

欧央行 LTRO 操作充当“最后贷款人”了吗？

宏观经济高级分析师：李明亮
SAC 执业证书编号：S0850511010039
lml@htsec.com
021-2321 9434

联系人：高远
gaoy@htsec.com
021-2321 9669

联系人：周霞
zx6701@htsec.com
021-2321 9807

回答这个问题和回答欧债危机是否出现重大转机几乎可以划上等号，首先我们就最终贷款人做简要说明：我们在之前的报告中提到欧洲央行成为“最终贷款人”是欧债危机得以短期内解决的最佳途径，主要是指去**直接无限制购买边缘国的国债和向欧洲主要商业银行注资**，这样做一是可以通过增加银行所有者权益来增加资本充足率，使得银行可以有充足的资金来进行放贷，刺激经济增长；二是边缘国如果没有国债到期压力，一二级国债市场收益率便会下降，融资成本的下降将有利于这些国家获得足够的资金推动本国经济的发展，然后各国再在欧盟的框架下修改欧盟条约，进行财政纪律的约束，从而走上良性循环的轨道。

很多人认为上周欧央行 LTRO 之举是充当了“最后贷款人”，我们在这里予以否定。现在欧洲央行向欧洲商业银行提供低息贷款的方式，我们进行分析，结论如下：

A：对于欧洲商业银行资本金的补足意义不大

欧洲央行向 523 家商业银行提供的资本金为 4890 亿欧元，大部分商业银行没有披露申请贷款情况，意大利证券交易所披露意大利银行通过欧洲央行的 LTRO 获得了约 1160 亿欧元。按照《巴塞尔III》要求，欧洲银行必须在 2012 年 6 月前达到核心一级资本充足率最低 9% 的要求，这意味着欧元区银行需要增资 1147 亿欧元。其中意大利资本金缺口为 154 亿，此次意大利融得的 1160 亿欧元资金，如果全部投资于欧元债券按投资收益率为 6% 计算（西班牙国债），那么意大利的商业银行将得到 5% 的利差，那么一年的利息也就是 58 亿欧元，而意大利银行业的资金缺口为 154 亿，还是不够，更何况 58 亿欧元的利差要形成所有者权益是要在一个会计年度才能实现，而对于 2012 年 6 月的资本充足率要求也是无法满足的，我们大致匡算了下，填补 100% 的资金缺口大约需要 22940 亿欧元资金，而且投资收益率需要达到 6%，这意味着必须购买边缘国的国债才能达到如此高的收益率，所以 LTRO 对于银行资本金充足率意义不大。

表 1 LTRO 对欧洲银行业资本金补充效果（亿欧元）

	提供资本金	利息差	利差收入	资金缺口	可填补缺口比例
欧洲银行业	4890	5%	244.5	1147	21.30%
意大利	1160	5%	58	154	37.6%
欧洲银行业	22940	5%	1147	1147	100%

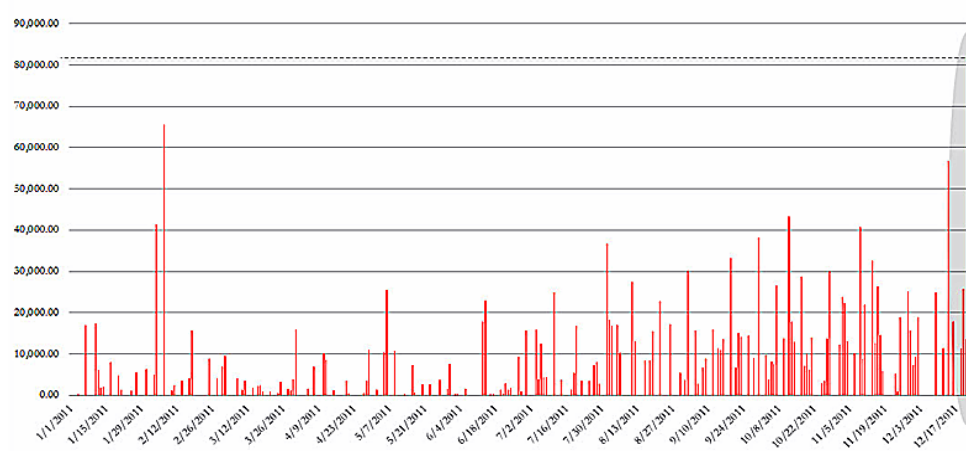
资料来源：互联网资料，海通证券研究所

B：欧洲商业银行在购买主权国家国债、进行家庭和企业放贷上动力不足

欧洲央行低息借给各商业银行的资金能否有效传导取决于各商业银行自身的意愿，商业银行要获得合理的利差，投资于德国、法国或是英国国债市场是不现实的，因为目前这三个国家的 10 年期国债收益率才分别为 1.96%、3% 和 2%，而投资于次安全的意大利和西班牙国债市场又会担心这两个国家主权债务违约，所以在投资边缘国国债市场会有所顾忌。而对家庭和企业的房贷主要取决于经济的复苏进度，从综合的 PMI 和各个机构对经济的预期看，2012 年欧洲经济进一步衰退已成定局，由此这部分放贷也会受到牵制。

放贷给各欧洲商业银行的资金总是要寻找释放渠道，从 LTRO 第二天欧洲央行存款总额的数据显示，存款总额从前一天的 2650 亿欧元直接攀升至破纪录的 3470 亿欧元，欧洲银行们将 2100 亿欧元（4890 亿欧元中只有 2100 亿是净流入银行的）中的近一半，即 820 亿欧元都存到了欧洲银行的账户，这不是欧洲央行愿意看到的，但确实发生了，从这个层面上看，此次欧洲央行的放贷行为在某种程度上是失败了。

图 1 欧洲央行存款每日变化图（百万英镑）



资料来源：华尔街见闻，海通证券研究所

C：欧洲银行业将继续面临资本充足率的压力

债务的减记导致了欧洲银行业资本的大幅缩水，而巴塞尔协议 III 的要求各银行资本充足率必须达到一定比率，根据资本充足率=所有者权益/风险资产，银行要提高资本充足率要求可以增加所有者权益，或减少风险资产的比重。大致的途径包括：通过本国政府或是欧央行的直接注资；出售部分资产回笼资金；用符合要求的资产作为抵押向欧央行借款；紧缩信贷；

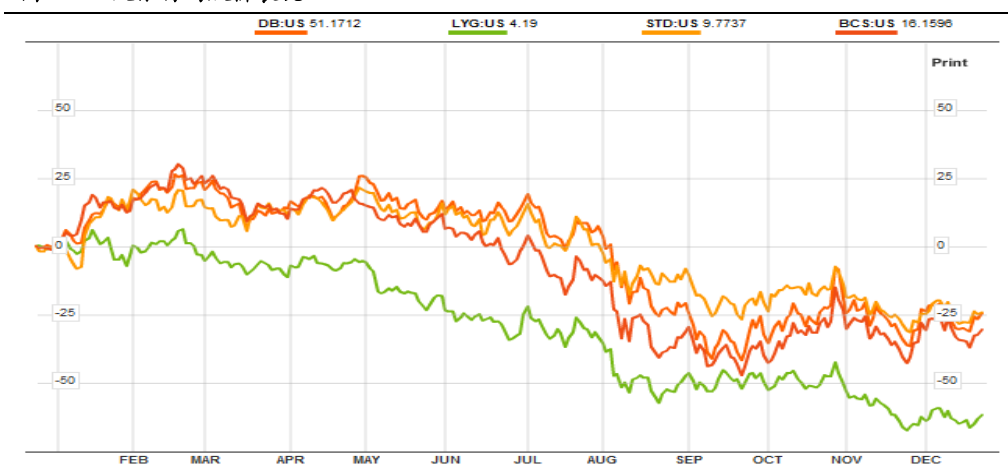
第一、通过本国政府、私人投资者或是欧央行直接注资：通过注资可以增加所有者权益，从而提高资本充足率。而从目前的情况看，三方都不愿意，政府自身难保，欧央行一再强调不会直接对欧洲银行业直接注资，而私人投资者对持有大量政府债券的欧洲银行业表示担忧都不愿意进行注资。而从目前欧洲商业银行估值角度看，目前的低估值使得欧洲银行业不愿意以极低的价格让渡所有权。图为德意志银行、桑坦德银行、劳埃德银行、巴克莱一年以来的股价走势，从图 2 中看出这些银行的估值已经达到了比较低的水平。

第二、出售部分资产：欧洲商业银行通过出售负债率高的风险资产来降低风险资产比重，从而降低资产和负债，但是负债下降的更多，由此带来资本充足率的提高，目前好多银行开始出售负债率高的分支机构，这一做法是将分支机构的资产和负债同时转让出去，这可以在不改变资产负债表的情况下降低负债，从而提高资本充足率。在市场状况不佳的情况下，出售资产也卖不到好价钱。而且出售资产还面临着阻力，现在欧洲各国政府已经考虑限制向海外公司出售银行资产，而且随着形势恶化，许多投资人都持币观望，等待更好的介入时机。

第三、用符合要求的资产作为抵押向欧央行借款：这项动作一直在进行，但是目前各大商业银行的符合要求可以用来抵押的资产越来越少了，有些商业银行开始和一些投行签订互换协议，进行资产置换，把不符合要求的资产置换为符合要

求的资产，再以这些资产作为抵押向欧洲央行贷款，这一举措虽然还没有面临管制，但还是蕴涵着风险的，不得不让我们想到许多国家在加入欧元区的时候和投行进行的债务互换。

图 2 四大银行的股价表现



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

第四、紧缩信贷：这项措施是各大商业银行为降低风险资产的选择，只要欧洲经济继续衰退，商业银行紧缩信贷的行为不会有改观，这也必然会影响到实体经济，导致经济因缺血而进一步衰退。

综合各种提高资本充足率的方式，目前银行主要采取的方式都将遇到瓶颈，而要在 2012 年 6 月份前提高充足率至 9% 还是非常有难度的。紧缩信贷将是欧洲银行业降低风险资产的主要方式，这意味着实体经济逐步受到影响是大概率事件。

信息披露

分析师声明

李明亮：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。