



欧债危机：前景峰回路转，过程坎坷难免

——评欧盟峰会达成危机救援一揽子协议

发布日期：2011 年 10 月 28 日 分析师：周金涛 电话：010—85130831 执业证书编号：S1440510120017
联系人：李树培 010—85156321

信息或事件：……

欧洲理事会常任主席范龙佩当地时间 27 日凌晨宣布，欧元区成员国领导人已就解决债务危机达成一揽子协议。

主要内容包括：欧元区计划将 EFSF 救助基金以“几倍”杠杆化，但未给出具体数值，欧盟财长将在 11 月决定细节；银行业资本重组方面，各国已经达成 9% 的一级资本充足率共识，欧元区银行需要在 2012 年 6 月前达到新的资本充足率要求，不过具体细节需要在 11 月欧盟各国财长会议上最终确定；峰会未就希腊债务减记并没有达成协议。但在会后，各方继续谈判，银行业已经就希腊债务减记 50% 达成协议。

主要观点：

- 欧盟峰会一揽子救援协议的达成将使欧债危机系统风险危机得到明显好转，市场情绪也将因此而大为改观，欧债危机的前景从之前的山重水复转为了柳暗花明。
- 救援方案是各方经过激烈的利益博弈与艰难的妥协达成的结果，随着欧债危机风险的阶段性缓解，将来围绕救援框架的具体细节问题，仍将存在更为激烈的利益博弈。
- 一揽子救援协议的达成在使欧债当前风险明显缓解的同时，也为未来埋下了隐患。第一次大规模债务减记方案的启动，必然会使私人投资者对下一次潜在的减记对象更为敏感，大规模债务资产化为乌有，又必然会成为评级机构下调银行评级的借口。未来的 EFSF 仍任重道远，继续扩容在所难免。
- 欧债危机是一种慢性病，危及不会因此次一揽子救援框架的达成而烟消云散，救援仍将是一场马拉松。
- 对于欧债危机的前景，我们坚持之前的判断——欧债危机：波澜难息，风暴难起。

一、欧债危机前景峰回路转

紧扣市场心弦的欧盟第二轮峰会终于在最后一刻达成了各界翘首以待的一揽子救援方案。EFSF 杠杆化操作的确定、欧洲银行业资本充足率提升 9% 共识的达成，希腊债务 50% 减记协议的达成，这一揽子救援协议框架的达成无疑给市场吃了一个大大的定心丸儿。从欧洲资本市场昨天的强劲表现也可以看出该一揽子协议达成对市场信心的提振。

希腊债务负担的骤然减轻（据测算债务减记规模将达到 1000 亿欧元以上，接近希腊债务总额的 1/3），EFSF 对“欧猪”各国债券干预能力的倍增（据估计，杠杆化之后的 EFSF 的担保能力将扩大 3、4 倍，达 1 万亿欧元水平），以及欧洲银行业安全性的显著提升，整个欧债危机的系统风险将会得到明显的缓解，危机形势似乎一下子从山重水复转到了柳暗花明。

一切正如我们在之前的报告《欧债危机：波澜难息，风暴难起》、《欧元区：断臂求生难成功，抱团取暖能共赢》中所分析过的，在“欧猪五国”及欧洲银行业系统性风险均已经很高的情况下，欧盟各国除团结一致、共克时艰之外已别无选择。任何断臂求生、独善其身的自私做法都难成功，反而可能会引爆系统性的风险而因此丧命。

一揽子救援计划的达成既从心里情绪上显著降低了市场对欧债危机蔓延的恐慌，以及由恐慌造成的对“欧猪”各国债务风险的冲击，也从实际的“欧猪”债务负担与银行业抗风险能力方面降低了欧债危机风险系统性蔓延的条件。

可以说，一揽子救援方案框架的达成，将使欧债危机的系统风险显著减轻。一揽子协议的内容与处理当年拉美债务危机过程中的“布雷迪计划”极为相似，我们认为这将是欧债危机救援的一个新起点，是危机发展方向的一个标志性拐点。

二、未来细节确定仍旧坎坷难免

整体而言，在一揽子协议达成之后，欧债危机的系统风险将较之前有明显的回落，但是系统风险仍处于不能忽视的水平。而且本次峰会在最后时刻通过艰难的博弈与妥协之后所达成的协议都是框架性的，一切的细节内容都还需要等到 11 月份的欧盟财长会议商定，这就意味着在救援框架的具体细节制定与未来的实施过程中，还仍旧存在很大的不确定性，还难免会有很多的波折与纷争。

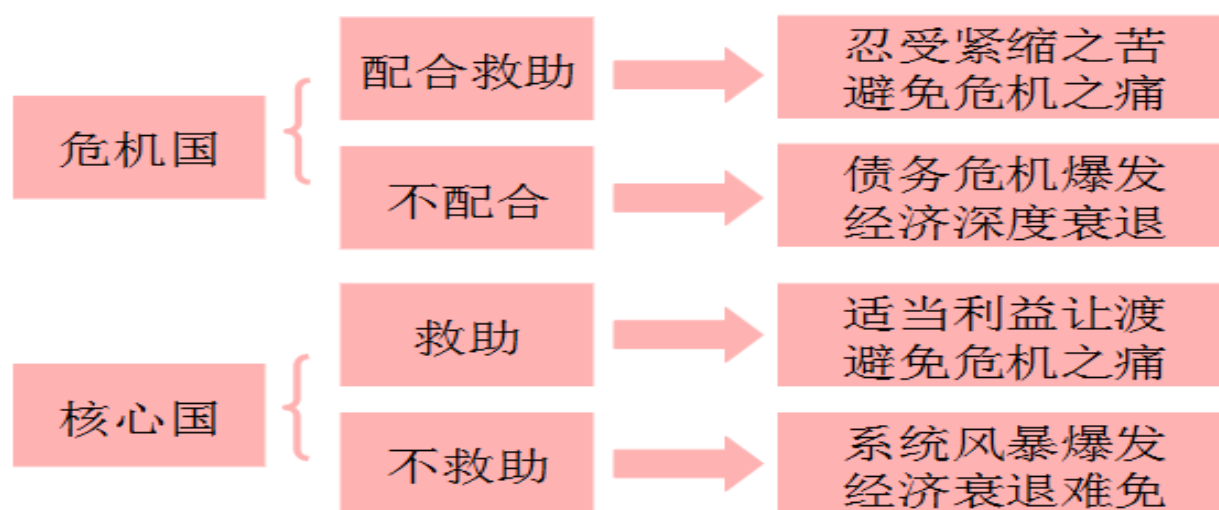
债务危机关系债权方、债务方及其他相关各方的共同利益，危机救援方案是利益各方在危机压力之下利益博弈与妥协的结果。这一点不管是在拉美危机的历史经验中，还是在当前欧债危机的困境中，都有非常充分的体现。

通过研究拉美债务危机救援方案的演变可以看出，从当年国际货币基金组织提出的“稳定计划”到“贝克计划”，从债权商业银行与债务国之间自发的债务折价赎买到“布雷迪计划”，都是在一定的条件约束之下，债权人与债务人利益博弈与妥协的结果，绝不是那种毫不利己专门利人的国际爱心主义的奉献。

当前在对欧债危机救援过程中各方的争吵与纷争，本质上讲都是利益的博弈，核心国及其他相对健康的国家想逼迫危机国进行更多和更加努力的自救，危机国则通过各种办法希望得到国际社会更多的援助；在核心国之间及与核心国与其他中间小国之间，围绕救援成本的分担也存在激烈的利益博弈。欧债危机呈现出一种的“危机上升——救援措施出台——短暂平息之后危机风险再度上升——新的救援举措再度出台——……”的危机与救援相互交替的演进状态，就是利益各方面对危机风险的变化而进行的利益博弈与妥协的结果。

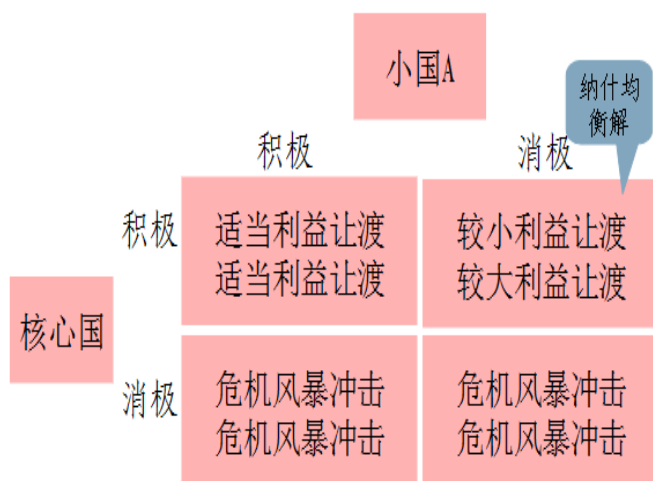
随着一揽子救援协议的达成欧债危机的阶段性风险将会出现显著缓和，缺少了危机的压力，欧盟各国在后续的细节问题的博弈也必然会更加的激烈，救援方案的最终完整出台不会一帆风顺，惊心动魄的波折仍在所难免。

图 1：核心国、问题国协同救助与否利害关系图



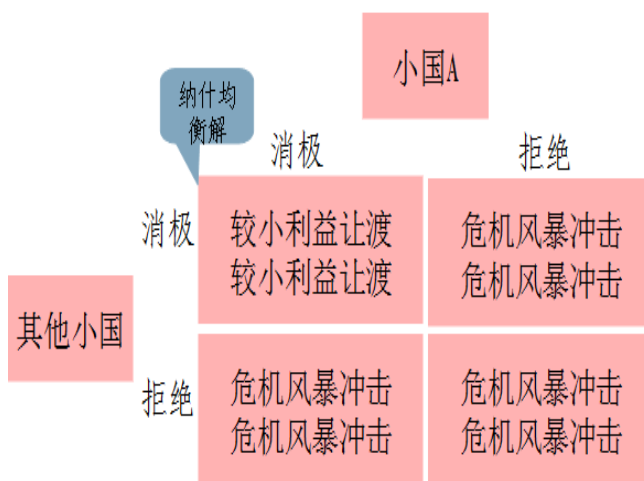
资料来源：中信建投研发部

图 2：核心国与中间小国救援欧猪过程中的利益博弈图



注：每一象限中上行的行为成本，下行的为核心国的行为成本

图 3：小国之间救援过程中的利益博弈图



注：每一象限中上行的行为成本，下行的为其他小国的行为成本

资料来源：中信建投研发部

当前情况下虽然“欧猪五国”与欧洲银行业的系统性风险都很高，但是当前存在的救援机制与潜在的政策救援空间使欧元区、欧盟政府还有一定的应对空间与能力，比如对于希腊的流动性危机 EFSF 能够提供贷款，对于西班牙、意大利国债收益率攀升 EFSF 及 ECB 能在一、二级上进行操作。

可以说，欧债危机的当前困境还没有把欧洲各国逼到墙角，所以各方之间的利益博弈就仍然存在，在未来的救援措施的细节确定方面仍难会充满纷争，欧债危机虽然在此次框架达成之后系统风险会有所回落，但是欧债危机并不会就此而风波平息。

三、一揽子协议在降低风险的同时也埋下了隐患，救援仍是一场马拉松

一揽子救援协议的达成在使欧债当前风险明显缓解的同时，也为未来埋下了隐患。第一次大规模债务减记方案的启动，必然会使私人投资者对下一次潜在的减记对象更为敏感，大规模债务资产化为乌有，又必然会成为评级机构下调银行信用评级的借口。未来的 EFSF 仍任重道远，继续扩容在所难免。

欧债危机虽然表现为流动性危机，发端于美国次贷危机引发的金融危机的冲击，但是欧债危机的根源却在于体制。“欧猪”国家的债务危机既与自身政治、社会治理模式的体制弊病有关，也与欧元区财政、货币政策失调，欧盟市场统一情况下区域内存在的强弱内生分化机

制有关，而所有的这些体制性的问题都是短期内难以治愈的。对此，我们在之前的报告《欧债危机：波澜难息，风暴难起》中已经进行过详细的分析，不再赘述。

因此说主权债务危机是一种由体制因素造成的经济竞争力长期低迷，财政长期入不敷出的慢性病，对于这种体制性的慢性病，难有什么特效药，针对危机的外部救援也只能起到治标，为治本赢取时间和空间的作用。慢性病的长期性也决定了外部救援同样将是一场马拉松。

上个世纪八十年代初爆发的拉美债务危机持续了十几年之久，针对拉美债务危机的救援计划也相继经历了由 IMF 提出的“稳定计划”，美国提出的“贝克计划”，私人债权人与债务国自发的债务赎买阶段，和美国的“布雷迪计划”的系列演变。而拉美国家最终能走出债务危机的泥潭，根本的原因还在于其之前实施的一系列体制改革与政策调整效果的逐渐显现，以及九十年代中期开始国际经济环境的好转，最终使其经济状况好转的结果。

当前一揽子救援协议的达成虽然会使欧债危机的系统性风险得以明显缓解，但是不管是未来 EFSF 的杠杆化操作，希腊债务的 50% 减记，还是欧洲银行业资本充足率的提高，都不能对“欧猪”们经济发展状况与未来的财政收支状况产生根本性的影响，因此对于“欧猪”们彻底走出债务危机泥潭的作用也就比较有限。欧债问题不会因此次一揽子协议的达成而一劳永逸，危机的救援仍将是一场马拉松。

对于欧债危机未来前景的演绎，我们仍坚持之前的观点：“欧债危机：波澜难息，风暴难起”，系统风险要等到 2013 年才能逐渐消散。



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

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/或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。