

破产数量预计随着财政支持逐步取消而上升

安卓经济研究 - 2021 年 10 月

摘要

- 全球经济预计在 2021 年和 2022 年呈现强劲增长率。然而，下行风险仍然存在并可能减缓复苏步伐，例如德尔塔变种和供应链瓶颈。
- 到 2022 年底，预计大多数观察市场的破产数量将高于疫情前的水平。这在很大程度上归因于政府 2020 年的支持政策“挽救”了大批即将破产的企业，而如今破产数量又恢复到“正常”水平。在某些情况下，经济复苏缓慢也会导致破产数量上升。
- 与疫情前的水平相比，我们预计 2021 年和 2022 年累计破产增长率最高的国家/地区将是意大利 (+34%)、英国 (+33%) 和澳大利亚 (+33%)。

2020 年，全球破产数量下降了 14%，而全球经济因新冠疫情而陷入衰退。2021 年，我们预计破产数量将小幅下降 1%，与 2021 年初的预测相比显著下调。今年破产数量仍然保持较低水平，是由于许多国家/地区延长了财政支持措施的期限，部分国家/地区持续修正破产法也是原因之一。从地区来看，我们发现欧洲的破产数量在 2021 年呈上升趋势，而北美和亚太地区则呈积极（下降）趋势。

2022 年，我们预计全球破产数量将上升 33%，因为届时大多数市场的财政支持将会彻底取消。这将导致破产数量“回归正常水平”；同时，2020 年被“挽救”的部分企业也将破产。因此，三个地区的破产数量都将上升。

德尔塔变种可能会减缓 2021 年的经济复苏速度

随着疫苗接种工作的持续进行，全球经济正在从 2020 年新冠疫情导致的经济衰退中复苏。2021 年，全球 GDP 在

经历了 2020 年 3.5% 的萎缩后，预计将恢复到 5.8% 的增速。2021 年的增长率略低于六个月前的预测，这是因为更具传染性的新冠病毒新变种（特别是德尔塔变种）的传播导致的。这也导致解封速度减慢，影响了反弹步伐。由于大多数经济体尚未完全重启，许多国家/地区在 2021 年已延长财政支持的期限；而尽管通胀压力不断上升，货币政策仍然保持宽松。

发达市场与新兴市场的复苏步伐并不均衡，因为发达市场的疫苗接种率普遍较高，而新兴市场的疫苗接种速度则相对较慢。欧洲各大经济体的疫苗接种率约在 70% 到 80% 之间（至少接种一剂）。在疫苗接种方面，美国曾一路领先，但一些欧洲国家/地区目前的疫苗接种率已经超过美国（美国仍保持在 64%）。与发达经济体相比，新兴经济体的疫苗接种率普遍较低。中国、印度、土耳其、巴西和南非等大型新兴市场/地区的疫苗接种率在 20% 到 75% 之间。

我们认为，德尔塔变种是我们经济预测中最重要下行风险。在一些主要发达市场，感染病例数再次上升。随着新冠肺炎病例激增，一些国家/地区（日本、澳大利亚、新西兰）重新实施或延长了管制措施期限。德尔塔变种对巴西、俄罗斯、土耳其和南非等疫苗接种率较低的新兴市场也构成了威胁。

经济增长面临的另一个下行风险是当前的供应链瓶颈，这导致了交付时间的延长和生产成本的提高。除了一些特定行业的情况例外（尤其是汽车行业的半导体短缺），大多数行业的供应链中断应该会在 2021 年下半年开始得到缓解。此外，消费性服务的重新开放和财政支持的缩减预计将导致商品需求下降。然而，如果供应链中断持续时间超过预期，则可能阻碍经济复苏。

欧元区 GDP 在经历了 2020 年 6.5% 的萎缩后，预计将在 2021 年恢复到 5.1% 的增速。随着疫苗接种的持续进行，政府管制措施逐步解除。调查显示，随着需要频繁接触的经济活动走向正常化，服务业出现强劲复苏。总体而言，2020 年经历最严重衰退的国家/地区在 2021 年将迎来最强劲的反弹。我们看到，在 2020 年实施了严格的防疫措施的国家/地区（西班牙、法国和意大利等）复苏态势相对强劲。随着旅游业的复苏，高度依赖旅游业的国家/地区（葡萄牙、西班牙、意大利和法国）将通过旅游业创收带动复苏。然而，旅游业客流量在未来两年不会完全反弹，因为有些人为了控制健康风险仍然会避开旅游，尽管不是所有的安全保障措施都被彻底取消。2022 年，欧元区 GDP 增长率预计将达到 4.4%，势头相对强劲。

自 2021 年初以来，英国的经济前景有所改善。在第三次全国封锁期间，英国经济活动表现出的弹性超出预期，2021 年第二季度以来，随着管制措施放宽，经济活动强劲反弹。英国经济在 2021 年预计增长 6.9%，但在 2022 年之前不会达到疫情前的水平。随着酒店业的强劲增长，消费者正在推动经济复苏。由于最后的管制措施已经解除，这一势头预计将持续下去。然而，原材料短缺使制造业的生产活动受到了严重制约。这一问题预计将在 2021 年下半年逐渐缓解，但在 2022 年之前不会完全消失。

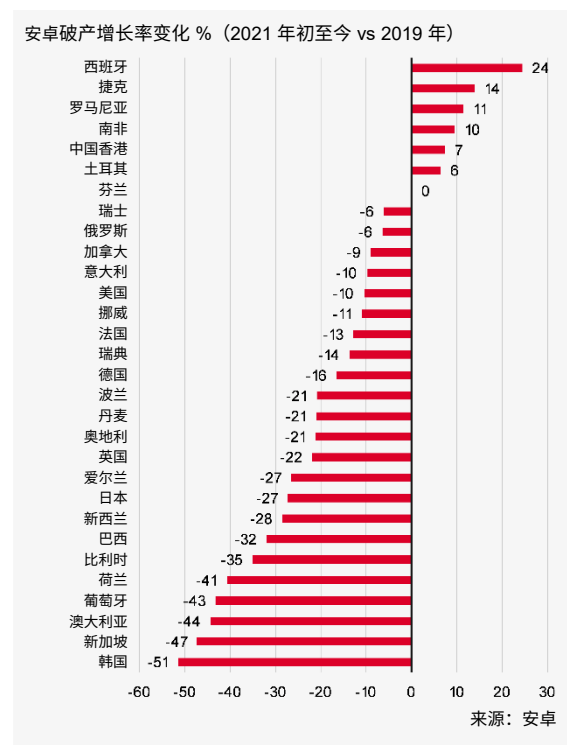
在欧洲以外，美国的经济活动在 2021 年第二季度已经超过了疫情前的水平，GDP 同比增长 6.1%。疫苗接种的推广和上半年经济的重启有力地推动了复苏。然而，经济增长受到了供应链问题的影响，限制了其补充库存以满足强劲的国内需求的能力。由于劳动力市场迅速复苏，国内需求强劲，预计美国经济在 2021 年将增长 5.5%。美国国会在春季批准的 1.9 万亿美元的财政刺激方案，进一步推动了增长。2022 年，1.7 万

亿美元的美国就业计划 (AJP) 将进一步提振经济。明年美国 GDP 预计将增长 4.4%，考虑到库存重建，这一增幅仍然强劲。

澳大利亚的 GDP 在 2021 年第二季度的复苏速度快于预期，环比增长 0.7%。然而，在过去的几个月里，其经济受到了德尔塔变种爆发的影响，每天的感染人数上升到创纪录的水平。迄今为止，疫苗接种的速度相对较慢，约有 65% 的人口至少接种了一剂疫苗。尽管最近几周疫苗接种的速度有所提升，但由于再次实施了封锁政策，预计第三季度 GDP 将有所收缩，全年增长率估计为 2.9%。2022 年的 GDP 增长率预计为 3.8%。

日本的 GDP 在 2020 年萎缩了 4.7%，有望在 2021 年实现 2.4% 的局部复苏。德尔塔变种在今年夏季引发了一波感染，给第三季度的经济前景蒙上了一层阴影。7 月份，日本在主要城市重新实施紧急事态宣言，对出行和消费活动的影响可能会持续到 9 月份。日本的疫苗接种率正在迅速上升，但仍落后于其他主要经济体。在强劲的出口和消费复苏的支持下，2022 年 GDP 预计将增长 2.8%。

图表 1: 破产发展趋势 (2021 年初至今 vs 2019 年)

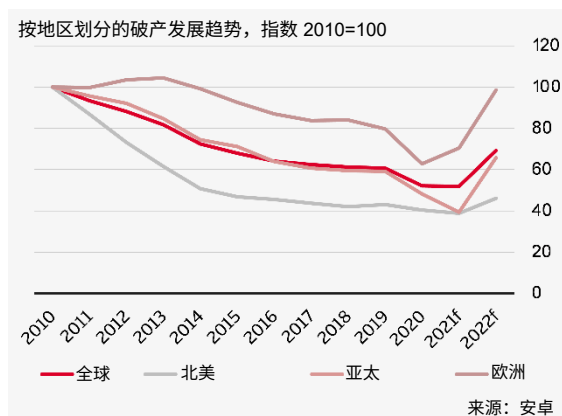


由于政府的支持，目前破产率被人为地压低

与疫情开始前的预期相反，2020 年全球破产数量并没有上升。去年，全球破产指数甚至下降了 14%。在此前的破产报告中，我们认为两类政策导致了这种发展趋势。首先，大多数国家/地区改变了破产制度，以保护公司免于破产。其次，世界各国/各地政府已采取措施来抵消疫情相关的不利经济影响，并为小型企业提供支持。

在欧洲，法国、比利时、意大利和西班牙等国家/地区在 2020 年颁布了临时冻结破产程序或宣布破产不予受理的法律。在欧洲以外，澳大利亚提高了企业宣布破产的债务门槛。因此 2020 年，所有这些国家/地区的企业破产数量都大幅下降。对破产法修正力度较小或未作任何修正的国家/地区破产数量降幅一般较小，例如瑞典、丹麦、荷兰、爱尔兰、日本和美国。

图表 2：按地区划分的破产发展趋势



除了修改破产法外，财政支持措施在保持低破产率方面也发挥了关键作用。最有效的政府措施是直接的财政支出和税收减免。实施了广泛的财政支持措施的欧洲国家/地区包括德国、法国、奥地利、比利时、荷兰和英国。在欧洲以外，美国、加拿大、澳大利亚和日本都实施了重大的财政支持计划，导致 2020 年的破产水平比 GDP 萎缩还低。

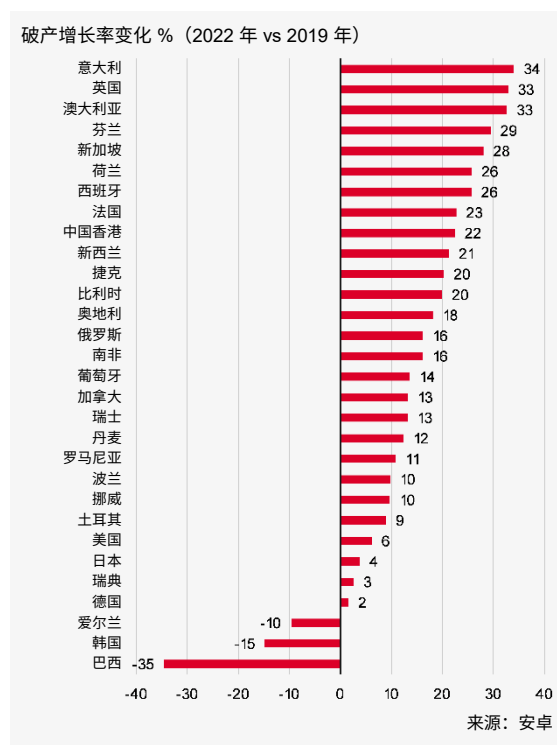
纵观 2021 年的破产数据，总体破产数量仍然保持在较低水平，这主要是由于许多国家/地区延长了财政支持期限。图表 1 比较了 2021 年初至今与 2019 年疫情前的破产水平。该图表显示，大多数市场的破产数量与疫情前相比略低，韩国 (51%)、新加坡 (47%) 和澳大利亚 (44%) 甚至出现了大幅下降。这表明，财政支持方案（澳大利亚和新加坡也对法律框架进行了重大调整）非常有效。

然而，大多数国家/地区企业破产数量的大幅下降也表明，可能已经出现了很多所谓的“僵尸企业”。这个术语泛指那些财务状况太差，一旦经济环境恢复正常就可能无法生存的企业。尽管如此，低利率还能让他们至少存活一段时间。

2021 年下半年和 2022 年企业破产数量预计将上升

我们预计，在 2021 年下半年和 2022 年，大多数市场的破产数量将上升。2021 年全球破产预测数量将同比小幅下降 1%，2022 年将激增 33%。

图表 3：破产发展趋势（2022 年 vs 2019 年）



与我们 2021 年 3 月的破产报告相比，2021 年破产数量预测已大幅下调，主要原因是许多市场延长了财政支持期限。然而，随着 2021 年下半年各种支持政策的逐步取消，GDP 与破产数量之间的关系（即两个变量之间的历史负相关关系）将在 2022 年恢复正常，许多被延迟的破产企业终将走向破产。

2021-2022 年的破产数量预测受到了三股力量的影响。第一股力量是破产延迟效应，即在正常情况下（没有财政计划，也没有破产暂停令）本应发生于 2020 年的破产案件。

我们认为，一部分在 2020 年被“挽救”免于破产的企业将在财政支持到期后的前十二个月面临破产。我们的观点是，由于这些支持计划，企业将暂时保持相当强劲的现金状况。那些无法维持良好财务状况的企业（僵尸企业）可以通过削减现金来为自己争取时间。我们预计，这些僵尸企业将在财政支持结束后的四个季度内走向破产。

图表 4：破产矩阵（2022 年 vs 2019 年）

	低	中	高
恶化	丹麦、加拿大、荷兰、美国、新西兰、奥地利、日本	法国、瑞典、澳大利亚、芬兰、葡萄牙、西班牙、英国	比利时、瑞士、意大利、挪威
稳定	德国		
改善	爱尔兰		

来源：安卓

影响破产数量预测的第二股力量是财政支持的逐步取消，这通常会导导致破产数量上升到疫情前的“正常”水平。在所观察的市场中，约有一半的财政支持已于 2021 年上半年甚至更早前逐步取消。相对较早结束政府支持的国家/地区包括巴西、土耳其和俄罗斯。至于另一半市场，刺激计划将于 2021 年下半年甚至更晚逐步取消。例如，澳大利亚、爱尔兰、日本、西班牙和瑞典的支持政策将持续到 2021 年第四季度。韩国的财政刺激措施甚至延期至 2022 年第二季度。

影响破产数量预测的第三个因素是经济发展的影响，这取决于两个因素：GDP 与潜在 GDP 之间的差距（复苏的力度），以及破产数量对 GDP 差距的反应程度。该因素反映了破产数量是如何对经济周期做出反应的。根据历史关系，我们知道破产数量在扩张的经济周期中通常呈下降趋势，而在增长放缓甚至下滑时呈上升趋势。这种反应在经济学中被称为“弹性”，衡量的是破产数量变化对 GDP 变化的反应程度。

从地区层面来看，我们预计今年欧洲的破产数量将上升，而北美和亚太地区的破产数量仍将呈下降趋势（见图表 2）。由于美国强有力的财政支持和强劲的经济复苏，北美地区的破产数量仍然非常低。亚太地区财政支持的持续时间也相对较长。2022 年，这三个地区的破产数量都将上升，预计亚太地区的增幅最大，欧洲和北美地区的增幅略小。亚太地区的上升是因为 2021 年的基数较低，而北美地区的上升则在一定程度上受到了相对强劲的美国经济增长所限制。欧洲的破产数量预计将连续第二年上升。

从国家/地区层面观察 2021 年和 2022 年破产数量预测，我们认为到 2022 年，破产数量仍将高于疫情前的水平。2020 年的延迟破产、随着财政支持逐步取消而回归“正常”水平的破产数量，加上 GDP 增长对破产数量的影响，这些因素共同导致了大多数观察市场破产数量的上升（见图表 3 和图表 4）。与疫情前的水平相比，意大利 (+34%)、英国 (+33%) 和澳大利亚 (+33%) 的破产数量最高。澳大利亚破产数量的上升将主要发生于 2022 年，因为财政支持将于 2021 年底结束。英国和意大利的破产数量在 2021 年和 2022 年都将有所上升，但最高上升幅度将出现在 2022 年。

与疫情前相比，荷兰 2022 年的破产水平也相对较高 (+26%)。荷兰破产数量的上升将只发生于 2022 年，因为财政支持在 2021 年会将破产数量保持在较低水平。其他主要经济体，例如西班牙 (+26%)、法国 (+23%) 和美国 (+6%)，预计也将在 2022 年迎来破产数量的上升。西班牙有限的经济复苏力度将导致破产数量的上升主要发生在 2021 年。法国破产数量的上升将分布于 2021 年和 2022 年，主要归因于僵尸企业的破产和 2021 年第二季度财政支持的逐步取消。而关于美国，我们预计其 2022 年的破产水平将比 2019 年高 6%。破产数量的上升将只发生于 2022 年，但由于强劲的经济复苏，以及 2020-2021 年破产数量的降幅较小，上升幅度将受到限制，受基数效应的影响较小。

有些国家/地区到 2022 年的破产发展趋势相对稳定，例如德国 (+2%)、瑞典 (+3%) 和日本 (+4%)。尽管受到疫情影响，这些国家/地区的破产水平将大致回归正常。然而，如附录中的表 1 所示，同比发展势头仍然可能较强。例如，德国的破产数量在 2020 年下降了 16%，在 2021 年预计将再下降 1%，但预计将在 2022 年上升 22%。净效应将是略高于疫情前的水平。

与 2019 年的水平相比，巴西 (-35%)、韩国 (-15%) 和爱尔兰 (-10%) 是 2022 年仅有的破产数量大幅下降的市场。爱尔兰 2020 年的破产数量没有骤降，因此基数效应较小。此外，财政支持将持续到 2021 年第四季度，强劲的经济复苏也将拉低破产数量。韩国财政支持的延期也是 2022 年预期破产水平仍然较低的原因。巴西经济复苏的强劲态势足以使其在接下来的两年内保持低破产水平。

2022 年之后，我们预计破产数量将继续下降或保持稳定。这是因为破产水平已经回归正常，并且离开支持就无法存活的僵尸企业已经破产。很显然，财政支持的逐步取消在短期内可能会给一些企业带来挑战，因为它们将再次面临在没有政府大力支持的环境下维

持经营的局面。有些企业尤为脆弱，因为它们为了挺过新冠疫情已然债台高筑。

Theo Smid, 高级经济学家
theo.smid@atradius.com
+31 20 553 2169

Iulian Ciobica, 经济学家
iulian.ciobica@atradius.com
+31 20 553 2121

表 1 总破产数 - 年度百分比变化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 预测	2022 预测
澳大利亚	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	-41	-6	138
奥地利	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	-40	30	50
比利时	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							-10	-15	-16	4	-10	26	6
丹麦	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	-14	-8	42
芬兰	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	-19	23	29
法国	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-5	-40	44	41
德国	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	-16	-1	22
中国香港	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	-14	25	14
爱尔兰	8	7	3	-19	-15	-10	-2	-15	-13	-59	1	-27	23
意大利	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
荷兰	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	-17	-29	112
新西兰	-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
波兰		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
罗马尼亚		-9	36	10	-30	-50	-18	9	-9	-21	-13	28	0
俄罗斯	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
韩国	-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
英国	-18	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	-27	7	70
美国	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	-5	-6	18

来源：安卓、Macrobond、国家来源

表 2 总破产数 - 指数, 2010 = 100

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 预测	2022 预测
澳大利亚	100	109	111	113	92	106	89	81	84	87	51	48	115
奥地利	100	92	95	86	85	81	82	80	78	79	48	62	93
比利时	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						100	90	77	65	68	61	77	81
丹麦	100	78	81	69	54	62	73	70	75	80	69	63	90
芬兰	100	103	103	109	104	90	84	76	89	92	75	92	119
法国	100	99	101	105	104	104	96	91	90	85	52	74	105
德国	100	94	88	81	75	72	67	63	60	59	50	49	60
中国香港	100	87	89	102	106	106	97	83	78	85	73	91	104
爱尔兰	100	107	110	90	76	69	68	57	50	20	21	15	18
意大利	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
荷兰	100	100	120	131	102	77	63	49	45	46	38	27	58
新西兰	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
波兰		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
罗马尼亚		91	124	136	95	47	39	42	38	30	26	34	33
俄罗斯	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
韩国	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
英国	100	104	99	90	83	74	75	75	82	88	64	69	117
美国	100	85	71	59	48	44	43	41	40	41	39	36	43

来源: 安卓、Macrobond、国家来源

如果您觉得这篇经济分析研究对您有帮助，不妨访问我们的网站 www.atradius.com，在这里您会发现更多紧跟全球经济动态的安卓出版物，包括国家/地区报告、行业分析、信用管理建议，以及关于当前商业热点的专题。

在社交媒体上

关注安卓



免责声明

本报告仅供参考，无意向读者提供投资建议、法律建议，也无意将其作为特定交易、投资或策略方面的建议推荐给任何读者。读者须自行判断本文所提供的信息，独立做出商业或是其他方面的决策。尽管我们已尽一切努力确保本报告所含信息来自于可靠的信息来源，但对于其中的任何错误或遗漏或因使用本报告信息而取得的结果，安卓概不负责。本报告中的所有信息均按“原样”提供，不保证其完整性、准确性、时效性或使用信息的结果，并且不做出任何明示或暗示担保。在任何情况下，对于您或任何其他他人依据本报告中的信息而做出的任何决策或采取的任何措施，或是任何机会的丧失、利润损失、生产损失、业务损失或间接损失、任何形式的特殊或类似损害，安卓及其相关合伙企业、关联公司或合作伙伴、代理商或雇员均不承担任何责任，即使得知可能发生此类损失或损害的情况亦如此。

版权所有 Atradius N.V. 2021

Atradius N.V.

David Ricardostraat 1 – 1066 JS Amsterdam

Postbus 8982 – 1006 JD Amsterdam

The Netherlands

电话：+31 20 553 9111

info@atradius.com

www.atradius.com