

欧洲疫情是否会再度引发债务危机？

对意大利、西班牙、法国和德国的比较分析

2020 年 3 月下旬新冠疫情在中国基本得到了控制。但在全球其他地区不断扩散，欧元区多国疫情发展迅速，意大利、西班牙尤其是重灾区。从财政情况来看，意大利、西班牙负债均较高，其中意大利的经济下滑程度趋同于欧债危机时期，存在爆发债务危机的可能性。而法德虽然也是疫情大国，但在经济基本面强韧的支撑下，情况较好。

- 3 月 11 日世卫组织宣布新冠肺炎已构成“全球大流行”。欧元区多国疫情严重，截至 3 月 31 日意大利疫情确诊人数已经超过中国，仅次于美国；西班牙、德国、法国及英国目前已经上万人确诊且确诊人数以千计增加；荷兰、奥地利、比利时等国虽然目前确诊人数尚未破万，但是增长率却连日超过 15%，仍处于疫情的爆发期，总体而言，欧元区国家已经处于全球疫情的中心。
- 意大利作为欧洲疫情最严重的国家，其经济基本面在金融危机后恢复较慢，近年来在欧洲主要国家中表现不佳，同时意大利债务率偏高，偿还债务和利息的压力都较大，存在因疫情而导致债务违约的可能性。
- 西班牙近年债务水平增加较快，但其政府财政状况稳健，经济增长也相对良好，因此违约风险小于意大利。
- 法国、德国疫情虽然疫情同样较为严重，但因为经济基本面相对良好，政府财政资源充足，爆发债务危机的可能性并不大。

相关研究报告

《A 股市场季度策略》 20200406

《策略点评》 20200406

《新冠肺炎疫情数据跟踪》 20200405

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

钱思韵

(8621)20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

疫情发生全球背景

2020年3月，新冠疫情在中国已经逐步得到控制，但海外疫情增长迅速。3月11日，世卫组织宣布此次疫情已构成“全球大流行”。欧元区多个主要经济体疫情均较为严重。其中，意大利截至3月31日累计确诊达105,792例，已经成为世界上仅次于美国的第二大疫情国；与此同时，欧洲其他国家西班牙、德国、法国三国均超过5万人确诊且每日新增人数接近5,000人，处于疫情爆发期。世卫组织3月14日警告称欧洲现在已经成为大流行疫情的中心。

2008年金融危机以来，在全球主要经济体中，欧元区经济增长一直相对较差。随着全球贸易形势的恶化，2018年起欧元区经济增长再度出现趋弱迹象。在当今疫情冲击下，欧洲各国政府纷纷出台防疫措施，而由此造成的国家封锁和停工状态或会对本就不佳的欧元区经济造成巨大负面影响。2010-2012年的欧债危机给全球经济造成了次贷危机后的二次冲击，那么，本次疫情是否可能引发严重疫情国的债务违约，从而导致新一轮的欧债危机？本文分析了目前的欧元区疫情最新进展，并就目前欧元区主要国家的财政情况同2010-2012年欧洲债务危机时期进行对比，展望未来可能的演变途径，提示可能存在的风险。

欧元区主要疫区国的确诊情况

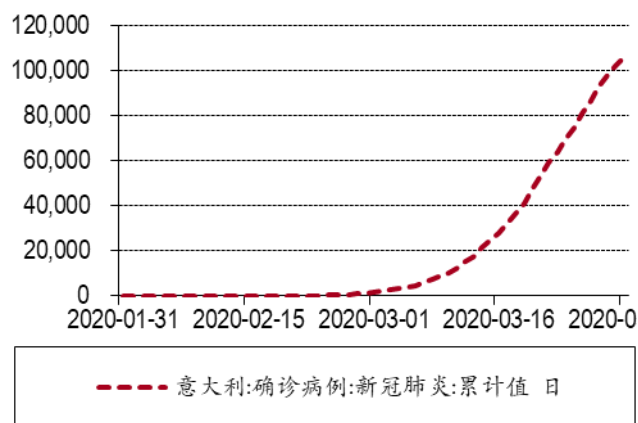
新冠肺炎已经在欧洲逐渐爆发，其中意大利疫情最为严重，截至3月31日，意大利累计确诊105,792例，前一日单日新增4,053例，已经超过中国成为仅次于美国的全球第二大疫情国。目前疫情在意大利确诊人数的增长趋势有所减缓，但距离防疫拐点仍有距离。

西班牙卫生部3月31日公布的数据显示，该国累计确诊病例升至95,923例，单日确诊病例增长至接近8,000人，已经超越中国成为仅次于意大利和美国的世界第三大疫情国。从增长曲线来看，西班牙呈指数增长，仍处于爆发期，距离拐点还有一段距离。

德国截至3月31日已有71,817人确诊，单日新增确诊4,766人。从折线图来看，3月13日以后增速始终处于高位，3月25日单日确诊人数首次突破4,000人，目前还在进一步上升。

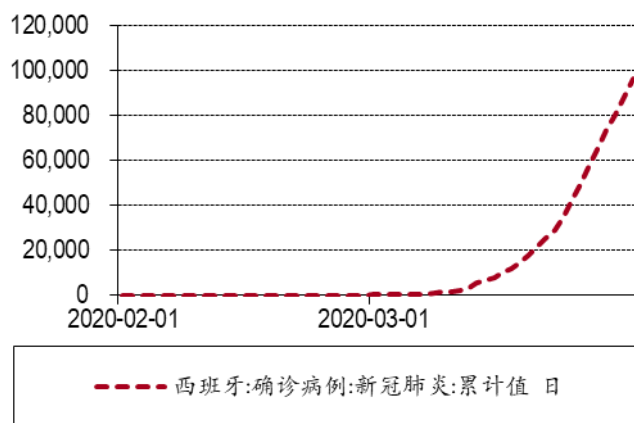
法国目前已有52,836人确诊，单日确认人数增长已经超过7,000例达到7,666例，疫情在法国仍处于快速扩张中。

图表 1. 意大利疫情最为严重



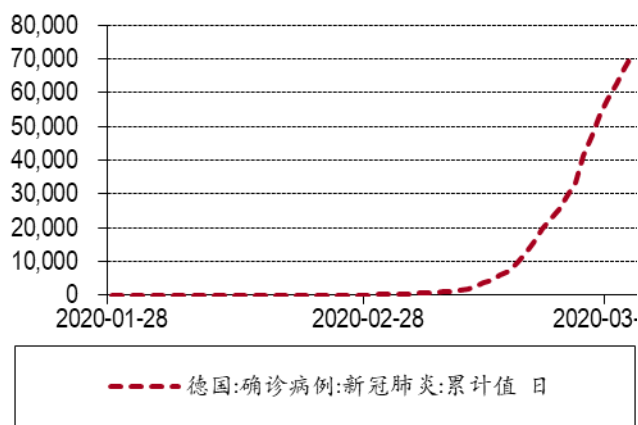
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 西班牙确诊病例呈指数增长



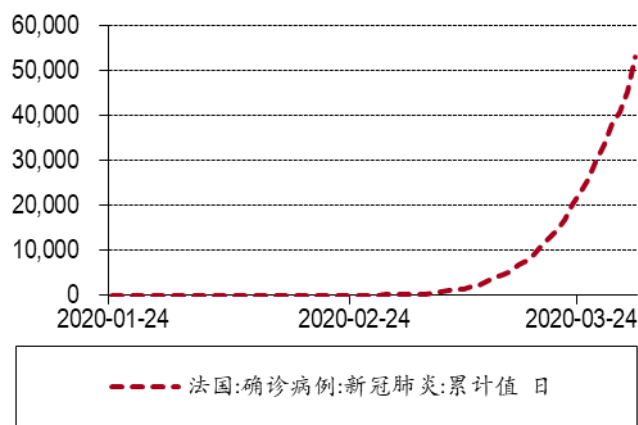
资料来源：万得，中银证券

图表3 德国目前确诊人数已经突破 50000 人 (人)



资料来源: 百度, 中银证券

图表4 法国疫情快速扩散 (人)



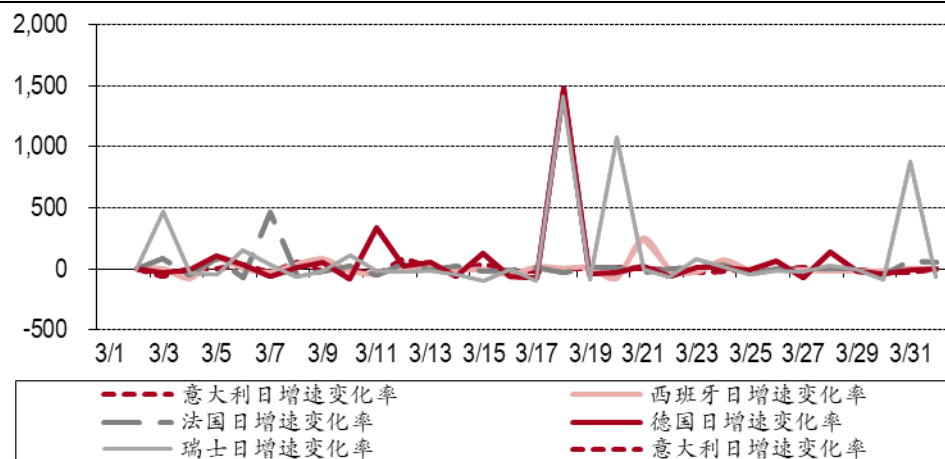
资料来源: 百度, 中银证券

图表5 欧洲各国确诊趋势 (人)



资料来源: 万得, 中银证券

图表6 欧洲各国确诊人数增速变化率 (%)



资料来源: 万得, 中银证券

欧洲几大国确诊人数的变化率近日已经逐渐趋于 0, 这反映了各国每日新增确诊人数已经不再快速增加, 而进入到了每日新增确诊人数变化不大的新阶段, 说明欧洲几大国的防疫措施已经取得了初步效果。但是, 欧洲几大国每日新增确诊人数仍然较多, 疫情扩散情况依然严峻。

总体来看，欧洲几大国每日新增确诊人数仍然处于高位，累计确诊人数还在快速增长的阶段，距离疫情发展拐点还需要一定的时间，各国之间数字的差距很可能只是零号病例出现的时间差所导致的爆发期的不同。欧洲各国疫情不断扩散很可能会使得经济基本面不断恶化。

欧元区主要疫区国的财政情况

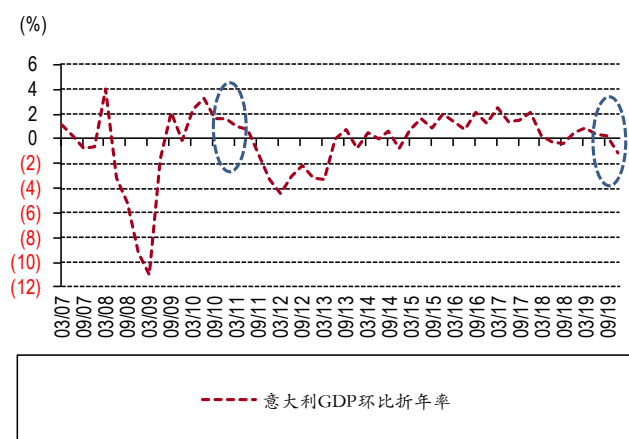
从感染人数来看，截至3月31日，欧元区累计确诊人数排前四位的国家有意大利、西班牙、德国和法国，同时，这几个国家也是欧元区的主要经济体。因此我们选取这四个国家，就其财政与负债情况与2010年-2012年间欧债危机蔓延时进行对比，以判断这些国家未来是否有可能重蹈欧债危机时的覆辙。

意大利疫情最重，债务偏高

意大利是欧洲第四大、世界第八大经济体，2018年GDP总量突破2万亿美元，达到2.07万亿美元。但金融危机后，其恢复速度较缓慢，近年来在欧洲主要国家中表现不佳。2019年以来，意大利GDP环比折年率四个季度逐步下降，四季度已降至-1.2%，尽管这一增速仍好于欧债危机时期，但已经是近年来的低点。2019年全年，意大利GDP增速只有0.3%，不仅明显低于德法两国，也远远低于欧盟1.2%的整体水平。

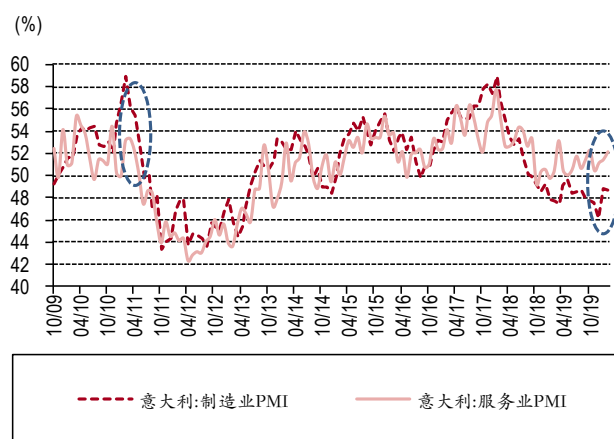
从相对高频的PMI数据看，意大利近两年制造业和服务业PMI保持较低水平，其中制造业PMI在2018年年中后始终在略低于荣枯线以下的水平波动，而服务业PMI则略微维持在荣枯线上方。总体看，目前的经济景气程度偏弱。与2011年相比，2011年上半年，欧债危机蔓延至意大利之前，意大利制造业和服务业PMI均保持在扩张区间，在欧债危机蔓延至意大利后，意大利PMI才从2011年6月起迅速走低，并始终在荣枯线下方低位振荡。总体上，目前的经济景气程度仍不及欧债危机之前。

图表 7. 近年来意大利增速放缓



资料来源：万得，中银证券

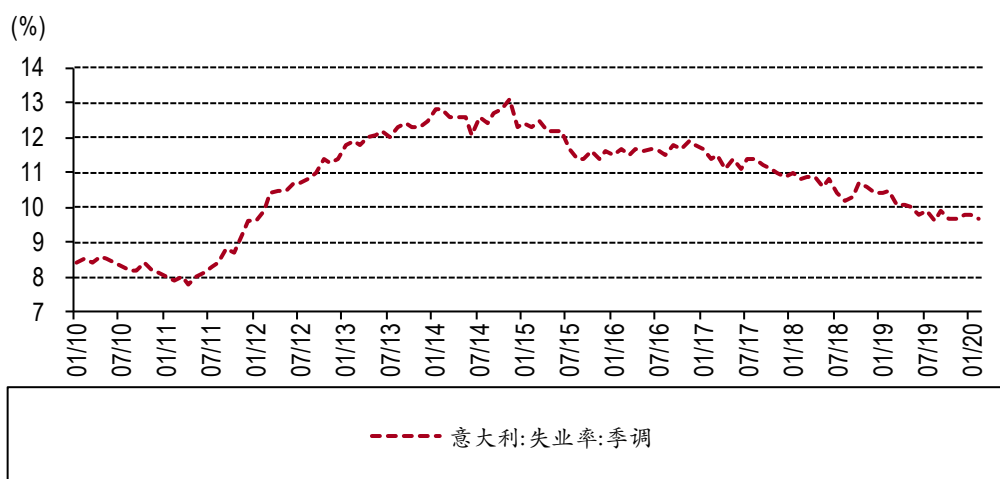
图表 8. PMI 数据显示意大利经济景气程度弱于欧债危机前



资料来源：万得，中银证券

在就业市场上，欧债危机后，意大利失业率水平处于缓慢改善状态，但始终未回到欧债危机前水平，2019年中旬以来，意大利失业率在欧债危机以来首次低于10%。但是，疫情不断扩散导致制造业停工和服务业停摆，很可能导致就业情况重新恶化，进而加重政府负担，不利于意大利政府控制债务规模。

图表 9. 意大利失业率始终未回到欧债危机前水平

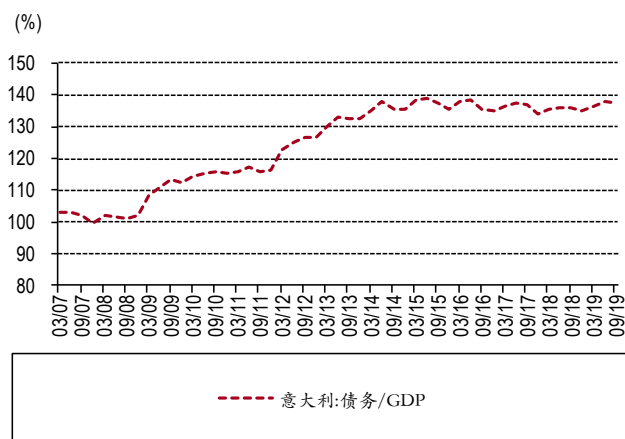


资料来源: 万得, 中银证券

截至 2018 年末, 意大利的政府债务达 2.38 万亿欧元, 占 GDP 比例为 134.8%, 远远超出欧盟规定的 60% 上限, 也超出通常认为发达国家公共债务的警戒线 90%; 与欧元区其他主要经济体相比, 意大利债务占 GDP 比例偏高, 在欧元区仅次于希腊。意大利政府 2019 年设定的债务与 GDP 之比目标为 132.6%, 然而, 2019 年三季度末, 这一比例已经升至 137.3%。而 2011 年欧债危机前, 意大利债务占 GDP 比例在 115%-120% 之间。总体看, 意大利的债务水平较 2011 年明显有所上升。

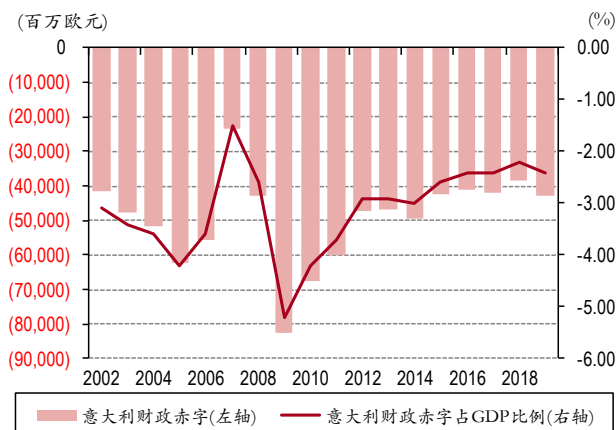
在财政赤字方面, 意大利 2019 年的政府收入为 8,279.48 亿欧元, 支出为 8,707.98 亿欧元, 财政赤字 428.5 亿欧元, 财政赤字占 GDP 比例为 2.4%, 较欧债危机前超过 600 亿欧元的财政赤字有所好转。这归因于意大利财政收入的增加和欧债危机后政府支出的减少。2019 年意大利国家财政预算金额较前年降低至约 56 亿欧元, 预算赤字率降低至 2.04%。2019 年意大利国家财政社会补助及养老金财政评估支出金额为 43.58 亿欧元, 而实际支出低于 40 亿欧元。与 2019 年国家财政预算金额的约 56 亿欧元相比, 社保支出结余金额约为 18 亿欧元。可见政府支出在进一步降低。但考虑到总债务水平的上升, 意大利依然是一个负债经营的国家, 其偿还债务和利息的压力较大。

图表 10. 意大利债务水平较欧债危机时有所上升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 意大利财政收支较欧债危机时有所好转



资料来源: 万得, 中银证券

为对抗疫情，截至 3 月 31 日，意大利政府已推出 297 亿欧元的防疫支出，随着疫情的扩散，意大利政府势必需要拨出更多的财政支出来对疫情进行管控和购买必需品，如口罩、防护服等。所以 2020 年的财政支出必然会高企，财政赤字大概率将进一步扩大。目前，市场预期受疫情影响，意大利二季度失业率可能高达 10%，意大利 2020 年全年实际 GDP 可能会萎缩 0.6% 至 2%。

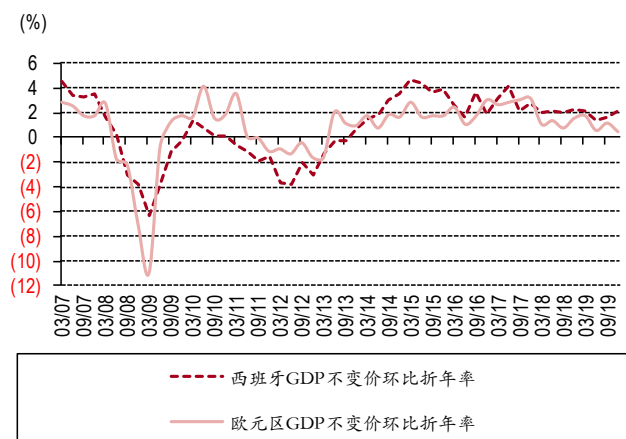
尽管目前意大利政府的财政赤字相比欧债危机时有所减少，但政府总债务规模并未下降，近年来仍处缓慢攀升中。同时，意大利经济增长缓慢，失业率未明显改善，经济基本面弱于欧债危机之前。在新冠疫情的不断扩散使得意大利已经成为世界第二大疫情国后，经济活动的停滞很可能进一步重创意大利薄弱的经济基本面，导致连锁反应的出现。因此，对于意大利的财政和债务状况，需要谨慎防范。

西班牙经济基本面呈现良好

西班牙疫情扩散程度也较为严重，确诊数量仅次于意大利。但其经济基本面情况较好，西班牙在 2019 年全年 GDP 总量达到了 1.24 万亿欧元，四个季度 GDP 环比折年率分别为 2.1%、1.4%、1.6% 和 2.1%。总体看，近年来西班牙的经济增长速度明显领先于欧元区整体水平。

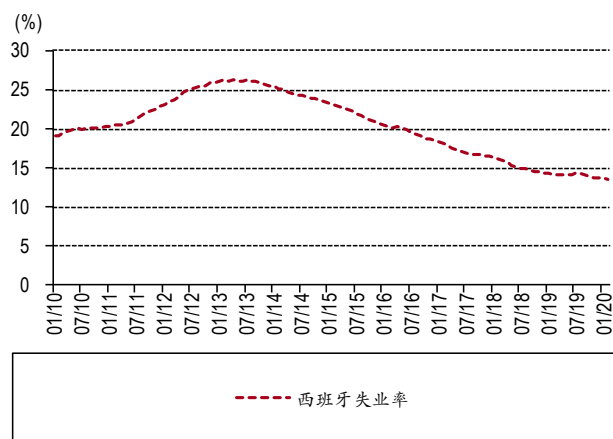
从就业市场看，近年来西班牙失业率自欧债危机时期 25% 的高位逐渐回落，但近两年失业率仍维持在 15% 左右的较高水平，给财政带来了一定负担。后续如疫情冲击进一步导致制造业停工和服务业停摆，很可能导致就业情况进一步恶化，使得西班牙政府增加财政支出进而扩大目前逐渐稳定的债务规模。

图表 12. 西班牙近年来经济增长好于欧元区整体



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 西班牙失业率近年来逐步下降

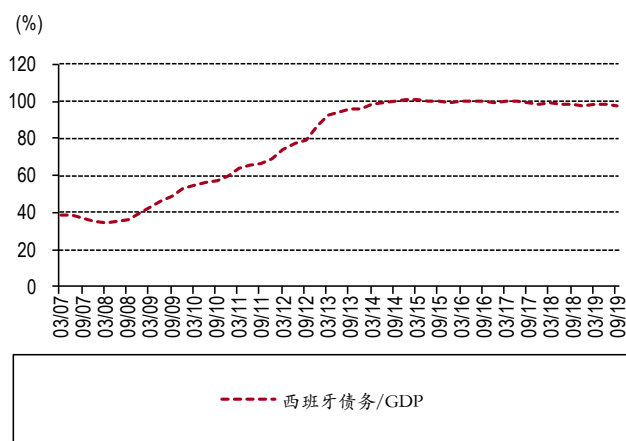


资料来源：万得，中银证券

在欧债危机中，西班牙虽然也属于“欧猪五国”，但其债务水平并不高，2011 年末债务占 GDP 比例为 73.9%。反而是欧债危机后，近年来西班牙债务明显扩张，2019 年 9 月，西班牙国家政府债务达到 13,426 亿美元，约 12,213.52 亿欧元，占 GDP 比例为 97.9%，超出欧盟规定的 60% 上限，也超出通常认为发达国家公共债务的警戒线 90%。原因或在于危机后政府开始提高债务率刺激经济发展。

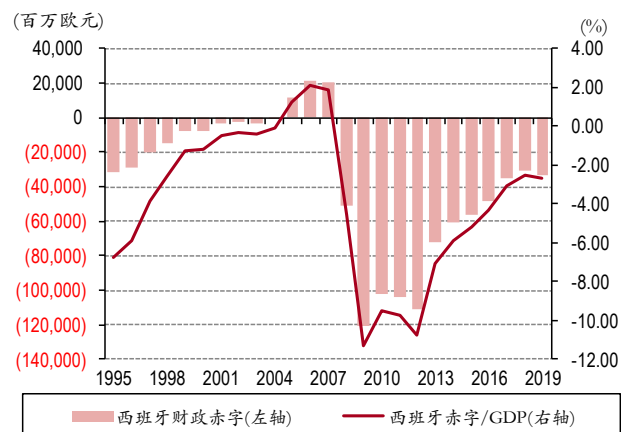
尽管整体债务水平上升，但西班牙近年来赤字率逐步收窄。2012 年财政赤字曾因欧债危机达到 1,107 亿欧元，占 GDP 比例为 10.7%；近年来随着西班牙经济逐渐释放活力，其财政收入逐年增加，赤字逐年减小。2019 年财政赤字为 329 亿欧元，占 GDP 比例为 2.6%。

图表 14. 西班牙整体债务水平上升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 西班牙赤字率逐步收窄



资料来源: CEIC, 中银证券

随着西班牙已经发展为全球新冠疫情第三大国, 疫情很可能给西班牙经济带来持续的负面影响, 目前市场预测西班牙 2020 年全年 GDP 增速可能下滑 1%, 失业率很可能重新反弹至 20% 以上。

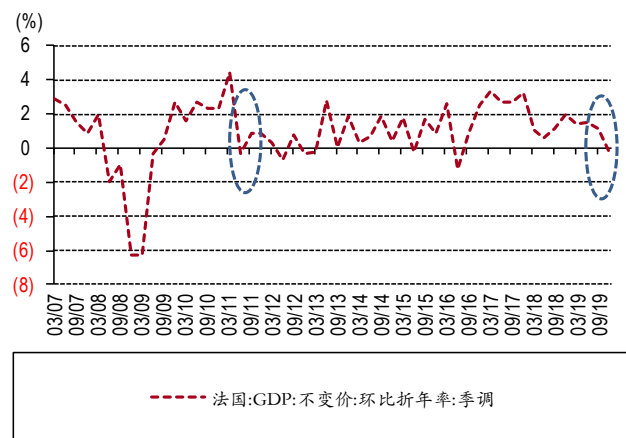
截至 3 月 31 日, 西班牙政府计划支出 3,000 亿欧元对抗疫情。我们认为, 虽然目前西班牙的疫情爆发速度较快, 但西班牙经济增速这几年始终保持在 2% 以上的较高水平, 债务总水平不高, 财政赤字率较低, 政府有充足的财政资本和负债空间对疫情进行进一步的防控。其良好的经济基本面可支撑它顺利度过疫情高峰期。在疫情缓解后, 西班牙经济很可能迅速出现反弹。经济的迅速恢复使得西班牙政府能够按期偿还其到期债务的本利, 并有助于其快速走出疫情。因此西班牙出现债务危机的概率不大。

法国公共开支总体规模大, 但赤字率较低

在德国引领欧洲经济增长多年后, 欧元区第二大经济体法国正迎头赶上, 2019 年三季度 GDP 环比折年率增长 1.1%, 超过德国水平。整体看, 法国近年来经济增长平稳, 不过, 2019 年以来, 法国整体的增长速度逐步回落, 2019 年四季度转为负增长。随着疫情扩散, 2020 年 3 月 9 日, 法国政府下调 2020 年经济增长率至低于 1% 的水平。2011 年一季度, 法国 GDP 环比折年率为 4.4%, 目前法国的经济增速较欧债危机前明显趋弱。

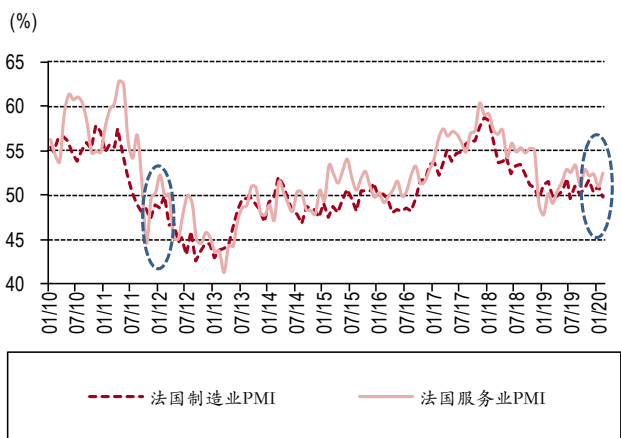
从 PMI 数据看, 法国经济景气程度近年来表现尚好, 制造业 PMI 在 2019 年多数月份位于扩张区间, 服务业 PMI 则一直维持在 50 以上。同时, 法国失业率自欧债危机后逐步走低, 2019 年底已降至 2010 年以来新低 8.2%。

图表 16. 法国经济增长平稳



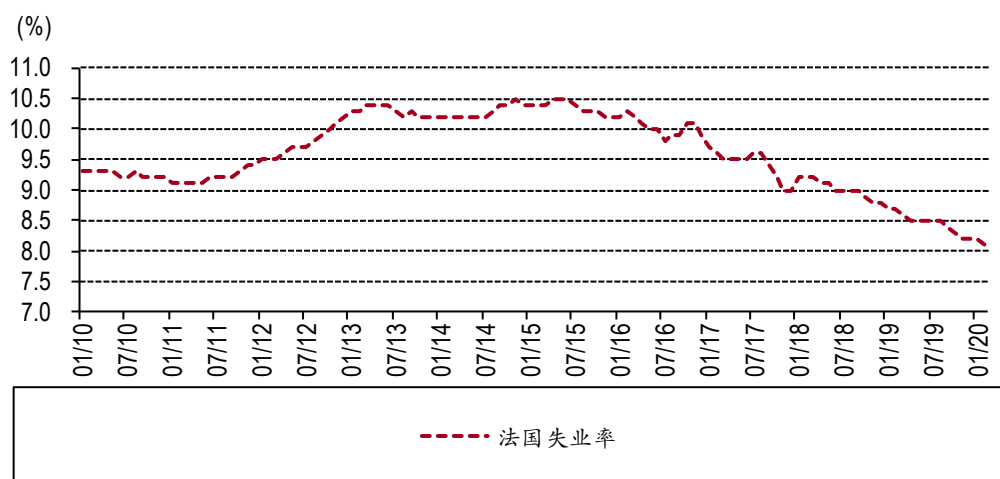
资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. PMI 数据显示法国经济景气程度尚可



资料来源: CEIC, 中银证券

图表 18. 法国失业率逐步走低

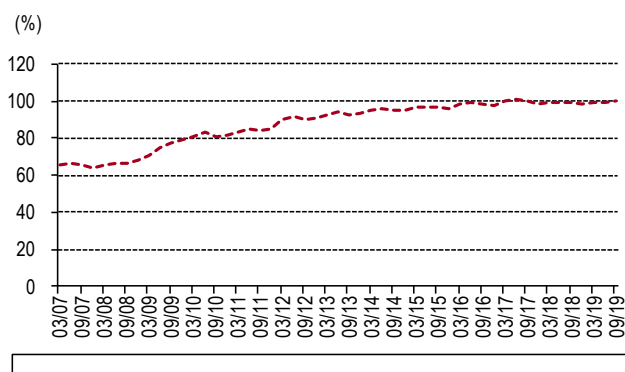


资料来源：万得，中银证券

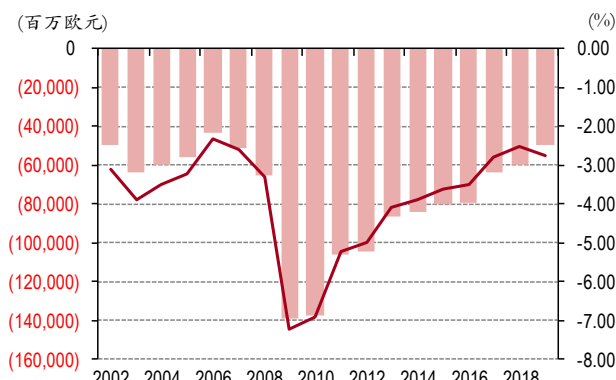
从债务规模看，法国的国家政府债务在 2019 年三季度约 2.4 万亿欧元，占 GDP 比例为 100.5%。由于法国公共部门规模庞大，近年来公共债务徘徊在 GDP 的 100% 左右，马克龙本届任期刚过半，包括失业救济、养老金、税收制度改革还有待推行，因此作为典型福利国家的法国的财政支出较为庞大，未来债务率有可能继续缓慢上升。

不过，法国政府的财政状况总体在 2008 年危机后趋向改善，截至 2019 年三季度，财政赤字占 GDP 比例为 2.7%，远低于欧债危机前 5% 以上的水平。

图表 19. 法国近年债务/GDP 维持在 100% 左右



图表 20. 法国政府财政状况逐年改善



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6029

