

格林期货研发中心

宏观经济研究员 刘晓亮

电话：010-66218600

liuxiaoliang@21cgreen.com

宏观经济专题报告-聚焦欧盟峰会一揽子协议

主要内容：

- 1.事件回顾
- 2.欧债危机历史回顾
- 3.危机形成的原因
- 4.欧洲债务危机是否就此结束？
- 5.欧洲债务危机对我国经济的影响已经开始显现
- 6.后市看点

独立性声明：

作者保证报告所采用数据均来自于合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断，并得出结论，力求客观、公正、结论不受任何第三方的授意，影响特此声明。

一、事件回顾

10月27日凌晨的欧盟首脑峰会上，欧元区成员国领导人经过马拉松式的谈判终于就解决债务危机达成一揽子协议。该协议主要包括三方面内容。

一是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%。

二是银行业同意对希腊国债进行50%的减记，将使得希腊政府获得1000亿欧元的债务减免，欧元区要求至2020年希腊国债占GDP比例从180%下降至120%。另外，欧元区与国际货币基金组织已同意再次向希腊提供1000亿欧元的援助。

三是把欧洲金融稳定基金（EFSF）从现有的4400亿欧元扩张到1万亿美元，但具体的方案并未最终敲定，将留待后续的欧盟及欧元区财长会进行讨论。此外，欧盟还要求意大利贝鲁斯科尼政府进一步改进其财政紧缩方案以达到欧盟要求。

二、欧债危机历史回顾

时间	标志性事件	点评
2009年12月8日	惠誉将希腊信贷评级由A-下调至BBB+，前景展望为负面。	开端： 三大评级机构于2009年12月分别下调希腊评级，欧债危机拉开大幕
2009年12月11日	希腊政府表示，国家负债高达3000亿欧元，创下历史新高	
2009年12月15日	希腊发售20亿欧元国债	
2009年12月16日	标准普尔将希腊的长期主权信用评级由“A-”下调为“BBB+”。	
2009年12月22日	穆迪宣布将希腊主权评级从A1下调到A2，评级展望为负面	
2010年1月11日	穆迪警告葡萄牙若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信用评级	发展： 欧洲其它国家也开始陷入危机，就连欧元区内经济实力较强的西班牙，都预报未来三年预算赤字居高不下，这为欧债危机的升级和蔓延预留了伏笔。各国普遍感受到了
2010年2月4日	西班牙财政部指出，西班牙2010年整体公共预算赤字恐将占GDP的9.8%	
2010年2月5日	债务危机引发市场惶恐，西班牙股市当天急跌6%，创下15个月以来最大跌幅	
2010年2月10日	巴克莱资本表示，美国银行业在希腊、爱尔兰、葡萄牙及西班牙的风险敞口达1760亿美元	
2010年4月23日	希腊正式向欧盟与IMF申请援助	
2010年5月10日	欧盟批准7500亿欧元希腊援助计划，IMF可能提供2500亿	

欧元资金救助希腊		压力，与此同时针对希腊的救援行动开始。
2010年6月14日	穆迪下调希腊主权信用评级 下调4级沦为垃圾级	
2011年3月29日。	标普将希腊主权信用评级由“BB+”下调至“BB-”	<p>升级和蔓延：</p> <p>1.西班牙、意大利的国债收益率迅速飙升，危机开始向欧元区的核心国家蔓延，两国的评级接连遭到下调。同时，市场也将担忧扩展到了法国。</p> <p>2.欧债危机开始向银行系统蔓延并威胁到银行系统流动性，标志性事件为法兴银行和法农银行的评级遭下调、投资者大量抛售银行股票以及德克夏银行的倒下。</p> <p>3.德国经济出现明显放缓，欧元区的整体数据也出现下滑，债务危机向实体经济的传导开始显现。</p>
2011年7月4日	标普将希腊长期评级从“B”下调至“CCC”，指出以新债换旧债计划或令希腊处于选择性违约境地	
2011年7月12日	意大利财政部成功发行了67.5亿欧元(约合94亿美元)一年期国债，暂时缓和了意大利经济紧张气氛。但是意大利的债务相对水平已经超过了危机初期的希腊，市场开始担心意大利不会是第二个希腊呢？	
2011年7月13日	继标普之后惠誉评级机构将希腊主权信用评级下调3个等级至“CCC”，仅比违约评级高出一个等级。	
2011年7月22日	欧元区领导人在布鲁塞尔召开峰会，就如何第二次拯救希腊经济达成协议，救助方案总值高达1090亿欧元。	
2011年7月25日	穆迪发布声明称，将希腊的长期外币债务评级由Caa1降至Ca，Ca评级在穆迪的评级标准中列倒数第二	
2011年8月1日-8月15日	在此期间，西班牙和意大利十年期基准国债收益率分别创下6.45%和6.25%的历史高点，上述数据都已接近希腊、爱尔兰和葡萄牙接受救助时的水平。意大利和西班牙这两个欧元区核心国受到严重威胁。同时，市场焦点迅速转移至法国，8月11日，法国总统萨科齐中断度假，返回巴黎紧急召集高层会议，并宣布将于8月24日推出消减公共财政赤字方案。	
2011年8月16日-8月30日	德国经济增速出现放缓，经济增速由一季度的1.3%降至第二季度的0.1%，低于市场预期。2011年8月16日的法德领导人默克尔与萨科齐的会谈结果令人失望，并未能提出短期内防止危机深化的有效措施。	
2011年9月14日	穆迪调降法国兴业银行和法国农业信贷银行评级，并将展望列为负面。同时，将法国巴黎银行展望列为负面。	
2011年9月19日	标普将意大利长期主权债信评级从“A+/A-1+”至“A/A-1”，展望为负面。意大利经济堪忧	
2011年10月4日	穆迪将意大利长期主权债务评级下调三级，前景展望为负面	
2011年10月5日	德克夏银行遭拆分，成为欧债危机重压下倒下的第一家银行	
2011年10月9日	惠誉下调意大利长期主权信用评级，评级展望为负面。同时将西班牙的长期主权信用评级由“AA+”下调至“AA-”	

2011年10月14日	标普宣布将西班牙的长期信用评级由AA下调至AA-	
2011年10月19日	穆迪将西班牙的主权债务评级从“Aa2”下调至“A1”，评级前景为“负面”	
2011年10月23日	欧盟峰会第一轮谈判，并未出台任何实质性的解决方案	
2011年10月27日	欧元区成员国领导人经过马拉松式的谈判终于就解决债务危机达成一揽子协议	

表 1 欧债危机历史回顾

三、危机形成的原因

货币政策和财政政策的二元结构，即统一的货币政策和不统一的财政政策，这是欧元区的制度性缺陷。

欧元区自设立之初，经过多次扩张，目前已经成为一个具有 27 个成员国的全球第一大经济体。但是，欧盟和欧元区内部成员国之间，经济结构的差异性是非常之大的，欧元区的货币政策虽然是统一的，但是政策的效果却是不平衡的。德国这样以制造业和贸易为主的国家无疑是这一政策最大的受益者，希腊等南欧国家竞争力较弱，虽然在货币一体化的进程中也享受了福利，但当危机来临时，却无法通过货币贬值来实现自我调节。

欧洲央行的建立是以德国模式为基础的，德国模式认为经济政策的首要目标是价格稳定，只有以价格稳定为前提的经济增长才有可持续性。欧洲央行遵循的正是这一模式，即欧洲央行的主要任务是控制通货膨胀，这就使得欧元区在面对危机的时候不能像美联储一样通过QE来补充流动性，法国曾提出由欧洲央行为欧洲金融救助基金（EFSF）提供流动性，但遭到了德国的强硬反对，目前这一计划已基本搁浅，德国在这一问题上一向立场坚决。

由于缺乏统一的财政政策和监管手段，像希腊这样长期依赖举债的高赤字国家爆发危机也就成为必然。事实上，早在2001年希腊加入欧元区时，就请高盛公司对当时尚未达标的财政状况进行了巧妙掩饰，当时的欧元区无论是出于有意的视而不见还是出于无意的疏忽，都为今日的债务危机埋下了地雷。而加入欧元区之后，希腊继续实施“自由市场经济模式”，以刺激经济增长为首要任务，长期以来实行较为宽松的财政政策，反对国家干预、缺乏监管，而这种经济增长是不可持续的。希腊的财政模式与欧元区的货币政策之间的矛盾以及缺乏监管最终酿成了此次债务危机。而目前欧盟虽然已经意识到了这一问题的严重性并在逐步制定相关政策，但其进展十分缓慢，就在9月28日欧洲议会通过了一项一揽子6项立法建议，使得

欧盟可以以更严格的法律形式对违反财政纪律的国家进行纠正和惩罚，但由于欧盟决策体系复杂同时各国态度不一致，这项立法从提出到通过用了整整一年的时间，而这仅仅是欧元区财政一体化的第一步。

经济低增长、缺乏竞争力是债务危机的根本原因。危机的核心是经济而非债务，债务危机是经济缺乏竞争力的结果而非原因，同时债务危机又反作用于经济，制约经济的发展，从而形成恶性循环。

从下图我们可以看到，希腊经济在2001年至2006年持续保持高增长，一方面是由于当时的世界经济发展态势良好，旅游业和航运业作为希腊经济的主要支柱发展态势迅猛，同时希腊政府通过宽松的财政政策换取了经济的高增长和高福利，但这种增长是不可持续的，随着08年国际金融危机的爆发，旅游产业和航运产业遭到巨大打击，希腊的经济一落千丈，而前期高额的债务由于经济增速的急速放缓快速浮出水面，08年至2010年希腊实际GDP的增长率分别为-0.2%、-3.3%和-3.5%，而持续的财政紧缩计划又使得希腊的经济雪上加霜，从而形成恶性循环。爱尔兰和希腊的情况比较相似。另一个值得高度重视的是，意大利和法国作为欧元区的核心经济体，其经济增速连续自2001年至2010年连续低于欧元区的平均水平，而债务水平近两年来持续攀升，市场的担忧和评级机构的举动也就不足为奇了，葡萄牙也是如此。

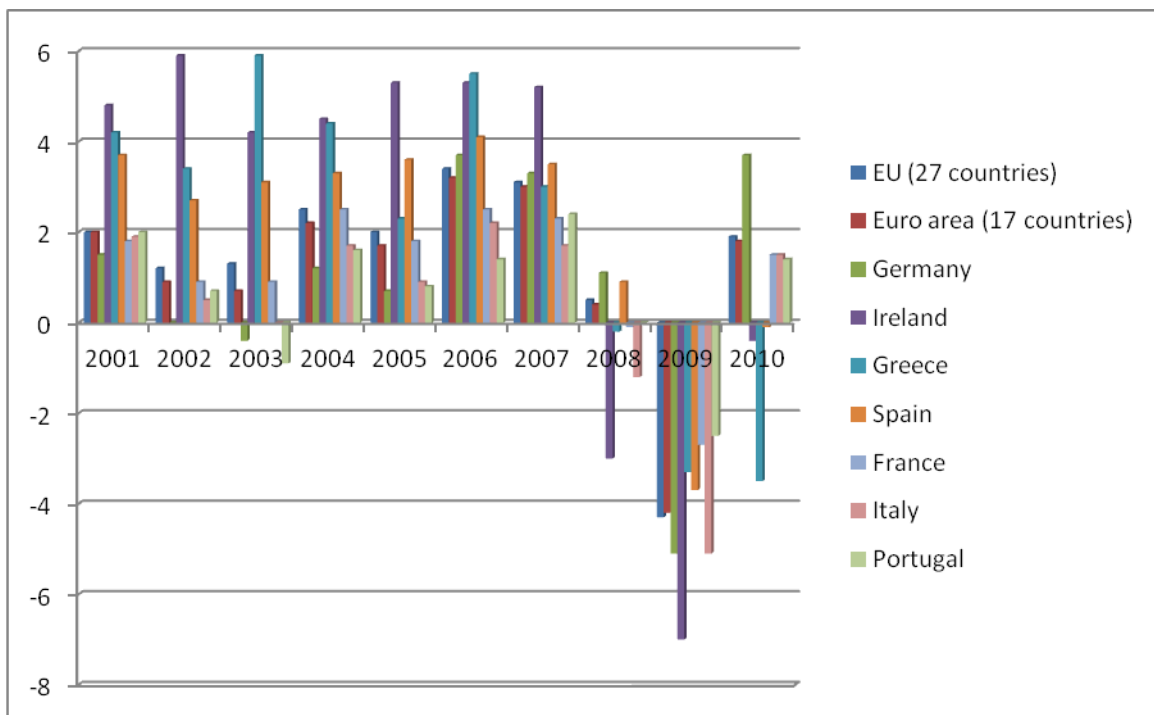


图1 实际GDP增长率（2001-2010年）

数据来源：EUROSTAT，格林期货研发中心

面对危机、欧洲缺乏一个权威的决策机构和铁腕的措施，面对习惯于高福利生活的民众、各国政府需要考虑选民的政治压力，这是欧债危机蔓延的重要原因。

从欧债危机的升级和不断蔓延的过程来看，欧盟内部的消息满天飞，但始终缺乏一个能够稳定投资者情绪的权威声音。德国和法国之间的谈判总是不到最后的时刻难以达成妥协，这在很大程度上让投资者失去安全感和耐心，至今两国的重大分歧依旧没有消除。上文提到的于今年9月28日通过的约束财政纪律的一揽子建议，早在去年9月欧盟委员会刚刚提出的时候，就立即遭到了以法国为首的部分成员国反对，它们认为，“反向投票机制”等于把各国财政政策权交给了欧盟委员会，剥夺了各成员国在关键问题上的发言权。直至今年下半年，随着欧债危机的蔓延和升级，法国的态度才出现了明显变化，这项具有监管意义的措施被拖延了一年之久。面对决策机制的不确定性，投资者选择用脚投票也就不足为奇了。

据相关资料，希腊2005年65岁以上的人口占总人口的比例达到了18%，到2030年这一比例将上升至25%，同时根据欧盟委员会的预测，2050年希腊仅用于发放养老金一项开支占GDP的比例即将升至12%；与此相对应的是，由于债务危机爆发前希腊人的平均退休年龄仅为53岁，且每年有长逾6个星期的休假，因此希腊劳动力占总人口的比例2000年以来一直未能超过50%。此外，由于希腊无论是在野党还是执政党为了争取到更多的选票，也都承诺并极力推行高福利政策，在劳动生产率没有显著大幅提升及财政收入没有相应增加的情况下，财政负担必然进一步加剧。近期通过的新一轮紧缩计划又在希腊国内掀起了罢工潮，上述情况在欧元区的国家是普遍存在的情况。意大利已于26日同意实行更严格的削减开支政策，退休年龄从65岁推迟至67岁，而意大利总理贝卢斯科尼用自己年底下台为条件换取了这一退休改革方案获得通过。

四、欧洲债务危机是否就此结束？

我们再回过头来看一看这次峰会通过的一揽子方案吧。这只是一个救火峰会，而且救火队员们在看着大火蔓延的时候还在讨论谁冲在前面，而他们不应忘了这场火最终也将烧到自己的身上，而我们对本次的救火方案本身还存在几点疑虑。

希腊债务的最终减记比例定在了50%，这个比例并不出乎市场意料，银行家这次成为了主要买单者，而60%的比例显然会引发市场的恐慌，这只不过是妥协的结果。欧元区的领导人终于向市场承认希腊违约不可避免，希腊经过了一年多的救助目前仍没有赚钱能力。即使如此，我们对希腊能否在2020年以前达到欧盟120%负债要求也持保留意见，以目前希腊的

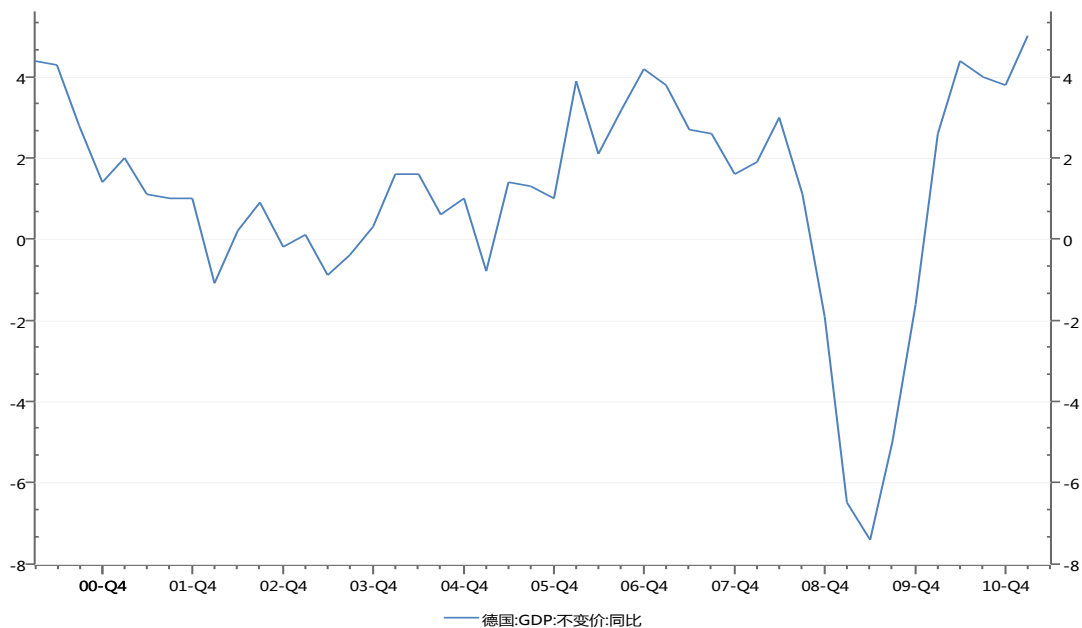
经济状况，根本无法形成良性的造血功能，只能依靠外部救济。希腊之所以被继续救援是因为欧洲的银行业目前尚未准备充足，其退出的成本太高。我们认为，如果事态继续朝着恶化的方向发展（很有可能是这样），希腊在合适的时点选择主动退出欧元区是一个比较好的选择，欧元区应该建立一套退出和进入的有效机制，这无论是对希腊还是对欧元区长期来看都是好事。

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%及针对银行的救助计划是本次峰会最早达成一致的决议。目前已经初步确定救援规模在1000亿欧元左右，救援的方式是银行首先从资本市场筹措资金，如果自救没有办法实施，则由本国政府介入，如果依然无法完成救援，最终EFSF将介入。关于救援是基于国家还是基于整个欧洲此前是德法的主要分歧之一，因为法国银行业手中持有大量希腊国债并且法国经济较弱，因此法国坚持救援应该是基于欧洲范围的。现在看来法国在这个问题上彻底放弃了自己的立场，救援计划出来后市场对法国银行业将做出如何反应值得密切关注。另一个值得关注的问题是，提高核心资本充足率势必会造成银行的信贷紧缩，从而使得欧洲本已放缓的经济雪上加霜。欧元区的经济增速在二季度环比增长0.2%低于预期增长0.3%和一季度环比0.8%的增幅，德国经济增速由一季度的1.3%降至二季度的0.1%，经济放缓态势十分明显，而德国主要经济机构将德国2012年的经济增长下调至0.8%。同时，欧洲的通胀水平持续攀升。



数据来源:Wind资讯

图2 欧元区CPI和核心CPI处于小幅攀升局面



数据来源:Wind资讯

图3 德国经济出现下滑



数据来源:Wind资讯

图4 欧元区消费者信心指数出现较大下滑

至于EFSF的扩容，最大的问题就是扩容的具体方案并未明确，钱从哪儿来。现在的两个备选方案：一是将EFSF作为担保金为重债国发行新国债进行一定比例的担保，而一旦投资者在一级市场认购国债不够踊跃，这些国家将面临巨大风险；二是以EFSF作为资本金，向金砖国家等寻求融资以扩大EFSF，并且以EFSF作为优先赔偿投资损失的资金，这个问题

是短期融到足够稳定市场信心的资金难度非常大，此前巴西已经明确表示不会直接购买欧债，而中国即使出手，提供的资金也将十分有限，而且中国通过IMF参与的可能性更大。上述两种方案都存在的重大的不确定性，将在G20峰会和随后的欧元区财长会议上进行讨论。

不可否认，本次峰会达成的一揽子计划是欧债危机解决道路上迈出的关键一步，说它关键一来是因为各国最终摒弃了部分分歧达成了一致意见，欧洲还没有到真的不可救药的地步；二来是因为如果本次峰会无果，欧元势必会在短时间内面临崩盘的风险。受此影响，市场的风险偏好大幅上升，欧元等风险货币大幅攀升，美元下挫，股市、原油、基本金属也以暴涨作为回应。短期来看，不排除在乐观情绪下市场进一步上涨的可能。

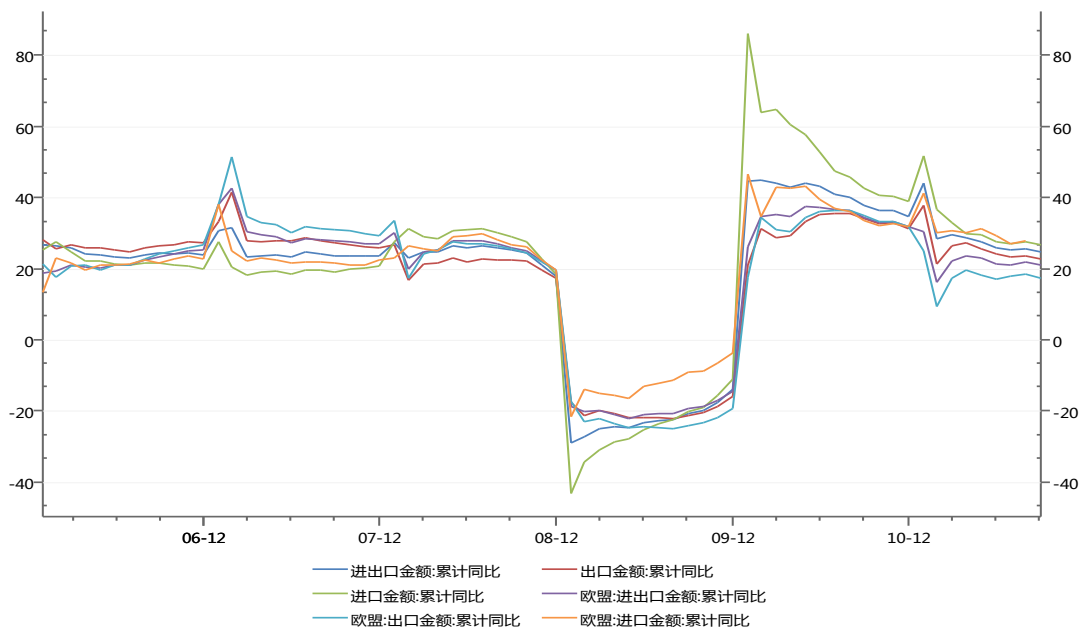
但我们也应该清醒地看到，本次方案中EFSF的扩容方式、银行业注资方式等方面还存在较大的不确定性，意大利的紧缩方案和法国的评级都可能成为后续市场的风险因素。同时，欧债危机产生的根本性原因并未消除，欧元区的制度性改革是一个漫长的过程，银行业的紧缩可能会加剧经济下滑，欧元区面临经济衰退的风险。外围市场在经历短期的乐观后会重回冷静，目前谈论反转为时尚早。

五、欧洲债务危机对我国经济的影响已经开始显现

从9月的贸易数据来看，我国进口和出口均出现了环比下滑，其中9月份出口总额1696.73亿美元，环比下降2.1%；进口总额1551.59亿美元，环比下降0.2%。而我国对欧盟进出口累计值同比在9月均出现下降。

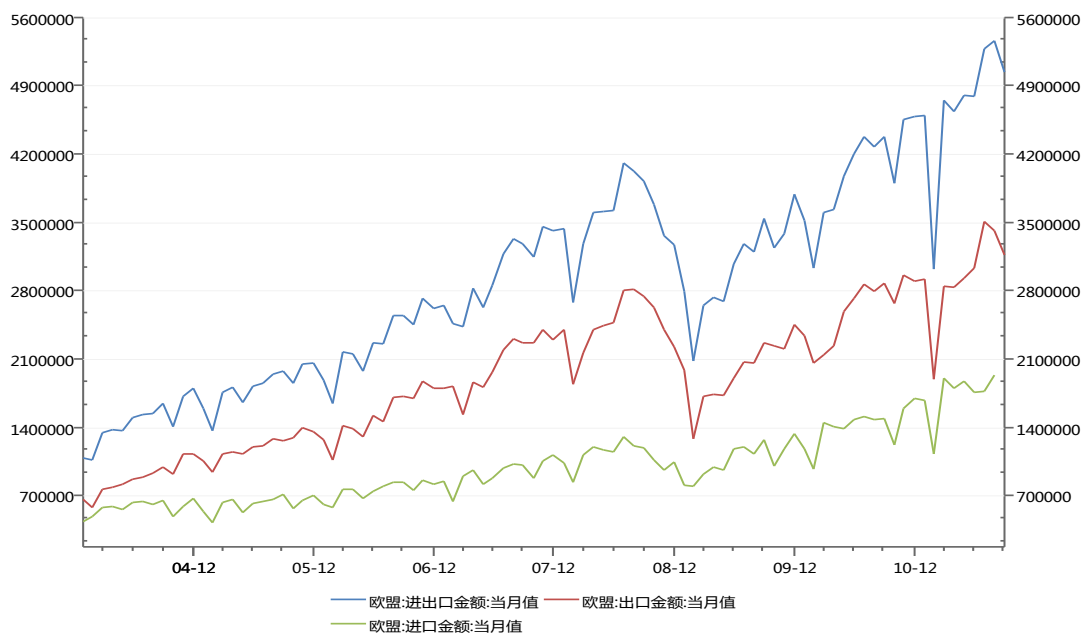
更为值得注意的是，9月当月，全国实际使用外资金额90.45亿美元，同比增长7.88%。但欧盟27国实际投入外资金额41.84亿美元，同比转为下降1.8%，前值为增长3.28%。

上述数据显示，由于债务危机对欧洲实体经济的影响开始逐步显现，我国对欧洲的进出口开始出现较为明显的下滑，而一旦危机加剧，将对世界经济的复苏产生巨大威胁。我们认为四季度我国外贸形势不容乐观，债务危机对我国经济的影响将进一步加剧。



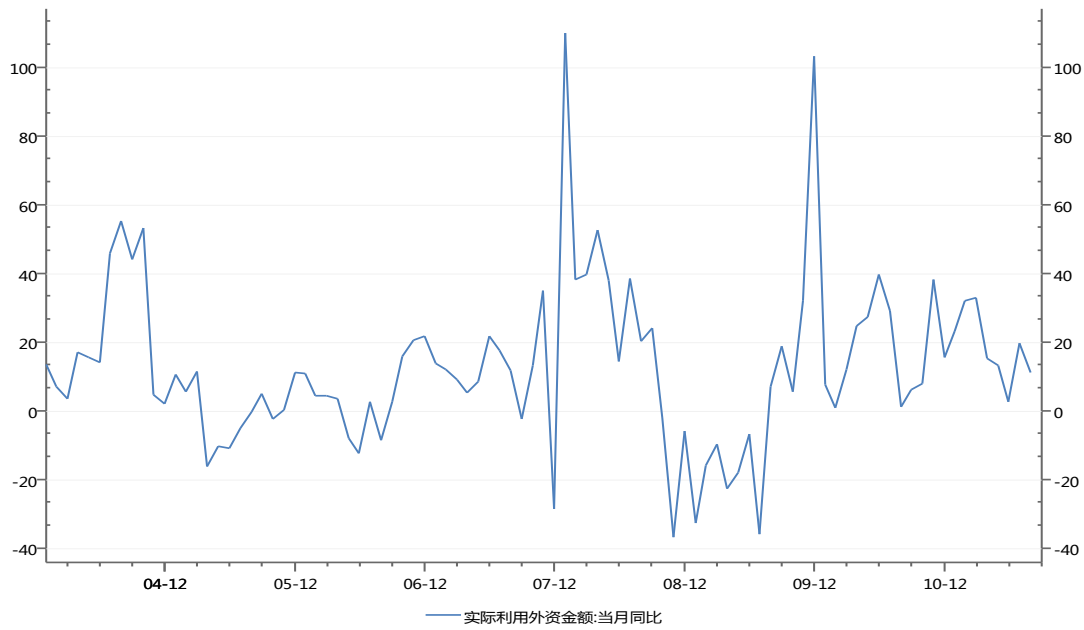
数据来源:Wind资讯

图5 我国整体及对欧盟进出口累计同比值均出现下滑



数据来源:Wind资讯

图6 欧盟进出口金额出现在前期大幅波动后再次出现下滑



数据来源: Wind资讯

图7 实际利用外资情况

六、后市看点

IMF的角色将在G20峰会上进行讨论。

欧洲银行业的救援方案中各国政府和EFSF如何分配, EFSF的扩容方案的最终敲定情况。意大利的紧缩法案。

欧洲央行在处理本次危机中的角色是否会发生改变, 欧洲央行是否会在近期降息。

法国的评级是否会被下调, 意大利、西班牙和法国的国债收益率是否会出现攀升, 这是危机进一步升级的标志, 2012年2月至4月是意大利和西班牙的又一个偿债高峰。

欧洲未来几个月的经济增长情况, 是否出现进一步的恶化。

近期美国的房地产和零售数据显示其经济有企稳迹象, 三季度GDP增长2.5%大幅好于二季度, 如美国经济复苏进程加快得到后续数据确认, 那将是对世界经济和欧洲的大利好。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证报告信息已做最新变更, 也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。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作出任何形式的担保, 投资者据此投资, 投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告, 本报告反映公司分析师本人的意见与结论, 并不代表我公司的立场。未经我公司同意, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改