

2009年2月17日

宏观策略部

金融危机主战场“移师”欧洲

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

对银行业的担保让一些欧洲国家的政府如履薄冰。第一波金融冲击主要是由于房地产泡沫的破裂导致到从事高风险业务的投资银行出现信用危机，而目前正在演化的对欧洲银行业会产生巨大冲击的第二波金融危机，主要是由于信用危机导致实体经济的衰退衍生而来优质贷款出现不良贷款以及东欧国家与俄罗斯留给欧洲银行业的巨额债务面临违约的风险。

货币和金融双重危机将击垮东欧国家和俄罗斯这一脆弱的经济体，导致他们很难去偿还他们到期的债务，而目前东欧和俄罗斯几乎所有的外债都来自于西欧的银行业，这么大规模的外债一旦出现由于本币贬值所造成无法偿还，那么对欧洲的银行业而言，打击将是致命的。

由此可见，就第二波金融危机而言，欧洲银行业面临的困境和冲击将比美国的银行业更甚。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

金融危机主战场“移师”欧洲

苏格兰皇家银行与爱尔兰银行的困境说明实体经济的衰退又反馈到欧洲的金融市场，尽管由于政府的救助和担保，避免了破产的危险，但并不意味着欧洲的银行业已经摆脱困境，相反，对银行业的担保让一些欧洲国家的政府如履薄冰。第一波金融冲击主要是由于房地产泡沫的破裂导致到从事高风险业务的投资银行出现信用危机，而目前正在演化的对欧洲银行业会产生巨大冲击的第二波金融危机，主要是由于信用危机导致实体经济的衰退衍生而来优质贷款出现不良贷款以及东欧国家与俄罗斯留给欧洲银行业的巨额债务面临违约的风险。

欧洲商业银行面临不良贷款攀升

优质贷款中的不良贷款会出现攀升的理由主要来自于三个方面：其一，经济的恶化导致企业破产的风险会不断加大，这些企业的贷款最后会演化成不良贷款；其二，企业业绩的变化导致企业所发的信用债券面临贬值，贬值的计提会导致投资了这些债券的商业银行出现资产负债的恶化；其三，失业率的增加和居民收入水平的恶化，以及房地产交易市场的萎靡，这会导致以前信用良好的一些房贷业务会演化成不良贷款；其四，失业率的增加和以及地产和股市的萎靡导致居民收入水平的急剧下降，这会导致部分信用状况良好的居民收入状况恶化，从而衍生出信用卡以及其他消费贷款的违约。这些信用卡应收账款已经被证券化，一旦爆发违约危机，其损失很难估量。由于大多数信用卡债务是无抵押的，如果他们停止每月的支付而导致信用卡债将成为坏账，信用卡公司根本找不到相关资产作为补偿。而失业率的不断攀升和居民收入水平的恶化，其结果必然会导致信用卡违约的不断攀升。

欧洲商业银行深涉东欧和俄罗斯债务

在过去的几个月中，东欧国家和俄罗斯的比值出现了大幅贬值，出现贬值的原因主要有：

其一，美国的金融机构出现问题，随之而来的是这些金融机构进行全球性收缩，即“去杠杆化”，把以前投资到全球的资金快速的收回，以确保母公司的现金流。资金收回导致其他经济体汇率急剧下滑，将进一步加剧资金从这些经济体汇出。

其二，在经济高涨的时候，投资者更多追逐投资收益率，会把资金投向收益率较高、风险也较高的经济体，但目前面临全球危机，投资者考虑得更多的是资金的安全性，通常称之为“避险资金”，这会导致更多的资金回流到经济规模大的经济体。

由于外资的撤离导致这些国家本币贬值，假若这些国家是发达经济体，本币的贬值产生金融动荡的可能性相对较小，因为发达经济体的债务通常以本币计值，而且期限较长，当发达经济体出现货币贬值的时候，贬值对其企业资产负债表的影响非常有限。

但对于东欧和俄罗斯则不同，本币的贬值带来的则是货币危机和金融危机。由于美元和欧元的货币购买力更加稳定，和本币相比，美元和欧元所面临的通货膨胀更低，这就导致东欧和俄罗斯通常出现货币错配，即这些经济体的国债和一些企业通常向欧洲商业银行发行以美元或欧元计值的债券，但他们的资产又通常以本币计值。

假如本币出现大幅贬值，作为国家层面来说，将面临国家破产的危险。因为国家在发行以美元或欧元计值的外债，当本币出现快速贬值时，国家的债务负担将出现快速加重，以本币计算的国民收入折算成美元将出现急剧的减少，从而出现国家层面的负债状况恶化。

虽然东欧国家和俄罗斯以巴塞尔协议的资本标准监管本国的银行，但这一发达国家制定的监管标准并没有注重东欧国家和俄罗斯所面临的货币错配现象。本币的贬值对存在货币错配的东欧国家和俄罗斯的金融机构来说，就是灾难。本币的快速贬值导致银行的资产负债表（通常用本币计值）出现快速恶化，银行将用更多的本币来偿还它的美元或欧元债务，同时由于本币的恶化导致它很难收回它投放给国内企业的美元或欧元贷款。

东欧国家和俄罗斯的一些企业为了获取更多的融资，通常发行硬通币债券。这些企业当遇到本币快速贬值时，国内企业以本币核算的债务负担将出现急剧放大，使它们面临无力偿清债务的困境。同时，大多数国内企业的产品和服务以本国货币计价，企业资产的本币价值并未上升，从而导致企业净资产下降。这将恶化逆向选择和道德风险问题，导致投资下降和经济紧缩，出现货币与金融的双重危机。

因此，货币和金融双重危机将击垮东欧国家和俄罗斯这一脆弱的经济体，导致他们很难去偿还他们到期的债务（目前东欧国家外债总计 1.7 万亿美元，短期需要偿还的债务约为 4000 亿左右，占他们 GDP 比重的 1/3。俄罗斯目前负外债 4650 亿美元，仅 2009 年，俄银行和公司就需偿还本息近 1400 亿美元，而目前俄罗斯的外汇储备已不到 4000 亿美元），而目前东欧和俄罗斯几乎所有的外债都来自于西欧的银行业，这么大规模的外债一旦出现由于本币贬值所造成无法偿还，那么对欧洲的银行业而言，打击将是致命的。

由此可见，就第二波金融危机而言，欧洲银行业面临的困境和冲击将比美国的银行业更甚。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68816000-1725	15821755866	manguoqiang@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。