



证券研究报告·宏观动态

欧债危机研究(2)

欧洲银行业：风险在加大

欧债危机可能向银行业传染

欧债危机存在从债务危机向银行危机转换的可能性，如果出现债务重组将可能导致银行资产负债表恶化，甚至引发银行危机，这更具系统性风险，更具负面的外溢效应。全球最大的城市银行德克夏银行的破产就是一个警示。

欧债危机或引发债务重组和资产负债表问题

欧债危机未来传染性的大小，取决于债务重组的可能性，以及潜在的债务重组的方式和规模，如果是硬重组对资产负债表的恶化程度将更大，而软重组相对的冲击要小很多。需要特别警惕硬重组带来的风险冲击。即便不是发生债务违约，也可能因为债务危机使得债券收益率大幅提高，其市场价格大幅降低，使得持有债券的债权人的资产负债表发生恶化，同样会引发资产负债表危机。

资产负债表问题可能拖累银行业

如果一个成员国债务违约，或债券价格大幅降低，那银行资产负债表的资产方将受损，目前欧洲仍然是采取以市定价（Mark to Market）的会计准则和以风险价值（Value at Risk）为基础的资产负债管理模式，一旦资产出现问题，银行只能有两个途径：一是低价抛售资产，二是补充资本金。前者将导致类似资产价格的螺旋下跌，后者将导致市场流动性的紧缺，最后可能引发严重的银行危机或金融危机。

欧洲银行业风险敞口大

压力测试显示，截止 2010 年底，90 家大银行的资本充足率为 8.9%，其中 20 家银行一级核心资本充足率低于 5%，需要在未来两年内补充 268 亿欧元的资本金。欧洲银行业的风险敞口较大，特别是对“欧猪五国”的国债，大致规模超过 5000 亿欧元。

欧洲当局正在治理银行业

欧盟救援欧洲银行业的核心是进行资本重组。目前主要体现在三个方面：一是欧洲银行业的最低核心资本充足率将大幅提高，欧盟银行监管局已经原则同意要求银行将一级核心资本充足率提高到 9%，而不是 2011 年 7 月压力测试时的 5%。二是对于持有债务危机国家债券风险敞口的银行，需要追加额外的资本缓冲。三是确保银行在一定时间内能够获得与需求相匹配的融资安排，不排除进行政府担保。

海外宏观

郑联盛

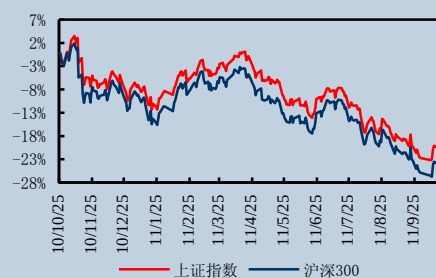
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 10 月 25 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目 录

引言	2
债务违约和资产负债表恶化的可能性增加	2
资产负债表问题或引发银行危机	3
银行危机将引致“二次探底”风险	5
欧洲当局已经开始布防银行危机	5

引言

欧债危机继续恶化，9月19日评级机构标准普尔调低意大利主权信用评级，并给予负面展望。欧洲债务危机可能进一步升级，其潜在风险在于危机的传染性

一方面，欧债危机将从中小经济体向大中型经济体传染，其潜在冲击将更大，意大利债务问题的发展决定了欧债危机未来的严重性以及系统性风险的大小。

另一方面，欧债危机存在从债务危机向银行危机转换的可能性，如果出现债务重组将可能导致银行资产负债表恶化，甚至引发银行危机，这更具系统性风险，更具负面的外溢效应。

债务违约和资产负债表恶化的可能性增加

欧债救助机制并没有实质改善偿付能力。第二轮救援计划有利于缓解希腊的偿付危机，却无法提升希腊中长期的偿付能力。由于希腊面临的短期的融资需求，实际上是一种流动性危机，欧元区提供新的资金，只能缓解这种流动性危机。但是，为了实质性解决债务危机，希腊最需要的是提高偿付能力，而偿付能力提升最终取决于希腊经济增长以及以可承受的利率进行再融资并得到有效的利用。

希腊的潜在增长能力仍然堪忧。欧盟预计2011年希腊经济将出现3.5%的负增长，OECD相对乐观预测今年希腊经济下降2.9%。同时，希腊的融资成本是不降反升，2011年9月希腊1年期国债收益率甚至超过100%，希腊很难在短期内获得低成本的融资。为此，希腊的中长期偿付能力是无法提高的，这决定了两轮救援计划都是治标不治本。

值得注意的是，作为第二轮救援的条件，希腊必须实行更为严格的紧缩计划，这无疑会使得经济增长面临更大的压力，希腊将因此面临更大的经济和社会发展困难。根据协议，希腊在2011年6月出台了总价值为283亿欧元的新一轮紧缩计划，为期5年，包括5个方面的主要内容，其中出售国有资产规模从115亿提高到150亿，削减公共福利、公务员退休金并在2011年裁减公务员。更为重要的内容是设立特别危机税，未来3-4年向全体纳税人征收1-3%的特别危机税。

第二轮救援机制的出台并不意味着希腊债务危机的实质性解决。更为严重的是，希腊债务危机可能继续发酵。现在有部分研究认为，希腊最终将走向“国家破产”的道路，即出现主权违约。

根据历史的经验，希腊可能无法在国际救援的框架下实现偿付能力的实质性恢复，最后可能必须依赖市场手段加以解决，债务重组可能是必然的选择，为此，希腊确实可能面临“国家破产”的风险。

阿根廷、委内瑞拉、拉脱维亚等多个国家的货币制度设计者 Steve Hanke 也表示，希腊救援计划不能解决该国的“反市场的”经济结构问题，希腊债务违约是无法避免。蒙代尔也特别指出，欧元区部分国家在未来一段时期内进行债务重组可能是“不可避免的”。

笔者的研究也认为，希腊未来一段时间内进行债务重组的可能性是比较大的，只是软重组和硬重组的区别而已。根据近期希腊国债收益率的走势看，希腊债务重组可能是难以避免。

对于希腊债务重组，已经形成了一定的市场预期。市场认为需要针对希腊债券贬值30%做出风险准备。一

般地，硬重组是指本息的全部或部分减免。虽然，欧元区和 IMF 的救援大大缓解了希腊违约的可能性，但硬重组也并非没有可能。评级机构穆迪就认为，希腊在未来 5 年违约的可能性提高到 50%。希腊债务硬重组导致的面值损失市场预计为 30% 左右。德意志银行研究认为需要对希腊主权债务违约进行资金安排，以应对希腊主权债券贬值 20-30% 引致的风险。花旗银行认为，未来 1-2 年内希腊债务重组可能引发其债务价值损失 30-50%，债务重组时间越晚，损失越大。

最后，欧洲债务危机的救援方案中并不包括可能存在的债务重组问题。截止 2011 年 9 月中旬，欧盟和 IMF 出台的方中没有涉及债务重组的内容，而且欧盟甚至认为不存在债务重组的问题。如果希腊等国家进行债务重组，可能会使金融机构的资产负债表再度恶化，金融体系出现新的巨大动荡。欧洲中央银行因持有希腊超过 500 亿欧元的债券，也可能面临资产负债表压力。

欧债危机未来传染性的，取决于债务重组的可能性，以及潜在的债务重组的方式和规模，如果是硬重组对资产负债表的恶化程度将更大，而软重组相对的冲击要小很多。需要特别警惕硬重组带来的风险冲击。

另外一种可能的冲击是欧洲国家的主权信用评级的下调，也会对银行等金融机构的资产负债表造成明显的负面影响。9 月 19 日标准普尔已经调低意大利主权信用评级，并给予负面展望。意大利主权信用违约掉期（CDS）大幅飙升，从 2011 年 5 月 31 日的 162.83，大幅飙升至 2011 年 9 月 19 日的 476.87，涨幅超过 192%。意大利主权信用评级被调低，可能引发其债券收益率大幅提高，债券价格大幅降低，最终将恶化持有人的资产负债表。

即便不是发生债务违约，也可能因为债务危机使得债券收益率大幅提高，其市场价格大幅降低，使得持有债券的债权人的资产负债表发生恶化，同样会引发资产负债表危机。

资产负债表问题或引发银行危机

如果一个成员国债务违约，或债券价格大幅降低，那银行资产负债表的资产方将受损，目前欧洲仍然是采取以市定价（Mark to Market）的会计准则和以风险价值（Value at Risk）为基础的资产负债管理模式，一旦资产出现问题，银行只能有两个途径：一是低价抛售资产，二是补充资本金。前者将导致类似资产价格的螺旋下跌，后者将导致市场流动性的紧缺，最后可能引发严重的银行危机或金融危机。

发生银行业危机的可能性取决于债务重组的国家及可能性大小，以及债务重组是硬重组（本息直接打折）还是软重组（利率和期限结构改变等）。当然，如果有的国家的信用评级被下调，可能影响到债券的价格，金融机构也必须进行相应的资产减计。

欧洲银行业抵御风险的能力并不强。欧洲银行监管局在欧洲 21 个国家 90 家大银行进行的压力测试显示，欧洲银行业仍需强化其资本金。压力测试显示，截止 2010 年底，90 家大银行的资本充足率为 8.9%，其中 20 家银行一级核心资本充足率低于 5%，需要在未来两年内补充 268 亿欧元的资本金。考虑到 2011 年 1-4 月的增资 500 亿欧元，仍有 8 家银行需要增资 25 亿欧元才能使其一级核心资本充足率达到 5%。

欧洲银行业的风险敞口较大，特别是对“欧猪五国”的国债。根据国际清算银行的数据，截止 2011 年 1 季度，欧洲银行业对“欧猪五国”的债权（包括公共部门和私人部门）为 2.27 万亿美元。截止 2011 年 9 月 18 日，希腊、葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙五国未清偿国债本金规模为 2.72 万亿欧元，本息为 3.7 万亿欧元。根据 2010 年 6 月国务院发展研究中心的研究，外国银行持有“欧猪五国”国债占比为 27%，其中欧盟区域的银行持有其中的 70%。经过一年多的发展，外国银行和欧盟区域银行的持有规模变化较大，但持有比例差异变化应



该不大。这里以国务院发展研究中心的结论进行简单的推算，欧洲银行业对“欧猪五国”的国债本金风险头寸超过 5100 亿欧元。据欧洲银行监管局的数据，截止 2010 年底，欧洲银行业持有希腊、爱尔兰和葡萄牙的风险敞口分别为 982 亿、527 亿和 432 亿欧元，小计 1936 亿欧元，占比分别为 33%、39%和 37%。由于欧洲银行持有意大利和西班牙国债比例相对低，根据国务院发展研究中心的结论，分别为 18%和 17%。如果希腊、葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙五国欧洲银行持有国债比例分别为 33%、37%、39%、18%和 17%计算，希腊、葡萄牙、爱尔兰、意大利和西班牙国债未清偿余额分别为 2849、1348、904、15805 和 6455 亿欧元，那欧洲银行持有“欧猪五国”国债的规模为 5700 亿欧元。

表 1 欧洲银行的全球债权分布

国家或地区	债权（百万美元）	占比（%）
全球	19,460,146	100
美国	3,597,570	18.5
欧洲	10,404, 631	53.5
英国	2,131,953	11.0
德国	1,296,920	6.7
法国	804,452	4.1
荷兰	592,910	3.0
PIIGS	2,947,647	15.1
希腊	188,598	1.0
爱尔兰	634,560	3.3
意大利	1,032,804	5.3
葡萄牙	240,616	1.2
西班牙	851,069	4.4

资料来源：BIS

债务违约对欧洲银行业的冲击是实质性的。通过上述两个途径计算，欧洲银行业持有“欧猪五国”国债至少 5000 亿欧元。而参加欧洲银行监管局压力测试的 90 家欧洲大银行 2010 年底的资本金总额为 12089 亿欧元。瑞士信贷亦指出，如果希腊、爱尔兰、葡萄牙减计 32%的债务，欧洲商业银行将产生 2000 亿欧元的亏损，相当于欧洲银行业在计提贷款损失拨备前的一年利润。截止 2010 年底，欧洲银行业持有希腊、爱尔兰和葡萄牙的风险敞口分别为 982 亿、527 亿和 432 亿欧元，小计 1936 亿欧元，根据瑞士信贷的研究，大致 600 亿欧元的债务减计，就会产生 2000 亿欧元的银行亏损，这个冲击将是十分明显的。

意大利主权信用评级对银行业的影响不容小视。根据国务院发展研究中心的研究，2010 年初意大利国债的外国银行持有比例大致为 18%，其中欧洲银行占绝大部分。2011 年 9 月 19 日，意大利未清偿国债规模为 1.91 万亿欧元。如果根据 18%这一比例，大致有 3400 亿欧元的国债为外国银行持有。根据欧洲银行监管局的数据，参加 2011 年欧洲银行压力测试的 90 家欧洲大银行其 2010 年年底的资本金为 12089 亿欧元。如果意大利国债收益率大幅提升，价格将大跌，将明显冲击意大利和欧洲银行的资产负债表。

欧洲银行业的潜在风险已经引起了全球主要央行的注意。2011 年 9 月 15 日，欧洲央行、美联储、英国央行、瑞士央行等全球主要央行联手，决定从 10 月份起向各银行提供三个月期的美元贷款。此举主要在于防范债务危机的风险向金融市场特别是银行业传染，遏制正在浮现的欧洲银行业融资危机。



银行危机将引致“二次探底”风险

欧洲银行业在全球占有重要地位，具有明显的外溢效应。如果欧洲的银行体系崩溃，又会影响到全球的银行业，可能引发全球性的金融危机。欧洲银行业在全球银行业占据核心地位，根据 BIS 的统计，截止 2011 年 1 季度，欧洲银行业总资产为 16.48 万亿美元，为全球银行业总资产的 52.57%。欧洲银行业是最大的离岸美元市场，欧元区的美元存款高达 3.4 万亿美元。欧洲银行业国际化程度高，欧元区银行存款的 34.2% 和贷款的 31.1% 都是非欧元业务。

欧债问题和欧洲银行业问题可能引发全球银行业的风险。比如，美国和欧洲金融业务联系紧密，根据新华社的报道，美国银行等金融机构对欧洲国家的净风险敞口约有近 2000 亿美元。为此，将有部分银行因为持有希腊或意大利等国的国债，资产负债表明显面临风险，将会同样面临被降低评级的命运，这样也会引发全球银行业的风险。

表 2 美国银行的全球债券分布

国家或地区	债权（百万美元）	占比（%）
全球	2,492,510	100
欧洲	1,236,500	49.6
英国	496,733	19.9
德国	146,919	5.9
法国	134,672	5.4
荷兰	91,573	3.7
卢森堡	32,697	1.3
PIIGS	186,645	7.5
希腊	16,647	0.7
爱尔兰	58,553	2.3
意大利	53,794	2.2
葡萄牙	4,955	0.2
西班牙	52,696	2.1

资料来源: BIS

潜在的银行业危机可能进一步恶化经济复苏。债务危机的根本解决在于偿付能力的实质性提高，在于公共收支结构的根本转型，在于欧盟和欧元区成员国经济结构的完善和增长潜力的提升。如果发生银行业危机，欧洲债务危机的系统性风险将更明显，可能使得欧洲的经济复苏面临新的压力。全球经济复苏的前景也将更加暗淡，全球经济出现“二次探底”的风险将急剧加大。

欧洲当局已经开始布防银行危机

到目前为止，救助欧洲的各项方案和机制，更多的关注的是如何为债务到期时遇到再融资问题的国家提供流动性支持，这是一种治标不治本的做法。从全球的角度来看，欧洲的银行问题更值得担心。特别是全球最大城市银行德克夏银行的破产，为欧洲敲响了警钟。

德克夏银行因持有欧债风险敞口而破产，使得欧洲意识到欧债危机正向银行业危机转化，可能会导致系统

性的金融危机。在欧债危机救援的“全面方案”中又一重大内容就是欧元稳定计划，其中最为核心的是欧洲银行业的资本重组计划。德国总理默克尔表示，“我们决心采取一切必要行动，对我们的银行进行资本重组”。

欧盟救援欧洲银行业的核心是进行资本重组。目前主要体现在三个方面：一是欧洲银行业的最低核心资本充足率将大幅提高，欧盟银行监管局已经原则同意要求银行将一级核心资本充足率提高到 9%，而不是 2011 年 7 月压力测试时的 5%。二是对于持有债务危机国家债券风险敞口的银行，需要追加额外的资本缓冲。三是确保银行在一定时间内能够获得与需求相匹配的融资安排，不排除进行政府担保。

虽然，欧盟理事会、欧洲央行、欧元区成员国对银行业重组仍存在重大的技术性分歧，比如核心资本充足率水平，同时还需要和 IMF 等机构协商。但是，欧洲已经着手进行银行救助及资本重组的准备工作。欧洲央行在 10 月 17 日的隔夜资金投放规模高达 2690 亿欧元，为 2010 年 6 月以来之最高水平。

欧债救援的新举措，特别是银行业资本重组的进行，将有效地降低欧债危机进一步传染的风险，特别是防范了潜在的银行业危机。短期内，对于释放债务危机的风险、提高银行业的宏观审慎和微观审慎水平、稳定金融市场的情绪是有益的。

值得注意的是，欧债问题的普遍性是制度性矛盾的结果，现有救援框架更多是解决偿付危机引致的流动性困难，而对于提高长期的偿付能力的作用是有限的。债务危机的根本解决在于偿付能力的实质性提高，在于公共收支结构的根本转型，在于欧盟和欧元区成员国经济结构的完善和增长潜力的提升。为此，欧债危机对与全球经济和国际金融市场将是一个中长期的制约因素。



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。