

构建新财政协议+完善三道防火墙

—— 欧盟峰会点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 12 月 13 日 星期二

首席经济学家

闫伟 010-66210681

yanwei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860511060001

联系人

孙付 010-66210619

sunfu1@orientsec.com.cn

事件

本次欧盟峰会于 12 月 9 日闭幕, 10 日凌晨, 欧盟发布了经过修订的峰会声明, 强调了未来两方面重要的工作: 达成新的财政协议和开发稳定工具来应对短期内的挑战。

研究结论

- **中长期影响措施: 构建新的财政协议, 并将其提升为法律条款, 强化财政纪律; 预计 2012 年 3 月该协议在欧元区国家签署的概率较高**

新财政协议的**主要内容**包括: 1) 政府预算应实现平衡或盈余, 年度结构性赤字不得超过名义 GDP 的 0.5%, 该规则将写入成员国的宪法或者等等的法律; 2) 建立并落实政府债券发行计划事先报告制度; 3) 完善“超额赤字程序”, 超过 3% 的赤字上限, 将会自动进入该程序, 债务比率超过 60% 的国家, 必须依据新的规定制定债务削减细则; 4) 加强对遭遇严重困境或受到威胁的欧元区成员国的经济和预算监督。

对于新的财政协议, 英国没有加入; 但是, 欧元区 17 国和 6 个非欧元区国家表示了加入的愿望; 考虑到当前欧债危机紧迫的局面, 在德法的推动下, 预计该协议在欧元区国家签署的概率较高。

- **短期影响措施: 进一步夯实“三道防火墙”, 以防止 2012 年债务偿还出现难测的糟糕情况**

声明指出增强稳定性工具, 即强化**三道危机防火墙**: 1) 迅速展开欧洲金融稳定机制(EFSF) 杠杆化, 欧洲央行或将作为 EFSF 介入市场操作的代理机构; 2) 加速欧洲稳定机制(ESM) 生效过程, 2012 年 7 月前实施; 3) 向国际货币基金组织(IMF) 提供约 2000 亿欧元双边贷款, 以确保 IMF 拥有充足资源应对危机。

上述三项措施如果在未来几个月得以落实, 预计将对欧债危机提供总计约 2 万亿欧元的保障: 1 万亿(EFSF) + 5000 亿(ESM) + 2000 亿(IMF), 而 2012 年欧猪国家到期债务总量约为 6050 亿欧元, 这意味着这些短期措施将对明年欧债问题提供较好“防护”。

- **上周欧央行再降息, 配合推进新的财政协议, 一定程度上体现了“货币-财政政策”的协调; 近期欧洲危机应对措施总体较为及时, 维持年报中欧元区整体“散伙”概率不大的判断**

继 11 月 3 降息, 12 月 8 日欧洲央行又宣布将基准利率(主要再融资操作利率)下调 25 个基点, 至 1%; 由于外围国家目前财政赤字压力较大, 使得他们要达到减赤目标比较困难, 必然有抵触心理; 而这时选择降息, 给大家释放“宽松货币+从紧财政”的政策局面, 一定程度上缓解大家心理压力, 这将利于新的财政协议在欧元区推进。

- **参见附录: 欧元区领导人峰会最新声明**

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附录：欧元区领导人峰会最新声明

过去 18 个月，欧盟和欧元区已做了大量工作来改善经济管理，采取新的措施来应对主权债务危机。但是，欧元区的市场紧张形势已有所增长，我们需要加速努力来面对当前的挑战。今天我们同意采取行动迈向更强大的经济联盟。这要求我们采取两方面的行动。

- 达成新的财政协议并增强经济政策的协同
- 开发我们的稳定工具来应对短期内的挑战

增强经济和货币联盟的架构

1、经济和货币联盟以及欧盟作为一个整体，其稳定和统一需要快速和有力地实施已经达成的协议，以及更多的旨在“财政稳定联盟”的量化宽松措施。除了单一货币外，一个强大的经济支柱必不可少。它需要管理能力更好的政府来加强财政纪律，进一步整合内部市场，增强竞争力和社会凝聚力。为达到这个目标，我们将基于并加强过去 18 个月里取得的成绩：加强稳定和增长条约，在本月开始实施的“欧洲学期”，新的宏观经济失衡程序，以及欧元附加条约。

2、有了这个首要目标，我们将完全有决心共同克服当前的困难，今天我们一致同意达成“新财政协议”，并将在共同利益基础上显著增强对经济政策的操控和协调。

3、这需要欧元区成员国达成一个新协议，即把强烈的政治意愿投注到一个新的法律框架。

新的财政协议

4、我们致力于建立一个新的财政规则，包含以下基本内容：

· 政府预算应实现平衡或盈余；这一原则可以根据实际情况有所不同，但年度结构性赤字不得超过名义 GDP 的 0.5%。

· 该规则将写入成员国的宪法或者等同的法律中，该规则将包含自动修正机制，一旦有国家违背将自动触发该机制。各成员国将以此为原则进行机制设立。欧洲正义法院将有权监督和裁决各国对这项规则的执行情况。

· 成员国应在欧盟委员会规定的日期达成其各自的目标水平。

· 进入“超额赤字程序”的成员国必须自愿接受欧盟委员会和欧盟理事会的处罚——经济伙伴计划将详细列举必要的经济结构改革措施，以保证其对赤字进行持久有效的纠正。欧盟委员会和欧盟理事会将监督该计划的实施，以及有关的年度财政计划的制定。

- 将建立并落实各成员国政府债券发行计划事先报告制度。

5、欧元区成员国超额赤字程序相关规定将会补充。一旦成员国超过欧盟委员会设定的 3% 的赤字上限，将会自动进入该程序，除非有效多数欧元区成员国反对。欧盟委员会提出和建议的制裁措施将施加给违反赤字上限的成员国，除非欧元区成员国反对。债务比率超过 60% 的国家，其债务削减数量指标的细则必须依据新的规定。

- 6、我们将很快商讨欧盟委员会于 2011 年 11 月 23 日提出的新规定，包括

- 监督和评估预算方案草案以及欧元区债务的改进状况。

· 加强对在金融稳定性方面遭遇严重困境或受到威胁的欧元区成员国的经济和预算监督。我们呼吁欧洲理事会和欧洲议会能够尽快审视这些新规定，以便其能在下个预算案编制周期生效。在新的法律框架下，欧盟委员会将特别审视预算案草案中涉及财政状况的关键条款，如有必要，将对方案给出建议。如果欧盟委员会认为某些条款与《稳定和增长协定》相违，欧盟委员会将要求修正预算方案草案。

7、长期来看，我们将继续致力于加强财政一体化以更好地反映成员国相互依赖的程度。2012 年 3 月，欧洲理事会主席将在其与欧盟委员会主席和欧洲集团主席合作对话的报告中论述这些议题。他们还将对欧盟和欧元区的关系方面做出报告。

加强政策协调和管理

8、我们许诺在不破坏国内市场的前提下，在有利于维护欧元区职能稳定的事项上进一步加强合作。

9、我们致力于制定一个公共的经济政策。我们将设立程序确保欧元区成员国规划的主要经济政策改革在欧元区范围内讨论、调整，旨在得到最优实践成果。

10、我们同意强化欧元区，这与今年 10 月 26 日欧盟峰会达成的结果一致。特别需要指出的是，定期欧盟峰会一年至少举行两次。

增强稳定性工具

11、包括上述方案在内的长期改革必须与能够有效缓解当前市场紧张状况的的应急措施共同展开。

12、欧洲金融稳定机制(EFSF)杠杆化将按照 11 月 29 日欧洲集团达成的两个具体方案而迅速展开。我们欢迎欧洲央行作为 EFSF 介入市场操作的代理机构而立即行动。

13、我们同意加速欧洲稳定机制(ESM)生效过程。该协议将在出资额 90%的成员国同意后，立刻生效。我们的共同目标是让 ESM 在 2012 年 7 月前实施。

14、关于金融资源，我们达成了以下协议：

根据框架协议的规定，欧洲金融稳定基金(EFSF)将继续发挥作用，直到 2013 年中。如有必要，EFSF 将在未来继续为已启动的提供融资。

我们将在 2012 年 3 月重新评估 EFSF/ESM 的 5000 亿欧元(约合 6700 亿美元)的上限是否适当。

在分阶段缴纳资本的过程中，我们准备加速缴纳资本的过程，旨在将实缴资本和 ESM 已发放贷款的比率维持在 15%以上，并确保总有效放贷能力维持在 5000 亿欧元。

欧元区与其他成员国将斟酌，并在 10 天内确认向国际货币基金组织(IMF)提供最多 2000 亿欧元(约合 2700 亿美元)双边贷款，以确保 IMF 拥有充足资源应对危机。我们正寻求国际社会做出类似贡献。

15、我们同意对 ESM 条约进行下述调整以加强其效果

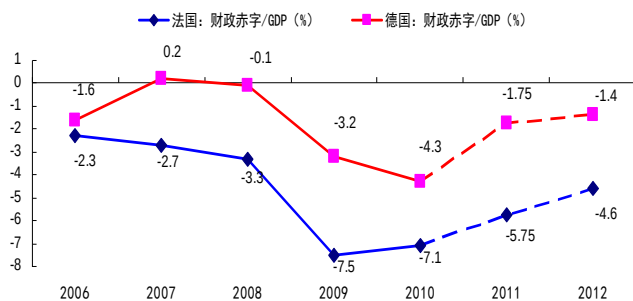
· 对于私营部门的参与，我们将严格遵守 IMF 的原则和实践。这将明确地反映在条约的序言中。我们明确重申 7 月 21 日和 10 月 26/27 日通过的希腊债务方案具有特殊性，是例外。标准化集体行动协议将列入新条约以及所有欧元区国家债券发行条款之中，以便维护市场流动性。

· 为确保 ESM 能在所有环境下采取必要措施，有关 ESM 的投票规定将有所调整，将加入紧急程序。如果欧盟委员会和欧洲央行认为有必要维护金融和经济稳定，对金融援助做出紧急决定，85%多数同意的决议将取代双边协定。(此款还需要获得芬兰议会通过)

16、我们欢迎意大利采取的措施；我们也欢迎希腊新政府的紧缩决心，我们希望希腊各方能够支持紧缩计划的全面实施，我们也欢迎爱尔兰和葡萄牙所取得的进展。

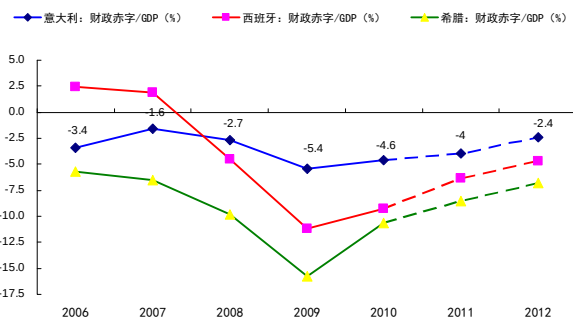
上述一些措施可以通过次级立法决定。欧元区各国首领认为其他一些措施应该包含在主体法中。考虑到不是全部欧盟成员国都同意这一决定，将通过国际协议的方式来实施立法，并将在明年三月或三月之前签署。目标仍然是将这些规则尽早包含在欧盟条约之中。保加利亚、捷克、丹麦、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚和瑞典领导人表示在咨询国会后有可能加入这一进程。

图 1：欧元区及核心经济体赤字缩减目标 单位：%



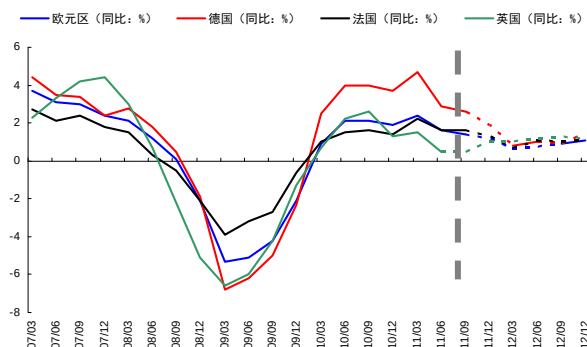
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：欧猪国家赤字缩减目标 单位：%



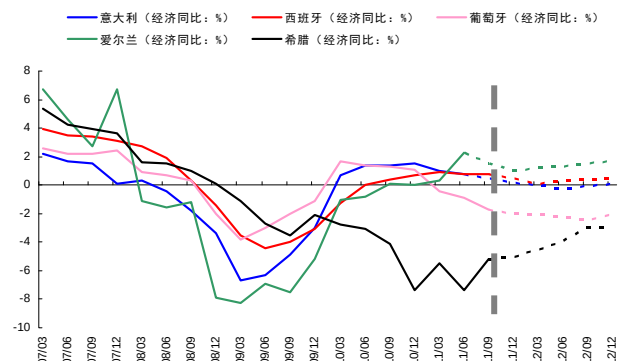
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：欧元区及核心经济体经济增长 单位：%



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

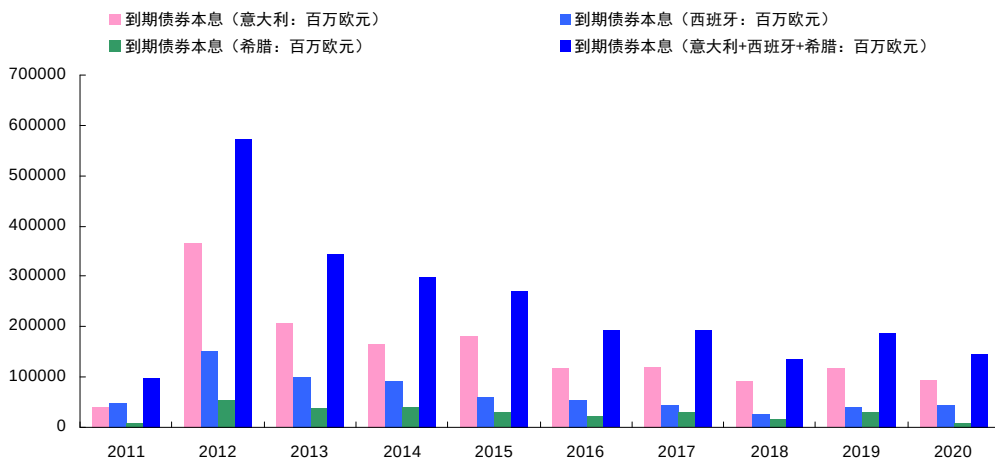
图 4：欧猪国家经济增长 单位：%



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 5：部分债务危机国中长期债务分布

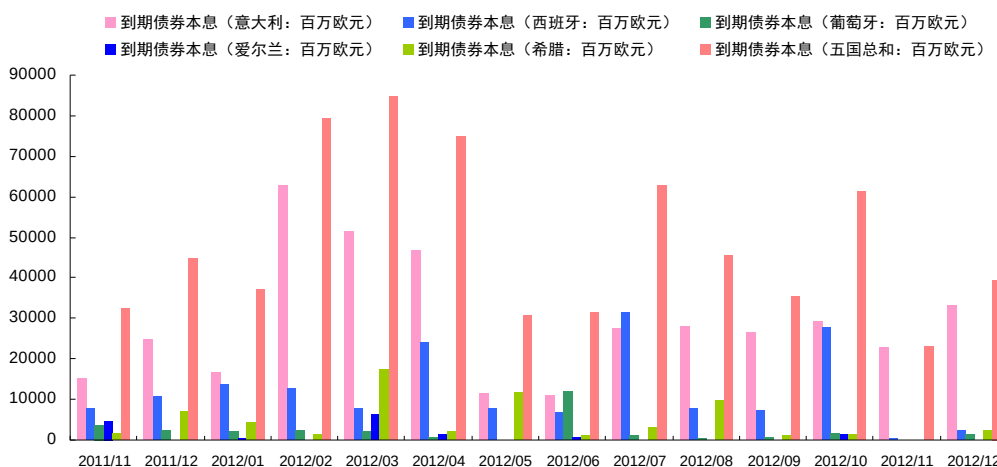
单位：百万欧元



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：欧猪国家短期债务偿还规模

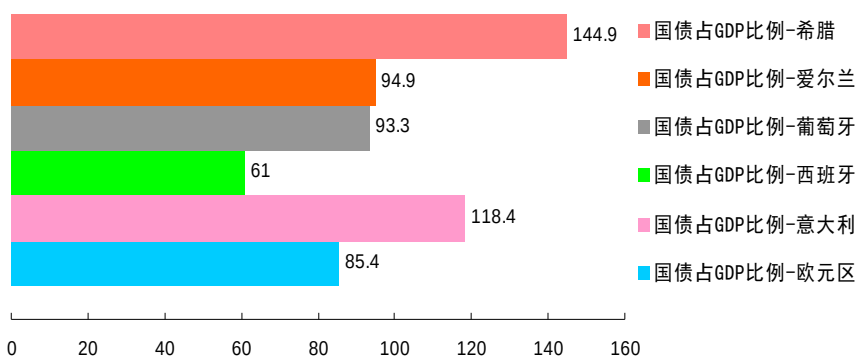
单位：百万欧元



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：欧猪国家及欧元区国债占 GDP 比重

单位：%



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

表 1：本次 EFSF 扩容方案

	措 施
方案一	发行一种“部分担保凭证”，后者将与成员国发行的主权债券同时发行，这种凭证可以按一定比例为债券价值提供保证。
方案二	建设一到几个共同投资基金，以吸引公共与私人机构参与，这种基金可以从一级或二级市场购买债券，从而扩大 EFSF 的资源。

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn