

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《希腊财政赤字超预期加剧债务重组担忧》2011-04-27

《德国推希腊债务重组或重燃欧债危机》2011-04-20

《债务危机阶段性缓解, 欧洲通胀压力隐现》2011-01-26

《西班牙、意大利公债拍卖喜忧参半, 债务危机阴霾将继续困扰欧洲》2010-11-14

《葡萄牙成功拍卖 10 年期国债且融资成本下降, 释放积极信号》2010-11-13

宏观点评报告

G20 峰会讨论新的救援计划, 欧债危机中期解决路线渐清晰

■ G20 峰会就欧债危机新的救援计划进行讨论

- 20 国集团(G20)10 月 14 日-15 日在法国巴黎举行为期两天的会议, 会议上各国财政及央行行长就欧债危机新的救援计划进行讨论

■ 依托 EFSF 扩容和调整方案, 欧债危机中期解决方案日渐清晰

- 目前, 欧洲债务问题的解决从短、中、长期来看, 有三个关键节点: 短期是果断解决希腊债务问题, 并有效阻止希腊债务问题向其他欧元区国家以及银行体系的浸染; 更大幅度地扩大救助范围成为解决欧债问题的中期任务; 长期来看, 欧债问题的根本解决则有赖于欧元区财政政策的协调和统一以及共同治理框架的建立。EFSF 的扩容和调整表明扩大救助规模和范围的中期解决方案日渐清晰
- 具体的方案设计预计如下: 首先, 扩大 EFSF 的规模; 第二步, 设立特殊目的载体。EFSF 调整后预计将有一部分资金用于设立特殊目的载体; 第三步, 通过特殊目的载体提高杠杆率进一步扩大 EFSF 资金规模

■ “隔离墙”筹谋未雨, 欧洲银行业不会爆发流动性危机

- G20 峰会讨论提供 1000~2000 亿欧元资金援助银行, 此举意在银行业进行资产减记发生损失时有效维持银行业的稳定, 这也增大了针对由于债务问题而陷入困境的银行欧盟推出欧洲版问题资产救助计划(TARP)的可能性

■ IMF 讨论增资, 拯救欧债危机或成各国联手行动

- IMF 规模的扩大有助于提高 IMF 在援助欧洲中的作用, 更为重要的是, 如果 IMF 增资计划实施, 表明拯救欧洲的债务问题在实质意义上将成为全球的联手行动

■ 欧债危机暂趋平静, 美元下跌, 商品和资本市场将反弹

- 四季度将进入欧债危机相对平静期, 加上近期美国经济好转, 全球资本和商品市场将迎来一波反弹, 同时美元兑欧元贬值

■ 风险提示:

- ESFS 扩容和调整方案无法有效提振和改善市场信心

一、G20 峰会就欧债危机达成新的救援计划

20 国集团(G20)10 月 14 日-15 日在法国巴黎举行为期两天的会议，会议上各国财长和央行行长就欧债危机新的救援计划进行讨论。新的救援计划包括将欧洲金融稳定机制（EFSF）资金总额从 4400 亿欧元进一步提升，同时提供救援资金给银行业等。G20 峰会讨论的另一重要议题是“IMF 增资”，G20 考虑加快将 IMF 规模扩大一倍的时间表，且提高 IMF 在援助欧洲中的作用。

G20 峰会的前一天，伴随斯洛伐克国民议会以 150 个议席中的 114 票赞成，欧元区所有国家均已经批准欧洲稳定机制扩容议案。作为欧盟阻止债务危机蔓延的重要武器，扩容后的 EFSF 更为强大、灵活，同时也表明，依托于 EFSF 的扩容和调整，欧盟解决欧洲债务的路线图日渐清晰，一揽子方案有望尽快出台。

此次 G20 峰会表明增加 EFSF 有效放贷水平及其弹性使之成为阻止债务危机蔓延的重要武器成为全球主要经济体中的共识。IMF 增资旨在提高其在救助欧洲债务问题国家、银行业中的作用，各国增资 IMF 意味着拯救欧洲的债务问题在实质意义上成为全球的联手行动。

二、依托 EFSF 扩容和调整方案，欧债危机中期解决方案日渐清晰

今年 7 月 21 日的峰会上，欧元区各国领导人初步同意扩大 EFSF 的权限，包括允许该基金在二级市场买入欧元区国债以及向银行业提供援助等。不过，EFSF 的权限扩大需得到欧元区所有国家的立法者批准通过才能生效，因此德国等欧元区 17 国陆续对此进行投票。

9 月 29 日，德国投票通过欧洲金融稳定基金（简称，EFSF）的调整方案，10 月 13 日，斯洛伐克国民议会以 150 个议席中的 114 票赞成通过或欧洲金融稳定机制扩容议案。

斯洛法克的表决结果为欧洲金融稳定基金扩容方案生效扫除了最后一道障碍。EFSF 扩容方案通过扩大融资规模并允许 EFSF 在二级市场购买政府债券并参与银行资本重组，将有效提高其信贷能力和灵活性，进而有助于其在救助债务问题国家以及欧洲银行业中作用的发挥。更为重要的是，欧盟将依托于

EFSF 的扩容和调整出台一揽子的更为有效的欧债危机解决方案。

目前，欧洲债务问题的解决从短、中、长期来看，有三个关键节点：短期是果断解决希腊债务问题，并有效阻止希腊债务问题向其他欧元区国家以及银行体系的浸染；金融隔离墙的建立有赖于救助范围和规模的扩大，更大幅度地扩大救助范围成为解决欧债问题的中期任务；长期来看，欧债问题的根本解决则有赖于欧元区财政政策的协调和统一以及共同治理框架的建立。

EFSF 的扩容和调整表明扩大救助规模和范围的中期解决方案日渐清晰。

从根本上来说，扩大救助资金的规模有两种基本方式：一是把欧洲中央银行 ECB 变成一个储蓄银行，通过自由支配借贷来给成员国提供救助；二是借钱，即通过 ESFS 等载体发行债券。在基本方式上欧盟将选择后者。具体的方案设计预计如下：

首先，扩大 EFSF 的规模并调整资金使用方式。EFSF 基金之前仅能为救助受损欧元区国家提供资金，但调整后将允许其购买政府债券、为银行注入资本。EFSF 资金规模的扩大和投资方案的调整是扩大救助资金规模中期方案的基础和前提。

第二步，设立特殊目的载体。EFSF 调整后预计将有一部分资金用于设立特殊目的载体。

第三步，通过特殊目的载体提高杠杆率进一步扩大 EFSF 资金规模。特殊目的载体一是本身可以通过借钱，即发行债券的形式融资，这类似推出变相的欧洲共同债券，即以 EFSF 为担保发行共同的债券，二是特殊目的载体可以购买债务问题国家债务，并以此为抵押继续向 ECB 融资，此举一来可以稳定债务问题国家国债收益率防止问题蔓延，二来通过从 ECB 融资进一步扩大融资规模。这样，依托特殊目的载体，EFSF 的融资规模在目前的基础上将进一步扩大，EFSF 进而将有能力覆盖西班牙、意大利等较大经济体乃至银行业的损失，有效阻止债务问题向其他欧元区国家以及银行体系的浸染。

如图所示，如果欧元区整体债务对 GDP 的占比提高到与美国相同的程度，则可以再融资 1.3 万亿，而 EFSF 融资规模超过 2 万亿则基本可以覆盖掉“小猪五国”目前的债务。

第四步，争取以 ESM 提前取代 EFSF。

图 1：欧元区整体债务/GDP 占比提高到与美国相仿水平则至少可融资 1.3 万亿欧元

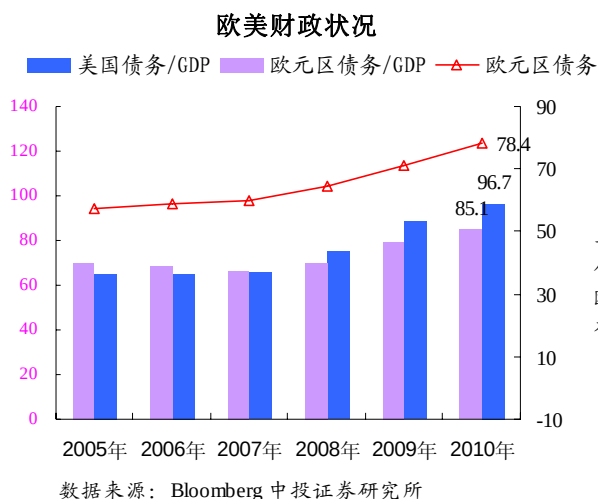


图 2：EFSF 融资规模超过 2 万亿将能覆盖五国现有债务

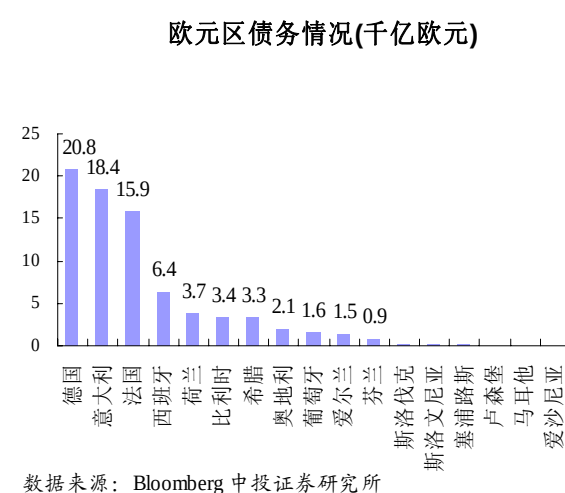
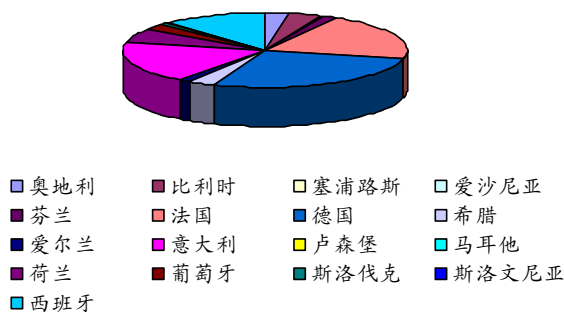


图 3：经协商认同的 ESM 出资占比

经协商认同的 ESM 出资百分比



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

三、“隔离墙”筹谋未雨，银行业不会爆发危机

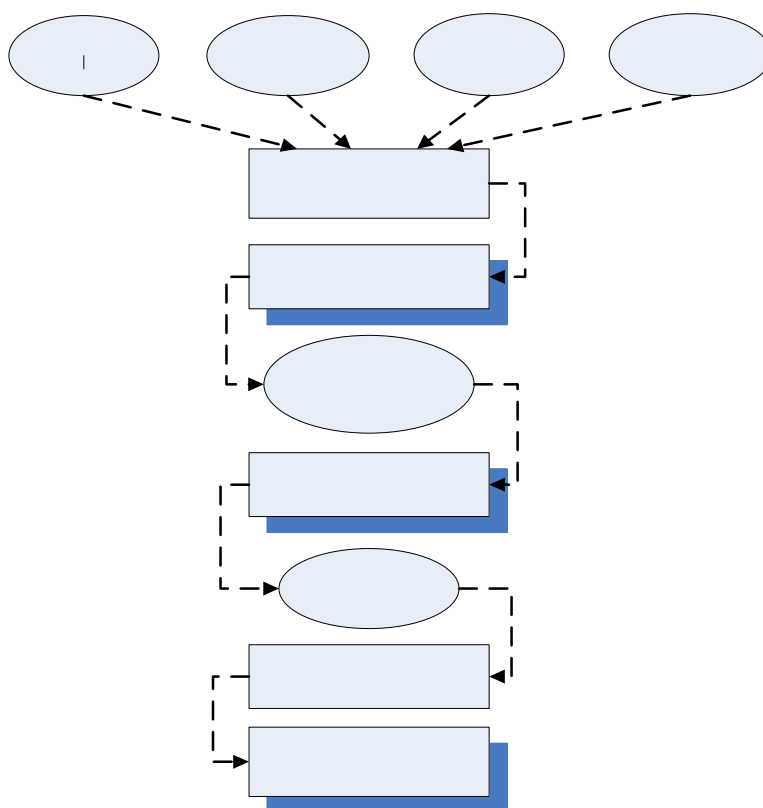
这表明与 2008 年不同，对于欧洲银行业面临的流动性危机，在欧洲央行采取“非常规货币政策”向市场和金融机构提供流动性支持之外，各方已开始研究阻断主权债务危机与银行业之间互相“侵染”的方法，其中重要的举措即通过向欧洲银行业提供救助资金建立起金融隔离墙，此次 G20 峰会就对银行业提供

资金救助已清晰表明这一点。

由于“债务危机-银行信贷紧缩-实际经济萎缩”存在着自我的顺周期循环，银行业稳定与否成为债务危机向实体经济传导的关键环节。欧洲国家的主权债务危机向欧洲的银行业的传导主要经由主权债的资产减记发生，而货币错配则起了推波助澜的效果。

我们在报告中多次指出，欧洲银行业的稳定在“债务危机-银行信贷紧缩-实体经济收缩”的自我顺周期循环中处于中间环节和关键位置，如图所示。

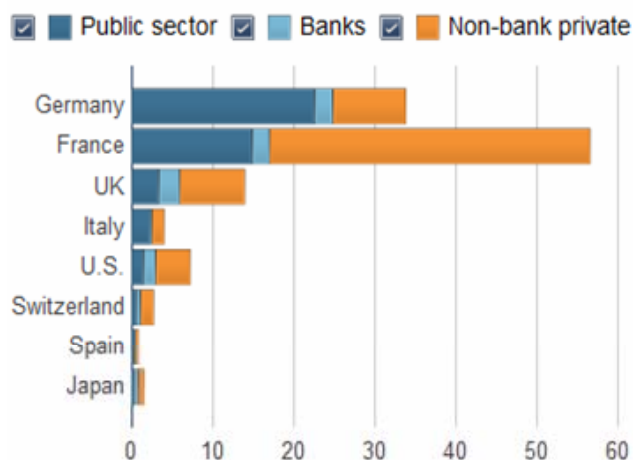
图 4: “债务危机-银行信贷紧缩-实体经济收缩”的自我顺周期循环机制



资料来源：中投证券研究所

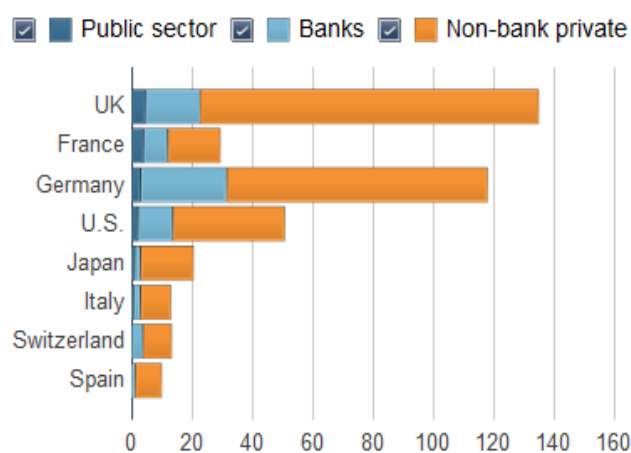
利率提高

图 5：银行对希腊债务的风险暴露



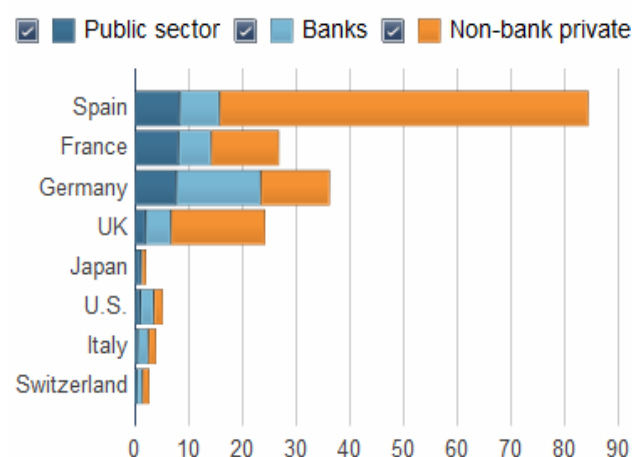
资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

图 6：银行对爱尔兰债务的风险暴露



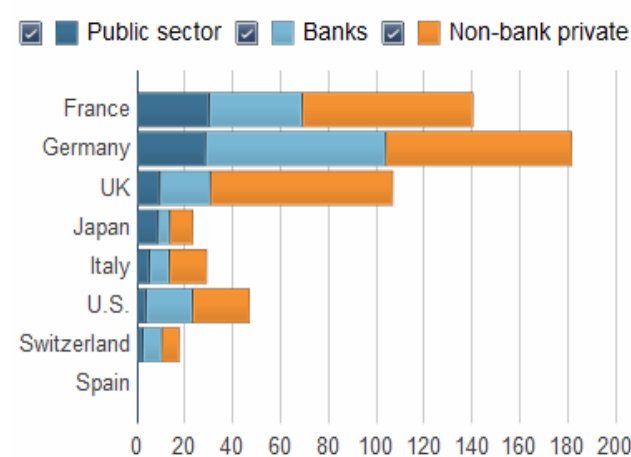
资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

图 7：银行对葡萄牙债务的风险暴露



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

图 8：银行对西班牙债务的风险暴露

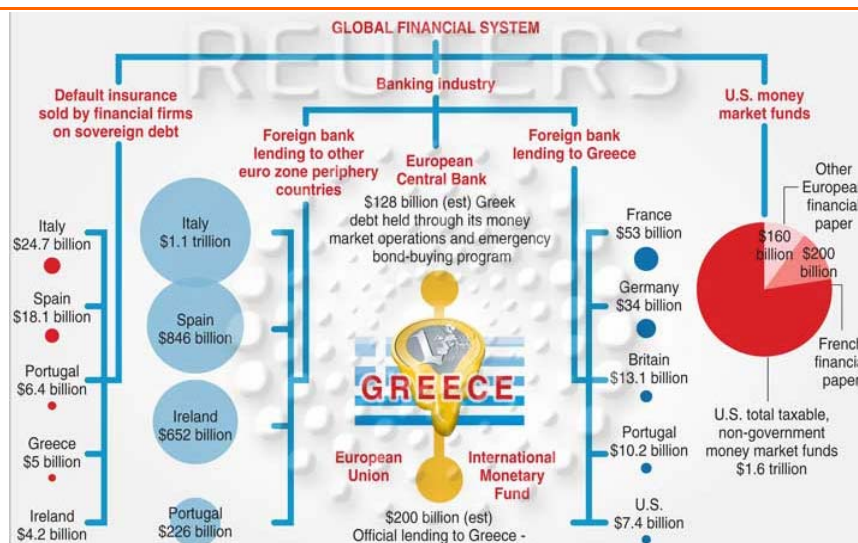


资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

自出现流动性苗头以来，欧洲央行出台组合拳以保证银行业的流动性需求，包括购买担保债券、向银行提供贷款等（表 1）。此次 G20 峰会就向银行业提供资金救助达成一致，此举意在银行业进行资产减记发生损失时有效维持银行业的稳定，这也增大了针对由于债务问题而陷入困境的银行欧盟推出欧洲版问题资产救助计划(TARP)的可能性¹。因此，与 2008 年次贷危机所带来的欧洲银行的信贷紧缩不同，欧洲银行业流动性紧张将不会演化成流动性危机，更不会影响整个银行和金融体系的稳定。

¹欧版 TARP 的设计思路为，德、法、意等欧元区核心国政府为银行同业拆借或再融资提供担保或者出资购买一部分银行业所保有的希腊等国家的债券，以盘活银行业的现金流

图 9：希腊债务蔓延示意图



资料来源：BIS、ICI、DTCC、Thomson Reuters、中投证券研究所

表 1：欧洲央行稳定银行体系的举措

时间	举措
9月21日	扩大作为欧洲商业银行贷款抵押品的证券范围，但会限制用于抵押品的优先无担保债券的数量。 从明年起，由信用机构发行的不再受监管市场交易的债务工具将被纳入欧洲央行合格抵押品范围。 欧洲央行将接受欧元区银行业提供用于抵押品的担保债券和无担保债券。 2012年1月1日起修改风险控制措施 降低债券信用机构与信用机构联系紧密的主体发行的无担保债券用作抵押品的比例上限。
9月20日	欧洲央行行长特里谢在访谈中表示，欧洲央行以固定利息行间达成的协议表明美联储和欧洲央行合作密切
9月15日	欧洲央行发布公告称，该行决定与美联储、英国央行、日本央行和瑞士央行在年底前协同合作，执行3次美元流动性招标操作，每次操作期限为3个月。
9月9日	欧洲央行行长称“流动性条款和再融资操作的分配模式将继续确保欧元区银行业在流动性方面不受到限制，在金融市场局势严峻时采取的所有非标准措施都是暂时的
8月25日	欧洲央行发表申明称，该行与英国央行一致决定，将双方原定与2011年9月底终止的流动性互换协议延长至2012年9月28日，以支持欧洲央行向交易对手提供英镑流动性。英国央行在另一份新闻稿中表示，在接到请求时，英国央行将向欧洲央行提供100亿英镑，并换取欧元。
8月17日	欧洲央行购买意大利和西班牙的国债

资料来源：国研网、中投证券研究所

四、IMF 讨论增资，拯救欧债危机或成各国联手行动

G20 峰会讨论的另一重要议题是“IMF 增资”，G20 考虑加快将 IMF 规模扩大一倍的时间表。IMF 规模扩大一倍将使得放贷规模达到 7500 亿美元，而此前 G20 原定于 2012 年将 IMF 规模扩大一倍。

目前在贷款援助中发挥关键作用的 ESFS 总额 7500 亿欧元的救助额度中，4400 亿欧元是由欧元区国家根据相互间协议提供（其中德国是最大的出资国），600 亿欧元由欧盟委员会从金融市场上筹集，剩余的 2500 亿欧元由 IMF 提供。由此可见，IMF 规模的扩大将有助于提高 IMF 在援助欧洲中的作用，这也正是 G20 峰会中各国财长讨论的重要议题。更为重要的是，如果 IMF 增资计划实施，表明拯救欧洲的债务问题在实质意义上将成为全球的联手行动，美国财长盖特纳就表示，美国将会通过 IMF 向欧洲提供援助。

五、欧债危机暂趋平静，美元下跌，商品和资本市场将反弹

四季度将进入欧债危机相对平静期。欧债危机进展短期和中期的两个关键节点分别是希腊债务问题的果断解决和更大幅度地提高救助规模和范围，近期这两个问题都取得了积极进展：（1）希腊第一轮第六笔贷款如期发放，第二轮援助计划将顺利通过。（2）欧元区 17 国投票通过 EFSF 扩容议案，G20 峰会讨论将资金规模进一步扩大，EFSF 的有效放贷水平及弹性增强，EFSF 的扩容和调整表明欧债危机的中期解决方案日渐清晰，预计 10 月 23 日的欧盟峰会欧债危机的中期解决方案的更多细节将出台；（3）三季度是希腊、意大利等国债务到期的高峰期，四季度特别是 10 月份的到期量相对较小。G20 峰会过后，如果 EFSF 的扩容以及调整计划得以顺利执行，将预示着欧债危机暂趋平静，加上近期美国经济好转，全球资本和商品市场将迎来一波反弹，同时美元兑欧元贬值。

图 10: 意大利到期债券和贷款

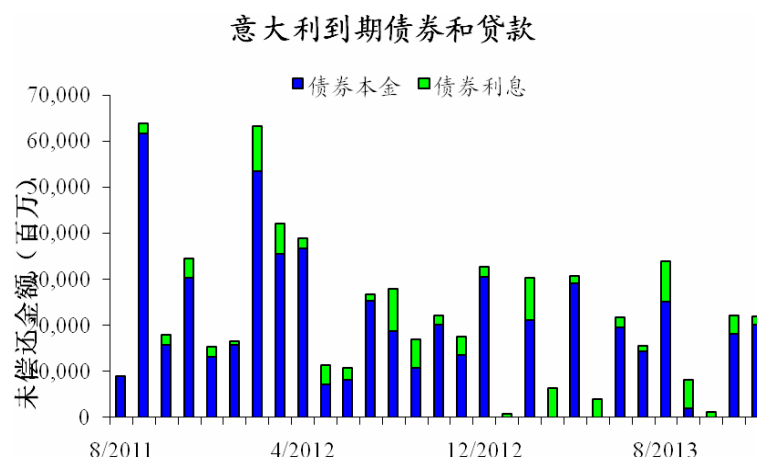


图 11: 希腊到期债券和贷款

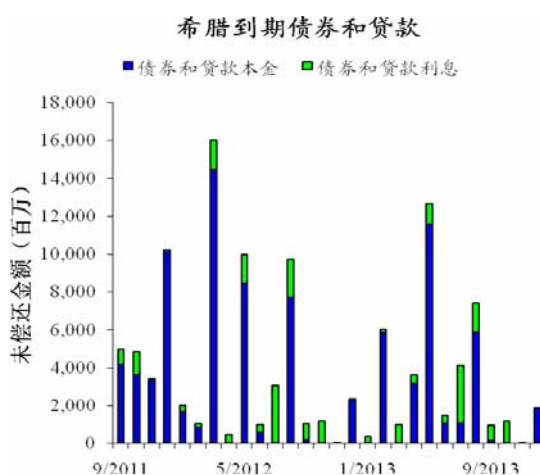


图 12: 葡萄牙到期债券和贷款

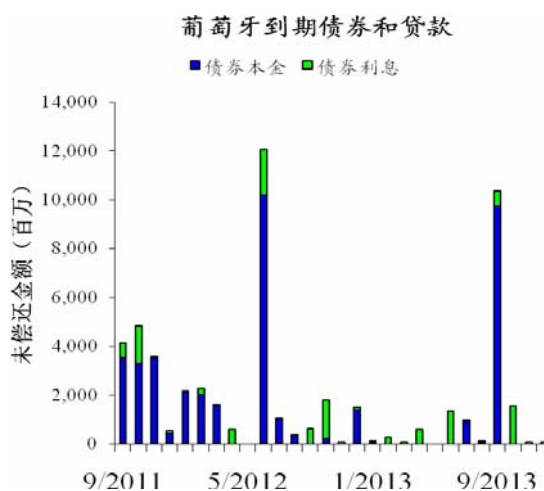
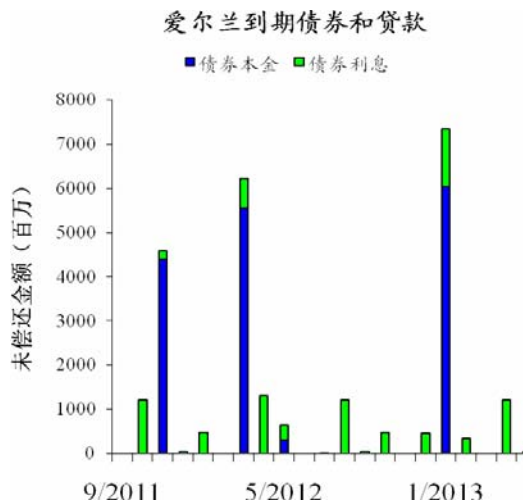


图 13: 西班牙到期债券和贷款



图 14: 爱尔兰到期债券和贷款



资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

表：9 月份小猪五国债券发行情况

时间	国家	发行事件	超额认购倍数	招标利率
09/01/2011	SP	Spain Sells EUR3.6212 Bln 4.25% 2016 Bonds; Yld 4.489%	1.76	4.489
09/06/2011	GR	Greece Sells EUR1.3 Bln 182-Day Bills; Yield 4.8%	3.02	4.8
09/07/2011	PO	Portugal Sells EUR854 Mln 105-Day Bills; Yield 4.959%	2.19	4.959
09/12/2011	IT	Italy Sells EUR4 Bln 91-Day Bills; Yield 1.907%	1.86	1.907
09/12/2011	IT	Italy Sells EUR7.5 Bln 365-Day Bills; Yield 4.153%	1.53	4.153
09/13/2011	IT	Italy Sells EUR3.865 Bln 4.75% 2016 Bonds; Yld 5.6%	1.28	5.6
09/13/2011	IT	Italy Sells EUR688 Mln 4.5% 2018 Bonds; Yld 5.59%	1.61	5.59
09/13/2011	IT	Italy Sells EUR740 Mln 4.5% 2020 Bonds; Yld 5.49%	1.64	5.49
09/13/2011	IT	Italy Sells EUR1.192 Bln 4% 2020 Bonds; Yld 5.47%	1.49	5.47
09/15/2011	SP	Spain Sells EUR1.0216 Bln 4.6% 2019 Bonds; Yld 4.969%	2.17	4.969
09/15/2011	SP	Spain Sells EUR1.5321 Bln 4.85% 2020 Bonds; Yld 5.156%	1.99	5.156
09/15/2011	EC	Spain Sells EUR1.3963 Bln 4% 2020 Bonds; Yld 5.006%	2.01	5.006
09/20/2011	SP	Spain Sells EUR3.587 Bln 364-Day Bills; Yield 3.591%	2.78	3.591
09/20/2011	SP	Spain Sells EUR870 Mln 511-Day Bills; Yield 3.807%	2.74	3.807
09/20/2011	GR	Greece Sells EUR1.625 Bln 91-Day Bills; Yield 4.56%	2.84	4.56
09/21/2011	PO	Portugal Sells EUR250 Mln 182-Day Bills; Yield 5.249%	4.54	5.249
09/21/2011	PO	Portugal Sells EUR1 Bln 91-Day Bills; Yield 4.931%	1.71	4.931
09/21/2011	IT	Italy Sells EUR1.5045 Bln 4.5% 2019 Bonds via Exchange Auction		4.5
09/27/2011	SP	Spain Sells EUR1.6211 Bln 175-Day Bills; Yield 2.665%	3.95	2.665
09/27/2011	SP	Spain Sells EUR1.6041 Bln 77-Day Bills; Yield 1.692%	2.47	1.692
09/27/2011	IT	Italy Sells EUR3.5 Bln Zero 2013 Bonds; Yld 4.511%	1.57	4.511
09/27/2011	IT	Italy Sells EUR3 Bln 76-Day Bills; Yield 1.808%	2.69	1.808
09/27/2011	IT	Italy Sells EUR8 Bln 182-Day Bills; Yield 3.071%	1.74	3.071

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

张捷, 中投证券研究所宏观研究员, 中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

请务必阅读正文之后的免责条款部分

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中 心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434