

总量研究

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？

——流动性洞见系列十一

要点

引子：随着全球金融条件的持续收紧，债务国的再融资便利度、成本和偿债负担均日渐增大，部分脆弱性较高的国家的债务违约风险有所上行。欧元区边缘国作为上一轮欧债危机的主体，在疫情期间政府债务再次急剧攀升，市场对其是否会再次引发欧债危机的关注度日渐升温。本文则就欧元区边缘国的债务结构和偿债压力进行了梳理，借以分析欧债危机再次引发的可能性和风险点。

欧元区边缘国的债务偿付风险，正在被逐渐计入资产价格。

全球货币政策持续收紧，融资成本高企叠加需求放缓，债务国偿债负担增加，市场对于脆弱性较高的债务国的违约风险的担忧逐渐升温。一则，欧元区边缘国家和德国国债之间的利差水平快速走阔。二则，欧元兑美元汇率大幅贬值，再次跌破平价水平。三则，衡量信用违约风险的主权债务 CDS 利差持续走阔。

欧元区边缘国家的政府债务负担，在全球主要经济体中处于极高水平。

2020 年新冠疫情发生后，为应对疫情冲击，各国均采取了扩张型财政政策，其中，希腊和意大利等国赤字率均上行至 10% 以上，并于 2021 年维持高位，推动政府部门债务水平大幅上行。2022 年一季度末，希腊和意大利的政府部门杠杆率分别为 189% 和 153%，在所有国际清算银行报告经济体中处于极高水平。意大利等欧元区边缘国家外债规模接近欧债危机时期，但短期外债和政府外债规模明显低于欧债危机时期，短期债务偿付压力明显弱于欧债危机期间。

欧元区边缘国债务偿付面临三重不确定性压力

压力一：全球流动性持续收紧，欧元区边缘国到期外债再融资难度增加，美联储加息节奏能否企稳以及维持高利率的时长，将是欧元区边缘国债务稳定性的重要影响因素。随着离岸美元持续回流美国，离岸市场的美元流动性日益收紧，债务国外债到期后的再融资难度明显上升，并且再融资成本也呈现出加速上行态势。在此背景下，12 月议息会议是否会放缓加息步伐，并给出更为明确的利率指引，将是重要的观察节点，若美联储加息预期持续上修，则将日渐加大债务国偿债负担并弱化市场预期。

压力二：俄乌冲突加剧能源短缺，恶化欧元区贸易条件，经常项目走弱持续消耗外汇储备，偿债能力被动削弱。欧元区边缘国中意大利对能源进口的需求最强，其对外贸易的恶化也最为严重。俄乌冲突发生后，美欧联手对俄罗斯实施经贸制裁，导致俄罗斯部分产能退出国际能源市场，推动全球能源价格大幅上行，并且加剧了欧元区的能源短缺情况。随着欧元区能源补库和能源价格的持续上行，欧元区贸易差额逐渐转为逆差并持续走阔，拖累经常账户由净流入转为净流出，外汇储备持续消耗，外债偿付能力被动削弱。

压力三：“美强欧弱”格局对欧元汇率形成明显压制，汇率贬值进一步增加了外债偿付风险。2021 年下半年以来，在货币政策、经济增长和通货膨胀等多方面因素的共振作用下，“美强欧弱”的格局持续加强，欧元对美元呈现出持续大幅贬值的态势，进一步增加了欧元区外债的再融资和偿付成本，助推外债违约风险上行。向前看，欧元走势仍存在较高的不确定性，若冬季取暖季发生严重能源短缺，则欧元区的经济增长和通胀将受到更严重的冲击，或将被迫在深度衰退中激进加息，欧元兑美元将会呈现更大幅度的下滑。

风险提示：美联储加息预期，俄乌冲突加剧，欧洲能源短缺加剧。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

四季度还会有降准吗？——光大宏观周报 (2022-10-23)

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报 (2022-09-25)

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十 (2022-09-05)

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九 (2022-08-18)

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八 (2022-06-30)

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七 (2022-05-24)

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六 (2022-04-11)

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五 (2022-03-31)

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四 (2022-01-25)

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三 (2021-12-23)

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二 (2021-12-06)

周期不止，宽松不息——光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一 (2021-11-21)

为什么我们认为四季度可能会降息——货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

1、 欧债危机正被计入资产定价	3
2、 欧元区边缘国家的债务负担有多重?	5
3、 欧元区边缘国债务偿付面临三重压力	7
4、 风险提示.....	12

图目录

图 1: 2021 年下半年以来, 全球主要经济体多持续收紧流动性	3
图 2: 意德利差持续走阔.....	4
图 3: 欧元汇率持续走低.....	4
图 4: 意大利 5 年期国债 CDS 利差持续震荡上行	4
图 5: 欧洲主要金融机构 CDS 利差年内震荡上行	4
图 6: 2021 年年末以来希腊 5 年期国债 CDS 利差持续上行	4
图 7: 欧元区边缘国家非金融部门杠杆率总体处于较高水平.....	5
图 8: 欧元区边缘国家政府部门杠杆率总体处于极高水平	5
图 9: 欧元区边缘国家政府债务占 GDP 比重持续上行	6
图 10: 疫情期间欧元区主要经济体赤字率大幅上行.....	6
图 11: 意大利等国外债余额略低于欧债危机时期	6
图 12: 意大利等国短期外债余额明显低于欧债危机时期	6
图 13: 2021 年以来国际资本加速回流美国	7
图 14: 2022 年以来欧元区持有美债体量小幅回落	7
图 15: CME FED-WATCH 显示市场预期终点利率在 5% 以上	7
图 16: 11 月 FOMC 会议后联邦基金利率预期大幅上修	7
图 17: 欧盟原油对外依存度极高.....	8
图 18: 欧盟天然气对外依存度极高	8
图 19: 欧盟煤炭对外依存度较高.....	8
图 20: 欧盟能源进口高度依赖俄罗斯.....	8
图 21: 2022 年以来, 贸易恶化拖累经常项目大幅转负	9
图 22: 2022 年以来, 资本市场吸引力下降拖累金融项目表现	9
图 23: 欧元区边缘国家中意大利的能源进口需求更强	9
图 24: 欧元区边缘国家中意大利的贸易条件恶化最为严重.....	9
图 25: 美欧广义货币增速差快速收敛.....	10
图 26: 欧洲央行加息速度明显滞后于美联储.....	10
图 27: 欧元区景气度下滑程度相较美国更快.....	11
图 28: 欧元区制造业产能利用率持续收缩	11
图 29: 欧洲主要经济体天然气储气率.....	12
图 30: 欧洲主要经济体天然气储气量覆盖率.....	12

1、欧债危机正被计入资产定价

全球货币政策加码紧缩，融资成本高企叠加需求放缓，债务国偿债负担增加。今年以来，伴随着美国通胀持续超出市场预期，美联储货币紧缩节奏不断加码，带动欧元区在内的全球多数经济体持续收紧货币政策。

全球金融条件的持续收敛，催生出了两个衍生影响，一则，全球流动性(尤其是美元流动性)的持续紧缩，叠加再融资利率的快速走高，增加了债务国“借新还旧”的难度；二则，金融条件的持续收缩，将会导致融资成本上行和偿还已有债务负担的加重，进而明显抑制居民消费和企业投资意愿，经济走弱和财政乏力则会进一步加重债务国偿债负担。

图 1：2021 年下半年以来，全球主要经济体多持续收紧流动性

	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11
美国									25		50	75	75		75		75
欧元区													50		75	75	
日本																	
瑞士												50			75		
英国						15		25	25		25	25		50	50		75
澳大利亚											25	50	50		75	25	25
加拿大									25	50		50	100		75	50	
中国							-5	-10									-5
韩国		25			25		25			25	25		50	25			50
印度											40	50		50	50		
马来西亚											25		25				25
菲律宾											25	25	75	50			50
泰国														25	25		
印尼														25			50
巴西		100	100	150		150		150	100		100	50		50			
阿根廷							200	250	200	250	200	300	800	400		550	
俄罗斯	100		25	75		100		1150		-300	-600	-150	-150				-50
南非					25		25		25		50		75				75
土耳其			-100	-200	-100	-100									-100		-150
秘鲁		25	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	25		25
墨西哥		25		25	25	50		50	50		50	75		75			75
哥伦比亚				25	50		100		100		100		150	150			100
智利	25		75	125		125	150		150		125	75	75		100		50

资料来源：彭博，光大证券研究所；图中数据为各国基准利率变动情况，其中中国基准利率选取的是 7 天期逆回购操作中中标利率；单位：Bp；截至 2022 年 11 月 7 日

市场对于脆弱性较高的债务国违约风险的担忧逐渐升温。金融市场中的债务违约风险定价，主要有以下三方面的表现：

一，欧元区边缘国家和德国国债之间的利差水平快速走阔。作为 2011 年欧洲债务危机的主角，2022 年年初以来，意大利和希腊的国债收益率大幅上行，助推意德利差和希德利差持续走阔。2022 年 11 月 4 日相较于 2021 年 12 月 31 日，意德利差走阔 79 个基点至 216 个基点，希德利差走阔 94 个基点至 251 个基点，虽然相较于 2011 年欧洲危机后的高点仍有较大差距，但年内快速走阔的国债利差，仍然传递出了市场对于欧洲边缘国家债务违约风险的关注。

二，欧元对美元和人民币汇率大幅贬值，2002 年以来欧元兑美元首次跌破平价水平。意大利、希腊、葡萄牙等均是欧元区成员国，若上述欧元区边缘国家发生主权债务偿付风险，对其风险敞口较大的欧元区商业银行的资产负债表也将恶化，引发金融市场对欧元区的经济衰退、债务偿付以及金融市场动荡的多重担忧。因而，年内欧元持续贬值，也是欧元区金融市场脆弱性的表征。

三，衡量信用违约风险的主权债务 CDS 利差持续走阔。信用违约掉期(CDS)是金融市场用于缓释信用风险的重要工具，其利差走阔表征着市场计入了更多违约风险。今年以来，希腊、意大利和葡萄牙等欧洲边缘国家的主权债务 CDS 利差持续走阔，其中，2021 年 12 月 31 日至 2022 年 10 月 28 日期间，意大利 5 年期国债 CDS 利差走阔 54 个基点至 145 个基点，希腊 5 年期国债 CDS 利差走

阔 61 个基点至 173 个基点。

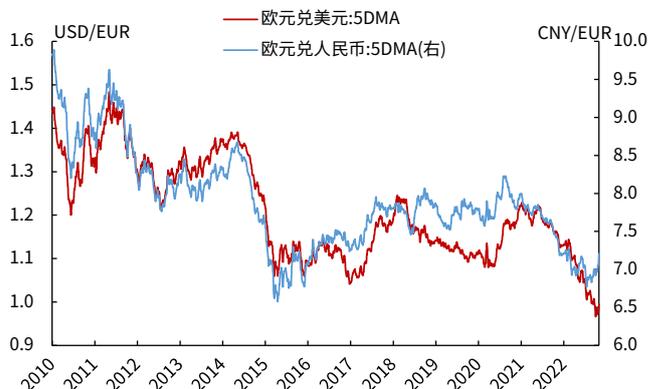
图 2：意德利差持续走阔



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月 4 日

图 3：欧元汇率持续走低



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月 4 日

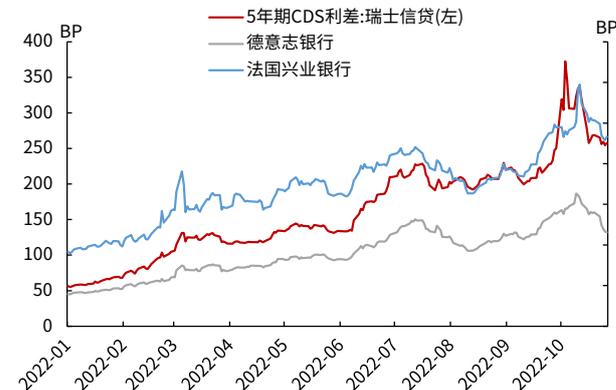
图 4：意大利 5 年期国债 CDS 利差持续震荡上行



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月 28 日

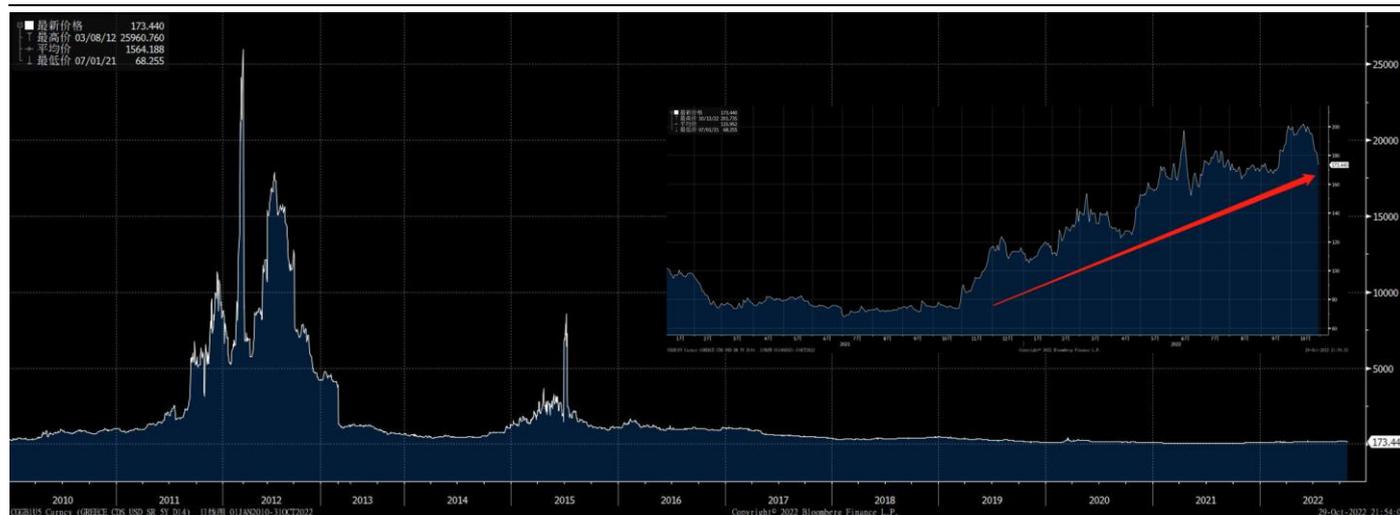
图 5：欧洲主要金融机构 CDS 利差年内震荡上行



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月 28 日

图 6：2021 年年末以来希腊 5 年期国债 CDS 利差持续上行



资料来源：彭博，光大证券研究所

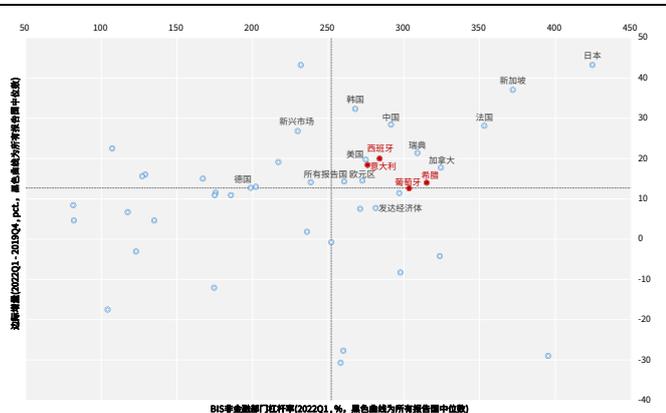
数据说明：图中数据为希腊 5 年期国债 CDS，大图时间区间为 2010 年 1 月 1 日至 2022 年 10 月 28 日，小图时间区间为 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 10 月 28 日，单位为基点。

2、欧元区边缘国家的债务负担有多重？

全球主要经济体中，欧元区边缘国家总体债务处于较高水平，政府债务处于极高水平。横向比较来看，据国际清算银行测算的非金融部门杠杆率，2022 年一季度末，希腊、葡萄牙、西班牙和意大利分别为 315%、303%、284%和 276%，在所有国际清算银行报告经济体中处于较高水平；若从疫情发生以来¹杠杆率的增量来看，希腊、葡萄牙、西班牙和意大利分别为 14pct、13pct、20pct 和 18pct，同样处于所有报告经济体中的较高水平。

结构上来看，2022 年一季度末，希腊、意大利、葡萄牙和西班牙的政府部门杠杆率分别为 189%、153%、127%和 118%，在所有报告经济体中处于极高水平；若从疫情发生以来杠杆率的增量来看，希腊、意大利、葡萄牙和西班牙分别为 8pct、19pct、10pct 和 19pct，其中，西班牙和意大利的政府部门杠杆率增量处于极高水平。

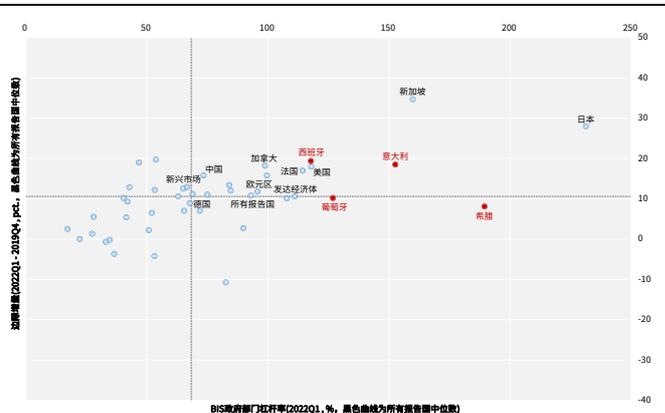
图 7：欧元区边缘国家非金融部门杠杆率总体处于较高水平



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年一季度末

图 8：欧元区边缘国家政府部门杠杆率总体处于极高水平



资料来源：万得，光大证券研究所

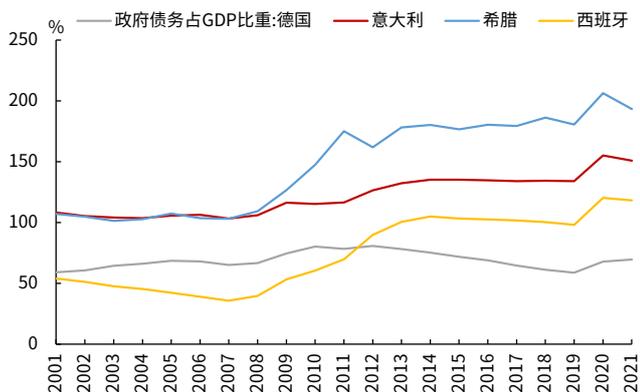
数据截至 2022 年一季度末

欧元区边缘国家政府债务水平均高于欧债危机时期，抗疫财政支出大幅推升政府债务水平。纵向比较来看，若以一般政府债务总额占 GDP 比重作为观测变量，2021 年末，希腊、意大利和西班牙分别为 193%、151%和 118%，相较欧债危机时期的 2011 年末，分别上行 18pct、34pct 和 48pct。也就是说，2009 年欧债危机以来，希腊、意大利和西班牙等欧元区边缘国家的政府债务水平，不仅没有得到有效去化，反而呈现出明显扩张态势，政府债务的可持续性持续恶化。

节奏上来看，2012 年至 2019 年希腊、意大利和西班牙等国的政府部门杠杆率上行较为平缓，财政赤字率处于持续下行的趋势之中。但 2020 年新冠肺炎疫情全球大流行后，为了应对疫情对生产、消费等环节的冲击，各国均采取了扩张型财政政策予以对冲，其中，希腊、意大利和西班牙 2020 年财政赤字率分别上行至 11%、10%和 11%，并于 2021 年维持高位，推动政府部门债务水平大幅上行，将本就岌岌可危的政府债务进一步推向难以持续的高位。

¹ 2022 年一季度末相较于 2019 年四季度末。

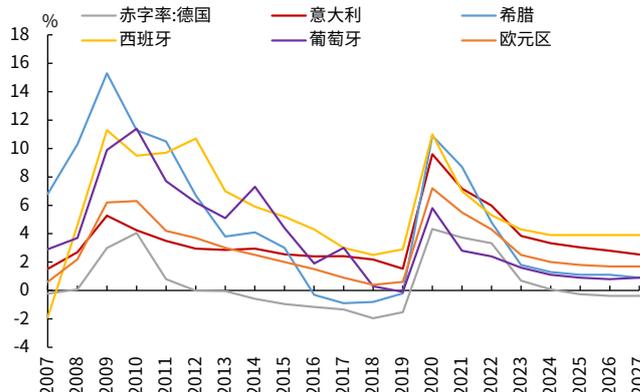
图 9：欧元区边缘国家政府债务占 GDP 比重持续上行



资料来源：IMF，光大证券研究所

数据截至 2021 年末

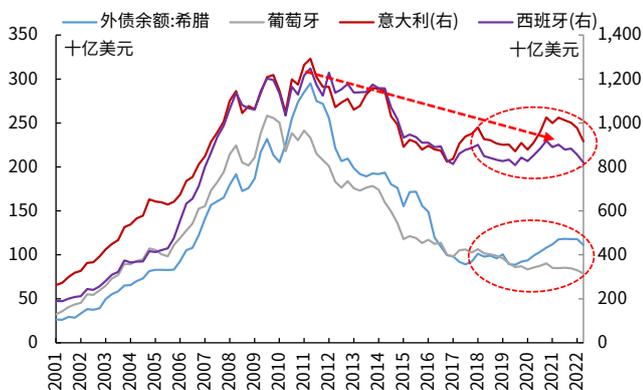
图 10：疫情期间欧元区主要经济体赤字率大幅上行



资料来源：IMF，光大证券研究所；数据截至 2021 年末，2022 年后数据为 IMF 预测数据

意大利等欧元区边缘国家外债规模接近欧债危机时期，但短期外债规模明显低于欧债危机时期，短期债务偿付压力相对较小。一般来讲，主权债务危机的发生主要源于难以偿还到期外债，内债可以通过滚动置换和财政货币化等途径予以解决。从外债余额来看，2022 年二季度末，意大利和西班牙的外债余额分别为 9160 亿美元和 8203 亿美元，接近且略低于欧债危机时期的水平。但如果从 12 个月内将要到期偿还的外债规模来看，意大利和西班牙的短期外债余额分别为 646 亿美元和 581 亿美元，明显低于欧债危机时期的水平。

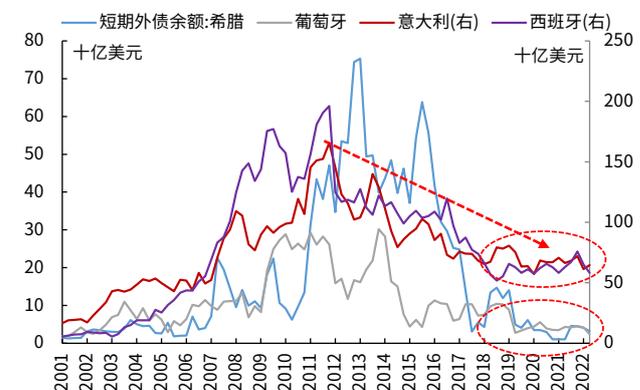
图 11：意大利等国外债余额略低于欧债危机时期



资料来源：BIS，光大证券研究所

数据截至 2022 年二季度末

图 12：意大利等国短期外债余额明显低于欧债危机时期



资料来源：BIS，光大证券研究所；数据截至 2022 年二季度末，短期指 12 个月内到期

3、欧元区边缘国债务偿付面临三重压力

不确定性压力一：全球流动性持续收紧，欧元区边缘国到期外债再融资难度增加，美联储加息节奏能否企稳以及维持高利率的时长，将是欧元区边缘国债务稳定性的重要影响因素。

2021 年以来，伴随着市场对美联储逐步退出货币宽松，进而转为紧缩型货币政策预期的升温，国际资本开始加速回流美国。根据美国财政部提供的数据，2020 年国际资本月均流入美国 468 亿美元，2021 年月均为 926 亿美元，而 2022 年 1-8 月，国际资本月均流入美国 1438 亿美元。随着离岸美元持续回流美国，离岸市场的美元流动性日益收紧，对于债务国而言，债务到期后的再融资难度明显上升。同时，由于美联储不断上调联邦基金目标利率，引导长端利率持续上行，债务国到期债务的再融资成本也呈现出加速上行态势。

美联储 9 月 FOMC 点阵图显示，FOMC 委员倾向于在 2023 年将联邦基金目标利率上调并维持在 4.50%-4.75%，但在 11 月 FOMC 会议后美联储主席鲍威尔强调，本轮加息的终点利率将更高，加息时长将更长。随后，联邦基金利率期货显示，市场对终点利率的预期上修至 5.00%-5.25%，终次加息时点也由 2023 年 2 月延后至 3 月。在此背景下，12 月议息会议是否会放缓加息步伐，并给出更为明确的联邦基金目标利率指引，将是重要的观察节点，若美联储加息预期持续上修，则将日渐加大债务国偿债负担并弱化市场预期。

图 13：2021 年以来国际资本加速回流美国



资料来源：美联储，美国财政部，光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月

图 14：2022 年以来欧元区持有美债体量小幅回落



资料来源：美联储，美国财政部，光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月

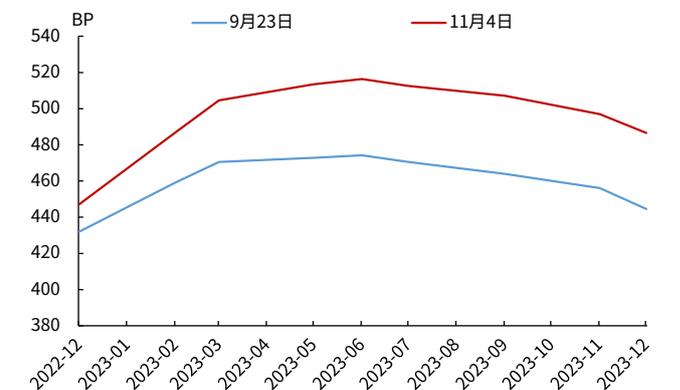
图 15：CME FED-WATCH 显示市场预期终点利率在 5% 以上

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2022/12/14	0.0%	0.0%	42.5%	57.5%	0.0%	0.0%			
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	47.8%	37.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	21.1%	45.8%	30.3%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	14.8%	37.3%	35.6%	10.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	14.0%	35.9%	35.7%	12.0%	0.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	17.2%	35.8%	32.2%	10.4%	0.6%
2023/9/20	0.0%	0.1%	0.9%	6.4%	21.1%	35.1%	27.6%	8.3%	0.5%
2023/11/1	0.0%	0.4%	2.9%	11.8%	26.2%	32.3%	20.6%	5.4%	0.3%
2023/12/13	0.2%	1.6%	7.1%	18.5%	29.1%	26.9%	13.5%	3.0%	0.2%

资料来源：CME，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月 4 日

图 16：11 月 FOMC 会议后联邦基金利率预期大幅上修



资料来源：CME，光大证券研究所

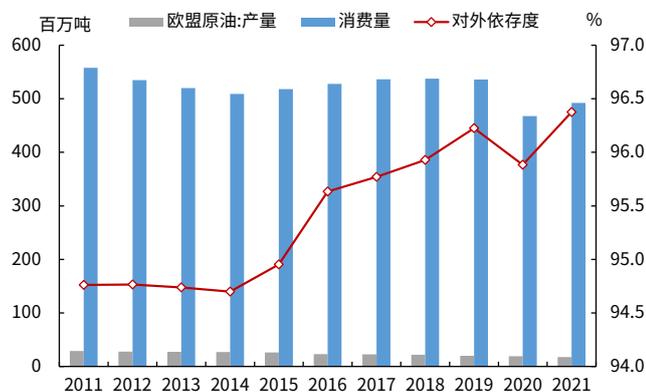
数据截至 2022 年 11 月 4 日

不确定性压力二：俄乌冲突推升全球能源价格，能源短缺恶化欧元区贸易条件，经常项目走弱持续消耗外汇储备，偿债能力被动削弱。

俄乌冲突发生后，美欧联手在经贸、金融等领域对俄罗斯实施制裁，导致俄罗斯石油出口受阻，部分产能退出国际原油市场，推动全球能源价格大幅上行。随后，伴随着俄乌冲突和欧美制裁的加剧，俄罗斯逐步减少对欧洲的天然气供应，进一步推升了能源价格，并且加剧了欧元区的能源短缺情况。

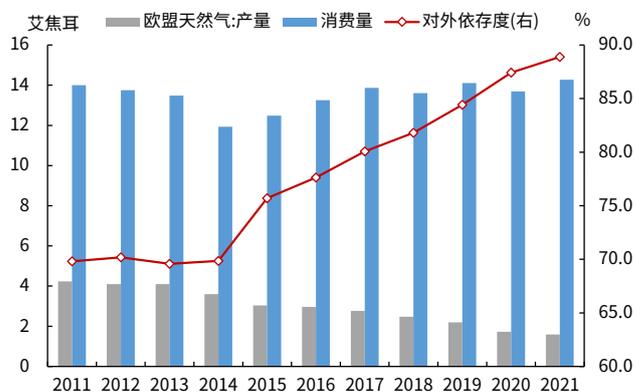
根据英国石油公司的统计数据，2021 年欧盟一次能源消费结构中，原油约占 34%、天然气约占 25%、煤炭约占 12%，三者合计约占 71%；在欧盟能源自给率方面，2021 年欧盟原油对外依存度约为 96%，天然气对外依存度约为 89%，煤炭对外依存度约为 42%，三者均高度依赖于进口。而根据欧盟统计局的数据，在欧盟能源进口来源国中，2021 年约为 48% 的天然气和煤炭进口自俄罗斯，约为 25% 的原油进口自俄罗斯，因而，欧盟的能源进口高度依赖于俄罗斯。

图 17：欧盟原油对外依存度极高



资料来源：英国石油公司，光大证券研究所

图 18：欧盟天然气对外依存度极高



资料来源：英国石油公司，光大证券研究所

图 19：欧盟煤炭对外依存度较高

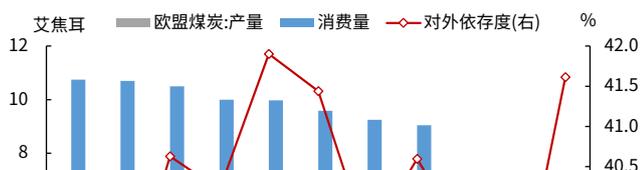


图 20：欧盟能源进口高度依赖俄罗斯



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_48411

