

欧债才是最大风险

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 李俊

电话

邮箱 lijun@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 继续看好家居板块，关注精装产业链

2 期权周报 20200522: 隐波触底反弹 卖沽机会来临

3 广电移动共建共享，新基建推进力度加大

投资要点

- 新冠疫情冲击全球，本身就疲弱、债务水平较高的欧洲经济面临巨大的挑战，意大利、西班牙的债务风险尤其显著。欧元区各国经济、债务状况都差异很大，众口难调，有统一的货币，却没有统一的财政，无法实现区域内资源的均衡调配，长期甚至存在解体的风险。
- **1、疫情冲击：欧洲债务风险上升。**受新冠疫情冲击，欧洲经济大幅受损，其中，意大利受损最为严重。其实，在疫情冲击之前，欧洲各国早已负债累累，财政空间也相对有限。持续低迷的经济叠加不断扩张的债务，欧洲主权债务风险再度上升。
- **2、问题根源：没有统一的财政。**欧洲财政主权归各国政府所有，尽管欧盟出台多项措施维护财政纪律，但过去数年，财政纪律常常被破坏。同时，统一货币的欧洲难以掩盖财政不统一的弊端，尤其是在经济遭受冲击时，财政和货币政策无法协同的弊端会被暴露并放大。而统一财政迟迟无法形成的关键或在于债务共担的分歧。
- **3、哪些国家债务违约风险高？**为援助经济，欧洲货币和财政刺激措施在不断升级，各国债务负担将不断加剧，尤其是意大利和西班牙等国。同时，2020年和2021年是欧洲主权债务偿还的高峰期，其中，意大利和西班牙是主要债务到期国，而且经济较差、债务负担较重，其主权债务违约风险相对较高。欧元区各国经济、债务状况都差异很大，众口难调，有统一的货币，却没有统一的财政，无法实现区域内资源的均衡调配，长期甚至存在解体的风险。
- **风险提示：海外疫情二次爆发，海外经济复苏超预期，相关预测基于一定的假设前提，政策变动。**

内容目录

1、疫情冲击：欧洲债务风险上升。	- 3 -
2、问题根源：没有统一的财政。	- 4 -
3、哪些国家债务违约风险高？	- 6 -

图表目录

图表 1: 欧元区经济增速 (%)	- 3 -
图表 2: 欧元区主要国家经济增速 (%)	- 3 -
图表 3: 欧洲主要国家政府杠杆率 (%)	- 4 -
图表 4: 欧元区主要国家可用财政空间 (占 GDP 比重)	- 4 -
图表 5: 欧洲主要国家主权债务 CDS 利差 (BP)	- 4 -
图表 6: 欧洲部分国家财政赤字率 (%)	- 5 -
图表 3: 欧洲主要国家主权债发行规模占比 (%)	- 5 -
图表 4: 欧洲各国 2010 年赤字率 (%)	- 5 -
图表 6: 欧洲各国 2020 年实际 GDP 增速预测值 (%)	- 6 -
图表 7: 欧洲各国 2020 年赤字率预测值 (%)	- 7 -
图表 8: 欧洲主权债到期规模 (亿美元)	- 8 -
图表 9: 2020-2021 年欧洲各国主权债到期占比 (%)	- 8 -
图表 10: 5 月基金经理认为的尾部风险分布 (%)	- 8 -

新冠疫情冲击全球，本身就疲弱、债务水平较高的欧洲经济面临巨大的挑战，意大利、西班牙的债务风险尤其显著。欧元区各国经济、债务状况都差异很大，众口难调，有统一的货币，却没有统一的财政，无法实现区域内资源的均衡调配，长期甚至存在解体的风险。

1、疫情冲击：欧洲债务风险上升。

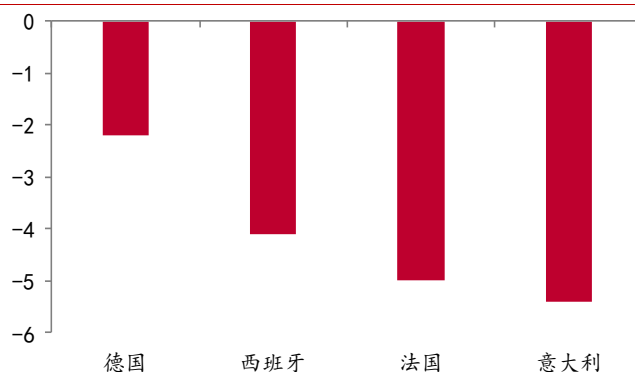
欧洲经济大幅受损。在新冠疫情冲击下，欧洲各国自3月中下旬开启严格的防控措施，经济大幅受损，欧元区一季度GDP环比下滑3.8%，创1995年有数据以来新低，同比也萎缩3.2%。从主要国家来看，德国、法国、西班牙和意大利均受损，而这四个国家占欧元区的经济总量高达75%。其中，意大利经济受损最为严重，一季度GDP同比下滑5.4%；法国次之，下滑5%，创历史新低。

图表 1：欧元区经济增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 2：欧元区主要国家经济增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

多国政府早已负债累累。疫情冲击之前，欧元区多国政府债务负担较重，据 BIS 统计，截止 2019 年欧元区政府杠杆率高达 84%，而希腊、意大利、葡萄牙等国政府杠杆率均超过欧元区。其中，希腊最高，一度超过 180%。

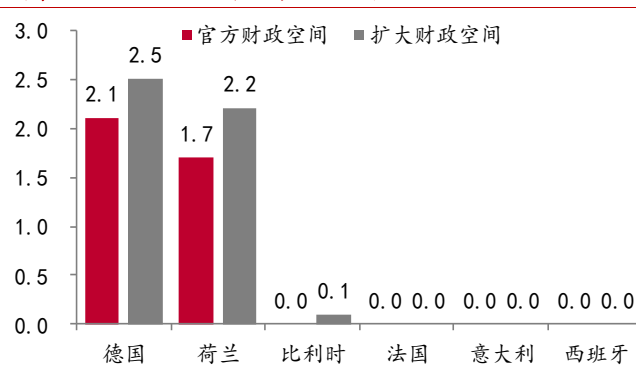
与此同时，各国财政空间也相对有限。根据欧盟委员会测算（2019），欧元区主要国家中，仅德国和荷兰在规则范围内有一定的财政空间，欧元区的财政自由度将难以应对经济的持续低迷。

图表 3: 欧洲主要国家政府杠杆率 (%)



来源: BIS, 中泰证券研究所

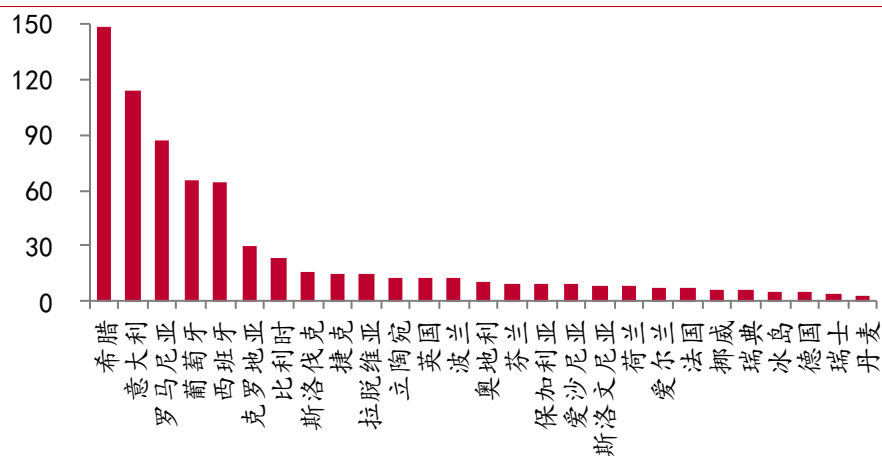
图表 4: 欧元区主要国家可用财政空间(占 GDP 比重)



来源: European Commission, 中泰证券研究所

主权债务风险上升。持续低迷的经济叠加不断扩张的债务规模,欧洲主权债务风险开始大幅上升。4月28日,惠誉将意大利主权债务评级由BBB下调为BBB-,与“垃圾级”仅一步之遥。同时,疫情以来,欧洲主要国家主权债务CDS利差均呈现走阔的趋势。其中,希腊走阔了近150BP;其次为意大利,也走阔114BP。

图表 5: 欧洲主要国家主权债务 CDS 利差 (BP)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

注: 截止5月20日

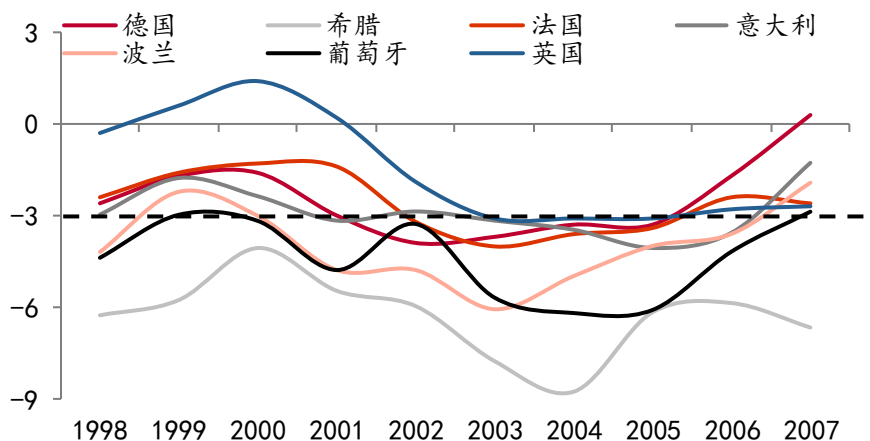
在整体经济将陷入衰退,主权债务风险加剧的背景下,部分欧洲国家再度呼吁发行欧洲共同债券,然而财政保守国坚决反对。那么,问题背后的根源是什么呢?

2、问题根源: 没有统一的财政。

财政不统一,财政纪律难以维护。虽然欧洲形成了统一的货币联盟,但财政主权仍归各国政府所有。为维护财政纪律,欧盟出台了多项措施,如在《稳定与增长公约》中要求成员国政府赤字率不得超过3%、政府杠杆率不得超过60%等,否则要受惩罚;在《马斯特里赫特条约》中的

“不救助条款”规定欧央行和成员国央行不得向问题国直接购买债券等。但由于各国经济、政治、文化和法律等方面的差异，财政纪律常常被破坏。如在次贷危机和欧债危机之前，多次出现国家年度赤字率在 3% 以上的情形，也包括德国和法国等在内。

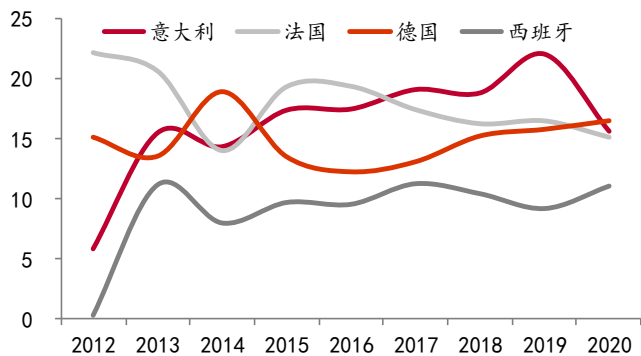
图表 6: 欧洲部分国家财政赤字率 (%)



来源: European Commission, 中泰证券研究所

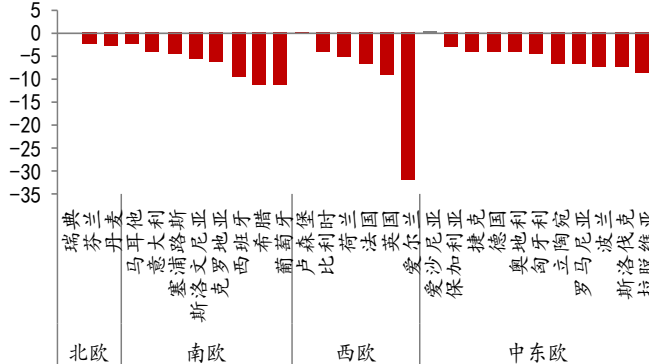
财政、货币无法协同的问题往往在经济出现问题时暴露。由于欧洲各国执行统一的货币政策，在整体经济相对良好时，财政、货币无法协同的问题尚不明显。而一旦经济遭受冲击，问题国往往只能依靠加大财政刺激来援助经济，一方面，这将面临欧盟相关条款的制约；另一方面，政府债务负担加剧，使得问题国偿债能力下降，将引发主权债务风险，财政和货币政策无法协同的弊端将被暴露出来。比如 08 年金融危机时期以及 11 年欧债危机时期。

图表 7: 欧洲主要国家主权债发行规模占比 (%)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 8: 欧洲各国 2010 年赤字率 (%)



来源: European Commission, 中泰证券研究所

索罗斯方案能实现? 关于欧洲债务危机问题，索罗斯曾在 2011 年提出一个方案，其中一个关键环节就是建立欧洲财政部，通过财政部发行全欧债来解决主权债务危机问题，毕竟全欧债比个别国家的国债信用高得多。

其实，在上一轮欧债危机时，欧洲财政部已有雏形，如欧盟成立的欧洲

金融稳定机制（EFSM）、欧洲金融稳定基金（EFSF）以及欧洲稳定机制（ESM）等，但这些都无法实现财政部的功能。而且，问题国也不愿意申请 ESM，因为存在“污点效应”以及事后将面临欧盟严格的监管，这也是为何在前期意大利一直拒绝 ESM，并与其他 9 国呼吁发行共同债券。

欧洲财政部迟迟无法成立的关键在于债务共担分歧。如果成立欧洲财政部则将面临共同征税的问题，欧洲财政稳健国反对为其他国家债务问题买单，认为会破坏自身财政平衡，而且德国等国家法律也禁止无限制地承担他国债务，这也是欧洲共同债务无法发行的关键因素。

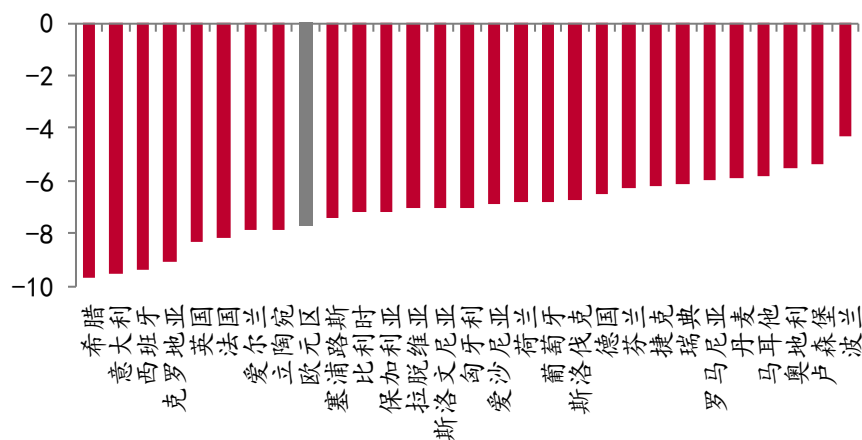
例如，5月19日德法支持欧盟成立规模5000亿欧元的复苏基金，通过欧盟委员会发债的方式帮助疫情严重国，但由于受援助的国家未来不需要还款，奥地利、丹麦、瑞典等国强烈反对共同承担债务，这一方案或再度搁浅。

那么，在疫情冲击下，各国无法协同财政政策和货币政策的背景下，哪些国家将面临更大的违约风险呢？

3、哪些国家债务违约风险高？

经济短期难以恢复。尽管，欧洲各国自 5 月开始陆续解除隔离，但经济暂停容易、启动难，当前各国复工复产进度较慢，疫情对经济的冲击短期难以修复。据欧盟 5 月最新预测，**2020 年欧元区同比将下跌 7.7%，**远超 08 金融危机时期的跌幅（-4.4%）。其中，跌幅最大的为希腊（-9.7%）、意大利（-9.5%）以及西班牙（-9.4%）等国。

图表 9: 欧洲各国 2020 年实际 GDP 增速预测值 (%)



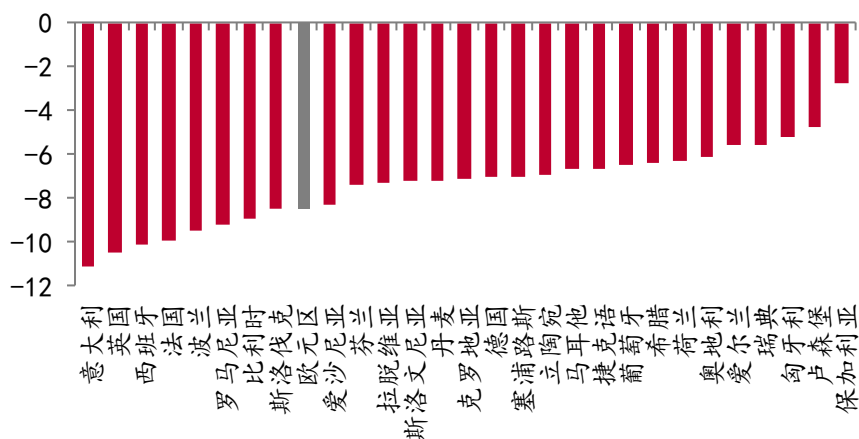
来源：EU，中泰证券研究所

货币政策持续宽松，债务负担将加剧。为援助受疫情冲击的经济，欧元区不断升级货币宽松政策，据惠誉预测，2020年欧央行资产负债表将扩

张至 6 万亿欧元，扩表近 30%。同时，各国也推出多项财政刺激政策，据欧盟 5 月最新预测，2020 年欧元区公共债务占 GDP 的比重将从 2019 年的 86% 大幅上行至 102.7%，赤字率也将从 2019 年的 0.6% 上升到 8.5%。其中，赤字率最高的是意大利（-11.1%）、英国（-10.5%）以及西班牙（-10.1%）等国。

尽管欧盟宣布不会对赤字率超过 3% 的国家执行超额赤字程序，但多数债务严重国在上一轮欧债危机后，债务问题就一直为“红灯”状态，此次冲击后，债务负担将更重。

图表 10：欧洲各国 2020 年赤字率预测值（%）

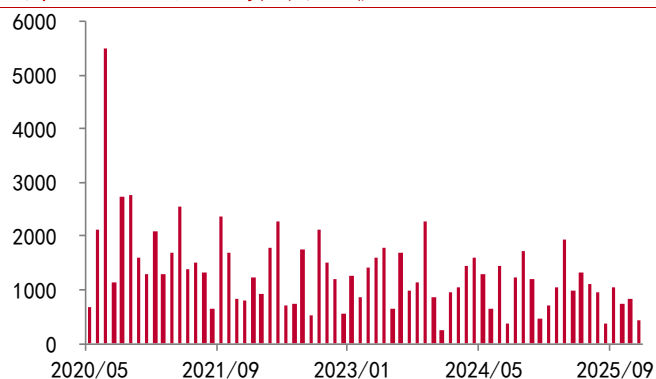


来源：EU，中泰证券研究所

意大利和西班牙债务违约风险较高。从未来 5 年来看，2020 年和 2021 年是欧洲主权债务偿还的高峰期，2020 年 5 月-12 月累计到期 1.78 万亿美元、2021 年累计到期 1.82 万亿美元，合计占总未偿还规模的 22%。其中，2020 年 7 月到期规模最高，达 5489 亿美元，占全年的 30.8%。

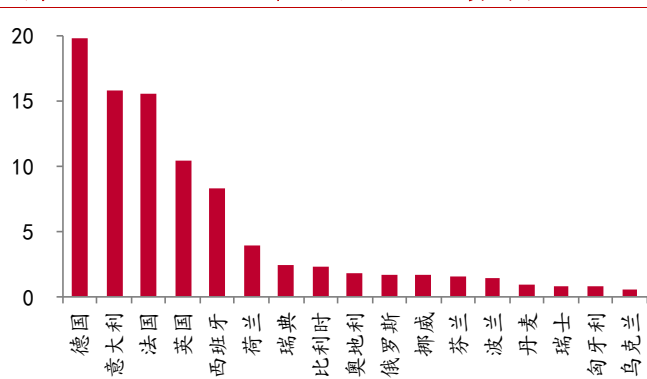
进一步来看，2020 年-2021 年德国、意大利和法国主权债到期规模最高，占总量比重均超过 15%；英国和西班牙也相对较高，占总量比重均超过 10%。综合各国经济状况以及债务负担来看，意大利和西班牙在未来债务违约风险相对较高。截止 5 月 21 日，意大利和西班牙主权债 CDS 利差较疫情前上升 114BP 和 64BP；同时，意大利和西班牙与德国的 10 年期国债利差也大幅走阔至 209BP 和 115BP。

图表 11: 欧洲主权债到期规模 (亿美元)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

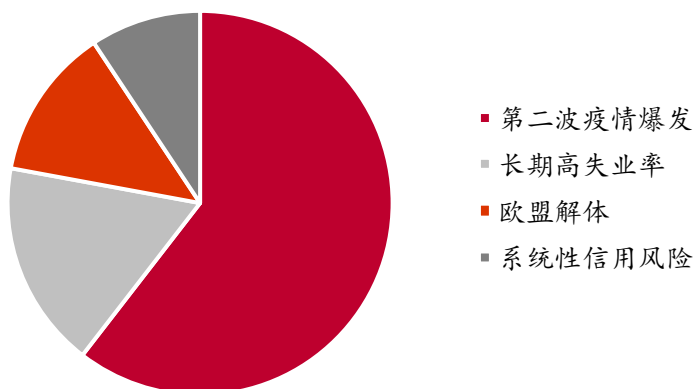
图表 12: 2020-2021 年欧洲各国主权债到期占比 (%)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

欧元区未来或有解体风险。疫情的冲击，不仅仅是对欧洲经济的冲击，也是对欧洲一体化的再度考验。在全球经贸陷入低迷、贫富分化加剧的背景下，欧洲各国经济政治问题将更加复杂化，矛盾或更加激化，欧盟或面临解体风险，这在历史上也多有先例。据美银美林最新基金经理调查 (FMS) 显示，52%的基金经理认为“第二波疫情爆发”是当前最大的尾部风险，其次为长期高失业率 (15%)，第三为欧盟解体 (11%)。

图表 13: 5 月基金经理认为的尾部风险分布 (%)



来源: BofA FMS, 中泰证券研究所

风险提示：海外疫情二次爆发，海外经济复苏超预期，相关预测基于一定的假设前提，政策变动。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。