

# 欧债危机，魅影重现？

报告日期： 2022-07-22

## 主要观点：

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

在7月份的议息会议上，欧央行宣布加息50bp，超出市场预期，并推出新的“反割裂工具”TPI，正式告别实施多年的负利率政策，并称将保持数据依赖性。考虑到欧元区严重的通胀形势，以及欧央行此次放弃前瞻指引，市场担忧欧央行可能效仿美联储快速强硬加息，引发意大利等重债国债务负担加重，进而导致欧债危机2.0。在6月议息会议后，资本市场已有强烈表现，欧元更曾一度跌至与美元平价。欧债危机会否在欧央行持续加息下魅影重现？本篇报告系统性回顾了上一轮欧债危机的成因、爆发与危机后的稳定和改革，对当前欧洲所面临的经济与债务形势进行了详细研究，认为短期内欧债危机不会发生，但是长期来看欧洲发展失衡问题仍有待解决。

## 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？》2022-02-24
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_美国会再迎来“沃尔克时刻”么？——美联储本轮加息路径及影响推演》2022-04-12
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_除了加息，我们还需要担忧美联储缩表吗？》2022-06-03
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-06-14
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_“亡羊补牢”，其时晚否？——美国6月FOMC会议点评》2022-06-16

## ● 上一轮欧债危机成因、爆发与稳定回顾

### 1. 欧元区各国发展失衡是债务危机的根本原因

欧盟的建立虽然经历了半个多世纪的努力，但是其一体化尚不完全。一是虽然有统一的货币政策，但各成员国财政政策分割较为严重；二是财政的约束机制名存实亡，无法对成员国进行有力的约束；三是欧央行只有有限的最后贷款人能力；四是除金融要素的其他资源并没有随着自由市场的建立而充分流动。最终，欧元区各成员国的发展严重失衡：

- ▶ **债务方面**，由于加入了欧盟，部分财政情况和经济竞争力均弱于德国等核心国家的欧盟边缘国家能以和德国几乎相等的成本进行融资。较高的投资回报预期、较低的利率以及区域内资本自由流动会导致较为落后的国家投资激励扭曲和内需过度扩张，导致债务扩张，为之后债务风险的爆发埋下隐患；
- ▶ **产业发展方面**，欧元区的建立加深了各国间的经贸联系，促进了产业分工。但是也导致边缘国家竞争力不高的产业外移，加剧了边缘国家的经常账户失衡；
- ▶ **政策制定方面**，2002-2007年间欧盟当局基本上只关注产出缺口，忽视了各部门债务累积、信贷扩张和过度繁荣所带来的风险，没有采取足够的紧缩政策来为未来风险的爆发积累缓冲；
- ▶ **金融系统方面**，欧洲是典型的银行主导的金融体系，危机发生前欧洲银行的监管遵循的是“最低标准与相互承认下的母国控制”原则，整体监管状态呈现出较为离散的特征，这增加了整个欧盟体系内的金融市场的脆弱性。

### 2. 次贷危机成为欧债危机的导火索

2007年美国次贷危机爆发，欧洲的主要银行如瑞士银行、巴黎银行、德意志银行均受到较大冲击。为应对全球金融危机的冲击并阻止风险在银行系统内的传染，欧央行连续降低了利率，提供了额外的欧元流动性。欧盟各国普遍提高了赤字率，以维持国内经济增长，但快速上升的赤字暴露出了财政政策不可持续的问题，2009年希腊政府对赤字预算的调整，引发市场对主权债务违约的担忧，并开始传染到情况较好的国家：

- ▶ **债务关系方面**，德法两国是欧盟主权债务最大的购买方，希腊危机的爆发和主权债务的违约不仅让债权国产生了巨额损失与风险敞口，还增加了债权国自身的违约风险；
- ▶ **银行间市场方面**，主权债务风险的爆发引起主权债务价格下跌，使银行系统资产大幅缩水。银行股价下挫、资产负债表恶化、市场信心下降又进一步减弱了银行间流动性，诱发银行业危机；
- ▶ **资产价格方面**，主权债务危机的爆发和财政紧缩的预期对危机国资产价格产生了巨大的冲击，快速下跌的资产价格有溢出效应，进一步导致个人、企业和金融机构资产负债表的恶化。

### 3. 欧债危机的稳定与后续改革

**1) 危机后的直接救助与稳定。**由于受到政治因素的干扰，初期欧盟对危机纾困的反应并不及时。2010年成立了两个机构：欧洲金融稳定基金（由欧元区国家共同出资，初始总额为4400亿欧元）、欧洲金融稳定机制（600亿欧元），但这些措施一开始都是临时性的。2010年12月在这两个机制的基础之上，建立一个永久性的救助机制：欧洲稳定机制（ESM），为其缴纳的总资本为7000亿欧元。该机制虽然对市场的信心有一定提振，但是由于缺乏明显的最后贷款人，市场动荡没有结束。直到欧央行于2012年9月公布了新的非常规措施：直接货币交易（OMTs）计划，允许欧央行以严格的约束条件在二级市场上来无限制的购买欧元区内各成员国的主权债券，债务危机的传染才开始逐渐停止；

**2) 危机后的改革与发展。**在危机发生后，欧盟不仅采取了一系列应急措施来处置金融风险，也针对危机爆发的一些制度性的漏洞进行了修补。一是开始跨越政治上的分歧与禁区，对银行业的监管进行了较为彻底的改革。其主要思路是实现成员国之间监管规则的趋同，监管原则也从之前的“母国监管”转向了“审慎监管”，并设立具有实际监管权的监管机构；二是积极推动资本市场联盟的建立，希望通过资本市场的发展来对自身的金融结构进行调整，避免出现单一部门风险过度集中的情况；三是签订了“财政契约”，规定各国需保持财政平衡或盈余，加强了财政政策约束；四是推出了欧洲结构和投资基金，并结合“欧洲学期”，从而支持各地区的经济发展、促进产业结构的调整。

### ● 欧债危机会魅影重现吗？

#### 1. 欧央行加息引发市场担忧

由于疫情冲击导致的全球供应链中断以及俄乌冲突爆发带动全球大宗商品市场价格上升，欧元区通胀水平节节攀升，下半年的能源通胀压力更是有增无减，带动整体通胀更加恶化。在高企的通胀压力之下，欧央行开始紧缩其货币政策，且可能实施更大幅度的加息，引发市场对于欧债危机2.0的担忧。

#### 2. 欧洲国家当前债务风险几何？

**1) 欧元区成员国债务水平仍高，但近期有所收敛。**在债务危机爆发之后，欧盟引入了一系列的程式来落实相关的财政纪律，欧元区各国的财政赤字率与公共负债率逐步稳定，甚至开始下降，直至疫情爆发。疫情的发生虽然使得欧洲国家的公共负债率迎来一波较快的上冲，不过较2020年疫情爆发初期已经有较大程度的降低，整体呈现出一定收敛；

**2) 欧元成员国短期债务违约可能性不大。**从欧元区国家的债务规模和

期限上来看，疫情后债务的绝对规模继续保持增长，但是未偿还债务的平均利率呈现出较为稳定的下降趋势。此外当前债务的平均剩余期限也在不断拉长；从当前债务的结构来看，欧元区目前固定利息债券占比较高，短期内到期的债务比重较低，结合 ESM、OMTs、TPI 以及欧央行的其他工具，短期内再度爆发主权债务危机的可能性较小。

**3) 欧元区发展失衡挑战严峻，“滞胀”风险加剧。**事实上，欧元区成员国发展失衡问题仍待解决。经过改革后的欧元区仍不符合最优货币区的条件，在遇到外来冲击时，统一的货币政策并不能对各国的经济进行有效的调节，因此各国受到的影响往往是不对称的，边缘国家受到的影响更大。在没有统一的财政政策以及转移支付的情况下，区域内的失衡发展加剧；俄乌冲突的持续，大幅度抬升了欧元区的通胀，高企的通胀侵蚀了居民的收入和企业的利润，在此情况下，欧元区陷入“滞胀”的风险大为增加。

**4) 欧洲情况恶化对我国有何影响？**一是如果欧洲快速加息，引发金融市场动荡甚至恐慌，在全球金融市场的联动效应下，可能会对我国的相关资产带来波动；二是欧盟是我国重要的贸易伙伴，如果其出现经济衰退，那么会对我国的出口产生不利影响。

#### ● 风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

# 正文目录

1 上一轮欧债危机成因、爆发与稳定回顾 .....	6
1.1 欧元区各国发展失衡是债务危机的根本原因 .....	6
1.2 次贷危机成为欧债危机的导火索 .....	7
1.3 欧债危机的稳定与后续改革 .....	10
2 欧债危机会魅影重现吗? .....	15
2.1 欧央行加息引发市场担忧 .....	15
2.2 欧洲国家当前债务风险几何? .....	18
2.3 欧元区发展失衡挑战严峻,“滞胀”风险加剧 .....	21
2.4 欧洲情况恶化对我国有何影响? .....	23
风险提示: .....	24

## 图表目录

图表 1 意大利等国加入欧盟时财政状况并未满足条件 .....	6
图表 2 欧元区各国的国债收益率逐渐趋同 .....	6
图表 3 欧元引入后各国贸易账户逐渐失衡 .....	7
图表 4 欧洲金融结构以银行业为主导 .....	7
图表 5 欧债危机传导基本链条示意图 .....	8
图表 6 债务危机爆发后欧元区国家 GDP 增长乏力 .....	9
图表 7 欧元区财政状况快速恶化 .....	9
图表 8 欧元区流动性环境迅速恶化 .....	9
图表 9 欧元区部分成员国银行坏账率 .....	9
图表 10 债务危机期间欧元区内部金融环境较为割裂 .....	9
图表 11 EFSF 各国出资比例 .....	10
图表 12 危机后欧央行非常规货币政策梳理 .....	11
图表 13 欧央行三大主要利率变化情况 .....	12
图表 14 欧央行资产负债表变动情况 .....	13
图表 15 欧元区各成员国国债收益率及利差逐渐回落 .....	13
图表 16 欧元区股市在 OMTs 推出后表现较好 .....	14
图表 17 欧元兑美元汇率上涨 .....	14
图表 18 欧盟原油进口来源占比（2021 年） .....	16
图表 19 欧盟天然气进口来源占比（2021 年） .....	16
图表 20 近期欧元区通胀中能源项贡献最大 .....	16
图表 21 近期德意利差不断上升 .....	17
图表 22 近期欧洲股票市场与汇率下挫 .....	17
图表 23 欧债危机后欧元区总体债务规模得到了一定的控制 .....	18
图表 24 欧债危机后欧元区各国财政赤字有所改善 .....	19
图表 25 欧元区政府债务数量上升，但平均利率下降较多 .....	19
图表 26 欧元区政府债务平均剩余期限拉长 .....	19
图表 27 欧元区短期债务压力相对较小 .....	20
图表 28 10 年期欧元区公债与意大利等国国债利差 .....	20
图表 29 欧元区各国经济发展水平失衡 .....	21
图表 30 疫情后欧元区各国贸易账户分化情况有所扩大 .....	21
图表 31 欧元区各成员国通胀水平全面上涨 .....	22
图表 32 荷兰 TTF 天然气价格近期大幅上涨 .....	22
图表 33 欧元区消费者信心指数接近疫情初水平 .....	23
图表 34 欧元区企业生产受高通胀负面影响 .....	23
图表 35 欧盟是我国重要的出口国 .....	24

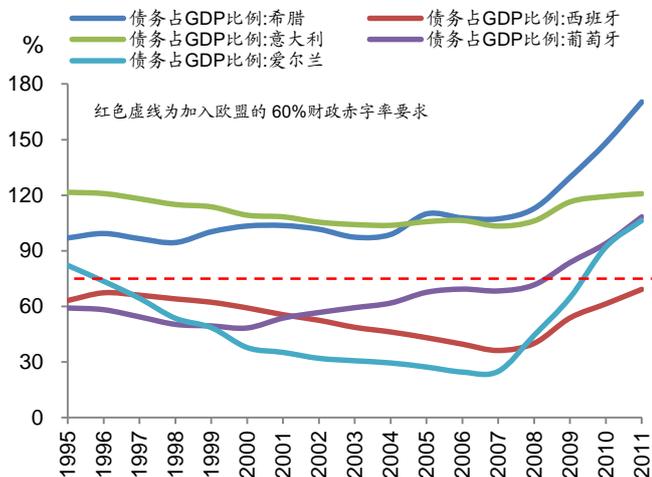
# 1 上一轮欧债危机成因、爆发与稳定回顾

## 1.1 欧元区各国发展失衡是债务危机的根本原因

在经历了二战的惨痛教训后，欧洲诸国逐渐认同并推动经济一体化，认为这对消除欧洲冲突至关重要。经过 1951-2002 年长达半个多世纪的一体化努力，欧元终于从设想成为现实。但欧洲的一体化尚不完全：一是欧央行虽能制定统一的货币政策，但是财政权力还在各个成员国手中，这导致货币政策和财政政策难以协调推进；二是欧盟虽然有财政约束机制，但是危机前财政纪律的执行较为宽松，无法对成员国进行有力的约束；三是欧央行在欧债危机发生前只有有限的最后贷款人能力，对市场信心的影响要弱于传统央行；四是虽然已经建成了共同货币区和共同市场，但受到语言和文化的影响，除了金融资源外的其它要素并不能充分流动。因此欧洲深化一体化的政治愿景与不完全一体化的现实，促使各成员国的就业、通胀、经济发展和资产价格的失衡问题益发严重，这是欧债危机的重要背景和根本原因。具体而言：

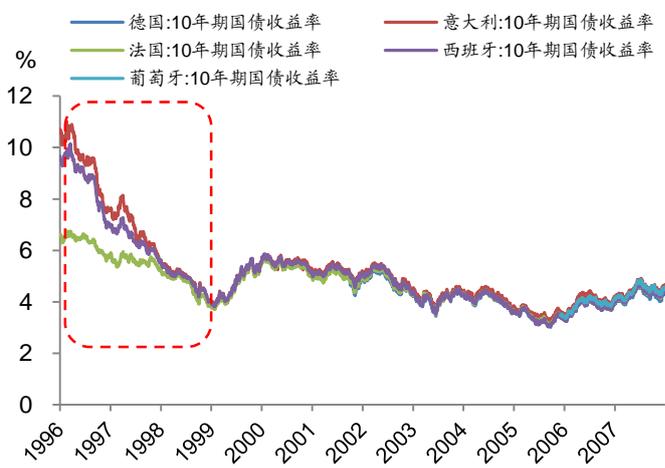
**债务方面**，意大利和希腊在 1997 年的债务规模分别为 116.8%和 99.5%，两国从未达到过《马斯特里赫特条约》规定的债务/GDP 占比低于 60%的规定，且此后一直保持相对高位。而爱尔兰、西班牙和葡萄牙的债务规模在 2002 年分别为 30.9%，51.2%和 60%，在加入欧元区的前五年经历了较大幅度的下降。2002-2007 年间，欧盟边缘国家与核心国家的长期主权债务利率都在 5%左右，主权债务利息差几乎为零，这意味着财政情况和经济竞争力均弱于德国等核心国家的欧盟边缘国家能以和德国几乎相等的成本进行融资。较高的投资回报预期、较低的利率以及区域内资本自由流动会导致较为落后的国家投资激励扭曲和内需过度扩张，导致债务扩张，为之后债务风险的爆发埋下隐患。

图表 1 意大利等国加入欧盟时财政状况并未满足条件



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 欧元区各国的国债收益率逐渐趋同



资料来源：Wind，华安证券研究所

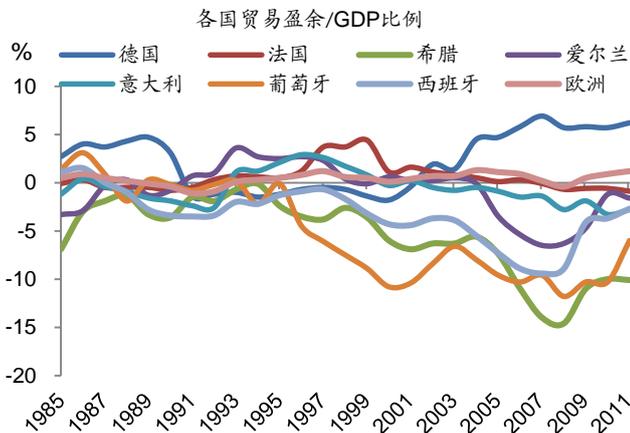
**产业发展方面**，欧元区的建立加深了各国间的经贸联系，促进了产业分工。这种改变促进了欧盟整体产业竞争力的提高，但是也导致边缘国家竞争力不高的产业外移，这加剧了边缘国家的经常账户失衡，导致其经济增长动能减弱，在面对外生冲击时抵御能力大为减弱。事实上在欧元区建立之前，欧洲国家间经常账户的失衡情况并不严重，但是欧元区建立之后，由于贸易依存度的加深和产业转移，核心国家如德国的顺差开始扩大，而意大利、希腊等边缘国家的逆差逐渐扩大。

**政策制定方面**，2002-2007 年的欧洲央行、IMF、OECD 和欧洲议会等组织基本上

只关注产出缺口，忽视了各部门债务累积、信贷扩张和过度繁荣所带来的风险，没有采取足够的紧缩政策来为未来风险的爆发积累缓冲。这段时间内欧盟较好的增长表现和金融环境掩盖了一系列宏观经济、金融和金融规模脆弱性的积累。

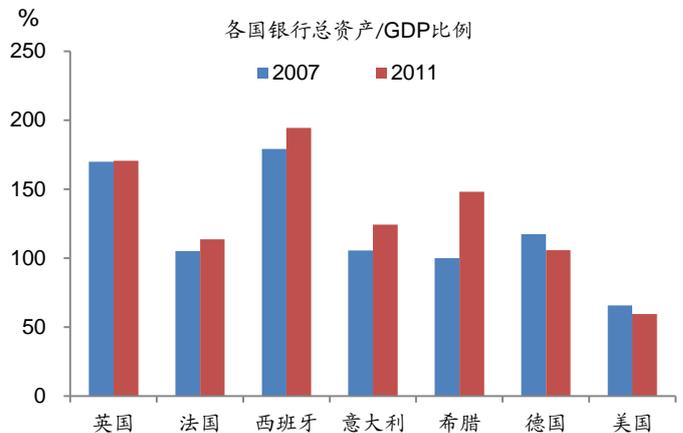
**金融系统方面**，欧洲尤其是德国等核心国家是典型的银行主导的金融体系。与英美由市场主导的金融体系相比，证券市场在金融系统中占比较低，金融风险主要集中在银行业。在债务危机发生之前，欧洲银行的监管遵循的是“最低标准与相互承认下的母国控制”原则，整体监管状态呈现出较为离散的特征。同时，在欧元引进的过程之中，各国金融市场的逐步一体化，使得欧元区内的银行可以利用各成员国监管体制的不同<sup>1</sup>，利用自身全功能银行的优势来进行跨区域套利，这增加了整个欧盟体系内的金融市场的脆弱性。虽然当时有部分的声呼吁建立统一的银行业监管标准，以防止风险的积累，但是欧盟层面始终认为，各国的银行监管体制与模式，是各国经济发展过程中长期形成的，更符合各成员国自身的经济发展情况。而且对于银行的监管已经涉及到成员国的主权问题，并不仅仅是单纯的经济议题，要进行相关监管的统一会涉及到政治上的禁区。

图表 3 欧元引入后各国贸易账户逐渐失衡



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 欧洲金融结构以银行业为主导



资料来源：IMF，华安证券研究所

## 1.2 次贷危机成为欧债危机的导火索

2007年美国次贷危机爆发，欧洲的主要银行如瑞士银行、巴黎银行、德意志银行均受到较大冲击。如前所述，欧洲地区金融结构以银行为主导，银行间市场危机会较为迅速地传导至实体经济。为应对全球金融危机的冲击并阻止风险在银行系统内的传染，欧央行连续降低了利率，欧盟各国也普遍使用财政手段救助银行业，以维持国内经济增长，但快速上升的赤字暴露出了财政政策不可持续的问题，特别是在意大利、希腊等公共负债率较高的国家，这些问题更为严重。

在2009年下半年，欧洲债务危机开始进入爆发阶段。当年10月，新当选的希腊政府宣布当年修正后的财政赤字预算为GDP的12.9%，为之前预计6%的两倍有余。更为严重的是，希腊前两年的财政账户修正后显示其财政赤字有大幅增加，并严重违反了欧

<sup>1</sup> 因为经济发展的路径与模式不同，欧盟各成员国的内部金融监管模式也各不相同，如法国、意大利等国采用的是混业监管模式，且对银行的审慎监管与商业行为监管分别由两个相互独立的机关负责。而希腊、西班牙、芬兰等国还是采取了较为传统的分业监管模式。

盟的财政纪律<sup>2</sup>。希腊对于欧盟财政纪律的违反快速提高了市场对主权债务违约风险的担忧，2009年12月8日希腊政府债券评级遭下调，并于2010年5月被债券市场禁入；2010年3月和7月葡萄牙与爱尔兰债券评级遭下调，同年11月爱尔兰被禁入，次年4月葡萄牙被禁入。2011年西班牙和意大利的主权信用评级也遭到下调，欧洲主权债务违约风险开始在各国之间通过各种渠道进行传染：

债务关系方面，德法两国是欧盟主权债务最大的购买方，希腊危机的爆发和主权债务的违约不仅让债权国产生了巨额损失与风险敞口，还增加了债权国自身的违约风险；银行间市场方面，主权债务风险的爆发引起主权债务价格下跌，使银行系统资产大幅缩水。银行股价下挫、资产负债表恶化、市场信心下降又进一步减弱了银行间流动性，诱发银行业危机。由于金融系统以银行为主导，风险开始在银行间剧烈传染，在欧债危机持续的2009-2015年，希腊和葡萄牙银行业不良贷款率一度超过20%；

资产价格方面，主权债务危机的爆发和财政紧缩的预期对危机国资产价格产生了巨大的冲击。危机前欧盟边缘国家都存在一定程度的房地产和金融业信贷过度扩张问题，快速下跌的资产价格有溢出效应，进一步导致个人、企业和金融机构资产负债表的恶化。最后，在快速的债务风险传导之下，欧盟的经济遭受重大打击，这反过来又使得政府财政状况更加恶化，部分国家如西班牙和爱尔兰的财政收入下降速度甚至远快于GDP。最终，这又进一步加重了大家对于主权债务危机的担忧。危机发生后，欧元区一度面临解体风险，欧元区基于价格的金融一体化指标快速走低。

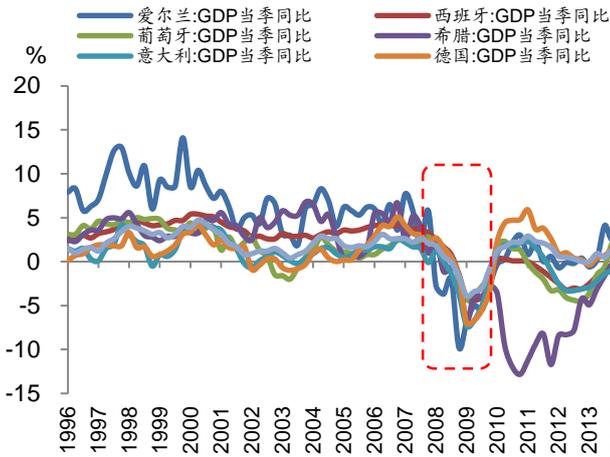
图表 5 欧债危机传导基本链条示意图



资料来源：华安证券研究所绘制

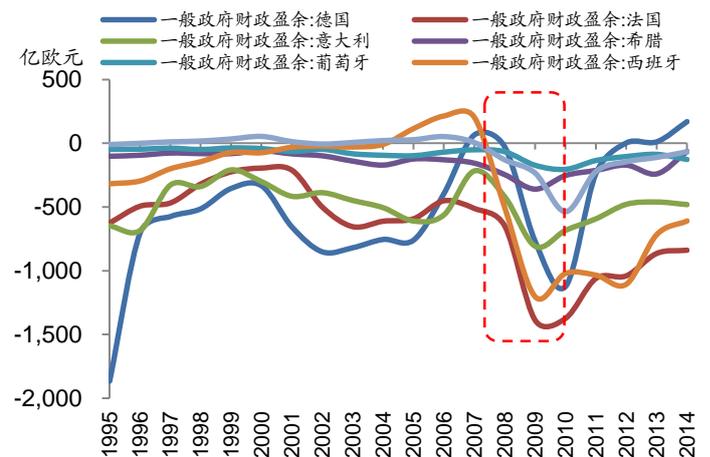
<sup>2</sup> 1997年的《稳定与增长公约》(Stability and Growth Pact)对加盟国的财政计划提出了要求。要求各国必须确保通货膨胀率低于1.5%，预算赤字低于GDP的3%，债务与GDP之比低于60%。为了符合这些标准，许多国家采取了严格的预算改革。但是欧盟对于发展庞大欧元区的渴望使他们在法案调查和约束方面的力度非常弱。

图表 6 债务危机爆发后欧元区国家 GDP 增长乏力



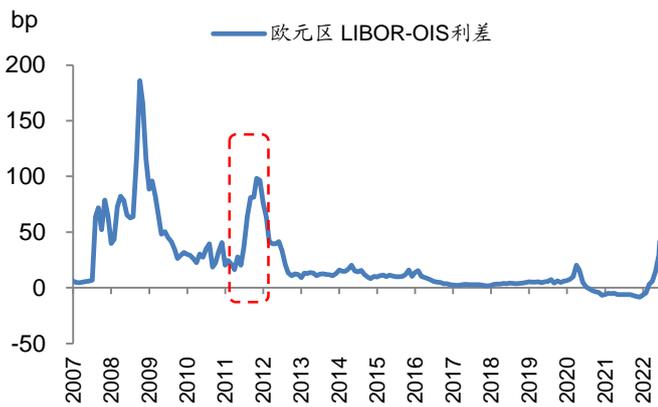
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 欧元区财政状况快速恶化



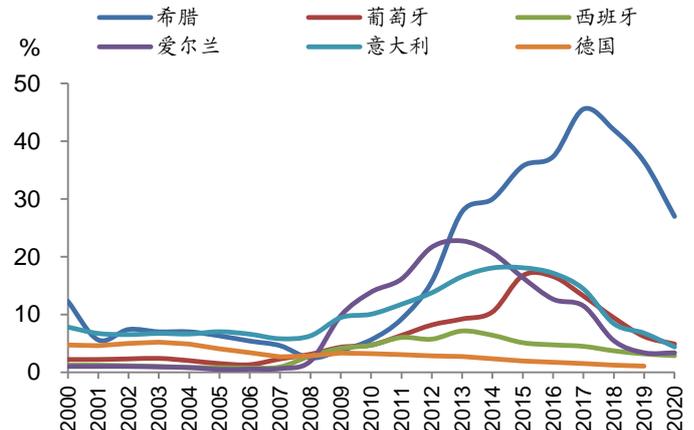
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 欧元区流动性环境迅速恶化



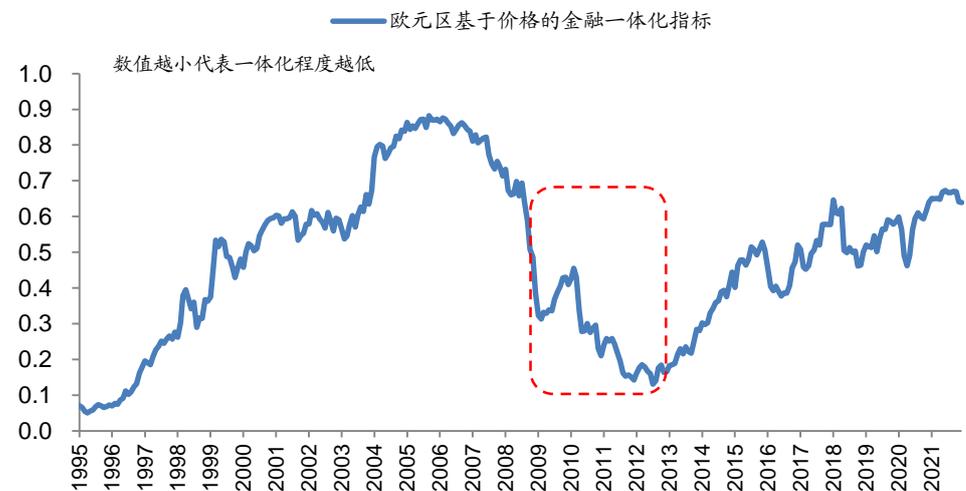
资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

图表 9 欧元区部分成员国银行坏账率



资料来源: IMF, 华安证券研究所

图表 10 债务危机期间欧元区内部金融环境较为割裂



资料来源: 欧洲央行, 华安证券研究所

## 1.3 欧债危机的稳定与后续改革

### (1) 危机后的直接救助与稳定

欧债危机发生的初期,由于受到政治因素的干扰,欧盟对危机纾困的反应并不及时。欧盟、欧央行和国际货币基金组织(IMF)直到2010年才开始为希腊、意大利等重债国提供援助。2010年欧盟经济财政特别理事会决定建立两个额外的临时金融援助机制以补充欧盟与希腊达成的临时贷款协议,一个是欧洲金融稳定基金(European Financial Stability Facility, EFSF),由欧元区国家共同出资,初始总额为4400亿欧元(具有2500亿元贷款能力,后期扩容为7800亿欧元);另一个是规模为600亿欧元的欧洲金融稳定机制(EFSM)。但是由于考虑到救助过程中可能存在道德风险问题,这些措施一开始都是临时性的。因此虽然这两个机制与IMF、欧央行共同构成救助的主要力量,但是其本身的合法性在各国受到一定的质疑。于是在2010年12月欧元区国家决定在这两个机制的基础之上,建立一个永久性的救助机制:欧洲稳定机制(European Stability Mechanism, ESM),以替代两个临时的救助机制。欧元区国家为ESM缴纳的总资本为7000亿欧元(其中入股资本为800亿欧元,另外6200亿欧元为可通知即付的资本),使其具有5000亿欧元的放贷能力,且使用上更为灵活,救助的前提条件也相对宽松,对于市场上的信心有一定提振。

图表 11 EFSF 各国出资比例

国家	股份数	占比
奥地利	79,125,435	2.78%
比利时	98,844,650	3.47%
塞浦路斯	5,578,757	0.20%
爱沙尼亚	7,294,357	0.26%
芬兰	51,097,174	1.79%
<b>法国</b>	579,522,400	<b>20.32%</b>
<b>德国</b>	771,706,294	<b>27.06%</b>
希腊	80,070,849	2.81%
爱尔兰	45,261,689	1.59%
<b>意大利</b>	509,243,918	<b>17.86%</b>
卢森堡	7,119,129	0.25%
马耳他	2,575,437	0.09%
荷兰	162,521,534	5.70%
葡萄牙	71,329,846	2.50%
斯洛伐克	28,256,464	0.99%
斯洛文尼亚	13,398,796	0.47%
<b>西班牙</b>	338,392,963	<b>11.87%</b>
总计	2,851,339,692	100%

资料来源:欧洲稳定基金,华安证券研究所

但是这些救助政策并没有完全消除债务国的风险,因为这些救助机制能够动用的资金仍然是有限的,更多的作用可能只是用以应急,无法真正的履行最后贷款人的职责。而具有最后贷款人能力的欧央行,在常规性的货币政策上甚至有短暂反复。从2009年5月直2011年第一季度,为应对国际金融危机的影响,欧央行一直保持着1%的较低利率

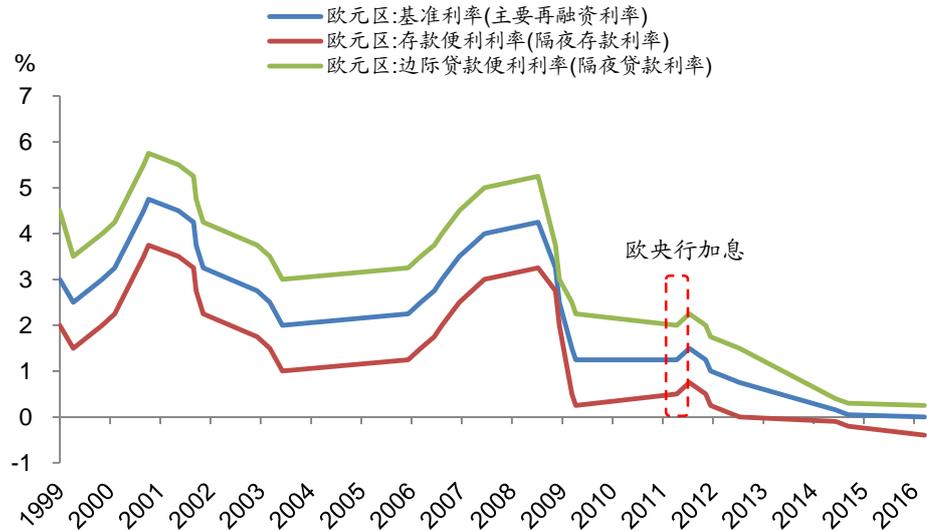
(主要再融资利率),但是在2011年4月和7月,为应对通胀压力欧央行两次加息,这导致危机进一步恶化蔓延。虽然在当年底又重新将主要再融资利率下调至1%,并2012年7月进一步下调至0.75%。同时还采取了一系列的非常规货币政策措施,如货币互换、放松再融资抵押品资格和长期再融资等等,但是欧央行多次表示不会向市场提供无限流动性,市场的担忧始终无法消除。银行间市场流动性仍然紧张,各国之间的债券利差也没有消除,越来越多的国家有陷入债务危机的风险,债务危机整体并没有得到有效缓解。

**图表 12 危机后欧央行非常规货币政策梳理**

非常规货币政策措施	宣布日期	主要内容与作用
货币互换	2010年5月10日欧央行宣布恢复欧元与美元的货币互换。2010年12月,与英格兰银行签订短期流动性货币互换协议。2011年9月15日宣布实施额外的3项美元互换协议。	“加强信贷支持”计划的组成部分,旨在与美联储等主要经济体中央银行开展货币互换交易,为欧元区银行提供美元等外币流动性。
放松再融资抵押品资格	2011年12月、2012年6月、2012年9月三次放松相关标准。	“加强信贷支持”计划的一部分,旨在放松抵押品资格,增加银行再融资合格抵押品的范围,为银行再融资提供支持。
6个月长期再融资操作	2010年5月10日与2011年8月4日分别宣布开展1个6个月长期再融资操作。	“加强信贷支持”计划的一部分,旨在为银行提供6个月长期抵押贷款,2项6个月长期再融资操作分别为银行提供了357亿欧元和497亿欧元的贷款。
公开市场固定利率全额分配招标	2010年5月10日宣布恢复长期再融资操作中固定利率全额分配招标方式。	“加强信贷支持”计划的一部分,改变以往公开市场上流动性招标方式,在所有再融资操作中以固定利率、全额分配的方式进行流动性招标,以全额满足欧元区银行流动性需求。
12个月长期再融资操作	2011年10月6日宣布执行2个1年期长期再融资操作(其中1个2011年12月执行的1年期操作后来转为3年期操作)。	“加强信贷支持”计划的一部分。旨在为银行提供12个月长期抵押贷款。1项12个月长期再融资为银行提供了569亿欧元的贷款,满足欧元区银行长期流动性需求。
6个月长期再融资操作	2011年12月8日宣布执行2项3年期长期再融资操作。	“加强信贷支持”计划的一部分,旨在为银行提供36个月长期抵押贷款。2项3年期再融资操作共向银行提供了10187亿欧元的贷款,满足欧元区银行长期流动性需求。
担保债券购买计划(CBPP)	第一轮担保债券购买计划于2009年5月7日决定实施,具体操作规定于2009年6月4日宣布。第二轮担保债券购买计划(CBPP2)于2011年10月6日宣布,具体操作规定于2011年11月3日宣布。	“加强信贷支持”计划的一部分,从一级市场和二级市场购买银行担保债券,两轮担保债券购买计划共拟购买1000亿欧元担保债券。帮助欧元区担保债券市场恢复银行长期融资功能。
证券市场计划(SMP)	2010年5月10日	购买政府债券和私人债券,主要从二级市场购买政府债券,主要帮助欧元区政府债券市场恢复融资功能。

资料来源:李亮,《欧债危机中欧央行货币政策应对和实施效果》,欧央行,华安证券研究所

图表 13 欧央行三大主要利率变化情况

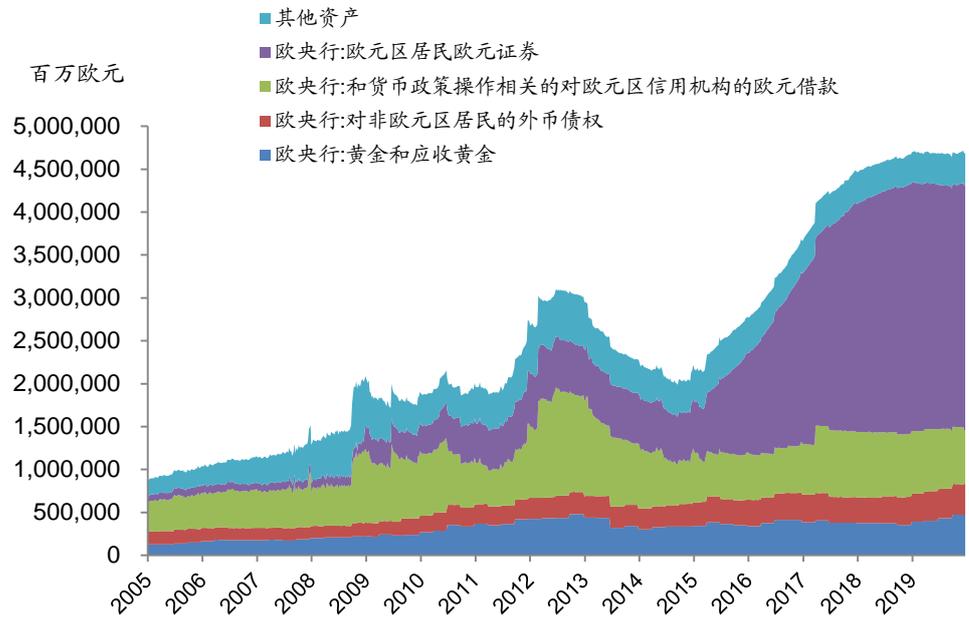


资料来源: Wind, 华安证券研究所

在此情况下, 为了快速稳定局势, 防止危机进一步升级, 欧央行于 2012 年 9 月公布了新的非常规措施: 直接货币交易(Outright Monetary Transactions, OMTs)计划。这项计划允许欧央行以严格的约束条件(如满足 EFSF/ESM 的相关要求)在二级市场上无限制的购买欧元区各成员国的主权债券, 购买的主要类型则为 1-3 年期的较短期国债。在综合考虑收益率、利差等前提下, 欧央行可以自行决定所购买的债券规模。这意味着如果某一国的债券收益率迅速抬升, 导致市场恐慌且威胁到欧元区整体稳定时, OMTs 计划可以允许欧央行无限制的在二级市场上购买相关债券, 不过前提是该成员国需要对其国内的财政以及相关经济改革做出承诺且实施。

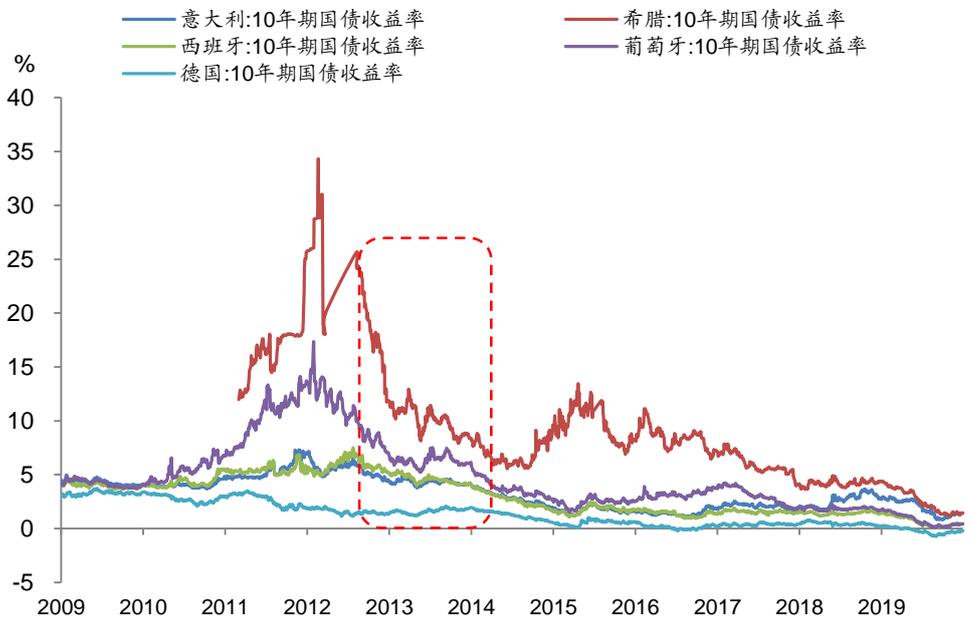
虽然 OMTs 计划在出台后遭遇了重重困扰, 经过两年多的法律争论, 最终在 2015 年 1 月才正式通过, 但是该计划的推出, 表明欧央行在实际上愿意承担最后贷款人的角色, 在 ESM 计划的配合下, 在实际上解决了提供无限流动性的问题。受此影响, 债务危机的传染才开始逐渐停止, 市场信心也开始逐渐恢复, 欧元区各成员国的债券收益率以及相关利差逐渐回落, 欧洲股市以及欧元汇率也逐渐反弹, 债务危机得到了有效缓解, 欧洲的金融市场开始稳定。

图表 14 欧央行资产负债表变动情况



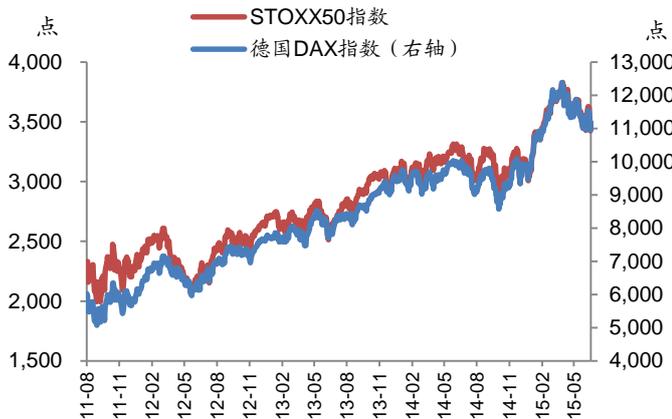
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 欧元区各成员国国债收益率及利差逐渐回落



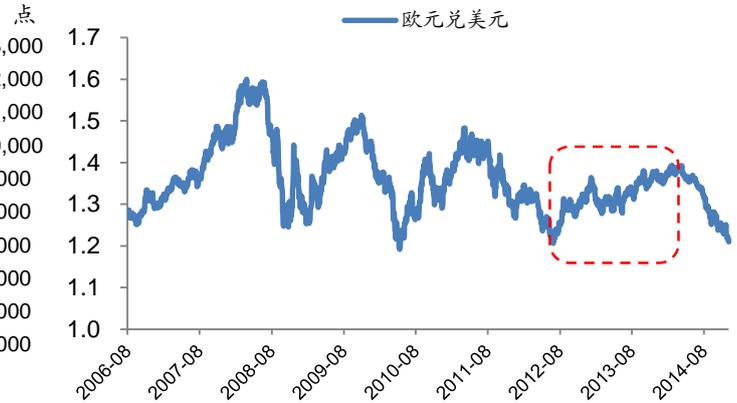
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 欧元区股市在 OMTs 推出后表现较好



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 欧元兑美元汇率上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

## (2) 危机后的改革与发展

在危机发生后，欧盟不仅采取了一系列应急措施来处置金融风险，也针对危机爆发的一些制度性的漏洞进行了修补，可以说欧债危机的发生既是欧洲一体化的挑战，也为欧洲一体化提供了进一步整合的推力。具体而言：

在此轮债务危机中，欧洲的银行业可是说是位于风险的中心。在充分意识到之前分散的银行监管体系所带来的危害后，欧盟各成员国终于开始跨越政治上的分歧与禁区，对银行业的监管进行了较为彻底的改革。其主要思路是制定强制性与操作性相统一的规则，从而实现成员国之间监管规则的趋同，监管原则也从之前的“母国监管”转向了“审慎监管”，并设立具有实际监管权的监管机构。2011年1月，欧洲银行管理局（European Banking Authority, EBA）正式成立，替代了原有的欧盟银行业监管委员会。新的金融监管机构将为欧盟境内的所有银行制定单一管理规定，并对金融系统风险进行评估。2013年3月，欧洲议会和各成员国达成一致，建立了单一监督机制，设立了欧洲系统性风险委员会（European Systemic Risk Council, ESRC），其委员会主席为欧央行行长，这意味着欧央行原则上拥有对于所有参与这一机制的银行的宏观审慎监管权<sup>3</sup>。2014年3月，欧洲议会和各成员国进一步决定建立单一处置机制，处置破产银行的决定将由单一处置委员会做出。三者的结合，最终使得欧洲银行联盟得以建立，促进银行业的均衡稳定发展，从机制上杜绝了银行业危机和主权债务危机之间的可能传染。

另外，考虑到欧盟的金融结构以银行为主，虽然更加的符合欧洲的经济运行情况，有助于企业和经济的相对平稳运行，但是如果银行本身出现风险或者是发生危机，那么整个金融体系便会基本处于瘫痪状态，对于实体经济的冲击也将会大大增强。而银行作为间接型的融资方式，对于风险的识别相对迟钝，比较容易积聚风险。因此欧盟还积极推动资本市场联盟的建立，希望通过资本市场的发展来对自身的金融结构进行调整，避免出现单一部门风险过度集中的情况。

财政政策约束方面，欧盟领导于2011年在布鲁塞尔召开会议，各国承诺了更严格

<sup>3</sup> 在实际操作中，为了兼顾监管的可行性和灵活性，欧央行只直接对资产超过300亿欧元、或者占本国GDP20%以上、或者跨国业务比重较大的系统重要性银行实施直接监管，其他的银行还是由各成员自行进行监管，但是欧央行具有最终决定权。

的财政纪律，同年度开始开展“欧洲学期”<sup>4</sup>监督机制，要求成员国的财政预算案也需要提交欧盟委员会审议。2012年12月，欧元区十二个国家通过了《经济货币联盟稳定、协调与治理条约》<sup>5</sup>（简称“财政契约”），条约规定各国需保持财政平衡或盈余，结构性赤字不得超过GDP的0.5%。如果成员国想要通过欧洲稳定机制贷款，则必须满足该条约条款。此外欧洲议会还敦促各国将财政约束以法案的形式在本国议会通过，使之成为国内法。

但是上述的措施仅仅是针对具体问题所做出的具体性的修补，针对欧盟内部的经济  
发展失衡等根本性问题，需要更深层次的结构性改革。但是如果仅仅凭各成员自行进行  
改革，在财政约束的背景下，力量显然不足，因此欧盟开始转向更为积极协调一致的政  
策协调。2013年，欧盟整合之前已有的政策型工具，推出了欧洲结构和投资基金（ESI  
Funds）<sup>6</sup>，并结合“欧洲学期”，从而支持各地区的经济发展、促进产业结构的调整。此  
外，为考虑意大利等重债国，该基金还可以用于较为发达的成员国。后续，欧盟又在2014  
年推出了“欧洲投资计划”（也称“容克计划”），该计划以欧洲战略投资基金（EFSI）为主  
要抓手，由政府出资来撬动私人资本参与相关的发展。

总的来看，无论是针对银行业监管、救助机制的常态化设置、财政预算约束的强化  
或是针对发展失衡问题采取的结构性政策，都在一定程度上增强了欧盟抵御外部冲击和  
抗风险的能力。但是由于地区失衡与割裂问题具有长期性，相关政策推动与实施面临着  
相当大的挑战。

## 2 欧债危机会魅影重现吗？

### 2.1 欧央行加息引发市场担忧

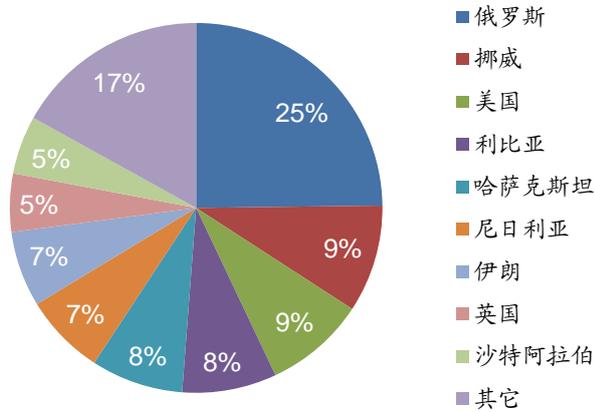
2021年下半年以来，由于疫情冲击导致全球供应链中断以及俄乌冲突爆发带动全球大宗商品市场价格上升，欧元区通胀水平节节攀升，至2022年6月，欧元区HICP同比增长8.6%，再创历史新高，其主要成员国通胀水平亦是居高不下。虽然欧元区的通胀主要由能源等外生等原因导致，但目前来看，欧元的通胀水平短期内难以快速回落。一方面，俄乌冲突的持续，带动欧盟持续对俄罗斯进行制裁。在最新的第6轮制裁中，欧盟将在6个月内停止购买俄罗斯海运原油（约占全部比重2/3），并将在今年年底前减少从俄罗斯进口石油的90%。当前俄罗斯的石油与天然气占欧洲总进口的24.8%与39.2%，正在起草的第7轮制裁若涉及对俄天然气进口，相关的大宗商品价格将保持高位震荡；另一方面，欧盟较为激进的推进无碳化进程，对于相关的化石能源投资较少。在此情况下，欧元区未来的能源通胀压力有增无减，带动整体通胀更加恶化。

<sup>4</sup>指允许欧盟委员会、欧盟执行机构与欧洲理事会代表各国政府，每年对各国预算进行为期6个月的审查。

<sup>5</sup>英国和捷克并未参与。

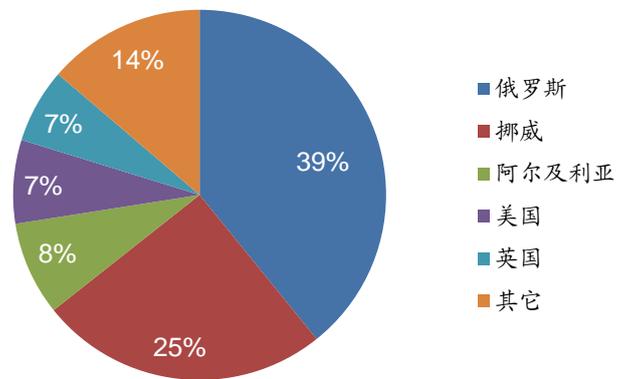
<sup>6</sup>包含欧洲社会基金(ESF)、欧洲地区发展基金(ERDF)、欧洲农村发展农业基金(EAFRD)和欧洲海事和渔业基金(EMFF)四大组成部分。其中欧洲地区发展基金占比约为一半，主要功能为支持落后地区的中小企业发展，以促进不同区域之间的均衡发展。

图表 18 欧盟原油进口来源占比（2021 年）



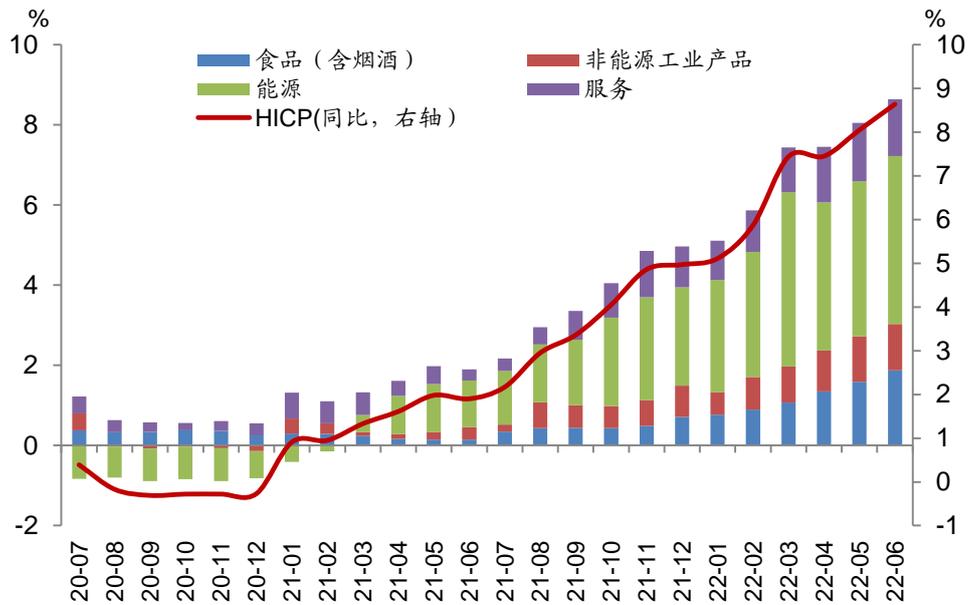
资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

图表 19 欧盟天然气进口来源占比（2021 年）



资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

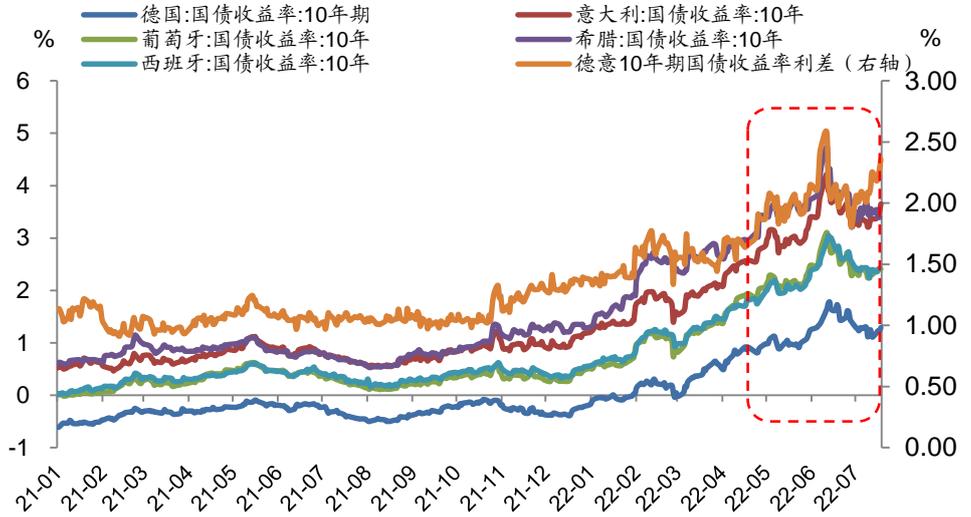
图表 20 近期欧元区通胀中能源项贡献最大



资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

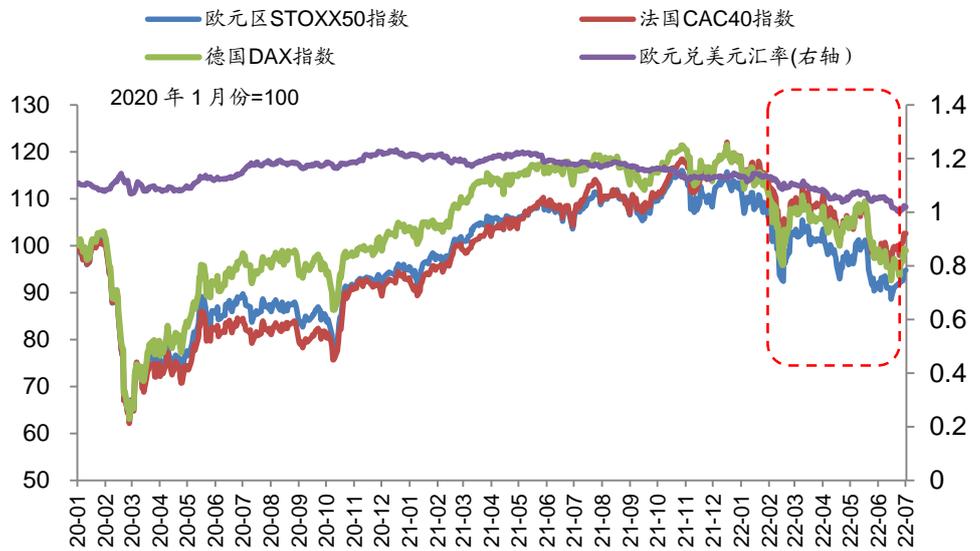
在高企的通胀压力之下，欧央行开始紧缩其货币政策。在 7 月份的货币政策会议上，欧央行宣布加息 50bp，超过市场预期，并表示将保持数据依赖性。这意味着若通胀形势恶化，欧央行有可能实施更大幅度的加息。此外，7 月 21 号意大利总理德拉吉（前欧央行行长）的国内《援助法案》在议会受阻，引发其辞职，政府面临解体。在货币政策收紧与政治局势动荡的双重影响下，市场担忧情绪加重，德意利差扩大。在 6 月份的议息会议后，欧洲资本市场已有强烈反应，股、债、汇均有较大幅度下行，欧元与美元更曾一度突破平价，显示市场担心加息会导致部分边缘区/重债国国家债务负担加重，从而带动主权债务危机卷土重来。

图表 21 近期德意利差不断上升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 22 近期欧洲股票市场与汇率下挫



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2.2 欧洲国家当前债务风险几何？

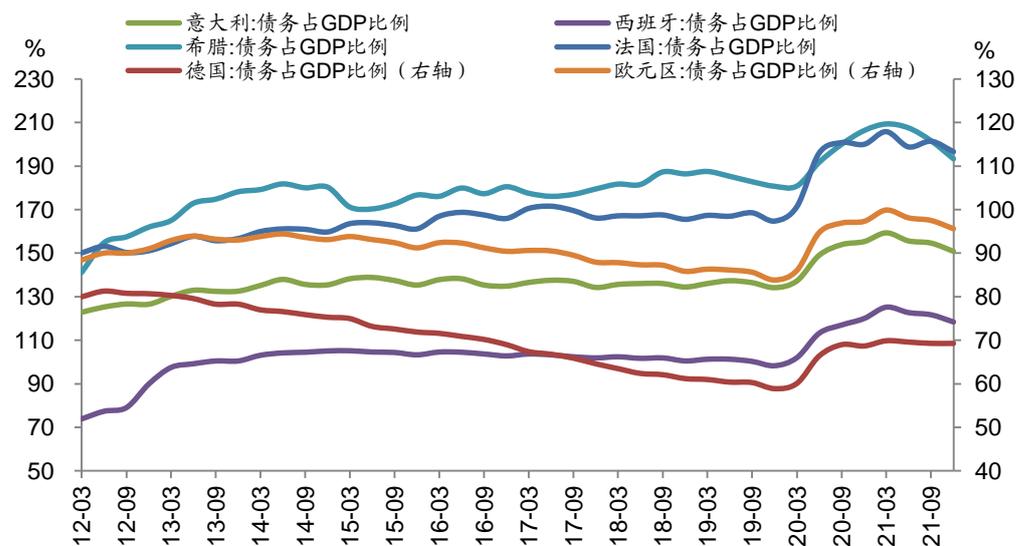
根据我们前面的分析，可以看到，在上一轮欧债危机之后，欧盟对引发银行业危机与主权债务危机恶性循环的制度漏洞基本上得到修补。当前欧元区债务水平虽然仍高，但是相较于疫情发生时已经有一定收敛。短期内到期债券规模相较之前已经有所降低，在欧盟以及欧央行制定的相关救助政策以及资产购买计划的支持下，短期来看欧元区国家发生债务危机风险较小。

### (1) 欧元区成员国债务水平仍高，但近期有所收敛

上一轮欧债危机的一个重要引爆点就是欧元区成员国的债务水平高企，这一方面是因为意大利等部分国家因为实施高福利政策，累积了较高的债务水平；另一方面由于为救助国内的金融机构，部分成员国进行了扩张型的财政政策，最终在美国次贷危机的影响下直接引发了银行业危机与主权债务危机的恶性循环。但是在债务危机爆发之后，欧盟引入了一系列的程式来落实相关的财政纪律：如 2011 年出台“六部立法”<sup>7</sup>(Six Pack)，重点针对欧盟特别是欧元区国家的财政纪律，从事前预防和事后惩罚两个角度来对欧元区的财政进行约束，新引入的“欧洲学期”增强了多边监督框架与能力，更好的提升对成员国的经济和财政上的监督；2012 年组织签署的《经济货币联盟稳定、协调与治理条约》，通过财政契约的方式进一步完善和巩固了财政平衡预算的规则；2013 年又通过了“两项立法”(Two Pack)，对正在处于救助或者金融市场震荡的国家财政预算进行监督和纠正。此后，欧元区各国的财政赤字率与公共负债率逐步稳定，甚至开始下降，直至疫情爆发。

疫情的发生迫使欧盟各成员国不得不采取一定的对冲措施，2020 年欧盟根据相关公约的规定，启动了财政扩张的免责条款，为成员国进行财政扩张救助打开了空间，在欧央行的量化宽松政策的配合之下，欧洲国家的负债率迎来一波较快的上冲，截止到 2021 年意大利、希腊、西班牙、法国债务占 GDP 比重为 150.8%、193.3%、118.4%、113.3%，整体水平仍高，不过较 2020 年疫情爆发初期已经有较大程度的降低，整体呈现出一定收敛。

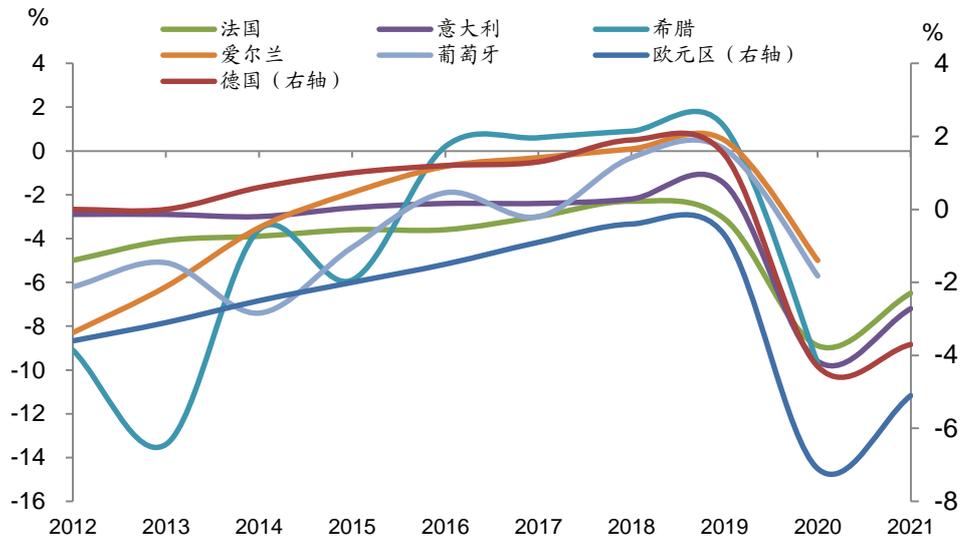
图表 23 欧债危机后欧元区总体债务规模得到了一定的控制



资料来源：Wind，华安证券研究所

<sup>7</sup> 指 6 部欧盟二级法律，包括 5 部条例和 1 部指令，合起来称为“六部立法”。

图表 24 欧债危机后欧元区各国财政赤字有所改善

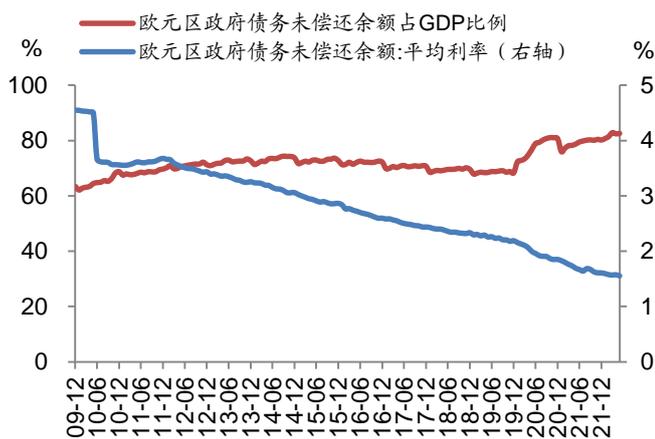


资料来源：欧盟统计局，Wind，华安证券研究所

(2) 欧元成员国短期债务违约可能性不大

从欧元区国家的债务规模和期限上来看，截止到 2022 年 5 月，欧元区总体的政府未偿还债务规模为 10.138 万亿欧元，占 GDP 比重为 82.63%，疫情后债务的绝对规模继续保持增长，占 GDP 比重也有较大幅度的提升。但是从未偿还债务的平均利率来看，当前债务的平均利率为 1.56%，呈现出较为稳定的下降趋势。此外当前债务的平均剩余期限也在不断拉长，5 月份未偿还债务的剩余期限为 8.06 年，久期较长。因此总体来看短期的债务压力相对之前有所缓解。

图表 25 欧元区政府债务数量上升，但平均利率下降较多



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 欧元区政府债务平均剩余期限拉长

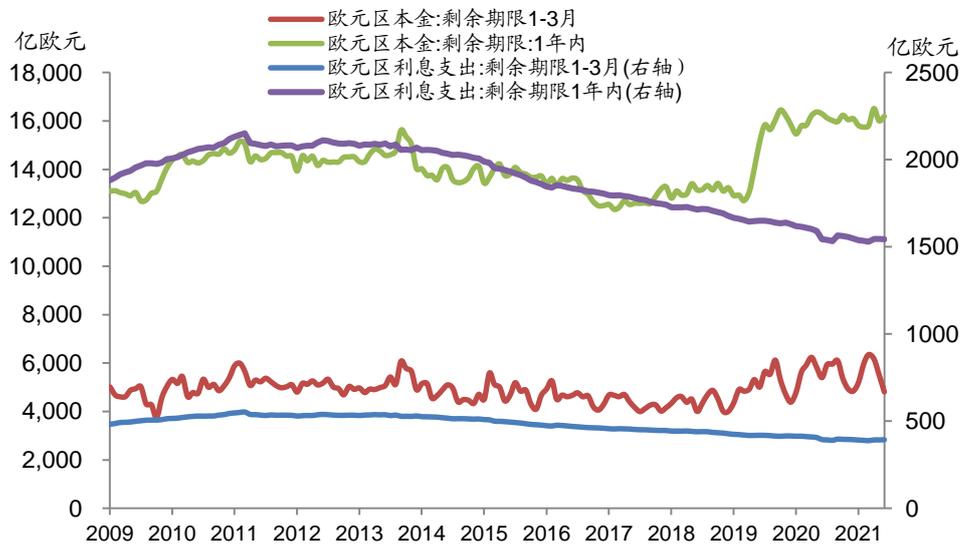


资料来源：Wind，华安证券研究所

从当前债务的结构来看，欧元区目前固定利息债券占比较高，在即将到期的债务中，剩余期限在 1-3 个月的本金与利息金额分别为 4809、394 亿欧元，占 GDP 比例分别为 3.92%、0.32%，剩余期限在 1 年内的本金与利息金额分别为 16199、1544 亿欧元，占

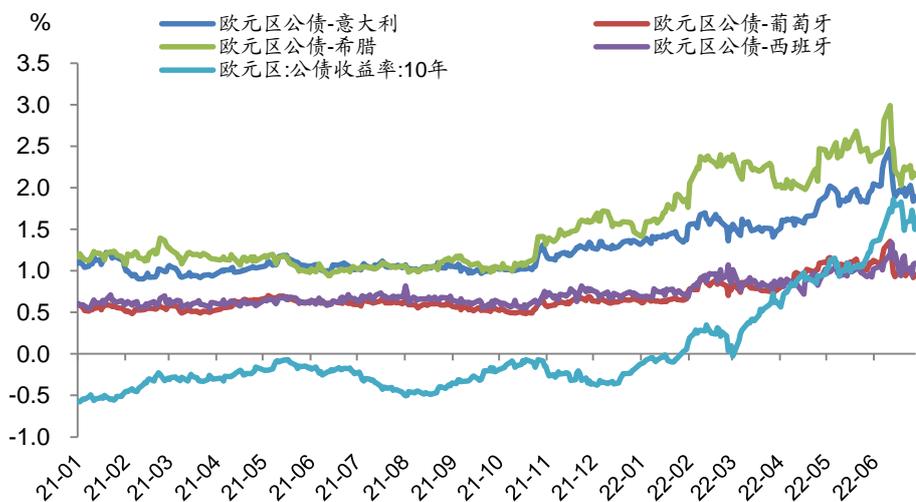
GDP 比例分别为 13.2%、1.26%。在欧央行的加息之下，这些债务的滚动发行成本将会提高，但是绝对数量以及占 GDP 比重较欧债危机时有所降低。且当前欧盟各项财政与货币救助工具充足，上一轮危机中针对流动性危机设立的 ESM、欧央行的 OMTs、本次会议提出的 TPI 工具和各项资产购买计划等机制，以及针对银行业设立的单一监管与清算机制，可以较为有效隔绝银行市场风险，防止金融风险的传染。如果部分国家自行发行债券的成本较高，那么可以由欧盟统一进行债券发行，从而降低相关国家的发债成本。此外欧央行并未如美联储一样进行缩表，而是表示将会灵活的对已经到期的 PEPP（紧急抗疫购债计划）投资组合和 APP 下购买的到期证券本金全部再投资，避免较为脆弱的成员国借款成本快速增加。因此，欧元区短期内再度爆发主权债务危机的可能性较小，在面对美联储持续快速加息等外部冲击时，其抵御外部冲击的能力已经得到了极大的增强和提高。

图表 27 欧元区短期债务压力相对较小



资料来源：欧盟统计局，Wind，华安证券研究所

图表 28 10 年期欧元区公债与意大利等国国债利差



资料来源：欧央行，Wind，华安证券研究所

## 2.3 欧元区发展失衡挑战严峻，“滞胀”风险加剧

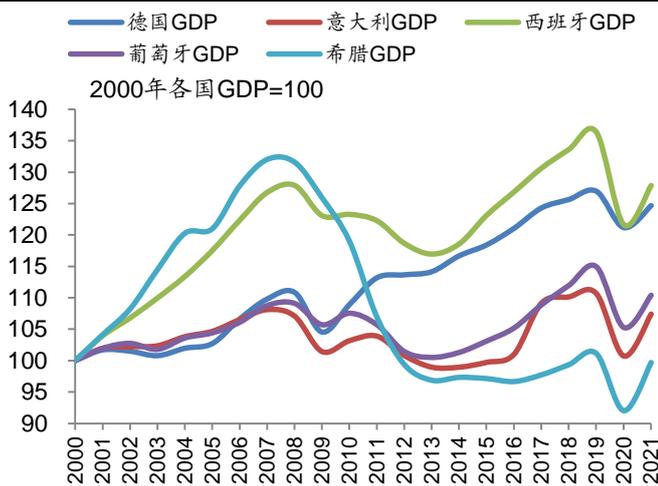
虽然欧洲短期内爆发债务危机的可能性比较低，但是当前的欧元区离真正意义上的最优货币区仍有一定的差距，虽然债务危机后欧盟出台了较多的政策来促进区域经济的一体化，如银行业的统一监管、推动建立财政联盟等措施，但是无法彻底解决欧元区成员国国内的发展失衡问题。俄乌冲突爆发之后，在高企的能源通胀压力之下，欧洲经济增长的面临的压力进一步加大，陷入滞胀的风险加剧。

### (1) 欧元区成员国发展失衡问题仍待解决

事实上，经过改革后的欧元区仍不符合最优货币区的条件。根据最优货币区（Optimal Currency Area, OCA）理论，一个典型的最优货币区需要满足以下几个条件之一：一是工资和价格弹性；二是生产要素可以内部流动；三是统一的财政政策和转移支付<sup>8</sup>。这样在面临外部冲击时，货币区内的各国可以不必依靠内部汇率的变动，就可以在不产生失业以及通胀的同时恢复内外部均衡。但欧元区的成立含有很多的政治因素<sup>9</sup>，除了资本流动以及经济一体化方面较符合标准，其它方面大多不符合标准。在这种情况下，统一的货币政策并不能均衡促进各国经济的发展，欧元区各国的发展失衡问题加重，这也被认为是引发欧债危机的根本原因。而经济发展失衡问题目前仍然严重，完全解决之路任重而道远。具体而言：

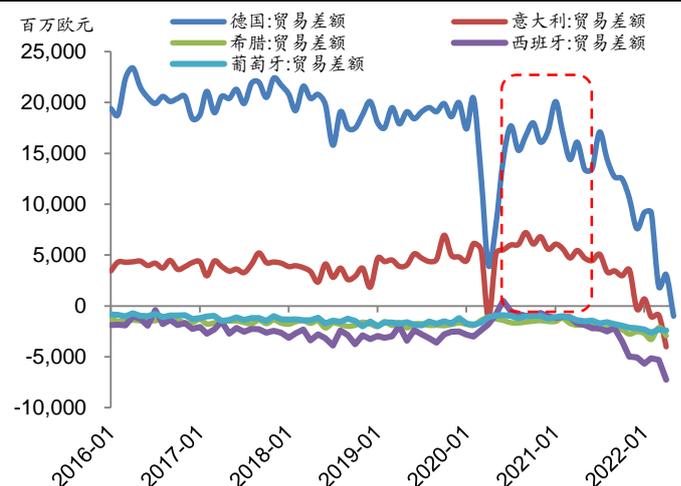
如我们前面所分析，在欧元区成立之初，各成员国的经济发展水平各不相同，其中以德国为主的核心国家由于经济发展水平、技术水平相对较高，在欧元引进以及经济一体化过程之中，可以利用自身的优势地位，向意大利、希腊等边缘国家大量出口，在此情况下德国等核心国家的贸易账户盈余持续扩大，经济增长动能得到了增强。而意大利、葡萄牙、希腊等边缘国家贸易账户持续恶化，在高福利以及人口老龄化的催动下，经济发展则越趋乏力，各成员国的经济增长动能分化。债务危机后，在一系列的改革措施下经济增长分化程度虽有所收敛，但在疫情的冲击之下，分化水平又有所扩大。

图表 29 欧元区内各国经济发展水平失衡



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 30 疫情后欧元区各国贸易账户分化情况有所扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所

<sup>8</sup> 刘元春、蔡彤娟：《论欧元区主权债务危机的根源与救助机制》，《经济动态》2010年第6期。

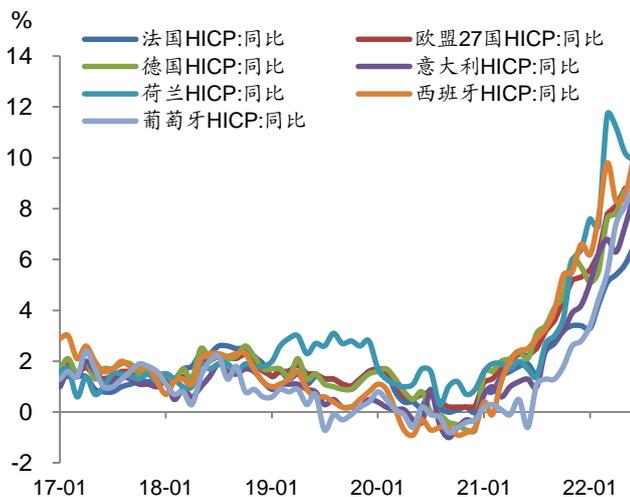
<sup>9</sup> 当时德国正面临两德统一的关键时点，为获得法国的支持，打消其对一个强大统一德国的顾虑，时任德国总理科尔同意放弃德国马克，与法国一起推动欧洲一体化，包括引进欧元。

欧元区的货币政策制定也更加容易受到核心国家的影响，更符合区域内大国的经济形势，在遇到外来冲击时，统一的货币政策并不能对各国的经济进行有效的调节，因此各国受到的影响往往是不对称的，边缘国家受到的影响更大。在没有统一的财政政策以及转移支付的情况下，区域内的失衡发展加剧。此外，欧元区内的劳动力虽然可以自由流动，但是由于语言、文化以及教育水平的差异，实际上劳动力在区域内流动并不充分，整体劳动力市场弹性较低，无法通过劳动力的自由流动来缓冲冲击影响。债务危机后，虽然欧盟进行了一定程度的改革，各成员国也上交了银行业监管权与一定的财政主权，但是无论是“欧洲结构与投资基金”、“容克计划”，还是疫情后推出的“下一代欧盟计划”，由于其政策力度还达不到财政联盟的地步（如设立欧元区预算等），区域内核心国家与边缘国家的发展差距无法通过财政转移支付等手段来进行补偿，在面临国内严重的经济发展与政治选举问题时，财政纪律的约束力也大为削弱。因此欧元区内的资源整合与分配问题依旧严峻，各成员国的经济发展水平差距改善较小。

## （2）“滞胀”风险加剧

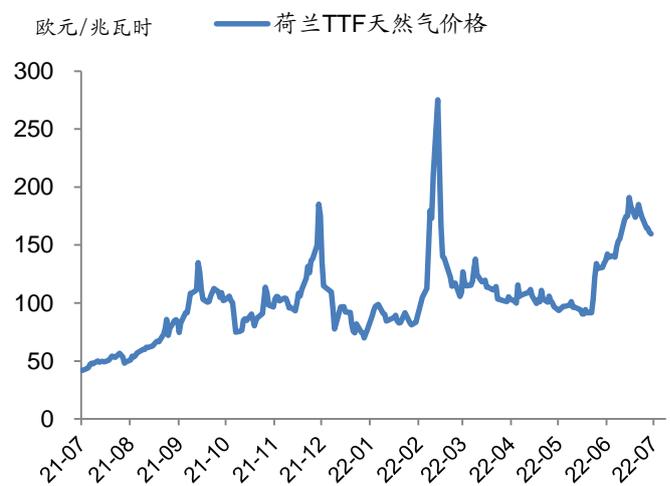
伴随着俄乌冲突的持续，西方国家与俄罗斯的相互制裁不断加码，由于能源严重依赖俄罗斯，欧洲国家的通胀形势迅速恶化，欧盟各成员国通胀水平全面上升。此外，欧洲国家下半年即将进入冬季，届时对于天然气的需求将会大增，而在当前的经济与政治形势下，天然气的供应与储备面临巨大考验<sup>10</sup>，近期荷兰 TTF 天然气期货合约价格已经大涨，欧元区将面临更大的通胀压力。

图表 31 欧元区各成员国通胀水平全面上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 32 荷兰 TTF 天然气价格近期大幅上涨



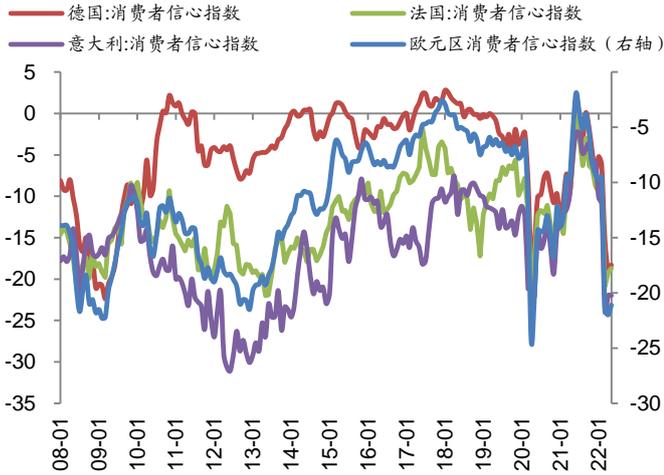
资料来源：Bloomberg，华安证券研究所，数据截止 7 月 21 日

在高企的通胀之下，欧元区居民的收入不断受到侵蚀，从居民消费来看，虽然有一定的超额储蓄，但欧元区居民的工资收入增速并不高，在高企的通胀之下，居民实际收入大为缩水，消费者信心指数也不断走低。企业盈利也受到负面影响，大宗商品价格上涨使得企业的生产成本提升，侵蚀企业利润，供应链的堵塞也会严重影响企业的生产。能源进口价格的抬升更是恶化了其贸易账户，德国 6 月份贸易账户罕见出现逆差，其它

<sup>10</sup> 此前有媒体称英国正在考虑一项紧急计划，在天然气出现严重供应短缺的情况下，将切断对欧盟的天然气管道。北溪一号管线虽然已经恢复运行，但是目前不确定性仍然较大。

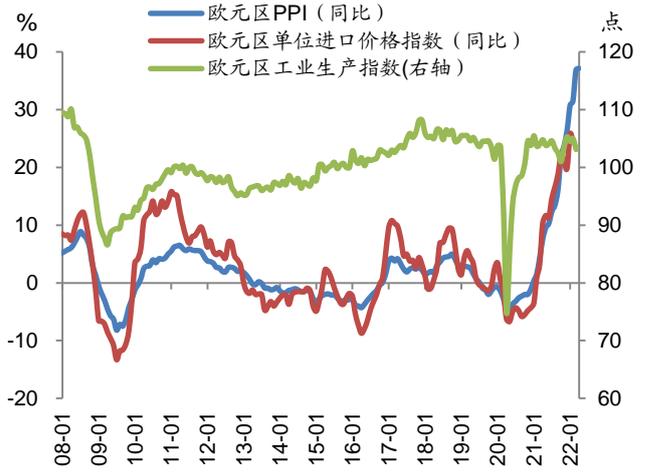
成员国也早已转为逆差，更为可虑的是，天然气作为重要的工业原料，如果发生短缺，会给企业生产带来重要的负面影响。俄乌冲突带来的乌克兰难民，也对欧洲的劳动力市场带来冲击。叠加欧央行的持续加息会对经济主体的需求带来抑制，多重夹击之下欧元区经济增长前景更加黯淡。欧央行近期下调 2022 年欧元区经济增长率 0.9 个百分点至 2.8%，欧盟委员会也在 7 月份的最新预测中下调 2022 年欧元区 GDP 将增长 2.6%，2023 年增长 1.4%，较 5 月份预测再次下调 0.1、0.9 个百分点。欧元区“滞胀”风险进一步加剧。

图表 33 欧元区消费者信心指数接近疫情初水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 34 欧元区企业生产受高通胀负面影响



资料来源: Wind, 华安证券研究所

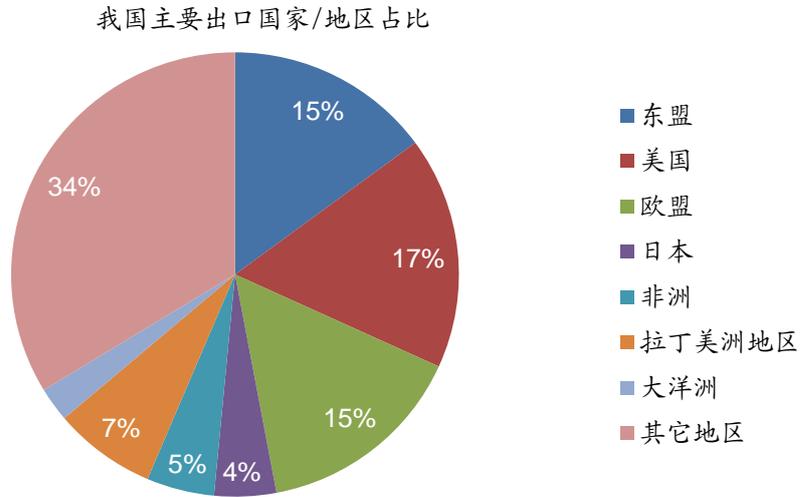
## 2.4 欧洲情况恶化对我国有何影响?

根据我们上述的分析，虽然短期内欧洲爆发债务危机的可能性比较小，但考虑到绿色转型过程带来的全球化石能源的投资减少、逆全球化带来的供应链重组以及人口老龄化等因素，欧元区的通胀中枢将会高于疫情之前，这使得欧央行有必要回到正常化的货币政策路径之中。在疫情和地缘政治风险的冲击之下，通胀形势的较快恶化有可能迫使欧央行的紧缩力度超出预期。如欧央行持续快速加息，这会抬升欧元区整体的利率水平，即使意大利等国可以从欧盟处获得资金支持，但是其债务负担也会有所加重，从而对经济增长形成更大拖累。在此情况下，对我国的影响或集中在两方面：

一是若在快速加息下国债利率快速上行，现有的救助手段无法有效应对，而新开发的 TPI 工具因为政治因素难以有效发挥作用或者效果不及预期，从而导致金融市场大幅波动甚至恐慌，考虑到全球金融市场的联动性，这或将在短期内对我国的相关资产有一定的负面影响；

二是会对我国出口产生不利影响。欧央行的 7 月会议保留了数据依赖性表述，说明当前加息进程将高度绑定通胀局势，经济增长的问题或不是当前欧央行的首要考虑内容。更早期的 6 月份的会议纪要则显示，渐进加息并不代表加息将会是小幅度的，反而代表的是将会连续加息。并且表示俄乌冲突会对经济增长带来额外的下行压力，当前能源中断的可能性进一步增加，若疫情反扑，未来几个季度出现可能出现技术性衰退。欧盟是我国第二大贸易伙伴，若欧元区在欧央行的连续加息下出现经济衰退，对我国的商品需求会减少，这一点值得关注。

图表 35 欧盟是我国重要的出口国



资料来源：海关总署，Wind，华安证券研究所，数据截止 2022 年 6 月。

## 风险提示：

- 1、全球通胀超预期：如果俄乌冲突等地缘风险因素持续发酵甚至进一步恶化，通胀可能超预期，那么全球将会以更加紧缩的姿态来对抗通胀，则海外风险加大。
- 2、若病毒发生重大变异，可能会导致全球疫情陷入新一波大规模传播，从而影响全球经济表现。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。