

# 欧盟地区信用风险展望（2017 年）

——“黑天鹅”渐次落地，经济逐步回暖，信用前景稳定

2017 年 9 月 1 日



**联合资信评估有限公司**

电话：010-85679696  
传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 邮箱：lianhe@lhratings.com  
大厦 17 层 网 址：www.lhratings.com

## 欧盟地区信用风险展望（2017 年）

——“黑天鹅”渐次落地，经济逐步回暖，信用前景稳定

作者：联合资信主权部

### 摘要

2017 年，欧盟地区<sup>1</sup>大选带来的政治风险有所回落，但难民危机、恐怖袭击、极右翼主义支持率上升及欧盟自身制度问题在未来将对欧盟的稳定性造成一定的挑战。预计未来 1~2 年欧盟地区经济将继续保持缓慢复苏态势，GDP 增长率将达到 2% 左右，通货膨胀水平在国际能源价格企稳的背景下有望小幅上涨，失业率将持续下降，量化宽松政策也有望逐步退出。欧盟地区银行业不良贷款率有望持续下降，银行业风险将有所降低，私人部门杠杆水平也会继续回落。在欧盟经济回暖以及欧盟严控成员国财政赤字的背景下，预计欧盟各国政府财政收入将保持增长，政府赤字水平将进一步下降至 1.50% 左右，政府债务水平或将出现小幅下降。近年欧盟整体贸易状况持续改善，外债水平增长势头得到控制，预计未来两年欧盟国家的外债偿还能力总体将保持稳定。

从联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对欧盟主要国家的评级结果看，虽然欧盟地区政治环境仍面临一定的不确定性，部分国家银行业风险仍较高、政府债务负担仍较重，但欧盟地区国家信用状况总体良好，联合资信对未来 1~2 年欧盟地区主权信用水平的展望为稳定。

### 一、 政治风险有所回落，但未来仍面临一定挑战

#### 1. 荷兰、法国和英国大选落定后，欧盟地区政治风险逐步消退

2017 年被称为“欧洲超级大选年”。截至 2017 年 7 月底，荷兰、法国和英国已经完成大选，德国、捷克等国则将于 2017 年下半年举行选举，意大利也有可能提前大选。

<sup>1</sup>由于英国尚未正式脱欧，欧盟统计局统计的 28 个欧盟国家中仍包括英国，以下同。

2016 年英国脱欧和特朗普当选美国总统后，全球化趋势出现逆转，不少欧盟国家以“反移民、反欧盟、反欧元”为政治纲领的极右翼政党支持率显著提高，欧盟一体化进程正面临挑战。从已结束的大选结果看，荷兰自由民主人民党继续保持第一大党地位，主张积极参与欧盟事务的法国前进党总统候选人马克龙当选新一任法国总统，欧盟地区政治风险逐渐消退；但极右翼政党在议会中的话语权普遍得到了提升，各政党之间的政见分歧或将导致新政府的政策实施面临较大阻碍，从而影响政府效率以及经济或财政改革进程。英国议会大选中保守党意外失去多数党地位加大了英国政治环境和脱欧谈判的不确定性。现任德国总理默克尔率领的基民盟和基社盟组成的执政联盟支持率继续保持领先，默克尔在即将于 9 月举行的德国大选中有望再度连任。

总体上看，荷兰和法国大选落地后，欧盟地区政治风险逐步消退，总体上利于欧盟一体化进程的推进。

表 1 2017 年欧盟各国大选情况

国家	大选进展	（潜在）影响
荷兰	2017 年 3 月 15 日，荷兰现任首相马克·吕特领导的自由民主人民党赢得国会众议院 33 个议席，继续保持第一大党地位；选前呼声甚高的极右翼政党自由党获得 20 个议席，未能夺取组阁权。	在一定程度上遏制了在欧洲蔓延的民粹主义浪潮；由于三个政党议席加起来未达到法定组阁议席数量，下届政府至少需要 4 个政党联合执政，各党之间存在的政见分歧可能导致新政府面临一定困难。
法国	2017 年 5 月 7 日，代表中间派前进党的总统候选人马克龙击败代表极右翼势力的国民阵线党首勒庞，以超过 65% 的选票当选新一任法国总统。	马克龙上任后致力于经济改革，积极参与欧盟事务，有利于法国及欧盟地区的政治和经济稳定。
英国	2017 年 6 月 8 日，特蕾莎·梅领导的保守党在英国议会大选中意外失去多数党地位，或将与其他政党组建联合政府。	本次大选导致保守党话语权有所削弱，加大了英国政局和脱欧谈判的不确定性。
德国	2017 年 9 月，德国将举行联邦议会选举，现任总理已宣布谋求连任，且在民调中占据领先优势，但在难民危机、英国脱欧和美国大选等国内外因素的冲击下，右翼民粹主义政党德国选择党也得到了一定程度的支持。	从目前来看，默克尔赢得连任的可能性较大，但极有可能继续组成大联合政府，甚至出现三党联合执政的局面，或将对德国政局的稳定性产生一定影响。
意大利	2016 年 12 月宪法改革公投失败后，前任总理伦齐引咎辞职，意大利政局陷入动荡；目前，意大利很有可能在 2017 年 9 月提前举行大选，而最新民调显示以伦齐为首的民主党支持率落后于民粹主义政党五星运动党。	在意大利主要政党中，只有伦齐所在的民主党明确支持意大利留在欧元区，但即便伦齐赢得大选，也极有可能出现高度分裂的议会，从而难以组建一个稳定的政府。

资料来源：联合资信整理

## 2. 近年欧盟国际影响力正在减弱

根据欧盟 2017 年发布的《欧盟的未来白皮书》，欧盟的国际影响力正在减弱。

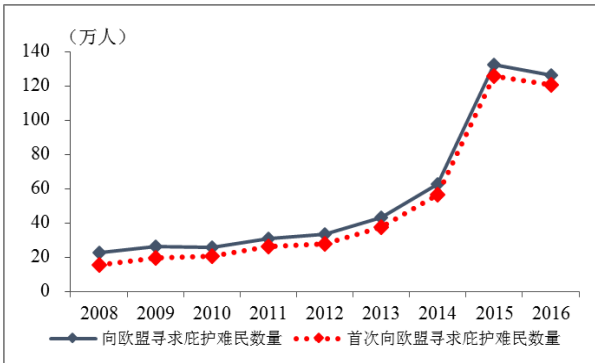
人口方面，1990 年，欧盟占全球总人口的比例高达 25%；2015 年，这一比例大幅降至 6%。此外，欧盟还面临严重的人口老龄化问题，预计到 2030 年，欧盟的平均年龄会升至 45 岁，这将大大增加欧盟高福利国家的养老、医疗等公共支出，增加政府财政压力，同时造成了欧盟市场劳动力空缺，阻碍欧盟未来经济的发展。

从全球范围看，欧盟的经济实力也在衰退。2004 年，欧盟 GDP 总量占全球经济总量的 26%，仅次于美国（28%）。但这一比例在 2015 年降至 22%，预计在 2030 年会进一步降至 20% 以下水平。2008 年全球金融危机期间，欧盟经济受到重创，尽管现在欧盟经济正企稳回升，但复苏仍然缓慢。

从国际货币地位来看，欧元是仅次于美元的第二大国际货币，但欧元区的低利率环境加上全球经济增长乏力的现状，使得欧元在国际货币中的地位逐渐下滑，近年欧元在世界各国的外汇储备中的占比也跌至 2000 年以来最低水平。2016 年 10 月 1 日起，人民币正式加入特别提款权（SDR）货币篮子，篮子中其他币种的占比也相应的发生了调整，其中欧元占比由 33% 降至 30%。

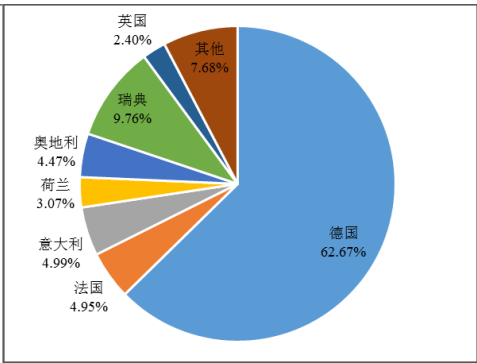
## 3. 难民危机和恐怖袭击多发加大了欧盟国家的内部分歧

近年来，中东和非洲地区的战乱、冲突和动荡导致前往欧盟地区的难民数量急剧增长（图 1）。2016 年，向欧盟寻求庇护的难民数量达到 125.99 万人，欧盟地区共接收合法难民 71.04 万人，其中德国和瑞典接收数量最多，分别为 44.52 万人（62.67%）和 3.94 万人（9.76%），均较 2015 年增长超过一倍；意大利、法国、奥地利和荷兰随后，接收难民数量均较 2015 年增长超过 20%。此外，近年还有数以百万计的非法难民移民潜入欧盟。难民的大量涌入已超过各国的收容能力，大量占用了原本属于欧盟国民的设施和福利，并引发治安问题，引起了多国民众的不满，并导致民族主义情绪和极右排外势力抬头。



数据来源：欧盟统计局

图 1 近年向欧盟寻求庇护难民数量急剧增长



数据来源：欧盟统计局

图 2 2016 年欧盟各国接收的难民分布

更重要的是，欧盟各国在对待难民的政策上也存在很大的分歧，导致欧盟各国之间的裂痕逐渐加大。东欧国家从一开始就对难民采取强硬政策，拒绝按照欧盟配额接收难民；西欧国家最初积极接受难民，随后又开始收紧难民政策。难民政策的收紧已使得欧盟多国恢复了边境管控政策，这将对《申根协定》下的人员自由流动造成挑战，从而动摇整个欧盟赖以存在的根基。

难民问题还给欧盟带来了安全隐患。2015 年法国遭受连环恐怖袭击事件后，英国、德国、荷兰、比利时、瑞典、瑞士等国相继遭到恐怖袭击，造成重大财产损失和人员伤亡，2017 年以来则有愈演愈烈之势，恐怖袭击更加频繁，欧盟安全压力不断上升。恐怖袭击迫使各国政府加强安保工作，从而加大政府财政负担。此外，恐怖袭击也会使欧盟各国的投资环境受到影响，引发资本外流，同时也对旅游业造成重创，或将对部分欧盟国家的经济发展带来不利影响。

#### 4. 欧洲一体化进程仍面临挑战

一是欧盟制度弊端逐渐显现。欧元区各成员国实行统一的货币政策，但由于各成员国之间经济发展水平和劳动生产率不同，导致利率和汇率调节效果不显著，且财政政策的实施具有一定滞后性，往往不能及时服务于不同经济周期，欧盟自身制度存在的缺陷正在逐步显现。另一方面，意大利、葡萄牙、希腊等国政府债务不断飙升，欧洲央行虽然作为最后贷款责任人，但最终由德国、法国等强国买单，也导致经济强国和需要救助国家之间的矛盾不断加深，对欧盟的稳定性造成一定威胁。

二是脱欧谈判将给英国及欧盟带来一定的负面影响。自 2017 年 3 月英国启动脱欧程序以来，脱欧谈判已经进行了两轮，英国和欧盟在诸多问题上的分歧难以弥合，一直没有取得实质性进展。对英国而言，脱欧谈判僵持越久，英欧关系的不确定性对英国经济的冲击就越大，英镑也将面临更大的贬值压力，而脱欧协议一旦流产更是会让英国在贸易、投资、金融等领域遭受重大损失。对欧盟而言，英国脱欧将使欧盟整体预算和再分配受到直接影响，德国、法国等大国将被迫承担更多的出资份额，欧盟的自由贸易进程也将因此放缓，欧盟内部不稳定性增加，欧盟在全球的影响力将被进一步削弱。

三是未来 1~2 年，欧盟地区还将举行诸多重要选举，不确定因素犹存。意大利定于 2018 年 5 月举行大选，但不排除提前大选的可能。近年来，意大利民粹主义政党“五星运动”迅速崛起，最新民调显示，其支持率跃居意大利各大党首位，若“五星运动”党未来执政将加大意大利的退欧风险，这也是短期欧盟内部面临的最大的不确定性。此外，即将于 2018 年举行大选的匈牙利、塞浦路斯、希腊等国同样面临民粹主义政党执政的风险。因此，未来 1~2 年，欧盟地缘政治格局仍存在不稳定因素，欧洲一体化进程仍面临挑战。

## 二、 经济保持缓慢复苏态势，量化宽松政策有望逐步退出

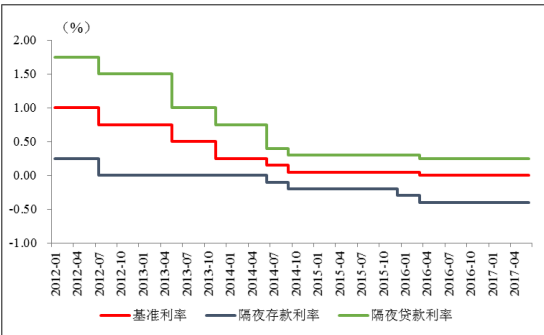
### 1. 欧债危机后，欧盟地区货币政策环境保持宽松

欧债危机后，欧盟经济增长陷入低谷，同时受国际能源及大宗商品价格下滑等因素的影响，欧盟地区通货膨胀水平持续走低，面临一定的通缩风险。为应对通缩风险并托底经济，近年欧盟货币政策环境持续宽松。

2012 年以来，欧洲央行和英国央行均采取了降息措施，并引入资产购置计划，以期提振通货膨胀水平，刺激经济复苏。具体来看，欧洲央行经过六轮降息将基准利率下调 100BP 至 0%，并自 2014 年以来实施资产购置计划，买入大量欧元区国债、机构债和企业债等，月均购债规模超过 600 亿欧元。英国央行 2012 年以来则将资产购买规模由 2000 亿英镑不断提升至 3750 亿英镑，促进国

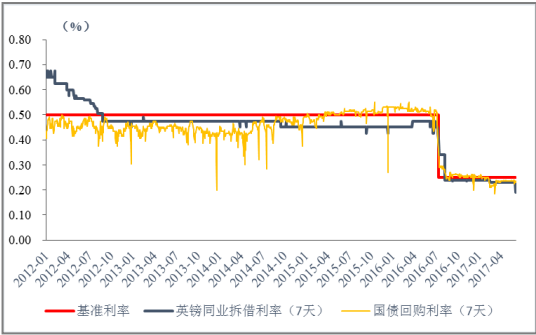


内拆借利率、国债回购利率等指导利率下行；2016 年 8 月，英国央行降息 25 个基点至 0.25%，资产购买规模扩大至 4350 亿英镑，货币宽松进一步加码。



数据来源：欧洲央行

图 3 欧洲央行政策利率变化情况



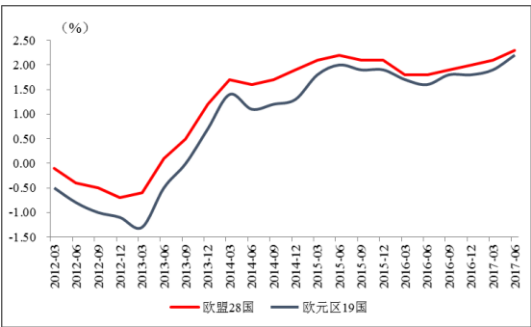
数据来源：英国央行

图 4 英国央行政策利率变化情况

2. 欧盟地区经济呈现缓慢复苏态势

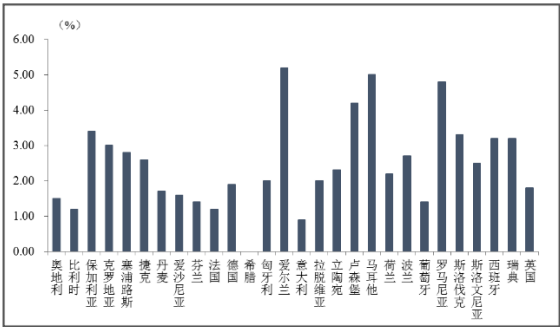
受益于宽松货币政策、外部需求改善等因素，欧盟经济在欧债危机后逐渐回暖，自 2013 年下半年以来摆脱衰退，并在 2015 年以后回升至 2% 左右的增长水平，经济增长趋于稳定。

2016 年，欧盟地区 GDP 实际增长 1.90%，较 2015 年下降 0.30 个百分点。具体来看，德国、法国等西欧经济强国经济增速有所回升，达到或接近欧盟的整体增速；东欧国家经济表现普遍较好，其中捷克和波兰的经济增速均接近于 3% 的水平；曾遭受欧债危机的南欧国家经济发展表现不一，爱尔兰、西班牙和意大利得益于政府推出的经济刺激政策逐步走出衰退，尤其是爱尔兰和西班牙的经济增速已位居欧盟国家前列，而希腊则受困于持续不断债务危机，成为欧盟地区唯一的经济“零增长”的国家。



数据来源：欧盟统计局

图 5 欧盟及欧元区季度 GDP 增速

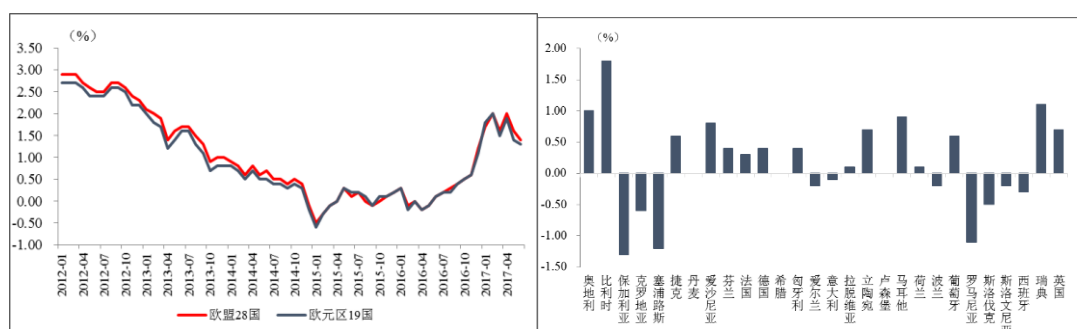


数据来源：欧盟统计局

图 6 2016 年欧盟各国 GDP 增速

### 3. 通货膨胀水平持续回升，通缩风险逐渐缓和

随着 2016 年以来国际能源价格的缓慢回升及欧盟经济的持续回暖，欧盟地区的通货膨胀水平持续回升，通缩风险逐渐缓和。2016 年欧盟地区 HICP 增幅达到 0.20%，其中德国、英国、比利时等西欧国家的通货膨胀水平明显改善，希腊、西班牙等南欧国家的通货紧缩状况也得到了一定程度的缓解，但保加利亚、罗马尼亚等东欧国家的通货紧缩状况仍不容乐观。



数据来源：欧盟统计局

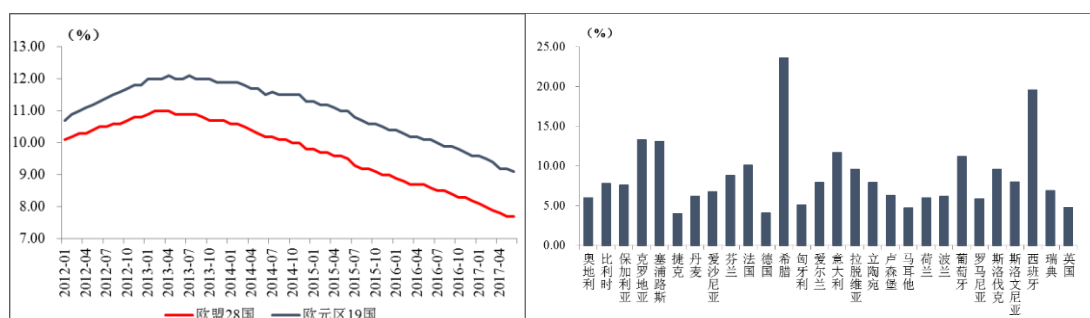
数据来源：欧盟统计局

图 7 欧盟及欧元区月度 HICP 增幅

图 8 2016 年欧盟各国 HICP 增幅

### 4 就业情况持续改善，部分国家失业率仍处于较高水平

2012 年欧债危机后，欧盟地区的整体失业率上升至 10% 以上的高位，并在此后连续两年保持在这一水平。随着 2015 年以来欧盟经济的缓慢复苏，欧盟地区的整体失业率也逐步下降至 8% 左右，但各国之间存在较大差异。2016 年，捷克、德国等国的失业率已下降至 4% 左右，而法国、西班牙、意大利、希腊等国的失业率仍保持在 10% 以上的高位，尤其是希腊和西拔牙的失业率仍高达 19% 以上，促进就业仍然是欧盟很多国家需要面临的一大难题。



数据来源：欧盟统计局

数据来源：欧盟统计局

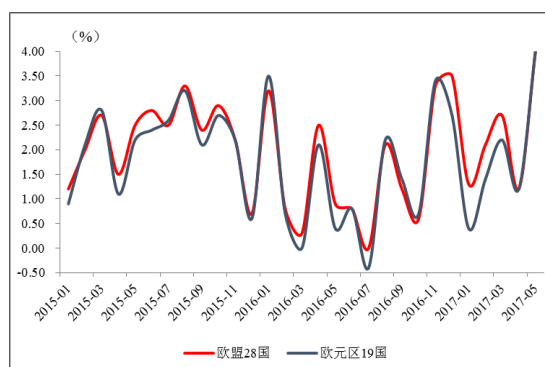
图 9 欧盟及欧元区月度失业率

图 10 2016 年欧盟各国年度失业率



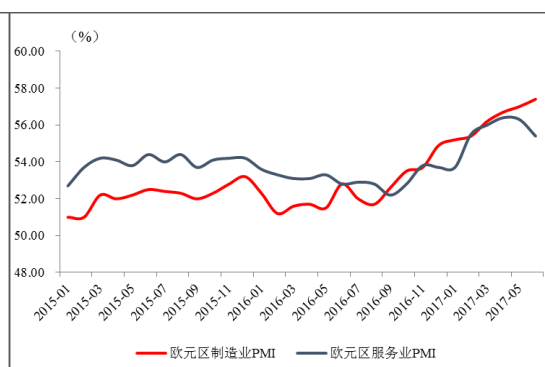
### 5. 2017 年欧盟经济回暖迹象愈加明显，货币政策有望转向

从经济增长情况看，2017 年一季度和二季度，欧盟 GDP 同比增速分别为 2.10% 和 2.30%，较 2016 年同期分别提高 0.3 和 0.5 个百分点。工业生产方面，2016 年下半年以来，欧盟及欧元区工业生产指数同比增幅总体呈上升趋势，2017 年 6 月均达到 4% 的较高水平，工业生产持续改善。从经济发展先行指标看，2017 年以来，欧盟制造业和服务业 PMI 指数进一步改善并保持在 55 以上的高水平，其中制造业 PMI 不断创近 7 年新高。此外，欧盟及欧元区月度 HICP 增幅在 2017 年上半年均已逐步回升至 2% 左右的水平，达到了欧洲央行的既定目标范围内，失业率也进一步下降。总体上看，2017 年以来欧盟地区经济回暖迹象愈加明显。



数据来源：欧盟统计局

图 11 欧盟及欧元区工业生产指数同比增幅



数据来源：欧盟统计局

图 12 欧元区 PMI

随着经济数据逐渐向好，欧盟货币政策或将回归正常化。一是近年欧洲央行实施的货币宽松政策已基本达到既定效果，其助力了欧盟经济回暖、摆脱通缩困扰并促进了就业增长。二是 2017 年 6 月以来，多位欧洲央行委员发表的讲话开始强调欧盟地区经济复苏强劲、通缩风险显著消逝、考虑调整量化宽松的货币政策等，这意味着退出宽松的货币政策已经在欧洲央行的考虑范围内。三是欧元区主要经济体债券的供给不足将使公共部门购买计划无法有效推行，德国国债的短缺也导致欧洲央行不得不买入更多的法国、意大利等国国债。考虑到现欧洲央行的购买资产计划将于 2017 年底到期，2018 年欧洲央行或将开启货币政策正常化进程。

## 6. 未来两年欧盟地区经济增长有望保持稳定

消费方面，受益于就业状况的改善和工资水平的提升，居民消费仍将是欧盟经济增长的主要动力，但通货膨胀水平上升将对居民购买力形成限制，预计居民消费增速将逐步放缓，而政府消费在各国大选的影响下有望呈现阶段性增长。在低利率环境得以延续的情况下，欧盟投资总额将保持增长，但增速仍然有限。从外部环境看，在特朗普政府实施减税、扩大基建支出等政策的影响下，美国及其他发达经济体的经济增长有望提速，为欧盟的经济增长提供有利的外部环境，但特朗普政策走向的不确定性及贸易保护主义倾向的蔓延将对欧盟的出口造成一定影响。此外，欧盟部分国家的大选、与英国的脱欧谈判、恐怖主义袭击等因素也将为欧盟经济增长带来不确定因素。

综合以上因素，预计 2017 年和 2018 年欧盟 GDP 实际增长率将维持在 2% 左右的水平，通货膨胀水平或进一步小幅回升，失业率将持续下降，总体经济形势将进一步改善。

## 三、 银行业风险有所降低，居民偿债能力保持稳定

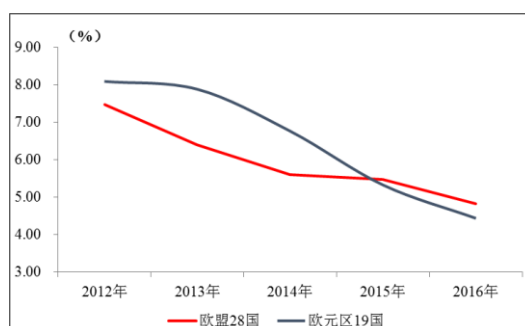
### 1. 多数欧盟国家银行业资产质量有所改善，但部分国家仍存在一定风险

欧债危机期间，欧盟地区银行业遭受重大打击，资产负债表迅速恶化，不良贷款大幅增加，银行业风险显著上升。在此背景下，欧洲央行一方面推出量化宽松政策，将基准利率降至零甚至是负利率水平，另一方面加强对银行业的监管，要求提高核心资本充足率，加快不良资产的处置。受益于上述措施，再加上欧盟经济的回暖，欧盟地区银行业不良贷款率自 2012 年以来持续下降，在 2016 年底降至 4.83%，较 2012 年底下降了近 3 个百分点。

截至 2016 年底，德国、法国、英国等西欧国家银行业的不良贷款率均在 5% 以下，资产质量处于较好水平；受持续的债务危机影响，意大利、葡萄牙、希腊等南欧国家银行业不良贷款率均在 10% 以上，其中希腊和塞浦路斯尤为严重，分别达到 36% 和 47%；东欧国家表现不一，其中波兰、捷克等国银行业不良贷

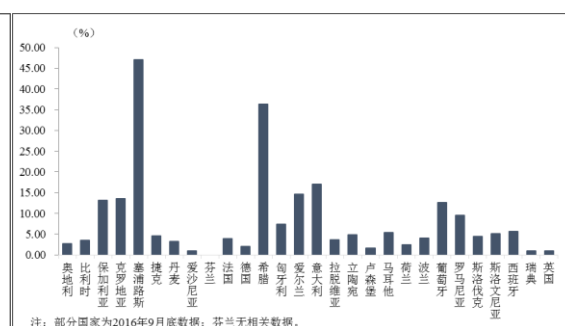
款率已降至 5% 以下，而克罗地亚、保加利亚等国仍维持在 10% 以上的较高水平。

未来两年，欧盟经济的持续复苏及不良贷款处置的加速将有利于欧盟地区银行业资产质量的改善，不良贷款率有望持续下降，但欧盟地区低利率环境的延续将使银行业的盈利水平持续承压。此外，英国脱欧将给欧盟地区银行业带来一定的不确定性，或将使欧盟地区银行业面临合规成本上升、资产质量受损等问题。



数据来源：欧洲央行

图 13 欧盟及欧元区银行业不良贷款率



数据来源：欧洲央行

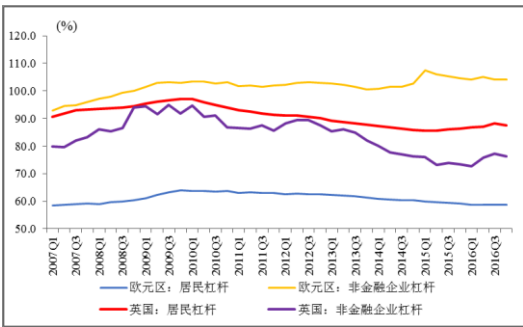
图 14 2016 年底欧盟各国银行业不良贷款率

## 2. 私人部门债务负担有所减轻

私人部门债务水平过高严重影响了经济增长以及金融系统的稳定，还可能导致银行业发生系统风险，并引发危机。2008 年金融危机后，欧元区和英国居民、非金融企业债务与 GDP 的比例均呈下降趋势（图 15）；虽然 2015 年欧盟地区私人部门债务水平出现略微回升，但 2016 年以来继续开始回落。总体看，近年欧盟地区私人部门债务负担均有所减轻。

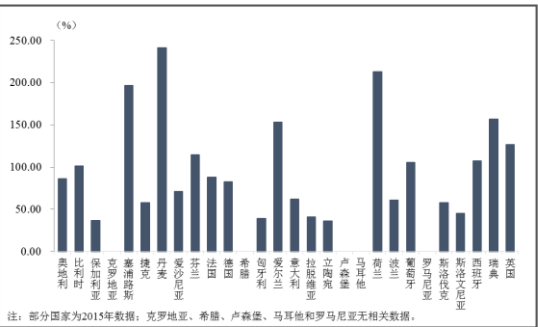
居民债务负担和偿债能力方面，2012 年以来，欧元区居民负债收入比（年底家庭债务总额/年度可支配收入）开始呈现持续下降的趋势。截至 2016 年底，欧元区居民负债收入比为 93.50%，较 2012 年底下降 3.40 个百分点，居民债务负担下降，偿债能力略有改善。

未来 1~2 年，在欧盟经济持续复苏的背景下，预计欧盟地区私人部门债务水平将继续缓慢回落。



数据来源：国际清算银行

图 15 英国和欧元区居民、非金融企业债务/GDP



数据来源：欧盟统计局

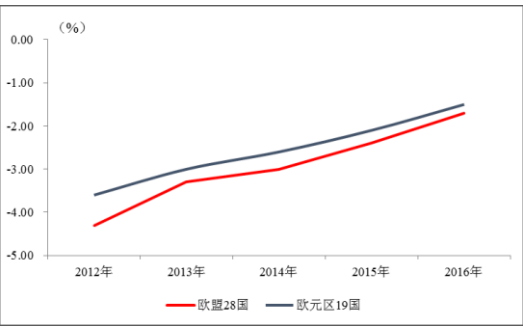
图 16 2016 年欧盟各国居民负债收入比

四、 财政状况持续改善，政府债务水平小幅下降

1. 近年欧盟国家财政赤字水平得到有效控制

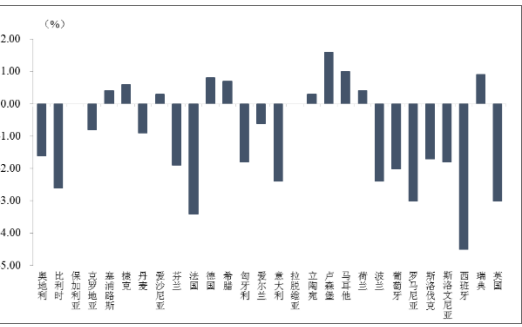
2012 年欧债危机以来，欧盟地区整体财政状况持续改善，财政赤字率（财政赤字/GDP）逐年下降，自 2015 年以来已降至 3% 以下，2016 年仅为 1.70%，较上年下降了 0.70 个百分点，为 2008 年以来的最低水平。

2016 年，欧盟地区有 4 个国家的财政赤字率降至 3% 及以下并脱离了欧盟规定的超额赤字程序（EDP），至此，除法国和西班牙外，其他欧盟国家政府财政赤字率均已降至 3% 以下。另一方面，2016 年，实现财政平衡或盈余的国家则达到 12 个，较上年增加 8 个，其中德国已连续三年实现财政盈余，荷兰、希腊、捷克等多个国家则实现了扭亏为盈，表明欧盟各国的政府财政状况明显改善。



数据来源：欧盟统计局

图 17 欧盟及欧元区财政赤字/GDP



数据来源：欧盟统计局

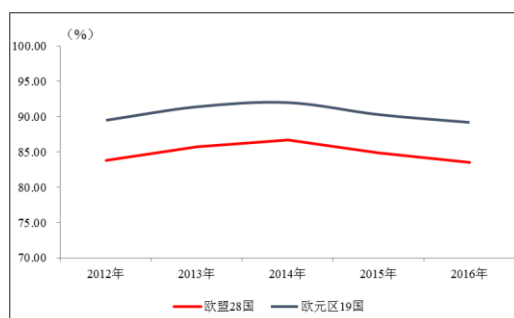
图 18 2016 年欧盟各国财政赤字/GDP

## 2. 政府债务压力有所缓解，个别国家政府债务负担仍较重

政府债务方面，近年来欧盟地区政府债务增长得到一定程度控制，政府债务率（政府债务总额/GDP）自 2014 年以来开始缓慢回落，并降至 85% 以下。

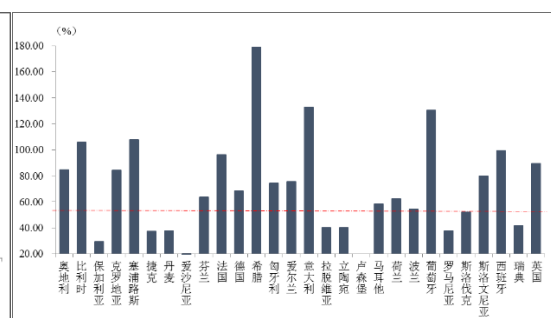
但欧盟各国政府债务水平差异较大。受益于政府对债务的严格控制，捷克、罗马尼亚等东欧国家政府债务率长期保持在 40% 以下，政府债务负担较轻；德国政府债务率近年来持续下降，截至 2016 年末首次降至 70% 以下的水平；法国和西班牙的政府债务水平总体保持上升，但上升幅度不大，截至 2016 年末两国政府债务率均达到近 100% 的水平；意大利、葡萄牙和希腊的政府债务率均在 120% 以上，政府债务负担较重。

截至 2016 年末，欧盟地区共有 12 个国家达到欧盟规定的政府债务率低于 60% 的要求，其中大部分为东欧和北欧国家；政府债务率同比保持上升的国家仅为 9 个，且上升幅度均在 4 个百分点以内，表明欧盟各国的政府债务水平得到了有效控制。



数据来源：欧盟统计局

图 19 欧盟及欧元区政府债务率



数据来源：欧盟统计局

图 20 2016 年欧盟各国政府债务率

## 3. 未来 1~2 年政府债务水平有望保持稳定

未来 1~2 年，在欧盟经济整体回暖的背景下，欧盟各国政府财政状况将持续改善，政府赤字水平有望进一步下降至 1.50% 左右，预计会有更多的国家实现财政盈余。政府债务方面，由于欧盟大部分国家的政府债务率都高于 60% 的上限，因此这些政府举借新债将受到严格的限制，预计欧盟整体的政府债务水平或进一步下降。

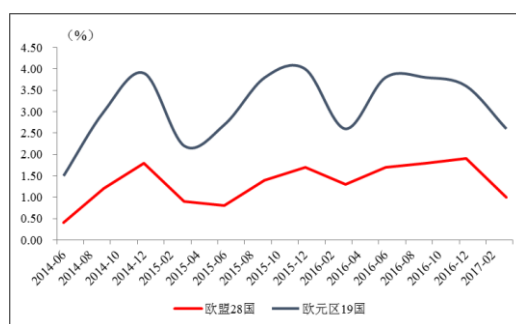
## 五、 贸易状况有所改善，外债偿还能力有望保持稳定

### 1. 贸易顺差大幅增长，经常账户持续盈余

近年来，受欧元贬值、全球经济逐步回暖等因素的影响，欧盟地区的贸易状况有所改善，贸易顺差由 2012 年的 1036.38 亿欧元持续扩大至 2016 年的 3046.16 亿欧元，五年期间增长了近三倍。

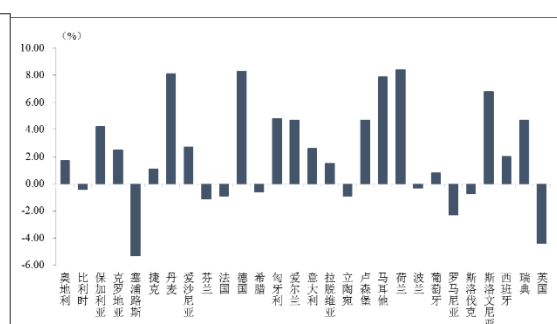
从经常账户来看，欧盟地区经常账户收入近年来保持平稳增长，经常账户余额长期保持为正，经常账户余额占 GDP 的比值呈波动上升之势，2016 年为 1.30%，较上年上升了 0.30 个百分点，经常账户收支状况持续得到改善。

具体来看，德国、荷兰和丹麦长期保持高额经常账户盈余，其相当于 GDP 的比值 2016 年达到 8% 以上；意大利经常账户近年来实现小幅盈余，其相当于 GDP 的比值 2016 年达到 2.5% 左右；英国和法国的经常账户余额长期为负，赤字额相当于 GDP 的比值 2016 年分别为 4% 和 1% 左右；希腊的经常账户余额波动性均较大，2016 年基本实现经常账户平衡。总体看，近年来欧盟各国的经常账户收支状况得到了普遍的改善。



数据来源：欧盟统计局

图 21 欧盟及欧元区经常账户余额/GDP



数据来源：欧盟统计局

图 22 2016 年欧盟各国经常账户余额/GDP

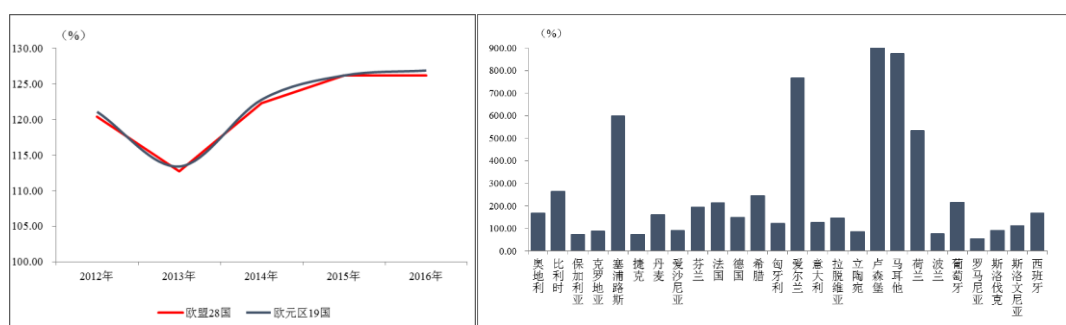
### 2. 外债水平普遍较高，但各国之间存在较大差异

作为一个高度开放的区域性联盟组织，欧盟各国金融机构及企业之间相互融资的现象十分普遍，再加上欧盟拥有伦敦、巴黎、布鲁塞尔、卢森堡等国际或区域性金融中心，欧盟各国的外债水平普遍较高，全球外债水平最高的十个国家当中有七个是欧盟国家。近年来，欧盟整体外债水平（外债总额/GDP）呈波



动上升趋势，自 2014 年升至 120% 以上水平后增速明显放缓，但欧盟各国之间的外债水平存在较大差异。

具体来看，截至 2016 年底，西欧国家当中德国对外债控制相对较好，外债水平不足 150%，而英国、荷兰、比利时等拥有国际或区域金融中心的国家外债水平则普遍偏高，均在 250% 以上；捷克、波兰等东欧国家外债水平相对较低，大部分位于 100% 以下。



数据来源：世界银行

数据来源：世界银行

图 23 欧盟及欧元区外债总额/GDP

图 24 2016 年欧盟各国外债总额/GDP

### 3. 欧元升值将在一定程度上增强欧元区国家的外部融资实力

欧元作为五大国际储备货币之一，为欧元区国家的国际融资提供了极大的便利，也为其外部融资实力提供了坚实的保障。2017 年以来，在欧盟地区政治风险逐渐平息、经济数据持续好转的背景下，欧元表现整体较为强势，2017 年上半年欧元对美元升值幅度达到 9% 以上，扭转了 2016 年下半年的贬值趋势（图 25）。

在市场对欧洲央行开启货币正常化预期持续上升、对美联储加息预期有所下降的情况下，预计欧元在 2017 年下半年仍将维持强势姿态。若欧洲央行在 2018 年退出量化宽松或实施货币政策正常化，欧元区对美国资产的配置需求将下降，并引导资金回流，促进欧元的进一步升值。另一方面，英国脱欧谈判、部分欧盟国家大选可能出现的“黑天鹅事件”等因素可能会加剧欧元的波动性。

总体看，欧元当前的升值和未来的升值预期将在一定程度上增强欧元区国家的外部融资实力。



数据来源：欧洲央行

图 25 欧元兑美元汇率走势

#### 4. 未来 1~2 年外债偿还能力有望保持稳定

未来 1~2 年，全球经济回暖、宽松货币政策延续等因素将有利于欧盟地区的出口，而贸易保护主义抬头、中国经济增速放缓、英国正式脱欧等因素则会带来一些不确定性，预计欧盟地区将继续维持贸易顺差，但顺差规模或将减少。在低利率环境得以延续的情况下，欧盟各国外部融资热情将会持续，但外债上升幅度或有限。在经常账户收入持续增长、欧元升值预期上升及欧盟各国持有大量对外资产的情况下，欧盟各国偿还外债的能力有望保持稳定。

## 六、 欧盟地区主权信用风险展望为稳定

2017 年，联合资信维持德国（AAAi）、荷兰（AAAi）、法国（AAi+）和波兰（AAi-）的长期本、外币信用等级，评级展望均为稳定；首次评定奥地利（AAi+）、比利时（AAi）和葡萄牙（Ai）长期本、外币信用等级，评级展望均为稳定；维持英国长期本、外币信用等级为 AAAi，但鉴于脱欧谈判、苏格兰独立公投给英国政治和经济环境带来诸多不确定性，评级展望仍维持负面；维持意大利长期本、外币信用等级为 Ai-，但考虑到意大利修宪公投失败后政治风险有所加大，同时其银行业风险仍然较高、政府债务负担持续加重，因此将意大利的评级展望从稳定调整为负面。

总体看，虽然欧盟地区政治环境仍面临一定的不确定性，部分国家银行业风险仍较高、政府债务负担仍较重，但欧盟地区国家信用水平总体良好，在经

济持续复苏的背景下，主要国家主权信用水平将保持稳定，因此联合资信对欧盟地区未来 1~2 年的展望为稳定。

表 2 联合资信所评欧盟地区国家列表

国家	长期本币信用等级	长期外币信用等级	展望
德国	AAAi	AAAi	稳定
英国	AAAi	AAAi	负面
荷兰	AAAi	AAAi	稳定
法国	AAi+	AAi+	稳定
奥地利	AAi+	AAi+	稳定
比利时	AAi	AAi	稳定
波兰	AAi-	AAi-	稳定
葡萄牙	Ai	Ai	稳定
意大利	Ai-	Ai-	负面