

欧债危机是否会重演？

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菴

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

► 欧元区经济面临的“四重压力”

1) 通胀高企，短期仍未有明显见顶信号。7 月，欧元区 HICP 同比 8.9%，再创历史新高。从 HICP 的主要构成来看，能源、食品、非能源以及服务等分项的贡献率出现分化，意味着欧元区正由最初能源供给冲击引发的通胀转向各方同时带动的全面通胀。

2) 供需两弱，经济下行风险加大。需求方面，高企的通胀使得消费者信心遭受重创，零售销售同比出现了明显下降。供给方面，工业生产指数恢复相对偏慢，距离疫情前水平仍有不小差距。

3) 引擎“熄火”，德、法经济前景不容乐观。进口能源价格的持续高位以及全球衰退预期下的需求趋弱或将使得德、法逆差的规模进一步扩大，这无疑会对外贸依赖度较高的德、法经济复苏蒙上阴影。

4) 能源“危机”，俄乌冲突长期化的买单方。俄乌冲突爆发以来，欧盟对于俄罗斯能源的制裁不断加码，不过由于对俄能源依赖度过高，短时间内难以找到替代方案，因此欧盟正在承担“能源之痛”。

► 边缘国政府杠杆率并未明显去化

1) 欧债危机后，边缘国政府杠杆率并未明显去化。希腊、意大利政府杠杆率继续抬升，较欧债危机时抬升近 20 个百分点。疫情扰动以及过高的福利政策是边缘国家政府杠杆率难以去化的根本原因。

2) 不过欧元区边缘国家，居民、企业等私人部门的杠杆率却有不同程度的回落。原因：工资增速的相对有限抑制了居民部门加杠杆；政策扶持下企业盈利得到改善。

► 脆弱环节：彼时的希腊，当下的意大利

意大利，当下欧元区的薄弱一环。1) 政局动荡，政治碎片化严重。受政治体制影响，意大利政府更迭频繁发生，让原本动能就不足的意大利经济进一步蒙上阴影。2) 经济增长缓慢，但社会福利不减。欧债危机后，意大利社会福利占 GDP 的比重逐年抬升，2021 年占比接近 31%，高于其他南欧边缘国家。3) 债务到期规模庞大，2023 年将是压力最大的一年，届时到期规模将高达 4392 亿美元，德-意利差升至 78%分位区间。

总之，当下欧元区面临的问题堪比当年欧债危机之时，甚至更为棘手，上述提到的因素都会成为悬于欧盟头顶的“堰塞湖”，一旦有类似当年评级机构下调主权评级等外部因素的推波助澜，欧盟或将重新陷入债务危机泥潭。

► 倘若危机重现，大类资产如何表现？

1) 债券市场以我为主，国内经济基本面仍是主要矛盾；2) 受益于避险属性，美元或将延续强势，人民币也将保持坚挺；3) 恐慌情绪会对股票市场产生影响，周期、成长和消费板块受情绪扰动更为明显；4) 黄金受益于避险属性，价格可能会有所表现。不过受需求回落影响，有色等大宗价格或将延续震荡下行态势。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 超预期的 50bp 与防风险的 TPI.....	3
2. 欧元区经济面临的“四重压力”	5
3. 边缘国政府杠杆率并未明显去化	9
4. 彼时的希腊，当下的意大利	11
5. 倘若危机重现，大类资产如何表现？	14
6. 风险提示.....	17

图表目录

图 1 欧元区三大利率均提升 50bp.....	3
图 2 欧元区各国通胀压力均较大.....	3
图 3 欧元兑美元降至平价附近.....	4
图 4 OIS 曲线隐含的 2022 年欧元区隔夜利率为 0.98%.....	4
图 5 2011 年欧央行也曾连续加息（%）	4
图 6 欧元兑人民币并未明显抬升.....	4
图 7 6 月欧元区 HICP 同比 8.6%，创下历史新高（%）	5
图 8 能源对于 HICP 的贡献率超过 50%（%）	5
图 9 欧元区消费者信心指数遭受重创（%）	6
图 10 零售同比出现明显下行（%）	6
图 11 零售指数分项也均有不同程度的下降（%）	6
图 12 欧元区工业生产指数与疫情前仍有不少差距.....	6
图 13 德国、法国外贸依存度较高.....	7
图 14 5 月德国贸易首次出现逆差.....	7
图 15 德国进口价格指数同比一路攀升（%）	7
图 16 德、法制造业 PMI 均低于枯荣线（%）	7
图 17 俄罗斯的能源很大部分出口到了欧盟.....	8
图 18 欧元区约 40% 的天然气来自俄罗斯.....	8
图 19 欧盟的主要输气渠道.....	8
图 20 6 月以来，欧洲天然气价格涨幅约 1.4 倍.....	8
图 21 德、法等国杠杆率疫情前整体下行（%）	9
图 22 除爱尔兰外“欧猪五国”杠杆率整体抬升（%）	9
图 23 欧元区财政支出占比创下历史新高（%）	10
图 24 欧盟社会保障支出占 GDP 的比重在 30% 左右.....	10
图 25 边缘国家居民部门杠杆率整体下行（%）	10
图 26 边缘国企业部门杠杆率同样整体下行（%）	10
图 27 欧元区居民工资收入同比增长相对有限（%）	11
图 28 边缘国财政盈余占 GDP 比重远超欧盟规定（%）	11
图 29 边缘国一般政府未偿还债务占 GDP 比重（%）	11
图 28 边缘国家与德国 10Y 国债利差（bp）	12
图 29 边缘国银行坏账率大幅攀升（%）	12
图 32 意大利 GDP 同比增低于其他边缘国家（%）	14
图 33 意大利社会福利支出占 GDP 比重过高（%）	14
图 34 意大利债务到期规模高于其他边缘国（亿美元）	14
图 35 边缘国与德国 10Y 国债到期收益率利差（bp）	14
图 36 危机期间国债利率走势存在分化（%）	15
图 37 中、美债市在危机期间表现稳定（%）	15
图 38 美元、日元呈现避险属性（2009=100）	16
图 39 人民币在抗风险（2009=100）	16
图 40 美元、日元呈现避险属性（2009=100）	16
图 41 人民币在抗风险（2009=100）	16
图 42 黄金避险属性较强，危机期间表现亮眼.....	17
图 43 需求疲软带动有色价格出现回调.....	17

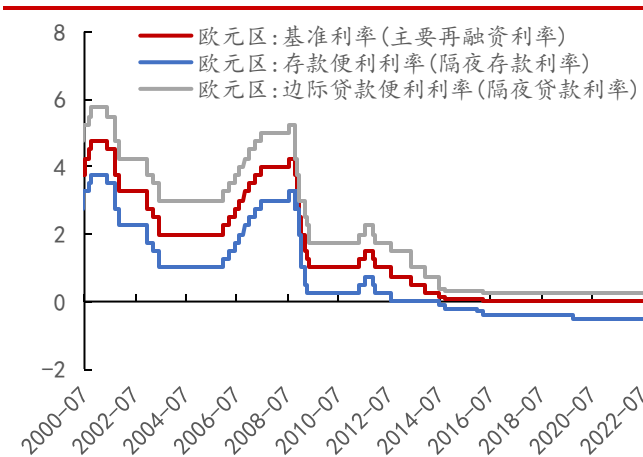
7月21日，欧央行超预期加息50bp，市场对于欧债的担忧陡然升温。虽然欧央行推出传导保护工具（TPI），试图避免重蹈2011年覆辙，但是由于缺少必要的实施细节，未能对市场信心产生明显提振。本文尝试从经济基本面、杠杆率情况、薄弱环节以及大类资产影响等四个方面，详细评估欧债危机再度发生几率及对大类资产的影响。

1. 超预期的50bp与防风险的TPI

时隔11年的首次加息。2022年7月21日，欧央行宣布三大政策利率：主要再融资利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率分别提升50bp至0.5%、0%和0.75%。加息幅度超出此前的市场预期以及欧央行6月的前瞻指引，这也是欧央行自2011年以来的首次加息，正式告别负利率时代。

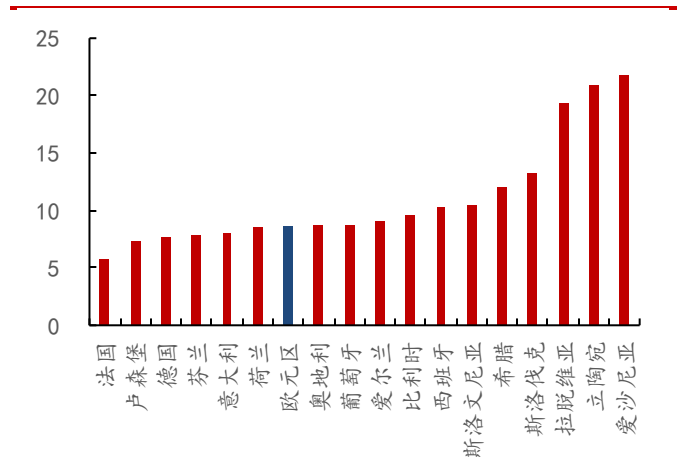
此次超预期加息与高企的通胀和弱勢的欧元有关。由于欧央行是单一通胀目标制央行，因此本轮的超预期加息最核心的因素就是通胀的超预期。6月欧元区HICP同比8.6%，核心HICP同比3.7%，远超中期2%的通胀目标。另外欧元的弱勢也在一定程度上助推了通胀。7月11日，欧元兑美元20年来首次跌至持平。由于美元是欧洲进口石油等能源的主要计价货币，因此欧元兑美元的贬值会进一步推升欧元区的通胀。

图1 欧元区三大利率均提升50bp



资料来源：WIND，华西证券研究所

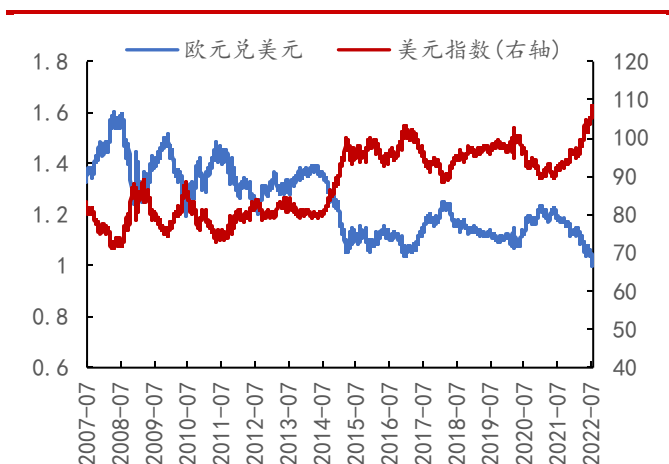
图2 欧元区各国通胀压力均较大



资料来源：WIND，华西证券研究所

后续或仍有100bp的加息可能。欧央行行长拉加德表示9月将继续加息，加息幅度取决于中期通胀前景，如果9月通胀持续恶化，加息幅度可能会更大。OIS显示市场预期的欧元区2022年隐含隔夜利率为0.98%，意味着后续仍有100bp左右的加息可能。我们判断，后续可能的加息节奏为9月继续加息50bp，10月、12月减少为25bp。

图3 欧元兑美元降至平价附近



资料来源：WIND，华西证券研究所

图4 OIS 曲线隐含的 2022 年欧元区隔夜利率为 0.98%



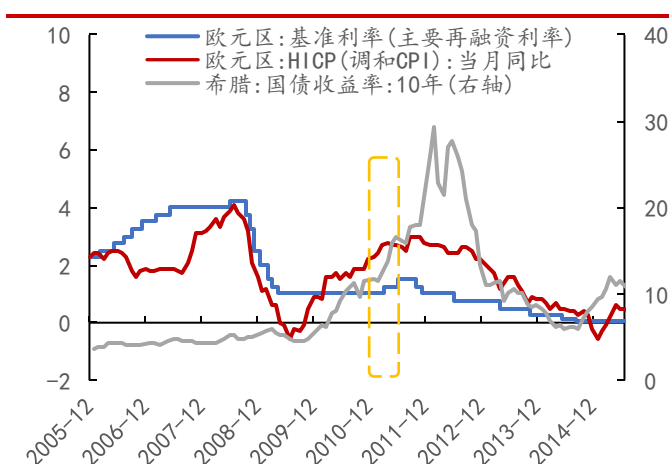
资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

避免重蹈覆辙，设立传导保护工具 TPI。2011 年，为了抑制通胀的继续上行，欧央行于 4 月、6 月连续加息 25bp，虽然抑制了通胀，但也成为欧债危机爆发的助推因素。为了避免重蹈覆辙，此次欧央行在加息 50bp 的同时，设立了传导保护工具 TPI。所谓的 TPI 是指在满足一定标准的前提下，欧元体系在二级市场购买融资状况恶化地区所发行的债券的工具。

与此前设立的直接货币交易计划（OMT）相比，TPI 的限制条件有所放松，并且购债对象范围也进一步扩大。OMT 是前欧央行行长马里奥·德拉吉为应对欧债危机设立的购债工具，不过由于其附加条件中较为苛刻（严格遵循削减开支、提高税收等协议内容，并接受 IMF 监督），设立以来并未有国家申请使用。而 TPI 在保留 OMT 购买规模不限的情况下，边际放松了附加条件，并且购债范围扩大至了 1-10 年国债和地方政府债。

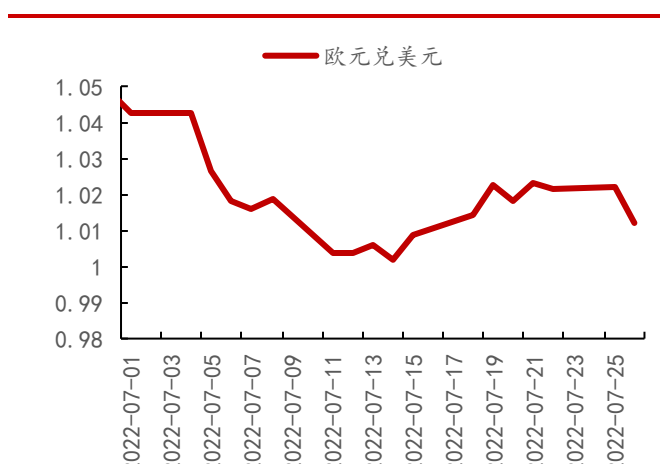
不过由于欧央行并未进一步明确 TPI 详细的使用以及退出条件，市场对于这一工具的有效性仍然存疑。欧元兑美元汇率在超预期加息及 TPI 推出之后并未出现明显抬升。

图5 2011 年欧央行也曾连续加息（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图6 欧元兑人民币并未明显抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 1 TPI 与 OMT 的异同点

	传导保护工具 (TPI)	直接货币交易计划 (OMT)
成立时间	2022 年 7 月	2012 年 8 月
购买对象	主要集中在 1-10 年的国债和地方政府债券，但也可以考虑购买私人部门债券。	购买 1-3 年期短期国债
购买规模	取决于影响货币政策传导风险的严重程度，但“购买不受事前的限制”。	ECB 将无限量购买直到市场相信这些边缘国家不会离开欧元区，并以此保卫欧元。
附加条件	1. 遵守欧盟财政框架。 2. 没有严重的宏观经济失衡。 3. 财政具有可持续性。 4. “健全和可持续”的宏观经济政策，包括遵守对欧盟疫情后复苏基金的承诺。	1. 严格遵循与欧洲金融稳定基金/欧洲稳定基金 (EFSF/ESM) 某个适当计划相关联的条件。 2. 谋求国际货币基金组织 (IMF) 的参与。 3. 受援国无法兑现其已承诺的财政紧缩和结构改革措施，ECB 将中止购债行为。
债权人待遇	与私人或其他债权人享受相同（同等权益）待遇	与私人或其他债权人享受相同（同等权益）待遇

资料来源：欧央行，华西证券研究所

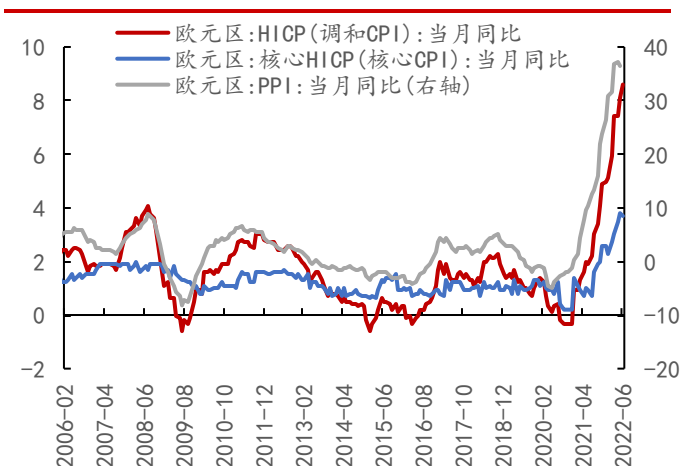
2. 欧元区经济面临的“四重压力”

与 2012 年欧债危机时期相比，当前欧洲面临通胀高企、供需两弱、引擎熄火、能源危机等“四重压力”。

通胀高企，短期仍未有明显见顶信号。2022 年 7 月欧元区 HICP（调和 CPI）同比 8.9%，较 6 月进一步抬升，创下有数据统计以来的最高记录。核心 HICP（核心 CPI）同比 4.6%，同样为历史新高。PPI 同比在 1 月站上 30% 高点后，仍不断抬升，5 月同比高达 36.3%，远高于美国的 24.5%，并且呈现出逐步向 CPI 传导的特征。

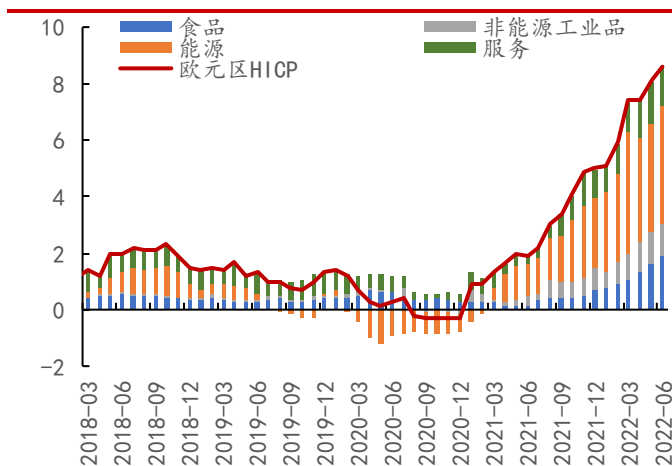
从 HICP 的主要构成来看，6 月能源分项同比 4.2%，贡献率约 48%，较年初的 54% 有所下降，而食品、服务、非能源工业品分项的贡献率则有所抬升。贡献率的分化意味着欧元区正由最初能源供给冲击引发的通胀转向各方同时带动的全面通胀。

图 7 6 月欧元区 HICP 同比 8.6%，创下历史新高 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 能源对于 HICP 的贡献率超过 50% (%)



资料来源：WIND、欧盟统计局，华西证券研究所

供需两弱，经济下行风险加大。需求方面，高企的通胀使得消费者信心¹遭受重创。2022 年 6 月，欧元区消费者信心指数降至 -27% 的历史新低。零售销售同比也出

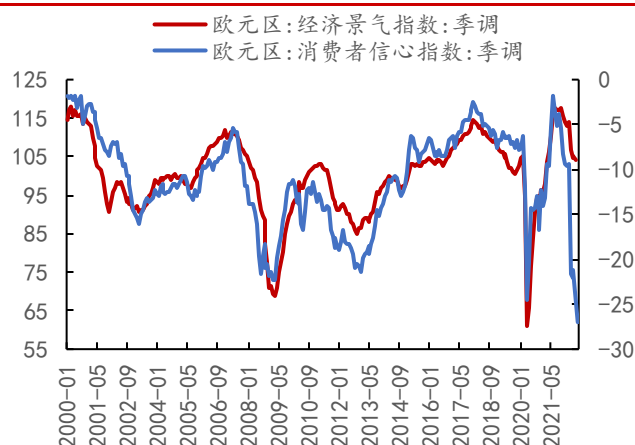
1 消费者信心是综合反映并量化消费者对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态等主观感受的变量。

现了明显下降，5月降至0.2%。从细分项来看，食品、非食品、网购等零售同比均出现了不同程度的下降。

供给方面，工业生产指数恢复相对偏慢。截至2022年5月，德、法工业生产指数分别为95%和97.48%，距离疫情前平均104左右的水平仍有不小差距。另外欧元区制造业、服务业PMI指数延续了自2021年中以来的下行趋势。2022年7月制造业PMI为46.9%，跌破50%的枯荣线，创下17个月以来新低；而服务业PMI指数也震荡下行，7月为50.6%。

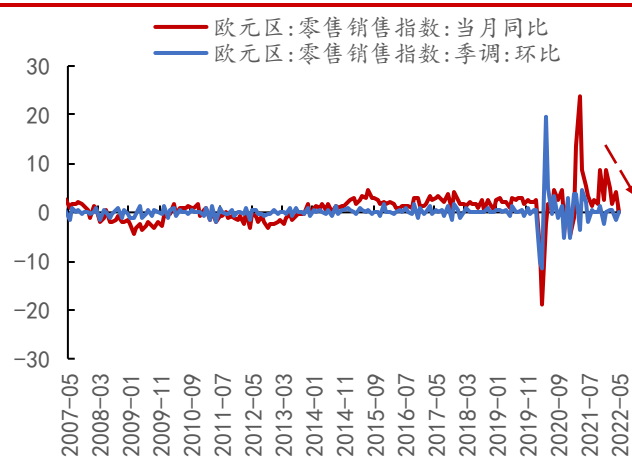
供需两弱下，欧盟下调经济预期。7月14日，欧委会发布的夏季经济预测，下调2022年欧元区经济增速至2.6%，2023年更是低至1.4%（春季预测为2.3%）。

图9 欧元区消费者信心指数遭受重创(%)



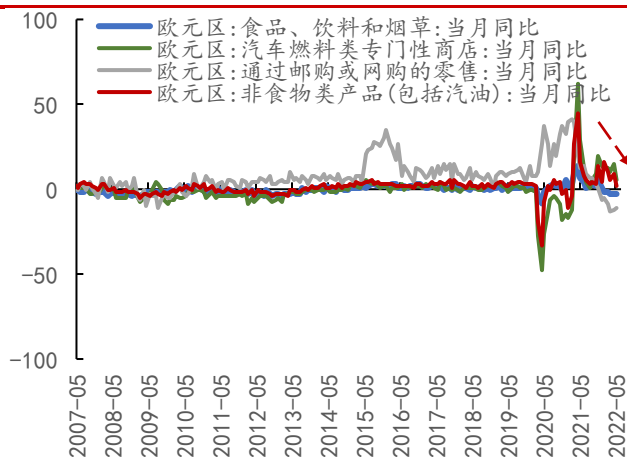
资料来源：WIND，华西证券研究所

图10 零售同比出现明显下行(%)



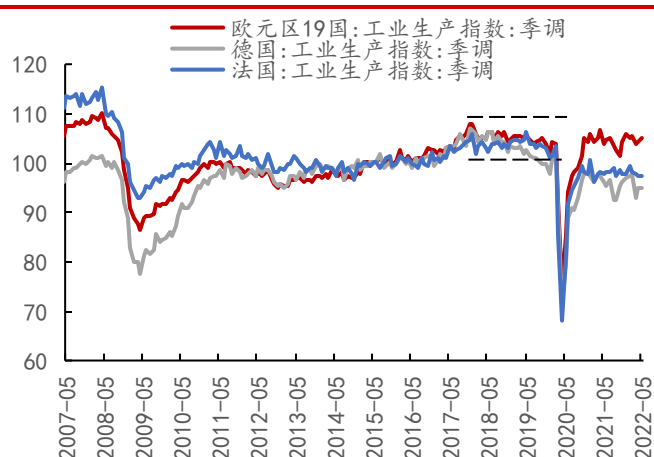
资料来源：WIND，华西证券研究所

图11 零售指数分项也均有不同程度的下降(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图12 欧元区工业生产指数与疫情前仍有不少差距

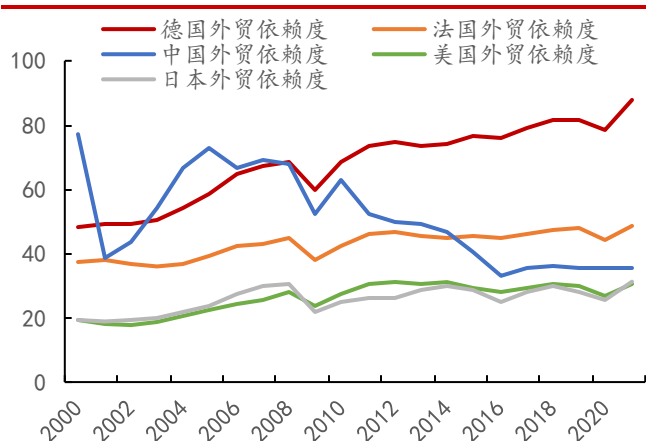


资料来源：WIND，华西证券研究所

引擎“熄火”，德、法经济前景不容乐观。德国、法国是欧元区经济的双引擎，二者 GDP 占欧元区的比重接近 50%。并且二者外贸依存度¹较高，尤其是德国，2000 年以来，其外贸依存度呈现不断上行态势，2021 年外贸依存度高达 88%，远超中、美、日等国约 30%的水平。

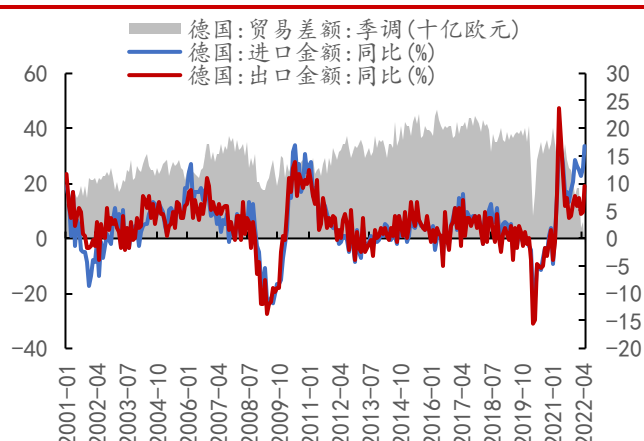
能源价格的大幅攀升侵蚀了德、法的贸易顺差。2022 年 5 月，德国进口金额 1267 亿欧元，同比增加 33.6%，其中能源进口价格同比上涨了 142%；而出口则为 1258 亿欧元，贸易逆差约 10 亿欧元，这也是自 1991 年两德统一以来首次出现贸易逆差。法国也同样面临贸易逆差的挑战，5 月法国贸易逆差进一步扩大至 149 亿欧元。进口能源价格的持续高位以及全球衰退预期下的需求趋弱或将使得德、法逆差的规模进一步扩大，这无疑会对外贸依存度较高的德、法经济复苏蒙上阴影。

图 13 德国、法国外贸依存度较高



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 5 月德国贸易首次出现逆差



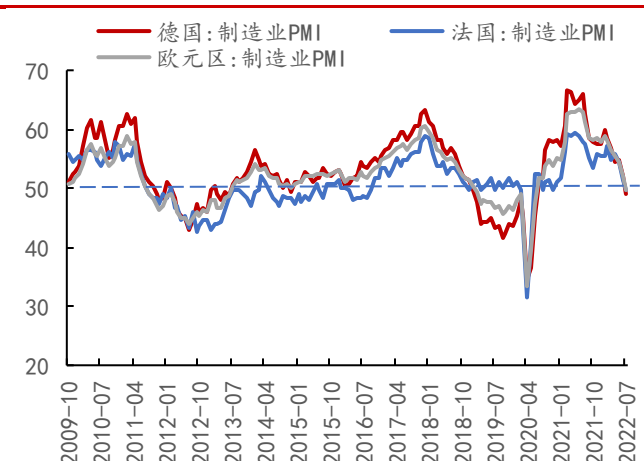
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 15 德国进口价格指数同比一路攀升 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16 德、法制造业 PMI 均低于枯荣线 (%)



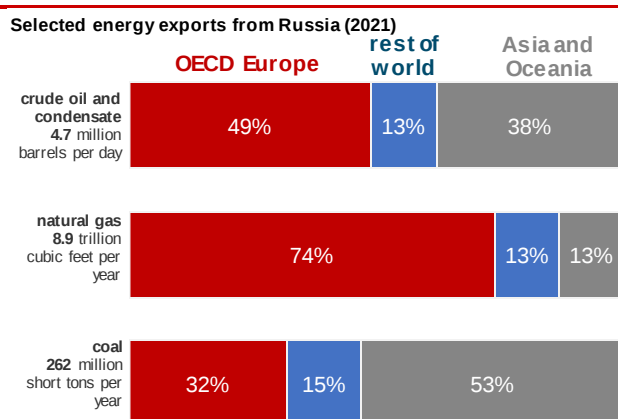
资料来源：WIND，华西证券研究所

1 外贸依存度是一国的经济依赖于对外贸易的程度，采用进出口贸易总额与其国内生产总值之比来度量。

能源“危机”，欧盟是俄乌冲突长期化的买单方。欧盟对于俄罗斯能源的依赖程度非常高。美国能源信息署公布的数据显示，2021年，俄罗斯出口的原油中欧盟占49%，天然气占比更是高达74%，而俄罗斯供应的天然气也占到欧盟总需求的约40%。

俄乌冲突爆发以来，欧盟对于俄罗斯能源的制裁不断加码，不过由于对俄能源依赖度过高，短时间内难以找到替代方案，因此欧盟正在承担“能源之痛”。6月初，欧盟委员会宣布将在6个月内停止购买俄罗斯海运原油（占欧盟进口俄原油的三分之二），并在8个月内停止购买俄石油产品，到2022年底，欧盟从俄罗斯进口的石油将减少90%。除此之外，6月中旬，俄罗斯天然气工业股份公司以关键部件未归还为由把北溪1号管道输送量缩减至平时的40%，并且宣布7月11日至7月21日开启年度维修工作，期间暂停输送天然气。受此影响，欧洲天然气价格自6月中旬以来价格上涨了约1.4倍，接连不断的能源制裁与反制裁使得欧洲面临的能源困境短期难以缓解。

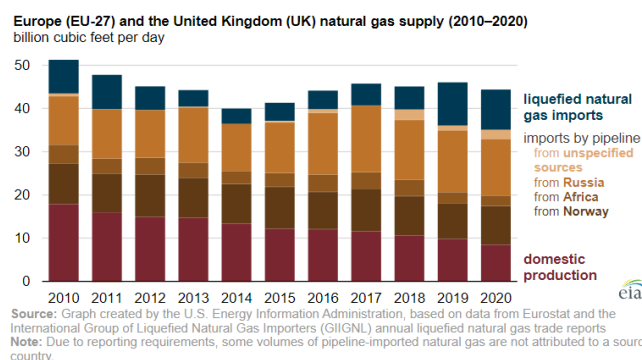
图 17 俄罗斯的能源很大部分出口到了欧盟



资料来源：EIA，华西证券研究所

图 18 欧元区约 40% 的天然气来自俄罗斯

Europe relies primarily on imports to meet its natural gas needs

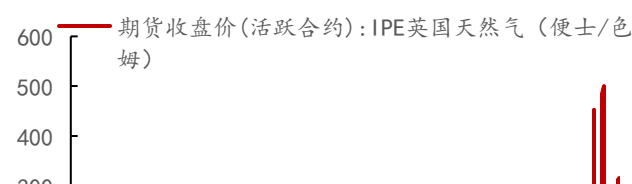


资料来源：EIA，华西证券研究所

图 19 欧盟的主要输气渠道



图 20 6 月以来，欧洲天然气价格涨幅约 1.4 倍



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_44620

