

欧债危机，是否过度担忧？

时隔10余年后，欧洲债务的“老问题”不仅没有根治，反而在疫情、俄乌战争后进一步扩大。展望未来，“类滞胀”下，欧洲债务的不稳定性或将加剧凸显。

■ 欧债等走势，隐含的担忧？衰退预期下，债务担忧升温

近期，欧元汇率走弱、国别利差快速走扩，似乎都在指向欧洲经济存在隐忧。俄乌战争爆发以来，欧洲经济表现持续弱于美国、衰退风险也明显更高，带动美元指数一度升破109，欧元兑美元汇率跌破平价。同时，市场对欧元区内部经济失衡的担忧也明显升温，表现为“边缘国”与德国之间的国别利差快速走扩，例如10Y意、德债利差一度走扩至250bp以上，相当于上轮欧债危机时期的水平。

尽管欧央行紧急安抚，但市场仍担忧欧债危机或将卷土重来。欧央行在6月15日召开紧急会议，宣布将用“核心国”（德国、法国、荷兰）的到期债券收益来购买“边缘国”（意大利、希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰），避免融资环境的割裂。即便如此，意大利、西班牙等5年信用违约互换利差依然居高不下，指向融资环境收紧的背景下，市场越发担心上述经济体因偿债能力不足暴露违约风险。

■ 欧债问题怎么看？“老问题”未根治，“新麻烦”接踵而至

欧债“老问题”未根治，疫情以及能源危机下的财政纪律放松，使得部分经济体杠杆率进一步攀升。欧债危机之后，在财政纪律的约束下，意大利等杠杆率迟迟未降。疫情爆发后，欧盟出于应对疫情而宣布暂停财政纪律，随后因能源冲击延长至2023年底，使得意大利等政府杠杆率升至历史新高。持续的低利率环境下，政府杠杆的副作用并未显现，利息支出占GDP比重一路下滑至历史低位。

欧央行即将启动加息的背景下，利率抬升使得政府偿债压力大幅攀升，其中意大利等偿债压力或更加凸显。通胀目标制的约束下，欧央行短期不得不加快政策正常化。眼下，市场预计欧央行2022年累计加息约100bp。简单测算显示，欧元区利息支出/GDP或将提升0.8个百分点，相当于2014年的水平。对于意大利、西班牙等偿债压力更突出的经济体而言，欧央行加息或将成为不可承受之重。

■ 欧债未来如何演绎？“类滞胀”下，债务不稳定性加剧凸显

财政一体化推进不力、“类滞胀”掣肘货币政策，欧债之殇仍难以“根治”。上轮欧债危机之后，欧洲财政一体化仍处于停滞状态。能源转型下，由于能源自给率较低，欧洲“类滞胀”格局的持续性或超预期，将货币政策推入“进退维谷”的境地。眼下，欧央行已停止量宽、结束扩表，并将启动加息。货币政策总量受限的背景下，结构上的“购债再平衡”更多是权宜之计，难以“根治”欧债之殇。

眼下“核心国”自身难保、政治极化使得财政一体化难以推进，或将导致欧债的不稳定性进一步凸显。与10年前不同的是，“火车头”德国深受能源危机之苦、经济已现疲态；法国政治倾向越发极化、反欧势力不断壮大，使得欧元区财政一体化面临更多阻力。更重要的是，眼下欧元区“边缘国”债务在2023年后到期规模大，并且内部成员国持有占比较高，未来债务的不稳定性或将进一步凸显。

风险提示：俄乌战争影响、持续时长超预期；欧元区“边缘国”经济崩溃。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：欧债危机，是否过度担忧？	4
1.1、欧债等走势，隐含的担忧？衰退预期下，债务担忧升温	4
1.2、欧债问题怎么看？“老问题”未根治，“新麻烦”接踵而至	6
1.3、欧债未来如何演绎？“类滞胀”下，债务不稳定性加剧凸显	8
2、数据跟踪：美国 6 月 CPI 创新高，欧元区工业产出超预期	12
2.1、美国经济跟踪：美国 6 月 CPI 创新高，零售销售好于预期	12
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 5 月工业产出超预期	15
2.3、其他经济体跟踪：日本 5 月工业产出下修	15
3、重点关注：美国 6 月成屋销售	15
4、风险提示：	16

图表目录

图表 1：IMF 大幅下调欧元区经济预测	4
图表 2：欧元区经济体的制造业 PMI 持续回落	4
图表 3：欧元区消费者信心指数大幅走弱	4
图表 4：美元突破 108，欧元兑美元接近平价	4
图表 5：欧元区国别利差大幅走扩	5
图表 6：欧洲高收益债信用利差大幅走扩	5
图表 7：意大利等“边缘国”5 年期 CDS 居高不下	5
图表 8：匈牙利等“边缘国”5 年期 CDS 居高不下	5
图表 9：欧元区整体政府杠杆率有所降低	6
图表 10：意大利等杠杆率迟迟未降	6
图表 11：疫情后德国等整体政府杠杆率再度上行	6
图表 12：疫情后意大利等整体政府杠杆率再度上行	6
图表 13：欧元区政府债务的平均利率持续下行	7
图表 14：欧元区政府利息支出压力低企	7
图表 15：欧元区通胀率飙升	7
图表 16：市场预计欧央行将于年底前累计加息约 100bp	7
图表 17：欧元区政府利息支出压力或将上升	8
图表 18：意大利、西班牙政府利息支出压力或将陡增	8
图表 19：意大利、西班牙等偿债压力更突出的经济体，或无法经受欧央行的持续加息	8
图表 20：欧洲大约 3 成石油依赖俄罗斯进口	9
图表 21：欧洲大约 4 成天然气依赖俄罗斯进口	9
图表 22：欧洲大约 4 成天然气依赖俄罗斯进口	9
图表 23：欧洲能源消费占个人消费支出比重较高	9
图表 24：欧央行累计增持超 4 万亿成员国国债	10

图表 25: 欧元区持有大量成员国公债.....	10
图表 26: 法国反欧势力崛起.....	10
图表 27: 意大利债务在 2023 年后集中到期.....	10
图表 28: 西班牙债务在 2023 年后集中到期.....	11
图表 29: 葡萄牙债务在 2023 年后集中到期.....	11
图表 30: 意大利、西班牙债务多由欧元区内部成员国持有.....	11
图表 31: 美国 6 月 CPI 破 9, 创 1981 年以来新高.....	12
图表 32: 美国 6 月 CPI、核心 CPI 环比上升	12
图表 33: 美国 CPI 细项同比变化.....	12
图表 34: 美国 CPI 细项环比变化.....	12
图表 35: 美国 PPI 和核心 PPI 同比	13
图表 36: 美国 PPI 和核心 PPI 环比	13
图表 37: 美国 7 月消费者信心指数高于预期	13
图表 38: 美国消费者对未来 1 年的通胀预期回落	13
图表 39: 6 月, 美国零售销售环比高于预期.....	14
图表 40: 6 月, 美国名义、实际零售销售同比上升.....	14
图表 41: 名义值来看, 绝大部分零售销售分项表现强劲.....	14
图表 42: 实际值来看, 绝大部分零售销售分项表现疲弱.....	14
图表 43: 美国 6 月工业生产弱于预期.....	14
图表 44: 美国 6 月制造业产出环比持平前值	14
图表 45: 欧元区 5 月工业产出同比	15
图表 46: 欧元区 5 月工业产出环比	15
图表 47: 日本 5 月工业产出同比.....	15
图表 48: 日本 5 月工业产出环比.....	15
图表 49: 下周海外重点数据发布日期情况.....	16

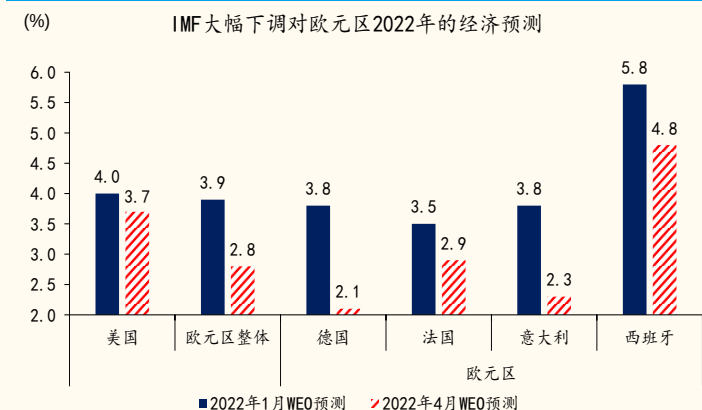
1、周度专题：欧债危机，是否过度担忧？

时隔 10 余年后，欧洲债务的“老问题”不仅没有根治，反而在疫情、俄乌战争后进一步扩大。展望未来，“类滞胀”下，欧洲债务的不稳定性或将加剧凸显。

1.1、欧债等走势，隐含的担忧？衰退预期下，债务担忧升温

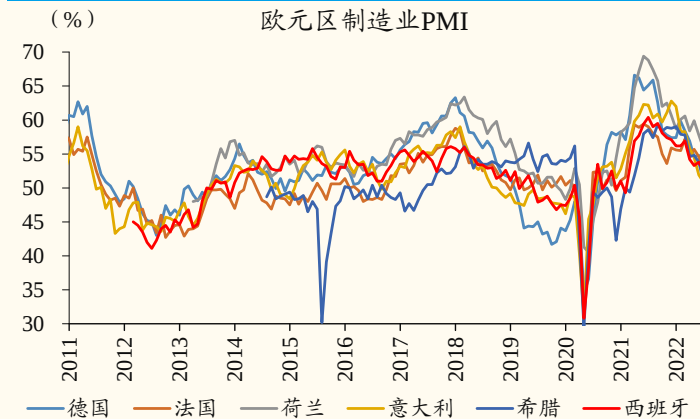
近期，市场对于欧洲经济问题的担忧越发升温，使得美元突破 109，欧元汇率大跌。俄乌战争爆发以来，欧洲经济的表现十分疲弱，衰退风险逐步累积。生产方面，德、法等制造业 PMI 持续回落至 50% 附近；消费方面，6 月欧元区消费者信心指数走低至 -17.6，该指标通常领先居民消费支出 3 个月，也反映着消费走弱的风险。俄乌战争的非对称性影响，使得美欧经济走势再度分化，IMF 对美欧 2022 年经济预测分别下调 0.3pct 和 1.1pct。这一背景下，美元指数升破 109，欧元兑美元汇率跌破平价（详情请参见《强势美元的背后？》）。

图表 1：IMF 大幅下调欧元区经济预测



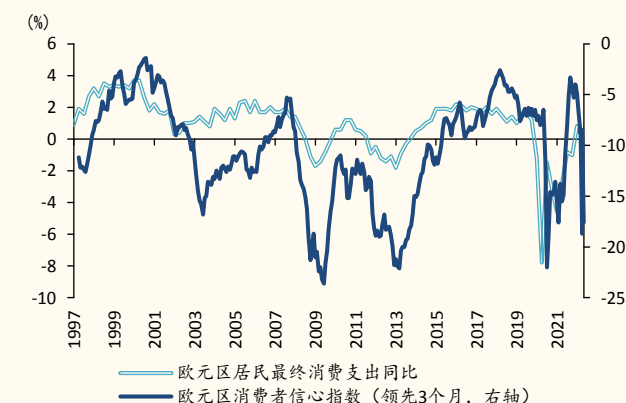
来源：IMF、国金证券研究所

图表 2：欧元区经济体的制造业 PMI 持续回落



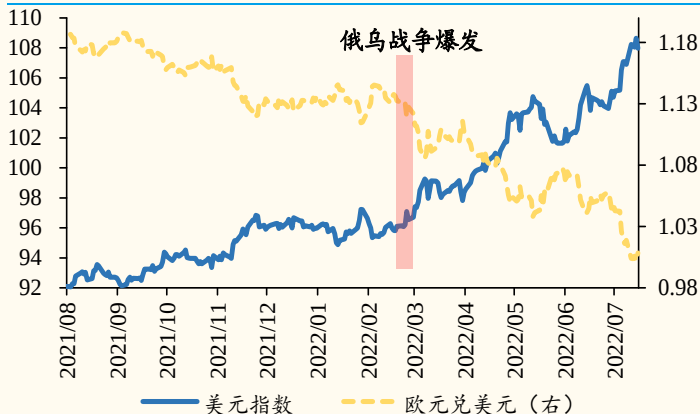
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：欧元区消费者信心指数大幅走弱



来源：Wind、国金证券研究所

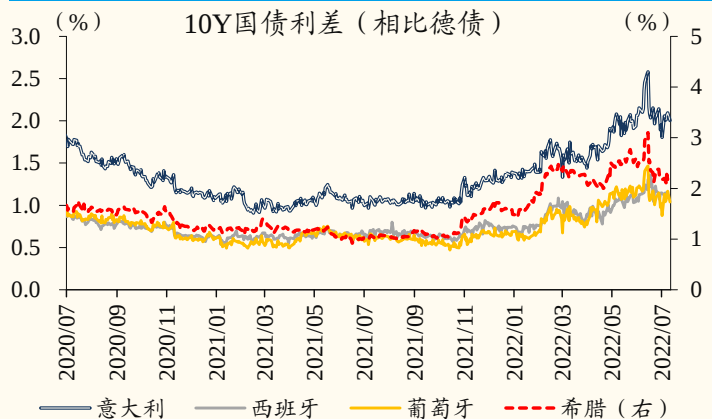
图表 4：美元突破 108，欧元兑美元接近平价



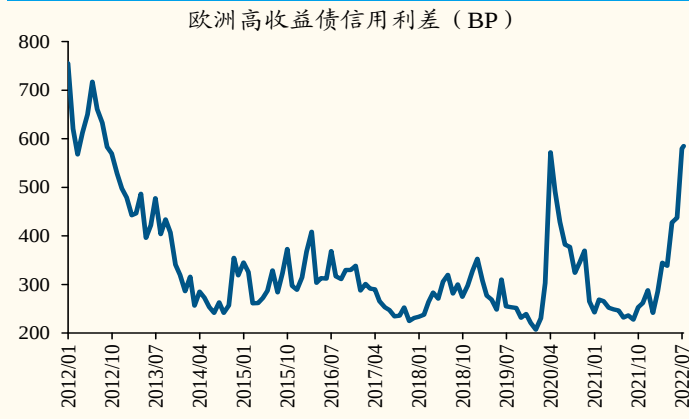
来源：Wind、国金证券研究所

欧债市场也在反映这一逻辑，例如信用利差、国别利差大幅走扩，均接近上轮欧债危机时期的水平。欧洲高收益债信用利差大幅走扩至接近 600bp，映射市场对欧洲经济的担忧，已经接近上轮欧债危机前后的水平。同时，市场对欧元区内部经济失衡的担忧也出现明显升温，表现为“边缘国”与德国之间的国别利差快速走扩，其中 10Y 意债、德债利差一度走扩至 250bp 以上，相当于上轮欧债危机时期的水平。

图表 5：欧元区国别利差大幅走扩

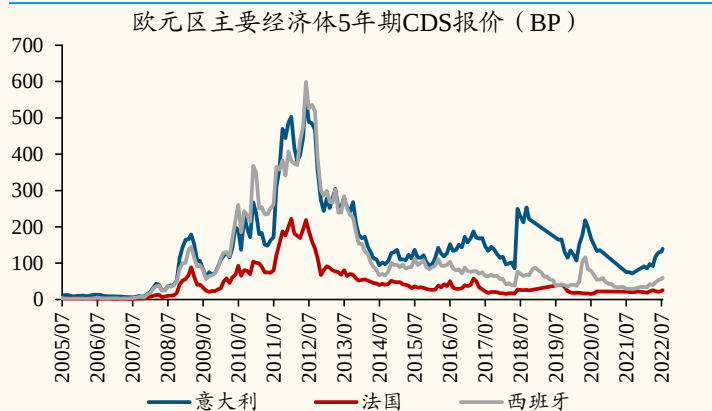


图表 6：欧洲高收益债信用利差大幅走扩

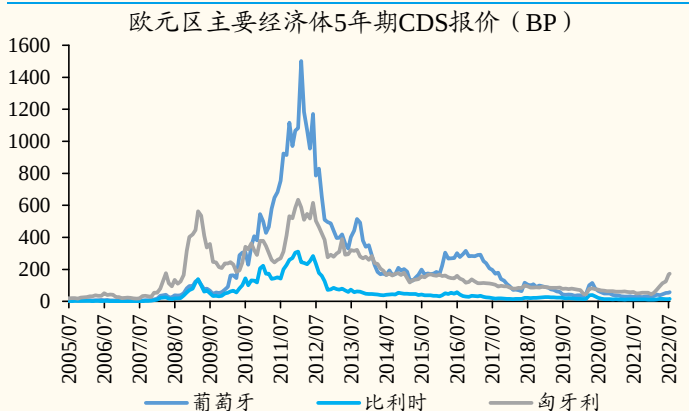


尽管欧央行紧急出面安抚，但市场依旧担忧欧债危机或将卷土重来，例如意大利等“边缘国”5 年期 CDS 居高不下。由于担心欧元区内部融资环境进一步分化，欧央行在 6 月 15 日召开紧急会议，宣布将用“核心国”（德国、法国、荷兰）的到期债券收益来购买“边缘国”（意大利、希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰）。即便如此，意大利、西班牙等“边缘国”的 5 年信用违约互换利差依然居高不下，指向融资环境收紧的背景下，市场越发担心上述经济体因偿债能力不足暴露违约风险。

图表 7：意大利等“边缘国”5 年期 CDS 居高不下



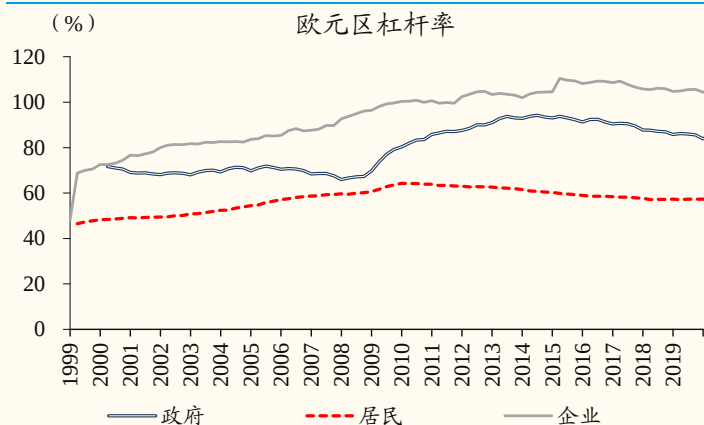
图表 8：匈牙利等“边缘国”5 年期 CDS 居高不下



1.2、欧债问题怎么看？“老问题”未根治，“新麻烦”接踵而至

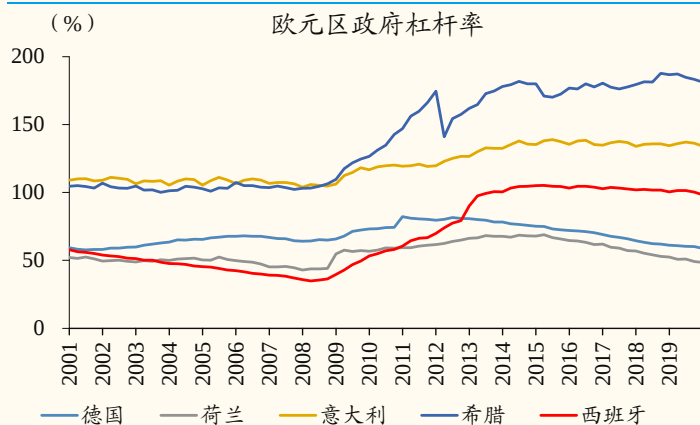
上轮欧债危机后，欧元区整体政府杠杆率有所降低，但部分“边缘国”的杠杆率迟迟未降。上轮欧债危机期间，欧元区通过购债、贷款援助等帮助意大利等“边缘国”度过了难关，并强化了成员国财政纪律，要求将政府杠杆率、赤字率分别控制在 60%、3%。财政纪律的约束下，欧元区整体政府杠杆率由 2014 年的 94.3% 降至 2019 年的 83.8%。其中，德国、荷兰等“核心国”的政府杠杆率持续降低，但是意大利、西班牙等“边缘国”的政府杠杆率几乎未降。

图表 9：欧元区整体政府杠杆率有所降低



来源：BIS、国金证券研究所

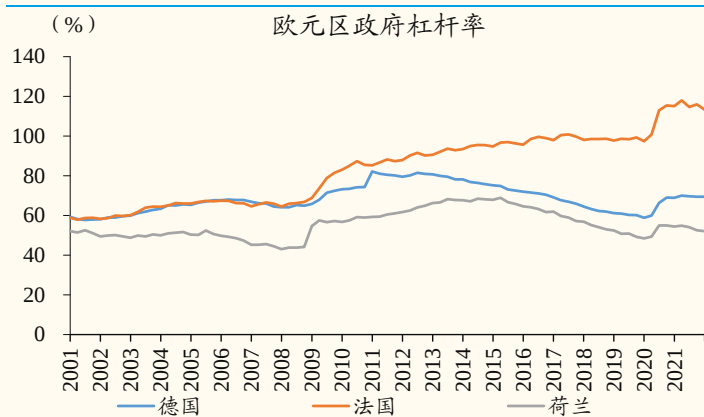
图表 10：意大利等杠杆率迟迟未降



来源：BIS、国金证券研究所

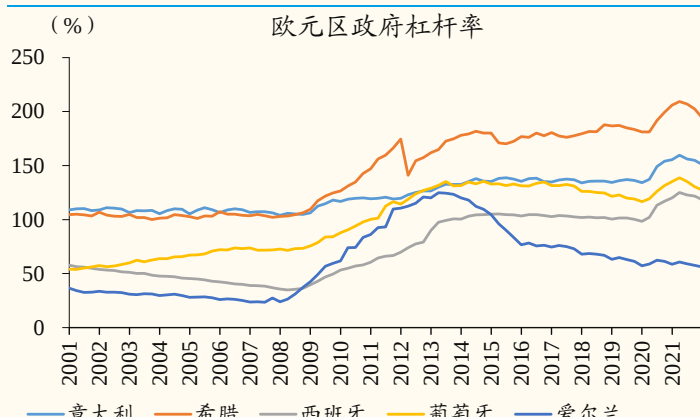
疫情以及能源危机下的财政纪律放松，使得部分政府的杠杆率进一步攀升。2020 年 3 月，欧盟出于应对新冠危机而宣布暂停履行财政纪律；2022 年 5 月，为了应对能源危机，欧盟再次将期限延长至 2023 年底。缺少财政纪律的约束后，意大利、西班牙等纷纷实施大规模财政刺激、托底经济，政府杠杆率纷纷升至历史最高水平。不过，持续的低利率环境下，政府杠杆的抬升并没有带来明显的副作用，利息支出压力占 GDP 比重下滑至 1.3% 左右。

图表 11：疫情后德国等整体政府杠杆率再度上行



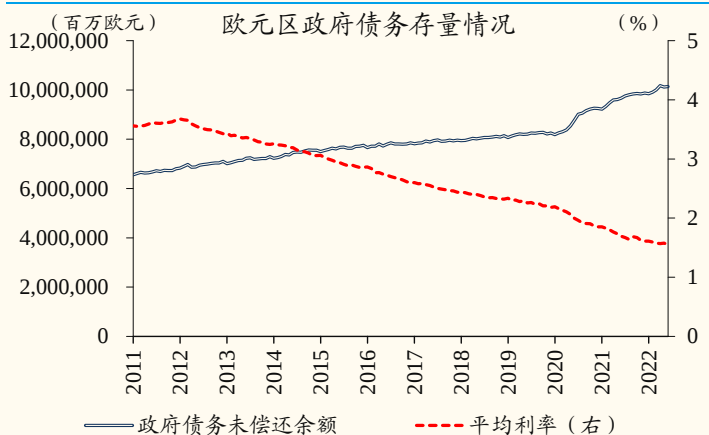
来源：ECB、国金证券研究所

图表 12：疫情后意大利等整体政府杠杆率再度上行



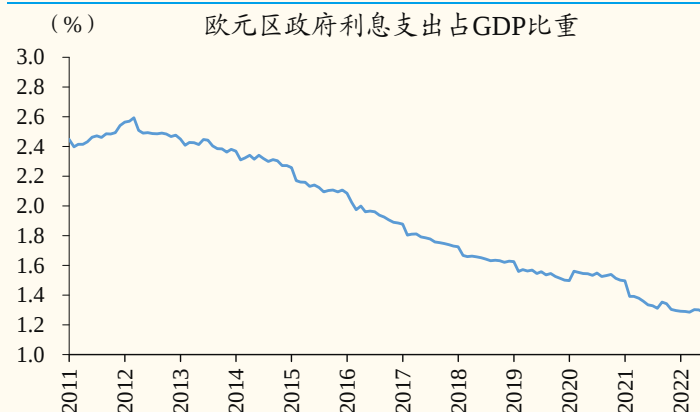
来源：BIS、国金证券研究所

图表 13: 欧元区政府债务的平均利率持续下行



来源: ECB、国金证券研究所

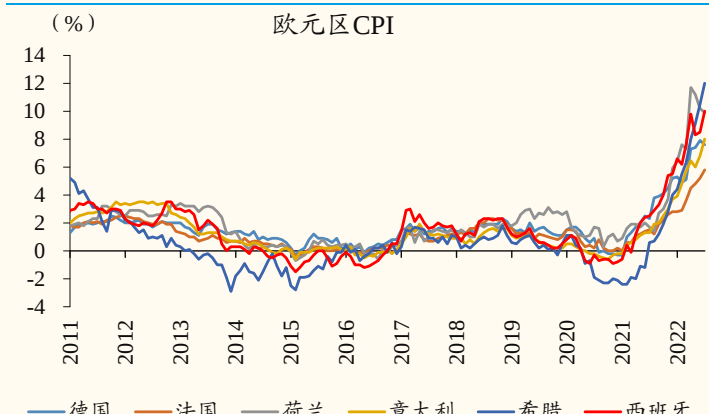
图表 14: 欧元区政府利息支出压力低企



来源: ECB、国金证券研究所

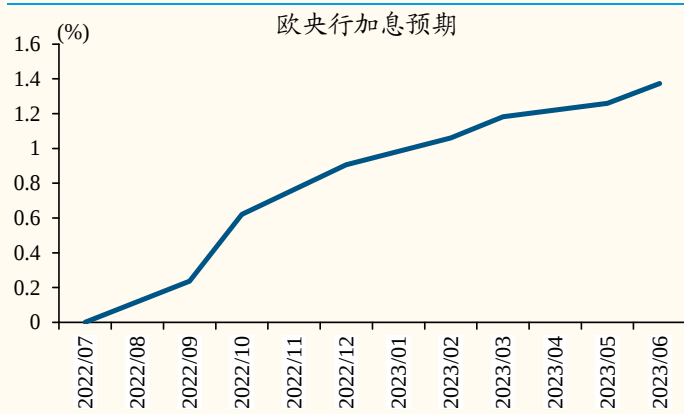
欧央行即将启动加息的背景下，利率抬升使得偿债压力大幅攀升，其中意大利等偿债压力或更加凸显。通胀目标制的约束下，欧央行短期不得不加快政策正常化，不断吹风将于7月开启新一轮加息周期。眼下，市场预计欧央行将于年底前累计加息约100bp。这一背景下，简单测算显示，欧元区整体利息支出/GDP或将提升0.8个百分点，相当于2014年的水平。其中，对于意大利、西班牙等偿债压力更突出的经济体而言，欧央行加息或将成为不可承受之重。

图表 15: 欧元区通胀率飙升



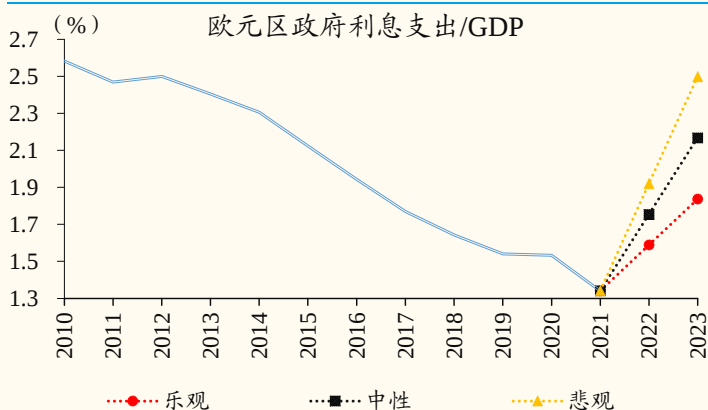
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 市场预计欧央行将于年底前累计加息约100bp

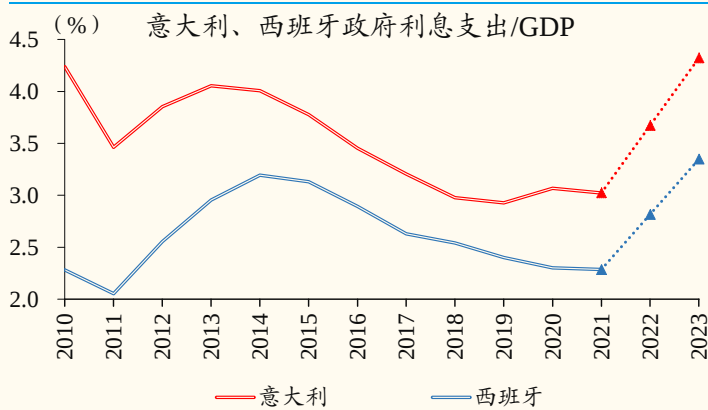


来源: Bloomberg、国金证券研究所

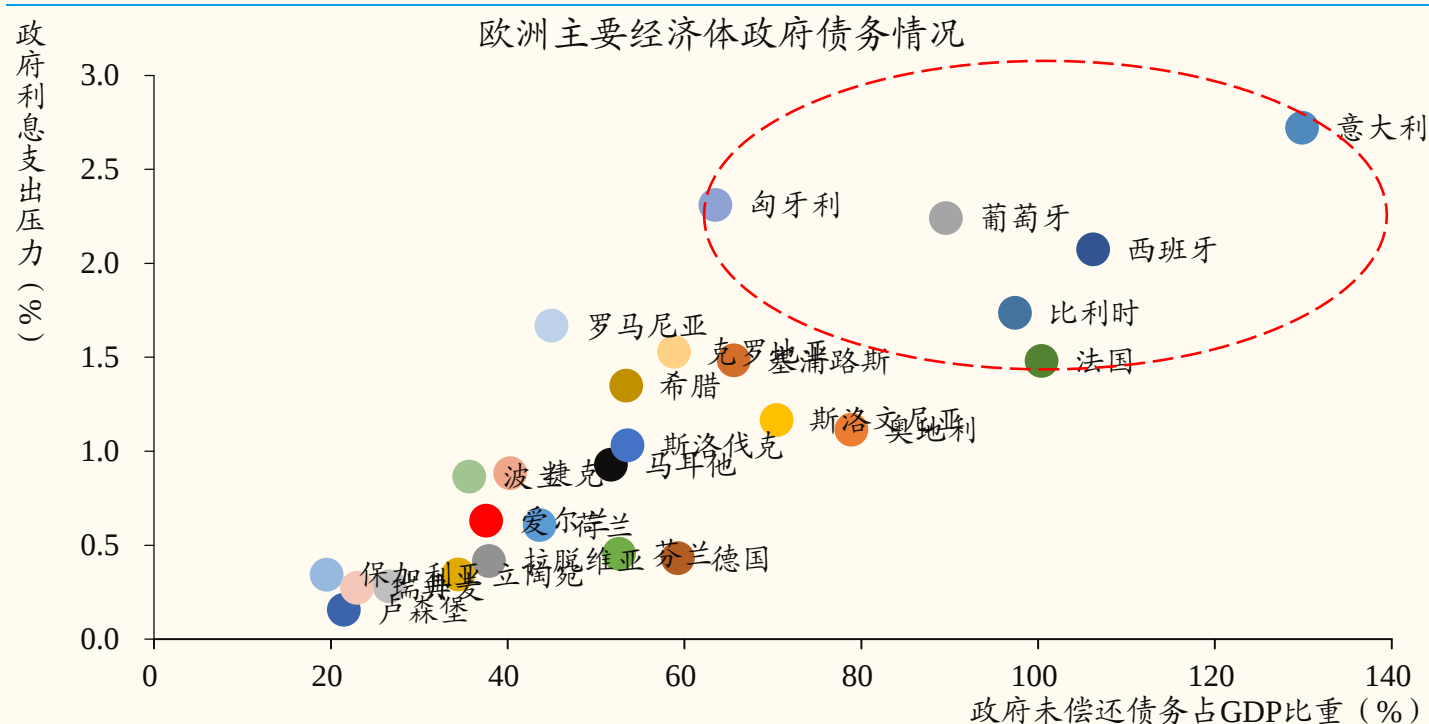
图表 17: 欧元区政府利息支出压力或将上升



图表 18: 意大利、西班牙政府利息支出压力或将陡增



图表 19: 意大利、西班牙等偿债压力更突出的经济体, 或无法经受欧央行的持续加息



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_44137

