

欧洲债务危机的前景、传导链条及影响

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

——全球退出步伐将明显放缓

在5月底、6月初,欧洲债务危机最恐慌的阶段似乎告一段落,即使惠誉调降了西班牙评级,欧元也没有出现雪崩式的暴跌,这可以看作是市场信心开始恢复的标志吗?或许可以,但如果现在就开始乐观,恐怕仍是一项比较冒险的策略。

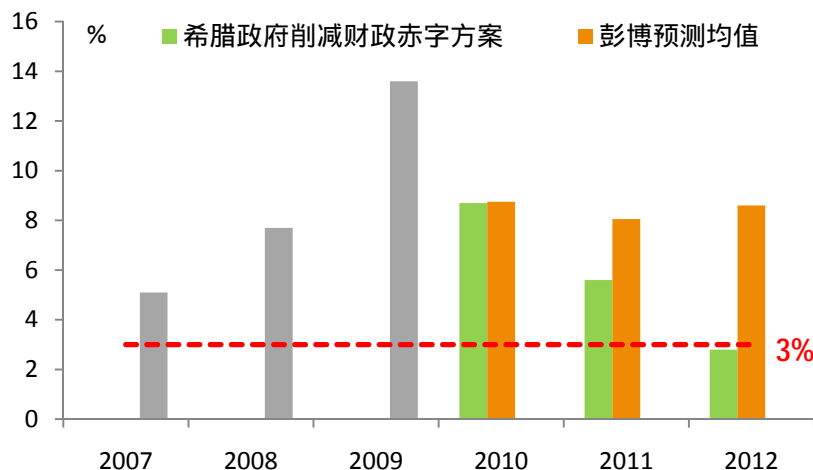
债务危机前景仍不乐观

欧洲债务危机发展到现在,势必会对全球经济带来影响,但具体影响几何,关键要看债务危机最终会如何演化。

演化大体有两条道路,一是危机到此为止,市场信心开始恢复,危机国成功的进行了财政紧缩,这样的话,本次危机可能只会对全球经济带来轻微的下行风险,欧元的贬值甚至可以提振欧洲经济复苏;另一条道路则是危机久拖不决,市场信心在持续不断的违约风险压力之下趋于崩溃,引发银行业危机,这种结果将对包括中国在内的全球经济带来重大下行风险。

欧盟已经大手笔的设立了7500亿欧元的稳定基金,不过这看起来并不能化解潜在的违约风险。在欧盟的严厉要求下,希腊制定了苛刻的财政紧缩计划,冻结工资、减少支出、增加税收,这些反经济周期的举措显然无助于希腊经济复苏,在损害经济增长前景的基础上大量集中偿还债务,很容易带来希腊国内经济的崩溃,或者会带来债务违约,而这正是市场最担心的。

图1：希腊财政紧缩计划 来源：彭博、招商银行



按照希腊最新推出的财政紧缩计划,2012年希腊将把财政赤字压缩到GDP的2.8%,即欧元区财政赤字上限以内,这意味着希腊3年后的财政支出将较2009年大幅压缩385亿美元,并在这一基础上偿还1100亿欧元的本息。这一预期是建立在希腊经济不出现大幅萎缩的假设前提下的,而实际上,考虑到大规模减少支出及冻结薪金带来的影响,希腊经济出现大幅萎缩的可能性非常大,届时能否有足够的税收来达到目标,是个很大的疑问,况且,希腊民众对于财政紧缩的忍耐度似乎已经到了极限,而社会动荡会进一步延缓经济复苏,加大紧缩难度。从参与彭博调查的机构来看,市场认为希腊远远无法实现财政紧缩的目标,希腊的紧缩计划很可能只是在画饼充饥。

图2：“欧猪五国”财政赤字状况 来源：彭博、招商银行

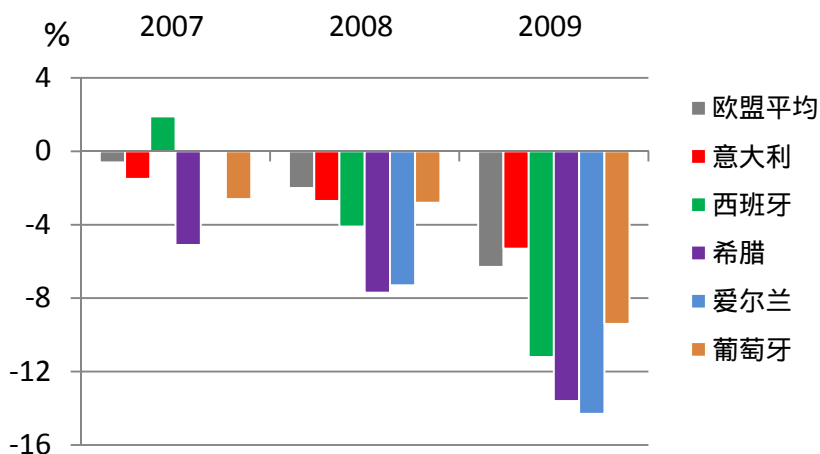
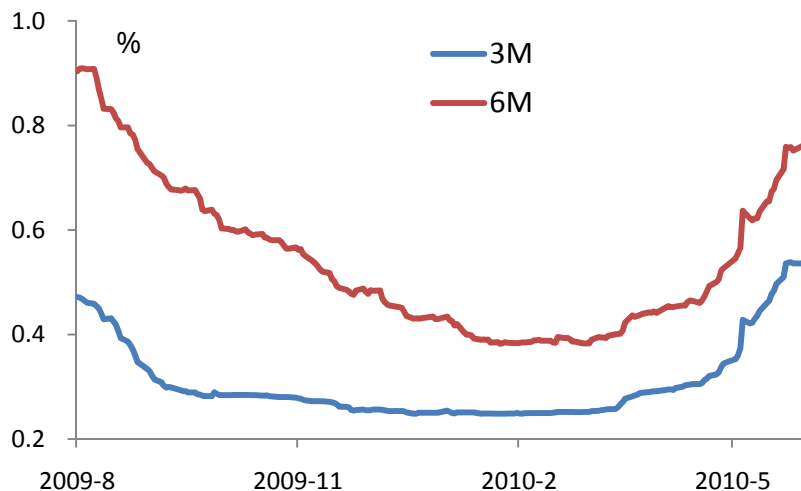


图3：美元LIBOR拆借利率 来源：彭博、招商银行

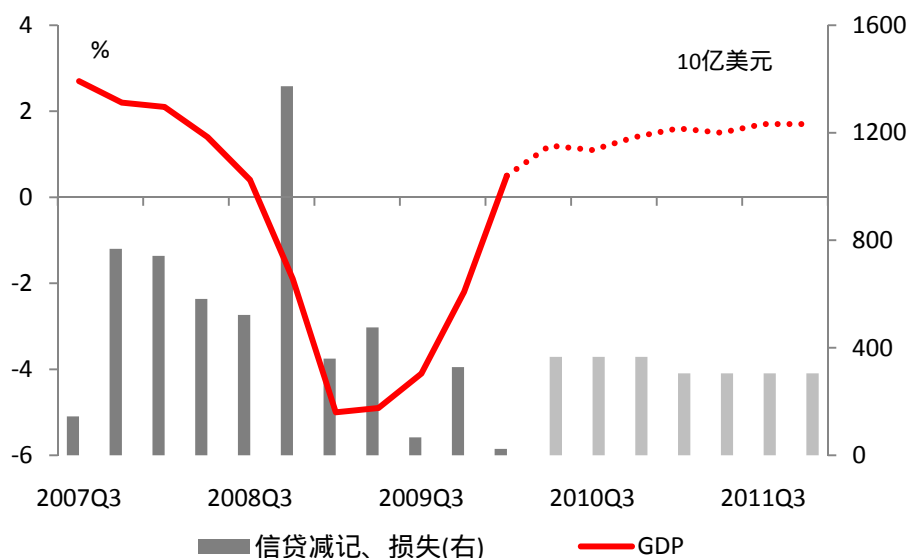


这一问题不仅困扰希腊，而且其他几个危机国皆有这种风险。一旦某国出现融资困难，或者希腊表现出债务重组的迹象，市场风险厌恶将会进一步上升，投资者将会抢在真正违约之前而抛掉持有的债券和相关资产，这将迫使预期中的违约成为现实。

届时，欧洲银行业将不得不大量减记资产，从而重演雷曼倒闭后的一幕，由于不知道对手方的资产状况究竟如何，金融机构会互不信任，拆借利率飙升（现在已经出现了明显上升），对个人和企业惜贷，流动性会滞留在金融体系内，而非进入实体经济，从而中断欧洲经济复苏，甚至将其拖入二次衰退。

看起来欧洲央行已经为此做好了准备，称欧元区银行在今明两年将面临 1950 亿欧元的资产减记，约合 2400 亿美元，这一规模大约是 2007 年至 2010 年 1 季度欧元区因次贷危机而减记资产总合的 40%。

图 4：欧元区资产减记与经济增长预期 来源：彭博、招商银行



倘若欧洲央行此次资产减记预测，并未考虑债务危机严重恶化的情况，那么一旦危机恶化，减记的资产规模很可能会翻番。而在次贷危机后，欧洲银行业并未进行充分的压力测试，因此外界对于欧洲银行的风险承受能力，始终充满疑问。

2008 年欧元区银行业猛烈的资产减记，将欧洲经济迅速拉入负增长，此次 2400 亿美元规模的减记，足以削弱欧洲经济的复苏力度，预计未来两年，欧元区 GDP 的增速很难超过 2%，若危机扩大，

减记规模翻倍，欧洲经济可能出现零增长甚至负增长。

对于欧洲银行业，假如部分银行陷入经营困境，我们有可能再次见到银行被国有化，这将同样引发金融市场上的猛烈抛售。

债务危机恶化后的传导链条及影响

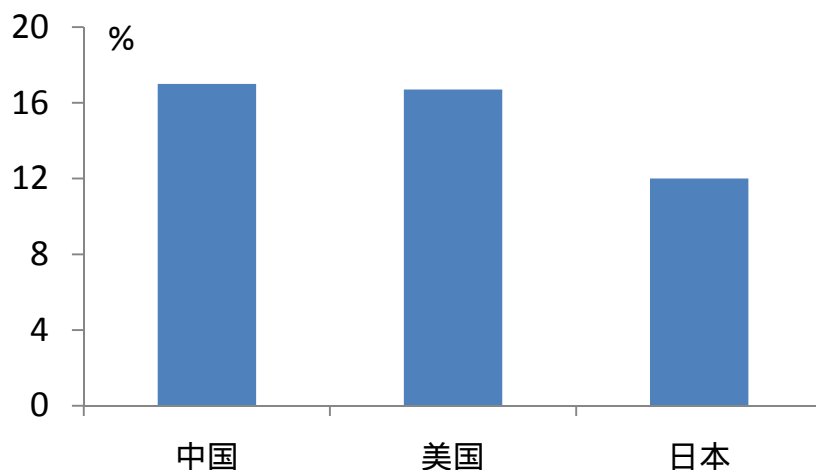
债务危机将会以两条链条向外传导，即金融与贸易。对发达国家，主要通过金融链条传导，而对于中国这样的新兴市场，则主要通过贸易链条传导。

发达国家金融市场联系紧密，比如西欧及美国仅在希腊和葡萄牙就有 5220 亿美元的风险敞口，在其余危机国的敞口就更为惊人，一旦出现大规模资产减记，影响的广度和深度可能超出预期。

日本可能是个例外，出于保守的投资风格，日本乃至亚洲的金融业一直并不热衷于在海外进行高风险投资，这令其在次贷危机中得以安然度过，并使日元具备了与美债一样的避险地位，我们预计日本金融业受到的冲击将会明显小于欧美，日元可能再次出现阶段性升值。

但日本和中国、韩国等亚洲新兴市场，可能会受到贸易链条的影响，亚洲的新兴市场过于依赖海外贸易，极易受到外部经济周期的影响。不过，欧盟（剔除英国）在日本出口份额中的比重，低于中国和美国，对日本出口的冲击会小于中美，但考虑到日本经济增长动力本来就不足，这一冲击足以严重削弱日本的复苏。

图 5：欧盟在中美日出口中的比重（剔除英国）来源：彭博、招商银行



对于中国而言，欧盟是中国的第一大出口目的地，在总出口中

的占比(剔除英国)达到了17%，因此债务危机将对我国出口构成挑战。实际上，近期已经出现了一些零星报告，称欧洲的进口商由于不确定未来的前景，或者由于当地银行暂停提供担保，已经取消了对我国的订单，虽然这尚未形成趋势，但我们相信，如果危机恶化，取消订单的比例将会出现显著上升。

对欧盟的出口只占我国 GDP 的 6% 左右，还不足以严重拖累我国经济，但是，美国对欧盟的出口比例亦较高，金融系统也易受到波及，而美国做为全球最大的消费者群体无人能够替代，因此届时我们需要考虑我国经济复苏进程放缓，对我国出口乃至全球经济带来的负面影响。

当然，据此认为我国经济会二次探底，尚嫌武断，因我国政府主导的投资热潮尚未消退，很多在 2009 年开工的项目仍需后续投资，房地产投资也保持在较高水平——尽管近期房地产调控政策趋于严厉，但我们预期我国的开发商年内不会大幅压缩新开工项目，以确保楼市好转后有充足的供给——这将保证我国经济仍然会维持较高的增速，况且我国财政状况相对良好的多，政府仍有足够力量来支持经济发展。我们或许会见到我国经济增速出现温和回落，但暂时没有二次探底的风险。

全球退出步伐将明显放缓，人民币升值推后

在债务危机爆发之前，一些经济体已经开始了其退出进程，以避免次贷危机期间的刺激措施引发严重的通货膨胀或资产泡沫，比如北欧部分国家和澳洲、印度央行开始加息，我国上调存款准备金率，以及美联储有意开始抽紧流动性等。

但是，随着债务危机的爆发，我们预期全球主要央行的退出步伐将明显放缓，即使危机只局限于目前程度，也足以促使主要央行在退出问题上采取观望态度。

深陷危机中心的欧洲央行，正在大力购买欧元区公债，升息已经成为奢谈，预计欧洲央行在 2011 年上半年之前，都不会有升息举动，如果银行业资产减记超出预期，甚至不排除欧洲央行会再次降息。

欧元前景因此看来不妙，虽然自去年 12 月以来，欧元已经下跌了 20%，但中期跌势远未结束，在市场认定债务危机出现根本性好转前，欧元可能只会出现一些阶段性的技术反弹，继续下行的压

力占据绝对优势。若危机不能缓解，欧元年内有跌向 1.0 的巨大风险。

美联储在今年 1 季度或许已经在思考退出的问题，随着美国经济强劲复苏，超低利率的政策越来越具有风险性。我们原来预计联储会在年底前有机会加息，但在债务危机愈演愈烈的形势下，我们相信联储会采取观望态度，加息时间将被推迟，最早的加息时间有可能出现在明年年初，如果危机恶化，联储维持低利率的时间可能比市场预期的会更长。

有关中国央行即将加息的传闻，至少从今年 1 季度开始就在市场间流传，但面对有关经济即将放缓的激烈争论，以及债务危机带来的高度不确定性，预计中国央行对加息以及重启人民币升值会采取日益谨慎的态度。

由于中国年内通胀的高峰很可能出现在 3 季度，为控制通胀预期，中国央行在夏季进行首次加息的概率相对较高，但未避免经济下行风险，有可能是非对称加息。不过假如债务危机严重恶化，那么中国央行加息的时间很可能会向后推迟到 4 季度，甚至明年。

而对于人民币汇率，我们仍维持既有的观点，即债务危机以及美元的大幅走强，削弱了人民币升值的压力和空间，此时升值，将对出口，尤其是对欧洲出口带来负面影响，我们预计，除非能看到债务危机好转的迹象，否则在一个季度内，中国央行主动重启人民币升值概率仍很低。

招银专题分析报告

2010年6月4日
总第64期

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2010 版权所有。保留一切权利。