

欧元会解体吗？

希腊债务危机和由债务危机导致的欧元危机引起了全球关注。我们系统的回顾了欧元产生的历史和建立欧元的货币机制，对希腊危机和欧元的前景做了展望。我们认为，考虑到欧洲各国推进欧洲联合的政治意愿，欧元解体并不是大概率事件。但是，欧元的根本问题来自于自身体制的缺陷，虽然当前希腊国债的发行取得成功，但现在就认为希腊危机乃至欧元危机已经过去还为时过早。未来一段时间，由主权债务危机引起的欧元汇率的剧烈波动将有较大可能。

主要观点：

- **欧洲一体化有深厚的政治历史思潮，欧洲政治家推进欧洲联合的决心非常坚定。**欧洲联合的思想可以上溯到十五十六世纪，经历了反复的战争与破坏，特别是两次世界大战带给欧洲的创伤，欧洲人日益认识到除非实现紧密的团结甚至走向统一，否则欧洲不能摆脱相互为战的悲惨命运。从1950年欧洲钢煤共同体的创立到2009年《里斯本条约》的签署，欧洲的联合与统一走出了一条从少数核心国家到大量外围国家、从经济合作到政治安全法律合作、从简单的事务性合作到建立越来越多制度机构以实现经常性合作的的逐级演进不断深化的道路。虽然在这一过程了各种挑战不断出现，但是欧洲人决意推动欧洲各国合作乃至走向统一的决心非常坚定。而欧元正是这一过程的结晶与重要象征。
- **欧元机制设计的原理是“最优货币区”理论，但是欧元机制存在天然性的缺陷。**由蒙代尔等经济学家提出的“最优货币区”理论认为，只要一个区域内的生产要素可以自由流动，区域内各国不需要货币与汇率政策就可以自动纠正宏观经济的失衡，这一理论奠定了建立欧元的基础。但是蒙代尔的理论忽略了各国对通胀与失业偏好的差异、财政与货币政策的协调、各国经济发展水平的不同、以及反经济周期需要特殊政策安排等因素对欧元稳定的影响。而且，劳动力在欧洲可以自由流动的理论假设也与现实存在较大差异。
- **欧元区各国需要进一步协调财政经济政策以弥补欧元体系的漏洞。**欧元问题的根源在于欧元区大于一个真正的最优货币区。从中长期看来，欧元的前景有三：欧洲各国深化联合甚至建立欧洲财政部；欧元区缩小；欧元退出历史舞台。考虑到欧洲各国推动欧洲一体化的决心，我们认为欧元解体的可能性并不高，而以第一种方式解决欧元缺陷的概率更大。
- **未来欧元汇率大幅波动将是大概率事件，**鉴于欧元问题是体制性问题，在体制性问题没有解决之前，一旦世界经济及欧洲经济体出现不稳定性因素，欧元汇率的大幅波动将不可避免。我们认为，仅仅因为希腊国债发行成功就断言欧元已经度过危机还为时过早。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2010年3月10日

东方证券研究所策略团队

王明旭 股票策略资深分析师
8621-63325888×6253
wangmingxu@orientsec.com.cn

刘俊 股票策略资深分析师
8621-63325888×6109
liujun@orientsec.com.cn

毛楠 股票策略高级分析师
8621-63325888×6107
maonan@orientsec.com.cn

王晓李 股票策略分析师
8621-63325888×6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn

樊磊 股票策略助理分析师
8621-63325888×6116
fanlei@orientsec.com.cn

王鹏 策略研究助理
武睿思 策略研究助理

正文目录

引言	4
一、希腊危机引起欧元信用危机	4
二、欧元：欧洲一体化的象征	6
1. 欧洲一体化的历史呼声	6
2. 欧洲政治经济整合：从“钢煤共同体”到《里斯本条约》	7
3. 欧洲货币机制回顾：蛇洞体制·欧洲货币体系·欧元	9
4. 现在的欧盟与欧元区	11
三、欧元的货币机制	12
1. 欧元机制的理论依据：最优货币区	12
2. 欧洲央行的制度安排与独立性	13
3. 欧元区的其他财政经济约束	15
四、欧洲货币机制的根本矛盾	17
1. “最优货币区”理论的缺陷	17
2. 理论与现实的差异	19
五、欧元的三种前景	19
分析师承诺	22
投资评级说明	22

图表目录

图 1-1：部分欧洲国家 10 年期政府公债利率	4
图 1-2：欧元兑美元汇率	5
图 2-1：欧洲地理	6
图 2-2：欧洲、欧盟与欧元区	11
图 3-1：罗伯特·蒙代尔	12
图 4-1：欧元区穷国与富国的人均 GDP（2009）	18
图 4-2：欧洲各国失业率差异巨大	19
图 5-1：2010 年欧洲 PIIGS 五国财政赤字占 GDP 的比重（预计）	20
表 2-1：欧洲部分国家信用评级展望为负面	5
表 2-2：欧洲一体化大事记	7
表 2-3：欧洲货币体系的演变（自 60 年代以来）	9
表 2-4：欧盟成员国	11
表 2-5：世界主要经济体面积、人口、GDP 比较	11
表 3-1：欧元诞生以来带给欧洲的益处	13
表 3-2：欧洲中央银行体系独立性的保证	14
表 3-3：欧洲中央银行体系的货币政策工具	14
表 3-4：欧元区的入盟条件	15
表 3-5：欧盟成员国达标情况	16
表 3-6：欧元国家财政约束	17

引言

希腊债务危机和由债务危机导致的欧元危机引起了全球关注。我们系统的回顾了欧元产生的历史和欧元建立的货币机制，对希腊危机和欧元的前景做了展望。我们欧元机制的根本矛盾在于欧洲各国的政策选择偏好、经济发展状况，都有较大差异，而欧元机制的理论基础最优货币区理论中关于劳动力在货币区内完全自由流动的假设也与欧洲的现实存在并不一致。从长期来看，欧元区国家只有进一步加强合作与协调，向制定欧洲统一的财政政策迈进才将会根本上解决欧元体制的缺陷，否则，欧元的解题并非没有可能。

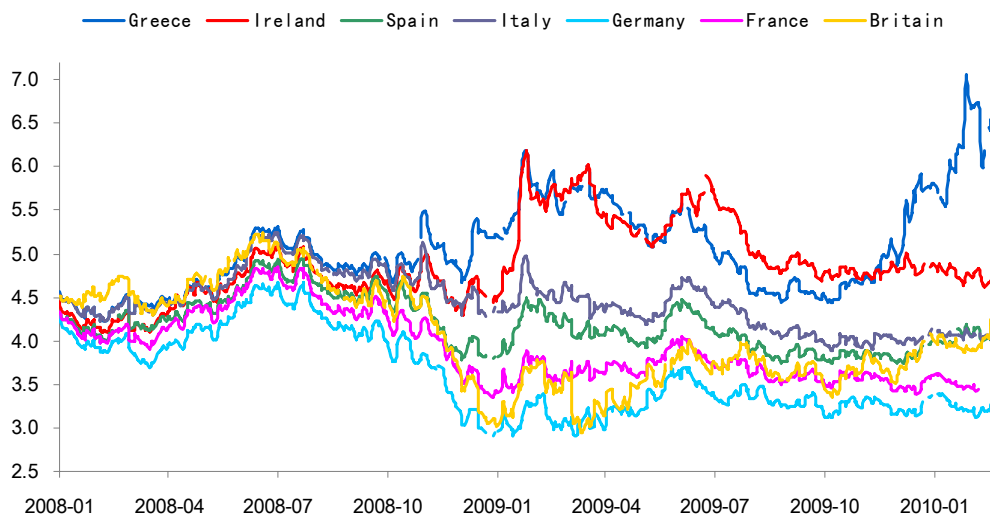
同时，鉴于欧元的问题来自于体制的缺陷，我们认为虽然希腊国债的发行取得成功，但现在就认为希腊危机乃至欧元危机已经过去还为时过早。未来一段时间，由主权债务引起的欧元汇率的剧烈波动将是大概率事件。

一、希腊危机引起欧元信用危机

希腊债务危机的导火索出现在 2009 年 10 月，希腊新一届政府宣布 2009 年财政赤字将达到国内生产总值的 12.7%，是上届政府预估的两倍，而且远高于欧盟《稳定与增长公约》规定的赤字水平不能超过国内生产总值 3% 的指标。受此影响，2009 年 12 月，三大国际信用评级机构降低了希腊的主权信用评级，并同时警告说，如果希腊政府无法在短期内改善财政状况，有可能进一步降低希腊的主权信用评级。希腊政府债券利率从十二月起迅速上升。受此拖累，欧元兑美元汇率从 09 年十二月以来出现了显著下跌。

图 1-1: 部分欧洲国家 10 年期政府公债利率

单位: %



资料来源: 路透资讯, 东方证券研究所

动摇公众对于欧洲货币联盟的信心，甚至会迫使希腊退出欧元而导致欧元解体。但是如果援助希腊，德国政府怎样向民众解释为什么要让勤俭节约的德国纳税人为奢侈懒惰借贷消费的希腊人买单？（希腊的失业补贴之丰厚、公务员福利之优良及退休年龄之都是欧洲各国指责的对象。）更进一步，援助了希腊，将来爱尔兰、西班牙也遇到这种情况，是不是还要继续救助？最大的问题在于，希腊违背了欧元区的财政自律要求落到了如此地步，如果救助的先例一开，那么欧洲国家都知道债务问题最终总能得到救助，就会大大增加未来违背财政自律要求的可能，这终将危及欧元的稳定及欧洲央行的独立地位。虽然最新的消息称希腊已经通过了更加严格的财政赤字削减计划，十年期政府公债也获得了超额认购，但是我们认为考虑到欧元机制本身存在的漏洞，欧元区的长期前景并不会因为这一次危机得到缓解而变的明朗。欧元仍然处在一个十字路口。

二、欧元：欧洲一体化的象征

1. 欧洲一体化的历史呼声

欧元的出现是欧洲大一统思想的体现。历史上，欧洲很早就出现了各种关于欧洲联合与统一的思想。早在 16、17 世纪，法国亨利四世的首相萨利就制定了一个欧洲联邦计划，想把欧洲 15 个国家组成一个联邦；18 世纪欧洲启蒙学者，如卢梭、康德等，也提出了欧洲联合思想；19 世纪，欧洲民间出现过许多和平运动，把争取欧洲和平与欧洲统一结合在一起。

图 2-1：欧洲地理



资料来源：Google Earth，东方证券研究所

一战后，世界格局重组，泛欧主义思想在欧洲开始广为流传。同时，一些走向联合的初步尝试也开始出现，如 1926 年由经济学家夏尔·吉德主持的欧洲经济与关税同盟，工业家埃米尔·迈里施组织的钢铁卡特尔等等。之后，欧洲统一运动开始从民间层面开始向政府层面发展，1930 年法国白里安计划是首个由政府提议的“欧洲联盟”计划。虽然这些民间努力、政府初步提案都没有取得什么实质性的进展。

二战爆发后，欧洲再度陷入大规模战争。战争期间，欧洲联邦主义的思想在抵抗运动的一部分流亡政府的人士中广为传播，1944 年，法国、意大利等国在日内瓦发布了《欧洲抵抗运动宣言草案》，声明只有一个联邦制的联盟才能保证欧洲大陆的文明与自由，呼吁建立一个凌驾于各国政府之上的欧洲政府。欧洲历史上不断发生的战争，特别是两次世界大战的洗礼使得欧洲国家日益认识到，在欧洲这样一个大小国家林立，各大国又实力相对接近的大陆上，除非实现紧密的团结甚至走向统一，否则欧洲不能摆脱相互为战的悲惨命运。二战之后，欧洲人痛定思痛，欧洲联合与统一的进程终于开始启动。

2. 欧洲政治经济整合：从“钢煤共同体”到《里斯本条约》

1950 年 9 月，被誉为“欧盟之父”的法国政治家莫内和舒曼正式提出了“欧洲煤钢共同体”的计划，建议各国将本国经济中的煤钢部门管理权委托给某一独立机构的国家成立煤钢共同市场。1951 年由法国、西德等六国组成的钢煤共同体的成立是欧洲一体化进程中的第一个标志性事件。6 年之后，欧洲的合作范围扩展到更广泛的领域，欧洲原子能共同体和欧洲经济共同体成立。1965 年的《布鲁塞尔条约》将三个机构合并成为欧共体；1973 年英国等游离于欧洲合作之外的国家相继加入欧共体，一个经济层面上日益紧密相联的大欧洲逐步浮现。经济的合作促进的欧洲国家的相互依赖和政治信赖，政治与安全领域的合作也得以开始。1979 年成立了欧洲议会。1985 年，欧共体达成《单一欧洲文件》，赋予欧共体理事会更大的权利，并给予欧洲议会立法权。同年，《申根条约》使签约各国实现边界开放和人员自由流动，欧洲各国的合作进一步加深。1989 年，《德洛尔计划》第一次明确地提出了欧洲货币一体化的初步时间表。两年后，欧共体在荷兰的马斯特里赫特召开的首脑会议上终于原则通过《欧洲经济货币联盟条约》和《欧洲政治联盟条约》，二者合称《马斯特里赫特条约》，欧盟成立的全部障碍。1993 年 11 月 1 日，《马约》正式生效，欧盟正式成立，标志着欧共体从单纯的经济实体向经济政治实体过渡。1997 年，《阿姆斯特丹条约》批准了欧洲的统一货币欧元。1999 年 1 月 1 日，欧元开始流通。

欧元出现之后，欧洲一体化的进程并没有就此止步。2002 年，通过的《尼斯条约》使得欧盟扩大的进程再度启动。2004 年，欧盟 25 国首脑在意大利首都罗马签署了《欧盟宪法条约》，这是欧盟的首部宪法条约。虽然《欧盟宪法条约》被法国和荷兰的全民公决否决，但是欧洲政治家推进欧洲统一的决心没有动摇，2007 年 6 月，欧盟首脑会议在布鲁塞尔决定以《里斯本条约》取代已经失败的《欧盟宪法条约》。2009 年 11 月，最后一个欧盟成员国捷克正式签署《里斯本条约》，欧洲一体化进程又得以进一步深入。

表 2-1：欧洲一体化大事记

时间	事件	主要内容	影响
1995.4	欧洲钢煤共同	建立煤钢单一共同市场，取消有关关税	欧洲煤钢共同体的建立，是西欧国家联合道路

	体条约	限制，对生产、流通和分配过程实行干预。	上的一次质的飞跃，开始了欧洲一体化合作的开始
1957.3	罗马条约	建立关税同盟和农业共同市场，逐步协调经济和社会政策，实现商品、人员、服务和资本的自由流通。	《罗马条约》的签订，促进了欧洲原子能共同体和欧洲经济共同体的建立，奠定了欧洲一体化的基础
1965.4	布鲁塞尔条约	将欧洲煤钢共同体、欧洲原子能共同体和欧洲经济共同体的主要机构合并，统称为欧洲共同体	《布鲁塞尔条约》的签订，标志着欧洲共同体正式成立
1973.1	英国等三国加入欧共体	丹麦、爱尔兰和英国加入欧共体	欧共体历史上首次扩员，欧洲一体化程度进一步加强
1985	单一欧洲文件及申根条约	加强了欧共体在技术合作和环境保护等领域采取有效措施的权限，增加了强化“欧洲意识”的内容，加强了欧洲议会的权利。开放边界，实现人员流动自由	《单一欧洲文件》的通过和批准，标志着欧洲一体化进入一个新阶段，《单一欧洲文件》不仅仅是一个经济文件，还是一个包括欧洲政治联盟和社会宪章的文件。《申根条约》便利了人员在欧洲的往来，进一步加强了各国的联系。
1989.6	德洛尔报告	规定从 1990 年起，用 20 年时间，分三阶段实现货币一体化，完成欧洲经济货币同盟的组建。	德洛尔报告制定了欧洲经济货币同盟的时间表，进一步推动了欧洲货币一体化的进程
1991.12	马斯特里赫特条约	包含《欧洲经济与货币联盟条约》和《政治联盟条约》	《马约》为欧共体建立政治联盟和经济与货币联盟确立了目标与步骤，是欧盟成立的基石。1993 年 11 月，《马约》正式生效，欧洲联盟最终成立。
1997.6	阿姆斯特丹条约	批准了《欧元法律地位》、《新的汇率机制》和《稳定与增长公约》三个框架文件	《阿姆斯特丹条约》为欧元 1999 年 1 月 1 日问世提供了法律保障，使欧元真正成为历史的必然。
2002.7	欧元正式启动	各成员国货币完全退出流通	欧盟货币一体化计划完成，欧洲成为一个更为紧密的联合体。
2004.5	欧盟东扩	波兰、匈牙利、捷克、斯洛伐克等 10 个中东欧国家加入欧盟，从而使欧盟成员国增至 25 个	使欧盟成为欧洲的欧盟，而非仅仅是西欧的欧盟；扩大了欧盟的地缘政治、经济乃至安全的影响力
2002.11	尼斯条约	修改《欧洲联盟条约》，建立欧洲各共同体诸条约和某些附件的尼斯条约	《尼斯条约》自 2000 年提出到 2002 年全部成员国通过，启动了欧盟东扩的进程。
2009.11	里斯本条约	进一步改革欧盟机构，简化欧盟的决策进程	《里斯本条约》从 2007 年提出到 2010 年最终获得全部成员国通过，是欧盟实质上的首部获得通过宪法，欧洲一体化进程达到空前高度。

资料来源：东方证券研究所整理

从 1950 年“欧洲钢煤共同体”计划提出至今，欧洲的一体化进程走出了一条从少数核心国家到大量外围国家、从经济合作到政治安全法律合作，从简单的事务性合作

到建立越来越多制度机构以实现经常合作的的逐级演进不断深化的道路。虽然在这一过程了各种挑战不断出现，但是欧洲人决意推动欧洲各国合作乃至走向统一的决心非常坚定。

3. 欧洲货币机制回顾：蛇洞体制 · 欧洲货币体系 · 欧元

欧洲货币体系的建立与欧洲政治经济一体化的一部分和重要象征，同时，也深受世界货币体系演变的影响。

20 世纪 60 年代末，以美元为中心的世界货币体系发生危机，当时的卢森堡首相皮埃尔·维尔纳发出欧洲货币融合的倡议，被后人称为“维尔纳计划”。维尔纳计划被视为通向欧元道路上的第一座里程碑。

1971，美元与黄金脱钩，布雷顿森林货币体系瓦解。为了应付日益波动的货币危机和汇率变化，欧共体在 1972 年 4 月建立了“蛇洞体制”，“洞”指欧共体各国货币联合对美元浮动上下不超过 2.25%，蛇指各成员国货币间的汇率可允许波动幅度只能是上下 1.125%。欧共体采用蛇洞体系的目的是想把固定汇率和浮动汇率的优点结合在一起，对外利用汇率的变化调节国际收支，对内稳定欧共体内部的商品、劳务特别是资本流动。1973 年美元再度大幅贬值，欧共体放弃了对于美元浮动的限制的“洞”，而保留了内部浮动限制的“蛇”，成为联合浮动机制。

但是由于石油危机等一系列事件导致的国际经济动荡使得联合浮动机制很不稳定，加入机制的国家几进几出。汇率的不稳定妨碍了欧洲共同市场的作用同时也使得共同农业政策受到损失。1979 年 3 月，在德国总理和法国总统的倡议下，欧共体成员国决定建立欧洲货币体系，各成员国之间实行固定但可调整的汇率，对外则共同对美元浮动。欧洲货币体系还建立了欧洲货币单位和欧洲货币基金。欧洲货币体系已经构成了一个初步的区域性货币体系。

1989 年的《德洛尔报告》和两年后的《马约》为欧元启动提供了法律性的依据。在此期间，欧洲货币机制仍在运行之中。但在欧洲货币体系十几年的稳定运行之后，1992 年，两德统一导致德国政府提高利率以降低通胀。马克的强势对其他欧洲国家的货币产生了巨大压力，英国意大利先后退出了欧洲货币机制，酿成了“欧洲汇率机制危机。”此后，虽然欧洲货币机制名存实亡，但是为了统一货币欧元，各国都努力维持汇率稳定，以满足加入欧元区的条件。

1997 年 10 月，欧盟 15 国代正式签订了《阿姆斯特丹条约》，这是一个在《马约》基础上修改而成的新欧盟条约。新条约及先前已获批准的《稳定与增长公约》、《欧元的法律地位》和《新的货币汇率机制》等文件，为欧元的创立奠定了法律基础和明确的时间表。1998 年，11 个欧元创始国确定，同时，欧洲中央银行正式成立；1999 年 1 月 1 日，欧元如期启动；2002 年 1 月 1 日，欧元正式开始流通；2002 年 7 月 1 日，欧元区各国货币完全退出流通，欧洲货币一体化计划完成，欧元全面步入了历史舞台。

表 2-2：欧洲货币体系的演变（自 60 年代以来）

时间	事件	主要内容	影响
1969.3	维尔纳计划提出	倡议资本完全自由流通，各成员国货币趋同直至确定一个固定汇率，货币储备	维尔纳计划被视为通向欧元道路上的第一座里程碑。

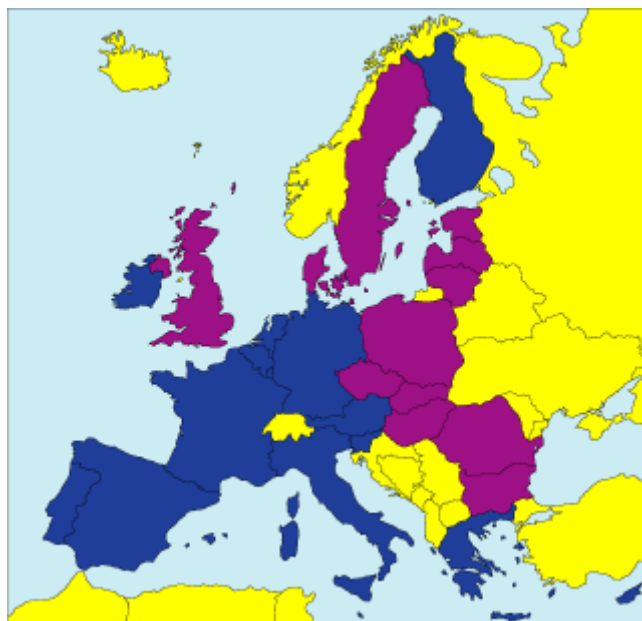
		集中,通过某种类似“欧洲联邦储备局”的机构确定中心货币政策和对第三国的共同货币政策,最终实现建立统一货币	
1972.4	蛇洞体制确立	规定各成员国货币间的汇率可允许波动幅度只能是上下 1.125% (总幅度为 2.25%), 比史密森协议的规定小一半	蛇洞体制开启了欧洲货币的初步合作, 这种合作体制是国际上之前从来没有出现过的。
1973.4	欧洲货币合作基金成立	目的主要是通过市场干预, 稳定欧共体成员国间的货币汇率, 加强成员国间的货币金融合作; 对国际收支逆差的成员国提供短期贷款; 集中成员国的货币储备, 作为划拨清算中心, 起到欧共体中央银行的作用。	欧洲货币合作基金, 实质上起到了欧共体中央银行的作用, 进一步推进了货币合作的进程。
1979.3	欧洲货币体系建立	欧洲货币体系实质上是一个固定的可调整的汇率制度。它包括欧洲货币单位、建立稳定汇率的机制以及建立欧洲货币基金三方面内容。	欧洲货币体系是第一个完整的包含欧洲各国的货币体系, 它的建立是欧洲一体化史上具有承前启后意义的一个重大成果,
1989.6	德洛尔报告	规定从 1990 年起, 用 20 年时间, 分三个阶段实现货币一体化, 完成欧洲经济货币同盟的组建。	德洛尔报告制定了欧洲经济货币同盟的时间表, 进一步推动了欧洲货币一体化的进程
1991.12	马斯特里赫特条约	计划最迟在 1999 年 1 月 1 日前建立“经济货币同盟”。届时将在同盟内实现统一货币、统一的中央银行以及统一的货币汇率政策。为实现上述目标, 《马约》规定了一个分三阶段实现货币一体化的计划。	《马约》为欧共体建立政治联盟和经济与货币联盟确立了目标与步骤, 是欧盟成立的奠基石。1993 年 11 月, 《马约》正式生效, 欧洲联盟最终成立。
1997.6	阿姆斯特丹条约	批准了《欧元法律地位》、《新的汇率机制》和《稳定与增长公约》三个框架文件	《阿姆斯特丹条约》为欧元 1999 年 1 月 1 日问世提供了法律保障, 使欧元真正成为历史的必然。
1998.5	欧元参与国确定	比利时、德国、西班牙、法国、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、奥地利、葡萄牙和芬兰等符合《马约》条件的 11 个国家为欧元创始国, 首批加入欧洲单一货币体系; 在原有的欧洲货币局基础上成立欧洲中央银行。	
1999.1	欧元启动	欧洲货币单位以 1 : 1 的比例转换为欧元, 欧元与成员国货币的兑换率锁定, 欧洲中央银行投入运作并实施统一的货币政策, 欧元可以支票、信用卡等非现金交易的方式流通, 各成员国货币亦可同时流通, 人们有权选择是否使用或接受欧元。	
2002.1	欧元正式流通	欧元纸币和硬币开始全境流通, 欧洲中央银行和成员国将逐步回收各国的纸币和硬币, 届时人们必须接受欧元	
2002.7	欧元正式启动	各成员国货币完全退出流通	欧盟货币一体化计划完成, 欧元正式启动

资料来源: 东方证券研究所整理

4. 现在的欧盟与欧元区

现在欧盟已经是一个有着 27 个成员国，人口接近 5 亿，面积达到 432 万平方公里，GDP 达到 14 万亿美元的超级区域经济联合体。在世界政治经济的舞台上发挥着重要的作用。而作为 16 个国家主权货币的欧元作为欧洲一体化的象征，也已经成为世界第二大储备货币，在国际货币体系中扮演着重要角色。

图 2-2: 欧洲、欧盟与欧元区



注：蓝色部分为欧元区，蓝色与紫红色部分为欧盟。

资料来源：东方证券研究所整理

表 2-3: 欧盟成员国

欧盟	比利时、保加利亚、赛普勒斯、捷克共和国、丹麦、德国、希腊、西班牙、爱沙尼亚、法国、匈牙利、爱尔兰、意大利、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马其他、荷兰、奥地利、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、芬兰、瑞典、英国
欧元区	德国、法国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、爱尔兰、希腊、西班牙、葡萄牙、奥地利、芬兰、斯洛文尼亚、塞浦路斯、马耳他、斯洛伐克

资料来源：东方证券研究所整理

表 2-4: 世界主要经济体面积、人口、GDP 比较

	欧盟	美国	中国	日本
面积(sq km)	4,324,782	9,826,875	9,596,961	377,915
人口	491,582,852	307,212,123	1,338,612,968	127,078,679
GDP(billion \$)	14,520	14,260	8,767	4,141

人均 GDP(\$)(PPP)	32,700	46,400	6,500	32,600
-----------------	--------	--------	-------	--------

数据来源：The World Factbook, CIA

三、欧元的货币机制

1. 欧元机制的理论依据: 最优货币区

建立欧洲统一货币的理论依据来自于“最优货币区理论”。“最优货币区”是指就宏观经济目标（经济增长、物价稳定、充分就业及国际收支平衡）而言，在多大的范围内采用单一货币（并建立统一的中央银行）或几种汇率永久固定的货币对外统一浮动将会实现资源的最佳配置。被誉为“欧元之父”的美国经济学家罗伯特·蒙代尔和后来的英格莱姆、麦金农等经济学家对这一理论做出了重要贡献。

图 3-1: 罗伯特·蒙代尔



资料来源：东方证券研究所整理

传统汇率理论认为，各个国家经济的基本面不同，汇率及货币政策是实现宏观经济调整的重要手段。例如，在宏观经济增长乏力或是在大量出现贸易逆差之际，一个国家可以通过货币贬值增加出口而纠正宏观经济的失衡。因此大多数国家都将拥有自己的货币并独立使用货币政策视作国家主权不可分割的一部分。蒙代尔最重要的贡献在于提出了即使不存在货币或汇率工具，如果在各个经济体之间的生产要素可以自由流动，固定的汇率体系（甚至是单一货币体系）下宏观经济的失衡也可以自然校正。例如，如果德国经济过热而法国经济衰退，传统上可以使法郎相对马克贬值，则这样会增加法国的出口而减少德国的产出，两国都可以回到正常的经济增长状态。蒙代尔的理论则指出，如果德法同时使用欧元，汇率工具不再有用，但只要法国的劳动力和资本可以自由流动，法国人可以去德国工作，这就增加了德国劳动力的供给而缓解了法国的失业。这也一样可以解决经济失衡问题。按照蒙代尔的理论，当欧洲可以实现人员、资金和货物的自由化之际，欧洲完全可以采用单一货币。最优货币区理论奠定了欧元存在的基础。

同时，如果货币联盟各国不再需要独立的货币政策及汇率政策纠正宏观经济失衡，经济学家麦金农的研究表明，对于一个互相贸易关系密切的开放经济区而言，组成一个相对封闭的货币区对外实施浮动制比彼此之间采取浮动汇率制对实现宏观经济目标更为有利(杜厚文等《欧元：区域货币一体化的矛盾与挑战》，中国金融出版社，P.134)。单一货币带来的好处包括并不限于：直接交易成本的消除；消除汇率不确定对贸易和投资的影响；有利于形成更健全的价格机制；延伸了较弱国家的信用，降低实际利率水平；甚至可以减少央行的外汇储备，减少了国际货币发行国铸币税和通货膨胀税的征收；同时对欧洲而言，当欧元逐步变为世界货币之时，欧洲也在世界范围内获得了铸币税的权利从而减少了欧洲国家融资的成本。

表 3-1：欧元诞生以来带给欧洲的益处

降低汇率交易的成本	根据欧盟委员会的估计，每年消除了超过 200 亿美元的汇兑成本
消除汇率不确定对贸易和投资的影响	欧元区内贸易及直接投资显著增长。欧盟估计，单一货币对区内贸易量和 FDI 增幅的贡献分别达 1/2 及 2/3。这亦推进了欠发达成员国经济的快速追赶。希腊和西班牙等国以购买力计算的人均生产总值在 99 年仅为欧元区平均水平的 71%和 84%，而在 08 年达到 94%和 90%。
延伸的较弱国家的信用	爱尔兰希腊等欧洲欠发达国家可以以接近德国的利率水平借债，降低了融资成本
控制通胀，稳定价格	欧元区成立以来通胀水平仅略高于 2%，希腊、葡萄牙等多国从双位数通胀的困扰中解脱出来
国际货币	欧元 1999 年占世界外汇储备的 12.5%，至 2009 年上升到 27.75%

资料来源：欧盟委员会、ECB、《欧元：区域货币一体化的矛盾与挑战》、东方证券研究所

2.欧洲央行的制度安排与独立性

在政策实施的层面上，欧洲通过位于法兰克福的欧洲中央银行来实施统一的货币政策。根据《马斯特里赫特条约》的规定，1994 年 1 月 1 日，欧洲经济货币联盟进入到第二阶段，在法兰克福成立了欧洲货币局从事各项技术准备工作。1999 年 1 月 1 日，欧元正式引入，而货币局则改组为欧洲中央银行，在欧元区内履行中央银行的职责。

严格的说，欧洲中央银行体系包括具有独立法人地位的欧洲中央银行和各国中央银行。欧洲中央银行是决策机构，而各国中央银行是执行机构，欧洲中央银行的人数很少，只有不到 1000 人，大量的实际操作依赖于各国央行对欧洲央行决策的执行。成员国的央行需要按照其人口和国民生产总值向欧洲中央银行认购股本。

从决策机制上来看，欧洲央行的决策机构是理事会（Governing Council），包括由欧盟首脑会议任命的 4-6 名执行委员会(Executive Board)成员（含行长和副行长各一，基本上都是经济金融方面的专家）及所有成员国的中央银行行长。制定货币政策时，每个成员拥有一票表决权，以简单多数做决定。

欧洲央行承袭了德国联邦银行的组织架构和运作理念，被认为是世界上最具独立性的中央银行之一。

表 3-2：欧洲中央银行体系独立性的保证

直接独立性的规定	《马约》第七款明确规定：欧洲央行及成员国央行在行使权利执行任务时，不得接受欧盟任何机构、团体或成员国政府的指示；这些机构、团体或政府也不得影响欧洲中央银行体系的决策。
	《马约》109 款 e 规定，“各成员国央行必须逐渐取得独立”
报告机构	欧洲央行有义务提交报告的机构仅限于欧洲议会、欧盟财政会议、欧盟委员会和欧洲首脑会议。
隔绝为政府买单	禁止欧洲中央银行和成员国中央银行向成员国或共同体的公共部门机构提供透支或者类似透支的贷款；购买它们的债券。
人事制度	管理委员会与执行委员会总裁任期 8 年并且不可连任，成员国央行行长任期不少于 5 年。保障了欧洲央行的决策者不因连任问题做出政治妥协。
财政独立	《马约》第 28-33 款规定了欧洲央行的资本来源和利润分配，其经济来源不依赖于任何机构的拨款，保障其经济的独立性。

资料来源：《马约》、东方证券研究所整理

《马约》第 105 条第 1 款规定了欧洲中央银行的职责：“欧洲中央银行体系的主要目标是：保持物价稳定；促进就业和经济增长。”其中稳定物价水平是欧洲央行最核心的职能。欧洲中央银行管理委员会在 1998 年 12 月 13 日的会议上又将物价稳定定义为“消费物价调和指数（HICP）的年增长率在 2% 以下”。欧洲央行的货币政策工具包括：公开市场操作，存贷款便利（Standing Facilities）及最低存款准备金要求。

表 3-3：欧洲中央银行体系的货币政策工具

货币政策业务	交易品种		期限	频率	程序
	提供流动性	减少流动性			
公开市场操作					
主要再融资操作	反向交易	----	两周	每周	标准招标
较长期再融资操作	反向交易	----	三月	每月	标准招标
微调操作	反向交易	外汇掉期交易	未标准化	不定期	快速招标 双边操作业务
	外汇掉期交易	吸收定期存款			
	买断性债券购买	反向交易			
		买断性债券出售			
结构性操作	反向交易	发行债券	标准化和未标准化	定期和不定期	标准招标

	买断性债券购买	买断性债券出售		不定期	双边操作业务
固定性贷款便利设施					
边际贷款便利设施	反向交易	----	隔日	根据业务伙伴提出的要求利用该设施	
存款便利设施	----	接受存款	隔日	根据业务伙伴提出的要求利用该设施	
最低准备金制度					
最低准备金	适用对象为欧元区内的信贷机构				

资料来源：ECB，东方证券研究所整理

3. 欧元区的其他财政经济约束

构筑欧洲经济与货币联盟显然不只是使用单一货币这么简单。事实上，单一货币能否保持稳定并为各成员国所接受同时也取决于其他的条件。除了实现商品、人员、劳务和资本在区内的自由流动之外，欧元区还有两类最重要的财政经济约束：入盟条件和财政政策约束。

由于是加入一个共同货币区，《马斯特里赫特条约》规定，想要加入欧元的国家必须在价格、政府债务水平、汇率和利率方面满足趋同标准。2001 年欧元启动之时，除了希腊之外，其他的国家都达到了加入欧元区的条件，虽然英国等其他三个国家因为各自的原因也没有首批参加欧元。

表 3-4：欧元区的入盟条件

价格稳定	一国在加入货币联盟前 18 个月的平均通货膨胀率，最多不能超过通货膨胀率最低的 3 个成员国平均通货膨胀率的 1.5 个百分点。
政府财政状况的可持续性	政府净借款、公共财政赤字不得超过国内生产总值的 3%，或其政府净借款占 GDP 的比率根本性地下降，从而接近于 3% 这一参考值；同时，政府总债务（公共债务）不能超过 GDP 的 60%，除非公共债务占 GDP 比例正不断下降并且以令人满意的速度趋近参考值。
汇率稳定	成员国货币必须加入欧洲货币体系的汇率机制至少两年，遵守该汇率机制规定的汇率正常波动幅度，不得对其他任何成员国的货币进行贬值，改变双边中心汇率。
利率趋同	各参加国在加盟前一年，其长期利率水平不得超过 3 个经济运行最平稳的成员国长期平均利率的 2%，各国的长期利率以前 10 年期长期国债或类似的债券利率来衡量。

资料来源：《马斯特里赫特条约》，东方证券研究所整理

表 3-5：欧盟成员国达标情况

	通货膨 胀率	政府财政预算状况						汇率	长期利 率
	协调消 费价格 指数(a) HCIP	存在 过度 赤字 (b)	财政 赤字 占 GDP (%) (c)	国债占 GDP (%)				参加欧 洲汇率 机制	长期利 率 (d)
	1998. 1		1997	1997	以前年度变化			1998. 3	1998. 1
					1997	1996	1995		
目标水平	2. 7	是	3	60				是	7. 8
比利时	1. 4	否	2. 1	122. 2	-4. 7	-4. 3	-2. 2	是	5. 7
丹麦	1. 9	是	-0. 7	65. 1	-5. 5	-2. 7	-4. 9	是	6. 2
德国	1. 4	是	2. 7	61. 3	0. 8	2. 4	7. 8	是	5. 6
希腊	5. 2	是	4. 0	108. 7	-2. 9	1. 5	0. 7	是	9. 8
西班牙	1. 8	是	2. 6	68. 8	-1. 3	4. 6	2. 9	是	6. 3
法国	1. 2	是	3. 0	58. 0	2. 4	2. 9	4. 2	是	5. 5
爱尔兰	1. 2	否	-0. 9	66. 3	-6. 4	-9. 6	-6. 8	是	6. 2
意大利	1. 8	是	2. 7	121. 6	-2. 4	-2. 0	-0. 7	是	6. 7
卢森堡	1. 4	否	-1. 7	6. 7	0. 1	0. 7	0. 2	是	5. 6
荷兰	1. 8	否	1. 4	72. 1	-5. 0	-1. 9	1. 2	是	5. 5
奥地利	1. 1	是	2. 5	66. 1	-3. 4	0. 3	3. 8	是	5. 6
葡萄牙	1. 8	是	2. 5	62. 0	-3. 0	-0. 9	2. 1	是	6. 2
芬兰	1. 3	否	0. 9	55. 8	-1. 8	-0. 4	-1. 6	是	5. 9
瑞典	1. 9	是	0. 8	76. 6	-0. 1	-0. 9	-1. 4	是	6. 5
英国	1. 8	是	1. 9	53. 4	-1. 3	0. 8	3. 5	否	7. 0
所有国家	1. 6		2. 4	72. 1	-0. 9	2. 0	3. 0	否	6. 1

备注：(a) 最近 12 个月协调消费价格指数 (HCIP) 的算术平均数与前期 12 个月 HCIP 算术平均数的百分比变化率；(b) 欧盟理事会 1997 年 6 月 3 日的决定；(c) 财政赤字为负值表示财政盈余；(d) 10 年期国债过去 12 个月的平均数

数据来源：欧盟委员会《趋同报告》，1998 年 3 月 25 日，东方证券研究所整理

而在 1997 年通过的《稳定与增长公约》则对已加入成员国的财政纪律做了进一步规定。除了在出现经济衰退时的特例之外，正常情况下，每个欧元国家都被要求将财政赤字控制在 GDP 的 3% 以内。

表 3-6：欧元国家财政约束

标准	首批加入货币联盟的成员国如果财政赤字超过 GDP 的 3%，将遭受处罚。		
处罚方式	当年	以无息存款的形式，由两部分组成：固定数额（相当于 GDP 的 0.2%）+根据超额财政赤字的数量灵活确定。两者加在一起不超过年 GDP 的 0.5%。	
	两年后	如果财政赤字继续超过 GDP 的 3%，存款将变为不可退回的罚金。	
例外	成员国出现严重衰退	衰退超过 GDP 的 2%	自动作为例外，不遭受处罚
		衰退在 GDP 的 0.75%-2% 之间	欧委会进行讨论决定改革能否被视为例外
		衰退小于 GDP 的 0.75%	不被当做例外，必须接受处罚

资料来源：《稳定与增长公约》，东方证券研究所整理

严格的财政纪律对于欧元的稳定是非常必要的。首先，从长期来看，一国的财政政策与货币政策是相互关联的。持续的财政赤字将导致政府债务规模逐渐增大，还本付息占预算比例的逐渐上升将导致政府预算难以维系。如果央行直接购买政府债券则将丧失自己的独立性和反通胀的目标；如果央行不予救助，政府可能被迫违约而导致一场金融危机乃至政治动荡，代价可能更大。因此，在政府债务上升之际，资本市场会预期中央银行可能会被迫采用通货膨胀来缓解财政困难，利率中的通货膨胀部分就会上升，即使是在制度安排上受到多种保护的欧洲中央银行也不能例外。利率的上升将损害贸易与投资，并降低货币的汇率，引起资金外流。其次，对于欧元区而言，如果某国出现财政危机而无法以其他方式维持政府运转时，可能会宣布破产甚至最终退出货币联盟。鉴于欧洲各国经济的紧密联系，一国政府的破产可能会对整个欧洲的金融市场和经济增长产生较大的负面作用；如果该国退出欧元区，将是欧洲一体化进程的重大挫折。不仅仅会动摇投资者对于欧元的信心，而且引发的政治后果也将十分严重。最后，如果一国的财政困难迫使欧洲央行或欧洲其他各国政府违背规则出手救助（根据《马斯特里赫特条约》的规定，不仅欧洲央行不能援助财政困难的成员国政府，各成员国政府之间也不能互相援助），挥霍浪费的政府会变得更加肆无忌惮并诱导其他的政府向它们学习。如果多个欧元国家缺乏财政自律，政府债务最终会成为欧元区和欧元的稳定的巨大隐患。

四、欧洲货币机制的根本矛盾

虽然许多第一流的经济学家和欧洲的政策制定者设计了非常精巧的欧元机制。但是，这并不能够避免欧元机制中存在着根本性的缺陷。这些缺陷包括两种，第一种是理论设计时就考虑不周的，第二种来自于理论假设与现实的巨大差异。

1. “最优货币区”理论的缺陷

最优货币区的理论指出只要生产要素的流动在一个区域内足够自由，这个区域的国家可以不必依赖汇率工具而实现宏观经济失衡的自动调整，因而加入单一货币的不会造成损失。这一理论忽略了区域国家对通胀失业的偏好可能不同，财政政策的协调问题、经济发展水平的不同以及反经济周期措施等众多因素对各国福利的影响。

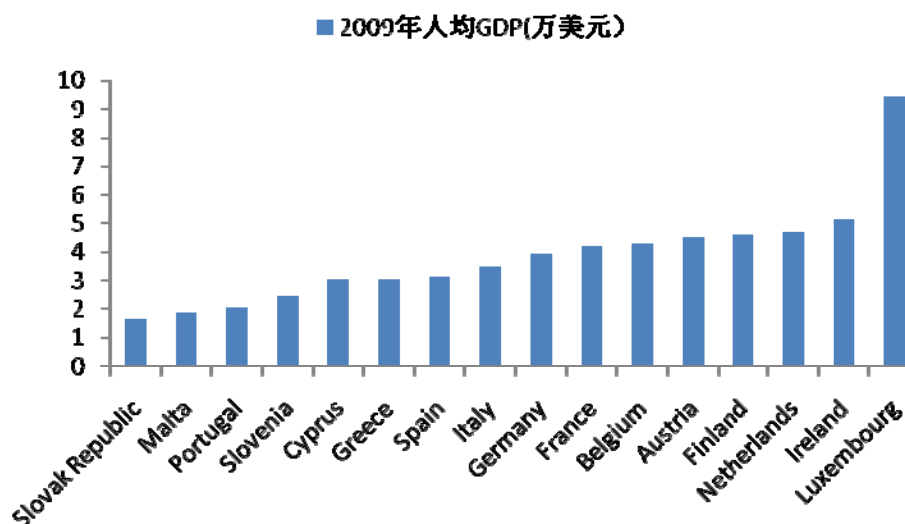
欧洲央行承袭了原德国央行的传统，主张在货币政策制定的过程中，无条件的以遏制通胀为第一要务。对德国人而言，在高通胀和高失业之间，他们宁可选择高失业也要遏制通胀。但是其他的欧洲国家可能会有完全不同的偏好，例如英国和意大利

在 1992-1993 年的欧洲货币危机中都更偏好于选择低失业与高通胀，因而选择退出当时的“欧洲货币体系”，放弃了英镑、里拉与马克的挂钩。欧洲单一货币的出现限制了成员国对于不同偏好的选择，带来了福利的净损失。特别是在危机来临之际，如果德国人还愿意忍受高失业的苦果，许多其他国家则更偏好于降低就业不足带来的痛苦，才出现了像希腊这样财政赤字过度带来的危机。

蒙代尔的理论也未谈及财政政策与货币政策的协调。如我们上文所述，财政政策与货币政策本高度相关。虽然后来的最优货币理论者和各国政策的制定者也意识到财政政策的协调也是保持欧元稳定的重要基础，并在《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》中对各国的财政纪律做了严格的规定。但是各国的财政预算体系毕竟是分离的，各国在教育、医疗、养老保险等方面的安排千差万别，协调各国的财政政策仅仅依靠单调的惩罚措施显然是难以做到的。事实上，在欧元全面使用的第一年（2002 年），作为欧元区核心的德国和法国财政赤字就双双撞线，分别达到了 GDP 的 3.75% 和 3.1%。而惩罚机制在经历了反复讨论之后并没有被实施（范幸丽等《欧元》，经济日报出版社，P163-165）。欧洲大国违规并逃脱了惩罚为欧元区国家树立了非常恶劣的先例。

最优货币理论也没有涉及欧洲经济发展水平的不均衡问题。虽然欧洲国家普遍发达程度较高，但是欧洲最先进的芬兰、荷兰等国的人均 GDP 仍然是较落后的葡萄牙等国的近两倍。经济学理论指出，对于后进的国家而言，当它的某个产业的生产效率显著上升之际会推动这一产业工资的上涨，而这一上涨将推动其他效率没有改变部门工资的提升（由于工人总是选择去高工资的部门工作，低工资的部门将不得不提高薪水），这将使得后进国家的通胀上升。这一著名的“巴拉塞——萨缪尔森效应”指出落后国家在赶超先进国家之际通胀略高于发达国家是经济增长的正常表现。而欧洲统一货币的使用人为的压低了经济上相对落后国家的通胀水平，降低了这些国家的福利与发展速度。

图 4-1：欧元区穷国与富国的人均 GDP（2009）



数据来源：IMF，东方证券研究所整理

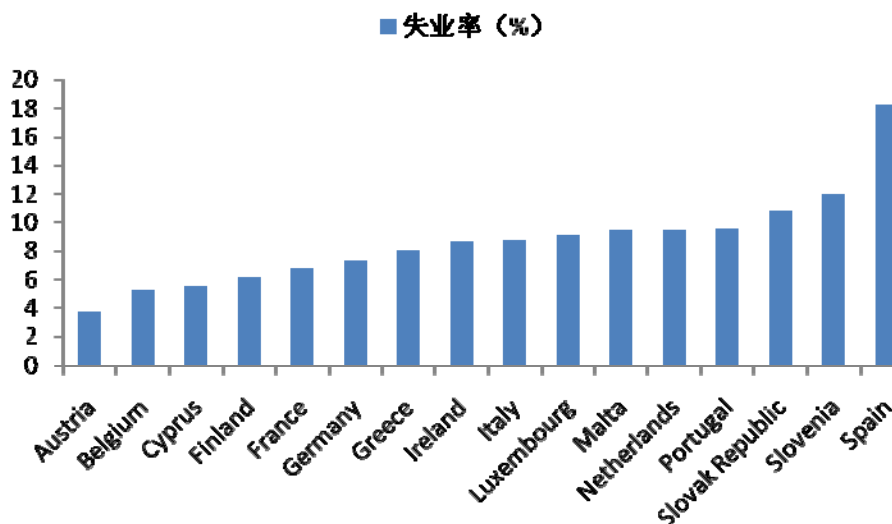
欧元设计最重要的缺陷之一还在于没有充分考虑反经济周期的制度安排。危机来临

之际，独立性甚至强于德国央行的欧洲央行更倾向于采用中立的货币政策，而《马约》和《稳定与增长公约》的规定又限制了各成员国政府采用财政政策对抗经济危机的空间。欧元区国家能够采取的政策工具较独立拥有货币与财政政策的国家有限，因而在危机面前显得更加脆弱。

2. 理论与现实的差异

欧元机制的另一类内在矛盾在于理论假设与现实情况不相符合。按照蒙代尔的理论，生产要素的自由流通可以使得加入单一货币区各国应对宏观经济的失衡，但是在现实中欧盟内部劳动力的流通并非完全自由，语言、民族、文化和产业结构的差异都限制了劳动力在全区范围内的自由流动。很难想象一个希腊的失业导游可以立即在德国的汽车厂中找到工作。欧洲失业率的巨大差异验证了我们的看法：非常明显失业最严重的西班牙人没有能在失业率最低的芬兰找到工作。

图 4-2：欧洲各国失业率差异巨大



数据来源：IMF，东方证券研究所整理

总体而言，欧洲单一货币的设计远非完美无缺。虽然在欧盟国家决意推出欧元之际，上述缺陷也为学术界和欧元的反对者所提及，但是欧洲政策的制定者并没有全面的权衡过利弊得失。特别是在危机出现的时候，各国的经济发展状况，政策选择，社会偏好，失业水平都有较大差异，希腊出现危机并引起投资者对欧元前景的质疑也就不足为奇了。

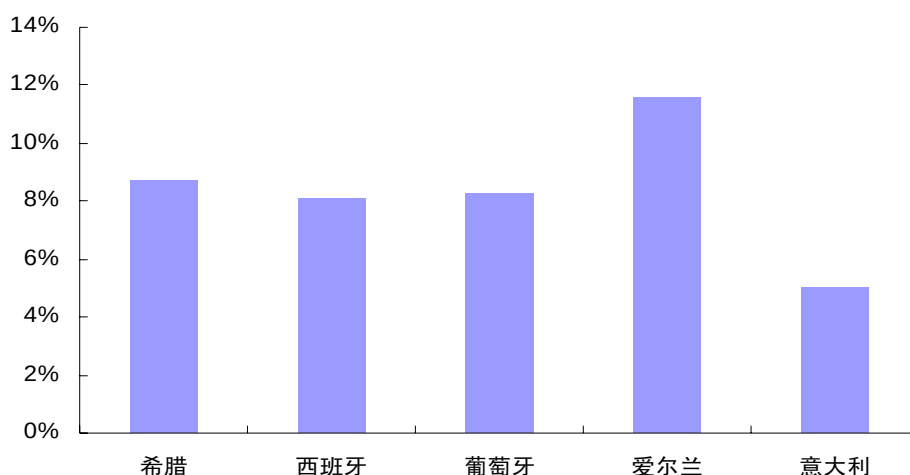
五、欧元的三种前景

当前，虽然希腊政府 48 亿欧元的缩减支出计划于 3 月 6 日获国会通过，将希腊财政赤字削减了约 4%，且新发行的 10 年期国债获超额认购在一定程度上提振了市场对希腊经济的信心。欧元对美元也开始了反弹。但是就推断欧洲债务危机乃至欧元危机已经过去还为时尚早。首先，市场对希腊债券认购的部分原因在于投资者预计希腊削减债务之后更可能获得欧盟的援助，而德国经济部长布鲁德雷 5 日称德国政府

不会为帮助希腊解决债务危机“掏一分钱”。希腊将在 4 月和 5 月间再度发行近 200 亿欧元的债务，届时市场情绪的波动随时可能导致希腊再度陷入债务危机。其次，希腊大幅削减政府支出已经引起了希腊各界的抗议和不满，而且政府支出的下降有可能导致希腊经济陷入更严重的衰退，这种情况下希腊政府是否能够完成财政预算的目标值得怀疑，如果希腊政府未能完成削减预算的要求，增加举债时再度陷入财政危机也并非没有可能。最后，而排在希腊身后的西班牙、葡萄牙、爱尔兰本年度的财政赤字也都将超过 8%，它们的融资需求将是悬于欧元上方的“达摩克利斯之剑”。

我们认为，欧元的问题是机制性的问题，在机制漏洞被弥补之前，只要世界经济存在任何风吹草动，欧元都会承受巨大压力。可以预见，未来的几个月间，欧元汇率大幅震荡的可能性将大大增加。

图 5-1：2010 年欧洲 PIIGS 五国财政赤字占 GDP 的比重（预计）



资料来源：各国财政部、欧盟

从中长期看来，欧元的根本问题在于机制，而欧元机制的根本问题仍然是“最优货币区”需要回答的问题：多大的区域是实施单一货币的极限？很明显，考虑到欧洲各国政治、经济、文化的巨大差异，欧元区显得过大了。因此，从中长期看来欧元区的前景无非有三：

第一，采用政治手段强行维持欧洲各国的步调一致。考虑到现有欧元机制的弱点，欧元区各国政府可以考虑进一步加强欧元区国家的整合以保卫欧元区整体的金融稳定性，可以采取的步骤包括加强财政政策的协调，建立欧洲共同基金甚至是欧洲财政部等。届时，由 16 国组成的欧元区不但只是一种货币联盟，也是政治联盟。实现这一前景的关键在于以德国为首的欧元区经济大国领导人是否有政治意愿建立一种长效救助机制，随着危机的加剧，欧元区各国政府会被迫作出让步，创建能协调预算和税收政策的欧元区机构和制度，一套更加严格的财政监管和合作救助制度以及一个组织完善的欧元债务市场将出现在欧元区。包括前德国首相 **Gerhard Schroeder** 以及前意大利总理 **Romano Prodi** 都曾经表示过，如果想要形成一个更高层次的政治同盟，拥有统一的财政政策，欧盟就必须在一个关键的时刻迈出决定性的一步，有的时候，这个时机可能是欧元区最终经历一场大危机。

第二，既然欧元面临的问题是欧元区太大，欧元区的第二种情况就是缩小欧元区的

范围。投机者狙击和市场担忧的加剧使希腊国债沦为垃圾债券，外界救助希腊的信心消失殆尽，希腊被迫放弃欧元。市场随后将瞄准西班牙、葡萄牙、意大利、爱尔兰等高负债国家，直到他们也被逐出欧元区，欧元使用限于政治经济联系更加紧密的法国、德国等欧元区核心国家。对于这些核心国家而言，他们的经济发展水平更接近，政治认同度更高，政策协调更加容易，而劳动力市场的联系也更加紧密，从而更有利于欧元区成为一个“最优货币区”。

第三，如果在希腊、西班牙等国相继退出欧元之际，投资者对欧元彻底丧失信心，而德法等国也失去了支持欧元的政治意愿，最终欧元退出历史舞台也并非没有可能。但是，这种情形一旦出现，将成为欧洲一体化进程的巨大挫折：欧盟将何去何从？是否还要进一步推动欧洲的联合与统一？欧洲各国将面临严重的政治后果。

考虑分离的欧洲带给欧洲人的巨大痛苦和过去 60 年间欧洲一体化的进程，我们认为欧洲各国支持欧洲走向协调与统一政治决心仍然非常强大，欧元区以第一种模式解决欧元机制根本冲突的可能性最高。

分析师承诺

东方证券研究所策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn