

欧元区主权债务风险评估

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

孙玉龙 量化组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

我们认为欧元区主权债务风险正处于上升期, 债务危机再度爆发的条件逐渐具备, 仅缺少冲击主权信用评级的引爆器, 需投资者充分重视。未来重点关注希腊、意大利、西班牙和法国四个债务风险最高的国家的宏观经济与政策动向。

无论欧债危机是否爆发, 下半年主权债务风险的上升方向是确定的, 我们建议采取两大确定性较高的套利策略应对: 一是多德国股指空意大利(希腊)股指; 二是多黄金空工业金属。

核心观点

■ 市场分析

欧债危机的引爆器为希腊政府的主权信用遭国际评级公司下调, 深层原因在于高福利制度下的资金依赖迫使政府部门维持高杠杆率。欧债危机经历了风险显现、扩散和深化三个阶段, 从部门、国家、风险演变、资产等四个层面进行传导。

分国别来看, 多德国股指空风险国股指是可以贯穿整个欧债危机的主要策略; 其次, 风险扩散期以做多风险国-德国国债利差为主; 最后, 风险深化期可关注德债或欧债的抄底机会。

分资产类别来看, 多黄金空工业金属是可以贯穿整个欧债危机的主要策略; 其次, 欧债危机前两个阶段密切关注风险国的利率拐点, 第三阶段密切关注德国的利率拐点, 它对于风险的感知会更灵敏, 总之, 国债相对于股指和商品对于风险和机会的感知更加灵敏。

可以确定三个核心的评判欧元区主权债务风险的指标: 财政赤字率、政府杠杆率较前一低位的升幅、经常项目差额/GDP, 均有助于识别债务风险较高的成员国, 其中, 财政赤字率、政府杠杆率升幅还有助于进行债务风险高低的排序。未尝短债占比可作为辅助判断指标, 私人部门杠杆率和不良贷款率则只能作为后验跟踪指标。

欧元区主权债务风险正处于上升期, 债务危机再度爆发的条件逐渐具备, 仅缺少冲击主权信用评级的引爆器, 需投资者充分重视。未来重点关注希腊、意大利、西班牙和法国四个债务风险最高的国家的宏观经济政策动向。

无论欧债危机是否爆发, 下半年主权债务风险的上升方向是确定的, 我们建议采取两

大确定性较高的套利策略应对：一是多德国股指空意大利（希腊）股指；二是多黄金空工业金属。

■ 风险

欧元区加息节奏加快；全球经济陷入滞胀

目录

摘要	1
核心观点	1
欧债危机始末	5
回顾	5
特征	10
欧元区债务风险评估	17
宏观形势	17
指标特征	20

图表

图 1: 欧债危机时间回顾	6
图 2: 2007 年以来欧猪五国+德国股指走势	7
图 3: 德国股票 ETF 资金流量 单位: 百万美元	7
图 4: 德国债券市场 ETF 资金流量 单位: 百万美元	7
图 5: 希腊股票 ETF 资金流量 单位: 百万美元	8
图 6: 希腊债券市场 ETF 资金流量 单位: 百万美元	8
图 7: 2007 年以来欧猪五国-德国利差走势	8
图 8: 欧债危机期间内商品走势	9
图 9: 危机期间希腊大类资产表现	10
图 10: 危机期间西班牙大类资产表现	10
图 11: 欧猪五国与德国赤字率比较 单位: %	11
图 12: 欧猪五国与德国社会福利占比比较 单位: %	11
图 13: 欧猪五国与德国政府杠杆率 单位: %	11
图 14: 欧猪五国与德国政府杠杆率升幅 单位: 亿欧元	11
图 15: 持有的欧元债务占比 单位: %	11
图 16: 未偿短债(1 年内)占比 单位: %	11
图 17: 希腊经常账户结构 单位: 百万美元	12
图 18: 希腊资本账户结构 单位: 百万美元	12
图 19: 西班牙经常账户结构 单位: 百万美元	12
图 20: 西班牙资本账户结构 单位: 百万美元	12
图 21: 葡萄牙经常账户结构 单位: 百万美元	13
图 22: 葡萄牙资本账户结构 单位: 百万美元	13
图 23: 爱尔兰经常账户结构 单位: 百万美元	13
图 24: 爱尔兰资本账户结构 单位: 百万美元	13
图 25: 意大利经常账户结构 单位: 百万美元	13
图 26: 意大利资本账户结构 单位: 百万美元	13
图 27: 德国经常账户结构 单位: 百万美元	14

图 28: 德国资本账户结构 单位: 百万美元.....	14
图 29: 希腊 GDP 增速与私人部门杠杆率 单位: %	14
图 30: 西班牙 GDP 增速与私人部门杠杆率 单位: %	14
图 31: 葡萄牙 GDP 增速与私人部门杠杆率 单位: %	15
图 32: 爱尔兰 GDP 增速与私人部门杠杆率 单位: %	15
图 33: 意大利 GDP 增速与私人部门杠杆率 单位: %	15
图 34: 德国 GDP 增速与私人部门杠杆率 单位: %	15
图 35: 不良贷款率 单位: %	15
图 36: 不良贷款率 单位: %	15
图 37: 欧元区 PMI 与经济指数 单位: %	17
图 38: 欧元区和德国景气指数 单位: %	17
图 39: 欧洲天然气库存 单位: TWH	18
图 40: 俄罗斯天然气公司向欧洲输出的天然气流量总量 (周度) 单位: 百万立方米	18
图 41: 2020 年欧盟发电占比 单位: %	18
图 42: 2021 年美国发电占比 单位: %	18
图 43: 德国电价 单位: 欧元/兆瓦时	18
图 44: 法国电价 单位: 欧元/兆瓦时	18
图 45: 欧元区通胀滞后美国 单位: %	19
图 46: 英国和美国天然气价格	19
图 47: 欧央行政策目标利率 单位: %	19
图 48: 彭博隐含再融资利率上升 单位: %	19
图 49: 欧央行资产增速下滑	20
图 50: APP 资产购买情况 单位: 亿欧元	20
图 51: 当前欧洲主要国的财政赤字率与政府杠杆率升幅 单位: %	21
图 52: 当前欧洲主要国的 1 年内期到期的短债/GDP 单位: %	21
图 53: 当前欧洲主要国的经常项目差额/GDP 单位: %	22

欧债危机始末

回顾

欧洲主权债务危机简称欧债危机，始于希腊债务危机，是指自 2009 年年底之后，全球投资者对部分欧洲国家在主权债务危机方面所产生的忧虑，被指出问题的欧元区国家包括希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰和意大利（按危机爆发的先后排序），合称欧猪五国，而部分不属于欧元区国家的欧盟成员国也因经济联动之故牵涉其中。为便于研究，本文将欧债危机时期划分为三个阶段：

第一阶段，债务风险显现期（2009 年 5 月-2010 年 1 月，图 1 红色阴影部分），风险始于希腊的政府债务。希腊债务问题在 2009 年 5 月就已显现，但并未引起政府的足够重视。直到 2009 年 12 月 8 日，希腊宣布财政赤字率和公共债务比率分别达到 12.7% 和 113%，远超欧盟标准，引发全球三大评级公司相继下调其主权评级，宣告希腊债务危机爆发。

第二阶段，债务风险扩散期（2010 年 1 月-2011 年 7 月，图 1 白色阴影部分），风险由希腊向西班牙、和葡萄牙、爱尔兰和意大利、西班牙和葡萄牙等经济相对脆弱的国家扩散，由政府部门向银行部门扩散，由主权信用风险向流动性风险转变。进入 2010 年，希腊债务链已全面崩溃，危机迅速向欧元区其它成员国蔓延。由于欧元区国家银行体系互相持有大量政府国债，希腊债务危机爆发后希腊政府债券价值急剧缩水，欧元区银行体系遭受较大的资产减值损失，欧洲银行通常以所持有的债券，向央行借贷或开展同业拆借，欧猪五国的债券收益率上行直接推高银行的融资成本，信用危机演变为流动性危机的预期升温。期间内，欧盟成员国开始意识到问题的严重性，数次召开重要会议商讨应对方案，但在达成一致的救助方案上屡屡受阻。

第三阶段，债务风险深化期（2011 年 7 月-2012 年 7 月，图 1 绿色阴影部分），风险向发达经济体扩散，欧元区债务危机+流动性危机进一步演化为全球经济危机，信用+流动性风险进一步演化为系统性风险。由于德国和法国的银行机构持有大量意大利和西班牙公债，所以意大利和西班牙主权债务危机爆发后，间接提升德国和法国的银行业风险，从而导致法国主权信用评级被调降，德国也被纳入负面展望名单中，这标志着欧债危机由局部蔓延至整个欧元区。欧债危机的进一步深化促使成员国在救助方案上达成一致的效率显著提高，从而改善了全球投资者对于欧元区金融市场的投资偏好。

图 1：欧债危机时间回顾



数据来源：Wind 华泰期货研究院

不难看出，欧债危机的引爆器为希腊政府的主权信用遭国际评级公司下调，随后向其
余国家、其余部门传导，大致可总结为四个层面的传导路径：

部门层面：政府→银行→私人，政府债务价值缩水冲击欧元区商业银行体系的流动
性，进而传导至私人部门的融资端。

国家层面：希腊→西班牙→葡萄牙→爱尔兰→意大利→德国，希腊债务危机爆发后，
互相持有大量政府债务的其他成员国亦受牵连。

风险类型：信用→流动性→系统性，与部门层面的传导路径相对应，当私人部门融资
成本提升时，实体经济遭受巨大下行压力，局部风险演化为欧元区系统性风险。

资产层面的演变路径将在本节余下部分详细探讨，区分不同市场，同一资产的传导路
径以及同一市场，不同资产的传导路径两方面。

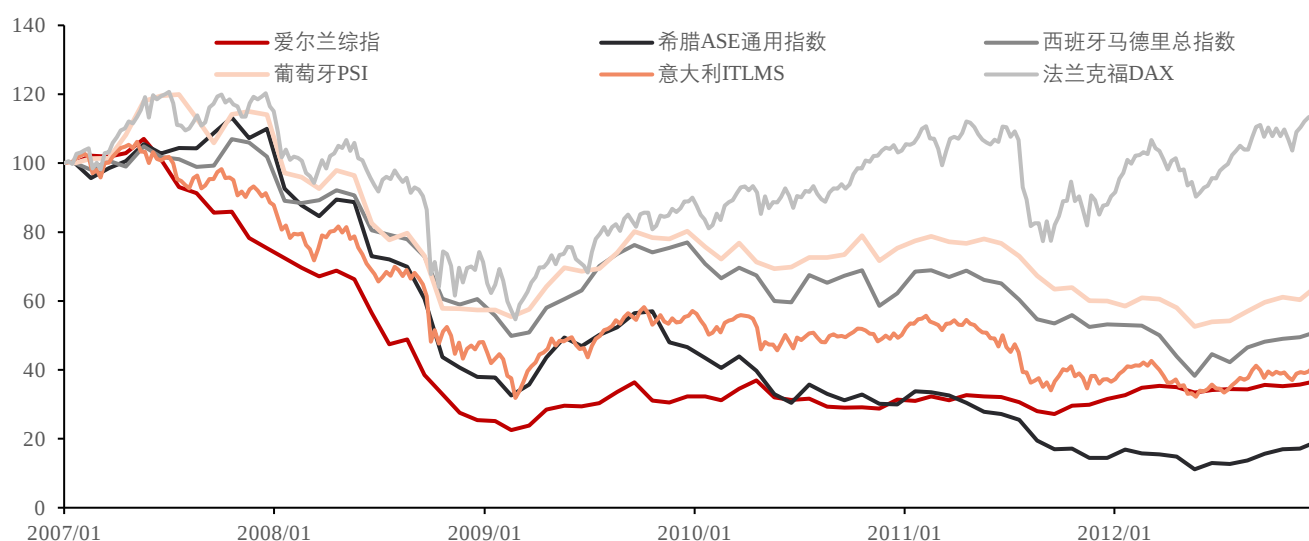
■ 不同市场，同一资产的传导路径

首先，比较分析欧债危机时期欧猪五国与德国的股指走势，对于率先爆发债务危机的
希腊而言，其股指最先见顶，且期间内表现持续弱于其他成员国；同时，西班牙和葡
萄牙紧随其后，爱尔兰和意大利则相对坚韧，与欧债危机爆发的先后顺序基本相符；

德国股指只受到阶段性的负面冲击而出现短期调整，但总体仍然维持了上升趋势。

具体而言，第一阶段（风险显现期），欧猪五国股指相继冲顶后下跌，德国股指调整后重回维持上升趋势；第二阶段（风险扩散期），欧猪五国股指均震荡走弱，德国股指依然震荡上行；第三阶段（风险深化期），欧猪五国股指继续下行，但下行速率减缓，并在后半段逐渐显现见底迹象，而德国股指快速回调后再次震荡上行。

图 2: 2007 年以来欧猪五国+德国股指走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

不难发现，欧元区主权债务风险上升时期，德国股指因避险资金的不断流入而维持强势，图 3-6 反映出，在欧债危机的第一阶段中，德国和希腊股债 ETF 资金流量呈现此消彼长的特征。

图 3: 德国股票 ETF 资金流量 | 单位: 百万美元



数据来源: Bloomberg 路透 华泰期货研究院

图 4: 德国债券市场 ETF 资金流量 | 单位: 百万美元



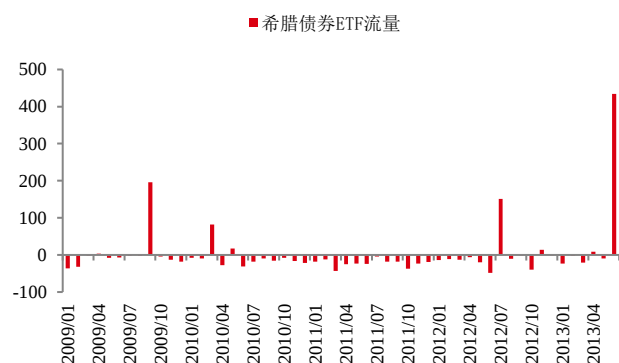
数据来源: Bloomberg 路透 华泰期货研究院

图 5: 希腊股票 ETF 资金流量 | 单位: 百万美元



数据来源: Bloomberg 路透 华泰期货研究院

图 6: 希腊债券市场 ETF 资金流量 | 单位: 百万美元

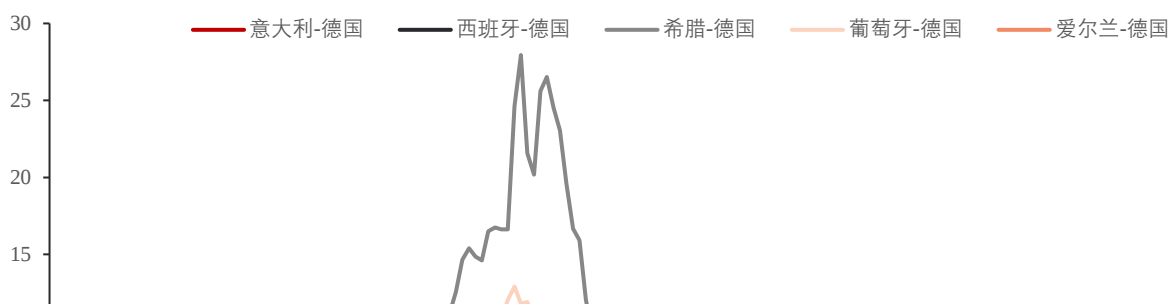


数据来源: Bloomberg 路透 华泰期货研究院

然后，从欧猪五国-德国的利差来看，对于率先爆发债务危机的希腊而言，其国债利率与德国国债利率的利差先见底，后见顶，且显著高于其他成员国，紧随其后的是葡萄牙和爱尔兰，西班牙和意大利则相对更低。利差的拐点和幅度与欧债危机爆发顺序的对应率不及股指，不过，风险更高的成员国与德国的利差确实更易走阔。

结合图 1 具体分析，第一阶段（风险显现期），欧债利率震荡下行，欧猪五国-德国利差震荡下行；第二阶段（风险扩散期），欧债利率先下后上，欧猪五国-德国利差集体走高；第三阶段（风险深化期），欧债利率趋势下行，欧猪五国-德国利差先后见顶回落。

图 7: 2007 年以来欧猪五国-德国利差走势



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_44119

