仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·海外经济与大类资产动态

会有欧债危机 2.0 吗？

海外经济与大类资产

钱伟
qianwei@csc.com.cn
SAC 编号：S1440521110002

研究助理：谢紫铭
xieziming@csc.com.cn

发布日期： 2026 年 10 月 12 日

核心观点：本轮法债收益率上行，由全球拖累、财政风险、交易拥挤等共同驱动，演变为欧债危机 2.0 的可能性较低。相比 2010—2012 年，当前欧元区经济基本面、银行体系韧性和主权债风险应对机制均有明显改善，系统性风险扩散的基础有所弱化。资产方面，法国主权债风险或增加美债避险需求，强化近期欧元兑美元的下行动能，并对 ECB 后续加息节奏形成一定约束。

一、本轮法债收益率上行的驱动因素：全球拖累、财政风险、交易拥挤

（1）美债和发达市场长债收益率集体上行，法债无法幸免，背后是增长和通胀韧性、央行加息、财政压力等拖累。

（2）法国财政赤字及债务负担较高，且议会无法形成稳定的执政多数，市场对其未来压降赤字的能力抱有悲观态度，导致主权风险溢价抬升。近期虽然公布了 2027 年预算调整计划，但被质疑力度不大、效果有限，反而成为新一轮收益率上行的催化剂，类似沃什推出回购美债计划后，市场反倒负面定价。

（3）法国国债期货成交量及持仓明显上升，拥挤交易或进一步放大短期波动。

二、本轮法债风险演变为欧债危机 2.0 的可能性较低

（1）利差暂可控：目前仅法债利差大幅飙升，而意大利、西班牙、葡萄牙等国主权债利差上行幅度有限，欧元区整体压力仍明显低于欧债危机时期。

（2）基本面更好：欧债危机时，部分国家赤字负担高、经常账户逆差大、外部融资依赖强，导致主权债务可持续性担忧加剧；但 2026 年以来，欧元区经济增长动能边际修复，外围国家经常账户由逆差转为顺差，财政失衡程度明显改善，赤字率也整体低于欧债时期，基本面的韧性或更强。

（3）银行传导弱：目前银行资本充足率提高，融资结构更趋稳定，主权风险向银行体系的传导相对有限。

（4）应对工具足：欧债危机后，欧央行启用的 ESM、OMT、TPI 等政策工具逐步完善，为如今应对主权债风险提供了流动性保障。

三、法债风险的影响，关注美债、欧元及欧央行

（1）美债：欧洲避险资金流入或对美债提供阶段性支撑。

（2）欧元：法债风险与美元走强叠加，或进一步强化弱欧元叙事。

（3）ECB：主权债收益率上行导致金融条件被动收紧，欧央行后续加息或更谨慎。

四、后续跟踪，法国预算审议、2027 年总统大选等。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、本轮法债承压主要由三点因素驱动 2
1、全球长债收益率上行 2
2、法国财政、政治风险抬升溢价 3
3、拥挤交易放大法债波动 4
二、是否可能出现欧债危机 2.0？ 5
三、本轮法债危机的影响 9
四、后续重点事件 10

图目录

图 1：近期法国 10Y 国债收益率快速上行，法德利差走阔 2
图 2：美伊冲突以来，全球长债收益率普遍上行 3
图 3：法国债务压力较大，2027 财政预算未能缓解市场担忧 3
图 4：财政整顿计划效果或有限，若未能落实则赤字率更高 3
图 5：利息及社保刚性支出或限制财政整顿效果 4
图 6：法国政策不确定性（EPU）近期再度上行 4
图 7：拥挤交易或进一步放大法债波动 5
图 8：当前仅法债利差显著走高，其他国家仍明显低于欧债危机时期的水平 6
图 9：欧元区整体主权债压力仍处低位 6
图 10：欧元区经济增长动能呈现边际修复 6
图 11：风险国家经常账户转为顺差，对外部融资依赖度下降 6
图 12：意西葡三国财政赤字率目前均处于欧盟 3%标准以下，法国赤字率仍偏高 7
图 13：欧洲银行体系融资结构对债券融资依赖度下降 7
图 14：银行资本充足率上升，抗风险能力边际改善 7
图 15：当前法国银行 CDS 未随主权 CDS 大幅上行 8
图 16：欧元区主权债风险应对机制汇总 9
图 17：2022 年 TPI 宣布后，意德利差得到一定控制 9
图 18：10 月 1 日法债波动当日，美债收益率明显下行 9
图 19：法债波动或放大近期欧元下行动能 10
图 20：后续重点相关事件节点 10

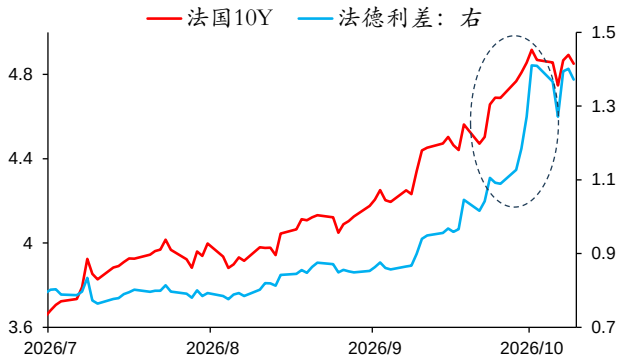
仅供内部参考，请勿外传

近期，法国国债收益率显著上行，引发市场关注。

10 月 1 日，法国政府公布 2027 年财政预算草案及国债发行计划，未能缓解市场的财政担忧。随后，10 年期法债收益率一度升至 4.95%左右，创 2002 年以来新高；法德利差扩大至 150bp 以上，为 2011 年底以来首次。

如何理解本轮法债波动？是否存在欧债危机再现的可能性？

图 1：近期法国 10Y 国债收益率快速上行，法德利差走阔



资料来源：Bloomberg，中信建投

一、本轮法债承压主要由三点因素驱动

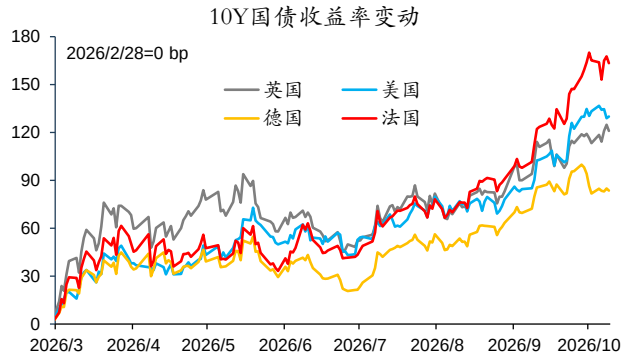
本轮法债的波动，可以理解为三点因素的共同驱动：一是，今年以来全球长债收益率的整体上行；二是，法国自身财政、政治风险带来的溢价抬升；三是，拥挤交易放大法债波动。

1、全球长债收益率上行

美伊冲突爆发以来，国际能源价格高企，通胀压力抬升，推动美联储、欧洲央行等主要央行货币政策预期转紧；美国经济韧性、欧洲制造业复苏势头，使市场对经济增长和中性利率预期上修；AI 资本开支扩张对国债存在挤出效应；主要发达经济体财政赤字和政府债务规模持续处于高位。这些因素，共同驱动全球长债收益率的集体性上行。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：美伊冲突以来，全球长债收益率普遍上行



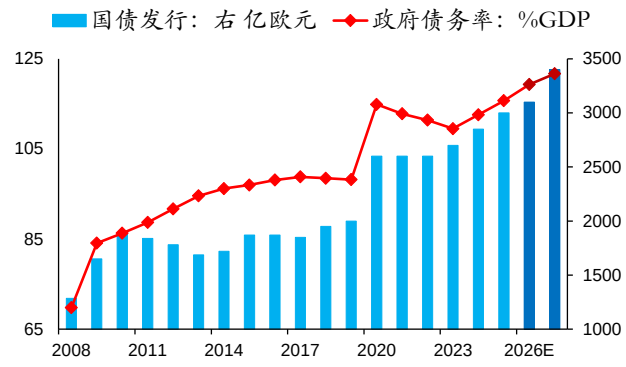
资料来源：Bloomberg，中信建投

2、法国财政、政治风险抬升溢价

法国政府债务规模持续扩大，国债发行压力进一步增加。法国财政赤字长期处于较高水平，政府债务率由 2019 年的 97.9%升至 2025 年的 115.7%。同时，法国中长期国债发行规模持续扩大，2026 年计划提高至 3100 亿欧元，2027 年进一步增至 3400 亿欧元，创历史新高。持续较大的财政赤字叠加存量债务到期再融资需求，使法国国债供给压力进一步上升，加重市场对财政可持续性的担忧。

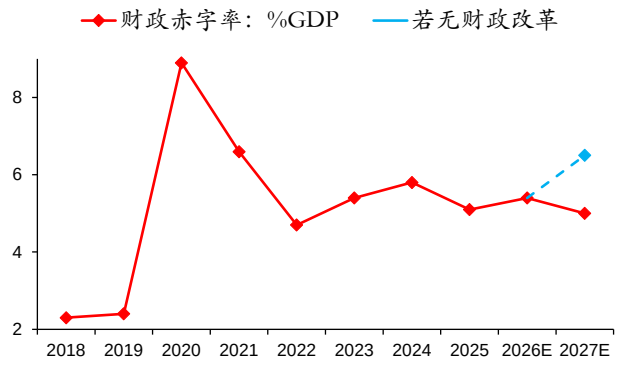
法国政府虽提出财政整顿计划，但预计效果有限。10 月 1 日，法国政府公布 2027 年财政预算草案，提出新增 430 亿欧元财政调整措施，计划将财政赤字率由 2026 年的 5.4%降至 2027 年的 5.0%。但即使相关措施全部落实，2027 年财政赤字率仍高于欧盟 3%的标准，政府债务率预计升至 121.7%。若调整措施未能如期落地，则 2027 年赤字率可能达到约 6.5%。

图 3：法国债务压力较大，2027 财政预算未能缓解市场担忧



资料来源：法国财政部，中信建投

图 4：财政整顿计划效果或有限，若未能落实则赤字率更高



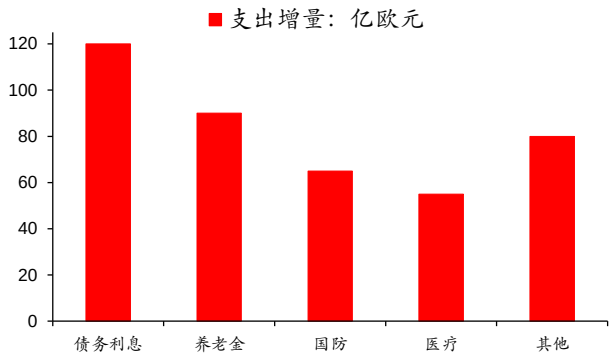
资料来源：法国财政部，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

社保、国防、利息等支出较为刚性，或限制财政整顿的实际效果。尽管法国政府提出较大规模的财政紧缩措施，2027 年公共支出预计仍增加 410 亿欧元。其中，债务利息支出增加 120 亿欧元，养老金、国防及医疗支出分别增加 90 亿、65 亿和 55 亿欧元，四项合计超过整体支出增量的八成。且几项支出较为刚性，这一结构限制压缩了其他领域的财政调整空间。

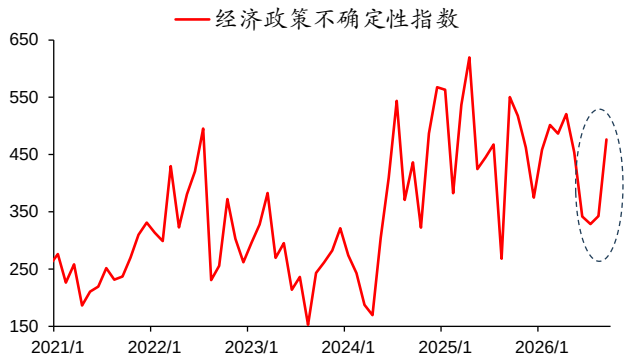
议会陷入碎片化，进一步增加削减赤字的难度。2024 年议会选举后，法国国民议会未能形成稳定的执政多数，政府推动预算改革依赖跨党派协商，即使主张财政紧缩的勒庞在明年上台，其在议会僵局下能否推行赤字削减仍有很大疑问。在此背景下，法国政策不确定性近期呈现上行。

图 5：利息及社保刚性支出或限制财政整顿效果



资料来源：法国财政部，中信建投

图 6：法国政策不确定性（EPU）近期再度上行



资料来源：FRED，中信建投

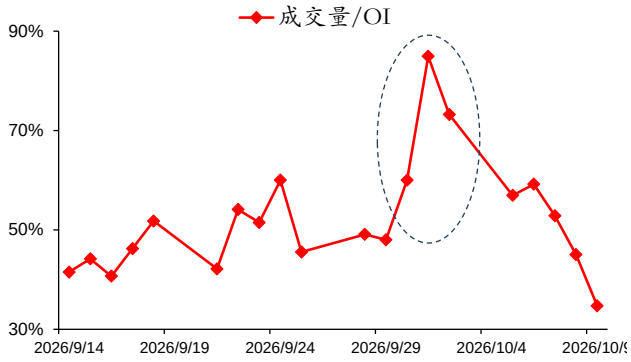
3、拥挤交易放大法债波动

10 月 1 日前后，法国 10 年期国债期货成交量由前一日的 56 万手升至 95 万手，未平仓合约数由 93 万手增至 112 万手，成交量/OI 明显上行。杠杆仓位调整可能进一步放大了法债收益率的短期波动。



仅供内部参考，请勿外传

图 7：拥挤交易或进一步放大法债波动



资料来源：欧洲期货交易所，中信建投

二、是否可能出现欧债危机 2.0？

2010—2012 年欧债危机由希腊财政数据造假触发，随后风险蔓延至葡萄牙、西班牙、意大利等国，相关国家国债对德利差大幅走阔。彼时欧洲经济复苏乏力，部分国家财政赤字负担较高，叠加经常账户长期逆差、对外部融资依赖较强，市场对主权债务可持续性的担忧持续加剧；同时主权风险进一步向银行体系传导，形成银行与主权信用风险相互强化的恶性循环。2012 年，ECB 提出无限额的 OMT 购债承诺，叠加欧洲稳定机制（ESM）建立及成员国财政调整，市场担忧逐步缓解，主权债利差回落，系统性危机趋于平息。

本轮法债危机是否可能演化为欧债危机 2.0？综合来看，**目前风险较小**，关注四点原因：

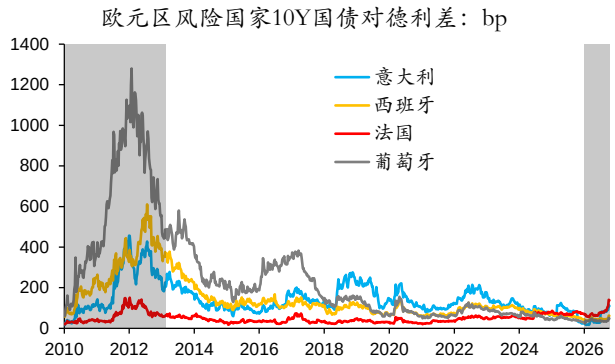
（1）当前法债的问题存在一定特殊性，尚未在欧洲出现明显扩散

欧债危机期间，西班牙、意大利等相关风险国家对德利差大幅走阔，高峰期意、西、葡利差均超过 400bp。与当时相比，目前法债相对德债的利差约 138bp，但意大利利差约 118bp、西班牙利差约 64bp、葡萄牙利差约 51bp，明显低于欧债危机时期水平，相应国家风险扩散程度偏低。

此外，欧元区主权债系统性压力指数（SovCISS）目前仍处于相对低位，亦明显低于 2011—2012 年欧债危机高峰期水平。

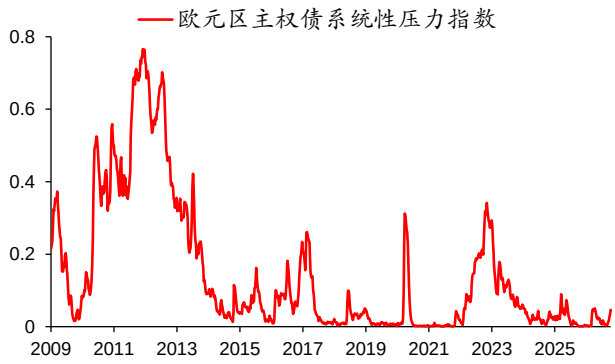
仅供内部参考，请勿外传

图 8：当前仅法债利差显著走高，其他国家仍明显低于欧债危机时期的水平



资料来源：Bloomberg，中信建投

图 9：欧元区整体主权债压力仍处低位



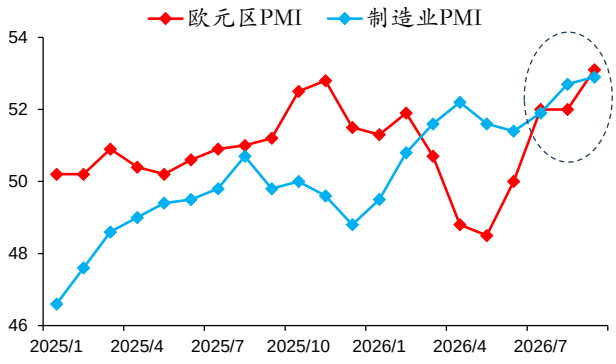
资料来源：欧洲央行，中信建投

（2）欧元区经济基本面较欧债危机时期改善

经济增长动能边际修复。2026 年以来，欧元区 PMI 整体呈回升趋势，9 月综合 PMI 和制造业 PMI 分别升至 53.1 和 52.9，均处于扩张区间，反映经济活动有所改善。相较于欧债危机时期经济持续疲弱的局面，当前增长基本面提供了一定支撑。

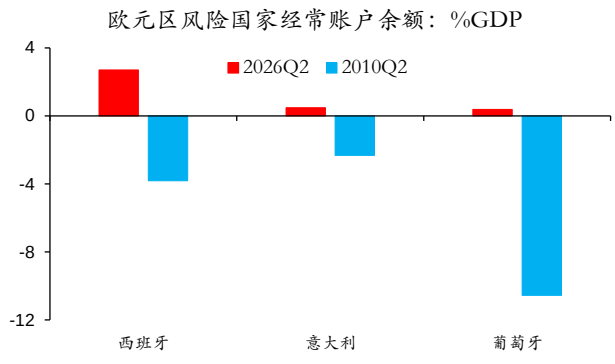
经常账户改善，对外部融资的依赖降低。2010 年二季度，西班牙、意大利和葡萄牙经常账户余额占 GDP 比重分别约为-3.8%、-2.3%和-10.5%，均存在不同程度的外部融资需求。2026 年二季度，三国均已转为经常账户顺差，降低了外部融资收缩引发主权债风险的可能性。

图 10：欧元区经济增长动能呈现边际修复



资料来源：Bloomberg，中信建投

图 11：风险国家经常账户转为顺差，对外部融资依赖度下降



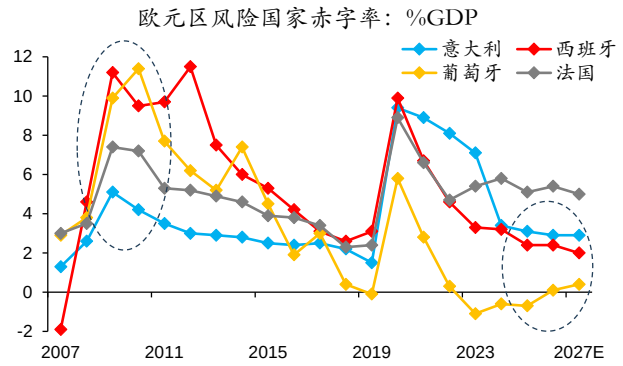
资料来源：Bloomberg，中信建投

财政赤字收窄。欧债危机期间，西班牙、葡萄牙财政赤字率一度超过 10%，意大利亦面临较大财政压力。经过多年财政调整，预计 2026 年意大利、西班牙赤字率分别降至 2.9%和

仅供内部参考，请勿外传

2.4%，葡萄牙接近财政平衡。相比之下，法国即使财政整顿计划顺利推进，2027 年其预期赤字率仍偏高，法债后续或持续承压。

图 12：意西葡三国财政赤字率目前均处于欧盟 3%标准以下，法国赤字率仍偏高



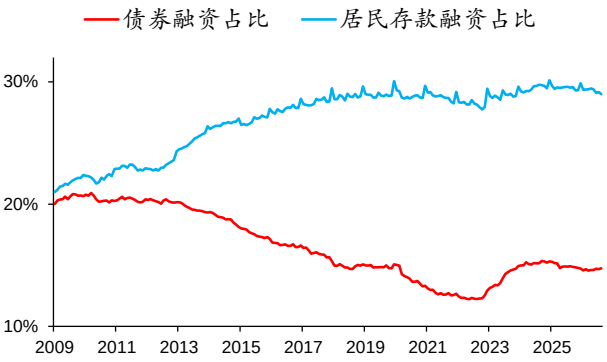
资料来源：Bloomberg，中信建投

（3）主权债风险向银行体系的传导或有弱化

融资结构层面，对债券市场融资的依赖下降。2009 年以来，欧元区银行居民存款融资占比由约 21%升至 29%，同期债券融资占比由 20%降至 15%左右。相比对市场利差较为敏感的债券融资，居民存款稳定性相对较强，有助于缓解主权信用风险上升引发的银行再融资压力。

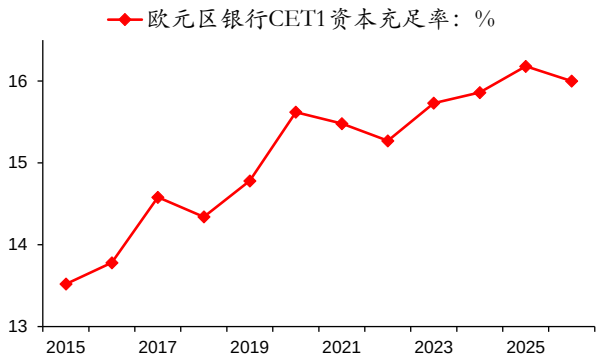
银行资本充足率提高，风险吸收能力增强。2015 年以来，欧元区银行 CET1 资本充足率由 13.5%左右升至 2026 年的 16.0%，资本缓冲明显增强，有助于降低主权债价格下跌对银行资产负债表的冲击。

图 13：欧洲银行体系融资结构对债券融资依赖度下降



资料来源：欧洲央行，中信建投

图 14：银行资本充足率上升，抗风险能力边际改善

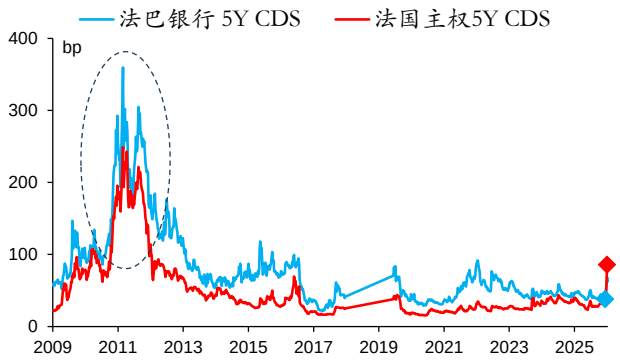


资料来源：欧洲央行，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

主权风险向银行信用风险的传导较有限。2011 年欧债危机期间，法国主权与巴黎银行 5Y CDS 利差同步大幅走阔，后者一度升至 360bp 左右。相比之下，本轮法国主权 CDS 已升至约 85bp，但巴黎银行 CDS 仍处于 40bp 左右的较低水平，尚未出现欧债危机时期银行信用风险大幅重估的局面。

图 15：当前法国银行 CDS 未随主权 CDS 大幅上行



资料来源：Bloomberg，中信建投

（4）欧债危机后欧洲主权风险救助机制逐步完善，应对压力能力抬升

欧元区主权风险应对机制不断完善。2010—2012 年欧债危机以来，欧元区逐步建立了包括欧洲稳定机制（ESM）、直接货币交易（OMT）、传导保护工具（TPI）在内的多层次救助体系，或增强欧元区应对主权债风险的能力。

一个案例是：2022 年 6 月，随着 ECB 宣布退出购债并启动加息，意大利国债对德利差迅速扩大至约 250bp。6 月 15 日 ECB 宣布灵活使用 PEPP 到期再投资、7 月 21 日进一步推出 TPI，意德利差回落，一定程度上缓解了主权债的风险扩散。

仅供内部参考，请勿外传

图 16：欧元区主权债风险应对机制汇总

政策名称	设立时间	主要措施	触发条件及政策约束
证券市场计划（SMP）	2010年5月	在二级市场直接购买成员国政府及私人债券 恢复市场流动性和货币政策传导	特定债券市场出现严重失序 阻碍货币政策传导
直接货币交易（OMT）	2012年9月	在二级市场购买成员国剩余期限1—3年的国债	相关国家须接受EFSF/ESM宏观调整或预防性援助计划 并严格履行政策条件
欧洲稳定机制（ESM）	2012年10月	向面临融资困难成员国提供贷款、预防性信贷额度及国债购买支持 ESM最大贷款能力5000亿欧元	成员国提出申请，接受经济及财政政策条件 经成员国集体决策批准
传导保护工具（TPI）	2022年7月	在二级市场购买成员国剩余期限1—10年的公共部门债券	出现与本国基本面不符、无理由且无序的市场压力，并严重威胁政策传导 综合评估财政纪律、宏观失衡、债务可持续性及经济政策履行情况

资料来源：欧洲央行，中信建投

图 17：2022 年 TPI 宣布后，意德利差得到一定控制



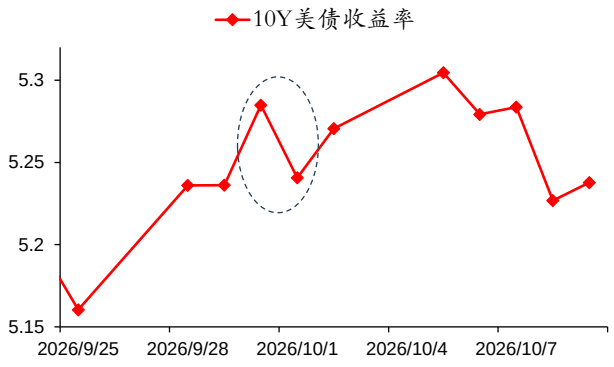
资料来源：Bloomberg，中信建投

三、本轮法债危机的影响

（1）美债：欧洲主权风险上升或带来避险资金流入，对美债收益率形成一定下行支撑

法国财政及政治不确定性加剧，可能推动全球资金从欧债向美债转移。10 月 1 日，法国主权债风险升温带动欧洲国债市场承压，美债则受到避险资金支撑，10Y 收益率从盘中约 5.34%的高点明显回落。展望后续，若法国风险持续发酵但未演变为全球系统性危机，预计避险需求将对美债收益率形成一定下行支撑，部分抵消美国经济韧性、通胀及财政风险溢价带来的上行压力。

图 18：10 月 1 日法债波动当日，美债收益率明显下行



资料来源：Bloomberg，中信建投

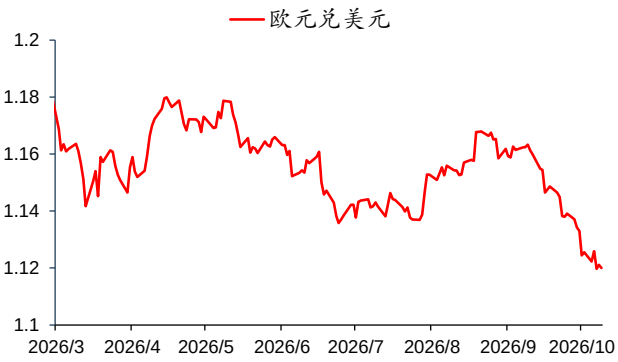
（2）欧元：法债风险或进一步强化欧元下行动能

近期美联储加息预期及美元走强已推动欧元被动贬值，法国财政及政治风险升温则进一步加剧下行压力，欧元兑美元于 10 月 5 日跌至 1.1161 的 17 个月低位。一方面，法国主权信

仅供内部参考，请勿外传

用风险上升削弱欧元资产吸引力，加剧资金外流及风险溢价重估压力；另一方面，国债收益率上行推动欧洲金融条件被动收紧，削弱 ECB 进一步加息的必要性，对欧元形成额外压制。展望后续，法国财政问题短期难以根本解决，叠加美欧货币政策预期分化，预计欧元兑美元仍将维持偏弱走势，法国主权债风险可能进一步放大其下行幅度。

图 19：法债波动或放大近期欧元下行动能



资料来源：Bloomberg，中信建投

（3）ECB：法债风险或放缓后续加息节奏

当前欧元区面临通胀上行与主权债风险加剧的双重压力。一方面，法国及部分外围国家国债收益率上行推动金融条件被动收紧，在一定程度上替代政策利率加息效果，降低 ECB 进一步紧缩的紧迫性。另一方面，9 月欧元区通胀已升至 3.8%，能源价格上涨仍对政策形成约束。预计法国主权债风险将进一步强化 ECB 谨慎加息的倾向，短期维持利率不变的可能性较高，但尚不足以推动政策转向宽松。

四、后续重点事件

图 20：后续重点相关事件节点

时间	国家	事件
10月13—20日	法国	2027年预算案首轮审议及关键投票
10月15日	欧元区	各国提交2027年预算草案
10月28日	英国	秋季预算案、OBR财政预测及英债融资安排
11月中下旬	欧元区	欧盟委员会秋季经济预测及财政审查
11月17日	法国	国民议会计划表决2027年预算案整体文本
11月29日	西班牙	提前举行议会大选
12月中下旬	法国/意大利	2027年预算案最终审议
2027年4月	法国	总统大选

资料来源：根据欧洲国家政府新闻整理，中信建投

风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济增长超预期，导致美联储货币政策继续收紧，美元大幅升值，美债利率上行，美股继续下跌，商业银行破产危机，以及新兴市场出现货币和债务危机。美国经济衰退超预期，

仅供内部参考，请勿外传

导致金融市场出现流动性危机，联储被迫转向宽松。欧洲能源危机超预期，欧元区经济陷入深度衰退，全球市场陷入动荡，外需萎缩，政策面临两难。全球地缘风险加剧，中美关系恶化超预期，大宗商品、运输出现不可控因素，逆全球化程度进一步加深，供应链持续被破坏，相关资源争夺恶化。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

钱伟：海外经济与大类资产首席分析师，复旦大学经济学博士，覆盖海外宏观策略、大类资产、全球流动性、进出口、汇率等

研究助理

谢紫铭：海外经济与大类资产研究助理，芝加哥大学硕士，覆盖领域为海外宏观、外汇等

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15％
		中性	相对涨幅-5%—5％之间
		减持	相对跌幅 5%—15％
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：(8610)5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：(8621)6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk