

历史回溯之四——欧债危机：

双循环失衡深化下的国际收支危机

2022年09月21日

投资要点

- **欧债危机的两个阶段。**欧债危机是次贷危机的延续,历时9年,但核心阶段主要是两个:一是起始阶段,该阶段从2009年10月始于希腊债务危机,随后扩散至葡萄牙、爱尔兰,2010年11月21日爱尔兰迫于压力接受援助,欧债危机未进一步加剧。二是深化阶段,2011年4月、7月欧洲央行两次加息,7月后危机向欧元区意大利、西班牙扩散,并冲击法、德等核心经济体,此阶段不仅欧洲市场股债汇齐跌,全球资本市场也被波及。随后从2012年至2018年,时间线虽漫长,但危机未进一步传导,而是逐步敛于平静。
- **欧债危机的成因。表现成因:**欧债危机的表现成因有三——次贷危机是诱发因素、评级机构是催化因素、欧央行加息是引爆因素。**深层次原因:**欧债危机表面上是主权债务危机,但实际上是双循环的失衡深化导致的国际收支危机。欧元区成立后,区域内经济体出现利率趋同性特征和社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征,前者导致边缘国资产价格泡沫,后者导致产业竞争力减弱,产业空心化。久而久之形成了双循环,一是资金通过经常账户由边缘国流向核心国,而后通过资本与金融账户回流边缘国的资金循环,二是边缘国消费、核心国生产的产业循环。资金来源于核心国,产品也来源于核心国,廉价的午餐不具备持续性,此双循环存在天然缺陷,双循环下的失衡深化是欧债危机爆发的深层次原因。
- **欧债危机的救助。**欧债危机的救助方式一是通过成立欧洲金融稳定基金(EFSF),以及后续设立的欧洲稳定机制(ESM),向债务国提供贷款,以及在一级和二级市场上购买成员国国债等;二是欧洲央行降息,并启动了多轮长期再融资操作(LTRO),以及实施了证券市场计划(SMP)和直接货币交易计划(OMT);三是财政赤字约束。其中起核心作用的是方式一和二。
- **欧债危机是否卷土重来。**高通胀下的高债务和高财政赤字是当前欧洲所面临的问题,更值得关注的是能源危机后欧洲国家贸易差额的恶化成了普遍现象。而回旋空间则在于发达经济体危机的形成并非一蹴而就,无论欧债危机还是次贷危机,危机从显露到全面爆发时差均比较长。当前欧洲银行业相比欧债危机期间健康、房地产泡沫整体不算严重、同时救助机制也更完善,因此欧洲形势严峻但离危机再度爆发还有时间差,利用时间差尽快减小俄乌冲突推升的通胀和高电价对消费和工业生产造成的影响是当务之急。
- **风险提示:**美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	1.31	-3.79	25.97
沪深300	5.29	10.04	-2.05

陈敏

分析师

执业证书编号: S0530522080001
chenmin79@hncshasing.com

相关报告

- 1 《历史回溯之一——拉美债务危机:资源国因何成了石油危机的最大受害者》 2022-09-09
- 2 《历史回溯之二——亚洲金融危机:投资驱动型经济体之殇》 2022-09-16
- 3 《历史回溯之三——次贷危机:风起于青萍之末》 2022-09-16

内容目录

前言	4
1 欧债危机起始和深化	4
1.1 起始阶段：边缘国家率先爆发债务危机。	5
1.2 深化阶段：危机蔓延至意大利、西班牙，波及德法，全球市场剧震	7
2 欧债危机的成因	8
2.1 表观成因	9
2.1.1 次贷危机为诱发因素	9
2.1.2 评级机构是催化因素	11
2.1.3 欧央行加息是引爆因素	11
2.2 欧债危机深层次原因——双循环下的失衡深化	12
2.2.1 利率的趋同性特征和房地产泡沫	12
2.2.2 社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征和经常账户赤字	14
2.2.3 深层次原因——双循环下的失衡深化引发的国际收支危机	16
3 欧债危机的救助	17
3.1 设立欧洲金融稳定基金（EFSF），以及后续设立的设立欧洲稳定机制（ESM）	17
3.2 欧洲央行——降息、长期再融资操作（LTRO）、证券市场计划（SMP）和直接货币交易计划（OMT）	18
3.3 财政紧缩政策和经济改革	19
4 欧债危机是否卷土重来	20
4.1 欧洲的危局	20
4.1.1 高债务和财政赤字加大	20
4.1.2 能源危机后贸易差额的恶化成了普遍现象	21
4.2 欧洲的回旋空间	21
4.2.1 危机的形成并非一蹴而就	21
4.2.2 当前银行业相比欧债危机期间健康	22
4.2.3 房地产价格上涨，但整体不太严重	22
4.2.4 救助将会更加迅捷	22
5 风险提示	23

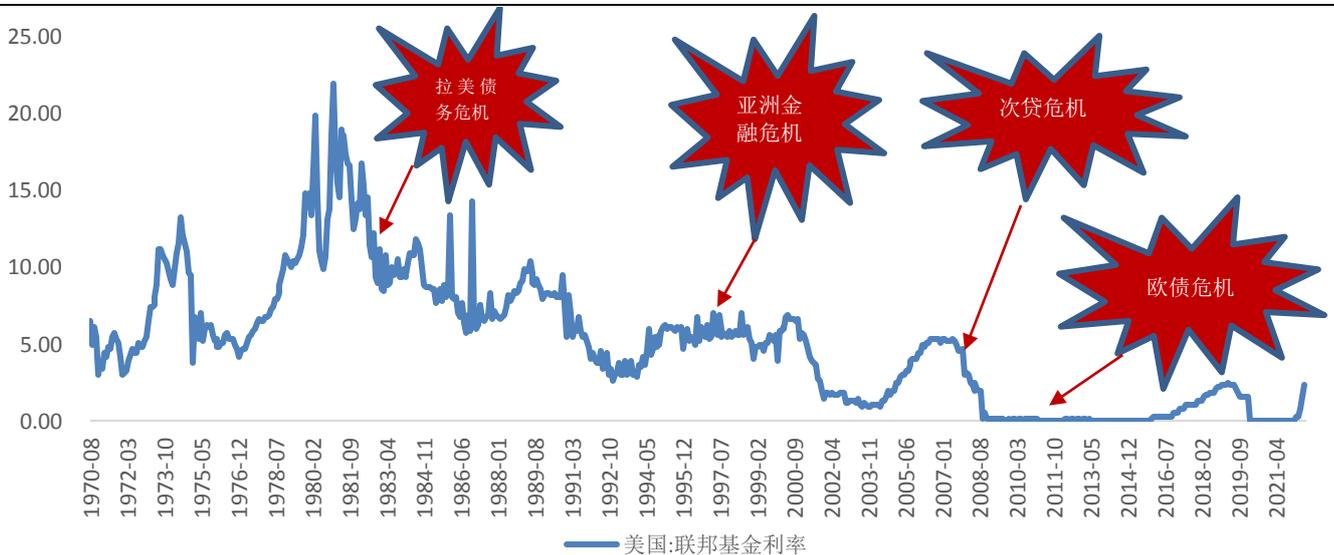
图表目录

图 1: 美国联邦基金利率与金融危机.....	4
图 2: 希腊股指和长债收益率 (%)	6
图 3: 欧猪五国长债收益率 (%)	6
表 1: 欧债危机初始阶段事件脉络.....	6
图 4: 欧洲国家股指走势: 葡爱法希	7
图 5: 欧洲国家股指表现: 西、意、德.....	7
图 6: 全球市场受波及: 上证指数.....	8
图 7: 全球市场受波及: 道琼斯工业指数.....	8
表 2: 欧债危机深化阶段事件脉络.....	8
图 8: 欧猪五国 GDP 增速 (%)	9
图 9: 欧猪五国失业率 (%)	9
图 10: 欧猪五国不良贷款率 (%)	10
图 11: 欧猪五国财政赤字占 GDP 比重 (%)	10
图 12: 欧猪五国一般政府债务占 GDP 比重 (%)	10
图 13: 欧猪五国一般政府利息占 GDP 比例 (%)	11
图 14: 欧猪五国债务占 GDP 比例 (%)	11
图 15: 原油、铜价格走势 (美元/桶、美元/吨)	12
图 16: 欧元区成立后成员国长债利率收敛于德国长债利率 (%)	13
图 17: 边缘国和核心国资本与金融账户镜像 (亿美元)	13
图 18: OECD 实际房价指数.....	14
图 19: OECD 实际房价指数边缘国和核心国算术平均	14
图 20: 以 1999 年定基社会福利累计增长 (%)	15
图 21: 边缘国社会福利支出占 GDP 比重向核心国收敛 (%)	15
图 22: 以 1999 年定基劳动者报酬累计增长 (%)	15
图 23: 边缘国和核心国经常账户盈余的镜像关系 (亿美元)	16
图 24: 脆弱的双循环.....	17
表 3: EFSF、IMF 和欧盟对债务国救助规模.....	18
表 4: 财政紧缩政策和经济改革	19
图 25: 欧洲国家杠杆率 (%)	21
图 26: 欧洲国家近年房价指数 (2015 年为基期)	22

经济学的内容，实质上是历史长河中的一个独特的过程。如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代（包括当前）的经济现象。——熊彼特

前言：布雷顿森林体系瓦解之后，金融危机此起彼伏，尤其是经历一轮美联储加息周期之后，出现金融危机的概率更高。2022年3月美联储启动新的加息周期，我们试图回溯历史、追本溯源，去探寻金融危机的历史现象、演化过程和内在机理。《历史回溯——金融危机研究系列》共五篇，根据时间脉络选取布雷顿森林体系瓦解之后4个有代表性的金融危机，分别是拉美债务危机、亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机为研究对象，前四篇侧重历史背景、成因、危机过程的研究，掌握历史事实，最后一篇为对危机的总结，侧重对危机的系统剖析、总结与预判。本文是《回溯历史——金融危机研究系列》的第四篇，对21世纪10年代的欧债危机进行历史回溯，并对欧债危机是否再度爆发做出分析。

图1：美国联邦基金利率与金融危机



资料来源：财信证券，WIND

1 欧债危机起始和深化

欧债危机爆发于2008年次贷危机之后，为了应对次贷危机引发的金融风暴、挽救经济，各国采取了扩张性政策。西欧的PIIGS国家（欧猪五国，即葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙）经济低迷、赤字高企，政府债务高筑。

2009年10月，希腊爆发债务危机，欧债危机拉开帷幕，若以希腊退出救助计划为终点，欧债危机于2018年8月结束，历时近9年。但2012年之后的阶段，危机未进一步扩散，很多国家情况逐步好转，整体态势有惊无险，本文重点回溯欧债危机的起始阶段和深化阶段。第一阶段始于2009年10月，主要集中于希腊、爱尔兰、葡萄牙等边缘国，影响相对较小，为欧债危机的起始阶段，随着2010年11月21日爱尔兰迫于压力接受援

助，欧债危机未进一步加剧；第二阶段始于 2011 年 4 月、7 月欧洲央行两次加息，7 月后危机向欧元区第三大经济体意大利、第四大经济体西班牙扩散，并冲击法国、德国等核心经济体，此阶段不仅欧洲市场股债汇齐跌，全球资本市场也被波及，市场担心希腊违约、欧元区分裂，也担心会成为全球系统性风险。后续随着救助计划的深化，到 2012 年初，危机虽还在持续，但全面冲击最严峻的一个阶段基本过去。我们把欧债危机的冲击最大的一个阶段，即从 2011 年 7 月至 2012 年初称为危机深化阶段。2012 年初之后到 2018 年，时间线虽然漫长，但主要是救助过程以及部分国家抗议风波、选举风波，危机并未进一步传导，而是逐步趋于平静。

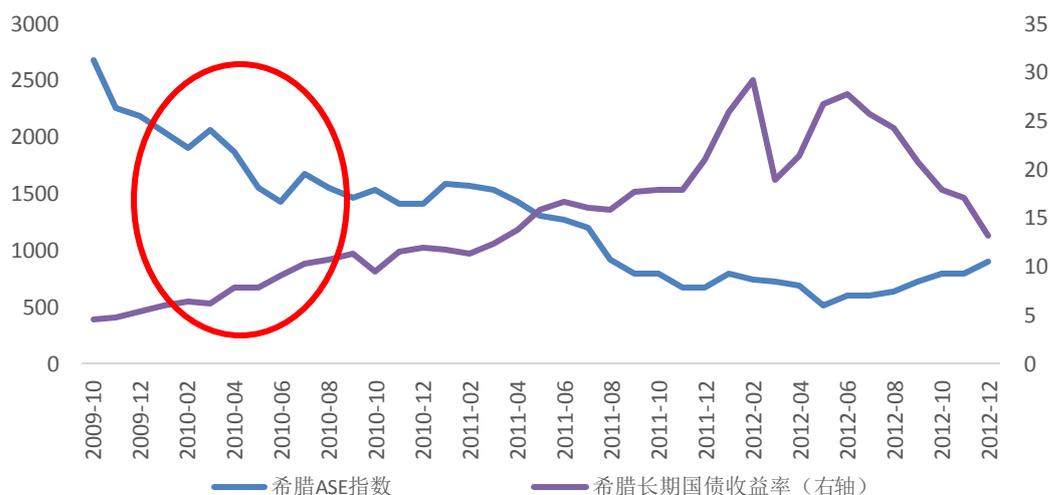
1.1 起始阶段：边缘国家率先爆发债务危机。

希腊债务危机爆发。2009 年 10 月，希腊新任首相乔治·帕潘德里欧宣布，其前任隐瞒了大量的财政赤字，希腊的财政赤字占 GDP 的比重已高达 12.7%，公共债务余额占 GDP 的比重高达 110%，远高于《马斯特里赫特条约》中预算赤字不能超过国内生产总值的 3%、负债率低于国内生产总值的 60% 的规定，希腊债务危机爆发，欧债危机拉开序幕。2009 年 12 月 8 日，惠誉将希腊信贷评级由 A- 下调至 BBB+，前景展望为负面。同月，标准普尔、穆迪纷纷下调希腊主权债务评级。从 10 月到 12 月，希腊 ASE 综指最大跌幅接近 30%，希腊长期国债利率由 4.5% 突破 5.5%。

危机扩散至葡萄牙、爱尔兰。2010 年 1 月 11 日穆迪警告葡萄牙称“若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信评级”。1 月 13 日，穆迪警告，今年欧洲政府的债务市场仍然紧张和不明朗，其中希腊和葡萄牙的经济面对“慢性死亡”的风险。3 月 24 日惠誉下调葡萄牙评级，葡萄牙长债收益率上行。

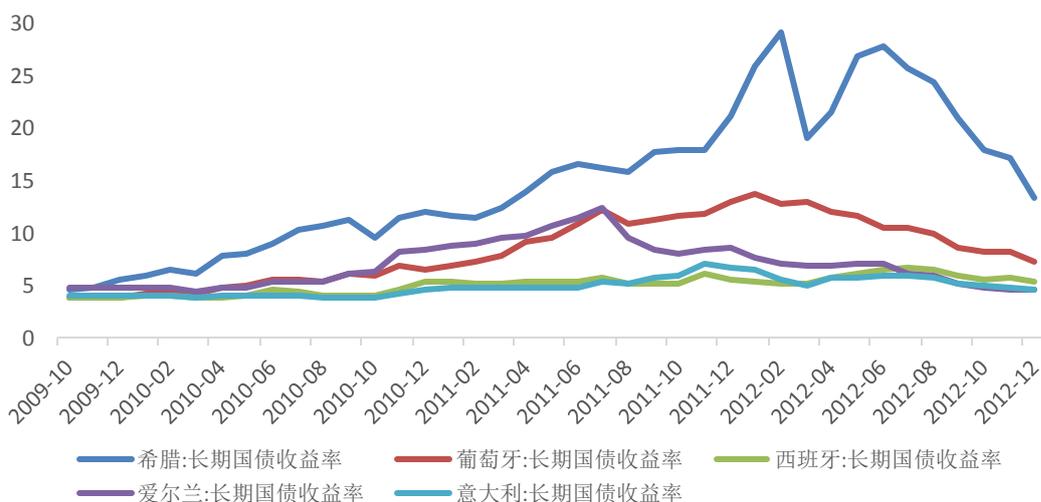
爱尔兰申请援助，欧债危机初始阶段渐趋平静。爱尔兰债务危机不只是财政危机，同时也是银行业危机，其危机成因与亚洲金融危机有一定的相似之处，爱尔兰从 1995 年到 2007 年经济快速发展，2008 年房地产泡沫破灭。泡沫破灭之后，财政收入减少，以及银行信贷高度集中于房地产和公共部门，引发财政危机和银行业危机。2010 年 8 月 24 日，标普将爱尔兰的主权信用评级由 AA 下调一个等级至 AA-。2010 年 9 月底，爱尔兰政府称，由于救助本国五大银行最高可能耗资 500 亿欧元，预计财政赤字会骤升至国内生产总值的 32%，公共债务将占到 GDP 的 100%，消息一出爱尔兰国债利率快速走高。2010 年 11 月 21 日，爱尔兰政府向强烈敦促其尽快启动欧盟金融援助机制的欧盟国家做出让步，正式向欧盟申请援助以支撑本国受困的银行业及公共财政。之后一段时间，欧债危机未进一步扩散。

图2: 希腊股指和长债收益率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图3: 欧猪五国长债收益率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

表 1: 欧债危机初始阶段事件脉络

时间	事件
2009年12月8日	惠誉将希腊信贷评级由 A- 下调至 BBB+, 前景展望为负面。
2009年12月16日	标准普尔将希腊的长期主权信用评级由“A-”下调为“BBB+”
2009年12月22日	穆迪 09 年 12 月 22 日宣布将希腊主权评级从 A1 下调到 A2, 评级展望为负面。
2010年1月11日	穆迪警告葡萄牙称“若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信用评级”
2010年2月4日	西班牙财政部指出, 西班牙 2010 年整体公共预算赤字恐将占 GDP 的 9.8%。
2010年2月5日	债务危机引发市场惶恐, 西班牙股市当天大跌 5.94%, 但很快又企稳回升, 危机未向西班牙实质性蔓延
2010年3月24日	惠誉下调葡萄牙评级
2010年4月23日	希腊正式向欧盟与 IMF 提出援助申请

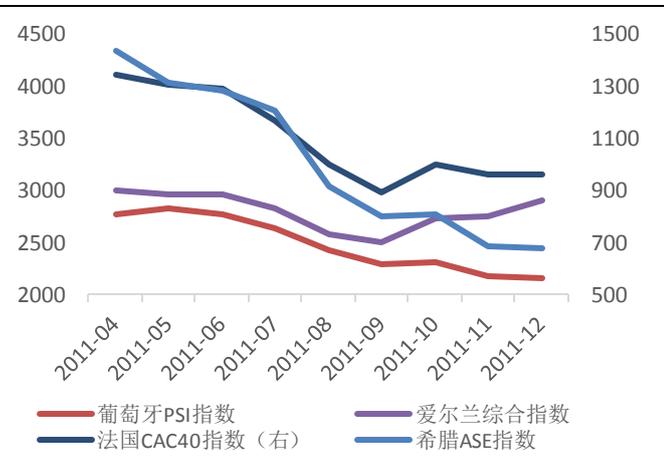
2010年4月28日	标准普尔将西班牙的主权债务评级降至“AA”，西班牙股市出现第一轮大跌，但下跌持续一个月之后，西班牙股市再次回升。
2010年8月24日	标普将爱尔兰的主权信用评级由AA下调一个等级至AA-
2010年10月6日	惠誉将爱尔兰主权信用评级自AA-下调至A+，评级展望为“负面”
2010年11月2日	爱尔兰主权信用违约掉期（CDS）创新高，爱尔兰债务危机深化，欧洲央行入市干预，买进爱尔兰国债。
2010年11月21日	经过4天的紧张商讨，爱尔兰政府终于在21日晚正式向欧盟申请援助以支撑本国受困的银行业及公共财政。这意味着爱尔兰终于向强烈敦促其尽快启动欧盟金融援助机制的欧盟国家做出让步，金融市场反应积极。

资料来源：财信证券研发中心整理

1.2 深化阶段：危机蔓延至意大利、西班牙，波及德法，全球市场剧震

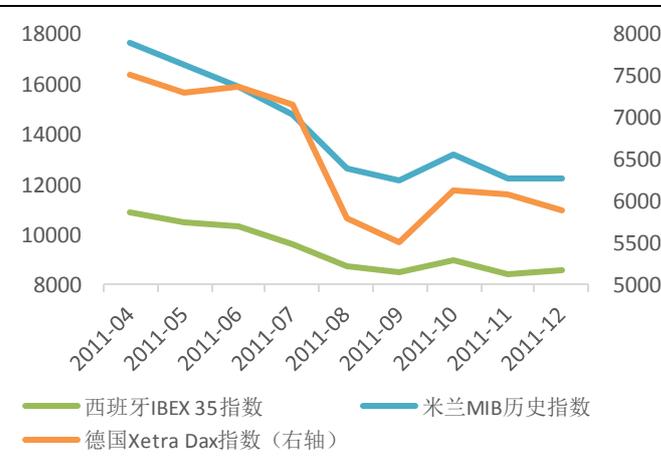
危机深化。欧债危机的深化始于欧洲央行的两次加息。2011年4月13日和7月13日，时任欧洲央行行长特里谢误判形势，为了抑制通货膨胀进行了两次加息。利率上调使本就处于债务危机当中的希腊、爱尔兰、葡萄牙利率上行压力加大，2011年7月，危机向西班牙、意大利扩散。由于德、法等国金融机构持有大量西班牙、意大利债券，银行的资产负债表被污染，危机波及至法、德等欧元区核心国家。2011年8月，市场出现法国AAA顶级信贷评级可能遭调降的传闻，银行板块急跌，泛欧道琼斯指数跌幅为3.75%。整个8月欧洲股市全面大跌，利率走高，在此期间美股市场、亚太市场亦全线下跌，危机不但冲击了欧洲国家，全球资本市场也未能幸免，希腊是否会债务违约，欧元区是否分裂，是否会出现系统性危机成了关注的焦点。2011年8月13日，世界银行行长佐利克表示，由于欧洲发生主权债务危机，世界经济进入了“新的、更加危险的阶段”，前景变得更加不确定。欧盟官员警告在主权债务危机向银行业蔓延的形势下，市场可能重新出现信贷紧缩的状况，这将带来一场“系统性的”危机。欧洲系统性风险理事会发布声明称，过去几个月，欧洲主权债务危机已从欧盟内较小经济体蔓延至部分较大经济体，欧盟金融系统风险已经大大增加，欧洲许多地区压力迹象明显。

图4：欧洲国家股指走势：葡爱法希



资料来源：财信证券，WIND

图5：欧洲国家股指表现：西、意、德



资料来源：财信证券，WIND

图6: 全球市场受波及: 上证指数



资料来源: 财信证券, WIND

图7: 全球市场受波及: 道琼斯工业指数



资料来源: 财信证券, WIND

表 2: 欧债危机深化阶段事件脉络

时间	事件
2011年7月12日	隔夜意大利及西班牙公债重挫, 德国国债收益率跌到逾七个月低点, 希腊债务危机可能波及较大经济体, 引发投资人对安全资产的避险需求。
2011年8月8日	受法国AAA顶级信贷评级可能遭调降传闻的影响, 法国股市出现大幅动荡, 其中银行股板块急跌。泛欧道琼斯指数收于223.50点, 跌幅为3.75%。
2011年8月13日	世界银行行长佐利克13日表示, 由于欧洲发生主权债务危机, 世界经济进入了“新的、更加危险的阶段”, 前景变得更加不确定。
2011年8月30日	希腊国会预算办公室报告称, 债务水平继续激增, 原始赤字居高不下, 经济衰退加剧, 目前希腊的债务状况已经极度恶化, 达到“失控”的程度。
2011年9月14日	惠誉调降了西班牙五个地区的信用评级
2011年9月15日	据欧盟文件显示, 欧盟最高级的财政官员将于本周向各成员国财政部长发出警告, 称在主权债务危机向银行业蔓延的形势下, 市场可能重新出现信贷紧缩的状况, 这将带来一场“系统性的”危机。
2011年9月21日	欧洲系统性风险理事会发布声明称, 过去几个月, 欧洲主权债务危机已从欧盟内较小经济体蔓延至部分较大经济体, 欧盟金融系统风险已经大大增加, 欧洲许多地区压力迹象明显。
2011年10月7日	惠誉下调西班牙评级至AA-, 展望为负面; 下调意大利评级至A+, 展望为负面。
2011年10月19日	穆迪将西班牙主权债务评级自Aa2下调至A1, 评级前景为负面。
2011年12月8日	欧洲央行12月8日宣布, 将基准利率下调25个基点至1%, 本次降息是欧央行行长德拉吉11月1日接替特

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_46355



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn