

广发宏观

欧债危机是如何爆发的？对当下有何启示？

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001

SFC CE No. BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

报告摘要：

- **2011年欧债危机是如何爆发的？** 2008年美国次贷危机是欧债危机的导火索，但希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙及意大利等债务国人口结构和制造业空心化才是债务危机根源。此外，评级遭调降是催化剂，2011年欧洲央行不恰当的加息行为则是压倒债务国的最后一根稻草。在上述因素共振下2010-2012年欧洲爆发主权债务危机并推动了欧元区经济危机，迫使欧洲进行财政货币化。
- **欧债危机是如何化解的？** 欧央行给予财政货币化支持，EFSF及IMF作为最后担保人提供贷款缓冲化解各国债务的短期风险；财政赤字和债务约束对各国债务危机再度爆发形成了长期控制。

自2011年11月德拉吉接任欧洲央行行长后欧洲就进入了降息周期。2011年Q4开始欧洲央行启动了多轮长期再融资操作（LTRO）、2014年6月首创了更为支持实体经济的定向长期再融资操作（TLTRO）、并于2015年1月开始欧洲版QE进行财政货币化。截止2019年10月，ECB持有的意大利、西班牙及爱尔兰国债分别占其供给量的21.9%、30.1%及23.8%。此外，2010年5月由欧盟与国际货币基金组织成立了“欧洲金融稳定机制”（ESM），并设立了欧洲金融稳定基金（EFSF）。由该基金和IMF等机构向各债务国提供贷款、担保，成为各家债务国的最终担保人。在获得欧洲央行压低债务成本、购债支持，以及EFSF及IMF提供担保贷款缓冲后，各债务国的国债收益率逐渐从高位回落。各国主权信用评级也开始进入回升阶段。

此外，为了防止欧债危机卷土重来，亦为了给最终贷款担保人以交代，在欧债危机发酵后，欧盟委员会开始更为严格的执行《稳定与增长公约》（SGP）规定，约束欧元区成员国财政赤字及债务规模。

- **若欧盟未能及时救助，不排除欧债危机蔓延的可能性。** 尽管2010-2012年的欧债危机发生在希腊、爱尔兰、意大利、西班牙及葡萄牙五国，但其债务违约风险并非同时暴露，而是逐个传导的结果。欧债危机始于2009年12月8日惠誉调降希腊评级，2010年3月24日葡萄牙评级亦遭惠誉下调，2010年7月19日穆迪调降了爱尔兰评级，且直至2011年3月4日及9月19日西班牙及意大利的主权信用评级才分别遭到下调。从时间顺序上看，欧洲主权债务风险的爆发具有相当明显的传导性。若欧洲央行未能及时推行财政货币化及其他救助方案，主权债务风险也很有可能向其他成员国蔓延。
- **欧债危机对当下的四点启示。**

第一，债务风险属尾部风险、且具传染性，政策只能解决问题但无法避免风险。政策一般在确认风险后才会出台，否则可能存在较大的套利空间。 欧债危机发酵于2009年12月8日希腊主权信用评级遭调降，随

后在爱尔兰、葡萄牙、西班牙及意大利扩散。可以看出欧债危机其实是 2008 年美国次贷危机的尾部风险，并具有传染性。此外，从欧债危机爆发后欧洲央行和欧盟的政策措施来看，政策一定是滞后于风险的。也就是说，只有确认风险后，才会出现应对政策。政策制定者并不会为避免风险发生而预先推行政策，否则可能存在巨大的政策套利空间。

第二，未来几个季度企业违约率将加速攀升，部分企业破产在所难免。以美国企业为例进行说明。疫情因素冲击下 3 月美国企业债收益率大幅回升，表明未来美国企业信贷违约率或进入加速上行期，对应美国经济衰退期。其余各国情况类似。在美联储实施宽货币及宽信用操作后，美国企业信用风险暂时缓和；财政政策也极大地缓解了企业和家庭部门的现金流压力。但是疫情对经济的冲击相当于令经济“休克”，各国暂时无法正常开展多数经济活动。美联储出台各种宽货币、宽信用的政策疏导，是“救急不救穷”的政策；财政救助也无法改善企业资产负债表及利润表。从目前的疫情数据来看，不能低估疫情持续发酵的可能性。这将导致企业资产负债表出现进一步恶化，也将引发更多企业评级遭下调。参考欧债危机的经验，政策端或许可以出台更多“应对”政策，但不会在事先“避免”所有企业债务风险，因此部分中小企业破产或在所难免。即便疫情迎来拐点，企业资产负债表的恶化也不会立马结束。

第三，部分新兴国家主权债务风险或亦难避免，最终或将由全球买单。在疫情冲击下 3 月以来已有 10 余个发展中国家遭到评级下调，其中以产油国居多。3 月 27 日南非及英国也因疫情导致经济基本面恶化遭到评级下调。评级遭调降是主权债务风险发酵的催化剂，而疫情持续时间越久遭调降评级的国家也将越多。若发达国家出现债务问题，其央行或进一步财政货币化。但若新兴国家爆发主权债务违约风险，最终或将由 IMF 等国际官方机构出面为其进行担保贷款，但这也意味着将由全球为其买单。

第四，疫情或为全球三大部门的杠杆水平拐点：企业去杠杆、财政受约束；居民宽信用。疫情阶段，各国央行及财政对企业部门进行了信用支持；一旦新兴经济体爆发主权债务风险，IMF 等国际权威组织也可能给予支持。参考欧债危机后的约束机制，预计疫情过后，多数国家企业部门及新兴（乃至部分发达经济体）政府部门将进入“杠杆约束阶段”。但疫情带来的金融动荡甚至债务风险过后，各国将大概率重新放松金融监管、进入居民部门宽信用周期以获得新的经济增长动能。

- **核心假设风险：**主要经济体货币政策超预期；各国财政政策超预期；全球疫情超预期；国际油价超预期。

目录索引

一、2011年欧债危机是如何爆发的？	6
(一) 2008年次贷危机是导火索	6
(二) 人口结构拐点、制造业空心化及居民高杠杆是五国债务危机根源	8
(三) 评级遭下调是催化剂，ECB加息是压倒债务国的最后一根稻草	11
二、欧债危机是如何化解的？财政货币化、最后担保人及财政约束	16
三、欧债危机对当下的三点启示	18
(一) 债务风险属尾部风险、且具传染性，政策只能解决问题但无法避免风险	18
(二) 未来几个季度企业违约率将加速攀升，部分企业破产在所难免	19
(三) 部分新兴国家主权债务风险或亦难避免，最终或将由全球买单	24
(四) 疫情过后，多数国家企业部门及新兴财政将进入“杠杆约束阶段”	26
四、风险提示	27
(一) 主要经济体货币政策超预期	27
(二) 各国财政政策超预期	27
(三) 全球疫情超预期	27
(四) 国际油价超预期	27

图表索引

图 1: 部分国家产出缺口	6
图 2: 欧元区及希腊、西班牙、爱尔兰、意大利及葡萄牙失业率 (%)	6
图 3: 希腊、西班牙、爱尔兰、意大利及葡萄牙公共支出占 GDP 比重 (%)	7
图 4: 希腊国债占 GDP 比重 (%)	7
图 5: 希腊国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)	7
图 6: 爱尔兰国债占 GDP 比重 (%)	7
图 7: 爱尔兰国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)	7
图 8: 西班牙国债占 GDP 比重 (%)	8
图 9: 西班牙国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)	8
图 10: 意大利国债占 GDP 比重 (%)	8
图 11: 意大利国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)	8
图 12: 西班牙、希腊、爱尔兰、葡萄牙及意大利劳动力人口占比 (%)	9
图 13: 欧元区部分成员国制造业行业增加值占 GDP 比重	10
图 14: 2007-2010 年希腊 10 年期国债与希德利差	10
图 15: 2011.3-2012.3 希腊 10 年期国债与希德利差	10
图 16: 2007-2010 年葡萄牙 10 年期国债与葡德利差	11
图 17: 2011.1-2012.3 葡萄牙 10 年期国债与葡德利差	11
图 18: 2007-2012 年爱尔兰 10 年期国债与爱德利差	11
图 19: 2009-2012 年西班牙 10 年期国债与西德利差	11
图 20: 2009-2012 年意大利 10 年期国债与意大利与德国 10 年期国债利差	12
图 21: 欧洲央行三大基础利率	12
图 22: 2008-2017 年欧洲债务国国债利息支出占 GDP 比重	12
图 23: 截止 2019 年 10 月欧洲央行持有成员国国债占比	17
图 24: 美国企业债收益率与工商业贷款违约率	19
图 25: 美国每月人均最低消费支出	19
图 26: 国债占 GDP 比重超过 50% 的各国债务占比 (%)	24
图 27: 15-18 年全球主要经济体名义 GDP 增速与国债利息占 GDP 比重差值 (%)	24
表 1: 主要国家/经济体私人部门信贷缺口 (%)	9
表 2: 2009-2012 年间希腊评级遭下调事件汇总	12
表 3: 2010-2012 年间葡萄牙评级遭下调事件汇总	13
表 4: 2010-2012 年间爱尔兰评级遭下调事件汇总	14
表 5: 2011-2013 年间西班牙评级遭下调事件汇总	14
表 6: 2011-2013 年间意大利评级遭下调事件汇总	15
表 7: 2009 年以来欧洲央行数量型货币政策的实施	16
表 8: 2011-2013 年间各国接受援助汇总	17
表 9: 欧债危机后各国评级上调汇总	18
表 10: 3 月以来美联储货币政策总结	20

表 11: 疫情以来主要经济体货币政策汇总.....	21
表 12: 主要经济体应对疫情财政政策汇总.....	22
表 13: 主要新兴国家外债占外储及 GDP 比重 (%)	24
表 14: 3 月以来主权评级遭下调情况汇总.....	25

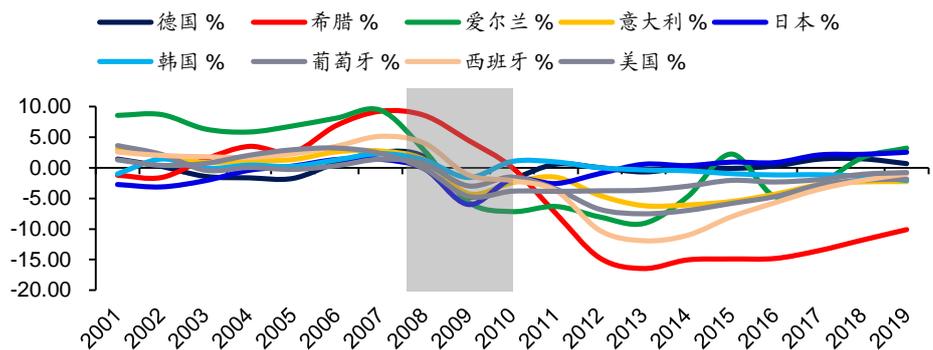
一、2011年欧债危机是如何爆发的？

2008年美国次贷危机是欧债危机的导火索，但希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙及意大利等债务国人口结构和制造业空心化才是根源。此外，评级遭调降是催化剂，2011年欧央行加息则是压倒债务国的最后一根稻草。在上述因素共振下2010-2012年欧洲爆发主权债务危机并推动了欧元区经济危机，迫使欧洲进行财政货币化。

（一）2008年次贷危机是导火索

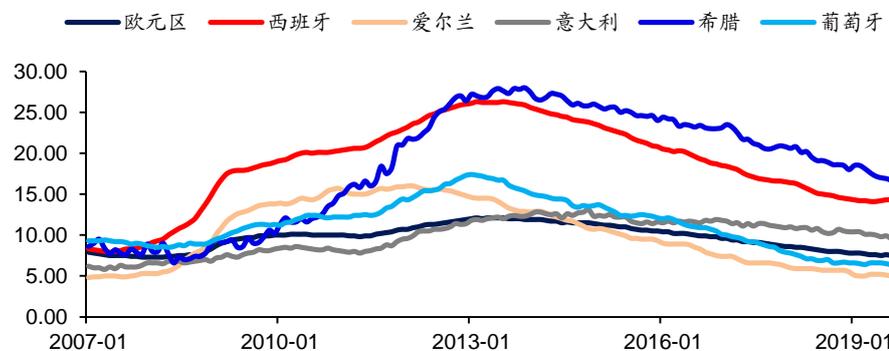
2008年始于美国的次贷危机成为全球经济增长的终结者，德国、希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙及意大利等欧洲各国的经济增速也在此事件中掉头向下。随后，全球各国失业率均现攀升，但希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙等国更为明显。经济衰退推动财政扩张，而财政扩张令上述财政支出、财政赤字以及债务占GDP比重同步攀升，成为欧债危机的重要诱因。此外，2008年之前意大利国债占GDP比重就已经超过100%，2008年次贷危机对其财政形势可谓雪上加霜。

图 1：部分国家产出缺口



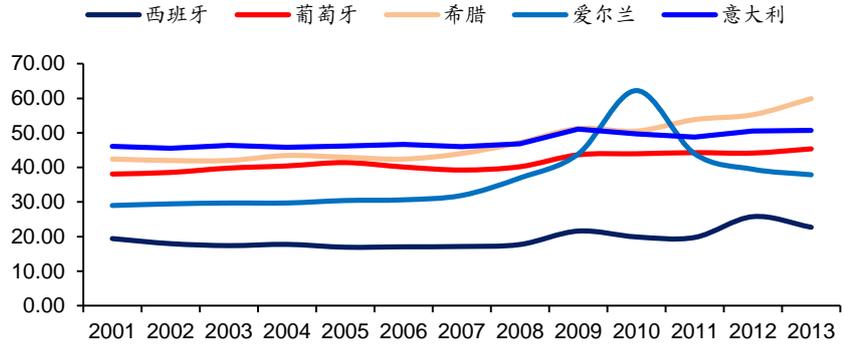
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：欧元区及希腊、西班牙、爱尔兰、意大利及葡萄牙失业率（%）



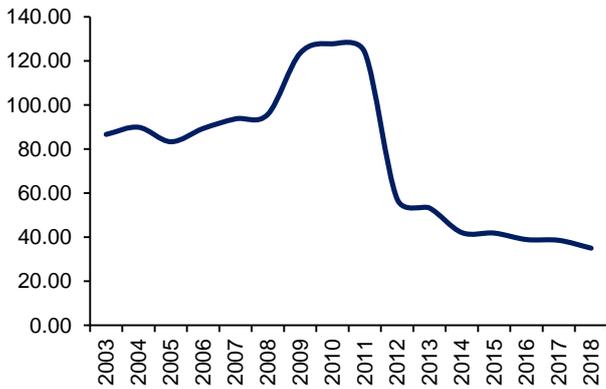
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 希腊、西班牙、爱尔兰、意大利及葡萄牙公共支出占 GDP 比重 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 希腊国债占 GDP 比重 (%)



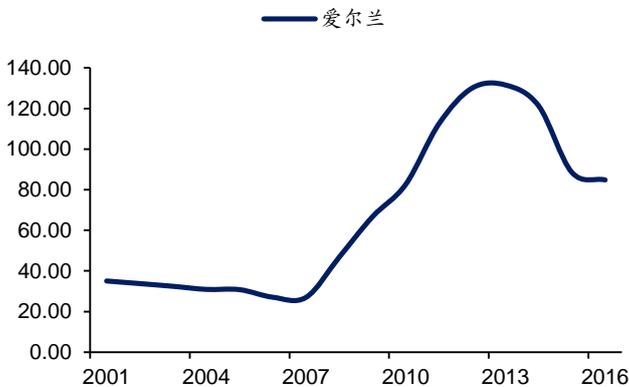
数据来源: World Bank, Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 希腊国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)



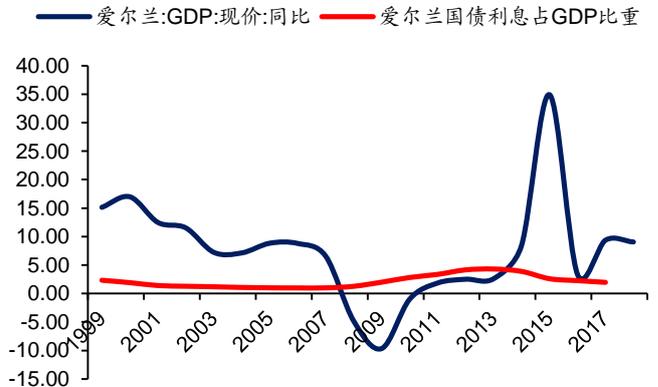
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 爱尔兰国债占 GDP 比重 (%)



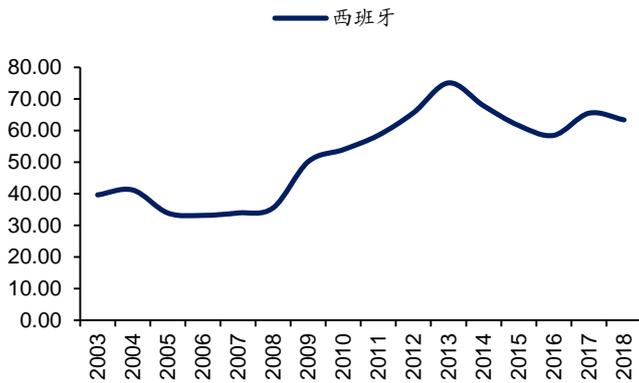
数据来源: World Bank, Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 爱尔兰国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)



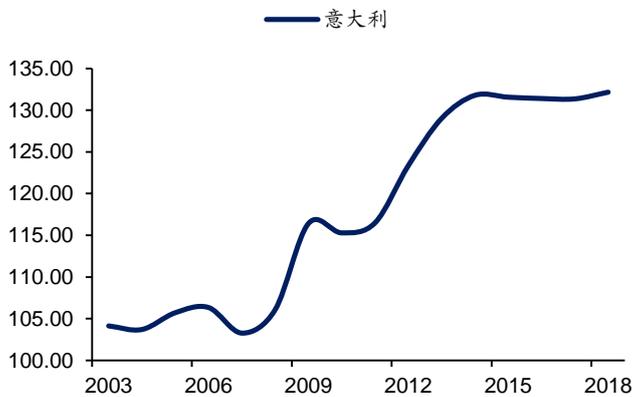
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 西班牙国债占 GDP 比重 (%)



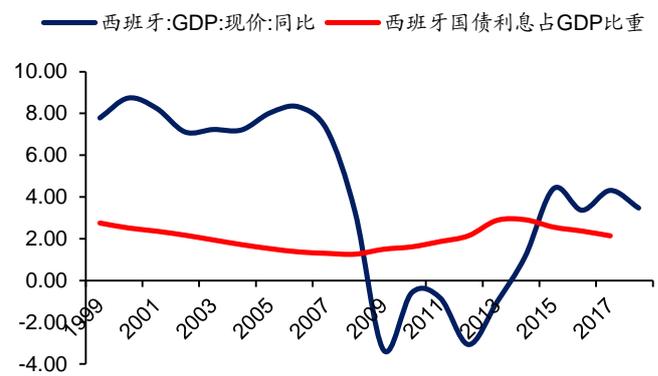
数据来源: World Bank, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 意大利国债占 GDP 比重 (%)



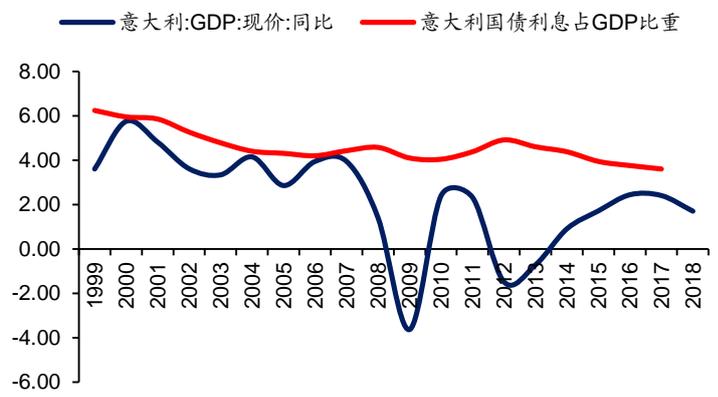
数据来源: World Bank, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 西班牙国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 意大利国债利息支出占 GDP 比重与 GDP 增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 人口结构拐点、制造业空心化及居民高杠杆是五国债务危机根源

尽管次贷危机是欧债危机的导火索, 但为何偏偏希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙及意大利等国爆发债务危机, 德国、法国、荷兰等国可以“安然无恙”?

首先, 人口结构加速恶化叠加地产泡沫。正如我们在报告《衰退还是危机: 实质差异及历史比较》中指出的, 多数发达经济体发生经济危机前都发出了私人部门信贷缺口超过预警值10%的信号。而私人部门信贷缺口高于预警值往往源于地产泡沫。美国次贷危机爆发前夕, 爱尔兰、西班牙、意大利、希腊及葡萄牙等欧洲债务国也无一例外地存在私人信贷缺口高于预警值的问题。如图12所示, 2008-2010年间上述各国人口结构也均出现了加速恶化的迹象。换言之, 2009年上述各国经济衰退不仅是美国次贷危机的拖累, 也有内生性问题。

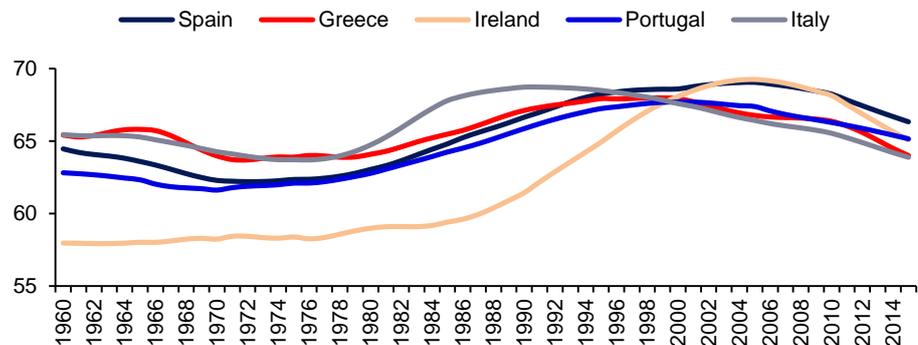
第二, 制造业空心化, 就业市场缺乏缓冲垫。在共性之余, 上述各国还有各自特有的问题。如图10-11可知, 2008年美国次贷危机爆发前意大利的债务形势就已经十分严峻, 国债占比始终高于100%、利息支出占GDP比重也高于名义增速。由图13可知, 2007年希腊、西班牙、葡萄牙制造业行业增加值占GDP比重分别为8.5%、12.9%

及12.2%，显著低于德国。部分债务国制造业空心化导致就业市场缺乏内部缓冲，一旦受到外部冲击则极易加剧财政负担。

第三、若欧盟未能及时救助，不排除欧债危机蔓延的可能性。尽管2010-2012年的欧债危机发生在希腊、爱尔兰、意大利、西班牙及葡萄牙五国，但其债务违约风险并非同时暴露，而是逐个传导的结果。欧债危机始于2009年12月8日惠誉调降希腊评级¹，2010年3月24日葡萄牙评级亦遭惠誉下调²，2010年7月19日穆迪调降了爱尔兰评级³，且直至2011年3月4日及9月19日西班牙及意大利的主权信用评级才分别遭到下调⁴⁻⁵。从时间顺序上看，欧洲主权债务风险的爆发具有相当明显的传导性。

2011年德拉吉接任欧洲央行后，不仅将欧元区基准利率降至负区间并多次使用数量型货币工具以缓解各国债务压力并在2015年推行了QE计划，实现了财政货币化才扭转了债务危机局面。因此，我们有理由相信若欧洲央行未能及时推行财政货币化及其他救助方案，主权债务风险也很有可能向其他成员国蔓延。

图12: 西班牙、希腊、爱尔兰、葡萄牙及意大利劳动力人口占比 (%)



数据来源: World Bank, 广发证券发展研究中心

表 1: 主要国家/经济体私人部门信贷缺口 (%)

	2007-12	2019-09		2007-12	2019-09
爱尔兰	46.30	-88.30	比利时	5.00	-19.40
西班牙	38.10	-45.70	法国	4.90	8.10
丹麦	34.50	-30.60	阿拉伯	4.70	-3.30
希腊	23.20	-30.30	波兰	4.20	-10.70
匈牙利	22.90	-24.20	加拿大	3.80	4.50
瑞典	18.60	-0.90	墨西哥	2.90	3.10
澳大利亚	17.90	-12.50	奥地利	1.20	-9.70
挪威	17.60	-12.70	韩国	0.50	5.40
葡萄牙	15.70	-44.20	瑞士	-2.00	10.50
意大利	15.20	-16.30	以色列	-2.20	-6.30

¹ <http://news.sina.com.cn/c/2009-12-10/204516751727s.shtml>

² <https://finance.qq.com/a/20100325/001163.htm>

³ <https://www.emta.org/template.aspx?id=4936>

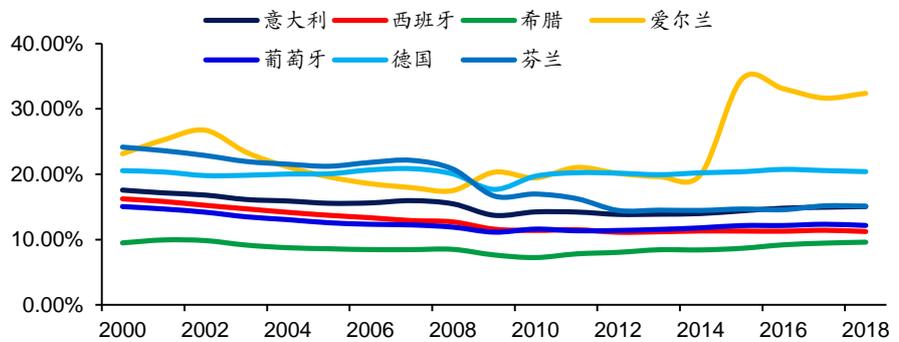
⁴ <https://finance.qq.com/a/20110307/001969.htm>

⁵ <https://finance.qq.com/a/20110920/005778.htm>

美国	12.50	-5.80	印度尼西亚	-4.20	5.50
捷克	12.40	-1.50	阿根廷	-10.50	4.70
南非	11.60	-0.30	中国	-10.70	-2.40
新西兰	10.50	-12.50	德国	-11.90	4.30
芬兰	10.00	-10.60	新加坡	-11.90	7.20
土耳其	9.70	-7.40	智利	-13.30	10.30
印度	8.80	-7.50	荷兰	-13.50	-29.90
俄罗斯	8.70	-6.90	日本	-14.90	11.70
英国	7.80	-13.50	泰国	-26.10	3.80
巴西	7.20	-1.20	马来西亚	-29.90	3.90

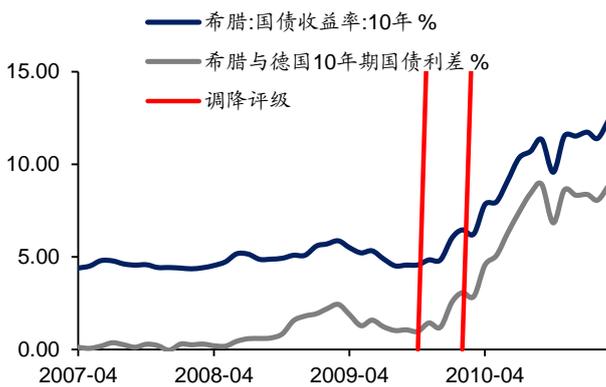
数据来源: BIS, Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 欧元区部分成员国制造业行业增加值占GDP比重



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 14: 2007-2010 年希腊 10 年期国债与希德利差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2011.3-2012.3 希腊 10 年期国债与希德利差



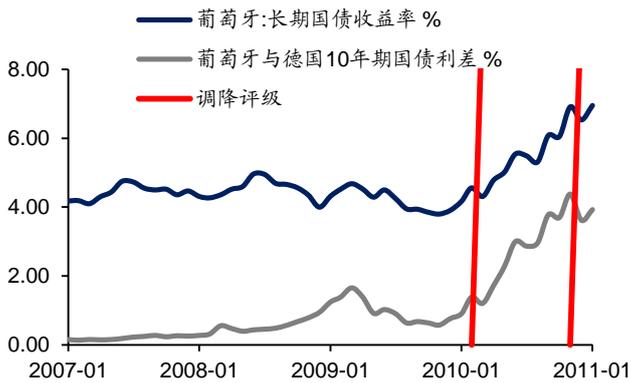
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 评级遭下调是催化剂，ECB 加息是压倒债务国的最后一根稻草

如图14-20可知，金融危机期间意大利国债收益率都没有出现明显上升，但在评级遭调降后事情开始发生变化，其10年期国债收益率及意德两国10年期国债收益率差值开始大幅上升。相比之下，虽然金融危机后也阶段性推升希腊、爱尔兰、葡萄牙及西班牙各国的国债收益率，但同样也是评级遭调降之后各家债务国的国债收益率开始飙升，与德国的同期限国债利差也显著走扩。此外，2011年4月13日及7月13日，当时的欧洲央行（ECB）行长特里谢误判形势实施了两次加息操作。由图22可以看出，评级遭调降及加息操作显著加重了各国的债务负担。2009-2012年希腊国债利息支出占GDP比重始终高于5%，2012年意大利国债利息支出占比也达到4.9%，2009-2012年间爱尔兰、西班牙及葡萄牙各国债务利息支出占比也显著高于前后年份。

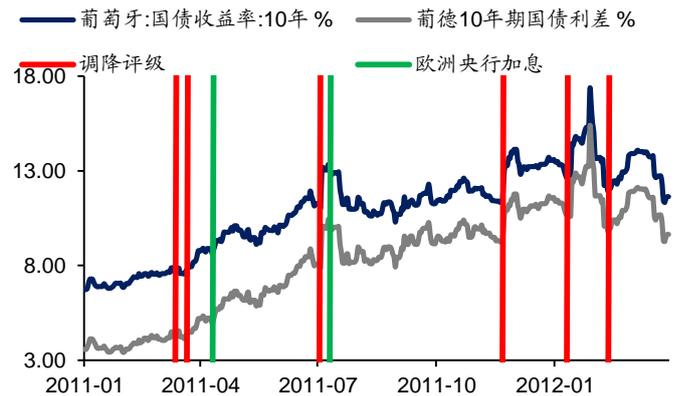
尽管评级遭调降是各国经济基本面恶化的结果，但也是加剧债务国财政负担、导致其主权债务违约率上升的催化剂，而ECB的错误加息则像是压倒债务国的最后一根稻草。

图 16: 2007-2010 年葡萄牙 10 年期国债与葡德利差



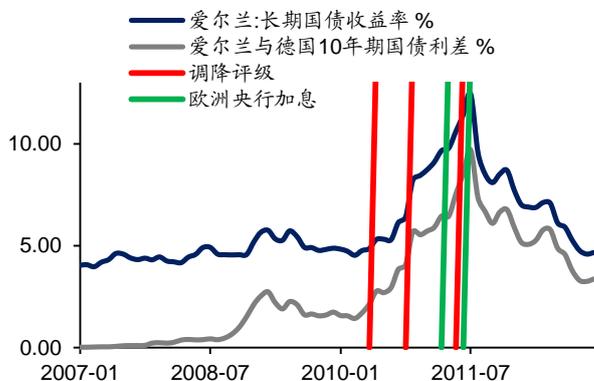
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2011.1-2012.3 葡萄牙 10 年期国债与葡德利差



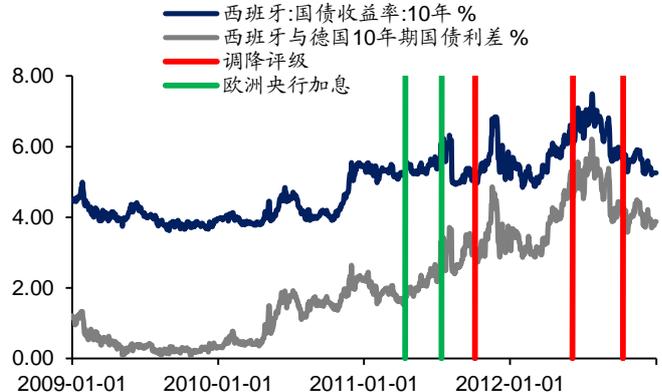
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2007-2012 年爱尔兰 10 年期国债与爱德利差



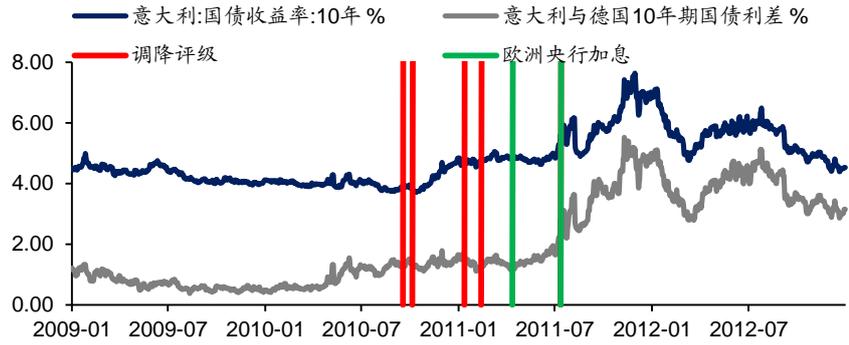
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 2009-2012 年西班牙 10 年期国债与西德利差



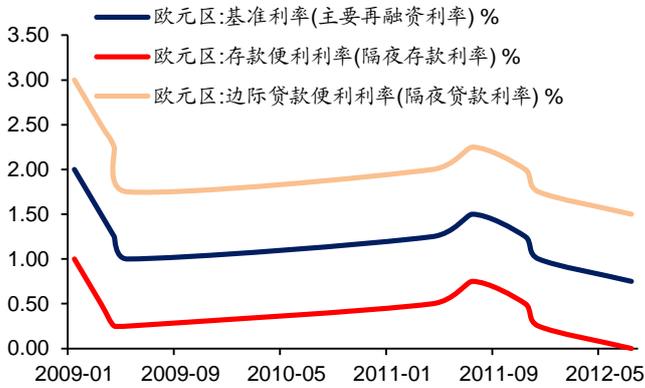
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2009-2012 年意大利 10 年期国债与意大利与德国 10 年期国债利差



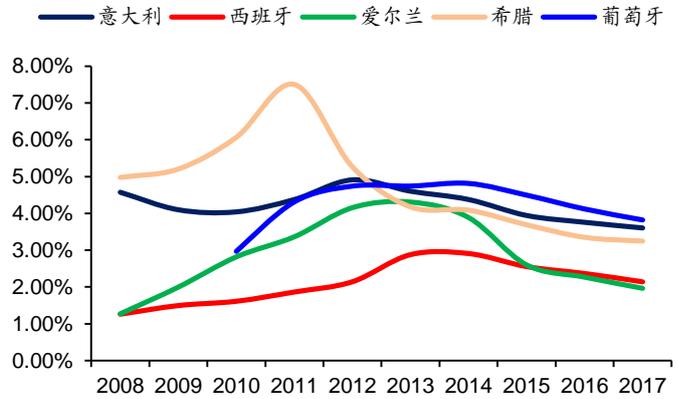
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 欧洲央行三大基准利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2008-2017 年欧洲债务国国债利息支出占 GDP 比重



数据来源: BIS, IMF, World Bank, 广发证券发展研究中心

表 2: 2009-2012 年间希腊评级遭下调事件汇总

时间点	事件
2009 年 12 月 8 日	惠誉宣布, 鉴于希腊财政状况恶化, 把希腊长期国债信用评级从“A-”下调至“BBB+”, 同时把希腊公共财政状况前景展望调为“负面”。惠誉还宣布调低希腊国民银行等希腊四家最大商业银行及希腊农业银行信用评级。其中, 四大商行评级从“A-”降为“BBB+”, 希腊农行从“BBB”降为“BBB-” ⁶ 。
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+” ⁷ 。
2009 年 12 月 22 日	穆迪昨日将希腊政府债券评级由 A1 下调至 A2, 对希腊的评级前景为“负面” ⁸ 。
2010 年 4 月 9 日	惠誉将希腊政府的债务信用评级下调两级, 即从“BBB+”级下调至“BBB-”级 ⁹ 。
2010 年 4 月 27 日	标准普尔宣布, 将希腊的评级下调至垃圾级别 ¹⁰ 。
2010 年 6 月 14 日	穆迪将希腊主权债务评级连降 4 级, 由“A3”降至“Ba1”的垃圾评级 ¹¹ 。
2011 年 1 月 14 日	惠誉宣布, 下调希腊主权信贷评级至垃圾级, 将希腊长期外币及本币发行人违约评级由“BBB-”级下调至“BB+”级, 评级展望为负面, 并称对于希腊依靠自身走出债务危机的能力表示怀疑。目前为止, 三大国际主要评级机构对希腊的主权评级均

⁶ <http://news.sina.com.cn/c/2009-12-10/204516751727s.shtml>

⁷ <http://finance.ifeng.com/news/hqcj/20091218/1597224.shtml>

⁸ <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20091223/01237140106.shtml>

⁹ <https://finance.qq.com/a/20100410/000109.htm>

¹⁰ <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20100427/23467838796.shtml>

¹¹ <http://finance.ifeng.com/stock/special/zuzwvjgs/20100617/2318316.shtml>

	已降至垃圾级 ¹² 。
2011年3月7日	穆迪将希腊主权信用评级从 Ba1 降至 B2，前景展望为负面 ¹³ 。
2011年3月30日	标普表示因希腊可能有必要在 2013 年后重组债务，因此将希腊的长期主权信用评级下调两个级距，从“BB+”级下调至“BB-”级 ¹⁴ 。
2011年5月9日	标普将希腊信贷评级自 BB-下调至 B，展望维持负面 ¹⁵ 。
2011年6月1日	穆迪将该国主权信用评级由“B1”连降三档至“Caa1”，评级前景为负面 ¹⁶ 。
2011年7月25日	穆迪将希腊的主权信用评级从 Caa1 进一步下调至 Ca，仅次于最低评级 C ¹⁷ 。
2012年2月22日	惠誉评级宣布，将希腊主权信用评级由 CCC 下调至 C，称债务互换即为有限违约 ¹⁸ 。
2012年2月27日	标准普尔将希腊的长期主权信用评级从“CC”下调至“选择性违约”(Selective Default) ¹⁹ 。
2012年3月2日	穆迪宣布，将希腊本外币债券评级从“Ca”下调至最低级“C”，这也是希腊近期第三次遭国际评级机构降级 ²⁰ 。
2012年5月17日	惠誉宣布下调希腊主权信贷评级，评级的下调主要归因于对该国可能失去欧元区成员国地位的担忧。 惠誉宣布将希腊长期本外币发行人违约评级(IDR)从“B-”下调一个级距，至“CCC”；将该国短期外币发行人违约评级从“B”直接下调至最低级别“C”。惠誉同时将希腊国家上限评级下调至“B-” ²¹ 。
2012年12月5日	在希腊债务主管机构宣布债券回购计划几天后，标准普尔公司将希腊信用评级从 CCC 下调至选择性违约 ²² 。

数据来源：广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

表 3：2010-2012 年间葡萄牙评级遭下调事件汇总

时间点	事件
2010年3月24日	惠誉将葡萄牙长期外币发行人的违约评级从 AA 降为 AA-，展望为负面 ²³ 。
2010年4月27日	标普将葡萄牙的长期国内及国际货币发行信贷评级从 A+调降至 A- ²⁴ 。
2010年4月27日	标普机构同时将葡萄牙的短期国内及国际货币发行信贷评级从 A-1 调降至 A-2 ²⁵ 。
2010年7月13日	穆迪把葡萄牙的政府债券评级从 Aa2 降至 A1 ²⁶ 。
2010年12月23日	惠誉将葡萄牙的长期外国货币评级从 AA-降至 A+，并将前景展望评为负面 ²⁷ 。
2011年3月15日	穆迪将葡萄牙的长期政府债券评级从 A1 降至 A3 ²⁸ 。
2011年3月24日	标普将葡萄牙的长期主权信用评级从 A-降至 BBB ²⁹ 。
2011年3月24日	惠誉将葡萄牙的长期外币发行人的违约评级从 A+下调至 A-，短期发行人违约评级由“F1”下调至“F2” ³⁰ 。
2011年3月29日	标普再度调降葡萄牙的主权信用评级，下调一级至“BBB-” ³¹ 。
2011年7月5日	穆迪将葡萄牙的长期政府债券评级从 Baa1 降至 Ba2，并维持评级前景为负面 ³² 。

¹² <http://gr.mofcom.gov.cn/aarticle/jmxw/201101/20110107373938.html>

¹³ <http://news.sina.com.cn/o/2011-03-07/210322069689.shtml>

¹⁴ <https://finance.qq.com/a/20110330/000359.htm>

¹⁵ <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20110509/20319813989.shtml?from=wap>

¹⁶ <https://finance.qq.com/a/20110603/000117.htm>

¹⁷ <http://www.bjnews.com.cn/finance/2011/07/26/139501.html>

¹⁸ <https://business.sohu.com/20120222/n335567752.shtml>

¹⁹ <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20120228/055911467563.shtml>

²⁰ <http://gr.mofcom.gov.cn/aarticle/jmxw/201203/20120308004893.html>

²¹ <https://finance.qq.com/a/20120518/000744.htm>

²² <http://finance.sina.com.cn/world/ozjj/20121206/100813918193.shtml>

²³ <https://finance.qq.com/a/20100325/001163.htm>

²⁴ <https://finance.qq.com/a/20100428/000144.htm>

²⁵ <https://finance.qq.com/a/20100428/000144.htm>

²⁶ <https://business.sohu.com/20100714/n273486596.shtml>

²⁷ http://news.ifeng.com/world/news/detail_2010_12/24/3678712_0.shtml

²⁸ <https://finance.qq.com/a/20110316/001847.htm>

²⁹ <http://finance.ifeng.com/roll/20110402/3810337.shtml>

³⁰ <https://finance.qq.com/a/20110325/002158.htm>

³¹ <http://finance.sina.com.cn/world/ozjj/20110401/08229629547.shtml>

³² <http://money.163.com/11/0706/10/7897JKS000253B0H.html#from=keyscan>

2011年11月24日	惠誉将葡萄牙长期外币发行人的违约评级从BBB-降至BB+, 短期发行人违约评级从"F3"下调至"B" ³³ 。
2012年1月13日	标普将葡萄牙的主权信用评级均被下调了两个级别, 从BBB-下调至BB ³⁴ 。
2012年2月14日	穆迪将葡萄牙主权国家评级从Ba3下调至Ba ³⁵ 。

数据来源: 广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

表 4: 2010-2012 年间爱尔兰评级遭下调事件汇总

时间点	事件
2010年6月15日	惠誉: 维持爱尔兰信用评级“AA-”不变 ³⁶ 。
2010年7月19日	穆迪: 下调爱尔兰政府债评级从Aa1至Aa2 ³⁷ 。
2010年8月24日	标普: 下调爱尔兰长期主权信用评级从AA至AA- ³⁸ 。
2010年10月6日	惠誉: 下调爱尔兰信用评级从“AA-”至“A+” ³⁹ 。
2010年12月9日	惠誉: 下调爱尔兰信用评级从“A-”至“BBB+” ⁴⁰ 。
2010年12月17日	穆迪: 将爱尔兰外币政府债券评级从Aa2下调5个等级至Baa1 ⁴¹ 。
2011年4月1日	惠誉国际评级将爱尔兰的长期外国和本地货币发行人违约评级(IDR)设为“负面评级”(RWN) ⁴² 。
2011年7月12日	穆迪: 将爱尔兰外币政府债券评级从Baa3下调至Ba1 ⁴³ 。
2011年12月15日	惠誉: 下调爱尔兰国家银行(National Irish Bank)和ACC银行的母行的信用等级 ⁴⁴ 。
2011年12月16日	惠誉国际评级: 将爱尔兰及其债务的评级列为“负面展望”, 并将其评级为“负面观察”(RWN) ⁴⁵ 。

数据来源: 广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

表 5: 2011-2013 年间西班牙评级遭下调事件汇总

时间点	事件
2011年3月4日	惠誉评级公司确认了西班牙“AA+”主权信用评级, 同时将该国评级前景由“稳定”下调至“负面” ⁴⁶ 。
2011年10月7日	惠誉评级将其评级下调至AA- ⁴⁷ 。
2011年10月11日	惠誉国际调降评级的西班牙银行包括: 桑坦德银行, 评级由AA调降至AA-; 西班牙信贷银行, 评级由AA调降至AA-; 毕尔巴鄂对外贸易银行, 评级由AA-调降至A+, 凯西亚银行, 评级由A+调降至A; 西班牙大众银行, 评级由A-调降至BBB+; 萨瓦德尔银行, 评级由A-调降至BBB+ ⁴⁸ 。
2011年10月12日	标准普尔将西班牙的评级下调, 将西班牙长期主权信用评级由AA级下调一级至AA-, 前景展望为负面 ⁴⁹ 。
2011年10月18日	穆迪评级将西班牙的评级从Aa2降低了2个等级, 至A1, 前景仍为负面 ⁵⁰ 。
2011年10月20日	穆迪下调了西班牙国家银行(Banco Santander S.A., STD)、Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (BBVA, BBVA.MC)、CaixaBank (CABK.MC)、La Caixa 和 Confederacion Espanola de Cajas de Ahorro 的债务评级, 所有银行的评级前景均为

³³ <https://finance.qq.com/a/20111125/001541.htm>

³⁴ <https://finance.sina.com.cn/roll/20120114/073511202933.shtml>

³⁵ <http://roll.sohu.com/20120215/n334789114.shtml>

³⁶ <https://www.emta.org/template.aspx?id=4936>

³⁷ <https://www.emta.org/template.aspx?id=4936>

³⁸ <https://www.emta.org/template.aspx?id=4936>

³⁹ <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ireland-to-a-outlook-negative-06-10-2010>

⁴⁰ <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ireland-to-bbb-outlook-stable-09-12-2010>

⁴¹ <https://www.emta.org/template.aspx?id=4936>

⁴² <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-places-ireland-ratings-on-rating-watch-negative-01-04-2011>

⁴³ <https://www.emta.org/template.aspx?id=4936>

⁴⁴ <https://finance.qq.com/a/20111216/004436.htm>

⁴⁵ <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-places-belgium-spain-slovenia-italy-ireland-cyprus-on-rating-watch-negative-16-12-2011>

⁴⁶ <https://finance.qq.com/a/20110307/001969.htm>

⁴⁷ <http://es.mofcom.gov.cn/aarticle/jmwx/201110/20111007774261.html>

⁴⁸ <http://finance.ifeng.com/stock/roll/20111012/4784530.shtml>

⁴⁹ <https://finance.sina.com.cn/world/ozjj/20111012/092810606114.shtml>

⁵⁰ <https://www.abnnewswire.net/press/cs/32850/favicon.ico>

	负面 ⁵¹ 。
2011年12月16日	标准普尔公司宣布下调10家西班牙银行评级 ⁵² 。
2012年4月30日	标普下调11家西班牙银行信用评级，在11家评级被下调的银行中，受影响最严重的是萨瓦德尔银行和西维卡银行，信用评级均被降至BB+级，属于“垃圾级”。而另外6家金融机构，包括库特萨银行、洲际银行、伊比利亚储蓄银行、赛卡银行、银基亚银行和为人民银行的信用级别也被降至接近垃圾级。桑坦德银行和西班牙信贷银行的信用级别从A降至A-，西班牙对外银行则被调整至BBB+ ⁵³ 。
2012年5月17日	穆迪下调16家西班牙银行信用评级受影响银行包括桑坦德银行、Banco Espanol de Credito、Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA、Caixabank和Ceca等 ⁵⁴ 。
2012年6月7日	惠誉将西班牙国债评级下调至“BBB”级 ⁵⁵ 。
2012年6月12日	惠誉下调18家西班牙银行评级 ⁵⁶ 。
2012年6月12日	穆迪将西班牙的评级下调为Baa3，仅比“垃圾”高1级 ⁵⁷ 。
2012年10月10日	标准普尔将西班牙的评级下调至BBB-（比垃圾级高1级） ⁵⁸ 。

数据来源：广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

表 6：2011-2013 年间意大利评级遭下调事件汇总

时间点	事件
2011年9月19日	标普将意大利长期主权信用评级从A+降级为A ⁵⁹ 。
2011年10月4日	穆迪将意大利政府债券评级从Aa2降至A2级，展望为负面 ⁶⁰ 。
2011年10月7日	惠誉将意大利长期外币和本币发行人违约评级从AA-降至A+，评级展望负面 ⁶¹ 。
2012年1月13日	标普将意大利的主权信用评级下调两个级别，从A级至BBB+级 ⁶² 。
2012年1月27日	惠誉将意大利长期外币和本币发行人违约评级连降两级，从A+至A- ⁶³ 。
2012年2月14日	穆迪下调意大利政府债券评级一级，至A3级 ⁶⁴ 。
2012年7月13日	穆迪将意大利长期主权信用评级下调两档，从A3降至Baa2 ⁶⁵ 。
2013年7月9日	标普将意大利主权信用评级由BBB+下调至BBB，评级前景展望为负面 ⁶⁶ 。
2013年10月25日	惠誉将意大利长期外币和本币发行人违约评级为BBB+，展望为负面 ⁶⁷ 。

数据来源：广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

⁵¹ http://paper.people.com.cn/gjjrb/html/2011-10/21/content_944968.htm
⁵² <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/20111216/021211002768.shtml>
⁵³ <http://news.ifeng.com/c/7fc1ye2D4PH>
⁵⁴ <http://finance.sina.com.cn/world/20120518/053912092950.shtml>
⁵⁵ <http://finance.ifeng.com/news/hqcj/20120608/6580592.shtml>
⁵⁶ <https://finance.sina.com.cn/money/forex/20120612/173012293167.shtml>
⁵⁷ <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20120613/111212301123.shtml>
⁵⁸ <http://finance.sina.com.cn/world/20121012/161113354354.shtml>
⁵⁹ <https://finance.qq.com/a/20110920/005778.htm>
⁶⁰ <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20111005/080010577996.shtml>
⁶¹ <https://www.fitchratings.com/site/pr/730256>
⁶² <http://money.163.com/12/0114/05/7NN438QJ00252C1E.html>
⁶³ <https://www.fitchratings.com/site/pr/740902>
⁶⁴ <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20120215/001811377698.shtml>
⁶⁵ <http://finance.people.com.cn/n/2012/0716/c70846-18523459.html>
⁶⁶ <http://finance.sina.com.cn/world/20130711/014616083751.shtml>
⁶⁷ <https://www.fitchratings.com/site/pr/806164>

二、欧债危机是如何化解的？财政货币化、最后担保人及财政约束

自2011年11月德拉吉接任欧洲央行行长后，欧洲就进入了降息周期。不仅如此，2011年Q4开始欧洲央行启动了多轮长期再融资操作（LTRO）、2014年6月首创了更为支持实体经济的定向长期再融资操作（TLTRO）、并于2015年1月开始欧洲版量化宽松。截止2019年10月，ECB持有的意大利、西班牙及爱尔兰国债分别占其供给量的21.9%、30.1%及23.8%。

结合表8来看，2010年5月由欧盟与国际货币基金组织成立了“欧洲金融稳定机制”（ESM），并设立了欧洲金融稳定基金（EFSF）⁶⁸。由该基金和IMF等机构向各债务国提供贷款、担保，成为各家债务国的最终担保人。

结合图14-20及表9可知，在获得欧洲央行压低债务成本、购债支持，以及EFSF及IMF提供担保贷款缓冲后，各债务国的国债收益率逐渐从高位回落。各国主权信用评级也开始进入回升阶段。此外，在欧债危机发酵后，欧盟委员会开始更为严格的执行《稳定与增长公约》⁶⁹（SGP）规定，即：成员国预算赤字不能超过GDP的3%，国家债务不能超过GDP的60%。不遵守规则可能导致最高罚款为GDP的0.5%。

我们认为央行给予财政货币化支持、EFSF及IMF作为最后担保人提供贷款缓冲化解了各国债务的短期风险；财政赤字约束则对各国债务危机再度爆发形成了长期控制。

表 7：2009 年以来欧洲央行数量型货币政策的实施

时间	欧洲央行货币政策决定
2009 年 6 月-12 月 ⁷⁰	于 2009 年 6 月、9 月及 12 月分别进行为期一年的长期再融资操作（LTRO），共计投放 4420 亿欧元。
2011 年 10 月-2012 年 2 月 ⁷¹	2011 年 10 月实施了为期 12 个月的 LTRO，在 2011 年 12 月转为三年期 LTRO；2012 年 2 月 ECB 启动新一轮三年期 LTRO。2011 年 4Q 至 2012 年 1Q，ECB 的 LTRO 规模共计 7830 亿欧元。
2014 年 6 月 ⁷²	推出第一轮定向长期再融资操作（TLTRO），规模总计为 4000 亿欧元，为期四年。
2015 年 1 月 ⁷³	欧洲央行理事会正式推出 QE，启动扩大的资产购买计划（APP），每月公共和私人部门证券的购买总额将达 600 亿欧元，预计计划将持续到 2016 年 9 月底。
2016 年 3 月 ⁷⁴	从 4 月开始，资产购买计划（APP）下的每月采购额度将扩大至 800 亿欧元； 从 2016 年 6 月开始，将推出一系列新的四期定向长期再融资业务（TLTRO II），均为期四年。
2016 年 6 月 ⁷⁵	自 6 月 8 日起，欧元区将根据其企业采购计划（CSPP）开始购债。
2016 年 12 月 ⁷⁶	至 2017 年 3 月底维持资产购买计划（APP）下的每月采购额度 800 亿欧元，从 2017 年 4 月起，采购额度下调为 600 亿欧元。

⁶⁸ <https://www.esm.europa.eu/about-us/history#context>

⁶⁹

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en

⁷⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090507_2.en.html

⁷¹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

⁷² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html

⁷³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_2.en.html

⁷⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html

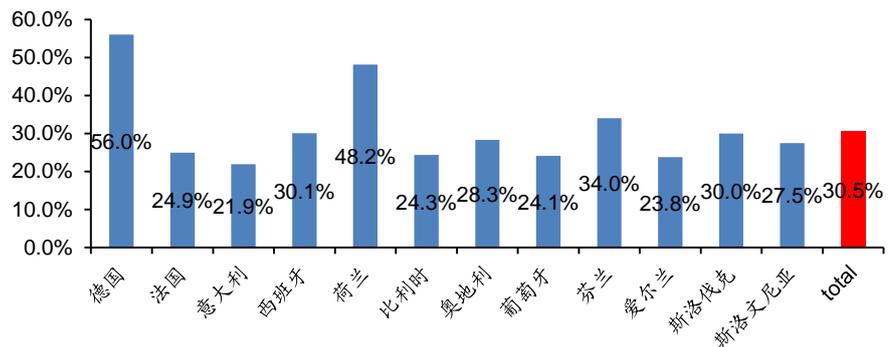
⁷⁵ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160602_1.en.html

⁷⁶ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208_1.en.html

2017年4月 ⁷⁷	维持资产购买计划（APP）下的每月采购额度 600 亿欧元。
2017年10月 ⁷⁸	自 2018 年 1 月起将月度 QE 规模从 600 亿欧元降至 300 亿欧元。
2018年6月 ⁷⁹	每月 300 亿欧元的资产购买规模将持续到 9 月份，10 月份至 12 月的月度资产购买规模为 150 亿欧元，QE 将在 12 月底结束。
2019年1月 ⁸⁰	ECB 正式结束 QE。
2019年11月 ⁸¹	ECB 重启 QE。

来源：ECB，广发证券发展研究中心

图 23：截止 2019 年 10 月欧洲央行持有成员国国债占比



数据来源：欧洲央行，广发证券发展研究中心

表 8：2011-2013 年间各国接受援助汇总

时间点	日期	事件
希腊	2010.5.7	EFSF 和 IMF 在三年内向希腊提供 1100 亿欧元的贷款 ⁸² 。
	2012.3.15	EFSF 和 IMF 一道向希腊提供 280 亿欧元（366 亿美元）的援助贷款 ⁸³ 。
	2012.12.13	EFSF 向希腊发放 491 亿欧元的救助资金以支持希腊回购其债券 ⁸⁴ 。
西班牙	2012.7.10	EFSF 向西班牙银行注资 300 亿欧元贷款 ⁸⁵ 。
	2012.11.14	欧洲委员会与 Troika（由欧洲中央银行、欧洲银行管理局以及国际货币基金组织组成）通过欧洲金融稳定机制（EFSF）以及欧洲稳定机制（ESM）向西班牙银行援助 1000 亿欧元 ⁸⁶ 。
爱尔兰	2010.11.28	EFSF 和 IMF 一道向爱尔兰提供 850 亿欧元贷款支持，850 亿欧元中的 350 亿欧元将用于救助因房地产泡沫破裂而陷入困境的爱尔兰银行业，余下 500 亿欧元用于满足爱尔兰政府的财政需要 ⁸⁷ 。
葡萄牙	2011.5.17	EFSF 和 IMF 一道向葡萄牙提供 780 亿欧元的救助计划，其中欧盟负责提供 520 亿欧元，IMF 提供 260 亿欧元 ⁸⁸ 。

⁷⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp170427.en.html>

⁷⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>

⁷⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.en.html>

⁸⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190124-5c00d09d5d.en.html>

⁸¹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/devel/html/index.en.html>

⁸² <http://finance.sina.com.cn/roll/20100509/11067901007.shtml?from=wap>

⁸³ <https://finance.qq.com/a/20120316/000106.htm>

⁸⁴ <http://finance.people.com.cn/n/2012/1214/c70846-19897034.html>

⁸⁵ <http://finance.people.com.cn/bank/n/2012/0711/c202331-18491479.html>

⁸⁶ <http://money.163.com/12/1114/14/8G9D9R1A00254L5I.html#from=relevant>

⁸⁷ <http://finance.ifeng.com/news/hqcj/20101129/2966211.shtml>

⁸⁸ http://news.ifeng.com/gundong/detail_2011_05/18/6456162_0.shtml?_from_ralated

意大利	2012.4.9	2011年12月，意大利银行业通过欧洲央行第一轮长期再融资计划(LTRO)借款116亿欧元；2012年2月，该国银行业又从欧洲央行第二轮LTRO中借款139亿欧元。此外，2012年2月份，意大利银行从欧洲央行常规性借款1950亿欧元 ⁸⁹ 。
-----	----------	--

数据来源：广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

表 9：欧债危机后各国评级上调汇总

时间点	日期	事件
希腊	2013.5.14	惠誉将希腊的主权信用评级从“CCC”上调至“B-”，评级前景稳定。理由是该国经济正重新取得平衡，消除财政和经常帐赤字的工作也取得了进展，从而降低了退出欧元区的风险 ⁹⁰ 。
	2013.11.29	穆迪上调希腊政府债券评级两个级距，从最低级的C级上调至Caa3，前景为稳定，但短期评级仍定为“非优质”级别 ⁹¹ 。
西班牙	2014.2.22	穆迪周五将西班牙主权债信用评级提高至Baa2，展望为“正面”，称赞该国在恢复经济平衡、结构改革和市场准入方面取得的进展 ⁹² 。
	2014.4.28	惠誉将西班牙的主权信用评级从之前的BBB提高至BBB+，展望为稳定。惠誉认为，西班牙的融资状况已经有改善，其经济前景的不确定性也更小，信用评级风险降低 ⁹³ 。
爱尔兰	2014.6.8	标普将爱尔兰评级由“BBB+”上调至“A-”，展望为正面 ⁹⁴ 。
	2014.8.17	惠誉将爱尔兰评级从“BBB+”上调至“A-”，评级展望为稳定 ⁹⁵ 。
葡萄牙	2015.9.19	标普将葡萄牙评级由“BB”上调至“BB+” ⁹⁶ 。
意大利	2017.10.30	标普将意大利主权信用评级由BBB-上调至BBB，上调评级原因是经济前景看好，投资增加，就业稳定增长，且负债累累的银行业情况改进 ⁹⁷ 。

数据来源：广发证券发展研究中心根据新闻资料整理

三、欧债危机对当下的四点启示

（一）债务风险属尾部风险、且具传染性，政策只能解决问题但无法避免风险

欧债危机发酵于2009年12月8日希腊主权信用评级遭调降，随后在爱尔兰、葡萄牙、西班牙及意大利扩散。可以看出欧债危机其实是2008年美国次贷危机的尾部风险，并具有传染性。目前海外疫情尚未迎来拐点，债务风险大概率刚刚开始，即便未来疫情拐点到来，债务风险也极有可能延续。而债务风险将反映在两个部门：企业端与政府端。

此外，从欧债危机爆发后欧洲央行和欧盟的政策措施来看，政策一定是滞后于风险的。也就是说，只有确认风险后，才会出现应对政策。政策制定者并不会为避免风险发生而预先推行政策，否则可能存在巨大的政策套利空间。

⁸⁹ <http://news.cntv.cn/20120409/105839.shtml>

⁹⁰ <http://finance.sina.com.cn/world/20130515/010215461696.shtml>

⁹¹ http://ln.ifeng.com/finance/detail_2013_12/03/1540996_0.shtml

⁹² <http://finance.sina.com.cn/money/forex/20140222/065518298164.shtml>

⁹³ http://finance.ifeng.com/a/20140428/12207997_0.shtml

⁹⁴ http://www.cicpa.org.cn/cjzx/201406/t20140613_45186.html

⁹⁵ <http://www.whrfdc.com/gnqhsz/1043.html>

⁹⁶ <https://www.theportugalnews.com/news/sandp-upgrades-portugal-to-bb/36003>

⁹⁷ <http://hk.jrj.com.cn/2017/10/30111323304326.shtml>

(二) 未来几个季度企业违约率将加速攀升，部分企业破产在所难免

1. 疫情推动各国进入衰退期，未来几个季度企业违约率将加速攀升

我们以美国企业为例进行说明。美国企业信贷违约率分为四种状态：快速下行（经济复苏）、慢速下行（经济过热）、触底回升（经济晚周期）、加速回升（经济衰退）。2018年Q4该指标已见底，表明2019年美国已经进入晚周期阶段。美国企业债收益率为企业信贷违约率的领先指标，疫情因素冲击下3月美国企业债收益率大幅回升（目前小幅回落），表明未来美国企业信贷违约率或进入加速上行期，对应美国经济衰退期。其余各国情况类似。

图 24: 美国企业债收益率与工商业贷款违约率

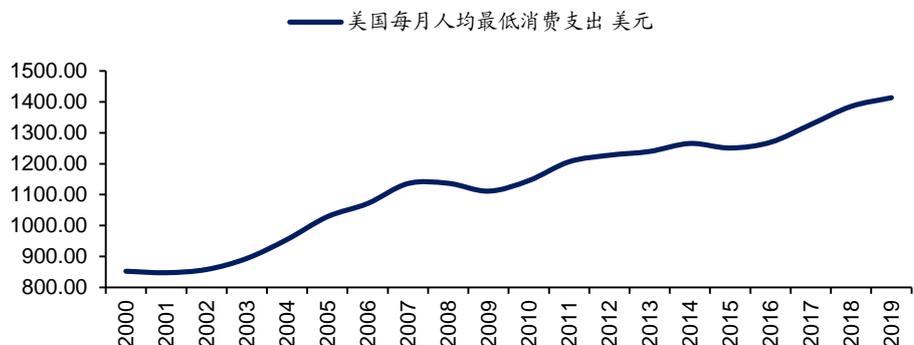


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 政策端可防止企业风险的集中释放，但无法防止所有企业破产

3月23日美联储出台了“无限量宽松”政策，并通过设立特殊目的机构（SPV）实现投资级债券的购买、建立定期资产支持证券贷款机制（TALF）为企业和家庭提供贷款、加大货币市场共同基金流动性融资（MMLF）抵押品范围为货币市场提供流动性支持。美国2万亿美元的经济刺激法案在3月27日通过了美国国会参众两院投票。财政刺激计划主要内容包括向符合标准个人退税1200美元、延长四个月的失业金申领、提供5000亿美元大型企业贷款计划和3670亿美元小企业救助计划等（见表12）。

图 25: 美国每月人均最低消费支出



数据来源：StLouis FED，Wind，广发证券发展研究中心

在美联储实施宽货币及宽信用操作后，美国企业信用利差确实出现了高位回落，恐

慌指数VIX也有所回落，资产价格出现了一定企稳迹象。可见，货币和信用的疏导确实是当前问题的对症良药。财政政策也极大地缓解了企业和家庭部门的现金流压力。如图25所示，我们将食品（包括能源）及非耐用品消费，加上利息支出和租房支出作为最低消费支出可以粗略得到2019年美国每月人均最低消费支出为1413.9美元。目前美国财政将向年收入不足7.5万美元的每个单身成人一次性最多发放1200美元，向年收入低于15万美元的每对夫妻最多发放2400美元，每个孩子发放500美元，至少可以缓解美国人民1个月的生活压力。假若疫情持续，美国财政端的相关支持也有望不断加码。

但是，疫情对经济的冲击相当于令经济“休克”，各国暂时无法正常开展多数经济活动。美联储出台各种宽货币、宽信用的政策疏导，是“救急不救穷”的政策；财政救助也无法改善企业资产负债表及利润表。3月21日当周美国初请失业金人数328.3万人，为历史之最。假若未来一个季度美国失业率攀升至10%，美国实际GDP同比或降至-7.4%。2Q美国实际GDP环比折年率将出现两位数负增长。从目前的疫情数据来看，不能低估疫情持续发酵的可能性。这将导致企业资产负债表出现进一步恶化，也将引发更多企业评级遭下调。

参考欧债危机的经验，政策端或许可以出台更多“应对”政策，但不会在事先“避免”所有企业债务风险，因此部分中小企业破产或在所难免。即便疫情迎来拐点，企业资产负债表的恶化也不会立马结束。

表 10：3 月以来美联储货币政策总结

时间	政策内容
2020/3/27	美国纽约联储发布声明称，将在3月30日-4月1日每日购买750亿美元的美国国债，4月2日及3日每日购买600亿美元的美国国债；4月3日当周将会每日购买至多400亿美元的住房抵押贷款支持证券。
2020/3/23	(1) 将购买支持平稳的市场运作以及货币政策的有效传递所需数量的国库券和机构抵押支持证券。还将在其机构抵押支持证券购买中包括对机构商业抵押支持证券（agency commercial mortgage-backed securities）的购买。 (2) 通过建立新的计划来向雇主、消费者和企业提供信贷。这些计划加在一起将提供高达3000亿美元的新融资。为此，财政部将使用外汇稳定基金（ESF）提供300亿美元的担保。 (3) 建立两种支持向大型雇主提供信贷的机制：用于发行新债券和贷款的一级市场公司信贷融资机制（PMCCF）和用于为未偿公司债券提供流动性的二级市场公司信贷融资机制（SMCCF）。 (4) 建立定期资产支持证券贷款机制（TALF），以支持信贷流向消费者和企业。TALF将允许发行由学生贷款，汽车贷款，信用卡贷款以及小企业管理局（SBA）担保的贷款等资产为抵押品的资产支持证券（ABS）。 (5) 扩展货币市场共同基金流动性融资（MMLF），纳入可变利率市政需求票据（VRDN）和银行大额存单，以促进信贷向市政当局的流动。 (6) 扩展商业票据融资工具（CPFF），将高质量、免税的商业票据作为合格证券纳入，促进信贷向市政当局的流动，该融资机制的利率亦降低。 (7) 此外，美联储预计很快将宣布建立“Main Street 商业贷款计划”，以支持对符合条件的中小企业的贷款。
2020/3/19	和澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典各自达成不超过600亿美元的新美元互换安排，与丹麦、挪威和新西兰各自达成300亿美元的安排。持续时间至少为六个月。

2020/3/18	<p>(1) 启动商业票据融资基金 (CPFF) 机制, CPFF 将通过特殊设立实体 (SPV) 为美国商业票据发行人提供流动性支持, 该工具将直接从符合条件的公司购买 A1 / P1 级 (截至 2020 年 3 月) 的无抵押和资产支持商业票据。财政部将通过美联储外汇稳定基金向该 SPV 提供 100 亿美元的信贷保护。</p> <p>(2) 自 3 月 20 日起向 24 家初级市场交易商提供短期贷款 (PDCF), 项目持续六个月, 将向一级交易商提供流动性并促进企业和家庭获得信贷。该短期贷款最长期限为 90 天。PDCF 可以通过多种投资级债务证券 (包括商业票据和市政债券) 以及多种股票证券作为抵押。收取的利率将是纽约联邦储备银行的主要信用利率或折现率。</p> <p>(3) 建立货币市场共同基金流动性融资工具 (MMLF), 波士顿联邦储备银行将向合格的金融机构提供贷款, 这些合格的金融机构以从货币市场共同基金购买的优质资产作抵押。财政部将通过美联储外汇稳定基金向美联储提供 300 亿美元的信贷保护。</p>
2020/3/16	<p>(1) 紧急下调基金利率目标区间至 0 至 0.25%。</p> <p>(2) 推出新一轮 7000 亿美元的量化宽松措施。</p>
2020/3/3	紧急下调联邦基金利率目标区间 50bp 至 1%-1.25%。

数据来源: FED, 广发证券发展研究中心

表 11: 疫情以来主要经济体货币政策汇总

国家	日期	政策
英国	2020/3/26	激活“或有定期回购便利”(CTRF)作为常规流动性工具的补充。CTRF 操作规模将不受限制, 央行可以根据特定时刻金融市场的需求对 CTRF 进行调整。
	2020/3/19	(1) 宣布降息 15 个基点至 0.1% (2) 将英国国债和企业债持有规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑, 同时扩大定期融资机制规模
	2020/3/18	推出新冠肺炎疫情企业金融工具 (CCFF), 购买重点企业发行的到期时间最长为一年的商业票据, 持续一年
	2020/3/11	下调基准利率 50 个 bp 至 0.25%
瑞士	2020/3/19	瑞士央行的政策利率和即期存款利率保持在 -0.75%。瑞士央行从 2020 年 4 月 1 日起提高豁免门槛 (征收银行负利息的准备金门槛), 从而减轻银行系统在负利率下的负担。
南非	2020/3/19	南非央行下调回购利率 50 个基点至 5.75%
澳大利亚	2020/3/19	(1) 将现金利率和三年期国债收益率目标从 0.5% 降至 0.25% (2) 向银行提供 900 亿澳元小型企业贷款工具 (3) 包括购买政府债券在内的量化宽松措施
	2020/3/3	下调基准利率 25bp 至 0.5%
瑞典	2020/3/19	与美联储达成美元互换协议
	2020/3/17	扩大政府债券购买规模
	2020/3/16	增加资产购买并采取措施进行信贷供应
	2020/3/13	瑞典央行提供高达 5000 亿瑞典克朗的贷款以保障信贷供应
挪威	2020/3/19	决定自 2020 年 3 月 19 日起提供额外 25.4 亿美元的“F 贷款”供拍卖
	2020/3/13	下调基准利率 50bp 至 1%
马来西亚	2020/3/19	将法定准备金率从 3% 下调至 2%
	2020/3/3	下调基准利率 25bp 至 2.5%
巴西	2020/3/19	下调基准利率 50bp 至 3.75%
欧洲央行	2020/3/18	(1) 启动一项新的私有和公共部门证券临时资产购买计划, 以应对因冠状病毒 COVID-19 的爆发和扩散而给货币政策传导机制和欧元区带来的严重风险。这项新的大流行紧急采购计划 (PEPP) 总额将达到 7500 亿欧元, 购买将持续到 2020 年底 (2) 将公司部门购买计划 (CSPP) 下的合格资产范围扩大到非金融商业票据, 使所有信用质量足够的商业票据都可以在 CSPP 下购买

	2020/3/15	欧洲央行和加拿大、英格兰、日本、瑞士中央银行在提供常规的期限一周的美元互换操作外，还将增加期限为 84 天互换操作；将所有美元业务的价格降低至美元 OIS 汇率加 25 个基点，以支持美元融资市场的平稳运行
	2020/3/12	(1) 将临时进行更多的长期再融资操作 (LTRO)，为欧元区金融体系提供即时流动性支持 (2) 在 TLTRO III 中，将在 2020 年 6 月至 2021 年 6 月期间对未完成的所有 TLTRO III 操作采用更为优惠的条款。在此期间，这些 TLTRO III 操作的利率将比欧元区体系下主要再融资操作所采用的平均利率低 25 个基点 (3) 到今年年底之前，现有的资产购买计划 (APP) 资产购买上限将增加 1200 亿欧元 (4) 再融资利率，贷款和存款利率将保持不变，分别为 0.00%，0.25% 和 -0.50%
韩国	2020/3/16	下调将基准利率 50bp 至 0.75%
沙特	2020/3/16	将回购利率及逆回购利率均下调 75 个基点
卡塔尔	2020/3/16	调降存款利率 50 个基点至 1%，调降贷款利率 100 个基点至 2.50%，调降回购利率 50 个基点至 1%
越南	2020/3/16	越南央行宣布将再融资利率下调 100 个基点至 5%
日本	2020/3/23	启动计划外购债操作，将购买 3000 亿日元 3-5 年期债券和 5000 亿日元 5-10 年期债券。计划内 1200 亿日元 10-25 年期债券和 300 亿日元 25 年以上期限债券的购买量维持前次常规操作购买量不变。
	2020/3/16	维持利率不变，但提高 ETF 年度购买目标，将年度 ETF 购买目标增加 6 万亿日元，总规模达 12 万亿日元；将日本房地产投资信托基金 (J-REITs) 购买目标提升至 1800 亿日元
新西兰	2020/3/16	紧急下调基准利率 75bp
加拿大	2020/3/17	扩大定期回购工具的合格抵押品范围。由此中央银行会暂时从交易商那里购买国库券，以此为金融机构的融资需求提供后盾。
	2020/3/14	下调基准利率 50bp 至 0.75%
	2020/3/4	下调基准利率 50bp 至 1.25%

数据来源：各国央行，广发证券发展研究中心

表 12：主要经济体应对疫情财政政策汇总

国家	财政刺激政策内容
美国 ⁹⁸	(1) 向年收入不足 7.5 万美元的每个单身成人一次性最多发放 1200 美元，向年收入低于 15 万美元的每对夫妻最多发放 2400 美元，每个孩子发放 500 美元；
	(2) 将失业救济金每周增加 600 美元，最多持续 4 个月；
	(3) 因疫情陷入困境的美国航空企业将获得 250 亿美元直接经济援助；
	(4) 建立一个 5000 亿美元资金池，用于向受疫情影响的企业、州和城市发放贷款、提供贷款担保或投资；
	(5) 向小企业提供 3500 亿美元贷款，用于支付工资和福利；
	(6) 向医疗机构提供 1117 亿美元资金，为国家战略药品和医疗用品储备提供 160 亿美元资金。
欧盟 ⁹⁹	(1) 放松对政府补贴的约束，允许政府对于受疫情冲击严重企业提供补偿、为中小企业提供应急资金，及为银行提供必要支持；
	(2) 放松财政支出的约束，欧盟和成员国层面的可用财政额度将很快得到上调，政府担保及延期收税等资金额度将增至 GDP 的 10% 以上；
	(3) 推出应对新冠疫情的投资计划。该计划旨在支持医疗体系、中小企业、劳动力市场及经济中的其他脆弱方面。投资计划总额 250 亿欧元。
英国 ^{100,101,102,103}	(1) 政府向企业提供 3300 亿英镑的担保；
	(2) 提高贷款额度，将企业通过冠状病毒商业中断贷款计划可借的金额从 120 万英镑增加到 500 万英镑；
	(3) 为企业支付利息，政府将支付头 12 个月的利息，抵押贷款人将向因疫情而导致财务出现问题的客户提供支持，包括最长 3 个月的免息

⁹⁸ <https://www.forbes.com/sites/leonlabrecque/2020/03/29/the-cares-act-has-passed-here-are-the-highlights/#5aa4a0f268cd>

⁹⁹ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_6556277

¹⁰⁰ <https://www.gov.uk/government/news/chancellor-announces-additional-support-to-protect-businesses>

¹⁰¹ <https://www.gov.uk/government/speeches/the-chancellor-rishi-sunak-provides-an-updated-statement-on-coronavirus>

¹⁰² <https://www.gov.uk/government/speeches/the-chancellor-rishi-sunak-provides-an-updated-statement-on-coronavirus>

¹⁰³ https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/873676/Covid-19_fact_sheet_18_March.pdf

	期; (4) 免税, 所有零售、酒店以及休闲产业企业未来 12 个月内免税; (5) 提升补助金, 将有资格享受小企业利率减免的小企业的补助金从 3,000 英镑提高到 10,000 英镑; (6) 向相关行业小微企业直接捐赠; (7) 针对员工推出职位保留计划; (8) 提出法定病假工资 (SSP), 因患病无法工作, 可申请 SSP 获得每周 94.25 英镑的 SSP; (9) 因疫情造成的财务困难, 可推迟按揭贷款三个月, 由政府提供租房租金支持, 并不会影响信用评级; (10) 因疫情造成经济困难的租户, 政府确保至少在 3 个月内不会面临驱逐的威胁。
法国 ^{104,105}	(1) 提供担保, 为企业从银行贷款提供 3000 亿欧元的“国家担保”; (2) 政府将采取一切措施支持法国大企业, 包括“国有化”; (3) 法国政府将提供 450 亿欧元的刺激方案, 其中 350 亿欧元为减少社保缴款形式, 约 85 亿欧元将用于发放失业救济金; (4) 拨付 2.6 亿欧元给医院。
德国	(1) 给小企业和个体经营者发放总计 500 亿欧元的直接补贴, 给大企业发放 6000 亿欧元的救助资金 ¹⁰⁶ ; (2) 放宽劳务补助政策, 对受疫情影响不得不减少工时的劳工提高补助标准, 新标准 4 月 1 日起生效, 持续至今年年底 ¹⁰⁷ ; (3) 拨款 1.45 亿欧元作为研究新冠病毒的资金, 其中 1.4 亿欧元将用于疫苗研发 ¹⁰⁸ 。
意大利 ¹⁰⁹	(1) 国有化: 建立由经济财政部控股或公营部分占多数股份的公司接管意大利航空公司; (2) 提供补贴: 拨款 12 亿欧元用于给未成年人家庭提供半薪休假或用于补贴保姆费; (3) 暂停缴税: 年营业额 200 万欧元以下企业暂停缴税; (4) 提供失业救助金: 向正在失业人员提供 9 个星期保障性收入; (5) 暂停偿还 2020 年抵押贷款; (6) 政府投入 250 亿欧元的特殊资金, 用于缓解应对疫情紧急情况下公共卫生和经济等领域面临的困难。
西班牙 ¹¹⁰	(1) 2000 亿欧元援助计划中一半用于为企业提供担保; (2) 提供失业救助金, 救助弱势群体; (3) 允许因疫情造成的财务困难的人群暂停偿还抵押贷款。
日本	(1) 第二轮紧急对策: 制定 4300 亿日元财政支持计划, 扩大至 1.6 万亿日元的贷款和融资担保额度 ¹¹¹ ; (2) 第一轮紧急对策: 设置 5000 亿日元的紧急贷款与担保额度, 支援中小企业 ¹¹² 。
韩国	(1) 推出 50 万亿韩元 (约合人民币 2770 亿元) 的财政支持计划, 包括为中小企业提供资金和贷款、提供贷款延期、暂停中小企业贷款利息支付等具体措施 ¹¹³ ; (2) 追加 2020 年预算 11.7 万亿韩元 ¹¹⁴ ; (3) 为客运公司和港口货物装卸公司提供 600 亿韩元 (约合 4970 万美元) 援助, 向航运公司提供约 900 亿韩元 (约合 7600 万美元) 的低息贷款 ¹¹⁵ 。

数据来源: 广发证券发展研究中心根据新闻整理

¹⁰⁴ http://www.xinhuanet.com/world/2020-03/19/c_1210519871.htm

¹⁰⁵ <https://www.politico.eu/article/france-injects-billions-into-stimulus-plan-amid-coronavirus-chaos-bruno-le-maire-economic-catastrophe/>

¹⁰⁶ <https://m.yicai.com/news/100569338.html>

¹⁰⁷ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_6606842

¹⁰⁸ <https://www.imsilkroad.com/news/p/405212.html>

¹⁰⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-17/italy-ok-s-virus-relief-from-alitalia-takeover-to-babysitters>

¹¹⁰ <https://www.yicai.com/news/100553191.html>

¹¹¹ <http://forex.eastmoney.com/a/202003101413017285.html>

¹¹² <https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-02-13/doc-iimxxstf1081727.shtml>

¹¹³ <https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-03-19/doc-iimxxsth0200707.shtml>

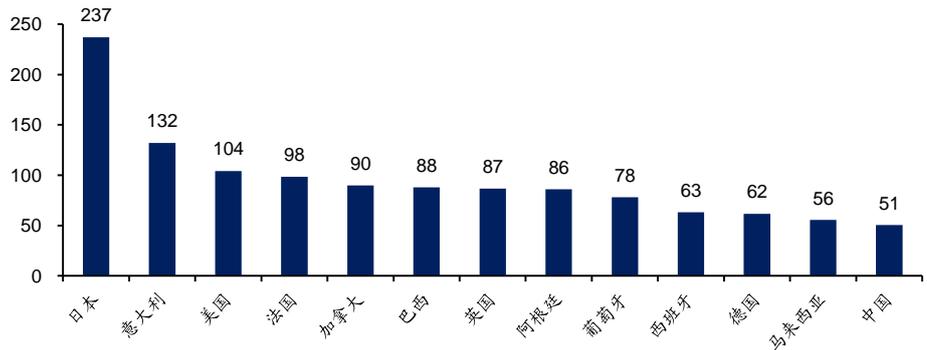
¹¹⁴ <http://stock.10jqka.com.cn/20200317/c618508816.shtml>

¹¹⁵ <http://www.wl890.com/zhwuliu/1583744711888.html?newsId=12955&mejqxm=m1pj43>

(三) 部分新兴国家主权债务风险或亦难避免，最终或将由全球买单

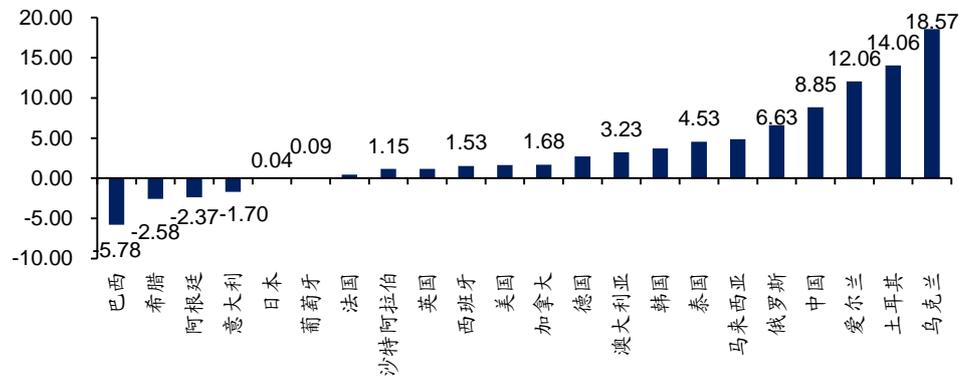
疫情影响和财富效应缩水之下，各国经济衰退压力都在显著上升。动用财政刺激已经成为当务之急。假若疫情持续，财政不断加码，利息支出仍是各国面临的最大挑战。结合各国债务占GDP比重、债务利息支出、无风险利率等因素评估，一旦疫情持续时间超预期，巴西、阿根廷、意大利、希腊等国债务违约风险将上升。此外，产油国及部分拉美国家存在较大的外部风险敞口。目前国际原油价格仍显著低于所有产油国盈亏平衡点，由此产油国整体外部风险敞口较高，其中，哈萨克斯坦、委内瑞拉、安哥拉对外风险敞口最大。

图26: 国债占GDP比重超过50%的各国债务占比 (%)



数据来源: Wind, BIS, World bank, 广发证券发展研究中心

图27: 15-18年全球主要经济体名义GDP增速与国债利息占GDP比重差值 (%)



数据来源: BIS, IMF, Wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 主要新兴国家外债占外储及 GDP 比重 (%)

	外债占外储比重	外债占 GDP 比重		外债占外储比重	外债占 GDP 比重
哈萨克斯坦	994.78%	87.50%	卡塔尔	140.63%	22.31%
委内瑞拉	456.52%	33.52%	俄罗斯联邦	122.37%	27.39%
安哥拉	354.07%	51.60%	马来西亚	50.09%	13.36%
墨西哥	273.14%	37.11%	韩国	49.93%	12.10%

阿根廷	207.82%	53.96%	乌克兰	47.18%	87.53%
土耳其	195.98%	57.71%	沙特	16.01%	13.62%
巴西	154.37%	29.85%	泰国	8.62%	33.51%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3月以来黎巴嫩已经事实违约;厄瓜多尔、尼日利亚、墨西哥、安哥拉、阿曼、俄罗斯、哈萨克斯坦等产油国均因超低油价而遭下调评级,乌克兰、亚美尼亚、阿塞拜疆、白俄罗斯、格鲁吉亚、玻利维亚等国评级也纷纷遭到下调。3月27日南非及英国也因疫情导致经济基本面恶化遭到评级下调。

参照欧债危机,评级遭调降是主权债务风险发酵的催化剂。预计疫情持续时间越久遭调降评级的国家会越多,评级遭到调降意味着其国债收益率将上升,也将进一步增加相关各国的债务利息支出,加剧主权信用风险。

当然,若英国或欧元区成员国出现债务问题,其央行或进一步财政货币化,尽管将令其国际货币储备地位受损,但至少可以防止危机冲击。但在疫情持续发酵的背景下,部分新兴国家主权债务违约风险正在快速上升。由于新兴国家无法通过财政货币化方式解决其债务问题,因此最终唯有IMF等国际官方机构出面作为各债务国的最终担保贷款人,但这也意味着将由全球为其买单。

表 14: 3月以来主权评级遭下调情况汇总

时间	事件
3月5日	穆迪将阿曼评级下调至 Ba2, 将前景展望变为稳定。穆迪将阿曼政府的长期发行人和高级无抵押评级从 Ba1 降低至 Ba2, 并将其前景调整为稳定 ¹¹⁶ 。
3月9日	东方金诚: 下调黎巴嫩共和国主权信用等级至违约级 ¹¹⁷ 。 鉴于3月9日债务未按时偿付, 东方金诚国际信用评估有限公司(以下简称“东方金诚”)决定自3月10日起将黎巴嫩共和国(以下简称“黎巴嫩”)政府长期本、外币主权信用等级从 Bw-下调至 Dw。
3月10日	穆迪: 将玻利维亚政府的本币和外币发行人以及高级无担保债务评级从 Ba3 降至 B1, 并将前景更改为负面 ¹¹⁸ 。
3月19日	惠誉: 下调厄瓜多尔主权债务评级至 CCC ¹¹⁹ 。
3月24日	惠誉: 再次下调厄瓜多尔主权债务评级至 CC 级 ¹²⁰ 。
3月25日	惠誉: 将乌克兰、俄罗斯、哈萨克斯坦、亚美尼亚、阿塞拜疆、白俄罗斯和格鲁吉亚等国的银行业评级展望调整为负面 ¹²¹ 。
3月26日	标普: 将尼日利亚长期评级下调至 B-, 前景展望为稳定 ¹²² 。 由于油价暴跌, 尼日利亚的评级被下调至“B-”, 进一步跌入“垃圾级”地带。
3月26日	标普: 下调墨西哥主权信用评级至 BBB ¹²³ 。 由于油价暴跌, 墨西哥评级被下调至“BBB”, 距“垃圾级”还差两级。

¹¹⁶ https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Omans-rating-to-Ba2-changes-outlook-to-stable--PR_419047?lang=zh-cn&cy=chn

¹¹⁷ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1661035698440783486&wfr=spider&for=pc>

¹¹⁸ https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Bolivias-ratings-to-B1-changes-outlook-to-negative--PR_418603?lang=zh-cn&cy=chn

¹¹⁹ <http://finance.sina.com.cn/roll/2020-03-21/doc-iimxyqwa2122995.shtml>

¹²⁰ <https://finance.sina.com.cn/2020-03-26/detail-iimxyqwa3276945.d.html>

¹²¹ <http://finance.sina.com.cn/roll/2020-03-26/doc-iimxssth1898932.shtml>

¹²² <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-03-27/doc-iimxyqwa3441019.shtml>

¹²³ <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-03-27/doc-iimxssth2002664.shtml>

3月26日	标普：下调安哥拉主权信用评级至 CCC ¹²⁴ 。 由于油价暴跌，安哥拉评级被下调至“CCC”，面临违约风险。
3月26日	标普：下调厄瓜多尔主权信用评级至 CCC ¹²⁵ 。 由于油价暴跌，厄瓜多尔评级被下调至“CCC”，面临违约风险。
3月26日	标普：将阿曼主权评级自 BB 调整至 BB-，前景展望为负面 ¹²⁶ 。 由于油价暴跌，标普周四一举下调了多个产油国的主权信用评级，包括尼日利亚、墨西哥、安哥拉、厄瓜多尔和阿曼。
3月27日	穆迪：下调南非主权信用评级至 Ba1，前景展望负面 ¹²⁷ 。
3月27日	惠誉：将英国主权信用评级从 AA 下调至 AA-，前景展望负面 ¹²⁸ 。

数据来源：广发证券发展研究中心根据新闻整理

逻辑上，发达经济体以及中国经济将对其他新兴市场产生影响，但新兴经济体的危机对于发达经济体和中国的影响相对有限。因此即便未来一年部分新兴国家出现债务危机或经济危机，也大概率是局部冲击，难以推动全球性的经济危机。

（四）疫情过后，多数国家企业部门及新兴财政将进入“杠杆约束阶段”

如前文所述，为了防止欧债危机卷土重来，亦为了给最终贷款担保人以交代，在欧债危机发酵后，欧盟委员会开始更为严格的执行《稳定与增长公约》（SGP）规定，即：成员国预算赤字不能超过GDP的3%，国家债务不能超过GDP的60%。不遵守规则可能导致最高罚款为GDP的0.5%。

疫情阶段，各国央行及财政对企业部门进行了信用支持；一旦新兴经济体爆发主权债务风险，IMF等国际权威组织也可能给予支持。参考欧债危机后的约束机制，预计疫情过后，多数国家企业部门及新兴（乃至部分发达经济体）政府部门将进入“杠杆约束阶段”。

延续我们在报告《衰退还是危机：实质差异及历史比较》的观点，疫情带来的金融动荡甚至债务风险过后，各国将大概率重新放松金融监管、进入居民部门宽信用周期，解放财政、同时获得新的经济增长动能。也就是说本次疫情很可能是全球三大部门杠杆率水平的重要拐点：企业去杠杆、财政受约束；居民宽信用。

¹²⁴ <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-03-27/doc-iimxyqwa3441019.shtml>

¹²⁵ <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-03-27/doc-iimxyqwa3441019.shtml>

¹²⁶ <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2020-03-27/doc-iimxyqwa3441019.shtml>

¹²⁷ <http://news.sina.com.cn/w/2020-03-28/doc-iimxyqwa3783640.shtml>

¹²⁸ <https://finance.sina.cn/usstock/mggd/2020-03-28/detail-iimxxsth2210418.d.html>

四、风险提示

- (一) 主要经济体货币政策超预期
- (二) 各国财政政策超预期
- (三) 全球疫情超预期
- (四) 国际油价超预期

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。