

诚意已有、细节仍需等待

----欧元区峰会点评

核心要点:

- 26日欧元区峰会在经过长达八个小时的激烈辩论之后，私人部门银行系统最终退让，同意将减免希腊债务比例提高至50%，且将给予希腊第二批资金援助。从短期的角度看，希腊无序违约的最坏情景将被大概率避免，市场对此次峰会达成的协议反应积极。
- 根据对具体数据的分析之后，我们认为希腊乃至欧元区债务的问题都并不是资金的问题而是政治的问题，债务较为健康的欧洲国家和法德两国必须首先拿出解决问题的诚意来。而16日G20财长峰会中欧洲以外国家强大的政治压力正是促使欧洲国家最终拿出诚意的催化剂。
- 我们相信各国政治精英有能力最终解决欧元区债务的问题。但是我们仍然看到了若干需要解决的问题，其中包括（1）希腊债务减免比例是“自愿”性质的，最终作为个体的银行将实际减免多少希腊债务？这种减免所造成的损失如何在不同国家间进行分摊？（2）希腊乃至其他欧猪国家未来的主权债务怎么发？谁来买？成本多高？（3）其他欧猪国家会依葫芦画瓢图谋减免债务吗？（4）欧洲众多国家为降低财政赤字而紧缩财政，但货币又无法扩张，那么未来欧洲的经济增长将如何？这些问题需要我们继续跟踪。

分析师

孙建波 博士 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130511030001

特此鸣谢

王维诚 博士 策略研究员

☎: (8621) 2025 7809

✉: wangweicheng@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

一、市场担忧情绪短期内得到释放

昨日欧洲市场普遍大涨,近期市场对于希腊债务问题所积累的担忧情绪短期内得到较为充分的释放。26 日欧元区峰会在经过长达八个小时的激烈辩论之后,私人部门银行系统最终退让,同意将减免希腊债务比例提高至 50%,且将给予希腊第二批资金援助。从短期的角度看,希腊无序违约的最坏情景将被大概率避免,市场对此次峰会达成的协议反应积极。

正如我们在近期路演中一直强调的那样,我们始终认为希腊必然违约,但这种违约将是“有序”的,债务得到减免将是主要的方式。自今年七月以来,市场对于如何避免希腊在四季度债务到期高峰时出现无序违约的问题纠缠已久。但根据对具体数据的分析之后,我们一直认为希腊乃至欧元区债务的问题都并不是资金的问题而是政治的问题,债务较为健康的欧洲国家和法德两国必须首先拿出解决问题的诚意来。

我们认为本月 16 日的 G20 财长峰会正是促成“诚意”最终出现的转折点和动力来源。美国等欧洲以外国家领导人在 16 日峰会后都表达了一个强烈而相似的观点,即欧洲如果希望在 11 月 3 日的 G20 领导人峰会中获得其他国家的支持则自己必须拿出更多的资源,在欧元区内部必须先达成一定的妥协。正是这种来自于外围的强大压力促使欧洲国家在 7 天的时间里接连召开两次峰会(23 日和 26 日),并最终急急忙忙地拿出了市场期待已久的“诚意”。

我们乐于见到欧元区问题的进展也相信各国政治精英有能力最终解决欧元区债务的问题。但是我们仍然看到了若干需要解决的问题。对于这些问题的答案,我们目前还无法回答,但是需要指出的是,因为此次峰会的成果而认为欧元区债务问题从此解决的观点并不足取,短期内过分乐观并不理性。

二、需要继续观察的问题

(一) 希腊债务减免比例是“自愿”性质的!

此次大幅提高减免希腊债务比例让市场感到安慰,但是需要注意的是,50%的减免比例是自愿性质的(voluntarily)!从字面的意思来理解,即各个持有希腊国债的银行要在自愿的基础上决定具体减免的数量,而所有银行减免的总和将是希腊当前债务的 50%。那么每个作为个体的银行到底会“自愿”减免多少债务呢?由减免债务而导致的损失如何在不同国家银行体系间进行分摊?

据外媒报道,此次欧元区峰会各国政府几乎是“暴力”地胁迫私人银行部门接受了提高减免债务比例的决定。而作为妥协,“自愿”二字则留在了协议中,对于这两个字究竟意味着什么,我们需要继续跟踪观察。

(二) 未来的主权债务怎么发?谁来买?成本多高?

减免了一半希腊债务对于防止该国出现无序违约具有实际的意义,下面的问题是希腊和其他具有潜在债务问题的国家未来的主权融资如何进行?私人银行部门仍然是给主权国家提供融资的最大潜在主体,但此次胁迫银行减免大量希腊债务之后,再要发债,银行系统还会买吗?

总不能再次“暴力胁迫”私人部门购买新债券吧？

对于未来主权债务的发行，当前一个最为可能的方案是由 EFSF（欧洲金融稳定基金）和 ESM（欧洲金融稳定机制）所拥有的 1.3 万亿美元为基础，对未来的主权债提供保险。如此巨额的资金显然对于新债发行非常有利，但是这能帮助降低未来新发债券的利率成本吗？

（三）其他欧猪会依葫芦画瓢吗？

目前市场的焦点都在希腊身上，因为其违约的可能最大，其他欧猪呢？别忘了西班牙已经是三次被降级了。往后看，2012 年欧珠五国的债务到期数量普遍高于今年，西班牙明年债务总量达 1500 亿美元。这四国的财政状况也不乐观，关键是，希腊债务免了一半，其他欧猪能多少也免一点吗？

（四）财政紧缩的后果是什么？

希腊此次为了获得第二批贷款和减免债务的交换条件是大幅降低其国内居民的工资和福利水平，且政府开支将大幅收缩。作为普遍的现象，我们看到其他欧洲国家如意大利、西班牙甚至法国都在大唱“节衣缩食”，降低财政赤字。收缩财政对于经济增长的影响通常是负面的，为了防止经济下滑，也往往辅助以宽货币。但是，众所周知欧元区国家没有自己的货币政策，而欧洲央行一直秉承着德国人的谨慎作风，对于美国式的印钞票极为抵触。

这样的情景下，各国缩减财政开支，而货币又不宽松，那么未来几年欧元区的经济增长会如何表现？

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn