

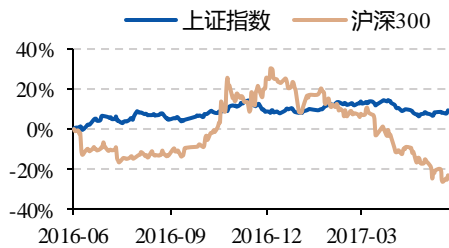
历史回溯之四——欧债危机：

双循环失衡深化下的国际收支危机

2022年09月21日

投资要点

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	1.31	-3.79	25.97
沪深300	5.29	10.04	-2.05

陈敏

分析师

执业证书编号：S0530522080001
 chenmin79@hncshasing.com

相关报告

- 1 《历史回溯之一——拉美债务危机：资源国因何成了石油危机的最大受害者》 2022-09-09
- 2 《历史回溯之二——亚洲金融危机：投资驱动型经济体之殇》 2022-09-16
- 3 《历史回溯之三——次贷危机：风起于青萍之末》 2022-09-16

- **欧债危机的两个阶段。**欧债危机是次贷危机的延续,历时9年,但核心阶段主要是两个:一是起始阶段,该阶段从2009年10月始于希腊债务危机,随后扩散至葡萄牙、爱尔兰,2010年11月21日爱尔兰迫于压力接受援助,欧债危机未进一步加剧。二是深化阶段,2011年4月、7月欧洲央行两次加息,7月后危机向欧元区意大利、西班牙扩散,并冲击法、德等核心经济体,此阶段不仅欧洲市场股债汇齐跌,全球资本市场也被波及。随后从2012年至2018年,时间线虽漫长,但危机未进一步传导,而是逐步敛于平静。
- **欧债危机的成因。表现成因:**欧债危机的表现成因有三——次贷危机是诱发因素、评级机构是催化因素、欧央行加息是引爆因素。**深层次原因:**欧债危机表面上是主权债务危机,但实际上是双循环的失衡深化导致的国际收支危机。欧元区成立后,区域内经济体出现利率趋同性特征和社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征,前者导致边缘国资产价格泡沫,后者导致产业竞争力减弱,产业空心化。久而久之形成了双循环,一是资金通过经常账户由边缘国流向核心国,而后通过资本与金融账户回流边缘国的资金循环,二是边缘国消费、核心国生产的产业循环。资金来源于核心国,产品也来源于核心国,廉价的午餐不具备持续性,此双循环存在天然缺陷,双循环下的失衡深化是欧债危机爆发的深层次原因。
- **欧债危机的救助。**欧债危机的救助方式一是通过成立欧洲金融稳定基金(EFSF),以及后续设立的设立欧洲稳定机制(ESM),向债务国提供贷款,以及在一级和二级市场上购买成员国国债等;二是欧洲央行降息,并启动了多轮长期再融资操作(LTRO),以及实施了证券市场计划(SMP)和直接货币交易计划(OMT);三是财政赤字约束。其中起核心作用的是方式一和二。
- **欧债危机是否卷土重来。**高通胀下的高债务和高财政赤字是当前欧洲所面临的问题,更值得关注的是能源危机后欧洲国家贸易差额的恶化成了普遍现象。而回旋空间则在于发达经济体危机的形成并非一蹴而就,无论欧债危机还是次贷危机,危机从显露到全面爆发时差均比较长。当前欧洲银行业相比欧债危机期间健康、房地产泡沫整体不算严重、同时救助机制也更完善,因此欧洲形势严峻但离危机再度爆发还有时间差,利用时间差尽快减小俄乌冲突推升的通胀和高电价对消费和工业生产造成的影响是当务之急。
- **风险提示:**美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差

内容目录

前言	4
1 欧债危机起始和深化	4
1.1 起始阶段：边缘国家率先爆发债务危机。	5
1.2 深化阶段：危机蔓延至意大利、西班牙，波及德法，全球市场剧震	7
2 欧债危机的成因	8
2.1 表观成因	9
2.1.1 次贷危机为诱发因素	9
2.1.2 评级机构是催化因素	11
2.1.3 欧央行加息是引爆因素	11
2.2 欧债危机深层次原因——双循环下的失衡深化	12
2.2.1 利率的趋同性特征和房地产泡沫	12
2.2.2 社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征和经常账户赤字	14
2.2.3 深层次原因——双循环下的失衡深化引发的国际收支危机	16
3 欧债危机的救助	17
3.1 设立欧洲金融稳定基金（EFSF），以及后续设立的设立欧洲稳定机制（ESM）	17
3.2 欧洲央行——降息、长期再融资操作（LTRO）、证券市场计划（SMP）和直接货币交易计划（OMT）	18
3.3 财政紧缩政策和经济改革	19
4 欧债危机是否卷土重来	20
4.1 欧洲的危局	20
4.1.1 高债务和财政赤字加大	20
4.1.2 能源危机后贸易差额的恶化成了普遍现象	21
4.2 欧洲的回旋空间	21
4.2.1 危机的形成并非一蹴而就	21
4.2.2 当前银行业相比欧债危机期间健康	22
4.2.3 房地产价格上涨，但整体不太严重	22
4.2.4 救助将会更加迅捷	22
5 风险提示	23

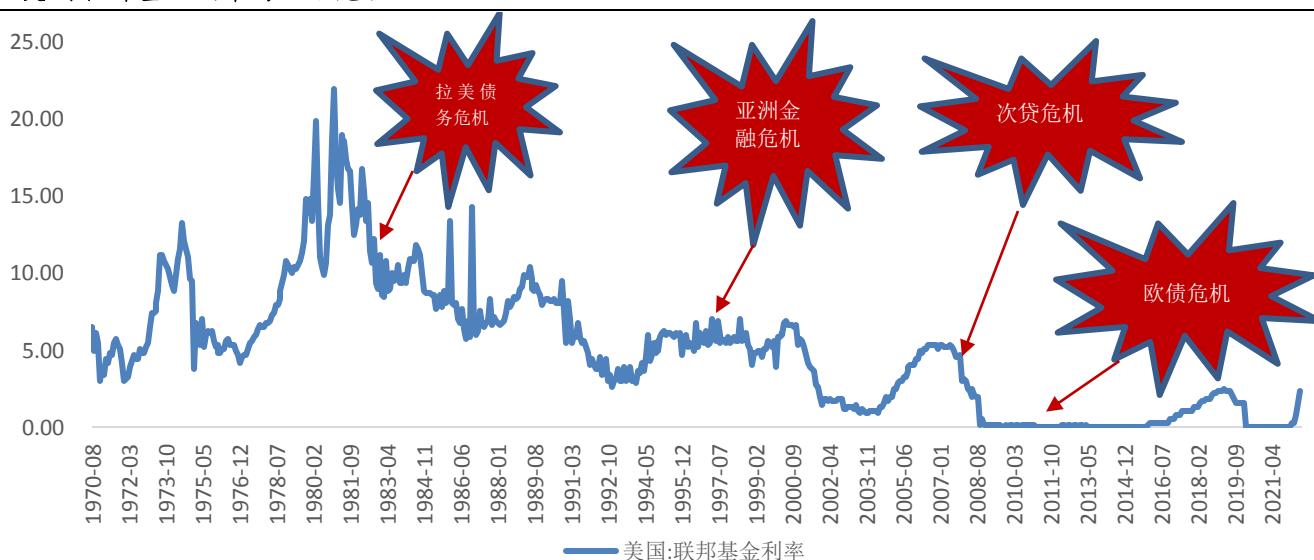
图表目录

图 1: 美国联邦基金利率与金融危机.....	4
图 2: 希腊股指和长债收益率 (%)	6
图 3: 欧猪五国长债收益率 (%)	6
表 1: 欧债危机初始阶段事件脉络.....	6
图 4: 欧洲国家股指走势: 葡爱法希	7
图 5: 欧洲国家股指表现: 西、意、德.....	7
图 6: 全球市场受波及: 上证指数.....	8
图 7: 全球市场受波及: 道琼斯工业指数.....	8
表 2: 欧债危机深化阶段事件脉络.....	8
图 8: 欧猪五国 GDP 增速 (%)	9
图 9: 欧猪五国失业率 (%)	9
图 10: 欧猪五国不良贷款率 (%)	10
图 11: 欧猪五国财政赤字占 GDP 比重 (%)	10
图 12: 欧猪五国一般政府债务占 GDP 比重 (%)	10
图 13: 欧猪五国一般政府利息占 GDP 比例 (%)	11
图 14: 欧猪五国债务占 GDP 比例 (%)	11
图 15: 原油、铜价格走势 (美元/桶、美元/吨)	12
图 16: 欧元区成立后成员国长债利率收敛于德国长债利率 (%)	13
图 17: 边缘国和核心国资本与金融账户镜像 (亿美元)	13
图 18: OECD 实际房价指数.....	14
图 19: OECD 实际房价指数边缘国和核心国算术平均	14
图 20: 以 1999 年定基社会福利累计增长 (%)	15
图 21: 边缘国社会福利支出占 GDP 比重向核心国收敛 (%)	15
图 22: 以 1999 年定基劳动者报酬累计增长 (%)	15
图 23: 边缘国和核心国经常账户盈余的镜像关系 (亿美元)	16
图 24: 脆弱的双循环.....	17
表 3: EFSF、IMF 和欧盟对债务国救助规模.....	18
表 4: 财政紧缩政策和经济改革	19
图 25: 欧洲国家杠杆率 (%)	21
图 26: 欧洲国家近年房价指数 (2015 年为基期)	22

经济学的内容，实质上是历史长河中的一个独特的过程。如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代（包括当前）的经济现象。——熊彼特

前言：布雷顿森林体系瓦解之后，金融危机此起彼伏，尤其是经历一轮美联储加息周期之后，出现金融危机的概率更高。2022年3月美联储启动新的加息周期，我们试图回溯历史、追本溯源，去探寻金融危机的历史现象、演化过程和内在机理。《历史回溯——金融危机研究系列》共五篇，根据时间脉络选取布雷顿森林体系瓦解之后4个有代表性的金融危机，分别是拉美债务危机、亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机为研究对象，前四篇侧重历史背景、成因、危机过程的研究，掌握历史事实，最后一篇为对危机的总结，侧重对危机的系统剖析、总结与预判。本文是《回溯历史——金融危机研究系列》的第四篇，对21世纪10年代的欧债危机进行历史回溯，并对欧债危机是否再度爆发做出分析。

图1：美国联邦基金利率与金融危机



资料来源：财信证券，WIND

1 欧债危机起始和深化

欧债危机爆发于2008年次贷危机之后，为了应对次贷危机引发的金融风暴、挽救经济，各国采取了扩张性政策。西欧的PIIGS国家（欧猪五国，即葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙）经济低迷、赤字高企，政府债务高筑。

2009年10月，希腊爆发债务危机，欧债危机拉开帷幕，若以希腊退出救助计划为终点，欧债危机于2018年8月结束，历时近9年。但2012年之后的阶段，危机未进一步扩散，很多国家情况逐步好转，整体态势有惊无险，本文重点回溯欧债危机的起始阶段和深化阶段。第一阶段始于2009年10月，主要集中于希腊、爱尔兰、葡萄牙等边缘国，影响相对较小，为欧债危机的起始阶段，随着2010年11月21日爱尔兰迫于压力接受援

助，欧债危机未进一步加剧；第二阶段始于 2011 年 4 月、7 月欧洲央行两次加息，7 月后危机向欧元区第三大经济体意大利、第四大经济体西班牙扩散，并冲击法国、德国等核心经济体，此阶段不仅欧洲市场股债汇齐跌，全球资本市场也被波及，市场担心希腊违约、欧元区分裂，也担心会成为全球系统性风险。后续随着救助计划的深化，到 2012 年初，危机虽还在持续，但全面冲击最严峻的一个阶段基本过去。我们把欧债危机的冲击最大的一个阶段，即从 2011 年 7 月至 2012 年初称为危机深化阶段。2012 年初之后到 2018 年，时间线虽然漫长，但主要是救助过程以及部分国家抗议风波、选举风波，危机并未进一步传导，而是逐步敛于平静。

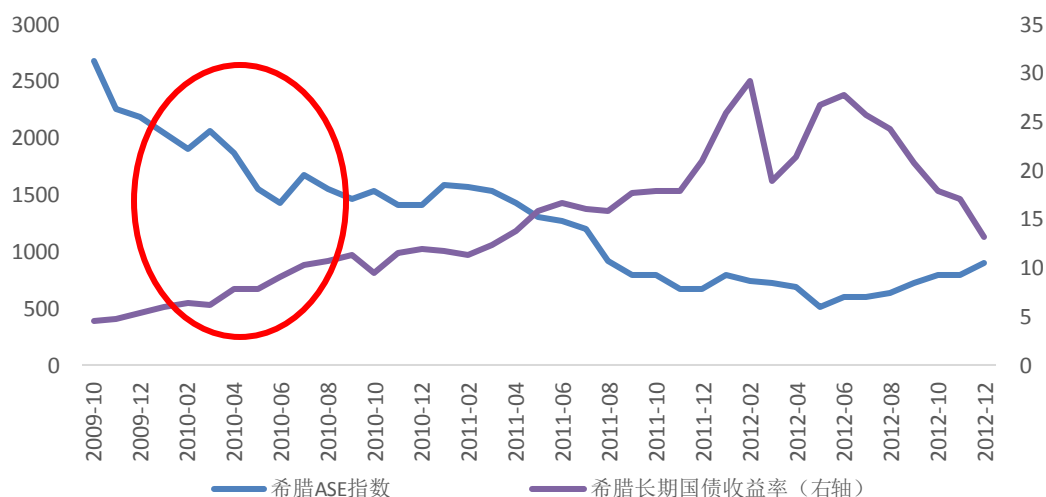
1.1 起始阶段：边缘国家率先爆发债务危机。

希腊债务危机爆发。2009 年 10 月，希腊新任首相乔治·帕潘德里欧宣布，其前任隐瞒了大量的财政赤字，希腊的财政赤字占 GDP 的比重已高达 12.7%，公共债务余额占 GDP 的比重高达 110%，远高于《马斯特里赫特条约》中预算赤字不能超过国内生产总值的 3%、负债率低于国内生产总值的 60% 的规定，希腊债务危机爆发，欧债危机拉开序幕。2009 年 12 月 8 日，惠誉将希腊信贷评级由 A- 下调至 BBB+，前景展望为负面。同月，标准普尔、穆迪纷纷下调希腊主权债务评级。从 10 月到 12 月，希腊 ASE 综指最大跌幅接近 30%，希腊长期国债利率由 4.5% 突破 5.5%。

危机扩散至葡萄牙、爱尔兰。2010 年 1 月 11 日穆迪警告葡萄牙称“若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信评级”。1 月 13 日，穆迪警告，今年欧洲政府的债务市场仍然紧张和不明朗，其中希腊和葡萄牙的经济面对“慢性死亡”的风险。3 月 24 日惠誉下调葡萄牙评级，葡萄牙长债收益率上行。

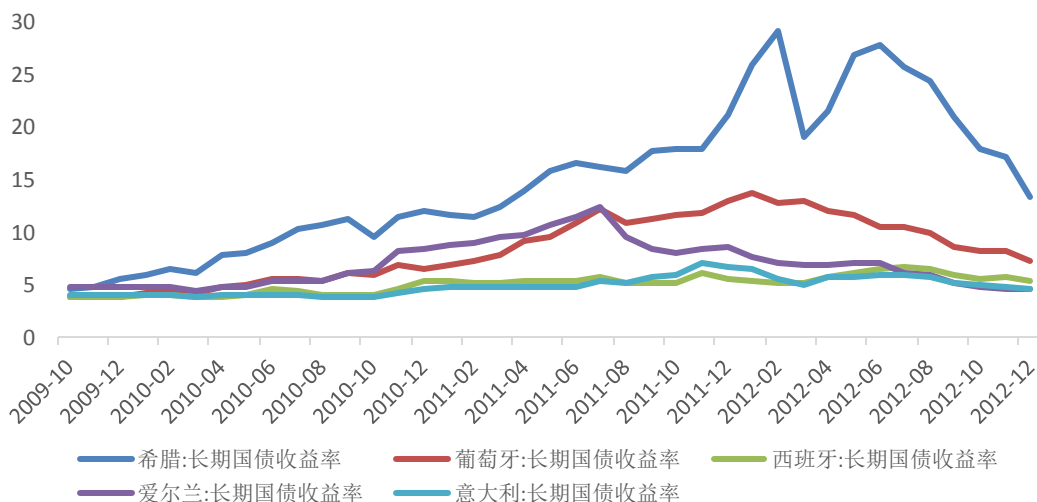
爱尔兰申请援助，欧债危机初始阶段渐趋平静。爱尔兰债务危机不只是财政危机，同时也是银行业危机，其危机成因与亚洲金融危机有一定的相似之处，爱尔兰从 1995 年到 2007 年经济快速发展，2008 年房地产泡沫破灭。泡沫破灭之后，财政收入减少，以及银行信贷高度集中于房地产和公共部门，引发财政危机和银行业危机。2010 年 8 月 24 日，标普将爱尔兰的主权信用评级由 AA 下调一个等级至 AA-。2010 年 9 月底，爱尔兰政府称，由于救助本国五大银行最高可能耗资 500 亿欧元，预计财政赤字会骤升至国内生产总值的 32%，公共债务将占到 GDP 的 100%，消息一出爱尔兰国债利率快速走高。2010 年 11 月 21 日，爱尔兰政府向强烈敦促其尽快启动欧盟金融援助机制的欧盟国家做出让步，正式向欧盟申请援助以支撑本国受困的银行业及公共财政。之后一段时间，欧债危机未进一步扩散。

图2: 希腊股指和长债收益率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图3: 欧猪五国长债收益率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

表 1: 欧债危机初始阶段事件脉络

时间	事件
2009年12月8日	惠誉将希腊信贷评级由 A- 下调至 BBB+, 前景展望为负面。
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+”
2009年12月22日	穆迪 09 年 12 月 22 日宣布将希腊主权评级从 A1 下调到 A2, 评级展望为负面。
2010年1月11日	穆迪警告葡萄牙称“若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信用评级”
2010年2月4日	西班牙财政部指出, 西班牙 2010 年整体公共预算赤字恐将占 GDP 的 9.8%。
2010年2月5日	债务危机引发市场惶恐, 西班牙股市当天大跌 5.94%, 但很快又企稳回升, 危机未向西班牙实质性蔓延
2010年3月24日	惠誉下调葡萄牙评级
2010年4月23日	希腊正式向欧盟与 IMF 提出援助申请

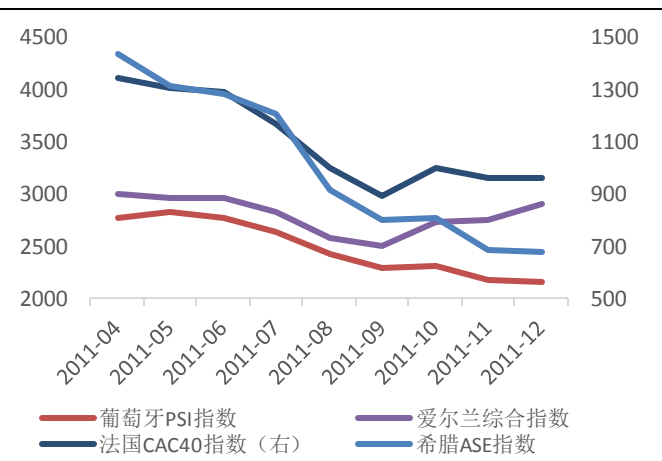
2010年4月28日	标准普尔将西班牙的主权债务评级降至“AA”，西班牙股市出现第一轮大跌，但下跌持续一个月之后，西班牙股市再次回升。
2010年8月24日	标普将爱尔兰的主权信用评级由AA下调一个等级至AA-
2010年10月6日	惠誉将爱尔兰主权信用评级自AA-下调至A+，评级展望为“负面”
2010年11月2日	爱尔兰主权信用违约掉期（CDS）创新高，爱尔兰债务危机深化，欧洲央行入市干预，买进爱尔兰国债。
2010年11月21日	经过4天的紧张商讨，爱尔兰政府终于在21日晚正式向欧盟申请援助以支撑本国受困的银行业及公共财政。这意味着爱尔兰终于向强烈敦促其尽快启动欧盟金融援助机制的欧盟国家做出让步，金融市场反应积极。

资料来源：财信证券研发中心整理

1.2 深化阶段：危机蔓延至意大利、西班牙，波及德法，全球市场剧震

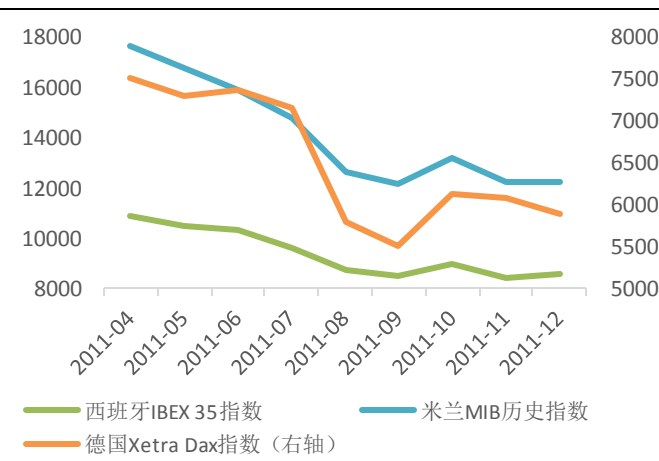
危机深化。欧债危机的深化始于欧洲央行的两次加息。2011年4月13日和7月13日，时任欧洲央行行长特里谢误判形势，为了抑制通货膨胀进行了两次加息。利率上调使本就处于债务危机当中的希腊、爱尔兰、葡萄牙利率上行压力加大，2011年7月，危机向西班牙、意大利扩散。由于德、法等国金融机构持有大量西班牙、意大利债券，银行的资产负债表被污染，危机波及至法、德等欧元区核心国家。2011年8月，市场出现法国AAA顶级信贷评级可能遭调降的传闻，银行板块急跌，泛欧道琼斯指数跌幅为3.75%。整个8月欧洲股市全面大跌，利率走高，在此期间美股市场、亚太市场亦全线下跌，危机不但冲击了欧洲国家，全球资本市场也未能幸免，希腊是否会债务违约，欧元区是否分裂，是否会出现系统性危机成了关注的焦点。2011年8月13日，世界银行行长佐利克表示，由于欧洲发生主权债务危机，世界经济进入了“新的、更加危险的阶段”，前景变得更加不确定。欧盟官员警告在主权债务危机向银行业蔓延的形势下，市场可能重新出现信贷紧缩的状况，这将带来一场“系统性的”危机。欧洲系统性风险理事会发布声明称，过去几个月，欧洲主权债务危机已从欧盟内较小经济体蔓延至部分较大经济体，欧盟金融系统风险已经大大增加，欧洲许多地区压力迹象明显。

图4：欧洲国家股指走势：葡爱法希



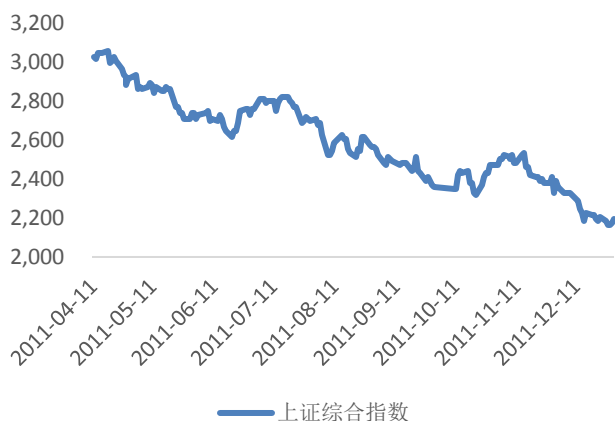
资料来源：财信证券，WIND

图5：欧洲国家股指表现：西、意、德



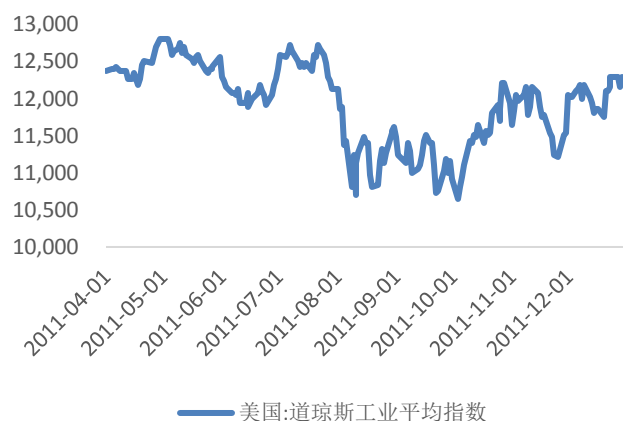
资料来源：财信证券，WIND

图6: 全球市场受波及: 上证指数



资料来源: 财信证券, WIND

图7: 全球市场受波及: 道琼斯工业指数



资料来源: 财信证券, WIND

表 2: 欧债危机深化阶段事件脉络

时间	事件
2011年7月12日	隔夜意大利及西班牙公债重挫, 德国国债收益率跌到逾七个月低点, 希腊债务危机可能波及较大经济体, 引发投资人对安全资产的避险需求。
2011年8月8日	受法国AAA顶级信贷评级可能遭调降传闻的影响, 法国股市出现大幅动荡, 其中银行股板块急跌。泛欧道琼斯指数收于223.50点, 跌幅为3.75%。
2011年8月13日	世界银行行长佐利克13日表示, 由于欧洲发生主权债务危机, 世界经济进入了“新的、更加危险的阶段”, 前景变得更加不确定。
2011年8月30日	希腊国会预算办公室报告称, 债务水平继续激增, 原始赤字居高不下, 经济衰退加剧, 目前希腊的债务状况已经极度恶化, 达到“失控”的程度。
2011年9月14日	惠誉调降了西班牙五个地区的信用评级
2011年9月15日	据欧盟文件显示, 欧盟最高级的财政官员将于本周向各成员国财政部长发出警告, 称在主权债务危机向银行业蔓延的形势下, 市场可能重新出现信贷紧缩的状况, 这将带来一场“系统性的”危机。
2011年9月21日	欧洲系统性风险理事会发布声明称, 过去几个月, 欧洲主权债务危机已从欧盟内较小经济体蔓延至部分较大经济体, 欧盟金融系统风险已经大大增加, 欧洲许多地区压力迹象明显。
2011年10月7日	惠誉下调西班牙评级至AA-, 展望为负面; 下调意大利评级至A+, 展望为负面。
2011年10月19日	穆迪将西班牙主权债务评级自Aa2下调至A1, 评级前景为负面。
2011年12月8日	欧洲央行12月8日宣布, 将基准利率下调25个基点至1%, 本次降息是欧央行行长德拉吉11月1日接替特里谢以来的第二次降息, 第一次是在11月3日, 降息25个基点至1.25%。
2012年1月14日	标准普尔北京时间1月14日将法国主权信用评级由最高的AAA下调至AA+, 但法国股市出现上涨
2012年1月14日	标准普尔在报告中宣布, 该机构决定将塞浦路斯、意大利、葡萄牙和西班牙的长期主权信用评级各下调两个等级; 将法国、奥地利、马耳他、斯洛伐克和斯洛文尼亚的长期主权信用评级各下调一个等级; 同时确认比利时、爱沙尼亚、芬兰、德国、爱尔兰、卢森堡和荷兰现有的长期评级。

资料来源: 财信证券研发中心整理

2 欧债危机的成因

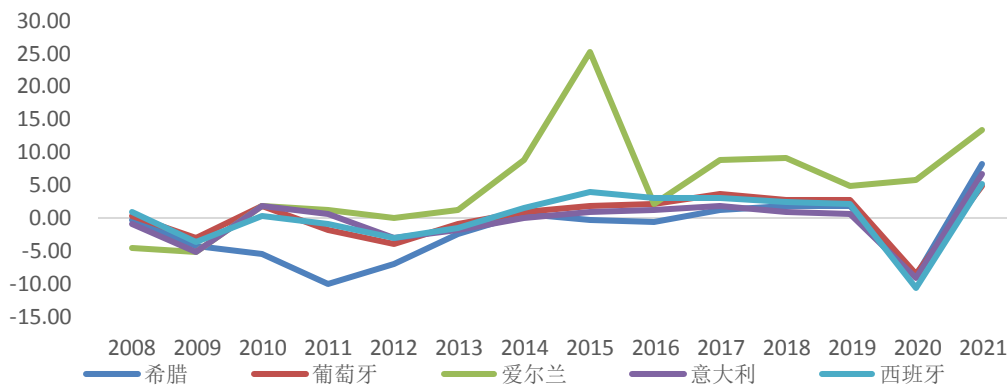
2.1 表现成因

欧债危机的表现成因有三：次贷危机是诱发因素、评级机构是催化因素、欧央行加息是引爆因素。

2.1.1 次贷危机为诱发因素

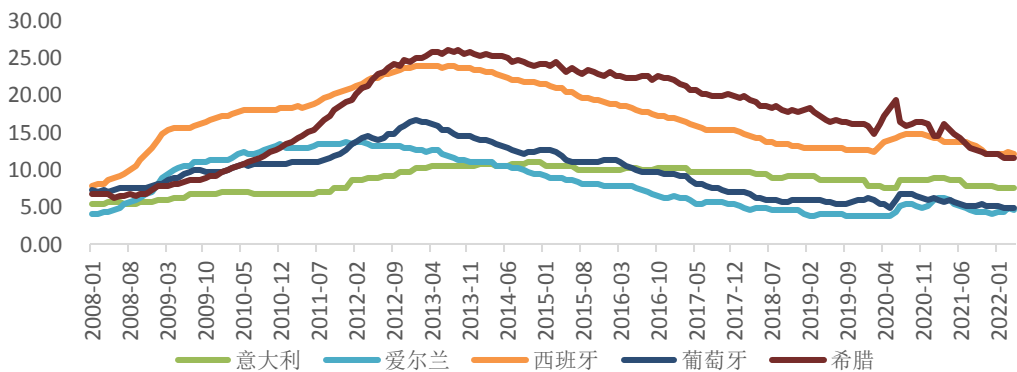
次贷危机爆发后，全球经济低迷，2009 年欧猪五国经济全部负增长。与之相伴的是失业率连续走高、银行不良贷款率上升。为了应对危机，各国纷纷采取扩张性财政政策，财政赤字快速攀升，2009 年希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙、意大利财政赤字占 GDP 比重分别为 15.6%、10.2%、13.9%、11.2%、5.5%。一般政府债务占 GDP 的比例也打破了危机前几年的稳态，出现连续上升，其中西班牙和爱尔兰虽绝对数额不高，但房地产泡沫破灭，政府负债上升速度加快，与之对应的是一般政府债务利息支出占 GDP 的比重快速上升，债务负担较大的希腊超过 5%。次贷危机是欧债危机爆发的诱发因素，欧债危机是次贷危机的延续。

图8：欧猪五国 GDP 增速 (%)



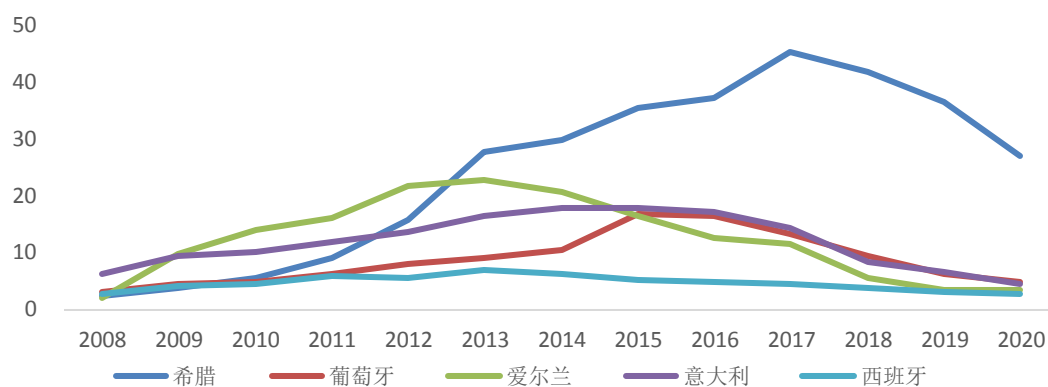
资料来源：财信证券，WIND

图9：欧猪五国失业率 (%)



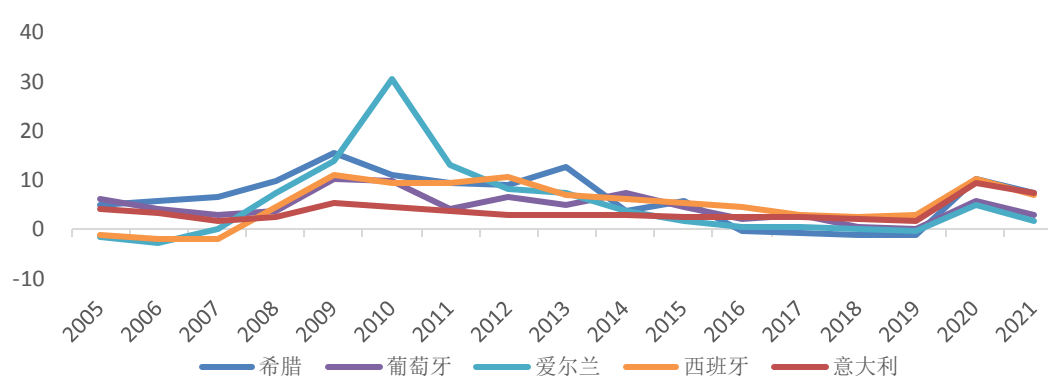
资料来源：财信证券，WIND

图10: 欧猪五国不良贷款率 (%)



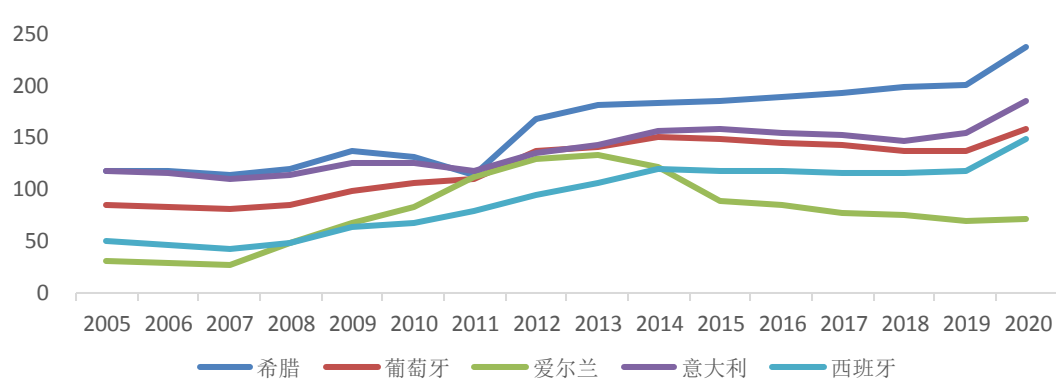
资料来源: 财信证券, WIND

图11: 欧猪五国财政赤字占 GDP 比重 (%)



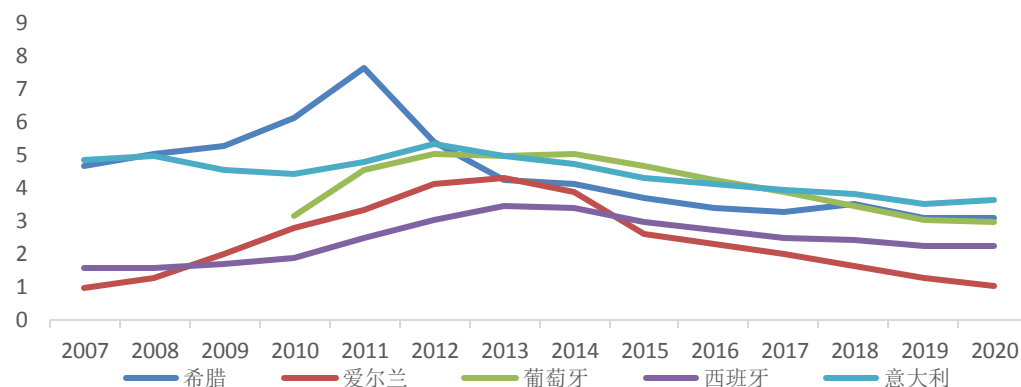
资料来源: 财信证券, WIND

图12: 欧猪五国一般政府债务占 GDP 比重 (%)



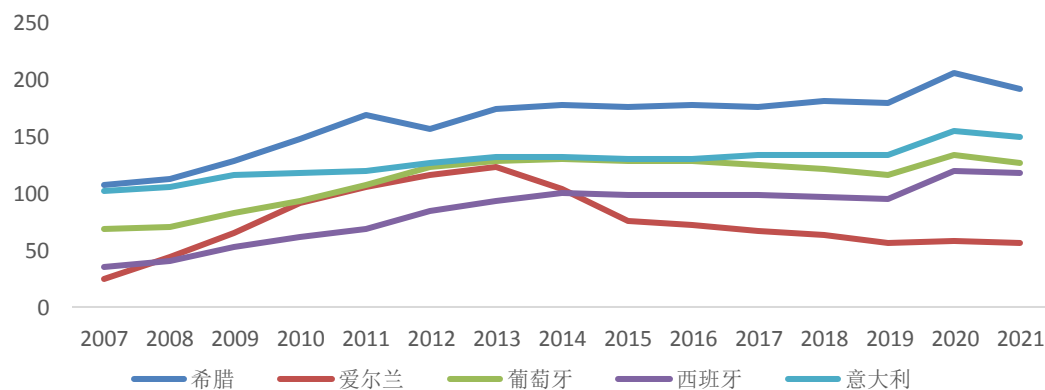
资料来源: 财信证券, WIND

图13: 欧猪五国一般政府利息占 GDP 比例 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图14: 欧猪五国债务占 GDP 比例 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

2.1.2 评级机构是催化因素

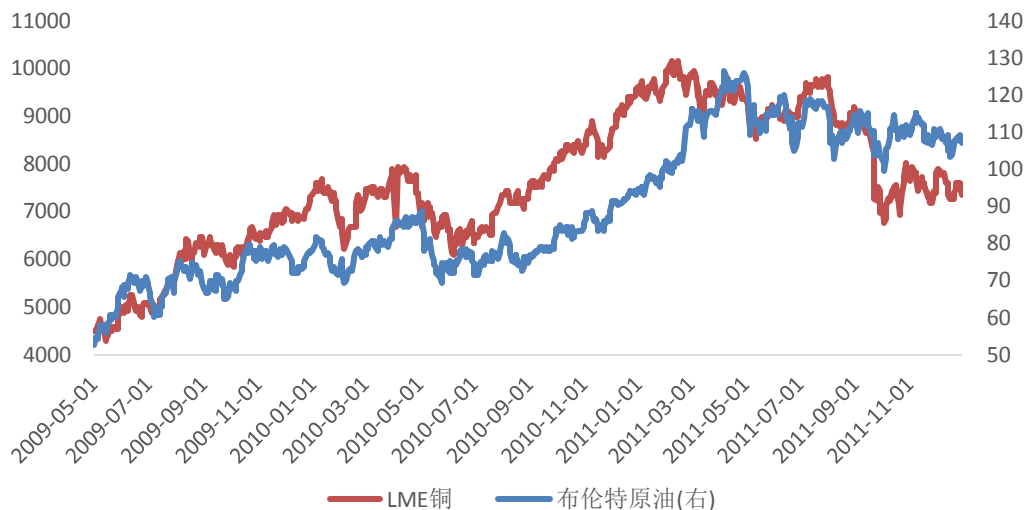
在希腊债务危机爆发后, 三大评级机构于 2009 年 12 月下调了希腊主权信用评级。在欧债危机的起始阶段, 葡萄牙、西班牙、爱尔兰的主权信用评级均遭到下调, 除西班牙之外, 其它三国均是多轮下调。2011 年 4、7 月欧洲央行加息之后, 欧债危机进入到深化阶段, 三大评级机构对欧元区国家债务评级下调频率进一步提高, 其中 2012 年 1 月 13 日, 标准普尔一次性下调欧元区 9 国的信用评级。信用评级遭下调的主因是经济低迷, 债务风险上升, 但同时也推升了利率, 加剧了这些国家的债务负担, 助推了危机的传播, 成为欧债危机的催化剂。

2.1.3 欧央行加息是引爆因素

2011 年原油价格超过 120 美元每桶, 与此同时是粮食、原材料价格攀升, 全球通胀压力抬升。尽管欧洲尚未走出债务危机的阴霾, 但面对通胀压力, 时任欧洲央行行长特里谢表示假如发现有危及欧元区价格稳定的因素, 欧洲央行不会让外围成员国经济的低迷

表现阻挡加息步伐，最终欧洲央行于 2011 年 4 月和 7 月选择了加息。欧央行的两次加息使本就处于债务危机阴霾的希腊、西班牙、爱尔兰长债利率快速上行，债务危机向意大利、西班牙等国扩散，欧债危机彻底引爆，欧元区国家股债汇齐跌，全球市场剧震。

图 15: 原油、铜价格走势 (美元/桶、美元/吨)



资料来源: 财信证券, WIND

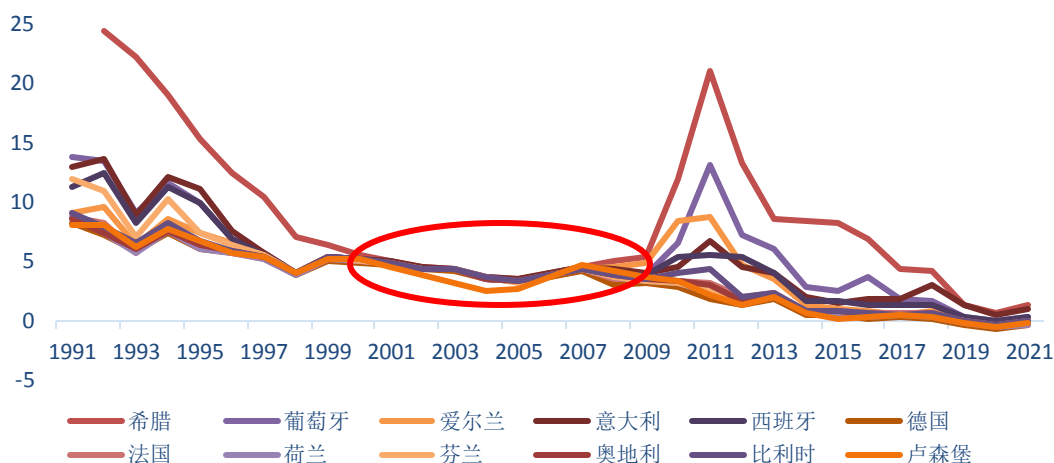
2.2 欧债危机深层次原因——双循环下的失衡深化

欧债危机表面上是主权债务危机，但隐患从欧元区成立之后就已形成，我们总结为欧债危机是双循环的失衡深化导致的国际收支危机。欧元区成立后，区域内经济体出现利率趋同性特征和社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征，前者导致边缘国资产价格泡沫，后者导致边缘国产业竞争力减弱，产业空心化。久而久之形成了双循环，一是资金通过经常账户由边缘国流向核心国，而后通过资本与金融账户回流边缘国的资金循环，二是形成边缘国消费、核心国生产的产业循环。资金来源于核心国，产品也来源于核心国，廉价的午餐不具备持续性，此双循环存在天然缺陷，双循环下的失衡深化是欧债危机爆发的深层次原因。

2.2.1 利率的趋同性特征和房地产泡沫

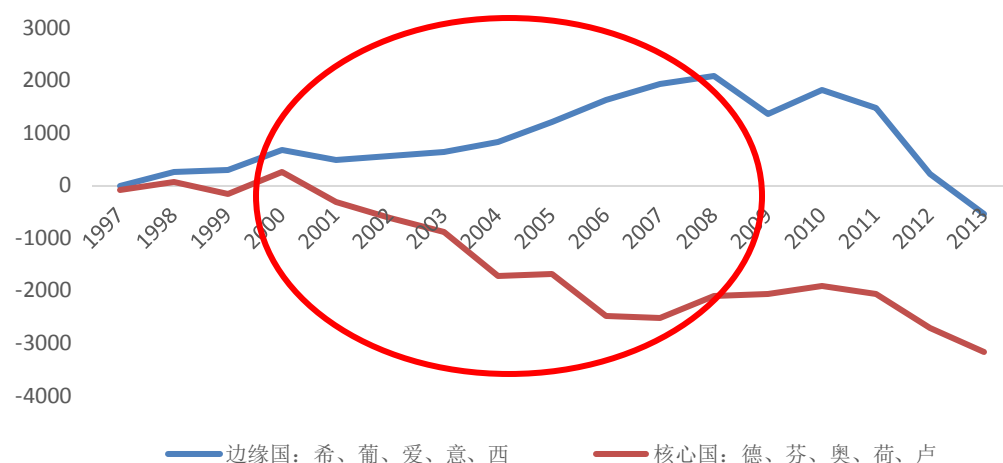
1999 年 1 月 1 日欧元区成立，欧元区国家实施单一的货币和统一的货币政策。欧元区成立之初，共 11 国，2001 年希腊加入欧元区，欧元区成立之前各国在利率上存有差异，但成立之后各国利率收敛于德国债券利率，即市场忽略了各国经济结构上的差异，把单一货币当成了统一的信用主体（图 15）。利率趋同化是资金通过资本与金融账户流入边缘国的表现，最有利的证据是从欧元区成立到美国次贷危机爆发，边缘国和核心国资本与金融账户出现了很明显的镜像关系（图 16）。

图16: 欧元区成立后成员国长债利率收敛于德国长债利率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

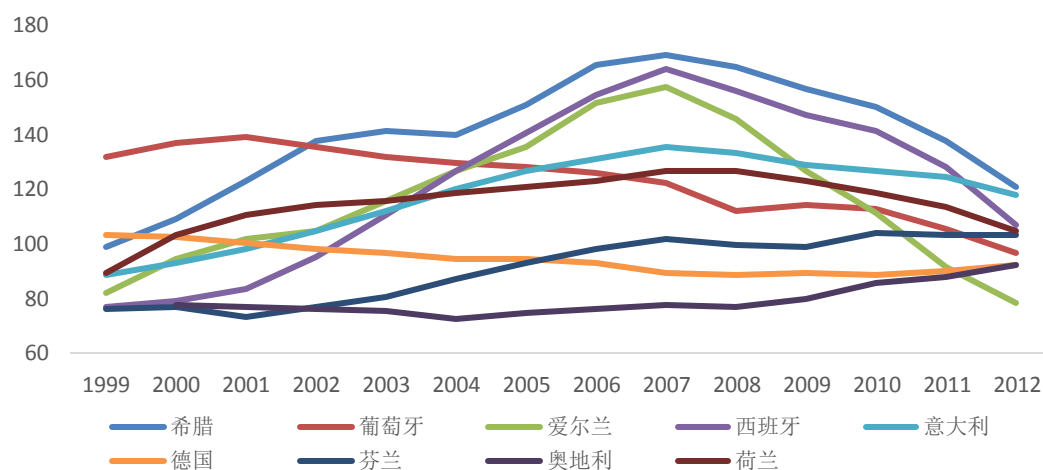
图17: 边缘国和核心国资本与金融账户镜像 (亿美元)



资料来源: 财信证券, WIND

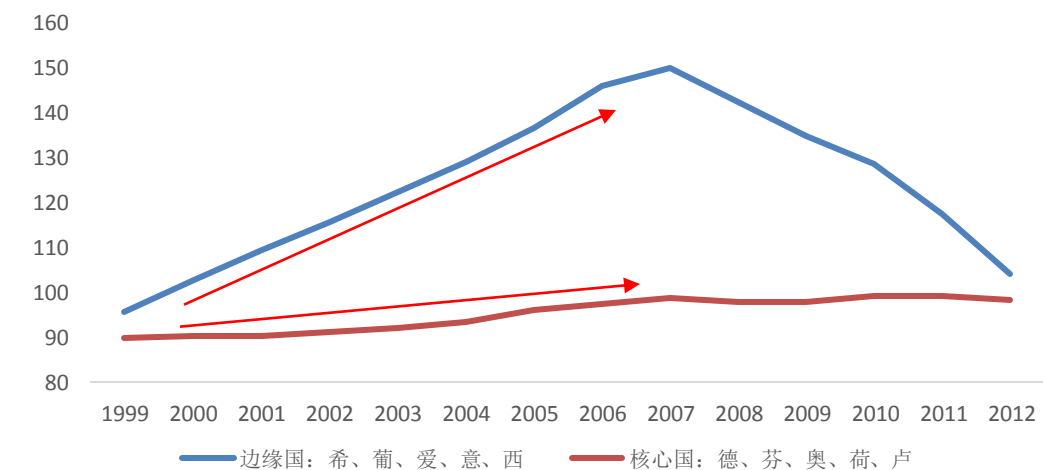
低廉资金的涌入, 欧猪五国除了葡萄牙外, 其余四国房价均出现了明显上涨。从1999年欧元区成立到2007年次贷危机爆发前夕, 希、爱、西、意 OECD 实际房价指数分别上涨 70.8%、92.4%、113.5%、52.2%, 而同期德、芬、奥、荷实际房价指数涨幅分别为-13.36%、34.17%、-0.03%、22.71%, 边缘国房价涨幅显著大于核心国。次贷危机爆发之后, 边缘国房地产泡沫破灭, 房价涨幅最大的希腊、爱尔兰、西班牙房价大跌 (图 17、18)。

图18: OECD 实际房价指数



资料来源: 财信证券, WIND

图19: OECD 实际房价指数边缘国和核心国算术平均

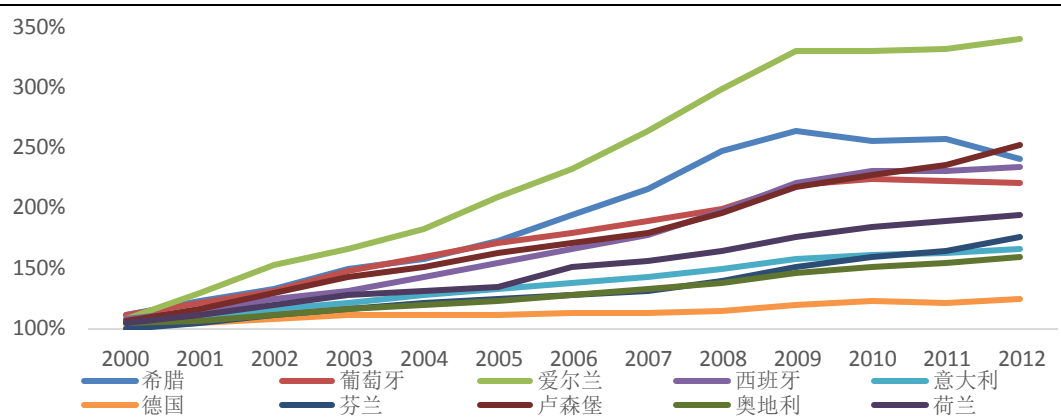


资料来源: 财信证券, WIND

2.2.2 社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征和经常账户赤字

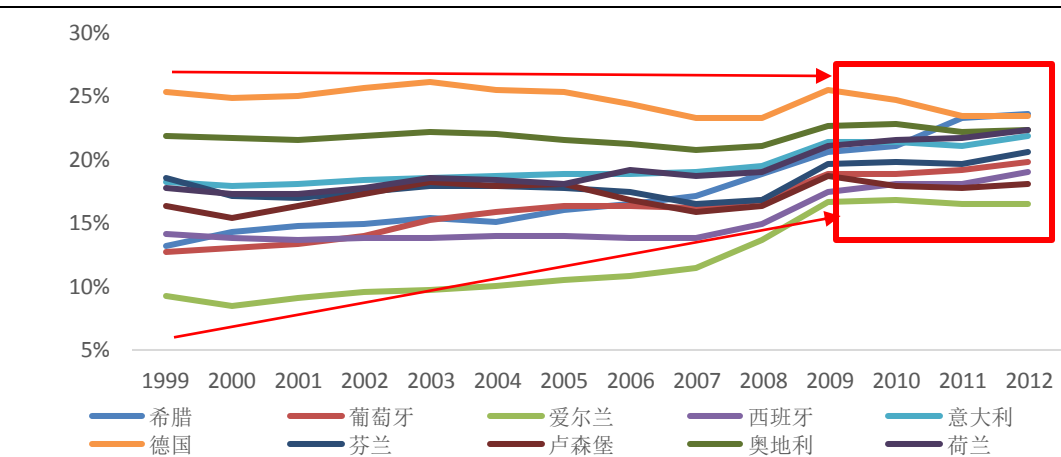
欧元区成立后, 边缘国家社会福利支出增长快于核心国家(图 19), 社会福利支出占 GDP 的比重向核心国家收敛(图 20), 与此同时工资水平增速也快于核心国(图 21)。社会福利和工资水平的快速增长提升了边缘国消费能力, 同时也削弱了其自身产业的竞争力, 久而久之欧元区形成了边缘国消费, 生产国生产的关系, 最终表现为边缘国经常账户赤字, 核心国经常账户盈余, 经常账户再次展现了如资本与金融账户类似的镜像关系, 如图 22 所示。

图20: 以 1999 年定基社会福利累计增长 (%)



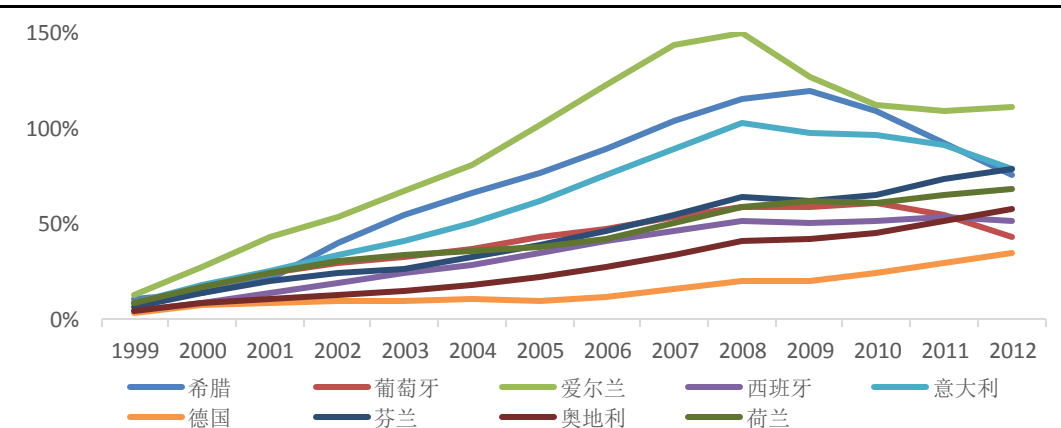
资料来源: 财信证券, WIND

图21: 边缘国社会福利支出占 GDP 比重向核心国收敛 (%)



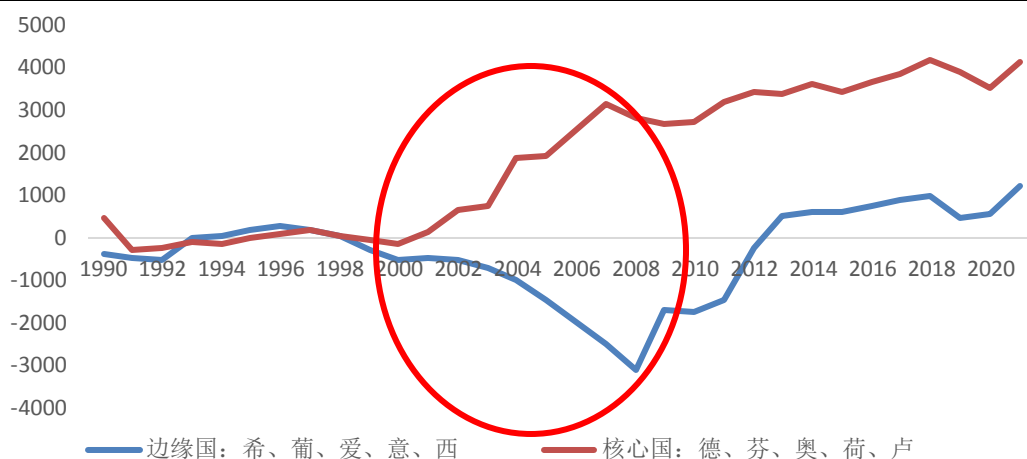
资料来源: 财信证券, WIND

图22: 以 1999 年定基劳动者报酬累计增长 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图23：边缘国和核心国经常账户盈余的镜像关系（亿美元）



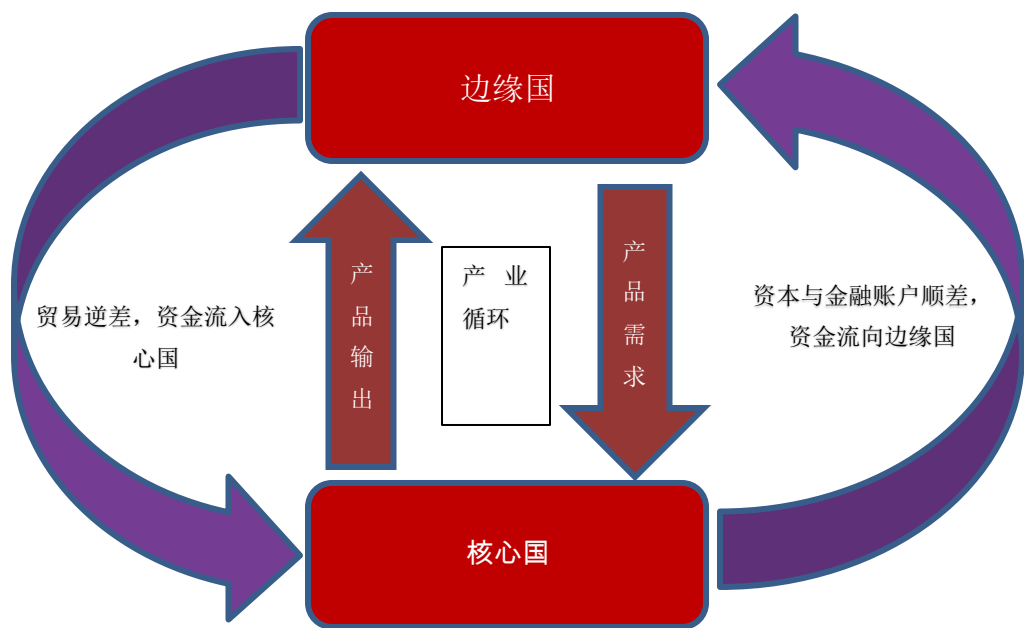
资料来源：财信证券，WIND

2.2.3 深层次原因——双循环下的失衡深化引发的国际收支危机

通过前述特征，可以勾勒出欧元区成立后到次贷危机爆发期间欧元区的双循环运行机制（图 23），一是资金流循环，即资金通过经常账户从边缘国流入核心国，而后从核心国通过资本与金融账户反哺边缘国；二是产业循环，即边缘国形成需求，为消费国，核心国具有产业优势，为生产国。

此双循环存在严重的缺陷，一是边缘国资本和金融账户顺差，容易形成债务上升和资产价格泡沫；二是福利和工资的上升，产业竞争力减弱，出现产业空心化；三是资金来源于核心国，产品也来源于核心国，廉价的午餐不具备持续性。上述缺陷决定欧元区双循环是一种持续深化的失衡状态，天然具有脆弱性。欧债危机表面看是主权债务危机，但其它因素都只是打破双循环的触发因素，并不是欧债危机的根本原因，随着双循环问题的积累，循环中任何一个环节遭受破坏均有可能把欧元区推向危机的边缘，因此欧债危机的深层次原因是双循环下的内在失衡深化引发的国际收支危机。

图24: 脆弱的双循环



资料来源: 财信证券研发中心整理

3 欧债危机的救助

欧债危机的救助方式一是通过成立欧洲金融稳定基金 (EFSF), 以及后续设立的设立欧洲稳定机制 (ESM), 向债务国提供贷款和在一级和二级市场上购买成员国国债等; 二是欧洲央行降息, 并启动了多轮长期再融资操作 (LTRO), 以及实施了证券市场计划 (SMP) 和直接货币交易计划 (OMT); 三是财政赤字约束。其中救助方式一和二是欧债危机缓和的核心原因, 资金的注入使得双循环能够继续运转, 为后续经济结构改革赢得了时间, 财政赤字约束虽为治本之道, 但导致经济下行压力增大和社会福利下降, 阻碍重重。

3.1 设立欧洲金融稳定基金 (EFSF), 以及后续设立的设立欧洲稳定机制 (ESM)

希腊债务危机爆发后, 欧盟对是否进行救助存在较大的分歧, 一部分认为《马约》有不救助条款, 且救助存在道德风险, 不应该救助; 一部分认为救助可以避免危机的传染, 应该救助。最终欧盟成员国财政部长在 2010 年 5 月 10 日凌晨, 经过 10 多个小时的漫长谈判后, 终于达成一项总额 7500 亿欧元的救助机制, 以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国, 防止希腊债务危机蔓延。其中欧洲金融稳定机制 (EFSM) 和欧洲金融稳定基金 (EFSF) 是上述救助机制的一部分。这套史上最庞大的救助机制由三部分资金组成, 其中 4400 亿欧元将由欧元区国家根据相互间协议提供, 为期三年, 即欧洲金融稳定基金 (EFSF) 资金来源于欧元区国家。600 亿欧元将以欧盟《里斯本条约》相关条款为基础, 由欧盟委员会从金融市场上筹集, 即欧洲金融稳定机制 (EFSM), 资金来源于欧盟, 此外

国际货币基金组织将提供 2500 亿欧元。

2011 年 3 月 25-26 日的欧盟峰会上批准设立欧洲稳定机制 (ESM)，ESM 由 800 亿欧元现金及 6200 亿欧元通知即缴资本组成，ESM 将在 2013 年年中前取代欧洲金融稳定基金(EFSF)。其主要任务是为欧盟成员国提供金融救助。2012 年 10 月 8 日，欧洲稳定机制正式生效。相比为期三年的欧洲金融稳定基金 (EFSF)，欧洲稳定机制 (ESM) 为永久性的。

EFSF 和 ESM 的主要功能有向困境国家提供贷款，在一级和二级市场上购买成员国国债、以信贷额度的方式提供预防性金融援助、通过向成员国政府提供贷款，为成员国的金融机构提供资本重组融资。

表 3：EFSF、IMF 和欧盟对债务国救助规模

时间	救助国家	救助额度
2010 年 5 月 2 日	希腊	1100 亿欧元
2010 年 11 月 28 日	爱尔兰	850 亿欧元
2011 年 5 月 3 日	葡萄牙	780 亿
2011 年 7 月 21 日	希腊	1050 亿欧元

资料来源：财信证券研发中心整理

3.2 欧洲央行——降息、长期再融资操作 (LTRO)、证券市场计划 (SMP) 和直接货币交易计划 (OMT)

2011 年 11 月 1 日，原意大利央行行长马里奥·德拉吉出任欧洲央行第三任行长，2 日后欧洲央行宣布降息，将欧元基准利率从 1.5% 下调 25 个基点至 1.25%，开启降息周期。2011 年 12 月 8 日欧洲央行再次将基准利率下调 25 个基点至 1%，短时间内第二次降息。在随后的几年中，利率进一步下调至 0 利率。在降息的同时，为了缓解银行业困境，欧央行分别于 2011 年 12 月和 2012 年 2 月开展两轮三年期的长期再融资操作(LTRO)，总规模超过 1 万亿欧元，利率仅为 1%。降息和 LTRO 操作降低了利率成本，以及给银行提供了充足的流动性，为危机的缓解起到了关键作用。

2010 年 5 月至 2012 年 9 月，欧洲央行实行了证券市场计划 (SMP)，期间购买了近 2100 亿欧元区政府债券。SMP 计划缓解了债券市场压力，但未有效压低利率，2012 年 9 月 6 日晚，德拉吉正式宣布，在二级市场上，欧洲央行(ECB)将以严格的条件约束推出无限量购买欧元区成员国主权债券的“直接货币交易(OMT)”计划。OMT 设置了严格的约束条件，但不限量，同时放弃了优先权。OMT 计划推出后，并未真正使用，但不限量的对财政货币化的突破，为预期的引导发挥了重要作用，利率稳步下行。

3.3 财政紧缩政策和经济改革

救助条款中含有较严格的条件约束，迫于压力，债务国制定了财政紧缩政策。2010年5月6日，希腊议会顶住民众大规模抗议压力，投票通过欧元区和国际货币基金组织（IMF）合作的救助方案，批准政府施行更加严厉的财政紧缩方案。希腊政府将在今后3年内削减财政预算300亿欧元，包括削减职工退休金和公务员工资等具体内容。爱尔兰政府11月2日宣布，削减2011年财政预算，并在未来四年内节约开支150亿欧元。2010年11月30日，葡萄牙央行表示葡萄牙政府已决定在明年预算中采取艰难的财政节支措施，以削减财政赤字，缓和投资者的担忧。2011年3月25日，西班牙首相萨帕特罗宣布了西班牙应对危机的新经济措施。这些举措共涉及四个主要方面：竞争力、就业增长、公共财政的可持续发展以及金融稳定。2011年7月15日，意大利众议院15日通过未来三年削减700亿欧元(约合980亿美元)财政赤字的紧缩法案。财政紧缩会加大经济下行压力，执行过程比较痛苦也比较波折，但其和经济改革为打破双循环的治本之道。

表 4：财政紧缩政策和经济改革

时间	事件
2010年5月6日	希腊议会6日顶住民众大规模抗议压力，投票通过欧元区和国际货币基金组织（IMF）合作的救助方案，批准政府施行更加严厉的财政紧缩方案。希腊政府将在今后3年内削减财政预算300亿欧元，包括削减职工退休金和公务员工资等具体内容。
2010年7月12日	希腊财政部12日发表公报，今年上半年希腊财政赤字同比下降46%，从2009年的178.66亿欧元降到96.45亿欧元。
2010年11月2日	爱尔兰政府11月2日宣布，至上月底，爱尔兰预算赤字达144亿欧元，该国计划大规模削减2011年预算。爱尔兰政府表示，有望于今年将预算赤字占国内生产总值(GDP)比重降至11.9%；2011年，还将继续削减2011年财政预算，并在未来四年内节约开支150亿欧元。
2010年11月30日	葡萄牙央行表示葡萄牙政府已决定在明年预算中采取艰难的财政节支措施，以削减财政赤字，缓和投资者的担忧。
2010年10月23日	希腊国会周四(23日)批准了2011年预算案，其包含了欧盟/IMF 1,100亿欧元援助行动所规定的新一波节支与增税举措。
2011年1月4日	希腊财政部长帕帕康斯坦季努表示，希腊将在3年内通过出售国有资产的方式融资70亿欧元资金，确保该国平稳度过债务危机。
2011年3月25日	西班牙首相萨帕特罗25日宣布了西班牙应对危机的新经济措施。这些举措共涉及四个主要方面：竞争力、就业增长、公共财政的可持续发展以及金融稳定。
2011年6月29日	希腊议会29日以微弱多数通过政府提出的中期经济紧缩计划，为希腊获得欧盟和国际货币基金组织下一批救援贷款铺平道路。
2011年7月15日	意大利众议院15日通过未来三年削减700亿欧元(约合980亿美元)财政赤字的紧缩法案，至此该法案在意大利参众两院均获通过。面临巨大的市场压力，紧缩法案在政府公布后半个月就获通过，如此高效在意大利政治历史上十分罕见。
2011年7月26日	法国政府曾宣称，到2013年将财政赤字从2010年的国内生产总值的7.1%减少到3%，而IMF在其每年对法国的经济报告中指出，为实现这一目标，法国可能需要采取一些额外措施。
2011年8月24日	法国总理弗朗索瓦-菲永召开新闻发布会，公布了一项大规模财政紧缩计划。该计划旨在通过加大紧缩和征税力度，确保今年法国公共财政赤字占GDP的比重降至5.7%，2012年降至4.5%。

2011年10月21	葡萄牙总理科埃略10月21日承诺，将完成780亿欧元援助协议项下的减赤目标，在今年将其财政赤字占国内生产总值（GDP）比例自2010年的9.8%削减至5.9%，并在明年将其进一步削减至4.5%。
2011年11月30日	葡萄牙议会周三(11月30日)批准了一项严厉的2012年紧缩预算案。预算案提出的措施包括大幅下调公共部门薪资、上调产品和服务税以及削减医疗和教育支出。

资料来源：财信证券研究发展中心整理

4 欧债危机是否卷土重来

今年9月份希腊、意大利十年期国债利率由1年前的不到1%升破4%，其它欧元区国家国债收益率也相比1年前大幅走高。在汇率方面，7月13日，欧元兑美元汇率盘中跌破1:1的平价，9月份再度击穿平价。在代表性事件背后，俄乌冲突未缓和，疫情冲击尤在，能源危机暂无解决之道，通胀压力如鲠在喉，欧债危机是否会卷土重来？通过复盘欧债危机，我们认为欧洲经济衰退的风险加大，问题严峻，但欧债危机卷土重来暂不构成基准情形，后续的衍化是关键。

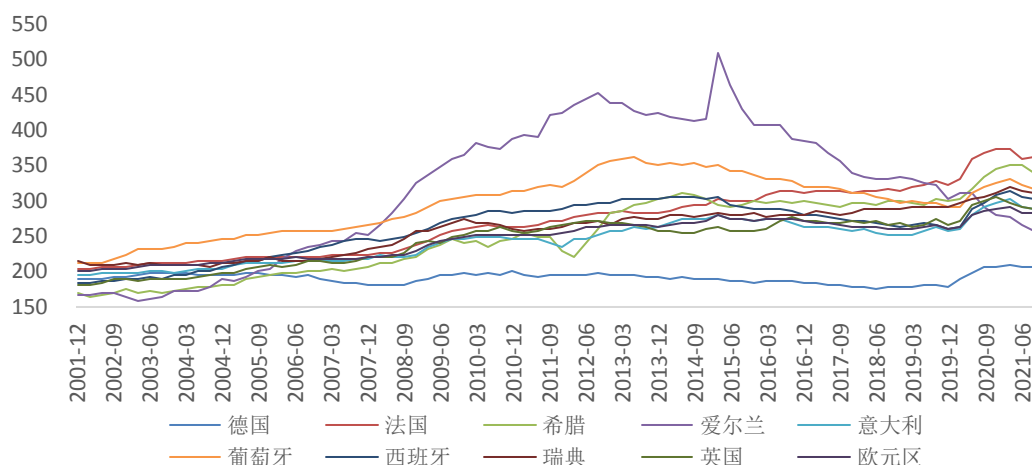
4.1 欧洲的危局

4.1.1 高债务和财政赤字加大

高债务并不是新鲜话题，而是当前全球大多数经济体的通病，欧洲国家杠杆率超过260%是常态，超过300%也并不是孤例。欧债危机之后欧洲更多的是稳杠杆，而非降杠杆，欧洲国家中近年来实现漂亮降杠杆的国家是爱尔兰，这主要是爱尔兰2014-2021年经济高速发展，年均增速达到了9%。保持经济高速增长可能才是漂亮去杠杆的有效形态，而对通胀去杠杆和危机去杠杆我们并没有找到足够多的数据支撑，譬如大滞涨时代美国杠杆率始终维持在134%附近，近年来恶性通胀的土耳其、阿根廷杠杆率也并未明显下降，同时几大危机中我们也未见到各个危机经济体杠杆的去化。

在政府债务方面，疫情前欧洲国家一般政府债务占GDP比重基本维持稳定，欧猪五国财政赤字率均回到了3%以内，希腊在2016-2019甚至出现了财政盈余。而疫后欧洲国家债务率出现不同程度上升，疫后两年财政赤字率年均超过8%的国家有罗马尼亚、意大利、西班牙、希腊。从一般政府债务占GDP比重来看，希腊和意大利、葡萄牙债务负担最重，法国数据低于上述国家，但近年持续上升。

图25: 欧洲国家杠杆率 (%)



资料来源: 财信证券, iFinD

4.1.2 能源危机后贸易差额的恶化成了普遍现象

自布雷顿森林体系瓦解之后, 大多数危机的爆发都有国际收支危机的影子, 与经常项目长期赤字存在较大的关系。欧债危机之后, 欧洲的双循环机制已经不在明显, 作为边缘国的意大利、西班牙近年经常账户持续呈盈余状态, 葡萄牙、爱尔兰虽不够稳定, 但盈余的年份也多于赤字的年份, 且赤字率不高, 即便是希腊在疫情前经常账户逆差比例也不高。

但疫情后情况正在起变化, 希腊、塞浦路斯等国家经常账户明显恶化, 更为值得关注的是能源危机之后欧洲国家贸易差额的恶化成为了普遍现象, 这一点与当前全球普遍面临的高债务问题是最值得担忧的。只是现在贸易差额恶化的时间暂不长, 爆发危机的概率暂不大, 但若欧洲无休止的处于地缘政治的纷争中, 通胀问题迟迟无法解决, 或者通胀在回落之后出现类似上世纪 70 年代后期的再通胀问题, 届时欧洲抵御风险的能力将大幅削弱, 危机的概率将会大增, 因此欧洲是否爆发危机核心还是取决于后续的衍化。

4.2 欧洲的回旋空间

4.2.1 危机的形成并非一蹴而就

欧债危机的初始阶段, 欧盟和欧元区内部对是否应该进行救助存在较大的分歧, 同时债务国也对是否接受援助存有异议, 错过了第一时间切断风险传染的时机。但即便如此, 从 2009 年 10 月希腊爆发债务危机, 到 2011 年 7 月危机向核心国蔓延, 并引发全球市场剧震耗时近 2 年。2008 年的次贷危机亦如此, 美国次贷危机从 2006 年底就开始显露, 但到 2007 年 8 月才造成了短暂的冲击, 2008 年 6 月之后才演化为金融风暴。而 97 年亚洲金融危机, 爆发速度则明显快于欧债危机和次贷危机。两者的差异一方面与欧元、

美元为储备货币有关，资本的流入流出不会特别迅猛，且可通过汇率调节；另一方面是发达经济体应对危机的手段更丰富。因此利率上行、利差走阔并不代表危机已经来临。

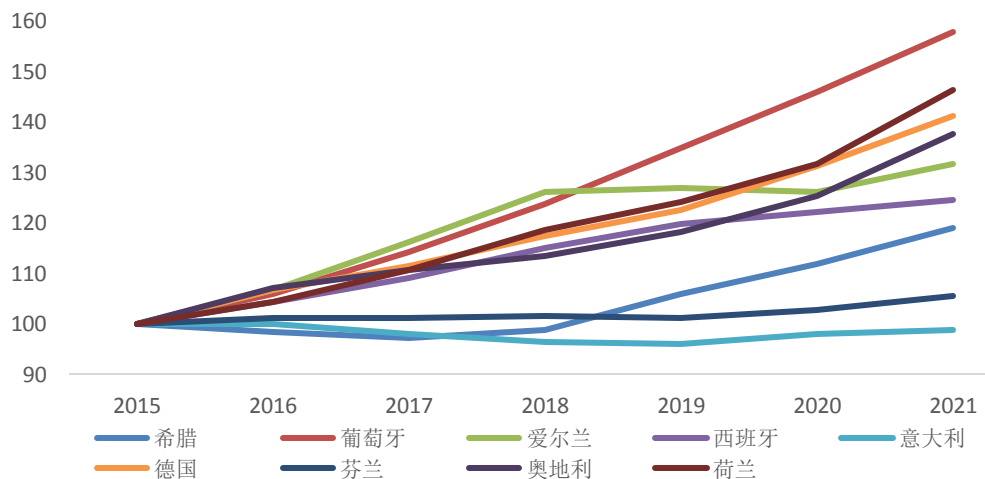
4.2.2 当前银行业相比欧债危机期间健康

欧债危机是次贷危机的延续，欧洲银行业在次级债上遭受了较大损失，据 Bloomberg 统计，截至 2008 年 8 月末，欧洲银行共提取次贷相关减计和损失 2273 亿美元，约占全球金融机构减计总额的一半。次贷危机还导致房价下跌，并刺破爱尔兰、西班牙、希腊的房地产泡沫，欧洲银行业重创。而当前欧洲银行业并未受到冲击，不良贷款近年整体上呈下降态势。

4.2.3 房地产价格上涨，但整体不太严重

欧债危机爆发之前，边缘国房地产价格快速上涨，且涨幅远高于核心国。但当前边缘国除了葡萄牙房价指数超过了欧债危机之前外，其余边缘国房价尚未恢复到欧债危机之前的水平，尤其是意大利房价，最近几年甚至出现了下跌。而核心国，房价虽然稳步上行，但涨幅均不大。无论是亚洲金融危机还是欧债危机，都有房地产泡沫的影子，而当前并不具备这一条件。

图 26: 欧洲国家近年房价指数（2015 年为基期）



资料来源：财信证券，WIND

4.2.4 救助将会更加迅捷

欧债危机的爆发与救助相对缓慢，未第一时间切断风险的传染有一定的关系，背景是边缘国之外的其它欧元区国家经济处于复苏当中。但当前欧元区所面临的高通胀和经济增长乏力是系统性的，各国的诉求趋于一致，一旦出现危机的苗头，政策的反应将会更顺捷。

另外，有了欧债危机的前车之鉴，欧央行的政策储备将更加丰富。7月21日，欧洲央行批准传导保护工具(TPI)的设立，欧洲央行表示，TPI购买规模取决于风险的严重程度，购买将不受事前限制。另外，欧洲央行的抗疫紧急购债计划(PEPP)再投资将至少持续到2024年底。加之欧债危机期间推出的欧洲稳定机制(ESM)、直接货币交易计划(OMT)均可在情况若恶化的情况下发挥重要作用。

5 风险提示

美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438