

欧洲主权债务压力是否需要关注？

报告导读/核心观点

俄乌危机常态化后欧盟被迫与俄罗斯能源脱钩，明显增加欧洲滞胀压力。欧央行滞胀压力下大概率转向加息，政策转向将增加欧洲主权债务潜在压力。欧债危机爆发的薄弱环节（意大利、西班牙、葡萄牙等欧洲债务压力国的政府部门杠杆率）在危机后并未经历实质性的结构调整和风险去化，当前杠杆率均高于危机时期，本轮全球货币共振紧缩背景下可能成为容易爆发尾部风险的薄弱环节。如果未来欧洲主权债务遭受冲击，我们认为风险在爆发后最终仍将在欧央行等机构的救助下得到平息和控制（类似2010年欧债危机），但德国援助力度受限可能延长风险波动的时间。本文我们仅将欧洲债务的潜在压力视为需要关注的尾部风险，暂不影响大类资产配置结论。如果尾部风险出现，借鉴历史经验大类资产可能呈现如下阶段性走势：美债收益率受影响相对有限；权益市场风险偏好易受冲击；美元和黄金均具备避险属性，价格易涨难跌。我们提示可将德意利差作为欧洲主权债务压力的重要观测指标，从上一轮经验看如果德意利差走阔至300BP以上则需加强警惕。

□ 俄乌危机常态化后欧盟被迫与俄罗斯能源脱钩，明显增加欧洲滞胀压力

当前俄乌危机呈现出一定常态化趋势，如果未来俄乌危机进一步延续，不排除欧盟未来对俄的制裁进一步蔓延到天然气层面。经估算，欧盟整体能源体系对俄罗斯的依赖度高达20%，欧盟与俄罗斯被迫的能源脱钩将明显增加欧盟的滞胀压力。从“滞”的方面看，能源品供给的约束会使得欧洲工业生产尤其是补库进程遭遇较大影响，欧盟2022全年GDP增速可能回落至3%附近。从“胀”的方面看，能源价格的上行是当前欧洲通胀压力主要的贡献项，近期能源价格压力开始出现向下游传导的压力，欧洲通胀压力可能于近期反超美国。如果未来欧洲能源进一步与俄罗斯脱钩将加剧欧洲滞胀压力。

□ 欧央行滞胀压力下大概率将转向加息，政策转向将增加欧洲主权债务潜在压力

欧央行是单目标制央行，其政策目标主要锚定通胀不涵盖就业，通胀目标锚定2%。在此背景欧央行启动加息箭在弦上。货币政策方面，欧央行预计将于7月结束量化宽松，届时欧央行预计将启动加息步伐，加息次数可能达到3-4次，对应加息幅度75-100BP。极端情况下，如果未来制裁进一步深化并蔓延至天然气领域，加息幅度可能进一步强化。政策转向将从两个方面增加欧洲主权债务潜在压力。

一是意大利等欧洲债务压力国的国债发行极度依赖欧央行的流动性支持，量化宽松暂停后国债发行压力将明显增加。欧央行的购债计划在疫情期间成为了欧元区国家尤其是部分债务“压力国”的“唯一买家”（压力国主要指意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰、希腊五国）。经我们估算，欧央行在疫情期间的购债对五国债务增量的覆盖率达到129%。一旦欧央行在7月起停止量化宽松，则以上国家的国债发行压力将明显增加。

二是欧央行进入加息周期，欧洲债务压力国的利率水平可能进一步提升。欧央行或者美联储的加息均会抬升意大利、西班牙、葡萄牙等国的财政融资成本。对于欧央行而言，政策利率的调整会直接影响相应区域的债券收益率水平；对于美联储而言，联邦基准利率的调整也会通过全球债券的套利交易（CARRY TRADE）传导抬高欧洲区域的国债收益率。

□ 欧债压力国近年杠杆率未经历去化反而走高，全球货币紧缩可能成为薄弱环节

当前欧洲债务压力国的政府杠杆率全部明显高于欧债危机时的水平。美国和欧洲在2008年以后风险去化的最大差异点在于：美国的风险暴露部门居民在金融危机后经历了充分的去杠杆。欧洲则并未经历这一过程，欧洲各大债务压力国的政府部门作为欧债危机的风险暴露部门，在2012年欧债危机后反而进一步加杠杆（一是2020年的新冠疫情明显加剧了欧洲各国的财政压力；二是欧元区居民部门需求不足且长

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

期被高社会福利政策所绑架，政府部门难以实质性去杠杆)，以居民和企业为代表的私人部门由于需求一蹶不振反而整体去杠杆。

考虑到欧债危机爆发的薄弱环节（意大利、西班牙、葡萄牙等欧洲各大债务压力国的政府部门杠杆率）在危机后并未经历实质性的结构调整和风险去化，本轮全球货币共振紧缩背景下可能继续成为容易爆发尾部风险的薄弱环节。尤其是滞胀环境下基本面恶化的压力（不同于 2012 年欧债危机，本轮欧盟与俄罗斯能源脱钩的压力会导致德国等经济火车头面临基本面下行压力）会加剧这一风险的脆弱性。综上，我们认为未来欧洲债务的潜在压力是需要重点关注的方向。一旦压力出现德国可能仍有援助但力度可能受到约束。如果未来欧洲主权债务遭受冲击，我们认为风险在爆发后最终仍将在欧央行等机构的救助下得到平息和控制（类似 2010 年欧债危机），但德国援助力度受限可能延长风险波动的的时间。

作为欧洲主权债务压力的重要观测指标，后续需重点观测 10 年期意德国债的利差走势，当前德意利差约为 220BP。从上一轮欧债危机经验来看，意大利债务承压初期（2011 年 Q2）德意利差迅速跃升至 300BP 以上并持续走阔，意大利债务压力开始发酵。

□ 关注欧洲债务的潜在压力，一旦尾部风险出现大类资产会怎样？

本文我们仅将欧洲债务的潜在压力视为需要关注的尾部风险，暂不影响大类资产配置结论。但是，如果尾部风险出现，借鉴 2010 年-2012 年欧债危机的经验，我们认为大类资产将呈现的走势如下：美债收益率受影响相对有限，危机的初期阶段可能具备避险属性，利率可能小幅下行，但整体核心影响变量仍是美联储货币政策以及通胀走势；权益市场受影响较为明显，危机发酵阶段美股、欧股的风险偏好都易遭受冲击而阶段性回调；美元和黄金均具备避险属性，价格易涨难跌。

风险提示：欧洲债务压力风险暴露超预期

正文目录

1. 俄乌危机常态化欧盟被迫与俄罗斯能源脱钩，增加欧洲滞胀压力.....	5
2. 欧央行滞胀压力下转向加息后，需关注欧洲潜在的主权债务风险.....	7
2.1. 欧央行是单目标制央行在剧烈滞胀压力下加息是必然选项，加息 50BP 的氛围渐浓	7
2.2. 欧洲债务压力国的国债发行极度依赖欧央行的流动性支持，量化宽松暂停后国债发行压力增加	8
2.3. 欧央行进入加息周期，欧洲债务压力国的利率水平可能进一步提升	9
3. 欧债压力国的政府杠杆率未经历风险去化反而走高，全球货币紧缩可能成为薄弱环节	11
3.1. 欧债压力国的政府杠杆率未经历风险去化反而走高，全球货币紧缩可能成为出现尾部风险的薄弱环节	11
3.2. 一旦压力出现德国可能仍有援助但力度可能受到约束	13
4. 关注欧洲债务的潜在压力，一旦尾部风险出现大类资产会怎样？	15
风险提示.....	16

图表目录

图 1：俄罗斯 1-4 月经常项目盈余创近年来新高	5
图 2：2019 年欧盟原油进口来源及占比.....	6
图 3：欧盟的能源消费结构（%）	6
图 4：超 14 个欧洲国家对俄罗斯天然气的依赖度均超过 50%	6
图 5：2019 年欧盟固体化石燃料进口来源及占比.....	6
图 6：欧洲各项通胀走势（%）	7
图 7：欧洲补库已缓慢启动（%）	7
图 8：欧央行官员政策理念分布.....	8
图 9：欧央行资产总额（亿欧元）	9
图 10：美国 2021 年 GDP 规模是欧元区的 1.7 倍	9
图 11：美联储和欧央行的加息均会抬升意大利国债收益率.....	10
图 12：欧洲债务压力国的政府部门 2013 年后整体加杠杆（%）	12
图 13：欧洲债务压力国的居民部门 2013 年后整体去杠杆（%）	12
图 14：欧洲债务压力国的企业部门 2013 年后整体去杠杆（%）	12
图 15：2011 年 Q2 德意利差迅速跃升至 300BP 以上（%）	13
图 16：近年来德国选择党在国内的民调基本保持稳定（%）	14
图 17：德国欧债危机后政府部门杠杆率明显下滑（%）	14
图 18：发达国家债券收益率受欧债危机冲击并不显著（%）	15

图 19: 权益市场在危机的发酵阶段容易冲击风险偏好 (各国股指走势已经标准化处理) 16

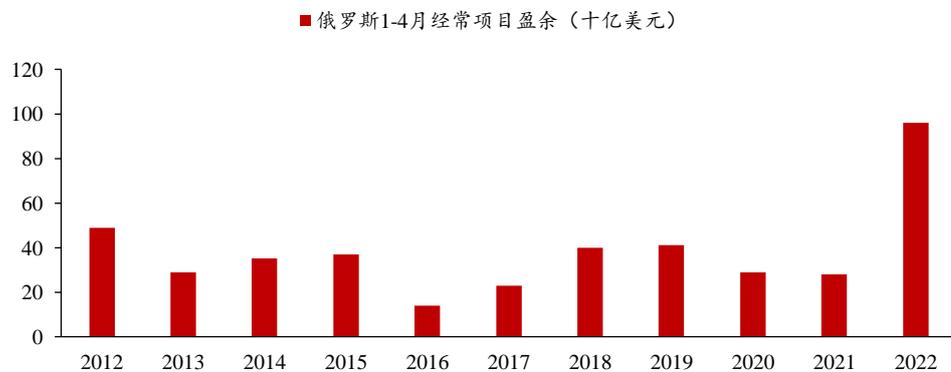
图 20: 黄金和美元在危机的发酵阶段都曾呈现较强的避险属性 (美元右轴) 16

1. 俄乌危机常态化欧盟被迫与俄罗斯能源脱钩，增加欧洲滞胀压力

当前俄乌危机呈现出一定常态化趋势，预计冲突在 Q3 仍将延续。一是欧美国家仍在持续向乌克兰输送弹药，以美国为代表，拜登于 5 月 21 日签署总额约 400 亿美元的对乌援助法案，方案主体包括 200 亿美元的军事援助、80 亿美元的经济援助、50 亿美元的粮食援助等。二是乌克兰国内进一步延长战争紧急状态，乌克兰总统泽连斯基在 5 月签署总统令将乌克兰的战争紧急状态延长至 8 月 23 日。

俄乌危机冲突以来，供给端风险迅速推升商品价格，俄罗斯作为重要的商品出口国获益明显（详细请参考前期报告《俄乌冲突升级对通胀有何影响？》），1-4 月俄罗斯经常项目累计顺差达到 960 亿美元，相当于 2019-2021 年 3 年同期的顺差总和。在此背景下，欧盟被迫与俄罗斯进行能源脱钩，从政治角度需要减少对俄罗斯的能源依赖度，从经济角度也需要减少俄罗斯从商品涨价中的获益程度。为此，欧盟在第六轮对俄制裁的一揽子方案中进一步纳入原油禁运方案，根据禁运规划将在 2022 年底减少 90% 的俄油进口；如果未来俄乌危机进一步延续，不排除欧盟未来对俄的制裁进一步蔓延到天然气层面，波兰副外长在本月曾指出欧盟已在起草第七轮对俄制裁方案，未来制裁方案中可能涉及天然气。如按这一规律发展，欧盟与俄罗斯被迫的能源脱钩将明显增加欧盟的滞胀压力。

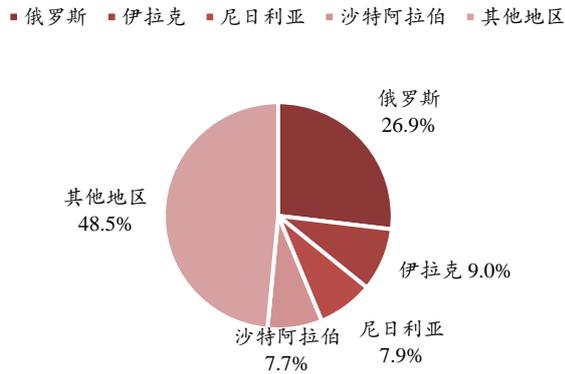
图 1：俄罗斯 1-4 月经常项目盈余创近年来新高



资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

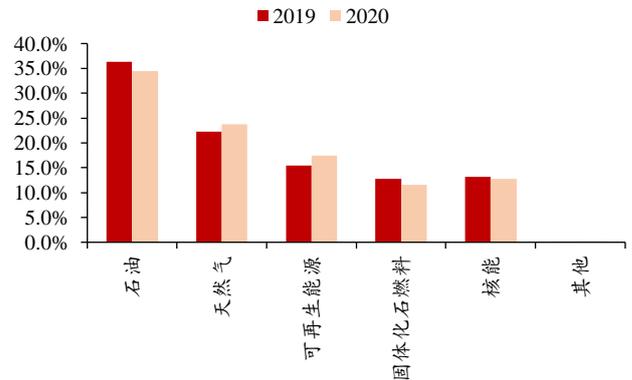
经我们估算，欧盟整体能源体系对俄罗斯的依赖度高达 20%。从能源结构上看，2020 年欧盟能源结构中原油、天然气和固体化石燃料（以煤炭为主）的占比分别达到 34.5%、23.7%和 11.5%：原油方面，欧洲的原油消费量几乎全部依赖进口，俄罗斯在欧洲的原油进口量中占比高达 27%，局部国家层面斯洛伐克、立陶宛、波兰和芬兰对俄油的进口依赖度均超过 60%；天然气方面，欧洲对俄罗斯的天然气供给依赖度较高，俄罗斯在欧洲天然气市场中的占比接近 40%，超过 14 个国家对俄罗斯天然气的依赖度超过 50%；煤炭方面，欧盟的煤炭消费中约 10%来自俄罗斯，从局部国家看爱沙尼亚、波兰和德国对俄罗斯的进口依赖度均较高，分别为 100%，72.1%和 45.9%；为应对制裁以德国、意大利未达标的多个国家计划延长此前的脱煤计划表。在能源供给遭受严重挑战的情况下，欧洲面临的滞胀压力逐步提升。

图 2：2019 年欧盟原油进口来源及占比



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：欧盟的能源消费结构（%）



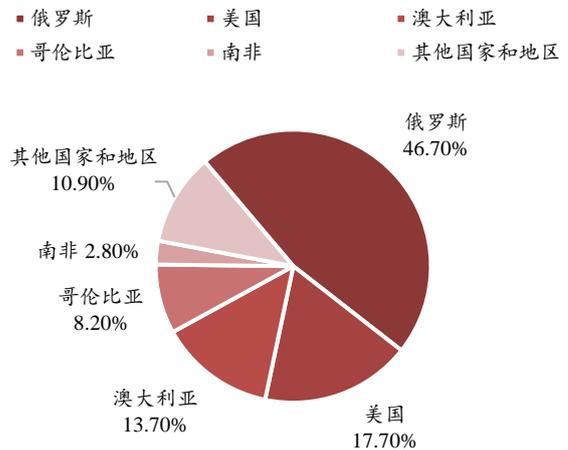
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：超 14 个欧洲国家对俄罗斯天然气的依赖度均超过 50%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：2019 年欧盟固体化石燃料进口来源及占比



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

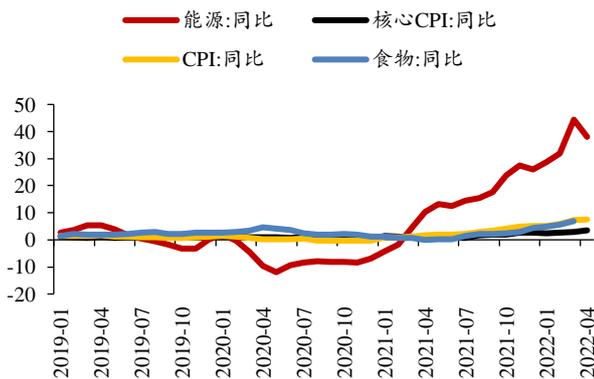
从“滞”的方面看，能源品供给的约束会使得欧洲工业生产尤其是补库进程遭遇较大影响，欧盟 2022 全年 GDP 增速可能回落至 3% 附近。欧央行在 4 月议息会议中指出：“俄乌冲突严重影响企业和消费者信心，贸易中断导致供给短缺，能源和大宗商品价格上行正在减少需求并抑制生产”。以欧洲经济火车头德国为例，德国作为传统的反核能国家，对俄罗斯的油气供给依赖度较高，对俄罗斯的天然气供给依赖度超过 50%，对俄罗斯原油的依赖度超过 20%。当前德国央行预测与俄罗斯的能源断供将会使德国经济遭受较大影响，至 2024 年可能造成德国经济约 4000 亿欧元的损失，在 2022 年对德国 GDP 增速影响可能达到 2%。从总量层面看，受俄乌危机影响，进入 2022 年以来欧央行也持续下调对于全年 GDP 增长的预期。2021 年末预测 2022 年 GDP 增速为 4.2%，2022 年 3 月将增速预测值下调至 3.7%，伴随能源压力的加剧，我们认为欧盟 GDP 增速可能进一步回落至 3% 以下。从结构层面看，欧洲补库进程已经在 2021 年 11 月如期启动但受能源危机影响速度可能慢于预期继而导致全年企业资本开支增速不及预期。

表 1：2019 年欧洲国家对俄罗斯原油依赖度

依赖度	国家
80%-100%	芬兰、斯洛伐克
60%-80%	立陶宛、波兰、匈牙利、保加利亚
40%-60%	捷克、塞尔维亚
20%-40%	瑞典、德国、荷兰、比利时、罗马尼亚、土耳其
0%-20%	乌克兰、爱尔兰、英国、法国、西班牙、葡萄牙、意大利、奥地利、斯洛文尼亚、克罗地亚、波黑、黑山阿尔巴尼亚、北马其顿、希腊、冰岛、挪威

资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

图 6：欧洲各项通胀走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：欧洲补库已缓慢启动（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从“胀”的方面看，能源价格的上行也是当前欧洲通胀压力主要的贡献项，5 月欧元区 CPI 当月同比增速已达到 8.1%，分结构来看，能源分项的同比增速超过 35.0%（能源分项数据截至 4 月），是涨幅最大的分项。除此之外，近期能源价格压力开始出现向下游传导的压力，欧洲核心 CPI 同比增速也于 5 月触及 3.8%。如果未来欧洲能源进一步与俄罗斯脱钩将加剧欧洲滞胀压力。

2. 欧央行滞胀压力下转向加息后，需关注欧洲潜在的主权债务风险

2.1. 欧央行是单目标制央行在剧烈滞胀压力下加息是必然选项，加息 50BP 的氛围渐浓

不同于美联储，欧央行是单目标制央行，其政策目标主要锚定通胀不涵盖就业，通胀目标锚定 2%。伴随俄乌危机的常态化，预计欧洲滞胀压力将明显加剧，通胀压力可能在近期反超美国，在此背景欧央行启动加息箭在弦上。

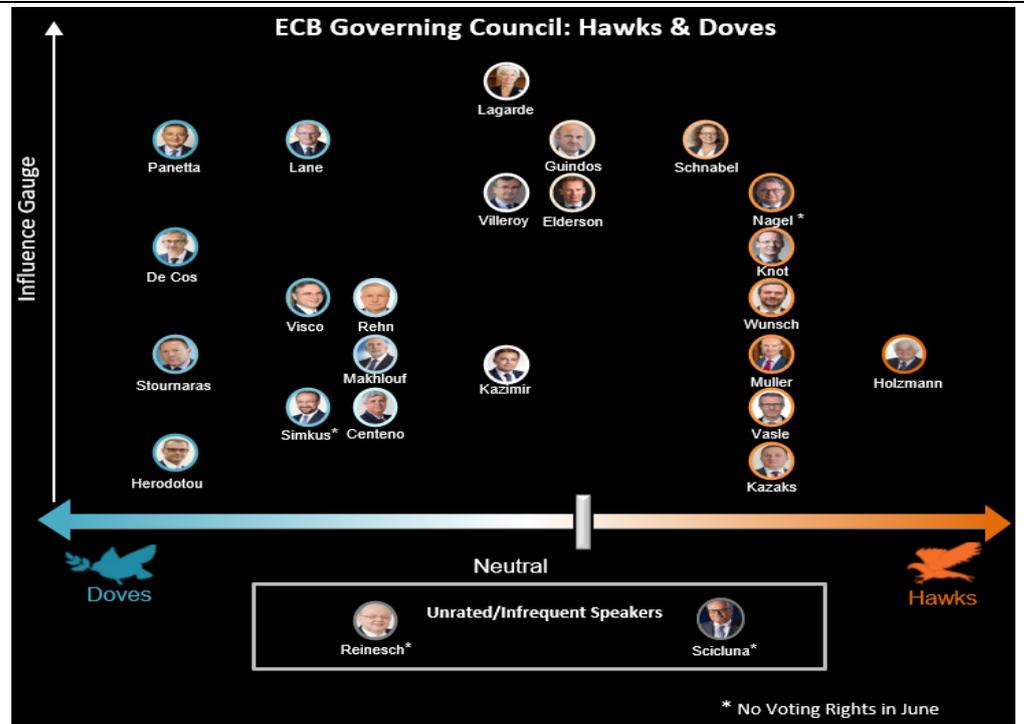
货币政策方面，首先欧央行预计将于 7 月结束量化宽松，当前资产购买计划（APP）下的购债规模 5、6 月的购债规模分别为 300 亿欧元和 200 亿欧元，7 月起将停止购债。届时欧央行预计将启动加息步伐，加息次数可能达到 3-4 次（欧央行下半年在 7、9、10、12 月尚有四次议息会议），对应加息幅度 75-100BP。极端情况下，如果未来制裁进一步深化并蔓延至天然气领域，通胀压力将进一步加剧，为防止通胀预期自我实现欧央行在部分月份的加息步幅可能达到 50BP。

近期欧洲央行理事会成员中已有四位传统鹰派官员表态应在年内考虑加息 50BP 的选项，其中罗伯特霍尔兹曼明确表示欧央行应考虑以加息 50BP 的方式开始其加息周期，

但霍尔兹曼本身是欧央行官员中理念最为鹰派的成员，其观点不具备普遍代表性，未来需进一步观测理事会其他成员的观点变化。

欧央行的货币政策调整将从价格和数量两个领域对欧盟的主权债务压力形成冲击。

图 8：欧央行官员政策理念分布



资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

表 2：欧央行官员近期关于加息 50BP 的表述

日期	官员	具体表述
5.17	荷兰央行行长 卡拉斯·诺特	支持 7 月将利率上调 25 个基点，但如果通胀数据恶化，欧洲央行可能会有更激进的举措，即不排除加息 50 个基点的可能性。
5.24	拉脱维亚央行行长 马丁·哈萨克	哈萨克表示将加息 50BP 是可以讨论的一件事。
5.31	斯洛伐克央行行长 皮特·卡齐米尔	愿意讨论加息 50 个基点的可能。并且预计 7 月份会加息 25 个基点，9 月加息 50 个基点。

霍尔茨曼表示欧元区通胀的最新历史高点加强了欧洲央行在 7 月

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_42871



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn