

债务冲击 欧元堪忧

核心要点:

- 欧元的命运可谓是一波三折。尽管自年初以来德国、法国的稳步复苏为欧元的前景带来一丝曙光和慰藉，但主权债务危机在欧元区国家内不断蔓延和升级，遭受拖累的欧元的命运仍扑朔迷离。
- 从近期债务危机的演变来看，在欧盟、IMF 与德法的让步与希腊政府的努力下，对希腊的援助达成一致，避免了希腊在 7 月出现债务违约的情况，主权债务危机有所缓解，但正如我们判断的那样，债务危机远未结束（详见 7 月 4 日报告《欧债：危机阴影挥之不去——发达经济周报第 8 期》），近期来，意大利债务情况恶化，债务危机魅影再现。我们认为欧债危机继续发酵有其内在的逻辑。欧元区外围国家的债务负担沉重，经济增长停滞，而财政赤字严重超标，各国赤字早已突破了构筑欧盟基石的《马约》所要求的限制，但欧盟决策机构对此并未良策，从去年开始的多次救助无果；面临债务问题，欧元区德法与债务国之间、欧洲央行与民间债权人之间、甚至于各国内部政府与民众之间矛盾重重，无法形成有效的救助方案与长期解决债务的机制，欧债阴影不散，将重创欧元。
- 欧元与欧洲央行是欧盟统一货币政策的体现。但欧元区的统一货币并不符合成员国的实际经济情况。目前，部分成员国经济不景气的情况下，要避免出现经济衰退，就必须采取扩张性财政和货币政策。但由于货币政策制定是由欧洲央行统一行使的，各国央行只能执行既定的货币政策，因而各成员国发挥货币政策作用的余地不大。成员国在经济不景气时期很难自主运用财政政策和货币政策手段刺激经济。统一的货币政策与有约束而分散决策的财政政策机制，影响了欧盟各国两大调控杠杆的效率，这也是欧元内在的制度性问题。
- 由于法德经济增长的强劲，欧央行再次启动加息，这对南欧一些陷入主权债危机的国家来说，无疑会加重还债的压力。与此同时，由于主权债危机的影响，南欧国家被迫进行财政的紧缩，这将使这些国家的经济增长必然受到影响，而现在货币方面再次受到欧央行的紧缩，这对陷入主权债危机的南欧而言，无疑是雪上加霜。这种南欧增长乏力，同时又面临主权债危机的影响，而北欧经济增长又异常强劲，这不能不引发对未来欧元区统一货币能否延续的忧虑。因为，作为南欧而言，在经济雪上加霜的时候，只能通过不断地借新债来维系其经济体系，否则只有选择债务重组或者脱离欧元区违约。对于经济发展迅速的北欧，困境在于明年和后年都面临选举，一旦选民发现他们辛苦劳动获取的外汇收入将不断借给另外一些根本就没偿还能力而且还需要无休止借款的经济体时，他们可能会选择主张脱离欧元区的民粹主义者上台。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197



: panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0930510120027

分析师



周世一

☎: (8610) 66568471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130107093308

联系人



刘娟秀

☎: (8610) 83571303

✉: liujuanxiu@chinastock.com.cn

债务冲击 欧元堪忧

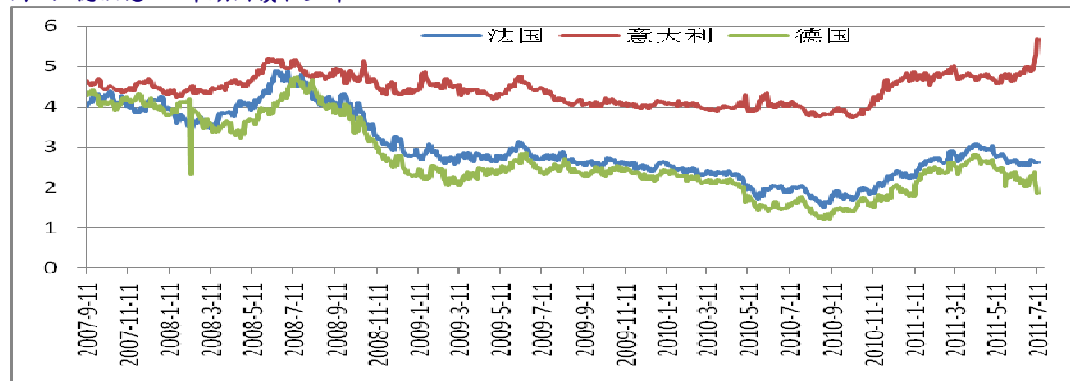
欧元的命运可谓是一波三折。尽管自年初以来德国、法国的稳步复苏为欧元的前景带来一丝曙光和慰藉，然而主权债务危机在欧元区国家内不断蔓延和升级，暴露了欧元区财政与货币不能协调一致的软肋，遭受拖累的欧元的命运仍扑朔迷离。

从近期债务危机的演变来看，在欧盟、IMF 与德法的让步与希腊政府的努力下，对希腊的援助达成一致，避免了希腊在 7 月出现债务违约的情况，主权债务危机有所缓解，但正如我们判断的那样，债务危机远未结束（详见 7 月 4 日报告《欧债：危机阴影挥之不去——发达经济周报第 8 期》），近期来，意大利债务情况恶化，债务危机魅影再现。意大利国债与德国国债的息差上升逾 25 个基点，达到 3 个百分点。意大利是欧元区第三大经济体，也是欧洲最大的债券市场。西班牙基准借债成本创欧元区最高水平，达到 6% 以上。

表面看，导致意大利政府债券收益率大幅上升的直接原因是，市场传闻 17 个欧元区国家财长正讨论组织希腊主权债务回购，要求民间投资者将所持债券更换为更长期债券。德国、荷兰、奥地利和芬兰坚决认为，在总规模 1100 亿欧元的第二轮希腊援助方案中，银行、保险公司和其他希腊债务的民间持有人应承担其中的部分成本。但在与银行展开为期数周的磋商，无法就达成各方接受的方案。月初，法国提出了希腊债券投资者将持有较短期限债券换成 30 年期债券的方案，以缓解希腊政府的偿债压力。

但是，我们认为欧债危机继续发酵有其内在的逻辑。欧元区外围国家的债务负担沉重，经济增长停滞，而财政赤字严重超标，各国赤字早已突破了构筑欧盟基石的《马约》所要求的限制，但欧盟决策机构对此并未良策，从去年开始的多次救助无果；面临债务问题，欧元区德法与债务国之间、欧洲央行与民间债权人之间、甚至于各国内部政府与民众之间矛盾重重，无法形成有效的救助方案与长期解决债务的机制，欧债阴影不散，将重创欧元。

图 1：德法意 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

一、赤字严重超标，动摇欧元基础

欧元启动后，欧元区成员国的货币政策已由欧洲中央银行制定，各国仅拥有财政政策的制定权。根据 1993 年生效的《马斯特里赫特条约》和 1997 年生效的《稳定与增长公约》的规定，欧盟各成员国的财政赤字占 GDP 的比重（即赤字率）不能超过 3%，政府债务占 GDP 的比重（即债务率）不能超过 60%。《公约》被认为是欧盟经济稳定的根本保证，也是欧元稳定的基石。按照《公约》规定，成员国必须确定实现中期财政预算目标的时间表，欧盟对成员国财政政策的制定及实施进行协调和监督，如果判定某一成员国赤字率可能或

已经超过 3%，就向该国提出警告并要求其进行纠正；如果成员国仍不执行，欧盟就会启动过度赤字惩罚程序。成员国赤字率连续三年超过 3%，最多可处以相当于国内生产总值 0.5% 的罚款。但欧元区成立至今，尚无任何一个成员国因违反赤字上限规定而被罚款。

从《马约》对各国财政政策提出要求的出发点看，削减财政赤字和控制债务率的目的都是为了保持物价稳定。同时，根据《马约》第 105 条的规定，欧洲中央银行的首要目标是保持欧元区物价稳定。因此，欧盟粗线条的财政政策实际上是为实现货币政策目标服务的。

但是，欧盟的财政赤字要求具有内在矛盾，致使难以完全执行。尽管欧盟是世界经济一体化程度最高的经济区，但各国在经济基础与经济结构上存在差距，特别是南欧外国与北欧核心国之间在经济发展水平上有相当的差距。而一些赤字率水平难以达到规定标准的国家，采取增加 GDP 统计水分、虚增财政收入等“预算欺骗”方式，人为地将赤字率控制在 3% 以内。像希腊为了加入欧元区，就采取了债务期限互换的方式隐瞒债务，债务到期后无法掩盖，导致债务危机。同时，赤字率不能超过 3% 的限制性规定，不仅影响财政自动稳定器功能的发挥，而且使成员国在经济衰退时不能进行相机抉择，不能通过扩大支出和财政赤字，刺激经济回升。最后，欧盟要求各成员国主要通过减少支出的方式降低赤字率，实际上限制了增税手段的运用。在高福利的国家，减少支出特别是社会福利支出困难重重，出于政治考虑，各国政府往往无法采取削减开支来减少赤字。

正是因为赤字上限的规定具有内在冲突，虽然在 1990 年代这一规定得到有效的执行，但自上一轮经济低谷开始，欧盟主要国家赤字率开始突破 3% 的上限，《马约》和《公约》的权威受到严重挑战，欧元基础被动摇。葡萄牙在 2001 年赤字率达到 4.1%，成为欧元区第一个违反《公约》的国家，虽然，作为欧元区核心的德法在 2002 年加入赤字超标国的行列。

金融危机以后，欧洲各国经济下滑，政府收入减少，但为刺激经济不得不实施财政刺激措施，导致欧洲各国的财政赤字严重，几乎全部主要政府债务负担占 GDP 的比重超标很多，主权债务的风险加大。根据欧盟统计局最新公布的数据，欧元区 2010 年预算赤字占 GDP 的比重为 6.0%，低于 2009 年的 6.3%。然而，公共债务与 GDP 之比从 2009 年的 79.3% 攀升至 2010 年的 85.1%。这早已超过《公约》的规定，欧元区财政纪律已经松弛，欧元的基础已经动摇。

从表 1 及表 2 中可以看出，欧元区主要成员国中，除了德国、爱尔兰以外，2010 年法国、意大利、葡萄牙、西班牙和希腊的预算收支状况较 2009 年相比，均有所改善。然而，这些国家的债务水平与 2009 年相比都有所攀升。与此同时，在预算收支以及债务状况上，各成员国间存在巨大的差异。例如，爱尔兰预算赤字相当于 GDP 的比重增长逾一倍至 32.4%，2009 年为 14.3%。希腊 2010 年预算赤字与 GDP 之比为 10.5%，政府负债与 GDP 之比高达 142.8%。

表 1：欧洲各国财政预算赤字占 GDP 的比重(%)

	2007	2008	2009	2010
欧元区 17 国	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0
德国	0.3	0.1	-3.0	-3.3
法国	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0
意大利	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6
西班牙	1.9	-4.2	-11.1	-9.2
爱尔兰	0.1	-7.3	-14.3	-32.4
葡萄牙	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1
希腊	-6.4	-9.8	-15.4	-10.5

资料来源：Eurostat，中国银河证券研究部

表 2: 欧洲各国政府债务占 GDP 的比重(%)

	2007	2008	2009	2010
欧元区 17 国	66.2	69.9	79.3	85.1
欧盟 27 国	59.0	62.3	74.4	80.0
德国	64.9	66.3	73.5	83.2
法国	63.9	67.7	78.3	81.7
意大利	103.6	106.3	116.1	119.0
西班牙	36.1	39.8	53.3	60.1
爱尔兰	25.0	44.4	65.6	96.2
葡萄牙	68.3	71.6	83.0	93.0
希腊	105.4	110.7	127.1	142.8

资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究部

二、主权债务问题恐将长期存在并拖累欧元

2.1、救助与紧缩都是必须的

根据《公约》规定:“在某个成员国处于困境或受到超不可控制的意外事件所引起的严重困难的严重威胁时,理事会可以经委员会建议以一致同意在一定条件下向该成员国提供共同体的财政援助。如果这些困难是由自然灾害所导致,理事会应以特定多数表決行事。理事会应将其决定告知欧洲议会。”欧盟对陷入债务困境的成员国进行救助是有法律依据的。但是,更为重要的是欧盟无法承受成员国违约的后果,因此必须救助。

对于欧盟来说,成员国出现违约,是不可承受的打击。首先,欧元以及欧元资产会遭到抛售,资金会从欧元区出逃,欧元汇率会大幅下跌;其次,危机会迅速传导扩散到整个外围国家,这些国家最后不得不选择退出欧元区,欧元面临解体;第三,如果出现无序违约将会是重大的信用事件,造成债券持有人严重亏损,在这些国家拥有大量风险敞口的银行和金融机构都到重创,包括各国银行与欧洲央行自身。欧洲央行帐上可能持有 400-500 亿欧元的希腊公债,借给希腊银行业者的资金约 900 亿欧元左右,如此规模的损失会导致银行的资本充足率严重不足,银行间流动性将迅速枯竭。最后,违约会导致其他国家利差将会扩大--不只在意大利、爱尔兰、葡萄牙和西班牙,还有甚至德法—欧元区的各种企业信贷利差也会上升,2008 年式的金融崩溃就可能重新。

根据《公约》要求,欧盟成员国减少赤字的主要方式是消减支出,而不是增加税收。《公约》规定各成员国在制定和实施各自的财政预算政策时,必须遵循以下原则:第一,通过限制预算开支,而不是增加税收,实现减少财政预算赤字的目标;第二,赤字率和债务率相对较高的国家,必须加快降低赤字率;第三,预算支出必须提高效率,改革和控制公共消费支出、公共养老金支出、医疗保健和失业补贴、加大国有企业民营化步伐等。因此,按照公约规定的方式通过减少公共支出消减赤字,就意味着减少养老、医保等福利、公共消费支出以及出售国有企业等,这必然面临国内民众的反对。这是这些年来尽管欧盟多次警告一些国家的财政问题,但这些外围国家却无法采取有效措施减少赤字的问题所在。

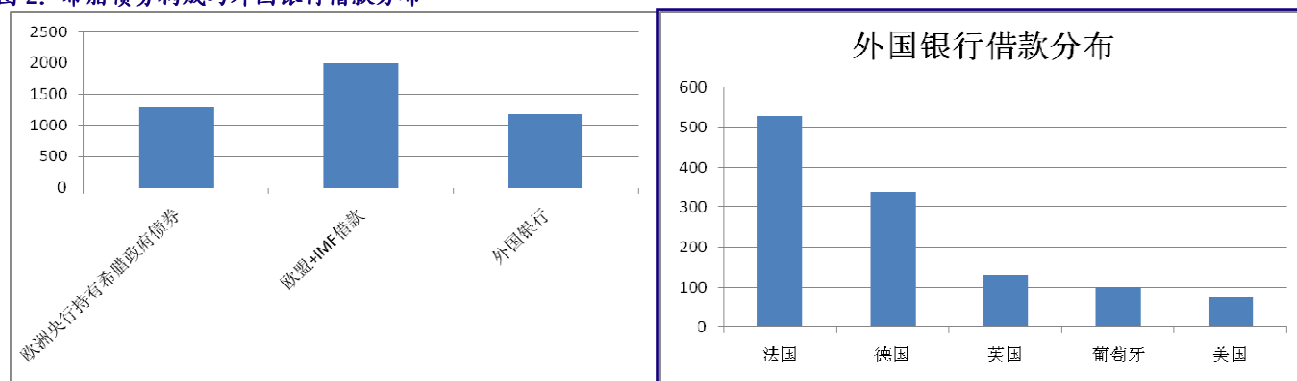
而在面临违约的情况下,这些陷入债务困境的成员国,违约的成本太大了,为了获取援助,也不得不接受削减社保福利等开支、实施私有化等紧缩条件。如果成员国违约,退出欧元区,不仅在国际上信誉扫地,而国内面临的必然是经济崩溃的局面。一旦无法偿债而违约,从而退出欧元区,不光是推行新货币带来的沉淀成本损失,更重要的是因为违约实施新货币,新货币必然要大幅贬值。这时,国内居民必然会从国内银行挤兑,换成欧元存到海外银行。这样不仅无法得到国内急需的新资金流入,而且国内资金会大量流出,银行与金融体系必遭重创,整体生活水平与经济水平大幅下降。

2.2、债务问题长期存在

尽管希腊通过紧缩方案，欧盟与 IMF 救助资金很快会到位，避免了 7 月中旬的违约风险，而意大利危机升温后，欧盟也表示将进行救助。但是，我们认为，希腊以及其他欧元区外国国家的债务负担非常沉重，而经济增速与德法核心国的差距越来越大，在未来相当长时期，债务问题仍将成为这些国家挥之不去的阴影。

目前，希腊政府主权债务余额约为 3400 亿欧元，其中 1000 亿欧元债务将于 2014 年底到期。其中，欧洲央行持有的希腊政府债券共计 1280 亿欧元，IMF 和欧盟对希腊政府的借款总额 2000 亿欧元。此外，希腊的外债总额超过 1200 亿欧元，德法英美葡萄牙的银行机构对希腊的借款余额共计 1177 亿欧元。

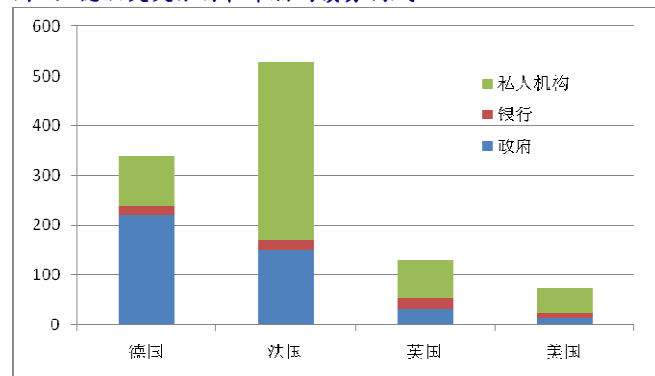
图 2：希腊债务构成与外国银行借款分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

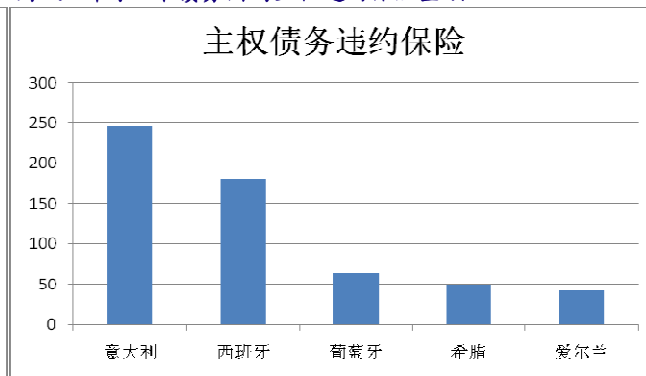
在这些国家银行拥有的希腊 1177 亿欧元债权头寸中，对希腊银行等金融机构的借款并不多，主要是对政府与私人机构的借款。主要国家银行在希腊暴露头寸的结构如下：

图 3：德法英美银行在希腊的债务构成



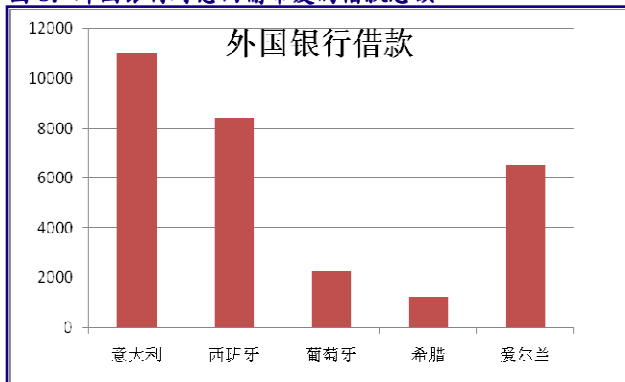
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 4：针对几个债务国的主权违约保险金额



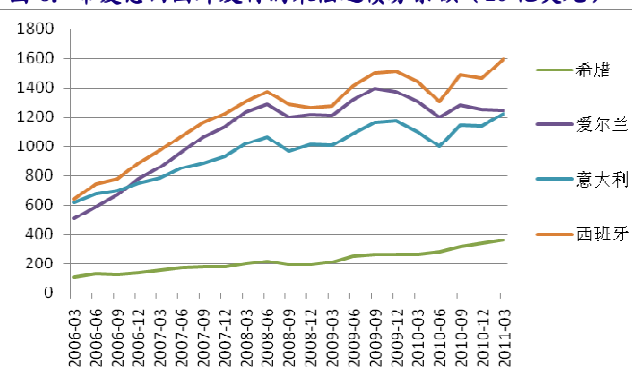
由于这些国家主权债务风险不断扩大，金融市场是针对这些国家的违约保险规模正在增加。据 BIS 的统计，目前全球金融机构售出的象针对意大利的主权债务违约保险余额为 247 亿，对西班牙的有 181 亿。

图 5：外国银行对意西葡希爱的借款总额



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 6：希爱意西国外发行的未偿还债券余额（10 亿美元）



主权债务之外，外围国家的总体外债负担形势更为严峻。除了希腊外，西班牙、意大利、爱尔兰等国家不仅政府主权债务负担沉重，总体外债负担也非常严重。

银行贷款方面，意大利的对外借款余额 1.1 万亿欧元，西班牙的对外借款总额达到 8460 亿欧元，爱尔兰总额高达 6100 多亿欧元，一旦因为主权债务问题引起外资出逃，后果不堪设想。

国外发行的未偿还债券余额方面，根据 BIS 统计，截止到今年一季度末，西班牙高达 15968 亿美元，爱尔兰、意大利分别为 12441、12223 亿美元，希腊最少，也有 3589 亿美元。

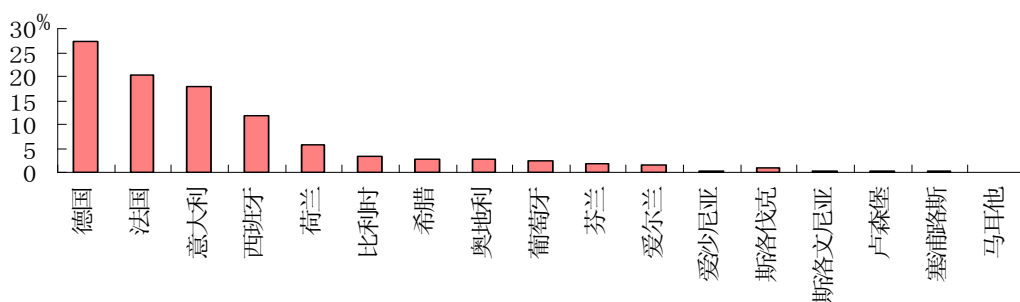
今年以来，欧元区成员国将有大量的主权债务在 2011 年到期。其中，希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙和意大利到期债务（本息合计）分别约为 515.9 亿、148.6 亿、320.9 亿、1533 亿和 3380.5 亿欧元。

自去年欧债危机爆发以来，陷入债务的危机的这些国家严重依赖于欧洲央行流动性的支持。截至 2010 年 12 月，欧洲央行通过常规手段向成员国银行发放的贷款总量达 5470 亿欧元，其中对爱尔兰银行业的贷款规模就达 1320 亿欧元，对葡萄牙与西班牙银行业的贷款也分别达到 409 亿和 669.9 亿欧元。

大量主权债券由德法等欧洲大国的银行持有。同时，根据国际清算银行的数据，截止 2010 年 12 月底欧洲各国银行对欧元区南部国家的风险敞口超出预期。各国银行对爱尔兰、希腊和葡萄牙的风险敞口总额为 2.281 万亿美元，其中德、法两国银行是这些地区的最大债权人。一旦欧债危机升级，市场将对欧洲银行可靠性产生质疑，货币市场将面临诸多压力，表现在短期利率的上升，信贷状况日益趋紧。而一旦银行的融资压力加大甚至出现金融系统危机，政府当局又将被迫实施资金救助措施并保持货币政策的宽松以提供足够的流动性，从而导致公共债务再次攀升。

从目前欧盟当局应对债务危机的举措来看，为重塑市场信心，欧盟决策者在 3 月 24-25 日的峰会上出台完整性的欧元区永久性救助机制方案。新机制提供的救助资金规模提高至 7000 亿欧元，其中除了 800 亿欧元（在 2013 年 7 月注入预付资金中的 400 亿欧元，其余 400 亿欧元现金将在今后 3 年内再注入）的预付资本之外，剩余的 6200 亿资本则为欧元区国家承诺可随时支付的款项和担保。在永久性救助机制方案下，如果某一成员国国家陷入债务危机需要救助，欧洲将可以贷款形式为其提供财政援助，从而避免危机蔓延。欧元区核心国承担了这项新救助机制的大部分出资，德国将负担 27.1%，法国 20.4%，意大利 17.9%，西班牙 11.9%。由于德国提出新机制的有关细节仍需继续讨论，因此各国能否就新机制的关键部分达成最终一致还将寄托于今年 6 月的欧盟夏季峰会。由此可见，解决债务危机非一日之功。

图 7：欧洲稳定机制各国出资占比状况



■ 欧洲稳定机制各国出资占比

资料来源：EU，中国银河证券研究部

事实上，我们认为欧元区长期挑战在于欧元区内部各国竞争力的差异和发展失衡。同时，分散的财政政策和统一的货币政策的矛盾是欧元区特有的政策性矛盾。因此，从长远看，只有欧盟实施改革财政体制和进行经济结构调整来重建产业竞争力，促进经济发展，缩小成员国之间的经济差距，才能从根本上解决债务和财政问题。

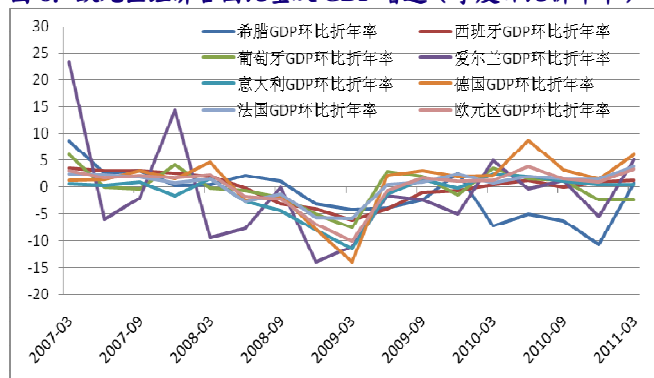
三、欧元区各成员国经济差异拉大对欧元不利

欧元与欧洲央行是欧盟统一货币政策的体现。但欧元区的统一货币并不符合成员国的实际经济情况。目前，部分成员国经济不景气的情况下，要避免出现经济衰退，就必须采取扩张性财政和货币政策。但由于货币政策制定是由欧洲央行统一行使的，各国央行只能执行既定的货币政策，因而各成员国发挥货币政策作用的余地不大。成员国在经济不景气时期很难自主运用财政政策和货币政策手段刺激经济。统一的货币政策与有约束而分散决策的财政政策机制，影响了欧盟各国两大调控杠杆的效率，这也是欧元内在的制度性问题。

因为经济差异较大，一些经济较差的国家一度要求修改《公约》的过严规定，要求修改《公约》，放宽对成员国的赤字限制，以便实施减税政策，进而刺激经济复苏。基于稳定欧元和共同货币政策的考虑，欧洲中央银行坚决反对任何放松《公约》约束的举动。而一些经济财政状况较好的国家则批评欧盟实行双重标准，对违反财政纪律的成员国不能采取有效遏制措施。

从目前的情况看，欧元区各国的经济差距正在扩大。作为核心国的德法占欧元区经济总量的近一半，它们的经济表现亮丽；而其他南欧外围国则表现不佳。围绕救助与否、如何救助，不仅双方官方的看法不一，而民间的矛盾也越来越大。以德国为代表的北方核心国认为陷入的危机的国家是咎由自取，自己不应该为它的懒惰与过失买单；而以希腊为代表的外围国则认为要求它们减少福利是对自己的剥夺。

图 8：欧元区经济各国比重及 GDP 增速（季度环比折年率）



资料来源：Eurostat，中国银河证券研究部

在债务危机笼罩下，特别是债务问题较大的一些国家须采取削减赤字、紧缩财政，使

得经济增速出现放缓甚至停滞，因此欧元区经济面临两极分化的现象日趋严重。相较 2009 年的表现，2010 年全年欧元区经济增长了 1.7%。今年一季度欧元区经济整体表现不错，GDP 环比折年率增速高达 3.4%，但欧元区各成员国的经济增长分化更为严重。

首先，作为欧元区第一大经济体，德国在 2010 年全年实现经济增长 3.6%，今年一季度增速 6.1%，是两德统一以来有史最高。法国 2010 年全年经济增速达到 1.6%，今年一季度加速到 3.8%。饱受债务问题困扰的成员国 GDP 增速则不尽人意，意大利在 2010 年经济实现正增长 1.3%，但一季度下降到 0.5%，葡萄牙去年增长 1.4%，但今年一季度下降 2.4%，西班牙 2010 年 GDP 下滑 0.1%，今年一季度上升 1.2%，爱尔兰去年下滑 1.0%，今年一季度猛增 5.1%，希去年腊下滑 4.5%，今年一季度继续下滑 0.7%。

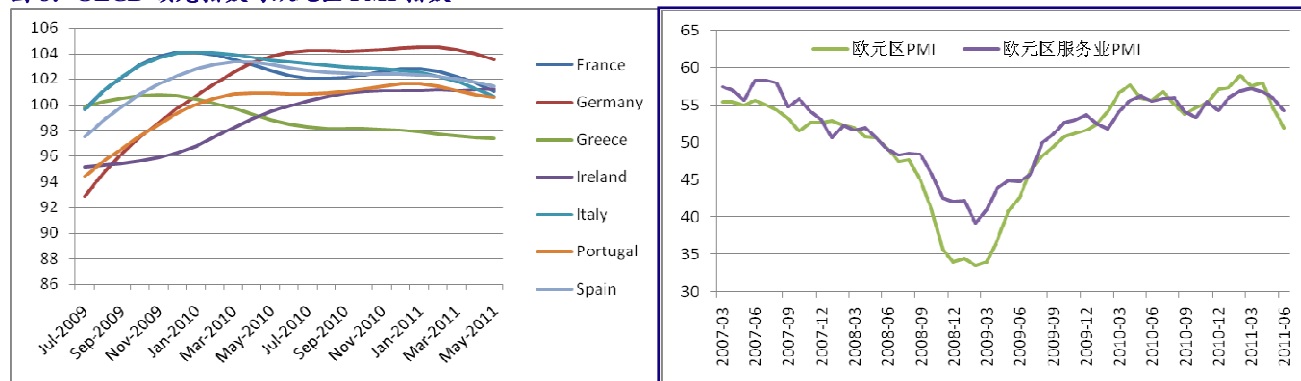
表 3: 欧元区各国 GDP 增长率

国家	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q1
意大利	2.0	1.5	-1.3	-5.2	1.3	0.5
西班牙	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.1	1.2
希腊	5.2p	4.3p	1.0p	-2.0p	-4.5	-0.7
爱尔兰	5.3	5.6	-3.5	-7.6	-1.0	5.1
葡萄牙	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.4	-2.4
德国	3.4	2.7	1.0	-4.7	3.6	6.1
法国	2.2	2.4	0.2	-2.6	1.6	3.8
欧元区 16 国	3.1	2.9	0.4	-4.1	1.7	3.4

资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究部

从领先指标看，分化仍在继续。OECD 领先指数表明，意大利、希腊、西班牙、葡萄牙的经济增速仍在下降中。而德国仍会继续扩张。在过去的两个月，PMI 指数迅速下滑，意味着欧元区的经济增长正在失去动能，二季度的平均 PMI 显示经济以大约 0.6% 的速度增长，低于一季度的 0.9%，而 6 月份的数据意味着仅仅 0.4% 的增速。同时，扣除德法以后的 PMI 指数已经低于 50，这意味着事实上外围国的经济已经步入衰退。

图 9: OECD 领先指数与欧元区 PMI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

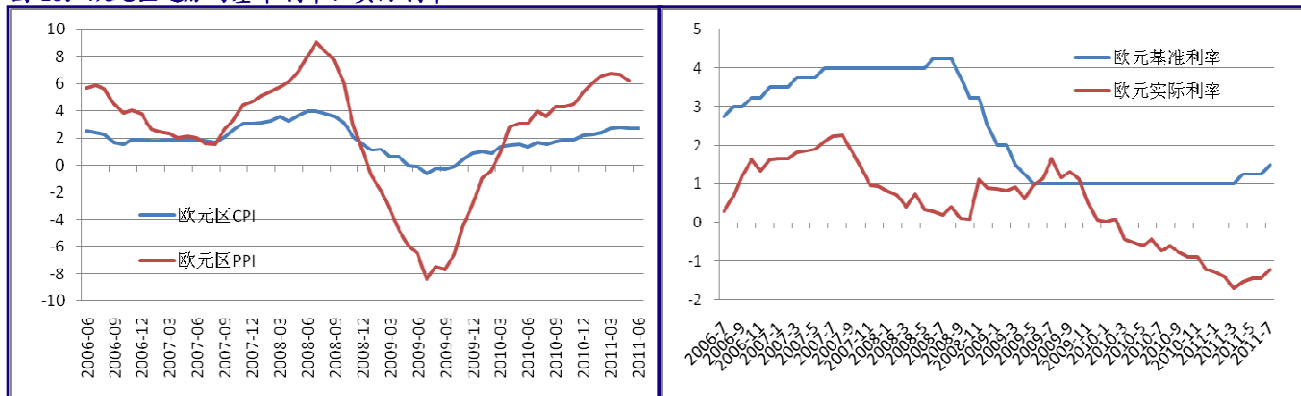
对于欧洲央行来说，《公约》规定基本目标是保持价格稳定，在不损及价格稳定目标的前提下，执行：制定和执行共同体的货币政策、外汇业务、保有并管理成员国的官方外汇储备、促进支付体系的规则运作。

因此，欧洲央行的独立性远大于其他国家与地区，而且与其他央行既要维持物价稳定，又要促进经济增长、降低失业率的多重货币政策目标不同，欧洲央行的单一通胀货币政策目标意味着尽管某些成员国经济处境艰难，但欧元区仍会加息紧缩货币。

尽管欧元区的通胀有下降趋势，6 月的 CPI 与 PPI 均低于预期，且 PPI 出现了 20 个月来的首次下降，然而，从通胀情况看，欧元区的通胀仍高于欧洲央行的通胀目标。因此，欧洲央行在 7 月 7 日宣布上调指标利率 25 个基点至 1.50%。

从经济大环境层面看，欧元区外围国家信用危机仍在升级，信贷评级机构在一定程度上重创欧盟。葡萄牙信贷评级遭下调，而希腊遭到威胁，意大利也有爆发危机的危险。加息会事实上进一步增加这些国家的债务负担，因此遭到爱尔兰等外围国家的反对。但是，欧元区核心国的德法经济增长强劲，德国失业率是有史以来最低的，一季度 GDP 增速高达 6.1%，而法国一季度 GDP 增速高达 3.8%，因此，对于核心国来说，有加息以防止经济过热的必要。

图 10：欧元区通胀与基准利率、实际利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

然而，对欧洲央行来说，唯一关注的是通胀。加息后，欧洲央行行长特里谢指出，通胀存在“上行风险”，同时价格压力风险正变得根深蒂固，目前欧洲央行的政策仍为“宽松”。从目前全球通胀环境看，国际油价在 IEA 释放 3000 万吨石油储备打压后又继续反弹，美联储近期并无收紧流动性的意向，全球流动性依然宽松，通胀的压力仍很大。因此，我们相信欧洲央行可能在今年 10 月，特里谢最后一次主持的管理委员会会议上再次加息。

由于法德经济增长的强劲，欧央行再次启动加息，这对南欧一些陷入主权债危机的国家来说，无疑会加重还债的压力。与此同时，由于主权债危机的影响，南欧国家被迫进行财政的紧缩，这将使这些国家的经济增长必然受到影响，而现在货币方面再次受到欧央行的紧缩，这对陷入主权债危机的南欧而言，无疑是雪上加霜。这种南欧增长乏力，同时又面临主权债危机的影响，而北欧经济增长又异常强劲，这不能不引发对未来欧元区统一货币能否延续的忧虑。因为，作为南欧而言，在经济雪上加霜的时候，只能通过不断地借新债来维系其经济体系，否则只有选择债务重组或者脱离欧元区违约。对于经济发展迅速的北欧，困境在于明年和后年都面临选举，一旦选民发现他们辛苦劳动获取的外汇收入将不断借给另外一些根本就没偿还能力而且还需要无休止借款的经济体时，他们可能会选择民粹主义者——主张脱离欧元区。

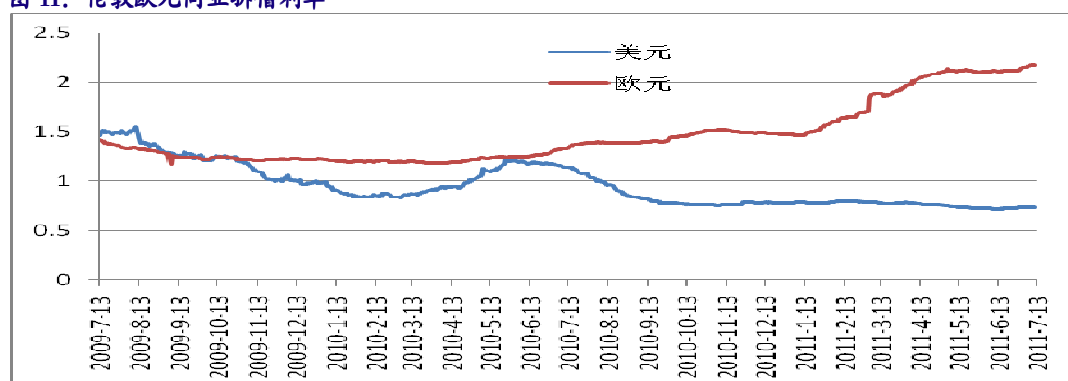
自去年债务危机以后，欧元、美元远期 LIBOR 走势各异，欧元的远期 LIBOR 开始升水，在 4 月份的希腊债务危机加剧以后，升水加剧，反应了市场对欧元的前景的担忧。

表 4：德、法及北欧国家总统大选时间一览

国家	年份
德国	2013
法国	2012
挪威	2013
瑞典	2013
丹麦	2011
芬兰	2012
冰岛	2012

资料来源：银河证券作者搜集

图 11: 伦敦欧元同业拆借利率



资料来源: Wind, 银河证券作者搜集

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

周世一，宏观经济分析师，中国人民大学经济学院经济学博士。在 2007 年 7 月加入中国银河证券研究部至今，一直从事国际宏观经济研究工作。此前，先后就职于中国农业发展银行北京分行资金计划处、信息产业部信息发展研究院、民生证券研究所。

刘娟秀，宏观经济分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要从事国际宏观经济研究工作。此前就职于光大证券研究所。

潘向东和周世一具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，作者承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映作者的研究观点。作者不曾因，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称中国银河证券，中国银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于中国银河证券。未经中国银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。中国银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是中国银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，中国银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但中国银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。中国银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

中国银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。中国银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的中国银河证券网站以外的地址或超级链接，中国银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

中国银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。中国银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

中国银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给中国银河证券客户的，属于机密材料，只有中国银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非中国银河证券客户，请及时退回并删除。

中国银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为中国银河证券的商标、服务标识及标记。

中国银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908