

## 欧债危机最新评估及未来风险

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

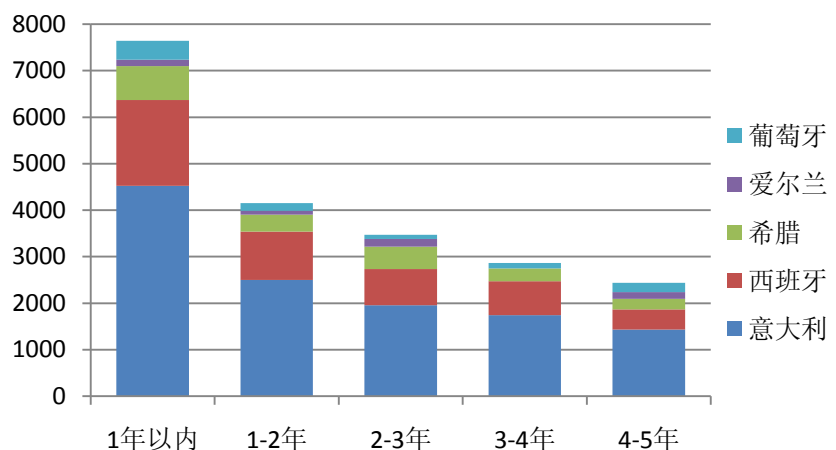
古希腊戏剧开创了西方戏剧的鼻祖，众多悲喜剧作品脍炙人口，公元前6世纪，雅典民主政治提倡集体生活，人民大众的思想情感要求用集体的方式来表达，唯有戏剧才能满足这种要求，因而戏剧得到空前发展。

如今，希腊人民又要用集体的方式来表达情绪了，就在欧盟峰会刚刚达成协议，市场满心欢喜的以为可以稍作喘息时，希腊出人意料地抛出了“全民公投”这个议题，真可谓悲喜交加。那么，这出已经上演了两年的“欧债危机”大戏，未来的走向究竟是喜剧还是悲剧呢？

### 债务危机的未来风险

我们将迄今为止能够掌握的，有关欧洲国家间债务相互持有情况和到期情况做了以下汇总，可以发现，即使欧盟峰会推出了诸多措施，但2012年上半年仍将是极为严峻的时间窗口，而意大利将成为关键性战役。

图1：“欧猪五国”债务到期规模 来源：路透

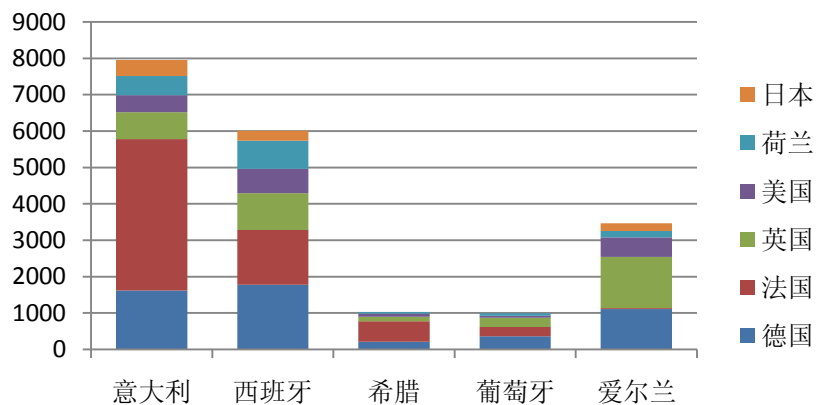


危机国未来到期债务规模呈现递减规律，其中一年以内到期的规模高达7643亿欧元，这其中可能包含了大量短期周转债务，但在经济低迷的压力之下，未来1年偿还如此规模的债务，还是一项相当严峻的挑战。

其中意大利的压力最大，1年内到期债务规模达4524亿美元，

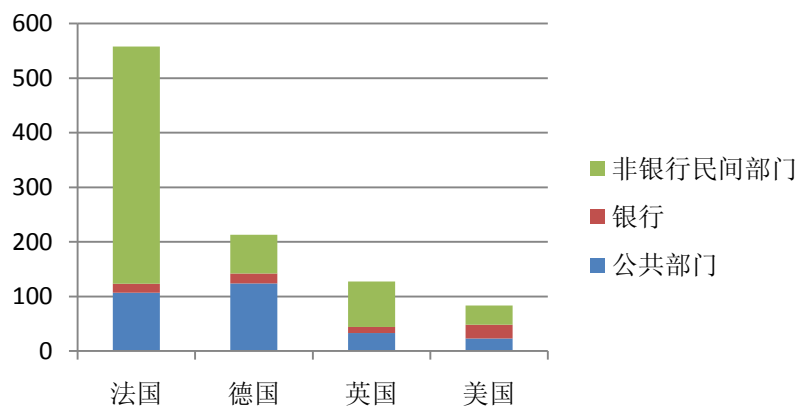
而意大利全年的财政收入不超过1万亿美元，意味着近50%的财政收入都要用于支付债务，意大利必须继续大量借入新债，否则将面临财政崩溃，这也可以理解为什么欧洲稳定基金一下子扩充至1万亿欧元的规模。

图2：“欧猪五国”债权人分布 来源：路透



在危机国的主要海外债权人分布上，我们可以看到，法国的债权规模最大，几乎占到希腊和意大利的一半，西班牙的四分之一，而法国单在意大利的债权规模就高达4164亿美元，且非银行民间部门的规模非常之大。因此，无论是此次对希腊的债务减记，还是未来如果意大利出现债务减记，那么受损失最大的将会是法国的民间体系，这也可以理解，为什么法国在此次欧盟峰会上对减记比例锱铢必较。

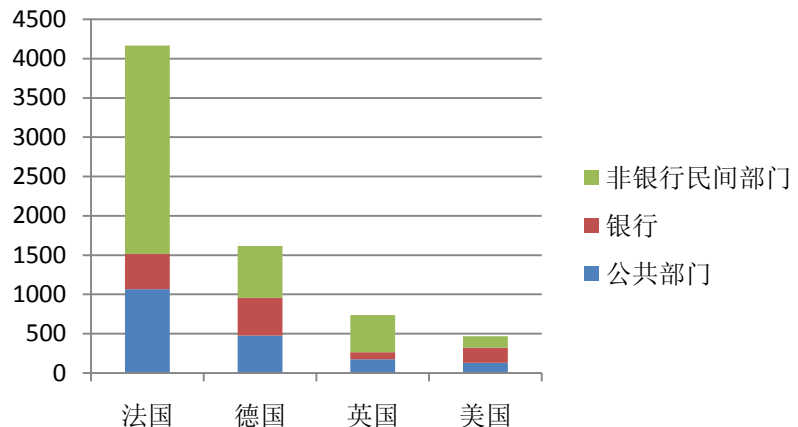
图3：各国民间部门在希腊的债权规模 来源：路透



值得注意的是，美国和日本在欧洲国家的债权规模很小，这一方面反映出欧洲国家内部借贷的普遍性，另一方面也解释了美国和

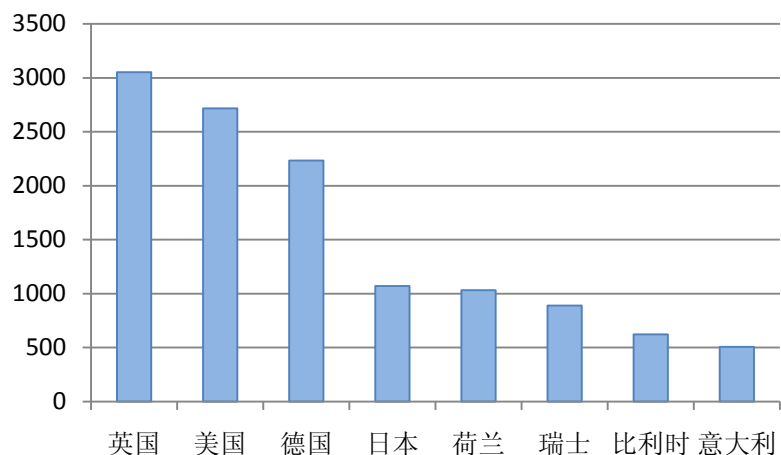
日本为何对参与解决欧债危机并不热心。同时，一旦出现普遍的严重违约局面，那么遭受最直接打击的将是法国、德国、荷兰等欧洲国家，而美、日受到的冲击将会相对较小。

图4: 各国民间部门在意大利的债权规模 来源: 路透



但是，鉴于发达经济体之间金融联系的紧密性，在欧洲拥有大量风险敞口的金融机构，可能会因这些金融机构陷入流动性困境等因素而受到第二轮打击。在法国的风险敞口中，以英国和美国的规模最大，英国的规模超过了3000亿美元，考虑到经济总量，英国将蒙受相对更大的损失，这也合理的解释了尽管并不受到欧元区国家的欢迎，但英国依然热衷于参与解决欧债危机。

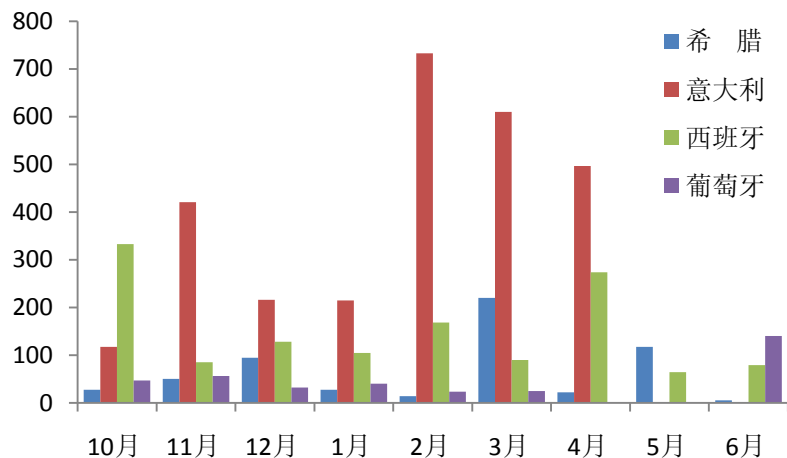
图5: 各国在法国的风险敞口 来源: 路透



未来6个月内，危机国将迎来债务到期的高峰，即使不考虑动态变化，2011年的11月，以及2012年的2、3、4月，仍是相当危

险的阶段，尤以明年的2月为甚，该月仅意大利的债务就有近800亿美元到期。而随着这些国家借新债还旧债，后续的月度债务峰值甚至可能会创出新高。

图6: 未来月度债务到期规模 来源: 路透



## 欧盟峰会——“一针迷幻剂”

10月底举行的欧盟峰会，成为半年来最重要的一次会议，达成了诸多成果，总体来看，我们认为，这是一针迷幻剂，可以让人暂时忘却痛苦，但药效过后，什么也不会改变，该协议可以在中短期内大幅缓解欧债危机进一步恶化的风险，但是治标不治本，无法从中长期彻底解决危机。

协议简单概括为：1) 私人部门的希腊债务减记50%，约合1000亿欧元；2) 稳定基金以杠杆的方式扩大至1万亿欧元；3) 欧洲银行业的资本充足率在明年6月前提高到9%，为此需融资1000亿欧元。

私人部门减记50%的债务，虽然令希腊减压，但却开了一个恶劣的先例，减记实际上就是大规模的债务违约，这意味着任何一个国家，只要还不起债，便可以一笔勾销，这无疑减缓了剩余几个危机国整顿财政的紧迫性。

而稳定基金以杠杆的方式扩大至1万亿欧元，更是“画饼充饥”了，假如以部分担保的形式担保某国的债务，意味着债权人最后仍面临大幅亏损的境地，而且杠杆化的方式充分说明，欧洲国家已经没有过多的资金用于救助，或者即使有，也不愿意再拿出来。

从危机国的债务分布来看，未来12个月内，“欧猪五国”有接

近 8000 亿美元债务到期，假设稳定基金的杠杆设为 3-4 倍，那么稳定基金的实际资金规模只有 2500-3000 亿欧元，合 3500-4000 亿美元，因此只要市场愿意，完全可以将稳定基金掏空，从而让“欧猪五国”处于裸泳状态。

而且这还只是一个静态假设，假如危机国大量借入短期债务维持财政运转，或者市场利率飙升导致还债压力剧增，那么 1 年内的到期债务规模可能会达到 1 万亿美元。

而分国别来看，希腊已经暂时摆脱了危机，稳定基金足以覆盖希腊的所有债务，但明年的焦点将集中于意大利，其 1 年内到期债务高达 4500 亿美元，几乎可以耗干稳定基金池。

图7：意大利10年期国债收益率 来源：彭博



因此，我们有充分的理由认为，这次峰会达成的只是一个权宜之计，若想真正让市场看好未来，必须有大量的后续协议，乃至制度性创设的工作要做。实际上，就在协议公布后，意大利国债拍卖利率又创出新高，充分表明了市场的怀疑和不信任。

## 危机继续恶化对全球的冲击

这次危机持续已经两年，其对欧洲乃至全球的影响甚至可能超越 2008 年的金融危机，我们认为，如果欧洲国家不能在短期内采取实质性措施，任由危机继续恶化的话，将带来以下冲击。

### 1) 政治冲击

希腊最终通过“公投”否决欧盟峰会协议的概率相当大，指望习惯了高福利低劳动强度的纳税人来共克时艰是件虚无缥缈的事，

因此，希腊最终出现无序违约乃至退出欧元区都是概率相当高的风险事件。

图8：意大利5年CDS 来源：彭博



但不论希腊最终公投的结果如何，此次欧债危机对政治的冲击已经显现出来，那就是，政治经济一体化并非苦口良药，更有可能是一剂毒药。

将经济不佳与经济强健的国家绑在一起，最终可能导致这条大船都会沉没。较差的成员希望较好的成员提供更多的资助，而较好的成员耐心也是有限的，无论怎样做，两者国内的纳税人都觉得本国政府是“卖国”的，最终，选票会选出两个背道而驰的政府。

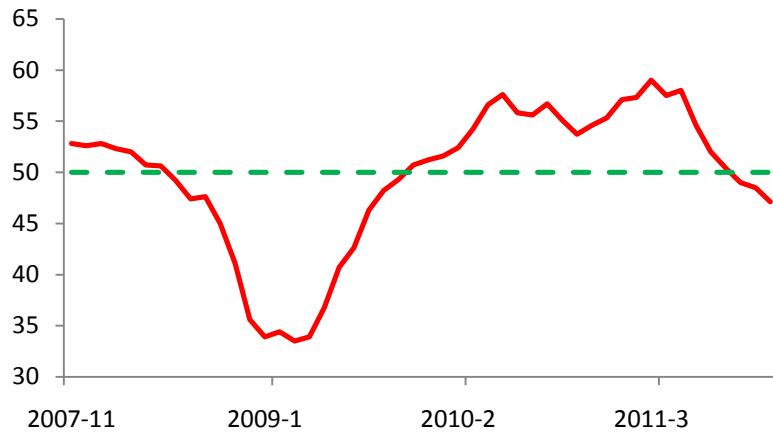
这一局面持续下去，欧元区将面临分裂，或者有某些成员国退出欧元区，或者欧元区分裂为“较好的欧元”和“较差的欧元”两部分。

无论如何，欧元区这项富有勇气的试验已经给全球敲响了警钟，一体化并不那么好玩，我们预期全球各地的一体化进程会遭遇重大停顿，而欧元区要么面临分裂的压力，要么跑步进入“欧洲合众国”。

## 2) 经济冲击

欧洲经济前景无疑是暗淡的，多个经济指标都显示欧洲经济不景气，甚至连德国这样的优质国家都感受到了压力，大规模紧缩财政，必然带来政府支出及国民整体福利的下滑。

图9: 欧元区PMI



假如只是欧洲自己的问题就罢了,但全球经济尚未从2008年的危机中恢复过来,美国经济虽然在3季度实现了超预期复苏,但考虑到其长期低迷的房地产市场,居高不下的失业率,2012年并不让人乐观。中国经济保持了相对较强的增长,但这一增长动力正在受到削弱,强硬的房地产调控,地方债务风险隐现,以及高通胀压力下难以放松的货币政策,都将使中国经济继续处于一轮放缓趋势中。

因此,欧债危机的进一步恶化,将拉长全球经济本轮徘徊在低谷的时间,全球的实体经济和贸易体系在未来数年内或许都只能出现温和甚至低迷的增长。

### 3) 金融冲击

对金融领域的冲击来得更为直观和剧烈,全球风险资产的暴跌已经让市场感受到雷曼倒闭以来久违的寒意。

考虑到希腊公投以及意大利在明年将面临风险窗口,因此我们高度忧虑欧洲银行业的前景,特别是在希腊、意大利等国有巨额敞口的机构。资产减记、流动性压力叠加在一起,不排除会有大型金融机构出现倒闭,我们将会再次看到政府注资及国有化。

因此,我们推荐规避欧洲债券的策略,不仅是国债,也包括债务危机国银行的相关债券,包括法国、荷兰等在危机国有较大敞口的机构债。

而欧元的前景也将令人怀疑,除了欧债危机本身对欧元带来的压力外,那些原本期望欧元可以和美元分庭抗礼的理想主义者,此时也不得不三思而后行。尽管美元问题很多,但美元体系数十年来

坚不可摧，美元的回流机制也足以确保美国不会出现违约，而这些优势欧元通通都不具备。

因此，在欧债危机得到彻底缓和前，各国外汇储备多元化的进程可能会暂停，甚至会有主权资金重新偏向于美元和美元资产，这无疑会提振美元在未来的走势，在欧债问题缓和前，我们坚持看好美元表现的观点。

## 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 2009 版权所有。保留一切权利。