

宏观深度报告

“拉加德时刻”会来么？——欧债风险再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022年6月以来，欧债市场波动加剧。本篇报告审视欧元区债务违约与债券市场波动风险，倾向于认为：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”再度爆发风险仍不容小觑。
- 一、“碎片化”问题难遮掩。今年以来欧债利率不断攀升，但市场并未过度交易“碎片化”问题，10年意债和德债利差走阔幅度不算大。事实上，当前欧元区政府债务和财政赤字压力并不弱于2010年欧债危机爆发前夕，且成员间分化依然明显。为配合财政刺激，欧盟阶段性摆脱了财政束缚，使得成员国政府债务率和财政赤字率显著上升，继而中期债务风险上升，其中希腊、意大利等债务压力相对更大。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。
- 二、欧央行工具受束缚。欧债危机后欧央行应对危机的举措，可归结为“降息+购债+预期引导”的组合拳。这一次受制于遏制通胀的目标，欧央行可以使用工具或十分有限：一类是“调结构”（如调整PEPP结构、重启SMP与冲销操作等），另一类是“稳预期”（如重启OMT计划等）。然而，这些措施的实际力度与效果均存在较大不确定性：PEPP计划下的结构调整空间有限；SMP的政策效果可能受制于流动性平衡的目标；“预期引导”会否奏效仍有不确定性。
- 三、“厄运循环”仍是隐患。“厄运循环”指的是欧元区主权债务与欧洲银行体系的深度捆绑，并由此带来的危机传导风险。虽然欧盟和欧央行等在控制“厄运循环”风险方面付诸努力，但风险仍然存在：首先，新冠疫情后欧洲银行持有本国主权债务占总资产比例上升，其中意大利银行的持有比例已突破历史峰值；其次，欧元区银行持有其他成员国主权债仍是普遍现象，“交叉传染”风险仍存；最后，俄乌冲突后，意大利、法国、奥地利等地区银行对俄罗斯主权债风险敞口较大。
- 四、经济预期已然走弱。俄乌冲突、能源紧缺直接影响下，欧元区经济衰退风险不断上升。欧元区通胀受供给端扰动影响更大，欧央行为控制通胀需要付出更大的经济代价。当前各项衡量欧元区投资、消费和经济预期的指标均大幅走弱，并已基本跌落至历史上“危机”时的水平。而经济预期跌入低谷，可能反向增加欧债市场波动风险：一是，市场在资产定价过程中会计入经济下行乃至衰退预期，高估欧元区债务违约风险，使债券市场定价下挫；二是，欧元区货币和股票市场可能因预期转弱而出现震荡，不同资产价格间的联动势必波及欧债。
- 风险提示：地缘局势发展超预期，欧元区经济韧性超预期，欧央行紧缩力度不及预期等。

正文目录

一、“碎片化”问题难遮掩.....	4
二、欧央行工具受束缚.....	7
三、“厄运循环”仍是隐患.....	10
四、经济预期已然走弱.....	13

图表目录

图表 1	今年以来欧债利率不断攀升，6月以来欧债市场似乎正在为下一场“危机”定价	4
图表 2	当期 10 年意德国债利差水平不及欧债危机和意大利债务风波时期	5
图表 3	2021 年大多数欧元区成员一般政府债务率高于 2010 年，并超过 60%的公约“红线”	5
图表 4	欧元区成员国自欧债危机以来近十年的财政平衡努力，新冠危机后被全然抹去	6
图表 5	欧盟成员国财政可持续分析：2021 年(左)与 2019 年(右)对比	6
图表 6	2011 年欧央行加息触发意大利等脆弱国家债券抛售	7
图表 7	2010 年以来欧盟、欧央行和 IMF 应对危机的主要工具	7
图表 8	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	8
图表 9	欧央行通过 PSPP 和 PEPP 计划，更大比例地购买了脆弱地区政府债券	9
图表 10	2010-2012 年，欧央行实施证券市场计划(SMP)未能防止欧债危机爆发	10
图表 11	欧债危机中“厄运循环”的传导逻辑	10
图表 12	新冠疫情后，欧元区银行持有本国国债占总资产比重回升，意大利银行的这一数字上升更快	11
图表 13	截至 2020 年，德国、意大利、法国和西班牙主权债持有者情况	12
图表 14	各地区银行对俄罗斯的跨境债权	12
图表 15	截至 2021 年底各地银行对俄罗斯的风险敞口	12
图表 16	IMF 的两次预测结果暗示，欧元区经济增长受俄乌冲突的影响在全球范围内最大	13
图表 17	极端情形下 2022 年欧元区经济增速接近 0	13
图表 18	天然气断供将对欧元区经济造成巨大拖累	13
图表 19	欧元区来自供给端的通胀压力更大	14
图表 20	英国已经加息半年，但通胀率仍未显著回落	14
图表 21	当前衡量欧元区投资、消费和经济预期的指标均大幅走弱至此前“危机”时水平	14
图表 22	2011 年欧债危机爆发后欧元区经济预期明显转弱，2022 年欧元区经济预期明显转弱已经发生	15
图表 23	2022 年初以来，欧元区股市和欧元汇率持续受挫	15

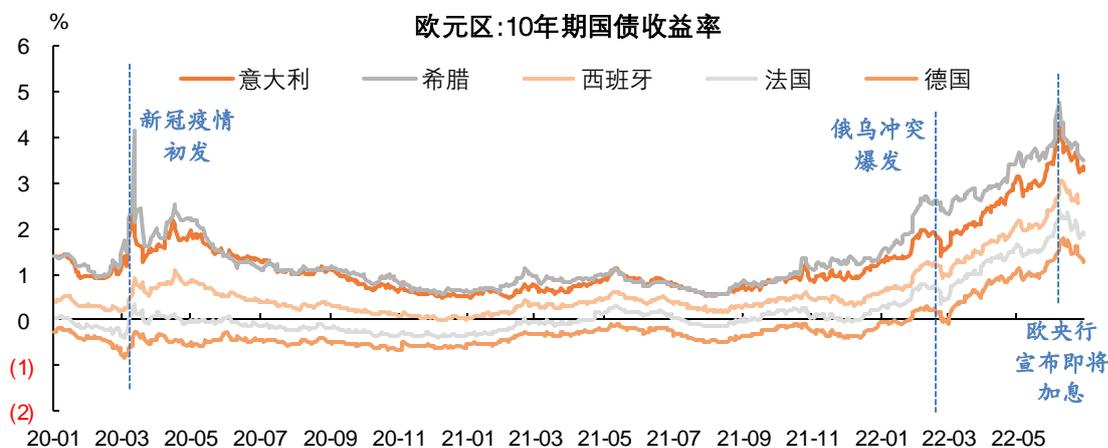
2022年6月以来，欧债市场波动加剧，尤其10年期意大利国债利率突破4%的“警戒线”，引发市场有关“欧债危机”再度来袭的担忧。7月5日，欧元兑美元汇率刷新近20年新低，欧股已连续五周下跌，进一步烘托危机氛围。本篇报告从四个角度，审视欧元区债务违约与债券市场波动风险。

我们认为，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：**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。

一、“碎片化”问题难遮掩

今年以来欧债利率不断攀升，危机苗头初现。2020年新冠疫情爆发后，欧元区货币和财政的配合颇有成效，欧债利率整体维持历史低位。然而，2022年以来，俄乌冲突的爆发以及通胀形势的急剧恶化，不断迫使欧央行加快退出政策支持，欧债利率持续攀升。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，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。

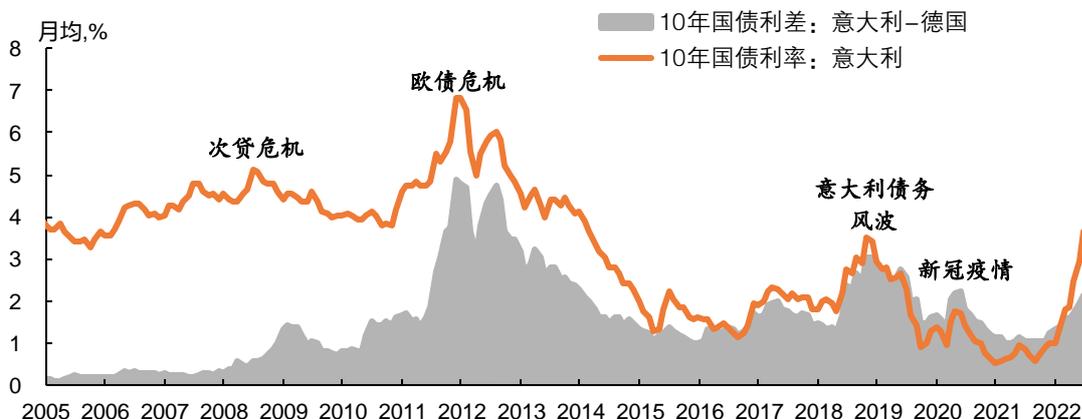
图表1 今年以来欧债利率不断攀升，6月以来欧债市场似乎正在为下一场“危机”定价



资料来源：Wind,平安证券研究所

当前欧债市场并未过度交易“碎片化”问题。“碎片化”（Fragmentation）是欧元区面临的特殊挑战。由于欧元区19个成员国的经济发展与财政状况分化明显，每当危机来临和市场风险偏好下降时，以希腊、意大利等为代表的脆弱国家债券最可能遭遇抛售，成为引燃欧债市场动荡的“火药桶”。2022年以来，随着欧元区成员国债券利率集体上升，脆弱地区利率难以避免地更快上行。2022年1-6月，德国和意大利10年期国债利率分别上涨了约180BP和260BP，二者利差扩大约80BP至200BP左右。但是对比来看，2011-12年欧债危机以及2018-19年意大利债务风波时期，10年意德国债利差高达300-500BP，说明当前欧债市场也许并未过度交易“碎片化”问题。

图表2 当期 10 年意德国债利差水平不及欧债危机和意大利债务风波时期



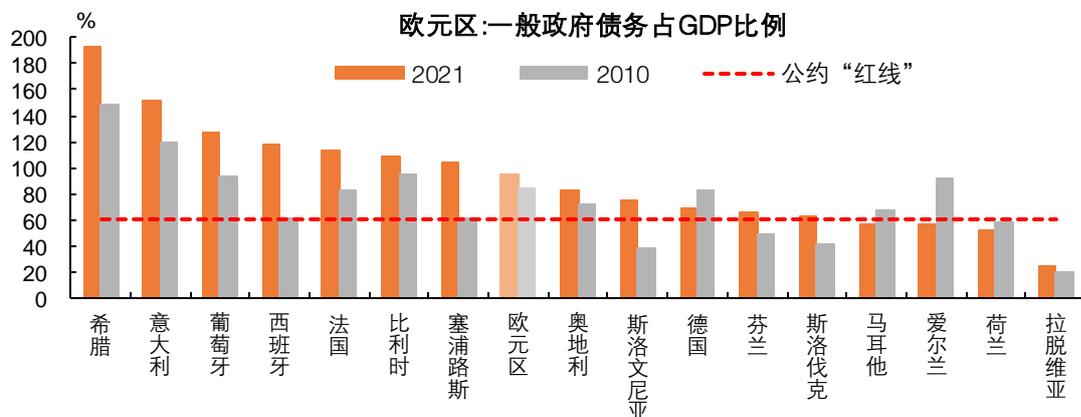
资料来源: Wind,平安证券研究所

事实上，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。

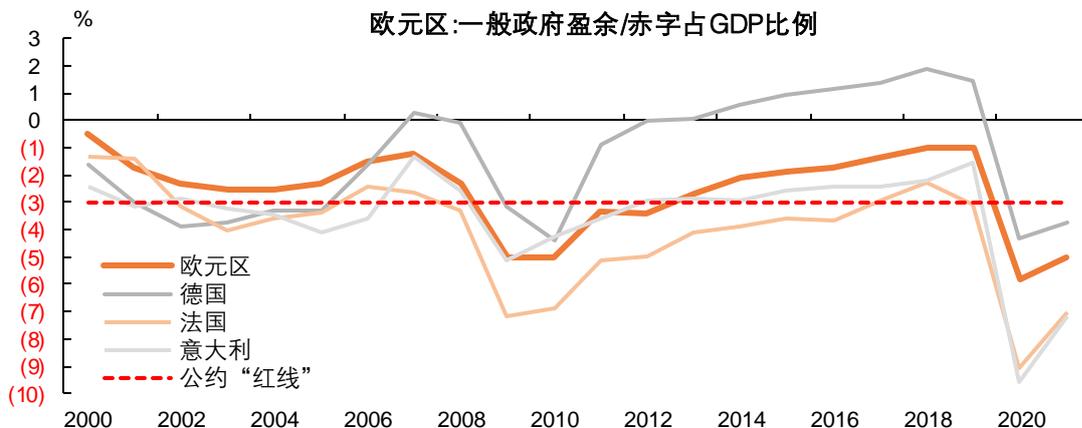
这使得欧元区成员国债务率和赤字率显著上升，且希腊、意大利等债务压力相对更大。政府债务方面，2021 年欧元区平均政府债务率达到 95.6%，高于 2010 年的 83.9，且除爱尔兰、马耳他、荷兰等少数成员国债务率较 2010 年有所下降外，其余大部分成员国债务率均有上升。其中，希腊、意大利债务率分别突破 193%、150%，明显高于 2010 年的 148%、119%。**财政方面**，欧盟成员国自欧债危机以来近十年的财政平衡努力，新冠危机后被全然抹去：2010 年以后，欧元区成员国财政赤字率持续下降（德国等地区财政盈余持续上升），2018-2019 年意大利、法国等财政“差等生”赤字率都已低于 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。

图表3 2021 年大多数欧元区成员一般政府债务率高于 2010 年，并超过 60%的公约“红线”



资料来源: 欧央行, Wind,平安证券研究所

图表4 欧元区成员国自欧债危机以来近十年的财政平衡努力，新冠危机后被全然抹去



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

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。欧盟委员会于2022年4月发布的《2021年财政可持续性报告》显示，短期来看，仅希腊和塞浦路斯2个国家财政风险为“高”；中期来看，则有11个国家（比利时、希腊、西班牙、法国、克罗地亚、意大利、马耳他、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛文尼亚和斯洛伐克）的财政风险为“高”。对比2020年1月（新冠疫情前）发布的《2019年债务可持续监测》报告，当前已有4个国家（克罗地亚、马耳他、斯洛文尼亚和斯洛伐克）的中期债务风险由“低”升为“高”，7个国家（保加利亚、捷克、德国、塞浦路斯、匈牙利、荷兰和奥地利）的中期债务风险由“低”升为“中”。

图表5 欧盟成员国财政可持续分析：2021年(左)与2019年(右)对比

Table 1: Fiscal sustainability risk classification by Member States (in brackets, risk classification in the DSM 2020 whenever the risk classification has changed)							Table 6.2: Fiscal sustainability risk classification by Member State (in brackets, risk classification in the FSR 2018, whenever the risk category has changed)						
	Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	S1 indicator - overall risk assessment	Debt sustainability analysis - overall risk assessment	S2 indicator - overall risk assessment	Overall LONG-TERM risk category		Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	S1 indicator - overall risk category	Debt sustainability analysis - overall risk category	S2 indicator - overall risk category	Overall LONG-TERM risk category
BE	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	BE	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH
BG	LOW	MEDIUM (LOW)	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	MEDIUM	BG	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
CZ	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	CZ	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
DK	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	DK	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	LOW	MEDIUM	MEDIUM	DE	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)
EE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	EE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM	IE	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
EL	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	MEDIUM	EL	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW (MEDIUM)	MEDIUM (HIGH)
ES	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	ES	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	MEDIUM
FR	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	MEDIUM	FR	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW	LOW (MEDIUM)
HR	LOW (HIGH)	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	LOW	MEDIUM	HR	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW	LOW (MEDIUM)
IT	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	IT	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH
CY	HIGH	MEDIUM	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	CY	LOW (HIGH)	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW	LOW (MEDIUM)
LV	LOW (HIGH)	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LV	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LT	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
LU	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	HIGH	LU	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	HIGH
HU	LOW	MEDIUM	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HU	LOW	LOW (HIGH)	LOW (MEDIUM)	LOW (HIGH)	MEDIUM	MEDIUM (HIGH)
MT	LOW	HIGH (LOW)	MEDIUM (LOW)	HIGH (LOW)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	MT	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
NL	LOW	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	NL	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM (LOW)	LOW (MEDIUM)	MEDIUM	MEDIUM	AT	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
PL	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	PL	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)
PT	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	LOW	MEDIUM	PT	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)	HIGH	LOW	MEDIUM
RO	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	RO	LOW	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)
SI	LOW	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	HIGH	HIGH	SI	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW	MEDIUM	MEDIUM
SK	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	SK	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
FI	LOW (HIGH)	MEDIUM	MEDIUM	LOW (MEDIUM)	MEDIUM	MEDIUM	FI	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	MEDIUM
SE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	SE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW

资料来源: 欧盟委员会《2021 财政可持续性报告》(2022.4)、《2019 债务可持续性监测》(2020.1), 平安证券研究所

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。欧盟委员会最新的财政可持续性报告中，2022 年俄乌冲突的影响尚未纳入考虑，因此欧盟成员的最新债务风险可能被显著低估。而俄乌冲突带来的通胀压力与欧元区利率水平的上升，可能直接加剧政府债务风险，且“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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

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”。尤其考虑到，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。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。

图表6 2011年欧央行加息触发意大利等脆弱国家债券抛售



资料来源: Wind,平安证券研究所

二、欧央行工具受束缚

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“工具库”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。

图表7 2010年以来欧盟、欧央行和IMF应对危机的主要工具

机构	时间	措施
欧盟	自2012年10月生效至今	欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, ESM），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	2011年11月-2013年末	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%
	2010年5月-2012年9月	证券市场计划（Securities Markets Program, SMP），从二级市场购买希腊、爱尔兰、葡萄牙等高风险成员的政府和企业债券，以压降债券利率，总共购买约2100亿欧元的希腊、西班牙、意大利、葡萄牙和爱尔兰等地区国债
	2012年9月	直接货币交易计划（Outright Monetary Transaction, OMT），宣布从二级

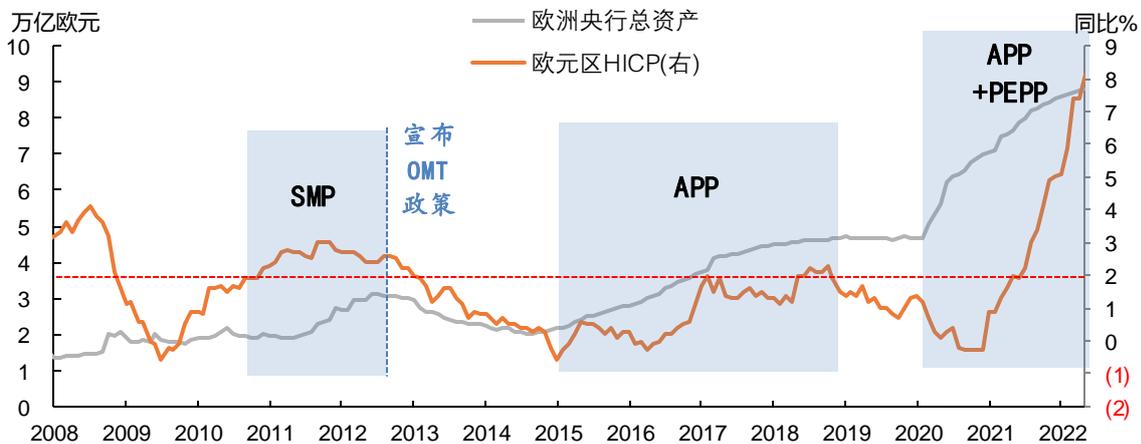
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

		市场无限量购入成员国 1-3 年期的政府债券
	2014 年 10 月-2018 年底	资产购买计划 (Asset-Purchase Programme, APP) , 其中 80% 的资产为政府债券, 记录于“公共债券购买计划” (Public Sector Purchase Programme , PSPP) 的子项目中。其他子项目包括: 企业债券购买计划 (CSPP)、资产支持证券购买计划 (ABSPP) 和第三次有担保债券购买计划 (CBPP3)
	2020 年 3 月-2022 年 6 月	重启 APP , 2020 年 3 月至 2022 年 5 月, 该计划下累计购买资产 6280 亿欧元, 其中 PSPP 计划下持有的政府债券规模为 4520 亿欧元
	2020 年 3 月-2022 年 6 月	大流行紧急购买计划 (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) , 截至 2022 年 5 月该计划下累计购买资产 1.7 万亿欧元, 其中政府债券规模达 1.64 万亿欧元
国际货币基金组织 (IMF)	2010 年 5 月	希腊援助贷款 (第一轮), 总额为 1100 亿欧元
	2010 年 11 月	爱尔兰援助贷款, 总额为 850 亿欧元
	2011 年 5 月	葡萄牙援助贷款, 总额为 780 亿欧元
	2012 年 2 月	希腊援助贷款 (第二轮), 总额为 1300 亿欧元
	2012 年 3 月	希腊援助贷款 (第三轮), 总额为 280 亿欧元

资料来源: Wind,平安证券研究所

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。欧央行 6 月最新预测 2022、2023 年欧元区通胀率分别为 6.8% 和 3.5%, 均高于 2% 的通胀目标,行长拉加德最新表态将于未来 6 个月逐步加息。因此,在未来较长时间内,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。

图表8 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



资料来源: Wind,平安证券研究所

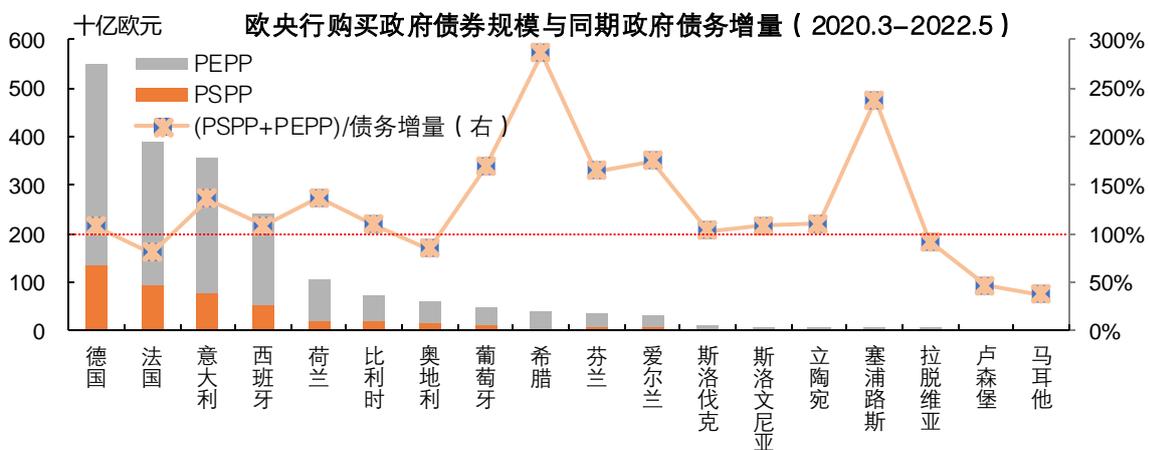
若不改变货币紧缩取向,欧央行剩余的工具或仅存两类:一类是“调结构”,即在不显著扩大持债总规模的前提下,增持意大利、希腊等脆弱地区国债,必要时还可能减持德国、法国等债务风险相对可控的成员国债,以缓解“碎片化”问题。如当前欧央行拟利用 PEPP 购债操作的部分利润来增购脆弱地区国债,具体细节尚待披露。此外,欧央行或也可以选择重启 SMP 计划,该计划允许欧央行进行冲销操作(欧央行在购买国债后,鼓励商业银行将等额流动性转移至定期存款,并于 7 日内通过招标程序拍卖给欧央行,从而使银行体系内不因欧央行购债而立刻产生多余流动性。)而冲销操作的目的是控制通胀风险,2011 年欧央行实施 SMP 时的欧元区通胀率已高于 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”，且各国政府过于依赖欧央行的支持“将是致命的”。

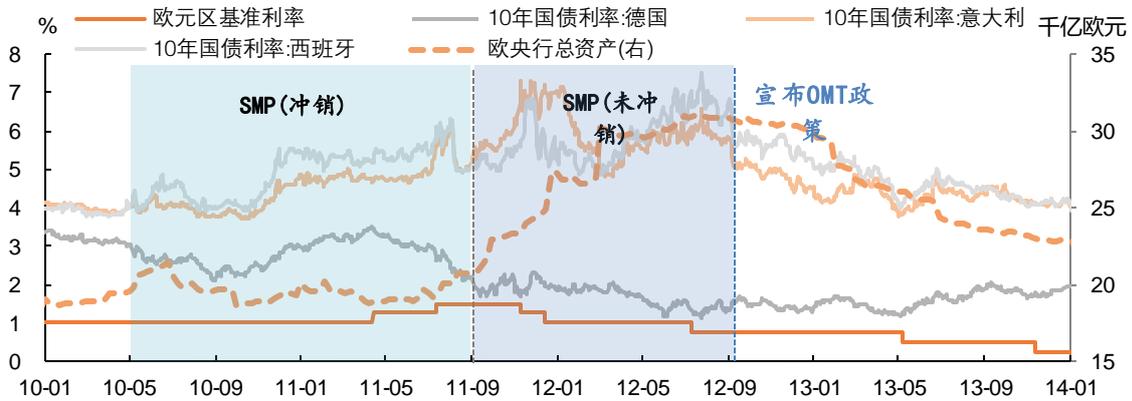
图表9 欧央行通过 PSPP 和 PEPP 计划，更大比例地购买了脆弱地区政府债券



资料来源：欧央行, Wind, 平安证券研究所

二是，SMP 的政策效果可能受制于流动性平衡的目标。2010 年 5 月至 2012 年 9 月，欧央行 SMP 计划下合计购买了约 2100 亿欧元区政府债券。但在 SMP 实施期间，尤其 2011 年欧央行加息后，意大利、西班牙等国债利率仍然飙升，期间 SMP 的政策效果不佳，很可能也因受制于冲销操作和流动性平衡。2011 年下半年开始，欧央行逐步取消了冲销操作，欧央行资产规模实质性上升一段时间后，脆弱成员国的国债利率才没有更快上行，在 OMT 工具推出后欧债危机才真正缓解。据此推测，实施冲销操作的 SMP 如同戴着镣铐舞蹈，“舞姿”可能会逊色不少。

图表10 2010-2012年，欧央行实施证券市场计划(SMP)未能防止欧债危机爆发



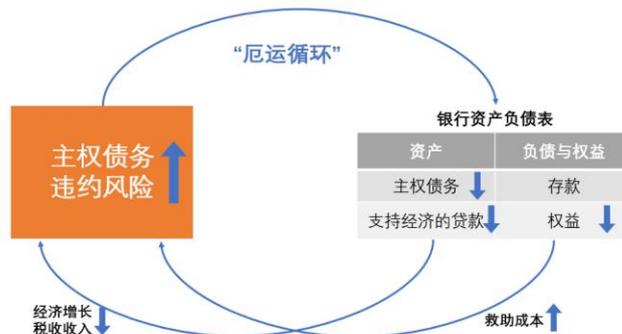
资料来源: Wind,平安证券研究所

三是，“预期引导”会否奏效仍有不确定性。2012年9月，时任欧央行行长德拉吉宣布 OMT，并且扬言会“不惜一切代价 (Whatever it takes)”拯救市场，最终说服市场。当下，现任欧央行行长拉加德也表达出类似决心，未来也可能通过重申 OMT 或类似工具以稳定市场预期。不过，需要注意的是：OMT 从未被真正使用，因 OMT 的启动与欧盟 ESM 机制绑定，后者的判断程序苛刻、且附带严格的紧缩改革要求，再加上德国一度起诉 OMT 违反欧盟条约，直到 2015 年 6 月欧盟法院才最终裁定 OMT 合法。未来，欧央行实施类似政策会否再次受到程序限制和个别成员的反对，仍有较大不确定性。

三、“厄运循环”仍是隐患

“厄运循环” (Doom Loop) 在欧债危机语境下，指的是欧元区主权债务与欧洲银行体系的深度捆绑，以及其带来的危机传导风险。2009-10 年，希腊主权债务危机暴露，逐渐传导至葡萄牙、爱尔兰、意大利等其他成员国，并于 2011 年制造了欧洲银行业流动性危机，最终演变为经济危机。“厄运循环”的核心传导链条是，欧元区主权债务与银行资产负债表的紧密关系。当主权债风险暴露时，大量持有这些债务的欧洲银行资产端受损，资产负债表的萎缩削弱银行的放贷能力，实体经济缺乏贷款支持而更趋疲弱，财政平衡更受威胁，从而加剧主权债务违约风险，形成一套负反馈。且商业银行可能持有他国主权债务，产生“交叉传染”风险。此外，欧洲银行资产受损，也会增加欧央行实施救助的难度，形成另一套负反馈。这一次，“厄运循环”的风险程度也可能成为欧元资产定价的重要考量，继而影响欧债市场的波动程度。

图表11 欧债危机中“厄运循环”的传导逻辑



资料来源: 平安证券研究所

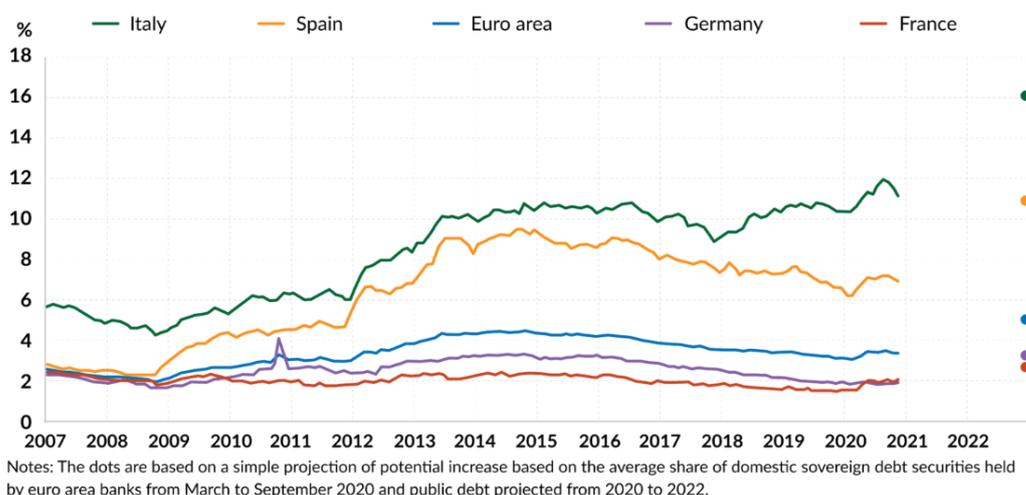
欧债危机后，欧盟和欧央行等在控制“厄运循环”风险方面付诸努力，但进展有限。自2010年9月《巴塞尔协议III》推行后，欧洲银行业也按要求提升了资本充足率，应对流动性紧缺的能力有所提升。2014年以来，欧盟和欧央行开始推动建立“欧洲银行业联盟”，以提升金融体系韧性，降低银行和主权国家之间的关联。其中，单一监管机制、共同存款保险机制和单一清算机制被认为是该联盟的“三大支柱”。但是直到2022年4月，后两个“支柱”才获欧洲议会通过。目前，欧洲银行联盟的运作并不成熟。例如，欧洲银行体系的清算和重组并不充分；又如，各国监管机构严格限制商业银行在外设立分支机构，旨在降低本国储蓄者的对外风险敞口，但这种限制阻碍了跨境银行整合，也不利于欧盟金融一体化进程。总之，修复和深化欧盟金融一体化仍有较长的路要走。

这一次，欧元区“厄运循环”风险仍然是客观存在的。

首先，新冠疫情后欧洲银行持有本国主权债务占总资产比例上升，意大利银行的持有比例已突破历史峰值。欧债危机后，多数欧元区商业银行有意识地控制主权债持有比例，尤其2015-2018年期间，大部分地区银行持有本国主权债占总资产比重均有下降，意大利和西班牙的这一比例由11%和9%，分别下降至9%和7%左右。然而，新冠疫情后，因各国主权债券的增发以及债券收益率的下降，大部分欧洲银行增持了本国国债。其中，意大利银行的持有比重在2020年一度回升至12%，创下历史新高。GIS在2021年9月的报告预测，若按疫情以来的速度线性增长，到2022年底，意大利银行持有国债比例或升至16%，为2012年欧债危机爆发时的两倍。

我们根据现有文献梳理，欧洲各国银行有较强意愿持有本国国债，尤其脆弱国家银行更愿意持有本国的高风险国债，原因或是多方面的：一是“道德劝说（moral suasion）”假设，即政府可能隐含地强制国内银行持有更多的政府债券；二是“风险转移（risk-shifting）”假说，即资本不足的银行自愿押注高风险的政府债券，以便将风险从股东转移到债权人；三是，信息优势（informational advantage）假说，即商业银行对本国主权债享有信息优势，尤其当外国银行不知情地抛售这些主权债时，本国商业银行可能选择成为“最后债权人”。

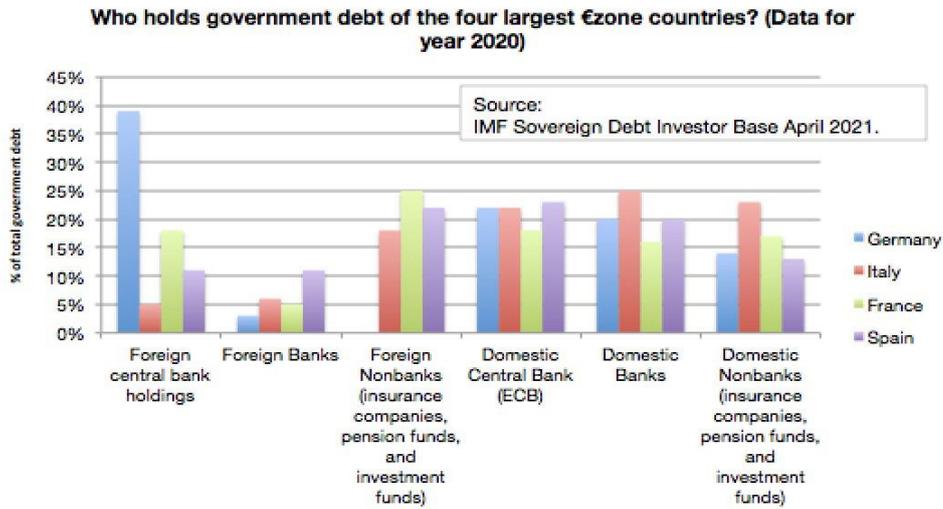
图表12 新冠疫情后，欧元区银行持有本国国债占总资产比重回升，意大利银行的这一数字上升更快



资料来源：GIS(《Is there a future for the EU's banking union?》2021.9), 平安证券研究所

其次，欧元区银行持有其他成员国主权债仍是普遍现象，“交叉传染”风险仍存。欧债危机后，欧洲银行业虽然减持了他国具有更高收益的主权债，但仍然难以完全抵御“套息交易”的诱惑，即利用欧央行的“免费”资金投资于收益率不错的主权债务。综合IMF和欧洲银行等数据，我们发现，2011年意大利国债中有近50%被外国央行、银行和非银行机构或个人持有。截至2020年，这一数据下降至近30%，其中，约20%的意大利国债仍被意大利以外的欧洲商业银行和非银机构持有。这说明，当前因脆弱国家主权债违约带来的“交叉感染”风险较2011年有所下降，但并未被完全排除。

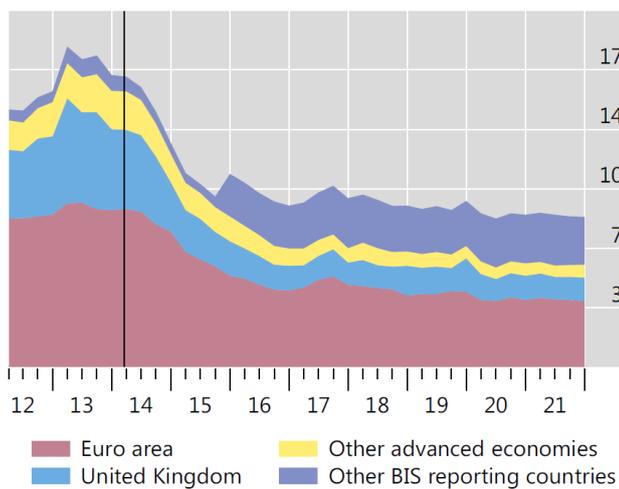
图表13 截至2020年，德国、意大利、法国和西班牙主权债持有者情况



资料来源：IMF,平安证券研究所

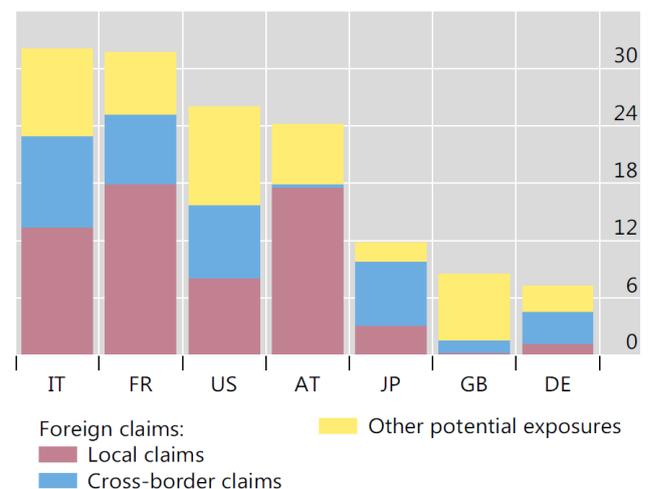
最后，俄罗斯主权债违约风险可能波及欧元区，意大利、法国、奥地利等地区银行对俄罗斯风险敞口较大。2022年俄乌冲突的爆发增大了俄罗斯主权债违约风险。6月26日，俄罗斯一笔价值1亿美元债务错过还款期，为1998年以来首次出现债务违约。在2014年俄乌冲突（克里米亚事件）之后，各国银行对俄罗斯的跨境债权开始减少，由2014年初为1710亿美元下降至2021年底的880亿美元（其中欧元区银行对俄罗斯的跨境债权约390亿美元）。分国别来看，意大利、法国和奥地利对俄罗斯的总风险敞口（包括本地风险敞口、跨境风险敞口、以及其他潜在风险敞口）分别高达250-330亿美元。此外，俄乌冲突还间接加剧了欧洲银行的风险管理成本。据法国《回声报》5月报道，欧洲银行2022年一季度在银行准备金和与俄乌冲突相关的特殊项目上共花费超50亿欧元。

图表14 各地区银行对俄罗斯的跨境债权



资料来源：BIS(2022.4),平安证券研究所。(单位:十亿美元)

图表15 截至2021年底各地银行对俄罗斯的风险敞口

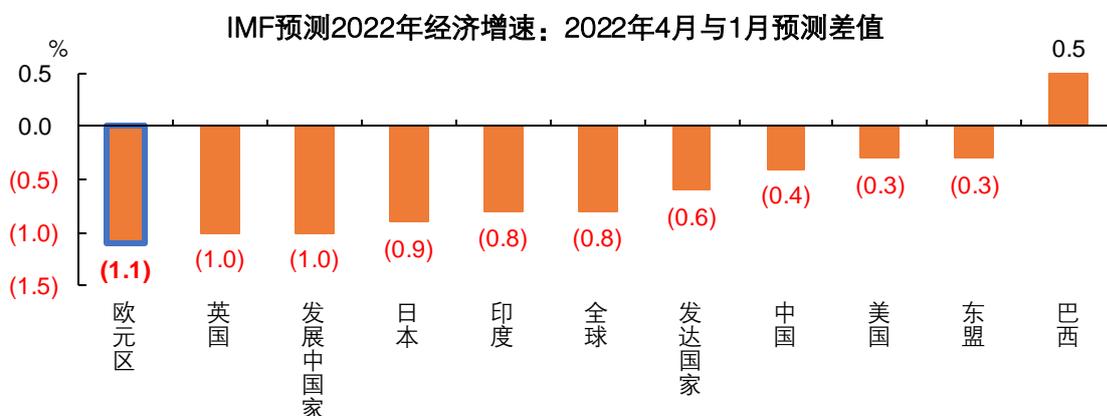


资料来源：BIS(2022.4),平安证券研究所。(单位:十亿美元)。注：总风险敞口包括本地风险敞口、跨境风险敞口、以及其他潜在风险敞口（包括未支付的信贷承诺、延期担保和市场价值为正的衍生品）。

四、经济预期已然走弱

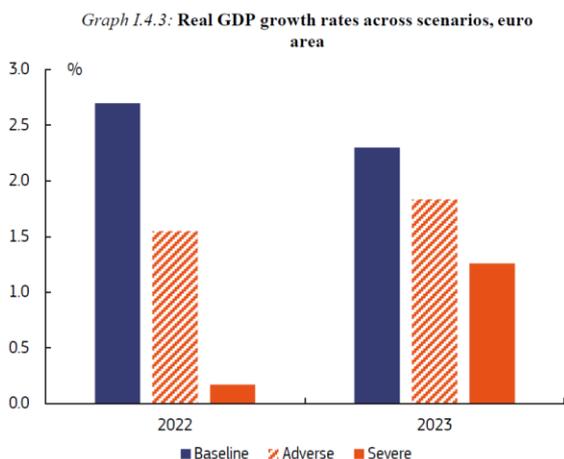
欧元区经济受俄乌冲突的直接影响，衰退风险不断上升。俄乌冲突后，欧元区经济受能源紧缺、大宗商品涨价等一系列冲击，经济增长前景显著削弱。IMF在2022年4月的预测，大幅下调了2022年欧元区经济增速1.1个百分点至2.8%，下调幅度在全球主要国家和地区里是最大的。欧盟委员会于2022年5月春季经济预测报告，将2022年欧元区经济增长预期大幅下调1.3个百分点至2.7%，并强调这只是中性预测。报告认为：欧元区经济面临很大不确定性，未来若俄乌冲突升级、能源供应骤停、以及海外经济增长放缓等，均可能进一步削弱欧洲经济前景；若俄罗斯完全停供天然气，欧元区2022年经济增速将降至0.2%，这意味着2022年第三和第四季度欧元区经济就可能遭遇负增长，陷入技术性衰退。而且，这份报告发布时欧央行尚未宣布加息，可能低估了欧央行更快加息对经济可能造成的不利影响（如报告假设2022年10年德国国债利率为0.8%，但目前该利率已升至1.1%以上）。7月4日，英国经济与商业研究中心发布报告称，由于俄罗斯天然气供应减少，欧洲经济衰退的风险大幅上升，2022年冬季欧洲经济出现衰退的概率达40%。

图表16 IMF的两次预测结果暗示，欧元区经济增长受俄乌冲突的影响在全球范围内最大



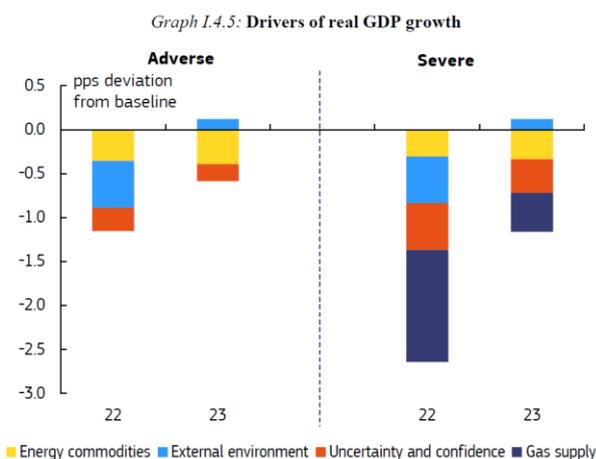
资料来源：IMF, 平安证券研究所

图表17 极端情形下2022年欧元区经济增速接近0



资料来源：欧盟委员会(2022.5), 平安证券研究所

图表18 天然气断供将对欧元区经济造成巨大拖累

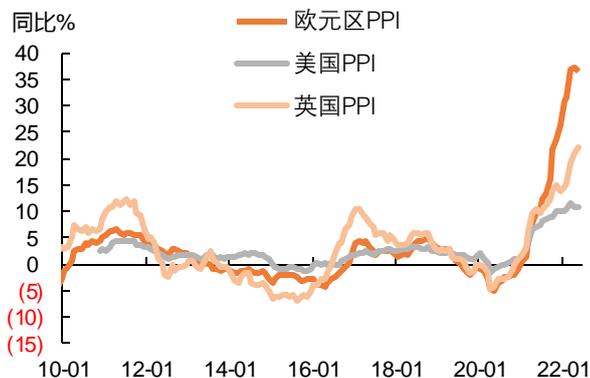


资料来源：欧盟委员会(2022.5), 平安证券研究所

欧央行紧缩或将进一步加剧欧元区经济压力，并削弱经济预期。对比美国和英国，欧元区通胀压力更多来自供给端。截至

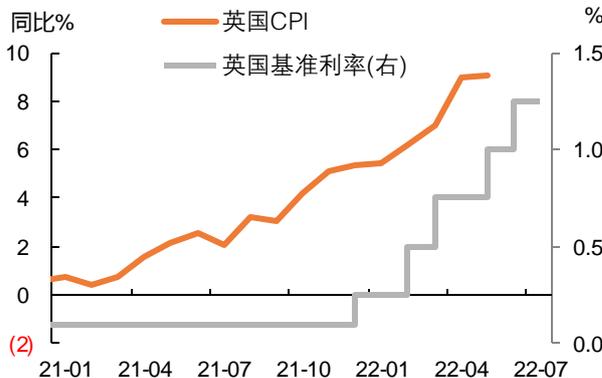
2022年5月，欧元区PPI同比增速已超30%，而美国和英国的PPI同比水平仅分别为10%和20%。这意味着，欧央行通过货币紧缩来遏制通胀将更为艰难。一个简单的参照是，自2021年12月截至目前，英国央行已累计加息5次、共计110BP。然而，英国CPI通胀率仍在持续攀升。据此推测，欧央行若要实现物价稳定目标，需要更大力度的加息，这也意味着欧元区经济增长或将付出更大代价。在此过程中，若欧元区金融市场动荡加剧，经济衰退还可能更早到来。

图表19 欧元区来自供给端的通胀压力更大



资料来源: Wind,平安证券研究所

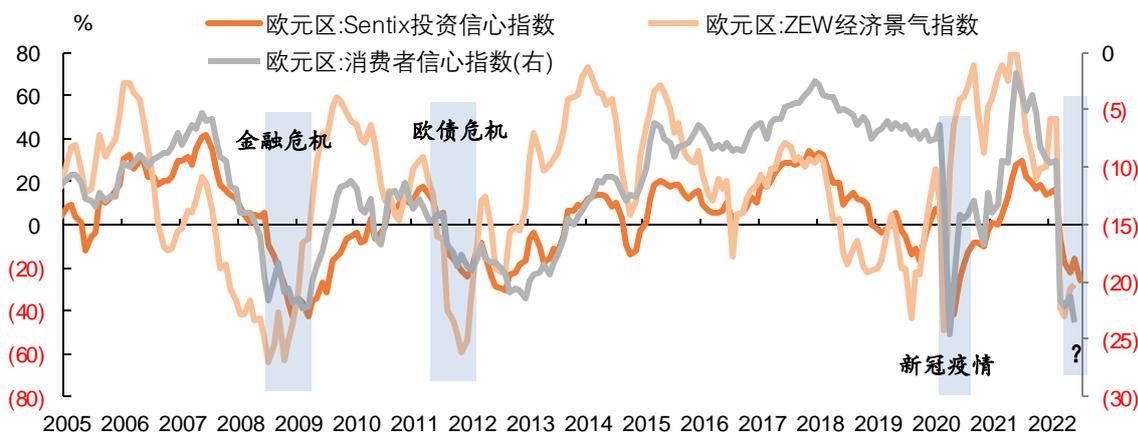
图表20 英国已经加息半年，但通胀率仍未显著回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

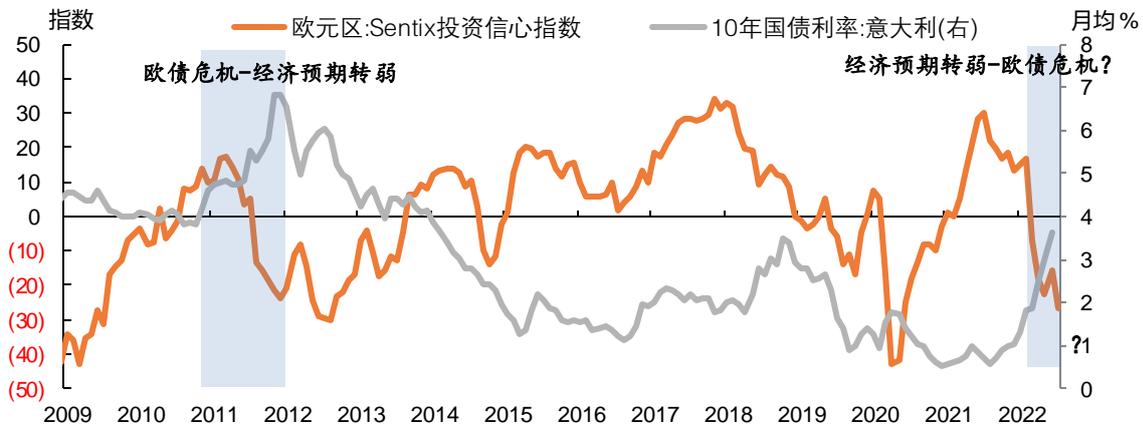
欧元区经济预期跌入低谷，或反向增加金融危机爆发的可能。在地缘冲突、通胀压力以及货币紧缩等多重冲击下，自2022年3月以后，各项衡量欧元区投资、消费和经济预期的指标均大幅走弱，并已经基本跌落至2008年全球金融危机、2011年欧债危机、以及2020年新冠疫情冲击时的水平。在欧债危机还未真正爆发时，经济预期已经明显转弱，这是当下欧元区金融市场面临的特殊环境。而经济预期走弱可能反向增加欧债市场波动风险：一方面，市场在资产定价过程中会计入经济下行乃至衰退预期，从而高估欧元区债务违约风险，使债券市场价格下挫；另一方面，欧元区货币和股票市场可能因预期转弱而出现波动，不同资产价格的联动效应或波及欧债市场。7月4日公布的欧元区Sentix投资信心指数意外大幅下跌至-26.4点，为2020年5月以来新低，且已低于2011年底欧债市场动荡时期的水平。该数据的公布触发了欧元汇率和股市的暴跌。

图表21 当前衡量欧元区投资、消费和经济预期的指标均大幅走弱至此前“危机”时水平



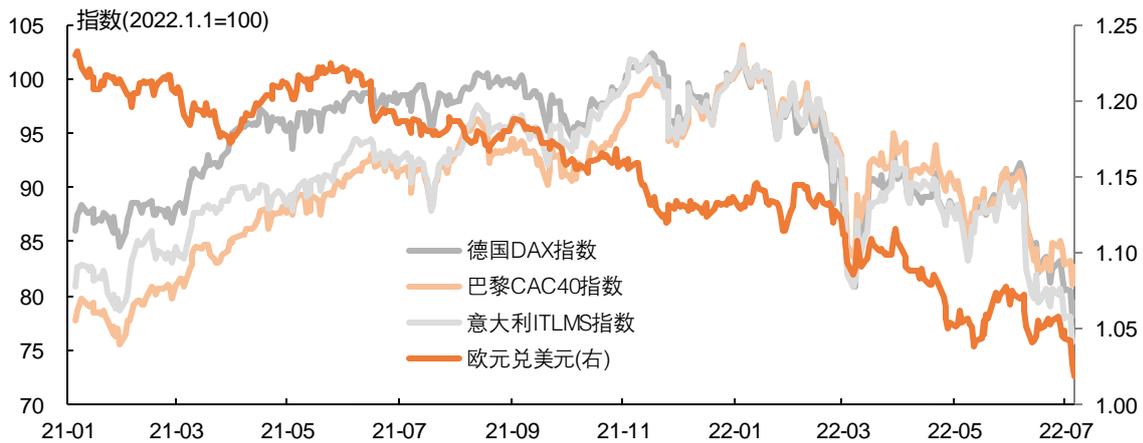
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表22 2011年欧债危机爆发后欧元区经济预期明显转弱，2022年欧元区经济预期明显转弱已经发生



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表23 2022年初以来，欧元区股市和欧元汇率持续受挫



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 1) 地缘局势发展超预期,若俄乌冲突快速化解,市场对欧洲经济的预期或快速好转。2) 欧元区经济韧性超预期,使市场预期好转。3) 欧央行紧缩力度不及预期,或购债力度超预期,继而欧债市场波动减弱。4) 欧盟等其他机构或帮助化解欧债市场波动。5) 金融市场走势预测难度大。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033