

点评报告

欧盟峰会有何奇招？

2011 年 10 月 21 日

欧元区债务危机发展动向追踪

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	2.9	2.6
CPI	1.6	2.5
失业率	9.6	8.5
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	80.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.4
失业率	10	10
外贸顺差/GDP	-2.51	0.06
财政赤字/GDP	-6.0	-5.5
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.40

资料来源：彭博，招商证券研发中心

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

事件：

欧盟峰会即将在本周日召开。这将是欧洲各国提出有效的解决方案从而重振市场信心的最后黄金期。希腊违约风险日益加大，欧洲商业银行互不信任，难以从银行间货币市场筹集资金，需要欧洲央行的贷款来进行再融资。而评级机构又不断的下调主权信用评级以及欧洲金融机构的评级，使危机不断的深化。若此次峰会上无有效方案提出，市场耐心恐会耗尽，再无重振的良好时机。本文仅对欧盟峰会需要针对的问题以及可用的方案进行总结，从而对峰会结果进行展望。

核心观点：

- 1、我们认为，本次欧盟峰会上，欧洲官员至少要对五个方面的问题提出可执行的方案：1、对于希腊的债务减计，私人部门如何参与；2、如何防止危机继续蔓延至其他经济体，也就是对于如何有效发挥欧洲金融稳定基金（EFSF）的功能给出具体的方案；3、银行系统如何进行资本重组；4、对于欧洲金融系统的监管怎样进行改进；5、针对欧洲的经济增长，提出有效的刺激方案。
- 2、希腊债务减计：预计私人部门对更大程度的债务减计并未做好准备，因此私人部门对希腊的债务所承担的损失比预期的少，为希腊债务危机再次升温埋下伏笔。
EFSF 扩容：扩容已被提上议程，但如何扩容还存在争议。若能扩容至 1 万亿欧元，危机或能拖过今年。但危机持续恶化，EFSF 扩容难以解决问题。银行系统资本重组：与巴佐罗提出的路线图一致，但银行加速去杠杆将加大信贷紧缩，对经济增长造成严重负面影响。欧洲监管：或需要建立财政以及监管联盟。欧洲经济复苏：短期内难觅增长动力，经济复苏大幅放缓甚至出现衰退将持续影响市场信心。
- 3、综合来看，虽然德法在对 EFSF 的扩容仍然有争议，但我们预计，最终双方会达成妥协。解决方案会有，但一个全面有效解决措施将很难在 10 月 23 和 10 月 26 日的欧盟峰会以及 11 月 3-4 日的 G20 峰会上出台。如德国总理默克尔所说，欧盟峰会将是解决欧债危机的重要一步，但不会是最后一步。债务危机发展到这个阶段，终极问题是谁来扮演“最后贷款人”的角色。由于 EFSF 不具备印钞的功能，也注定其无法扮演“最后贷款人”的角色。因此，我们认为，最后欧洲央行也必将承担其“最后贷款人”的职责。



Comments Report

What is up until the EU summit?

21 Oct 2011

An Update on Euro-Zone Debt Crisis Development

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	2.9	2.6
CPI	1.6	2.5
Unemployment	9.6	8.5
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	80.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.4
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-2.51	0.06
Fiscal balance/GDP	-6.0	-5.5
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.40

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S1090511040016

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin Sun

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yi Ping Zhang

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

➤ We believe that in this EU summit, European officials at least have five aspects of the issues need to focus on: 1) a solution to Greece's insolvency, in particular, the private sector participation; 2) the solution to prevent the crisis continues to spread to other economy, that is, how to effectively utilize the European financial Stability Fund (EFSF) function; 3) the solution to recapitalize the banking system; 4) the issues of the reform of the Euro zone political governance; 5) the issue of stimulating Euro zone's economic growth

➤ The Greek debt write-down: we believe that the private sector has not been ready for a larger write-down, so the private sector may involve to a less extent as previous expectation, and this implies that Greek debt crisis will be heating up again in near future. EFSF expansion: expansion has been put on the agenda, but how to expand the EFSF is still controversial. If the EFSF can be expanded to about 1 trillion euros, the debt crisis may be temporarily calm down. But with the worsening crisis, EFSF expansion cannot be a resolution. Bank recapitalization: it will be in line with the "road map" provided by the Europe commission, but speeding up the leverage of private sector will lead to tightening credit, negatively impacting on economic growth. European governance: it may need to create fiscal and regulatory union. Economic growth: it is hard to reach a short-term growth momentum, a significant slowdown in economic recovery or even a recession will continue to affect market confidence.

➤ While Germany and France has not reached an agreement on the way of expanding the EFSF, we expect that eventually the two sides will reach a compromise. Solution will be there, but a comprehensive and effective solutions will be difficult comes on 23 October and 26 October of the EU summit as well as 3-4 November, the G20 summit. Currently, the ultimate question is who is going to play a role of "the lender of last resort". As EFSF cannot print money, it doomed to not play a "lender of last resort" role. Therefore, we believe, it is European Central Bank who will ultimately to take its role of "lender of last resort".

欧盟峰会即将在本周日召开。这将是欧洲各国提出有效的解决方案从而重振市场信心的最后黄金期。希腊违约风险日益加大，欧洲商业银行互补不信任，难以从银行间货币市场筹集资金，需要欧洲央行的贷款来进行再融资。而评级机构又不断的下调主权信用评级以及欧洲金融机构的评级，使危机不断的深化。若此次峰会上无有效方案提出，市场耐心恐会耗尽，再无重振的良好时机。本文仅对欧盟峰会需要针对的问题以及可用的方案进行总结，从而对峰会结果进行展望。

我们认为，本次欧盟峰会上，欧洲官员至少要对五个方面的问题提出可执行的方案：1、对于希腊的债务减计，私人部门如何参与；2、如何防止危机继续蔓延至其他经济体，也就是对于如何有效发挥欧洲金融稳定基金（EFSF）的功能给出具体的方案；3、银行系统如何进行资本重组；4、对于欧洲金融系统的监管怎样进行改进；5、针对欧洲的经济增长，提出有效的刺激方案。

1、希腊债务减计

“三驾马车”虽然表示 11 月中将拨发希腊 80 亿欧元的贷款，但我们在之前的报告中已经提出，这无非是表示防火墙机制还未建立完善。而希腊 11 月以及 12 月将共有超过 100 亿欧元的债务到期，明年一季度还将有约 200 亿欧元的债务到期，资金缺口依然很大。更重要的是，“三驾马车”出具报告表示希腊债务重组的可能性加大，公共债务负担不可持续，未来减赤目标难以达到，这意味着私人部门所持有的债券将面临更大程度的减值。而现在广泛讨论的私人部门参与计划还在谈判中，若私人部门只承担 21% 的损失，对希腊的债务负担的减少太小，市场普遍预计的是私人部门承担 30% 至 50% 的损失。但若私人部门承担 50% 的损失，对银行系统又是一严重打击，在需要提高资本充足率的情况下，这必将引起大量小型银行倒闭，而大型银行则又需要向政府或者 EFSF 工具寻求资金援助。如今欧洲的各国政府已经囊中羞涩，因此，所谓“私人部门自愿参与”计划最后的任务也就落在了 EFSF 的身上。

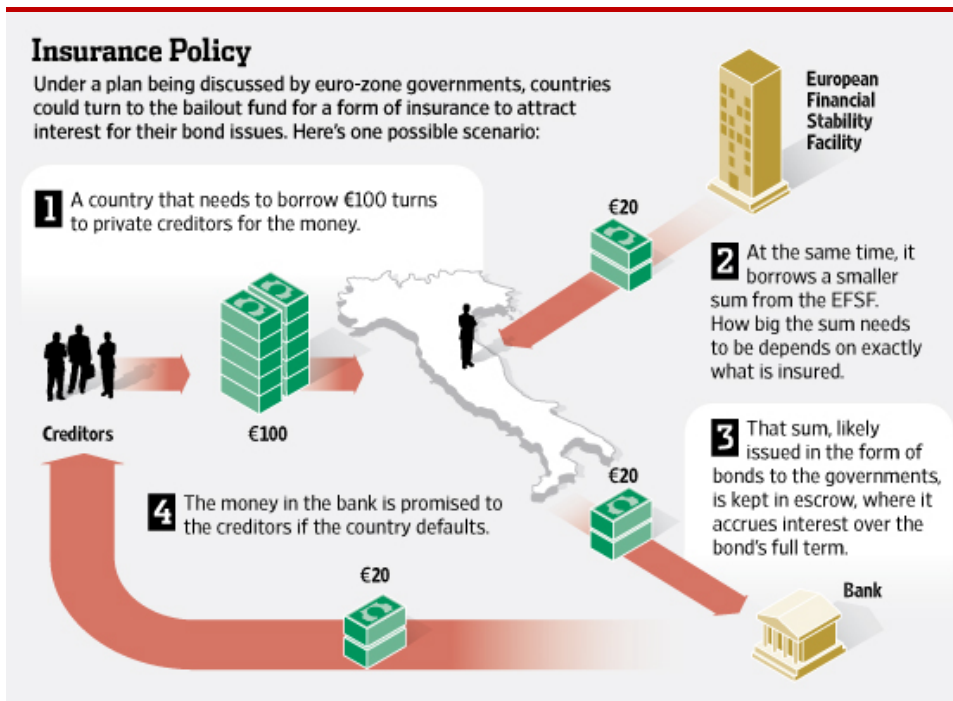
2、EFSF 扩容

我们在《危机暂缓？--欧元区债务危机发展动向追踪》报告中已经指出，就 EFSF 现有的 4400 亿欧元的规模远无法解决希腊违约、银行资本重组以及危机蔓延至其他经济体这三大难题。于是，EFSF 扩容又再被提上议程。近期，关于杠杆化 EFSF 扩容的消息也重说纷纭。英国卫报报道，EFSF 将扩容至 2 万亿欧元，但遭到欧洲官员的否认。周三，德国财政部长朔伊布勒(Wolfgang Schäuble)提出通过杠杆化将 4,400 亿欧元的 EFSF 规模扩大至最高 1 万亿欧元。

关于杠杆化 EFSF，主要是由德国保险业巨头安联保险公司(Allianz)的高管提出，基本概念是将 EFSF 转化为债券保险商，作为一家保险商，EFSF 承担一定比例的第一损失保险。也就是说，在一国政府需要在国债市场再融资时，EFSF 提供，比如说，20% 的担保，承诺私人购买者，若该国出现违约时，他们至少能取回 20% 的本金。这项操作的目的，主要是为了提振私人购买者的信心，刺激私人购买者在各国需要再融资时购买各国国债。而通过承担第一损失保险，EFSF 承担 20% 的损失就能担保全额的该国国

债，也就是无形中将 EFSF 规模扩大了 5 倍。现今，EFSF 共有 4400 亿欧元的规模，若扩大 5 倍，因此也就简单得出 EFSF 规模将扩大至 2 万亿欧元。

图 1: EFSF 杠杆化操作



资料来源：华尔街日报，招商证券研发中心

通过上段的描述，我们不难发现，EFSF 规模能扩大多少取决于两个指标：EFSF 可动用的资金，以及第一损失保险的比例。首先，4400 亿欧元不可能全部用来作担保计划，其中 260 亿欧元需要用于救助葡萄牙，177 亿欧元需要救助爱尔兰。而 7 月 21 日达成的对于希腊的第二轮救助计划为 1090 亿欧元。如果 IMF 按承诺的承担 1090 亿欧元的三分之一来救助希腊，那么 EFSF 还需要承担至少 726 亿欧元。另外，由于银行业需要进行资本重组，最少将产生 1000 亿欧元的资金缺口，我们假设 EFSF 将至少承担 500 亿欧元，因此，EFSF 可动用的资金将约为 273 亿欧元。若假设 EFSF 承担 20% 的第一损失保险，EFSF 可利用的资金将扩大至约 1.4 万亿欧元。但若 EFSF 承担 25% 的第一损失保险，EFSF 可利用的资金则为 1 万亿欧元。因此，杠杆化后 EFSF 规模完全取决于如何计算 EFSF 可动用的资金以及 EFSF 所承担的第一损失的比例。

但是，上述计算还并未考虑 4400 亿欧元的出资国家可能会有被下调评级的风险。EFSF 目前维持 AAA 评级，各国的出资情况是：德国出资 2110 亿欧元，法国出资 1585 亿欧元，卢森堡出资 19 亿欧元，荷兰出资 444 亿欧元，奥地利出资 216 亿欧元以及芬兰出资 140 亿欧元。法国近期被穆迪警告，因为其一直需要救助欧洲债务危机，加上经济前景不如预期，或会有被下调评级的风险。2012 年 1 月，穆迪将会对法国进行新一轮的评估。若法国被降评级，EFSF 可动用的资金规模将至少缩水 36%。更重要的，若法国 AAA 评级不保，EFSF 也难保其 AAA 评级，那么，对私人投资者而言，EFSF 的担保作用也将没有任何意义。

令人担心的是，随着 EFSF 规模的扩大，越来越多的高风险资产将受 EFSF 担保，这无疑对德国以及法国的主权信用评级造成威胁。意识到这一点后，私人投资者对于 EFSF 作为债券保险商的作用必将产生质疑。

目前，欧洲官员仍在就欧元区救助基金规模的问题进行辩论，要获得 17 个成员国全数通过难度不小。而且其效用取决于最后能动用的规模以及具体的操作。昨日，德法表示将在 10 月 26 日加开一次欧盟峰会，而欧洲将在 10 月 26 再宣布新的解决方案。解决方案被推出的主要原因，就是德法未能对 EFSF 的再扩容达成协议。上述杠杆化方案是德国提出的，但这加大了法国的负担，威胁其 AAA 评级。法国提出 EFSF 的杠杆化需要通过欧洲央行进行，由欧洲央行提供担保。但这遭到欧洲央行以及德国的坚决反对，因此可行性非常低。现今又传出将 EFSF 与 ESM（永久性的欧洲稳定机制）合并，使其可动用的救助金额扩大至 9400 亿欧元。众说纷纭，但 EFSF 规模扩容的议题已经重现开启，不论以何形式，若 EFSF 规模能扩大至 1 万亿欧元用于帮助银行资本重组以及在一级以及二级市场购买欧洲各国国债，或能使欧债危机拖过今年。但这都仅能缓解燃眉之急，长远的解决方案，则需要经济复苏以及更多的监管改建来配合。

3、银行系统资本重组

在欧盟委员会主席巴佐罗提出的欧洲银行重组计划的“线路图”中，已经明确表示欧洲银行的重组基本是沿着这样的途径：向市场以及股东寻求资金---向各国政府寻求援助---向 EFSF 寻求援助。我们认为，欧盟峰会上，银行资本重组的路径与此一致。而我们在之前的报告中也指出，这样的路线图所带来的困难，就是前两个环节意义不大，最后的重任又落在 EFSF 肩上。而由于需要提高资本充足率，欧洲许多银行开始在出售资产，加速去杠杆必将造成信贷紧缩，将会对经济增长进一步造成威胁。

值得注意的是，根据《金融时报》的报道，欧洲银行管理局(European Banking Authority, EBA)进行的银行业压力测试的结果显示，欧洲银行业需融资约 700 亿-900 亿欧元，这远远低于市场预计的至少 2000 亿欧元的资金缺口。这不仅使市场质疑其测试中的假设的可信度，同时也表明欧洲银行并未准备好去应对希腊等国的债券减计。因此，我们认为，本周末的欧盟峰会上，对于私人部门对希腊债务承担的损失，将不会有预期的 50%那么多。但这也表明，希腊债务负担的减少将会逊于预期，也就为希腊债务违约风险再度上升埋下伏笔。

4、欧洲监管的改进

我们在《欧洲主权债务危机三部曲：拿什么去拯救欧洲？》中阐述过，欧洲债务危机的本质是一场政治危机，根源在于货币政策与财政政策不统一。在无财政联盟并监管不力的情况下，道德风险攀升。各国在以低廉的价格借贷后，刺激公共开支，因此导致了赤字与国债占 GDP 比重双高的现象。从长远来看，若要让市场恢复信心，欧洲各国必须要建立一定的财政以及监管联盟，对于各国需要达到减赤目标写入宪法，而不是只是口头承诺而已。第二，我们认为，欧洲各国或需要建立一个“欧元区议会”或联盟，由各国议会或其代表组成，从而使以后对于重大事件的投票不需要各国一一投票决定，而能最终在一个欧洲统一的选区内进行，缩短投票所需时间。

5、欧洲经济复苏的刺激方案

解决债务危机的根本在于经济增长。但是，从领先指标以及欧洲债务危机的发展状况来看，欧洲经济复苏难觅动力，明年或会出现经济衰退。经济出现衰退的一个重要原因是因为各国都采取严厉的财政紧缩措施，短期对于经济增长产生严重的负面影响。而长期来看，各国则需要采取结构性改革，调整生产力等来加强其竞争力。但此举并非一朝一夕就能见到成效。另外，由于私人部门加速去杠杆，信贷紧缩，造成私人投资以及消费的大幅减少，将进一步打击经济增长。而欧洲央行在强硬态度表明在未见经济出现衰退，通胀受控的情况下，难以进一步参与到债务危机解决方案中去。

因此，我们认为，在欧盟峰会上，对于欧洲经济复苏大幅放缓甚至会出现衰退的现象，各国难有解决方案。而欧洲经济增长放缓将会持续的影响市场对欧洲解决债务危机的信心。

综合来看，虽然德法在对 EFSF 的扩容仍然有争议，但我们预计，最终双方会达成妥协。解决方案会有，但一个全面有效解决措施将很难在 10 月 23 日和 10 月 26 日的欧盟峰会以及 11 月 3-4 日的 G20 峰会上出台。由于希腊违约的风险不断加大，银行系统在加速去杠杆，评级机构又在马不停蹄的下调各国金融机构的评级，全面有效的解决方案出台的难度将越来越大。如德国总理默克尔所说，欧盟峰会将是解决欧债危机的重要一步，但不会是最后一步。债务危机发展到这个阶段，终极问题是谁来扮演“最后贷款人”的角色。美国有美联储，英国有英格兰银行，但欧洲央行一直拒绝扮演“最后贷款人”的角色，除了因为其维持价格稳定的职责以外，更多是因为来自德国的压力。而对于越来越大的资金缺口，EFSF 就算能再次扩容也只能暂时缓解问题，随着 EFSF 规模的扩大，各国都将面临被降评级的风险。由于 EFSF 不具备印钞的功能，也注定其无法扮演“最后贷款人”的角色。因此，我们认为，最后欧洲央行也必将承担其“最后贷款人”的职责。

参考报告:

1. 《银行表外融资规模压缩--2011 年前三季度社会融资规模点评》 2011/10/21
2. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011 年 9-10 月）》 2011/10/20
3. 《2011 年三季度宏观数据点评-经济维持稳步调整态势》 2011/10/18
4. 《货币政策或将进入政策微调期-2011 年 9 月金融货币数据点评》 2011/10/16
5. 《票据直贴利率显著回落--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 10 月第 2 周)》
2011/10/17
6. 《通胀压力逐步缓解--2011 年 9 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/10/17
7. 《2011 年 9 月份进出口数据点评-新兴市场国家需求下滑，出口增速快速回落》
2011/10/14
8. 《政策微调的信号--近期出台相关措施以解决温州中小企业困境的点评》2011/10/14
9. 《2011 年 9 月份 PMI 数据点评-旺季不旺，经济延续前期调整趋势》 2011/10/10
10. 《10 月份欧洲央行议息会议声明点评-欧洲央行出招救银行，力度有限》 2011/10/10
11. 《人民币升值预期连续第二周出现负值--国际资本与国内流动性监测周报（2011 年
10 月第 1 周）》 2011/10/9
12. 《海外宏观经济 2011 年第四季度报告-诗债渐少酒债多》 2011/09/30
13. 《高处不胜寒--2011 年 9 月份 CPI 数据预测》 2011/9/30
14. 《政府债务问题专题研究之六-美债的黄金岁月还有多久？》 2011/9/27
15. 《地方政府债务问题研究报告之五-欧洲主权债务危机三部曲：拿什么拯救欧洲？》
2011/9/27
16. 《欧元区债务危机发展动向追踪-欧洲债务危机进入新阶段亟待政策有效应对》
2011/9/26
17. 《人民币升值预期出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 9 月第 4 周)》
2011/9/25
18. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011 年 8-9 月）》 2011/9/22
19. 《欧元区债务危机发展动向追踪-跌宕起伏 危机犹存》 2011/9/19
20. 《中国病人—宏观经济视角看中国地方政府债务问题--政府债务问题专题研究之四》
2011/9/18

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。