

欧盟峰会：政治协调的泥潭

数据与事件：

欧盟峰会落下帷幕，作为结果，峰会通过一项决议，决议的主要内容包 括：同意对欧元区违反赤字限定的国家进行自动制裁，除非四分之三的成员国反对行动；同意把强调预算平衡的新财政协议写入各国宪法，借此促进进一步的财政纪律；与此同时，欧盟成员国也同意为国际货币基金组织(IMF)注入 2000 亿欧元，并且提前启动欧洲稳定机制(ESM)。

报告摘要：

- 虽然目前来说，这种更加“自动”的惩罚仍然不能被认为是“全自动”，写进宪法所加强的财政整固的效果也并不完全明确，但是我们认为本次欧盟峰会的这一协调对于修补欧洲债务问题的长期机制的意义不应当被低估。
- 但是关键的问题在于，这种看似着眼于长期的协调的推出对于解决当下迫在眉睫的威胁于事无补，甚至可以说由于各个国家都不愿意承担更大的经济责任，而欧洲央行又由于自身的教条的限制而不愿意承担责任，欧洲当局似乎正在刻意回避掉更为现实的短期问题。
- 我们认为，欧盟峰会本应该成为一个解决问题的时机。如果中长期加强财政纪律的措施能够和短期治理流动性的政策作为一个“政策大礼包”传达给市场的话，这说不定将成为欧洲的紧张局势开始缓解的一个起点。然而现实是，虽然德国和法国做出了进一步政策协调的尝试，但是局中各方由于有着自身的利益诉求，政治上的统一和协调依然显得如此的困难以至于欧盟峰会的决议依然空洞得像是一个“忽悠”市场的空头支票。
- 由于政治协调的困难，我们延续我们对于欧洲长期性的悲观看法。欧洲的银行渠道将继续面临非常大的风险，流动性的缺乏和市场的紧张会造成欧洲危机进一步陷入“恶性循环”，从而使得欧洲未来的经济增长前景异常暗淡。

宏观策略研究团队

研究支持

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师

郇彬 (S1180511050001)

相关研究

估值修复、超跌反弹.....	2011/10/9
主权债务风暴下的经济着陆.....	2011/10/3
FED 两难：从 QE 到 OT.....	2011/9/22
美国主权债务评级下调的冲击.....	2011/8/7
欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
美债之争.....	2011/7/29
流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点：个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇：油与血.....	2011/3/13
2011 年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本：高收入水平陷阱.....	2010/9/27

事件：欧盟峰会落下帷幕，

12月12日，欧盟峰会落下帷幕，作为结果，峰会通过一项决议，由于英国的反对，因此协议将由欧元区17国和欧元区以外10个欧盟国家当中的最多九个形成，并将独立于欧盟框架以外。

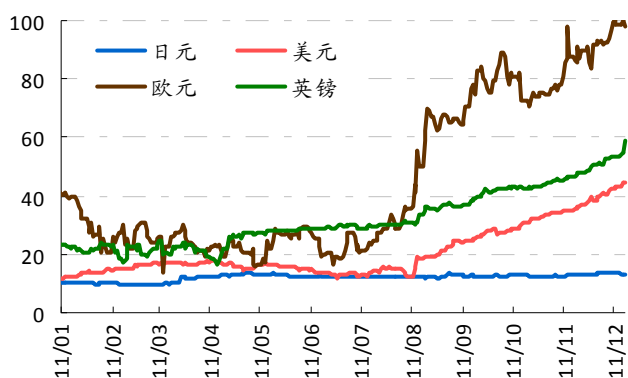
决议的主要内容包括：同意对欧元区违反赤字限定的国家进行**自动制裁**，除非四分之三的成员国反对行动；同意把强调预算平衡的新财政协议写入各国**宪法**，借此促进进一步的财政纪律；与此同时，欧盟成员国也同意为**国际货币基金组织(IMF)**注入2000亿欧元，并且**提前启动欧洲稳定机制(ESM)**。

欧盟峰会的决议在事前被寄予厚望，虽然不能说毫无结果，但是市场继续表达着对于欧洲政策当局决策层的不信任，12月13日，两大评级机构惠誉和穆迪公开表达了对于此次欧盟峰会的负面评价。惠誉指出，全面性解决方案的缺乏加大了欧元区主权债务评级的短期风险，而欧洲央行是唯一能够解决欧洲流动性问题，甚至主权债务危机的“防火墙”。穆迪公司也表示，欧盟峰会发表的声明没有宣布实质性的新措施，因此不足以改变该公司对欧元区所面临风险的评估。

一、远水解不了近渴

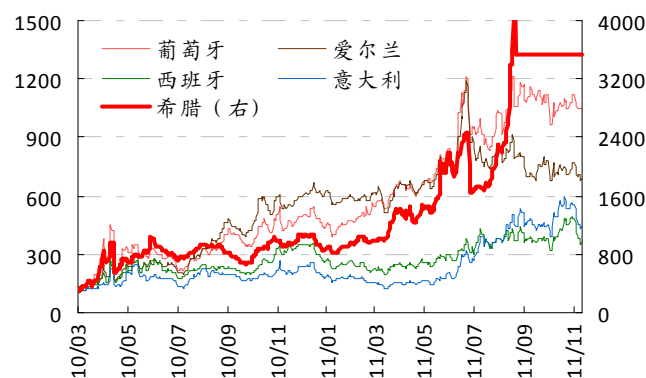
一直以来，我们对于欧洲债务危机解决都持比较悲观的态度，我们认为由于政治协调的困难，欧洲当局依然难以拿出一个比较合理的解决方案来安抚市场的情绪，财政整固和经济增长进入了一个负向的反馈，从而使得市场对于欧洲的前景保持悲观。更关键的是，悲观的预期特别是对于银行体系的悲观造成了整个欧洲市场信贷的紧张，这一点从欧元的LIBOR-OIS的利差走势中可见一斑（图1），这使得在短期内偿债并没有非常大危险的意大利和西班牙都面临着很大的流动性压力。

图 1：3 个月 LIBOR-OIS 利差（%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

图 2：PIIGS5 年期 CDS 价差（BP）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

欧洲的问题当时和其固有的机制缺失有关，尤其是相对于货币政策的集中程度，各国的财政政策高度分散其实可以被看作是政治难以协调的重要的一个方面。从这个角度来说，本次峰会对于加强财政纪律的强调，比如说使得对赤字越线的欧元区国家的惩罚更加“自动”化，以及将财政纪律写入各国的宪法是有一定的长期意义的。虽然目前来说，这种更加“自动”的惩罚仍然不能被认为是“完全自动”，写进宪法所加强的财政整固的效果也并不完全明确，但是我们认为本次欧盟峰会的这一协调对于修补欧洲债务问题的长期机制的意义不应当被低估。

但是关键的问题在于,这种看似着眼于长期的协调的推出对于解决当下迫在眉睫的威胁于事无补,甚至可以说由于各个国家都不愿意承担更大的经济责任,而欧洲央行又由于自身的教条的限制而不愿意承担责任,欧洲当局似乎正在刻意回避掉更为现实的问题。首先, **欧洲领导人并没有采取任何增加 EFSF 火力的新举措**,只是说他们希望推进到目前为止未见成效的计划,通过杠杆化操作来扩充 EFSF 的能力,而对于杠杆化的具体措施和方法依然一拖再拖。其次, **对于发给 ESM 银行执照使其能独立在欧洲央行进行融资这一提议,德国明确表示反对**,目前为止,对于到底要不要取消两个基金 5000 亿欧元的规模上限依然没有定论,还要等待 2012 年 3 月份的重估,如此低效的决策流程显然无法安抚悲观和恐慌的市场,缓解当下的流动性危机,市场甚至有理由怀疑,政策当局仅仅是在开一张空头支票。

在危机迫在眉睫的当下,欧洲当局依然把眼光放在“长期”,而不拿出有说服力的措施来把已经烧到眉毛的火焰扑灭,这使得本次欧盟峰会的结果并没有比之前多次会谈空洞乏力的结果多出多少新鲜的内容,欧元区风险依然一触即发。

二、各方的利益冲突依然错综复杂

IMF: 新的不确定性

本次欧盟峰会仅有的亮点在于被欧洲当局寄予厚望的 IMF 上。欧盟各国政府首脑一致同意向 IMF 提供至多 2000 亿欧元资金,以充实该组织的资源,相关资金可能由欧洲各国央行提供。这是欧盟各国政府自本轮危机爆发以来首次就向 IMF 出资问题达成共识。

IMF 被欧洲当局寄予厚望其实是可以理解的,原因在于,一方面,IMF 具有丰富的处理债务危机方面的经验,另一方面,由于 IMF 纪录良好、公信力强,并且坚持只有受困国家同意改革预算和实现特定目标才能接受救助的原则。而且,从历史的记录中,由于 IMF 提供贷款的要求非常严格,被贷款的国家往往倾向于优先偿还 IMF 的债务,这使得由 IMF 出面“贷款”有来无回的可能性会大大降低。

虽然 IMF 将在最终的拯救计划(如果存在的话)中扮演重要的角色,但是政治协调的困难在这里远非不存在。首先,从这 2000 亿欧元的资金来源就存在分歧,欧洲央行和德国央行一直原则上反对欧元区各国央行通过 IMF 贷款给欧元区,因为这违反了欧洲央行关于禁止直接向政府提供融资的规定。最终解决这一分歧的方案在于资金最终进入的是 IMF 的“一般资源账户”而不是欧元区国家专属的账户。这就带来了另外一个问题,IMF 最重要的成员国例如美国(占据了 17% 的投票权)在这一问题上可能又会存在不同的利益诉求,其一直以来对于在 IMF 向欧洲贷款都表现得非常消极。从美国国内来看,共和党议员甚至希望取消美国近三年前向 IMF 授予的 1,080 亿美元信贷额度,并阻止 IMF 将美国提供的资金用于救助欧洲,这使得民主党政府可能会在这一问题上和其共和党对手形成对抗。显然,大选年美国国内的党派斗争会给 IMF 的介入带来非常大的不确定性。

欧洲央行: 教条的困扰

我们一直强调,如果欧元区想要最终顺利得从危机中走出的话,那么欧洲央行以及欧元区纪律背后的来源德国可能必须放弃掉一些其所一直坚守的原则或者说教条,否则的话,这些原则可能就会变成“欧元区的墓志铭”。然而遗憾的是,欧洲央行到目前为止依然一直没有表现出应有的作为。

的确,欧洲央行通过货币的宽松在自己的“原则”范围以内向欧洲资金紧张的银行系统提供着流动性,从 12 月 21 日开始,欧洲央行将启动两项新的再融资操作,期限为 3

年，这对于已经深陷危机泥潭的欧洲银行体系来说可以说是雪中送炭。但是，这对于解开欧洲债务危机的死结是远远不够的，欧洲央行不但排除了增加购买欧洲政府债务的可能，还排除了一切企图秘密进行此类操作的可能，比如先将欧洲央行的资金转给国际货币基金组织(IMF)，再由 IMF 进行购买。数据显示，欧洲央行上周进一步大幅放缓了债券购买步伐。该行上周通过二级市场购买了 6.35 亿欧元主权债，为今年 8 月份重启购买行动以来规模最小的一周。这意味着，坚守职责的教条依然在困扰着欧洲央行，使其无法发挥市场所期待的作用，这使得，欧债危机依然通过银行体系蔓延在欧洲大陆，市场缺乏流动性的情况也无法得到根本性的得到缓解。也就是说，目前欧洲央行所做的只是“扬汤止沸”，而远远不是“釜底抽薪”。

欧洲的银行体系的资金依然非常紧张，欧盟银行管理局昨晚表示，德国各银行存在 131 亿欧元的资本缺口，必须在明年 6 月补齐。这个数字几乎是去年 10 月测试结果的三倍，将整个欧洲的银行资本缺口从 1060 亿欧元提高到了 1150 亿欧元。毫无疑问，如果市场情绪没有从根本上得到好转的话，欧洲的银行体系头顶高悬的利剑就不会被卸下，我们认为，欧洲的一些重要银行在近期都将面临降级带来的考验。而欧洲央行实质上的袖手旁观，可能会带来非常沉重的代价。

英国：欧洲的边缘

英国作为欧盟国家否决了本次峰会的决议，这使得德法在上周试图对欧盟条约进行修改的动议最终没有实现，欧盟峰会的最终决议被迫以一个与欧盟平行的 25 国国家协议的方式来进行。或许这可以说明在每个国家分散的利益诉求下，寻求政治的协调是多么的不易：即使在这种看似非常“统一”参与度已经非常高的峰会条约中，政治难以协调的阴影也是如此的显而易见。

英国首相卡梅伦的决策很显然是出于维护伦敦金融城的利益。英国政府担心，在更为一体化的欧元区，会有收紧和集中金融监管的举措，伤及英国利益。卡梅伦的这一做法也得到了英国国内的认可。但是，英国所选择的在欧洲边缘化的立场似乎在长期给英国带来的并不是一个非常好的发展选择，一个最直接的后果是，欧元区集团在整个欧盟的影响力会加强并且站到英国的对立面上去。就我们所关系的欧洲债务问题上来说，英国的这一边缘化立场所造成的矛盾和内耗也无益于我们所一直强调的政治协调的达成。

总结

我们认为，欧盟峰会本应该成为一个解决问题的时机。如果中长期加强财政纪律的措施能够和短期治理流动性的政策作为一个“政策大礼包”传达给市场的话，这说不定将成为欧洲的紧张局势开始缓解的一个起点。然而现实是，虽然德国和法国做出了进一步政策协调的尝试，但是局中各方由于有着自身的利益诉求，政治上的统一和协调依然显得如此的困难以至于欧盟峰会的决议依然空洞得像是一个“忽悠”市场的空头支票。

因此，由于政治协调的困难，我们延续我们对于欧洲长期性的悲观看法，如果没有外部救援的话，“欧猪五国”(PIIGS)之中的爱尔兰、葡萄牙和希腊(PIG)都有可能在短期内面临技术违约，特别是希腊。而欧洲的银行渠道将继续面临非常大的风险，流动性的缺乏和市场的紧张会造成欧洲危机进一步陷入“恶性循环”，从而使得欧洲未来的经济增长前景异常暗淡。

表：发达经济体公共债务情况监控（截至2011年12月13日 04:59 PM）

经济体	市场指标							评级			基本情况			
	债务余额	平均年限	5年期CDS	5年期BP	2年期国债	5年期国债	10年期国债	标普	穆迪	惠誉	财政余额	公共债务	GDP同比	GDP环比
	十亿美元	年	BP	YTM%	BP	YTM%	BP	评级	前景	评级	前景	%	%	%
PIIGS														
希腊	466	6.9	11635.2	-	153.	1321.4	34.5	CC	Ca	CCC	-	143	-5.5	0.2
葡萄牙	219	5.8	1136.4	73.7	17.1	-1.1	13.0	BBB-	Ba2	BB+	!	93	-1.7	-0.6
爱尔兰	146	6.2	751.9	53.3	8.55	-48.6	8.20	BBB+	Ba1	BBB+	!	95	2.3	1.6
西班牙	870	6.1	458.4	89.4	4.45	44.1	5.87	AA-	A1	AA-	!	60	0.8	0.0
意大利	2,124	7.0	573.7	127.7	5.96	37.5	6.68	Au	A2	A+	!	119	0.8	0.3
欧洲其它														
冰岛	20	12.6	353.1	-	-	-	-	BBB-	Baa3	BBB+	!	126	4.0	-
比利时	434	6.7	341.9	56.0	3.27	-2.7	4.56	AAu	Aa1	AA+	!	101	1.7	-0.1
法国	1,737	7.1	232.6	40.7	1.04	-8.5	3.31	AAAu	Aaa	AAA	!	82	1.6	0.4
奥地利	256	7.1	204.7	26.4	1.18	-4.9	-	AAA	Aaa	AAA	!	72	2.7	0.3
英国	1,759	14.1	103.4	10.8	0.38	0.2	2.10	AAAu	Aaa	AAA	!	76	0.5	0.5
丹麦	139	7.5	153.2	38.7	0.34	0.1	2.03	AAA	Aaa	AAA	!	83	2.6	0.5
德国	1,677	5.6	106.4	10.8	0.28	-5.9	2.04	AAAu	Aaa	AAA	!	44	-0.2	-0.8
荷兰	408	6.1	137.0	24.6	0.38	-3.5	2.44	AAAu	Aaa	AAA	!	63	1.1	-0.3
芬兰	105	5.0	81.3	13.7	0.47	-4.7	2.60	AAA	Aaa	AAA	!	48	2.7	0.9
瑞士	100	7.0	70.4	-	-0.0	1.6	0.70	AAAu	Aaa	AAA	!	38	1.3	0.2
瑞典	139	5.8	83.1	12.0	0.86	-5.8	1.64	AAA	Aaa	AAA	!	40	4.6	1.6
挪威	75	2.3	48.4	4.8	1.07	-5.1	2.34	AAA	Aaa	AAA	!	50	9.8	1.4
美洲														
美国	9,924	5.1	55.6	3.2	0.21	-3.6	2.03	AA+u	Aaa	AAA	!	63	2.5	2.0
加拿大	603	5.8	-	-	0.88	0.7	2.01	AAA	Aaa	AAA	!	84	3.5	0.2
亚太														
日本	11,629	5.8	131.1	6.4	0.13	0.2	1.00	AA-u	Aa3	AA-	!	200	-0.7	1.4
新西兰	50	4.7	95.4	-0.6	2.57	-17.2	3.86	AA+	Aaa	AA+	!	28	1.5	0.1
香港	102	0.7	107.9	-	0.29	3.7	1.44	AAA	Aa1	AA+	!	18	4.3	0.1
澳大利亚	227	5.1	86.8	0.2	3.17	0.9	3.80	AAAu	Aaa	AAA	!	29	2.5	1.0
新加坡	124	3.0	-	-	-	-	1.72	AAAu	Aaa	AAA	!	106	6.1	1.9

数据来源：Bloomberg, DataStream, 按照经济体的5年期CDS最新报价排序，财政赤字率与公共债务率为年数据；GDP增长情况为季度最新数据，部分经济体GDP环比为折年率，其他指标按日更新；债务余额按照最新本币对美元的日内价格折成美元；评级列中“!”表示前景评级为负面，即未来有可能调低评级，“正”表示前景评级为正面，即未来有可能调高评级，“稳”表示前景评级为稳定，表示未来可预期的因素不会改变该主体评级情况，这里选取的是评级机构对主权信用主体的长期本币债务发行评级，后面出现的“!”表示最近30天内进行过评级调整；“财政余额”和“公共债务”都按其占GDP的百分比衡量，标识的阈值分别为-3%和60%。

分析师简介:

邴 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。