

证券研究报告

对欧洲峰会的前瞻

危机前景依旧黯淡，但看到一丝曙光

证券分析师

何庆明

S1060208120121

0755-22625695

Wangcheng932@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项：

北京时间 8-10 日，欧盟各国领导人将进行峰会讨论欧债危机的解决办法。近日德、法就解决债务危机提出统一欧盟各国财政政策，并建议对以此议题为基础进行修宪。

主要观点：

■ **看点之一：本次欧盟峰会可能会通过两项应对债务危机的措施：统一欧盟国家的财政政策和不再要求私人部门参与债务重组计划。**从目前已有的信息来看，市场对于本次峰会所可能达成的结果持正面态度，基于之前对于欧债危机的分析，我们认为欧洲核心国家将解决危机的措施从单纯的“流动性输血”转移到“欧盟制度的调整”是积极的变化。具体来说：

- 首先，统一欧盟国家财政政策是迄今欧洲各国（德、法）在应对债务危机的行动中最有针对性的措施，欧债危机的产生有一个非常重要的原因就是欧盟各国的财政政策不统一，导致部分国家过度透支政府的财政，从而使之深陷债务泥潭。而现在欧洲各国开始寻求财政政策统一，就是解决各国政府“乱花钱”的问题，约束所有国家的财政纪律。尽管这个措施不可能在短期内对解决债务危机产生实际作用，但是它对于重建投资者对欧盟各国政府信心有帮助；
- 其次，德国放弃要求私人部门参与债务重组。如果在本次峰会上这个提议能够通过，那就意味着欧洲各债务国将如数私人投资者的投资。

相比较而言，尽管各国统一财政政策是直导致债务危机核心问题的措施，但它是着眼于长期，我们认为第二项措施是一个可以在短期平复市场对于欧债危机恐慌情绪的措施。

■ **看点之二：未来 ECB 在应对债务危机时所扮演的角色。**近期欧债危机愈演愈烈，部分欧洲国家包括投资者都希望 ECB 能够在对抗危机的过程中扮演更加重要的角色（比如像联储在 08 年年底所做的那样），ECB 能够承担对债务国家政府和金融机构的最后贷款人。但 ECB 反复强调保证区域内通胀水平才是其首要的政策制定和行动目标，因此目前为止 ECB 所做的仅仅是有限地在二级市场购买意大利、西班牙等国国债，以起到平抑债务国国债收益率的目的。

当下任何形式的欧洲各国财政政策或是结构调整都需要一个宽松的环境（市场和时间），但当前均不具备。因此如果 ECB 不能在危机中扮演更重要的角色（或是有一个可以起到 ECB 作用的国家、机制存在的话），我们认为欧债危机的前景依旧黯淡。

■ **欧洲峰会所面临的窘境依旧，使我们不能高估本次峰会对解决债务危机产生的实际效用。**具体来看：

- “无钱”的窘境。尽管在本次峰会可能会达成不要求私人部门参与债务重组的决议，即承诺私人投资者它们的投资将会全额保障安全，但是无论是深陷债务危机的各国政府还是欧盟委员会或是 IMF 均无力去支付这些巨额债务。12 年仅意大利政府就有约 4000 亿欧元的债务到期，这个数目大约为希腊两轮资金援助总额的 2 倍，这个数额是它们（包括德国）无法承受的。
- “时间”的窘境。尽管欧元区核心国家致力推动修宪以达到在宪法层面上要求区内各国统一财政政策，但是欧盟修宪将是一个极其漫长和曲折的过程（它需要各国议会通过甚至是全民公投通过），现行的欧盟宪章—里斯本条约就是条文形成后 9 年才通过的。同时目前欧盟有 27 个成员国，各国对财政主权让渡均有关于自身利益的考量，因此修宪条文形成的过程也不会一帆风顺。
- **未来展望。**我们认为本次峰会对市场信心提振的象征意义远大于所能产生的实际效果。我们的判断是：
 - 尽管和市场预期的相差较大，但 ECB 可能增强其干预债市的力度，其可能的做法是：提前公布购买债务的规模；或者公布它购买债券的收益率水平；同时它还可能扩大其对欧洲金融机构提供的固定利率融资计划（期限有可能长于 1 年）；
 - 修宪有可能只是在部分欧盟国家展开，我们预计由德、法提出的修宪主张将可能会得到欧元区 17 国的支持，但是非欧元区的欧盟国家（如英国）可能会在宪章条文修改的过程中制造不和谐的声音，因此本次欧洲峰会极可能形成一个部分欧盟国家同意推进财政政策统一的决议；
 - 如前文所述，宪章条文修改很耗时，因此本次修宪可能不会立即改变里斯本条约的主体文字，而是在条约的补充条款中得到体现，以此尽可能地缩短修宪所需要的时间。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257