

欧债危机，魅影重现？

报告日期：2022-07-22

主要观点：

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？》2022-02-24
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_美国会再迎来“沃尔克时刻”么？——美联储本轮加息路径及影响推演》2022-04-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_除了加息，我们还需要担忧美联储缩表吗？》2022-06-03
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“亡羊补牢”，其时晚否？——美国 6 月 FOMC 会议点评》2022-06-16

在 7 月份的议息会议上，欧央行宣布加息 50bp，超出市场预期，并推出新的“反割裂工具”TPI，正式告别实施多年的负利率政策，并称将保持数据依赖性。考虑到欧元区严重的通胀形势，以及欧央行此次放弃前瞻指引，市场担忧欧央行可能效仿美联储快速强硬加息，引发意大利等重债国债务负担加重，进而导致欧债危机 2.0。在 6 月议息会议后，资本市场已有强烈表现，欧元更曾一度跌至与美元平价。欧债危机会否在欧央行持续加息下魅影重现？本篇报告系统性回顾了上一轮欧债危机的成因、爆发与危机后的稳定和改革，对当前欧洲所面临的经济与债务形势进行了详细研究，认为短期内欧债危机不会发生，但是长期来看欧洲发展失衡问题仍有待解决。

● 上一轮欧债危机成因、爆发与稳定回顾

1. 欧元区各国发展失衡是债务危机的根本原因

欧盟的建立虽然经历了半个多世纪的努力，但是其一体化尚不完全。一是虽然有统一的货币政策，但各成员国财政政策分割较为严重；二是财政的约束机制名存实亡，无法对成员国进行有力的约束；三是欧央行只有有限的最后贷款人能力；四是除金融要素的其他资源并没有随着自由市场的建立而充分流动。最终，欧元区各成员国的发展严重失衡：

- **债务方面**，由于加入了欧盟，部分财政情况和经济竞争力均弱于德国等核心国家的欧盟边缘国家能以和德国几乎相等的成本进行融资。较高的投资回报预期、较低的利率以及区域内资本自由流动会导致较为落后的国家投资激励扭曲和内需过度扩张，导致债务扩张，为之后债务风险的爆发埋下隐患；
- **产业发展方面**，欧元区的建立加深了各国间的经贸联系，促进了产业分工。但是也导致边缘国家竞争力不高的产业外移，加剧了边缘国家的经常账户失衡；
- **政策制定方面**，2002-2007 年间欧盟当局基本上只关注产出缺口，忽视了各部门债务累积、信贷扩张和过度繁荣所带来的风险，没有采取足够的紧缩政策来为未来风险的爆发积累缓冲；
- **金融系统方面**，欧洲是典型的银行主导的金融体系，危机发生前欧洲银行的监管遵循的是“最低标准与相互承认下的母国控制”原则，整体监管状态呈现出较为离散的特征，这增加了整个欧盟体系内的金融市场的脆弱性。

2. 次贷危机成为欧债危机的导火索

2007 年美国次贷危机爆发，欧洲的主要银行如瑞士银行、巴黎银行、德意志银行均受到较大冲击。为应对全球金融危机的冲击并阻止风险在银行系统内的传染，欧央行连续降低了利率，提供了额外的欧元流动性。欧盟各国普遍提高了赤字率，以维持国内经济增长，但快速上升的赤字暴露出了财政政策不可持续的问题，2009 年希腊政府对赤字预算的调整，引发市场对主权债务违约的担忧，并开始传染到情况较好的国家：

- **债务关系方面**，德法两国是欧盟主权债务最大的购买方，希腊危机的爆发和主权债务的违约不仅让债权国产生了巨额损失与风险敞口，还增加了债权国自身的违约风险；
- **银行间市场方面**，主权债务风险的爆发引起主权债务价格下跌，使银行系统资产大幅缩水。银行股价下挫、资产负债表恶化、市场信心下降又进一步减弱了银行间流动性，诱发银行业危机；
- **资产价格方面**，主权债务危机的爆发和财政紧缩的预期对危机国资产价格产生了巨大的冲击，快速下跌的资产价格有溢出效应，进一步导致个人、企业和金融机构资产负债表的恶化。

3. 欧债危机的稳定与后续改革

1) 危机后的直接救助与稳定。由于受到政治因素的干扰，初期欧盟对危机纾困的反应并不及时。2010 年成立了两个机构：欧洲金融稳定基金（由欧元区国家共同出资，初始总额为 4400 亿欧元）、欧洲金融稳定机制（600 亿欧元），但这些措施一开始都是临时性的。2010 年 12 月在这两个机制的基础之上，建立一个永久性的救助机制：欧洲稳定机制（ESM），为其缴纳的总资本为 7000 亿欧元。该机制虽然对市场的信心有一定提振，但是由于缺乏明显的最后贷款人，市场动荡没有结束。直到欧央行于 2012 年 9 月公布了新的非常规措施：直接货币交易（OMTs）计划，允许欧央行以严格的约束条件在二级市场上来无限量的购买欧元区内各成员国的主权债券，债务危机的传染才开始逐渐停止；

2) 危机后的改革与发展。在危机发生后，欧盟不仅采取了一系列应急措施来处置金融风险，也针对危机爆发的一些制度性的漏洞进行了修补。一是开始跨越政治上的分歧与禁区，对银行业的监管进行了较为彻底的改革。其主要思路是实现成员国之间监管规则的趋同，监管原则也从之前的“母国监管”转向了“审慎监管”，并设立具有实际监管权的监管机构；二是积极推动资本市场联盟的建立，希望通过资本市场的发展来对自身的金融结构进行调整，避免出现单一部门风险过度集中的情况；三是签订了“财政契约”，规定各国需保持财政平衡或盈余，加强了财政政策约束；四是推出了欧洲结构和投资基金，并结合“欧洲学期”，从而支持各地区的经济发展、促进产业结构的调整。

● 欧债危机会魅影重现吗？

1. 欧央行加息引发市场担忧

由于疫情冲击导致的全球供应链中断以及俄乌冲突爆发带动全球大宗商品市场价格上升，欧元区通胀水平节节攀升，下半年的能源通胀压力更是有增无减，带动整体通胀更加恶化。在高企的通胀压力之下，欧央行开始紧缩其货币政策，且可能实施更大幅度的加息，引发市场对于欧债危机 2.0 的担忧。

2. 欧洲国家当前债务风险几何？

1) 欧元区成员国债务水平仍高，但近期有所收敛。在债务危机爆发之后，欧盟引入了一系列的程式来落实相关的财政纪律，欧元区各国的财政赤字率与公共负债率逐步稳定，甚至开始下降，直至疫情爆发。疫情的发生虽然使得欧洲国家的公共负债率迎来一波较快的上冲，不过较 2020 年疫情爆发初期已经有较大程度的降低，整体呈现出一定收敛；

2) 欧元成员国短期债务违约可能性不大。从欧元区国家的债务规模和

期限上来看，疫情后债务的绝对规模继续保持增长，但是未偿还债务的平均利率呈现出较为稳定的下降趋势。此外当前债务的平均剩余期限也在不断拉长；从当前债务的结构来看，欧元区目前固定利息债券占比较高，短期内到期的债务比重较低，结合 ESM、OMTs、TPI 以及欧央行的其他工具，短期内再度爆发主权债务危机的可能性较小。

3) 欧元区发展失衡挑战严峻，“滞胀”风险加剧。事实上，欧元区成员国发展失衡问题仍待解决。经过改革后的欧元区仍不符合最优货币区的条件，在遇到外来冲击时，统一的货币政策并不能对各国的经济进行有效的调节，因此各国受到的影响往往是不对称的，边缘国家受到的影响更大。在没有统一的财政政策以及转移支付的情况下，区域内的失衡发展加剧；俄乌冲突的持续，大幅度抬升了欧元区的通胀，高企的通胀侵蚀了居民的收入和企业的利润，在此情况下，欧元区陷入“滞胀”的风险大为增加。

4) 欧洲情况恶化对我国有何影响？一是如果欧洲快速加息，引发金融市场动荡甚至恐慌，在全球金融市场的联动效应下，可能会对我国的相关资产带来波动；二是欧盟是我国重要的贸易伙伴，如果其出现经济衰退，那么会对我国的出口产生不利影响。

● 风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

正文目录

1 上一轮欧债危机成因、爆发与稳定回顾	6
1.1 欧元区各国发展失衡是债务危机的根本原因	6
1.2 次贷危机成为欧债危机的导火索	7
1.3 欧债危机的稳定与后续改革	10
2 欧债危机会魅影重现吗?	15
2.1 欧央行加息引发市场担忧	15
2.2 欧洲国家当前债务风险几何?	18
2.3 欧元区发展失衡挑战严峻,“滞胀”风险加剧	21
2.4 欧洲情况恶化对我国有何影响?	23
风险提示:	24

图表目录

图表 1 意大利等国加入欧盟时财政状况并未满足条件	6
图表 2 欧元区各国的国债收益率逐渐趋同	6
图表 3 欧元引入后各国贸易账户逐渐失衡	7
图表 4 欧洲金融结构以银行业为主导	7
图表 5 欧债危机传导基本链条示意图	8
图表 6 债务危机爆发后欧元区国家 GDP 增长乏力	9
图表 7 欧元区财政状况快速恶化	9
图表 8 欧元区流动性环境迅速恶化	9
图表 9 欧元区部分成员国银行坏账率	9
图表 10 债务危机期间欧元区内部金融环境较为割裂	9
图表 11 EFSF 各国出资比例	10
图表 12 危机后欧央行非常规货币政策梳理	11
图表 13 欧央行三大主要利率变化情况	12
图表 14 欧央行资产负债表变动情况	13
图表 15 欧元区各成员国国债收益率及利差逐渐回落	13
图表 16 欧元区股市在 OMTs 推出后表现较好	14
图表 17 欧元兑美元汇率上涨	14
图表 18 欧盟原油进口来源占比（2021 年）	16
图表 19 欧盟天然气进口来源占比（2021 年）	16
图表 20 近期欧元区通胀中能源项贡献最大	16
图表 21 近期德意利差不断上升	17
图表 22 近期欧洲股票市场与汇率下挫	17
图表 23 欧债危机后欧元区总体债务规模得到了一定的控制	18
图表 24 欧债危机后欧元区各国财政赤字有所改善	19
图表 25 欧元区政府债务数量上升，但平均利率下降较多	19
图表 26 欧元区政府债务平均剩余期限拉长	19
图表 27 欧元区短期债务压力相对较小	20
图表 28 10 年期欧元区公债与意大利等国国债利差	20
图表 29 欧元区各国经济发展水平失衡	21
图表 30 疫情后欧元区各国贸易账户分化情况有所扩大	21
图表 31 欧元区各成员国通胀水平全面上涨	22
图表 32 荷兰 TTF 天然气价格近期大幅上涨	22
图表 33 欧元区消费者信心指数接近疫情初水平	23
图表 34 欧元区企业生产受高通胀负面影响	23
图表 35 欧盟是我国重要的出口国	24

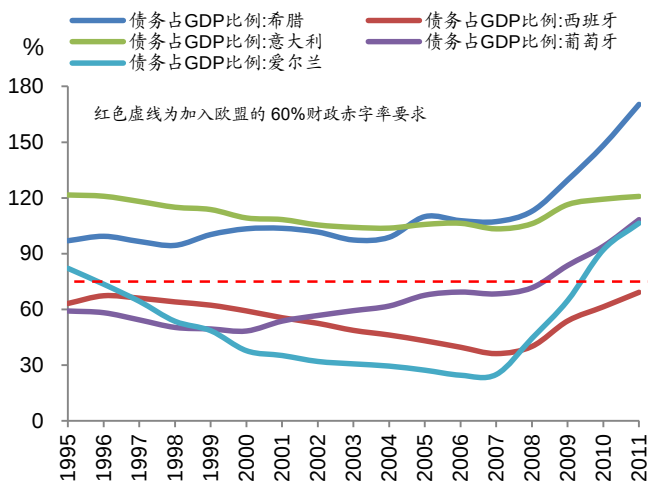
1 上一轮欧债危机成因、爆发与稳定回顾

1.1 欧元区各国发展失衡是债务危机的根本原因

在经历了二战的惨痛教训后，欧洲诸国逐渐认同并推动经济一体化，认为这对消除欧洲冲突至关重要。经过 1951-2002 年长达半个多世纪的一体化努力，欧元终于从设想成为现实。但欧洲的一体化尚不完全：一是欧央行虽能制定统一的货币政策，但是财政权力还在各个成员国手中，这导致货币政策和财政政策难以协调推进；二是欧盟虽然有财政约束机制，但是危机前财政纪律的执行较为宽松，无法对成员国进行有力的约束；三是欧央行在欧债危机发生前只有有限的最后贷款人能力，对市场信心的影响要弱于传统央行；四是虽然已经建成了共同货币区和共同市场，但受到语言和文化的影响，除了金融资源外的其它要素并不能充分流动。因此欧洲深化一体化的政治愿景与不完全一体化的现实，促使各成员国的就业、通胀、经济发展和资产价格的失衡问题益发严重，这是欧债危机的重要背景和根本原因。具体而言：

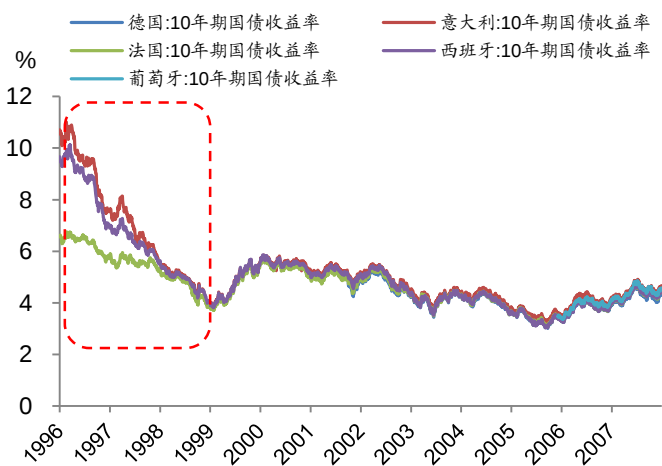
债务方面，意大利和希腊在 1997 年的债务规模分别为 116.8% 和 99.5%，两国从未达到过《马斯特里赫特条约》规定的债务/GDP 占比低于 60% 的规定，且此后一直保持相对高位。而爱尔兰、西班牙和葡萄牙的债务规模在 2002 年分别为 30.9%、51.2% 和 60%，在加入欧元区的前五年经历了较大幅度的下降。2002-2007 年间，欧盟边缘国家与核心国家的长期主权债务利率都在 5% 左右，主权债务息差几乎为零，这意味着财政情况和经济竞争力均弱于德国等核心国家的欧盟边缘国家能以和德国几乎相等的成本进行融资。较高的投资回报预期、较低的利率以及区域内资本自由流动会导致较为落后的国家投资激励扭曲和内需过度扩张，导致债务扩张，为之后债务风险的爆发埋下隐患。

图表 1 意大利等国加入欧盟时财政状况并未满足条件



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 欧元区各国的国债收益率逐渐趋同



资料来源：Wind，华安证券研究所

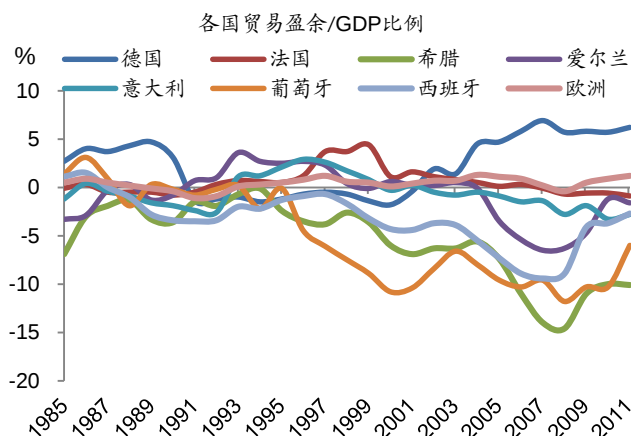
产业发展方面，欧元区的建立加深了各国间的经贸联系，促进了产业分工。这种改变促进了欧盟整体产业竞争力的提高，但是也导致边缘国家竞争力不高的产业外移，这加剧了边缘国家的经常账户失衡，导致其经济增长动能减弱，在面对外生冲击时抵御能力大为减弱。事实上在欧元区建立之前，欧洲国家间经常账户的失衡情况并不严重，但是欧元区建立之后，由于贸易依存度的加深和产业转移，核心国家如德国的顺差开始扩大，而意大利、希腊等边缘国家的逆差逐渐扩大。

政策制定方面，2002-2007 年的欧洲央行、IMF、OECD 和欧洲议会等组织基本上

只关注产出缺口，忽视了各部门债务累积、信贷扩张和过度繁荣所带来的风险，没有采取足够的紧缩政策来为未来风险的爆发积累缓冲。这段时间内欧盟较好的增长表现和金融环境掩盖了一系列宏观经济、金融和金融规模脆弱性的积累。

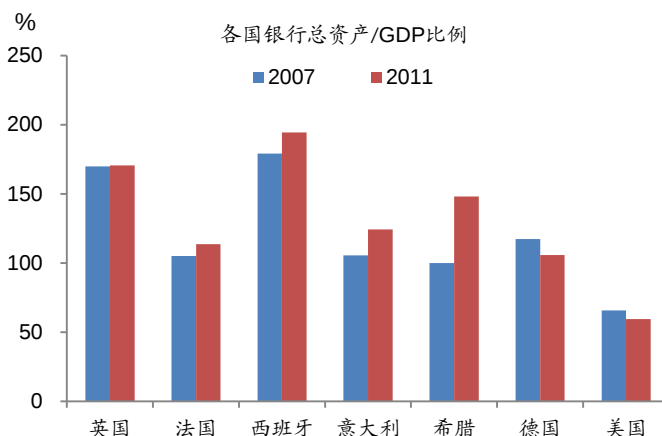
金融系统方面，欧洲尤其是德国等核心国家是典型的银行主导的金融体系。与英美由市场主导的金融体系相比，证券市场在金融系统中占比较低，金融风险主要集中在银行业。在债务危机发生之前，欧洲银行的监管遵循的是“最低标准与相互承认下的母国控制”原则，整体监管状态呈现出较为离散的特征。同时，在欧元引进的过程之中，各国金融市场的逐步一体化，使得欧元区内的银行可以利用各成员国监管体制的不同¹，利用自身全功能银行的优势来进行跨区域套利，这增加了整个欧盟体系内的金融市场的脆弱性。虽然当时有部分的呼声呼吁建立统一的银行业监管标准，以防止风险的积累，但是欧盟层面始终认为，各国的银行监管体制与模式，是各国经济发展过程中长期形成的，更符合各成员国自身的经济发展情况。而且对于银行的监管已经涉及到成员国的主权问题，并不仅仅是单纯的经济议题，要进行相关监管的统一会涉及到政治上的禁区。

图表 3 欧元引入后各国贸易账户逐渐失衡



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 欧洲金融结构以银行业为主导



资料来源：IMF，华安证券研究所

1.2 次贷危机成为欧债危机的导火索

2007 年美国次贷危机爆发，欧洲的主要银行如瑞士银行、巴黎银行、德意志银行均受到较大冲击。如前所述，欧洲地区金融结构以银行为主导，银行间市场危机较为迅速地传导至实体经济。为应对全球金融危机的冲击并阻止风险在银行系统内的传染，欧央行连续降低了利率，欧盟各国也普遍使用财政手段救助银行业，以维持国内经济增长，但快速上升的赤字暴露出了财政政策不可持续的问题，特别是在意大利、希腊等公共负债率较高的国家，这些问题更为严重。

在 2009 年下半年，欧洲债务危机开始进入爆发阶段。当年 10 月，新当选的希腊政府宣布当年修正后的财政赤字预算为 GDP 的 12.9%，为之前预计 6% 的两倍有余。更为严重的是，希腊前两年的财政账户修正后显示其财政赤字有大幅增加，并严重违反了欧

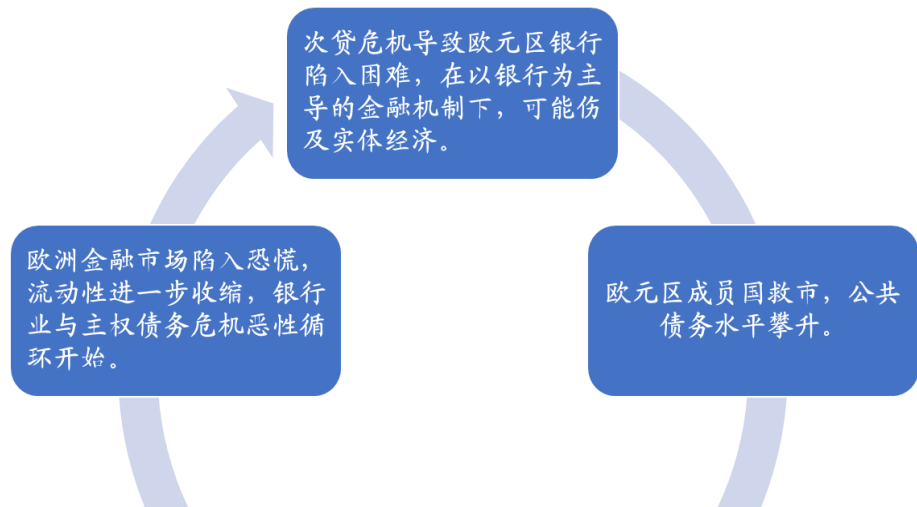
¹ 因为经济发展的路径与模式不同，欧盟各成员国的内部金融监管模式也各不相同，如法国、意大利等国采用的是混业监管模式，且对银行的审慎监管与商业行为监管分别由两个相互独立的机关负责。而希腊、西班牙、芬兰等国还是采取了较为传统的分业监管模式。

盟的财政纪律²。希腊对于欧盟财政纪律的违反快速提高了市场对主权债务违约风险的担忧，2009年12月8日希腊政府债券评级遭下调，并于2010年5月被债券市场禁入；2010年3月和7月葡萄牙与爱尔兰债券评级遭下调，同年11月爱尔兰被禁入，次年4月葡萄牙被禁入。2011年西班牙和意大利的主权信用评级也遭到下调，欧洲主权债务违约风险开始在各各国之间通过各种渠道进行传染：

债务关系方面，德法两国是欧盟主权债务最大的购买方，希腊危机的爆发和主权债务的违约不仅让债权国产生了巨额损失与风险敞口，还增加了债权国自身的违约风险；银行间市场方面，主权债务风险的爆发引起主权债务价格下跌，使银行系统资产大幅缩水。银行股价下挫、资产负债表恶化、市场信心下降又进一步减弱了银行间流动性，诱发银行业危机。由于金融系统以银行为主导，风险开始在银行间剧烈传染，在欧债危机持续的2009-2015年，希腊和葡萄牙银行业不良贷款率一度超过20%；

资产价格方面，主权债务危机的爆发和财政紧缩的预期对危机国资产价格产生了巨大的冲击。危机前欧盟边缘国家都存在一定程度的房地产和金融业信贷过度扩张问题，快速下跌的资产价格有溢出效应，进一步导致个人、企业和金融机构资产负债表的恶化。最后，在快速的债务风险传导之下，欧盟的经济遭受重大打击，这反过来又使得政府财政状况更加恶化，部分国家如西班牙和爱尔兰的财政收入下降速度甚至远快于GDP。最终，这又进一步加重了大家对于主权债务危机的担忧。危机发生后，欧元区一度面临解体风险，欧元区基于价格的金融一体化指标快速走低。

图表 5 欧债危机传导基本链条示意图



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_44352

