

欧盟峰会出炉方案难以乐观 欧洲银行业信贷紧缩在所难免

方正证券研究所证券研究报告

宏观研究 · 重大宏观事件点评

2011 年 10 月 28 日

宏观策略组

首席分析师：汤云飞 CFA

执业证书编号：S1220511020007

电话：010-68584873

邮件：tangyunfei@foundersc.com

分析师：王宇琼

执业证书编号：S1220511020006

电话：010-68584892

邮件：wangyuqiong@foundersc.com

联系人：王 坤

电话：010-68582812

邮件：wangkun1@foundersc.com

联系人：范阳阳

电话：010-68584892

邮件：fanyangyang@foundersc.com

联系人：于晓璐

电话：010-68584892

邮件：yuxiaolu@foundersc.com

事件：

27 日，欧元区首脑在经过近 8 个小时的马拉松谈判后，终于就希腊债务减记、扩大欧洲金融稳定工具（EFSF）、银行注资以及加强金融监管等一揽子方案达成一致。

会后欧盟主席范龙佩表示，与银行业达成的减记 50% 希腊政府国债协议将使 2020 年希腊国债占 GDP 比例从 180% 下降至 120%，而如果放任目前的形势发展，届时希腊债务占国内生产总值的比例将高达 180%。另外，欧元区与国际货币基金组织已同意再次向希腊提供 1000 亿欧元的援助。这一援助规模略低于 7 月份的协议，因为银行要承担主要的资金缺口。

范龙佩还宣布，欧元区将把援助基金规模提高至 1 万亿欧元。据法国总统萨科齐介绍，欧元区成员国领导人已同意将现有救助机制即 EFSF 规模放大到 1 万亿欧元。但当天的峰会未明确究竟采用何种方案，这一问题将留待日后召开的欧盟及欧元区财长会敲定。

此外，欧元区领导人决定在 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%。还制定了加强经济监管的几项措施，包括在 2012 年年底将平衡预算要求列入各成员国的立法程序，甚至写入宪法；推荐各国议会接受欧盟有关经济与预算的政策等。

方正观点：

➤ 方案虽已出炉，但许多关键细节却仍未敲定，首先，EFSF 扩容方案的杠杆化操作仍未达成一致，且两种可供选择方案推行依然困难重重；其次，在加强经济监管及财政纪律的计划方面，体现出更多的只是愿景，而缺乏严密的约束机制。对于这样一个核心细节都尚未明确的方案，我们难以找到能够乐观的理由。

➤ 长期来看注销部分希腊债务是必要的，而且越早越好。但我们认为此次一次性注销的规模过大，物极必反，欧洲银行信贷紧缩危机在所难免，而且会反过来压制欧元区实体经济，使得欧元区经济在近半年至一年内很可能会陷入衰退之中。

➤ 欧债危机此番进展将会导致我国近半年至一年的外围环境急剧恶化，而且我国房地产调控政策也导致房价开始出现下降，使得未来的投资很可能加速下滑，房地产调控政策对于经济的压制效果目前可能还未全盘显露，这也是我们最大担忧。如此发展下去，若未来在政策上我国未有较大调整，预计明年一季度我国 GDP 增速很可能会临近 8% 的水平，经济硬着陆的可能性较大。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

方案如期出炉，但某些关键细节仍未解决

26 日欧盟峰会已过，危机解决方案浮出水面，与市场预期相差无几，欧美股市也应声而起，但我们认为这种利好短暂过后很可能就会迎来阵痛。

最终达成的计划，主要部分有四块：1. 减记希腊 50% 国债；2. 欧洲主要银行核心资本充足率提升至 9%（比巴塞尔协议 III 的要求提升了 2%）；3. EFSF 规模通过杠杆化扩容至 1 万亿欧元；4. 加强经济监管，成员国平衡预算立法。

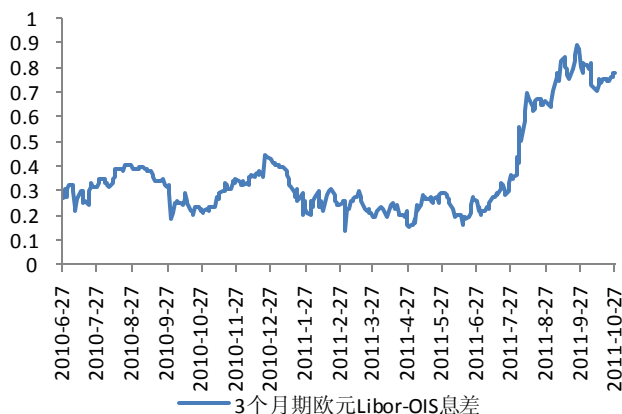
但我们发现，该计划的诸多重要细节在这次峰会上并未敲定。

首先，EFSF 扩容方案的杠杆化操作仍未达成一致，目前来说有两种方式可供选择：一个是将目前的 EFSF 用于为问题国家发行新国债进行一定比例的担保；另一个方案是设立一个或几个特殊目的工具（SPV），从而为 EFSF 融资。前种方式类似于保险机构，设计过程非常复杂，比如在杠杆化后规模为 1 万亿欧元情况下，不同国家的国债担保比例该如何确定，而且该比例随着国债价格走势该如何调整等等；后种方式则存在资金来源问题，设立新的 SPV，但其资金来源未知，欧元区成员国财政赤字普遍，且财政政策被迫偏严，甚至像法国这种还面临评级下调风险，肯定是不愿意出资，而想要从欧元区外部融资或者采取私人融资方式，显然不确定性较大。由此来看，两种方案要想敲定最终细节，均比较艰难。

其次，在加强经济监管及财政纪律的计划方面，体现出更多的只是愿景，而缺乏严密的约束机制。比如 2012 年年底前将平衡预算要求列入各成员国的立法程序、推荐各国议会接受欧盟有关经济与预算的政策等内容。另外，我们认为即使在财政纪律方面达成更为细致且有约束机制保障的协议，这仅能暂时缓解市场担忧，但从长期来看，财政政策的严格约束不利于债务问题国家经济的恢复，会使得债务危机步入歧途，市场信心更难重新拾回。

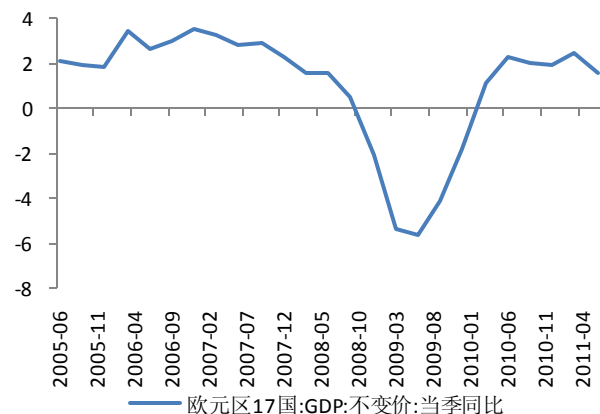
因此，对于这样一个核心细节都尚未明确的方案，我们难以找到能够乐观的理由。

图 1：3 月期欧元 Libor-OIS 息差再度抬头，银行信贷意愿萎缩



数据来源：Wind，方正证券研究所

图 2：受欧债危机影响，欧元区经济增速恐将急剧下滑



数据来源：Wind，方正证券研究所

希腊债务注销规模过大，欧洲银行信贷紧缩也在所难免

上面提到该方案目前还只是“纸老虎”，但我们认为，即使该方案最终细节顺利敲定而成为“真老虎”时，我们认为其还远未达到离欧债危机“救世主”的身份。

我们认为欧洲银行信贷紧缩局面难以避免。欧洲主要银行在 2012 年 6 月底前需要将核心资本充足率提升至 9%，为了满足该标准，欧洲银行业需要筹资 1060 亿欧元，银行业的资本重组会减弱银行信贷意愿。另外，减记 50% 的希腊国债，这也将使得欧洲银行业面临 1000 亿欧元的损失，预计此后意大利、西班牙等国的国债收益率会由于市场恐慌情绪会出现上涨，加剧欧洲银行业损失。而在 26 日欧洲央行宣布向欧元区商业银行提供一年期 569 亿欧元的再融资业务，该措施一是远不足以弥补欧洲银行业缺口，二是抵押贷款方式或使得一些缺乏抵押资产银行难以获得有效救助。从 3 月期欧元 libor-OIS 息差来看，近期欧洲银行业信贷意愿萎缩已非常明显，此次资本充足率要求与大规模减记的冲击会进一步压低其信贷意愿，我们认为欧洲银行业信贷紧缩危机或即将到来，这也将会使得欧元区经济雪上加霜。

长期来看注销部分希腊债务是必要的，而且越早越好。但我们认为此次一次性注销的规模过大，物极必反，欧洲银行信贷紧缩危机在所难免，而且会反过来压制欧元区实体经济，使得欧元区经济在近半年至一年内很可能会陷入衰退之中。

该方案不是“救世主”，中国经济硬着陆可能性加大

从该方案的内容我们可看出，其只是应对欧洲银行危机的针对性方案，而对于增强希腊、意大利等国家的经济信心，我们未能看到有丝毫的相关措施，其甚至还在呼吁财政纪律严格控制这些不利于债务问题国经济恢复的措施，这也是我们对欧债危机一直最担忧的地方，但至今却仍未有任何改善。我们认为欧债危机年内是不太可能会有根本性解决方案出台，欧元区接下来将很可能会经历一段经济环境更为糟糕的阶段。

反观我国，8、9 月份开始外需出现了明显的恶化，对于经济的压制作用也十分明显。欧债危机此番进展将会导致我国近半年至一年的外围环境急剧恶化，而且我国房地产调控政策也导致房价开始出现下降，使得未来的投资很可能加速下滑，房地产调控政策对于经济的压制效果目前可能还未全盘显露，这也是我们最大担忧。如此发展下去，若未来在政策上我国未有较大调整，预计明年一季度我国 GDP 增速很可能会临近 8% 的水平，经济硬着陆的可能性较大。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	（8610） 68584820	（86731） 85832351
传真：	（8610） 68584803	（86731） 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com