

欧债危机热浪逼人 西班牙需要彻底救助

Beat Siegenthaler

北欧终于迎来夏天，但随着气温的攀升，到现在几乎成了传统的夏季市场危机看来已经开始。在 6 月欧盟峰会后，市场人士及官员们都满怀希望地认为做得已经够了，足以确保我们风平浪静地度过假期季。但自那时以后，情势再度恶化。西班牙 10 年期公债收益率几乎每小时都在创历史新高，而收益率曲线在变平，这可以说是债市承压的一个非常令人担忧的信号。同时，欧元/美元正在迅速跌向 1.20，这个价位是 2010 年 8 月以来最低点。

西班牙需要彻底救助计划

西班牙是最近危机的焦点，眼下看趋势不会出现立即的扭转，因此西班牙的情势严重程度料将进一步加剧。一段时间以来，我们一直在说，一项彻底的三驾马车（指欧洲央行、欧盟和国际货币基金组织）救助计划终将不可避免。

上周欧元集团正式批准了规模达 1000 亿欧元的银行救助计划，但正如我们的银行业分析团队所说，此项计划并未产生权益和融资，因此不论是对改善银行进入市场的渠道而言，还是对影响该国的信贷紧缩而言，都不大可能有任何持久的效果。此外，6 月欧盟峰会上决定向银行业联盟迈出第一步，这对缓解压力而言也几无帮助。

市场最初认为，一旦一个“有效监管机制”被建立，那么到 10 月或 12 月的欧盟峰会，这 1000 亿欧元就将从主权资产负债表转到 ESM。不过，随后情况就变得清晰：1) 建立欧洲监管所需的时间可能远比几个月要长，更不用说建立一个合适的银行业联盟了；2) 银行业联盟只能是一个前瞻性机制，而非不是一个处理遗留债务的工具。还有一点值得注意：人们一直在期待的、自下而上的银行压力测试要到 9 月下半月才能得以实施。

问题在于，西班牙政府请求“三驾马车”出台彻底救助计划的触发因素可能是什么。上周惨淡的债券标售结果说明了西班牙面对的、与日俱增的融资困难。西班牙 10 年期公债收益率看来在稳步升向 8%，如果这持续几周，政府将被迫屈服。届时面临的大挑战，就是如何设计一个三驾马车救助计划，能令西班牙不至于再也无法进入市场。实际上，布鲁塞尔及其他地方的官员们数月来一直在苦苦思考这个问题，当然没有容易的解决办法。

最明显的一个选择是 EFSF/ESM 利用其力量在主权债市场上进行干预，这点在 6 月峰会上得到巩固。采取这种办法的问题众所周知：1) EFSF 首先得发债，然后才能有现金来买债券；2) 虽然设计的是 ESM 从一开始就有现金，但实际上最早在 9 月中旬之前不会建立；3) 即便 EFSF/ESM 能有效支撑西班牙债市，这种模式也可能不适用于意大利；4) 鉴于希腊的先例，EFSF/ESM 购买的债券将被视为优于私人部门持有的债券，进而助长相关担忧。

欧洲央行短期有负利率可能

我们认为，欧洲央行所承受的，需要更有力解决欧债危机的压力只会加重。但首先，欧洲央行可能会彻底

●正当北欧的夏天最终来临时，欧债危机也跟随升温。西班牙已处在一个震荡的下行螺旋中，可能需要三驾马车彻底的救助。不过，救助计划允许西班牙向私人投资者借钱，对西班牙的救助可能也会适用于意大利。

●欧洲央行可能会再度干预二级债市，以此作为对西班牙救助计划的支持。为能令该行比以往更大胆，EFSF（欧洲金融稳定基金）/ESM（欧洲稳定机制）可能会发放损失担保，还可能会宣称不优于私人债权人。此举从政治角度说可能较为困难，但也是无可奈何之举。

●德国不可能反对欧洲央行进一步参与解决危机。对于德国政府而言，乞求欧洲央行出台解决方案，比从议会通过新融资议案要容易得多，明年是选举年，欧债危机将成为重要的竞选话题，民众对此的批判和反对情绪在增长。

●欧元一直在跌向我们 1.20 的 3 个月欧元/美元预估值。当然，欧元很可能跌破此价位，如果欧洲央行显示出积极行动的意愿，欧元可望暂时获得支撑。欧洲央行有可能在未来数月进一步大幅扩大其资产负债表，这最终应会推低欧元。

用尽所有可用的传统工具。这意味着再融资利率再降 25 个基点（瑞银的预测）、再加上或将存款利率推至负值区域。这些举措可能会同时完成，而且最早在下周的会议上得以实施，或者更有可能逐一出台，以给欧洲央行更多时间为任何随后的非常规举措做准备。就非常规举措而言，一直有这样的预期，即欧洲央行最终可能向 ESM 发放银行业牌照，借此有效允许通过该央行的杠杆活动（注：对于 ESM 杠杆的可行性，瑞银仍持高度怀疑的态度）。目前德国政府将此举视为另一条不可逾越的“红线”。不过，有意思的是，实际上可能并不需要正式的银行业牌照，在万不得已的情况下，宣布允许 ESM 通过有限方式获得欧洲央行融资窗口（与其银行业牌照不同），这可能会令德国及其他反对者保全面子。

三驾马车的西班牙救助计划，或成为欧洲央行进一步参与危机解决的“测试案例”。在全面的救助计划宣布后，西班牙不会完全与市场隔绝，投资者立即会将此推至意大利。虽然 EFSF/ESM 可能有足够的资源满足西班牙几年的借款需求，但就意大利而言，却并非如此。最直接的措施是重新激活 SMP（有条件限制的）。欧洲央行总裁德拉吉在周末接受报纸采访时，貌似对目前西班牙的努力表现得相当淡定，西班牙媒体将这解读为一种怠慢。但可以说，一旦西班牙政府接受三驾马车的全面监管，他的态度将发生改变。SMP 的大优势在于，它是不设限的，尽管迄今为止其规模

相对较小，只有约 2200 亿欧元。由于其规模小，所以至今仅获得小幅成功，而且市场人士还心存担忧（尤其在那些欧洲央行持有量已经较大的地方，比如在葡萄牙）。但是，SMP 的这些缺陷可以解决：其一，欧洲央行不愿更积极地采取行动，针对这一点，可以让该央行代表 EFSF/ESM 行动（可能包括损失担保），而非自身行动；其二，EFSF/ESM 进而可以宣布欧洲央行购买的债券不优于私人持有的债券。有人或许会说，这样的声明在任何情况下都不具法律约束力，但市场或许会很重视这样的表态。

德国被迫保卫欧洲

德国对进一步救助计划和包括财政转移在内的更广解决方案的立场最近变得更强硬，尤其是在 6 月峰会后。在经济活动放缓、为别国问题买单的感觉日益强烈的情况下，对进一步救助计划的批判和反对之声越来越大。在明年的选举前，看来有可能一些政党可能会就民众这样的情绪做文章。

但是，有一点很重要，虽然这使得花钱的解决方案变得更困难，但也使得有欧洲央行参与的解决方案更有可能出台。如果德国政府不得不在将 ESM“火力”提升一倍、和允许 ESM 通过欧洲央行利用其资源之间做出选择，那么德国政府当然会选后者。

这是因为对于任何政府来说，通过德国联邦议院要求更多的资金从政治角度说代价不菲，而德国非常看重欧洲央行的独立性，任何在该央行指示下采取的行动都会被安静地接受。例如，政府高官无一对最近欧洲央行采取的危机措施（包括 LTRO 和 SMP）发表批评言论。事实上，很多官员会安静地欢迎在德拉吉领导下欧洲央行采取的行动，德拉吉在德国的声誉仍不错。从这个方面讲，德拉吉在报纸采访中的言论看来至关重要——“保卫欧元是我们的使命之一”。

德国宪法法院将于 9 月 12 日宣布对 ESM 和财政协定的裁决结果。投资者将再次将目光投向卡尔斯鲁厄（宪法法院所在地），担心法院会大大提高未来欧洲一体化的门槛，法院可能会要求进行公投和出台新宪法。德国的法律专家就“基本法”的灵活性及其是否允许向政治联盟迈进展开了热议。现任法院院长看来赞同这个观点，即成员国主权进一步的转移（转向超国家层面）可能不符合宪法，而其他人（包括德高望重的前联邦总统及联邦宪法法院院长赫尔佐克）则认为，触及“一体化上限”不



- | 欧元区部分事件时间表 | |
|---|-------------------------------|
| ● 7月24日三驾马车开始对希腊经济改革进行深度审查 | ● 8月2日欧洲央行议息会议 |
| ● 8月20日希腊债券到期(31亿欧元) | ● 8月31日IMF对希腊的第二批资金发放(SDR14亿) |
| ● 9月6日欧洲央行议息会议；德国宪法法院裁定结果；IMF对葡萄牙的首批资金发放(SDR 35亿) | |
| ● 9月14日欧元集团会议(EU-17) | ● 9月15日欧盟财长非正式会议(EU-27) |
| ● 9月(下半年)西班牙按银行的压力测试 | ● 10月4日欧洲央行议息会议 |
| ● 10月8日欧元集团会议(EU-17) | ● 10月9日欧盟财长会议(EU-27) |
| ● 10月18-19日欧洲委员会(欧盟峰会) | |

张常春/制图

存在严重风险，而且尝试改变宪法可能是危险的。市场认为，9 月 12 日最有可能出现的裁决结果相对较为温和，法院看来极不可能阻止 ESM 和财政协定的正式批准。不过，法院或会对未来的整合举措表示出不小的担忧。虽然不会正式“捆住”政府的“双手”，但这样的警告可能会被总理默克尔用作谈判工具，成为德国持强硬立场的又一原因。

希腊危机远未了结

希腊无疑是欧债危机的另一热点，在未来几周或再成焦点。与三驾马车的谈判（三驾马车将对希腊新政府的经济改革进行深度审查）目前定于 7 月 24 日开始（因两次选举而被大大延后）。三驾马车需要决定的是，新政府的决心和治理力度是否足以令希腊救助计划回到正轨上来。此前有消息称政府已经确认了救助计划中所预见的约 120 亿欧元额外的开支削减中的较大一部分，而三驾马车可能会发现新政府会再度成为“无罪推断”的受益者。但问题在于，由于救助计划已经偏离了正轨有数月，因此在之前审查的基础上可能有新增的融资缺口。看来这个缺口只能通过保证额外融资或是接受更高的债务/GDP 比来填补。给希腊更多的钱依然很难想象，尤其从德国的角度看。不过，对于更高的债务比率，IMF 可能会坚持 120% 的削减力度（倒 2020 年），因为这个数字被定义为“可持续的”债务负担（无论有多主观）。

鉴于希腊在其他成员国中和欧盟、德国及美国的“商誉”极低，明显有可能始于本周的审查会继续被推迟。届时政府将面临是否在 8 月 20 日向欧洲央行偿还约 31 亿欧元债务的抉择。国际社会会将此视为希腊新政府决心的“试金石”，因为人们对萨马拉斯政府的信任有限。但是，一旦暑假结束，希腊民众的绝望情绪可能会再度加剧，迟早可能导致新一轮的街头抗议或更糟的情况发生。我们以前说过，德国及其他地方的很多人已经得出这样的结论：希腊退出欧元区可能是不可避免的，而这种事件的“传染”效应应该是可控的。最近西班牙的市场动荡或许是对这种观点的警告，可能会打压这种观点。不过，欧洲高官中当然有不小的一组人认为，鉴于目前希腊新政府和人民对三驾马车计划的在意程度，给希腊更多的钱是不可能的。

（作者系瑞银外汇策略分析师）

氧气罩短期有效 欧洲病人尚难起身

曹阳

欧元区金融市场，有如一架失速下落的飞机，正面临西班牙国债收益率不断攀高、欧元汇率接近 1.20 的低点等多重压力考验。周三，市场传闻欧洲央行可能被赋予更大监管权力、ESM（欧洲稳定机制）也可能得到银行执照，这似乎是欧洲的决策层在令人窒息的机舱中扔出了氧气罩，金融市场压力暂时缓解，欧元和股市出现一定反弹。向前看，由于金融领域整合缓慢、政治领域的分歧巨大，我们依然认为，欧洲债务危机仍将持续对市场形成较大下行压力。

缓和措施效用有限

由于西班牙政府需要承担重组银行、为后者提供流动性支持的负担，在中央政府债务率高达 72%、难以顺利从市场融资的环境中，10 年期国债收益率上行至 7.6%，为阻主权债务和银行业危机的负向循环，有欧洲官员提出扩大欧洲央行权力，为 ESM 发行银行执照等方案，以缓和市场压力。

第一，市场认为欧洲央行可能承担更多的银行监管职责，如介入西班牙银行业的重组。这一措施的正面效果在于两点：一方面，降低西班牙政府充当“中间人”所引发国债风险溢价增加的压力；另一方面，ECB（欧洲央行）作为有实力的最后贷款人，西班牙国内银行业的存款流失可能会有所趋缓。我们猜测，很难通过 ECB 来全面接管西班牙银行的重组。

第二，有欧盟官员表示未来将授予 ESM 银行业执照。目前 ESM 可用资金 5000 亿欧元，如果采用杠杆化，则可以在未来为西班牙、意大利等大国的金融市场动荡提供足够资金，但短期看这一计划同样难以成形。其一，目前欧盟法律禁止通过央行来为政府融资（除了欧洲投资银行）；其二，过度杠杆化会损害欧洲传统的反通胀声誉；其三，债务扩张的分担将使德国利益受损，而默克尔始终反对这一计划。

金融市场风险上升

我们依然认为金融市场风险存在，且压力上升，理由在于欧元区经济持续下行、各国政策难以协调。

一方面，未来欧元区经济衰退程度增加，我们下调欧元区全年经济增速为-1%。

另一方面，欧洲金融市场压力将继续上升，由于穆迪将德国评级展望定为负面，增加其未来失去 3A 评级的风险，整体推高市场的风险溢价；

短期关注事件和可能的变化我们认为短期内值得关注的事件如下：

- “三驾马车”对于希腊财政紧缩效果的评估和对于其 9 月前得到救助资金的表态，从数据来看，希腊在 8 月可能面临一定偿债压力；
- 西班牙银行业对于重组金额的评估和国债收益率变化，如外部援助滞后，流动性风险增加；
- 欧洲央行是否会在短期内在二级市场购买边缘国家债券，以压低债券收益率，并在 1.20 左右稳定欧元汇率。

总体而言，市场向下风险犹在，我们维持谨慎的看法。

（作者单位：华泰证券）

欧元区整合仍将“原地踏步”

董敬杰

德国宪法法院 7 月 16 日宣布，将在 9 月 12 日就欧洲稳定机制（ESM）和欧盟“财政契约”是否违宪做出初步裁决。这意味着，原计划于 7 月启动的 ESM 最快也只能在三季度末正式启动。此前德国国会以绝对多数通过了 ESM 与“财政契约”，但部分政党与上万名德国民众 6 月底提出诉讼，称 ESM 与“财政契约”需让渡德国的财政主权，

因此请总统暂缓签署批准这两项协议，并要求联邦宪法法院发布临时禁令。

作为解决欧债问题的核心机制，ESM 推迟启动时间的相关影响不言而喻，但仅就三季度危机国家的资金获得性而言，事实上 ESM 受阻产生的负面效应相对有限：一方面，ESM 在解决危机中的核心地位意味着德国宪法法院最终否定 ESM 与“财政契约”为小概率事件。另一方面，在 ESM 缺位的三季度，欧元区还有其

他替代工具可供选择：一是尚未停止运行的 EFSF 还有部分资金，足以覆盖有可能申请主权援助的西班牙的三季度到期债务；二是欧元区通胀压力趋缓为欧央行提供了足够的政策空间，三季度不排除欧央行重启第三轮长期再融资操作（LTRO）及证券市场计划（SMP）进而为危机国家政府与银行业提供流动性支持的可能性。

尽管从目前来看欧洲政治经济整合仍属主流趋势，但本次事件再次传递了一个信号，即在民众支持力度衰

减等因素影响之下，欧洲一体化进程中出现阶段性退步的可能依然存在。事实上，面对突如其来的欧债危机，无论是欧洲内部还是其他地区：无论是政治家还是经济学家；无论是各国政府还是普通民众，此前对拯救危机的主流认识均是“继续强化欧洲整合步伐”——若要拯救欧元，必须从根本上推动经济与财政的进一步整合；相反，放弃一体化甚至是某一单个成员国的退出都意味着“欧洲的失败”，会给整个欧元区乃至全世界带来“灾

难性”后果。

在欧元区解体是“不能承受之重”的认识下，德国、法国等核心国家承担了救助危机国家的责任。但是，两年多过去了，欧债问题并未有明显好转迹象，反而愈演愈烈，援助国的耐心也逐步丧失。先是德国内政部长宣称“希腊是个无底洞”，后是法国总统奥朗德透露“一些国家希望希腊退出欧元区”。而仅从援助国民众的角度看，从双边贷款到 EFSM、EFSF 再到现在的 ESM、银行业联盟，名称换了

一次又一次，不变的是他们的出资义务。民众并非没有意识到 ESM 被否决对欧元区意味着什么，但与其出资义务“无穷尽也”，索性“长痛不如短痛”，部分德国民众甚至愿意放弃欧元区曾经带给他们的的好处。如果欧洲债务问题继续恶化，持有这种观点的民众会越来越多，而在援助国政府厌烦、民众抵制的背景下，短期内欧洲区整合步伐趋缓不可避免。

（作者单位：中债资信评估公司研究开发部）