

证券研究报告



联系人

王涵 高群山

卢燕津 贾潇君

021-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

分析师

张忆东

SAC: S0190510110012

火烧柏林!!!

——对欧债问题的一些思考

2011年11月24日

相关报告

111120

欧债风险进一步深化，美债恐难达成一致

111106

政治左右欧债发展，欧美增长分化显现

111027

欧债危机对策框架清晰但路径曲折

111023

美国经济复苏持续，欧债危机对策趋向清晰

111009

美国经济疲弱复苏，欧债危机继续折腾

110925

联储小幅刺激，欧债继续折腾

110911

希腊债务危机再度激化，发达国家央行竞相宽松格局初现

110808

美债评级下调仍是远虑，二次衰退和欧债是近忧

观点回顾

- 8月8日的报告《美债评级下调仍是远虑，二次衰退和欧债是近忧》提示欧债问题正在恶化。
- 9月11日的报告《希腊债务危机再度激化，发达国家央行竞相宽松格局初现》中提示欧债流动性风险正从债务国家蔓延至银行系统。
- 10月27日报告《欧债危机对策框架清晰但路径曲折》中提示政治风险依然存在。
- 在上周11月20日的周报《欧债风险进一步深化，美债恐难达成一致》中，指出3A级国家的国债收益率集体跳升，暗示欧债危机正进一步扩散至核心国家，美国的金融机构也不免疫。

报告要点

- 欧债之火已烧到柏林！**昨日德国国债发行流拍35%，其10年期国债收益率大幅飙升23bp至2.15%。我们一直担忧的情况终于成为现实，市场对于“德国是欧债避风港”这一逻辑的信心开始动摇。欧债之火终于蔓延至柏林。
- 原油有色跌不稀奇，黄金跌值得警惕！**在全球经济进入下行通道、欧洲成为一个火药桶的情况下，原油、有色等风险资产的下跌不超预期，但作为避险资产的黄金跌破1700，隐含着市场对于未来衰退和通缩的担忧。
- 欧洲需要立即出手，量宽似乎是唯一选项。**商品、欧元区国家主权债、以及承保了5万亿美元的高盛、摩根大通都越来越难得到投资者的信任，投资者在美债之外已找不到可以配置的资产。这种情况很类似08年初的美国。欧洲在这个阶段，必须立即出台一个强力的政策（保尔森所说的“火箭筒”），才有可能稳定市场信心。降息是可以预期的，但降息远远不够，某种形式的量宽可能是最终的选项。
- 即使欧洲不出手，市场也会用一轮风暴迫使其出手！**在资金从各种资产回流美债的格局下，在某个金融链条上出现流动性问题几乎是可以预期的，我们还不知道谁会是欧洲的贝尔斯登，但如果欧洲继续犹豫不决，则市场会用一轮风暴将其逼入必须出手的境地。**但市场留给欧洲的时间已经不多了。**

火烧柏林，欧洲最终必须出手！

- **火烧柏林，市场对于欧债的逻辑发生根本性变化。**市场总是用欧洲其他国家和德国国债收益率利差来表征其风险溢价，核心的逻辑在与相对于其它国家来说，德国一贯秉承的政策使其是所有 AAA 级国家中信誉最好的一个。但继上周拍卖部分流拍后，昨日德国国债再次流拍 35%，同时其国债收益率飙升 23bp，呈现欧元区国家国债收益率齐涨的格局，意味着 **“德国是欧债避风港”这一根本性逻辑已经动摇**。事实上，我们不应该对这一情况感到意外，在欧元区其它国家受到债务困扰，德国最终可能需要承担部分损失的担忧下，市场很难将认为德国会“出淤泥而不染”。欧洲对于欧债问题的优柔寡断，意味着出现当前的局面是必然的结果。

图表 1：欧洲过去的一个月中，债务问题日趋严峻

日期	国家	事件
10/31/2011	斯洛伐克	国债拍卖部分流拍
11/10/2011	意大利	意大利 1 年期国债拍卖收益率升至 6.09%，为 14 年最高
11/15/2011	匈牙利	国债拍卖流拍
11/16/2011	美国	高盛、摩根大通宣布其担保债券额达 5 万亿美元，但拒绝透露细节
11/22/2011	西班牙	3 个月国债拍卖收益率升至 5.22%
	欧盟	欧盟委员会中提出欧元债券提议
	法国	萨科齐称德法将推动修改欧盟条约
11/23/2011	德国	德国央行出手避免德国 10 年期国债流拍
	德国	德国总理默克尔：不反对欧元债券，但是在目前框架下不可能施行
	希腊	希腊需要马上决定是否继续留在欧元区
11/24/2011	法国	惠誉警告称或将下调法国 AAA 信用评级

数据来源：兴业证券整理

图表 2：欧债之火已蔓延至柏林

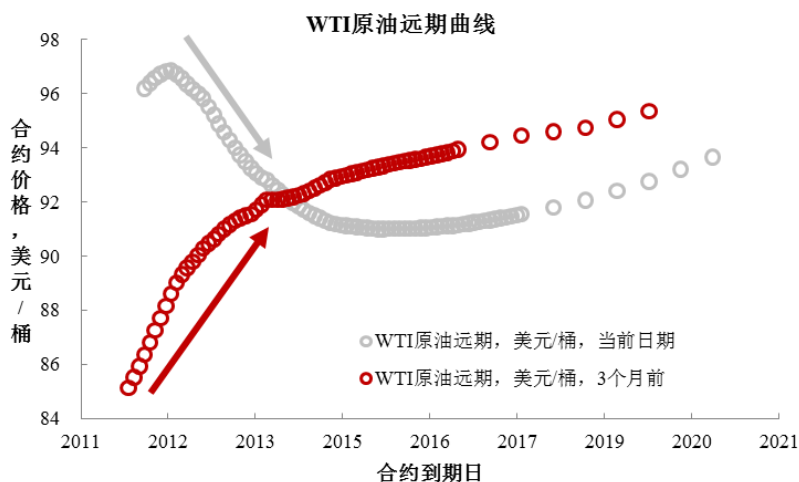
欧元区主要国家国债评级及收益率变化						
国家	国债评级			10 年期国债收益率变化, bps		
	标普评级	穆迪评级	惠誉评级	9 月 1 日至 10 月 4 日	10 月 24 日至 11 月 15 日	11 月 21 日至 11 月 23 日
瑞典	AAA	aaa	AAA	-49.5	-33.6	-10.4
德国	AAAu	Aaa	AAA	-41.9	-33.9	23.3
荷兰	AAAu	--	AAA	-43.7	-14.9	13.8
芬兰	AAA	Aaa	AAA	-41	-10.7	25.5
法国	AAAu	Aaa	AAA	-31.6	36.6	22.1
奥地利	AAA	Aaa	AAA	-20.4	53.6	35.3
比利时	AA+u	Aa1 *-	AA+	-21.5	45.1	66.6
西班牙	AA-	A1	AA-	4.7	79	9.3
意大利	Au	A2	A+	34.1	111.9	31.2
希腊	CC	Ca	CCC	533.3	410.6	86.3

数据来源：Bloomberg，兴业证券整理

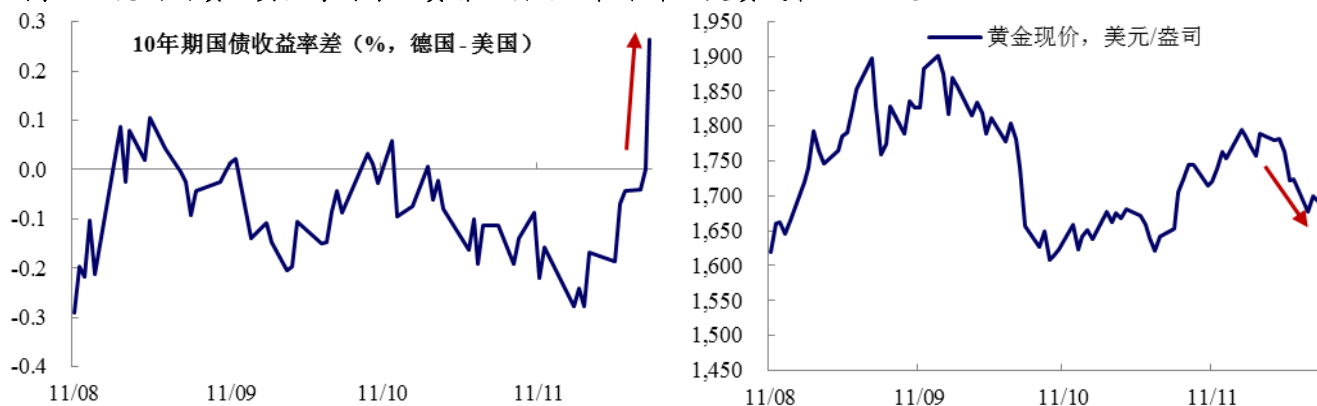
• **当前哪些资产不靠谱，哪些资产是安全的？**

- **绝大多数欧元区资产都不靠谱。**随着欧债之火蔓延至柏林，绝大多数欧元区国家的主权债、及其银行都将成为烫手的山芋；
- **美国的防火墙恐怕也不太靠谱。**根据彭博的报道，高盛和摩根大通两家近期公布其担保的全球债券规模达到 5 万亿美元，但拒绝透露欧洲部分的细节，作为比较，这两家机构净资产仅 2000 亿美元左右。如果 CDS 市场发生链式反应，则美国金融机构也难以独善其身。
- **东欧国家资产不靠谱。**东欧国家依靠西欧银行融资的格局，意味着在西欧银行担忧流动性风险的情况下，东欧非欧元区国家的债券也将承压（斯洛伐克此前国债流拍即是证据）；
- **股票、周期品、新兴市场不靠谱。**当前市场的逻辑是避险，这就意味着股票、有色金属、原油、甚至包括新兴市场等高风险资产将会面临下行压力；
- **黄金也开始不太靠谱了。**黄金向下跌破 1700 是一个强烈的信号，市场已经开始预期危机、衰退和通缩。
- **美国国债、及少数高评级小国国债可能是为数不多的可配置资产。**配置美债的逻辑是避险和抗通缩，而日本国债的逻辑也是套利资金回流日本避险的需求。同理也就可以导出美元、日元会走强的判断。其余一些高评级的小国，尤其是那些经济体量小，因此无需承担过多的救助义务的国家，其主权债也可能会受到追捧。

图表 3：原油远期开始贴水，预示市场不看好未来油价走势



图表 4：德国国债、黄金等对于投资者吸引力也在下降，美债成唯一避风港



数据来源：Bloomberg，兴业证券

- **欧洲越来越像 08 年初的美国，“贝尔斯登”出现的概率在快速上升。**一旦市场对于资产配置形成上述的一致预期（这种情况可能已经在发生），则意味着资金将从各种风险资产中回流美债，金融市场整体的流动性将抽紧。近期 Libor 出现快速上升，这是一个非常危险的信号，金融机构为可能出现的危机未雨绸缪，相互的拆借会越来越少，流动性抽紧，意味着尽管我们不知道谁会是欧洲的“贝尔斯登”，但其出现的概率正在快速上升。
- **欧洲各方的扯皮，只改变过程，不改变结果。**欧洲各国还在为该如何救助争吵不休。从德国的角度来说，当前的危机，既是一种风险，也是其能够迫使其他成员国财政紧缩、甚至放弃部分财政权的一个机会。但这也意味着事情不到万分紧急的时刻，一个重量级的救助方案难以达成。但从另一个角度来说，当前有足够体量救助欧洲的，只有欧央行的量宽、或是全球各国在 IMF 框架下成立一个救助基金。我们认为，前者的可能性会更大一些。无论是欧央行是防患于未然的主动出手，还是等欧洲的“贝尔斯登”出现后被迫救火，不同的路径都指向同样的结果，即**欧洲必须出手，而最可能的情况是某种形式的量宽。降息是可以预期的，但当前的问题远非降息能够解决。**

图表 5：未来一个阶段一些重要事件的时间表

时间	重要事件
11/24/2011	德国 IFO 指数（该指数已经指向经济显著下滑）
11/25/2011	意大利国债拍卖
11/28/2011	比利时国债拍卖（预期 20 亿）
	法国国债拍卖（预期 75 亿）
	英国国债拍卖（预期 17 亿）
11/29/2011	欧元集团例行会议
	意大利国债拍卖（95 亿）
	比利时国债拍卖（预期 40 亿）
	英国国债拍卖（预期 17 亿）
11/30/2011	欧盟经济及财政事务理事会会议
	美联储褐皮书（最新的关于经济的描述）
12/1/2011	西班牙国债拍卖（预期 25 亿）
	法国国债拍卖（预期 45 亿）
	英国国债拍卖（预期 35 亿）
12/7/2011	欧央行分配 3 个月美元流动性
12/8/2011	欧央行议息会议
12/9/2011	欧盟峰会（讨论 EFSF 提高规模问题）
12/12/2011	意大利短期国债拍卖
12/13/2011	西班牙中期国债拍卖
	美联储议息会议
12/14/2011	意大利长期国债拍卖
12/19/2011	希腊 12 亿国债到期
12/20/2011	西班牙国债拍卖
12/21/2011	欧央行通过长期回购释放流动性
12/22/2011	希腊 9.8 亿国债到期
12/23/2011	美国国会对削减赤字方案投票
12/28/2011	意大利国债拍卖
12/30/2011	希腊 7 亿国债到期

数据来源：兴业证券整理

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。