

意大利成欧债危机“新风暴眼”：信心缺失、过度担忧或有望改善

✍ 闻岳春

执业证书编号：S1230208080059

☎ 021-64716089

✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读：

- 意大利总理贝卢斯科尼于12日正式辞职
- 经济学家蒙蒂正式领导意大利新政府：虽然其可能无法扭转乾坤，然而他能带来某些积极变化依然值得期待
- 意大利进入危险区，欧债系统性风险升级
- 意大利主权信用违约互换（CDS）息差大幅扩至500多个基点，再创历史新高
- 意大利10年期国债收益率11月9日大幅飙升至7.476%的历史新高，一举突破7%的“生死线”，欧债危机翻开了新而危险的一页
- 救助后的欧洲债务危机为何愈演愈烈？
- 欧盟将欧元区2012年经济增长率从之前预测的1.8%调低到0.5%

投资要点：

- 意大利总理贝卢斯科尼于12日正式辞职
- 经济学家蒙蒂正式领导意大利新政府：虽然其可能无法扭转乾坤，然而他能带来某些积极变化依然值得期待
- 意大利进入危险区，欧债系统性风险升级
- 意大利主权信用违约互换（CDS）息差大幅扩至500多个基点，再创历史新高
- 意大利10年期国债收益率11月9日大幅飙升至7.476%的历史新高，一举突破7%的“生死线”，欧债危机翻开了新而危险的一页
- 救助后的欧洲债务危机为何愈演愈烈？
- 欧盟将欧元区2012年经济增长率从之前预测的1.8%调低到0.5%
- 附录：马里奥·蒙蒂简历
- 下周（20111114-20111118）待发布的各国重要经济指标

相关报告

- 1《欧洲央行降息“保增长”虽属意外但又合理：经济增速放缓将大于物价上涨风险》2011.11.06
- 2《欧债危机解决三大共识基本达成 美经济仍很缓慢复苏、3季GDP增长2.5%为1年来最高》2011.10.30
- 3《民间借贷健康发展的根本之道：金融深化、创新、放松管制与加强金融监管、防范风险结合》2011.10.23
- 4《美联储短期不可能升息：什么条件下可能会利用升息打破资产泡沫》2011.10.19
- 5《欧债如果解救：危机持续发酵而应对不力、叠加经济下滑》2011.10.12
- 6《欧债救助或再加码需过欧元区17国同意关》2011.09.29
- 7《低碳金融综述及我国低碳金融体系的构建》2011.09.12
- 8《美国促就业经济“有心少力”：8月非农就业零增长远差于预期、失业率仍为9.1%》2011.09.04
- 9《美国通胀上升、美元指数低位震荡及外部压力掣肘正版QE3立即推出》2011.08.25
- 10《欧美股市暴跌深层原因：债务危机深化、叠加经济“滞胀”而应对不力》2011.08.19

报告撰写人： 闻岳春

数据支持人： 闻岳春





正文目录

意大利成欧债危机“新风暴眼”：信心缺失、过度担忧或有望改善	3
1.意大利总理贝卢斯科尼 12 日正式辞职，经济学家蒙蒂有望领导意大利新政府	5
1.1 意大利总理贝卢斯科尼于 12 日正式辞职	5
1.2 经济学家蒙蒂正式领导意大利新政府：虽然其可能无法扭转乾坤，然而他能带来某些积极变化依然值得期待	5
2.意大利进入危险区，欧债系统性风险升级	7
3.救助后的欧洲债务危机为何愈演愈烈？	9
4. 欧盟将欧元区 2012 年经济增长率从之前预测的 1.8%调低到 0.5%	11
5.附录：马里奥·蒙蒂简历	11
6.下周（20111114-20111118）待发布的各国重要经济指标	12

图表目录

图 1：11 月 8 日意大利 10 年期国债收益率约 6.7%，与德国同期国债收益率利差到约 470 基点；9 日意 10 年期国债收益率再升至 7.476%，为欧元成立来最高，与德国同期国债收益率的利差扩大到约 550 基点	3
图 2：意大利 10 年期国债收益率最近几个月总体走升，而德国同期国债收益率总体下降，两者利差扩大到 500 多基点，为欧元成立来最高	3
图 3：2010 年末意大利政府总债务 1.843 亿欧元，占 GDP 比重 119%大大超过欧盟规定的 60%上限	4
图 4：2010 年末意大利政府总债务 1.843 亿欧元，比葡、爱、希、西 4 国一般政府债务总额合计还多 5624 亿欧元：“大马不能死”	4
图 5：2010 年末意大利政府总债务占 GDP 比重 119%，低于希腊的 145%，但高于其他欧猪 3 国葡、爱、西	4
图 6：2010 年末意大利财政赤字 712 亿多欧元比 2009 年的 817 亿多欧元有一定下降，占 GDP 比重从 2009 年的 5.4% 下降到 4.6%	5
图 7：2010 年末意大利一般政府财政赤字占 GDP 比例 4.6%，虽超过欧盟规定的 3%上限，但也明显低于葡、爱、希、西欧猪 4 国的 9.80%、31.30%、10.60%、9.30%	5
图 8：欧盟委员会 10 日发布经济预测报告，将欧元区 2012 年的经济增长率从之前预测的 1.8%调低到 0.5%	11

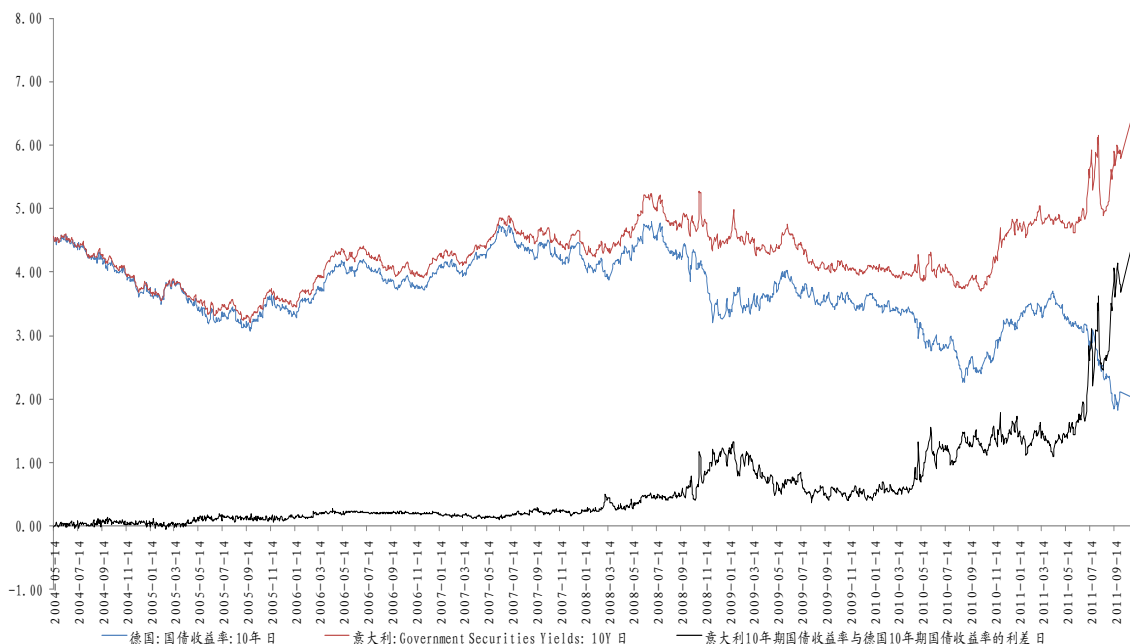




意大利成欧债危机“新风暴眼”：信心缺失、过度担忧或有望改善

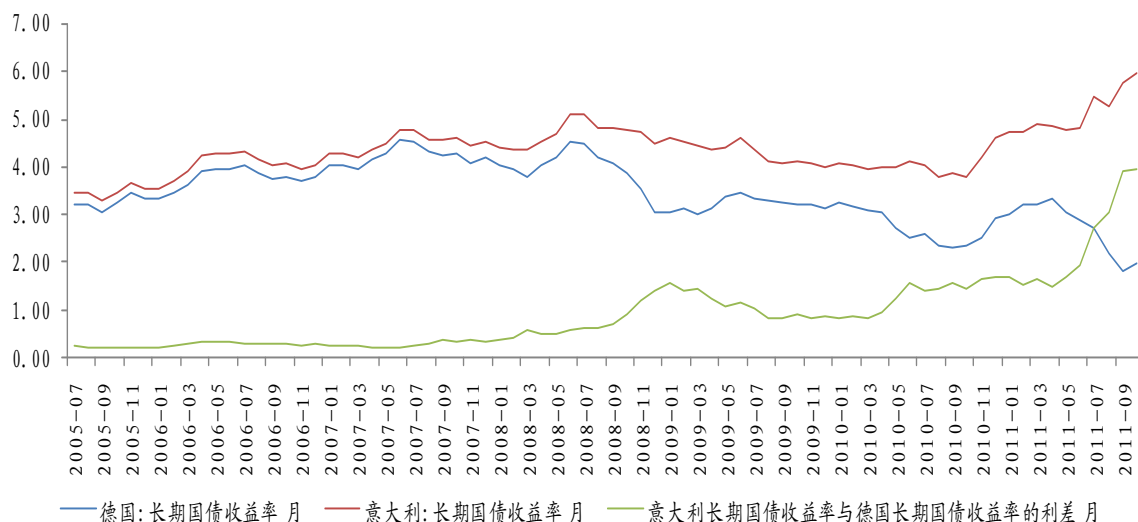
欧债危机愈演愈烈。由希腊领衔主演的公投闹剧刚落下帷幕，意大利债务问题的深化又悄然而至。

图 1：11 月 8 日意大利 10 年期国债收益率约 6.7%，与德国同期国债收益率利差到约 470 基点；9 日意 10 年期国债收益率再升至 7.476%，为欧元成立来最高，与德国同期国债收益率的利差扩大到约 550 基点



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 2：意大利 10 年期国债收益率最近几个月总体走升，而德国同期国债收益率总体下降，两者利差扩大到 500 多基点，为欧元成立来最高

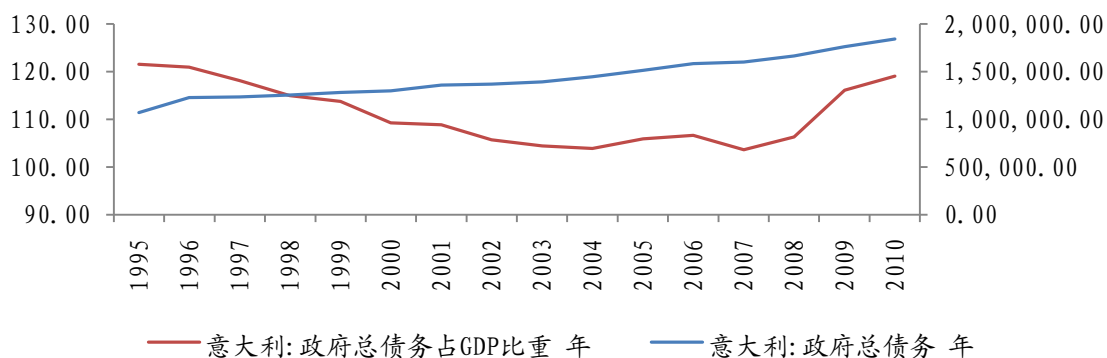


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



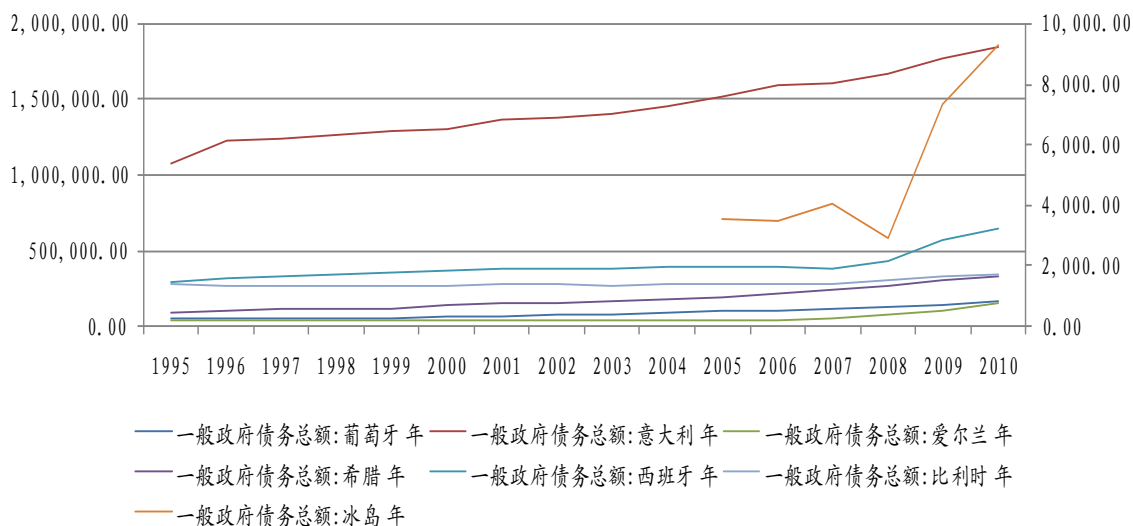


图 3：2010 年末意大利政府总债务 1.843 亿欧元，占 GDP 比重 119% 大大超过欧盟规定的 60% 上限



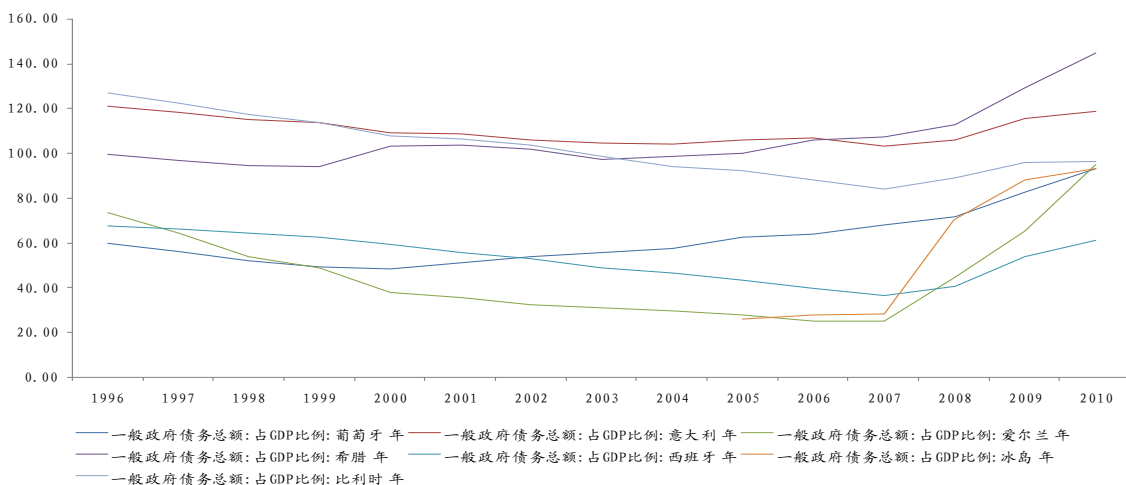
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 4：2010 年末意大利政府总债务 1.843 亿欧元，比葡、爱、希、西 4 国一般政府债务总额合计还多 5624 亿欧元：“大马不能死”



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 5：2010 年末意大利政府总债务占 GDP 比重 119%，低于希腊的 145%，但高于其他欧猪 3 国葡、爱、西

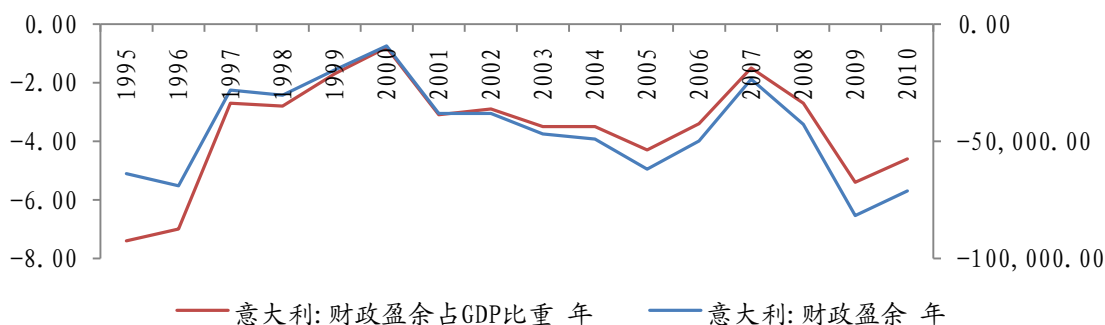


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



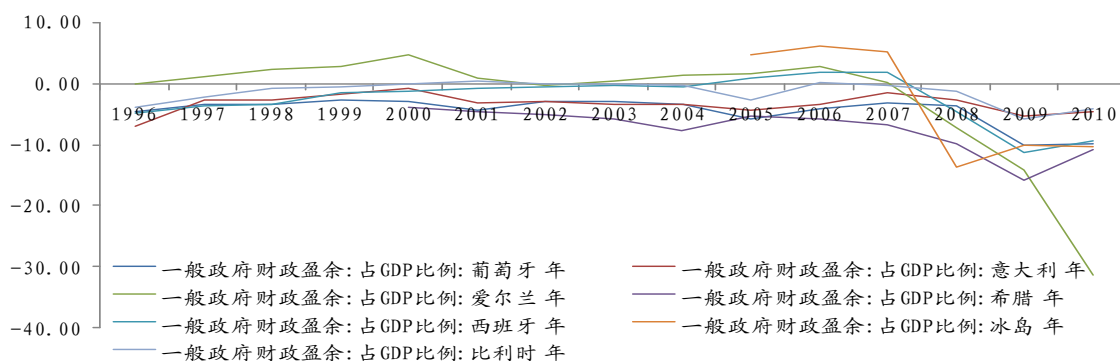


图 6：2010 年末意大利财政赤字 712 亿多欧元比 2009 年的 817 亿多欧元有一定下降，占 GDP 比重从 2009 年的 5.4% 下降到 4.6%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 7：2010 年末意大利一般政府财政赤字占 GDP 比例 4.6%，虽超过欧盟规定的 3% 上限，但也明显低于葡、爱、希、西欧猪 4 国的 9.80%、31.30%、10.60%、9.30%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

1. 意大利总理贝卢斯科尼 12 日正式辞职，经济学家蒙蒂有望领导意大利新政府

1.1 意大利总理贝卢斯科尼于 12 日正式辞职

据意大利安莎社报道，意大利总理贝卢斯科尼已于 12 日向总统纳波利塔诺递交辞呈，正式辞职，结束自己的第三次总理生涯。

由于贝卢斯科尼领导的政府在意大利众议院失去优势地位，贝卢斯科尼于本周宣布，将在议会参众两院通过一项削减债务、刺激经济增长的稳定国内财政状况的紧缩法案后辞职。可他没有想到，辞职要比预计的更早。紧缩法案已于 11 日、12 日分别在意大利参、众两院获得通过。按照意大利法律规定，贝卢斯科尼辞职后，纳波利塔诺将从 13 日开始和议会各党派进行协商，尝试重新组建政府。如果努力失败，纳波利塔诺将解散议会，提前举行大选。

1.2 经济学家蒙蒂正式领导意大利新政府：虽然其可能无法扭转乾坤，然而他能带来某些积极变化依然值得期待

据意大利安莎社报道，意大利总统纳波利塔诺 13 日任命马里奥·蒙蒂为总理，负责组建过渡





政府。纳波利塔诺 13 日和意大利各主要政党领袖举行了一系列协商会谈，12 日晚正式辞去总理职务的贝卢斯科尼领导的议会最大党自由人民党及意大利最大的在野党民主党均表示支持蒙蒂组建政府。

纳波利塔诺在新闻发布会上表示，目前意大利面临严峻的形势，意大利各党派应当从国家利益出发，放下分歧，共同支持蒙蒂。他希望过渡政府的组建工作“尽快完成”。

蒙蒂在随后举行的新闻发布会上表示，意大利只有团结一致才能战胜当前危机，意大利既是欧盟创始国之一、也是欧盟的重要成员国，因此意大利应当成为拉动欧盟增长的力量，而不是欧盟的软肋。

意大利媒体之前推测，曾经担任过欧盟反垄断专员的经济学家马里奥·蒙蒂将成为过渡政府总理。学院派出身的蒙蒂是否能挽救意大利？

在 68 岁、绰号为“超级马里奥”经济学家蒙蒂将出任意大利临时政府总理的消息传出后，不仅意大利 10 年期国债收益率降至 7% 以下，欧美股市也出现反弹。经济学家当总理，为何对市场有如此大的提振效果？意大利资深媒体人卢卡斯表示，其实市场并不清楚蒙蒂能给意大利带来什么，可能只是大家觉得贝卢斯科尼的离开是件好事。

卢卡斯认为，市场对于贝卢斯科尼的评价一直是负面的，他执政期间意大利的经济疲软，增加率连 1% 都不到。尤其是面对债务危机，他的漫不经心让我们错失了好的时机。

对于意大利政坛的变动，国际货币基金组织主席拉加德严肃的表示，意大利正为应对债务危机做出努力，但比通过紧缩政策及选择一个经济学家执掌政府更有重要的是：保持政坛的稳定。拉加德认为，IMF 和我本人的职责就是保持稳定，我们希望看到相关国家政局明朗，意大利迫切需要消除政治上的不确定性，维护市场的稳定。

经济学家帕帕季莫斯临危受命担任希腊联合政府总理，如今意大利过渡政府的总理也是一位经济学家。为何学院派忽然在政坛吃香？可能的原因是：在政党分歧比较大的时候推选一位经济学家领导过渡政府，没有从政经验，可以避免党派纷争带来的不利影响，更重要的是这两个国家确实需要有经济背景的人来处理当前的事物。债务问题涉及到很多金融问题，甚至涉及到很多具体的技术上问题。比如，救助基金应该怎么扩大，以什么形式扩大，可能还需要设计一种金融衍生品。很复杂，假如没有技术背景的人很难搞懂。

资本市场以及意大利的参议院都用积极的方式欢迎着蒙蒂，并希望这位“超级马里奥”能够挽救意大利、挽救欧元区。不过，意大利的问题根深蒂固，单枪匹马的蒙蒂在完成历史使命时恐怕任重而道远。

意大利要刺激经济活力，涉及到福利制度改革。不能好吃懒做、只晒地中海的太阳，必须勤奋工作才行。不管什么经济模式，经济增长要靠人的劳动创造财富，这样才能还债。很难说，一个人根据他的政策就能实现国家的经济复苏，涉及到复杂的体制调整。福利体制的改革相当困难。

作为欧元区第三大经济体，意大利债务总额达 1.9 万亿欧元，超过希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙四国债务之和。根据分析，假如意大利破产，任何规模的金融稳定基金都将无济于事。虽然蒙蒂可能无法帮助意大利扭转乾坤，然而他能带来一些积极变化依然值得期待。





2.意大利进入危险区，欧债系统性风险升级

10月27日，欧盟刚刚公布的债务危机全面解决方案墨迹未干，意大利就将欧元区推到了悬崖边。

11月7日，意大利主权信用违约互换（CDS）息差大幅扩至522个基点，再创历史新高。在担忧情绪扩散下，西班牙、法国、比利时5年期国债CDS息差都在急剧扩大，这意味着债务病毒正继续向没有抗体的核心国侵入，“大而不能倒”的意大利将是下一个被施救的对象。

意大利10年期国债收益率周三（11月9日）大幅飙升至7.476%的历史新高，一举突破7%的“生死线”——至此，欧元区债务危机翻开了崭新而危险的一页。此次收益率突破7%，主要的直接原因是由于结算机构伦敦清算所（LCH.Clearnet）宣布上调意大利债券交易的保证金率所致；但是其背后的深层次原因：主要是由于希腊国债减记后，市场关注焦点突然转向债务数量更大、更有影响的意大利，因为信心不足出现了大量抛售的情况。而根据目前的市场行情，这直接推动意大利10年期国债和德国可比较的国债息差水平扩大到500多个基点。

由于意大利是欧元区第三大经济体，同时也是全球第三大国债市场，这一巨大差额将影响银行通过清算行进行交易的头寸，使市场分析人士进一步认为，对意大利国债交易保证金要求可能被迫提高。

银行利用政府债券作为担保品，藉此在回购市场上获取现金，这一过程中许多清算机构扮演着重要的角色，它们向金融机构提供现金，并承担可能会有的借贷风险。象LCH.Clearnet这样的清算机构以保证金的形式来收取现金，该机构11月9日决定上调意大利国债交易的保证金要求，上调幅度在3.5个百分点到5个百分点之间，涵盖所有期限的BTP（固息债券）和通胀相关BTP政府债券。总部位于巴黎的LCH.Clearnet 11月9日在其网站上表示，该机构将把7年期到10年期意大利国债的初始保证金要求提高5个百分点，至11.65%，这项措施将于11月9日收盘后正式生效，并从11月10日开始对追加保证金造成影响。LCH.Clearnet此前曾对葡萄牙国债和爱尔兰国债采取过类似的行动，当时这两个国家国债的收益率正在大幅上升，而该机构的举措导致葡萄牙国债和爱尔兰国债面临卖压，最终这两个国家都被迫寻求了国际援助。

当前，意大利的经济和债务形势越来越严峻。作为全球第八大经济体，欧洲第三大经济体，意大利经济复苏乏力，2011年2季度意大利经济环比增长0.3%好于1季度的0.1%，同比增长0.8%低于1季度的1.1%。欧盟预计，今年全年意大利GDP将增长1.4%，而鉴于意大利目前采取的紧缩措施，意大利经济在2012年和2013年很可能均无法实现增长。

与此同时，该国的债务规模和债务负担却继续攀升。2010年末意大利政府总债务1.843亿欧元，比葡、爱、希、西4国一般政府债务总额合计还多5624亿欧元：“大马不能死”；占GDP比重119%大大超过欧盟规定的60%上限，低于希腊的145%，但高于其他欧猪3国葡、爱、西。另外，2010年末意大利一般政府财政赤字占GDP比例4.6%，虽超过欧盟规定的3%上限，但也明显低于葡、爱、希、西欧猪4国的9.80%、31.30%、10.60%、9.30%，但不断攀升的债务成本负担势必构成难以负荷的负担。随着欧洲系统性风险的骤然升级，意大利是否会成为压垮欧元区的“最后一根稻草”？贝卢斯科尼此前的一系列财政紧缩举措并没有带来实质性的令市场信服的效果。专家认为，虽然贝卢斯科尼是一个非常能力的“企业家”式人物，但他本身的强硬作





风和政府行政效率低下，使得一些政策无法推行。

意大利进入“危险区”。回顾意大利 10 年期国债今年来的表现可以发现，在 2011 年上半年，意大利国债定价依然基本符合其自身经济基本面，但就在德国提出“私人部门”必须参与到希腊债务重组的计划后，意大利与德国同期国债利差飙升。下半年开始，意大利的借贷成本越来越高。今年 8 月，意大利新发行了一批 10 年期国债时，当时收益率为 5.22%，而当 10 月再次发行一批 10 年期国债时，收益率已经上升至 6.06%，而本周三已经飙升至 7.476% 的历史新高。近期意大利 10 年期国债收益率飙升所引发的担忧，源自欧债危机爆发以来，债务国 10 年期国债高达 7% 收益率已被视为一个标志性收益率。希腊、爱尔兰和葡萄牙都是在 10 年期国债收益率达到这一水平后不久便纷纷寻求外部金融救助。

尽管不能说仅凭国债收益率达到 7% 就意味着一国将被迫求助，但这一水平已经俨然成为了市场投资者的“心理防线”，而意大利国债最近的抛售情况让市场充满忧虑。

将 7% 的收益率称为心理防线是有一定道理的。这一数字是根据一系列数据估算出来的结果，如果收益率在 7% 以上行走，债务国将难以负担巨大的融资成本，在这样的情况下，如果不能得到外界的帮助，债务国就会出现大规模的债务违约。相反，如果该国寻求外界援助，那么借债的成本就会下降。

收益率飙升就意味着政府发新债的成本会升高，而对于这些已经陷入财政危机的国家来说，它们掌握在手中的现金是非常有限的，如果原来的收益率是 5%，现在突然升至 7.5%，那么就意味着它们的成本就提高了 50%，它们手中的现金流将会更加紧张。

从现实角度看，意大利也无法在如此高的收益率水平上支撑太久。如 2010 年末意大利政府总债务 1.843 亿欧元，按照 7% 的年收益率，每年的利息将达到 1290 多亿欧元，占其 2010 年 GDP 1.2212 万亿欧元的约 10.56%，还不包括到期的还本。

高收益率可能会迫使交易员在出售意大利国债时不得不提供更高的违约担保，这可能会让意大利国债对银行的吸引力下降。而银行历来是欧洲政府债券最大的买家之一。

荷兰合作银行亚太区金融市场研究部主管 Adrian Foster 11 月 10 日表示，意大利国债收益率已经进入了“危险区”，当希腊、葡萄牙和爱尔兰国债超过 7% 这一标志性水平后，这些国家除了寻求欧盟和 IMF 的官方援助以外别无选择，因为他们的债务水平显然已经不可持续。

IMF 敦促意大利“政局明朗化”

意大利近日的政局动荡更是导致国债收益率飙升的主要导火索：贝卢斯科尼承诺辞职的消息，只对金融市场产生了转瞬即逝的积极影响。本周三上午，意大利国债价格大幅下跌。

正在中国访问的国际货币基金组织 (IMF) 总裁克里斯蒂娜·拉加德在 10 日于北京举行的新闻发布会上表示，意大利目前最需要“政局明朗化”。她认为，从 IMF 总裁的角度来看，IMF 作为潜在的借贷、监督和技术支持方，我们现在最需要的就是政局明朗化，我相信这也是所有投资者最希望看到的。无论是希腊还是意大利，需要的都是政局明朗化。随着铺天盖地的传言和各种预期，没有人确切知道谁将在何时成为领导人，这种困惑尤其会造成市场波动。拉加德表示：

“作为 IMF 的领导人，我认为政局明朗化将有利于稳定。从 IMF 的角度来说，我们的目标是更加稳定。”

欧洲系统性风险发生“质的飞跃”。作为欧元区第三大经济体，意大利对于该地区、甚至世界





经济而言意味着“太大而无法救助”——如果意大利被迫寻求金融援助，这对于欧洲乃至全球市场的冲击将无法想象。据法新社报道，贝卢斯科尼在 11 月 4 日周五在 G20 峰会闭幕后的一次新闻发布会上表示，意大利拒绝了国际货币基金组织（IMF）向该国提供财政援助的提议，称援助“没有必要”；但他确认意大利已要求 IMF 帮助监督其经济改革的执行。

此前一些经济学家指出，虽然意大利债务总规模很大，但实际上该国还有基本的预算盈余，这意味着意大利还有钱支付债务成本。但融资成本飙升正让一切急转直下。

荷兰合作银行亚太区金融市场研究部主管 Adrian Foster 指出，我们确实看到，意大利的基本面要比（希腊、葡萄牙和爱尔兰）这些国家更好。意大利拥有基本预算盈余（primary budget surplus），即政府的收入超过了利息支付以外的政府支出。希腊、葡萄牙和爱尔兰都是持续保持基本预算赤字。但利息成本是无法被忽视的，意大利国债收益率的飙升将会对该国接下来的公共财政施加越来越大的压力，因为该国的现有债务负担将越来越大。Adrian Foster 警告称，作为欧洲第三大经济体，意大利的大规模累计债务意味着整个欧洲的系统性风险已经有了一个“质的飞跃”。

值得一提的是，对意大利以及担忧该国债务前景的投资人来说，周四（11 月 10 日）的一场国债拍卖可谓给这个濒临债务崩盘的国家带来了“及时雨”。在当天的一次国债发售中，意大利成功地卖出了 50 亿欧元的 1 年期国债，一定程度上也显示了该国依然有能力在国际市场自主筹资。尽管周四的国债拍卖中标收益率高得惊人，达到了 6.087% 的 14 年新高，远高于前一次拍卖的同期限国债的收益率。在如此“重赏”之下，市场上有不少敢于顶风买入意大利国债的“勇夫”出现。当日的拍卖获得了近 2 倍的超额认购倍数，超过上个月同类拍卖仅获得 1.88 倍的超额认购。

我们认为，应该看到，虽然意大利的债务规模和债务负担继续攀升，但其基本面尚好，而且比（希腊、葡萄牙和爱尔兰）这些国家更好。意大利拥有基本预算盈余，即政府的收入超过了利息支付以外的政府支出。2010 年末意大利一般政府财政赤字占 GDP 比例 4.6%，虽超过欧盟规定的 3% 上限，但也明显低于葡、爱、希、西欧猪 4 国的 9.80%、31.30%、10.60%、9.30%，目前主要的问题是市场信心缺失，或过度担忧。随着其政局的基本稳定，市场信心缺失或过度担忧的问题也会有一定的矫正。而且，意大利是欧元区第三大经济体，全球第八大经济体，“大马不能死”。

3. 救助后的欧洲债务危机为何愈演愈烈？

费了九牛二虎之力，希腊、意大利等国的债务危机却为何愈演愈烈？

事实上，除了欧元区制度性缺陷（欧元区货币统一，财政不统一，各国经济失衡后无法通过货币政策进行调节，往往只能借助于财政政策进行调节，日积月累，赤字、债务规模往往超标）及政局不稳定等因素外，更主要的是“金融加速器”正在通过资产价格渠道加强主权债务和经济波动之间的恶性反馈作用：主权债务已经让欧洲各国实体经济严重受损，经济萎缩又导致政府和私人部门资产负债表的进一步恶化，各国被迫启动“去杠杆化”进程；“去杠杆化”效应将使各部门的资产负债表进一步收缩，市场流动性下降导致投资信心不足，资本溢价风险放大导致借贷能力大幅下降，并通过投资乘数使经济加剧下滑。而前期（主要是 2008 年金融危机





后)为遏制经济复苏放缓,欧元区国家加强对危机的干预,又导致财政赤字和国债规模的不断扩大,于是就形成了“对金融危机的干预——财政赤字、国债规模不断扩大、主权债务危机——(政府)资产负债表恶化——去风险资产——流动性枯竭——信贷全面紧缩——经济收缩——债务危机加剧”这样一个恶性循环,这是欧债危机不但没有丝毫进展,反而越演越烈的根本原因。

因为债务危机与“金融加速器”机制相互作用,欧元区国家靠市场进行融资的渠道并不畅通,今年二季度以来,欧洲债务国家及欧洲银行业的 CDS 溢价持续上涨。CDS 溢价上升意味着更大的风险补偿和更高的债务融资成本。欧债危机发展到今天最大的问题是不太可能从正常渠道进行大规模融资,意大利也是如此。

自 7 月份来,意大利 10 年期国债利率始终维持在 6%左右的高位,几乎是同期德国国债利率的 3 倍,而 11 月 9 日,意大利 10 年期国债收益率一度触及欧元问世以来新高 7.476%,高于希腊、爱尔兰和葡萄牙在获得欧洲央行和 IMF 援助前达到的 7%水平。

负债成本过高使得意大利发行新债更加困难。意大利下次出售国债是 11 月 14 日,意大利必须在 11 月筹措 305 亿欧元,在 12 月再筹集 225 亿欧元,意大利等待救援正在倒计时。德国联邦银行和意大利央行的数据显示:意大利的银行的债权人尤其是私人债权人担心他们的钱财得不到保障,因而将其资本从意大利抽离,投入到比较安全的德国。但这也导致这些财政羸弱的欧元国家的银行对央行财政支持的依赖更强了。

而当前,越发令人担忧的是,即便马上通过杠杆化式 EFSF 的救助规模达到 1 万亿欧元,但对于背负 1.9 万亿欧元巨额债务的意大利而言,也是“杯水车薪”。意大利一年之内到期的债务在 4500 多亿美元,而欧洲金融稳定基金计划在实行 4 倍的杠杆效应后,规模扩展为一万亿欧元,意味着其实际资金规模只有 2500 亿~3000 亿欧元(约 4000 亿美元)。如果市场信心不足,私人投资者逃逸,则一个意大利就可以耗尽欧洲金融稳定基金,而且其需求还得不到完全满足。意大利作为继日本和美国之后的世界第三大债券市场,其债券市场引起的危机必将影响整个大局。根据彭博社数据,截至 2011 年 9 月 17 日,意大利未清偿债务本金总规模为 1.58 万亿欧元,未清偿本息总规模为 2.18 万亿欧元。其中,法国、德国银行业持有意大利风险敞口分别达到 4102 亿和 1649 亿美元,市场普遍担心,风险难以制止向银行业体系侵染。

德拉吉上任以来除了意外降息 25 个基点之外,就是购买欧元区政府债券规模翻倍至 95.2 亿欧元,并将欧洲央行债券购买总量提高至 1830 亿欧元。面对加速下行的经济风险以及日益严峻的债务形势,欧洲央行的政策立场正在悄然改变。德拉吉美式的行事作风,很可能让欧洲央行效仿美国救助金融危机的做法,包括改变几十年来欧洲央行不能在二级市场直接购买主权债券的铁律,再加上高盛的经历让德拉吉深谙金融市场杠杆操作之道,欧洲央行在未来会更加大胆。根据欧洲央行的数据,截至今年三季度末,欧洲中央银行的资产负债表总规模达到了 2.28 万亿欧元。一旦欧洲金融形势出现恶化的话,欧洲央行的政策立场可能出现软化,通过调整资产方的方式来实现量化宽松,比如包括收紧债券回购政策、取消流动性最强的一系列金融工具以及开发重估价账户,或是通过量化宽松提供额外帮助,直接或间接为欧洲的银行体系提供流动性。

但是,即便是退到最后,欧洲央行通过政策冒险去购买债券,也依然是拖延战略,这是由于,





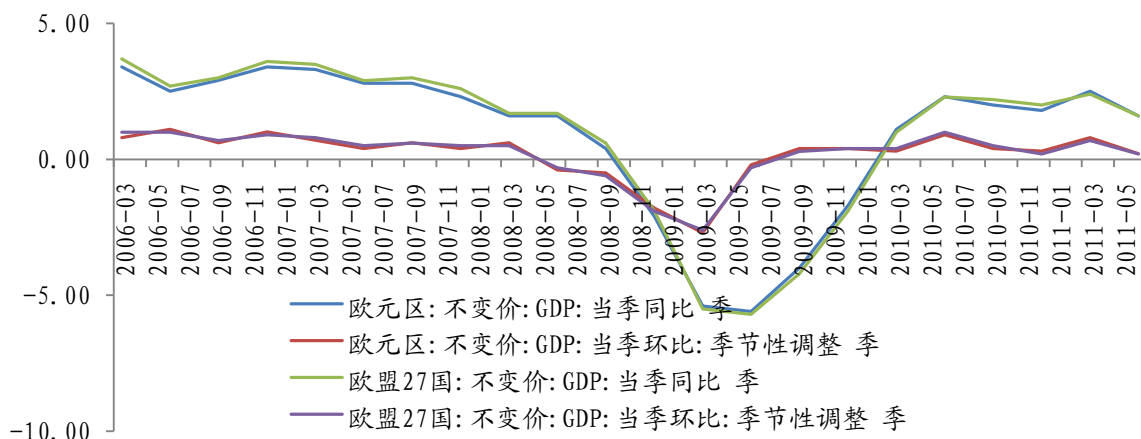
这并不能真正削减债务。意大利债务问题正在成为欧债危机演进的决定性力量，2012 年意大利有巨额债务到期，“大而不能倒”的系统性风险还将继续上演。

有市场传言称，欧洲央行正持续购入意大利债券，以期降低意大利国债收益率。但欧洲央行新任行长德拉基此前表示，欧洲央行的购债计划将是“暂时性的举措”，同时购债规模是“有限的”。

国际货币基金组织主席拉加德周二也表示，IMF 将短暂造访意大利，并将进行细节性的分析。而且，人们担心，希腊已开创了通过协商以期获得债务减记的先河，意大利等其他欧元区国家也将会出现有序或无序的违约。市场的不安情绪将继续持续数月甚至更长时间。

4. 欧盟将欧元区 2012 年经济增长率从之前预测的 1.8% 调低至 0.5%

图 8：欧盟委员会 10 日发布经济预测报告，将欧元区 2012 年的经济增长率从之前预测的 1.8% 调低至 0.5%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

欧盟委员会 10 日发布经济预测报告，将欧元区 2012 年的经济增长率从之前预测的 1.8% 调低至 0.5%。

欧盟委员会负责经济和货币事务的委员奥利·雷恩在发布会上表示：欧洲经济有陷入新一轮衰退的风险，日趋消极的信心正影响到欧洲的投资与消费，世界经济增长放缓也影响到欧洲的出口，而财政整固计划也对内部需求造成影响。预计 2012 年欧盟经济增速只有 0.6%，欧元区为 0.5%；而欧盟失业率将维持在 9.8%，欧元区失业率为 10.1%。

报告认为，金融市场的动荡是本轮经济减速的核心问题，特别是今年夏季以来主权债务危机导致的金融市场持续动荡正影响到实体经济。

5. 附录：马里奥·蒙蒂简历

意大利总统纳波利塔诺 13 日任命马里奥·蒙蒂为总理，负责组建过渡政府。

意大利总统纳波利塔诺 9 日晚任命蒙蒂为终身参议员，10 日晚，蒙蒂与纳波利塔诺举行了约一个半小时的会谈。

马里奥·蒙蒂于 1943 年 3 月 19 日生于意大利伦巴第大区瓦雷泽市，是意大利著名的经济学家、





教授、政治家，是意大利终身参议员。

蒙蒂 1995 年至 2004 年间先后担任欧盟负责内部市场事务和竞争事务的委员，也称反垄断专员，当时他的前任卡雷尔冯迈尔特打电话向他表示祝贺，称他为欧洲权力最大的人。他一直提倡修改欧洲反垄断法规，并呼吁由他负责的竞争委员会在处理跨国并购业务方面拥有更大的权力。担任欧盟委员会负责竞争事务的委员时他因成功阻止了通用电气收购霍尼韦尔公司而树立了声望。

2005 年至今，蒙蒂担任意大利最著名的商学院米兰博科尼大学的校长，他也是布鲁塞尔欧洲与全球经济研究所名誉主席。他是意大利最受尊崇的人之一，被认为是领导一届技术专家型政府的绝佳人选，将挑起推动经济改革的重担。

过去几周，市场上一直存在对于蒙蒂出任意大利新总理的预期，投资人希望，作为经济专家的蒙蒂能带领意大利有效推动财政紧缩和经济改革，尽快走出债务危机的阴影。

贝卢斯科尼之前一直不同意成立过渡政府，而是要求提前举行大选，并称自己所在政党将赢得大选。不过，迫于各方压力，贝氏的立场开始有所软化，并暗示可以接受成立一个过渡政府。外界也在加大对意大利政府的压力。IMF 总裁拉加德周四敦促意大利迅速采取行动，填补政治真空。拉加德在北京说，没人确切了解谁将出任意大利新领导人。这种不确定局面尤其会引发市场波动。“我认为，政局明朗化将有助稳定，从 IMF 的角度来看，我将把促进局势好转和更加稳定作为目标。”

6.下周（20111114-20111118）待发布的各国重要经济指标

11 月 14 日星期一

05:30 新西兰 10 月份服务业表现指数 前值 53.2

05:45 新西兰 三季度零售销售 前值 0.9%/季, 4.1%/年; 市场影响★

07:50 日本 三季度 GDP 前值-0.5%/季, -2.1%/年; 市场影响★

08:30 澳大利亚 9 月份个人融资(月率)

12:30 日本 9 月份工业生产 前值-4.0%/月, -4.0%/年; 市场影响★

12:30 日本 9 月份设备利用率

15:45 法国 9 月份经常帐 前值-29 亿欧元

16:15 瑞士 10 月份生产者/进口物价指数 前值-0.1%/月, -2.0%/年; 市场影响★

18:00 欧元区 9 月份工业生产 前值 1.2%/月, 5.3%/年; 市场影响★★

19:00 OECD 9 月份领先指标

11 月 15 日星期二

08:30 澳大利亚 联储 11 月份会议记录; 市场影响★

08:30 澳大利亚 10 月份新车销售 前值-1.5%/月, 1.3%/年

12:00 日本 10 月份东京地区公寓销售

14:30 法国 三季度 GDP 前值 0.0%/季, 1.7%/年; 市场影响★

15:00 德国 三季度 GDP 前值 0.1%/季





15:45 法国 三季度非农就业人数 前值 0.2%/季
17:00 意大利 9 月份贸易收支 前值-31.52 亿欧元
17:30 英国 10 月份零售物价指数 前值 0.8%/月, 5.6%/年
17:30 英国 10 月份核心零售物价指数 前值 5.7%/年
17:30 英国 10 月份消费者物价指数 前值 0.6%/月, 5.2%/年; 市场影响★
17:30 英国 10 月份核心消费者物价指数 前值 3.3%/年
17:30 英国 9 月份 DCLG 房价指数
18:00 德国 11 月份 ZEW 经济景气指数 前值-48.3; 市场影响★
18:00 德国 11 月份 ZEW 经济现状指数 前值 38.4
18:00 欧元区 11 月份 ZEW 经济景气指数; 市场影响★
18:00 欧元区 11 月份 ZEW 经济现状指数
18:00 欧元区 9 月份贸易收支 前值-34 亿欧元; 市场影响★
18:00 欧元区 三季度 GDP 前值 0.2%/季, 1.6%/年; 市场影响★★
20:45 美国 11 月 11 日当周 ICSC-高盛连锁店销售
21:30 加拿大 9 月份制造业装船 前值 1.4%/月
21:30 加拿大 9 月份制造业新订单; 市场影响★
21:30 加拿大 9 月份制造业未完成订单
21:30 加拿大 9 月份制造业库存
21:30 美国 10 月份零售销售 前值 1.1%; 市场影响★
21:30 美国 10 月份核心零售销售 前值 0.5%
21:30 美国 10 月份生产者物价指数 前值 0.8%/月, 6.9%/年; 市场影响★
21:30 美国 10 月份核心生产者物价指数 前值 0.2%/月, 2.5%/年
21:55 美国 11 月 11 日当周红皮书零售销售
23:00 美国 9 月份商业库存 前值 0.5%; 市场影响★
23:08 美国 美联储 Williams 讲话

11 月 16 日星期三

05:30 美国 11 月 11 日当周 API 原油库存变化
07:30 澳大利亚 9 月份西太平洋银行领先指标 前值 0.8%/月; 市场影响★
07:50 日本 三季度房屋融资 前值 2.4%/年
08:00 澳大利亚 11 月份 DEEWR 熟练职位空缺
08:30 澳大利亚 三季度工资成本指数 前值 0.9%/季, 3.8%/年
10:00 中国 9 月份领先指标; 市场影响★
15:00 欧元区 10 月份新车注册 前值 0.7%
17:00 意大利 10 月份消费者物价指数 前值 0.6%/月, 3.4%/年
17:30 英国 10 月份失业率 前值 5.0%; 市场影响★
17:30 英国 10 月份失业人数变化 前值 1.75 万





17:45 欧元区 10 月份消费者物价指数 前值 0.8%/月, 3.0%/年; 市场影响★★
17:45 欧元区 10 月份核心消费者物价指数 前值 1.6%/年
18:30 英国 央行季度通胀报告; 市场影响★
20:00 美国 11 月 11 日当周 MBA 抵押贷款申请
21:30 美国 10 月份消费者物价指数 前值 0.3%/月, 3.9%/年; 市场影响★
21:30 美国 10 月份核心消费者物价指数 前值 0.1%/月, 2.0%/年
21:30 美国 10 月份实际收入
22:00 美国 9 月份国际资本净流入 前值 896 亿美元; 市场影响★★★
22:00 美国 9 月份长期资本净流入 前值 579 亿美元
22:00 美国 9 月份外资净买入美国公债
22:15 美国 10 月份工业生产 前值 0.2%; 市场影响★
22:15 美国 10 月份设备利用率 前值 77.4%
23:00 美国 11 月份 NAHB 房屋市场指数 前值 18
23:30 美国 11 月 12 日当周 EIA 原油库存

11 月 17 日星期四

05:45 新西兰 三季度生产者物价指数; 市场影响★
07:50 日本 11 月 11 日当周国际有价证券交易
08:30 澳大利亚 三季度平均周薪 前值 1.2%/季, 4.4%/年
13:30 澳大利亚 10 月份外汇储备 前值 449 亿澳元
14:00 日本 10 月份机械工具订单
17:30 英国 10 月份零售销售; 市场影响★
18:00 欧元区 9 月份营建支出 前值 0.2%/月, 2.5%/年; 市场影响★
18:00 瑞士 11 月份 ZEW 经济现状指数; 市场影响★
18:00 瑞士 11 月份 ZEW 投资者信心指数
21:30 加拿大 9 月份国际有价证券交易
21:30 美国 10 月份新屋开工 前值 65.8 万; 市场影响★
21:30 美国 10 月份营建许可 前值 59.4 万
21:30 美国 10 月份营建许可 前值-5.0%/月; 市场影响★
21:30 美国 11 月 12 日当周初请失业救济金人数; 市场影响★
23:00 美国 11 月份费城联储制造业指数 前值 8.7
23:30 美国 11 月 12 日当周 EIA 天然气库存变化

11 月 18 日星期五

05:30 美国 11 月 16 日当周外国央行持有美国国债变化; 市场影响★
15:00 德国 1 月份生产者物价指数 前值 0.3%/月, 5.5%/年; 市场影响★
17:00 意大利 9 月份工业订单 前值 5.0%/月, 10.5%/年





17:00 意大利 9 月份工业销售 前值 4.0%/月, 12.0%/年
17:30 英国 10 月份 CML 抵押贷款
18:00 意大利 9 月份经常帐 前值-53.93 亿欧元
20:00 加拿大 10 月份消费者物价指数 前值 0.2%/月, 3.2%/年; 市场影响★
20:00 加拿大 10 月份核心消费者物价指数 前值 0.5%/月, 2.2%/年
21:30 加拿大 10 月份领先指标 前值-0.1%; 市场影响★
23:00 美国 10 月份领先指标 前值 0.2%; 市场影响★★
23:00 美国 10 月份同步指标

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。





本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

