

2011 年 12 月 8 日

走向联合还是分裂？

——欧盟峰会法德提案

相关研究

稳定不稳定的市场——国际金融市场风险监测 2011 年 11 月 1 日

竹篮打水——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 26 日

分手总是痛苦的，但失败结合难维持——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 20 日

亚历山大结——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 19 日

短期有期盼，中期仍黑暗——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 17 日

不是解决方案，却是危机本身——国际金融市场风险监测 2011 年 10 月 13 日

望梅止渴——国际金融市场监测 2011 年 10 月 12 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chengquo@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

■ 欧盟峰会框架：

- 1、修改欧盟条约，加强成员国的融合。欧元区国家必须加入，其他国家可以选择加入。
- 2、至少每两年举行一次欧元区峰会，并设立常任主席，危机期间每月举行一次。
- 3、设立欧元区部长级小组，负责欧元区峰会决议的实施。
- 4、欧元区各国要将欧盟《稳定与增长公约》中关于预算平衡的目标和要求写入宪法。
- 5、对赤字/GDP 比率超过 3% 的成员国实施自动制裁，除非欧元区成员国以“有效多数”投票通过“或在特殊情况下”。
- 6、在新的欧盟条约中规定成员国把公债/GDP 比率削减至 60% 以下的程序。
- 7、ESM 提前至 2012 年实施，采用超级多数（85% 以上）的投票原则。
- 8、在私人部门参与救助方面，ESM 条约需要明确希腊是欧盟的一个特例，成员国需要珍惜自身的主权信誉。
- 9、希望在明年 3 月前就修改欧盟条约达成一致

■ 上次欧盟峰会前，我们曾经写过一篇《亚历山大结》，比喻欧债危机难解，解决方案总是顾此失彼。

■ 此次峰会，市场抱谨慎乐观态度，但我们依然认为该方案存在一定的问题。我们认为这个方案对现有的欧元区不是联合，而是分裂。

■ 德国人的理念错在，不可能一夜之间将所有国家改造为德国型国家（《罗马不是一天建成的》），很难相信欧元区所有的国家能在数年内达到德国目前的均衡状态：贸易盈余，无需财政赤字。更不需说德国的贸易盈余很大程度是建立在欧元区其他国家的贸易赤字基础上。因此如果真是从中期角度，欧元区内部需要的是一个缓慢的再平衡过程，这个过程也需要德国的付出与努力：增大支出/消费，加强进口。同时，欧元区如果真正站在一个联盟的角度，在当前阶段，就应该有一个强大的转移支付制度，这需要德国承担类似中央政府的责任与成本。

■ 可是德国人只是“充当表率”，提出了一个共同的减赤目标，3% 略低于德国目前的赤字水平。因此德国人的这种理念只能适合部分接近德国型的欧元区国家，这种休克疗法实际上将打造一个更精悍的欧元区。

■ 不能达成减赤目标的债务国如希腊，葡萄牙将失去欧盟投票权等利益，同时面对国内巨大政治压力，可能将倾向退出欧元区，但可留在欧盟。同时，认为自己已很好控制债务问题的北欧国家也未必愿意交出财政控制权。

■ 总而言之，如果真的要走向稳定的联合，需要德国人付出巨大成本。从目前的峰会进展看，德国人并不愿意在尽快推出欧元债或让欧央行作为最后担保人等核心问题上让步。

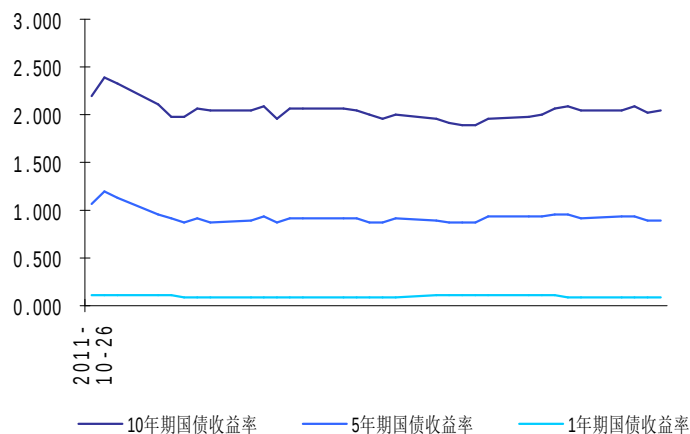
■ 和此前的“解决方案”类似，除非德国人愿意改变目前的思维框架，做出巨大牺牲，欧盟峰会的进展只是短期缓和和市场情绪，而不久的未来市场依然会面对一个矛盾更尖锐的危机。债务危机与经济危机形成加强反馈，欧洲的经济危机在继续深化中。

■ EPFR 数据显示全球资金正在回流美国债券\货币市场基金，目前欧美银行间流动性指标都在创新高，新兴市场面临资金撤出的局势，但我们认为对于人民币贬值不用过度恐慌，投机资本普遍认为本次危机使得新兴市场货币贬值空间大于升值空间，政府虽然不愿升值但如面临过度贬值也会动用外储防止货币危机，需要看到的是投机资本显然对做空印度卢比要比做空人民币的兴趣会大得多。印度外汇储备 3000 亿美元，同时每年贸易逆差 800 亿美元。

关注： 12 月 9 日 美国 贸易余额（预期： -44B，前期： -43.1B）
12 月 8 日 欧洲央行公布利率（预期降息 25 个基点至 1%）
12 月 8-9 日 欧盟峰会

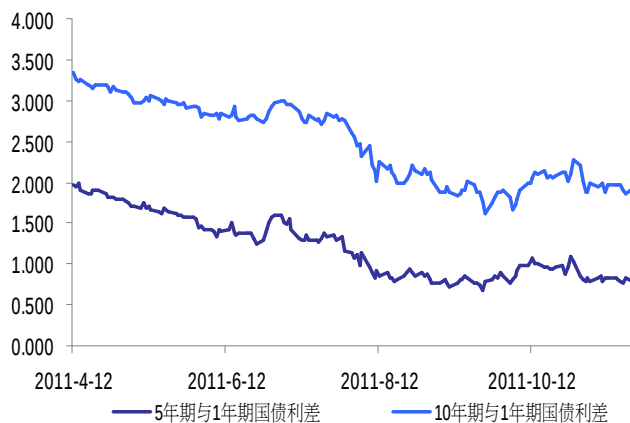
1. 标普将欧盟列入观察名单，美元小幅上涨商品下跌

图 1：美国国债收益率上涨，对其需求增加，对经济形势担忧有所减弱。



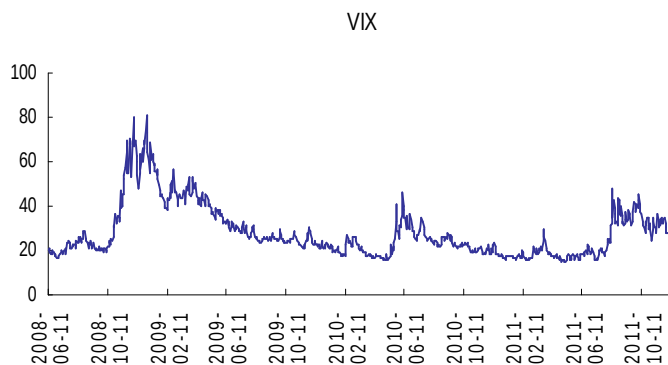
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所增加。



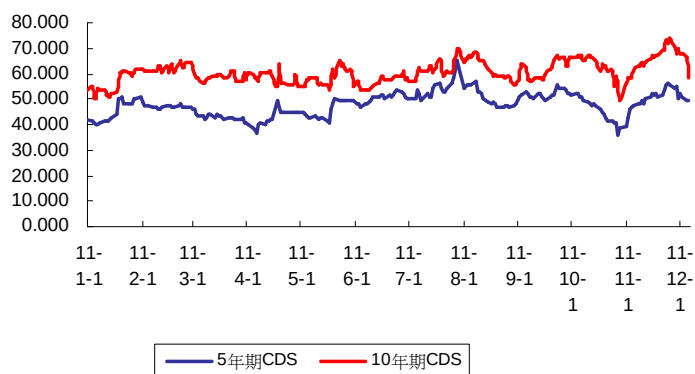
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



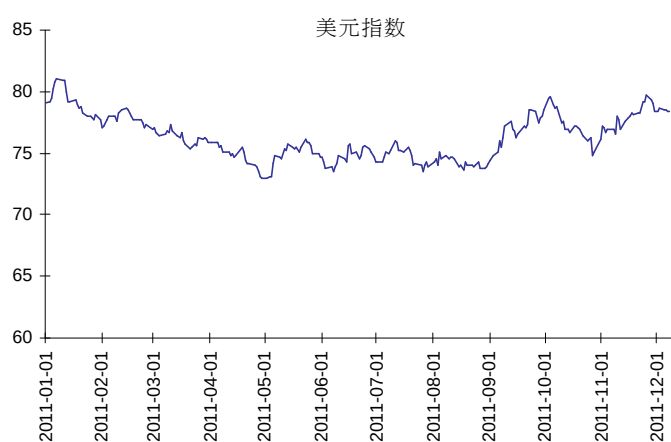
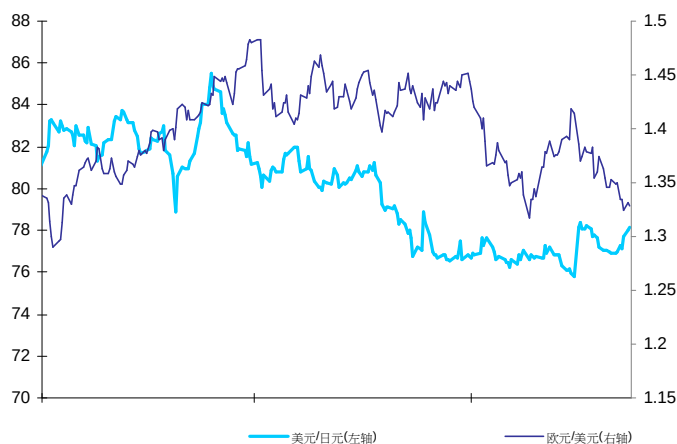
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 5 年期 CDS 小幅上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元对日元继续上升, 由于日本机械订单出人意料的下落。 图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。

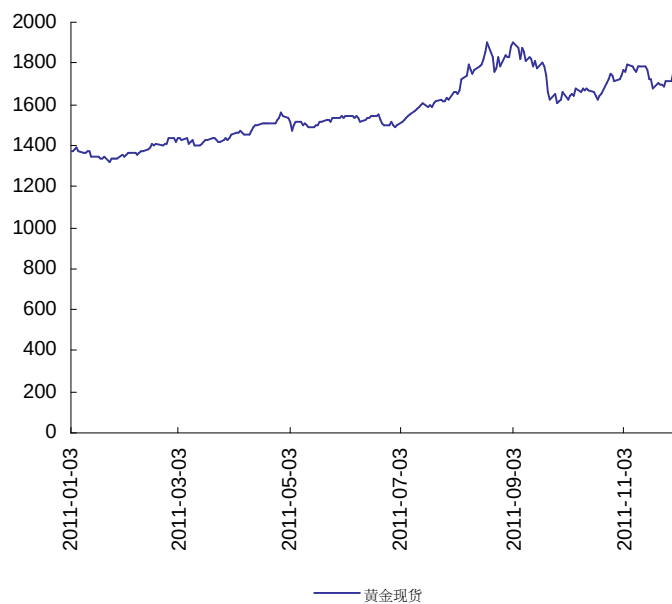
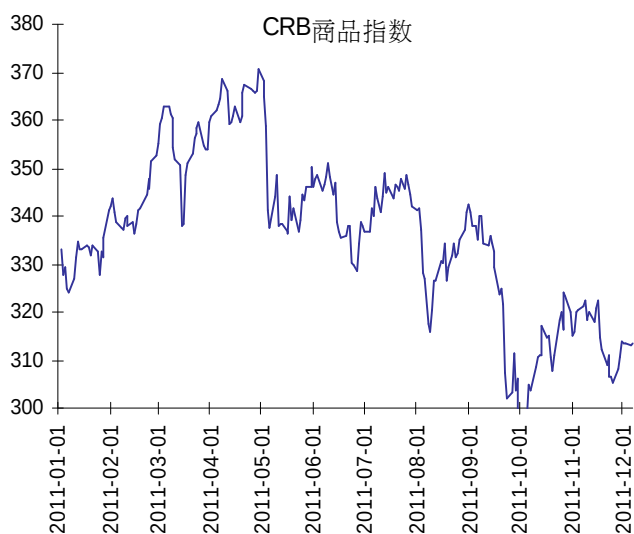


资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于预期小麦库存大幅上涨导致其价格大幅下滑, 拖累大宗商品指数。

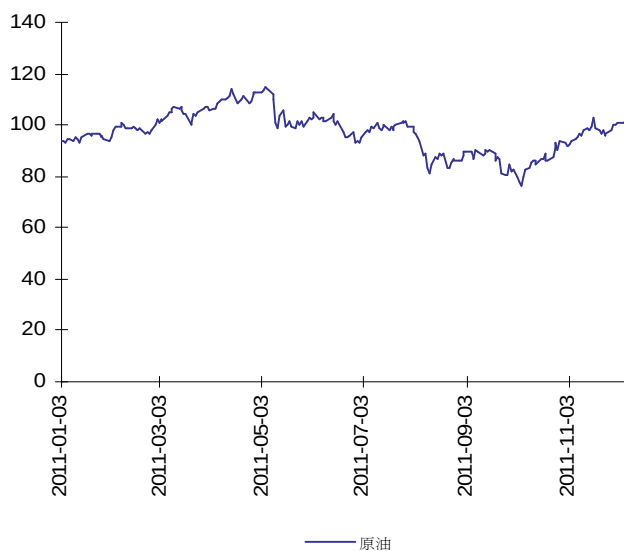
图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

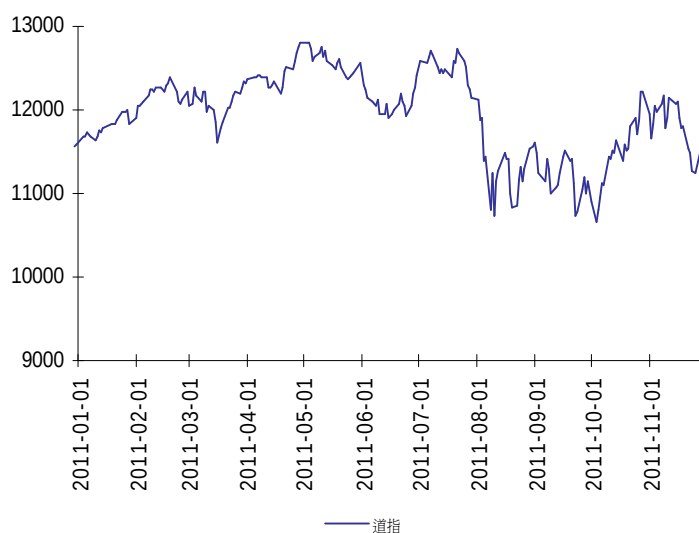
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格小幅下跌，但仍处于高位，由于欧盟预计会对伊朗石油出口进行限制且美国原油库存下滑。



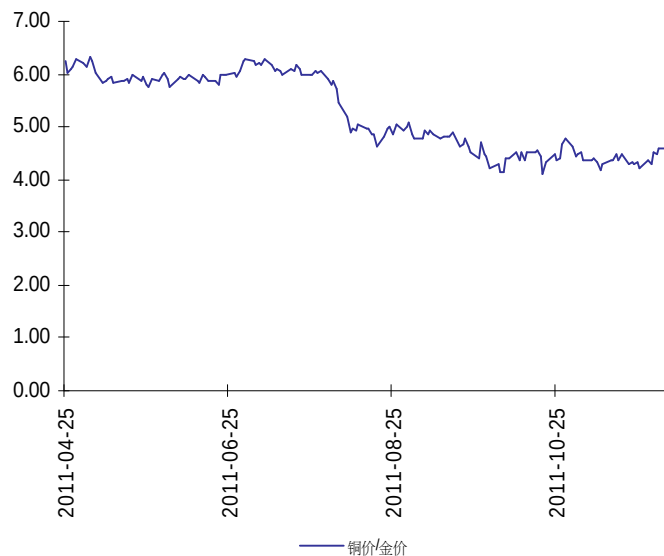
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅上涨，由于乐观预期欧元区领导人将努力解决欧债危机。



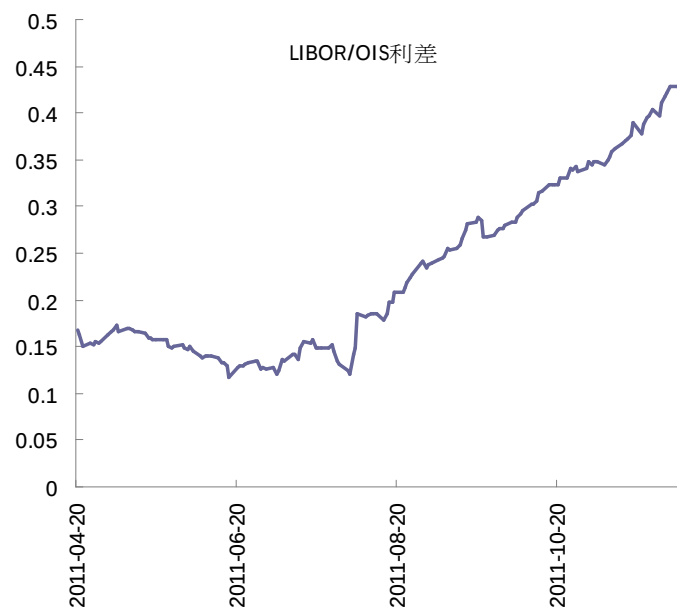
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比与上一日持平，由于标普欲下调欧元区各国评级导致铜价下跌。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差上涨，由于标普下调数家北美银行评级，银行信贷压力有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
11/30/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	NOV 25	--	-11.70%	-1.20%	--
11/30/2011 20:30	挑战者企业裁员人数 同比	NOV	--	-12.80%	12.60%	--
11/30/2011 21:15	ADP 就业变动指数	NOV	130K	206K	110K	--
11/30/2011 21:30	非农生产力	3Q F	2.60%	2.30%	3.10%	--
11/30/2011 21:30	单位劳务成本	3Q F	-2.10%	-2.50%	-2.40%	--
11/30/2011 22:45	芝加哥采购经理指数	NOV	58.5	62.6	58.4	--
11/30/2011 23:00	待定住宅销售量(月环比)	OCT	2.00%	10.40%	-4.60%	--
11/30/2011 23:00	待定住宅销售 同比	OCT	--	7.30%	7.90%	--
11/30/2011 23:00	密尔沃基采购经理指数	NOV	56	56.7	55.5	--
12/01/2011 03:00	Fed's Beige Book					
12/01/2011 21:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	DEC	--	40.3	39.6	--
12/01/2011 21:30	首次失业人数	NOV 26	390K	402K	393K	--
12/01/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 19	3650K	3740K	--	--
12/01/2011 22:45	彭博消费者舒适度	NOV 27	-49.2	-50.2	-50.1	--
12/01/2011 23:00	建筑开支月环比	OCT	0.30%	0.80%	0.20%	--
12/01/2011 23:00	ISM 制造业	NOV	51.7	52.7	50.8	--
12/01/2011 23:00	ISM 支付价格	NOV	45	45	41	--
01-02 DEC	ICSC 连锁店销售 同比	NOV	--	3.20%	3.70%	--
12/02/2011 06:00	汽车总销售量	NOV	13.40M	13.59M	13.20M	--
12/02/2011 06:00	国内汽车销售量	NOV	10.40M	10.53M	10.29M	--
12/02/2011 21:30	非农就业人数增减	NOV	120K	120K	80K	--
12/02/2011 21:30	非农私企就业人数增减	NOV	146K	140K	104K	--
12/02/2011 21:30	制造业就业人数增减	NOV	9K	2K	5K	--
12/02/2011 21:30	失业率	NOV	9.00%	8.6%	9.00%	--
12/02/2011 21:30	就业不足率(U6)	NOV	--	15.6%	16.20%	--
12/02/2011 21:30	平均时薪(月环比) 所有员工	NOV	0.20%	-0.1%	0.20%	--
12/02/2011 21:30	平均时薪(同比) 所有员工	NOV	2.00%	1.8%	1.80%	--
12/02/2011 21:30	周平均工时 所有员工	NOV	34.3	34.3	34.3	--
12/02/2011 21:30	家庭调查就业率变动	NOV	--	278	277	--
12/05/2011 23:00	ISM 非制造业综合指数	NOV	53.5	52.0	52.9	--
12/05/2011 23:00	工厂订单	OCT	-0.30%	-0.4%	0.30%	--
12/07/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 2	--	12.8%	-11.70%	--
12/08/2011 04:00	消费者信用	OCT	\$7.000B	\$7.645B	\$7.386B	--

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
----	------	----	-----	-----	-----	-----

12/08/2011 21:30	首次失业人数	DEC 2	--	--	402K	402K
12/08/2011 21:30	持续领取失业救济人数	NOV 25	--	--	--	--
12/08/2011 22:45	彭博消费者舒适度	DEC 4	--	--	-50.2	--
12/08/2011 23:00	批发库存	OCT	0.40%	--	-0.10%	--
12/09/2011 01:00	Flow of Funds Third Quarter					
12/09/2011 21:30	贸易余额	OCT	-\$44.0B	--	-\$43.1B	--
12/09/2011 22:55	密执安大学消费者信心	DEC P	65.8	--	64.1	--
12/13/2011 03:00	预算月报	NOV	-\$154.0B	--	-\$98.5B	--
12/13/2011 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	NOV	--	--	90.2	--
12/13/2011 21:30	商品零售额	NOV	0.60%	--	0.50%	--
12/13/2011 21:30	除汽车外零售额	NOV	0.50%	--	0.60%	--
12/13/2011 21:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	NOV	--	--	0.70%	--
12/06/2011 23:00	IBD/TIPP 经济乐观程度指数	DEC	42.0	--	40.6	--
12/13/2011 23:00	JOLTS 职位空缺	OCT	--	--	3354	--
12/13/2011 23:00	营运库存	OCT	0.30%	--	0.00%	--
12/14/2011 03:15	FOMC 利率决策	DEC 13	--	--	0.25%	--
12/14/2011 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	DEC 9	--	--	--	--
12/14/2011 21:30	进口价格指数(月环比)	NOV	1.00%	--	-0.60%	--
12/14/2011 21:30	进口价格指数(同比)	NOV	--	--	11.00%	--

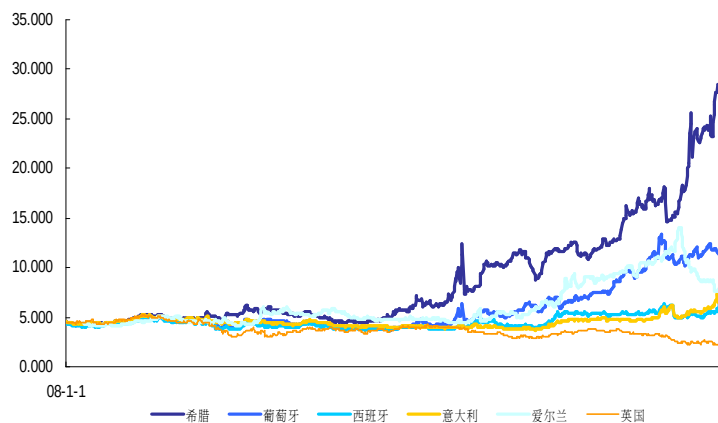
美联储议息会议决定公布时点

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

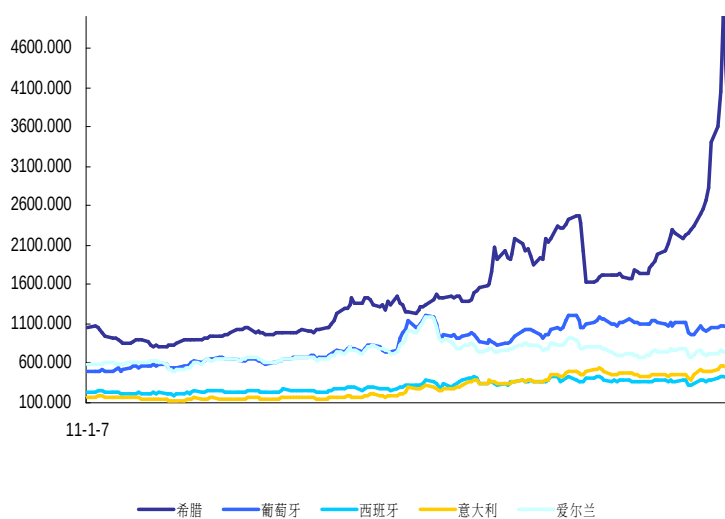
2. 德国不同意合并 ESM 和 EFSF，欧股欧元下跌

图 13：除葡萄牙和英国外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



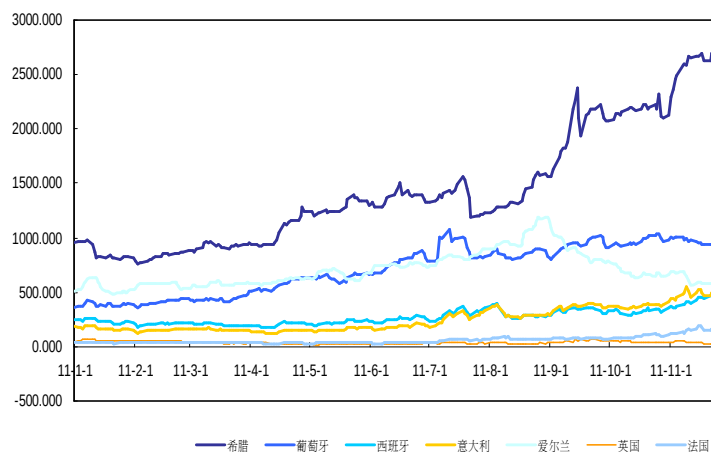
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊外，其他欧猪五国 CDS 均上涨，由于标普将欧盟列入观察名单。



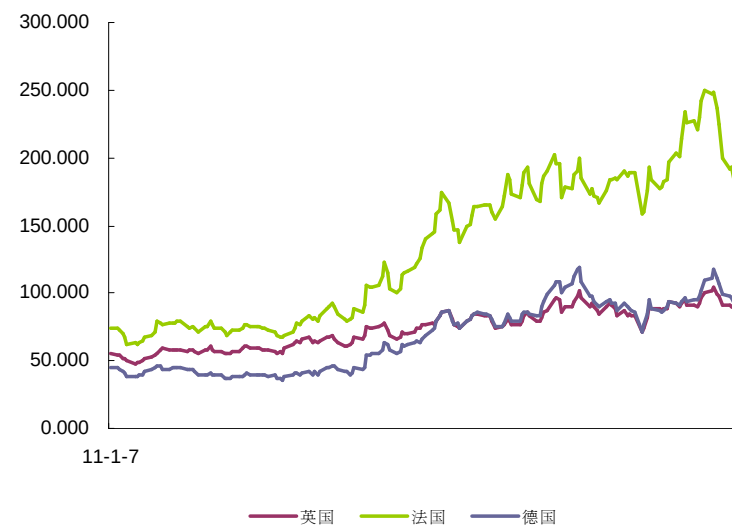
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均上涨，对债务违约风险担忧情绪有所加剧。



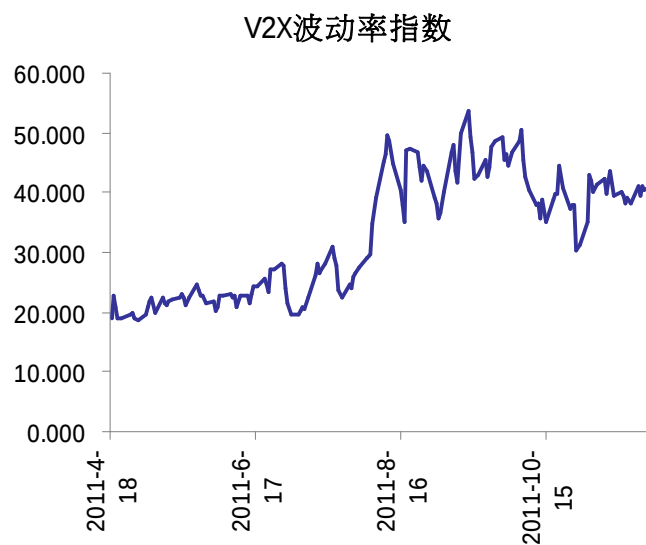
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 上升，对企业违约风险情绪加剧。



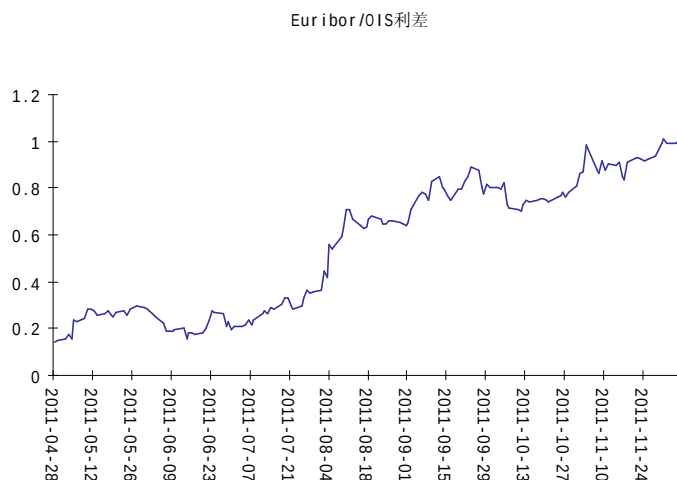
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动回升，股市波动风险增加。



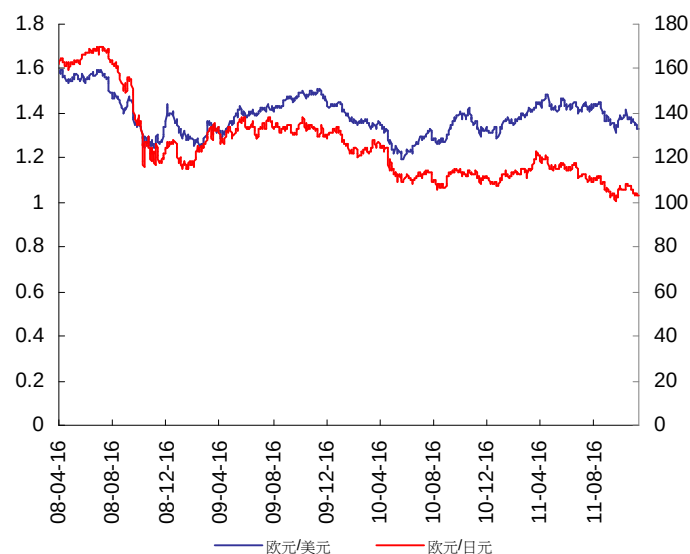
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差小幅上涨，显示银行信贷压力有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元对日元下跌，由于标普将欧盟列入观察名单，德国不同意 ESM 和 EFSF 合并。



资料来源：Bloomberg，申万研究