



Comments Report

Sovereign debt crisis entered into new stage

25 September 2011

An Update on Euro-Zone Debt Crisis Development

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	2.9	1.6
CPI	1.6	2.6
Unemployment	9.6	9.0
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	77.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-0.45	-0.50
Fiscal balance/GDP	-6.0	-4.6
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.30

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Wenwen ZHAN

852-31896130
zhanww@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn

Dr. David XIE

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn

➤ The September euro zone composite PMI fell to 49.2, the lowest since July 2009. The output growth stagnated, new orders dropped sharply for the second consecutive month, and this was the fastest decline since May 2009. The industrial export orders also fell to the slowest since June 2009, indicating aggregate demand slowed down further. The growth of new orders in German and France fell sharply and hit the 2-year lowest level. The leading indicators of the euro area again shows the gradual loss of economic momentum, the 3Q economic growth will stagnate, and as the sovereign debt crisis continues to worsen in the coming months, the euro zone's economic growth faces increasing downside risks.

➤ After the announcement of the more stringent austerity plan, Greece is more likely to obtain the 80 billion bailouts. But even if Greece obtains this set of bailout payment successfully, it just means to help Greece's debt problem to rollover for a period of time. With further deterioration in the economic environment, Greece is unable to repay its debt and default may be unavoidable.

➤ The downgrade of ratings of Italy and European banks signalizes that debt crisis has entered into a new stage, i.e. the crisis has spread into core economy and banking system. The increasing default risks of Greece increases the contagion risks to core economy and to the banking system. S & P downgraded Italy's credit rating as well as seven Italian banks. With pessimistic economic outlook coupled with the continuing impact of the debt crisis, Italy's credit rating may be downgraded again by rating agencies. The downgrade of credit rating also directly impact on Italy's political situation.

➤ In response to the increasing risks of the debt crisis, IMF restarted a total of 5,710 billion funds to ensure that there are sufficient funds to helping Europe deal with the worsening debt crisis. European Central Bank also announced that will increase the pool of assets it accepts as collateral against loans next year. G20 pledged to take strong action to stabilize the global financial system together. This series of actions form international organizations shows that the European sovereign debt crisis worsening again and it also shows that the international organizations are trying to face the problem directly, rather than to evade the issue. But there is still no specific proposal that can be pursued directly.

➤ At this stage of the debt crisis, we believe it is more important that the major countries and international organizations need to come up with practical solutions to solve the problem. In the case of lack of market confidence, a simple statement and even the bailout scheme cannot restore market confidence. In addition, the countries need to establish a "firewall" mechanism, and make a variety of emergency preparedness, to allow the market to see that it is still possible to handle of the debt crisis, even with huge costs, but the losses and risks are controllable.

点评报告

2011 年 9 月 25 日

欧债危机进入新阶段 亟待政策有效应对

欧元区债务危机发展动向追踪

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	2.9	1.6
CPI	1.6	2.6
失业率	9.6	9.0
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	77.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
失业率	10	10
外贸顺差/GDP	-0.45	-0.50
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.30

资料来源：彭博，招商证券（香港）

詹文雯 博士

 852-31896130
 zhanww@cmschina.com.cn

赵文利 博士

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn

谢亚轩 博士

 86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn

核心观点：

- 1、欧元区 9 月份综合 PMI 从 8 月份的 50.7 降至 49.2，为 2009 年 7 月以来最低，并处于增长和收缩的分水岭水平 50 以下。而且产出增速出现停滞，新订单连续第二个月出现大幅下滑，下滑速度为 2009 年 5 月以来最快，工业出口订单也降至 2009 年 6 月以来最慢，显示未来需求进一步放缓。欧元区三大经济体中，德国和法国的新订单增速也大幅下滑，并创下两年多来的最低水平。欧元区的领先指标再次显示欧元区经济动力渐失，三季度经济增长将出现停滞，而随着主权债务危机的持续恶化，未来几个月欧元区的经济增长下行的风险进一步加大，四季度或会出现衰退，而 2012 年经济前景将更不乐观。
- 2、虽然在新的更为严厉的紧缩案颁布以后，希腊获得 80 亿救助金的可能性加大。但就算希腊获得这笔救助金，也无非是帮助希腊的债务危机再拖延一段时间，在经济环境进一步恶化的前提下，希腊政府入不敷出的局面难以改变，违约或不可避免。
- 3、意大利以及多家欧洲银行评级被下调标志着欧债危机进入新阶段，即债务危机向核心经济体及银行体系蔓延的阶段。希腊违约的可能性加大使债务危机蔓延至核心经济体甚至是银行体系的风险加大。意大利主权信用评级遭到标普下调，标普更一口气下调 7 家意大利银行的长期评级，并下调另外 8 家银行的前景。经济前景堪忧加上对债务危机的持续影响，意大利的主权信用评级或有再次被下调的可能。而主权信用评级再造下调又将直接影响到该国政局。
- 4、为应对日益升温的债务危机，IMF 周三重新启动总额 5,710 亿美元的资金池，以确保拥有足够资金帮助欧洲应对其不断恶化的债务危机。欧洲央行周三宣布，将扩大欧洲商业银行用作贷款抵押品的合格证券范围，同时限制充当抵押品的优先无担保债券的使用。G20 周四承诺，将采取强有力的协同行动稳定全球金融系统。国际组织的这一系列行动证明了欧洲主权债务危机在益严重，另外也表明国际组织更正面的去面对问题，而不是一味的回避问题。但必须指出的是，国际组织的行动还是太过表面化，更多的倾向于表“态度”而非具体的解决方案。
- 5、当务之急，主要国家以及国际组织需要拿出切实可行的方案来主动的解决问题，在市场信心脆弱的情况下，单纯的表态以及救助都无法重振市场信心。另外，各国需要建立“防火墙”机制，并做好各种应急准备，让市场看到欧债危机的处理虽然不可避免地要付出成本，但损失和风险是可控的。

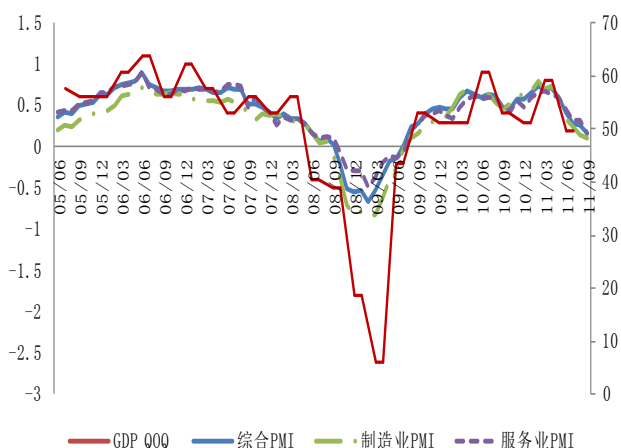
1、经济增长持续低迷 三季度经济增长或将停滞

Markit Economics 公布了欧元区 9 月份综合 PMI 以及制造业采购经理人指数初值。综合 PMI 从 8 月份的 50.7 降至 49.2，为 2009 年 7 月以来最低，并处于增长和收缩的分水岭水平 50 以下。服务业 PMI 初值以及制造业 PMI 初值分别下降至 49.1 和 49.0，分别为 2009 年 7 以及 8 月以来的新低。服务业以及制造业 PMI 指数下跌至 50 以下，表明欧元区服务业以及制造业活动开始萎缩。而且产出增速出现停滞，新订单连续第二个月出现大幅下滑，下滑速度为 2009 年 5 月以来最快，工业出口订单也降至 2009 年 6 月以来最慢，显示未来需求进一步放缓。欧元区 9 月的领先指标显示，欧元区在持续恶化的主权债务危机的影响下，经济增长将持续低迷，并出现停滞。

欧元区三大经济体中，德国 9 月份 PMI 制造业指数初值虽然还维持在 50 以上（初值为 50.8），但为 2009 年 7 月以来最低，而新订单连续第三个下滑，下滑速度则为 2009 年 6 月以来最快，显示德国经济增长动能减弱。作为衡量投资者信心的德国 ZEW 经济景气指数从 8 月的 -37.6 降至 9 月的 -43.3，为 2008 年 12 月以来最低值，经济现况指数从 8 月的 53.5 降至 43.6。德国经济信心连续第 7 个月下跌，投资者信心降至两年半低点，主要因为欧元区债务危机和全球经济放缓削弱增长前景。另外，法国的新订单虽然略有增长，但增速为 2009 年 7 月以来最慢。

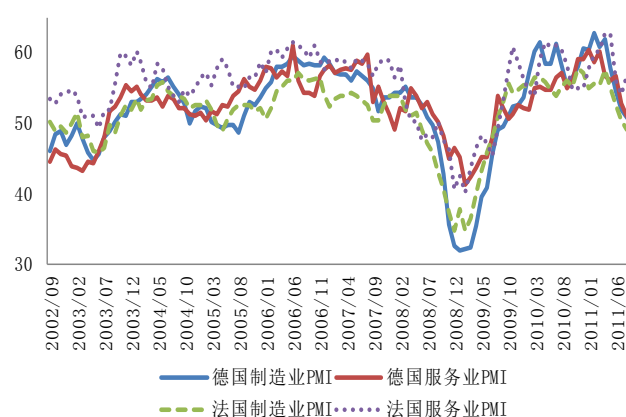
欧元区 9 月消费者信心重挫，再次显示欧洲民众在削减支出，而且担忧因政府紧缩举措而受创的不断放缓的经济前景。欧盟执委会公布，欧元区 9 月消费者信心指数由 8 月的 -16.5 降至 -18.9。欧元区的领先指标再次显示欧元区经济动力渐失，三季度经济增长将出现停滞，而随着主权债务危机的持续恶化，未来几个月欧元区的经济增长下行的风险进一步加大，四季度或会出现衰退，而 2012 年经济前景将更不乐观。

图 1：欧元区 9 月 PMI 继续下滑



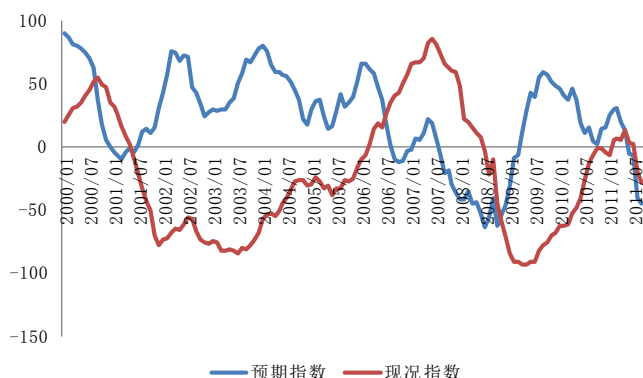
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 2：德国与法国的制造业以及服务业 PMI 持续下降



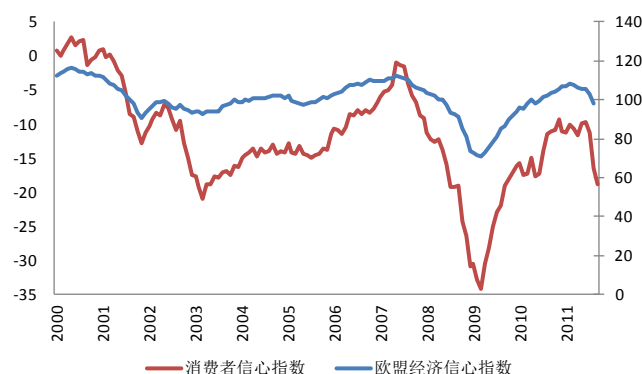
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 3: 德国 ZEW 预期指数持续下跌



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 4: 欧元区 9 月消费者信心指数下跌



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

2、希腊违约风险加剧，谨防危机继续蔓延

上周欧洲主权债务危机的发展可从三个方面进行观察：首先，希腊违约的风险加大。其次，由于希腊违约的风险加大，危机蔓延至其他核心经济体以及银行体系的问题再受关注。最后，在持续恶化的主权危机的背景下，欧洲跨国机制表示将尽最大努力的救助。

9 月 19 日至 20 日，希腊官员与国际货币基金组织（IMF）、欧盟委员会以及欧洲央行官员举行电话会议，就是否拨发希腊 80 亿欧元的第 6 批贷款继续讨论。虽然希腊的官员表示谈判的氛围好于预期，表示希腊将尽力达到减赤预算的目标来获得这 80 亿欧元的贷款，但最终还是未能就确保获得下一批救助资金达成协议，对于是否拨发第 6 批贷款的决定将于 10 月做出。对于贷款的拨发一拖再拖，一方面表明欧洲跨国机构还在给希腊时间，希望希腊能就紧缩计划有新的进展，而另一方面，则表示各方对于是否继续无限制的救助有分歧。希腊早前宣布，若 10 月无法获得贷款，政府资金将枯竭，违约的风险不断加大。在 9 月 21 日的新闻发布会上，希腊财长维尼泽洛斯 (Evangelos Venizelos) 发出警告称，如果希腊没有在获取国际新救助资金所需的减赤议程方面取得进展，那么该国将有经济崩盘的风险。

随后，希腊政府公布更为严厉的新紧缩措施，以换取欧盟及国际货币基金组织提供新一笔 80 亿欧元的援助贷款。且不说是否能达到欧盟、IMF 以及欧洲央行的预期，此次紧缩案再次引起希腊全国的大罢工，当地公共运输工人响应工会号召，实行 24 小时大罢工，令全国陷入瘫痪。从近期公布的经济数据来看，上半年希腊未经季度调整的 GDP 按年下跌 7.7%，而下半年增长将进一步衰退，全年经济衰退至少 5%。经济持续衰退，入不敷出导致债务高企，今年 6 月希腊背负的债务就达 2550 亿欧元，希腊国债占 GDP 的比重两年内将升至 200%。而由于国债违约的风险加大，导致市场无法接纳希腊国债作为抵押品，希腊银行将面临严重的流动性风险。

我们认为，虽然在新的更为严厉的紧缩案颁布以后，希腊获得 80 亿救助金的可能性加大。但就算希腊获得这笔救助金，也无非是帮助希腊的债务危机再拖延一段时间，

在经济环境进一步恶化的前提下，希腊政府入不敷出的局面难以改变，违约将不可避免。

希腊违约的可能性加大使债务危机蔓延至核心经济体甚至是银行体系的风险加大。首先再次引起关注的便是意大利。9月19日，标准普尔评级服务公司(Standard & Poor)意大利主权债务评级下调一档，展望为负面，理由是该国经济增长疲软以及政局不稳的情况将增大其应对欧元区危机的难度。此外，外部需求进一步疲软，政府财政紧缩措施以及融资压力上升的情况可能会令该国经济增速低于标准普尔5月份下调后预期的低端。此前市场普遍预计穆迪(Moody's)将调低意大利的主权信用评级，但由于穆迪给予意大利的主权信用评级为三大评级机构中最高，因此预计造成的波动并不会太大。但标普先于穆迪下调了意大利的评级超出了市场预期，并引起意大利评级将被其他两家评级机构进一步下调的忧虑。而意大利在被下调评级后，宣布将今年经济增长预期从此前预计的1.1%下调至0.7%，并将2012年增长预期从之前预计的1.3%下调至1%或以下。经济前景堪忧加上对债务危机的持续影响，意大利的主权信用评级或有再次被下调的可能。而主权信用评级再造下调又将直接影响到该国政局。意大利总理贝卢斯科尼最近丑闻缠身，反对派呼声高涨，执政地位不稳。意大利遭降级后，要求贝卢斯科尼下台的呼声势必更加高涨。

在下调意大利的信用评级后，标普更一口气下调7家意大利银行的长期评级，并下调另外8家银行的前景，当中包括意大利资产最大的银行裕信银行(UniCredit)。标普指出，这15家银行的长期评级前景定为负面，意味着倘若标普再下调意大利评级，这些银行的评级也会再次被下调。银行评级被下调将增加银行再融资的难度，并影响到银行系统的流动性。这对本就出现流动性紧张的意大利银行来说是又一打击。

更严重的是，穆迪9月23日将希腊8家银行的评级下调两档，理由是这些银行可能因持有的希腊国债而蒙受损失。穆迪警告称，希腊政府的偿债能力面临巨大挑战，历史经验表明，小规模的主权债务重组通常伴随着更严重的主权债务违约。私营部门债券人除了要承担债务置换的损失，还可能因为持有希腊国债而蒙受巨大的经济损失。若欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织针对希腊的第二轮援助计划(1,090亿欧元)在执行过程中有任何不确定性，私营领域债权人的损失会更惨。债务置换造成的减值将使直接持有希腊国债的银行面临资本严重缩水的风险。希腊所有大型银行都表示会参与债务置换，这些银行持有的希腊国债将大幅贬值，因此对银行整体财务状况施加了更大的压力。另外，随着希腊持续出现经济衰退，希腊银行体系的不良贷款进一步增长。穆迪此举不仅使市场对希腊银行脆弱的流动性以及融资状况更加担忧，并加剧了希腊经济衰退对债务危机乃至银行体系的担忧，更加肯定了希腊将出现违约。

针对日益恶化的主权债务危机，国际组织终于开始有所行动。首先，在市场担忧部分欧洲银行在银行间货币市场融资时可能面临困难的情况下，欧洲央行周三表示从明年起，由信用机构发行的不在受监管市场交易的债务工具将被纳入欧洲央行合格抵押品范围。目前，欧洲央行只接受由信用机构发行的在受监管市场交易的债务工具。但因为这类无担保银行债券的数量相对较少，欧洲央行此举影响不大。其次，国际货币基金组织在敦促各银行提高资本的同时，在周三重新启动了总额5,710亿美元的资金池，以确保拥有足够资金帮助欧洲应对其不断恶化的债务危机，此项安排在2008年次贷危机时曾使用过。与IMF的常规贷款资源不同，“新借款安排”的资金来自成员国的双边贷款，是一种临时性措施，由IMF 25个成员国和机构安排，提供给IMF的信贷额度，旨在增加贷款资源，为维护国际货币体系稳定提供额外资金，本质是在国

际金融体系受到威胁或者情况不稳定时能够提供补充资源的一个方式。到目前为止，IMF 已经在“新借款安排”工具项下使用了 110 亿美元的资金。重新启动后，IMF 这一新借款安排工具的期限为 10 月份起的 6 个月。总的来说，这一补充资金池可以额外向 IMF 提供大概不超过 5,710 亿美元的资金，但目前仅有 3,310 亿美元可供使用。如果没有这一特别资金池，IMF 手头上可供使用的资金仅有大概 600 亿美元。IMF 资金池的扩大一方面表现了欧洲债务危机不断恶化的严重性，同时也表明国际组织还在继续为维持欧元区的统一做努力。

另外，二十国集团（G20）9 月 22 日承诺，将采取一切必要行动稳定银行系统和全球金融系统。与此同时，G20 中来自欧元区的成员国承诺将最大限度地扩大救助资金规模，防止债务危机蔓延。G20 表示，将确保银行业拥有充足资本，并且有足够渠道获得融资；此外，各国央行将随时做好准备在必要时向银行业提供流动性。欧元区目前正在争取把救助资金的规模扩大至 4,400 亿欧元。尽管 G20 没有对上述许诺进行详细说明，但欧洲官员曾表示，将考虑对欧洲金融稳定基金(EFSF)实施杠杆化操作，以扩大其规模。

国际组织的这一系列行动证明了欧洲主权债务危机在日益严重，另外也表明国际组织更正面地去面对问题，而不是一味地回避问题。但必须指出的是，国际组织的行动还是太过表面化，更多的倾向于表“态度”而非具体的解决方案。虽然有提及提高 EFSF 的灵活性以及扩大其规模，但依然是提出了问题，却把具体实施与执行留给了未来。对于如何稳定银行体系以及金融体系，也未见具体的措施。二十国集团财长和央行行长为将在法国戛纳举行的二十国集团峰会制定协调行动计划，给出的只是一个预期。

就现阶段的情况来看，希腊违约的风险日益加大，若希腊能如期获得 80 亿贷款，也将只是再拖延几个月，或能维持到今年年底。但若希腊无法获得 80 亿欧元，10 月希腊政府将资金枯竭，随时都有违约的可能。欧洲央行理事克诺特也表示，现在越来越不能排除希腊违约的可能性。但希腊违约并不代表希腊就会立即退出欧元区，欧盟主要成员国以及国际组织也纷纷表示会将希腊维持在欧元区内。目前来看，各国将会努力把希腊维持在欧元区内，因为一个国家的退出会引多米诺骨牌效应，引起市场猜测谁将是下一个退出的国家从而导致国债市场的动荡。但我们认为，当务之急，主要国家以及国际组织需要拿出切实可行的方案来主动的解决问题，在市场信心脆弱的情况下，单纯的表态以及救助都无法重振市场信心，更无法解决任何问题。另外，各国需要建立“防火墙”机制，并做好各种应急准备，让市场看到欧债危机的处理虽然不可避免地要付出成本，但损失和风险是可控的。

3、需持续关注重点事件

综上所述，我们认为，跨国机构的功能需要更加有效的发挥以及各项措施需要更透明具体。短期内，我们认为以下事件值得关注：1、各国能否尽快通过 EFSF 在二级市场购买各国债券的功能以及其救助能力提升至 4400 亿欧元；2、希腊是否能及时获得第 6 批贷款；3、德国国内的政局情况；4、欧洲银行系统的稳定性。下表列出了下周重要事件的日期，仅供参考。

表 1: 9 月最后一周需要关注的重要事件

周一	周二	周三	周四	周五
26	27	28	29	30
欧洲央行: 公布近期购买国债金额;	西班牙 8 月财政预算	德国公布 9 月 HICP;	德国对于 EFSF 扩容以及新增功能的通过;	法国公布生产者物价指数;
意大利公布 9 月消费者信心指数;		法国: 二季度 GDP 具体数据;	西班牙 9 月 HICP;	意大利公布 8 月失业率;
德国公布 IFO 商业景气指数		意大利公布工业信心指数	德国公布 9 月失业率;	欧元区 9 月 HICPI 初值;
				欧元区 8 月失业率;

资料来源: 招商证券(香港)整理

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

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。

作者声明:本人詹文雯、赵文利、谢亚轩未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828