

欧洲债务危机发展的猜想



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001

(021)-50106413

caoyang@mail.htlhc.com.cn

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044

(021)5010 6011

chenyongsz@mail.htlhc.com.cn

- 2009 年 12 月，惠誉、标普和穆迪三大评级机构下调希腊的主权债务评级，欧洲债务危机爆发，并愈演愈烈。我们认为债务危机的发展大致分为三个阶段：**希腊债务展期的流动性风险**；**市场担忧希腊债务危机扩散到经济、金融情况类似的其他边缘国家 (PIIGS)**；**希腊违约风险增加，投资者担忧欧洲银行业受到冲击**。
- 我们认为**希腊退出欧元区始终不是基本假设**，当然在欧洲金融市场一体化进程中历史上也有类似的退出，如 1992 年的英镑、里拉危机，但目前的情况有着根本的不同。一旦希腊贸然退出，则可能复制先前新兴市场危机的典型情况，即发生货币大幅贬值、国内通胀失控。这对于债权、债务国双方均不利。
- 我们认为未来各方救助仍将延续，欧洲央行救急，各国政府通过 EFSF 提供较为长期的救助资金，在全球合作框架内，新兴市场和 IMF 亦可能提供外部援助。尽管后两方面存在政治博弈，有一定不确定性。
- 欧洲央行的救助主要通过两种方式进行：第一，以各类资产为抵押品，为银行提供短期贷款。这因为在现金短缺的银行无法在货币市场获得资金时，只有央行可以为其提供流动性支持；第二，在市场的国债收益率走高时，边缘国家无法再顺利融资，欧洲央行通过债券购买，压低市场收益率。
- 欧洲金融救助机制(EFSF)规模扩大势在必行，因危机的传染性有扩散到意大利、西班牙等国的可能，我们认为不确定性在于德国经济走弱后的救助意愿、希腊等国的紧缩可信性，但考虑德国金融机构有很大的希腊债券敞口，至少在目前时点其仍没有做好抛弃希腊的准备。
- 从全球合作的角度，IMF 仍将为欧洲陷入困境的国家提供必要的资金援助，但仍将采取一定的贷款条件性，以后者较为可信的财政紧缩为代价。此外中国等新兴市场的主权基金仍可能通过海外并购、购买 EFSF 发行债券等方式提供救助资金。
- 我们认为欧洲银行业资本补充的情况将左右债务危机发展的进程，成为其演化的关键，此外 2012 年债务到期的再融资时点、欧元区经济放缓程度、各国政治稳定性仍将对市场形成扰动。
- 在欧洲银行有效补充资本之前，各方的救助行动仍将延续，在此之后希腊债务将实现有序重组，私人投资者需要分担部分损失(hair cut)，本金、利率重设和资本冲减将会发生，欧元区国家亦可能在更高层次考虑财政统一，如发行欧元债券等。我们认为观察欧洲银行业资本情况或可以为未来债务危机的发展提供一定指引。

目 录

欧洲债务危机发展的猜想	4
欧洲债务危机的演化	4
欧洲债务危机的展望	8

图表目录

图 1:	欧洲债务危机期间泛欧 50 指数大幅下挫	4
图 2:	欧洲国家 CDS 大幅上升	4
图 3:	欧洲国家 10 年国债收益率上行	4
图 4:	欧洲债务危机的股票市场调整程度较低	6
图 5:	欧元区银行 CDS 上行速度快于美国	7
图 6:	欧元区流动性紧张逊于美国	7
图 7:	市场预期法、德银行业将出现较大的坏账损失	7
图 8:	德国与英国和意大利经济周期不同	9
图 9:	1992 年英镑和里拉对德国马克大幅贬值	9
图 10:	2001 年阿根廷债务危机前后的国际收支情况	9
图 11:	阿根廷通胀率在货币贬值后大幅走高	9
图 12:	希腊总产值中服务业占比很高	9
图 13:	希腊服务业总产值回升缓慢	9
图 14:	欧洲央行存款工具使用金额增加	10
图 15:	欧洲央行边缘国家的国债购买规模增加	10
图 16:	EFSF 各国承诺担保金额	11
图 17:	ESM 各国的资金分担比例	11
图 18:	EFSF 的债券购买者构成	11
图 19:	德国对欧元区出口依赖下降	13
图 20:	德国对欧元区进口依赖下降	13
图 21:	德国汽车行业出口增量主要来自中国等新兴市场	13
图 22:	希腊 CDS 价格与德国股市联系紧密	14
图 23:	2010 年 3 季度希腊国债的持有人构成情况	14
图 24:	德国银行对希腊国债敞口 (亿欧元)	14
图 25:	中国外汇储备多元化正在发生	17
图 26:	欧元区银行的融资来源分布	19
图 27:	欧元区银行依赖批发、银行间市场资金到期分布	19
图 28:	未来欧元区银行业的融资类型和数量 (十亿)	19
图 29:	欧元区整体经济增长下调明显	20
图 30:	欧元区边缘国家经济增长下调明显	20
图 31:	未来欧元区银行业的融资类型和数量 (十亿)	21
表格 1:	2010 年迄今欧洲债务危机的发展进程回顾	5
表格 2:	2008 年雷曼破产后主要地区资产减记情况	8
表格 3:	欧元区国家关于扩大 EFSF 规模的会议日程	12
表格 4:	部分欧洲银行业的财务情况	17
表格 5:	2012 至 2013 年欧洲主要国家选举日程	20

欧洲债务危机发展的猜想

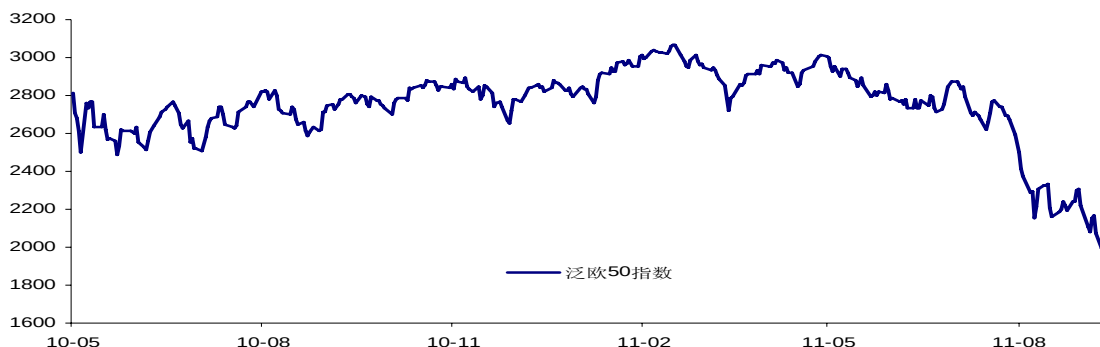
欧洲债务危机的演化

欧洲债务危机进程一览

2009年12月，惠誉、标普和穆迪三大评级机构下调希腊的主权债务评级，欧洲债务危机爆发，并愈演愈烈。我们认为债务危机的发展大致分为三个阶段：希腊债务展期的流动性风险；市场担忧希腊债务危机扩散到经济、金融情况类似的其他边缘国家（PIIGS）；希腊违约风险增加，投资者担忧欧洲银行业受到冲击。

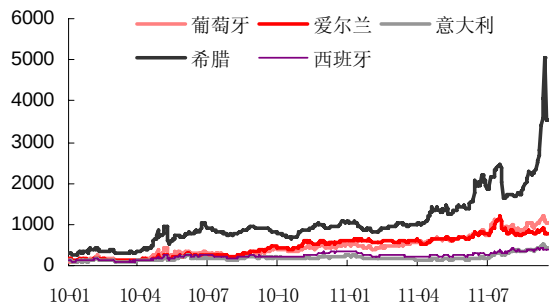
从市场表现来看，主要反映在以下诸方面：第一，投资者担忧债务违约风险上行，风险偏好情绪下降，股票市场反应全面下跌（图1）、尤其是银行业股；第二，希腊等国的CDS价格全面上行（图2）；第三，投资者要求更高的风险溢价补偿，反映在信用利差走阔、流动性风险推动利率走高：其一，对希腊而言，2年期国债收益率一度上升至70%以上，反映短期流动性、违约风险溢价十分高；其二，由于各国在债务问题的相似性，各国的债券收益率联动性强，因此意大利、西班牙的国债收益率也会随着市场不安情绪增加，（图3）在收益率超过6%以后难以通过债券拍卖取得市场融资，而需借助外部援助。

图1： 欧洲债务危机期间泛欧50指数大幅下挫



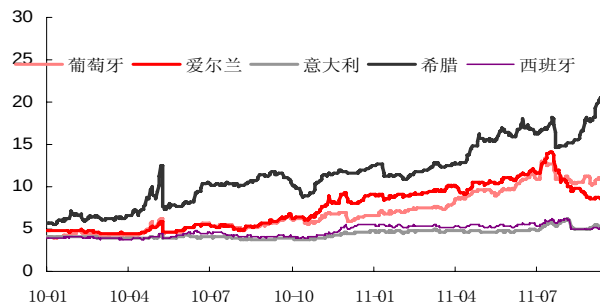
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图2： 欧洲国家CDS大幅上升



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图3： 欧洲国家10年国债收益率上行



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 1：2010 年迄今欧洲债务危机的发展进程回顾

10年5月9日	IMF 执行委员会通过了对希腊三年期待拨贷款计划，同意动用紧急融资机制中302.5亿欧元向希腊提供支持。同时，欧元区伙伴国提供总额为800 亿欧元的贷款。
10 年 5 月 10 日	欧盟成员国财部长本月10日达成一项总额7500亿欧元的救助机制，以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，防止希腊债务危机蔓延。
10 年 7 月 12 日	希腊财政部公报指出，今年上半年希腊财政赤字同比下降46%，从去年的178亿欧元降到96亿欧元。数据显示，希腊实施紧缩政策后经济已经步入“正确轨道”。
10 年 8 月 30 日	IMF和欧洲援助委员会对希腊做了第一次的评估：希腊政府在紧缩计划和结构性改革方面取得了令人鼓舞的进步。
10年9月7日	欧元区成员国财部长会议9月7日批准，如期向希腊提供总额65亿欧元的第二笔贷款。此外，国际货币基金组织将于同期向希腊提供25亿欧元贷款。
10年11月2日	爱尔兰政府宣布，至上月底，爱尔兰预算赤字达144亿欧元。2日，爱尔兰主权信用违约掉期（CDS）再创新高，欧洲央行当日已入市干预，买进爱尔兰国债。爱尔兰债务危机爆发。
10年11月28日	爱尔兰政府日前表示，爱尔兰银行业将获得欧盟和国际货币基金组织(IMF)高达350亿欧元（约合460亿美元）的援助。
10年11月29日	爱尔兰总理布赖恩·考恩说，爱尔兰政府原则上接受欧盟和国际货币基金组织（IMF）以及英国、瑞典、丹麦联合提供的总额为850亿欧元的一揽子金融援助方案。其中350亿欧元将用于救助因房地产泡沫破裂而陷入困境的爱尔兰银行业，余下500亿欧元用于满足爱尔兰政府的财政需要。
10年12月16日	欧盟成员国领导人16日在布鲁塞尔举行为期两天的会议，有望就修改《里斯本条约》以建立欧元区永久性危机应对机制达成一致。此决议为欧债问题的最终解决，带来一线希望，但无法对当前面临的欧债问题直接给力。
10年12月22日	美国联邦储备委员会12月21日发表声明，决定延长与加拿大银行、英格兰银行、欧洲中央银行、日本银行以及瑞士国民银行5家西方主要央行的临时性美元流动性互换协议。原定截止日期为2011年1月。
11年1月6日	欧盟5日首次发售债券，为 欧洲金融稳定机制(EFSF)筹集50亿欧元 用于援助爱尔兰。 葡萄牙5日亦拍卖半年期国债，成功筹资5亿欧元
11 年 2 月 14 日	在2月14日召开的欧盟非正式峰会上，欧元区各国财部长同意， 2013年即将就位的永久援助机制的有效贷款能力为5000亿欧元 ——约为当前救助机制实际可贷款额的两倍。但财长们依然未能就扩大现有的欧洲金融稳定基金(EFSF)规模达成一致，对5000亿欧元救助机制将如何融资也未达成一致。
11 年 2 月 14 日	为希腊提供救助资金的国际货币基金组织(IMF)、欧盟委员会和欧洲央行在完成第三次进度审核后举行的新闻发布会上表示，希腊取得的进步足以使该国获得最新一笔150亿欧元救助资金，但该国仍需加快改革，进行大规模的私有化。欧盟方面将提供109亿欧元，IMF将提供41亿欧元。
11 年 3 月 14 日	欧元区17国领导人非正式峰会12日凌晨在布鲁塞尔结束，此次峰会专门讨论应对主权债务危机的综合方案。各国领导人最终就此达成一致，其中最受关注的是旨在促进欧元区国家经济趋同的经济改革建议“欧元公约”。但针对爱尔兰，欧元区领导人并没有同意降低贷款利率。范龙佩说，爱尔兰尚不符合条件。
11 年 3 月 14 日	国际货币基金组织(IMF)14日批准对希腊援助计划进行第三轮评估，在评估后将为希腊发放第三轮的41亿欧元贷款。一位IMF发言人称，根据IMF新计划安排，IMF对希腊申请延长贷款期限、下调贷款利率所做出的承诺表示赞赏。
11 年 6 月 29 日	希腊议会6月29通过了紧缩计划。按照计划，希腊议会将在6月29和30日两天，就五年财政紧缩计划和一个独立的执行法案进行投票。
11 年 6 月 30 日	希腊议会以155票支持、136票反对的结果通过了284亿欧元5年紧缩财政执行法案，为欧盟及IMF援助希腊扫清了障碍。
11 年 7 月 21 日	欧元区领导人在7月21日特别峰会后发布声明表示，第二轮希腊救助方案中官方注资规模达1090亿欧元，第二轮救助希腊方案中民间贡献规模将为370亿欧元，2011-2019年民间总参与规模达1060亿欧元，债券回购计划将贡献126亿欧元，令至2014年民间总参与规模。

11年8月25

日

IMF发言人霍利(David Hawley)表示，IMF可能将于9月底根据与欧盟的联合紧急救助计划批准新的希腊救助款。

资料来源：华泰联合证券研究所

欧洲债务危机，是否重演“雷曼破产”？

如果说在2010年5月的情况仅是流动性危机，那么在今年8月后，债务危机升级，更多的体现为金融市场流动性枯竭、希腊债务违约导致法、德等国金融机构破产的风险，期间市场表现类似“雷曼破产”。

第一，从股市表现看，与2008年相同，均出现恐慌性下跌，但相对而言，跌幅比雷曼破产的程度小很多，我们也一直强调尽管希腊债务长期无法解决，但短期欧元区领导人、IMF和包括ECB在内的各国央行均会以不同方式救助，防止债务危机失控。

第二，银行业始终是金融危机的重灾区，因其需要大幅减记资产，高杠杆性、依赖于短期市场融资使其承受的流动性风险很高。在两次危机中，银行业的CDS均大幅跳升，但在欧债危机中的程度似乎比“雷曼破产”时更高，CDS长期维持高位，回落程度较为有限。我们认为这主要由两次危机的区别所决定，雷曼资产中更多为衍生品，在流动性枯竭时CDS跃升很快；欧债危机中，由于债务透明度高，大家均意识到长期内希腊选择性违约难以避免，因此我们认为即使债务短期缓和，银行业的CDS也难以大幅回落。这一点，我们亦可以从欧洲银行业的市净率变化来印证(图7)，我们合成的市值加权的法国兴业、德国商业等银行目前其PB大幅下降至0.4左右。

第三，银行间流动性枯竭风险与雷曼破产相似，但程度略低。这主要在于美国的银行的全球影响更大，而欧洲银行业的影响相对是区域性的。此外，近期的流动性趋紧，反映为离岸美元的减少，并带来资金价格的上升，因交易对手难以判断融资方的资产质量和还款能力。当然随着美联储、欧洲央行、英国央行等联手为欧洲银行业提供三个月的短期流动性，这一问题将得到阶段性缓解。

那么，各国政府、央行会容忍希腊违约，而重复“雷曼破产”的故事吗？我们认为不会，因为代价巨大，各国政府都伤不起。

从雷曼对全球金融市场的影响来看，自2008年4季度到2011年1季度的全球资产损失达到8000亿美元，美洲和欧洲的占比分别达到52%和45%。金融市场流动性枯竭导致全球经济在2009年衰退了2.12%(世界银行)，因此各国政府难以再次承担欧债对银行体系和全球经济的再次冲击。

图4： 欧洲债务危机的股票市场调整程度较低

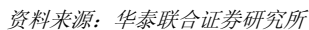
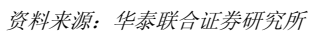


图 6: 欧元区流动性紧张逊于美国



资料来源：华泰联合证券研究所

Line chart showing the PB ratio of the French banking industry (法德银行业的PB比率) from 1990 to 2009. The Y-axis represents the PB ratio, ranging from 0.2 to 0.8. The X-axis represents the year, ranging from 1990 to 2009. The ratio starts around 0.6, peaks near 0.7 in the mid-90s, and then generally declines to approximately 0.3 by 2009.

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 2：2008 年雷曼破产后主要地区资产减记与资本补充情况

	全球		美洲		欧洲		亚洲	
	损失	资本	损失	资本	损失	资本	损失	资本
2008Q4	294.8	378.8	147.6	201.1	142.5	143.9	4.7	33.8
2009Q1	109.8	156.2	59.2	44.4	43.9	89.4	6.7	22.4
2009Q2	110.8	91.4	51.1	56.2	58.8	11.7	0.9	23.5
2009Q3	57.2	58.6	40.1	1.3	17.1	33.9	-0.1	23.4
2009Q4	83.4	108.8	36.5	1	46.9	101.4	0	6.4
2010Q1	47.9	23.7	32	6.3	15.4	0.5	0.5	16.9
2010Q2	39.4	4	21.8	0.3	17.3	3.8	0.3	0
2010Q3	29.3	0	17	0	11.5	0	0.8	0
2010Q4	26.5	34.5	14	0	11.5	34.5	0.9	0
2011Q1	18	6.3	7.6	0	9.6	6.3	0.8	0

资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

欧洲债务危机的展望

希腊退出欧元区？我们认为始终不会

我们认为希腊退出欧元区始终不是基本假设，当然在欧洲金融市场一体化进程中有类似的退出，如 1992 年的英镑、里拉危机，但目前的情况有着根本的不同。一旦希腊贸然退出，则可能复制先前新兴市场危机的典型情况，即发生货币大幅贬值、国内通胀失控。这对于债权、债务国双方均不利。

在欧元区发展的进程中，经济周期不一致始终是困扰统一货币的重要问题。从 1992 年的情况来看，由于两德统一后，德国的财政支出增加导致国内通胀压力大增和经济过热，在 90、91 年其国内保持着高增速，但意大利、英国却面临经济低迷的情况，因此前者需要提高利率，而后者需要政策宽松。在统一盯住欧洲货币单位（ECU）的汇率安排下，各国利率均保持趋同，因此出于刺激本国经济的考虑，英国、意大利最终选择了退出欧洲货币体系，实行单独浮动，其对马克大幅贬值（图 9），从效果来看，应该说是比较明显的，英国的 GDP 增长在 92 年后出现明显的反弹。

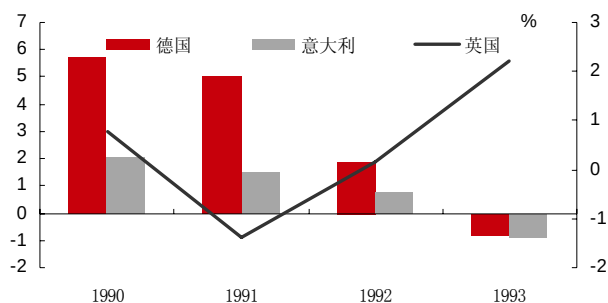
对于新兴市场，当货币贬值后，往往对应着国内通胀攀升。2001 年阿根廷债务危机的情况便是如此。当时外债、财政赤字规模巨大，融资依赖海外市场，在经常项目逆差扩大后，资本外流和贬值预期引发固定汇率崩溃，在 2002 年上半年，比索贬值 70%，通胀率 40%。

在以上两个案例中，我们认为希腊目前的情况与 1992 年的货币危机不同，英国、意大利当时有自己的货币，而目前希腊如果恢复使用先前货币德拉克马（Drachma），则面临重新定价的问题，考虑高企的债务率和国内经济衰退，类似于阿根廷的货币大幅贬值和国内通胀走高将无法避免。这也可从希腊的经济结构得到印证：其一，其服务业占比达到 80%以上、产品生产依赖进口，如新货币对欧元大幅贬值，则进口成本增

加，推升通胀；其二，服务业回升缓慢，经济依然大幅衰退，二季度负增长达到 7.3%，同时劳动生产率难以提升，这使得货币贬值对经济恢复的推动效果很有限，即使贬值也无法达到促进经济，降低赤字率效果；其三，由于目前债务主要是以欧元计价的外债，通过国内高通胀来稀释债务的有效性很小，货币贬值反使偿债负担增加，希腊国内拖欠债务的“利己主义”动机增加，作为债权国亦无法得到更多。

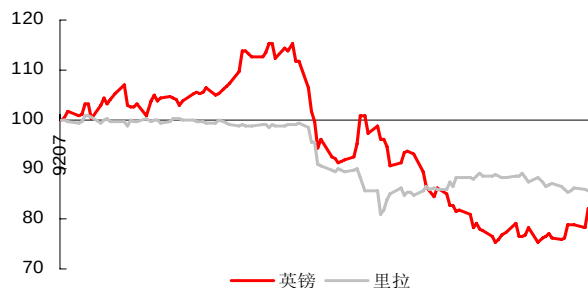
基于以上分析，我们认为无论在当前还是未来，希腊退出欧元区始终不是基本假设。

图 8： 德国与英国和意大利经济周期不同



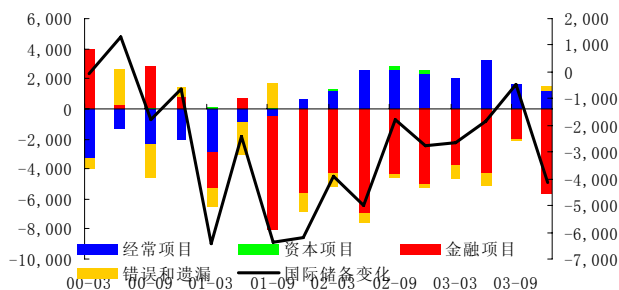
资料来源：IMF, 华泰联合证券研究所

图 9： 1992 年英镑和里拉对德国马克大幅贬值



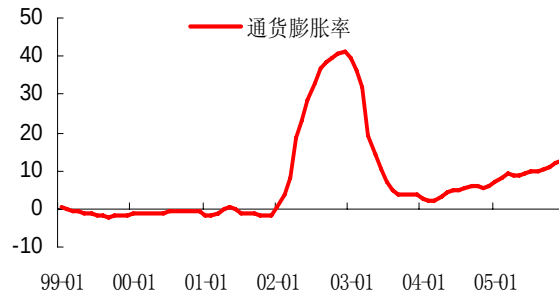
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 10： 2001 年阿根廷债务危机前后的国际收支情况



资料来源：IMF, 华泰联合证券研究所

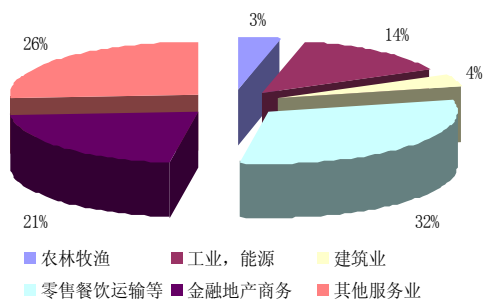
图 11： 阿根廷通胀率在货币贬值后大幅走高



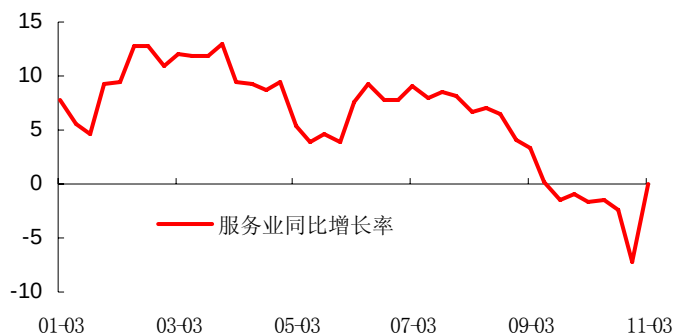
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 12： 希腊总产值中服务业占比很高

图 13： 希腊服务业总产值回升缓慢



资料来源：IMF, 华泰联合证券研究所



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

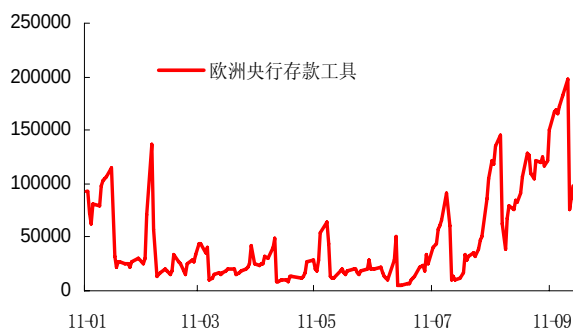
各国政府、央行还会做什么？

• 欧洲央行短期救急

欧洲央行的救助主要通过两种方式进行：第一，以各类资产为抵押品，为银行提供短期贷款。这因为在现金短缺的银行无法在货币市场获得资金时，只有央行可以为它们提供流动性支持；第二，在市场的国债收益率走高时，边缘国家无法再顺利融资，欧洲央行通过债券购买，压低市场收益率。

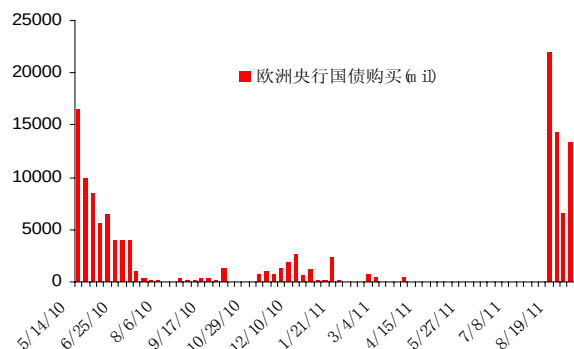
但是，我们认为欧洲央行的救助更多在于短期的救急，由于其政策的独立性和反通胀声誉，其无法长期如 Fed 这般的为市场提供流动性，此外由于各国经济状况的不同，过度的流动性注入所引发的通胀忧虑会受到德国的抵制。因此在更长的时间，为市场注资和纾困的只能交予欧洲金融救助机制(EFSF)，并在 2013 年后过渡到欧洲金融稳定体制(ESM)。

图 14： 欧洲央行存款工具使用金额增加



资料来源：欧洲央行, 华泰联合证券研究所

图 15： 欧洲央行边缘国家的国债购买规模增加



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

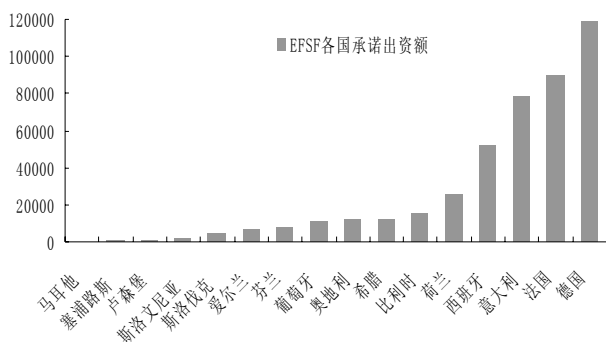
• 欧洲救助机制的过渡：从 EFSF 到 ESM

在2010年5月,欧债危机爆发后,欧盟、欧洲央行和IMF为陷入危机的边缘国家(PIIGS)提供了一系列临时性救助措施,并将在2013年中期建立欧洲金融稳定机制(ESM)作为常设救援基金。我们简要分析各救助机制的主要资金来源和构成:

其中比较重要的是总额为**4400亿欧元的欧洲金融稳定基金(EFSF)**,主要以发行债券和其他债务凭证形式筹集资金,对陷入危机的国家提供贷款援助,并可以在一定条件下在一级市场购买主权国债。从EFSF的发行来看,由于三大评级机构均给予了AAA评级,主要由各国央行、银行、保险公司等机构购买,资金来源比较稳定。

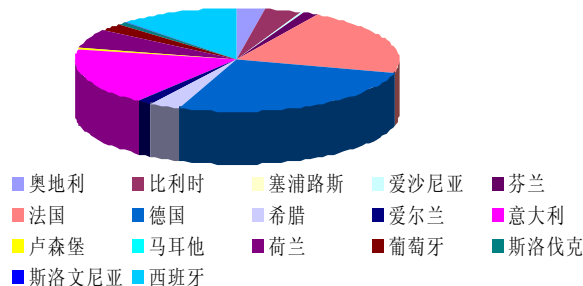
将在**2013年建立的欧洲稳定机制(ESM)**:建立新的全面欧盟国家经济监管框架,更专注于债务的可持续性、提高监管的有效性,并防止危机的再次产生,其贷款有较严格的条件性。其中ESM的认购资金达到7000亿欧元,其中800亿以欧元区成员实收资本的形式自2013年7月分五次等额缴付,其余的6200亿资本由各国政府在预付资本耗尽时提供。在2013—2017年过渡期,一旦出现紧急情况各国加速补充资金,以保证实收资本占在外发行债务余额15%的比例。

图 16: EFSF 各国承诺担保金额



资料来源: 华泰联合证券研究所

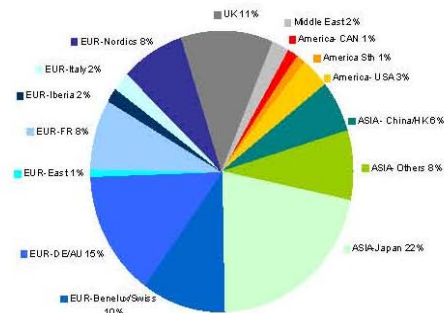
图 17: ESM 各国的资金分担比例



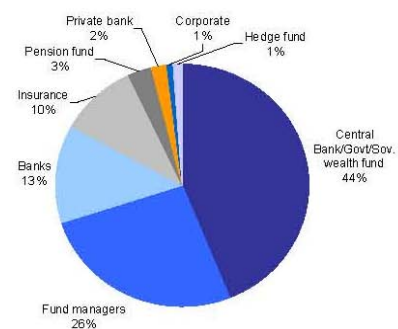
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 18: EFSF 的债券购买者构成

Geographical Breakdown



Breakdown by investor type



资料来源：华泰联合证券研究所

与 2010 年 5 月仅是希腊面临流动性危机不同，目前的危机已扩散到意大利、西班牙等经济规模较大的国家，这两个国家的 GDP 占比达到 26%，因此扩大救助规模十分重要，在今年 7 月的欧盟峰会上，欧元区 17 国就此达成一致，并在近期进入讨论阶段，我们认为在 10 月中旬，各方有望达成一致，并为希腊等国提供新的救助资金。

表格 3：欧元区国家关于扩大 EFSF 规模的会议日程

奥地利	奥地利国会金融委员会 9 月 27 日会议审议 EFSF 议题，为一系列议会程序铺平道路以期 9 月 30 日最后投票表决通过
比利时	下院通过后，上院已于 9 月 14 日最后通过 EFSF 扩容议案
塞浦路斯	Nicholas Papadopoulos，国会金融委员会主席，昨天称尚未收到通知何时考虑。估计政府下月可能会提交国会。
爱沙尼亚	财政部长新闻发言人 Katrin Reimann 称变动有望于 9 月底获得国会批准。
芬兰	国会已定 9 月 20 日开始对变动辩论，于 9 月 28 日进行投票。政府对参与第二轮希腊救助要求提供担保品，并于 7 月会议通过了 EFSF 扩容提案。
法国	国民大会 9 月 7 日通过方案，参议院于 9 月 8 日审议通过。
希腊	EFSF 方案将先在国会审议，并将于后续几周进行立法表决。
德国	内阁会议已于 8 月 31 日批准了相关措施，下议院将在 9 月 29 日进行投票表决。两大反对党表示将会支持立法，确保通过。
爱尔兰	可能将于 9 月 21 日进行 EFSF 立案表决
意大利	意大利已批准 EFSF 扩容，而债务紧缩计划也已于昨日最终通过。
卢森堡	国会昨日通过。
马耳他	国会在 10 月 3 日之前不工作
荷兰	财政部长发言人 Niels Redeker 昨日表示，国会预计在 10 月第一个星期内批准补充预算，包括 EFSF 的变动。财政部长 Jan Kees de Jager 9 月 14 日对立法委员表示他将在本周末临时签署 EFSF 的框架协议，以为国会投票表决铺平道路。
葡萄牙	未定投票表决日期
斯洛伐克	发言人 Richard Sulik 在 9 月 14 日接受采访时称，国会投票表决最早在 10 月中旬。
斯洛文尼亚	如果政府在今天的预算方案信任投票中胜出，则国会将于下周开始讨论并投票表决；如果政府没有通过信任投票，则国会的投票表决将延至明年初。
西班牙	下议院已于昨日审议通过。上议院最终通过应该是在 9 月 20 日。

资料来源：华泰联合证券研究所

- 欧元区各国合作的意愿：自我救赎还是同床异梦

我们认为另一个不确定性来自于欧元区各国的合作意愿，救助和紧缩的可信性均会影响市场情绪。一方面，由于经济下滑，作为核心国的德国在援救的持续性方面将面临两难，从经济和政治的角度均是如此；另一方面，边缘国家财政紧缩的可信性、在削减社会福利亦会受到国内的抵制，政治危机可能发生，社会动荡增加。

首先，对于德国而言，我们认为从经济和政治角度来看，其救助希腊等边缘国家的意愿有所下降，但在金融市场中，其银行体系被希腊债券的大额敞口“绑架”。

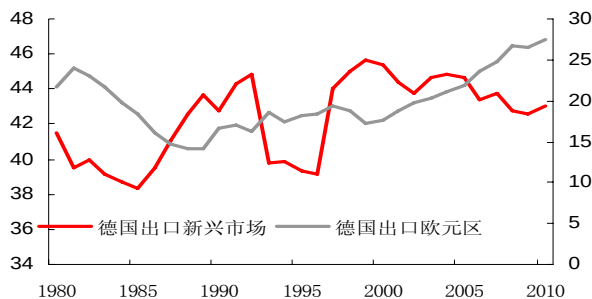
从经济角度来看，我们发现德国与欧元区其他国家的贸易增量在 2000 年后有所下降，而新兴市场的占比却在持续上升，从微观的汽车行业来看，尽管德国的汽车行业出口增速不快，但出口中国的份额大幅上升到 10% 以上。这意味着希腊等边缘小国的经济对于在推动德国增长中的重要性下降。

从政治角度来看，对于德国而言，在自身经济下滑途中，对于边缘国家的过于慷慨的救助会引发国内选民的不满，因此德国对于欧元区购买边缘国家债券持有保留态度、而对于提供担保联合发行欧元债券更是态度冷淡，即使如此，默克尔政府的信任危机已经产生，其领导的基督教民主联盟在地区选举中已经六连败。

但是，可悲的是德国的金融体系却与希腊的债务可偿性紧密相关，（图 22）中显示法、德是希腊国债的主要持有者，而来自市场的反映，当希腊 CDS 价格大幅走高时，往往对应着德国 DAX 指数的大幅下挫。

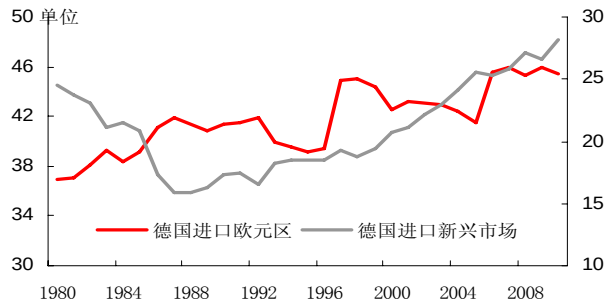
因此，“救与不救”成为未来德国执政者的两难困境：“救”在于其金融体系的稳定依赖于希腊债务的可控；“不救”在于在德国经济放缓后，使用国内资金对边缘国家救助，会引发本国选民不满，此外默克尔在地区选举的不利处境、执政的基督教民主联盟和社会民主党的政治分歧亦使得投资者对于“救”的市场可信性存有疑虑。

图 19： 德国对欧元区出口依赖下降



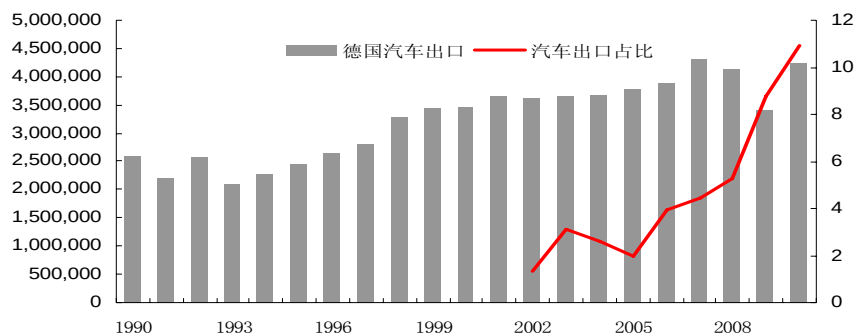
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 20： 德国对欧元区进口依赖下降



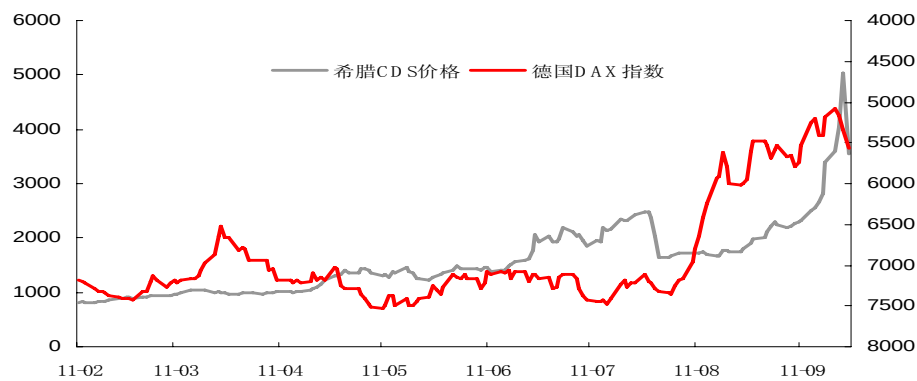
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 21： 德国汽车行业出口增量主要来自中国等新兴市场



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

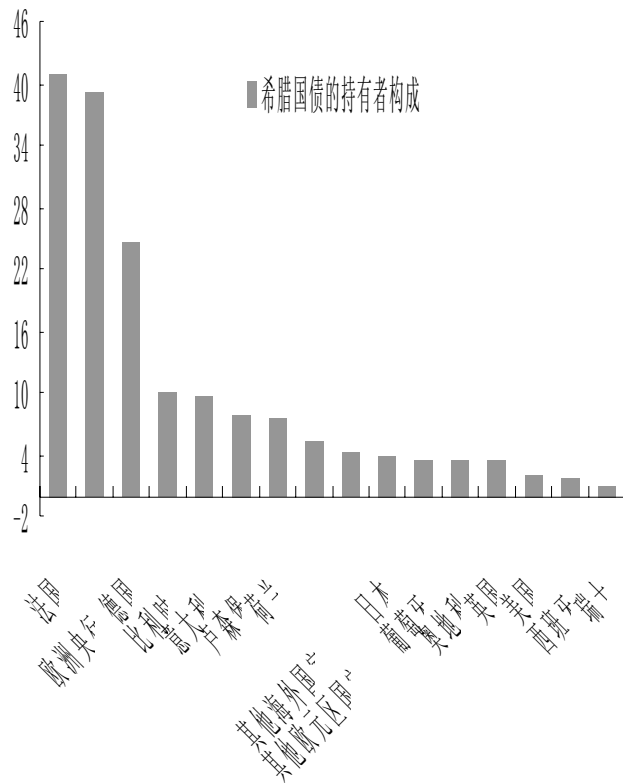
图 22: 希腊 CDS 价格与德国股市联系紧密



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 23: 2010 年 3 季度希腊国债的持有人构成情况

图 24: 德国银行对希腊国债敞口 (亿欧元)



FMS Wertmanagement	87.6
Commerzbank	22
EAA	12.1
Deutsche Bank	11.5
Munich Re	8.11
DZ Bank	7.93
Allianz	7.82
WGZ Bank	5.33
KfW Group	2.5
LB Berlin	2.3
NordLB	2.17
LBBW	1.31
HSH Nordbank	1.08
BayernLB	1.01
Dekabank	1
Helaba	0.86
Hannover Re	0
Hypo Real Estate	0
	0
TOTAL	174.6

资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

其次，对于希腊等边缘国家来说，财政紧缩的可信性是其得到外部援助的必要条件，在此主要梳理了下边缘国家的紧缩政策。

表格 4：各国的紧缩政策一览

希腊	2011 年 4 月 15 日宣布新的 500 亿欧元国有资产私有化和福利缩减计划；6 月初，采取 64 亿欧元的额外举措，包括增税和降低所得税免税额等；内阁批准了一项标准十分严格的五年期紧缩财政计划，希腊政府拟利用该计划，削减支出 284 亿欧元，并通过新的财政收入措施到 2015 年实现预算赤字低于 GDP1% 的目标。
意大利	9 月 7 日，参议院批准了意大利政府的新紧缩财政提案，规模超过 500 亿欧元，并将增值税税率从当前的 20% 上调至 21%，以增加税收收入。另外，将对超过 50 万欧元（70 万美元）的收入加征 3% 的富人税；并将在 2014 年将私营部门女性工作人员的退休年龄从 60 岁提高至 65 岁，该项计划最终在 9 月 14 日获得通过。
西班牙	西班牙政府通过了 2011 年财政预算紧缩方案，包括对富人征税和缩减支出 8%。政府人员支出缩减 5%，并于年内冻结工资，将退休年龄提高到 67 岁，同时政府将烟草税提高至 28%，并计划出售西班牙博彩业 30% 和国家航空当局少量权益。
葡萄牙	新联合政府 7 月份采取紧缩财长计划，承诺于年底将财政赤字削减至 GDP 的 5.9%，具体措施包括将公共部门高收入者（包括警察）降低工资 5%，营业税提高 1%，同时向收入超过 15 万欧元的部分增加税赋。
爱尔兰	2010 年 11 月 28 日，爱尔兰政府提出缩减支出计划，四年内减少支出 150 亿欧元（约合 200 亿美元），2011 年年内缩减赤字 60 亿欧元，政府支出缩减 40 亿欧元，所有公务人员工资减少至少 5%，并降低社会福利。 ²

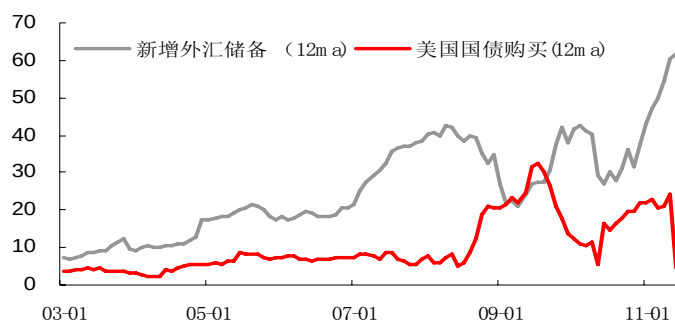
资料来源：华泰联合证券研究所

• 全球合作前景：IMF 和新兴市场的参与

从全球合作的角度，IMF 仍将为欧洲陷入困境的国家提供必要的资金援助，但仍将采取一定的贷款条件性，以后者较为可信的财政紧缩为代价。

从新兴市场来看，我们认为通过主权基金进行海外并购、购买 EFSF 发行债券是可能的选择。一方面，目前欧洲银行业估值很低，参股成本不高，亦可丰富自身投资标的，分散风险；另一方面，EFSF 的债券本身评级为 3A，亦有欧元区 17 国国家信用为担保，且投资收益率相比美债较高，因此对于有多元化国际储备需求的中国和其他新兴市场国家是有吸引力的。（图 25）。

图 25： 中国外汇储备多元化正在发生



资料来源：华泰联合证券研究所

欧洲债务危机发展的路径猜想

我们认为欧洲银行业资本补充的情况将左右债务危机发展的进程，成为其演化的关键，此外 2012 年债务到期的再融资时点、欧元区经济放缓程度、各国政治稳定性仍将对市场形成扰动。

在欧洲银行有效补充资本之前，各方的救助行动仍将延续，在此之后希腊债务将实现有序重组，私人投资者需要分担部分损失(hair cut)，本金、利率重设和资本冲减将会发生，欧元区国家亦可能在更高层次考虑财政统一，如发行欧元债券等。我们认为观察欧洲银行业资本情况或可以为未来债务危机的发展提供一定指引。

对比 2008 年的情况，我们发现资本充足率、杠杆比率均出现一定改善，但相比美国的银行业杠杆率降到 8 倍左右的水平，法国巴黎、兴业和农业信贷等银行的杠杆率依然偏高，虽然资本有所补充，但有些法国银行的资本充足率依然偏低。

表格 5： 部分欧洲银行业的财务情况

银行	2008 年底	2011 年中期

	杠杆率	资本充足率	杠杆率	资本充足率
巴克莱银行	10.05	8.60	8.12	13.50
皇家苏格兰银行	8.27	10.00	5.72	13.50
法国巴黎银行	24.04	5.40	12.18	9.60
劳埃德银行	16.44	5.60	6.54	10.10
法国农业信贷银行	8.32	7.60	12.90	8.90
法国兴业银行	16.35	8.80	11.70	11.30
德国商业银行	15.54	10.10	9.34	11.60

资料来源：华泰联合证券研究所

此外，我们参考了今年7月份欧洲银行业压力测试中的一些结果，认为两个方面的内容至关重要：第一，欧洲银行业的资本补充；第二，未来银行资金来源的稳定性。

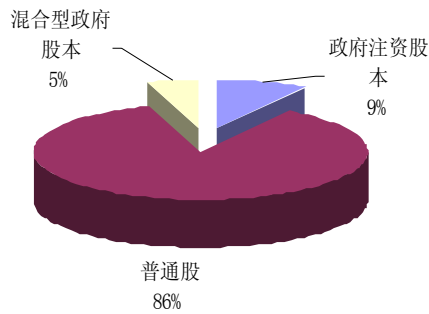
从资本补充情况来看，以2010年底的数据测算，目前欧洲银行业的资本充足率为8.9%，考虑其他筹资因素，2012年资本充足率会降低到7.7%。此外，在目前的资本构成中，有14%左右来自于政府注资支持，总额达到1600亿欧元左右，其中1030亿是政府普通股份，其他是在债务危机中政府、其他公共部门提供的金融工具融资，因此未来资金补充十分必要。

从资金来源来看，如果负债以客户存款形式存在，则稳定性较好，但如果过多依赖批发（包括银行间市场）融资，则短期资金的可得性，稳定性就较差，当短期资金来源不稳定，资产—负债不匹配就会发生币种、期限错配，使得银行业受到的冲击较大。从图25观察，不稳定资金加上央行注资占比达到46%，这也正是近期欧元区银行业离岸美元价格高企的原因。前瞻地看，根据资料，2010年底欧元区银行使用批发、银行间市场的资金余额大约为8.22万亿，在2012年前到期量为4.77万亿，占比达到58%。

我们认为在今年的余下时间，Fed、ECB等六国央行对银行的流动性资金提供将有效缓解离岸美元市场价格走高的困境，在2012年大约有8000亿的资金需要再融资，市场流动性依然需要观察，更为可能的情况在于各国央行货币互换期限的延长。

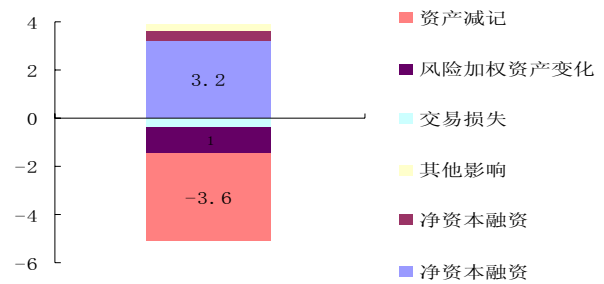
由于未来资金来源存在不稳定性，融资成本将由于信用利差、银行间利差走扩等因素而大为上升，从融资规模来看，根据EBA的测算在基准融资成本3340亿欧元的情况下，由于以前的不利冲击将增加3520亿的支出，最主要的是批发市场的融资成本接近翻倍。

图 26： 欧洲银行业的资本构成



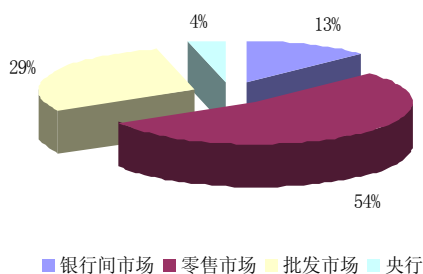
资料来源：华泰联合证券研究所

图 27： 影响欧洲银行业资本充足率因素分解



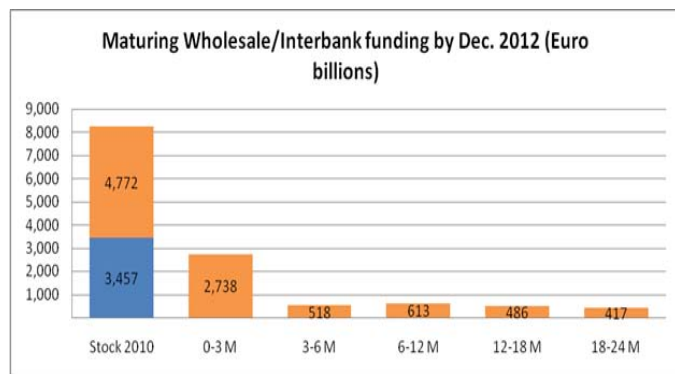
资料来源：华泰联合证券研究所

图 28： 欧元区银行的融资来源分布



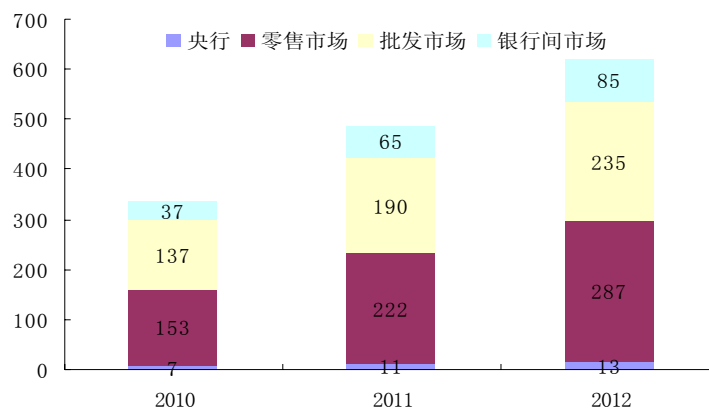
资料来源：EBA, 华泰联合证券研究所

图 29： 欧元区银行依赖批发、银行间市场资金到期分布



资料来源：EBA, 华泰联合证券研究所

图 30： 未来欧元区银行业的融资类型和数量（十亿）



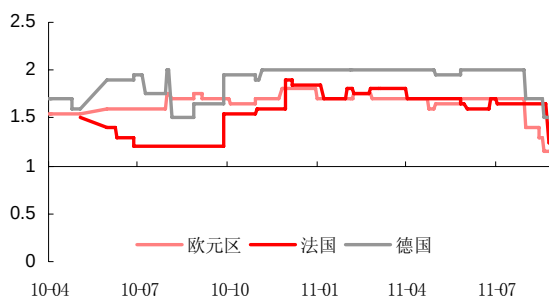
资料来源：EBA, 华泰联合证券研究所

如果在 2012 年银行系统稳定，并在 2013 年前顺利完成资本补充，我们认为在此后希腊债务将进入有序重组进程，欧元区各国亦可能在更高层次推行统一财政，完善宏观经济监管框架：可能的变化在于修订《稳定和增长公约》，如对于超过债务上限的国家征收一定比例的惩罚性税收；甚至是发行统一的欧元债券。

其他扰动金融市场的因素，也就是我们关注的风险点在于以下几个方面，这将构成主要的下行风险：

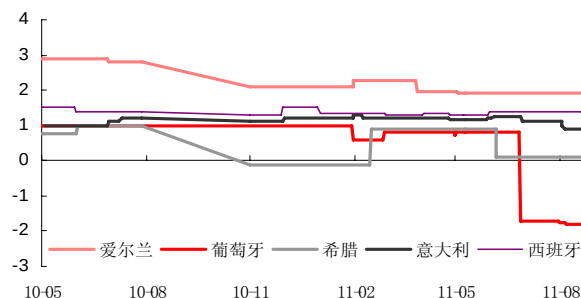
第一，欧元区经济不断弱于预期。近期主要投行均在下调 2012 年的欧元区国家经济增速。经济放缓后，从德国来看，经济放缓会增加国内选民压力，对边缘国家救助可信性下降；从边缘国来看，这将导致“经济放缓—市场利率走高—赤字率上行—违约风险增加”的负反馈发生。

图 31： 欧元区整体经济增长下调明显



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 32： 欧元区边缘国家经济增长下调明显



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

第二，边缘国的紧缩、核心国的救助均使得执政党面临压力，政治危机爆发是有可能的。近期希腊、西班牙等国的国民在削减社会福利、降低工资后爆发的示威游行，默克尔政府在柏林等地的地区选举失利，均显示了欧洲地区的不安情绪增加，那么未来政治选举时点亦会增加金融市场动荡可能。

表格 6： 2012 至 2013 年欧洲主要国家选举日程

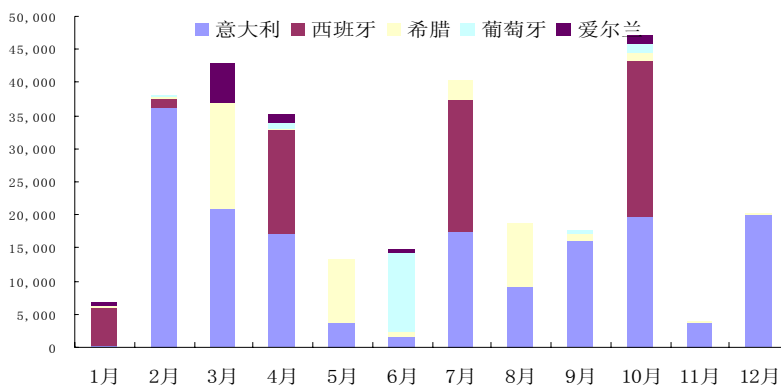
芬兰	第一轮总统选举	22-Jan-12	葡萄牙	国会选举	2013
	第二轮总统选举	5-Feb-12	马耳他	国会选举	Mar-13
法国	第一轮总统选举	22-Apr-12	意大利	国会选举	Apr-13
	第二轮总统选举	6-May-12		总统选举	May-13
	第一轮立法选举	10-Jun-12	德国	国会选举	2013
	第二轮立法选举	17-Jun-12	希腊	国会选举	2013
斯洛文尼亚	国会选举	8-Oct-12	塞浦路斯	总统选举	Feb-13
	总统选举	2012	奥地利	立法选举	Sep-13

西班牙 总统选举 Mar-12

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

第三, 是各国在 2012 年债务到期再融资的时点, 每次的债券拍卖数量、利率均会引发市场关注。相对而言, 债务压力较大的时点集中在 3 月, 7 月和 10 月。而从国家来看, 意大利、西班牙需要关注, 这可能需要结合其经济放缓程度来考量。

图 33: 未来欧元区银行业的融资类型和数量 (十亿)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。