



证券研究报告 • 宏观深度 欧债危机研究(5)

欧债危机的救援框架

欧债救援过程

欧盟针对债务问题的救援经历了一个相对长期和不断升级的过程。2010年4月前，欧盟认为，希腊是由于不遵守欧盟在稳定与增长公约设定的财政赤字和公共债务上限而出现债务危机的，希腊必须本身为此埋单，并付诸相应的紧缩和改革政策，实际上欧盟当时贯彻的是“不救援”条款。但是，欧债危机严重性超出预期，欧元区和欧盟在欧洲债务危机的救援中发挥了主导作用，并出台了远超市场预期的救援措施，对希腊进行了两轮救援。

欧债危机的救援框架

7500亿欧元的救助计划是欧洲债务危机救援的核心政策。2010年5月10日出台的救援方案总规模高达7500亿欧元，其中欧盟各国政府承诺出资5000亿欧元，国际货币基金组织承诺2500亿欧元。实际上，这个救援方案不仅涉及金额巨大，同时还包括一揽子救援计划，是一个具有一定系统性的救援方案。针对希腊的救援以及欧洲金融稳定基金框架下对希腊、爱尔兰、葡萄牙等国家的救助，使得欧元区和欧盟的金融救助机制不断扩大，成为一个涉及欧元区、欧盟、IMF以及私人部门的多层次救援体系。

救援框架的不足

欧债危机现行的救援体系更多是一种短期的应对机制，是一种应急的机制，而在中长期的风险防范、维系金融稳定性和制度保障方面仍然具有缺陷，需要进行长足的改革。目前存在市场风险、道德风险、筹资风险、政治风险以及可能的债务重组风险。特别是债务重组风险没有得到应有的重视和防范。

救援框架的深化

欧盟金融稳定和债务危机救援体系达成了新的一致协议。其一，欧洲金融稳定基金，需要进一步扩大救援的能力（包括私人部门的资源加入），救援的规模，以确保欧元区和欧盟的稳定性。其二，欧洲金融稳定基金作为一个3年期的临时性救援机制，将在2013年中期到期之后，成立欧洲稳定机制。

针对银行业的救援是欧债救援框架深化的又一重点。欧盟救援欧洲银行业的核心是进行资本重组：一是欧洲银行业的最低核心资本充足率将大幅提高。二是对于持有债务危机国家债券风险敞口的银行，需要追加额外的资本缓冲。三是确保银行在一定时间内能够获得与需求相匹配的融资安排。

海外宏观

郑联盛

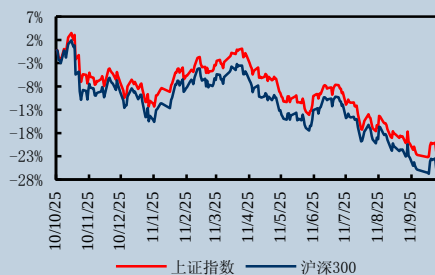
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011年10月25日

上证指数、沪深300走势图



沪深300、深证成指走势图





目 录

一、欧洲债务问题的救援历程	2
二、欧洲债务危机救援方案	4
三、欧洲救援方案的风险	6
四、欧洲债务问题救援的深化	7

现阶段是欧洲债务问题不断扩大并向大中型成员国蔓延，如西班牙和意大利，是债务危机内在的一种传染过程，也是偿付能力的进一步恶化，可能演化成为一种持续性的偿付困难。比如，根据 2011 年 7 月份希腊第二轮救助计划的内容与机制，以及债务问题解决的历史经验，第二轮救助计划只能暂时缓解希腊的偿付危机，而无助于希腊偿付能力的实质性提高，债务问题的最后解决可能需要借助于市场渠道才能完成，为此，主权债务重组可能是希腊债务危机的最后归途。为此，包括希腊等国的债务问题可能出现某种程度的重组，比如利率结构和期限结构调整的“软重组”。

因为如果风险（包括违约）蔓延至其它易受冲击的国家，以及由于欧洲银行大量持有周边国家债务，就会导致欧元区内爆。国际清算银行的数据显示，希腊、葡萄牙和西班牙 90% 的外债（包括公司债和主权债）是由以德国和法国为主的其它欧洲国家银行持有的¹。鉴于违约可能那个引发系统性风险，欧元区 and 欧盟不会让希腊和其他成员国出现违约的情况，即欧元区和欧盟存在必然的隐性救援。

值得注意的是，欧元区的隐性纾困担保虽然无可避免，但在财政领域形成了道德风险，而这正是欧洲央行应该通过加快实施退出策略来极力抵御的。欧元区和欧盟必须足够警惕，采取相关的政策措施，防范于未然，而且欧洲针对债务问题的改革必须是深刻，希腊和欧洲债务问题的解决和后续改革必定是一个痛苦的过程²。

一、欧洲债务问题的救援历程

1. 不救援原则

欧盟针对债务问题的救援经历了一个相对长期和不断升级的过程。2009 年底，希腊债务危机爆发之初，欧盟认为，希腊是由于不遵守欧盟在稳定与增长公约设定的财政赤字和公共债务上限而出现债务危机的，希腊必须本身为此埋单，并付诸相应的紧缩和改革政策，实际上欧盟当时贯彻的是“不救援”条款，以防止道德风险的发生。

直到 2010 年 4 月底，欧盟统计局公布债务水平数据之前，希腊和欧盟都认为其债务危机的风险是可控，即便是需要救援，那也仅需要针对 2010 年的债务进行再融资。2010 年 4 月初欧盟和国际货币基金组织讨论的救援方案仅为 450 亿欧元，与希腊 2010 年度需要再融资的额度 500 亿欧元相当。

表 1 欧洲债务危机救援重大事件表

时间	事件	救援措施
	欧元区峰会强调需要一致行动应	
2010 年 2 月 11 日	对风险，确保欧元区金融稳定，但	针对希腊救援进行了讨论，确定了救援的可能
	要防止道德风险。	性。

¹ BIS: Quarterly Review, March 2010.

² Chatham House: No Painless Solution to Greece's Debt Crisis, Programme Paper IE PP 2010/03.



2010 年 4 月初	欧元区 IMF 讨论救援希腊	欧元区和 IMF 出台 450 亿欧元希腊救援初始方案。
2010 年 4 月 12 日	欧盟公布数据，债务问题严重性远超预期，是一个普遍性问题。希腊第一轮救援	欧元区和 IMF 出台了 1110 亿欧元的救援计划，即希腊第一轮救援计划。
2010 年 5 月 10 日	希腊债务危机和欧洲债务问题引发全球金融市场动荡	欧元区和 IMF 出台了欧洲金融稳定救助计划，总规模为 7500 亿欧元。为期 3 年。
2010 年 6 月 7 日	欧洲金融稳定基金（EFSF）创立	总规模为 4400 亿欧元，为 7500 亿计划的核心部分。
2010 年 11 月 28 日	爱尔兰救援达成一致协议	850 亿欧元救援计划
2011 年 1 月 25 日	爱尔兰救援	EFSF 正式救援爱尔兰
2011 年 5 月 17 日	葡萄牙救援达成一致协议	780 亿欧元救援计划
2011 年 6 月 15 日	葡萄牙救援	首期救援款正式发放
2011 年 6 月 20 日	欧盟财长会	提高 EFSF 的救援能力、扩展其救援计划，设立金融稳定的长效机制：欧洲稳定机制（ESM）。
2011 年 6 月 22 日	葡萄牙救援	第二次发放救援款
2011 年 7 月 21 日	欧元区峰会：希腊第二轮救援	欧元区国家将向希腊提供 1090 亿欧元的融资，另外私人部门提供 370 亿欧元。

资料来源：EFSF 以及作者的整理。

2.第一轮救援计划

2010 年 4 月份公布的数据使得欧盟和市场都认为，债务问题的严重性超出了预期，涉及的国家已经更多，葡萄牙和西班牙也已经遭遇信用评级降低的境况，如果不针对性地出台更加有力的救援措施，那风险可能进一步传递，为此 5 月 2 日欧盟出台了规模为 1100 亿欧元的新救援计划。

更让欧盟意想不到的，希腊危机和欧洲债务风险已经蔓延到了全球金融市场，并导致五月第一周出现了罕见的全球金融市场动荡。2010 年 5 月 5 日，希腊爆发全国性大罢工，引发欧洲股市普遍大跌。2010 年 5 月 6 日，美国股市盘中下挫近千点，创下历史上单日盘中下跌点数之最。外汇及期货市场也出现了 1987 年股灾以来最混乱的情况。国际油价一周之内下跌超过 10 美元。金属、农产品等品种均大幅下跌。大量资金撤离股市和商品市场，为避免涌向黄金和美元资产，黄金价格再次突破 1200 美元，创下历史新高。鉴于金融市场已经“失

控”，欧盟在极短的时间内再次和国际货币基金组织出台了一系列救援计划，涉及资金高达 7500 亿欧元，其中欧元区出资 4400 亿欧元，IMF 出资最高规模为 2500 亿欧元。该救助机制为期 3 年，至 2013 年中期。欧洲第一轮救援就此正式出台。

3. 第二轮救援计划

随着欧盟第一轮救援计划的实施，希腊等国的债务问题得到一定程度的缓释。但是，由于希腊的偿付危机只是临时性缓解，希腊还面临源源不断的到期债务，而其财政状况并没有根本改观，其偿付能力没有实质性提高，2010 年底希腊债务占 GDP 又进一步提升至 142.8%。2011 年 5 月初，已经接受了 530 亿欧元救助资金的希腊，又面临着 137 亿欧元的到期债务支付。希腊由于财政紧缩和经济增长下滑，支付能力实际在降低，面临巨额的到期债务，希腊无奈要求降低欧盟对其援助计划的贷款利率，同时要求债权人延迟债务偿还期限。

希腊债务危机一波未平，一波再起。希腊债务危机在 2011 年 5 月底-6 月初再爆发。2011 年 5 月 23 日，希腊总理帕潘德里欧表示，希腊无法在 2012 年重返资本市场进行再融资。2012 年希腊需要融资约 270 亿欧元，2013 年还需要再融资 300-400 亿欧元。同时，欧盟、IMF 和欧洲央行的三方审查团就去年 5 月通过的 1100 亿欧元救助计划进行的第五次放款（120 亿欧元）前审查时指出，希腊没有严格按照 2010 年 5 月的援助协议进行必要和有效的财政紧缩和经济改革计划，援助计划已经偏离预定轨道。这意味着原定于 6 月发放的 120 亿欧元可能无法如期履约，而 6 月份希腊面临 137 亿到期债务。基于此，希腊 10 年期国债收益率飙升至 16.4%，而德国 10 年期国债收益率降低至 6 个月之新低，为 2.96%。6 月初，评级机构穆迪将希腊的主权信用评级从 B1 降低至 Caa1，未来 5 年债务违约风险上调至 50%。希腊债务危机再起狼烟。此时，黄金价格升至 1500 美元以上。

希腊债务危机再起波澜的同时，欧元区开启并主导了第二轮救助计划。2011 年 6 月初，欧元区就如何救助希腊的新一轮计划达成临时性协议，但要求私人部门出资约 300 亿欧元。当时市场预期整个救援规模约 650 亿欧元。临时性协议要求希腊的私人部门债权人将即将到期的债务置换成为期限更长的债务，这实际上是债务重组的一定形式。

但是，希腊第二轮救援计划由于 IMF 原总裁卡恩的丑闻以及欧元区内部的争论，进展并不顺利，预期 6 月底之前达成各项具体措施的第二轮救援计划，于 7 月 21 日才正式出台，欧元区国家将向希腊提供 1090 亿欧元的融资，另外私人部门提供 370 亿欧元。不过，救援的总规模远超出市场的预期。这也说明了，希腊债务问题的严重性更甚。

二、欧洲债务危机救援方案

1. 7500 亿欧元救援计划的内容

7500 亿欧元的救助计划是欧洲债务危机救援的核心政策。2010 年 5 月 10 日出台的救援方案总规模高达 7500 亿欧元，其中欧盟各国政府承诺出资 5000 亿欧元，国际货币基金组织承诺 2500 亿欧元。实际上，这个救援方案不仅涉及金额巨大，同时还包括一揽子救援计划，是一个具有系统性的救援方案。而且，这个方案还在不断发展完善之中，2011 年 6 月欧盟决定在 2013 年将其实体化。目前，这个救助体系主要包括三个方面的内容：

其一，欧盟各国承诺的 5000 亿欧元中，4400 亿以贷款、担保方式提供给陷入困境的欧元区国家，而另外 600 亿则用于扩大欧盟现有的国际收支援助基金，用于欧盟国家的救助。这样的资金安排实际上是将救援的对

象从希腊扩展至欧元区 and 欧盟的所有成员国。特别值得注意的是，欧盟将以每年 1410 亿欧元的预算作为担保，通过市场融资，将国际收支救援基金规模扩大至 1100 亿欧元。此前，非欧元区国家匈牙利、拉脱维亚和罗马尼亚已经接受过欧盟国际收支援助基金的支持。

其二，欧洲中央银行决定认购欧盟成员国发行的国债，并且不设定购买规模的上限，“以纠正证券市场的偏差”。在欧洲债务危机爆发之后，尤其是 2010 年 4 月底至当年中期，针对欧元和欧元资产的做空行为大肆出现，是欧元汇率大幅贬值和部分成员国国债收益率大幅上升的重要原因。欧洲央行的认购行为，可以有效地防止成员国陷入融资困难或被迫接受高成本的融资，即是说，欧盟央行可以通过变相印钞为成员国融资，也是量化宽松货币政策的一种形式。

其三，这一救援计划还包括了较为广泛而有力的国际合作。一方面，欧盟联合国际货币基金组织组成了主要救援行动，并要求成员国接受 IMF 的贷款条件性。IMF 将出资 2500 亿欧元，其贷款利率为 5%，如此之高的贷款利率将迫使成员国先进行自我的紧缩支出行为之后才向 IMF 贷款。另一方面，美联储重新开启于 2010 年 2 月份结束的货币互换协议，为包括欧洲银行在内的外国银行提供美元流动性。

2. 现阶段欧洲救援体系

2010 年以来，针对希腊的救援以及欧洲金融稳定基金框架下对希腊、爱尔兰、葡萄牙等国家的救助，使得欧元区和欧盟的金融救助机制不断扩大，成为一个涉及欧元区、欧盟、IMF 以及私人部门的多层次救援体系。

救援的实施主体主要为欧元区、欧盟和 IMF，主要受援主体是欧元区成员国。现行救助体系基本都是通过欧元区和欧盟的财长会和峰会进行救援的商讨和决策。同时，IMF 一致处在积极参与之中，在欧洲金融稳定基金框架下，IMF 承诺了最高为 2500 亿欧元的救助资金。在 2011 年 7 月针对希腊的第二轮救援中，私人部门也成为参与金融救援的一个力量。在这个救援体系中，主要受援主体是欧元区国家，但是除欧元区国家外的欧盟国家的救助由欧盟金融稳定机制（European Financial Stability Mechanism, EFSM）负责。

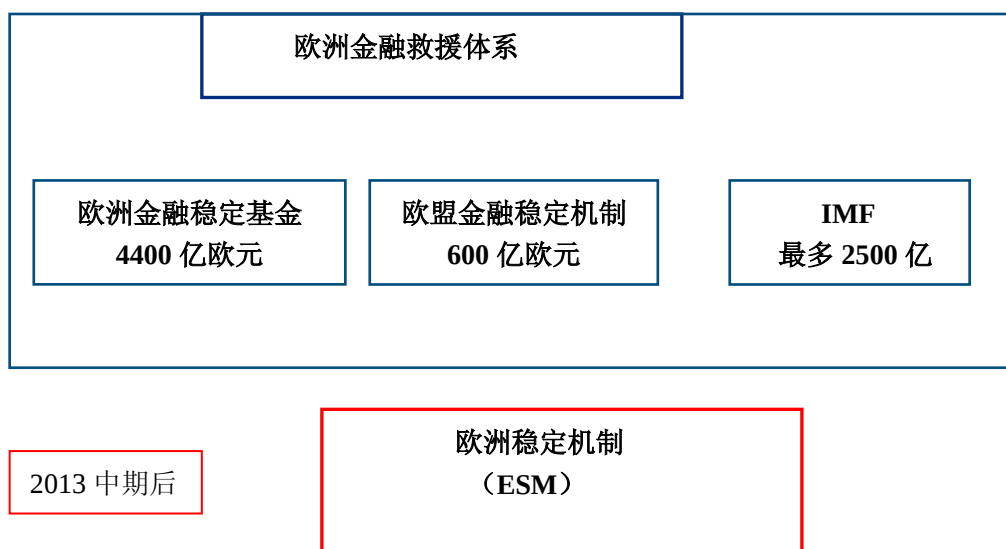
救援的资金来源主要为欧元区成员国国家和 IMF。其中，欧洲金融稳定基金（European Financial Stability Facility）规模最高可达 4400 亿欧元，IMF 出资规模最高为 2500 亿欧元，欧盟金融稳定机制（European Financial Stability Mechanism）为 600 亿欧元，用于扩大欧盟现有的国际收支援助基金。各成员国承诺的出资规模是根据欧元区成员国在欧洲中央银行资本金比例和现实的财政状况做出的。德国在欧洲央行的资本金比例最高（18.9%），财政状况良好，原定出资比例为 27.1%，调整后出资比例达 29.1%。法国次之，原定出资比例和调整后出资比例分别为 20.4% 和 21.9%。希腊在欧洲央行的资本金比例为 2%，原定出资比例为 2.8%，但是由于希腊财政状况十分糟糕，是救助的主要对象之一，为此，希腊没有做出出资承诺。同样无法履行出资责任的是葡萄牙和爱尔兰。当某个成员国无法出资，其他成员国的出资比例进行调整，出资总规模相应地减少，但整体不能低于 4400 亿欧元。

欧洲金融救援的实施基本是采取分步走的策略。首先是针对特定国家的救援规模要得到欧元区及其欧洲金融稳定基金的同意，同时对救援的细节达成共识。其次，有欧洲金融稳定基金作为救援主体，开始发放救援资金，救援资金的发放是分多次进行，在每次发放之前都要进行一次评估，主要考察受援国的承诺兑现程度以及后续政策的评估。同时，受援国要进行相应的改革，特别是财政整固计划。如果财政政策计划等执行不力，欧洲金融稳定基金可能暂停甚至取消对该成员国的援助。

欧洲金融救援体系未来将实体化。2011 年 6 月 20 日，欧元区和欧盟财长会召开，会议针对欧盟金融稳定

和债务危机救援体系达成了新的一致协议。其一，欧洲金融稳定基金需要进一步扩大救援的能力（包括私人部门的资源加入）、救援的规模，以确保欧元区 and 欧盟的稳定性。其二，欧洲金融稳定基金作为一个 3 年期的临时性救援机制，将在 2013 年中期到期之后，成立欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, ESM）。欧洲稳定机制是一个政府间常设组织，到时将代替欧洲金融稳定基金，为欧元区和欧盟成员国提供金融救援，同时可以干预一级债券市场。ESM 有效救援资金将从 4400 亿欧元扩大至 5000 亿欧元，整体救助规模可达 7000 亿欧元，其中 800 亿是可以现金支付，6200 亿为承诺救助资金和担保。

图 1 欧洲金融救援体系结构图



资料来源：作者根据相关资料整理

三、欧洲救援方案的风险

欧盟和 IMF 推出的 7500 亿欧元救援计划以及针对希腊的第二轮救助计划都超出了市场的预期，一则显示欧盟对危机救援的决心，二则隐含地认为欧洲债务问题的严重性。欧盟采取共同的帮扶机制，以 27 个成员国的联盟提供了一种独特的欧盟经济社会合作模式，特别是基于欧元区为核心，来熨平欧盟和欧元区受到的不确定性的冲击，受到了市场和政策界的较大认同。但是，这个救援方案并没有很好地解决希腊和欧洲的债务危机，2011 年 7 月不得不进行针对希腊的第二轮救援计划。

整体，欧盟的现行的救援体系具有潜在的几大风险。一是市场风险，尤其是欧洲中央银行，由于其对成员国国债的认购是不设上限的，这就意味着欧洲央行可能被迫购买超过其风险承受能力的风险资产，而如果这些风险资产价格下跌（比如，投机者做空这些金融资产，这种可能性是存在的，不过德国已经在 5 月 19 日宣布禁止卖空令），那欧洲央行将发生巨大的损失。当然，这也意味着欧洲央行将本来分散于成员国的风险集中在自己身上，是一种风险集中的行为。比如，欧洲央行现在已经成为希腊最大的债主，截至 2011 年 6 月底，欧洲央行持有希腊的债券超过 500 亿欧元。

二是道德风险。由于欧盟和 IMF 的贷款资金远远超过市场的预期，也超过了欧猪五国在 2010 年债务展期的现实需求，这就意味着成员国的融资需求基本能够得到满足，而且欧盟的“不救援”条款可能不会实行，最后可能导致债务出现问题的成员国在紧缩支出和去赤字的过程中行为不力，最后产生道德风险。希腊就是最为

典型的例子，在接受救援之后，希腊并没有有效进行财政整固，财政状况并没有根本改观，其偿付能力没有实质性提高，2010年底希腊债务占GDP从年初的128%进一步提升至142.8%。

三是政治风险。欧盟各国政府需要最多兑现5000亿欧元的资金，由于欧盟成员国目前的经济和财政状况多是比较差的，特别是欧洲金融稳定基金主要的救援责任将集中在德国和法国等欧盟核心成员国身上，这可能将遭遇政治阻碍，甚至在成员国内部发生较为明显的矛盾，比如德国国内对援助方案就存在明显的分歧，而法国和德国在援助框架和执行上也存在一定的分歧。

四是筹资风险。虽然现行的救援框架总规模为7500亿欧元，但是，除去对希腊、爱尔兰和葡萄牙等国的救援，已经花费和救援规划内的资金超过2500亿欧元。如果，意大利和西班牙等大型经济体遭遇债务危机，那这些国家承诺的救援资金就无法兑现，同时还需要新的救援资金，为此，剩余的不到5000亿欧元的资金将可能面临日益紧张的压力。目前，德国和法国正在考虑征收银行税，同时欧盟也可能开征金融交易税，为金融救援筹资。这可能是欧洲债务问题救援的最紧迫的风险。

还有，值得特别注意的是债务重组风险。欧洲债务危机的救援方案中并不包括可能存在的债务重组问题。根据本世纪初阿根廷债务危机中的经验看，2005年为了应对阿根廷债务危机，国际货币基金组织也提供了大规模援助，为阿根廷债务融资，但是，由于无法承担巨额到期债务展期的巨大压力，阿根廷最后被迫采取债务重组的方式来应对，主要是采取新的债务来换取旧债，而旧债的本金和利息都“被打折”。截止2011年8月底，欧盟和IMF出台的方​​案中并没有涉及债务重组的内容，而且欧盟认为不存在债务重组的问题。但是，发生债务问题的成员国最后重组其债务的可能性还是存在的。但是，这种做法会给债权人带来较大的损失，因为很多国际金融机构都持有欧洲国家的主权债券。据标准普尔的研究，如果采取债务重组，希腊政府债券（总值约为2650亿欧元）将跌至票面价值的30%，如果其他国家也进行债务重组，可能会使金融机构的资产负债表再度恶化，金融体系出现新的巨大动荡。欧盟应在债务重组问题上做好预案。阿根廷、委内瑞拉、拉脱维亚等多个国家的货币制度设计者Steve Hanke也表示，希腊救援计划不能解决该国的“反市场的”经济结构问题，希腊债务违约是无法避免。蒙代尔也特别指出，欧元区部分国家在未来一段时期内进行债务重组可能是“不可避免的”³。笔者的研究也认为，希腊未来一段时间内进行债务重组的可能性是比较大的，只是软重组和硬重组的区别而已。⁴

部分研究虽然没有明确指出救援计划的风险所在，但认为欧盟巨额的纾困计划仅仅是权宜之计（Wolf, 2010）⁵。Wolf认为，欧洲救援计划的成果与否取决于三个重要条件：一是成员国财政政策纪律的遵守，二是不救援条款的约束和市场的力量约束，三是成员国经济应逐步趋同。但是，经验表明，在经济下行的阶段，欧元区成员国很难遵守财政纪律；而且，在危机爆发的边缘，由于具有内在的联系性和引发系统性冲击的可能性，欧盟不可能实施不救援条款，因此这两个条件是无法满足的。对于经济的趋同性，则是一个更难以达到甚至是无法达到的目标。成员国内部的差异性决定了欧洲救援计划只能解决当前的危机，而无法避免制度性的缺陷和新的不确定性的出现，除非欧盟建立一个承认现实而又具有针对性的应对体系。

四、欧洲债务问题救援的深化

上面我们分析了欧洲债务危机救援方案的细节和风险所在，由于这个方案正处在施行当中，实际操作可能与预想的还存在一定的差别，欧洲债务危机的救援可能会跟随债务危机的演进做出一定的调整，以更有效的缓

³ Mundell says debt restructuring may be “inevitable”. Bloomberg, May 26 2010.

⁴ 郑联盛：债务重组或是希腊的归途，中信建投证券研究报告 2011 年 8 月 5 日。

⁵ Martin Wolf: Governments Up the Stakes in their Fight with Markets, *Financial Times*, May 13 2010.

解债务危机的冲击。欧元区 and 欧盟需要在中长期的债务问题应对以及改革方面做出更加深远的改革和调整。

Wolf 在指出欧洲债务危机的救援方案实际上更是一个短期应对机制的同时还认为，欧洲应该建立一个承认现实、能随机应变、能兼顾差异性的应对体系⁶。在欧洲议会中具有重大影响力的社会党提出了一个系统的应对体系，在短期、中期和长期的视角中做出不同的政策安排⁷。一是在欧洲层面建立一个及时性应对机制，“紧急信贷机制”，为希腊及其他可能出现债务问题的经济体提供融资平台。二是在中期层面，必须在欧元区和欧盟内部建立一个危机应急长效机制，建立一个欧洲金融稳定机制。三是在长期中，将欧洲金融稳定机制逐步深化为长期机制，以强化对欧洲经济金融事务的管理。

结合社会党的改革思路，欧洲债务危机的应对方案更多的是体现在短期的应对机制上，即提供了一种紧急信贷机制，为存在债务问题的成员国提供畅通而有保障的融资渠道，以为成员国的债务问题应对和风险防范提供平台，首要的是一种应急机制⁸。而在中期和长期的危机应对、金融体系管理和制度保障等方面并没有明确的指导方向。欧洲债务危机的风险或将继续发酵。

2011 年 6 月 20 日欧元区和欧盟财政会召开，会议针对欧盟金融稳定和债务危机救援体系达成了新的一致协议。其一，欧洲金融稳定基金（European Financial Stability Facility, EFSF）需要进一步扩大救援的能力（包括私人部门的资源加入），救援的规模，以确保欧元区和欧盟的稳定性。其二，欧洲金融稳定基金作为一个 3 年期的临时性救援机制，将在 2013 年中期到期之后，成立欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, ESM）。⁹欧洲稳定机制是一个政府间常设组织，到时将代替欧洲金融稳定基金，为欧元区和欧盟成员国提供金融救援，同时可以干预一级债券市场。欧洲稳定机制的宗旨和运行尚未明细，但是这个框架已经具有欧洲货币基金的雏形，其未来发展关乎欧洲金融稳定的制度和机制基础。

2011 年 10 月，欧盟财长会再次确认了扩大和完善救援机制的上述框架，并出台了重点防范银行危机的救援体系。欧盟救援欧洲银行业的核心是进行资本重组。目前主要体现在三个方面：一是欧洲银行业的最低核心资本充足率将大幅提高，欧盟银行监管局已经原则同意要求银行将一级核心资本充足率提高到 9%，而不是 2011 年 7 月压力测试时的 5%。二是对于持有债务危机国家债券风险敞口的银行，需要追加额外的资本缓冲。三是确保银行在一定时间内能够获得与需求相匹配的融资安排，不排除进行政府担保。

⁶ Martin Wolf: Governments Up the Stakes in their Fight with Markets, *Financial Times*, May 13 2010.

⁷ PES: A Progressive Response to the Euro-zone sovereign debt crisis, 25th March 2010.

⁸ 同上。

⁹ EFSF: European Financial Stability Facility, August 2011.



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

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。