

# 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国蔓延至整个欧元区。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。

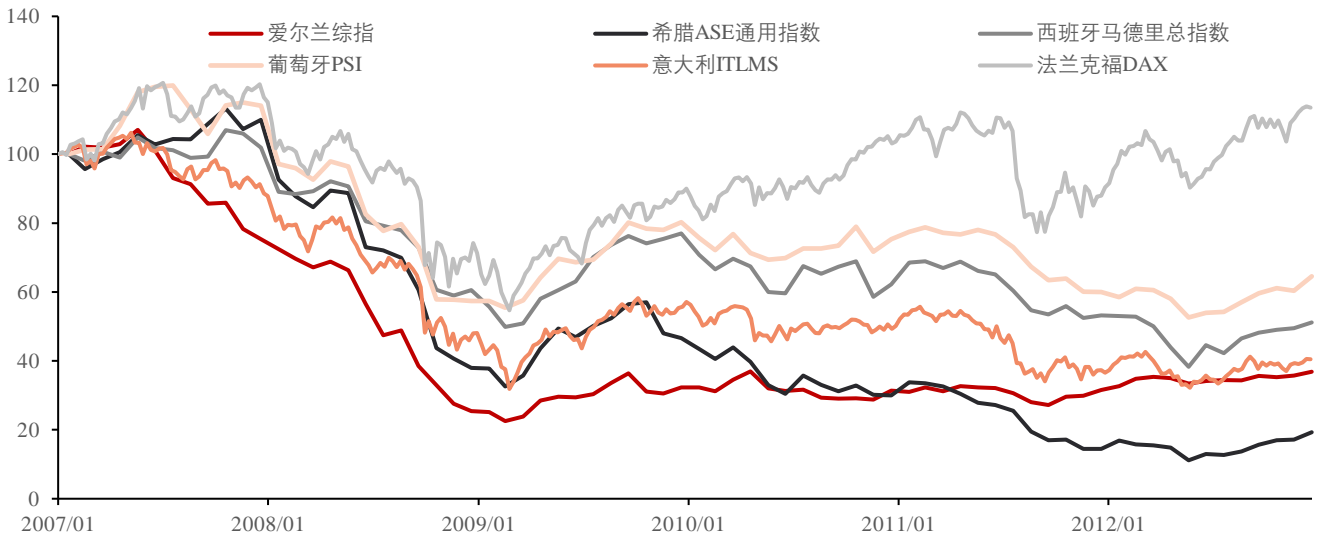
### ■ 不同市场，同一资产的传导路径

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。

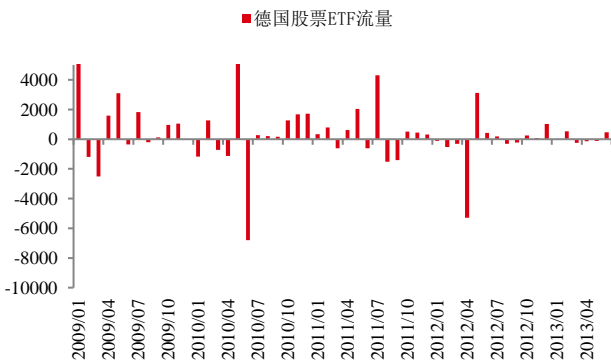
图 2: 2007 年以来欧猪五国+德国股指走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

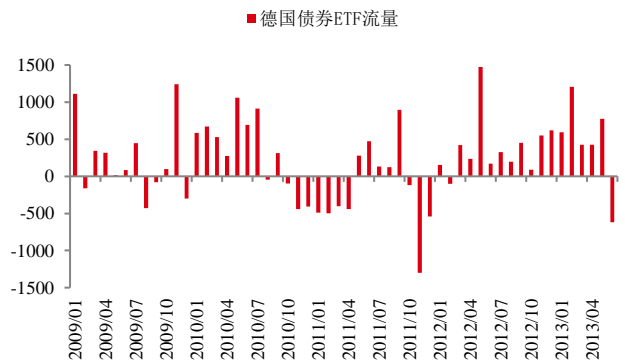
不难发现，欧元区主权债务风险上升时期，德国股指因避险资金的不断流入而维持强势，图 3-6 反映出，在欧债危机的第一阶段中，德国和希腊股债 ETF 资金流量呈现此消彼长的特征。

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

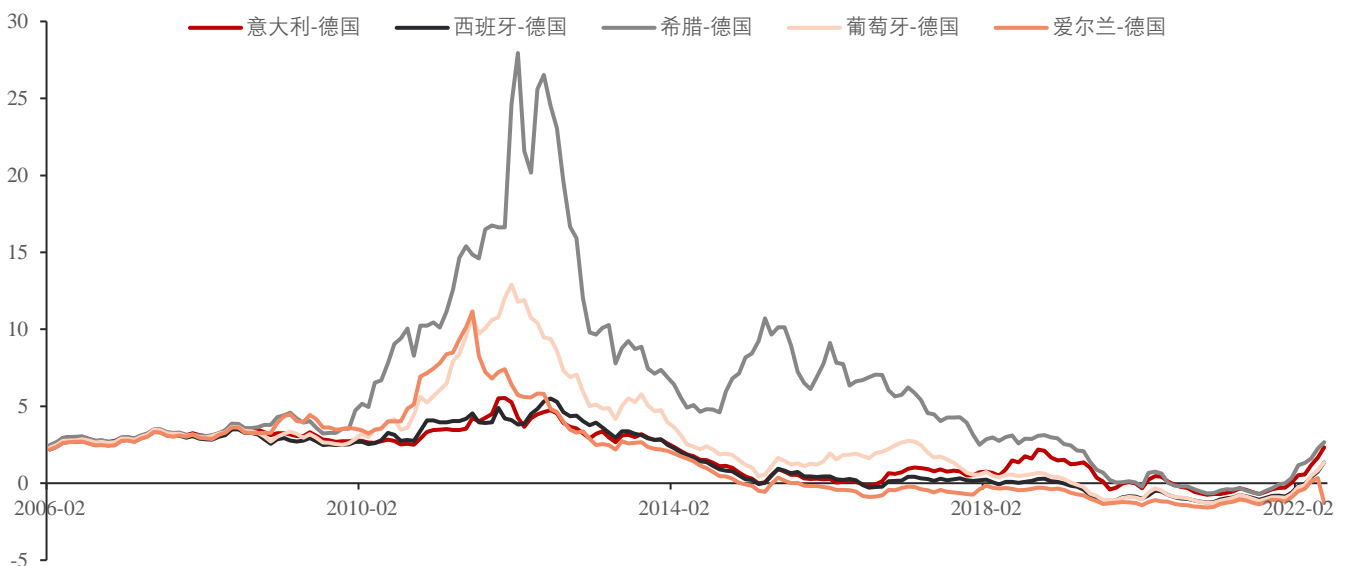


数据来源: Bloomberg 路透 华泰期货研究院

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



数据来源: Wind 华泰期货研究院



根据以上分析，我们发现，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。

### ■ 同一市场，不同资产的传导路径

首先，关注欧债危机爆发期间大宗商品的表現，相对于股债汇而言，大宗商品受到欧债危机的冲击更弱，各板块走势大致相似，拐点有一定差异。表现最为突出的资产是黄金，相对于其他资产而言具有明显的超额收益，主要是受通胀上行和避险情绪升温的共同支撑；金属、工业原料和纺织品的走势相对更弱，或因它们受需求端的影响更大。

具体而言，第一阶段（风险显现期），各板块均冲高回落，但仍处于牛市，同步性较高；第二阶段（风险扩散期），各板块重拾上行趋势，中途曾受欧债危机扰动而出现调整，但之后重回牛市，黄金表现相对抗跌；第三阶段（风险深化期），大宗商品整体步入熊市，黄金依然最具韧性，顶点滞后于其余板块。

图 8: 欧债危机期间内商品走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

然后，以德国国债为基准，探寻危机期间大类资产（股债商）轮动的规律。以希腊和西班牙为例，在欧债危机第一二阶段，主要以风险国的国债走熊为主，风险国利率率

先见底，股市滞后 1-2 个月左右见顶，德国的大类资产以及全球大宗商品（原油和黄金为首）仅遭遇短期冲击；欧债危机第三阶段，主要以欧元区各国国债相继牛转熊为主，德债利率率先见顶，大宗商品紧随其后，风险国的股指滞后较长时间见底。

图 9: 危机期间希腊大类资产表现



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 危机期间西班牙大类资产表现



数据来源: Wind 华泰期货研究院

根据以上分析，我们发现，多黄金空工业金属是可以贯穿整个欧债危机的的主要策略；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。总之，国债相对于股指和商品对于风险和机会的嗅觉更加灵敏。

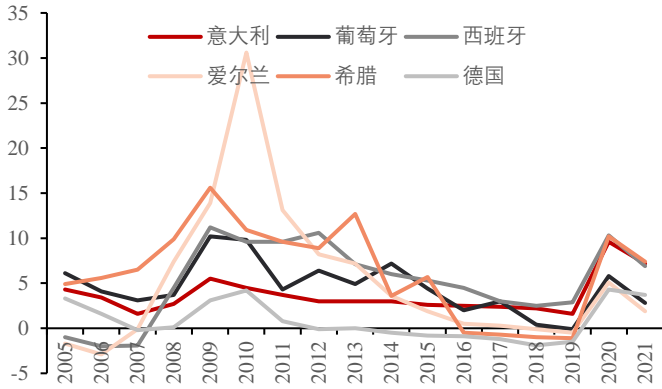
## 特征

### ■ 政府部门：财政赤字高企

欧元区部分成员国的政府部门长期采用超支的财政预算体系，以维持刚性的普惠性社会福利制度，当遭遇严重的经济危机时，财政支出难以削减的情况下，政府赤字率将大幅攀升，政府只能依靠不断印钞和发债以刺激经济复苏，若经济复苏力度较弱，则最终结果是提升政府部门杠杆率，国际公信力亦将大打折扣。欧盟《稳定与增长公约》规定，欧盟成员国的政府财政赤字不应超过本国 GDP 的 3%，债务量与 GDP 的占比控制在 60% 以内。然而，2008 年金融危机爆发后，欧元区部分国家通过扩大财政赤字以稳定经济、改善就业，导致至 2009 年底，欧猪五国的政府财政赤字率均显著超过欧盟公约规定的警戒线，希腊和意大利的政府杠杆率甚至超过 100%。

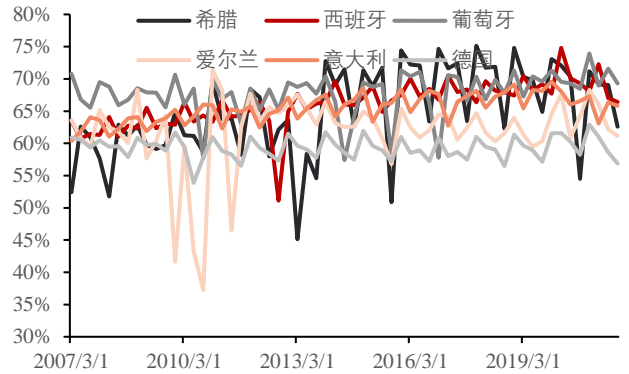
通过研究发现，2009 年-2010 年期间，赤字率越高（图 11）、政府杠杆率较前一低点上升幅度越大（图 14）的成员国发生债务危机的时点更早，图 16 反映出短期债务水平非常高的成员国易发生债务危机，而图 13 反映出政府杠杆率的绝对水平高低与债务危机发生的时点无直接关联。

图 11: 欧猪五国与德国赤字率比较 | 单位: %



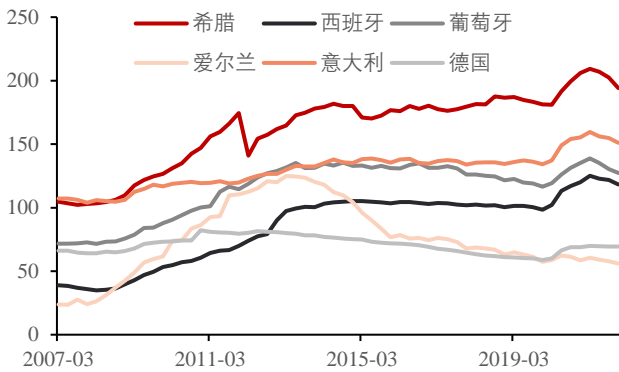
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 欧猪五国与德国社会福利占比比较 | 单位: %



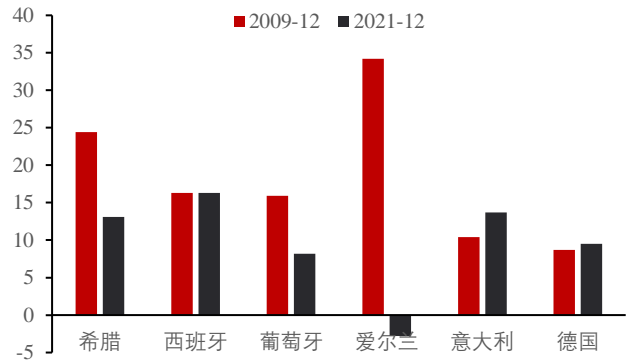
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 欧猪五国与德国政府杠杆率 | 单位: %



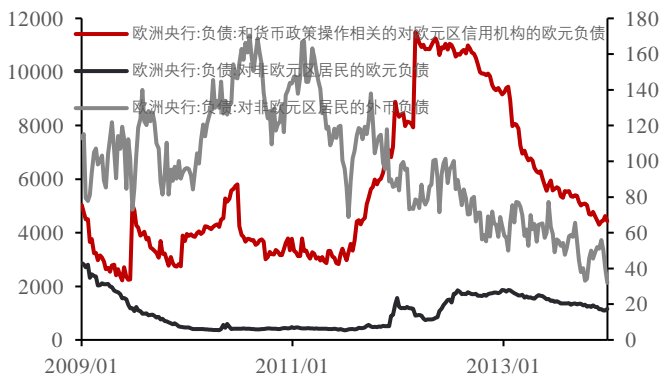
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 欧猪五国与德国政府杠杆率升幅 | 单位: 亿欧元



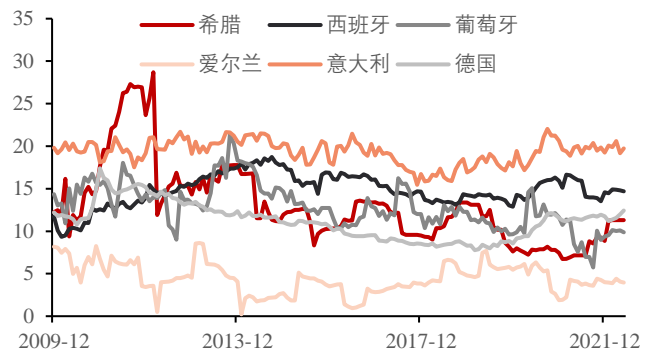
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 欧央行负债结构 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 到期短债(1年内)/GDP | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

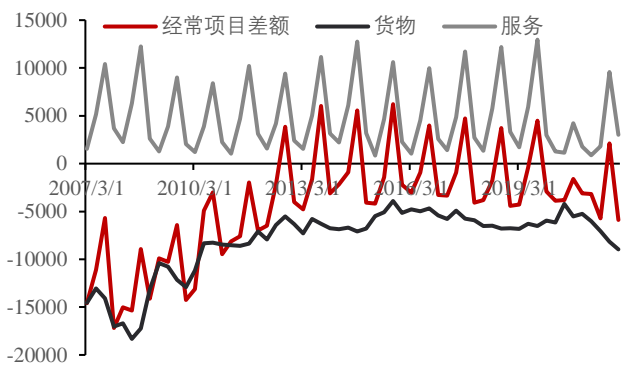
■ 国际收支: 贸易逆差突出

从国际收支来看, 贸易赤字也为欧债危机的爆发埋下隐患。以希腊为例, 旅游业和航运业作为两大支柱产业, 曾为希其创造了大量的外汇收入及就业机会。然而, 由于制

制造业薄弱，希腊只能通过大量进口油类及船类产品为服务业提供支撑，希腊的经常账户常年表现为服务贸易顺差和货物贸易逆差。次贷危机后，货物贸易赤字水平显著高于服务业的出口红利，导致希腊常年处于经常项目逆差的状态。2008年金融危机更是对旅游业和航运业造成巨大冲击，行业收入大幅缩水，致贸易逆差进一步扩大。贸易赤字加剧了国民经济失衡的状况，希腊越来越多地依赖于资本金融账户顺差，但在被下调主权评级后，国际资本选择逃离希腊金融市场，转移至欧元区“避风港”——德国，支撑德国经常项目和资本账户皆为盈余的状态。

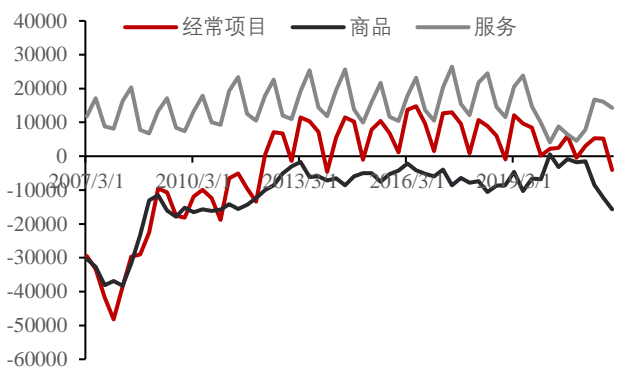
次贷危机后国际收支双逆差的希腊是欧猪五国的代表，另外四国同样面临类似的问题，尤其是西班牙和葡萄牙两国，双逆差率并不亚于希腊，我们亦在2010年看到两国陷入债务危机中。

图 17: 希腊经常账户结构 | 单位: 百万美元



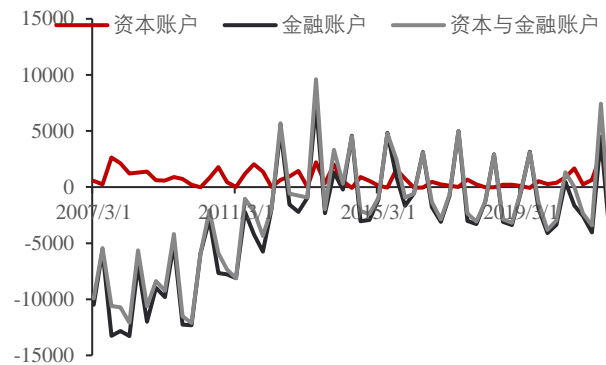
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 西班牙经常账户结构 | 单位: 百万美元



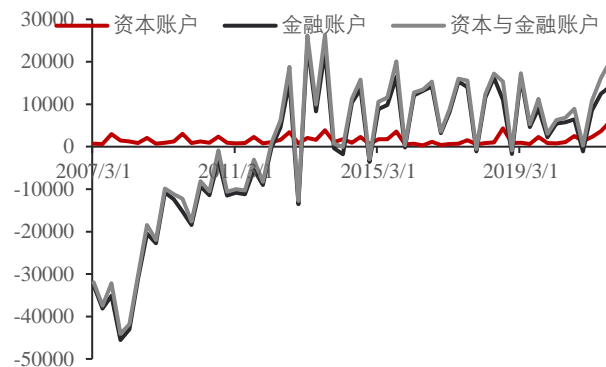
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 希腊资本账户结构 | 单位: 百万美元



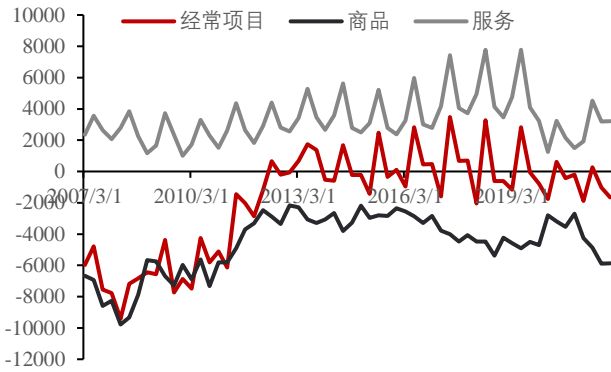
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 西班牙资本账户结构 | 单位: 百万美元



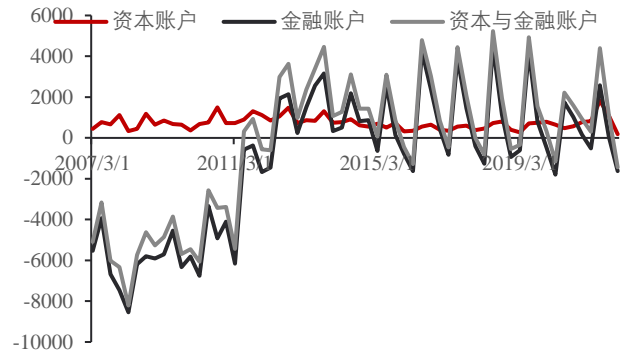
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 21: 葡萄牙经常账户结构 | 单位: 百万美元**



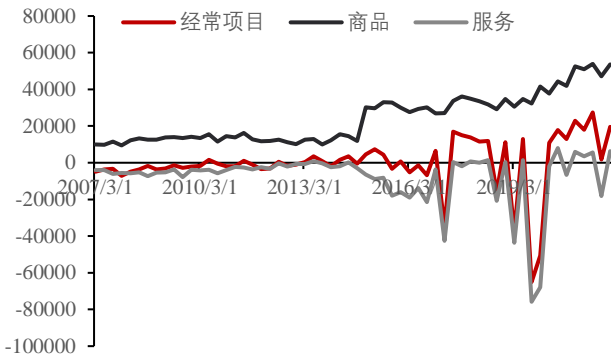
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 22: 葡萄牙资本账户结构 | 单位: 百万美元**



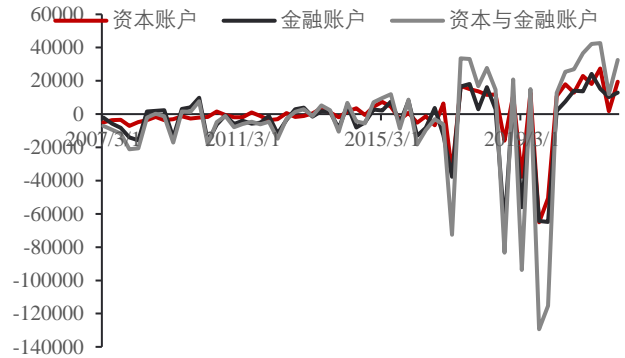
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 23: 爱尔兰经常账户结构 | 单位: 百万美元**



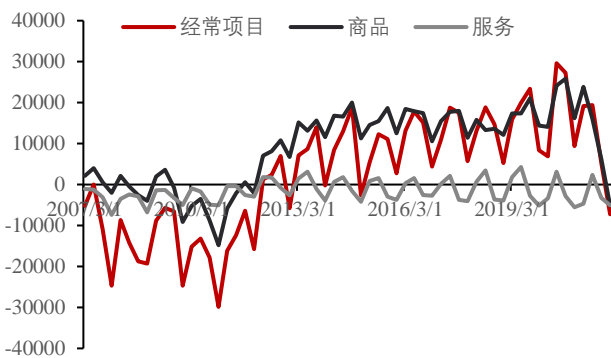
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 24: 爱尔兰资本账户结构 | 单位: 百万美元**



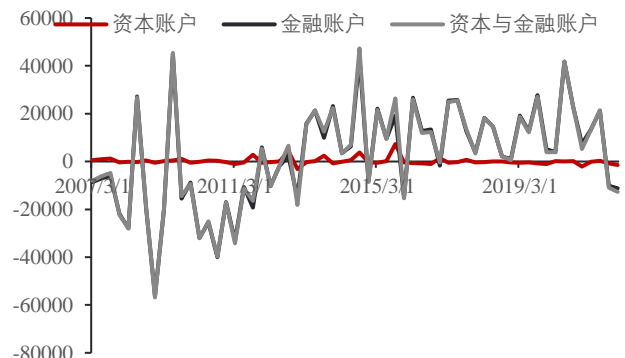
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 25: 意大利经常账户结构 | 单位: 百万美元**



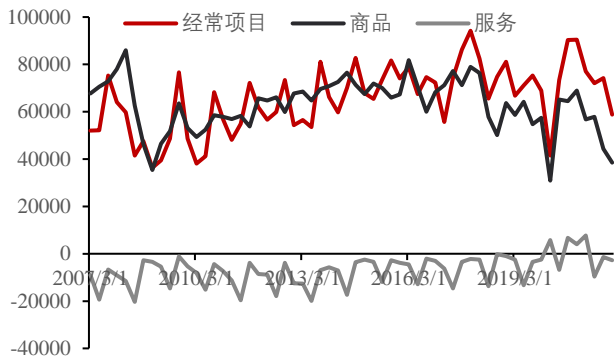
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**图 26: 意大利资本账户结构 | 单位: 百万美元**



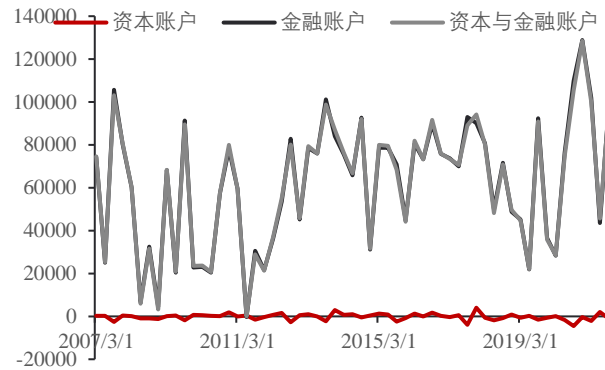
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 27: 德国经常账户结构 | 单位: 百万美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 28: 德国资本账户结构 | 单位: 百万美元



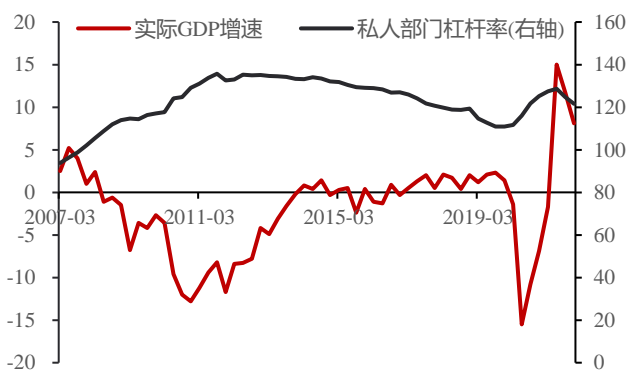
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

### ■ 银行和私人部门: 经济与债务的交错

若从经济周期角度理解欧债危机, 实质是欧洲债务扩张周期与经济低迷周期的交错, 导致欧债危机爆发。债务风险是在经济上升周期中, 乐观情绪的推动下, 过度投资导致债务积累, 而最终在经济下行周期中, 大部分人偏好短久期资产, 难有充足的现金流支撑债务的延续, 从而陷入债务危机中。对于欧元区成员国而言, 债务积累的本源来自于高福利制度下的资金依赖迫使政府部门不断加杠杆, 而非私人部门投资带动的债务扩张。

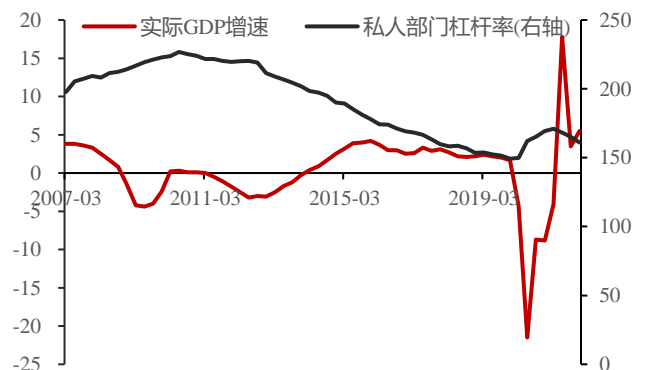
然而, 我们确实看到 2009-2010 年期间欧猪五国经济弱复苏之际, 私人杠杆率继续攀升的情况, 这是前文提到的关于欧债危机部门间传导的一种指标映射, 即政府→银行→私人的传导路径, 期间内亦看到欧猪五国银行不良贷款率的明显攀升, 银行体系流动性收紧体现为 LIBOR-OIS 利差的大幅上行。不过, 我们倾向于定义私人部门杠杆率、不良贷款率和 OIS 利差作为后验指标, 毕竟是传导至银行和私人部门后才能见其有所表现, 故无法作为早期甄别债务风险的前瞻性指标。

图 29: 希腊 GDP 增速与私人部门杠杆率 | 单位: %



数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

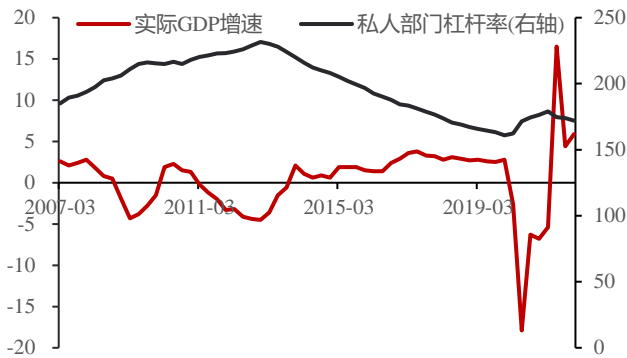
图 30: 西班牙 GDP 增速与私人部门杠杆率 | 单位: %



数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院



图 31: 葡萄牙 GDP 增速与私人部门杠杆率 | 单位: %



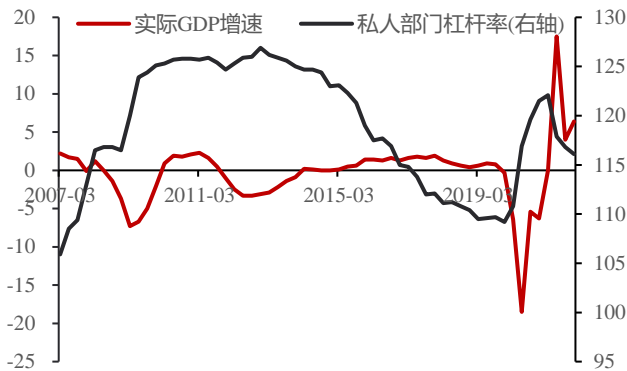
数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

图 32: 爱尔兰 GDP 增速与私人部门杠杆率 | 单位: %



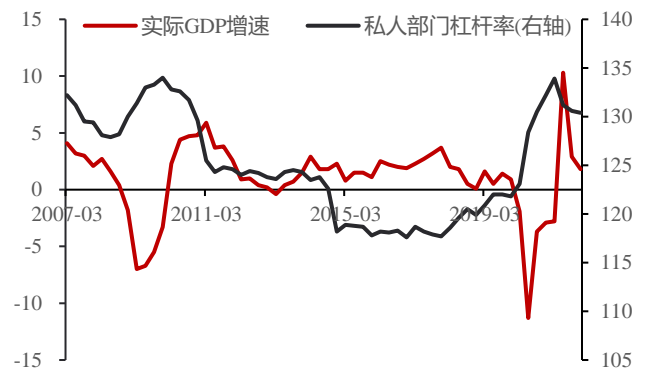
数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

图 33: 意大利 GDP 增速与私人部门杠杆率 | 单位: %



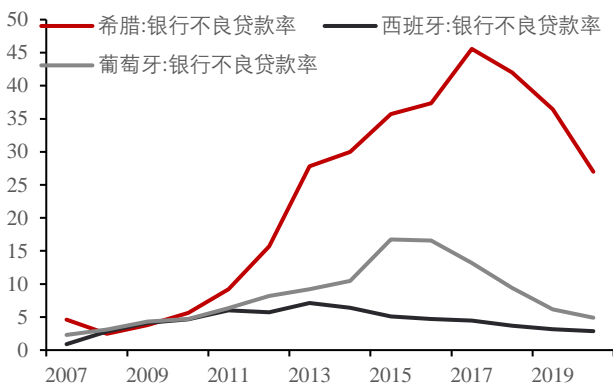
数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

图 34: 德国 GDP 增速与私人部门杠杆率 | 单位: %



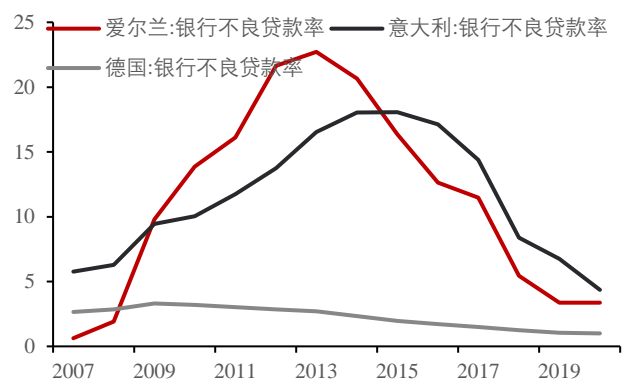
数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

图 35: 不良贷款率 | 单位: %



数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

图 36: 不良贷款率 | 单位: %



数据来源: BIS Wind 华泰期货研究院

综合以上分析, 我们确定了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，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。未偿还短债占比可以作为辅助指标，该指标较高的成员国债务危机爆发的概率越高。

## 欧元区债务风险评估

### 宏观形势

#### ■ 经济

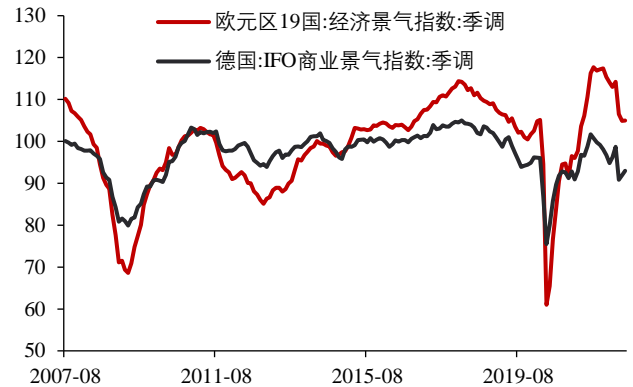
欧元区经济动能自去年二季度以来便持续衰减，今年欧元区的经济增长更是额外增添了两层压力：一是中国和美国经济下行对于非常依赖出口的欧元区经济体形成明显拖累；二是俄乌冲突升级拉动能源价格大幅上涨，冲击欧元区居民实际收入，实际工资连续两个季度负增长。目前，欧元区经济前景依然暗淡，各项景气度指标未摆脱下行趋势。

图 37: 欧元区 PMI 与经济指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

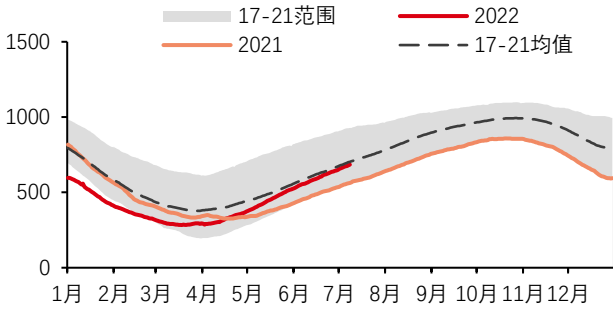
图 38: 欧元区和德国景气指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

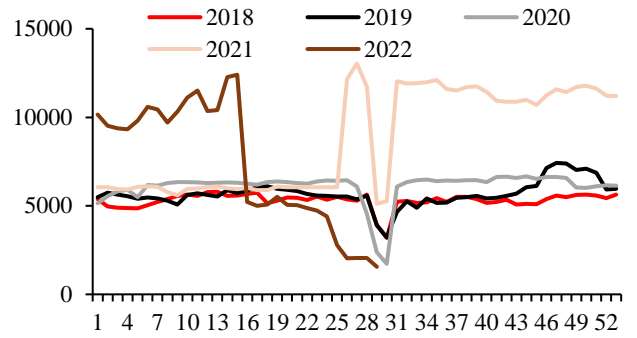
目前欧盟能源短缺现象依然存在，6月23日，俄罗斯天然气工业公司（俄气）称将对“北溪-1”输气管道进行年度维修，天然气供应将停止10天（7月11日至21日）。截至7月10日俄罗斯向欧洲输送的天然气量仅为高峰期的12.5%。尽管德国表示加拿大所扣押的北溪一号涡轮机已经开始送回，但目前输气量尚未见改善。德国购买俄罗斯天然气最多的公用事业公司Uniper于7月8日正式向德国政府申请救助，该公司因高价从市场采购天然气且无法将增加的成本转嫁给客户陷入困境，供需失衡可能令其开始提取天然气储备，这将进一步减少冬季的采暖供气量。德国6月23日启动三阶段天然气应急计划的第二阶段，要求天然气应优先用于储备而不是发电，随后欧盟各地电价再度开始抬升。

图 39:欧洲天然气库存 | 单位: TWh



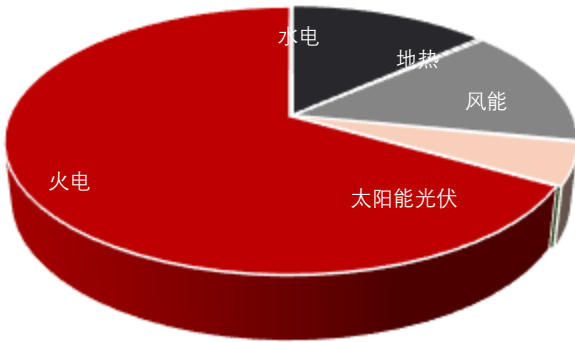
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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



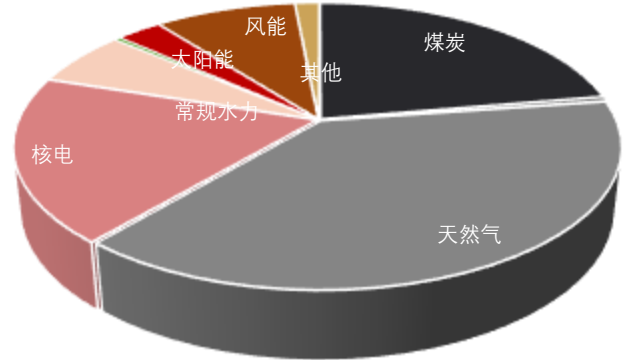
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 41:2020 年欧盟发电占比 | 单位: %



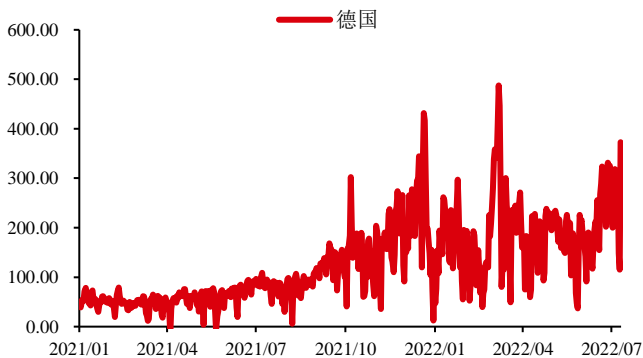
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42:2021 年美国发电占比 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 43:德国电价 | 单位: 欧元/兆瓦时



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 44:法国电价 | 单位: 欧元/兆瓦时



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

本轮周期中, 欧元区通胀拐点明显滞后于美国, 俄乌冲突发酵以来, 欧洲各国升级对俄制裁措施, 能源供给瓶颈持续加深。美英天然气价格出现明显背离的走势, 预示未

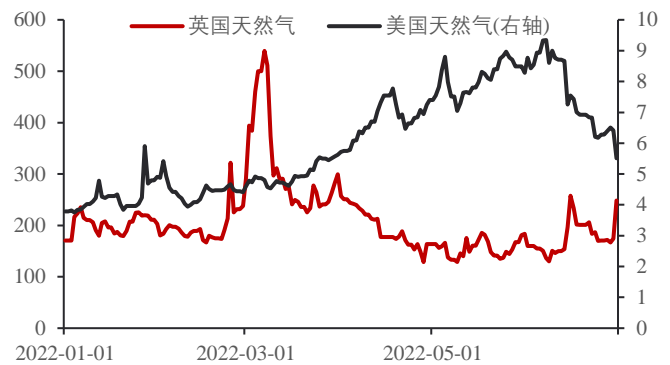
来欧元区的通胀顶点亦滞后于美国，同时也将因此面临更大的上行压力。

图 45: 欧元区通胀滞后美国 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46: 英国和美国天然气价格

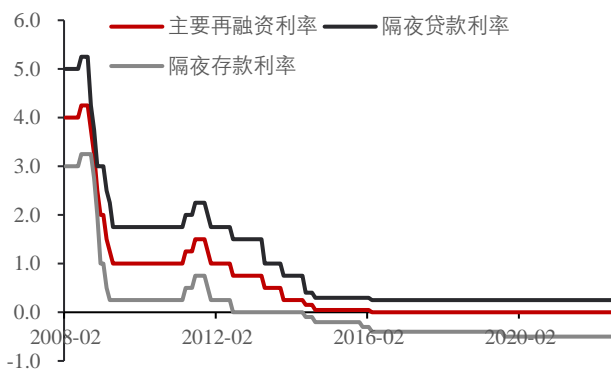


数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 政策

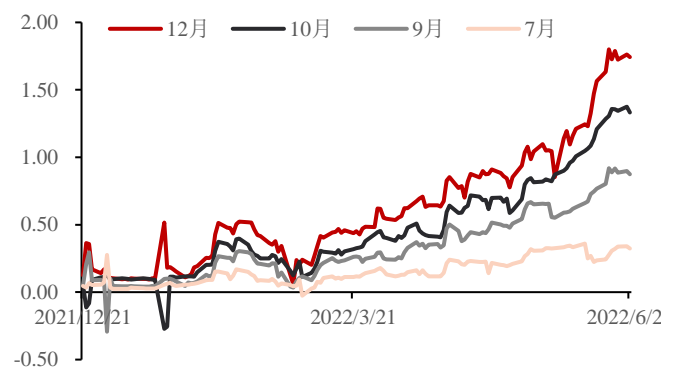
鉴于通胀居高不下，欧央行货币政策基调于年中转鹰，于 7 月结束 QE 并加息 25bp。考虑到欧元区的通胀压力只增不减，9 月、10 月和 12 月均不排除加息 50bp 的可能，市场预计再融资利率有望在 2022 年底达 1.75%。因此，7 月后的任何一次议息会议都会有博弈加息 50bp 的可能，加息预期升温的方向较确定。

图 47: 欧央行政策目标利率 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48: 彭博隐含再融资利率上升 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

就购债而言，二季度初欧央行就开启加速退出 QE 的进程，货币政策纪要公布退出路径：4 月购债 400 亿欧元，5 月削减至 300 亿欧元，6 月进一步削减至 200 亿欧元，并于三季度结束购债。

6 月议息会议重申 7 月 1 日终止资产购买计划 (APP)，即三季度最初之时即开启，也表明通胀的持续攀升加速了退出 QE 的紧迫性。但近期外围成员国利差的快速攀升又迫使欧央行表示将以灵活的方式考虑对 PEPP 到期赎回后的再投资策略，强调再投资暂无

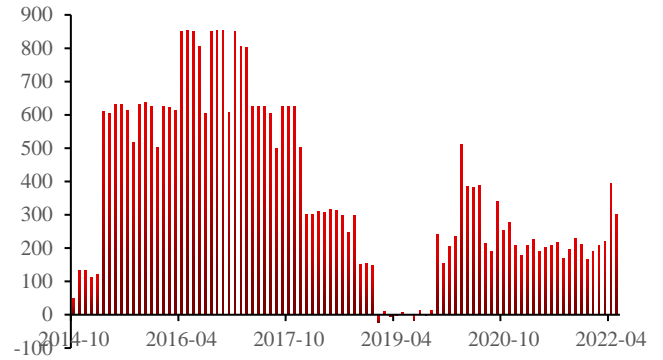
目标和门槛。同时，欧央行计划推出新的购债计划，这反映出防范主权债务风险的再次爆发是欧央行的政策底线。不难看出，欧央行正试图在控制通胀和防范债务风险这两方面寻找平衡，当前欧央行的鹰派程度并不算太高。

图 49: 欧央行资产增速下滑



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: APP 资产购买情况 | 单位: 亿欧元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

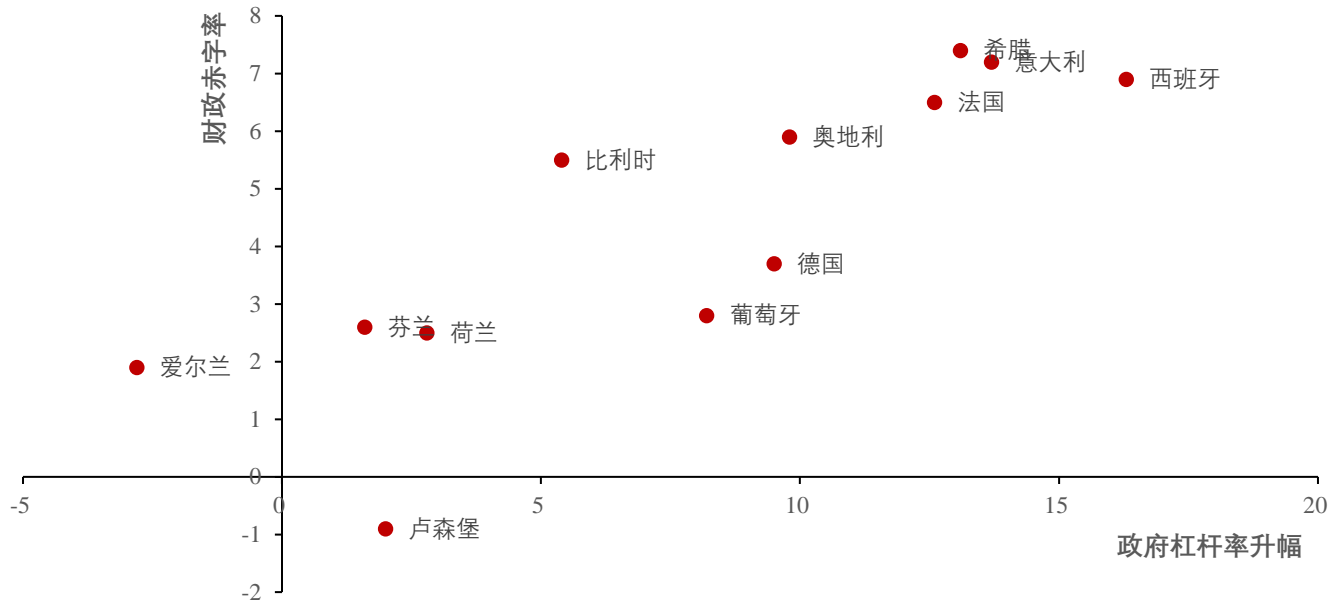
综上所述，我们认为下半年欧元区在供应链瓶颈加深和货币条件恶化的双重打击下，步入滞胀的风险在上升，在不少边缘国政府杠杆率高企的情形下，主权债务风险亦显著上升，欧债危机再度爆发的概率不低，只是尚缺乏冲击主权信用评级的事件作为引爆器，后期密切关注此点。

### 指标特征

即使欧债危机未爆发，我们后市也需警惕经济衰退加剧债务风险对市场的冲击，故有必要对债务风险较高的成员国给予密切关注，筛选依据为前文确定的重点指标。

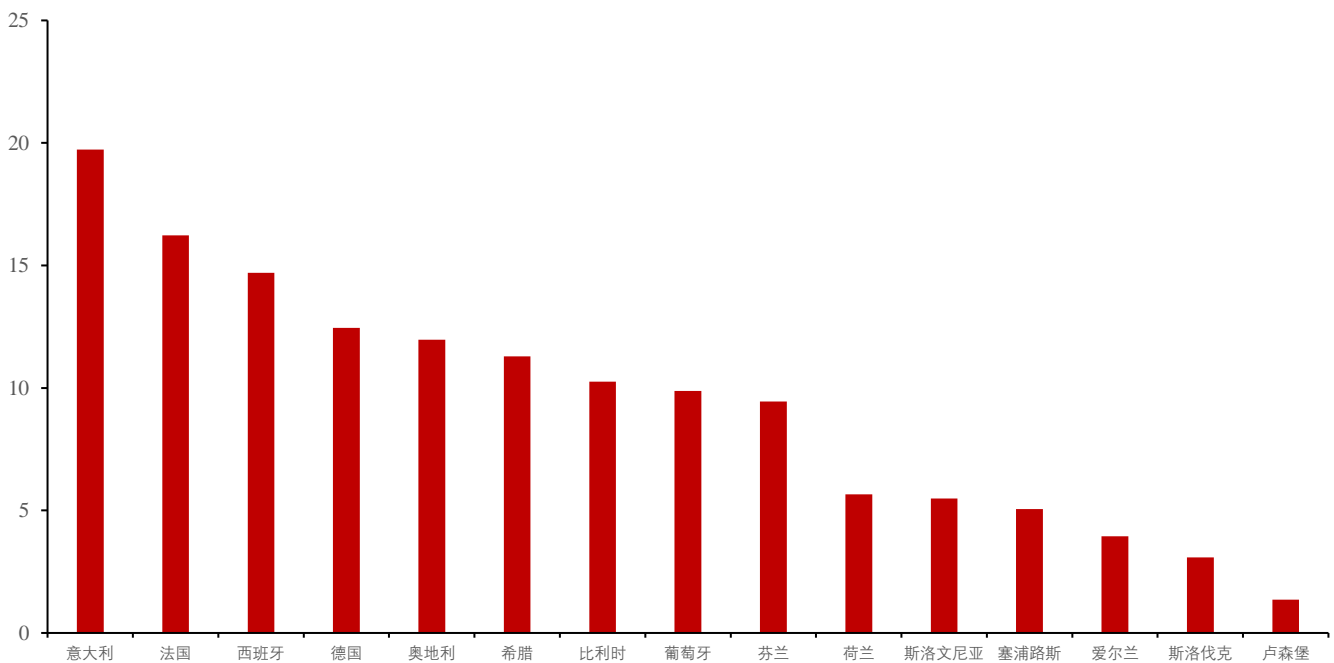
前文提到，财政赤字率和政府杠杆率是最核心的判断指标，两者结合起来作散点图（图 51），明显看到，西班牙、意大利、希腊和法国是目前债务风险较高的成员国，且他们的未偿短债占比亦处于较高水平，综合而言，他们是近一年内更容易发生债务危机的国家。

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: %



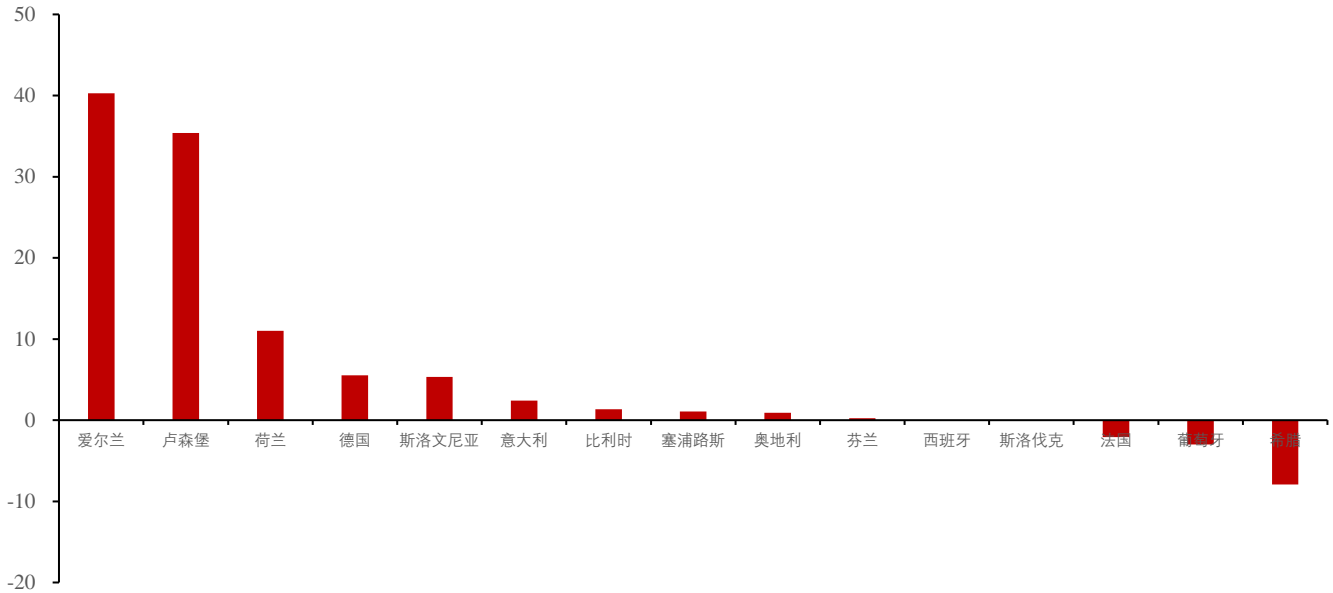
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 当前欧洲主要国的 1 年内期到期的短债/GDP | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 当前欧洲主要国的经常项目差额/GDP | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综上所述,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。



## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)