



欧债风险再审视：“拉加德时刻”会来么



2022 年 6 月以来，欧债市场波动加剧，欧元汇率大幅贬值，欧洲经济忧患频现。7 月 15 日，欧元兑美元汇率盘中跌破平价，续刷近 20 年新低，进一步烘托危机氛围。虽然欧央行释放出了“时不我待”的决心，欧元区财政协同上也取得了积极进展，但在俄乌冲突和高通胀的直接冲击下，这一次“欧债危机”再度爆发的风险仍不容小觑。

本文从四个角度，审视欧元区债务违约与债券市场波动风险。第一，新冠疫情后多数欧元区成员国政府债务率和赤字率攀升，而欧央行停止购债和加息，或使政府偿债压力前移；意大利、希腊、塞浦路斯等成员国政府债务风险更为突出，“碎片化”问题难以遮掩。第二，这一次欧央行应对危机的工具将极大地受制于控通胀，这或令欧央行在应对可能的“碎片化”风险时，陷入进退失据的困境，且可能最终体现为其预期引导的失效（即使拉加德再说一次 Whatever it takes，市场也未必还那么买账）。第三，“厄运循环”（欧元区主权债务与银行业的关联）风险尚未被排除，如意大利银行持有本国主权债比重明显上升，俄罗斯主权债务违约风险也值得关注。第四，欧元区经济预期已跌落至历史上“危机”时水平，可能反向增加欧债市场波动风险。最后，当市场站在更高的视野审视上述欧元区经济金融风险后，“欧债危机”便有自我实现的可能。

今年以来欧债利率不断攀升，危机苗头初现。尤其是，欧央行于 6 月 9 日会议上宣布将于 7 月暂停购债计划，并开启 2011 年以来首次加息，引发欧债恐慌式抛售。2022 年 6 月以来截至 16 日，德国、法国、西班牙、

意大利和希腊的 10 年期国债利率分别上升 61-72BP，其中 10 年期意大利国债利率曾突破 4% 的“警戒线”，上行斜率已接近 2020 年新冠疫情初发和 2022 年俄乌冲突爆发时期水平，欧债市场似乎正在为下一场“危机”定价。

当前欧元区债务和财政赤字压力，并不弱于 2010 年欧债危机爆发前夕，且成员国间分化依然明显。2020 年新冠疫情后，欧元区成员国国债利率集体走低。原因在于，欧央行政策支持力度空前，以及欧元区“财政联盟”取得积极进展（如总规模达 1.8 万亿欧元的财政刺激计划得以推行）等，暂时缓解了市场对脆弱国家债务风险的担忧。但是，为了配合财政刺激，欧盟阶段性摆脱了财政束缚：2020 年 3 月，欧盟出于应对新冠危机而宣布暂停履行《稳定与增长公约》义务，即暂时允许成员国政府债务率突破 60%、财政赤字率突破 3% 的“红线”；2022 年 5 月，欧盟宣布为应对“能源危机”再度延期上述财政约束至 2023 年。

这使得欧元区成员国债务率和赤字率显著上升，且希腊、意大利等债务压力相对更大。政府债务方面，2021 年欧元区平均政府债务率达到 95.6%，高于 2010 年的 83.9，且除爱尔兰、马耳他、荷兰等少数成员国债务率较 2010 年有所下降外，其余大部分成员国债务率均有上升。其中，希腊、意大利债务率分别突破 193%、150%，明显高于 2010 年的 148%、119%。财政方面，2018-2019 年意大利、法国等财政“差等生”赤字率都已低于 3%，但 2020-2021 年两国的赤字率均超过 7%，甚至已暂时高

于欧债危机时期水平。由于债务率和赤字率上升，多数欧元区成员国的中期债务风险上升，希腊、塞浦路斯等成员更出现短期债务风险。



图1 2021年大多数欧元区成员政府债务率高于2010年，并超过60%的“红线”

更值得警惕的是，欧央行货币紧缩可能使成员国政府债务风险更加靠前。考虑到，2011年欧央行曾因两次加息而“引燃”欧债危机，欧债市场对欧央行加息或更加忌惮，债券市场的恐慌性抛售风险不小，“碎片化”问题可能螺旋式发酵：一方面，以意大利为代表的成员国债务率显著上升并高于欧元区平均水平，意味着欧元区利率水平的上升将更大地抬升其债务付息成本；另一方面，市场出于对“碎片化”风险的定价，意味着脆弱成员国国债利率将更快攀升，更是“雪上加霜”。总之，此前欧央行维持购债以及低利率，使大多数成员国的短期债务风险较为可控，然而当这一前提改变时，欧元区债务风险或不可同日而语。

欧央行对于政府债务危机的化解能力，也是欧债市场能否消化恐慌情

绪的关键因素。短期来看，欧央行于 6 月 16 日召开紧急会议着手应对“碎片化”问题后，意大利等国债利率明显回落，市场紧张情绪有所缓和。

不可否认的是，欧债危机以来，欧盟与欧央行应对危机的“工具箱”更加丰富。欧盟委员会建立了欧洲稳定机制（ESM），自 2012 年 10 月生效至今，可为欧洲银行和欧盟成员政府提供最高 5000 亿欧元的救助贷款。欧央行帮助缓解欧债危机的举措，可归结为“降息+购债+预期引导”的组合拳：一是降息。欧元区基准利率由 2011 年 11 月的 1.50% 逐步降至 2013 年末的 0.25%。二是资产购买，以政府债券为主。2010 年 5 月至 2012 年 9 月，欧央行启动证券市场计划（SMP），从二级市场购买希腊、爱尔兰、葡萄牙等高风险成员国的政府和企业债券，以压降债券利率。2014 年 10 月至 2018 年底，欧央行启动“资产购买计划”（APP），其中 80% 的资产为政府债券，记录于“公共债券购买计划”（PSPP）的子项目中。2020 年 3 月至 2022 年 6 月，欧央行重启 APP，并额外启动“大流行紧急购买计划”（PEPP），PEPP 中 97% 的资产为政府债券。三是“预期引导”。欧央行于 2012 年 9 月宣布直接货币交易计划（OMT），承诺央行可以无限量购买符合条件的成员国短期政府债券，从预期上缓解了市场对脆弱地区政府债务违约的担忧。

然而，受制于遏制通胀的目标，这一次欧央行应对危机的工具或十分有限。欧债危机以后，欧元区经济处于低通胀环境，是欧央行实施救助措施的重要背景。彼时，欧央行的救助措施不仅可以平抑短期债券市场波动，

也有益于刺激经济增长与通胀回升，受到各方欢迎。但这一次，欧央行需要在救助市场的同时，兼顾物价稳定目标，这意味着其救助措施可能受到很大阻力。在未来较长时间里，欧央行或难采取降息、扩大购债等任何具有宽松取向的政策工具。



图2 欧元区经济处于低通胀环境，是此前欧央行实施救助措施的重要背景

若不改变货币紧缩取向，欧央行剩余的工具或仅存两类：

一类是“调结构”，即在不显著扩大持债总规模的前提下，增持意大利、希腊等脆弱地区国债，必要时还可能减持德国、法国等债务风险相对可控的成员国国债，以缓解“碎片化”问题。如当前欧央行拟利用 PEPP 购债操作的部分利润来增购脆弱地区国债，具体细节尚待披露。此外，欧央行或也可以选择重启 SMP 计划，该计划允许欧央行进行冲销操作（欧央行在购买国债后，鼓励商业银行将等额流动性转移至定期存款，并于 7 日

内通过招标程序拍卖给欧央行，从而使银行体系内不因欧央行购债而立刻产生多余流动性。) 而冲销操作的目的正是控制通胀风险，2011 年欧央行实施 SMP 时的欧元区通胀率已高于 2%。

另一类是“稳预期”，即类似 2012 年的 OMT 计划，通过宣布可置信的“兜底”政策，缓解债券投资者的恐慌情绪，也一定程度上施压于做空欧债的投机行为，预防脆弱地区债券被过度抛售。

然而，当前这些措施的实际力度与效果均存在较大不确定性。

一是，PEPP 计划下的结构调整空间或有限。2020 年 3 月至 2022 年 5 月，欧央行通过 PSPP 和 PEPP 两项计划购入的成员政府债券合计为 2.2 万亿欧元，基本上全部消化了同期各成员政府债务的增量。结构上，欧央行购买的希腊、塞浦路斯和意大利的国债规模，已分别为同期政府债券增量的 285%、283%和 135%，明显高于平均水平，这说明欧央行政策已经向脆弱地区倾斜。事实上，欧央行的“偏心”已经受到了德国的质疑。7 月 4 日德国央行行长内格尔公开反对欧央行针对“碎片化”问题的解决方案，认为判断不同国家之间的借贷成本差异是否合理“几乎是不可能的”，

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_44051

