

部分主要市場在政府紓困措施退場後 出現無力償債問題激增的現象

Atradius 經濟研究 – 2022 年 10 月

摘要

- 部分主要市場在 2022 年和 2023 年出現無力償債問題激增的現象。
- 原因在於通貨膨脹率和能源價格偏高、貨幣政策緊縮，以及政府紓困措施退場，導致經濟展望偏弱。
- 在 2022 年，我們預期以下市場企業倒閉數量會激增：英國 (59%)、法國 (58%)、奧地利 (78%)、比利時、加拿大和澳洲 (各 49%)
- 在 2023 年，我們預期以下市場企業倒閉數量會明顯增加：美國 (81%)、荷蘭 (77%)、新加坡 (76%) 和義大利 (51%)
- 我們預測許多市場 2023 年出現的無力償債現象將超出正常水準 - 這是「殭屍公司」違約數量增加的後果。

全球經濟困境尚未解套

過去六個月當中，經濟展望依然走弱，通貨膨脹率和能源價格偏高都是罪魁禍首。現在我們預測 2022 年全球經濟成長率會達到 2.9%，2023 年則是 1.7%。相較於我們 2022 年 4 月的無力償債預測報告，這樣的數字相當於截至 2023 年的累積成長率減少 2.0%。

俄羅斯進一步限縮天然氣出口，因此能源價格增加幅度高於預期。目前已經出現供應鏈壓力開始舒緩的跡象。供應鏈瓶頸仍會繼續打斷正常活動，但產量受限的情形應能慢慢解套。通貨膨脹率偏高迫使各國中央銀行緊縮貨幣政策。我們預期 2022 年的全球通貨膨脹率平均達到 7.8%，2023 年則是 4.8%。即便對於經

濟衰退的恐懼逐漸升高，但通貨膨脹持續不退，會讓中央銀行對於近期鬆綁貨幣政策一事保持戒慎恐懼。

就整體新興市場而言，2022 年成長率預測是 3.5%，2023 年是 3.4%。新冠疫情爆發加上長時間封城措施對新興亞洲市場的成長造成沉重壓力。此外，由於發達市場的中央銀行為因應通貨膨脹升高而升息，新興市場經濟體也逐漸面臨金融環境益加吃緊的問題。新興亞洲市場在 2022 年仍是成長速度最快的區域（成長率為 3.8%），但已趨向緩和。

中國的經濟活動預期將從 2021 年的 8.1% 下降到 2022 年的 3.2% 以及 2023 年的 4.9%。儘管中國政府當局已經微調清零政策，試圖減輕封城措施導致的供應

中斷問題，新冠疫情造成的限制仍然影響著各項活動。在中國相當重要的房地產市場開始轉弱，開發商違約現象仍是影響展望的最大風險。

近期內，東歐地區的展望仍然取決於俄烏戰爭。西方國家/地區已經對俄羅斯祭出大規模制裁，致使俄羅斯經濟在 2022 和 2023 年都將進入衰退期。由於通貨膨脹率急升，衝擊消費者的購買力，加上全球經濟普遍惡化，土耳其的經濟將面臨成長趨緩期。

發達經濟體的成長預估將從 2021 年的 5.2% 滑落至 2022 年的 2.3% 以及 2023 年的 0.3%。美國經濟在年初走弱，出現 GDP 連續兩季下滑的情形。通貨膨脹率升高侵蝕消費者的實際收入，使得內需降低。我們預期美國 2022 年的成長率會達到 1.7%，2023 年則是 0.0%。歐元區 GDP 成長率在第一季和第二季出現堅韌的表現，這是因為服務業恢復加上旅遊業興盛，導致內需擴大。我們預期，今年下半年到 2023 年初這段時間，歐元區經濟體將進入衰退期，主要原因在於能源價格偏高。俄烏衝突造成的主要衝擊會反映在商品漲價和重要進口商品（例如從俄羅斯和烏克蘭進口的天然氣）供應中斷上。我們預測 2022 年歐元區成長率會達到 3.0%，2023 年則是 0.0%。相較於我們 2022 年 4 月的無力償債預測報告，2023 年將會下修 2.7%。

雖然 2022 年的政府財政紓措施會少於 2021 年，但大多數發達市場的財政主張仍將是繼續擴張。在通貨膨脹率升高的背景之下，中央銀行會進一步緊縮貨幣政策。

- 截至 2022 年目前為止，美國聯邦儲備銀行累計調升目標政策利率已經達到 300 個基準點，其中 6 月、7 月和 9 月三次分別調升 75 個基準點，達到歷史新高。
- 無獨有偶，英國銀行也在今年度升息了數次。
- 歐洲央行在 7 月將政策利率調升了 50 個基準點，9 月再度調升了 75 個基準點，導致存款利率來到 0.75%，是過去十年來的歷史新高。

我們預期主要發達市場的中央銀行在接下來的幾季將會繼續調升政策利率。發達市場和新興市場經濟體的金融環境皆已陷入緊縮期。大多數的新興市場經濟體

已經面臨著比歷史常態更加緊縮的環境，在公司債偏高的市場（例如土耳其），這種現象恐將釀成問題。

目前的無力償債水準 – 繼 2020 年下降後部分調整到疫情前的水準

在新冠肺炎疫情期間，我們目睹了無力償債數量大幅下降（2020 至 2021 年全球無力償債數量累計下降 29%）。我們之前已提及此發展是由兩類政策所造成的。首先，大多數國家/地區均修訂了無力償債法規（通常屬於暫時性質），讓公司免於宣告破產。其次，世界各國/各地政府採取了抵消疫情相關負面經濟影響的措施，包括小型企業紓困措施。

2020 年，儘管經濟受重挫，但幾乎所有市場都出現了無力償債數量下降的趨勢。這是慷慨的政府紓困措施帶來的結果，不僅拯救了有存活希望的公司，也創造了殭屍公司（亦即就算是在正常時期也會違約的公司）。2021 年已經出現了部分調整至疫情前的無力償債正常水準，這一過程持續到了 2022 年上半年。與此同時，政府紓困方案也在逐步退場。2022 年第三季開始後，各國/各地紓困方案開始逐步退場，唯有紐西蘭和中國香港除外。

圖 1：年初至今無力償債情形（相對於疫情前水準）



圖 1 提供 2022 年年初至今相對於 2019 年同期的無力償債指數。這張圖顯示目前無力償債水準相較於疫情前的情況。指數顯示，各國/各地之間的差異相當大，部分國家/地區的無力償債水準已經高於 2019 年，而其他國家/地區的水準仍相當低。

無力償債水準完全逆轉或高於疫情前水準的國家/地區包括土耳其、西班牙、瑞士、英國、捷克共和國、羅馬尼亞和丹麥。

西班牙已經在 2021 年調整至正常水準。經濟復甦情形令人失望，我們認為結構重整與無力償債相關立法架構成效不彰也是原因之一。2022 年 6 月，西班牙國會通過了一項新的無力償債法，這項法律以歐盟的無力償債方針為準據，但目前其影響尚未可知。

英國的無力償債水準高於疫情前水準甚多。原因可能在於英國脫歐後，政府結束了紓困措施，經濟復甦趨緩。

相較之下，荷蘭、美國、南韓及日本目前尚未回到正常水準。即便是在最近幾季當中，這些國家/地區的無力償債水準仍然相當低。這些國家/地區由政府紓困方案均相對慷慨，因此改善了公司的流動資金情況。美國實施企業流動資金紓困方案，例如到 2021 年上半年為止的薪資保護計畫 (Paycheck Protection Program)，以及到 2021 年年底為止的新冠經濟損失災難貸款 (Covid-19 Economic Injury Disaster Loan)。

荷蘭實施了幾項公司紓困配套措施 (例如 NOW、TVL、Tozo)，這些措施改善了公司的流動資金情況。再者，該國於 2021 年 1 月 1 日開始實施一項新的無力償債法。然而，從資料看來，這項法律對於降低無力償債率並沒有實質貢獻。日本的政府紓困措施也相當大方。我們發現有證據表明非金融公司的現金和存款大量增加，這種現象有可能大幅抑制無力償債率的成長。南韓的無力償債率也仍然處於相對偏低的情況，原因在於新冠疫情紓困措施，包括提供低利貸款。

2022 和 2023 年全年展望：繼續調整到正常水準

我們相信，大多數國家/地區的無力償債率都會在紓困措施退場後恢復正常。我們以 2019 年無力償債數量為準據，依據 GDP 變化偏離 2019 年趨勢的效果進行調整，將預測區間內特定時間點的無力償債率正常水準量化。

我們假設，相較於我們的前一份無力償債預測報告，這次標準化情形的發生速度會更加趨緩。我們預期在政府紓困措施退場之後，無力償債率可能得花上八季才能恢復正常水準。在我們的前一份報告中，我們通常假設只要兩季就能恢復正常水準。

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。殭屍公司形成的原因可能是無力償債率在疫情期間遠低於疫情前水準。我們認為這些公司會在政府紓困措施退場後逐漸出現違約情形。

現在來看我們的 2022 年和 2023 年無力償債率預測數據，這項數據以年度同期 % 變化表示 (例如 2022 年相較於 2021 年)。絕大多數國家/地區由政府紓困措施在 2022 年上半年逐步退場。因此，我們發現 2022 年下半年開始調整至正常的無力償債水準。

整體而言，已經開始調整至正常水準且出現殭屍公司違約現象的國家/地區，2022 年度同期成長率會比較高。若國家/地區的 2021 年無力償債率水準較低，2022 年預測數字上升壓力較高，因為這些國家/地區的調整步調相對慢了許多。總而言之，2022 年成長率偏高的國家/地區，在 2023 年會出現成長率偏低的情形，反之亦然。

除了政府紓困措施退場對無力償債率造成的影響之外，GDP 變化也是促使無力償債率成長的原因之一。我們將這一點列入考量，間接納入多項影響經濟展望的因素，例如通貨膨脹率偏高、供應中斷以及俄烏衝突。

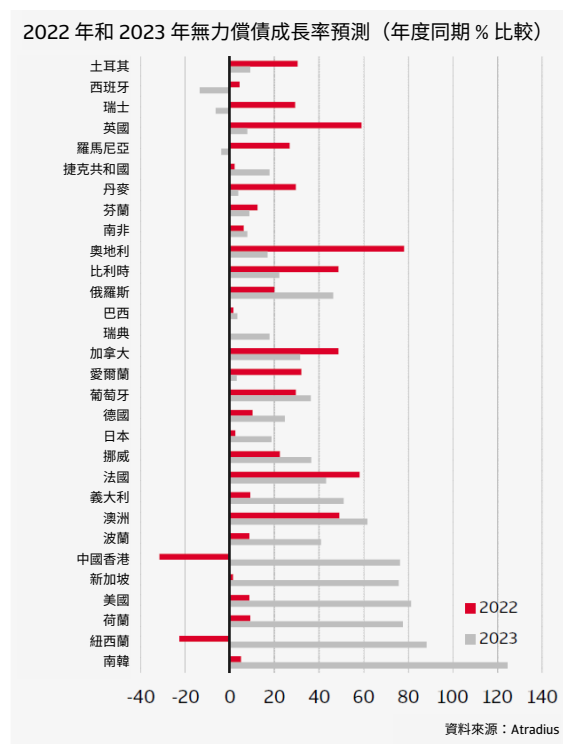
我們並沒有烏克蘭的無力償債率統計資料，因此，除了烏克蘭之外，俄羅斯對於戰爭造成的衝擊感受最深，因為其經濟將在今年和 2023 年陷入衰退期。俄烏衝突對其他市場造成的衝擊較偏間接，多半反映在商品漲價、通貨膨脹率升高而衝擊消費者購買力，以

及 GDP 下降。歐元區相當依賴自俄羅斯進口的能源，因此俄烏戰爭對歐元區的 GDP 造成相當大的衝擊。不過，在歐洲以外的許多其他地區，例如拉丁美洲，俄烏戰爭對 GDP 和無力償債率的衝擊相對較小。

圖 2 提出我們分析之所有市場的 2022 和 2023 年度同期成長率，排列順序比照圖 1。

2022 年成長率最高的記錄出現在奧地利、英國、法國、澳洲、加拿大和比利時，這些都是已經部分調整或完全調整至疫情前無力償債水準的國家/地區。這些國家/地區的財政紓困措施已經在 2022 年上半年逐步退場，也已經開始調整至正常水準，2022 年下半年也將繼續調整。

圖 2：預測 2021 年無力償債水準偏低之國家/地區的無力償債水準將會上升最多



我們發現，圖上另一端的紐西蘭和中國香港在 2022 年出現了無力償債數量大幅下降的情形。這是因為其財政紓困措施預計將延長至 2022 年年底。許多國家/地區的無力償債率呈現微幅負成長（瑞典）或小幅正成長（新加坡、南韓、日本、美國、捷克共和國和西班牙）。

瑞典的無力償債情形飄忽不定，疫情期間的減退情形並不顯著，這也是為什麼該國無力償債率在 2022 年並未呈現正成長。新加坡的無力償債率在 2020 年下降，2021 年又回彈到更高的水準。2022 年第三季，該國無力償債率意外減退，因此拖緩了 2022 年的年度成長率。西班牙和捷克共和國在 2021 年已經經歷了恢復正常水準的階段，因此 2022 年的成長幅度有限。

美國、荷蘭、日本和南韓似乎受惠於相當慷慨的紓困措施，這些措施讓公司的流動資金得以增加，即使在紓困措施逐步退場之後，公司經濟條件仍有餘裕。

我們注意到，2023 年成長率最高的是南韓、紐西蘭、美國、中國香港、新加坡和荷蘭，這些全都是 2022 年無力償債率呈現負成長或只達小幅成長的國家/地區。這些國家/地區主要將在 2023 年調整至正常水準。

紐西蘭和中國香港的財政紓困措施預計將於 2022 年年底逐步退場。因此，所有調整將會集中在 2023 年，無力償債成長率也會大增。美國、荷蘭、南韓和新加坡的政府財政紓困措施雖然已經結束，但此前紓困措施相當慷慨，2022 年並未出現大量無力償債情形，這一點我們在上一段已經解釋過了。我們也預測這些國家/地區大多會在 2023 年調整至正常無力償債水準。就我們所觀察的許多市場而言，我們預測 2023 年無力償債情形將會超出正常水準。這是殭屍公司導致違約數量增加所致。

2023 年後，我們預期無力償債事件將再次下降或幾乎維持不變。這是因為破產水準將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被破產。未來幾年內，公司必須適應沒有大量政府紓困措施的環境。這對在疫情期間已大量舉債的公司而言可能會是一大挑戰。

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

表 1 無力償債總數 - 年度百分比變化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
澳洲	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	-9	49	62
奧地利	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	0	78	17
比利時	2	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	-32	-9	49	22
巴西	-19	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	-25	-10	2	3
加拿大	-11	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	-23	-10	49	31
捷克共和國	-	-	-	-	-	-	-10	-15	-16	4	-10	21	2	18
丹麥	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	-2	30	4
芬蘭	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	16	12	9
法國	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	-11	58	43
德國	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-16	-12	10	25
中國香港	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	6	-32	76
愛爾蘭	8	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-25	1	-30	32	3
義大利	20	8	3	13	11	-6	-9	-11	-8	0	-32	19	9	51
日本	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	0	-2	2	-7	-22	3	19
荷蘭	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	-41	9	77
紐西蘭	-5	-12	-7	-13	-7	4	3	-22	-7	-18	-26	-32	-23	88
挪威	-17	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	-11	-24	22	36
波蘭	-	4	24	1	-9	-7	-19	-2	4	-5	0	-30	9	41
葡萄牙	23	63	53	7	-6	-4	-12	-8	-9	-5	-18	-3	30	36
羅馬尼亞	-	-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	8	27	-4
俄羅斯	8	-18	-6	9	18	1	-3	7	-3	-6	-19	4	20	46
新加坡	-25	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	-41	21	1	76
南非	-3	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	0	-5	6	8
南韓	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-11	-5	-12	-29	-37	5	124
西班牙	-4	18	37	13	-28	-22	-16	-1	2	11	-10	64	4	-14
瑞典	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	-1	-10	-1	18
瑞士	20	6	3	-5	-10	4	7	3	22	-3	-14	9	29	-6
土耳其	-	12	7	8	-9	-13	-10	19	-8	3	14	8	30	9
英國	-19	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-26	11	59	8
美國	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	-34	9	81

資料來源：Atradius、Macrobond、國家資料來源

表 2 無力償債總數 - 指數，2010 年 = 100

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022f	2023f
澳洲	100	109	111	113	92	106	89	81	84	87	51	47	70	113
奧地利	100	92	95	86	85	81	82	80	78	79	48	48	85	99
比利時	100	107	111	123	112	102	96	104	103	111	75	68	101	124
巴西	100	88	94	102	101	113	98	127	127	126	94	85	86	89
加拿大	100	113	100	98	96	95	89	83	83	85	65	59	88	115
捷克共和國	-	-	-	-	-	100	90	77	65	68	61	74	76	89
丹麥	100	78	81	69	54	62	73	70	75	80	69	67	87	91
芬蘭	100	103	103	109	104	90	84	76	89	92	75	86	97	105
法國	100	99	101	105	104	104	96	91	90	85	52	46	72	103
德國	100	94	88	81	75	72	67	63	60	59	50	44	48	60
中國香港	100	87	89	102	106	106	97	83	78	85	73	78	53	94
愛爾蘭	100	107	110	90	76	69	68	57	50	37	38	26	35	36
義大利	100	108	112	126	140	131	120	107	99	99	67	80	88	132
日本	100	96	91	81	73	67	63	63	62	63	58	45	46	55
荷蘭	100	100	120	131	102	77	63	49	45	46	38	22	24	43
紐西蘭	100	88	82	71	66	69	71	55	51	42	31	21	17	31
挪威	100	100	87	103	109	105	105	109	123	127	112	85	104	142
波蘭	-	104	129	130	119	110	89	87	90	86	86	60	66	93
葡萄牙	100	163	249	267	250	239	210	194	176	167	137	133	172	234
羅馬尼亞	-	91	124	136	95	47	39	42	38	30	26	28	36	35
俄羅斯	100	82	78	85	100	101	97	105	102	95	78	80	97	141
新加坡	100	99	114	130	114	116	117	107	108	107	63	76	77	136
南非	100	89	68	59	52	49	48	47	46	51	51	48	51	55
南韓	100	87	78	64	54	46	35	31	30	26	19	12	12	28
西班牙	100	118	162	183	132	102	86	85	87	96	86	142	148	128
瑞典	100	96	103	106	99	88	84	89	101	103	102	91	91	107
瑞士	100	106	109	104	94	97	104	107	131	127	109	118	153	143
土耳其	-	112	119	129	118	102	92	109	101	105	119	128	167	182
英國	100	104	99	90	83	74	75	75	82	88	65	72	114	123
美國	100	85	71	59	48	44	43	41	40	41	39	25	28	50

資料來源：Atradius、Macrobond、國家資料來源

若您認為這份最新經濟資訊有實用價值，歡迎瀏覽我們的網站 www.atradius.com，我們的網站提供更多以全球經濟為探討重點的 Atradius 出版品，包括國家/地區報告、產業分析、信用管理建議，以及當代商業議題專文。

上社群媒體與

Atradius 交流互動



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。關於本文所提供的資訊，不論是商業或其他方面，請讀者務必自行獨立判斷決定。Atradius 已盡全力確保本報告所含資訊來自可靠來源，但就任何錯誤或遺漏，或因使用本報告之資訊而得到任何結果，Atradius 概不負責。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得到的結果，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，或合作夥伴、代理商或員工，不對您或其他任何人因為採用本份報告之資訊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責，即使已於事前得知會有此種損失或損害之可能。

版權所有 Atradius N.V. 2022

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