

欧债危机压力短期缓解、国内外环境改善推升股指

——欧洲债务解决方案点评

临时策略点评

2011 年 10 月 28 日

➤ 欧洲债务问题压力短期得到缓解，长期仍存在不确定性

- 此次债务解决方案将欧洲金融稳定工具的规模放大到 1 万亿欧元，其规模总量仅够覆盖欧洲问题五国 2012-2015 年的债务，而 2016-2020 年五国到期债务总量为 7620 亿元。因此，当前的金融稳定工具的规模仍只立足于短期解决。
 - 其次，除当前问题五国之外，欧元区国家仍有潜在债务问题国家。尤其是遭到国际信用评级机构降级的欧元区国家仍存在债务压力。如果欧洲债务国家仍然继续向其他国家蔓延，欧洲债务问题的短期解决方案难以全面有效覆盖。
 - 此次解决方案对于银行业存在不利影响。由于希腊债务减记比例达到 50%，导致私人部门承受较大压力，而面对明年中期 9% 的资本充足率，银行业的再融资需求不可避免，银行的融资能力仍存在不确定性。由于债务国家存在债务减记的可能，导致投资者对于欧元区国家债务的需求下降，国债发行压力较大，仍然面临较高的借贷成本。
 - 欧洲主要债务国家仍面临着经济发展与财政紧缩的内在矛盾，一方面债务的长期解决仍需要依靠自身经济的发展，通过持续累积的外汇储备进行债务的偿还，受到人力成本以及资源等限制致使经济发展的内在动力较弱；另一方面，受债务问题的制约，债务国家主要通过紧缩的财政政策减少赤字，刺激经济的财政政策实施空间有限。
- ### ➤ 短期外围环境转好，投资者注意力转向国内基本面
- 短期大宗商品价格的上涨对于国内的通胀影响有限，在食品价格的显著回落以及翘尾因素的逐步消除，未来物价回落的趋势将更为明确，并不会因为短期大宗商品价格的上涨而受显著影响。
 - 由于欧洲银行以及国债的发行短期仍属正常，债务问题解决前期还未发展到通过货币贬值，实施量化宽松的地步，因此，大宗商品受流动性推动因素有限。
 - 在外围市场环境向好，市场关注点转向国内，叠加国内流动性改善，金融稳定政策的共同作用，股指有望延续近期反弹走势。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021) 63367000-310

FAX: (021) 63373209

Email: ducc@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

事件：欧元区成员国领导人就债务解决方案达成一揽子协议

欧洲理事会常任主席范龙佩 27 日凌晨宣布，欧元区成员国领导人已就解决债务危机达成一揽子协议。

1、现有救助机制即欧洲金融稳定工具的规模将得到扩充：欧元区成员国领导人已同意将现有救助机制即欧洲金融稳定工具的规模放大到 1 万亿欧元(1.39 万亿美元)。扩容有两种操作方案：一个是将目前的欧洲金融稳定工具用于为问题国家发行新国债进行一定比例的担保；另一个方案是设立一个或几个“特殊目的工具”(SPV)，从而为欧洲金融稳定工具融资。

2、私人投资者同意在“自愿”基础上将所持希腊债务减值 50%。相当于为希腊“减债”或“注资”1000 亿欧元(约合 1390 亿美元)。希腊政府国债协议将使 2020 年希腊国债占 GDP 比例从 180%下降至 120%。另外，欧元区领导人还同意，今后 3 年再向希腊提供 1000 亿欧元(1390 亿美元)救助资金。

3、为了整固银行业，欧元区领导人决定在 2012 年 6 月底前将欧洲主要银行的核心资本充足率提高到 9%。

4、欧盟加强财政纪律：欧元区领导人还敦促意大利加大力度巩固财政，实施进一步的经济改革。在 2012 年年底将平衡预算要求列入各成员国的立法程序，甚至写入宪法；推荐各国议会接受欧盟有关经济与预算的政策；要求成员国在进行重大改革前要和欧盟委员会及其他成员国协商等。

1、欧债解决方案达成后资本市场积极回应

方案通过后欧美股指大幅上涨，次日亚太股指也出现上涨。

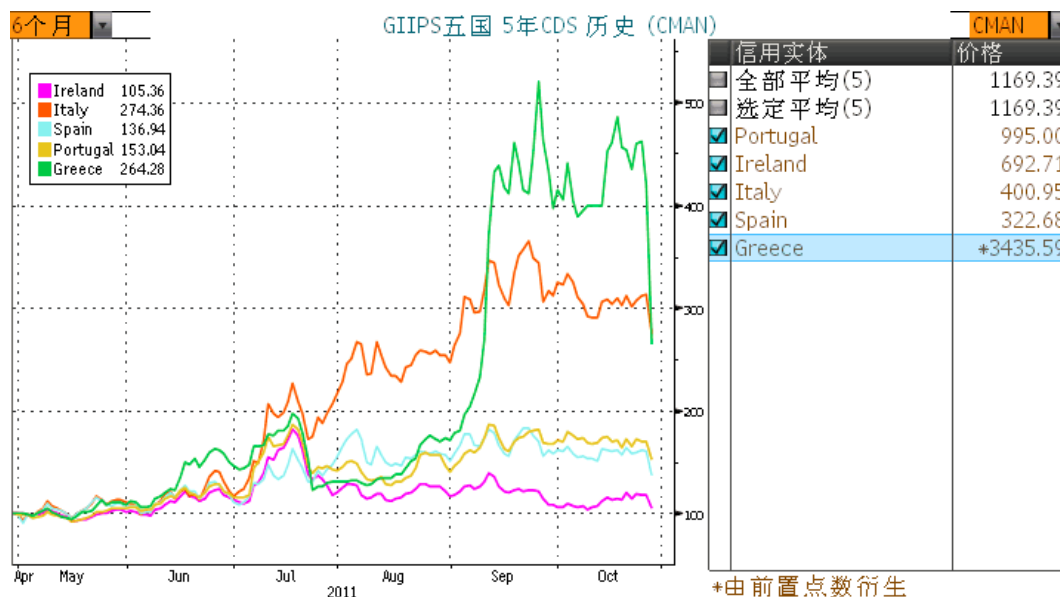
图 1、受欧债解决方案刺激，国际证券市场大涨

1) 美洲	值	净涨跌	涨跌%	时间
4) 道琼斯工业平均指数	12208.55	+339.51	+2.86%	10/27
5) 标准普尔500指数	1284.59	+42.59	+3.43%	10/27
6) 纳斯达克综合指数	2738.63	+87.96	+3.32%	10/27
7) 加拿大标普/TSX综合指数	12465.44	+279.38	+2.29%	10/27
8) 墨西哥综合指数	36727.21	+908.63	+2.54%	10/27
9) 巴西圣保罗证交所指数	59270.13	+2126.34	+3.72%	10/27
2) 欧洲/中东/非洲				
10) 欧盟斯托克50价格指数	2476.92	+141.86	+6.08%	10/27
11) 富时100指数	5713.82	+160.58	+2.89%	10/27
12) 法国CAC 40指数	3368.62	+199.00	+6.28%	10/27
13) 德国DAX 30指数	6337.84	+321.77	+5.35%	10/27
14) 西班牙IBEX 35指数	9270.50	+438.00	+4.96%	10/27
15) 意大利富时MIB指数	16954.68	+882.76	+5.49%	10/27
16) 荷兰AEX指数	315.45	+11.61	+3.82%	10/27
17) OMX斯德哥尔摩30指数	1029.34	+46.26	+4.71%	10/27
18) 瑞士市场指数	5823.00	+122.50	+2.15%	10/27
3) 亚洲/太平洋地区				
19) 日经225指数	9022.88	+96.34	+1.08%	12:08
20) 香港恒生指数	20061.44	+372.74	+1.89%	12:05

数据来源：BLOOMBERG, 东北证券

此外，美元指数大幅下跌，当日跌幅达 1.68%，收于 74.97；欧元对美元大幅上升，上涨幅度 2.09%。商品期货市场上，纽约商业交易所(NYMEX) 12 月份交割的轻质原油期货价格上涨 3.76 美元，报收于每桶 93.96 美元，涨幅为 4.2%，同时创下 8 月以来的最高收盘价。北海布伦特原油期货价格上涨 3.18 美元，报收于每桶 112.09 美元，涨幅为 2.9%。美元指数的下跌以及欧洲债务解决方案促使黄金价格上涨，纽约商品交易所(COMEX) 12 月份交割的黄金期货价格上涨 24.20 美元，报收于每盎司 1747.70 美元，涨幅为 1.4%。

图 2、GIIPS 五国 5 年期 CDS 快速回落，市场预期转好



数据来源：BLOOMBERG，东北证券

2、欧洲债务问题压力短期得到缓解，长期仍存在不确定性

首先，此次债务解决方案将欧洲金融稳定工具的规模放大到 1 万亿欧元，其规模总量仅够覆盖欧洲问题五国（希腊、意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰）2012-2015 年的债务，2012-2015 年希腊等问题五国债务合计为 1.16 万亿元，而 2016-2020 年五国到期债务总量为 7620 亿元。由此可见，当前的金融稳定工具的规模仍只立足于短期解决。

表 1、欧洲五国 2020 年前到期债务量（单位：百万欧元）

时间	希腊		爱尔兰		意大利		葡萄牙		西班牙		合计
	本金	利息	本金	利息	本金	利息	本金	利息	本金	利息	
2011 年	38874	12715	10639	4222	287652	50397	27020	5073	132632	20669	589893
2012 年	31732	11285	5875	4032	192299	45554	9462	4666	73819	18009	396733
2013 年	27748	9787	6027	3813	123796	40872	9767	4238	66269	15731	308048
2014 年	31532	8703	11856	3511	51028	37107	15371	3723	46893	13247	222971
2015 年	51489	7194	192	3037	78690	33829	11941	3128	37936	11374	238810
合计（2012-2015）	179470		38343		603175		62296		283278		1166562
2016 年	15249	6240	10168	3036	46867	30871	6755	2733	19532	10047	151498

2017 年	22757	5839	0	2569	86486	28639	7087	2457	30933	9416	196183
2018 年	9831	4972	9950	2547	69598	25794	7075	2146	17040	7980	156933
2019 年	24860	4594	14472	2104	49468	23333	8725	1839	28804	7306	165505
2020 年	5250	3107	19559	1366	433	19922	8662	1425	26129	6023	91876
合计 (2016-2020)	102699		65771		381411		48904		163210		761995

数据来源：BLOOMBERG，东北证券

其次，除当前问题五国之外，欧元区国家仍有潜在债务问题国家。尤其是遭到国际信用评级机构降级的欧元区国家。如果欧洲债务国家仍然继续向其他国家蔓延，欧洲债务问题的短期解决方案难以全面有效覆盖。

3 月 30 日，标准普尔宣布，已将塞浦路斯的政府债务评级调降一档，从“A”降至“A-”，并将评级前景维持在负面不变。理由：塞浦路斯金融系统对债台高筑的希腊的大量风险敞口是一个“评级弱点”。

10 月 20 日，标准普尔宣布下调斯洛文尼亚长期和短期主权信用评级，自 AA-/A-1+调降至 AA-/A-1+；同时维持斯洛文尼亚外汇转移和兑换评估(T&C)评级不变，展望为稳定。理由：斯洛文尼亚的财政状况已经恶化，同时，斯洛文尼亚政府尚未提出可信的财政巩固策略。

表 2、欧元区及其他国家国债占 GDP 比例(%)

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
欧元区	68.2	68	69.1	69.5	70.1	68.5	66.2	69.8	79.2	85.1
法国	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.1	59.3	62.5	67.5	81.7
德国	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.1	59.3	62.5	67.5	83.2
奥地利	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.1	59.3	62.5	67.5	72.3
比利时	106.6	103.5	98.5	94.2	92.1	88.1	84.2	89.6	96.2	96.8
塞浦路斯	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.1	59.3	62.5	67.5	60.8
芬兰	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.1	59.3	62.5	67.5	48.4
卢森堡	106.6	103.5	98.5	94.2	92.1	88.1	84.2	89.6	96.2	96.2
马耳他	106.6	103.5	98.5	94.2	92.1	88.1	84.2	89.6	96.2	68
荷兰	50.7	50.5	52	52.4	51.8	47.4	45.3	58.2	60.8	62.7
斯洛伐克	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.8	35.4	41
斯洛文尼亚	26.8	28	27.5	27.2	27	26.7	23.4	22.5	35.4	38

数据来源：BLOOMBERG，东北证券

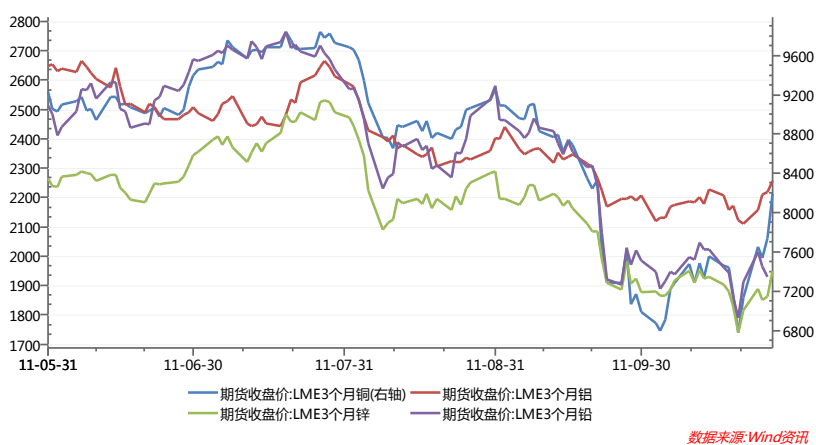
再次，此次解决方案对于银行业存在不利影响。由于希腊债务减记比例达到 50%，导致私人部门承受较大压力，而面对明年中期 9%的资本充足率，银行业的再融资需求不可避免，初步推算，欧洲银行业可能需要融资 1000 亿欧元左右，而银行的融资能力仍存在不确定性。由于债务国家存在债务减记的可能，导致投资者对于欧元区国家债务的需求下降，国债发行压力较大，仍然面临较高的借贷成本。

此外，欧洲主要债务国家仍面临着经济发展与财政紧缩的内在矛盾，一方面债务的长期解决仍需要依靠自身经济的发展，通过持续累积的外汇储备进行债务的偿还，受到人力成本以及资源等限制经济发展的内在动力较弱；另一方面，受债务问题的制约，债务国家主要通过紧缩的财政政策减少赤字，刺激经济的财政政策实施空间有限。导致经济发展预计财政紧缩的矛盾难以平衡。

3、短期外围环境转好，投资者注意力转向国内基本面

首先，受欧洲债务危机压力缓解以及美国利好经济数据，近期国际大宗商品价格上涨明显，由于前期国内商品期货价格回落幅度较大，短期大宗商品价格的上涨对于国内的通胀影响有限，而近月物价上涨的主要推动因素仍以食品为主，因此，在食品价格的显著回落以及翘尾因素的逐步消除，未来物价回落的趋势将更为明确，并不会因为短期大宗商品价格的上涨而受显著影响。此外，由于欧洲银行以及国债的发行短期仍属正常，债务问题解决前期还未发展到通过货币贬值，实施量化宽松的地步，因此，大宗商品受流动性推动因素有限。

图 3、大宗商品出现反弹



数据来源: WIND, 东北证券

其次，在外围市场环境向好后，市场关注点转向国内。当前，外围市场受欧债解决方案以及日本货币宽松政策影响，流动性呈现相对宽松状态。国内在经历前期持续紧缩货币政策影响后，市场流动性持续偏紧，而在近期受调控政策微调，体现在对中小企业的信贷优惠和政策扶持等金融稳定政策利好作用，导致各资金市场利率显著回落。

因此，短期在外围市场环境转好以及国内流动性改善，金融稳定政策的持续作用下，股指有望延续近期反弹走势。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。