

警钟为谁而鸣

欧洲主权债务危机展望

招商证券（香港）研究部
赵文利 谢亚轩

2010年6月

核心观点

- 主权债务风险在欧洲具有相当高的普遍性，年初以来有加速蔓延的趋势。危机正进入第三阶段——向欧盟的重量级成员蔓延。与雷曼事件的雪崩式爆发不同，债务危机将是一波接一波地蔓延，其持续的时间也会相当长，因此欧元的噩梦还远未结束。7月份西班牙债务融资高峰将再次检验市场对欧洲国债的信心和欧盟应对危机的能力。
- 债务危机进一步加大了欧洲经济复苏的不确定性，出口复苏未必能够完全填补消费和投资下滑的缺口。同时，债务危机引发的财政紧缩势必影响全球经济复苏的步伐。
- 欧洲债务危机将从多个渠道影响中国出口，其影响将在第三季度显现，如果欧元稳定与目前水平，全年对欧盟出口将为单位数增长。



内容提要

一、欧洲债务危机展望

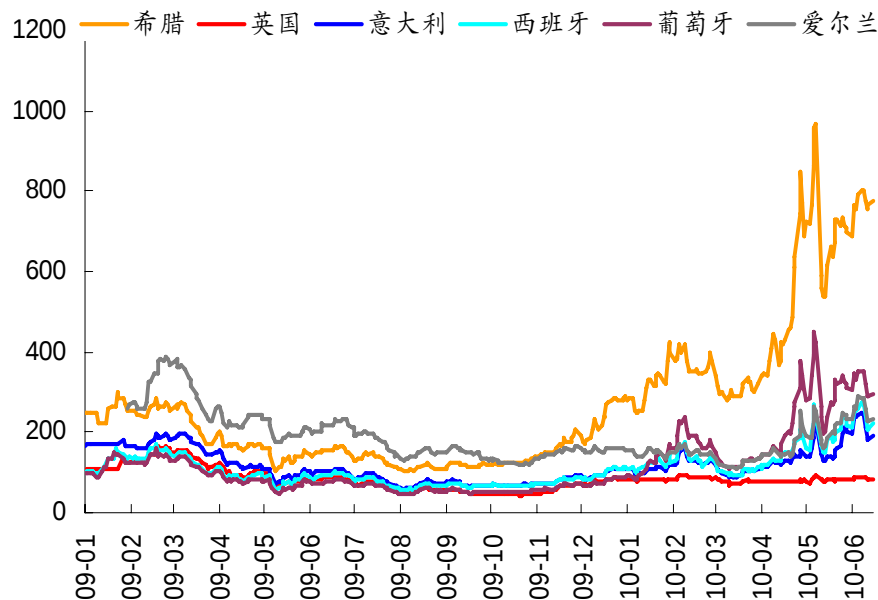
二、欧洲债务危机对欧洲经济的影响

三、欧洲债务危机对中国出口的影响

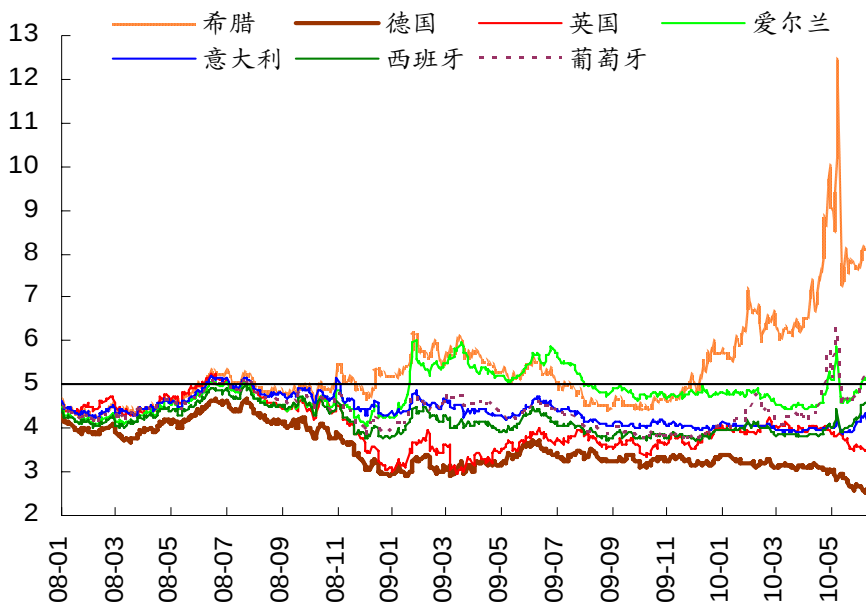
欧洲主权债务危机: 大幕已开启

年初以来, 欧洲主权债务危机有加速蔓延的趋势。危机正进入第三阶段——向欧盟的重量级成员(西班牙、意大利、英国)蔓延。危机的解决过程将会是各方博弈的结果, 并且跌宕起伏。欧元面临问世以来最严峻的挑战, 预计未来6个月, 欧元汇率将继续震荡下滑并推动美元阶段性走强。与雷曼倒闭的雪崩式爆发不同, 欧洲债务危机将是一波接一波地蔓延, 而且一波比一波猛烈, 其持续的时间也会相当长, 因此欧元的噩梦还远未结束。

“PIIGS”五国CDS价格大幅攀升



国债收益率已超过或逼近欧盟和IMF的援助贷款利率5%



数据来源: 欧盟, 彭博, 招商证券(香港)

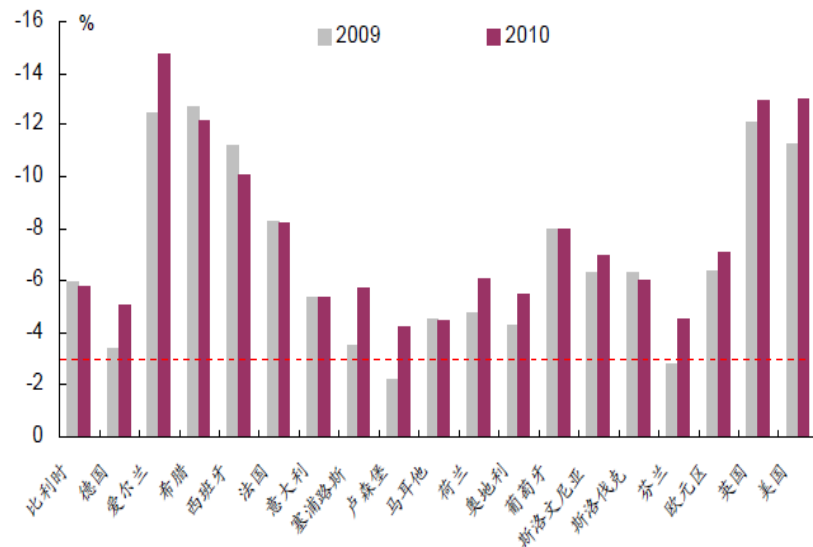
希腊只是冰山一角

欧洲主权债务风险具有较高的普遍性，类似希腊的债务问题并非独有。欧盟《稳定与增长公约》规定，成员国每年的财政赤字占国内生产总值比例不得超过3%，公共债务总额占国内生产总值的比例不得超过60%。而多数欧元区成员的债务和财政赤字指标均大幅超标。

多数成员国债/GDP比重超过60%警戒线



多数成员赤字/GDP比重远超3%警戒线



数据来源：欧盟，欧洲央行，彭博，招商证券（香港）

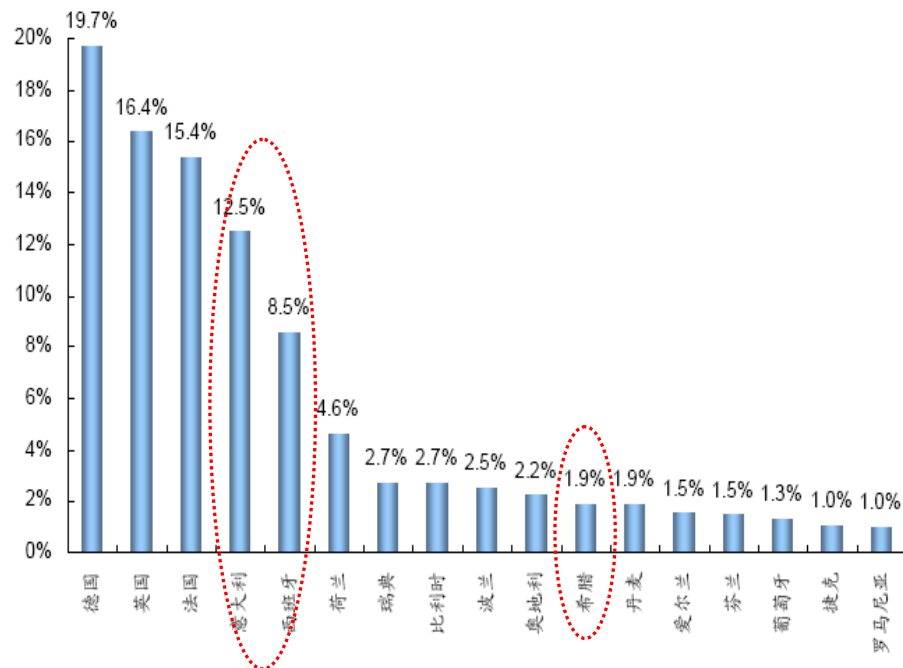
谁有可能是下一张倒下的多米诺骨牌？

希腊经济规模仅占欧盟的1.9%，而意大利和西班牙在欧盟经济中的地位则举足轻重。这两个国家债务局势的发展将会决定未来欧洲债务危机的走向。目前来看，西班牙无疑更为危险。因为虽然意大利2010年国债/GDP比重高达116.7%，但其储蓄率在欧元区中是最高的，外债比重也仅为44%，其财政赤字/GDP比重仅为5.3%，低于欧元区的平均水平。相比之下，西班牙财政赤字/GDP比重高达10.1%，经常项目也持续出现巨额逆差，外债比重达53%。此外，西班牙失业率接近20%，金融系统受到房地产泡沫爆破的影响而损失惨重，这些都加大了其实施财政紧缩计划的难度。

“PIIGS”五国主权评级未来仍可能被下调

国 别	穆 迪	标准普尔	惠 誉	评级展望
奥地利	Aaa	AAA	AAA	稳定
比利时	Aa1	AA+	AA+	稳定
塞浦路斯	Aa3	A+	AA-	稳定
芬兰	Aaa	AAA	AAA	稳定
法国	Aaa	AAA	AAA	稳定
德国	Aaa	AAA	AAA	稳定
希腊	Ba1	BB+	BBB-	负面
爱尔兰	Aa1	AA	AA-	负面
意大利	Aa2	A+	AA-	稳定
卢森堡	Aaa	AAA	AAA	稳定
马耳他	A1	A	A+	稳定
荷兰	Aaa	AAA	AAA	稳定
葡萄牙	Aa2	A-	AA-	负面
斯洛伐克	A1	A+	A+	稳定
斯洛文尼亚	Aa2	AA	AA	稳定
西班牙	Aaa	AA	AAA	负面

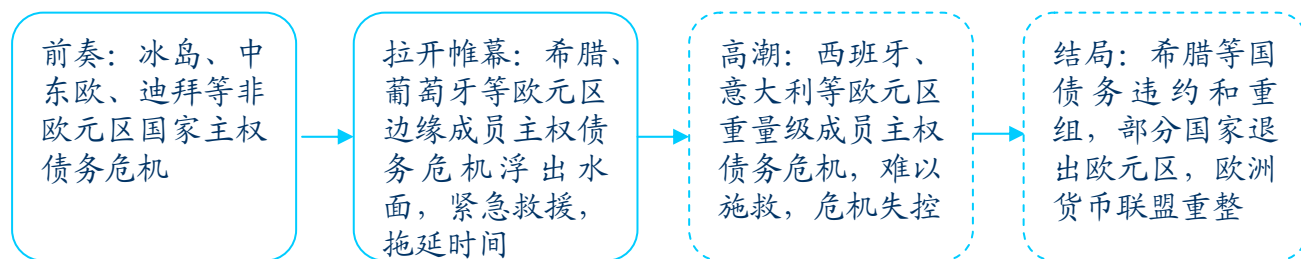
西班牙、意大利在欧盟经济中举足轻重，希腊相形见绌



数据来源：彭博, 欧盟, 招商证券(香港)

注：右图为2007年欧盟成员GDP占比，占比小于1%的成员未显示

欧洲主权债务危机路线图



欧洲主权债务危机何去何从？

- 1、基准情形（未来6-12个月）：**问题国家接受援助，代价是大幅紧缩财政，削减赤字
问题在于高失业和工会的抵制使得这些国家削减财赤的困难重重，一旦阶段性财赤削减进程未能达标，将难以取得后续资金。因此，这种方式只能拖延时间，而不能从根本上解决问题。
- 2、乐观情形（实现的可能很低）：**通过货币贬值，重新获得出口竞争力和偿债能力
尽管欧元大幅贬值，但希腊等国正经历经常项目和财政的“双赤字”，由于缺乏有出口竞争力的产业，难以通过经常项目盈余产生偿债资金。这种模式在希腊等欧洲边缘国家不适用。
- 3、悲观情形（未来2-3年）：**希腊等问题国家最终选择债务违约并进行债务重组
欧元短期经受严峻考验，部分国家很可能不得不退出欧元区。金融机构将会蒙受巨额损失，债务和成员重组谈判成本高昂，但债务危机真正见底，重组后的欧洲货币联盟有望重获新生。

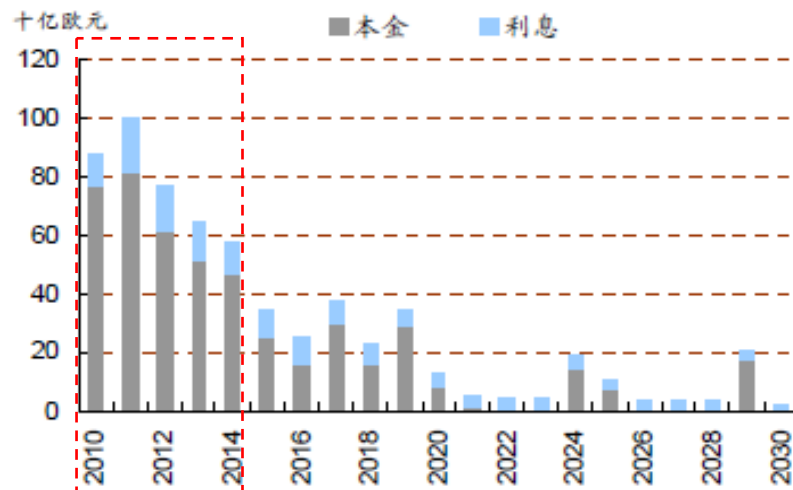
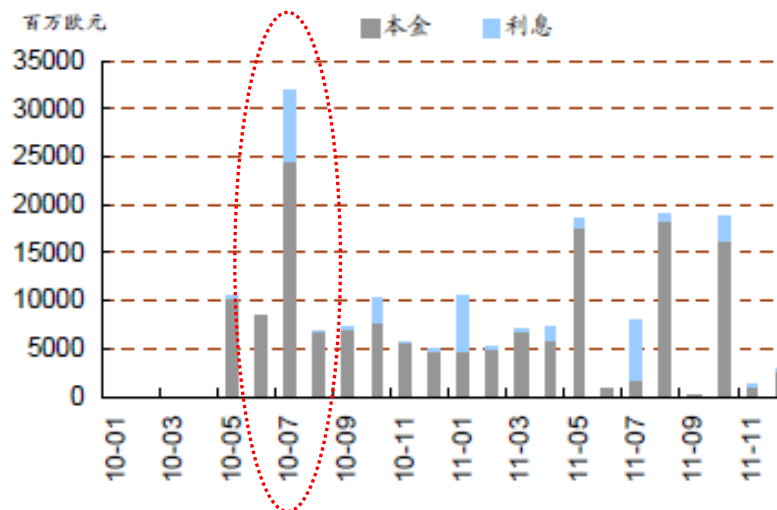


招商证券(香港)有限公司
China Merchants Securities (HK) CO., LTD.

7月西班牙再融资高峰即将到来：系好安全带！

短期来看，西班牙7月份再融资高峰将再度检验市场对于欧洲国债的信心。如果届时其可以以低于5%的欧盟援助贷款利率顺利从市场融资，欧洲债务危机或可暂得喘息。如果其评级再被大幅下调，其对市场的冲击将会远远超过希腊。

西班牙国债再融资高峰将于7月到来，达319亿欧元 西班牙未来5年迎来再融资高峰，总额高达3872亿欧元

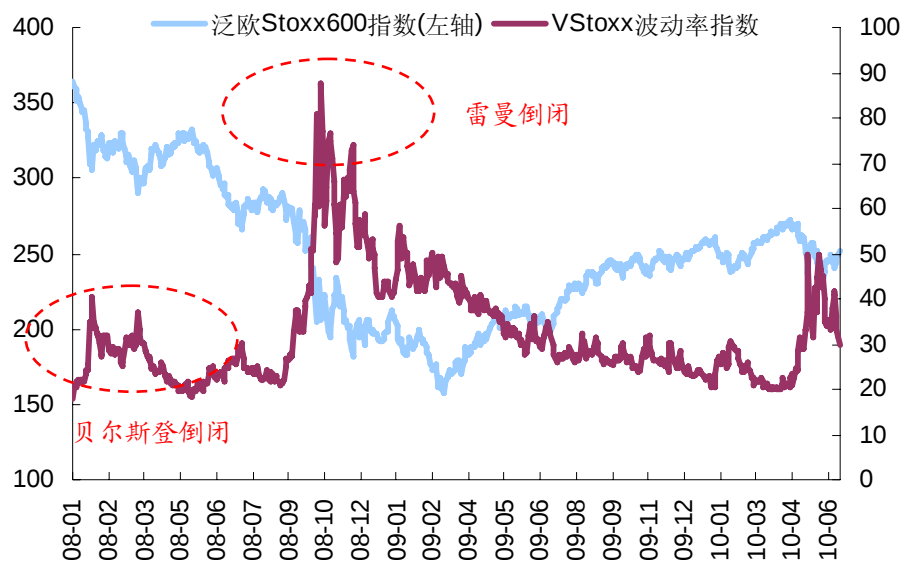


数据来源：西班牙财政部, 彭博, 招商证券(香港)

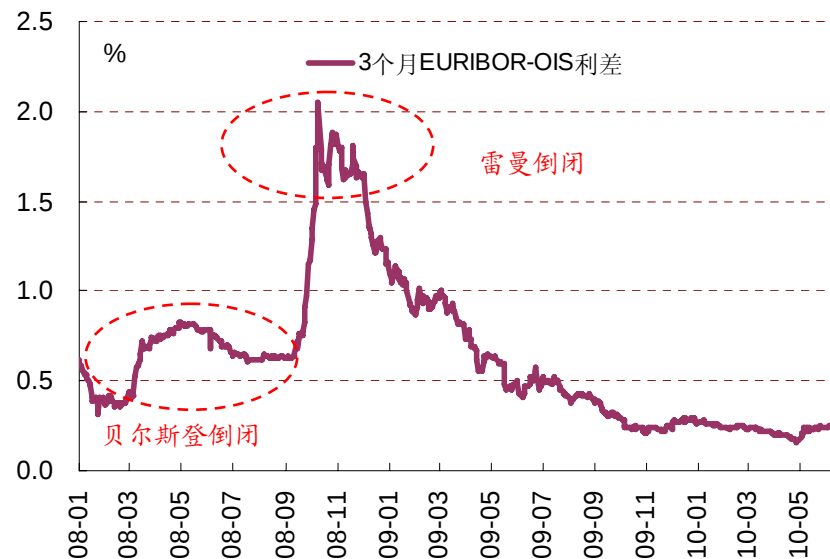
西班牙会否成为“第二个雷曼”？

以对市场的冲击力来讲，如果把希腊比作贝尔斯登，那么西班牙无疑可以媲美雷曼兄弟。但由于与国债挂钩的衍生产品结构相对简单，而且政府在协同救市方面已经积累了一定的经验。因此即使西班牙需要向IMF和欧盟求援，其冲击力也不致于超过次贷危机。不过，由于欧洲债务的规模庞大，欧盟成员之间存在复杂的利益冲突，其持续时间无疑将会比雷曼危机的影响更为持久，解决难度也更大。

股票市场恐慌情绪显著增强



货币市场情绪仍然稳定

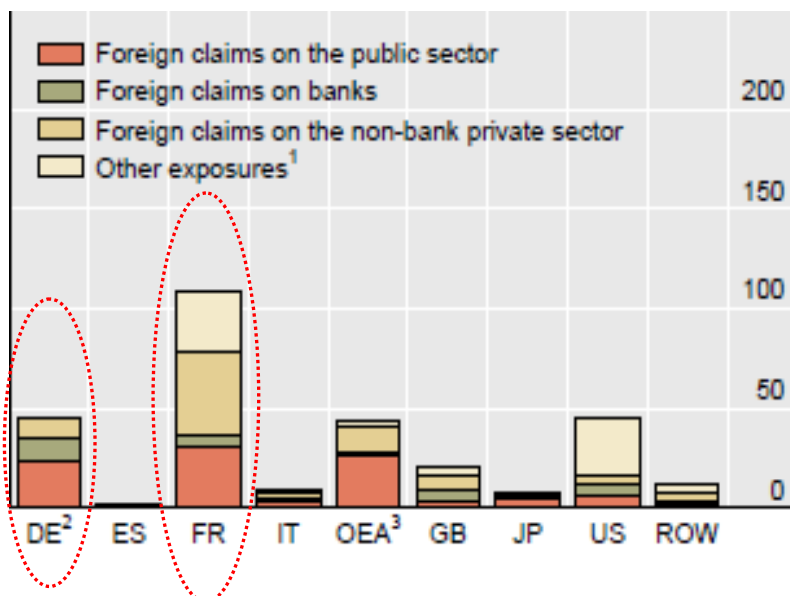


数据来源：彭博，招商证券(香港)

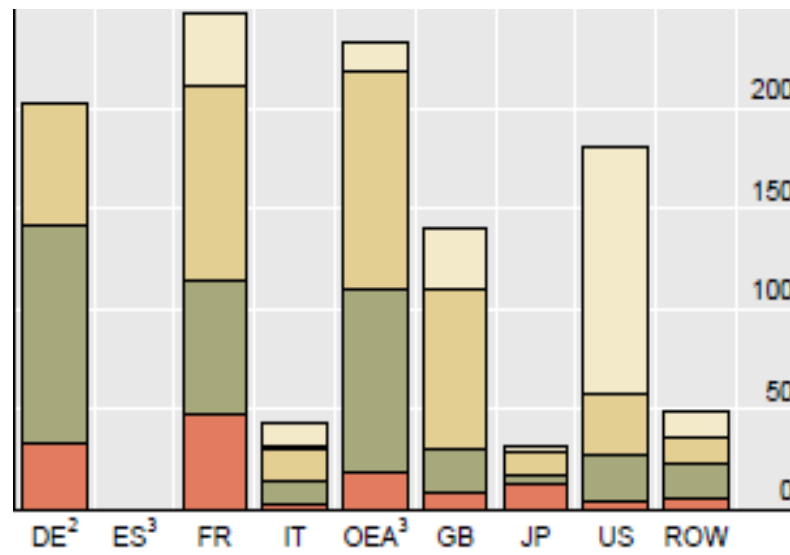
一旦危机失控 势必火烧连营

国际清算银行(BIS)的最新数据显示,在所有具有活跃国际业务的银行对希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙居民的风险敞口中,欧元区银行的风险敞口达1.58万亿美元,占比62%。其中对西班牙的风险敞口为7,270亿美元,对爱尔兰的风险敞口为4,020亿美元,对葡萄牙为2,440亿美元,对希腊为2,060亿美元,而希腊的风险敞口中约有一半是由法国银行持有。对于上述欧元区风险敞口总规模而言,法国和德国银行的合计风险敞口占比最高,达61%。而西班牙和英国分别在葡萄牙和爱尔兰的风险敞口最大。

法国和德国在希腊的风险敞口最大



西班牙的潜在风险波及面更广



数据来源: BIS, 招商证券(香港)

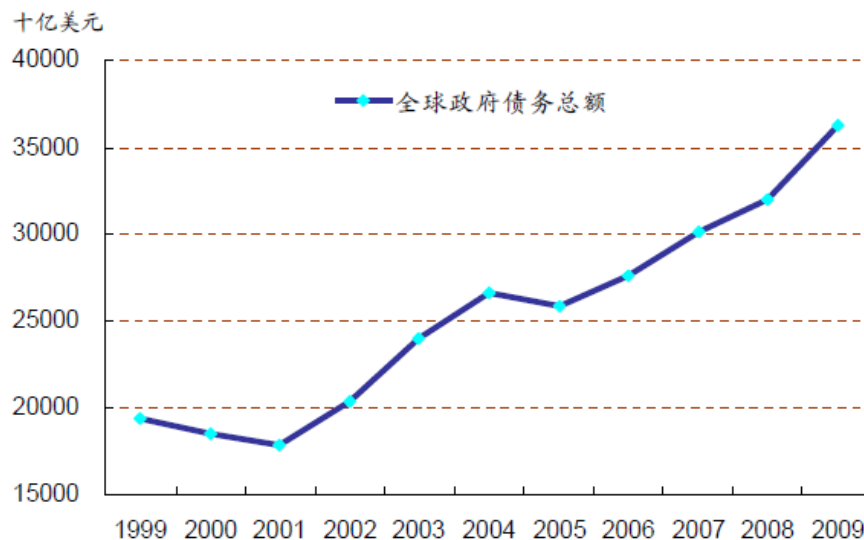
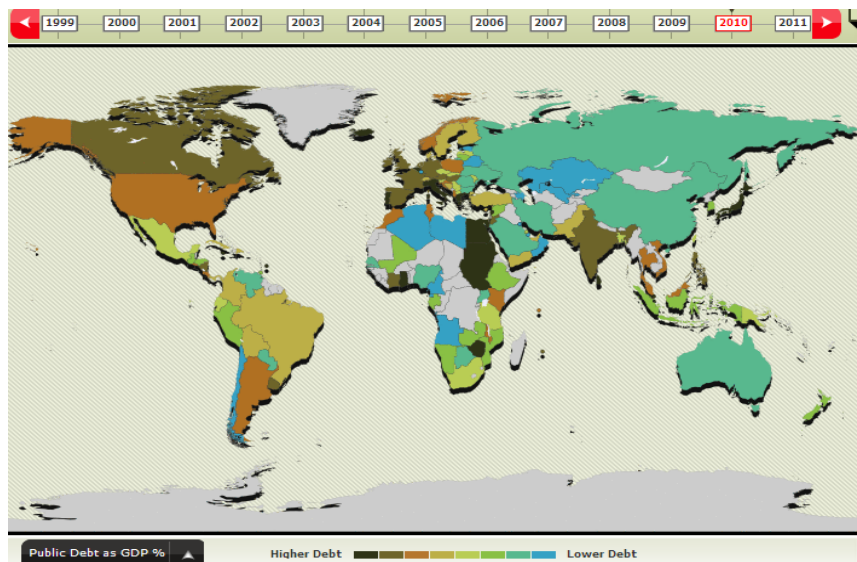
注: DE=德国; ES=西班牙; FR=法国; IT=意大利; OEA=其他欧元区国家;
GB=英国; JP=日本; US=美国; ROW=世界其他国家

债务危机引发第三波“去杠杆化”

2005-2007年是政府债务的集中发行期，期限多为3-5年，2010-2012年是这些债务再融资的高峰。如果说次贷危机触发了以金融机构为主的第一波“去杠杆化”，随之而来的信贷紧缩加速了以家庭和企业为主的第二波“去杠杆化”，而主权债务危机则标志着以政府部门为主的第三波“去杠杆化”正式拉开帷幕。

当前全球政府债务已高达38万亿美元

过去10年，全球政府债务急剧膨胀



数据来源: Economist, 招商证券 (香港)

内容提要

一、欧洲债务危机展望

二、欧洲债务危机对欧洲经济的影响

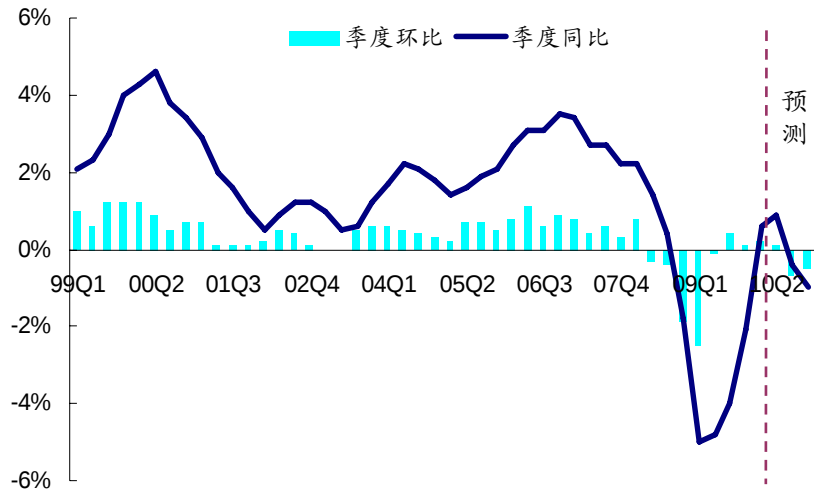
三、欧洲债务危机对中国出口的影响



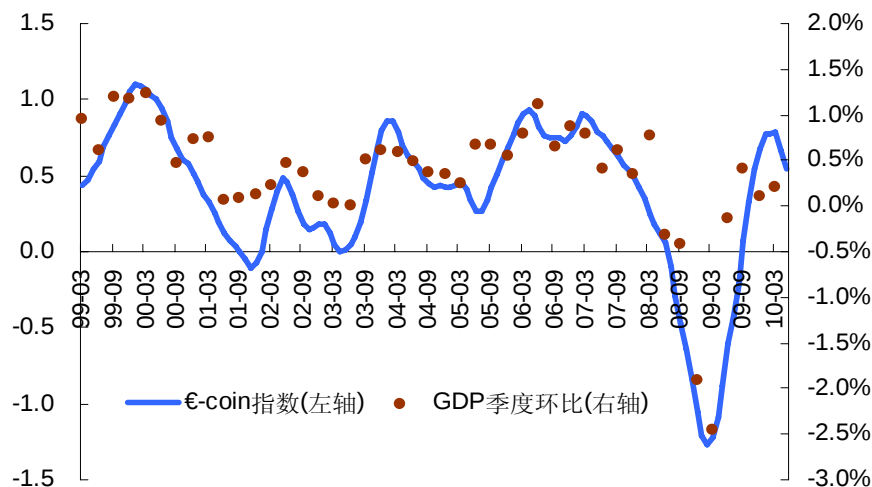
欧元区经济二次下滑的风险正在增加

欧元区第一季度GDP环比增长0.2%，同比仅增长0.6%。政策依赖导致原本平缓的复苏路径出现了隆起，随着2010年二季度财政刺激效果衰减完毕，补库存过程接近尾声，经济增长动能将会再次减弱。债务危机进一步加大了经济复苏的不确定性，预计2010年GDP同比增速将不超过0.5%，前高后低。

预计2010年经济增速前高后低



€-coin指数显示第二季度欧元区经济扩张速度放缓

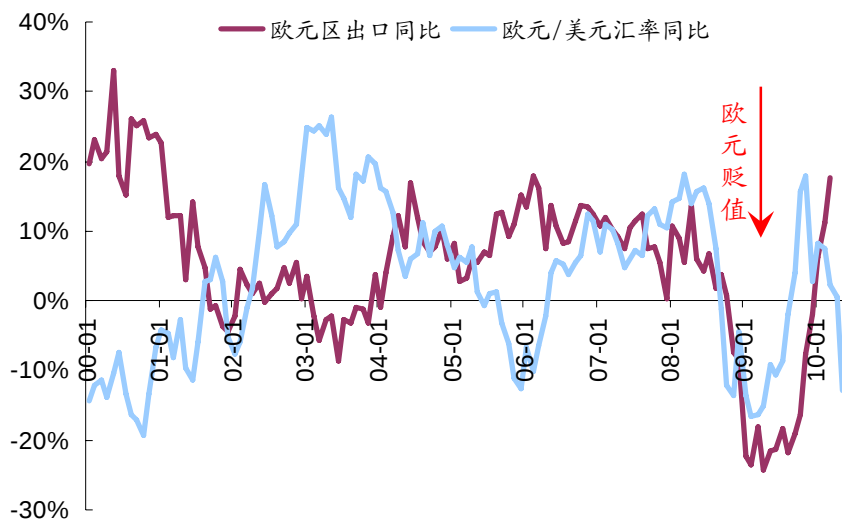


数据来源：欧盟统计局, 彭博, CEPR, 意大利央行, 招商证券(香港)

出口复苏难以完全弥补投资和消费下滑的缺口

尽管欧元对美元大幅贬值有力地推动了欧洲出口复苏，但欧盟成员间贸易占其总贸易量的65%，贬值对总体出口的刺激效果有限。而区域内贸易的逆差国多是债务问题相对严重的成员，被迫进行的财政紧缩将会使其消费需求显著下降，从而影响到顺差国对其的出口。

欧元走软 有利刺激出口复苏



但欧盟区内贸易占比高达65%，贬值的刺激效果有限

顺差国	顺差 (十亿欧元)	逆差国	逆差 (十亿欧元)
荷兰	118.3	法国	-61.68
德国	70.54	英国	-43.14
比利时	21.91	西班牙	-18.99
爱尔兰	21.35	希腊	-18.57
捷克	10.06	葡萄牙	-15.8
匈牙利	8.78	奥地利	-9.34
斯洛文尼亚	4.82	罗马尼亚	-6.88
丹麦	3.69	瑞典	-3.48
波兰	0.7	塞浦路斯	-3.42
卢森堡	0.49	芬兰	-3.2

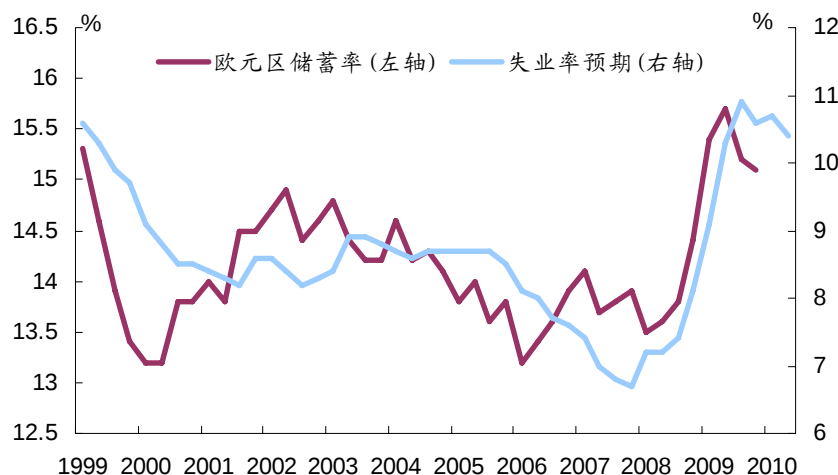
资料来源：欧盟统计局, 彭博, 招商证券 (香港)

注：右表为2009年数据

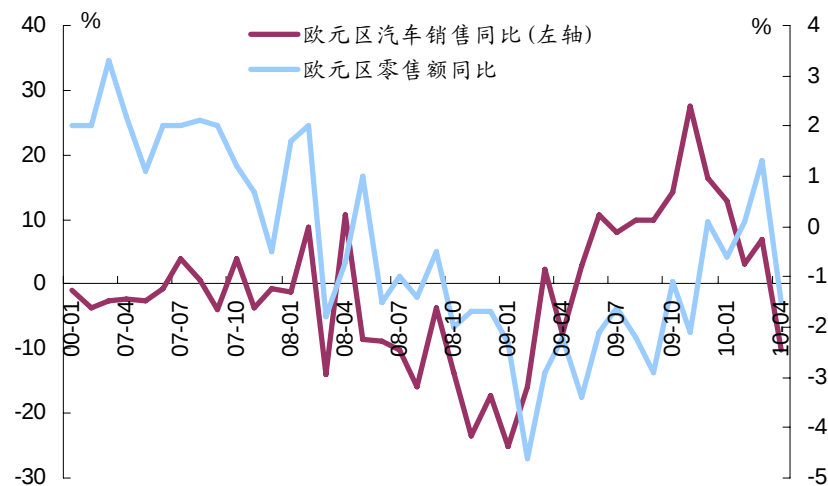
失业预期高企 消费增长乏力

裁减国营部门员工是财政紧缩计划的核心内容之一，而失业预期的持续高企以及福利水平下降将严重压制消费意愿。08年底开始实施的“旧车换现金”计划已透支大部分汽车消费需求，随着计划资金相继用尽（德国和奥地利已经终止）和优惠措施逐步淡出，下半年汽车销售将显著下滑。

失业预期压制消费意愿



零售和汽车销售双双下滑

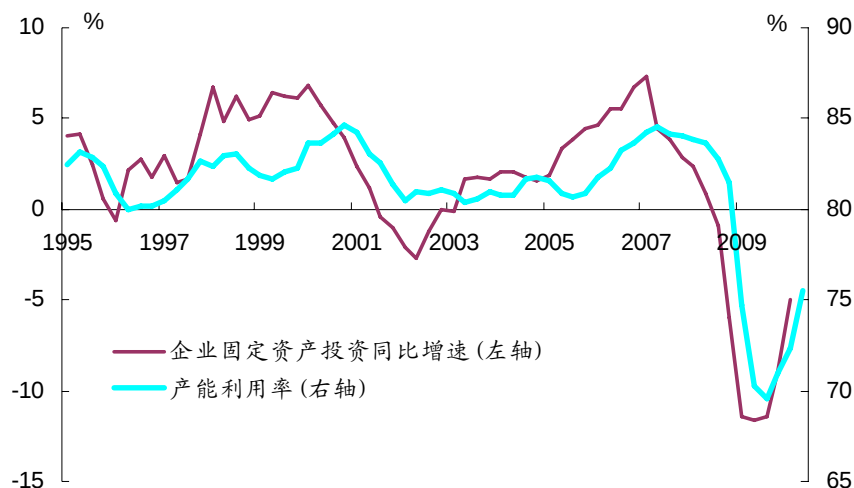


资料来源：欧盟, 欧洲央行, 彭博, 招商证券（香港）

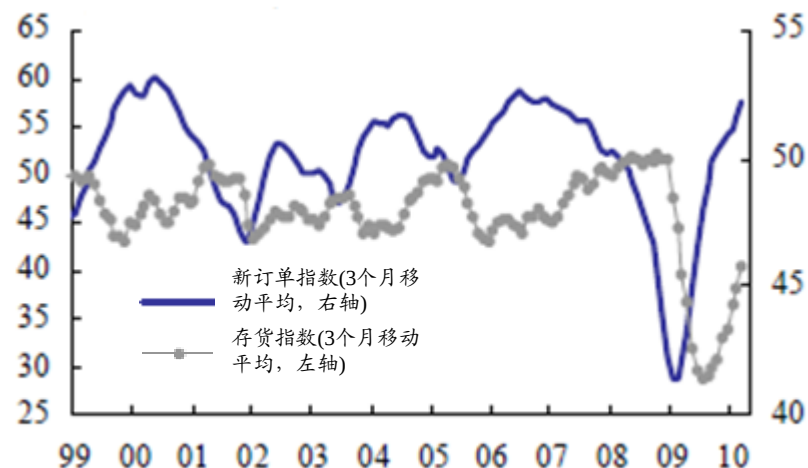
投资疲弱 补库存过程亦接近尾声

出口和工业生产复苏乏力，产能利用率仍远低于历史均值81%。产能利用率回升至正常水平之前，企业固定资产投资难以明显扩张。5月份新订单/库存比降至11个月低位，标志着补库存过程接近尾声。

产能利用率低企，企业固定资产投资同比仍然萎缩



订单/库存比降至11个月低位，补库存接近尾声



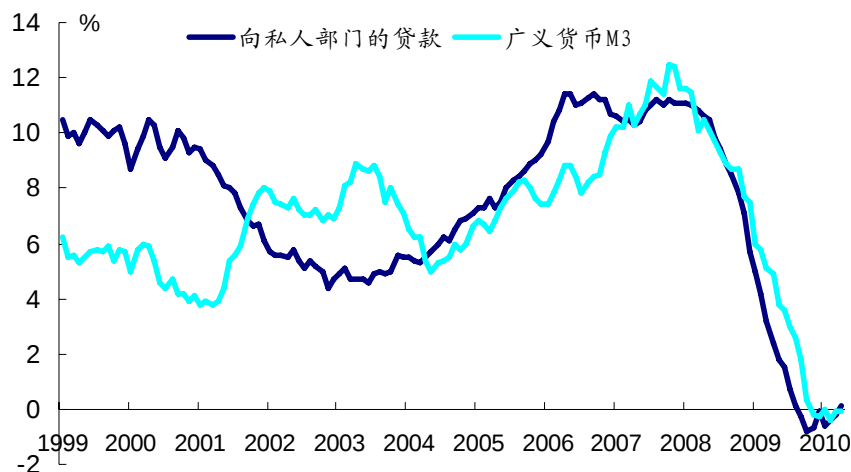
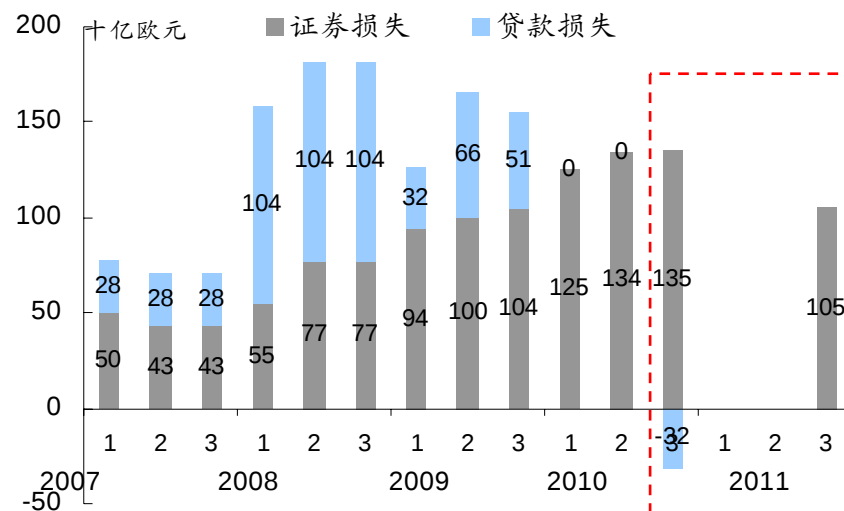
资料来源：欧盟统计局, 彭博, 招商证券 (香港)

债务危机或引发新一轮信贷紧缩

主权债务危机加大了金融机构的资本压力，欧洲央行预计2010-2011年仅潜在的贷款损失就将达1950亿欧元，如果未来出现一定程度的主权债务违约，损失规模将会更为庞大。欧洲央行的数据显示，欧元区前20大银行集团有约8,000亿欧元的未偿还长期债务（约占其一年以上未偿还债务的一半），且这些债务需要在2010年5月至2010年末期间进行再融资。欧元区的信贷紧缩依然严重，金融机构向私人部门贷款和广义货币供应M3增速仍在历史低位徘徊，而银行同业拆息也开始显著上扬。

未来两年欧洲银行业面临1950亿欧元的潜在资产损失

信贷和广义货币供给增速徘徊于历史低位

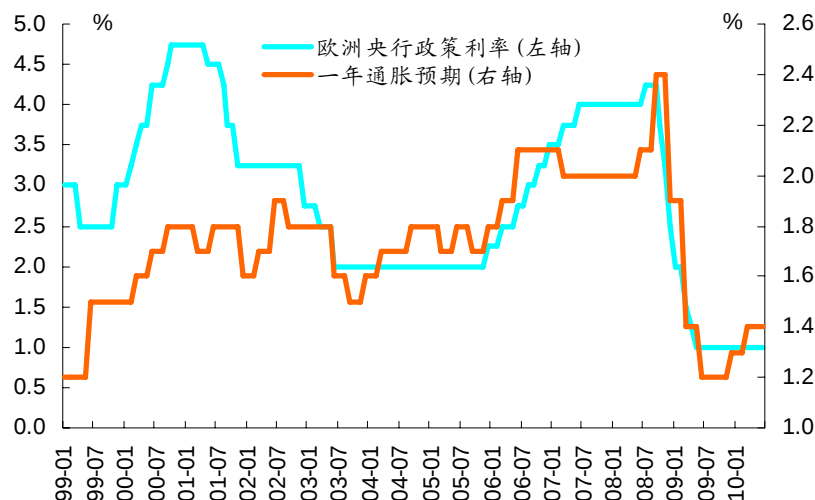


资料来源：欧洲央行, 彭博, 招商证券（香港）

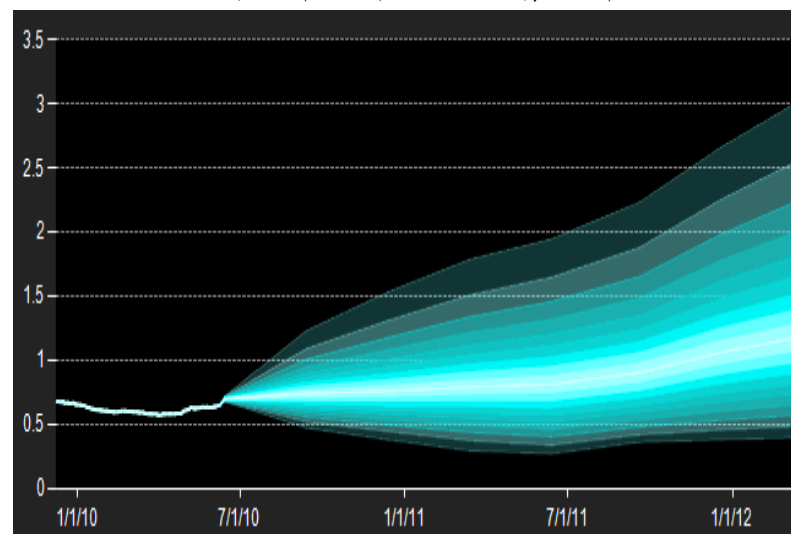
央行加息时点料将延后至2011年

欧洲央行的货币政策更侧重管理通胀预期，尽管近期通胀预期略有抬头，但依然稳定，加息压力不大。预计主权债务危机前景明朗化之前，央行不会急于退出宽松的货币政策，加息时点将延后至2011年中。

通胀预期低位持稳，加息压力不大



3个月Euribor利率期货隐含概率分布显示2011年中之前利率水平不会显著上升



资料来源：彭博，欧盟委员会，欧洲央行，招商证券（香港）

内容提要

一、欧洲债务危机展望

二、欧洲债务危机对欧洲经济的影响

三、欧洲债务危机对中国出口的影响



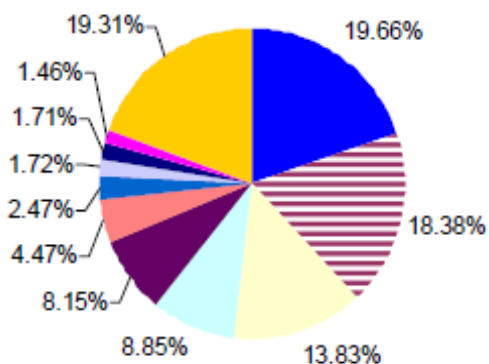
欧洲债务危机将从多个渠道影响中国出口

- 欧元兑人民币大幅贬值，中国出口产品竞争力下滑。
- 债务危机迫使欧洲国家大幅削减财政赤字，家庭消费需求萎缩。
- 欧洲债务危机造成金融系统风险加剧，信贷再度紧缩将导致贸易融资环境恶化。

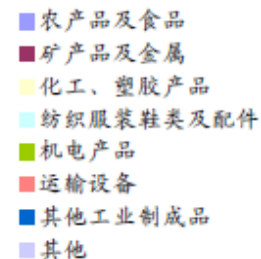
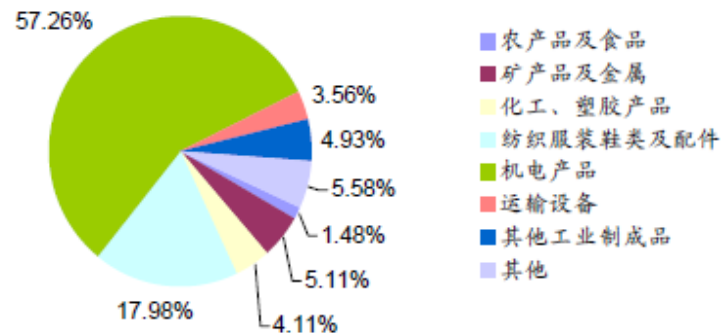
欧盟是中国的第一大出口市场，占比19.66%

机电和纺织产品占中国对欧盟出口的3/4

中国十大出口贸易伙伴



中国出口欧盟产品结构

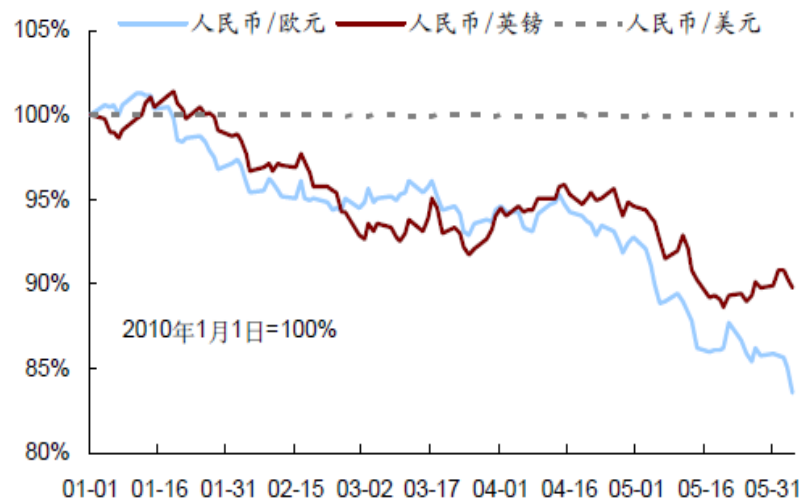


资料来源：商务部, CEIC, 招商证券（香港）

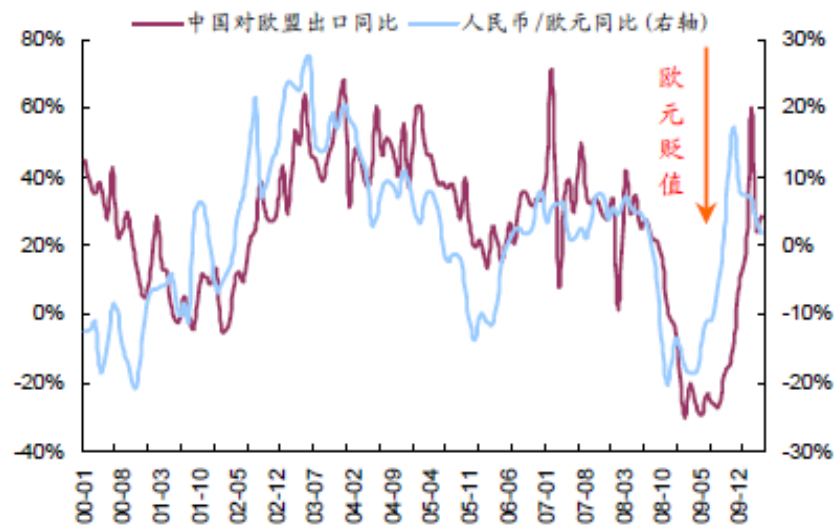
债务危机对中国出口的影响将于第三季度显现

历史数据显示，中国向欧盟出口对汇率变化十分敏感，滞后3个月的人民币/欧元汇率同比变化率与出口同比数据，相关系数达到0.71。从一元回归分析的结果来看，假定其他条件不变，人民币兑欧元同比每升值1个百分点，对3个月后中国对欧盟出口的边际影响为下降1.34个百分点。年初以来，欧元兑人民币已经贬值15%左右，假设下半年欧元汇率维持在目前水平，全年对欧盟出口将为个位数增长。如果欧元继续贬值，全年对欧盟出口将出现负增长。

年初以来欧元兑人民币已经升值超过16.5%



汇率变化领先出口数据3个月左右



资料来源：CEIC, 彭博, 招商证券（香港）

谢谢大家!

欢迎交流!



免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。



招商证券(香港)有限公司
China Merchants Securities (HK) CO., LTD.