

峰会过后欧洲经济走向何方

欧盟峰会虽然取得了一定进展，但是非常有限，而这次峰会达成的成果对于解决欧洲的问题，作用也不大，市场对于本次欧盟峰会能够在财政一体化方面取得实质性进展信心不足。

12月经济走势的关键依然在于国内流动性好转的程度、政治会议上的态度和欧元区事态的恶化程度，但上述三个因素较前期都没有出现大幅（或超预期）变化。

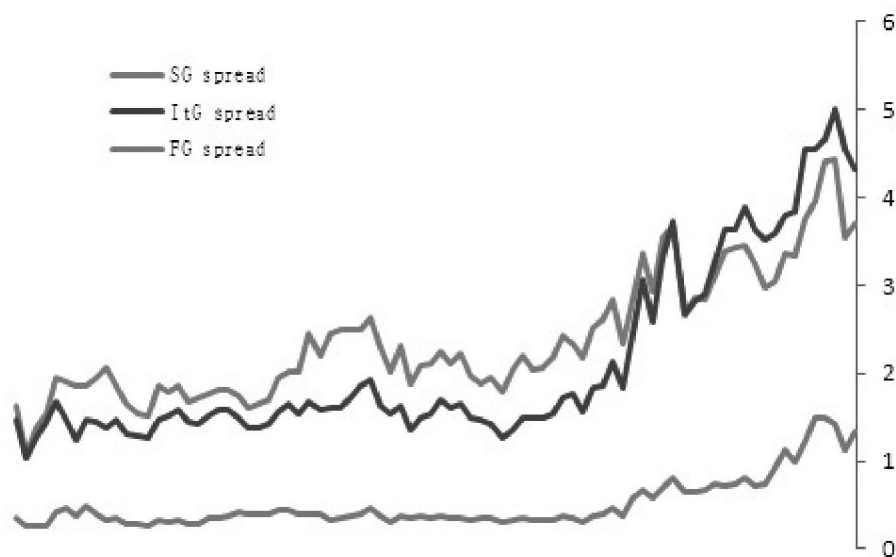
上周末的中央政治局会议指出“实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性”，这也进一步印证了我们观点——中国的货币政策转向会有一个过渡期，在这个阶段（当前至明年上半年）主要以政策态度的变化和存款准备金率的调整为主，利率不会出现调整。

从国外来看，意大利、西班牙的国债收益率近一周稳中有降，欧洲央行在上周再度下调基准利率 25个基点，欧盟峰会虽然没有推出能真正解决欧元区危机的措施，但其中有两点会稍微缓解当前市场风险情绪，因而近期（至年底）如果不出现主要欧洲国家（尤其是法国）主权评级被下调的事件，大宗工业品或以振荡格局为主。

欧盟峰会：如预期般的缓慢进展

上周五结束的欧盟峰会虽然取得了一定进展，但是非常有限，而这次峰会达成的成果对于解决欧洲的问题，作用也会非常有限。这也符合市场预期，在峰会前，意大利、西班牙及法国与德国国债收益率差重新回升，显示了市场对于本次欧盟峰会能够在财政一体化方面取得实质性进展的信心不足。

意大利、西班牙及法国与德国 国债收益率差重新回升



数据来源：Bloomberg

欧盟峰会声明一共 16 条，其中涉及到具体措施的有第 4 12 13 14 条。第 4 条仍是强调财政纪律，总体而言并无新意，只为强化各国的财政纪律意识。第 12 条再度提及 EFSF 的杠杆化，杠杆化是一个“相对虚”的概念，真正的“欧债危机”发生的标志是银行出现问题，而 EFSF 的杠杆化对银行本身是没有作用的。第 13 条提前了 ESM 的开启，这与之前曾传出的“ESM 或成为一个类似于银行的机构，进而可以从 ECB 贷款”结合起来确实是个好消息。第 14 条提到欧元区向 IMF 增资 2000 亿欧元，当然这 2000 亿最终是用于对欧元区的救助，但这并不是一个毫无意义的循环，欧元区的想法是通过其对 IMF 的增资起到一定的示范作用，进而带动其他国家尤其是新兴国家都按相应的比例增资，进而扩大 IMF 的资金规模。总体而言，“16 条”中的喜人成果无非两点：向 IMF 增资 2000 亿欧元和 ESM 机制的提前以及 ESM 内涵的变化。

欧洲事态近期的一些发展

欧洲央行提出了一系列计划，帮助银行业缓解目前所承受的压力，但对于救助债台高筑的欧元区政府一事却只字未提。欧洲央行行长德拉吉重复先前的意思说，央行收购政府债券的计划既不是无限的，也不是永久的。对于是否借钱给 IMF，并让它反过来向欧元区财政困难的国家政府提高贷款，德拉吉的态度也是非常冷淡，不过他没有断然排除由欧盟内各国央行提供这些资金的可能性。此外，德拉吉再次解释了上周向欧洲议会发表的言论，很多观察人士把那番话解读为，如果欧元区领导人能在峰会上签订一份令人信服的财政政策和经济治理新协议，欧洲央行就准备加大债券购买力度。德拉吉说，对于外界对自己言论的反应感到困惑，欧洲央行有自己的看法，虽然一路走来我们与欧洲领导人协力合作，但这是他们的责任。尽管如此，德拉吉仍推出了一系列新的金融举措，有些甚至超出了 2008 年雷曼兄弟倒闭后欧洲央行为确保稳定、制止恐慌而出台的那些措施的范围。从 12 月 21 日开始，欧洲央行将启动两项新的再融资操作，期限为 3 年，为欧洲各银行提供无限量流动性，银行为获得这些安排而必须满足的担保规定也将放宽。

美联储在 11 月 30 日时曾宣布，再度与加拿大、英国、日本、瑞士和欧洲央行联合行动，将临时性美元流动性互换利率下调 50 个基点，向市场提供流动性。而在近几个月，欧洲进行的欧元美元互换的成交量相比前段时间降幅很大，相比成本（或者说价格）的原因，银行缺少抵押物可能是更为重要的一个原因，若是放松对银行在融资时所需要抵押物的要求确实会对银行间的流动性起到一定帮助。

本周是欧洲一些国家大量发行新债的时点，欧央行对西班牙和法国最新拍卖的长期国债的购买动向值得投资者重点关注。

欧洲银行：融资环境有所改善

欧洲银行业的融资缺口正在加深，此前市场动荡造成欧洲信贷紧缩，债券发行量急剧下降。欧洲银行业今年销售了价值 4130 亿美元的债券，仅相当于 2011 年到期，需要向投资者返还的 6540 亿美元的三分之二。因此银行业在 2011 年面临着 2410 亿美元的资金缺口，这是至少五年来欧洲各银行首次在整体上无法通过发行新债置换到期的债务。投资者之所以不愿购买银行债券，是因为某些银行的财务状况、欧元区的前途以及新的金融监管措施均存在不确定性。银行融资困难，提高了市场对于依赖银行融资的企业乃至整体经济遭受连锁效应的忧虑。

金融危机之后，一定程度的去杠杆化显然是需要的，而欧洲银行业的去杠杆化正在艰难进行中。银行业要在未来几年处置多达 3.3 万亿美元的资产，才能满足对其持有的资本缓冲的新监管要求，并应对资金缺口问题。银行明年将面临规模更大的赎回高峰，届时，7200 亿美元的债券将到期。这是银行传统上主要的融资手段，不包括越来越受银行欢迎的担保债券，即将贷款和抵押贷款打包发行的债券。若将这些债券计算在内，欧洲银行业今年发行了 7440 亿美元的债券，而到期债务为 8880 亿美元，资金缺口为 1440 亿美元。

另外，近期的新一轮欧洲银行业压力测试显示，德国银行体系的实力远比此前想象的要弱。欧盟银行管理局 (European Banking Authority, EBA) 表示，德国各银行存在 131 亿欧元的资本缺口，必须在明年 6 月补齐。这个数字几乎是去年 10 月测试结果的 3 倍，将整个欧洲的银行资本缺口从 1060 亿欧元提高到了 1150 亿欧元。德国第二大私营部门银行——德国商业银行 (Commerzbank) 的资本缺口从 6 周前的 29 亿欧元，增至本次测试的 53 亿欧元，面临被国有化的前景。德国银行业协会称，欧盟银行管理局“已经失去了公信力”。德国银行体系的总资本缺口从 52 亿欧元，大幅提高到了 131 亿欧元，其中包括德意志银行 (Deutsche Bank) 的 32 亿欧元缺口。欧盟银行管理局的压力测试要求 71 家欧洲银行到明年 6 月将核心资本比率提高到 9%。

欧盟领导人正在布鲁塞尔开会，将公布一系列修复欧元区的广泛措施。欧盟银行管理局认为，其压力测试是这些措施的一个关键部分。西班牙桑坦德银行 (Santander) 存在 150 亿欧元的资本缺口，是欧元区银行中资本缺口最大的银行，尽管该行已采取措施，包括在拉丁美洲出售资产和着手将债务转为股权。然而，已经由德国政府持有少数股份的德国商业银行前景尤为暗淡。