

# 预计新型冠状病毒将导致 2020 年破产率大幅提升

安卓经济研究 - 2020 年 9 月

## 摘要

- 随着新型冠状病毒疫情将世界经济拖入衰退，预计 2020 年全球企业破产率将增加 26%
- 所有市场的破产率都在攀升，但某些国家/地区实施的一揽子财政计划和破产程序暂停限制了破产率的增长
- 2020 年，中国香港、土耳其和美国的破产率年度增速尤其高。在欧洲，破产率大幅上升的国家/地区有葡萄牙和荷兰

随着中美贸易谈判压力减轻，以及全球制造业触底反弹，今年开局相对积极。然而，复苏的希望刚刚萌生，就被新型冠状病毒疫情扼杀。预计全球 GDP 将同比收缩 4.5%，导致此次衰退的严重程度更甚于 2009 年的大衰退。中国是唯一有望免于衰退的主要市场。疫情开始较早的中国在 2020 年第一季度受到的经济影响最大，而在第二季度经济活动回暖，同比增长 3.2%。对于大多数其他地区，经济衰退的冲击在第二季度已经显现。如果封锁措施逐步解除，则有望在 2020 年下半年出现复苏。这也为 2021 年创造了积极的“翘尾效应”。<sup>1</sup>2021 年的复苏尚不确定，取决于疫苗的研发与接种情况，或者说世界能否在很大程度上克服社交隔离对经济活动的影响。

不同国家/地区经济收缩的程度各有差异，取决于诸多因素。首先，采取更长期和更严格封锁措施的国家/地区预计经济下行最为严重。封锁措施会阻止产品及服务的生产和消费。另外，随着劳动者失去收入，需求可能会下降，而经济不确定性又会增加储蓄的倾向。意大利、法国和西班牙受到病毒的影响较严重，

因此已实施长期的严格封锁措施。这些国家/地区的 GDP 在 2020 年均出现大幅收缩。

其次，行业属性很重要。西班牙、意大利、法国、葡萄牙和希腊等南欧国家/地区受当前危机的影响更深，因为其经济活动高度依赖于旅游业和服务业，而这些行业又受困于新型冠状病毒疫情。在这些国家/地区中，希腊展现出的前景最佳，因为到目前为止，该国在遏制病毒传播方面成效比较显著。

另一方面，北欧国家/地区预期收缩率普遍较低。德国、丹麦、荷兰和奥地利对旅游业依赖程度较低，在遏制新一波感染方面收效更好，其经济对社交隔离限制的适应似乎更佳。

在我们分析的所有欧洲国家/地区中，瑞典的 GDP 收缩率最低。这是因为瑞典政府正在实施“群体免疫”政策，让病毒更自由地传播。因此，该国受限制的经济活动较少。尽管采取了相对宽松的措施，瑞典的经济今年仍将步入衰退。原因之一是人们自愿避免进行某些消费，特别是老年人等高危人群。例如，他们选择不去咖啡馆和餐馆，因为有被感染的风险。瑞典未

<sup>1</sup>翘尾效应是过去一年对新一年增长的提前贡献。如果过去一年年底前 GDP 呈上升趋势，则会产生积极的翘尾效应，为新一年 GDP 增长做出积极贡献。

能完全避免经济衰退的另一个原因是经由贸易和金融联系承受了来自欧洲其他国家/地区的负面冲击。

英国是北欧 GDP 收缩率最高的国家。起初英国政府也像瑞典一样采取“群体免疫”政策。但是，由于医疗系统显然无法应对高感染率，该国经济被迫进入严格封锁状态。经济面临着脱欧的高度不确定性，使得局势进一步复杂化。英国和欧盟正努力在今年年底之前就未来政治和贸易关系达成协议，但能否达成还充满变数。

欧洲以外，美国、日本和澳大利亚的前景比多数欧洲国家/地区更为乐观。美国虽然受到新型冠状病毒感染的严重影响（7月份新病例数仍在增加），但是已经放松对经济活动的限制。此外，由于美国政府在危机严重程度上发出的信号较弱，因此民众抑制消费的程度可能低于欧洲。

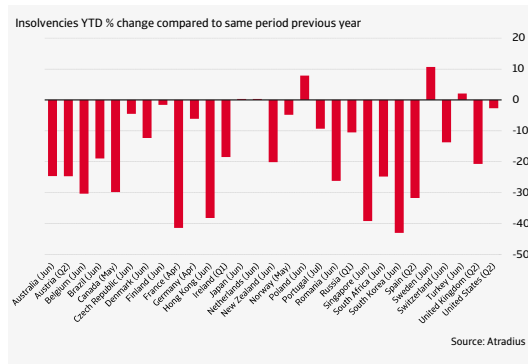
澳大利亚是表现最好的发达国家/地区之一，是成功遏制新增感染的一个典型示例。但是由于旅游业和出口服务高度依赖于东南亚地区，澳大利亚的经济仍然摇摇欲坠。

最后，日本相对于前两个国家更加脆弱，在危机开始之初的严格限制但随后又过早放松管理的矛盾措施下，再度大幅激增的感染数会对经济活动造成损害。预计 2020 年日本 GDP 将收缩 6%。由于感染数量再度爆发会影响国内外支出，预计 2021 年日本经济将部分复苏（增长 2.8%）。

### 2020 年上半年破产率意外下降

2020 年上半年记录的破产率数据显示出下降趋势。图 1 显示，大多数国家/地区的破产率低于上年同期。最值得注意的是，英国、西班牙和法国从年初至今 (YTD) 的数据为 -20% 到 -40% 不等。这种大幅下降与经济衰退的严重程度并不相符，特别是考虑到这些国家是受危机打击最严重的几个国家。

图 1 多数国家/地区 2020 年上半年破产率下降



2020 年上半年 GDP 与破产率发展的差异主要由两类政策造成。

### 破产制度变更

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。这些措施包括在法院暂时中止破产申请（不予受理），阻止债权人启动破产程序或提高破产通知的债务门槛。这些临时救助措施的期限因国家/

地区而异，除了少数没有结束日期外，几乎所有措施都是在 2020 年 5 月至 12 月结束。

比利时、意大利和西班牙等许多国家/地区颁布了法律，暂时冻结破产程序或宣布破产不予受理。这意味着不允许债权人就无法履行付款义务的公司的破产向法院提出上诉。

新加坡和澳大利亚等其他国家/地区则提高了公司宣布破产的债务门槛。包括荷兰、瑞典、丹麦、爱尔兰、英国和美国在内的第三组国家尚未为了应对新型冠状病毒疫情而对其破产制度作出重大改变。但是，就荷兰和英国而言，破产制度需要进行更大规模的改革，这可能会影响未来的破产模式。例如，在荷兰，迫使公司重组债权人较为容易，这有可能会减少破产公司数量。但是，实际上荷兰和英国破产制度的变化与新型冠状病毒无关，因为这些变更在疫情爆发之前就已开始。

各国政府通过临时改变破产框架，以防止破产率在危机初期激增。但是，这些措施是暂时的，几乎所有国家/地区的宽限措施都将在 2020 年第二季度或第三季度结束。

### 财政措施

其次，世界各国家/地区政府和央行已采取措施来抵消经济影响，并为小型企业提供支持。例如，美联储和英格兰银行启动了针对中小企业 (SME) 的贷款计划。但是，对企业最直接的支持还是来自政府。这些财政措施的目的是在公司流动性面临营收下降的压力时，为其提供喘息的空间。

根据国际货币基金组织 (IMF) 划分，政府支持可以分为三类。首先是“线上”措施，包括工资补贴计划、临时税收减免、社会援助以及对小企业和个体经营者的直接补助。所有这些措施都会直接导致预算赤字升高。第二类措施则归类为“线下”，通常涉及资产的创造，例如向企业提供贷款或进行注资。这些措施前期对赤字影响很小或没有影响，但可能会增加政府债务。最后是政府担保，通常前期不会对赤字或债务产生影响，但会形成或有负债，使政府面临担保要求的风险。

我们认为，短期内最有效的措施是直接支出（“线上”）和减税措施。这些可以是直接补贴，用于支付劳动者的工资和其他固定成本，如支付租金和利息，也可以暂时中止公司税。一些欧洲国家/地区（例如德国、荷兰、英国、丹麦和法国）以及非欧洲国家/地区（例如澳大利亚和日本）也已采取此类措施。奥地利、比利时、西班牙和意大利等其他欧洲国家/地区更注重社会援助措施，例如失业救济金、短期工作补偿和临时裁员福利。社会援助措施尽管较为间接，但仍有可能对破产率产生积极影响，因为其虽然并不能直接增加公司流动资金头寸，但可以支撑家庭支出。

在封锁最严格的 2020 年第二季度，财政措施的影响最大。德国、荷兰、法国和澳大利亚政府明确提到，措施将延续至第二季度之后。欧盟还设立一项 7500 亿欧元的共同恢复基金，将疫情中情况较好的国家/地区的资金重新划拨给情况较差的国家/地区。所有

这些都表明，经济救助计划可能会延续到 2020 年全年。

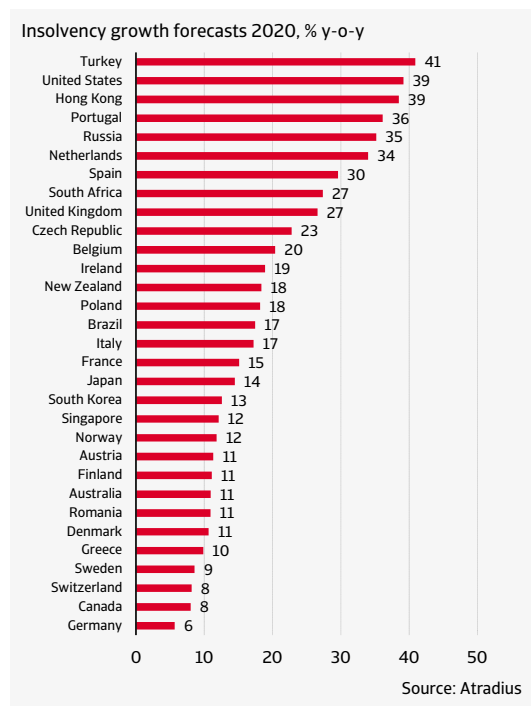
美国则选择了采取多种政策，包括通过薪酬保护计划 (PPP) 向承诺留用员工一定时间的公司提供工资补贴。另一项政府计划旨在向公司提供贷款和担保。这些措施可以解释为何尽管法院很大程度上仍在运作企业破产，但美国在 2020 年上半年的破产企业相对较少。在撰写本报告之际，美国国会正在讨论延长 PPP 救助计划的实施。

尽管直接支出和减税措施（“线上”措施）短期有效，但长期来看不太可能阻止破产率增加。即使这一揽子计划涵盖了公司的成本，但仍然无法弥补持续的利润损失。受影响行业的资本所有者最终将别无选择，只能申请破产，并将剩余资本重新分配给更有前景的行业。与新型冠状病毒危机有关的财政计划也严重影响政府预算，如果持续时间过长，可能难以为继。一些南欧国家/地区，尤其是意大利和希腊，政府债务已经很高。继续实施这种规模刺激计划的预算空间有限。

### 2020 年下半年破产率激增

预计 2020 年下半年破产率将大幅上升。图 2 显示的是我们对 2020 年全年破产率的预测。我们预计全球破产率将上升 26%。该预测基于以下假设：财政刺激措施逐步取消，法院的破产诉讼程序重新开放。如前所述，对于大多数国家/地区，破产法的暂时放宽将于 2020 年第二季度或第三季度结束。财政措施可能会延续到 2020 年结束甚至 2021 年，但由于对政府预算的严重拖累，有可能会逐步取消。

图 2 2020 年破产率展望

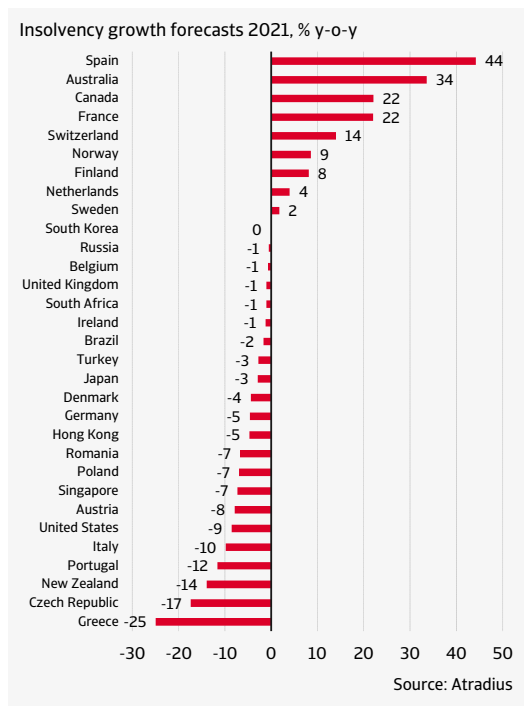


所有主要地区都将面临破产率增加的问题。根据经济紧缩严重程度和破产弹性（破产对 1% GDP 变化的响应百分比），不同国家/地区的破产率预测差异较大。由于经济结构和体制因素（例如破产制度类型）的差异，各国家/地区情况有所不同。

在欧洲，破产率增幅最低。德国、法国、奥地利、比利时、瑞士和意大利，破产率可能会上升 6% 到 20%。这些国家的经济下行幅度通常较低（比利时和意大利例外），因为破产率对 GDP 的响应较低。如前所述，低破产弹性的背后往往有体制方面的原因。例如，在德国，法律不鼓励陷入困境的公司申请破产，而是鼓励重组。另一方面，意大利以往对经济周期的破产弹性也相对较低，但原因不同：破产程序冗长且成本高昂，因此，大多数陷入困境的公司更倾向于通过与债权人达成所谓的“破产前和解协议”，在法院外进行清算。

破产率大幅上升的经济体包括土耳其、美国、中国香港以及欧洲的葡萄牙、荷兰和西班牙。所有这些国家/地区预计均将出现大规模经济下行，这在很大程度上解释了破产率大幅攀升的原因。但是，一些特定于国家/地区的因素也很重要。我们认为土耳其和葡萄牙防止破产的财政应对措施有效性较低，因为其对于为企业提供流动性的关注有限。在美国，尽管衰退预计不会像南欧国家/地区那样严重，但是破产率对经济活动的波动反应很大。此外，PPP 计划的有效性和规模可能仍将低于通过工资补贴提供大量流动性援助的欧洲国家/地区。

图 3 2021 年破产率展望



在葡萄牙、西班牙和英国，破产率大幅上升主要是由于严重的经济下行。但是，西班牙和英国的破产率增长幅度预计将低于 2009 年大萧条时期。我们认为，鉴于此后实施的破产程序发生了一些重要变化，这种结果更有可能发生。英国自 6 月起进行的最新破产改革包括暂时中止不法交易规则，这一条款可能导致会计公司董事在公司陷入财务困境时受到民事指控。西班牙 2014 年实施的改革旨在鼓励遇到困难的公司申请重组计划，而不是选择清算。在这项改革之前，破产程序耗时耗资巨大，通常对债务人和债权人都没有吸引力。此外，有证据表明，为避免破产，公司更愿意通过抵押贷款承担额外债务，这种做法很可能导致住房市场崩溃时大萧条期间破产数量增加。我们认为，由于有吸引力的重组方案会降低通过抵押贷款为流动性融资的需求，当前法律的改革会削弱住房市场与破产率之间的联系。此外，西班牙住房市场尚未出现严重下滑的迹象。这会进一步减少可能仍依赖于这种融资形式的公司所承受的压力。

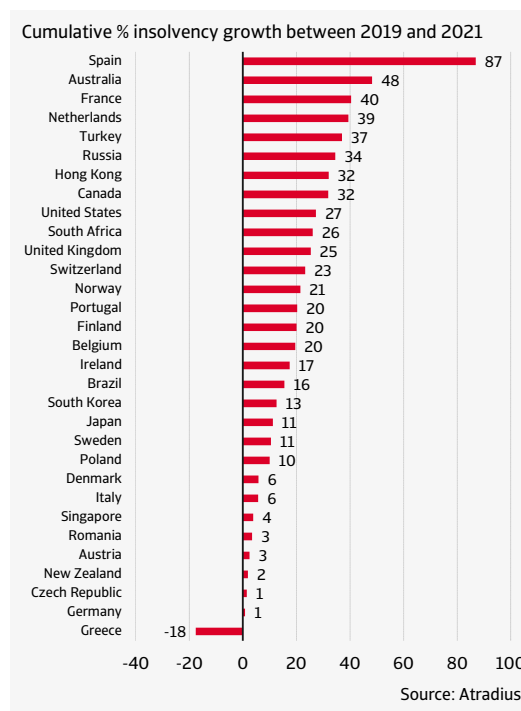
最后，尽管荷兰的经济收缩幅度低于其他多数国家/地区，其破产率预计仍将大幅上升。破产率对经济状况的高度敏感性解释了破产率为何会出现大幅跃升。这种高破产弹性源于法律框架。陷入财务困境的公司通常更倾向于申请破产并以另一个实体的名义重新开始经营活动。重组选择权不能强加于债权人，因此使用频率较低。<sup>2</sup>

### 2021 年形势喜忧参半

我们的预测基准是假设全球封锁措施将在 2020 年下半年逐步放松。随着疫苗在 2021 年第一季度上市，或是世界在很大程度上克服社交隔离对经济活动的影响，经济复苏将进一步加快。我们的基准情景是 2021 年所有国家/地区的 GDP 复苏。这意味着货币政策和财政政策可以在 2021 年逐步收紧。能够成功应对疫情是一个重要的假设，同时也是一个非常不确定的假设。这是由于从 7 月开始，许多国家/地区的新型冠状病毒感染率再次呈现上升趋势。这一形势可能迫使这些国家/地区收紧社交隔离措施，令前景发生极大变化。

图 3 为 2021 年破产率预测。同样，破产率预测的差异也很大。在某些国家/地区，2020 年法院程序暂时中止造成的登记延后导致破产率水平上升。西班牙、澳大利亚、加拿大、法国、瑞士、挪威和芬兰都是如此，预计这些国家的破产率增长将在 2021 年达到最高。瑞典和荷兰继 2020 年温和收缩之后，2021 年经济增长相对较弱，再加上财政支持计划取消，导致 2021 年破产率将会略有增加。

图 4 2021/2019 年累计破产率增长



2021 年破产率下降幅度最大的国家/地区是包括希腊、葡萄牙和意大利在内的南欧国家/地区。这些国家/地区均受益于相对强劲的经济复苏。希腊是一个特例，近年来其破产率呈下降趋势，很可能是由于改革所致，企业更容易在没有法院介入的情况下进行重组。我们认为 2020 年希腊破产率增加是与这一趋势的暂时偏离，预计将在 2021 年恢复之前的下降趋势。希腊也是 2019-2021 年期间南欧唯一破产率累计降低的国家（图 4）。到 2021 年，不仅是南欧，该地区以外的许多国家/地区的破产率也将出现明显下降。例如新西兰和捷克共和国。预计这些国家/地区也将从 2021 年相对强劲的经济复苏中受益，从而破产率水平相对于 2020 年将会降低。

尽管就全球平均来看，我们认为 2021 年破产率会略有下降，但需要强调的是，这与 2020 年平均破产率水平有关。将 2021 年的破产率水平与新型冠状病毒衰退（2019 年）之前的水平进行比较，仍可看到 2021 年的破产率高出 25%。因此我们要提醒，由于 2021 年仅有小幅经济复苏，破产风险仍将高于新型冠状病毒危机之前。

Theo Smid, 经济学家  
[theo.smid@atradius.com](mailto:theo.smid@atradius.com)  
 +31 20 553 2169

Iulian Ciobica, 经济学家  
[iulian.ciobica@atradius.com](mailto:iulian.ciobica@atradius.com)  
 +31 20 553 2121

<sup>2</sup> 而正在讨论的新破产法将改变这种做法。破产法院可以强制所有债权人进行重组。新的法律目前正在议会上议院审议中。预计会在未来几个月内实施。

**Table 1 Total insolvencies - annual percentage change**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f
Australia	-3	21	4	2	9	1	2	-19	16	-16	-8	3	3	11	34
Austria	-6	0	9	-8	-8	3	-10	-1	-5	1	-3	-2	1	11	-8
Belgium	1	10	11	2	7	4	11	-9	-9	-6	9	-1	7	20	-1
Brazil	-25	-34	-6	-19	-12	7	8	-1	12	-13	29	0	-1	17	-2
Canada	10	-2	-41	-11	13	-11	-2	-2	-1	-7	-6	-1	3	8	22
Denmark	21	54	-10	-3	-22	4	-15	-21	15	18	-4	7	6	11	-4
Finland	-1	16	25	-13	3	0	6	-5	-14	-6	-10	17	3	11	8
France	7	7	14	-5	-1	3	3	0	0	-8	-6	-1	-4	15	22
Germany	-15	0	12	-2	-6	-6	-8	-7	-4	-7	-7	-4	-3	6	-5
Greece	-3	-35	68	-35	-4	19	31	-16	-43	-43	14	-32	27	10	-25
Hong Kong	7	-3	50	-43	-13	2	15	3	1	-9	-14	-6	9	39	-5
Japan	6	11	-1	-14	-4	-5	-10	-10	-8	-6	0	-2	2	14	-3
Netherlands	-13	-14	53	-9	0	19	10	-22	-24	-19	-22	-9	4	34	4
New Zealand	-5	-35	45	-5	-12	-7	-13	-7	4	3	-22	-7	-18	18	-14
Norway	-6	41	47	-17	0	-13	18	6	-3	-1	4	12	3	12	9
Portugal	-12	39	28	21	-5	46	1	-13	12	-6	-16	-4	-8	36	-12
Singapore	-7	-16	-12	-25	-1	14	14	-12	1	1	-9	1	-1	12	-7
South Africa	4	5	25	-3	-11	-24	-13	-13	-5	-1	-3	-1	11	27	-1
South Korea	-9	19	-27	-21	-13	-10	-18	-16	-14	-23	-11	-5	-12	13	0
Spain	18	188	88	-4	15	32	10	-27	-21	-9	10	11	12	30	44
Sweden	-5	7	20	-4	-4	7	4	-6	-11	-5	6	13	2	9	2
Switzerland	0	-7	24	20	6	3	-5	-10	4	7	3	3	-1	8	14
United Kingdom	-11	35	14	-18	4	-4	-9	-8	-10	1	-1	10	7	27	-1
United States	42	52	41	-7	-15	-16	-17	-19	-8	-2	-4	-4	3	39	-9

Sources: Atradius, Macrobond, national sources

**Table 2 Total insolvencies - index, 2007 = 100**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020f	2021f
Australia	100	121	125	128	139	141	144	117	135	113	104	107	111	123	164
Austria	100	100	110	101	93	96	87	86	82	83	81	79	80	89	82
Belgium	100	110	123	125	133	138	153	140	127	119	130	129	138	166	165
Brazil	100	66	61	49	43	47	50	50	56	49	63	63	62	73	72
Canada	100	98	70	62	70	62	61	59	59	55	52	51	52	57	69
Denmark	100	220	200	193	151	156	134	105	120	141	136	146	155	171	164
Finland	100	116	145	127	131	131	139	132	114	107	96	113	116	129	140
France	100	107	123	117	115	118	122	121	122	112	106	105	100	115	140
Germany	100	100	112	110	103	97	89	83	79	74	69	66	64	68	65
Greece	100	65	109	71	68	81	106	89	51	29	33	23	29	32	24
Hong Kong	100	97	146	83	72	74	85	87	88	81	69	65	70	97	93
Japan	100	111	110	95	90	86	77	69	64	60	60	58	59	68	66
Netherlands	100	86	132	119	120	143	157	122	92	75	58	53	55	74	77
New Zealand	100	65	95	89	79	73	64	59	61	63	49	46	38	45	38
Norway	100	141	207	171	172	150	176	186	180	179	187	211	217	243	263
Portugal	100	139	179	216	205	300	303	262	294	277	233	224	207	282	249
Singapore	100	84	74	56	55	63	72	64	64	65	59	60	59	67	62
South Africa	100	105	131	127	113	86	75	66	62	61	59	59	65	83	82
South Korea	100	119	87	68	59	54	44	37	31	24	22	20	18	20	20
Spain	100	288	540	520	598	791	866	635	501	458	502	558	627	812	1,171
Sweden	100	107	128	123	118	126	130	122	108	103	109	124	126	137	140
Switzerland	100	93	115	138	147	151	143	130	135	144	148	152	151	163	186
United Kingdom	100	135	153	125	130	124	113	104	93	94	93	103	110	139	138
United States	100	152	215	199	169	142	118	95	88	85	82	79	81	112	103

Sources: Atradius, Macrobond, national sources

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](http://www.atradius.com)，在这里您会发现更多紧跟全球经济动态的 Atradius 出版物，包括国家/地区报告、行业分析、信用管理建议，以及关于当前商业问题的文章。

关注 Atradius  
社交媒体



#### 免责声明

本报告仅供参考之用，无意向任何读者提供投资建议、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，Atradius 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性，并且不做出任何明示或暗示担保。在任何情况下，对于您或任何其他人士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，Atradius 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。

Atradius N.V.2020 版权所有

**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](mailto:info@atradius.com)  
[www.atradius.com](http://www.atradius.com)