

欧债如果解救：危机持续发酵而应对不力、叠加经济下滑

✍ 闻岳春 执业证书编号：S1230208080059
☎ 021-64716089
✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读：

- 欧债危机持续发酵
- 欧债危机形成的一般原因
- 危机的前奏或背景：目前欧盟大部分成员国都处于赤字或者债务超标状态
- 危机的重要指标：“欧猪国家”长期国债收益率往往飙升，与德国长期国债收益率的利差扩大
- 欧债危机或呈多米诺效应，对德国、法国、英国、西班牙甚至美国的金融体系都有一定的、甚至明显的影响
- 危机持续发酵而应对不力
- 危机的欧洲又叠加经济放缓连夜雨
- 标本兼顾、治病与救人结合解决欧债危机
- 欧债危机与欧元：希腊的命运掌握在谁手中？

投资要点：

- 欧债危机持续发酵
- 欧债危机形成的一般原因
- 直接原因：不遵守财政纪律，长期财政赤字，严重依赖举债；根本原因：经济发展水平相对较低，核心竞争力相对不强，希腊经济主要靠旅游服务业支撑；深层原因：老龄人口占比及福利支出过高，财政负担沉重；重要原因之一：采用美国式“自由市场经济模式”，片面强调自由放任、反对国家干预，缺乏监管；重要原因之二：信用评级机构的“畸形”话语霸权
- 欧债危机的蔓延
- 危机的前奏或背景：目前欧盟大部分成员国都处于赤字或者债务超标状态
- 危机的重要指标：“欧猪国家”长期国债收益率往往飙升，与德国长期国债收益率的利差扩大
- 欧债危机或呈多米诺效应，对德国、法国、英国、西班牙甚至美国的金融体系都有一定的、甚至明显的影响
- 危机持续发酵而应对不力
- 危机的欧洲又叠加经济放缓连夜雨
- 标本兼顾、治病与救人结合解决欧债危机
- 欧债危机与欧元：希腊的命运掌握在谁手中？

相关报告

- 1《欧债救助或再加码需过欧元区17国同意关》2011.09.29
- 2《低碳金融综述及我国低碳金融体系的构建》2011.09.12
- 3《美国促就业经济“有心少力”：8月非农就业零增长远差于预期、失业率仍为9.1%》2011.09.04
- 4《美国通胀上升、美元指数低位震荡及外部压力掣肘正版QE3立即推出》2011.08.25
- 5《欧美股市暴跌深层原因：债务危机深化、叠加经济“滞胀”而应对不力》2011.08.19
- 6《欧债危机蔓延、全球经济走软下美国经济大幅放缓：变相QE3现在进行时》2011.08.14
- 7《意大利、西班牙国债市场动荡的原因、应对及前景》2011.08.06
- 8《美国债务上限谈判陷僵局：演化、情景、后果、应对》2011.07.31
- 9《美经济数据总体不佳、两党围绕债务上限的政治斗争或导致债务违约令股市承压》2011.07.31
- 10《中国主权财富基金进一步发展的策略研究》2011.07.23

报告撰写人： 闻岳春

数据支持人： 闻岳春





正文目录

欧债如果解救：危机持续发酵而应对不力、叠加经济下滑	3
1. 欧债危机持续发酵	3
1.1 欧债危机形成的一般原因	3
1.1.1 直接原因：不遵守财政纪律，长期财政赤字，严重依赖举债	3
1.1.2 根本原因：经济发展水平相对较低，核心竞争力相对不强，希腊经济主要靠旅游服务业支撑	4
1.1.3 深层原因：老龄人口占比及福利支出过高，财政负担沉重	4
1.1.4 重要原因之一：采用美国式“自由市场经济模式”，片面强调自由放任、反对国家干预，缺乏监管	4
1.1.5 重要原因之二：信用评级机构的“畸形”话语霸权	5
1.2 欧债危机的蔓延	5
1.3 危机的前奏或背景：目前欧盟大部分成员国都处于赤字或者债务超标状态	6
1.4 危机的重要指标：“欧猪国家”长期国债收益率往往飙升，与德国长期国债收益率的利差扩大	8
1.5 欧债危机或呈多米诺效应，对德国、法国、英国、西班牙甚至美国的金融体系都有一定的、甚至明显的影响	10
1.6 危机持续发酵而应对不力	11
1.7 危机的欧洲又叠加经济放缓连夜雨	12
2. 标本兼顾、治病与救人结合解决欧债危机	14
3. 欧债危机与欧元：希腊的命运掌握在谁手中？	15

图表目录

表 1：希腊近 10 年以来财政、国际贸易收支、储备及外债情况	3
图 1：欧元区、欧盟 27 国、PIIGS 葡、意、爱尔兰、希、西一般政府债务总额占 GDP 比例	6
图 2：欧元区、欧盟 27 国、PIIGS 葡、意、爱尔兰、希、西一般政府财政盈余（赤字）占 GDP 比例	6
图 3：欧元区、欧盟 27 国、德、法、英、意、西一般政府债务总额占 GDP 比例	7
图 4：欧元区、欧盟 27 国、德、法、英、意、西等一般政府财政盈余（赤字）占 GDP 比例	7
图 5：2010 年 5 月希腊危机深化中获得 IMF、欧盟、欧洲中央银行等 7500 亿欧元的救助机制（设立巨型稳定基金）中约 1100 亿欧元救助计划，但到今年希腊危机又显露，不得不实施二轮救助。其 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率利差曾在 2011 年 9、10 月达创记录的 1600 多基点	8
图 6：欧债危机中的爱尔兰长期国债收益率与德国长期国债收益率的利差在 2011 年 7 月达创记录的 1200 多基点	8
图 7：欧债危机中的葡萄牙长期国债收益率与德国长期国债收益率利差在 2011 年 7 月达创记录的 900 多基点	9
图 8：市场担忧情绪推升意大利融资成本节节走高，其 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率的利差总体扩大。随着欧洲中央银行买入意大利国债，意大利国债风波有所缓解	9
图 9：西班牙 10 年期国债收益率 7 月 29 日-8 月 5 日持续位于 6% 上方，其与德国国债收益率的利差扩大；随着欧洲中央银行买入西班牙国债，最近西班牙国债风波有所缓解	10
图 10：2009 年德国、法国、英国、西班牙银行体系持有欧猪五国的主权国家债务（美元）	11
图 11：欧元区经济下滑，快速演变为 2011 年 Q2 的环比增长 0.2% 低于预期增长 0.3% 和 Q1 环比 0.8% 增幅	12
图 12：受欧债危机和美国经济增长疲弱影响，今年 2 季德国经济仅比 1 季增长 0.1%	12
图 13：受欧债危机和美国经济增长疲弱影响，今年 2 季法国经济意外停滞，环比增长为零	13
图 14：2011 年 2 季度意大利经济环比增长 0.3% 好于 1 季度的 0.1%，同比增长 0.8% 低于 1 季度的 1.1%	13
图 15：西班牙 2011 二季度经济增速放缓，GDP 季比（环比）增幅降至 0.2%，年比（同比）增长 0.7%，低于 1 季度的环比 0.4%、同比 0.9% 的增长	13
图 16：希腊经济在 2011 前两个季度分别负增长 8.1% 和 7.3%，下滑程度高于经济专家年初的预计。在过去的 3 年时间里，希腊经济总量衰退幅度达到 12%	14

表 1：希腊近 10 年以来财政、国际贸易收支、储备及外债情况	3
表 2：希腊近 10 年以来财政、国际贸易收支、储备及外债情况	4
表 3：希腊人口、劳动力总数及占比情况	4





欧债如果解救：危机持续发酵而应对不力、叠加经济下滑

1. 欧债危机持续发酵

2009 年 12 月 8 日全球三大评级公司下调希腊主权评级，希腊——欧债危机显露。2010 年起欧洲其他国家（主要是欧猪五国 PIIGS，葡 Portugal、意 Italy、爱尔兰 Ireland、希 Greece、西 Spain）也开始逐步陷入危机，整个欧盟都受到债务危机困扰。伴随德国等欧元区的龙头国都开始感受到危机的影响，欧元大幅下跌，加上欧洲股市暴挫，整个欧元区正面对成立十一年以来最严峻的考验，有评论家更推测欧元区最终会解体收场。危机进一步蔓延、升级。

2009 年底爆发的希腊——欧债危机，目前正逐渐由希腊、爱尔兰、葡萄牙等小型边缘国家向西班牙、意大利等欧元区大中型重要国家渗透，甚至有扩散到上述“欧猪五国”外的不良趋势，如有可能向法国甚至德国蔓延，进而威胁到英国等欧元区外国家。如不久前，市场传闻法国等欧元区国家支柱国家有可能被下调主权评级，引起了股票市场的又一轮暴跌。

1.1 欧债危机形成的一般原因

希腊债务危机引发的欧债危机愈演愈烈，其成因是多方面的（这里分析一般的共同原因。“欧猪五国”债务危机具体的原因各不相同）

1.1.1 直接原因：不遵守财政纪律，长期财政赤字，严重依赖举债

表 1：希腊近 10 年以来财政、国际贸易收支、储备及外债情况

项目	单位	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
财政赤字	10 亿欧元	-5	-7	-8	-10	-14	-10	-8	-12	-18	-32
赤字占 GDP 比	%	-3.8	-4.4	-4.8	-5.7	-7.4	-5.3	-3.8	-5.4	-7.7	-13.6
经常项目盈余	10 亿美元	5	6	4	4	5	4	4	2	4	2
国际储备	10 亿美元	14	6	9	6	3	2	3	4	3	6
外债总额	10 亿美元	57	60	63	66	69	75	81	——	——	——
外债占 GDP 比	10 亿美元	45	45.9	42.7	33.8	30.1	30.9	30.7	——	——	——

注：2009 年“财政赤字”及占比，以及“外债总额”及占比均为估计数。

资料来源：BvD 数据库。

表面上看，希腊债务危机的直接原因是该国不遵守欧盟、欧元区的财政纪律，长期存在财政赤字。希腊的财政问题由来已久，目前该国财政赤字占 GDP 的比重已高达 10% 以上（2010 年底为 10.5%），远远超过欧元区设定的 3% 上限；2010 年底希腊公共债务余额占 GDP 的比重则高达 142.8%。事实上，早在 2001 年希腊加入欧元区时，就请高盛公司利用当时欧盟财政规定上的漏洞，对本国尚未达标的财政状况进行了巧妙掩饰，虽然获得了一时之利，顺利加入了欧元区，却为日后的财政危机埋下隐患。就像之前迪拜债务危机一样，这次希腊的危机又让业界及学界惊呼：希腊可能成为下一个“雷曼”。尽管现在还很难对这样的预言做出评判，但有一点却日益成为各界共识，即希腊等个案背后折射出的主权债务风险，特别是应该高度关注在这轮危机中大举借债的发达经济体（美国、日本、英国等）的主权债务风险。





此外，希腊国际贸易盈余一直处于较低水平，且国际储备占 GDP 比重也较小，从而也进一步加剧了其对外债的依赖。

1.1.2 根本原因：经济发展水平相对较低，核心竞争力相对不强，希腊经济主要靠旅游服务业支撑

希腊经济发展水平在欧元区国家中相对较低，主要靠旅游服务业支撑。产业结构以服务业（主要是旅游业及相关产业）所占比率最高，约占 70%；工业次之约占 25%，农业产值约占国内生产总值的 5% 左右。旅游业作为获得外汇、维持国际收支平衡的重要经济部门，而随着 2007 年金融危机爆发后，世界各国出游人数大幅减少，对希腊旅游业造成很大冲击，可以认为是压垮希腊的“最后一根稻草”。此外，由于希腊主要依赖服务业，其生产率提高的幅度也是非常有限的。

表 2：希腊近 10 年以来财政、国际贸易收支、储备及外债情况

项目	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
农业对 GDP 贡献	-3.7	-1.2	-3.8	-5.7	4.9	-1.4	-18	-10.8	5.2	0.2
工业对 GDP 贡献	5.4	8.7	-8.6	9.2	4.8	10.7	5.5	3.8	-2.4	3.2
服务业对 GDP 贡献	5	2.5	8.6	6.4	6.1	0.6	4.1	5.1	5.2	-3.5
农业占 GDP 比	6.6	6.4	5.9	5.7	5.1	5.1	4.1	3.8	3.3	3.4
服务业占 GDP 比	72.5	72.2	74.6	74.4	74.8	74.5	75	75.9	77	76
劳动生产率	3	4.3	1.2	3.5	3.7	1	2.6	3.2	0.9	-1
全要素生产率	2.5	3.1	1	2.9	3	0.1	1.6	2	0.2	-2.1

注：2009 年所有指标以及“劳动生产率”、“全要素生产率”均为估计数。

资料来源：BvD 数据库。

1.1.3 深层原因：老龄人口占比及福利支出过高，财政负担沉重

据相关资料，希腊 2005 年 65 岁以上的人口占总人口的比例达到了 18%，到 2030 年这一比例将上升至 25%，同时根据欧盟委员会的预测，2050 年希腊仅用于发放养老金一项开支占 GDP 的比例即将升至 12%；与此相对应的是，由于债务危机爆发前希腊人的平均退休年龄仅为 53 岁，且每年有长逾 6 个星期的休假，因此希腊劳动力占总人口的比例 2000 年以来一直未能超过 50%（如表 7）；此外，由于希腊无论是在野党还是执政党为了争取到更多的选票，也都承诺并极力推行高福利政策，在劳动生产率没有显著大幅提升及财政收入没有相应增加的情况下，财政负担必然进一步加剧。

表 3：希腊人口、劳动力总数及占比情况

项目	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
总人口（百万）	10.9	11	11	11	11	11	11	11	11	11
劳动力（百万）	4.6	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	4.9	4.9	4.9	5
劳动力占比（%）	42.20	41.82	42.73	42.73	43.64	43.64	44.55	44.55	44.55	45.45

资料来源：BvD 数据库。

1.1.4 重要原因之一：采用美国式“自由市场经济模式”，片面强调自由





放任、反对国家干预，缺乏监管

尽管欧元区的主导模式是德国式的“社会市场经济模式”，该模式在德国和北欧国家得到了很好的贯彻。德国模式有四个经济目标，即适度的经济增长、充分就业、价格稳定、国际收支平衡。该模式一贯认为，经济政策的首要目标是价格稳定，只有以价格稳定为前提的经济增长才有可持续性。欧洲央行遵循的正是这一模式，因此德国财政政策的首要目标和欧洲央行货币政策的目标是一致的，不存在目标冲突。

但希腊长期以来一直都不遵守欧盟、欧元区的财政纪律，因而财政政策和欧洲央行的货币政策之间存在严重的目标冲突，这也是此次希腊债务危机的重要原因之一。希腊（以及部分）采用美国式的“自由市场经济模式”，这一模式片面强调自由放任、反对国家干预，缺乏监管。希腊在加入欧元区时财政状况就未达标，加入欧元区后又继续受美国模式的影响，以促进经济增长为首要目标，财政政策一直比较宽松。虽然希腊经济增长率在欧元区算是较高的，但这一增长不具有可持续性，而宽松的财政政策则进一步加剧了债务问题。

1.1.5 重要原因之二：信用评级机构的“畸形”话语霸权

主权债务危机撼动全球，与信用评级机构的“畸形”话语霸权也有密切关系。标普、穆迪和惠誉三大评级机构，本来只是一种私人金融中介组织，但西方国家监管部门却赋予了它们作为市场信用风险最终裁决者的崇高地位。三家机构因此具备了“一言可以灭国”、“一言可以兴邦”的超级金融话语权。全球金融市场对于三家信用评级机构的迷信，导致三家机构每一次下调希腊等欧元区国家主权信用评级或展望，都会在全球范围内引发波动。对此，业界及学界普遍认为，评级机构也是引发危机的重要原因之一，笔者认为应该削弱它们的影响力，并加强对评级机构的监管

1.2 欧债危机的蔓延

除了对美国经济增长感到担忧之外，投资者们目前还在密切关注欧洲的状况，他们担心意大利或西班牙将成为下一个无力偿还债务的国家。8月2日，美国国会刚刚通过提高美债上限方案，使得美债危机暂时得以缓解，但是，马上欧洲债务危机再次回到人们的视线。8月3日开始，欧债危机进一步向欧元区第三、四大经济体——意大利和西班牙蔓延，其国债更是遭到猛烈攻击，收益率均徘徊在约14年高点，民众恐慌情绪空前高涨。投资者担心若情况继续恶化，这场危机最终对世界经济造成的打击将并不亚于美国才平息的债务危机。随着欧洲中央银行随后的出手：买入意大利和西班牙国债，意大利、西班牙国债风波有所缓解，国债收益率有所下降，与德国国债收益率的利差有所收窄。

更加严重的是，过去几个月，欧元区两大支柱之一的法国的国债风险溢价有明显的上升。市场对法国是否能继续维持其AAA评级感到忧虑。自标准普尔在周五晚上（8月5日，北京时间8月6日早上）调降美国信用评级后，法国政府国债担保成本不断创出新高。欧洲股市周三（8月10日）大幅下滑，投资者对市场传言的法国可能失去AAA评级的感到不安，导致银行股跳





水，法国兴业银行暴跌近 15%。法国、德国与西班牙股指跌幅均超出 5%，意大利金融时报 MIB 指数下跌 6.7%，收报 14676.04 点。美国股市最后也暴跌，道指收盘暴跌 520 点。投资者们担心欧洲债务危机可能升级、全球经济放缓，美股因此重挫。

德国经济研究所经济学家贝尔克担心，如果法国失去 3A 评级，将可能造成欧元区的解体，原因是法国在欧洲金融稳定机制中占据重要地位。

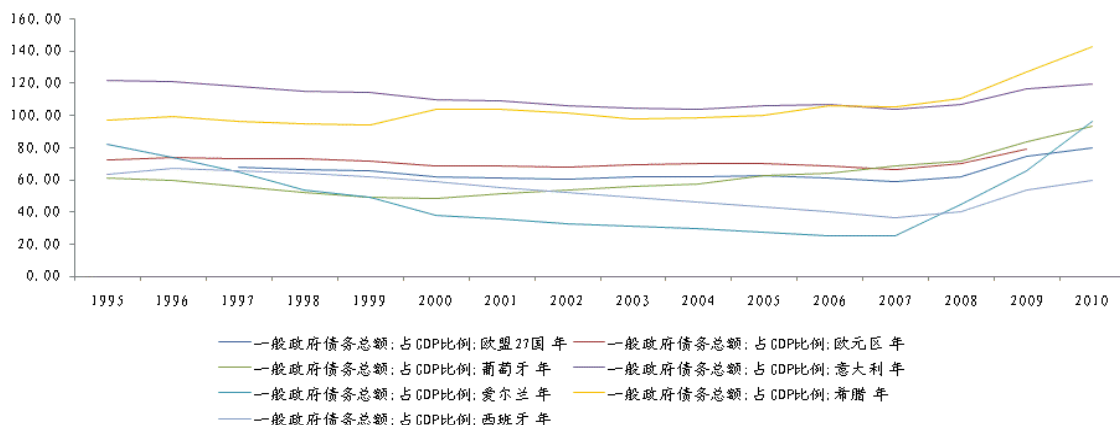
随后，三大评级机构出来澄清传言。穆迪表示给予法国 AAA 评级，前景为稳定。标准普尔机构也重申法国 AAA 评级，展望稳定。惠誉则表示对法国的主权信用评级仍为 3A，评级前景为稳定。惠誉麾下的惠誉解决方案公司指出，法国和德国信贷违约掉期（CDS）价格明显上涨，可能表明市场越来越担心欧元区扶助区内较弱国家的能力。

在法国可能被下调评级的传言出炉之后，法国总统萨科齐提前结束休假，并与各部长召开紧急会议，决定推出最新措施来削减公共赤字，保护法国的 AAA 信贷评级。

1.3 危机的前奏或背景：目前欧盟大部分成员国都处于赤字或者债务超标状态

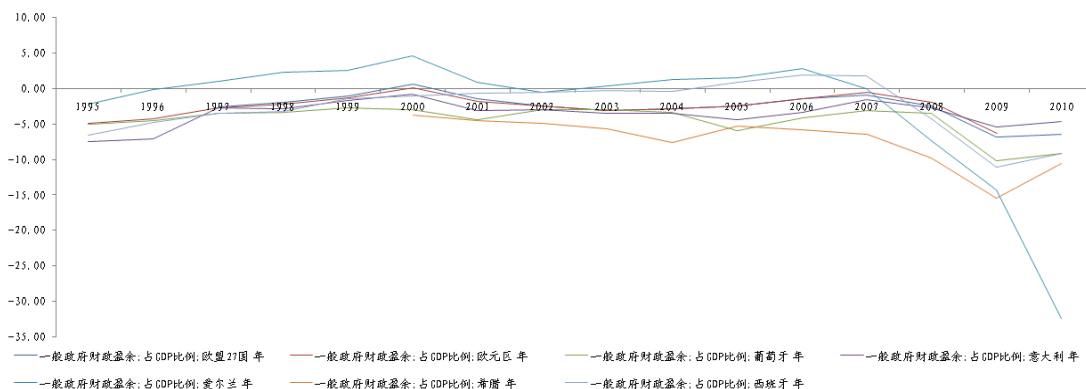
我们来看 2 个重要指标——一般政府债务总额占 GDP 比例、一般政府财政盈余（赤字）占 GDP 比例

图 1：欧元区、欧盟 27 国、PIIGS 葡、意、爱尔兰、希、西一般政府债务总额占 GDP 比例



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 2：欧元区、欧盟 27 国、PIIGS 葡、意、爱尔兰、希、西一般政府财政盈余（赤字）占 GDP 比例

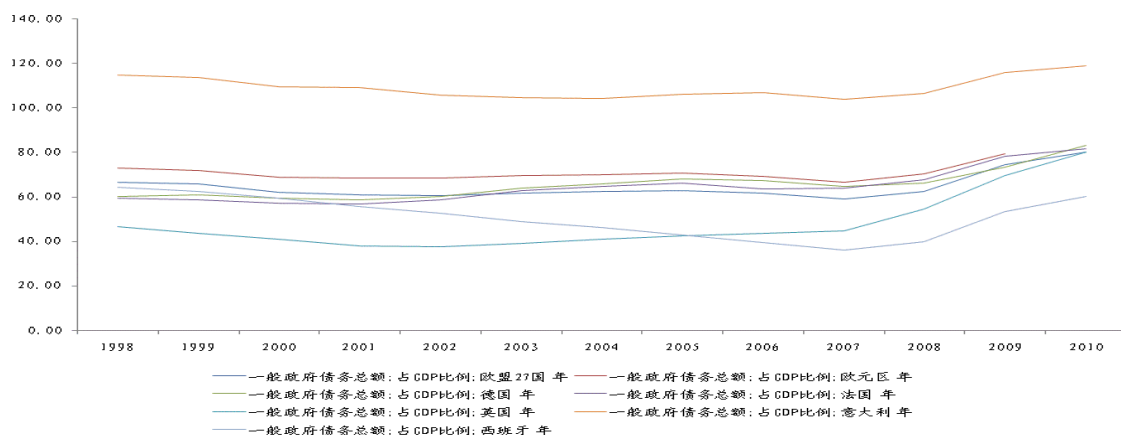


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



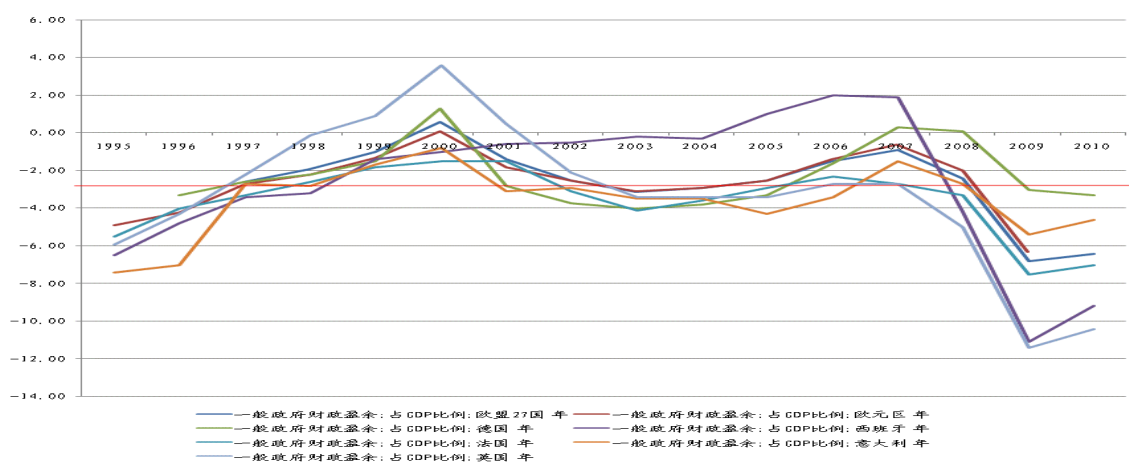


图 3：欧元区、欧盟 27 国、德、法、英、意、西一般政府债务总额占 GDP 比例



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 4：欧元区、欧盟 27 国、德、法、英、意、西等一般政府财政盈余（赤字）占 GDP 比例



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

欧盟准备下狠手整顿欧债危机，赤字或者债务双高国可自动遭制裁。

身陷债务危机的欧盟 9 月 28 日起似乎迎来曙光：先是当天欧洲议会终于通过了欧盟委员会去年 9 月提出的一揽子 6 项立法建议，使得欧盟可以更严格的法律形式对违反财政纪律的国家进行纠正和惩罚，防止债务危机再度爆发；29 日，德国又通过欧洲金融稳定工具规模扩大方案，为稳定欧元和救助欧元区债务国铺平道路。立法建议的通过意味着欧盟各方终于弥合分歧，朝着加强经济治理的方向迈出了具有实质性意义的一步。

“双高”国可自动遭制裁。根据这套立法建议，欧盟今后将对财政赤字和债务超标的欧元区国家提出一套严格的惩罚措施。根据欧盟《稳定与增长公约》，成员国的赤字不得超过其国内生产总值的 3%，债务不得超过国内生产总值的 60%，但目前大部分成员国都处于赤字或者债务超标状态。虽然公约规定欧盟部长理事会可以通过投票决定对超标的国家进行制裁，却一直没有哪个国家为此受到处罚，而希腊正是因为长期赤字、债务双高，才招致了债务危机。

此次立法建议中最重要的一条内容就是，今后为了加强对公约的执行，在对违规成员国进行制裁和罚款时采取“反向投票机制”，即在欧盟委员会对成员国提出制裁建议后，除非欧盟部长理事会通过有效多数票反对实施制裁，否则制裁自动生效。

欧盟委员会主席巴罗佐表示，这套立法建议的最终获批可以弥补欧元机制在设计上的严重缺陷，使得欧盟朝着建立经济和货币联盟的方面迈出重要一步。

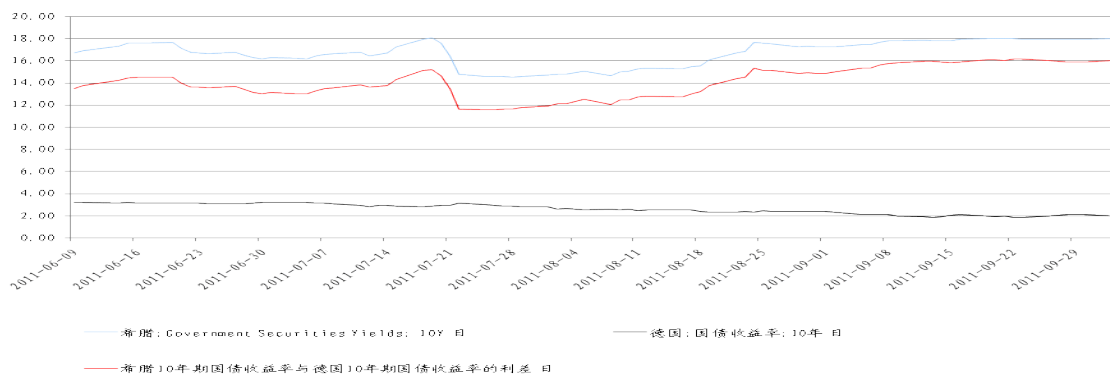




1.4 危机的重要指标：“欧猪国家”长期国债收益率往往飙升，与德国长期国债收益率的利差扩大

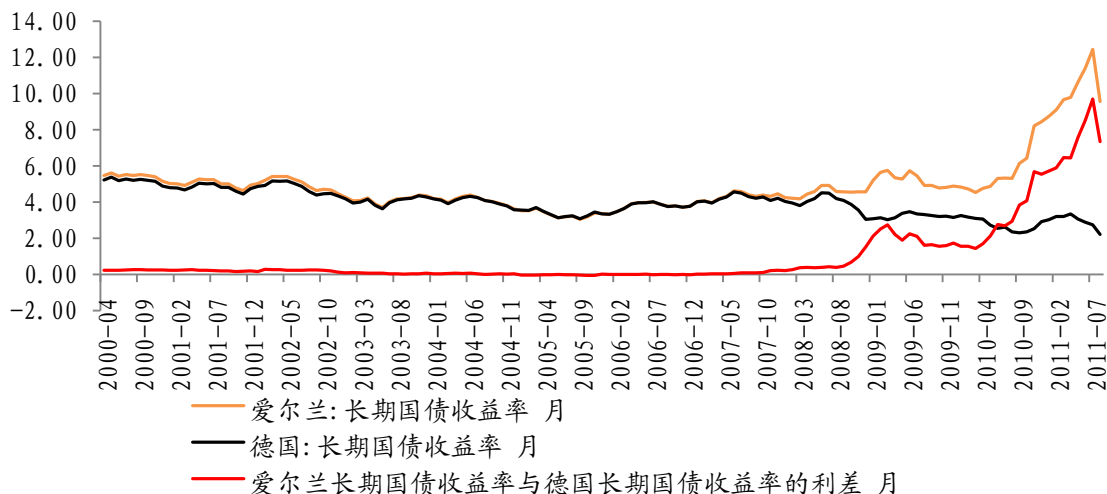
危机爆发后，“欧猪国家”长期国债收益率往往飙升（以 10 年期国债收益率为代表）与德国长期国债收益率（以 10 年期国债收益率为代表）的利差扩大。

图 5：2010 年 5 月希腊危机深化中获得 IMF、欧盟、欧洲中央银行等 7500 亿欧元的救助机制（设立巨型稳定基金）中约 1100 亿欧元救助计划，但到今年希腊危机又显露，不得不实施二轮救助。其 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率利差曾在 2011 年 9、10 月达创记录的 1600 多基点



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 6：欧债危机中的爱尔兰长期国债收益率与德国长期国债收益率的利差在 2011 年 7 月达创记录的 1200 多基点

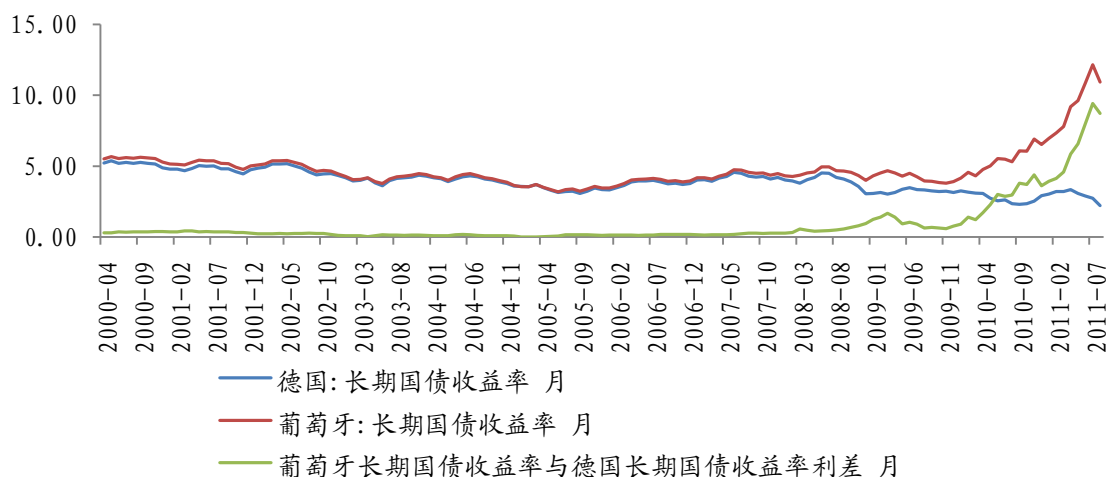


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



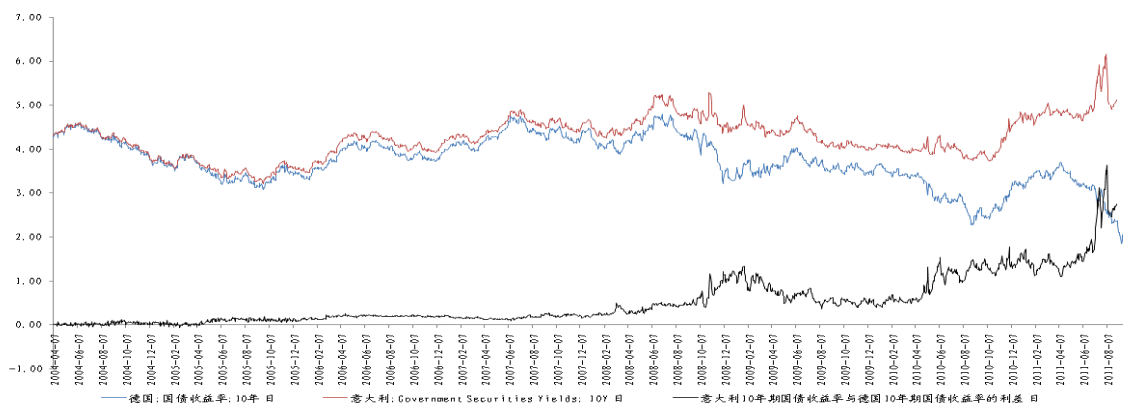


图 7：欧债危机中的葡萄牙长期国债收益率与德国长期国债收益率利差在 2011 年 7 月达创记录的 900 多基点



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 8：市场担忧情绪推升意大利融资成本节节走高，其 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率的利差总体扩大。随着欧洲中央银行买入意大利国债，意大利国债风波有所缓解



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

意大利和西班牙评级再遭下调：面临债务危机的风险进一步上升。

穆迪近 20 年来首次下调意大利长期主权债务评级，惠誉国际也下调意大利和西班牙主权信用评级。

中广网北京 10 月 6 日消息。据中国之声《央广新闻》报道，国际评级机构穆迪投资者服务公司近日宣布下调意大利长期主权债务评级。这是穆迪自 1993 年以来首次下调意大利主权债务评级。

穆迪在声明中将意大利长期主权债务评级下调三级，从之前的 Aa2 调至 A2，前景展望为负面，同时维持他对短期主权债务 A-1 的评级。此次下调意大利主权债务评级其实有三个主要参考依据，首先就是欧元区的债务危机蔓延，投资者的信心不断恶化，这个就导致债务水平较高的欧元区国家像意大利面临长期融资的风险；第二是宏观经济中的结构性问题以及世界经济增长放缓导致意大利的经济疲弱。另外还有经济和政治不确定性加大，政府实施财政紧缩计划的风险，意大利要想实现财政目标所需要的时间可能会更长。

根据穆迪的声明，由于市场环境的不确定性和投资者信心可能进一步恶化的风险，都可能限制意大利在公共市场融资的能力，因而意大利长期主权债务评级未来仍有下调的可能。另一个评





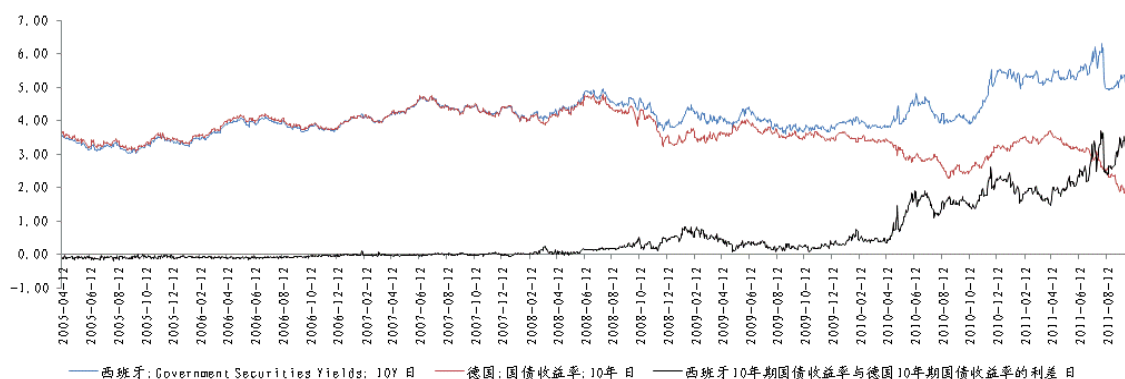
级机构就是标准普尔公司也在9月19下调了意大利的长期主权债务的级别,将A1级调至了A,前景展望也是负面,理由是意大利经济放缓以及政治联盟脆弱,从中我们不难看出现在各大评级机构都意大利未来主权债务情况都是不太看好。

惠誉国际下调意大利和西班牙主权信用评级。中新网(微博)10月8日电,据外电报道,惠誉(Fitch)周五宣布,鉴于欧洲主权债务危机的加剧,调降意大利及西班牙主权评级,评级展望均为负面。

惠誉国际评级周五将意大利长期外币和本币发行人违约评级(IDR)从此前的AA-下调至A+,评级展望负面;将短期外币和本币发行人违约评级从F1+下调至F1。惠誉表示,下调评级的原因是欧元区危机加剧,给金融和经济带来了巨大冲击,从而削弱了意大利的主权风险状况。

惠誉还意外调降了西班牙主权评级。惠誉将西班牙主权评级自“AA+”级下调至“AA-”级,评级展望亦为负面。惠誉指出,此举同样反映了欧元区债务危机的加剧对整个欧元区产生了消极的影响。同时,由于西班牙经济增长前景趋于黯淡,该国巩固财政面临的风险也有所增加。

图 9: 西班牙 10 年期国债收益率 7 月 29 日-8 月 5 日持续位于 6% 上方,其与德国国债收益率的利差扩大;随着欧洲中央银行买入西班牙国债,最近西班牙国债风波有所缓解



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

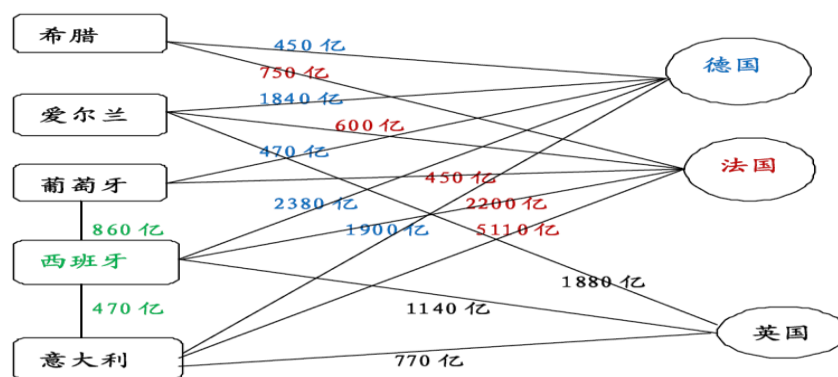
1.5 欧债危机或呈多米诺效应, 对德国、法国、英国、西班牙甚至美国的金融体系都有一定的、甚至明显的影响

欧债危机的核心问题是欧猪五国尤其是希腊债务危机引发的银行业危机。据国际清算银行数据, 2009 年德国、法国、英国、西班牙国家银行体系分别持有欧猪五国主权债务 7040 亿、9110 亿、4180 亿、1500 亿美元, 共 21830 亿美元。其中法国和德国分别持有希腊主权债务 750 亿、450 亿美元; 分别持有意大利主权债务 5110 亿、1900 亿美元; 西班牙持有葡萄牙和意大利主权债务 860 亿、470 亿美元; 德国、法国、英国又分别持有西班牙主权债务 2380 亿、2200 亿、1140 亿美元(图 11)。因此欧猪五国债务危机加剧就会直接影响到德国、法国、英国的银行体系, 银行的信用评级下调、融资成本上升, 引发银行危机。受债务链的影响, 而且欧猪五国只要一国债务出现问题, 马上会影响到其他国家, 引发多米诺效应, 目前怎样解决希腊问题是对欧元区各国政府的一大挑战。





图 10：2009 年德国、法国、英国、西班牙银行体系持有欧猪五国的主权国家债务（美元）



资料来源：浙商证券研究所。

美国银行业对德国和法国的银行风险敞口多达 1.2 万亿美元，并且对 PIIGS（希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利和西班牙）的直接风险敞口也达到 6,410 亿美元，约是美国银行总资产的 5%。据道琼斯通讯社 10 月 7 日报道，根据美国国会研究服务部调查结果显示，美国银行对欧洲主权债务危机的风险敞口总规模大约为 6,400 亿美元，大约是美国银行总资产的 5%。

美国研究服务部提醒美国议员，“由于美国银行业对德国和法国的银行风险敞口多达 1.2 万亿美元，并且对 PIIGS（希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利和西班牙）的直接风险敞口也达到 6,410 亿美元，一旦欧洲的主要银行倒闭，美国的银行机构也将面对相近的问题。”

1.6 危机持续发酵而应对不力

从 2009 年底希腊债务危机显现已近 2 年，国际社会联合应对（从 2010 年 5 月 10 日开始算起）也已近 1 年半，但是效果不是很明显，值得我们深思。已到了国际社会标本兼顾、治病与救人结合，解决欧债危机的时候了。

市场传言欧元区国家正考虑将 EFSF 规模从目前的 4400 亿欧元扩大至 2 万亿美元。

欧债救助或再加码：但增资或非常困难。

让欧洲经济实力较强的德国、法国等国再掏腰包的希望并不大，目前比较流行的说法是以欧洲金融稳定工具为基础，进行杠杆化操作，扩大放贷能力。

2010 年 5 月，为了阻止希腊债务危机蔓延，欧盟联合国际货币基金组织（IMF）设立了框架总额 7500 亿欧元（约 1 万亿美元）的巨型稳定基金——临时救助机制，旨在为可能步希腊后尘的欧元区国家及时提供救助，其中最大的构成部分是由欧元区国家设立的融资工具即欧洲金融稳定工具（或欧洲金融稳定机制，或欧洲金融稳定基金，EFSF），这套工具利用欧元区国家提供的担保，通过发行债券从国际金融市场上筹资，用于发放救助款项，其一开始的担保总额为 4400 亿欧元，实际融资能力约 2500 亿欧元（约 3410 亿美元）。

鉴于爱尔兰和葡萄牙相继求助，欧元区各国领导人今年 3 月原则同意将 EFSF 的实际融资能力从 2500 亿欧元提高到 4400 亿欧元，以消除外界对于救助资金不足的担忧。

依据 EFSF 成立时的章程规定，该工具只能向欧元区成员国政府提供贷款。

但是随着形势的发展，今年 7 月 21 日，欧元区国家达成协议，同意扩大 EFSF 的使用范围及灵活性，以遏制危机蔓延。根据这份协议，EFSF 获准在二级市场上购买问题国家国债，以便在这





些国家国债遭到恐慌性抛售时稳定市场。

国际货币基金组织和欧洲系统性风险委员会甚至建议动用这一工具来对危机四伏的欧洲银行业直接注资。

时隔两个月，EFSF 又传出增资之声，显然与近期欧债危机显著恶化有关。

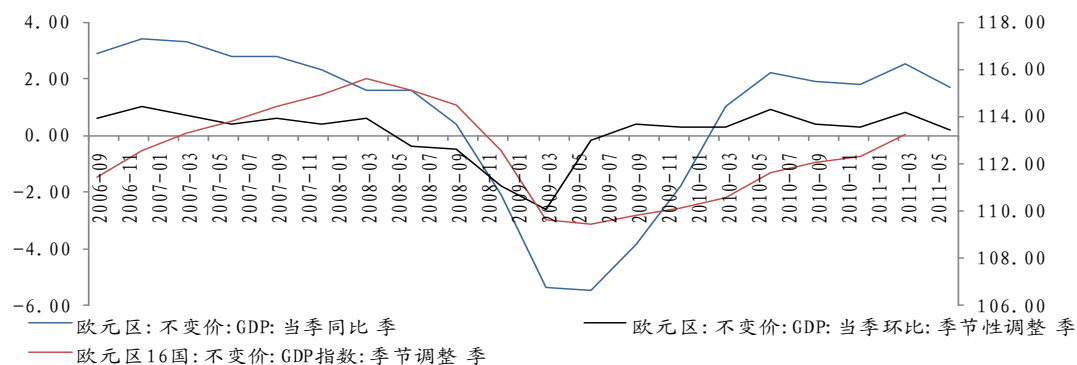
数据显示，希腊、爱尔兰和葡萄牙三国 2014 年前到期债务约为 1150 亿欧元（约 1569 亿美元），以目前 EFSF 的融资能力来看，完全可以应付。

目前考虑再增资的重要原因可能是：未雨绸缪，防范西班牙、意大利出现闪失，甚至危机向支柱国家法国、德国蔓延。

1.7 危机的欧洲又叠加经济放缓连夜雨

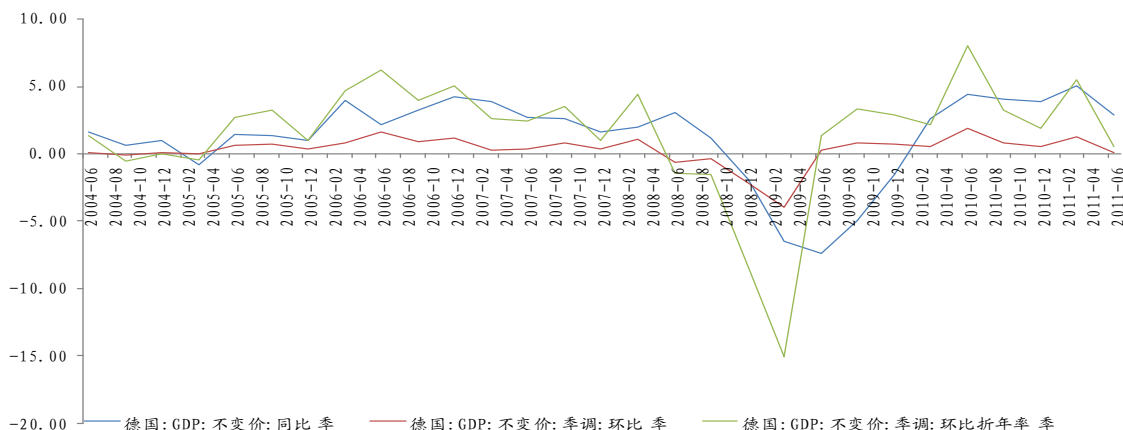
从 2010 年及 2011 年 Q1 的双速复苏：德法等强势复苏、物价快速上涨与“欧猪五国”等南部边缘国家经济低迷，快速演变为 Q2 环比增长 0.2% 低于预期增长 0.3% 和 Q1 环比 0.8% 增幅，经济下滑及经济火车头德国经济意外“熄火”。

图 11：欧元区经济下滑，快速演变为 2011 年 Q2 的环比增长 0.2% 低于预期增长 0.3% 和 Q1 环比 0.8% 增幅



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 12：受欧债危机和美国经济增长疲弱影响，今年 2 季德国经济仅比 1 季增长 0.1%

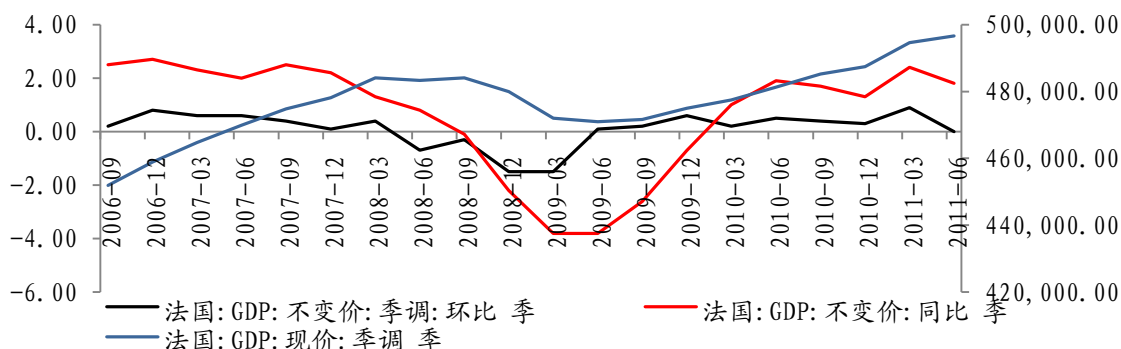


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



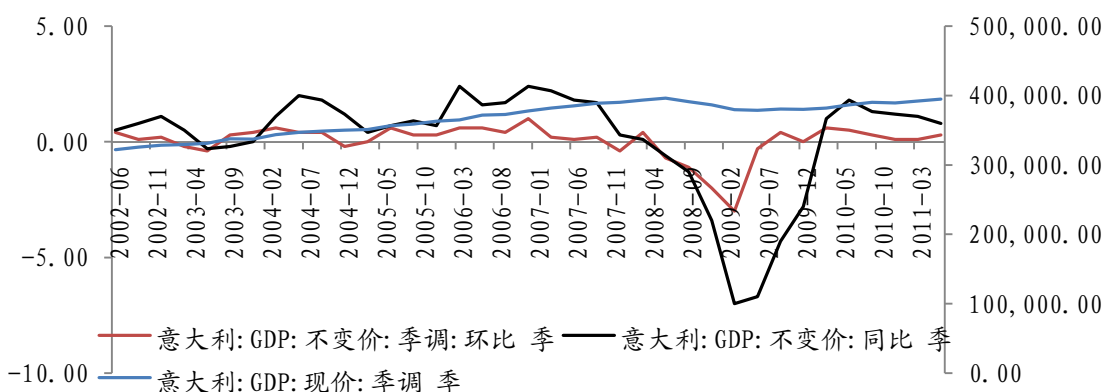


图 13: 受欧债危机和美国经济增长疲弱影响, 今年 2 季法国经济意外停滞, 环比增长为零



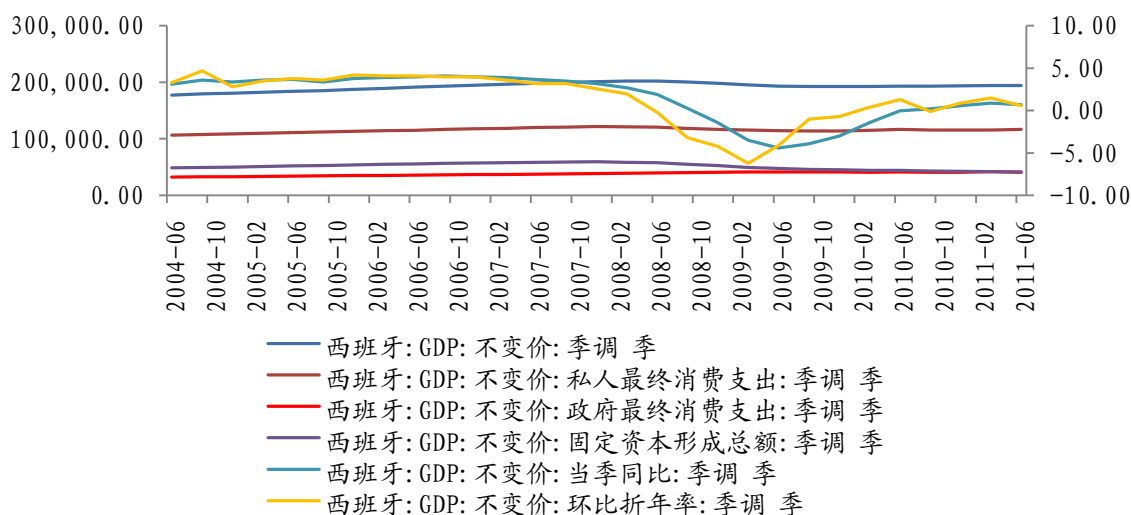
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 14: 2011 年 2 季度意大利经济环比增长 0.3% 好于 1 季度的 0.1%, 同比增长 0.8% 低于 1 季度的 1.1%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 15: 西班牙 2011 二季度经济增速放缓, GDP 季比 (环比) 增幅降至 0.2%, 年比 (同比) 增长 0.7%, 低于 1 季度的环比 0.4%、同比 0.9% 的增长

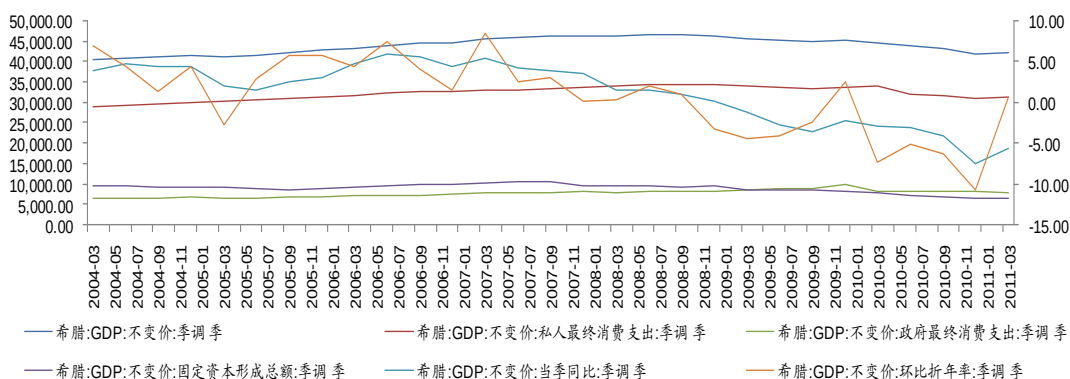


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。





图 16：希腊经济在 2011 前两个季度分别负增长 8.1%和 7.3%，下滑程度高于经济专家年初的预计。在过去的 3 年时间里，希腊经济总量衰退幅度达到 12%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

9 月 20 日早间（北京时间 9 月 20 日晚间）消息，国际货币基金组织（IMF）预测欧元区经济增长 2011（1.6%）、2012（1.1%），与 6 月份预期结果的变化幅度比较（%）：又分别下降了 0.4 个百分点、0.6 个百分点。

2.标本兼顾、治病与救人结合解决欧债危机

我们认为，应该标本兼顾、治病与救人结合解决欧债危机。

已到了国际社会标本兼顾、治病与救人结合，解决欧债危机的时候了，刻不容缓。应该联合应对。目前欧债危机的“病”很重，先要救命，然后配套地“治病”，否则“命”没有了、死了，对国际社会包括中国在内的“金砖国家”乃至 G20 损害都很大。

自救者、人救之，9 月 24 日在华盛顿结束的世界银行和国际货币基金组织 (IMF) 2011 年年度会议，欧洲被指应靠自己。但是因为现代社会是一个开放型经济、社会，拯救欧债危机再也不能各扫门前雪。全球拯救欧债危机到了刻不容缓的空前严峻形势，上周末的国际货币基金组织和世界银行秋季年会简直快成了救火会。

实际上，目前的欧债危机的影响程度绝不亚于 3 年前的美国次贷危机，如果继续蔓延开来，极有可能引发新一轮金融危机。2008 年 9 月 15 日，美国雷曼兄弟正式申请破产，引发了美国乃至全球范围内的金融危机，世界各国纷纷下“猛药”、出“重拳”、积极抱团救市。如今 3 年过去了，在各国人民的共同努力下，全球经济和金融终于有了些许起色。然而，新一轮金融危机或正在酝酿之中。2008 年金融危机爆发的起因是次贷危机，而这次是已持续了一年半之久的欧债危机愈演愈烈，正在走向恶化。如处理不当，全球经济“二次衰退”一触即发。

或许有人会说，欧债危机应该是欧元区各国政府的财政问题，与金融危机无关。但是实际上，欧债在目前早就不仅仅是财政问题，更是金融问题了。这是由于，一是欧债危机搅得欧元区金融市场和国际金融市场持续动荡不安，欧洲股市连续暴跌，欧元汇市动荡，欧元连续大幅贬值。二是由于欧债危机的不断恶化，持有大量“欧猪五国”国债特别是希腊国债的许多大银行因存在流动性问题而被国际信用评级机构降级，欧美银行股由此沦为欧洲股市重灾区。三是随着欧债危机的不断恶化，欧洲央行内部乃至与成员国之间，在继续购买“欧猪五国”国债与为应对欧元区不断攀升的通胀率而加息之间纷争不断，这又对欧洲央行的政策制定形成了极大的掣肘。





我们认为，在国际经济、金融火烧眉毛的危急时刻，以 IMF 和世界银行为代表的国际金融机构甚至世界各国必须携起手来共同面对。

3.欧债危机与欧元：希腊的命运掌握在谁手中？

德国总理默克尔目前还在力挺欧元。除了强调“欧元失败，欧洲将不复存在”之外，她还呼吁对希腊要有耐心，并拿两德统一之后德国东部的重建作对比，认为长年积累的问题不可能一夜之间得到解决。但默克尔也警告希腊政府不能放弃改革努力。

对欧元区来说，目前希腊的债务问题陷入这样一个僵局：如继续实行计划中的紧缩政策，希腊经济短期内恢复元气的希望渺茫。如若抛开这一基本原则给与该国援助，则将破坏欧元条约并且对其它债务国不公。

而对希腊来说，欧元区的贷款似乎决定的是该国的命运？

但是，我认为，他救应该只是手段，只有自救才是根本。自救者、人救（天助）之；自强者，人助之。

从长期看，真正的命运应该掌握在希腊人自己手中。





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

