

深度报告

2010 年 11 月 29 日

西班牙会引爆第二轮欧洲债务危机吗？

西班牙是欧元区第四大经济体，其经济规模是希腊、爱尔兰和葡萄牙三者之和的两倍。如果西班牙在未来出现巨额财政赤字或银行出现大规模倒闭而欧盟、IMF 和欧洲央行未给予及时有效的援助，那么欧洲将会迎来第二轮债务危机，同时对全球金融市场产生重大影响。因此，我们要特别地关注西班牙。

西班牙政府债务状况正朝着稳健的道路上发展。首先，西班牙政府债务占 GDP 的比重目前仅略高于国际公认的 60%警戒线，比欧洲其它边缘国家都低。第二，西班牙的财政收入状况良好，能为未来几年财政巩固计划执行奠定基础。第三，西班牙的财政赤字在近几个月已经处于下降的趋势。最后，西班牙政府债务由外国投资者持有的比重较小，在一定程度上能抑制恐慌造成的非理性抛售行为。

西班牙银行体系并不糟糕。2009 年以来，西班牙银行体系的资本充足率呈现了快速回升的趋势，目前已经回复到了历史正常水平，在巴塞尔协议的 8%以上。西班牙银行体系的信贷功能恢复得较好，其对私人部门贷款的同比增长率在 2010 年出现了正增长，对经济增长的支持增强。

房地产市场孱弱对西班牙银行体系的负面影响是可控的。首先，西班牙的政府负债风险较小，且财政收支状况出现了明显改善，政府应对能力应远强于爱尔兰。其次，欧盟已经设立了金融稳定机制，对欧洲边缘国家的救助会比原来迅速，越早救助越能压制市场恐慌情绪蔓延。最后，如果西班牙债务风险升级，欧洲央行应当会加大西班牙国债买入力度。

强劲的经济增长是财政收入持续回升的基础。我们观察了西班牙的一些经济先行指数，发现近期的工业新订单、消费者信心指数和企业信心指数相比 2009 年都出现了明显的好转，从 GDP 同比增长率来看，西班牙处于漂亮的复苏趋势中。

从西班牙当前的财政状况和银行体系及更深层的经济增长数据来看，当前西班牙并不需要外界救助。即使西班牙万一需要救助，由于其经济在欧元区发挥着系统性的重要作用，虽然救助成本偏高，但欧盟、IMF 和欧洲央行也会尽快实施援助以防西班牙危机扩散带来的传染效应。欧洲边缘国家的债务问题会时不时地令市场避险情绪略有上升，但其造成的负面影响远不会如希腊债务危机时那么大。

我们认为，只要西班牙的风险可控就不会发生第二轮欧洲债务危机，美元指数不会出现连续几个月的大规模反弹走势。从中期来看，我们还是坚持美元走软的判断。

相关研究

美联储量化宽松、美国中期选举与美元走势

2010 年 11 月 29 日

美联储即将推出第二轮量化宽松的货币政策

2010 年 10 月 12 日

美联储进一步宽松的货币政策渐行渐近

2010 年 9 月 27 日

对美联储 8 月份 FOMC 会议纪要的解读与评论

2010 年 9 月 1 日

对 8 月 27 日伯南克“经济形势和货币政策”讲话的解读与评论

2010 年 8 月 30 日

宏观经济核心分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
高远
021-2321 9669
gaoy@htsec.com

目 录

1. 为什么要关注西班牙？	1
2. 西班牙的政府债务到底有多严重？	2
3. 西班牙的银行体系到底有多脆弱？	3
4. 西班牙的经济复苏有何进展？	5
5. 总结：西班牙“大而不倒”？	6

图 目 录

图 1 西班牙、爱尔兰和葡萄牙 10 年期国债收益率与德国之间的利差 (%)	1
图 2 德国、法国及边缘国家 GDP 占欧元区 GDP 的比重 (%)	1
图 3 欧元区几个国家政府负债占 GDP 的比例 (%)	2
图 4 西班牙财政收入的累计同比增长率 (%)	2
图 5 西班牙的基本财政赤字率 (%)	3
图 6 西班牙和爱尔兰商业银行的资本充足率 (%)	4
图 7 西班牙和爱尔兰银行体系对私人部门贷款的同比增长率 (%)	4
图 8 西班牙和美国的二手房屋销量的同比增长率 (%)	5
图 9 西班牙工业新订单同比增长率 (%)	5
图 10 西班牙消费者信心指数	5
图 11 西班牙企业信心指数	6
图 12 西班牙 GDP 同比增长率 (%)	6
图 13 欧元区各国在 2010 年和 2011 年的经济增长率 (%)	6

表 目 录

表 1 外国投资者在欧洲边缘国国债中的持有比例	3
-------------------------------	---

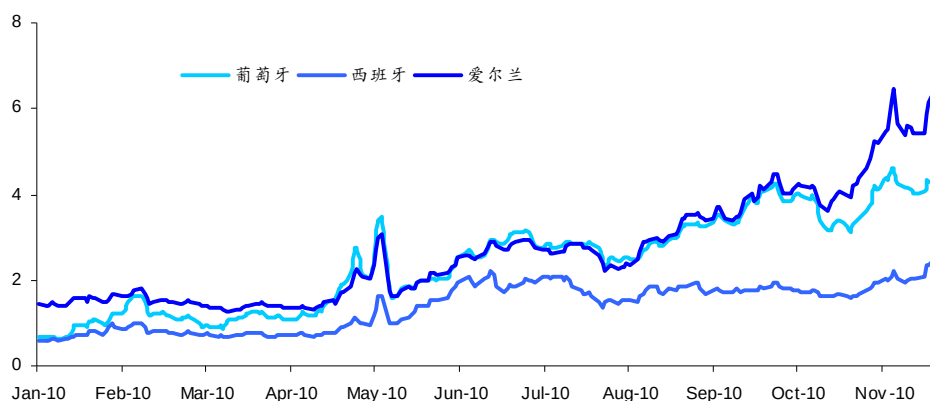
1. 为什么要关注西班牙？

2010 年 10 月底至今，爱尔兰债务危机延续了大约一个月的时间，随着欧盟和 IMF 宣布对爱尔兰进行援助，市场对爱尔兰的担忧有所缓解。然而，市场担忧的情绪并没有完全消散，市场又把目光转移到了葡萄牙和西班牙，西班牙和葡萄牙的国债收益率最近推升到了半年来的最高水平，与德国相应国债的利差也出现了显著的上升（图 1），同时美元也出现了阶段性的小幅反弹。

西班牙是欧元区第四大经济体，居于德国、法国和意大利之后（图 2），其经济规模是希腊、爱尔兰和葡萄牙三者之和的两倍。基于此，如果葡萄牙出了问题，欧盟和 IMF 可比照爱尔兰进行援助，对市场影响会比爱尔兰还小，我们不用过度担心。

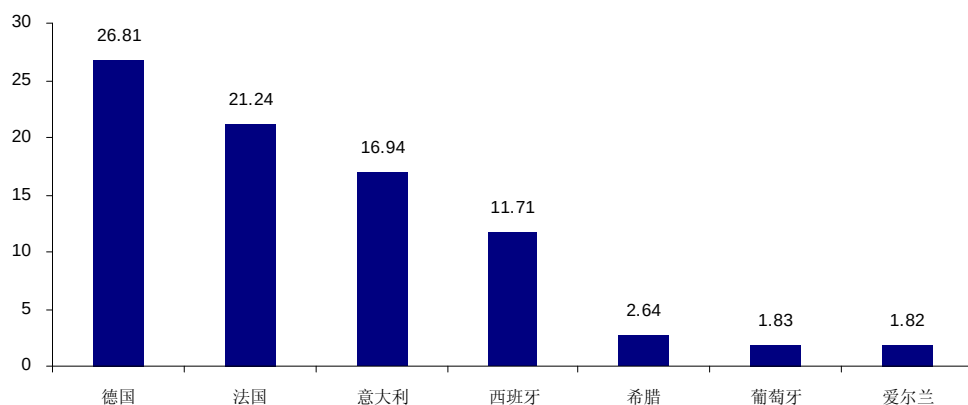
然而，如果西班牙在未来出现巨额财政赤字或银行出现大规模倒闭而欧盟、IMF 和欧洲央行未给予及时有效的援助，那么欧洲将会迎来第二轮债务危机，同时对全球金融市场产生重大影响。因此，我们要特别地关注西班牙。

图 1 西班牙、爱尔兰和葡萄牙 10 年期国债收益率与德国之间的利差（%）



资料来源：Eurostat, 海通证券研究所。

图 2 德国、法国及边缘国家 GDP 占欧元区 GDP 的比重（%）



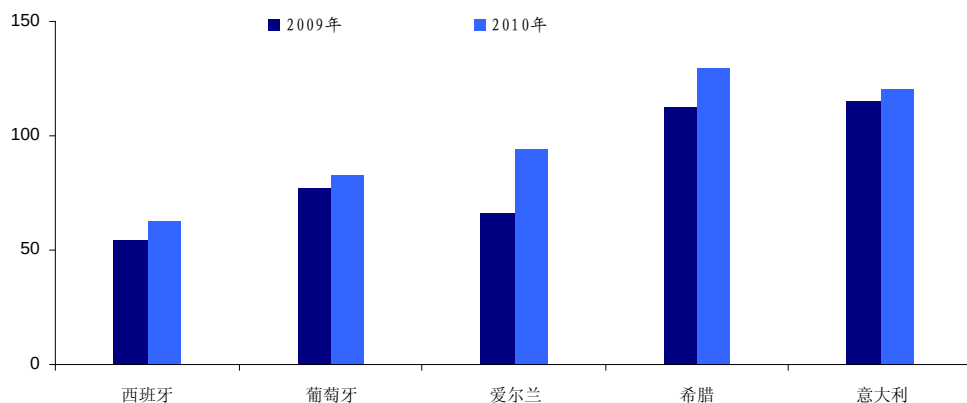
资料来源：Eurostat, 海通证券研究所。

2. 西班牙的政府债务到底有多严重？

对于西班牙政府债务的状况，我们从多个角度进行分析。

首先，西班牙政府债务占 GDP 的比重目前仅略高于国际公认的 60%警戒线，比欧洲其它边缘国家都低。根据 IMF 估计，2010 年西班牙政府债务占 GDP 的比例将在 63%，远低于葡萄牙的 83%、爱尔兰的 94%和希腊惊人的 130%（图 3）。我们认为，随着西班牙财政巩固计划的推行，财政赤字率降低，政府债务占 GDP 的比重不会像前几年那样大幅上升。

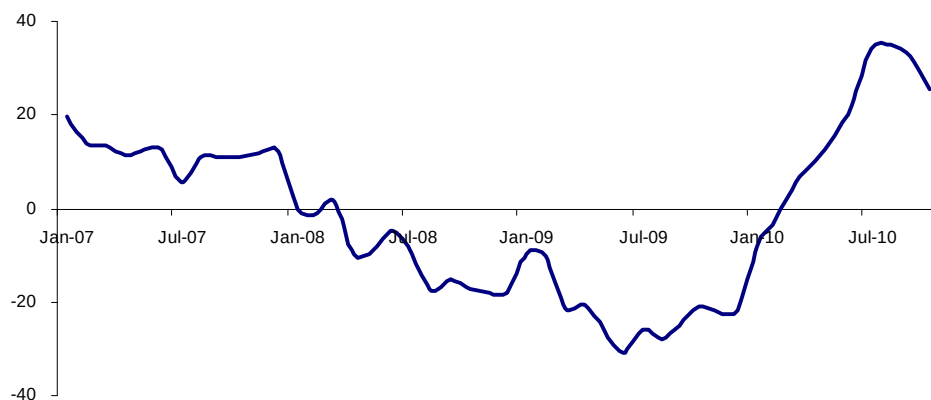
图 3 欧元区几个国家政府负债占 GDP 的比例（%）



资料来源：Eurostat, 海通证券研究所。

第二，西班牙的财政收入状况良好，能为未来几年财政巩固计划执行奠定基础。在经历了 2008 年和 2009 年财政收入惊人地下滑后，2010 年西班牙财政收入出现了明显的反弹，前 10 个月的财政收入与去年同期相比大幅上扬了 25.6 个百分点（图 4）。财政收入的上升离不开经济的好转，我们认为，西班牙经济正增长的趋势会持续（详见第 4 部分），有利于进一步削减政府债务。

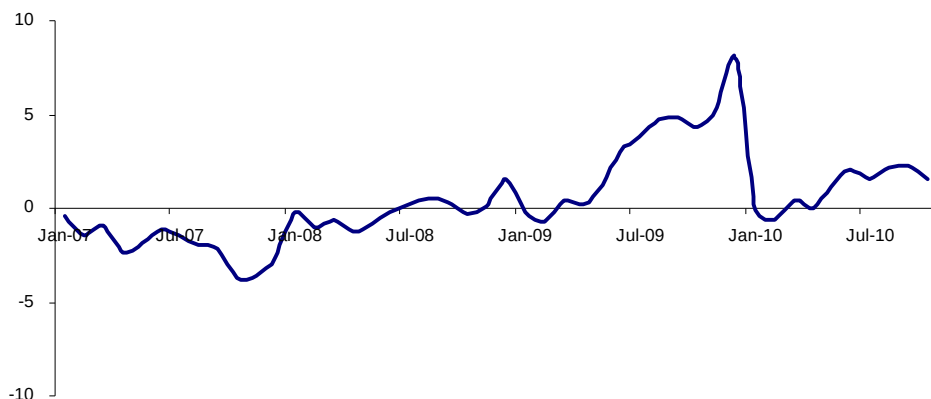
图 4 西班牙财政收入的累计同比增长率（%）



资料来源：Eurostat, 海通证券研究所。

第三，西班牙的财政赤字在近几个月已经处于下降的趋势。政府的财政赤字在今年前 10 个月与去年同期相比下降了 47%。2010 年前 10 个月的基本财政赤字占 GDP 的比重也从去年同期的 4.35%大幅下降至 1.58%（图 5）。我们认为，西班牙政府目前正在切实执行财政巩固计划，并在一定程度上取得了积极效果。

图 5 西班牙的基本财政赤字率 (%)



资料来源：Eurostat, 海通证券研究所。

最后，西班牙政府债务由外国投资者持有的比重较小，在一定程度上能抑制恐慌造成的非理性抛售行为。希腊债务危机爆发时，不确定性带来的恐慌抛售造成了希腊国债价格暴跌，这部分归因于希腊国债 70% 由外国投资者持有，因为外国投资者相对非理性且投机成分较大。一个鲜明的反例是，虽然 2009 年日本政府债务占 GDP 比重高达 180%，但由于 95% 是为本国持有，所以日本国债风险很小，一旦发生外生冲击也不会产生多大的传染效应，这也很有效地限制了外国投资者非理性卖空债券造成的负面影响。

目前西班牙国债的外国持有比例比爱尔兰和葡萄牙小很多，和美国差不多。在欧洲债务危机肆虐的 2 季度，西班牙、爱尔兰、葡萄牙和希腊分别减少了 5%、12%、8% 和 15%（表 1），随着外资持有比重的下降，恐慌抛售带来的负面效应也随之减弱。

表 1 外国投资者在欧洲边缘国国债中的持有比例

	西班牙	爱尔兰	葡萄牙	希腊
2010 年 1 季度末	43%	77%	70%	70%
2010 年 2 季度末	38%	65%	65%	55%

资料来源：CEIC, 海通证券研究所

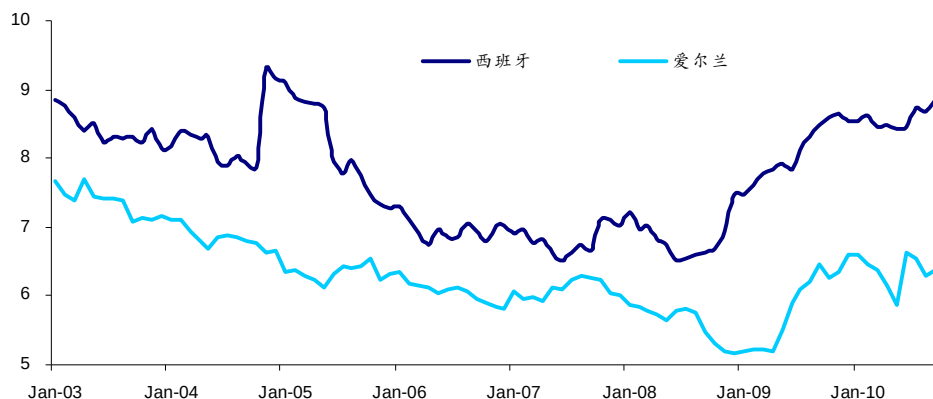
只要西班牙、葡萄牙、爱尔兰和希腊确实有效地执行财政巩固计划，相信穆迪、标准普尔等信用评级机构会逐渐上调各国主权债务的评级，同时大大缓解市场的担忧。

3. 西班牙的银行体系到底有多脆弱？

欧盟在今年 7 月的压力测试结果显示，在参加测试的来自 20 个欧洲国家的 91 家银行中，绝大多数都顺利过关，只有 7 家不合格，其中 5 家均为可能面临资本不足状况的西班牙地方银行。当时市场对 7 月的压力测试结果持正面乐观的看法，但自从爱尔兰银行爆发问题后，该测试的公信力即受到质疑。那么，西班牙的银行体系到底有脆弱呢？

从图 6 中可以看到，西班牙的银行体系受到本国房地产破灭和美国次贷危机的双重影响，在 2007 年和 2008 年的银行体系的资本充足率出现了明显的下跌。2009 年以来，西班牙银行体系的资本充足率呈现了快速回升的趋势，目前已经回复到了历史正常水平，在巴塞尔协议的 8% 以上。相比较而言，爱尔兰银行体系的状况不佳，在政府先前注资之后，银行体系恢复较慢，资本充足率仍然低于巴塞尔协议规定的水平，需要欧盟和 IMF 伸出援手也是顺理成章了。

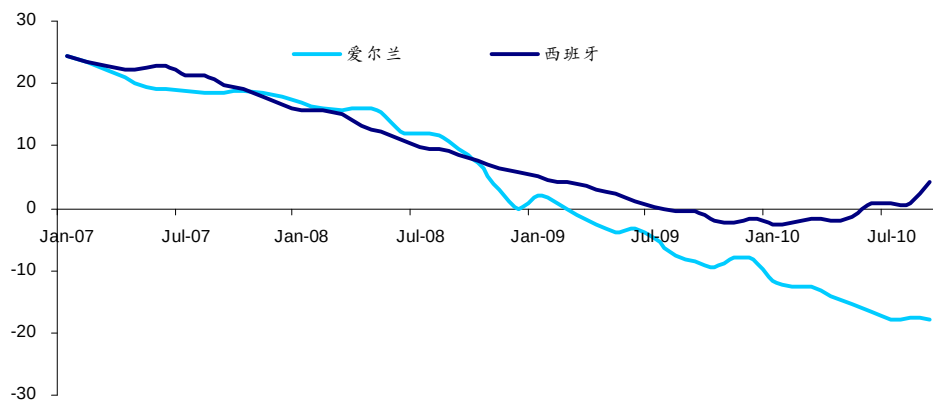
图 6 西班牙和爱尔兰商业银行的资本充足率 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所.

从另一个角度看, 西班牙银行体系的信贷功能恢复得较好, 其对私人部门贷款的同比增长率在 2010 年出现了正增长, 对经济增长的支持增强 (图 7)。相比之下, 爱尔兰银行体系的信贷功能未能恢复甚至变差, 其对私人部门贷款的同比增长率一直呈下滑趋势。从信贷功能的角度也可以看出, 西班牙银行体系较为健康, 是朝好的方向发展。

图 7 西班牙和爱尔兰银行体系对私人部门贷款的同比增长率 (%)



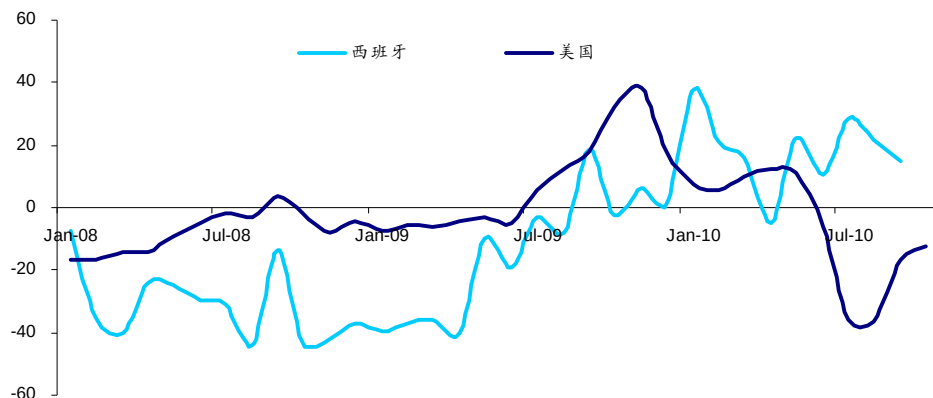
资料来源: CEIC, 海通证券研究所.

目前市场担忧房地产泡沫对西班牙银行体系存在显著的负面影响, 因为西班牙房地产市场非常孱弱。实际上, 美国也在经历艰难的房地产去库存化过程 (图 8), 美国的商业银行也受到房地产破灭的巨大负面影响, 但它能够将手上持有的抵押贷款证券 (MBS) 和国债卖给美联储来迅速变现资产, 抵御可能存在的挤兑风险, 美联储很好地充当了“最后贷款人”的角色。

我们认为, 房地产市场孱弱对西班牙银行体系的负面影响是可控的。首先, 在上一节我们分析过, 西班牙的政府负债风险较小, 且财政收支状况出现了明显改善, 政府有财力应对银行业的亏损, 应对能力应远强于爱尔兰。其次, 在希腊危机之后, 欧盟已经设立了金融稳定机制, 对欧洲边缘国家的救助会比原来迅速, 从此次对爱尔兰的救助就能看出这点, 越早救助越能压制市场恐慌情绪蔓延。最后, 欧洲央行在今年 6 月份后也在一定程度上充当了“最后贷款人”的角色, 它在近几个月中通过买入欧洲边缘国家的债券来平息市场恐慌, 如果西班牙债务风险升级, 欧洲央行应当会加大买入力度。

西班牙中央银行近日说，它最近将进行更深入的压力测试，来证明西班牙的金融机构能抵御因房地产泡沫破灭造成的 1800 亿欧元的损失。

图 8 西班牙和美国的二手房屋销量的同比增长率 (%)



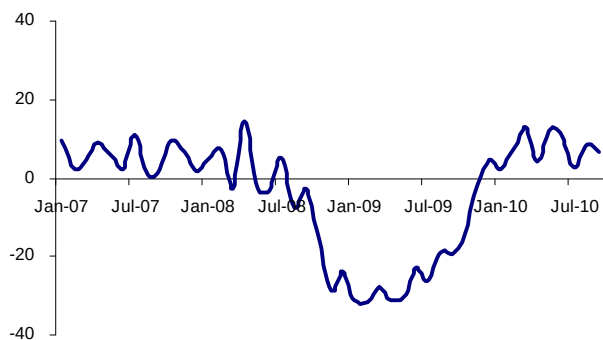
资料来源：CEIC，海通证券研究所。

4. 西班牙的经济复苏有何进展？

西班牙要消除国债投资者的担心，本质上需要经济从衰退中走出来，因为强劲的经济增长是财政收入持续回升的基础，而财政稳固能有效降低国债收益率的风险溢价。我们观察了西班牙的一些经济先行指数，发现近期的工业新订单、消费者信心指数和企业信心指数相比 2009 年都出现了明显的好转（图 9、图 10、图 11）。从 GDP 同比增长率来看，西班牙处于漂亮的复苏趋势中（图 12）。

根据 IMF 的预测，西班牙经济在 2011 年整体上还是处于向上趋势的。我们也认为西班牙的经济增速会逐渐回暖（图 13）。

图 9 西班牙工业新订单同比增长率 (%)



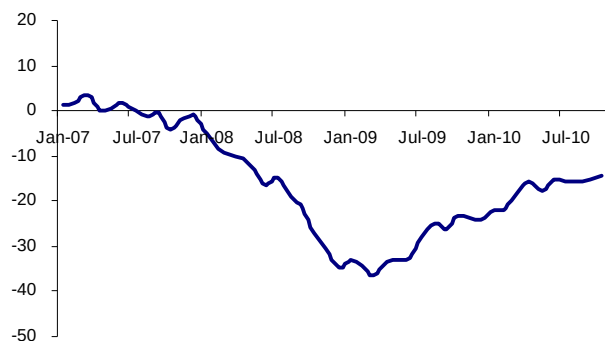
资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 10 西班牙消费者信心指数



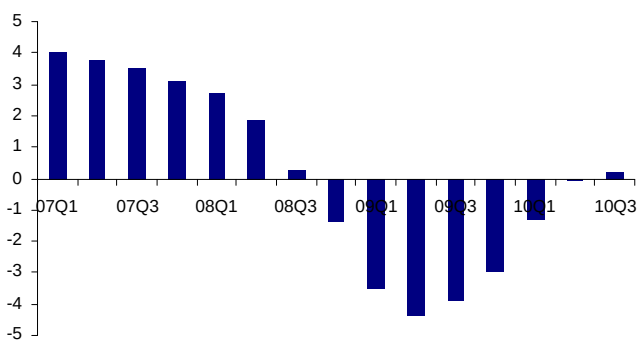
资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 11 西班牙企业信心指数



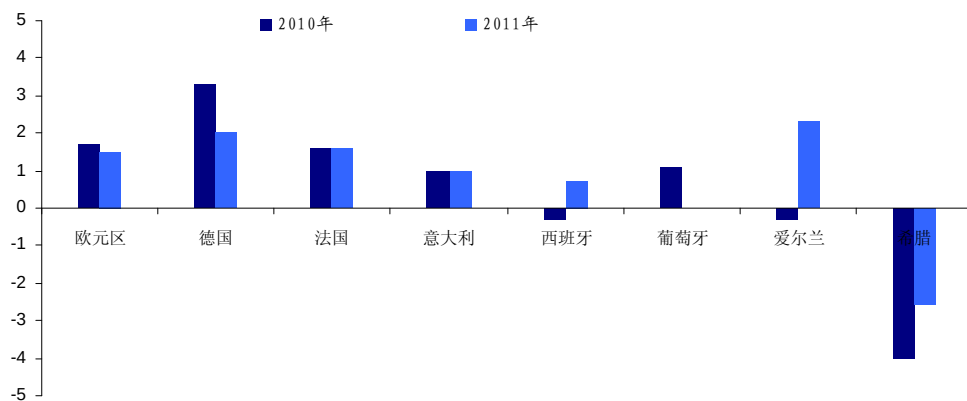
资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 12 西班牙 GDP 同比增长率 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 13 欧元区各国在 2010 年和 2011 年的经济增长率 (%)



资料来源：Eurostat，海通证券研究所。

5. 总结：西班牙“大而不倒”？

西班牙对欧元区来说实在是太重要了。作为欧元区第四大经济体，如果西班牙出现政府财政破产或大规模的银行倒闭，将导致第二轮欧洲债务危机，会产生以下几大负面影响。

第一，西班牙将需要欧盟、IMF 和欧洲央行提供远比希腊多得多巨额援助才能平息市场的担忧，越迟行动需要的救助资金越多。

第二，避险情绪将会上升至非常高的水平，会波及到欧洲其它几个边缘国家及意大利甚至法国，西班牙的传染效应将远超希腊和爱尔兰。

第三，欧洲货币联盟和欧元将陷入非常危险的境地。欧元作为欧洲经济贸易主要结算货币的根基将会受到毁灭性的打击。

我们认为，以上几点会促进欧盟、IMF 和欧洲央行将尽力避免这种极端状况。我们相信，欧元区领导人拥有政治智慧和经济智慧，在市场悲观预期笼罩之前能顺利地拨开云雾。

我们认为，从西班牙当前的财政状况和银行体系及更深层的经济增长数据来看，当前西班牙并不需要外界救助。即使西班牙万一需要救助，由于其经济在欧元区发挥着系统性的重要作用，虽然救助成本偏高，但欧盟、IMF 和欧洲央行也会尽快实施援助以防西班牙危机扩散带来的传染效应。

因此，欧洲边缘国家的债务问题会时不时地令市场避险情绪略有上升，但其造成的负面影响远不会如希腊债务危机时那么大。

今年 11 月初至今，美元指数出现了 7% 左右的反弹，主要是受到爱尔兰债务危机及中国经济宏观调控可能超预期影响。我们认为，只要西班牙的风险可控，就不会发生第二轮欧洲债务危机，美元指数不会出现连续几个月的大规模反弹走势。从中期来看，我们还是坚持美元走软的判断（详见 11 月 4 日《美联储量化宽松、美国中期选举与美元走势》的深度报告）。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益璠 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
罗少平 (021) 23219390
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219421

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com