

2011年10月28日

欧盟峰会成果点评

国际宏观经济点评报告

宏观经济高级分析师：李爱敏

电话：

010-8832 1913
18611629949

Email: liam@tpyzq.com.cn

执业证书：

S1190511040002

10月26日欧盟峰会取得的主要成果包括：就欧洲银行业资本重组达成一致，在2012年6月30日之前将一级核心资本充足率提高至9%；确定将私人部门持有的希腊主权债的减记比例为账面价值的50%，细节将在2011年底之前敲定；通过杠杆化运作扩大EFSF的规模，相关细节问题有待11月份会议进行确定。

一、欧元区各国就欧洲银行业资本重组达成一致

协议要求欧洲的银行在2012年6月30日之前将一级核心资本充足率提高至9%，提前近7年达到巴塞尔协议III的要求。

按照欧洲银行监管局的统计，欧洲大型银行需要在2012年6月前筹资1,060亿欧元才能达到9%一级核心资本充足率的要求。

银行融资的渠道：第一选择，从私人部门融资；第二选择，如果不能对私人部门进行融资，银行有必要从政府处获得资金救助；第三选择，如果政府没有能力提供资金支持，EFSF将为银行提供贷款帮助其进行资本重组。

表格一：欧盟国家的银行业需要融资的规模（亿欧元）

国别	资本金要求	国别	资本金要求
奥地利	29.38	匈牙利	0
比利时	41.43	爱尔兰	0
塞浦路斯	35.87	意大利	147.71
德国	51.84	卢森堡	0
丹麦	0.47	马耳他	0
西班牙	261.61	荷兰	0
芬兰	0	挪威	13.12
法国	88.44	葡萄牙	78.04
英国	0	瑞典	13.59
希腊	300	斯洛文尼亚	2.97

来源：欧洲银行监管局、太平洋证券

二、私人部门自愿通过债务互换对希腊主权债的账面价值进行 50% 的减记，细节将在 2011 年底之前敲定

欧盟峰会再次强调，私人部门参与希腊救助是保证希腊债务可持续性运作的一个重要前提，欧盟救助希腊的政策目标是将希腊债务占 GDP 的比重在 2020 年降至 120%。私人部门自愿通过债务互换对希腊主权债的账面价值进行 50% 的减记，欧元区成员国将向私人部门参与项目（PSI）注资 300 亿欧元，此外，政府还将在 2014 年以前额外提供项目资金 1000 亿欧元。各成员国将在 2011 年底之前就新的私人部门参与希腊救助项目达成一致意见，私人部门参与希腊债务减记、救助所进行的债务互换有望在 2012 年初启动。欧盟同时呼吁 IMF 继续参与新的希腊救助计划。希腊也将进一步对国有资产私有化，通过更多的私有化收入进一步降低希腊债务 150 亿欧元。

三、确定通过杠杆化运作扩大 EFSF 的规模，细节问题有待 11 月份会议进一步确定

欧盟峰会认可两种可能的路径对 EFSF 进行杠杆化：其一，由 EFSF 对欧元区成员国的新发债提供担保，相当于当私人投资者在一级市场购买欧元区国家新发债券的同时可以获得 EFSF 给予的担保，目的是降低欧元区国家的融资成本。其二，成立一个特殊目的工具（SPV），向私人投资者及政府机构投资者融资，从而增加 EFSF 资金容量，增强其发放贷款、参与银行资本重组及在一、二级市场购买债券的能力。

EFSF 可以针对具体的市场环境和政策目的自由选择这两种路径进行杠杆化运作。杠杆化的比例因市场环境而会有所不同，但是杠杆化率不会超过 4 倍或者 5 倍，杠杆化之后 EFSF 的规模将达到 1 万亿欧元。欧盟将在 11 月份敲定 EFSF 杠杆化实施的细节问题。另外，EFSF 的扩大有望在和 IMF 合作的框架下进行。

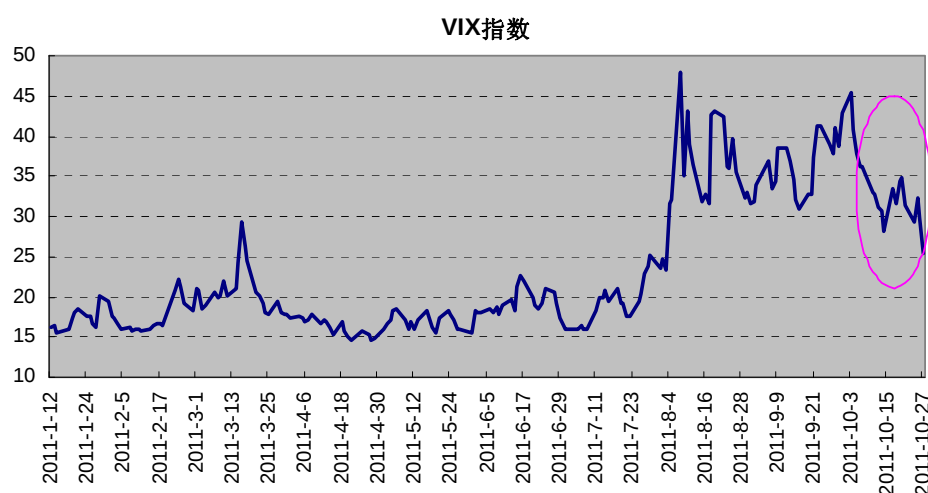
点评：欧盟峰会就救助欧洲债务危机出台的一揽子救助措施降低了资本市场的悲观情绪，短期内增强了全球资本市场的风险偏好。

峰会各国就欧洲银行业资本重组达成一致，但是，有关私人部门对希腊债进行减记的细节方案还有待年底敲定，通过杠杆化操作扩大 EFSF 规模所涉及的细节问题也有待 11 月份会议进一步确定。在默克尔以停止对希腊的援助做为条件的要求下，私人银行部门代表才勉强同意将持有的希腊债券减记 50%，私人部门对希腊债务减记的具体执行还存在一定的不确定性。通过杠杆化运作使得 EFSF 规模扩大可以有效防止德国政府对 EFSF 更大的资金注入，德国对 EFSF 的注入资金保持在 2110 亿欧元不变，德国的利益得到了有效的保护。欧洲方面希望中国等新兴经济体参与到 EFSF 规模扩大化进程中来，目前我国还没有明确的表态。另外，意大利作为欧元区内发债最多的国家（按照国际清算银行最新统计数据），经济疲软、债务负担严重（意大利目前政府负债占 GDP 的比重是 120%），国内政治氛围和社会改革进程都存在一定

的不确定性，一旦意大利国内政治氛围和社会改革进程出现不利转变，将会对欧洲造成新的冲击。欧元区第二大经济体法国的经济增长和政府债务状况也不乐观，穆迪和标普分别于本月 17 日和 21 日对法国的信用状况发出了预警。

总体来讲，欧盟推出的一揽子政策措施短期内增强了全球资本市场的风险偏好，在一定程度上降低了全球经济下行的风险，但是，本次救助方案的细节问题还有待进一步确定，具体执行过程中还存在相当大的不确定性，另外，欧元区最大发债国意大利（按照国际清算银行最新统计数据）经济疲软、债务负担严重、国内政治氛围和社会改革进程都存在一定的不确定性，欧元区第二大经济体法国的经济增长和政府债务状况不容乐观，德国默克尔政府面临巨大的国内选民压力，我们对欧洲债务危机出现根本性转机持谨慎态度。

图表一：VIX 指数下降，风险偏好提升



来源：Bloomberg、太平洋证券

表格二：欧盟峰会公告发布第二天全球主要股指涨幅（%）

法国 CAC40	6.28
欧元区 STOXX50 指数	6.08
德国 DAX30 指数	5.35
富时意大利全部股价指数	4.98
西班牙 IBEX35 指数	4.96
香港恒生指数	3.26
日经 225 指数	2.04
上证综合指数	0.34

来源：Bloomberg、太平洋证券

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话: (8610) 8832-1818

传真: (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。