬尼亞	-	91	124	136	95	47	39	42	38	30	26	28	31	31	31
俄羅斯	100	82	78	85	100	101	97	105	102	95	78	80	106	116	115
新加坡	100	99	114	130	114	116	117	107	108	107	63	65	62	99	129
南非	100	89	68	59	52	49	48	47	46	51	51	48	48	48	48
南韓	100	87	78	64	54	46	35	31	30	26	19	12	9	24	32
西班牙	100	118	162	183	132	102	86	85	87	96	86	142	154	121	116
瑞典	100	96	103	106	99	88	84	89	101	103	102	91	97	109	110
瑞士	100	106	109	104	94	97	104	107	131	127	109	118	162	141	132
土耳其	-	112	119	129	118	102	92	109	101	105	119	128	181	198	201
英國	100	104	99	90	83	74	75	75	82	88	65	72	113	126	121
美國	100	85	71	59	48	44	43	41	40	41	39	25	24	42	50

資料來源：Atradius、Macrobond、國家資料來源

倘若您認為這份最新經濟資訊具有實用價值，敬請瀏覽我們的網站 www.atradius.com，您可以在網站中找到更豐富的 Atradius 全球經濟出版刊物，其中包括國家/地區報告、產業分析、信用管理建議，以及現階段商業問題專論。

上社群媒體
與 Atradius 交流互動



免責聲明

本刊物僅供參考，無意針對任何讀者提供投資建議、法律建議或向讀者推薦任何特定交易、投資或策略。對於所提供的資訊，請讀者務必自行獨立進行決定，不論是在商業或其他方面。Atradius 已盡全力確保本刊物所含資訊來自可靠來源，但不論是任何錯誤或疏漏，或因使用本報告所載資訊而得到的結果，Atradius 概不負責。本刊物內所有的資訊均按「原樣」提供，不保證其完整性、準確性、時效性，或因使用此份報告而獲得的結果，亦不提供任何形式的明示或暗示保證。Atradius 及其相關合夥人或合作企業，或其合作夥伴、代理商或員工，不為您或其他任何人因採用本刊物所載資訊而進行之任何決定或行動，或任何商機損失、利潤損失、生產損失、業務損失或間接損失、任何種類的特別或類似之損害負責，無論事前是否得知會有此類損失或損害之可能。

版權所有 Atradius N.V. 2023

Atradius N.V.

David Ricardostraat 1 – 1066 JS Amsterdam
Postbus 8982 – 1006 JD Amsterdam
The Netherlands
電話：+31 20 553 9111

info@atradius.com
www.atradius.com