

2011.10.11

解铃还须系铃人

——2011 年 4 季度海外宏观经济展望

	王虎	薛鹤翔	姜超
	021-38676011	021-38674809	021-38676430
	wanghu007633@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
	S0880511010057	S0880110100143	S0880511010045

本报告导读：

本报告对 2011 年 4 季度全球经济走势及政策动向展开分析。

摘要：

- 当前海外经济和市场形势全然受欧洲债务危机左右，因此，我们特地研究了欧洲债务危机的根源及趋势，其他遭遇债务和金融危机国家的治理经验，以期对欧洲未来形势和应对进行预判。
- 欧元诞生以及欧元区扩张给欧洲国家带来了显著的利益，但也导致了结构的失衡并进而酿成了今日之危机。从 99 年开始，德国贸易盈余快速扩大，并持续至今，欧元区其他经济体大部分则贸易逆差持续扩大。由此导致了德国净储蓄的持续增加，而其他国家债务持续的累积，从而不断积累了欧元区内部的不平衡，而这种不平衡无法在欧元区现有的制度框架下进行调整，欧元区的变革势在必行。
- 欧元区内不平衡的累积和增长的一个重要原因是次发达和边缘欧洲国家加入欧元区后融资成本的大幅下降，其无疑激励了这些国家的负债愿望和规模。同时，从单个欧元区成员国来看，其负债结构中外债比重均偏高。从以往多次的金融危机中可察知，外债过高是酿成危机的重要原因。
- 主权债务危机必然引发银行危机。由于大型银行往往是主权债务的主要持有者，银行资产价值被减记和计提，这造成了银行体系的不稳定，银行股价下跌，银行的风险溢价上升，融资成本上升，而此时银行往往急需补充资本金，短期贷款融资的需求日益迫切，银行体系的流动性危机就此形成。欧债危机到目前为止就是这一典型的危机传导机制。
- 从金融危机史来看，危机往往伴随危机国货币的大幅贬值，而贬值反过来会强制地增加贸易盈余，从而治愈危机。从应对危机向金融体系蔓延的治理经验来看，有效的措施是为银行等金融机构注资。
- 欧元区作为整体，其债务水平、外债占比、贸易差额都是比较健康的，危机引起的金融市场动荡将迫使欧元区加快整合步伐，这或是欧元区走出危机的根本之法。此外，EFSF 和 EFSM 两大临时金融稳定机构和基金将为欧元区政府为欧洲银行业注资提供了渠道。而且这两大机构未来或将演化为欧洲的金融稳定机制，这也是欧元区整合的一项内容。此外，欧央行面对危机或突破以往严格的货币政策纪律，实施宽松的政策，可能的手段是为金融机构提供流动性，注资、降息等。
- 欧洲政策转向宽松已成定局，随着经济增长的放缓和通胀的降温，从美国到新兴市场国家，货币政策可能都将向宽松迈出步伐。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《有限滞胀》	2011.06.27
《退一步海阔天空》	2011.06.19
《经济增速全面回落下的确定性增长——2011 年 2 季度宏观策略报告》	2011.03.23
《美国造通胀，中国被增长》	2010.12.07
《住行产业仍将推升经济增长》	2010.10.18

目 录

危机前夜：欧元区福兮祸所伏.....	3
1.1. 欧元扩张活力提升	3
1.2. 德国出口获益巨大	5
1.3. 边缘国家便利融资	6
1.4. 畸形消费国库亏空	7
危机根源：储蓄不足与外债过高.....	8
2.1. 政府债务大幅增长	8
2.2. 欧债危机传导机制	9
2.3. 欧洲银行面临危机	10
2.4. 各国银行欧债敞口	11
2.5. 外债飙升触发危机	12
危机治理：全球经验	14
3.1. 美国财政及时注资	14
3.2. 韩国政府挽救银行	18
3.3. 货币贬值危机自愈	19
3.4. 日本政府贻误时机	20
危机治理：欧元区实践	22
4.1. 危机促进整合进程	22
4.2. 救助机制逐渐形成	24
4.3. 央行或将突破传统	26
危机应对：全球政策或再宽松	28
5.1. 衰退救市均需放松	28
5.2. 美元走强通胀减弱	30
5.3. 新兴市场通胀渐消	31

危机前夜：欧元区福兮祸所伏

要想补救，就要打破恶性循环，使欧洲人恢复对自己国家、对整个欧洲经济前途的信心。

——乔治·马歇尔

二战结束，无论是战胜国英国、战败国德国、沦陷国法国，整个欧洲都陷入一片废墟与苏联的势力扩张的恐慌之中，乔治·马歇尔为欧洲带来了马歇尔计划，带来了希望。在随之而来的冷战与美苏争霸的国际格局之下，欧洲人开始重新思考“欧洲”和“欧洲人”的含义，无论是1953-1971期间的繁荣与不满，还是1971-1989期间的衰退，亦或是1989年后的东欧剧变、两德统一，欧洲一体化进程在欧洲错综复杂的民族、宗教、文化环境下不断推进。

1952年，欧洲煤钢共同体建立，1958年，《罗马条约》催生欧洲经济共同体，1993年，《马斯特里赫特条约》生效，欧盟诞生，1998年，欧洲中央银行在莱茵河畔的法兰克福成立，1999年，11个欧盟国家组成了欧元区，2002年，欧元正式流通，取代本国货币，2011年前苏联国家爱沙尼亚成为欧元区第17个成员国。

如果说美国用驱赶印第安人的方式完成大国一统，前苏联用军事镇压的方式完成共产主义集团的一统，那么欧洲则是在尝试一种全新的模式来完成旷世的大一统，也就是用制度和民主等现代文明手段来完成。

欧元区在成立的前十年，欧元延续了德国马克的硬通货姿态，欧洲央行继承了德国央行严厉对待通胀的行事风格，德国得到了垂涎已久的国际贸易盈余，法国得到了孜孜以求的稳定与制衡，希腊也得到了梦寐以求与西欧富裕国家一样的高福利。但这一切纯良美好都掩盖不了制度上的缺失，只有统一的货币政策，而没有统一的财政政策，美国次贷危机的兰花指一点，腐朽的欧洲僵尸国家便一个个倒下，诸如希腊、意大利等等。

如此，欧元区以德国生产、其他国家消费的循环已经被打破，接下来需要消化的是边缘国家巨额的债务，而其“副产品”则可能是欧洲进一步统一的财政政策的雏形，如权限不断扩大的EFSF。

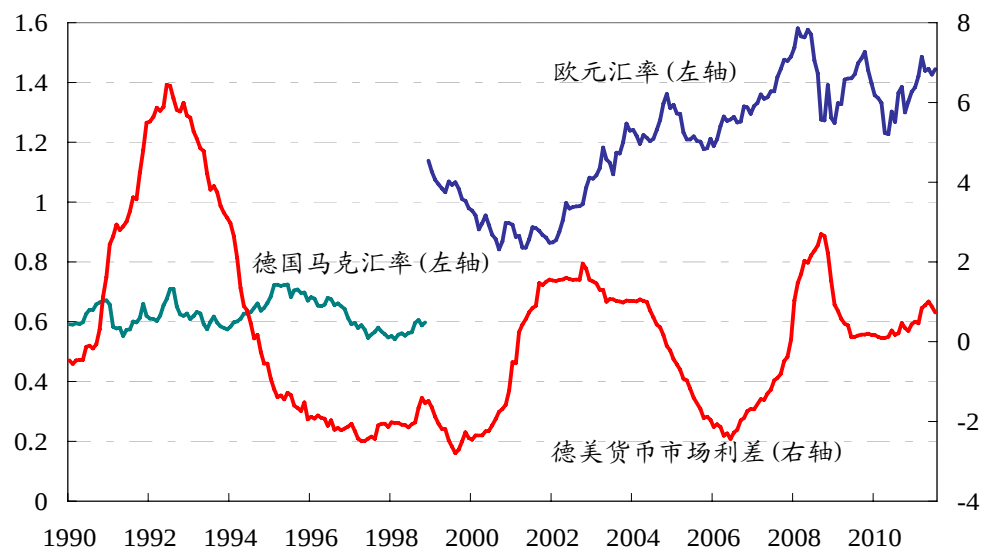
1.1. 欧元扩张活力提升

欧元从诞生后持续走强，反映了欧洲国家市场的扩大和效率的提升带来的欧元区竞争力的提升，这进一步促进了欧元区扩张的步伐。

爱沙尼亚在2011年1月1日成为欧元区的第十七个成员国，这是欧元区最近的一次扩张，也是在欧元区风雨飘摇前夜的一次扩张。

图 1 欧元汇率、德国马克汇率、德美货币市场利差

左轴: 1 右轴: %

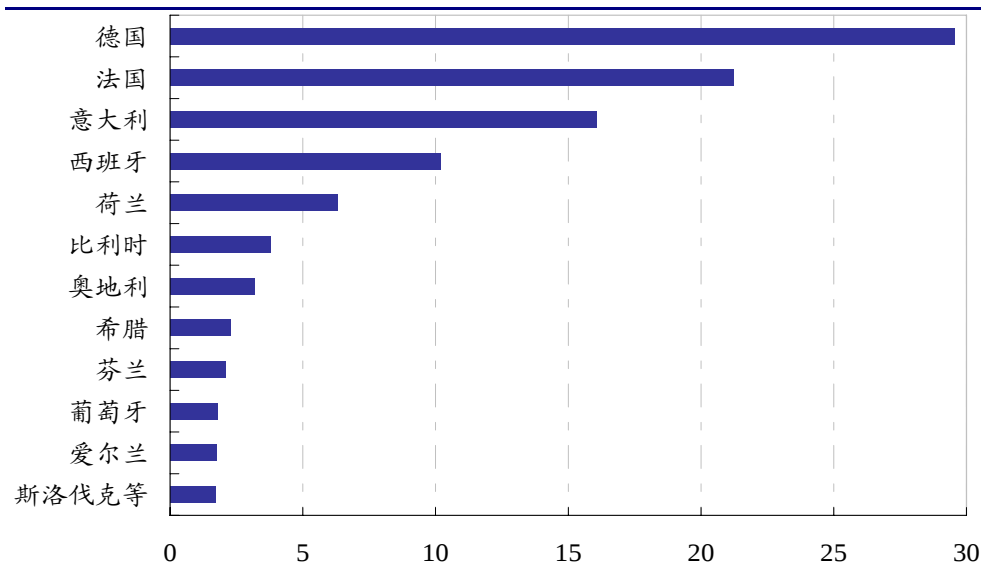


数据来源: 国泰君安证券研究, BLOOMBERG

以 GDP 规模来看, 欧元区最重要的国家是德国、法国、意大利、西班牙、荷兰, 这五个国家经济总量占欧元区 80% 以上, 在欧元区扮演着重要的角色。德国的高效与稳定, 法国的奢华与高雅, 意大利的舒适与浪漫, 西班牙的激情与舒适, 都随着这些国家提供的产品与服务闻名于全世界。

图 2 欧元区各国 GDP 占比

单位: %

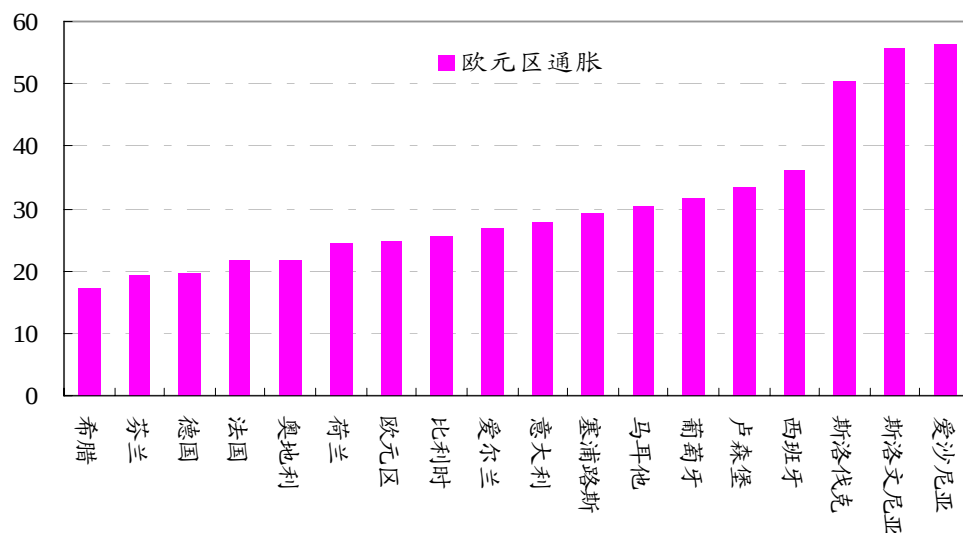


数据来源: 国泰君安证券研究, Eurostat

欧元区这十年来总体通胀控制良好, 但各国之间也未出现明显的通胀趋同。2000-2010 十年间, 欧元区物价上涨了 24.8%, 希腊上涨最少 17.2%, 西班牙上涨 36.2%, 最高的爱沙尼亚上涨 56.5%, 但其刚加入欧元区。除斯洛伐克、斯洛文尼亚、爱沙尼亚以外, 通胀水平从 17.2% 到 36.2% 之间, 通胀水平并未明显趋同。

图 3 欧元区通胀

左轴: %



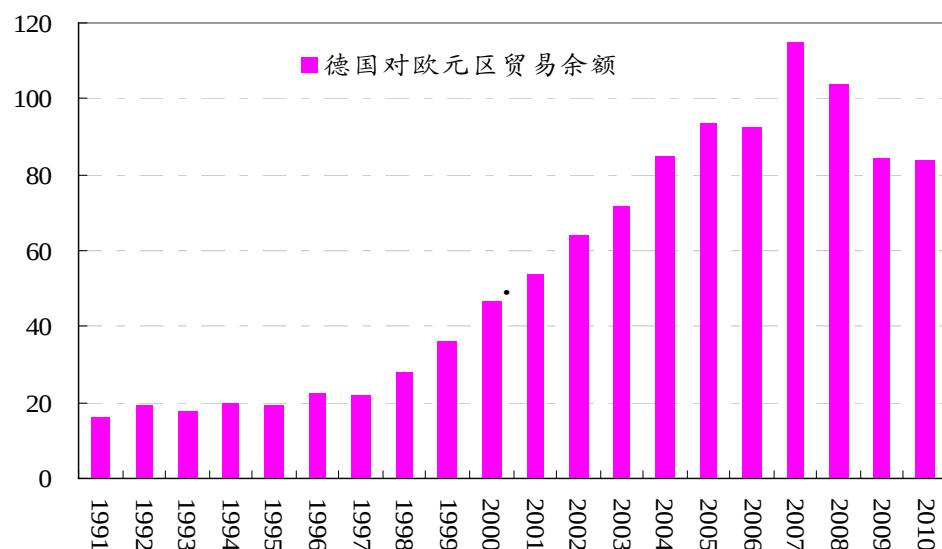
数据来源: 国泰君安证券研究, Eurostat

1.2. 德国出口获益巨大

以制造业为主的德国产业竞争力在全欧洲是所向披靡的, 但欧元区成立之前, 由于有汇率的保护, 德国产品出口到欧洲其他地方仍有汇率升值导致德国货价格上涨的压力, 但自欧元区成立以来, 德国的产业竞争力便发挥到了极致。从 1999 年开始, 德国对于欧元区其他国家的贸易盈余持续快速增长, 到 2007 年贸易盈余增长超过了 5 倍。

图 4 德国对欧元区贸易余额

单位: 10 亿欧元

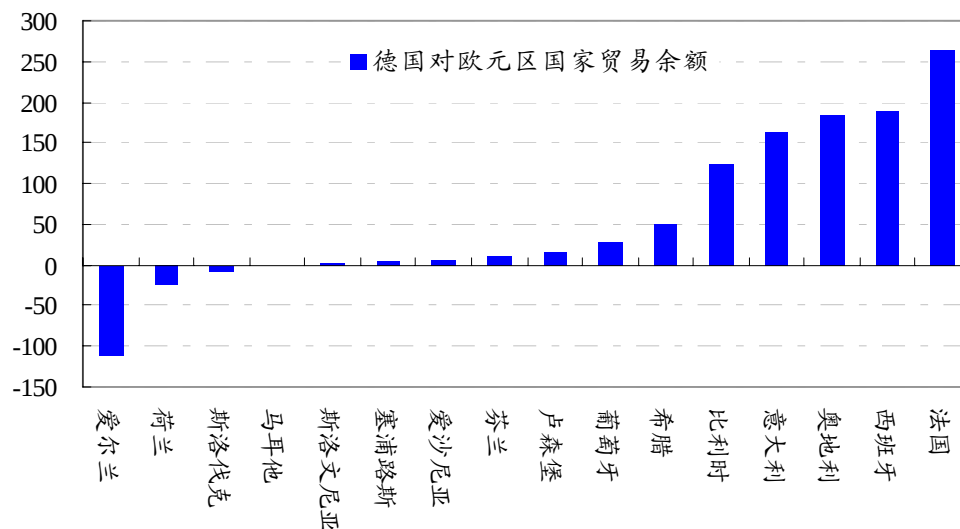


数据来源: 国泰君安证券研究, Eurostat

2000-2010 十年间, 德国对欧元区其他 16 国中的 12 国拥有贸易盈余, 对葡萄牙、希腊、意大利、西班牙累计的贸易盈余分别为 290 亿、490 亿、1630 亿、1890 亿欧元, 彰显了德国全面的产业竞争力, 但对爱尔兰则是累计了 1120 亿欧元的贸易逆差, 对荷兰也存在贸易逆差。

图 5 德国对欧元区国家贸易余额

单位: 10 亿欧元



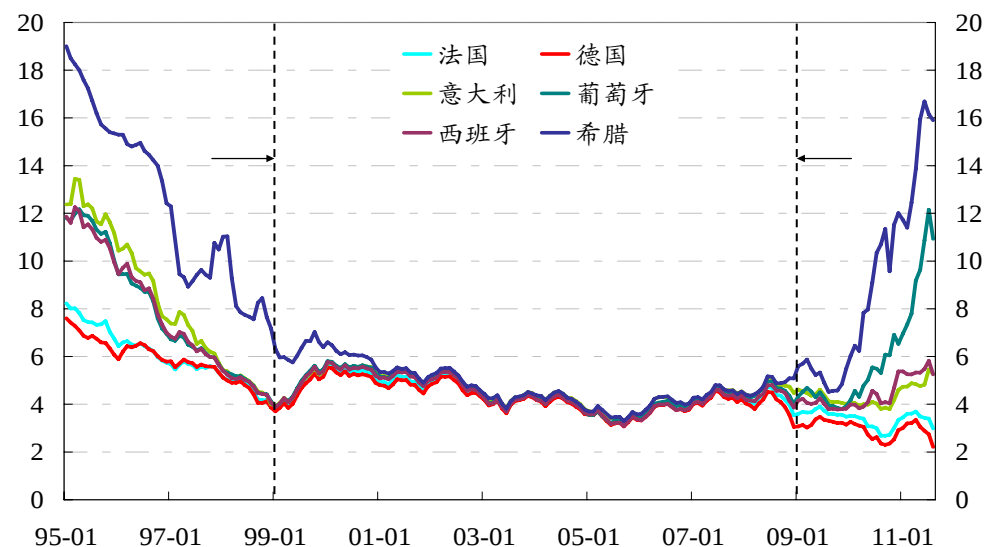
数据来源: 国泰君安证券研究, Eurostat

1.3. 边缘国家便利融资

对于希腊等欧元区的边缘国家, 通过加入欧元区实现了融资成本的下降。在 1999 年之前, 欧元区从融资成本来看可以分为三个集团, 德法最发达, 融资成本也最低, 葡西意等为次发达国家, 希腊等为边缘国家。欧元的诞生统一了各国的融资成本, 但随着金融危机的爆发, 各经济体又回到了欧元诞生前的状态, 从这个角度看, 欧元区的统一已经出现了大倒退。

图 6 欧元区国家十年期国债收益率

单位: %

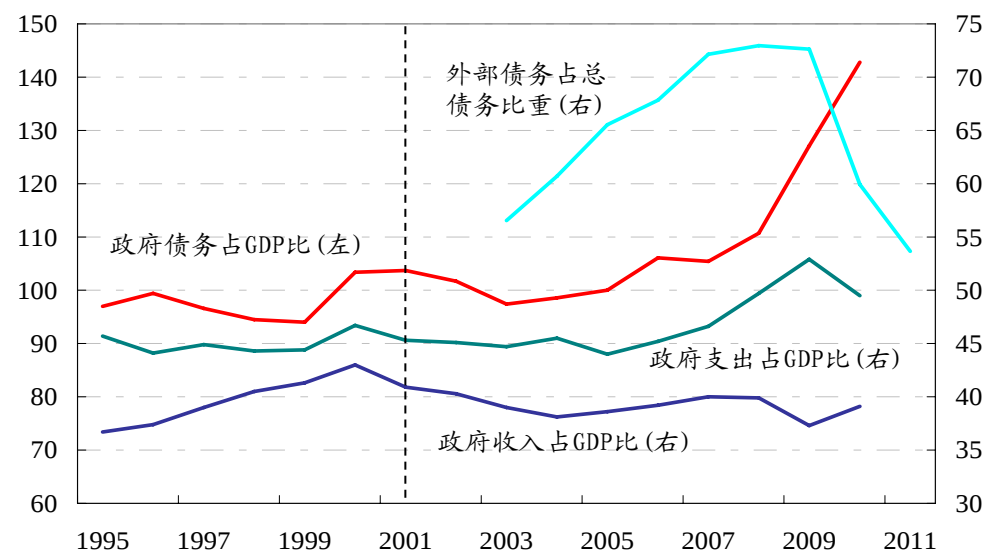


数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

低成本带来了融资的便利, 也激励了各国更多的负债消费。以希腊为例, 加入欧元区后, 政府债务比重明显高于 90 年代水平, 而且持续上升。政府赤字在 90 年代是缩小的, 但加入欧元区后持续扩大。从融资来源看, 从本国以外的融资比重持续上升, 这些资金主要来自欧元区其他国家。

图 7 希腊政府债务、收入、支出/GDP、外债占总债务比

单位：%



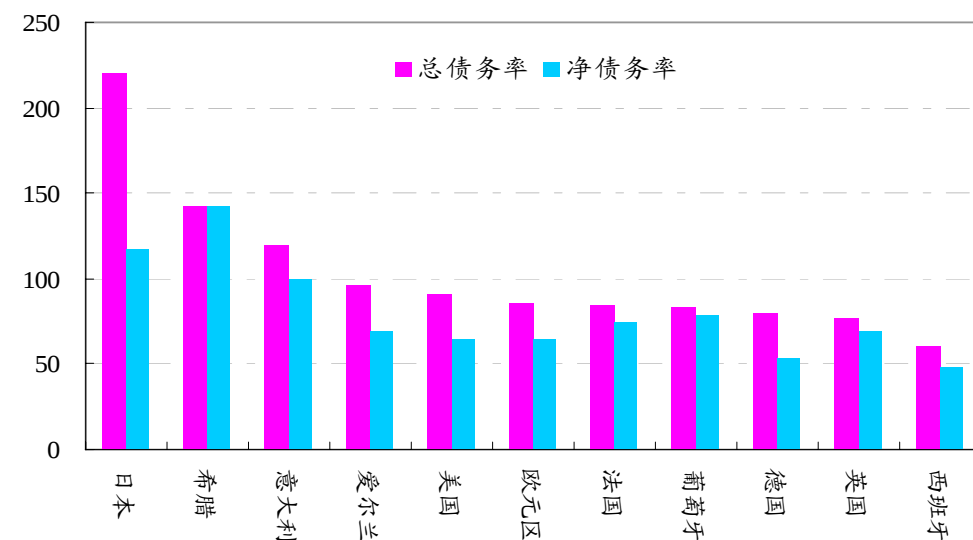
数据来源：国泰君安证券研究，Eurostat

1.4. 畸形消费国库亏空

与其他欧债危机国家相比，希腊的总债务率和净债务率均是最高的，而更重要的是，总债务率和净债务率之间的差值实际上是一国政府偿还债务的缓冲垫，而希腊政府显然没有这样一块缓冲垫的保护，以至于在流动性危机面前，难以向市场保证有大量可供出售的国有资产。

图 8 总债务率、净债务率

单位：%

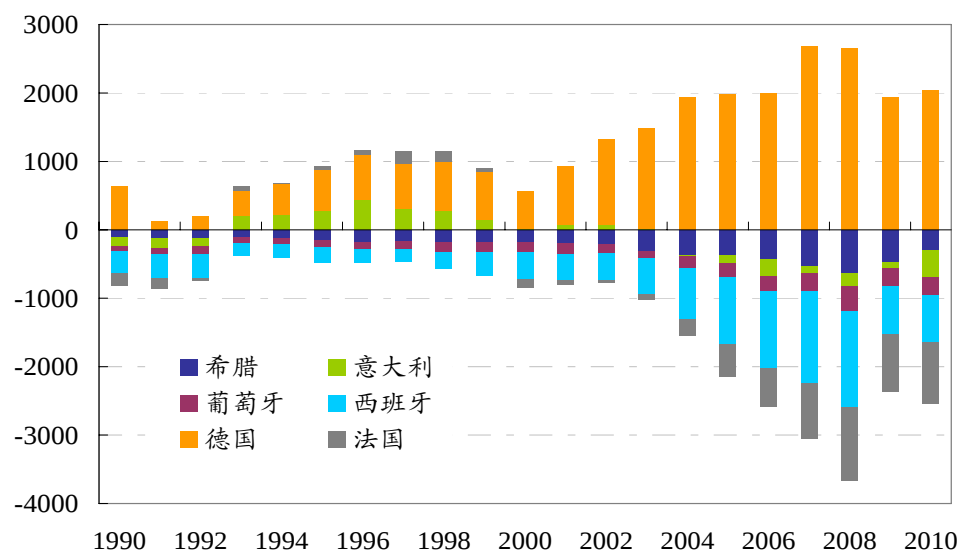


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

贸易余额可以看做一国的净储蓄，在 2000 年之前，各国贸易余额基本稳定，其后，德国贸易盈余持续扩大，欧元区其他大部分国家贸易逆差则持续扩大。贸易逆差的扩大也会表现为这些国家债务水平的上升。

图 9 欧元区诸国贸易余额

单位：亿美元



数据来源：国泰君安证券研究，Eurostat

危机根源：储蓄不足与外债过高

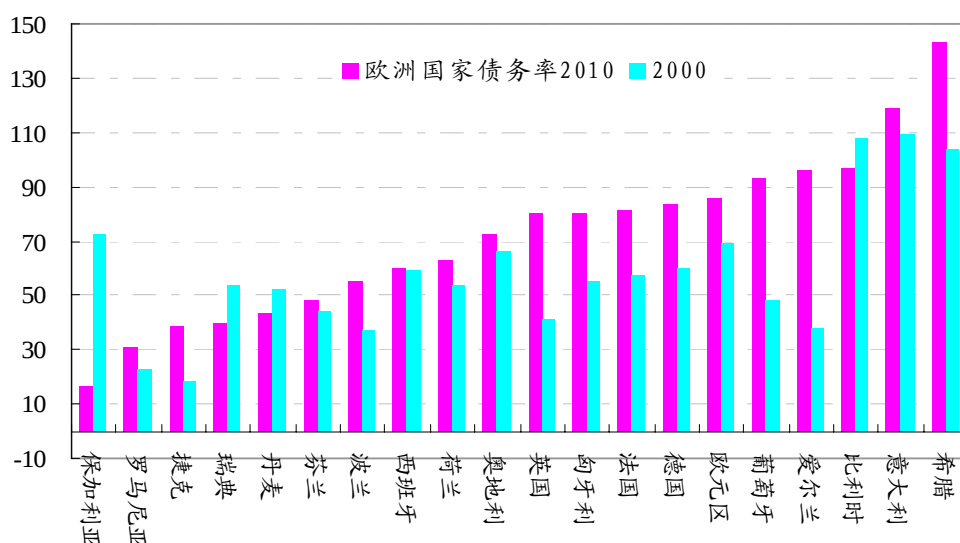
如今欧元区面临成立以来最大的危机，这是欧洲面临的一场战争，正在打倒他们的是边缘国家的过度消费和错误的财政制度安排。欧债危机的两大表现是主权债务违约风险与银行业危机，两者犹如硬币的两面无法割离，而主权债务危机的直接原因是储蓄不足和这些国家外债过高。

2.1. 政府债务大幅增长

比较 2000 年和 2010 年欧洲国家的广义政府债务率，非欧元区国家如保加利亚、罗马尼亚、捷克、瑞典等的债务率较低，而希腊、意大利等欧元区边缘国家的债务率较高，2010 年债务率排名前五的欧洲国家分别是希腊（143%）、意大利（119%）、比利时（97%）、爱尔兰（96）、葡萄牙（93%）。

图 10 欧洲国家债务率

单位：%

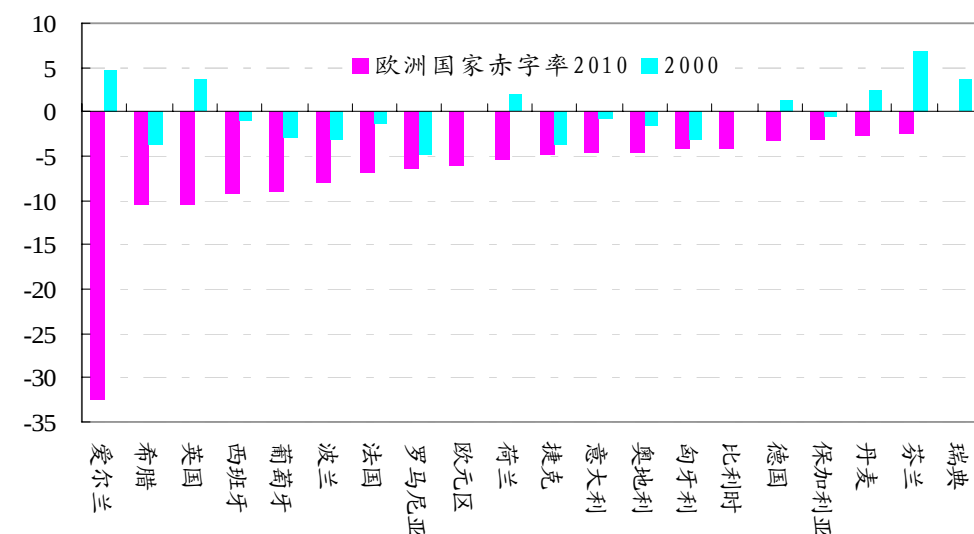


数据来源：国泰君安证券研究，Eurostat

赤字率也是一样，瑞典、芬兰、丹麦、保加利亚等非欧元区国家的财政赤字率较低，而爱尔兰、希腊等欧元区边缘国家的财政赤字率较高。2010 年赤字率排名前五的是爱尔兰 (-32%)、希腊 (-11%)、英国 (-10%)、西班牙 (-9%)、葡萄牙 (-9%)。

图 11 欧洲国家赤字率

单位：%

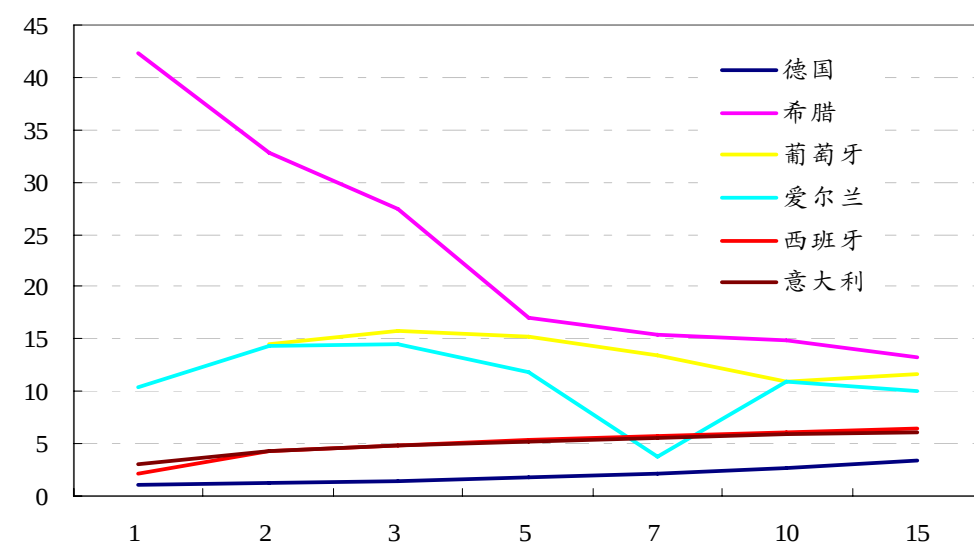


数据来源：国泰君安证券研究，Eurostat

与德国的国债收益率曲线相比，希腊、葡萄牙、爱尔兰的国债收益率曲线已经变得非典型，正常的向上的收益率曲线已经被违约风险所瓦解，尤其是希腊，出现了向下倾斜的收益率曲线，希腊短端利率严重高企，表明希腊已无法向市场融资。

图 12 各国国债收益率曲线

左轴：% 横轴：年



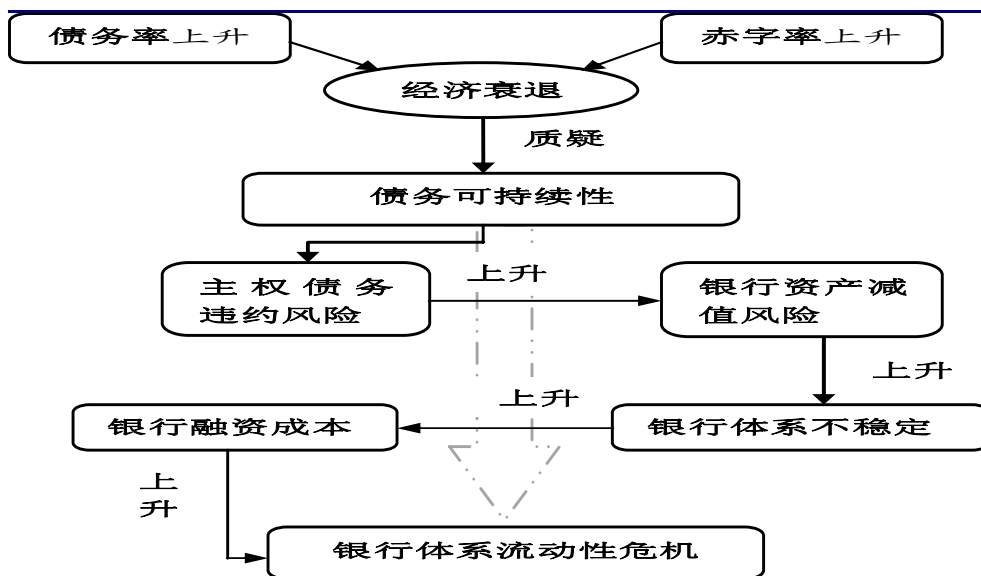
数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

2.2. 欧债危机传导机制

主权债务危机必然引发银行危机。当经济出现衰退时，债务率和赤字率上升，主权债务的可持续性受到质疑，主权债务违约风险上升，国债价格下跌。而由于大型银行往往是主权债务的主要持有者，银行资产价值被减记和计提，这造成了银

行体系的不稳定，银行股价下跌，风险溢价上升，银行的融资成本上升，而此时银行往往急需补充资本金，短期贷款融资的需求日益迫切，银行体系的流动性危机就此形成。欧债危机到目前为止就是这一典型的危机传导机制。

图 13 主权债务危机必然引发银行危机



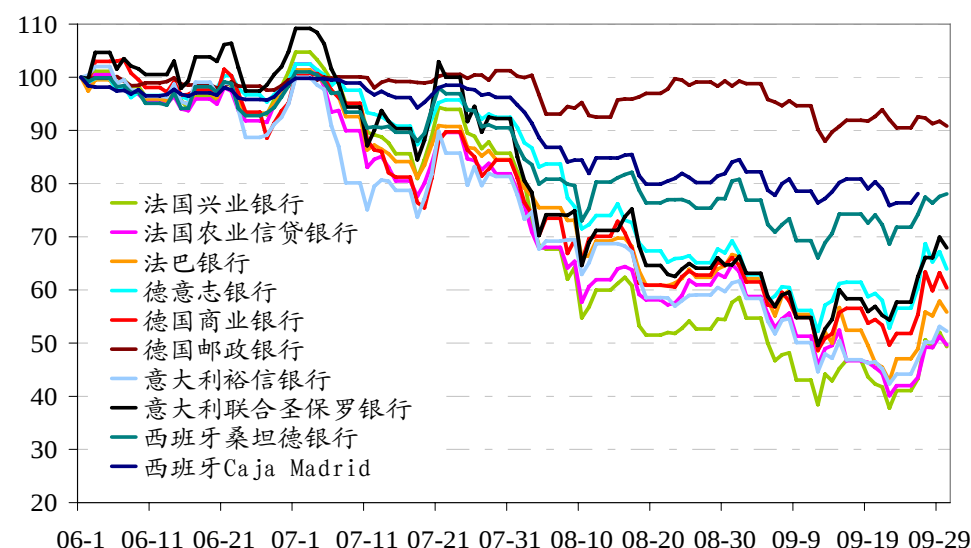
数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 欧洲银行面临危机

主权债务危机必然引发银行业危机，进入6月以来，法国、德国、意大利、西班牙主要的大银行皆出现了深幅下跌。大量持有希腊国债的法国大银行跌幅尤其巨大，法国兴业银行、农业信贷银行、法国巴黎银行的最大跌幅均接近60%。

图 14 欧洲银行股重挫

单位：1

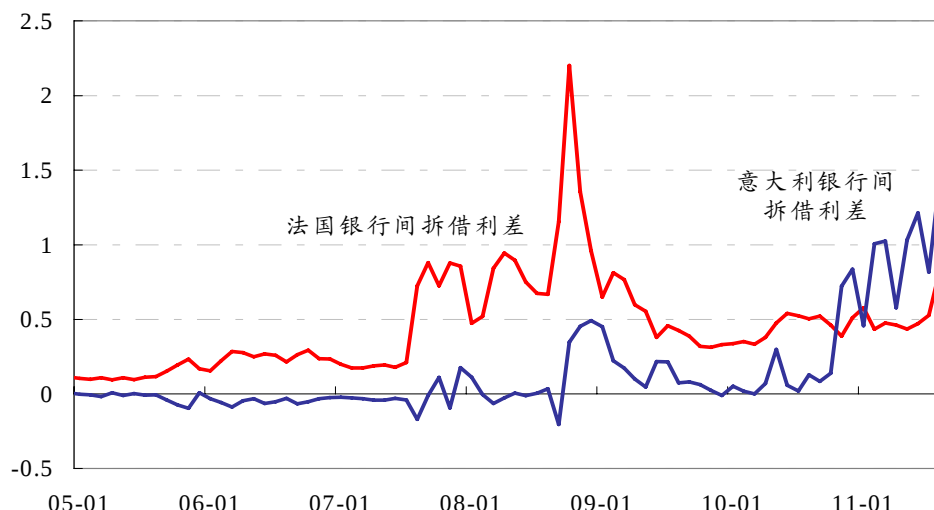


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

欧洲各国银行间拆借报价利率与本国国债利率利差持续上升，显示银行系统可能会面临流动性短缺问题。

图 15 欧洲银行股重挫

单位: 1



数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

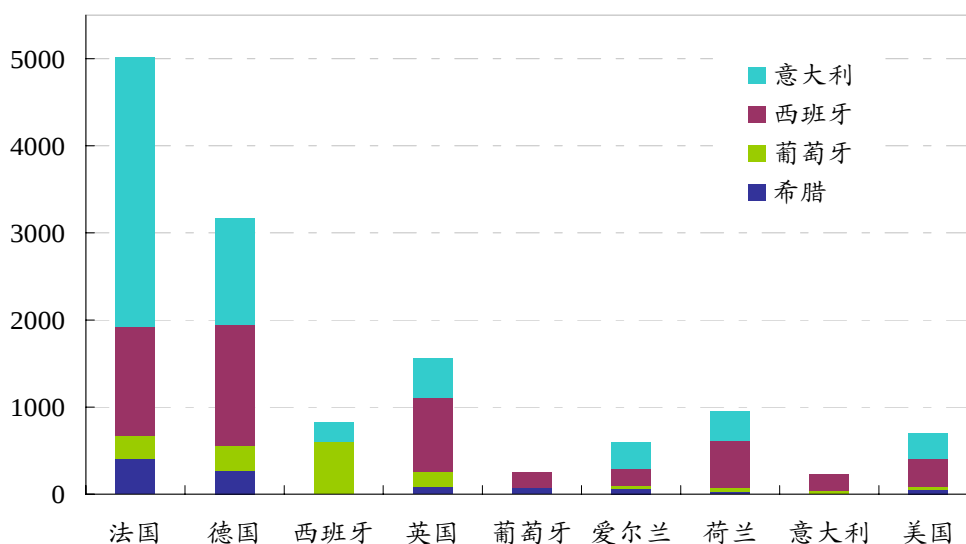
2.4. 各国银行欧债敞口

各国银行在意大利债务上的风险敞口在 6214 亿欧元, 其中法国 3095 亿欧元, 德国 1223 亿欧元, 英国 451 亿欧元。在西班牙债务的风险敞口在 4928 亿欧元, 其中俄国 1386 亿欧元, 法国 1257 亿欧元, 英国 852 亿欧元, 葡萄牙 178 亿欧元。在葡萄牙主权债务中的敞口总计在 1450 亿欧元, 其中西班牙 600 亿欧元, 德国 275 亿欧元, 美国 250 亿欧元, 英国 175 亿欧元。在爱尔兰主权债务中的敞口总计在 4000 亿欧元, 其中英国 1240 亿欧元, 德国 1060 亿欧元, 美国 500 亿欧元, 比利时 380 亿欧元。在希腊债务上的敞口大约为 1010 亿欧元, 约占债务本金的 31%, 其中法国和德国分别达到 410 亿欧元和 280 亿欧元。

总体来看, 法国银行在欧债上的敞口是最多的, 高达 5000 亿欧元, 而德国为 3000 亿, 显然欧洲危机进行到现阶段, 对法国银行的冲击是最大的。市场在前期对法国可能失去 AAA 评级的质疑正反映了对危机的担忧。希腊债务危机向纵深发展, 法国银行的再融资需求越来越大, 而法国政府只有银行注资一个办法来解决危机。法国、比利时、卢森堡联合拥有的德克夏银行已经亟需再融资便是一例。

图 16 各国银行对债务国家的债务敞口

单位: 亿欧元



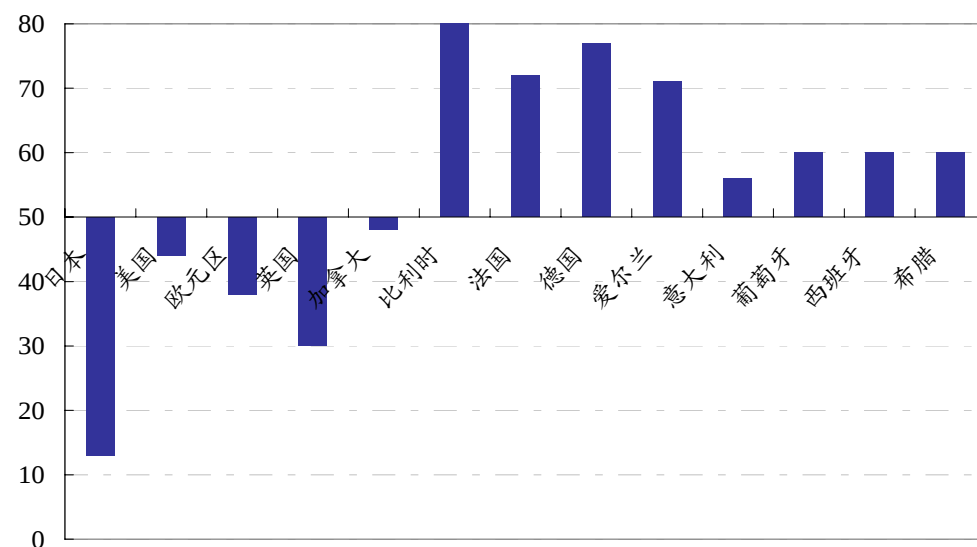
数据来源: 国泰君安证券研究, BIS

2.5. 外债飙升触发危机

在金融危机后发达经济体普遍呈现高债务率特征，但欧元区国家的显著特点是外债占比普遍较高，均高于 50%，而日本虽然债务率非常高，但其外债占比仅有 13%。由于欧元区国家外债主要分布在欧元区内，所以欧元区整体外债占比仅有 39%，低于美国、加拿大等国家。

图 17 欧元区各国外债率

单位：%

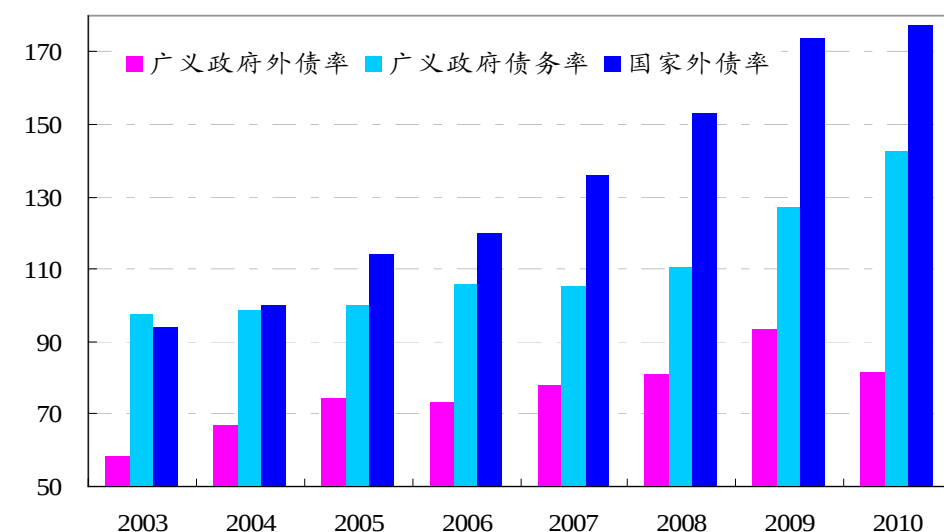


数据来源：国泰君安证券研究，BIS

希腊整体的国家外债率最近几年持续飙升，2010 年整个国债的外债率高达 170% 以上，国债外债一般包括广义政府、货币当局、其他金融机构（MFI）、其他部门、直接投资，其中广义政府、其他金融机构是主要组成部分，2010 年广义政府的外债了高达 81%。

图 18 希腊国家外债率

单位：%



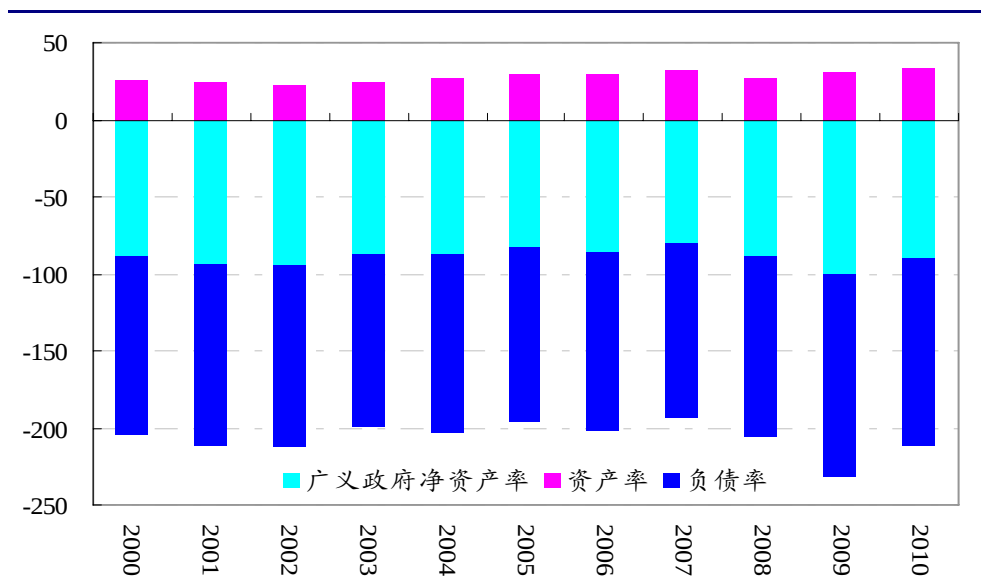
数据来源：国泰君安证券研究，Eurostat

希腊政府已经严重资不抵债，广义政府资产占 GDP 比重为 33%，负债占 GDP 比

重为 122%，净资产率为-89%。希腊已经成为盲目高福利国家而导致国家破产的经典案例。

图 19 希腊政府严重资不抵债

单位: %

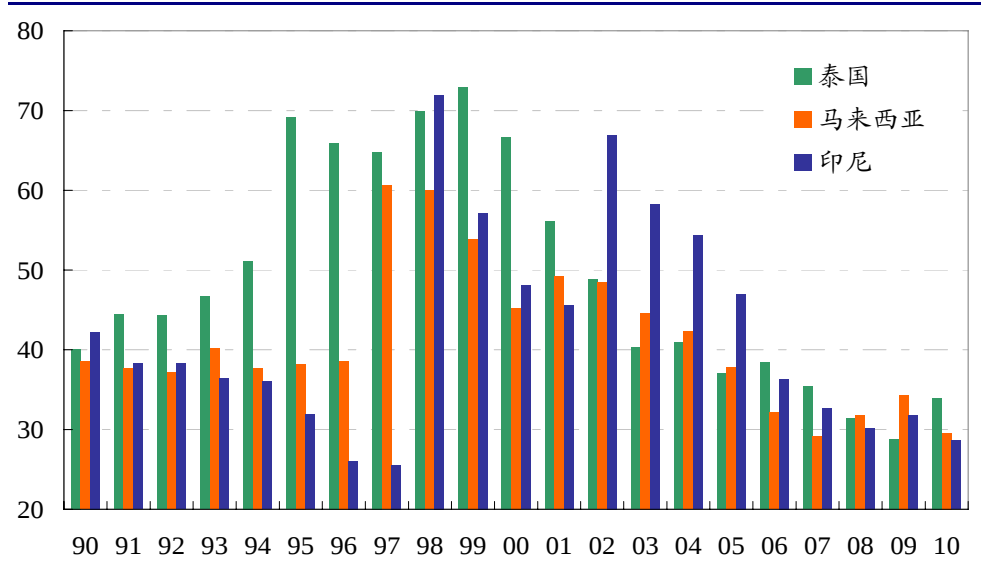


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

无独有偶，外债过高是金融危机爆发的一个重要原因。在 98 年亚洲金融危机之前，泰国、马来西亚等东南亚国家外债占比均迅速上升，泰国和印尼外债占比一度达到 70%，马来西亚也高达 60%

图 20 亚洲金融危机前东南亚国家外债

单位: %

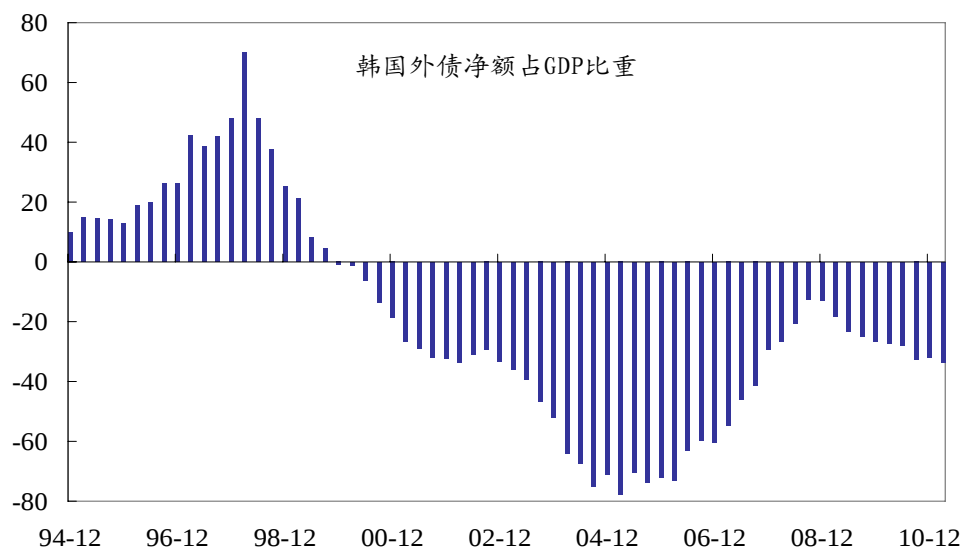


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

韩国从 94 年开始，外债金额占 GDP 比重也持续快速上升，在 98 年初上升至 70% 以上。外债占比过高，将导致金融系统的不稳定性，一旦国际形势对本国经济不利，那么外资就会大量撤离，从而对本国金融体系造成极大的杀伤。

图 21 亚洲金融危机前韩国外债占比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

危机治理：全球经验

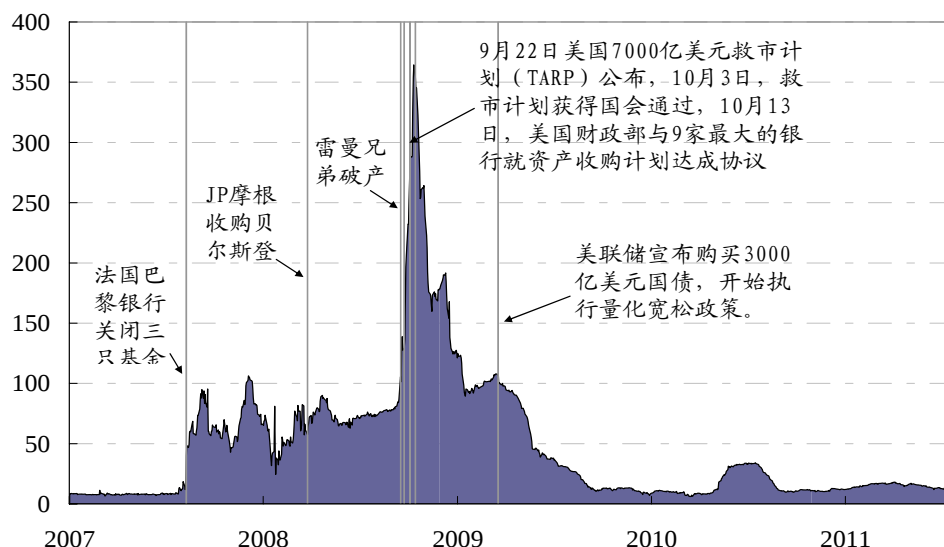
资产泡沫破灭、银行危机、私人部门债务危机、政府部门债务危机一般都紧密联系在一起，只不过在不同的危机中洪水的源泉不同，但银行似乎总是那道最容易被冲破的大坝，而原因可能是银行部门在整个债务危机体系中相对是最市场化的。本部分我们重点分析了美国次贷危机、韩国亚洲金融危机、日本 90 年代地产泡沫崩溃中各国政府救助银行的效果，结论是一旦出现银行业危机，最佳策略是政府注资，稳定金融市场，而拖延和等待只会令危机更加惨烈和长期化。

3.1. 美国财政及时注资

在次贷危机期间，随着危机的深化，Libor-OIS 利差大幅上升，信贷市场极度紧缩，美国财政部 TARP 计划公布后，利差迅速下降，09 年初美联储开始推行量化宽松政策，利差进一步下降，表明金融市场在政府大力救助下摆脱了危机高潮期的非理性状态。

图 22 Libor-OIS 利差

单位：BP

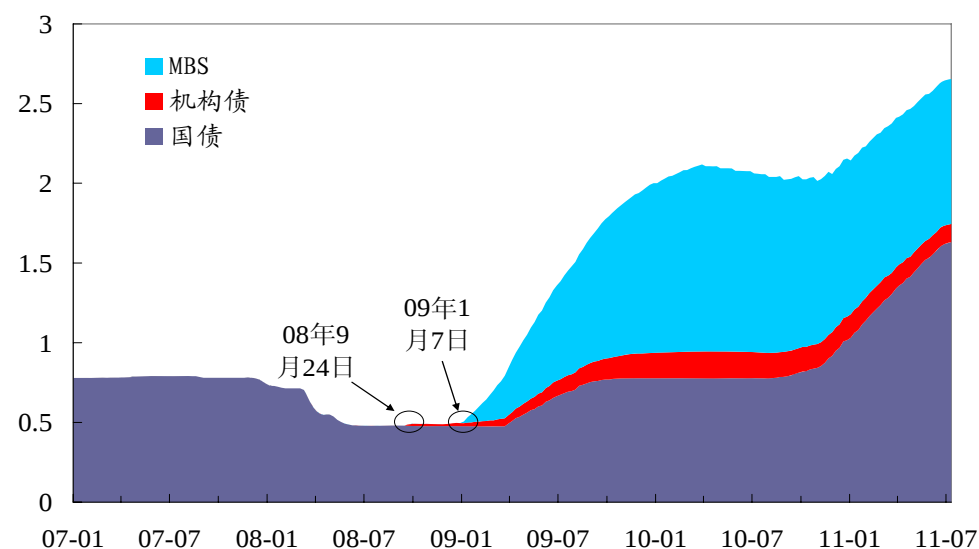


数据来源：国泰君安证券研究，美联储、美国财政部

美联储创造多项工具为金融机构和市场提供流动性，并为危险金融机构提供过桥贷款或并购资金，推动问题金融机构重组。

图 23 美联储 SOMA 账户资产结构

单位：万亿美元

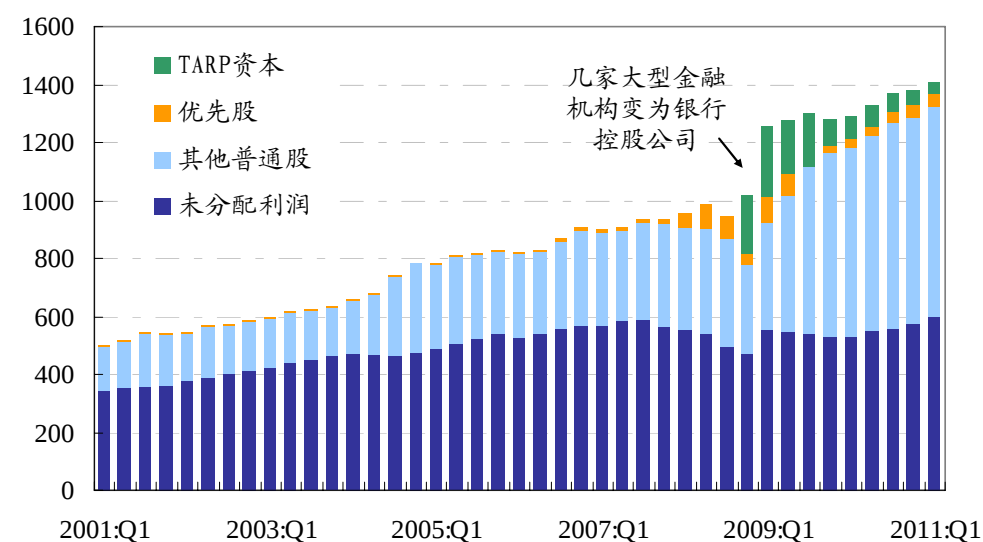


数据来源：国泰君安证券研究，美联储

美国财政部出台 7000 亿美元的问题资产收购计划(TARP)，并推动投资银行转变为商业银行控股公司来防止大金融机构倒闭，金融危机过后，高盛、摩根斯坦利、美国运通、CIT 集团等大型投行变身为银行控股公司。

图 24 美国大型银行控股公司所有者权益

单位：10 亿美元

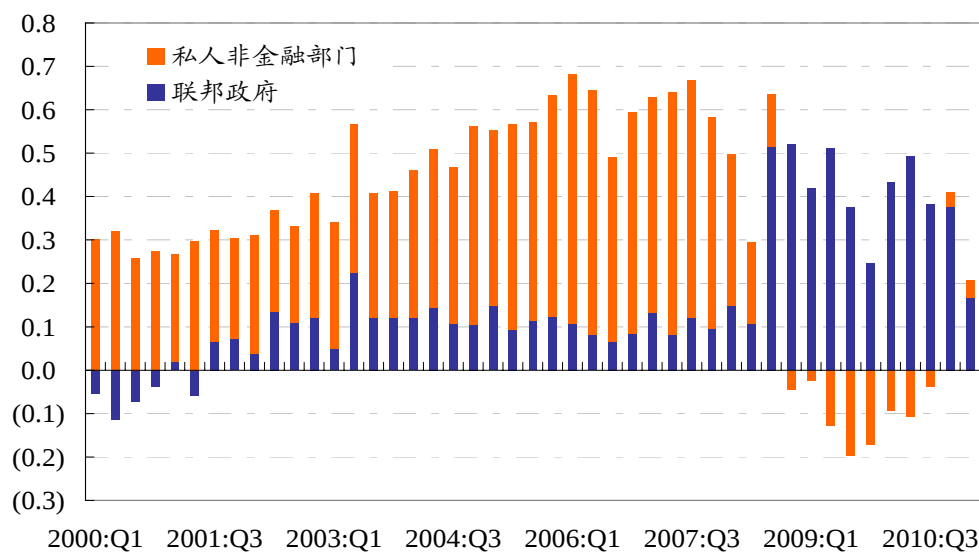


数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部

政府救助的一个重要后果就是债务从私人部门搬向政府部门。美国私人部门债务从 09 年开始出现了净减少，政府部门债务大幅上升。

图 25 美国非金融部门债务净流量

单位: 万亿美元

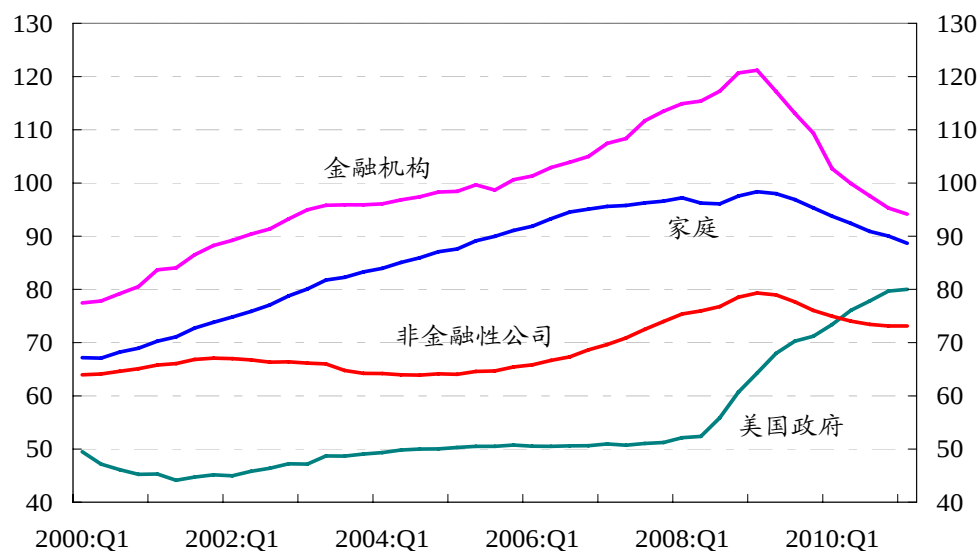


数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部

因此, 美国的家庭和企业债务占 GDP 中的比重下降, 而政府债务占 GDP 的比重迅速升高。家庭债务占 GDP 的比重从最高的 100% 降至 90% 以下, 金融机构债务占 GDP 的比重从最高的 120% 下降至 95% 以内, 非金融性公司债务占 GDP 的比重从 80% 下降至 70%, 而政府债务占 GDP 的比重则从 50% 迅速上升到 80%。

图 26 美国各部门债务余额/GDP

单位: %

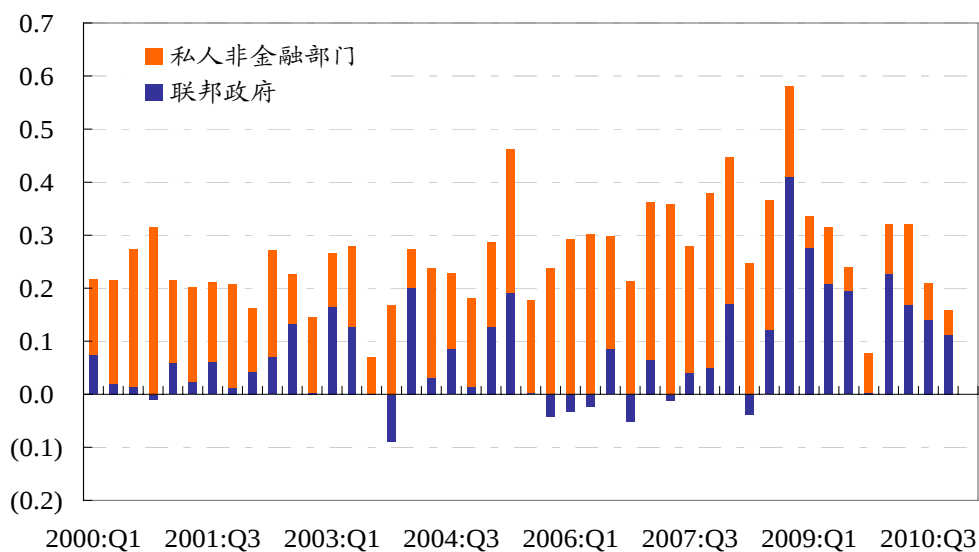


数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部

欧元区政府政策力度远远弱于美国, 私人部门债务增长虽然较危机前大幅下降, 但并没有出现净下降, 政府债务增长也远低于美国。这也反映出欧元区统一的财政政策的缺失, 导致其财政救助力度不足。

图 27 欧元区非金融部门债务净流量

单位: 万亿美元

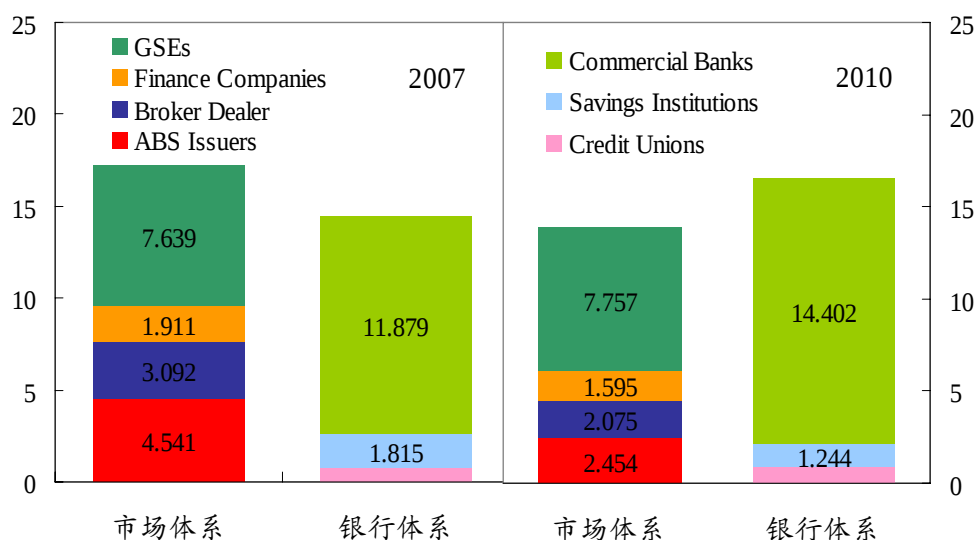


数据来源: 国泰君安证券研究, 欧洲央行

政府救市的另一个结果是商业银行融资规模在危机后大幅提升, 而金融市场工具融资总额有所下降。政府注资银行后, 银行体系的活力恢复, 能够为实体经济提供足够的信贷支持, 这也说明在发生银行业危机后政府及时给银行补充资本金对于银行信贷派生能力的恢复是至关重要的。

图 28 美国市场体系 VS 银行体系融资余额

左轴: 万亿美元

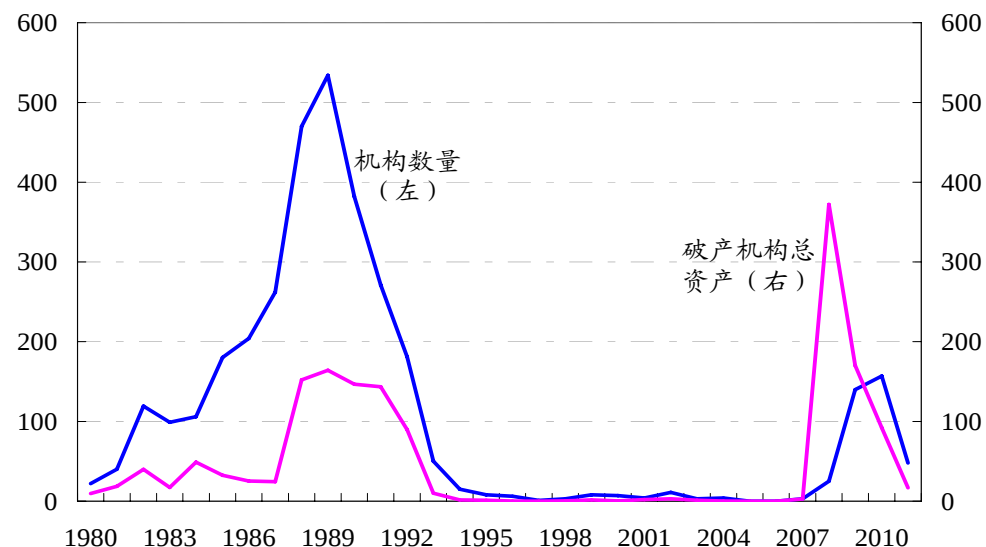


数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部

由于美联储和财政部救助及时, 本轮危机破产机构数量远远小于 90 年代初期的储贷危机。20 世纪 80 年代储贷危机中, 破产的机构数量超过 500 家, 而次贷危机期间只有 150 余家, 但破产机构的总资产达到 3500 亿美元以上, 超过储贷危机期间的 1500 亿美元。

图 29 联邦存款保险公司内破产和救助机构

左轴: 1 右轴: 10 亿美元



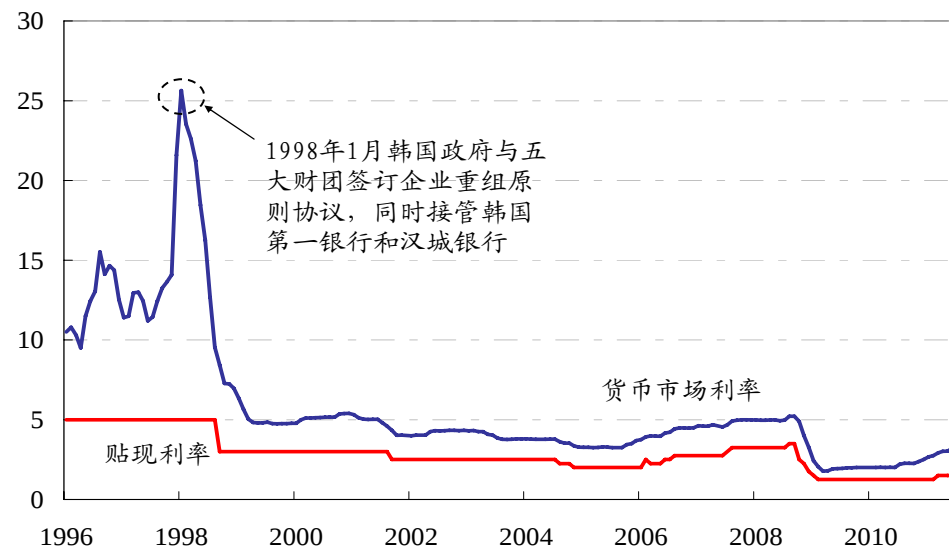
数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

3.2. 韩国政府挽救银行

亚洲金融危机时期, 韩国政府果断出手, 给大银行注入资本金, 避免大银行和大财团的破产。1998 年 1 月韩国政府与五大财团签订企业重组原则协议, 同时接管韩国第一银行和汉城银行, 并对其注资, 金融市场动荡快速平息。

图 30 1998 年韩国救市

单位: %

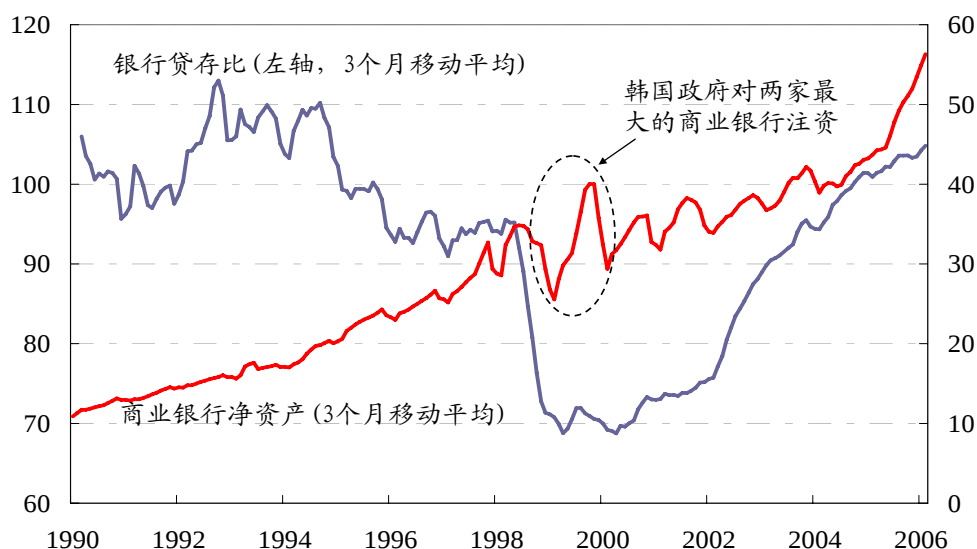


数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

1998 年亚洲金融危机初期, 银行放贷意愿大幅下降, 银行贷存比快速下降, 随着政府注资和救助措施实施, 商业银行信贷活动逐步复苏并回暖, 银行贷存比持续回升。到 2008 年, 韩国国民银行、友利金融控股、新韩银行已经成为全球银行百强。

图 31 韩国银行贷存比、商业银行净资产

左轴：% 右轴：10 亿美元



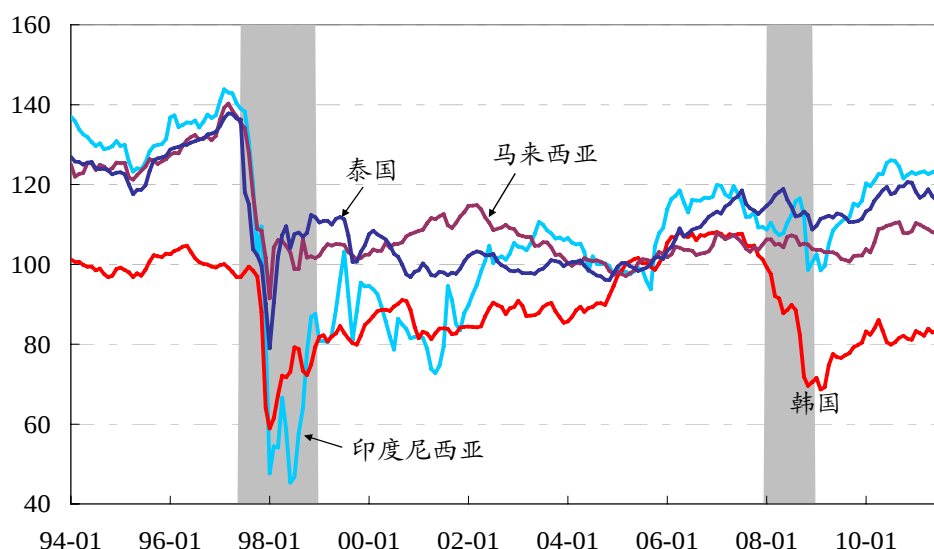
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

3.3. 货币贬值危机自愈

从以往新兴市场国家的若干次金融危机来看，金融危机的一个重要特征就是危机国货币大幅贬值。在亚洲金融危机期间，危机国家货币出现了 50% 以上幅度的贬值。1997 年 7 月马来西亚、印度尼西亚、泰国货币开始大幅贬值，8 月开始韩元也开始剧烈贬值，这一方面就是危机本身的表现形式。我们前述指出，外债过高是金融危机的主要原因，随着外资的大量外流，本币被抛售，必然伴随剧烈的贬值。另一方面，贬值本身就是危机的一种市场自我修复机制，货币的大幅贬值将激励出口的增长，抑制进口增长，从而使得危机国被动强制的进行储蓄，这会表现为一国贸易顺差的增长。

图 32 亚洲四国的实际有效汇率

左轴：1



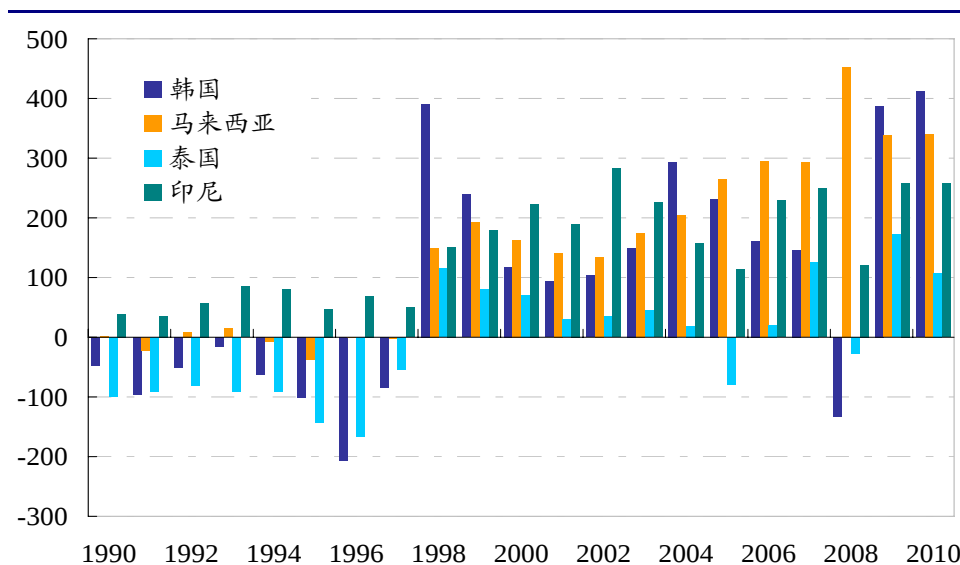
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

韩国、马来西亚、泰国等在金融危机爆发之前出口部门持续为贸易逆差，在 1998 年后，贸易余额开始由逆差跃转为顺差，并持续扩大。印度尼西亚虽然在危机前也为顺差，但规模非常小，在危机后贸易顺差大幅上升，是危机前的三倍。从一国国民经济恒等式看，贸易顺差就是该国的储蓄，因此，货币贬值将起到强制储

蓄的作用，从而将有助于一国走出危机的泥潭。

图 33 亚洲四国贸易余额

左轴：亿美元

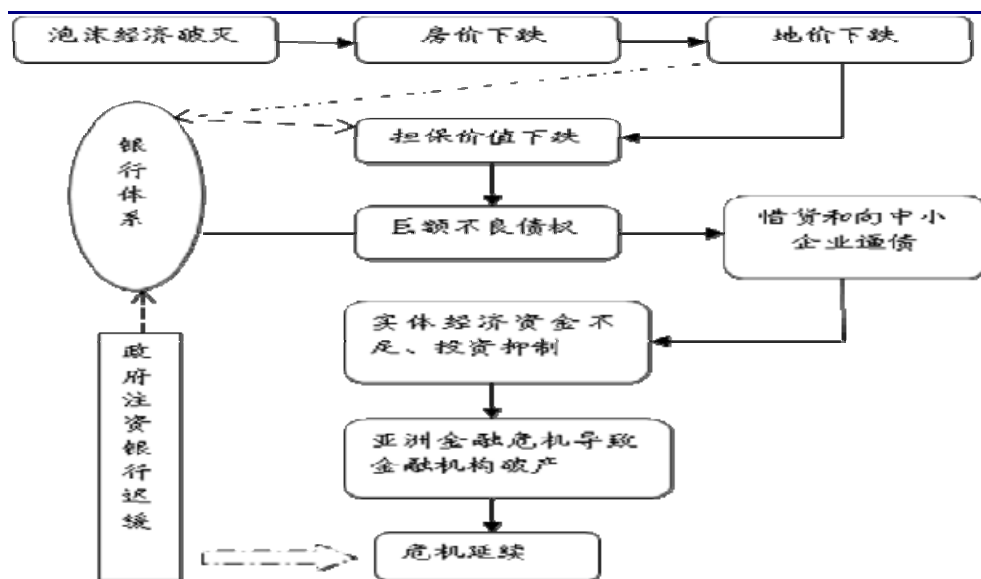


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

3.4. 日本政府贻误时机

日本银行在泡沫经济期间，利用土地作为担保不断创造信用，当土地和房价在不断上升时这一做法几乎没有风险，只有收益。但当 20 世纪 90 年代泡沫经济开始破灭之际，土地价格的下跌导致担保价值下跌，银行体系逐渐形成巨额不良债权。此时，日本银行采取惜贷和逼债的方式，扼杀了中小企业的融资需求，导致实体经济资金不足，私人部门投资受到抑制，但是政府没有及时采取措施给银行体系松绑，使其重获放贷能力。直到亚洲金融危机期间，日本银行体系受到更大冲击时，政府才开始注资银行予以救助，但此时救助的最佳时机已过。

图 34 传导机制图

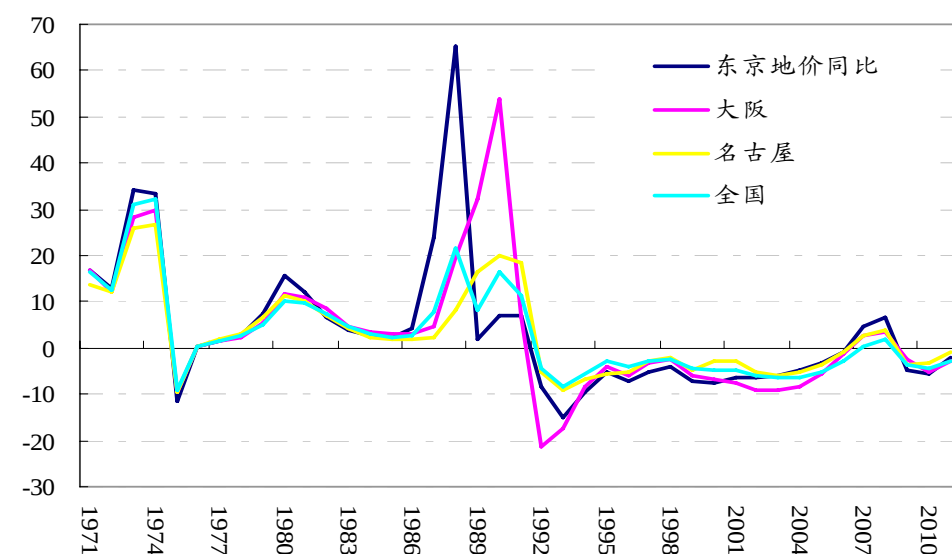


数据来源：国泰君安证券研究

日本土地价格在 20 世纪 80 年代中后期经历了疯狂上涨，东京的土地在 1988 年一年上涨了 65%，大阪在 1990 年上涨了 54%，整个日本的土地在 1988 年上涨了 22%。但是盛极而衰，日本房地产市场从此便陷入漫漫熊市之中。

图 35 日本地价增速

单位: %

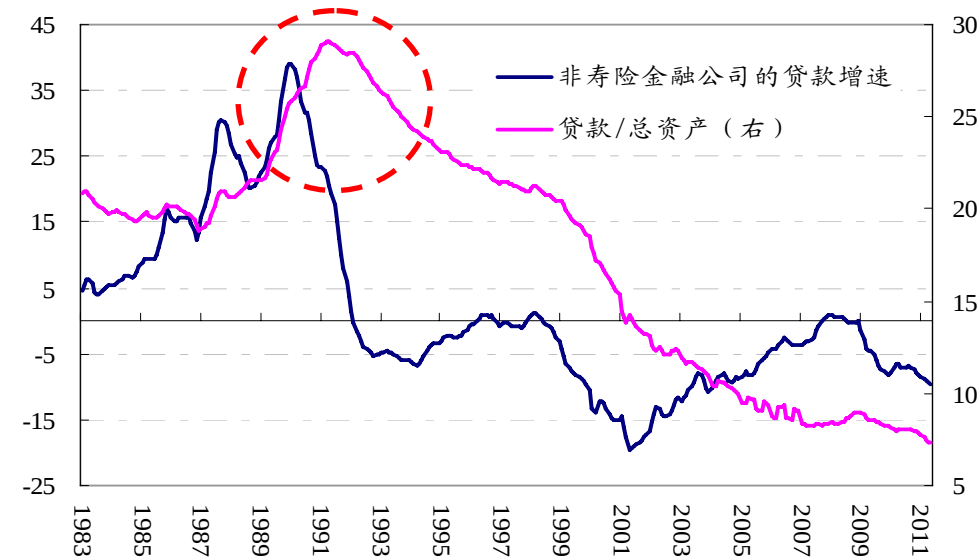


数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

泡沫经济的破灭导致地价的下跌, 金融企业的放贷能力遭到抑制。日本非寿险金融公司的贷款增速在 1990 年达到最高, 而贷款占总资产的比重也是在 1991 年达到最高, 此时正是日本泡沫经济的顶峰。自此, 贷款在总资产中的占比便开始下降持续下降, 在 1990 年代初, 贷款在总资产中的占比接近 30%, 而到了 2011 年仅有 7%。

图 36 日本非寿险公司贷款增速

单位: %

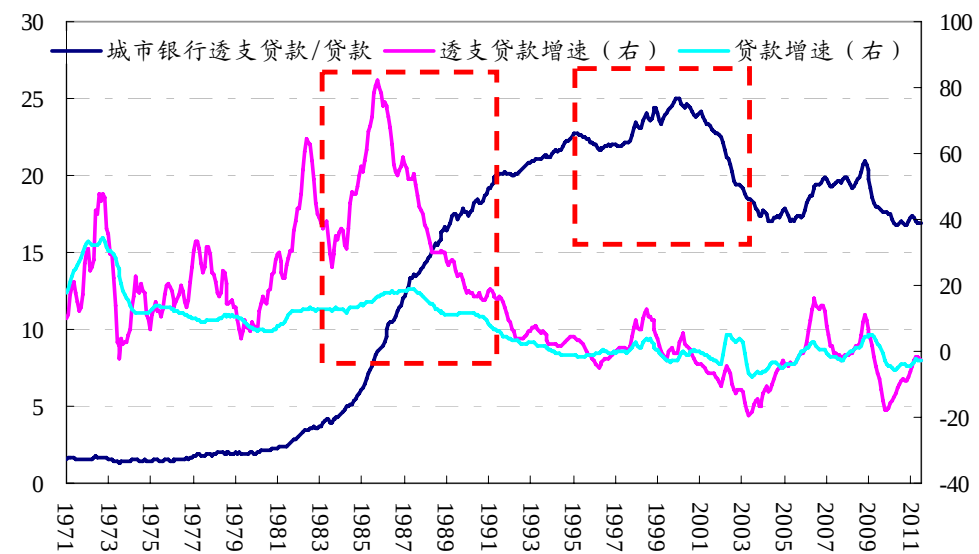


数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

日本城市银行透支贷款占贷款的比重自 1980 年中期开始便迅速增长, 从 1985 年的 6% 上升到 1990 年的 19%, 在日本 1990-2000 “消失的十年” 间, 城市银行的透支贷款占贷款的比重是持续上升的, 一直到 2000 年后才开始下降, 透支贷款占总贷款的比重在 1998 年亚洲金融危机期间仍出现一波上升。从 1980 年代开始, 透支贷款的增速要远远高于全部贷款的增速, 透支贷款的增速在 1985 年 12 月达到顶峰。

图 37 城市银行透支贷款/贷款

单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

持有不良债权的金融机构的经营恶化问题的凸显是在 1997-1998。1997 年 11 月，三洋证券、北海道拓殖银行、山一证券等出现重大危机，但直到 1998 年 3 月政府才对 21 家大型金融机构投入 1 兆 8156 亿日元的公共资金，此时为时已晚，政府注资银行的最佳时期早已过去。

危机治理：欧元区实践

欧洲联盟的产生和发展可以说是政治的产物。在德法等欧洲核心国几代领导人持续不懈的努力推动下，欧盟由最初的经济共同体逐步发展到目前拥有统一货币政策，共同外交和安全政策，刑事方面司法和警察合作的经济政治联盟。此次主权债务危机暴露了欧洲联盟在遭遇经济恶性衰退和危机时脆弱性，这种脆弱性既来自于欧盟扩张步伐过快所积累的各种矛盾，也来自于目前欧盟体制本身的诸多缺陷。研究战后欧洲史，可以发现欧盟是在民族和意识形态极其复杂和极具文化多样性的欧洲大陆逐步形成的，此次危机的确给脆弱的欧盟带来了极大的冲击，但只有继续前进才能真正解决问题，而此次危机为前进步伐的加快也带来了机遇。

4.1. 危机促进整合进程

表 1 列出了欧盟发展的整个历程，2007 年 12 月 13 日，欧盟 27 个国家的领袖在葡萄牙里斯本签署《里斯本条约》，该条约在 2009 年 12 月 1 日起正式实施，为欧盟进一步统合奠定了基础。

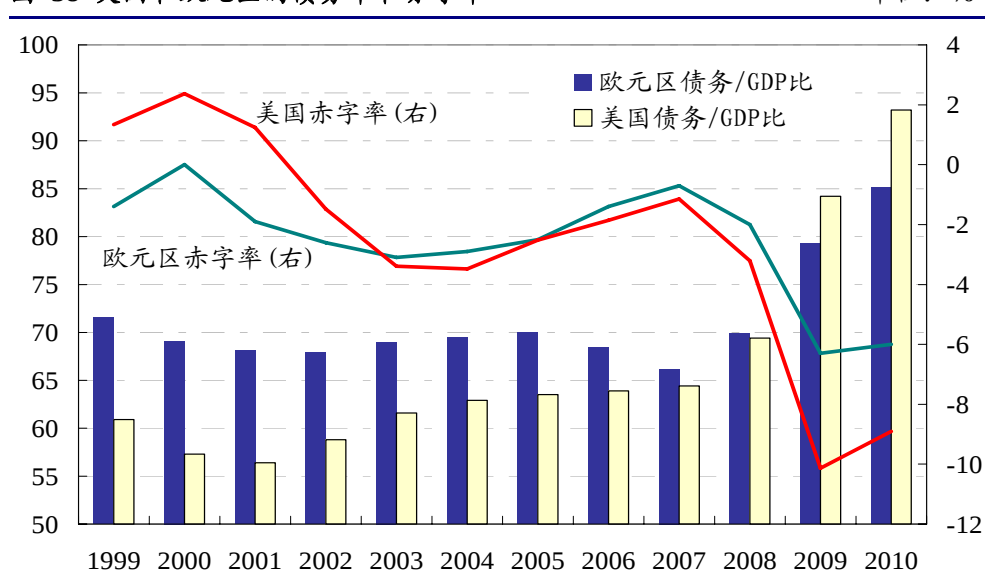
表 1: 欧盟发展历程

签署生效条约	1948 1948 布鲁塞尔条约	1951 1952 巴黎条约	1954 1955 布鲁塞尔条约修正	1957 1958 罗马条约	1965 1967 合并条约	1975 N/A 欧洲理事会成立	1986 1987 单一欧洲法案	1992 1993 马斯特里赫特条约	1997 1999 阿姆斯特丹条约	2001 2003 尼斯条约	2007 2009 里斯本条约	
								欧盟三支柱				
					欧洲各大共同体							
					欧洲原子能共同体 (EURATOM)							
					欧洲煤钢共同体 (ECSC)			条约于 2002 年终止				欧洲联盟 (EU)
					欧洲经济共同体 (EEC)			欧洲共同体 (EC)				
					TREVI			司法与内政合作 (JHA)		刑事方面的警察和司法合作 (PJCC)		
						欧洲政治合作 (EPC)		共同外交与安全政策 (CFSP)				
	松散的个体			西欧联盟 (WEU)				条约于 2010 年失效				

此次欧洲主权债务危机暴露出的一个重要问题是欧洲缺乏统一的财政，如果将欧元区看做一个整体，其债务规模和债务结构尚属健康。与美国比较，欧元区无论在债务率还是赤字率方面均低于美国，2010 年美国债务率接近 95%，而欧元区为 85%，赤字率美国接近 10%，欧元区仅有 6%。

图 38 美国和欧元区的债务率和赤字率

单位：%



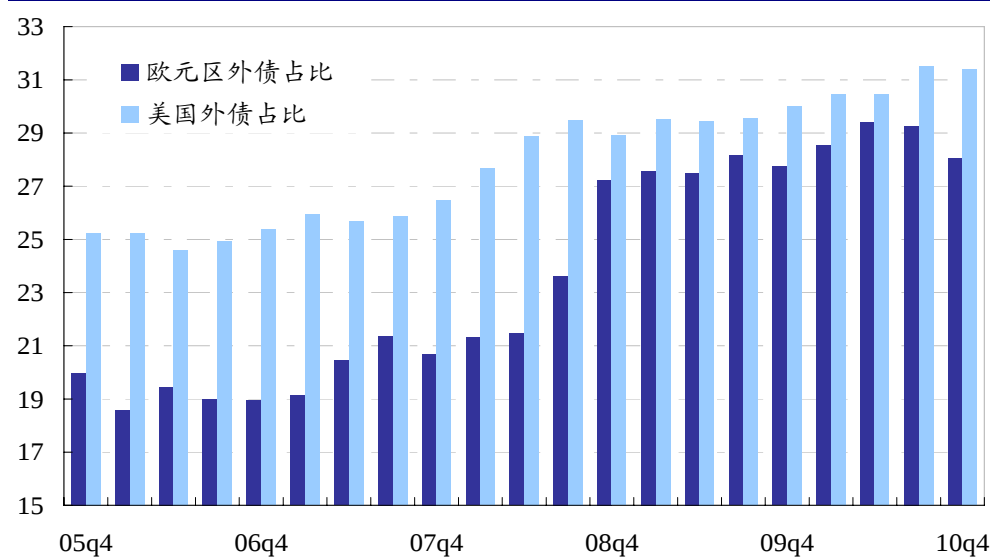
数据来源：国泰君安证券研究，欧央行、美联储

一国债务中如果外债占比过高则容易爆发债务危机，欧元区国家外债比重普遍偏高，但由于其多为欧元区内部相互持有，因此，欧元区整体外债率并不高，金融危机之前其外债占总债务比重在 25% 左右，危机之后也仍低于 30%。

欧洲如果能加快财政协调和统一的步伐，债务问题将会大大减轻，此次危机或将会加快欧元区财政统一的步伐，这种统一或许将以债务问题国家向欧盟委员会让渡部分主权来实现。

图 39 美国和欧元区政府的外债占比

单位：%

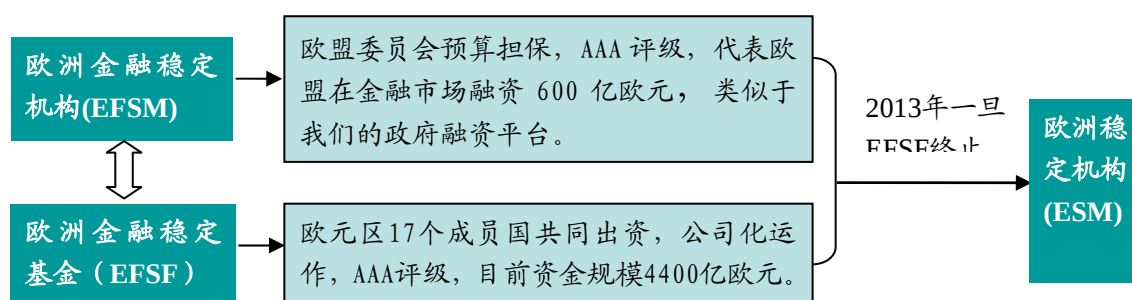


数据来源：国泰君安证券研究，欧央行、美联储

4.2. 救助机制逐渐形成

美国在 2008 年 3 月份出台了《实现金融监管结构现代化的蓝皮书》，在宏观审慎监管方面赋予了美联储更大的权利，并改革了美国的金融监管结构。随后在 10 月份，美国财政部又推出了 7000 亿美元问题资产救助计划。

此次欧债危机的最大风险是引起欧洲的银行业危机，但欧盟缺乏可以为金融机构注资的财政救助机制。在欧债危机爆发初期，欧盟领导人为了救助债务危机国家而临时成立了欧洲金融稳定机构（European Financial Stability Mechanism EFSM）以及欧洲金融稳定基金(European Financial Stability Facility EFSF)。这两个机构和基金连同国际货币基金组织、欧洲央行构成欧债救助铁三角。示意如下图：



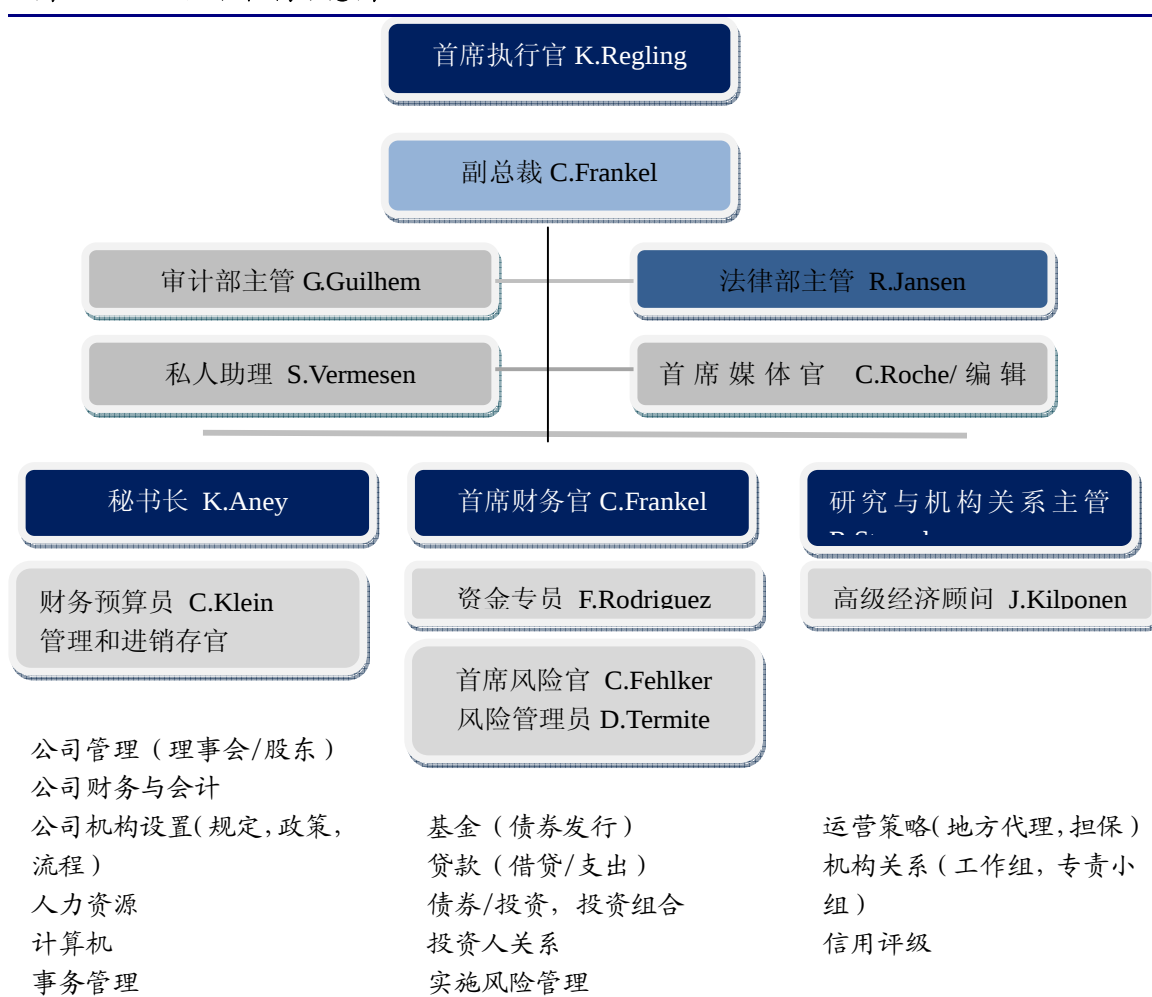
截止 9 月 29 日，EFSM 融资和贷款情况如表 2 所示，其资金主要用于爱尔兰和葡萄牙的救助。

表 2: EFSM 融资和贷款支付一览 (Status: 29 September 2011)

数量	期限	融资日期	贷款受惠方	支付日期
50 亿	5yr	11.01.05	爱尔兰	11.01.12
34 亿	7yr	11.03.17	爱尔兰	11.03.24
47.5 亿	10yr	11.03.24	30 亿爱尔兰, 17.5 亿葡萄牙	11.05.31
47.5 亿	5yr	11.05.25	葡萄牙	11.06.1
50 亿	10yr	11.09.14	葡萄牙	11.09.21
40 亿	15yr	11.09.22	20 亿爱尔兰, 20 亿葡萄牙	11.09.29

9 月 29 日德国议会通过了方案, 意味着 EFSF 规模扩张和基金的灵活性提升迈出了关键一步, 但这一改革方案最后的完成还需要其他欧元区成员国议会的通过。如果改革方案最终全部通过, EFSF 规模将由 2500 亿欧元扩展至 4400 亿, 并将其权力从之前的仅救助欧元区危机国家扩展至可以在二级市场购买债券, 为银行注入资本, 及在一国危机全面爆发前为该国提供贷款。这一改革方案的关键之处是容许 EFSF 直接为银行业注资, 从而形成一个保护欧洲银行体系的机制, 避免债务危机升级为金融危机, 也有助于隔离危机从希腊向意大利西班牙等欧元区大国蔓延的防火墙的建设, 从而有助于稳定欧洲金融市场当前动荡的形势。

图 40 EFSF 组织机构示意图



数据来源: 国泰君安证券研究, 欧盟

但是否得到各成员国议会通过还犹未可知。我们认为这样一种机制的建立已经令欧元区金融稳定前景看到了曙光。同时，这两个机构和基金将来为欧元区金融监管机制建设迈出了实质性的一步。欧盟已计划在 2013 年两个机构结束时将成立一个永久性的救助机制——欧洲稳定机制（European Financial Mechanism）来作为替代，以协助成员国度过金融或财政危机、保障欧元区金融体系的稳定。

表 3：欧洲金融稳定基金（EFSF）中欧元区国家出资规模和份额

国家	初始份额			扩大后份额	
	承诺出资 (百万欧元)	份额	人均	承诺出资 (百万欧元)	份额
 奥地利	€12,241.43	2.78%	€1,464.86	€21,639.19	2.7750%
 比利时	€15,292.18	3.48%	€1,423.71	€27,031.99	3.4666%
 塞浦路斯	€863.09	0.20%	€1,076.68	€1,525.68	0.1957%
 爱沙尼亚				€1,994.86	0.2558%
 芬兰	€7,905.20	1.80%	€1,484.51	€13,974.03	1.7920%
 法国	€89,657.45	20.38%	€1,398.60	€158,487.53	20.3246%
 德国	€119,390.07	27.13%	€1,454.87	€211,045.90	27.0647%
 希腊	€12,387.70	2.82%	€1,099.90	€21,897.74	2.8082%
 爱尔兰	€7,002.40	1.59%	€1,549.97	€12,378.15	1.5874%
 意大利	€78,784.72	17.91%	€1,311.10	€139,267.81	17.8598%
 卢森堡	€1,101.39	0.25%	€2,239.95	€1,946.94	0.2497%
 马耳他	€398.44	0.09%	€965.65	€704.33	0.0903%
 荷兰	€25,143.58	5.71%	€1,525.60	€44,446.32	5.6998%
 葡萄牙	€11,035.38	2.51%	€1,037.96	€19,507.26	2.5016%
 斯洛伐克	€4,371.54	0.99%	€807.89	€7,727.57	0.9910%
 斯洛文尼亚	€2,072.92	0.47%	€1,009.51	€3,664.30	0.4699%
 西班牙	€52,352.51	11.90%	€1,141.75	€92,543.56	11.8679%
 欧元区(16) 不包括马耳他	€440,000.00	100%	€1,339.02		
 欧元区(17)				€779,783.14	100%

4.3. 央行或将突破传统

欧债危机充分暴露了欧元区的根本矛盾，即统一的货币政策与分散的财政政策之间、严明的货币政策纪律与机会主义的财政政策纪律之间的矛盾。尽管 EFSF 从 2500 亿欧元扩大至 4400 亿欧元的议案最终得到各国议会的批准，EFSF 的功能也从只能在事后提供救命贷款扩张到二级市场购买国债和银行业政府注资，但仍然受到诸多制约。默克尔就表示只有当一国已经无力救助本国银行时，EFSF 才可考虑出手救助。因此，当德克夏银行面临重组之际，首先挺身而出的是法国和比利时政府也就不足为奇了。

在应对金融危机方面，美联储已足够激进，但欧洲央行作为传统货币政策纪律的

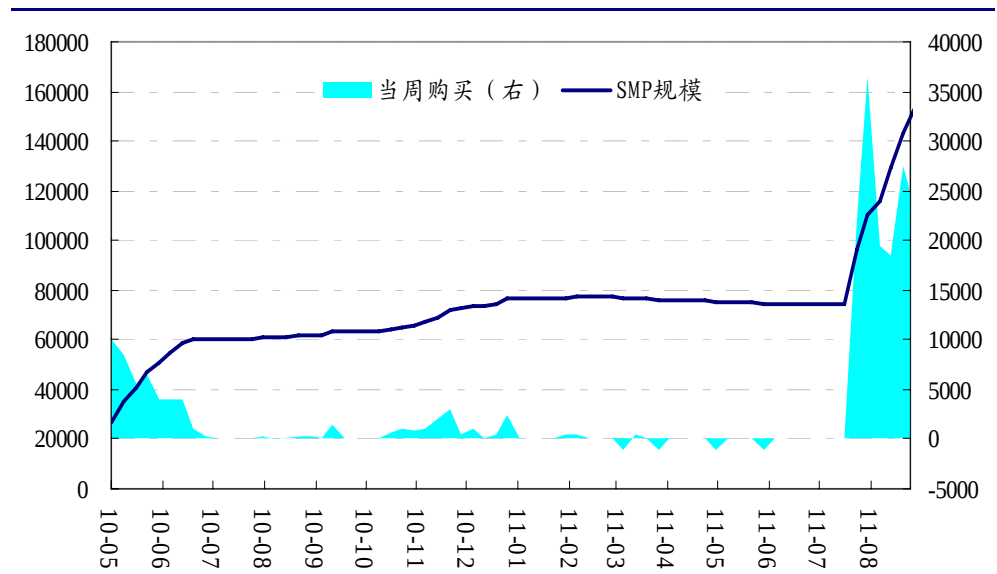
严格遵守着，在过去两年表现相当保守。首先，欧洲的货币政策受制于通货膨胀目标制度；其次，欧元作为一个货币联盟的货币，其更注重政策的信誉和稳定性。这些都制约了在应对危机方面，欧洲央行采取更为激进的政策。

然而，随着欧元区经济增长的显著放缓，欧债危机的深化以及欧洲银行体系的动荡，欧央行或将被迫突破传统政策纪律，进而采取更为激进的刺激和救市政策。

欧洲央行的资产购买计划（SMP）八月重启，八月至今累计在二级市场购买国债超过 800 亿欧元，对于稳定欧债二级市场发挥重要作用。

图 41 SMP

单位: 百万欧元



数据来源：国泰君安证券研究，欧洲央行

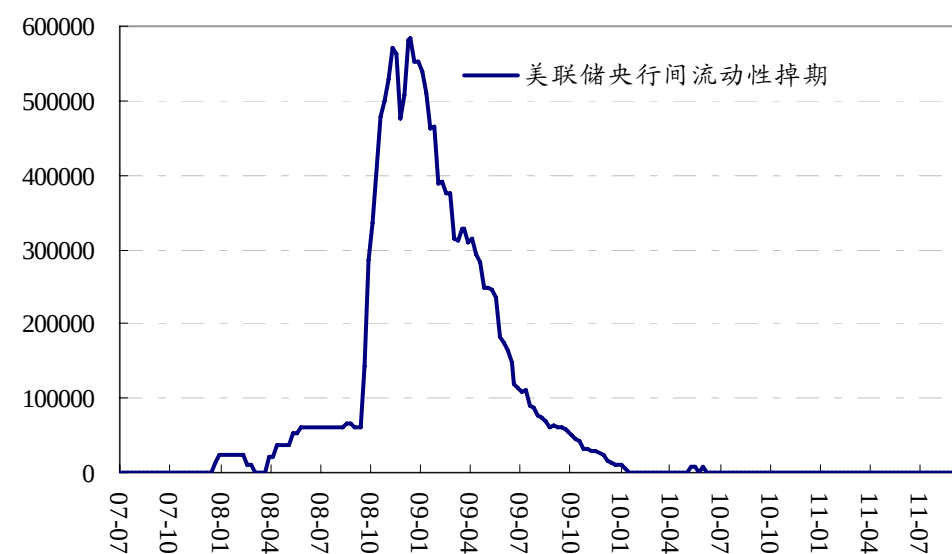
欧央行 9 月 15 日发布公告，欧洲央行、美联储、瑞士央行、日本央行和英国央行将协同执行三次美元流动性注资操作，期限约为三个月，整个招标活动将持续到年底。本次联合行动的特点，一方面是五大央行联手，二是美元流动性提供期限为 3 月，高于普通的 7 天回购，有利于为金融机构提供更为稳定的流动性。欧洲、瑞士央行、日本央行、英国央行通过与美联储的货币互换，获得美元，然后向所在国家或区域的金融体系提供流动性，这一做法在 2008 年次贷危机期间也曾有过。美联储与全球各大央行间开展美元流动性掉期开始于 2007 年 12 月，2008 年 9 月雷曼破产后开始超大幅度增加，高峰时期规模接近 6000 亿美元之巨，而在 2010 年 2 月逐渐消减为零。可以想见，本次五大央行联手举动表明欧债危机已经令欧洲银行业流动资金严重匮乏，而欧债危机模式与次贷危机模式也愈发相近，一旦未来有大型金融机构出现倒闭等重大危机事件，流动性需求将大幅上升。同时，欧洲央行 10 月议息会议决定启动 2 个长期再融资操作（Longer-term Refinancing Operations），一个 10 月启动，为期 12 个月，另一个 12 月启动，为期 13 个月。LTRO 利率将由期间的 MRO 利率均值决定。

欧洲央行决定执行新的 Covered Bond Purchase Programme（CBPP2）：

- 一、规模将达到 400 亿欧元；
- 二、有能力在一级和二级市场直接购买债券；
- 三、2011 年 11 月开始，2012 年 10 月底结束。

图 42 美联储央行间流动性掉期

单位：百万美元



数据来源：国泰君安证券研究，美联储

危机应对：全球政策或再宽松

10月议息会议欧洲央行维持政策利率不变，但欧洲银行也亟待注资和重组，这势必使得欧洲央行执行较此前更为宽松的货币政策。英格兰银行维持利率不变，但将资产购买规模从2000亿英镑扩张至2750亿英镑。

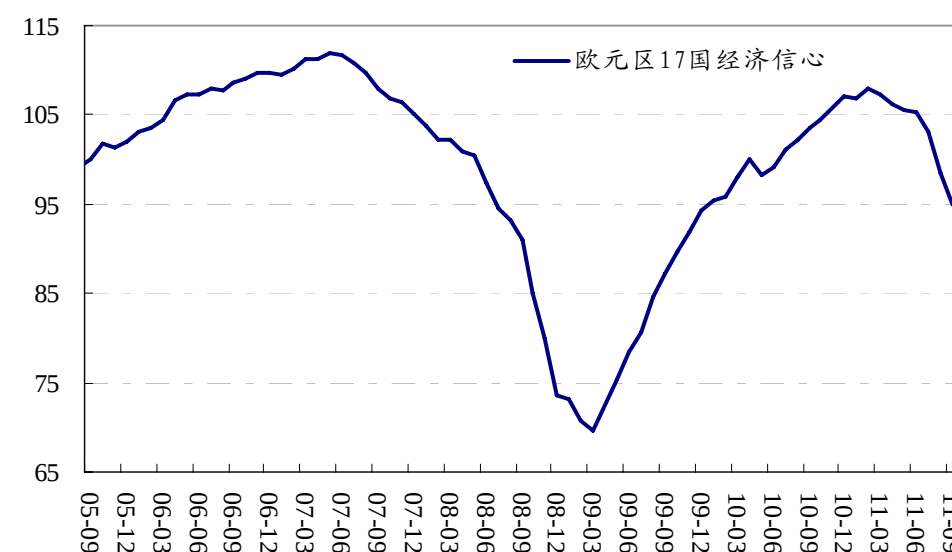
更为重要的是全球经济增长正在放缓，这将为全球的通胀降温，许多新兴市场国家物价已开始下降或者开始见顶，这些变化正在侵蚀各国去年年初以来的紧缩政策的基础，政策转变或在不远的将来。

5.1. 衰退救市均需放松

欧元区2季度环比折年率仅0.9%，较1季度下降了2%。7月份以来的欧元区经济信心指数仍处于快速下滑通道，经济增长放缓趋势仍在延续。

图 43 欧元区经济信心指数

单位：1



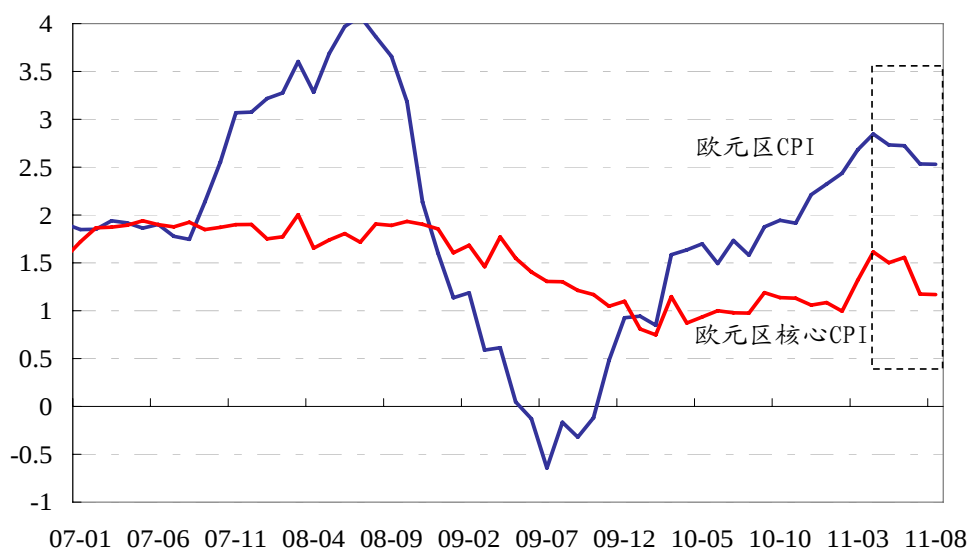
数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

欧元区物价与经济走势一致，自4月份开始便持续下降，8月份已降至2.5%，物

价回落走势预计仍将延续。

图 44 欧元区物价走势

单位：%

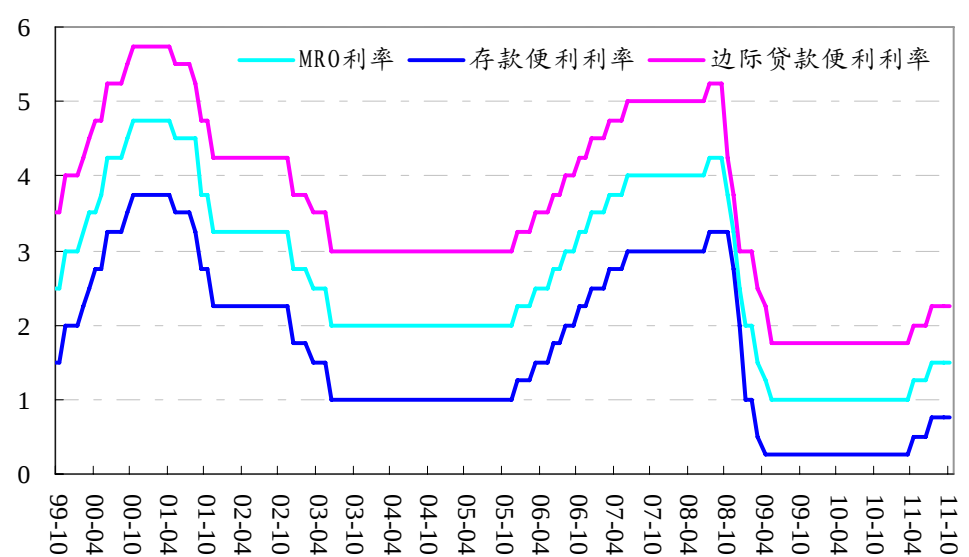


数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

欧洲 10 月议息会议决定维持利率不变，即主导再融资利率为 1.5%，存款便利利率为 0.75%，边际贷款利率为 2.25%，但市场对于欧央行降息预期日渐强烈。

图 45 欧洲央行基准利率

单位：%



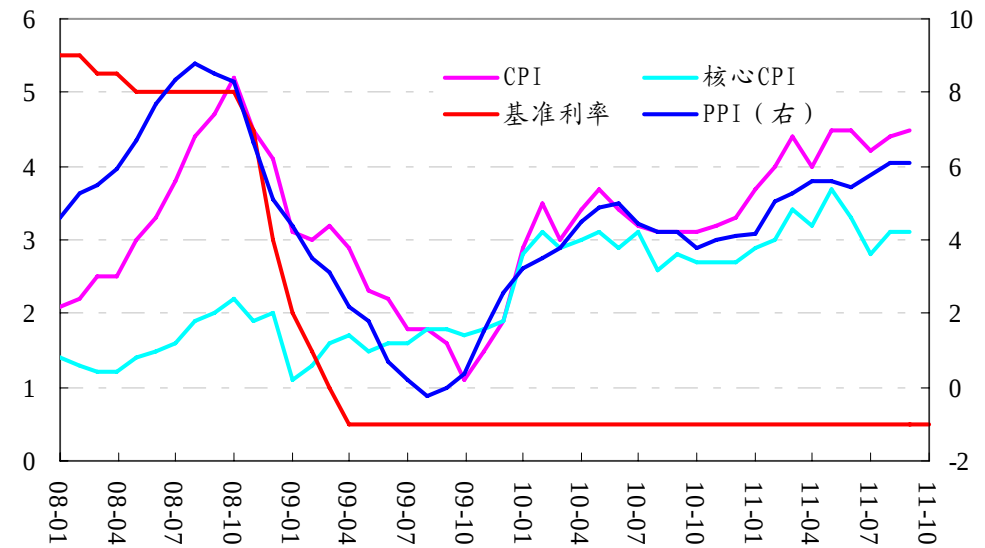
数据来源：国泰君安证券研究，欧洲央行

英格兰央行 MPC 委员 David Miles 9 月 28 日表示，QE2 对刺激英国经济将是有效的，他会投票赞成新一轮的量化宽松，并坚称央行不存在政治压力。他表示，如有必要，MPC 有大量措施可用。

英格兰银行 10 月议息会议决定维持官方利率商业银行准备金利率在 0.5% 不变，决定实行 QE2，将其资产购买规模从 2000 亿英镑扩张至 2750 亿英镑，资产购买计划（Asset Purchase Facility）将从 10 月 10 日开始执行，并在 4 个月内执行完毕。

图 46: 英国利率、CPI

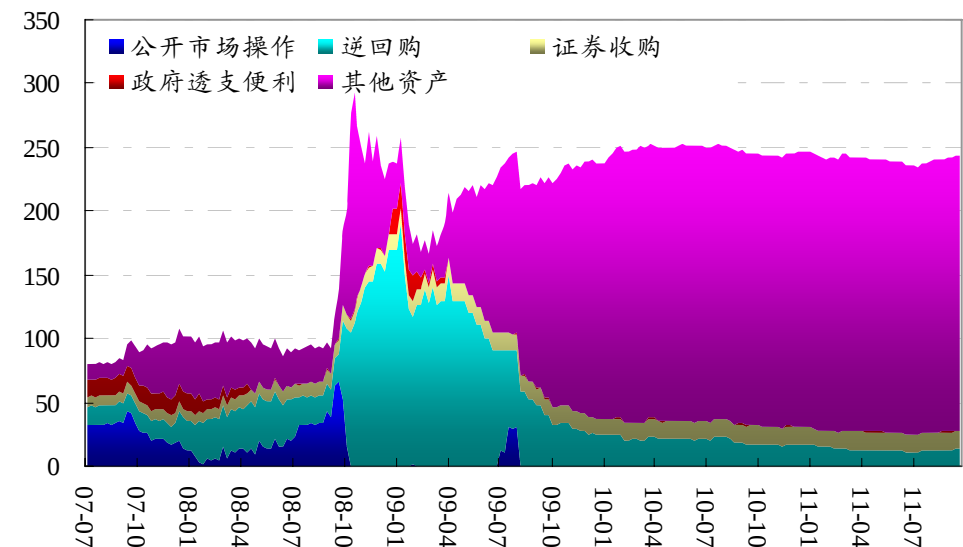
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 英格兰银行

图 47: 英国量化宽松

单位: 10 亿英镑



数据来源: 国泰君安证券研究, 英格兰银行

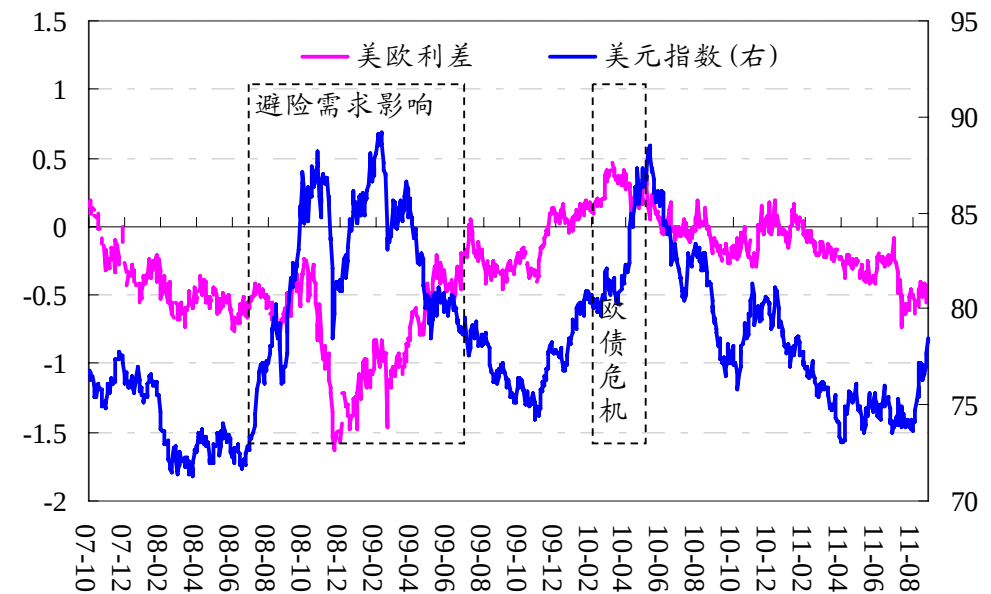
5.2. 美元走强通胀减弱

美元走势受美欧利差走势和避险需求影响最大。08 年 3 季度至 09 年 2 季度美元走势背离利差走势, 主要是因为金融危机引起的避险情绪。10 年 4 月至 6 月, 美元的大幅上涨也主要是因为欧洲债务危机的爆发。自从今年 8 月份以来, 全球金融市场动荡加剧, 9 月份美联储出乎市场意料的没有推出进一步的量化宽松政策, 这些都有利于推动美元走强。欧洲央行政策提前放松将会促使欧元走弱, 美元走强。

美元自 9 月初反弹以来, 从 74 上涨到 79, 反弹幅度已经超过 6%, 未来美元指数仍将强势, 我们认为美元指数冲上 80 概率极大!

图 48 美元走势与美欧利差

左轴: % 右轴: 1

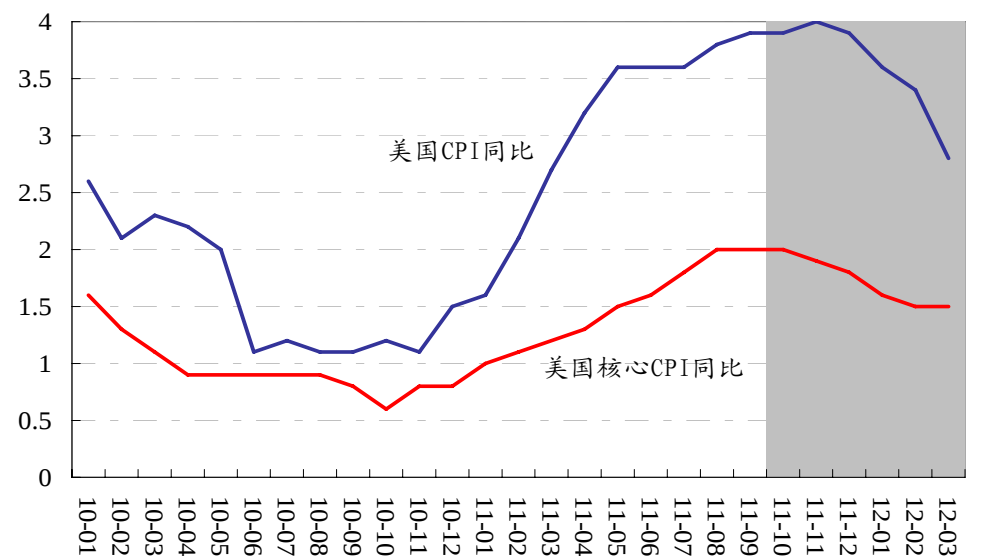


数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

目前威胁美联储政策的一个重要因素是美国的物价走势。自去年底以来, 美国物价持续走高, 但随着今年 2 季度以来经济增长放缓, 大宗商品价格暴跌, 物价已失去上涨的动力。根据我们的预测, 美国 CPI 明年 1 季度将出现快速下降, 经济将再次面临通缩的风险。届时, 美联储可能将再推量化宽松政策。

图 49 美国物价走势及预测

单位: %



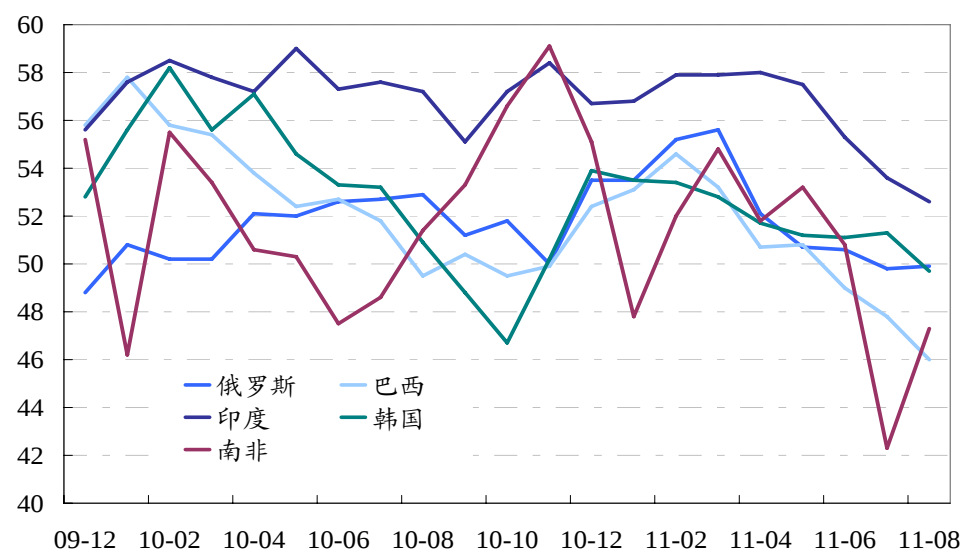
数据来源: 国泰君安证券研究, 美国劳工部

5.3. 新兴市场通胀渐消

6 月以来, 新兴市场国家 PMI 指数普遍回落, 反映了新兴市场经济增长也正在放缓。同时, 俄罗斯、巴西等国物价已出现了回落, 这将令去年以来持续过热的新兴市场国家经济逐步降温, 各国紧缩的货币政策也或将告一段落。

图 50 新兴市场国家 PMI 指数

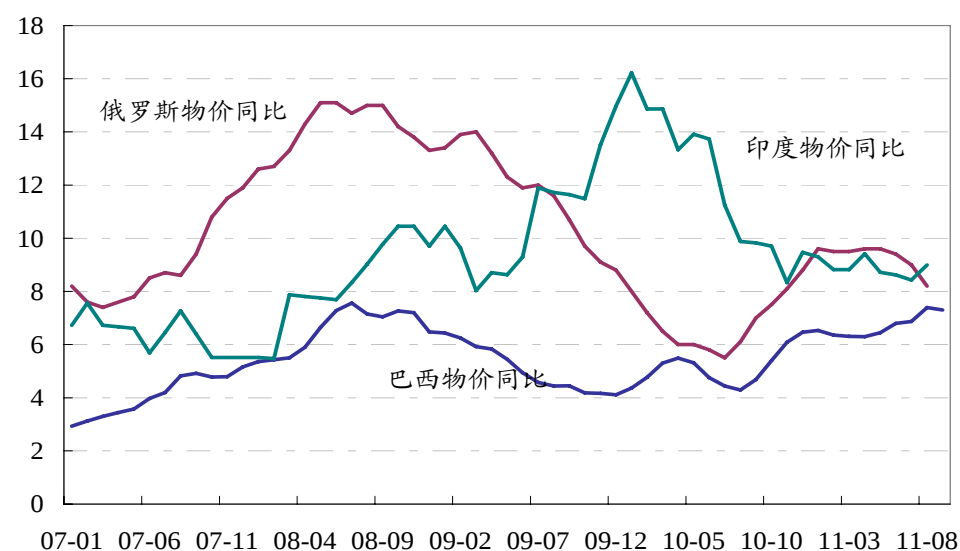
单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

图 51 新兴市场国家物价走势

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Wind

作者简介:**王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

姜超:

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		