



2011.10.28

10月26日欧盟峰会达成欧债危机解决方案点评

	王虎	薛鹤翔	姜超
	021-38676011	021-38674809	021-38676430
	wanghu007633@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
	S0880511010057	S0880110100143	S0880511010045

本报告导读：

事件：10月26日欧盟峰会达成解决欧债危机的一揽子方案。

欧债危机解决方案关键结论：

- 银行业同意对希腊国债进行50%的减记；
- 12年6月底之前将主要银行的核心资本充足率提高到9%；
- 杠杆化EFSF至1万亿欧元。

我们的判断：

- 三项协议的达成是系统性解决欧债危机的道路上迈出的坚实一步，但仍然有许多细节尚不得而知，比如银行业陷入危机后的注资在各国政府和稳定基金之间的先后顺序及比例等，这些问题将在11月欧盟财长会议及后续会议上明确。
- 银行等私人部门同意减记50%的希腊国债，将使得希腊政府获得1000亿欧元的债务减免。但是欧盟峰会制定的希腊债务率在2020年下降到120%的任务对希腊而言十分艰巨，在残酷的财政紧缩下希腊经济复苏将面临巨大的压力。
- 主权债务危机引发银行危机是经济规律使然，稳定欧洲金融的关键是在主权债务与银行体系之间构建防火墙，欧洲金融稳定基金及各国银行一定意义上承担欧洲财政部的角色，当银行出现流动性危机时及时注资。
- 杠杆化EFSF操作与中国等新兴市场国家提供资金支持密切相关，这方面政策动向将在11月3-4日在法国召开的G20会议上作进一步讨论。EFSF如何杠杆化将成为焦点。
- 短期内，市场的情绪已经非常乐观，风险偏好提升，但中期欧债危机的隐患并未消散。第一，欧盟决策机制的繁复使其决策机制效率偏低，应对突发危机的能力不足；第二，一旦需要政府注资银行，各国政府、稳定基金的先后顺序与出资比例等重要细节并未明确；第三，希腊的财政紧缩能否在时间节点上符合要求、经济如何实现复苏都存在重大不确定性；第四，贝鲁斯科尼政府仍需要改进其财政紧缩方案。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《收入利润下滑趋势不变》

2011.10.27

《政策调整逐步明确》

2011.10.26

《美联储货币政策展望》

2011.10.22

《央票招标利率下行，偏紧政策回归中性》

2011.10.21

《经济回落速度加快，工业反弹难以持续》

2011.10.18

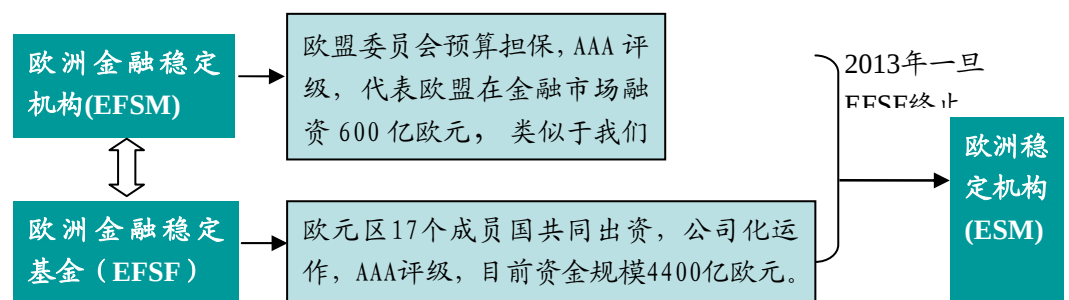
10月27日凌晨，欧洲理事会主席范龙佩宣布，欧元区成员国领导人已就解决债务危机达成一揽子协议。该协议主要包括三方面内容。一是银行业同意对希腊国债进行50%的减记，将使得2020年希腊债务率从2013年的180%下降至120%；二是在2012年6月底前将欧洲主要银行的核心资本充足率提高到9%；三是通过杠杆操作，将欧洲金融稳定基金从现有的4400亿欧元扩张到1万亿欧元。同时，欧盟要求意大利贝鲁斯科尼政府进一步改进其财政紧缩方案以达到欧盟要求。

三项协议的达成是系统性解决欧债危机的道路上迈出的坚实一步，但仍然有许多细节尚不得而知，比如银行业陷入危机后的注资在各国政府和稳定基金之间的先后顺序及比例等，这些问题将在11月欧盟财长会议及后续会议上明确。

银行等私人部门同意减记50%的希腊国债，将使得希腊政府获得1000亿欧元的债务减免。同时，欧盟将出资300亿欧元，为自愿减免总计1000亿欧元希腊债务的私人部门提供担保，此举是为确保在年前谈妥希腊第二轮援助方案。但是欧盟峰会制定的希腊债务率在2020年下降到120%的任务对希腊而言十分艰巨，在残酷的财政紧缩下希腊经济复苏将面临巨大的压力。

主权债务危机引发银行危机是经济规律使然，稳定欧洲金融的关键是在主权债务与银行体系之间构建防火墙，欧洲金融稳定基金及各国银行一定程度上承担了欧洲财政部的角色，当银行出现流动性危机时及时注资。

在欧债危机爆发初期，欧盟领导人为了救助债务危机国家而临时成立了欧洲金融稳定机构（European Financial Stability Mechanism EFSM）以及欧洲金融稳定基金（European Financial Stability Facility EFSF）。这两个机构和基金连同国际货币基金组织、欧洲央行构成欧债救助铁三角。示意如下图：



短期内，市场的情绪已经非常乐观，风险偏好提升，但中期欧债危机的隐患并未消散。第一，欧盟决策机制的繁复使其决策机制效率偏低，应对突发危机的能力不足；第二，一旦需要政府注资银行，各国政府、稳定基金的先后顺序与出资比例等重要细节并未明确；第三，希腊的财政紧缩能否在时间节点上符合要求、经济如何实现复苏都存在重大不确定性；第四，贝鲁斯科尼政府仍需要改进其财政紧缩方案。

在实现希腊二轮援助之后，稳定基金的剩余规模在2500亿左右，按照萨科齐的设想，将稳定基金以4-5倍杠杆进行放大，即扩张至10000欧元以上，但具体规模尚难以精确，因为剩余的资金规模并未明了。杠杆化EFSF

操作与中国等新兴市场国家提供资金支持密切相关，这方面政策动向将在 11 月 3-4 日在法国召开的 G20 会议上作进一步讨论。

作者简介:**王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

姜超:

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		