

隨著財政支援分階段退場，預計公司破產數量將增加

Atradius 經濟研究 - 2021 年 10 月

摘要

- 世界經濟可望在 2021 年和 2022 年呈現穩健成長率。不過，Delta 變種病毒和供應鏈瓶頸等不利風險並未消失，恐將拖慢復甦速度。
- 到 2022 年底，大多數觀察市場的破產數量預計將會高於疫情前。造成這種現象的原因，主要可能在於 2020 年政府支援「拯救」了臨將破產的企業，而如今破產數量將恢復「正常」。在某些情況下，經濟緩步復甦也會導致破產數量上升。
- 根據我們的預期，2021 年和 2022 年累計破產數量最高的國家/地區（相較於疫情前）為義大利 (+34%)、英國 (+33%) 以及澳洲 (+33%)。

2020 年的全球破產數量下降 14%，就在這一年，新冠 (Covid-19) 疫情導致世界經濟大幅衰退。我們預計 2021 年會微降 1%，相較於我們在 2021 年年初的預測，算是相當大的下修調整。今年仍未出現公司倒閉潮，原因在於許多國家/地區延長了財政措施的期限，部分國家/地區持續修訂破產法也是原因之一。就區域而言，我們發現歐洲 2021 年的破產數量是上升的，在北美地區和亞太地區的趨勢則是樂觀的（下降）。

大多數市場的財政支援措施將在 2022 年完全退場，我們預期屆時全球破產數量將增加 33%。這種情況會導致破產數量「恢復正常」，有一部分在 2020 年差點破產卻「得救」的公司，可能會在這個時候宣告破產。因此，三個區域的破產數量全數都會增加。

Delta 變種病毒可能會拖慢 2021 年的復甦速度

隨著疫苗接種工作持續進行，2020 年因新冠疫情而走下坡的全球經濟，開始走上復甦之路。全球 GDP 在

2020 年下降了 3.5%，到 2021 年可望復甦 5.8%。2021 年的成長率略低於六個月前的預期，原因在於更具傳染性的新冠新型變種病毒開始擴散，尤其是 Delta 變種。這種情況減緩了解封速度，也影響了反彈進度。大多數經濟體尚未全面開放，因此，許多經濟體在 2021 年延長了部分財政支援措施的期限，儘管通膨壓力升高，貨幣政策則仍維持寬鬆。

先進市場的疫苗接種率普遍較高，新興市場施打疫苗的速度則較緩慢，兩者的復甦進度不同調。歐洲各大經濟體的疫苗接種率（至少一劑）大約介於 70% 和 80% 之間。美國是疫苗接種率最高的經濟體之一，但有幾個歐洲國家/地區目前的疫苗接種率已經高於美國（美國始終停滯在 64%）。新興經濟體的疫苗接種率通常低於先進經濟體。大型新興國家/地區如中國、印度、土耳其、巴西和南非等，已經接種疫苗的人口大約介於 20% 到 75% 之間。

我們認為 Delta 變種病毒對我們的經濟預測而言，是最重要的不利風險。部分主要先進市場的感染病例數將會再次升高。新的新冠確診案例激增，導致幾個國家/地區（日本、澳洲、紐西蘭）再次實施或延長限制期限。Delta 變種病毒也威脅到疫苗接種率較低的新興市場，例如巴西、俄羅斯、土耳其和南非。

另一個不利於經濟成長的風險是現階段的供應鏈瓶頸，這類瓶頸已經導致運送時間變長、生產成本變高。大多數產業所面臨的供應鏈中斷危機，應可在 2021 年下半年開始緩解，只有幾個特定產業例外（尤其是汽車業的半導體短缺危機）。此外，消費服務重新開放及財政支援逐步退場後，商品需求可能會因此下降。不過，如供應鏈中斷持續期間超乎預期，恐將妨礙經濟復甦。

我們預期歐元區 GDP 在 2020 年衰退 6.5% 之後，可望在 2021 年復甦 5.1%。隨著疫苗施打的進行，各地開始放寬限制。意見調查結果指出，由於高接觸機會活動漸趨正常，服務水準也恢復得相當快。整體而言，2020 年經濟衰退程度最嚴重的國家/地區，會在 2021 年出現最強勁的反彈。我們發現 2020 年嚴格實施疫情相關限制的國家/地區，復甦力道均相當強，比方說西班牙、法國和義大利。觀光業恢復正常後，高度依賴這個產業的國家/地區（葡萄牙、西班牙、義大利和法國）將會在觀光客回流的推波助瀾下開始復甦。不過，未來兩年內還無法看見觀光客完全回流的情形，因為在安全防護措施尚未完全鬆綁的情況下，有些人仍然會為了降低健康風險而避免旅遊。歐元區的 2022 年 GDP 表現應會相當穩健，可望達到 4.4%。

英國經濟展望自 2021 年年初以來已有改善。事實證明，第三次封城期間的活動韌性高於預期，到了 2021 年第二季，也因為限制開始鬆綁的關係呈現強力反彈。英國經濟體的 2021 年成長率預測值是 6.9%，但恐怕無法在 2022 年之前恢復疫情前的程度。消費者帶動餐旅業強勁成長，推動復甦力道。這樣的勢頭應會隨著最後的限制鬆綁而持續下去。不過，輸入短缺問題已經在製造業引發嚴重的營運限制。這個問題預計會在 2021 年下半年逐漸緩解，但在 2022 年之前無法完全消失。

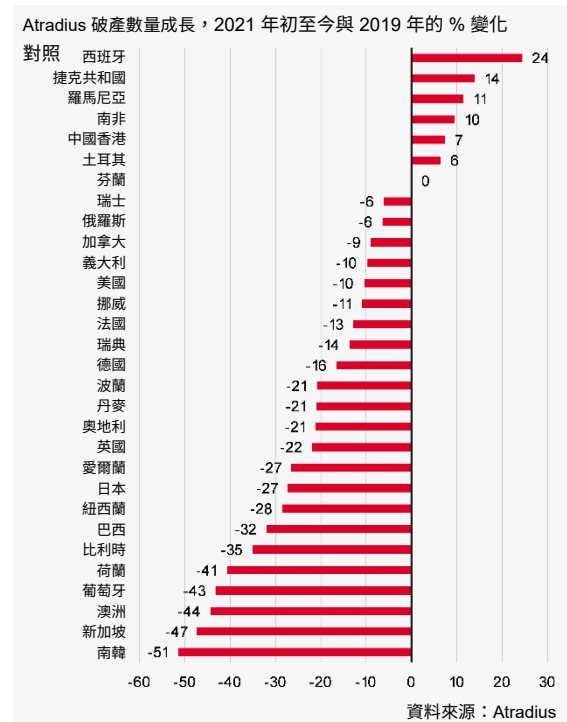
在歐洲以外的地區，美國 2021 年第二季的經濟活動已經超越疫情前的程度，其 GDP 比前一年同期增加了 6.1%。上半年疫苗施打及重新開放經濟活動，對於復甦已有相當大的助益。不過，其經濟成長受到供應鏈問題影響，導致庫存補貨量無法因應強大的國內需求。美國經濟預測將在 2021 年成長 5.5%，主因會是人力市場快速復甦帶來強大的國內需求。美國國會在春季通過了一項 1.9 兆美元財政振興配套措施，也是

促進成長的另一項因素。將在 2022 年實施的 1.7 兆美元「美國就業方案」(American Jobs Plan, AJP) 可望帶來另一波振興機會。其明年度 GDP 預測將成長 4.4%，由於庫存回補的緣故，這個數字仍屬穩健。

澳洲 2021 年第二季的 GDP 復甦速度超乎預期，季成長率達 0.7%。不過，過去幾個月來，Delta 變種病毒爆發，每日感染人數屢破紀錄，重挫該國經濟。目前為止，該國疫苗施打進度仍相當緩慢，至少接種一劑的人口大約是 65%。儘管最近幾週的疫苗施打進度開始加快，但由於再次實施封城措施的緣故，預計其 GDP 到了第三季將會衰退，全年成長率預估約在 2.9%。之後到了 2022 年，GDP 成長率預估會達到 3.8%。

日本 2020 年 GDP 收縮了 4.7%，後續 2021 年可能會部分復甦 2.4%。Delta 變種病毒在夏季引發了一波感染潮，導致第三季展望不樂觀。日本大城市再度進入緊急事態，對於流通與消費活動的影響恐將延續到九月。疫苗施打率快速提高，但仍遠落後其他主要經濟體。該國 2022 年 GDP 預計將成長 2.8%，主要支撐力道是穩健的出口和消費力復甦。

圖表 1：破產發展趨勢（2021 年至今 vs 2019 年）

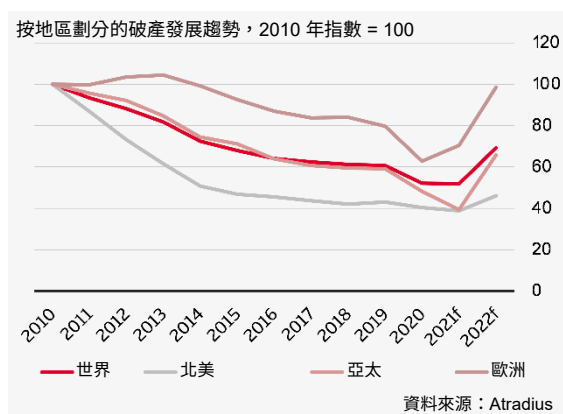


在政府支持之下，現階段破產數量呈現偏低的假象

2020 年的全球公司破產數量並未增加，這一點與疫情初期的預測資料相左。去年度的全球破產指數甚至下降了 14% 左右。在之前提出的破產報告中，我們將造成這類發展的原因歸咎於兩類政策。首先，大多數國家/地區改變了破產制度來保護公司避免破產。其次，世界各國/各地政府採取相關措施抵消疫情造成的經濟不利影響，並對小型企業伸出援手。

在歐洲，法國、比利時、義大利和西班牙等國家/地區於 2020 年頒佈法律，暫時凍結破產訴訟或宣佈不得受理破產申請。而在歐洲之外，澳洲則是提高了公司宣告破產的債務門檻。因此，以上所有國家/地區在 2020 年的破產數量都急劇下降。破產法變動較少或維持不變的國家/地區，破產數量降低幅度通常較小。例如瑞典、丹麥、荷蘭、愛爾蘭、日本及美國。

圖表 2：按地區劃分的破產發展趨勢



除了更改破產法之外，財政支援措施也是維持低破產數量的關鍵。最有效的政府措施形式是財政直接支出和減稅。廣泛實施財政支援措施的歐洲國家/地區包括德國、法國、奧地利、比利時、荷蘭和英國。至於歐洲以外地區，美國、加拿大、澳洲和日本均實施了重大財政支援計畫，因此 2020 年的破產數量低於 GDP 衰退。

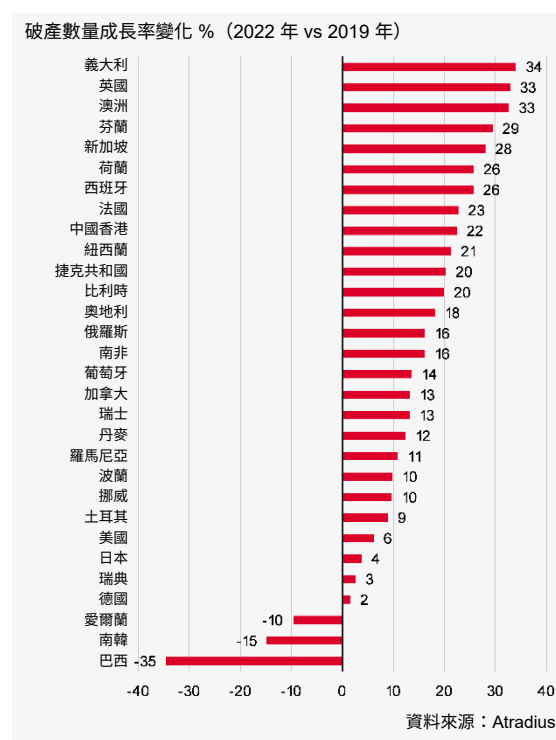
細看 2021 年破產數據，整體破產數量仍然較低，主因在於許多國家/地區延長了財政支援期限。圖表 1 比較了 2021 年初至今破產數量與 2019 年疫情前破產數量。圖表顯示，大多數市場的破產數量甚至大幅下降，甚南韓為 51%、新加坡為 47%，澳洲為 44%。這表示財政支援配套措施（澳洲和新加坡還進行了法律架構重大調整）尤其奏效。

不過，大多數國家/地區破產數量銳減，這也表示可能已經出現了許多所謂的「殭屍公司」。「殭屍公司」一詞泛指財務狀況太差，經濟情勢恢復正常後可能無法存活的公司。即便如此，由於低利率的緣故，他們至少可以苟延殘喘一段時間。

2021 年下半年和 2022 年破產的公司數量預計會增加

我們預期大多數市場在 2021 年下半年和 2022 年的破產數量將會上升。2021 年的全球破產數量預測數量比去年同期略低 1%，之後在 2022 年則會勁升 33%。

圖表 3：破產發展趨勢（2022 年 vs 2019 年）



相較於我們的 2021 年 3 月破產報告，2021 年破產預測資料大幅下修，主因在於許多市場延長了財政支援措施的期限。不過，由於支援計畫會在 2021 年下半年分階段退場，GDP 和破產數量之間的關係（也就是這兩項變數向來呈現的負相關關係）將在 2022 年恢復正常，屆時許多暫時逃過一劫的公司將會破產。

2021 到 2022 年的破產預測主要取決於三股力道。第一是正常情況（無財政配套措施也無破產暫停令）之下本應在 2020 年破產卻延後發生的效應。

我們的假設是，在 2020 年逃過破產劫數的公司，有一部分會在財政支援截止之後的十二個月內面臨破產。我們的觀點是，拜支援配套措施所賜，這些公司暫時可以在合理範圍內保持強大的現金部位。財務體質不穩定的公司（殭屍公司）可以靠現金換取時間。我們預估這些殭屍公司會在財政支援退場後四季內正式破產。

圖表 4：2022 與 2019 年破產對照表

2022/2019 年破產對照表：特定市場

惡化	丹麥、加拿大、 荷蘭、美國、紐西 蘭、奧地利、日本	法國、瑞典、 澳洲、芬蘭、 葡萄牙、西班牙、 英國	比利時、瑞典、 義大利、挪威
穩定	德國		
趨好	愛爾蘭		
	低	中	高

資料來源：Atradius

形成破產預測的第二股力道是財政支援分階段退場，一般而言，這種情形會引發破產數量增加並趨於「正常」，回到類似疫情前破產登記資料的情形。在約半數的觀察市場中，財政支援措施已經在 2021 年上半年甚至更早之前開始分階段退場。支援終止時間相對早的國家/地區包括巴西、土耳其和俄羅斯。至於另一半的市場，振興措施將會在 2021 年下半年甚至更晚開始分階段退場。舉例來說，澳洲、愛爾蘭、日本、西班牙和瑞典的支援都將持續到 2021 年第四季。南韓的財政振興措施甚至會延期到 2022 年第二季。

影響破產數量預測的第三個因素是經濟發展效應，這一點取決於兩項因素：GDP 和潛在 GDP（復甦力道）之間的落差，以及破產數量對此 GDP 落差的反應程度。這項因素反應了經濟循環對破產數量的影響。按照歷史關係，我們知道當經濟循環擴張時，破產數量通常會下降，而當成長速度緩慢甚至衰退時，破產數量則會上升。經濟學上將這樣的反應稱為「彈性」，用於衡量破產數量隨著 GDP 改變而變動的程度。

在區域層面上，我們預期歐洲今年的破產數量會上升，而北美地區和亞太地區的趨勢則仍然向下（請見圖表 2）。在北美地區，由於美國財政支援強大，且經濟復甦穩健，因此破產數量仍然相當低。在亞太地區，財政支援措施維持的時間也相對偏長。在 2022 年，這

三個區域的破產數量都會上升，上升幅度最高的預計會是亞太地區，歐洲和北美地區則次之。亞太地區的 2021 年破產數量較低，因此會上升，而在北美地區，上升幅度多少會因為美國成長相對強勁而受到限制。歐洲地區破產數量預期將連續第二年成長。

細看 2021 年和 2022 年的國家/地區層面預測資料，我們認為到 2022 年之前，破產數量仍會高於疫情前的水準。2020 年延後破產、破產數量在財政支援分階段退場後恢復「正常」，加上 GDP 成長對破產數量的影響，大多數觀察國家/地區的破產數量均會上升（請見圖表 3 和圖表 4）。相較於疫情前，義大利 (+34%)、英國 (+33%) 和澳洲 (+33%) 的破產數量會是最高的。澳洲破產數量上升現象主要出現在 2022 年，原因是該國的財政支援措施將在 2021 年底到期。在義大利和英國，破產數量上升現象則會分散在 2021 年和 2022 年，但最高上升幅度會出現在 2022 年。

相較於疫情前，荷蘭的 2022 年破產數量也相對較高 (+26%)。荷蘭破產數量上升的情況只會發生在 2022 年，因為該國的財政支援會使得 2021 年的破產數量繼續偏低。其他主要經濟體，例如西班牙 (+26%)、法國 (+23%) 和美國 (+6%)，破產數量上升時期預計會發生在 2022 年。西班牙經濟復甦程度有限，因此破產數量上升時期主要會發生在 2021 年。法國的破產數量上升時期會分散在 2021 年和 2022 年，主因在於殭屍公司破產以及財政支援措施在 2021 年第二季分階段退場。至於美國，我們預期 2022 年的破產數量會比 2019 年高出 6%。其破產數量上升時期只會發生在 2022 年，但幅度小很多，除了因為經濟復甦強勁之外，也因為 2020 年到 2021 年的破產數量下降幅度並不大，所以基數效應較弱。

有些國家/地區在 2022 年之前的破產發展趨勢均呈現相對穩定的狀態。例如德國 (+2%)，以及程度較小的瑞典 (+3%) 和日本 (+4%)。在這些市場，儘管疫情仍在，但破產數量多少會恢復正常。不過，如附錄中的表 1 所示，去年同期變化仍然相當強勁。舉例來說，德國 2020 年的破產數量下降記錄是 16%，2021 年預計可再下降 1%，但 2022 年預測數字又會再增加 22%。相較於疫情前，其淨效應略有上升。

2022 年破產數量遠低於 2019 年破產數量的市場，只有巴西 (-35%)、南韓 (-15%) 及愛爾蘭 (-10%)。愛爾蘭在 2020 年的破產數量下降幅度不大，因此基數效應較小。再者，該國財政支援會持續到 2021 年第四季，而經濟復甦力道也會拉低破產數量。南韓大幅延長實施財政支援措施的期限，這也是該國 2022 年預期破產數量仍然相當低的原因。巴西經濟復甦力道之強，足以在未來兩年內保持相當低的破產數量。

至於 2022 年之後，我們預期破產數量會再次開始下降或持平。這是因為屆時破產數量將大幅恢復正常，且靠支援就無法存活的殭屍企業也早已破產了。財政支援措施分階段退場明顯在短期內會對某些公司造成挑戰，因為他們又再一次必須在沒有政府大力支持的環境中經營。有些公司為了撐過新冠疫情已是債台高築，因此特別脆弱。

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

經濟學家 Iulian Ciobica
iulian.ciobica@atradius.com
+31 20 553 2121

表格 1 總破產數 - 年度百分比變化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 預測	2022 預測
澳洲	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	-6	138
奧地利	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	30	50
比利時	2	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	-32	-4	85
巴西	-19	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	-25	-9	-4
加拿大	-11	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	-23	19	24
捷克共和國							-10	-15	-16	4	-10	26	6
丹麥	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	-8	42
芬蘭	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	23	29
法國	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	44	41
德國	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-16	-1	22
中國香港	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	25	14
愛爾蘭	8	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-59	1	-27	23
義大利	20	8	3	13	11	-6	-9	-11	-7	-1	-32	32	48
日本	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	0	-2	2	-7	-22	43
荷蘭	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	-29	112
紐西蘭	-5	-12	-7	-13	-7	4	3	-22	-7	-18	-26	-4	69
挪威	-17	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	-11	0	23
波蘭		4	24	1	-9	-7	-19	-2	4	-5	0	-21	39
葡萄牙	21	-5	46	1	-13	12	-6	-16	-4	-8	-5	-40	100
羅馬尼亞		-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	28	0
俄羅斯	8	-18	-6	9	18	1	-3	10	-4	-53	-19	15	24
新加坡	-25	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	-41	-10	143
南非	-3	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	0	10	6
南韓	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-11	-5	-12	-29	-31	75
西班牙	-4	18	37	13	-28	-22	-16	-1	2	11	-10	38	1
瑞典	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	-1	-13	19
瑞士	20	6	3	-5	-10	4	7	3	22	-3	-14	10	20
土耳其		12	7	8	-9	-13	-10	19	-8	3	14	-6	2
英國	-18	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-27	7	70
美國	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	-6	18

資料來源：Atradius、Macrobond、國家資料來源

表格 2 總破產數 - 2010 年指數 = 100

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 預測	2022 預測
澳洲	100	109	111	113	92	106	89	81	84	87	51	48	115
奧地利	100	92	95	86	85	81	82	80	78	79	48	62	93
比利時	100	107	111	123	112	102	96	104	103	111	75	72	133
巴西	100	88	94	102	101	113	98	127	127	126	94	85	82
加拿大	100	113	100	98	96	95	89	83	83	85	65	77	96
捷克共和國						100	90	77	65	68	61	77	81
丹麥	100	78	81	69	54	62	73	70	75	80	69	63	90
芬蘭	100	103	103	109	104	90	84	76	89	92	75	92	119
法國	100	99	101	105	104	104	96	91	90	85	52	74	105
德國	100	94	88	81	75	72	67	63	60	59	50	49	60
中國香港	100	87	89	102	106	106	97	83	78	85	73	91	104
愛爾蘭	100	107	110	90	76	69	68	57	50	20	21	15	18
義大利	100	108	112	126	140	131	120	107	99	99	67	89	132
日本	100	96	91	81	73	67	63	63	62	63	58	46	65
荷蘭	100	100	120	131	102	77	63	49	45	46	38	27	58
紐西蘭	100	88	82	71	66	69	71	55	51	42	31	30	51
挪威	100	100	87	103	109	105	105	109	123	127	112	113	139
波蘭		104	129	130	119	110	89	87	90	86	86	68	94
葡萄牙	100	95	139	140	121	136	128	108	104	96	91	54	109
羅馬尼亞		91	124	136	95	47	39	42	38	30	26	34	33
俄羅斯	100	82	78	85	100	101	98	107	103	48	39	45	56
新加坡	100	99	114	130	114	116	117	107	108	107	63	56	137
南非	100	89	68	59	52	49	48	47	46	51	51	56	59
南韓	100	87	78	64	54	46	35	31	30	26	19	13	22
西班牙	100	118	162	183	132	102	86	85	87	96	86	119	121
瑞典	100	96	103	106	99	88	84	89	101	103	102	89	106
瑞士	100	106	109	104	94	97	104	107	131	127	108	119	143
土耳其		112	119	129	118	102	92	109	101	105	119	111	114
英國	100	104	99	90	83	74	75	75	82	88	64	69	117
美國	100	85	71	59	48	44	43	41	40	41	39	36	43

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。

運用社交媒體
與 Atradius 交流



免責聲明

本報告僅供參考，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 已盡全力確保本報告所含資訊來自可靠來源，但並不對任何錯誤或遺漏，或因使用本報告之資訊而獲得的結果承擔責任。本報告內所有的資訊均按「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，亦無提供任何形式的明示性或暗示性保證。Atradius 及其相關合夥人或合作企業，或合作夥伴、代理商或員工，不對您或其他任何人因為依賴本份報告之資訊，而所進行的任何決定或行動，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擔責任，即使已曾忠告過有這種損失或損害之可能性。

版權所有 Atradius N.V. 2021

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