

## 欧债危机深度研究报告之一

2011 年 10 月 12 日

## 欧债危机“火烧连营”之根源

欧元区的建立好比蜀军树栅连营，这种安营扎寨的阵势貌似可以团结一致，抵御外敌。诚然击败了陆逊派出的三元将士，但是危机犹如烈火，火势从一个营帐蔓延到另一个营帐，并且展现出火烧连营之势。目前大家的讨论集中于两种可能：分开营帐或扑灭火势继续连营。我们则试图进行一些更为基本的思考——关于“火种”的起源。我们认为欧债是内在和外在，偶然性和必然性相互交织的结果。具体包括以下几点：

**内部偏单一因素：第一、产业结构不平衡导致实体经济空心化，经济发展脆弱。** PIIGS五国的经济更多依赖于劳动密集型制造业出口和旅游业。随着全球贸易一体化的深入，劳动力成本的优势吸引全球制造业逐步向新兴市场转移，南欧国家的劳动力优势不复存在。而这些国家又不能及时调整产业结构，使经济在危机冲击下显得异常脆弱。**第二、人口结构不平衡：逐步进入老龄化。** 最快进入老龄化的发达国家是日本，日本的劳动力人口占总人口的比重从上世纪 90 年代初开始出现拐点，随之出现了日本经济的持续低迷和政府债务的不断上升。基于长期低出生率和生育率、平均预期寿命的延长、生育潮人口大规模步入老龄化。我们判断从二十世纪末开始，欧洲大多数国家人口结构也开始步入快速老龄化。**第三、天主教与新教文化捆绑在一起：刚性的社会福利制度。** 由于文化、地理和气候等原因形成了北欧制造，南欧消费的基本格局。欧盟建立使得南北欧的福利政策开始趋同，在经济发展良好的时候并不会出现问题，但是出现 08 年次贷危机之后，南欧国家经济缺乏增长动力，而高福利政策又存在刚性，使得这些国家财政赤字猛增，引发主权债务危机。

**整体相互交织因素：第一、欧元区制度缺陷：各国无法有效弥补赤字。** 首先，货币制度与财政制度不能统一。具体传导路径为：突发美国金融危机→统一货币政策行动滞后→各国通过扩展性财政政策刺激经济→主权债务激增→财政收入无法覆盖财政支出→危机爆发；其次，欧盟各国劳动力无法自由流动，各国不同的公司税率导致资本流入，造成经济的泡沫化；最后，欧元区设计上没有退出机制，出现问题后协商成本很高。**第二、欧元区银行体系相互持有债务令危机牵一发而动全身。** 欧洲银行业信贷扩张使其经营风险不断加大，其总资产与核心资本的比例甚至超过受次贷冲击的美国同行。欧洲各大银行不仅相互持有主权债务，而且银行本身还发行很多债务，在主权债发生违约时，这些银行首先遭受损失，其发行的债券也会被认为存在违约风险，而遭到市场抛售，此时银行就像一个危机扩散器，加剧欧债危机的爆发。**第三、评级机构煽风点火，助推危机。** 全球三大评级机构不断下调 PIIGS 五国的主权评级，对危机起到了推波助澜的作用，成为危机向深度发展直接性原因。**第四、法德等国在救援上的分歧令危机处于胶着状态。** 法国坚决支持救援，德国政府在救援问题上的左右摇摆使得欧债危机长期处于胶着状态。

**解决思路：**长期措施诸如改善欧元区的机制，改革危机国经济结构无疑是解决欧元区问题的基本出路，但是这些方案在短期内并不具有操作性。而短期来看目前唯一可行的方案就是进行债务重组。不管如何这次危机对于危机发生国或是受到危机牵连的国家，都是一次自我调节，自我修复的过程。

## 相关研究

- 希腊违约的黑天鹅效应  
2011 年 9 月 26 日
- QE3：雾里看花还是板上钉钉？  
2011 年 8 月 29 日
- 欧债危机袭来，潮水还是海啸？  
2011 年 8 月 8 日
- QE2 之后的美国经济与美联储政策走向  
2011 年 6 月 30 日
- 黄金：高处不胜寒  
2011 年 4 月 7 日
- 2011 年海外经济的八大焦点问题  
2010 年 12 月 30 日
- 海外经济年度报告：美国经济有望加速，  
欧洲危机波澜不惊  
2010 年 12 月 27 日

宏观经济高级分析师  
SAC S0850511010039  
李明亮  
021-2321 9434  
lml@htsec.com

联系人  
高远  
gaoy@htsec.com

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 引子 .....                       | 4  |
| 2. 内部偏单一因素 .....                  | 5  |
| 2.1 产业结构不平衡：实体经济空心化，经济发展脆弱 .....  | 5  |
| 2.2 人口结构不平衡：逐步进入老龄化 .....         | 7  |
| 2.3 天主教与新教文化捆绑在一起：刚性的社会福利制度 ..... | 8  |
| 3. 整体相互交织的因素 .....                | 10 |
| 3.1 欧元区制度缺陷：各国无法有效弥补赤字 .....      | 11 |
| 3.2 欧元区银行体系互相持有债务令危机牵一发而动全身 ..... | 12 |
| 3.3 评级机构煽风点火，助推危机蔓延 .....         | 13 |
| 3.4 法德等国在救援上的分歧令危机处于胶着状态 .....    | 13 |
| 4. 总结 .....                       | 15 |

## 图 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 波罗的海干散货指数.....                  | 5  |
| 图 2 意大利出口总量及其增速.....                | 6  |
| 图 3 意大利和欧盟经济增长速度（%）.....            | 6  |
| 图 4 意大利旅游业人数统计（年度）.....             | 6  |
| 图 5 1990 年欧元区 27 国人口年龄金字塔结构（%）..... | 8  |
| 图 6 2007 年欧元区 27 国人口年龄金字塔结构（%）..... | 8  |
| 图 7 南北欧思想文化上的差异.....                | 9  |
| 图 8 欧盟区主要国家社会福利占GDP比重（%）.....       | 10 |
| 图 9 希腊政府支出拆分（年度）.....               | 10 |
| 图 10 各国基准利率调整（月度季调：%）.....          | 11 |
| 图 11 欧元区主要国家失业率（月度季调：%）.....        | 12 |
| 图 12 欧元兑美元走势（EUR/USD）.....          | 12 |
| 图 13 欧元区主要国家人均工资增长（1999=100，%）..... | 14 |
| 图 14 欧债危机解决路径.....                  | 16 |

## 表 目 录

|     |                                        |    |
|-----|----------------------------------------|----|
| 表 1 | PIIGS五国和德国支柱产业 .....                   | 7  |
| 表 2 | PIIGS五国和德国支柱产业 .....                   | 7  |
| 表 3 | 主要国家粗出生率和生育率（单位：人/千人） .....            | 8  |
| 表 4 | 南北欧消费、储蓄、经常账户余额的差异（欧元） .....           | 9  |
| 表 5 | 2010 年欧盟国家财政收支占比（%） .....              | 10 |
| 表 6 | 2009 年底美国和欧洲主要银行的杠杆率 .....             | 12 |
| 表 7 | 欧洲商业银行在欧洲五国持有的债权金额及债权占本国银行核心资本比例 ..... | 13 |
| 表 8 | 三家评级机构对欧元区四国的主权评级调整 .....              | 14 |
| 表 9 | 欧元区主要国家人均GDP（欧元） .....                 | 15 |

## 1. 引子

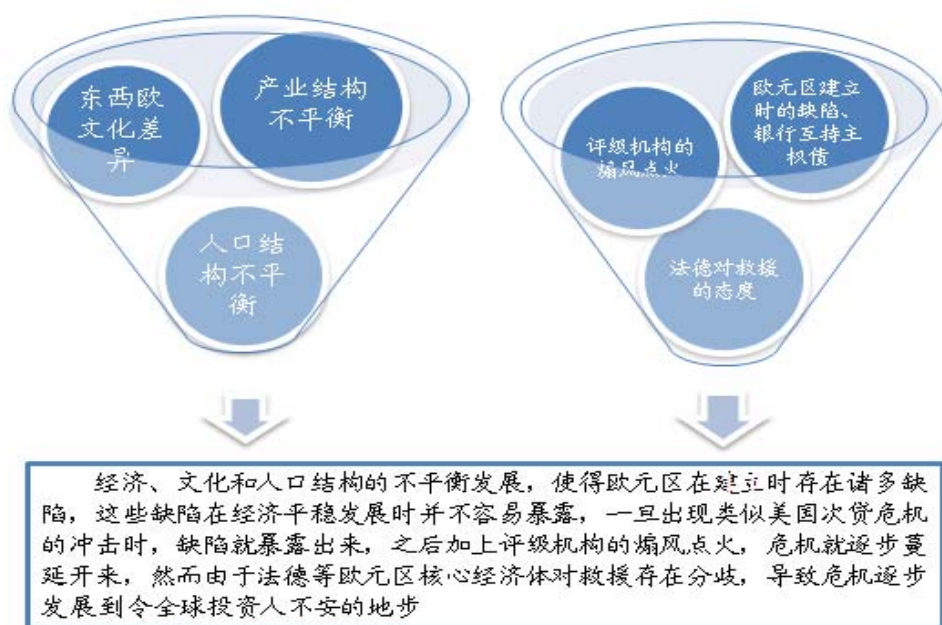
欧元区的建立好比蜀军树栅连营，这种安营扎寨的阵势貌似可以团结一致，抵御外敌。诚然击败了陆逊派出的三元将士，但是危机犹如烈火，火势从一个营帐蔓延到另一个营帐，并且展现出火烧连营之势。目前大家的讨论集中于两种可能：分开营帐或扑灭火势继续连营。

我们看到这种讨论还在继续，时间拖得越久火势蔓延的面积越大，最终将毁灭整个军队。或许在寻求各种救援方案之余，还有一部分人在思考“火种”的起源，以避免类似的困难再军队。我们试图做一些这方面的工作，以期对以后出现的各种救援方案做出清晰的判断，并预测危机发生的轨迹。

在美国次贷危机爆发的两年之后，欧债危机首先在希腊爆发，从 2010 年 4 月份开始形势迅速恶化，希腊 10 年期国债收益率达到 8% 以上，5 年期国债 CDS 报价达到 500 点以上。2010 年 5 月 1 日欧盟和 IMF 向希腊提供了 1100 亿欧元援助。之后危机继续向爱尔兰和葡萄牙等国蔓延，欧盟和 IMF 继续对这两个国家施以援手。我们看到，这种资金援助只在很短的时间内（大概 1 个月）使各国国债收益率急速下跌，但之后国债收益率和 CDS 报价又回到原来水平，甚至更高。短期的流动性并没能彻底解决危机，直到目前，大家讨论最多的方案也只是为市场注入更多的流动性，深层次的解决方案仍悬而未决。

我们认为欧债是偶然性和必然性、内在和外在水因相互交织的结果。内部偏单一的因素包括经济和人口结构不平衡、东西欧文化差异，整体的相互交织的因素包括欧元区建立时的缺陷、银行互相持有主权债务、评级机构煽风点火以及法德对救援的态度。概括为以下一张图：

图 1 欧债危机爆发主要原因



资料来源：海通证券研究所。

## 2. 内部偏单一因素

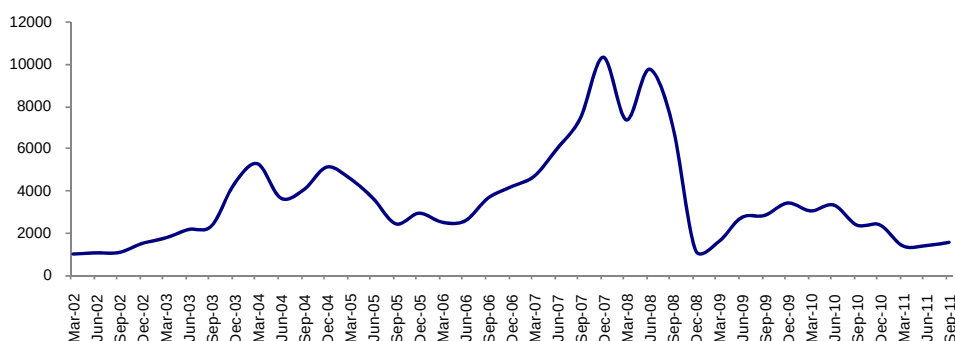
### 2.1 产业结构不平衡：实体经济空心化，经济发展脆弱

以旅游业和航运业为支柱产业的希腊经济难以抵御危机的冲击。在欧盟国家中，希腊经济发展水平相对较低，资源配置极其不合理，以旅游业和航运业为主要支柱产业。

一方面，为了大力发展支柱产业并拉动经济快速发展，希腊对旅游业及其相关的房地产业加大了投资力度，其投资规模超过了自身能力，导致负债提高。2010 年服务业在 GDP 中占比达到 52.57%，其中旅游业约占 20%，而工业占 GDP 的比重仅有 14.62%，农业占 GDP 的比重更少为 3.27%。加上 2004 年举办奥运会增加的 91 亿美元赤字，截止 2010 年希腊政府的债务总量达到 3286 亿欧元，占 GDP 的 142.8%。

另一方面，从反映航运业景气度的波罗的海干散货运价指数（BDI）看，受金融危机影响从 08 年底开始航运业进入周期低谷，景气度不断下滑。航运业的衰退对造船业形成了巨大冲击。由此看出，希腊的支柱产业属于典型依靠外需拉动的产业，这些产业过度依赖外部需求，在金融危机的冲击面前显得异常脆弱。

图 1 波罗的海干散货指数



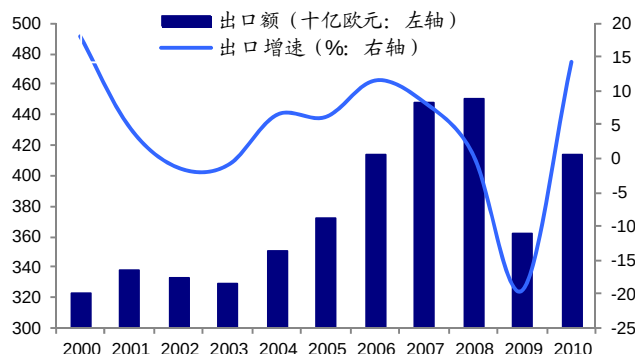
资料来源：Clarkson. 海通证券研究所。

以出口加工制造业和房地产业拉动经济的意大利在危机面前显得力不从心。意大利经济结构的最大特点是以出口加工为主的中小企业（创造国内生产总值的 70%）。2010 年意大利成为世界第 7 大出口大国（出口总额 4131 亿欧元，占世界出口额比重 3.25%），主要依靠出口拉动的经济体极易受到外界环境的影响。

金融危机的爆发对意大利的出口制造业和旅游业冲击非常大，2009 年其出口总量出现大幅下滑，之后有所回升，但是回升的状况还主要依赖于各国的经济复苏进程。随着世界经济日益全球化和竞争加剧，意大利原有的竞争优势逐渐消失，近 10 年意大利的经济增长缓慢，低于欧盟的平均水平。

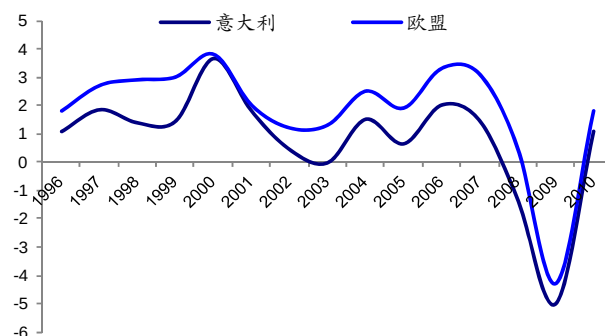


图2 意大利出口总量及其增速



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

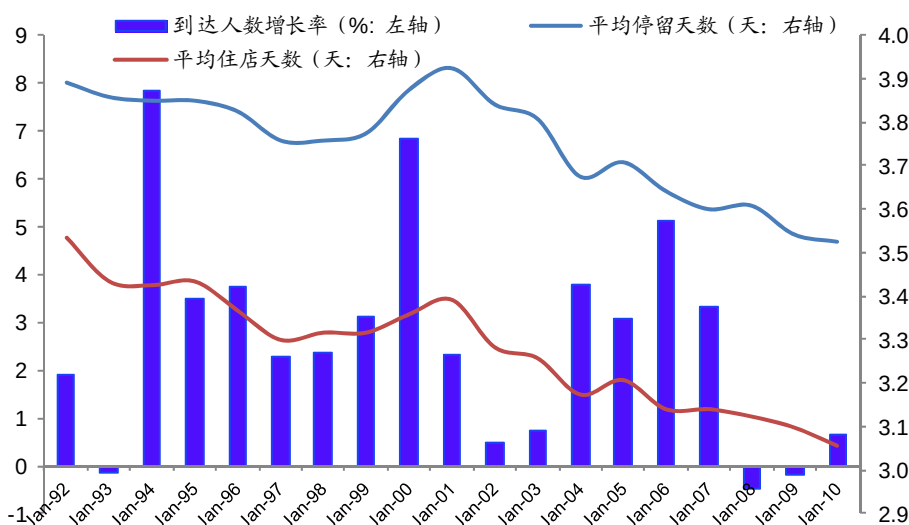
图3 意大利和欧盟经济增长速度 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

意大利的第三产业占比非常高, 2010 年意大利第三产业占 GDP 比重已经达到 72.51%, 第三产业中旅游业是意大利的支柱性产业, 然而从旅游业的一些微观指标 (游客停留平均天数, 平均住店天数以及旅游平均人数增长率) 来看, 近 10 年意大利的旅游业也在不断萎缩。

图4 意大利旅游业人数统计 (年度)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

**依靠房地产和建筑业投资拉动的西班牙和爱尔兰经济本身存在致命缺陷。**建筑业、汽车制造业与旅游服务业是西班牙的三大支柱产业。由于长期享受欧元区单一货币体系中的低利率, 使得房地产业和建筑业成为西班牙近年经济增长的主要动力。从 1999 年到 2007 年, 西班牙房地产价格翻了一番, 同期欧洲新屋建设的 60% 都发生在西班牙。房地产业的发展推动了西班牙就业率的下降。2007 年西班牙失业率从两位数下降到了 8.3%, 然而在全球金融危机席卷下, 房地产泡沫的破灭导致西班牙失业率又重新回到了 20% 以上, 其中 25 岁以下的年轻人只有一半人拥有工作, 另外西班牙的高失业率也存在体制性因素, 就业政策不鼓励招收新人。而海外游客的减少对西班牙的另一支柱性产业-旅游业造成了巨大的打击。

爱尔兰一直被誉为欧元区的“明星”, 因为其经济增速一直显著高于欧元区平均水平,

人均 GDP 也比意大利、希腊、西班牙高出两成多，更是葡萄牙一倍左右。但在 2010 年底同样出现了流动性危机，并接受了欧盟和 IMF 的救助，究其原因主要是爱尔兰的经济主要靠房地产投资拉动。2005 年爱尔兰房地产业就已经开始浮现泡沫，且在市场推波助澜下愈吹愈大，2008 年爱尔兰房价已经超过所有 OECD 国房价，在次贷危机的冲击下，爱尔兰房地产价格出现急速下跌，同时银行资产出现大规模的缩水，过度发达的金融业在房地产泡沫破裂后受到了巨大打击，爱尔兰高速运转的经济受到重创，从此陷入低迷。

**工业基础薄弱，而主要依靠服务业推动经济发展的葡萄牙经济基础比较脆弱。**葡萄牙在过去十几年中最为显著的一个特点是服务行业持续增长，这与其他几个欧元区国际及其相似，2010 年葡萄牙的农林牧渔业只创造了 2.38% 的增加值，工业创造了 23.5% 的增加值，而服务业创造的增加值达到了 74.12%（受大西洋影响而形成温和的地中海天气以及绵延漫长的海岸，这些得天独厚的自然条件得葡萄牙旅游业得以很好的发展）。近几年葡萄牙开始进行经济结构的转型（从传统的制造业向高新技术行业转型），汽车及其零部件、电子、能源和制药等高新技术行业得到了一定的发展。政府在扶持高科技企业上面投入了大量资金，而这些资金通常都是通过低息贷款来实现。美国金融危机的爆发，导致融资成本随之飙升，从而使葡萄牙企业受到冲击，影响到整个国民经济。

表 1 PIIGS 五国和德国支柱产业

|      | 希腊  | 意大利   | 西班牙  | 葡萄牙       | 爱尔兰   | 德国       |
|------|-----|-------|------|-----------|-------|----------|
| 支柱产业 | 旅游业 | 旅游业   | 旅游业  | 旅游业       | 旅游业   | 汽车制造业    |
|      | 航运业 | 机械工业  | 建筑业  | 纺织、制鞋业    | 房地产业  | 机械设备制造业  |
|      | 侨汇业 | 纺织服装业 | 汽车工业 | 酿酒业、软木加工业 | 医药化工业 | 电子电气和化工业 |

资料来源：海通证券研究所

表 2 PIIGS 五国和德国支柱产业

|         |     | 希腊    | 意大利    | 西班牙    | 葡萄牙    | 爱尔兰    | 德国     |
|---------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生产法     | 农业  | 3.3%  | 2.85%  | .45%   | 2.38%  | 2.49%  | 0.84%  |
| (GDP 核算 | 工业  | 17.9% | 24.64% | 23.49% | 23.50% | 30.95% | 24.72% |
| 占比)     | 服务业 | 78.8% | 72.51% | 74.06% | 74.12% | 66.57% | 70.09% |

资料来源：CEIC.海通证券研究所

总体看来，PIIGS 五国属于欧元区中相对落后的国家，他们的经济更多依赖于劳动密集型制造业出口和旅游业。随着全球贸易一体化的深入，新兴市场的劳动力成本优势吸引全球制造业逐步向新兴市场转移，南欧国家的劳动力优势不复存在。而这些国家又不能及时调整产业结构，使得经济在危机冲击下显得异常脆弱。

## 2.2 人口结构不平衡：逐步进入老龄化

人口老龄化是社会人口结构中老年人口占总人口的比例不断上升的一种发展趋势。随着工业化和城市化步伐的加快，各种生活成本越来越高，生育率不断下降，老年人口在总人口中的占比不断上升，最快进入老龄化的发达国家是日本，日本的劳动力人口占总人口的比重从上世纪 90 年代初开始出现拐点，随之出现了日本经济的持续低迷和政府债务的不断上升。我们判断从二十世纪末开始，欧洲大多数国家人口结构也开始步入快速老龄化主要有三个方面：长期低出生率和生育率、平均预期寿命的延长、生育潮人口大规模步入老龄化。

首先，从主要国家粗出生率（每 1000 人中出生的婴儿数）和生育率（每位妇女平均生育孩子个数）看出，欧盟国家的婴儿出生率和生育率近年来低于绝大部分地区，成



为仅次于日本的出生率降低最快的区域。

表 3 主要国家粗出生率和生育率（单位：人/千人）

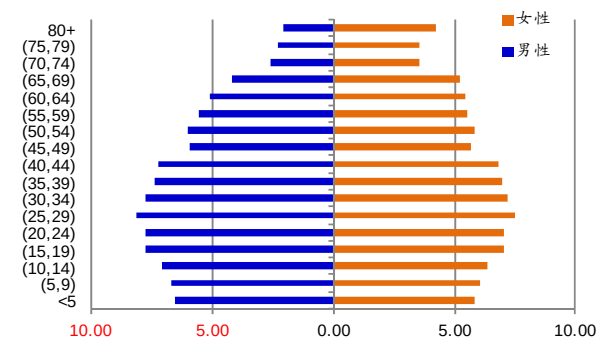
|       |         | 1960-65 | 65-70 | 70-75 | 75-80 | 80-85 | 85-90 | 90-95 | 95-00 | 00-05 |
|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 粗出生率  | 全球      | 34.9    | 33.4  | 30.8  | 28.4  | 27.9  | 27.3  | 24.7  | 22.5  | 21.2  |
|       | 欧盟 27 国 | 19.1    | 16.8  | 15.7  | 14.   | 14.4  | 13.7  | 11.5  | 10.2  | 10.2  |
|       | 非洲      | 47.6    | 46.8  | 46.2  | 45.8  | 44.8  | 43.1  | 40.6  | 38.5  | 37.2  |
|       | 亚洲      | 39      | 37.7  | 33.7  | 29.8  | 28.9  | 28.4  | 25.1  | 22.2  | 20.3  |
|       | 拉丁美洲    | 41      | 3     | 35.2  | 33    | 30.7  | 27.8  | 25.   | 23.2  | 21.2  |
|       | 北美洲     | 22      | 17.7  | 15.7  | 15.1  | 15.5  | 15.7  | 15.5  | 14.2  | 13.8  |
|       | 大洋洲     | 26.7    | 24.5  | 24    | 21    | 20.2  | 20    | 19.8  | 18.8  | 17.8  |
|       | 日本      | 17.1    | 17.   | 19    | 15.2  | 12.8  | 11.2  | 9.9   | 9.4   | 8.9   |
|       | 美国      | 21.8    | 17.7  | 15.7  | 15.1  | 15.5  | 15.9  | 15.7  | 14.5  | 14.2  |
| 平均生育率 | 全球      | 4.9     | 4.8   | 4.3   | 3.8   | 3.6   | .     | 3.1   | 2.8   | 2.7   |
|       | 欧盟 27 国 | 2.6     | 2.4   | 2.2   | 2     | 1.9   | 1.8   | 1.6   | 1.4   | 1.4   |
|       | 非洲      | 6.8     | 6.7   | 6.7   | 6.6   | 6.4   | 6.1   | 5.7   | 5.2   | 4.9   |
|       | 亚洲      | 5.6     | 5.5   | 4.8   | 4     | 3.    | 3.5   | 3     | 2.7   | 2.5   |
|       | 拉丁美洲    | 6       | 5.5   | 5     | 4.5   | 3.9   | 3.4   | 3     | 2.7   | 2.5   |
|       | 北美洲     | 3.4     | 2.6   | 2.1   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2     | 2     | 2     |
|       | 大洋洲     | 4       | 3.6   | 3.3   | 2.7   | 2.6   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.4   |
|       | 日本      | 2       |       | .1    | 1.8   | 1.8   | 1.7   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
|       | 美国      | 3.3     | 2.6   | 2     | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2     | 2     | 2     |

资料来源：Eurostat，海通证券研究所

其次，1996-2010 年欧盟国家人口出生时平均预期寿命从 76.1 岁上升至 79.4 岁。美国联邦统计局预计到 2050 年欧盟国家人口出生时平均预期寿命将达到 83.3 岁。

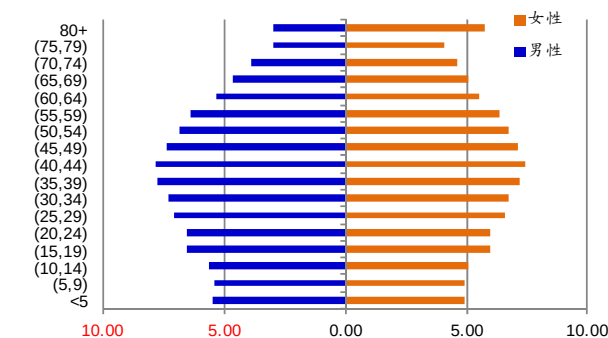
最后，由于二战后生育潮已经开始接近退休年龄，并且人口出生率逐步下降，欧元区人口年龄结构从正金字塔形逐步向倒金字塔形转变，人口占比的峰值从 1990 年的 25-29 岁上移至 2007 年的 40-44 岁，而且这一趋势仍在进行，从今往后老龄化问题将成为欧洲经济发展必须面对的残酷现实。

图 5 1990 年欧元区 27 国人口年龄金字塔结构（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 6 2007 年欧元区 27 国人口年龄金字塔结构（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

## 2.3 天主教与新教文化捆绑在一起：刚性的社会福利制度

对于欧盟内部来讲，既有神圣日耳曼罗马帝国（西欧地区）与拜占庭帝国（东欧地

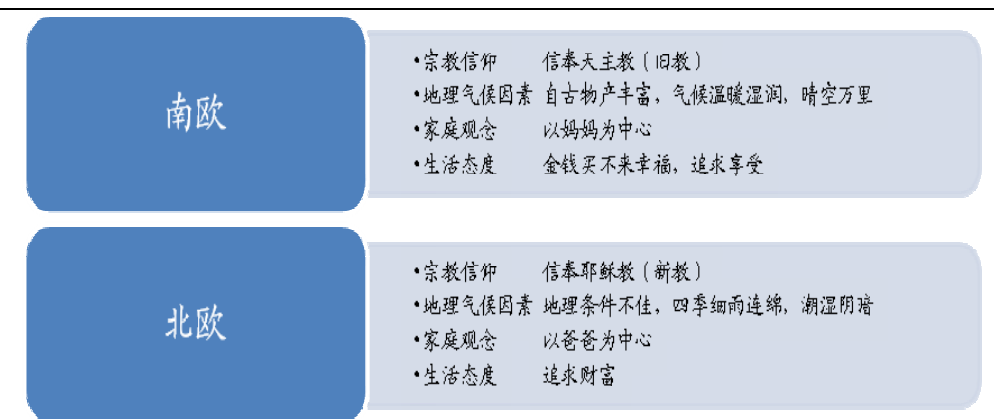
区)之间的问题(同属希腊罗马基督教文化,但政治制度不同导致经济发展道路不同),也存在南欧和北欧之间的问题。对于欧元区来讲,主要的矛盾体现在南北欧问题上。天主教在与百姓共同生活的一千年来,变得稍具灵活性,而新教是一个忠于圣经的严格的教派,所以信新教的北欧人比南欧人更严谨有序,在加上地理和气候因素,把这两种文化的人群捆绑在同一个货币体系下,必然会带来以下南北欧格局:北欧制造,南欧消费;北欧储蓄,南欧借贷;北欧出口,南欧进口;北欧经常账户盈余,南欧赤字;北欧人追求财富,南欧人追求享受。

表 4 南北欧消费、储蓄、经常账户余额的差异

|    |     | 人均储蓄(欧元) | 人均消费(欧元) | 出口(百万欧元) | 进口（百万欧元） | 经常账户盈余（百万欧元） |
|----|-----|----------|----------|----------|----------|--------------|
| 北欧 | 丹麦  | 2400     | 20300    | 118540   | 106158.9 | 12381.1      |
|    | 芬兰  | 1800     | 17500    | 72643    | 70298    | 2345         |
|    | 瑞典  | 4200     | 17500    | 173287.3 | 152336.8 | 20950.5      |
|    | 冰岛  | -4400    | 14600    | 5320.1   | 4367.3   | 952.8        |
|    | 挪威  | 12100    | 26300    | 130787.6 | 8927     | 41516.6      |
| 南欧 | 爱尔兰 | 400      | 16100    | 1 7673   | 127900.9 | 29772.1      |
|    | 希腊  | -2400    | 15300    | 48879.9  | 69059.1  | -20179.3     |
|    | 西班牙 | 300      | 13900    | 279001   | 301995   | -22994       |
|    | 意大利 | -300     | 15600    | 414728.4 | 442162.8 | -27434.4     |
|    | 葡萄牙 | -1400    | 10900    | 53462.3  | 65828    | -12365.7     |
| 西欧 | 法国  | 1000     | 16700    | 9 153    | 537498   | -45345       |
| 中欧 | 德国  | 2400     | 16500    | 1159800  | 1024 50  | 135450       |

资料来源:欧盟统计局,海通证券研究所

图 7 南北欧思想文化上的差异

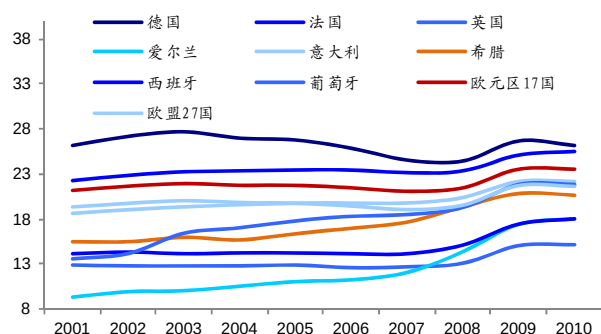


资料来源:海通证券研究所。

文化和生活习惯差异带来的南北欧格局能很好的解释南欧国家刚性的高福利政策。南欧消费格局得以维持必须有较高保障和福利为支撑(中国消费上不去就是个例证)。近几年来欧盟各国的社会福利占 GDP 的比重有趋同的趋势(如图 8),许多南欧国家由占比小于 20%逐渐上升到 20%以上,其中希腊和爱尔兰较为突出。2010 年希腊社会福利支出占 GDP 的比重为 20.6%,而社会福利在政府总支出中的占比更是高达 41.6%。

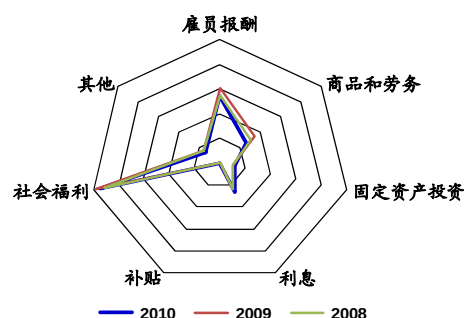
在经济发展良好的时候并不会出现问题,但在外在冲击下,本国经济增长停滞时,就出现了问题。从 2008 到 2010 年,爱尔兰和希腊 GDP 都出现了负增长,而西班牙近两年也出现了负增长,这些国家的社会福利支出并没有因此减少,导致其财政赤字猛增,2010 年希腊财政赤字占 GDP 比重达到了 10.4%,而爱尔兰这一比重更是高达 32.4%。

图 8 欧盟区主要国家社会福利占 GDP 比重 (%)



资料来源：欧盟统计局，海通证券研究所

图 9 希腊政府支出拆分 (年度)



资料来源：欧盟统计局，海通证券研究所

表 5 2010 年欧盟国家财政收支占比 (%)

| 2010     | 各项占 GDP 比重 |      |      |      | 各项占财政支出比重 |      |      |      |        |      |       |       |       | 各国 GDP 增速 |       |  |
|----------|------------|------|------|------|-----------|------|------|------|--------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|--|
|          | 财政赤字       | 财政收入 | 财政支出 | 社会福利 | 中间消费      | 雇员工资 | 利息   | 社会福利 | 其他经常转移 | 资本转移 | 总资本形成 | 其他    | 2008  | 2009      | 2010  |  |
| 欧盟 27 国  | -6.4       | 43.9 | 50.3 | 21.7 | 13.7      | 21.8 | 5.4  | 43.2 | 4.7    | 3.0  | 5.3   | 2.9   | 0.5   | (4.3)     | 1.9   |  |
| 欧元区 17 国 | -6.0       | 44.6 | 50.6 | 23.6 | 11.1      | 21.1 | 5.5  | 46.7 | 4.3    | 3.2  | 4.9   | 3.2   | 0.4   | (4.2)     | 1.8   |  |
| 比利时      | -4.2       | 48.9 | 53.1 | 25.2 | 7.4       | 23.6 | 6.7  | 47.5 | 4.8    | 2.3  | 3.1   | 4.6   | 1.0   | (2.8)     | 2.3   |  |
| 保加利亚     | -3.2       | 34.5 | 37.7 | 14.3 | 16.4      | 24.9 | 1.6  | 8.0  | 2.5    | 0.9  | 12.3  | 3.4   | 6.2   | (5.5)     | 0.2   |  |
| 捷克       | -4.7       | 40.5 | 45.2 | 20.0 | 14.3      | 17.7 | 3.1  | 44.2 | 3.6    | 4.8  | 10.2  | 2.1   | 3.1   | (4.7)     | 2.7   |  |
| 丹麦       | -2.8       | 55.6 | 58.4 | 18.6 | 17.2      | 32.8 | 3.2  | 31.8 | 5.0    | 1.4  | 3.7   | 4.8   | (1.1) | (5.2)     | 1.7   |  |
| 德国       | 3.3        | 43.3 | 46.6 | 26.2 | 10.0      | 15.1 | 5.1  | 56.2 | 4.0    | 3.3  | 3.3   | 2.3   | 1.1   | (5.1)     | 3.7   |  |
| 爱沙尼亚     | 0.1        | 40.1 | 40.0 | 14.7 | 18.5      | 29.5 | 0.4  | 36.8 | 4.2    | 2.2  | 9.1   | (0.7) | (3.7) | (14.3)    | 2.3   |  |
| 爱尔兰      | -32.4      | 34.6 | 67.0 | 18.0 | 8.9       | 17.6 | 4.9  | 26.9 | 3.8    | 31.1 | 5.7   | 1.1   | (3.0) | (7.0)     | (0.4) |  |
| 希腊       | -10.4      | 39.1 | 49.5 | 20.6 | 11.7      | 2.9  | 11.1 | 4.6  | 3.4    | 2.5  | 5.6   | 0.3   | (0.2) | (3.3)     | (3.5) |  |
| 西班牙      | -9.2       | 35.7 | 45.0 | 18.1 | 12.2      | 26.0 | 4.3  | 40.3 | 3.7    | 2.5  | 8.2   | 2.8   | 0.9   | (3.7)     | (0.1) |  |
| 法国       | -7.0       | 49.2 | 56.2 | 25.5 | 10.1      | 23.7 | 4.3  | 45.3 | 5.7    | 1.4  | 5.4   | 4.0   | (0.1) | (2.7)     | 1.5   |  |
| 意大利      | -4.5       | 45.9 | 50.3 | 22.1 | 11.7      | 2.0  | 8.7  | 43.9 | 3.3    | 2.8  | 4.1   | 3.5   | (1.3) | (5.2)     | 1.3   |  |
| 塞浦路斯     | -5.3       | 41.3 | 46.6 | 14.8 | 11.2      | 33.0 | 4.8  | 31.8 | 7.8    | 3.1  | 7.8   | 0.5   | 3.6   | (1.9)     | 1.1   |  |
| 拉脱维亚     | -7.6       | 35.2 | 42.9 | 13.2 | 16.3      | 23.8 | 3.4  | 30.8 | 8.6    | 7.6  | 8.3   | 1.3   | (3.3) | (17.7)    | (0.3) |  |
| 立陶宛      | -7.1       | 34.2 | 41.3 | 15.0 | 16.0      | 26.9 | 4.4  | 6.3  | 2.7    | 1.3  | 11.2  | 1.2   | 2.9   | (14.8)    | 1.4   |  |
| 卢森堡      | -1.7       | 39.5 | 41.2 | 19.7 | 8.5       | 18.8 | 1.0  | 47.7 | 7.2    | 3.1  | 9.8   | 3.9   | 0.8   | (5.3)     | 2.7   |  |
| 匈牙利      | -4.3       | 44.6 | 48.9 | 18.3 | 15.8      | 21.9 | 8.4  | 37.5 | 5.0    | 2.6  | 6.6   | 2.1   | .9    | (6.8)     | 1.3   |  |
| 马耳他      | -3.6       | 38.7 | 42.3 | 13.5 | 14.5      | 31.7 | 7.1  | 31.1 | 4.4    | 2.9  | 4.8   | 2.5   | 4.4   | (2.7)     | 2.7   |  |
| 荷兰       | -5.3       | 45.9 | 51.2 | 23.0 | 16.2      | 19.5 | 3.7  | 44.9 | 3.3    | 2.4  | 7.2   | 2.9   | 1.8   | (3.5)     | 1.7   |  |
| 奥地利      | -4.6       | 48.3 | 53.0 | 25.5 | 8.7       | 18.4 | 5.0  | 48.2 | 4.9    | 5.5  | 2.2   | 7.1   | 1.4   | (3.8)     | 2.3   |  |
| 波兰       | -7.9       | 3.8  | 45.7 | 17.0 | 13.5      | 22.0 | 5.9  | 37.3 | 6.0    | 1.7  | 12.4  | 1.2   | 5.1   | 1.6       | 3.9   |  |
| 葡萄牙      | -9.2       | 41.5 | 50.7 | 21.9 | 10.1      | 24.1 | 6.0  | 43.1 | 4.9    | 3.8  | 6.5   | 1.5   | 0.0   | (2.5)     | 1.4   |  |
| 罗马尼亚     | -6.4       | 34.3 | 40.8 | 13.8 | 17.2      | 23.5 | 3.8  | 33.8 | 4.3    | 2.0  | 13.6  | 1.9   | 7.3   | (6.6)     | (1.9) |  |
| 斯洛文尼亚    | -5.6       | 3.4  | 49.0 | 19.1 | 13.2      | 25.2 | 3.1  | 39.0 | 4.3    | 1.8  | 8.8   | 4.3   | 3.6   | (8.0)     | 1.4   |  |
| 斯洛伐克     | -7.9       | 33.1 | 41.0 | 19.0 | 12.2      | 19.3 | 3.3  | 46.3 | 5.5    | 3.8  | 6.4   | 3.3   | 5.8   | (4.8)     | 4.0   |  |
| 芬兰       | -2.8       | 52.4 | 55.3 | 20.9 | 20.2      | 26.1 | 2.5  | 37.7 | 5.3    | 0.6  | 4.8   | 2.8   | 1.0   | (8.2)     | 3.6   |  |
| 瑞典       | -0.2       | 52.8 | 3.0  | 19.0 | 17.9      | 27.9 | 2.0  | 35.9 | 4.5    | 0.5  | 6.6   | 4.7   | (0.6) | (5.2)     | 5.6   |  |
| 英国       | -10.3      | 40.4 | 50.6 | 15.2 | 26.0      | 22.7 | 5.8  | 29.9 | 6.4    | 2.8  | 5.0   | 1.4   | (1.1) | (4.4)     | 1.8   |  |
| 冰岛       | -7.8       | 42.3 | 50.0 | 7.8  | 24.6      | 29.2 | 12.1 | 15.6 | 4.3    | 5.3  | 5.2   | 3.7   | 1.3   | (6.7)     | (4.0) |  |
| 挪威       | 10.6       | 56.5 | 45.1 | 16.1 | 15.2      | 29.8 | 2.9  | 35.0 | 5.3    | 0.3  | 7.1   | 4.5   | 0.7   | (1.7)     | 0.3   |  |
| 瑞士       | 0.6        | 34.8 | 34.2 | 12.5 | 11.6      | 23.8 | 2.8  | 36.6 | 6.3    | 3.1  | 5.8   | 10.1  | 2.1   | (1.9)     | 2.7   |  |

资料来源：欧盟统计局，海通证券研究所

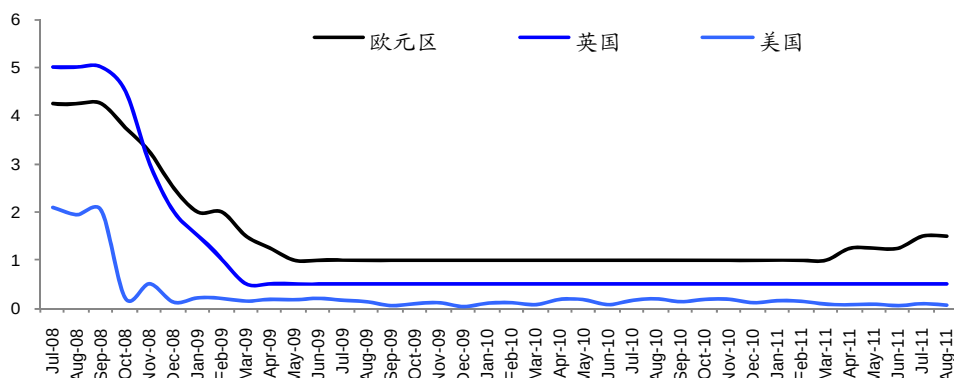
### 3. 整体相互交织的因素

### 3.1 欧元区制度缺陷：各国无法有效弥补赤字

第一，货币制度与财政制度不能统一，协调成本过高。根据有效市场分配原则，货币政策服务于外部目标，主要维持低通胀，保持对内币值稳定，财政政策服务于内部目标，主要着力于促进经济增长，解决失业问题，从而实现内外均衡。欧元区一直以来都是世界上区域货币合作最成功的案例，然而 08 年美国次贷危机的爆发使得欧元区长期被隐藏的问题凸现出来。欧洲中央银行在制定和实施货币政策时，需要平衡各成员国的利益，导致利率政策调整总是比其他国家慢半拍，调整也不够到位，从图 10 中可以看出欧洲央行的行动明显慢于英国央行和美联储。

在统一的货币政策应对危机滞后的情况下，各国政府为了尽早走出危机，只能通过扩张性的财政政策来调节经济，许多欧元区成员国违反了《稳定与增长公约》中公共债务占 GDP 比重上限 60% 的标准，但是并没有真正意义上的惩罚措施，由此形成了负向激励机制，加强了成员国的预算赤字冲动，道德风险不断加剧。具体传导路径为：突发美国金融危机→货币财政制度的不统一造成货币政策行动滞后→各国通过扩展性财政政策刺激经济→主权债务激增→财政收入无法覆盖财政支出→危机爆发。

图 10 各国基准利率调整（月度季调：%）



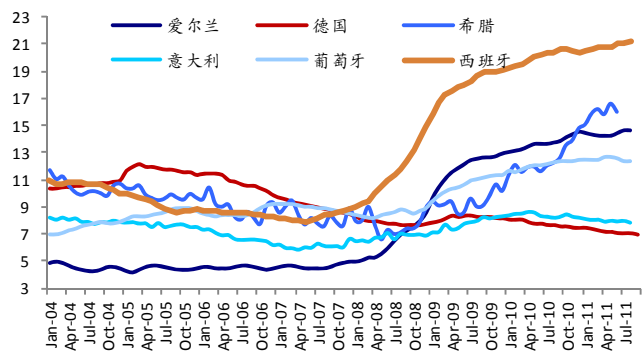
资料来源：WIND，海通证券研究所。

第二，欧盟各国劳动力无法自由流动，各国不同的公司税税率导致资本的流入，从而造成经济的泡沫化。最初蒙代尔的最优货币区理论是以生产要素完全自由流动为前提，并以要素的自由流动来代替汇率的浮动。欧元体系只是在制度上放松了人员流动的管制，而由于语言、文化、生活习惯、社会保障等因素的存在，欧盟内部劳动力并不能完全自由流动。

从各国的失业率水平来看，德国目前的失业率已经下降到 7% 以下，低于危机前水平，但是西班牙的失业率高达 21.2%。另一方面，欧盟国家只统一了对外关税税率，并没有让渡公司税税率，目前法国的公司税率最高为 34.4%，比利时为 34%，意大利为 31%，德国为 29.8%，英国为 28%，其他边缘国家及东欧国家的公司税率普遍低于 20%，这些税率较低的国家也正是劳动力比较充足的地区，资金和劳动的结合使得这些国家的经济不断膨胀，资金主要投资在支柱性的产业，比如加工制造业，房地产业和旅游业，从而导致了国内经济的泡沫化。

从欧元兑美元走势可以看出，次贷危机前的很长一段时间欧元一直是处于一个上升通道，出口是受到一定程度的打击，南欧国家本来就不发达的工业和制造业更少受到资金的青睐，造成这些国家贸易赤字造成贸易赤字连年增加，各国通过发债弥补，同样是因为欧元的升值，欧债受到投资人的欢迎，举债成本低廉，从而形成一个恶性循环。

图 11 欧元区主要国家失业率（月度季调：%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 12 欧元兑美元走势（EUR/USD）



资料来源：WIND，海通证券研究所

最后，欧元区设计上没有退出机制，出现问题后协商成本很高。由于在欧元区建立的时候没有充分考虑退出机制，这给以后欧元区危机处理提出了难题。目前个别成员国在遇到问题后，就只能通过欧盟的内部开会讨论，来解决成员国出现的问题，市场也随着一次次的讨论而跌宕起伏，也正是一次次的讨论使得危机不能得到及时解决。

### 3.2 欧元区银行体系互相持有债务令危机率一发动全身

近年来欧洲银行业信贷扩张非常疯狂，致使其经营风险不断加大，其总资产与核心资本的比例甚至超过受次贷冲击的美国同行。

表 6 2009 年底美国和欧洲主要银行的杠杆率

|       | 资产<br>(十亿美元) | 权益(不包括商誉)<br>(十亿美元) | 杠杆率   |         | 资产<br>(十亿美元) | 权益(不包括商誉)<br>(十亿美元) | 杠杆率   |
|-------|--------------|---------------------|-------|---------|--------------|---------------------|-------|
| 美国银行  | 2223         | 145                 | 15.33 | 巴黎银行    | 2950         | 100                 | 29.50 |
| 摩根大通  | 2032         | 117                 | 17.37 | 苏格兰皇家银行 | 2740         | 130                 | 21.08 |
| 曼哈顿银行 | 1857         | 130                 | 14.28 | 德意志银行   | 2152         | 44                  | 48.91 |
| 富国银行  | 1240         | 90                  | 13.78 | 西班牙国际银行 | 1577         | 73                  | 21.60 |
| 高盛    | 841          | 68                  | 12.37 | 法国兴业银行  | 1468         | 58                  | 25.31 |
| 摩根士丹利 | 771          | 46                  | 16.76 | 瑞士银行    | 1293         | 37                  | 34.95 |

资料来源：OECD，海通证券研究所

从欧洲商业银行持有希腊、葡萄牙、西班牙、意大利和爱尔兰的债务看：

首先这五个国家本国银行持有相当比例的主权债务，希腊本国银行持有希腊主权债务占到本国银行核心资本的 226%，葡萄牙、西班牙、意大利和爱尔兰这一比例分别为 69%，113%，157%和 26%。

其次，对希腊主权债务风险暴露较多的国家除了本国外还有德国、法国、比利时、塞浦路斯和葡萄牙；对葡萄牙和西班牙主权债务风险暴露较多的国家有德国和比利时；对意大利主权债务风险暴露较多的国家有德国、法国、荷兰、比利时、卢森堡、奥地利和葡萄牙；对爱尔兰主权债务风险暴露较多的国家有德国和塞浦路斯。



表 7 欧洲商业银行在欧洲五国持有的债权金额及债权占本国银行核心资本比例

|      | 希腊            |           | 葡萄牙           |           | 西班牙           |           | 意大利           |           | 爱尔兰           |           |
|------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|---------------|-----------|
|      | 金额 (百<br>万欧元) | 占比<br>(%) | 金额 (百<br>万欧元) | 占比<br>(%) | 金额 (百万<br>欧元) | 占比<br>(%) | 金额 (百万<br>欧元) | 占比<br>(%) | 金额 (百<br>万欧元) | 占比<br>(%) |
| 希腊   | 56148         | 226.0     | -             | -         | -             | -         | -             | -         | -             | -         |
| 德国   | 18718         | 12.0      | 10888         | 7.0       | 31854         | 21.0      | 72717         | 48.0      | 12922         | 8.0       |
| 法国   | 11624         | 6.0       | 4864          | 3.0       | 6592          | 4.0       | 48185         | 26.0      | 2476          | 1.0       |
| 塞浦路斯 | 4837          | 109.0     | -             | -         | -             | -         | -             | -         | 440           | 10.0      |
| 比利时  | 4656          | 14.0      | 2982          | 9.0       | 3530          | 11.0      | 25194         | 76.0      | 593           | 2.0       |
| 英国   | 4131          | 1.0       | 2571          | 1.0       | 5916          | 2.0       | 10029         | 4.0       | 5580          | 2.0       |
| 荷兰   | 3160          | 4.0       | 2272          | 3.0       | 1685          | 2.0       | 10313         | 14.0      | 559           | 1.0       |
| 意大利  | 1778          | 2.0       | 304           | 0.3       | 1383          | 2.0       | 144856        | 157.0     | 239           | 0.3       |
| 葡萄牙  | 1739          | 9.0       | 13707         | 69.0      | 345           | 2.0       | 1179          | 6.0       | 839           | 4.0       |
| 西班牙  | 1016          | 1.0       | 6807          | 4.0       | 203310        | 113.0     | 6017          | 3.0       | -             | -         |
| 奥地利  | -             | -         | 272           | 1.0       | 239           | 1.0       | 1474          | 7.0       | -             | -         |
| 爱尔兰  | -             | -         | 257           | 1.0       | 391           | 2.0       | -             | -         | 5322          | 26.0      |
| 卢森堡  | -             | -         | -             | -         | -             | -         | 2505          | 158.0     | -             | -         |
| 丹麦   | -             | -         | -             | -         | -             | -         | -             | -         | 675           | 4.0       |

资料来源: OECD, 海通证券研究所

由此, 欧洲银行业的健康与主权债务的解决直接相关, 欧洲主权债的主要债权人欧洲的各大银行, 美国银行也对欧洲主权债衍生产品拥有大量的敞口。如果这些主权债务发生违约, 首先会使得本国的银行业遭受损失, 而这些银行本身又发行了很多债务, 这些债务也会被市场认为是有违约风险的, 而这些银行的债务本身被很多其他的银行持有。此时银行体系就像一个危机效应的放大器, 光希腊一个国家还不足以引起全欧洲的银行业危机, 但是一旦这种危机信号传递到了意大利和西班牙, 就变得一发不可收拾了。

欧洲金融稳定机制 (EFSF) 即使扩容, 再加上 IMF 配套额度等其他救助机制, 总共能提供大约 7500 亿欧元的资金救助, 假设 EFSF 要救希腊、葡萄牙、比利时、西班牙和意大利, 总共需要 11800 亿欧元, 资金缺口为 4200 亿欧元, 这差不多相当于意大利所需的 4880 亿欧元的援助额, 也就是说援助资金顶多只能救到西班牙, 救不了意大利。如果直接减免主权债务对银行业来说就等于坏账, 也会使银行遭受巨大的损失。

### 3.3 评级机构煽风点火, 助推危机蔓延

**评级机构不断调低主权债务评级, 助推危机进一步蔓延。**全球三大评级机构不断下调上述四国的主权评级 (表 6)。2011 年 7 月末, 标普已经将希腊主权评级从 09 年底的 A- 下调到了 CC 级 (垃圾级), 意大利的评级展望也在 11 年 5 月底被调整为负面, 继而在 9 月份和 10 月初标普和穆迪又一次下调了意大利的主权债务评级。葡萄牙和西班牙也遭遇了主权评级被频繁下调的风险。评级机构对危机起到了推波助澜的作用, 也可成为危机向深度发展直接性原因。

### 3.4 法德等国在救援上的分歧令危机处于胶着状态

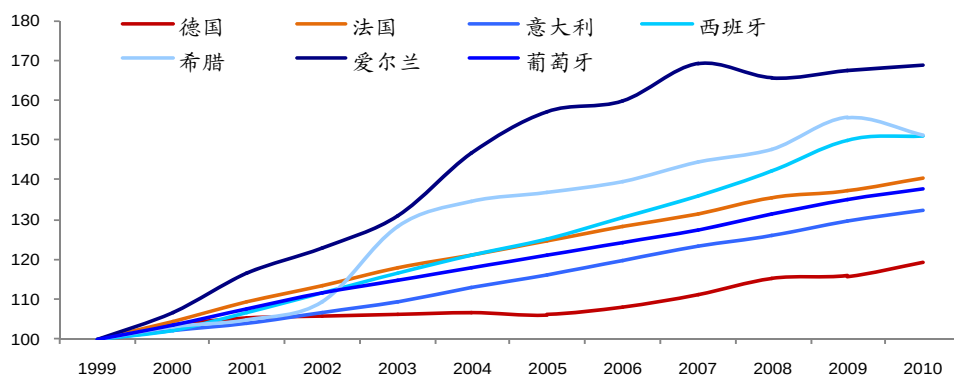
**法国坚决支持救援, 德国在救援问题上的左右摇摆使得欧债危机长期处于胶着状态。**是否要对身陷危机的国家施以援手主要取决于德国和法国的态度。法国是坚决支持对危机国实施救援的, 因为法国银行持有相当数量的欧元区债券, 如果这些国家违约的话, 法国的损失将会非常惨重 (从三大评级机构下调法国两大银行评级可以看出)。

德国是欧元区第一大经济体, 其经济发展强劲很大程度上得益于严格的成本控制。在欧元开始成为统一货币的 12 年里, 德国国内工资上涨速度缓慢 (年均 2% 左右), 导



致国内消费不振，但是赤字控制的比较好。欧猪五国从加入欧元区之后，为了缩短与欧元区其他国家各方面的差距，工资一直在上涨，平均每年上涨 10% 以上。劳动力优势的存在，使得南欧各国的人均 GDP 水平也在不断的上涨，与法德之间的差距不断缩小，但是随着工资上涨，竞争力也不断减弱，后期各国只能靠旅游房地产等项目来拉动经济，这些经济增长的源动力异常脆弱，在受到外部冲击时显得不堪一击。

图 13 欧元区主要国家人均工资增长（1999=100，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

表 8 三家评级机构对欧元区四国的主权评级调整

|     | 调整日期     | 穆迪<br>评级 | 评级展望 | 调整日期     | 标普<br>评级 | 评级展望 | 调整日期     | 惠誉<br>评级 | 评级展望 |
|-----|----------|----------|------|----------|----------|------|----------|----------|------|
| 希腊  | 11/07/25 | Ca       | 负面   | 11/07/27 | CC       | 负面   | 11/07/13 | CCC      | 负面   |
|     | 11/06/01 | Caa1     | 负面   | 11/05/09 | B*-      | 负面   | 11/05/20 | B+*-     | 负面   |
|     | 11/05/09 | B1*-     | 负面   | 11/03/29 | BB*-     | 负面   | 11/01/14 | BB+      | 负面   |
|     | 10/12/16 | BA1*-    | 负面   | 10/12/02 | BB+*-    | 负面   | 10/12/21 | BBB*-    | 负面   |
|     | 10/06/14 | BA1      | 负面   | 10/04/27 | BB+      | 负面   | 10/04/09 | BBB-     | 负面   |
|     | 10/04/22 | A3*-     | 负面   | 10/03/16 | BBB+     | 正面   | 09/12/08 | BBB+     | 负面   |
|     | 09/12/22 | A2       | 负面   | 09/12/16 | BBB+*-   | 负面   | 09/10/22 | A-       | 负面   |
|     | 09/10/29 | A1*-     | 负面   | 09/12/07 | A*-      | 负面   |          |          |      |
| 意大利 | 11/10/04 | A2       | 负面   | 11/09/19 | A        | 负面   |          |          |      |
|     | 93/      | Aa2      |      | 11/05/21 | A+       | 负面   | 06/10/19 | AA-      | 负面   |
|     |          |          |      | 06/10/19 | A+       | 正面   | 06/10/19 | AA-      | 负面   |
| 葡萄牙 | 11/07/05 | BA2      | 负面   | 11/03/29 | BBB-     | 负面   | 11/04/01 | BBB*-    | 负面   |
|     | 11/04/05 | BAA1*-   | 负面   | 11/03/24 | BBB*-    | 负面   | 11/04/01 | BBB*-    | 负面   |
|     | 11/03/15 | A3       | 负面   | 10/11/30 | A*-      | 负面   | 11/03/24 | A*-      | 负面   |
|     | 10/12/21 | A1*-     | 负面   | 10/04/27 | A-       | 负面   | 10/12/23 | A+       | 负面   |
|     | 10/07/13 | A1       | 负面   | 09/01/13 | AA-      | 负面   | 10/03/24 | AA-      | 负面   |
|     | 10/05/05 | AA2      | 负面   | 09/01/12 | A+       | 负面   | 98/06/04 | AA       | 正面   |
| 西班牙 | 11/07/29 | Aa2*-    | 负面   |          |          |      |          |          |      |
|     | 11/03/10 | Aa2      | 负面   | 10/04/28 | AA       | 负面   | 10/05/28 | AA+      | 负面   |
|     | 10/09/30 | AA1      | 负面   | 09/01/19 | AA+      | 负面   | 03/12/10 | AAA      | 正面   |
|     | 10/06/30 | AAA*-    | 负面   | 09/01/12 | AAA*-    | 负面   |          |          |      |
|     | 01/12/13 | AAA      | 正面   |          |          |      |          |          |      |

资料来源：海通证券研究所

表 9 欧元区主要国家人均 GDP (欧元)

| 欧元   | 德国       | 法国       | 意大利      | 西班牙      | 希腊       | 爱尔兰      | 葡萄牙      |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1999 | 24451.62 | 23213.08 | 19778.64 | 14319.63 | NA.      | 24569.36 | 11610.58 |
| 2000 | 25098.92 | 24376.44 | 20923.90 | 15328.58 | NA.      | 27933.50 | 12382.88 |
| 2001 | 25701.12 | 25173.14 | 21907.32 | 16269.41 | 13343.17 | 30703.37 | 12986.02 |
| 2002 | 26025.56 | 25809.93 | 22594.83 | 17070.60 | 14237.73 | 33528.03 | 13465.53 |
| 2003 | 26258.24 | 26383.36 | 23082.58 | 18124.33 | 15645.68 | 35423.25 | 13653.39 |
| 2004 | 26711.19 | 27269.50 | 23775.80 | 19067.56 | 16778.30 | 37219.42 | 14134.62 |
| 2005 | 27145.42 | 28132.04 | 24338.53 | 20326.84 | 17608.37 | 39542.55 | 14544.36 |
| 2006 | 28253.53 | 29326.58 | 25145.57 | 21775.84 | 19058.36 | 42121.71 | 15121.48 |
| 2007 | 29611.61 | 30584.63 | 25932.55 | 22824.73 | 20435.03 | 43773.45 | 15947.05 |
| 2008 | 30172.92 | 31133.54 | 26107.39 | 23277.38 | 21273.05 | 40702.38 | 16183.21 |
| 2009 | 29251.79 | 30308.94 | 25177.85 | 22413.59 | 20991.58 | 36013.72 | 15848.05 |
| 2010 | 30504.13 | 30835.45 | 25527.48 | 22031.53 | 20597.34 | 34892.08 | 16235.81 |

资料来源: OECD,海通证券研究所

德国这些年忍受着福利削减,工资长期不上涨的痛苦,现在却要让他们去拯救那些享受高福利高工资的国家,本国民众显然会心有不甘,为了获得更多的民众支持率,德国政府在做决定时必须考虑到民众的呼声。但是如果不救的话,又会面临本国银行业出现流动性危机,甚至导致大量银行倒闭,危及到本国经济,这个局面是谁都不愿意看到的。因此目前德国正面临艰难的选择,欧债危机如何演绎一定程度上取决于德国的态度。

## 4. 总结

经济、文化和人口结构的不平衡发展,使得欧元区在建立时存在诸多缺陷,这些缺陷在经济平稳发展时并不容易暴露,一旦出现类似美国次贷危机的冲击时,缺陷就暴露出来,之后加上评级机构的煽风点火,危机就逐步蔓延开来,然而由于法德等欧元区核心经济体对救援存在分歧,导致危机逐步发展到令全球投资人不安的地步

我们分析危机发生的根源旨在能更好的把握危机的解决方案。本文结尾就从以上讨论的危机发生原因的角度来简要展望,具体更为细致的展望工作将在以后的报告中一一给出。

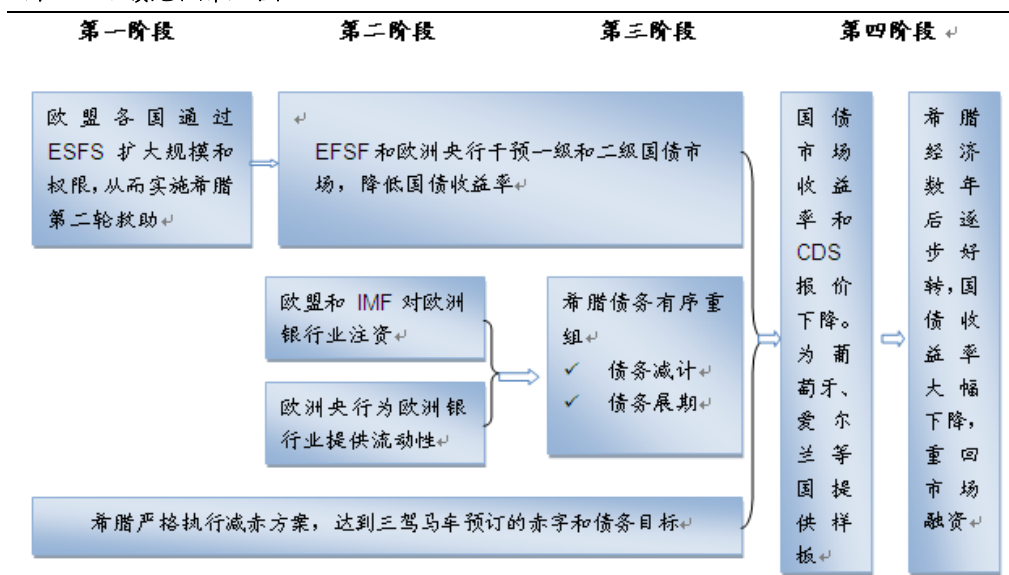
从危机的长期解决机制看,第一,最低一个层次的目标是改善欧元的机制设计,主要是危机救助机制(类似于欧洲金融稳定机制的多边货币提供机制)、主权国家破产或债务重组机制、合理的退出机制;第二,再高一层次的目标是进行经济结构的调整,目前许多南欧小国家在经济结构配置上无法做到平衡,仅依靠与经济周期高度相关的产业带动经济发展,必然会在外围经济出现问题。而经济结构的调整需要很长的一段时间,而且改革的难度也比较大;第三,最高层次的目标可以上升到宗教文化层次上,改变南欧国家人民对于天主赐予一切,宿命论的思想,这一转变需要的时间将更长,或许国内出现非常大的变革才能对人民心中根深蒂固的观念产生冲击,从而有所转变。从另一种角度来看,欧债危机对于这些国家今后的发展或许也并不是一件坏事。

从危机的短期解决机制来看,第一,如果继续留在欧元区,货币政策和扩张性财政政策都将无法实施,国内经济恢复将进一步放缓,攒钱还债这条路就走不通了。而不同于美国可以通过扩张性财政政策来促进经济增长,欧债危机的直接原因是各国的短视而造成无度的财政扩张,因此欧债危机的解决就断绝了扩张本国财政这条路径,各国也无法使用货币政策工具;第二,德国和法国如果能更快的达成一致意见,或许能短期内避免危机的蔓延。而我们知道要把本来属于自己的财富无偿的送给别人这是需要极大勇气的,在没有续足这份勇气之前,市场只有等待。从目前的情况来看法德两国依然行动

力不够，当市场真正失去信心时，颓势就难以挽回了。第三，从目前情况看，债务重组对于南欧国家可能是在所难免，而债务重组会使投资人遭受损失，所以各国举棋不定，但债务重组是目前唯一走得通的一条路。即使三驾马车对希腊和爱尔兰进行了三年期的救助，等这些救助于 2013 年到期之后，这些国家依然无法在市场上进行融资，由此债务重组在所难免。当然重组可以是延长债务期限，同时降低利率，或是直接减免部分债务，具体路径如图 14 所示。

长期措施诸如改善欧元区的机制，改革危机国经济结构无疑是解决欧元区问题的基本出路，但是这些方案在短期内并不具有操作性，而短期来看目前唯一可行的方案就是进行债务重组。再配合欧洲金融稳定机制和欧洲央行在二级市场上干预，以降低危机国国债收益率，使得这些国家能以较低的利率在国债市场上融资，从而稳定局势。不管如何这次危机对于危机发生国或是受到危机牵连的国家，都是一次自我调节，自我修复的过程。

图 14 欧债危机解决路径



资料来源：海通证券研究所。

## 信息披露

### 分析师声明

宏观经济研究团队： 李明亮

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德 副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

### 宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com  
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com  
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

### 联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com  
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

### 策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com  
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com  
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

### 联系人

王 旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com  
汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

### 基金研究团队

娄 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com  
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com  
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com  
罗 震 (021) 23219326 luozh@htsec.com  
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com  
联系人  
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com  
陈 瑶 (021) 23219645 chen Yao@htsec.com

### 金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com  
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com  
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

### 联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com  
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com  
张欣慰 (021) 23219370 zwx6607@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com

### 政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com  
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

### 计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com  
联系人  
袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com  
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

### 煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com  
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com  
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com  
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com  
联系人  
李宏科 (021) 23219671 lhk6064@htsec.com

### 建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com  
联系人  
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com  
张显宁 (021) 23219813 zxn6700@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
王晓林 (021) 23219812 wxl6666@htsec.com

### 机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com  
联系人  
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com  
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

### 农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com  
联系人  
夏 木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

### 纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

### 非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com  
联系人  
黄 媚 (021) 23219638 hm6139@htsec.com  
汤 婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com

### 电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com  
联系人  
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

### 互联网及传媒行业

联系人  
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

### 交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com  
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com  
联系人  
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com  
李 晨 (021) 23219817 lc6668@htsec.com

### 汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com  
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

### 食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com  
齐 莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

### 钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

### 医药行业

联系人  
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com  
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com  
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

### 有色金属行业

联系人  
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

### 基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com  
联系人  
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com  
张 瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com



|                                                                                                                                      |                                                                                                    |                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>家电行业</b><br>陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com<br>联系人<br>孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com                                     | <b>建筑建材行业</b><br>联系人<br>赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com                                          | <b>电力设备及新能源行业</b><br>张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com<br>牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com<br>联系人<br>房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com<br>徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com |
| <b>公用事业</b><br>陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com<br>联系人<br>汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com                                      | <b>银行业</b><br>联系人<br>刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com                                            | <b>社会服务业</b><br>林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com<br>联系人<br>胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com                                                                                |
| <b>房地产业</b><br>涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com<br>谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com<br>联系人<br>贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com | <b>造纸轻工行业</b><br>徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com<br>联系人<br>马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com |                                                                                                                                                                                    |

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理  
(021) 63609993  
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

|                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>深广地区销售团队</b><br>蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com<br>刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com<br>辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com<br>高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com | <b>上海地区销售团队</b><br>高溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com<br>季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com<br>胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com<br>黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com<br>朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com<br>肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com<br>王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com | <b>北京地区销售团队</b><br>孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com<br>张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com<br>殷怡琦 (010) 58067944 yinyiq@htsec.com<br>王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com