

2012年欧盟宏观经济展望——

危机难寻出路，衰退风险加剧

中证期货研究部 宏观组

尹丹

电话：0755-23993634

邮件：yindan@citicsf.com

周晋

电话：0755-23993634

邮件：zhoujin@citicsf.com

摘要：

- ❖ **欧盟概述：**从欧盟已经公布的经济数据来看，2011年欧盟增长乏力。目前对欧盟宏观层面影响最为广泛的是欧债危机问题，要从根本上挽回债务困局，无疑要靠强健的实体经济作为后盾，但是欧洲消费需求的疲弱导致工业产出增长乏力。为了刺激经济增长，欧洲央行不得不祭出超低利率，以取代购主权债务导致的独立性丧失。雪上加霜的是，许多欧盟国家的失业率高企，就业市场形势不断恶化。总之，欧洲经济在2012年陷入全面衰退的风险正在上升。
- ❖ **欧盟核心国分析：**纵观欧盟四大核心国（德国、法国、意大利和英国），今年的经济都受到债务危机影响而有不同程度的放缓，但是各国原因不尽相同。其中，德国受到欧盟消费需求疲弱的影响，出口受阻，拖累制造业；法国今年经济表现平淡，三大银行由于持有债务危机国国债较多，风险敞口过大导致评级下调，使得法国明年有可能难保AAA评级；意大利一向以中小企业为主，而中小企业中又多为手工业，这些缺乏科技含量的产品由于日益上涨的劳动成本，在激烈的全球竞争中不再具有比较优势，因此出口大幅放缓，加上意大利国债收益率不断飙升，推高融资成本，许多中小企业由于融资困难而岌岌可危；英国受去工业化所累，以金融业为主导的经济难以抵御债务危机的冲击，而今年年初推行的紧缩政策和第三季度推行的量化宽松又呈现相互掣肘之势，压低经济增长的同时又推高了通胀水平，让英国显现出滞胀隐忧，英国民众不断制造的骚乱更是让英国服务业、消费、外商投资以及旅游业雪上加霜，英国的经济前景堪忧。
- ❖ **欧债危机现状与展望：**今年欧债危机以迅雷不及掩耳之势席卷欧洲大陆，让欧洲决策者左右为难。我们分析欧债危机目前的形势，认为有四条出路，指向三种结果。其中最优的解决方案无疑是及时结成财政联盟，加强各国的财政纪律。但是结成财政联盟牵扯到各国的福利制度和政治利益，势必会造成各国领导人的政治博弈。明年欧洲将再度迎来偿债高峰，而2012年又是全球大选年，政策层面上欧盟理事会和欧洲央行也不会对债务问题坐视不管。因此明年仍然要关注这些事件会将欧债问题引向何方。

目录

欧盟概述：实体经济增速放缓，陷入衰退风险加剧.....	1
消费下滑，需求疲软.....	2
失业率高企加剧社会动荡.....	4
欧盟核心国分析.....	6
德国：出口下滑侵蚀制造业根基，欧元区发动机失去原动力.....	6
法国：评级下调边缘的挣扎.....	8
意大利：经济结构和社会结构之困.....	9
英国：量化宽松掣肘紧缩政策，民众不满持续升级.....	12
2012 年经济展望：欧洲经济全面萎缩风险加剧.....	14
欧债危机：政治博弈增加合作难度，明年仍难寻解决之道.....	17
2011 回顾：债务危机难倒欧洲政客.....	17
欧债危机走向分析.....	19
2012 年重大事件提示.....	21

图表目录

图 1: 欧盟及欧元区GDP季环比	1
图 2: 欧盟及欧元区GDP同比	1
图 3: 欧盟和欧元区工业产值同比	1
图 4: 欧盟和欧元区工业产值月环比	1
图 5: 欧盟耐用品和非耐用品工业产值同比	2
图 6: 欧盟中间产品和资本货物工业产值同比	2
图 7: 欧盟工业订单环比	2
图 8: 欧元区工业信心依然低迷	2
图 9: 欧盟和欧元区个人消费季环比	3
图 10: 欧盟和欧元区个人消费同比	3
图 11: 欧元区经济前景不容乐观	3
图 12: 欧元区消费者信心受到打击	3
图 13: 欧元区零售销售受到打击	4
图 14: 欧盟 2011 年以来食品销售和非食品销售同比	4
图 15: 欧元区货车销售同比	4
图 16: 欧盟载客汽车销售同比	4
图 17: 欧元区及欧盟失业率高企	5
图 18: 欧盟部分国家失业率一览	5
图 19: 欧元区女性失业率始终高于男性	5
图 20: 欧洲青少年(低于 25 岁)失业状况不容忽视	5
图 21: 德国GDP增长主要得益于出口的高增长	6
图 22: 德国常年保持贸易顺差	6
图 23: 德国制造业产值对工业产值有决定性作用	6
图 24: 汽车销售是德国零售销售中不可忽视的力量	6
图 25: 德国出口增速下滑拖累经济增长	7
图 26: 德国国内企业和消费者信心开始下降	7
图 27: 德国工业生产同比增速回落趋势明显	7
图 28: 上游产品的产值也受到影响	8
图 29: 法国家庭消费支出环比下降	8
图 30: 法国进口环比下降	8
图 31: 法国失业率上升势头加快	9
图 32: 法国青少年失业率非常高	9
图 33: 法国女性失业率明显高于男性	9
图 34: 法国劳动力成本增长快于月薪收入增长	9
图 35: 意大利GDP走势	10
图 36: 意大利出口占GDP比重	10
图 37: 意大利出口主要面向欧盟	10
图 38: 意大利贸易逆差加大	10
图 39: 意大利工业增长与欧盟核心国家相比处于较低水平	11
图 40: 英国服务业占GDP比重超过 75%	12

中证期货宏观策略专题

图 41: 英国制造业就业率与服务业就业率同比比较	12
图 42: 英国GDP增速自 2010 年以来明显放缓	13
图 43: 英国财政紧缩政策收效甚微	13
图 44: 英国核心CPI水平令人担忧	13
图 45: 高失业率导致社会动荡	13
图 46: 英国服务业受到影响	14
图 47: 英国旅游业遭受重创	14
图 48: 欧猪五国预算赤字占GDP比重居高不下	18
图 49: 欧猪五国债务占GDP比重严重超过预警值	18
图 50: 欧债危机——几种可能的结局	19
图 51: 2012 年欧猪五国每月债务到期情况	21
图 52: 未来 10 年欧猪五国债务到期情况	21
表 1: 意大利南北差距大	12
表 2: 巴克莱资本经济数据预测(截至 2011 年 12 月 16 日)	15
表 3: 德意志银行经济数据预测(截至 2011 年 12 月 9 日)	16
表 4: 2011 年欧债危机发展情况	17
表 5: 欧盟AAA评级成员国国债占GDP比重	18
表 6: 2012 年欧洲各国大选一览	22
表 7: 2012 年欧洲央行和欧盟理事会年表	23

欧盟概述：实体经济增速放缓，陷入衰退风险加剧

欧元区的实体经济增速在今年全面放缓，从工业产出上可以也明显地反映出这一趋势。今年从 GDP 增速来看，整个欧元区乃至欧洲都呈现出经济增长放缓的趋势。第一季度欧盟 GDP 环比增长 0.7%，同比增长 2.4%；到第二季度，由于德国和法国的经济突然急刹车，导致欧盟 GDP 环比增长仅 0.2%，而同比增长不过 1.7%；第三季度时欧盟经济环比增长仍然毫无起色，仅 0.3%，同比增幅继续萎缩至 1.4%。根据多家投行及研究机构的数据表明，欧洲第四季度大部分国家将出现 GDP 环比负增长，拖累欧盟经济陷入停滞。

图1：欧盟及欧元区 GDP 季环比

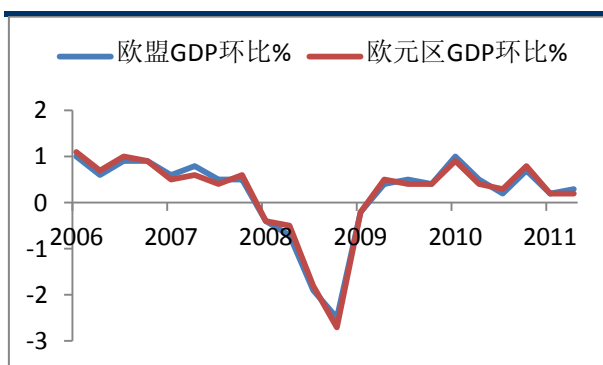
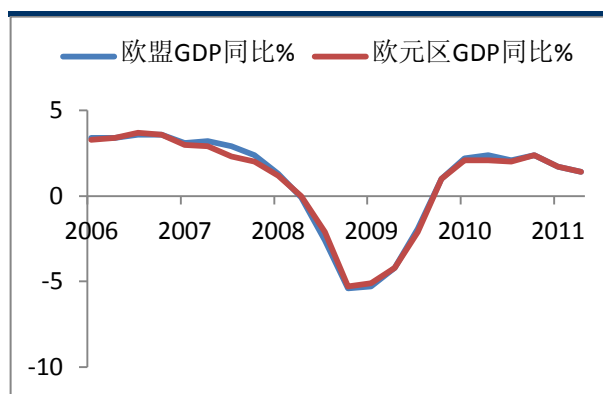


图2：欧盟及欧元区 GDP 同比



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

受到来自市场需求的遏制，欧盟的工业产出水平也开始下滑。截至 2011 年 10 月初，欧盟工业产出同比上升 2.4%，欧元区工业产出同比上升 2.4%，增速双双降至近两年以来的最低点。从环比来看，截至 2011 年 10 月初，欧盟工业产值环比下降 1.3%，欧元区工业产值环比下降 1.8%，双双创下年内月环比最大跌幅。

图3：欧盟和欧元区工业产值同比

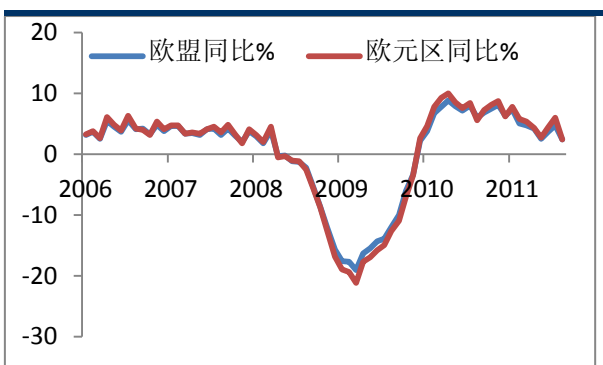
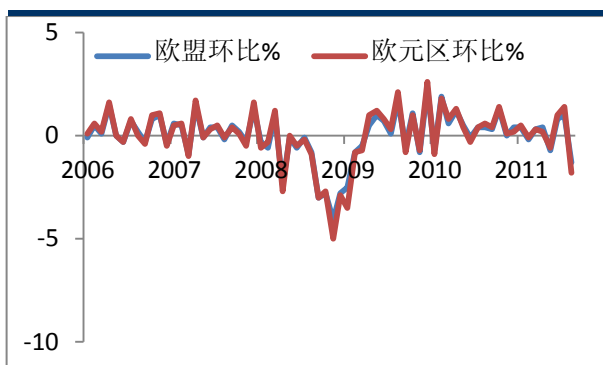


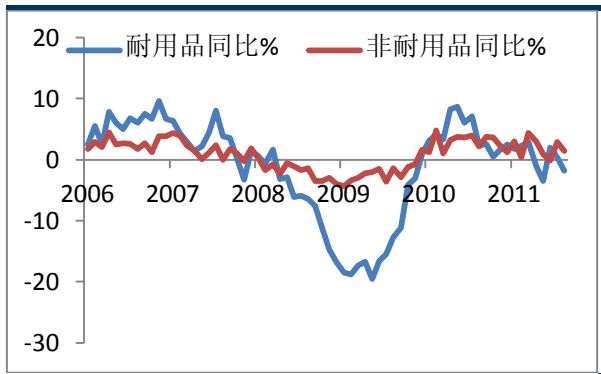
图4：欧盟和欧元区工业产值月环比



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

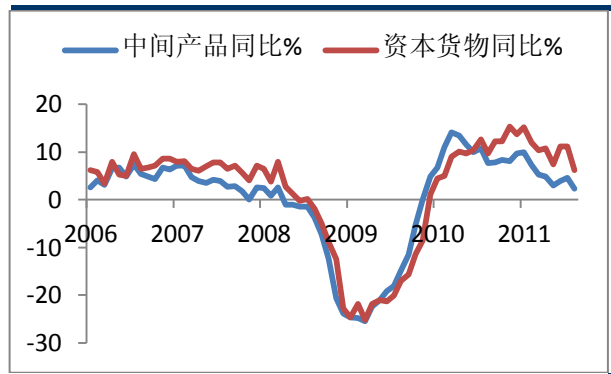
从生产过程来看，产成品中，欧盟耐用品和非耐用品产值同比增幅自今年 8 月以来就不断收窄，到 10 月初出现了负增长；而上游产品中，中间产品和资本货物的同比增幅虽然要高于产成品，但是鉴于上游产品的变动趋势相比成品而言略为滞后，因此预计在明年上半年上游产品的工业产值会出现进一步萎缩。

图5：欧盟耐用品和非耐用品工业产值同比



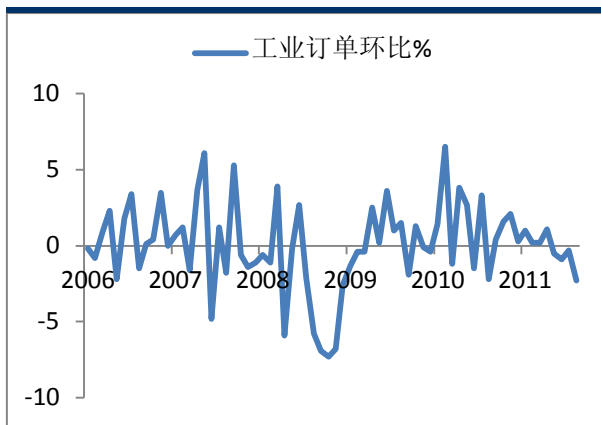
资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图6：欧盟中间产品和资本货物工业产值同比



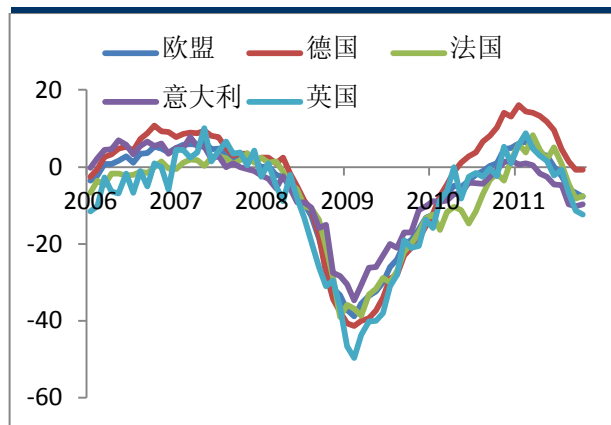
工业订单的变动趋势是工业产出的一个非常良好的预测指标。2011 年以来欧盟工业订单环比增幅就呈现不断下降的趋势，显示在 2012 年欧洲的工业产出也不会有一个特别抢眼的开端。从信心指数来看，欧盟及其成员国的工业信心自今年三月以来持续保持下滑态势。截至 11 月底，欧盟的整体工业信心指数为-7.7，受到欧债危机影响，今年内持续第四个月为负；德国为-0.7，2010 年年中以来首次转为负值；法国受到拖累，10 月工业信心指数为-7.6；意大利因债务问题隐忧，自今年 5 月以来工业信心指数就发生大跳水，至 11 月底已达-9.7；英国虽然置身欧元区之外，情况却比前三个国家还要糟糕，11 月底工业信心指数为-12.4，触及两年来的最低点。欧盟四大经济体不断下滑的工业信心指数说明，由于欧债危机迟迟无法出台有效的解决方案，影响已经波及到实体经济，欧洲工业企业对经济前景存在下行预期。

图7：欧盟工业订单环比



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图8：欧元区工业信心依然低迷



从根本上挽回债务困局无疑要靠强健的实体经济作为后盾，但是欧洲消费需求的疲弱导致工业产出增长乏力。为了刺激经济增长，欧洲央行不得不祭出超低利率，以取代购买主权债务导致的独立性丧失。雪上加霜的是，许多欧盟国家的失业率高企，就业市场形势不断恶化。总之，欧洲经济在 2012 年陷入全面衰退的风险正在上升。

消费下滑，需求疲软

欧盟统计局公布的消费数据呈现下滑趋势。欧盟今年第一季度消费环比停滞，同比仅上升 0.8%；第二季度环比更是下滑 0.4%，同比增幅降至 0.2%；到第三季度受季节因素影响，环比增幅上升 0.2%，

但是同比增幅继续收窄至 0.1%。欧元区的趋势与此大抵相当，反映出欧盟内需疲软的事实。

图9：欧盟和欧元区个人消费季环比

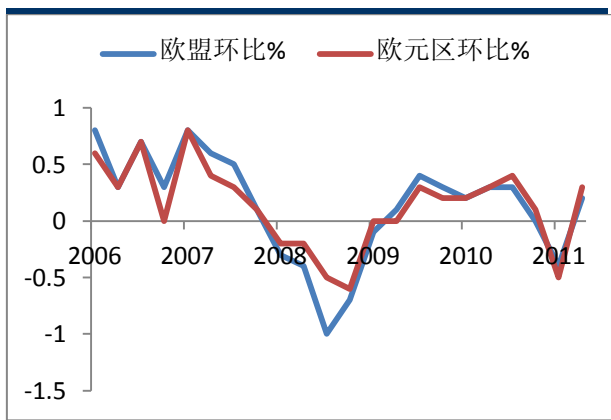
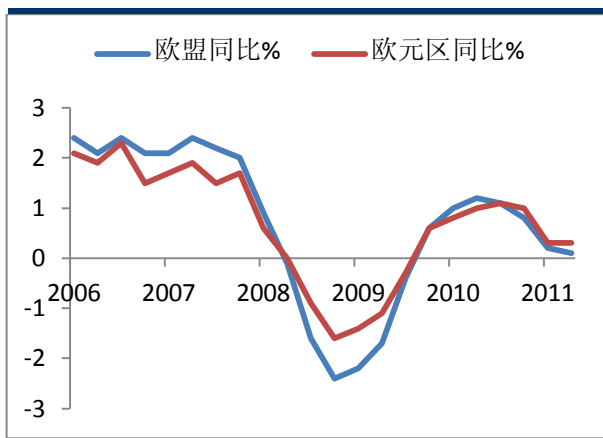


图10：欧盟和欧元区个人消费同比



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

个人消费支出增长放慢一方面受到经济形势低迷影响，另一方面则是就业市场的持续不景气导致消费者信心受到打击。在调查中，欧元区三大经济体的经济前景指数自 2009 年金融危机受到重挫以后有所回升，但是 2011 年以来，欧债危机加剧，经济前景指数再次进入下行周期。截至 2011 年 11 月底，欧盟经济信心指数降至 92.8，触及两年来的最低点；德国相对较好，降至 104，为 19 个月以来的最低点；法国略高于欧盟平均水平，达到 93.2，；意大利和英国分别为 90.1 和 88.9，不及欧盟平均水平。欧盟四大经济体显示欧洲经济信心指标已经降到了 2008 年金融危机以来的最低点，并且还有恶化可能。

从消费者信心来看，除德国保持一段时间的正值以外，欧盟整体以及法国、意大利、英国在最近五年内均在 0 值以下徘徊，显示欧洲消费者信心严重受挫。而进入 9 月以后，德国的消费者信心也转为负值，显示这个欧盟最大的经济体的消费人群也在失去应有的活力，这对欧洲并不是一个好消息。

图11：欧元区经济前景不容乐观

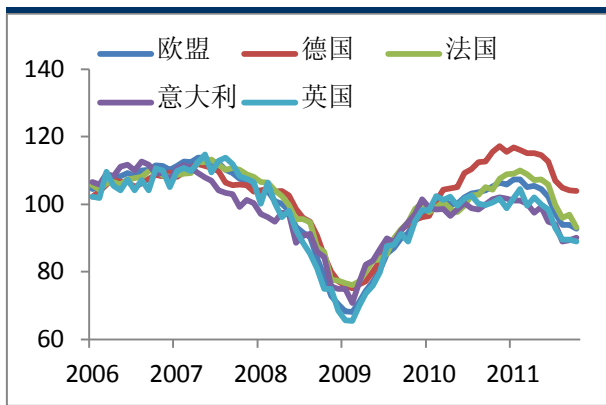
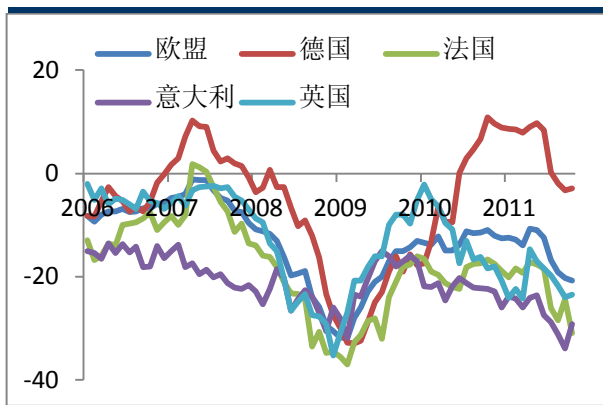


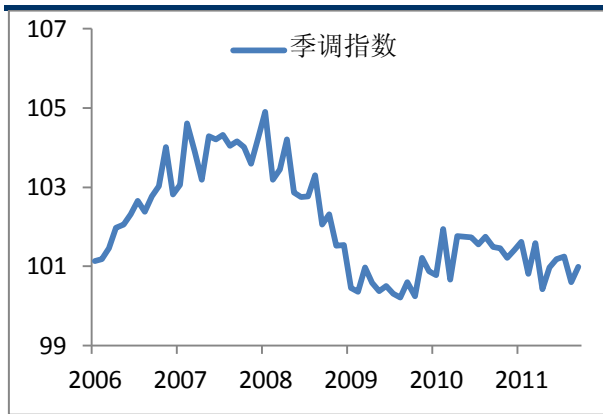
图12：欧元区消费者信心受到打击



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

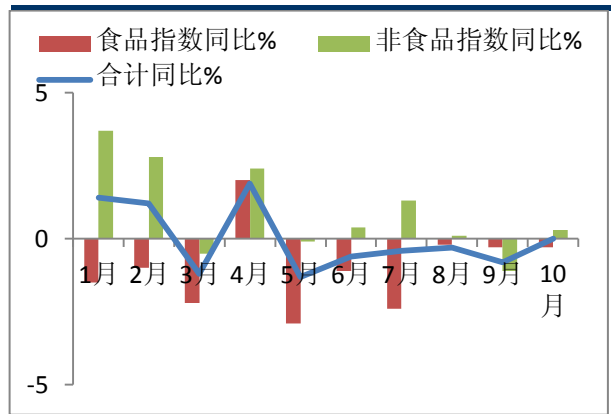
受个人消费萎靡不振影响，欧盟零售销售倍受打击。自 2007 年末达到峰值之后，欧元区零售销售指数虽然有起伏，但是取出季节性因素影响之后，从趋势上来看，不断在走下坡路。进入 2011 年以来，食品销售的跌幅最为明显，拖累整体销售额在今年下半年始终处于负增长状态。

图13: 欧元区零售销售受到打击



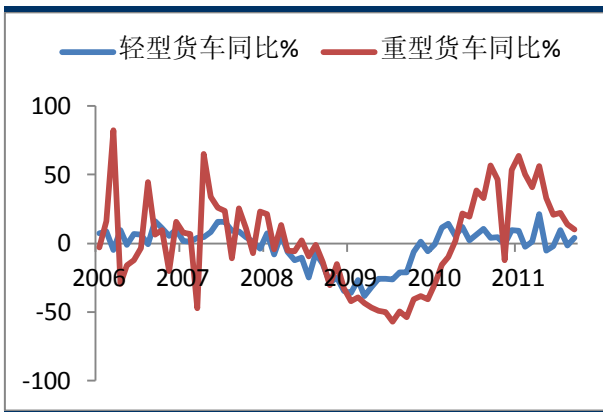
资料来源: bloomberg 中证期货研究部

图14: 欧盟2011年以来食品销售和非食品销售同比



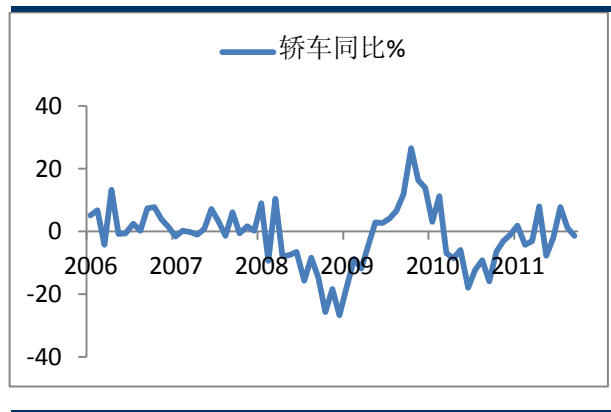
欧元区轻型货车销售变动幅度不大, 重型货车在经历了年初的高点之后, 一路下滑, 显示随着工业生产活动程度降低, 对重型货车的需求也明显。此外, 受季节性因素影响, 欧盟轿车销售有起有落, 但是变动幅度非常平淡, 毫无可圈可点之处, 反映在欧债危机期间, 欧洲人对轿车的需求也开始降低。

图15: 欧元区货车销售同比



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

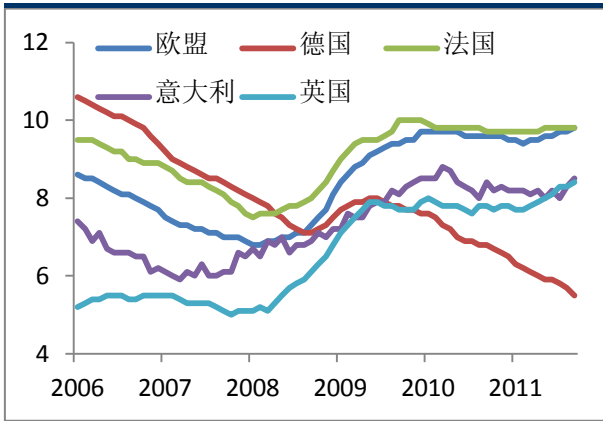
图16: 欧盟载客汽车销售同比



失业率高企加剧社会动荡

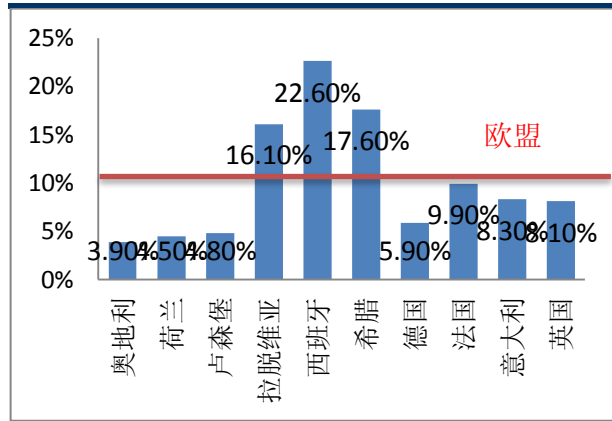
根据欧盟统计局公布的最新数据显示, 欧盟今年 11 月的失业率同比上升 0.1%, 达到 9.8%。而欧元区更是达到 10% 以上。德国、法国、意大利和英国这四个国家之中, 除了德国在 5 年以来失业率不断走低, 显示出就业市场的健康发展, 其余三个国家的失业率不断触及高位。与去年同期相比, 欧盟各成员国中有 14 个国家的失业率下降, 13 个国家的失业率上升。目前成员国中失业率最低的是奥地利, 仅 3.9%, 其次是荷兰 (4.5%) 和卢森堡 (4.8%)。而失业率最高的是西班牙, 高达 22.6%, 紧随其后的是希腊, 达 17.6%, 拉脱维亚的失业率虽较去年同期降低 3.3%, 但仍然以 16.1% 位居第三。

图17: 欧元区及欧盟失业率高企



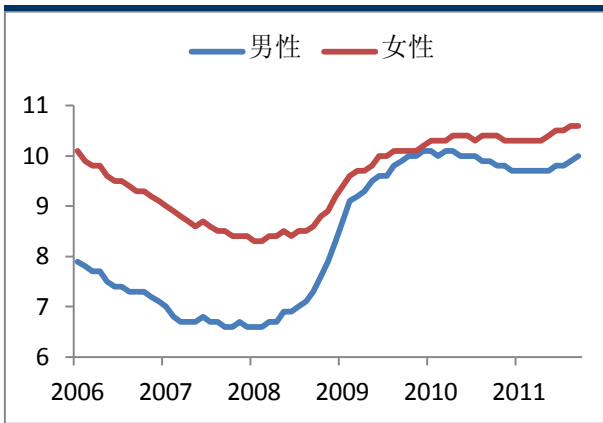
资料来源: bloomberg 中证期货研究部

图18: 欧盟部分国家失业率一览



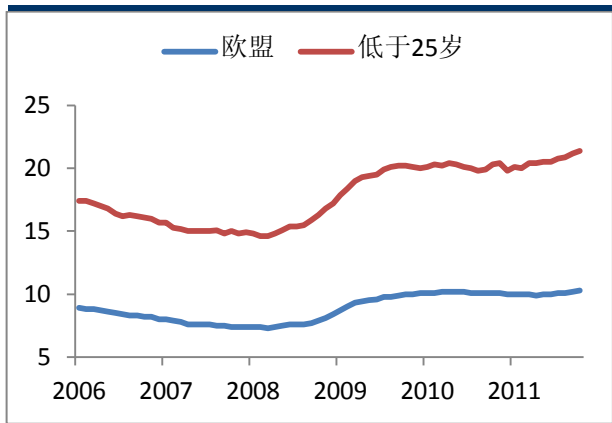
从人群结构分析, 欧盟女性失业率高于男性, 也高于欧洲总体失业水平。截至年底男性失业率为 9.9%, 而女性失业率则达到 10.6%。欧洲青少年失业率和青壮年失业率差距进一步拉大, 欧元区 25 岁以下劳动力失业率目前高达 21.4%, 而 25 岁以上劳动力失业率则为 9%, 青少年失业率最高的西班牙甚至达到了惊人的 48%。欧洲部分国家不时爆发青少年制造的骚乱, 很大程度上与居高不下的青少年失业率有关。

图19: 欧元区女性失业率始终高于男性



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

图20: 欧洲青少年(低于25岁)失业状况不容忽视

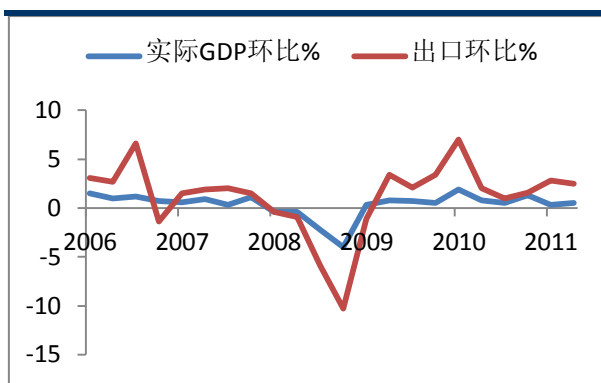


欧盟核心国分析

德国：出口下滑侵蚀制造业根基，欧元区发动机失去原动力

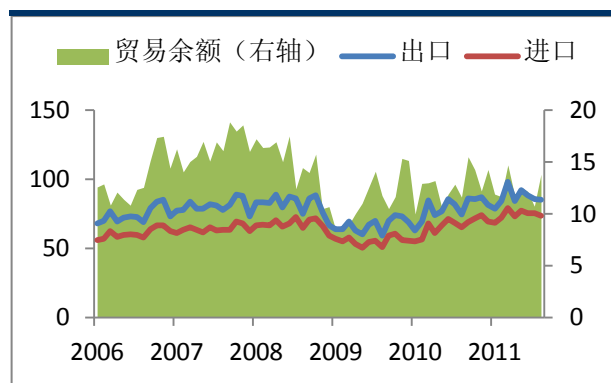
德国经济曾经的高增长，无疑是缘于出口的高增长。相比奥巴马高调倡导美国提振出口，德国却不事张扬地保持着全球第二大出口国的地位。在过去 10 年里，这不仅为德国带来了巨额经常账户盈余，还为德国经济贡献了三分之二的增长。从近 5 年来的实际 GDP 环比和出口环比的对比可以看出，出口的变化幅度往往大于实际 GDP 的变化幅度，但是变化方向一致，因此可以判断，出口对于德国 GDP 的贡献是显著的。由于连年的强劲出口，德国也一致保持对外贸易盈余，与欧美主要发达国家形成了鲜明的对比。

图 21：德国 GDP 增长主要得益于出口的高增长



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

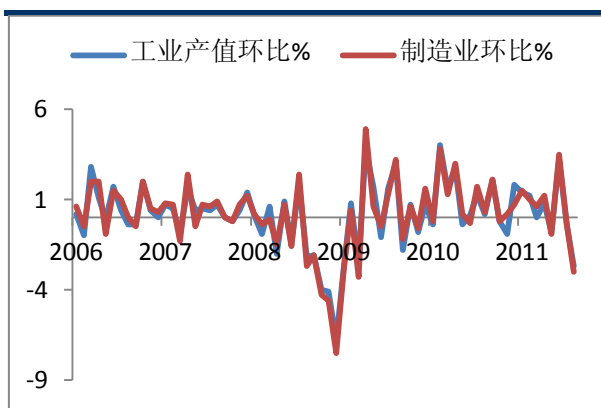
图 22：德国常年保持贸易顺差



德国对外贸易仰仗于雄厚的实体经济，即专业的制造业和汽车品牌。生性守时守法尊重权威、善于完成规定动作的德国人严谨认真，注重质量，创造了精湛的制造业。从制造业和工业产值的环比增长对比可以看出，德国的制造业变动与工业产值高度相关，制造业的变动几乎完全决定了工业产值的变动。

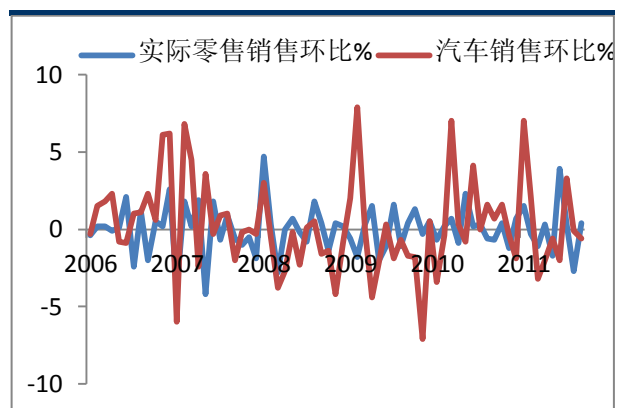
以此为依托，德国的汽车品牌更是有口皆碑，为德国的零售销售做出巨大贡献。从德国近 5 年的汽车销售数据与实际零售销售数据的对比可以看出，德国汽车销售对零售销售的拉动作用也很明显。

图 23：德国制造业产值对工业产值有决定性作用



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图 24：汽车销售是德国零售销售中不可忽视的力量



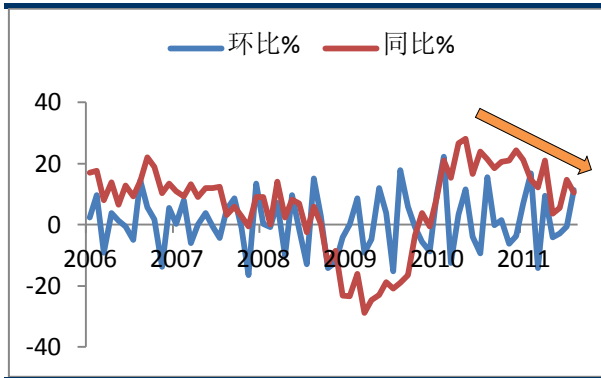
根据德国统计局今年公布的数据，出口作为德国经济增长贡献较大也已经出现进一步下滑。2010 年以来，德国的出口环比增速虽有反复，但是同比增长总体呈现放缓趋势。今年 6 月至 8 月德国出口

中证期货宏观策略专题报告

环比持续降低，至9月时才有了一个11.4%的反弹，收复了此前的部分失地，但是同比增长则进一步回落至10%。欧洲主权债务危机促使西班牙、爱尔兰等国政府削减开支，削弱了对德国商品的需求，出口下滑也在情理之中。

在德国出口不景气的背景下，订单减少，加上消费者信心不足，导致德国企业信心开始下滑，德国的工业生产受到影响。工业产值下降比例中，以建筑业和耐用消费品的产值下降尤为突出。

图25：德国出口增速下滑拖累经济增长



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图26：德国国内企业和消费者信心开始下降

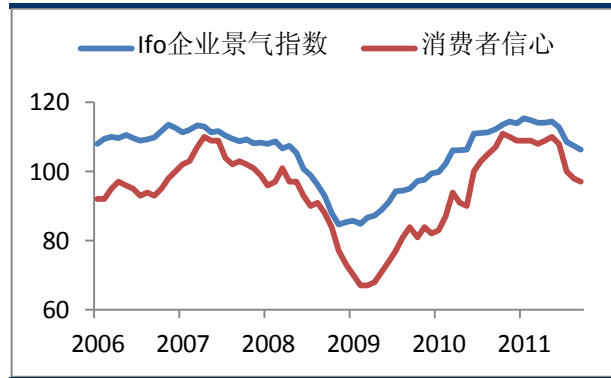
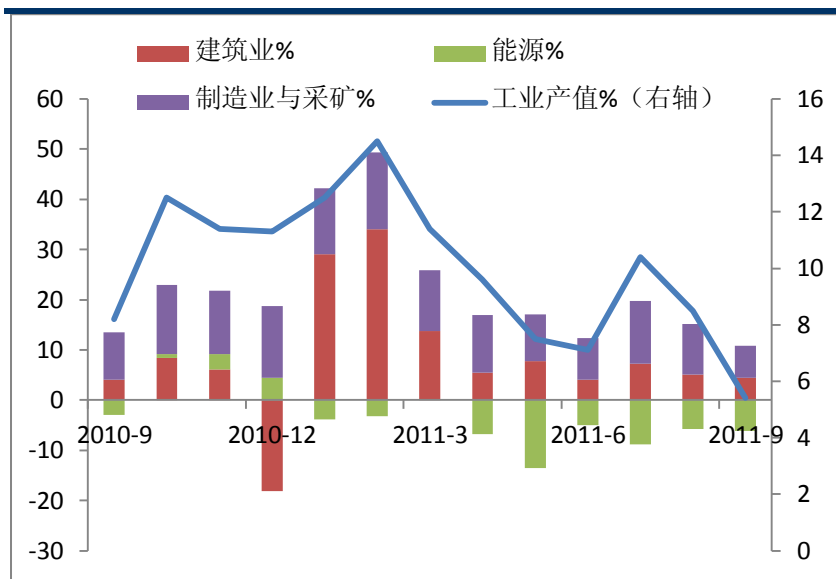
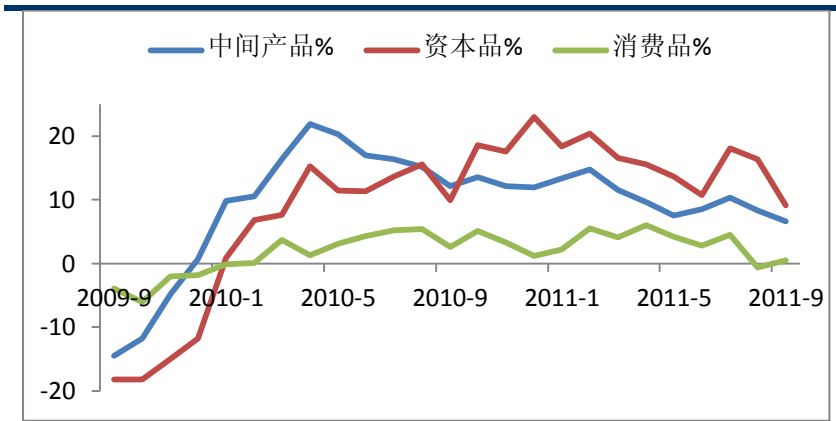


图27：德国工业生产同比增速回落趋势明显



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图28：上游产品的产值也受到影响



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

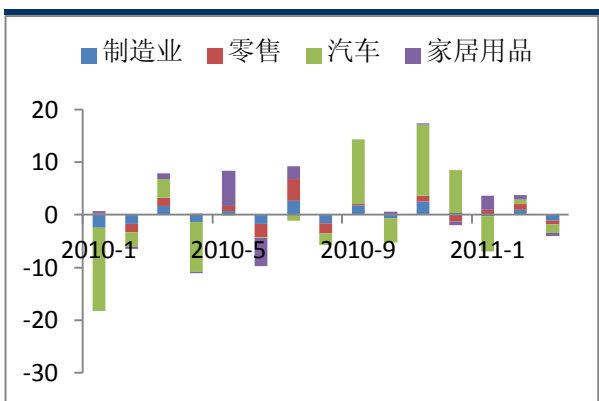
在今年年初，德国凭借其制造业和强劲的出口，经济增长在欧元区一枝独秀，也使得其他成员国寄希望于德国能够引领欧洲走出这次困境。但是随着欧债危机的不断蔓延，周边国家的需求疲软，而德国的出口主要又面向欧盟国家，因此也不可避免地遭到了波及。出口下滑开始侵蚀德国赖以生存的制造业根基，预计明年上半年德国仍然难以摆脱出口下滑带来的困扰，欧元区的发动机正在失去动力。

法国：评级下调边缘的挣扎

法国经济以大企业为主导，各行各业都有代表公司或品牌：核电、空客、路易威登、雷诺、雪铁龙、家乐福等等，不胜枚举。由此可见，法国是少有的门类齐全的工业国家，主要在重工业领域如航空、汽车、高铁、船运、航空、石化、核能、建筑、电子、医药具有世界领先水平。轻工业领域则以奢侈品（化妆品、香水、箱包、服装）征服世界。在服务业，法国也拥有出色的银行、超市、商场、物流。法国人的设计、艺术和文化更是享誉全球。

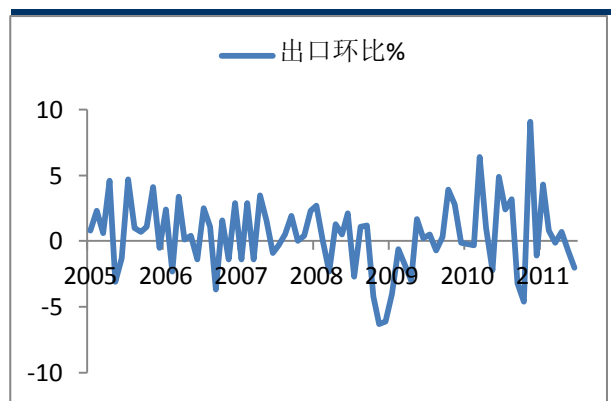
法国门类齐全的工业使其免于像英国一样在金融危机中大起大落，但是不容置疑的是，维系这一体系的成本对于一个国土狭小、人口和资源有限的国家来说，越来越成为负担。法国企业在各自领域的竞争中渐渐感到力不从心也就不足为奇了。从家庭消费支出数据来看，法国的汽车消费经历了去年年底的高峰期之后，今年持续走低，没有起色；而其他消费从第一季度开始也出现下滑。同时，法国的进口也开始下降，第三季度环比下降了 0.9%。各项统计数据都显示出法国内需呈现出下滑或者放缓的趋势。

图29：法国家庭消费支出环比下降



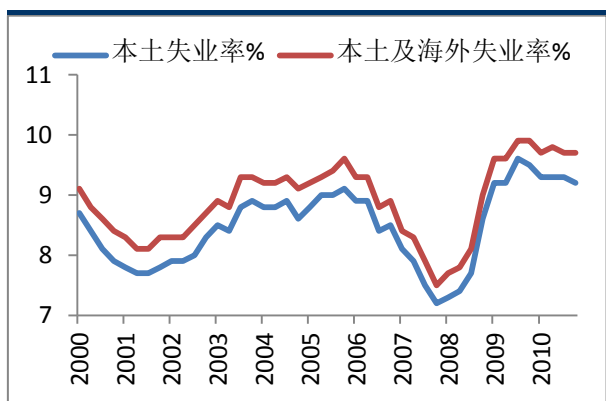
资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图30：法国进口环比下降



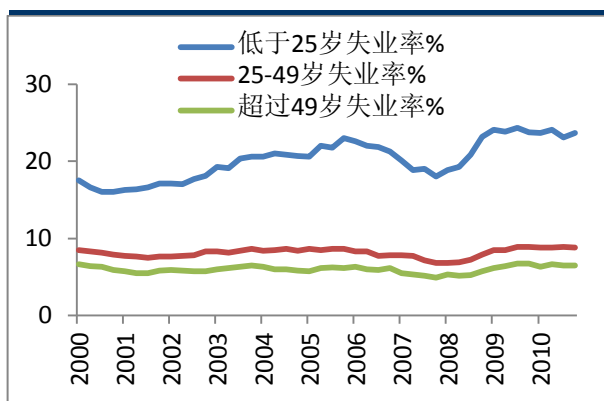
黯淡的经济环境使得法国的失业率加快了上升的脚步。根据法国劳工部公布的数据显示，法国失业率在过去的半年月里连续上升，7月份的上升速度之快堪称过去11年之最。据统计，法国7月份失业人数增加36100人，求职总人数达到412万，为进入21世纪以来的最高值。就业困难，在青少年（低于25岁）以及女性群体中尤其明显。受欧债危机和市场忧虑的影响，加上法国政府一再重申削减财政赤字的决心可能会进一步打压就业市场，失业率高企的局面在短时间内很难马上扭转。

图31：法国失业率上升势头加快



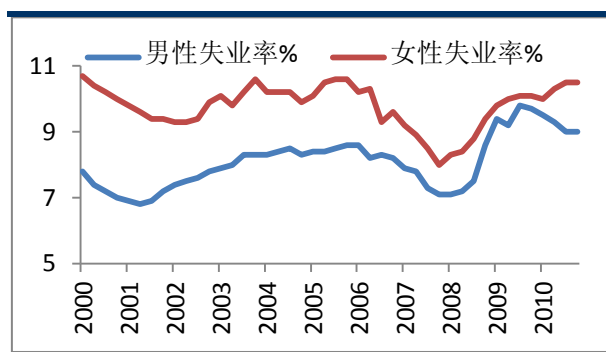
资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图32：法国青少年失业率非常高



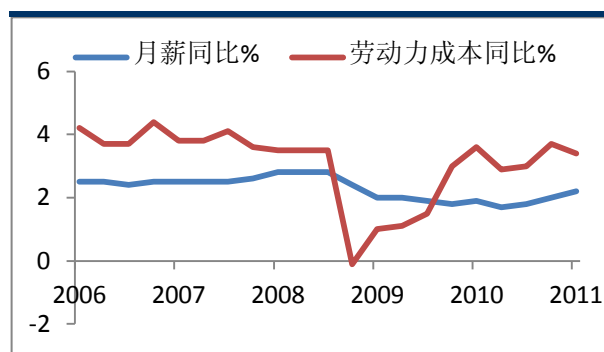
法国是欧洲非常有代表性的低增长、低通胀的发达工业国，由于需求增长过慢，没有足够的岗位维持充分就业，高失业率是必然的结果。这与日本90年代初开始的“失去的十年”颇有异曲同工之处。此外，过去的几年里，法国劳动力成本增长速度远快于收入增长的速度，因此，失业率的下降将是一个缓慢而异常痛苦的过程。

图33：法国女性失业率明显高于男性



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图34：法国劳动力成本增长快于月薪收入增长



法国由于国内资源有限，内需不足，实体经济数据的健康程度早已无法与德国比肩。加上法国高度发达的金融业在欧债危机中对高负债国家的风险敞口过大，法国三大银行（巴黎银行、兴业银行、农业信贷银行）成为评级机构的众矢之的，在今年被下调了信用评级，法国的AAA评级也岌岌可危。预计法国明年的内需将持续萎缩，造成经济增速大幅降至低于2010年的水平；而如果明年法国的信用评级不保，法国的经济数据将会遭到进一步打压。

意大利：经济结构和社会结构之困

作为下一个可能陷入债务危机的国家，意大利解决当前困局的关键就在于控制债务规模持续增长的同时提高还款能力。通过政府财政盈余逐步还清债务。然而，随着经济复苏的放缓，意大利削减赤

中证期货宏观策略专题报告

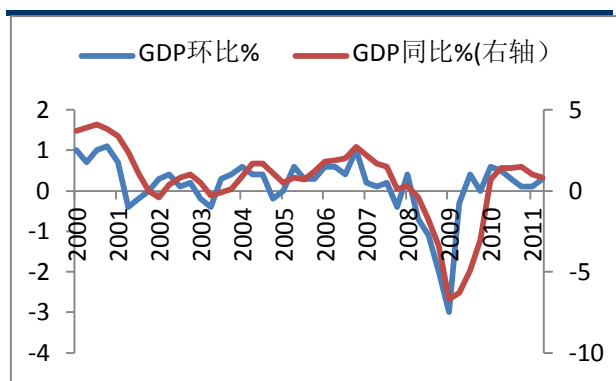
字的难度正在加大。由于经济不景气带来的信心动摇，使得国债收益率大幅上升，加重债务偿还负担；另一方面，入不敷出状态下还要削减财政开支提高税收，这将更加制约经济的增长。意大利已经步入了一个恶性循环之中。

实际上，为了缓和国际市场对其债务问题的忧虑，今年6月意大利曾经推出过一项财政稳定计划，希望在未来3年削减766亿欧元赤字，并在2014年实现财政平衡。8月初，意大利政府又出台新一轮紧缩方案，计划两年内削减开支455亿欧元，这一紧缩方案在8月底做出修改，加入了包括精简政府机构、延迟退休年龄等旨在减少开支的政策，并通过更为严格的征税措施和削减企业税收优惠等措施增加税收收入。贝卢斯科尼被迫辞职之后，蒙蒂接过总理之职，再次于12月初宣布改革措施，其中包括对养老金的调整方案。

虽然意大利的态度始终是积极的，但是这层出不穷的政策方针实在有些乱花渐欲迷人眼的感觉。一方面，计划能否顺利实施尚待时间检验，减少福利并且增税的做法就算换了新总理也仍然是不受欢迎的，简单粗暴地实施到各地，并不足以解决中长期财政问题，反而可能触发大规模罢工和游行示威活动，引发类似希腊的社会动荡，进而加大新出台紧缩方案的实施难度。另一方面，意大利政府即使顺利实现了财政平衡，也并不意味着债务问题能够得到控制。如果意大利国债利率长期维持在7%的水平，而经济增长依然缓慢，任由这种情况发展，到2015至2017年间，公共债务总额占GDP比重会达到150%。我们看到，意大利经济经历2009年的低谷之后，现在渐渐有所恢复，但是复苏迹象不明显。经济层面决定了解决债务问题将是个长期而曲折的过程，而经济结构和社会结构是拖累意大利经济的主要原因。

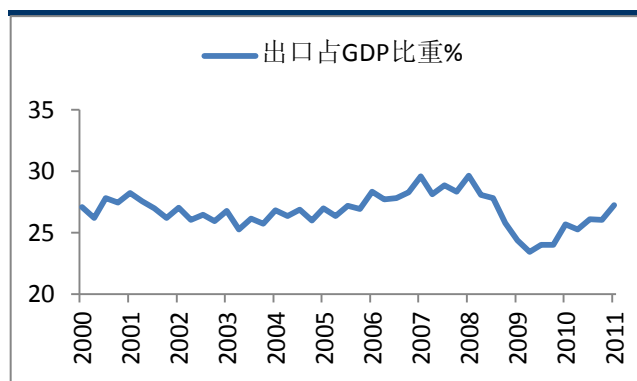
作为传统的外贸出口国，近几年意大利的产品有近1/3用于出口，出口对GDP的贡献占有举足轻重的地位。一方面，意大利是个资源相对匮乏的国家，进口主要以石油、原料和食品为主，出口则以机械设备、化工产品、家电、防止、服装鞋帽和首饰为主，加工业地位是非重要。另一方面，受地理区位因素影响，意大利的出口对象主要集中在欧洲，其次是美国以及东亚和拉美国家。

图35：意大利GDP走势



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

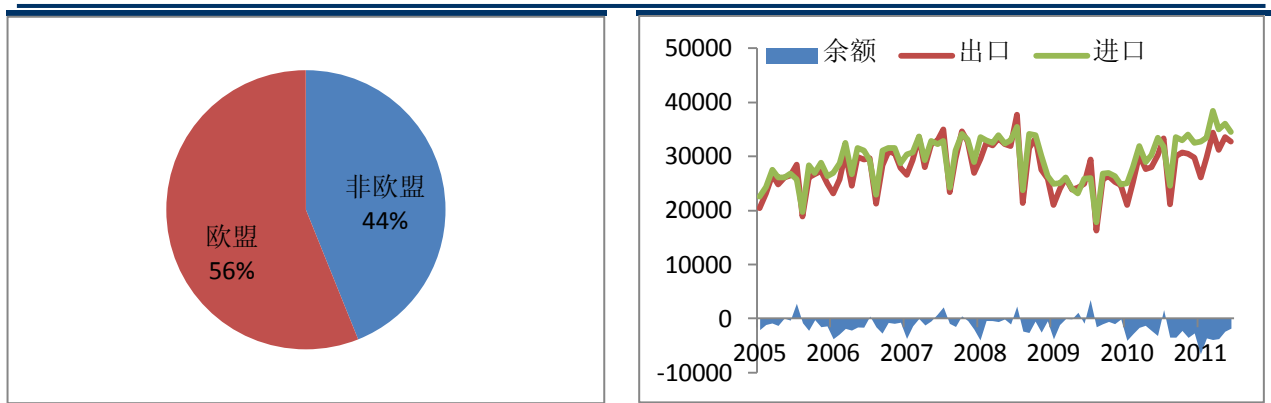
图36：意大利出口占GDP比重



由于意大利经济特点导致其受外围影响较大，金融危机爆发之后，意大利的支柱性产业受到冲击，欧洲其他国家经济亦受挫，意大利的出口总额始终无法达到危机前的水平，导致贸易逆差不断扩大。

图37：意大利出口主要面向欧盟

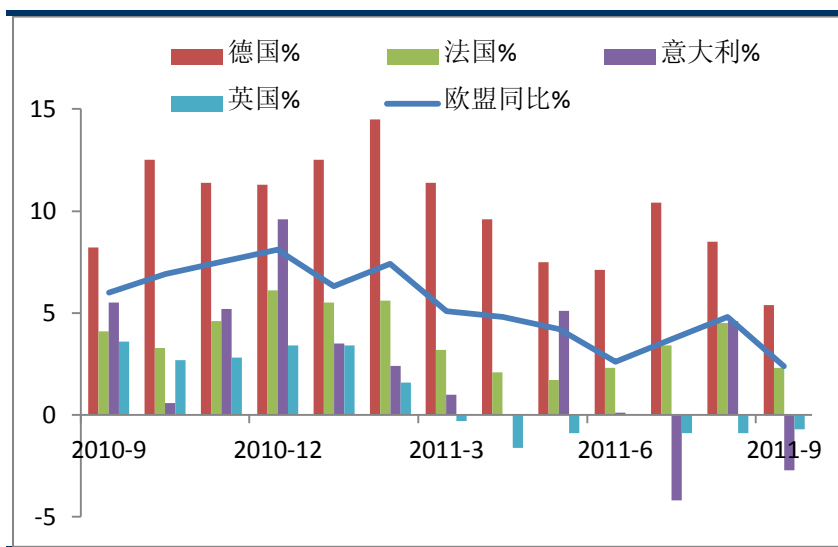
图38：意大利贸易逆差加大



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

意大利经济具有西方工业发达国家的共性,即第一产业比例很小,第二产业和第三产业占比较高。但是意大利也有自身的独特之处,即以中小企业为主导。在全国 430 万家企业中,中小企业占比高达 98%,而 GDP 的 70% 都是由中小企业创造的。这些企业覆盖面大,产品极为丰富,包括纺织品、服装、皮革、鞋帽、首饰、家具、丝绸、食品、塑料制品等与生活息息相关的产品。随着全球化和竞争的加剧,意大利原有的竞争优势在逐渐丧失,使得其经济在近 10 年的时间里发展日渐迟缓,工业生产陷入衰退,工业增长在欧盟国家内部处于较低水平。

图 39: 意大利工业增长与欧盟核心国家相比处于较低水平



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

竞争力的缺失主要来自劳动成本不断增加。引入欧元之前,意大利的工资水平低于德法两国,但是启动欧元之后,意大利的单位劳动成本逐年升高,已经比欧元区平均水平要高出 4%。除了劳动力成本过高外,意大利出口的产品中,高技术产品少;同时,中小企业都是手工作坊发展而来的家族式企业,力量薄弱导致成长缓慢,缺乏规模效应,在全球化竞争中显得势单力薄。随着国债收益率飙升带来的融资成本增加,中小企业的生存和发展将受到严重威胁。

由于历史原因,意大利南部和北部在发展上存在着差距。从罗马往北经济逐渐发达,而越往南经济越落后。意大利各级政府也曾采取不同措施来振兴南部经济,但是由于意大利各省在政治上的自治权利较大,因此许多政策都得不到贯彻,尤其在金融危机过后,两地区的差距日益加大。在南部集中了全国 70% 的贫困家庭,平均收入仅为北部的 75%。一直以来,政府都试图通过财政转移支付的方式消弭地区差异,但是在政府财政捉襟见肘之时,南北差距的拉大也难以得到有效遏制。

表 1：意大利南北差距大

	失业率	人均 GDP (欧元)
北部	5.3%	23831
中部	7.2%	22440
南部	12.6%	13838

资料来源：IMF 中证期货研究部

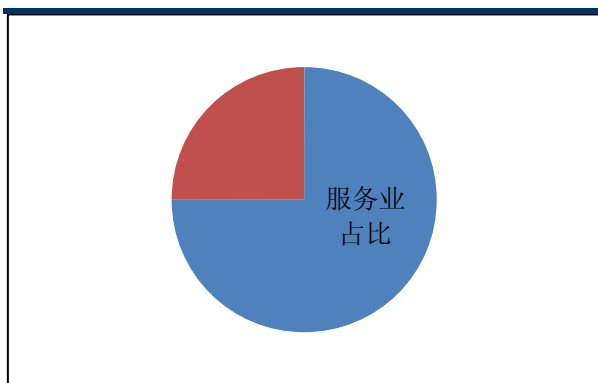
总之，经济结构和社会结构带来的经济增速过缓成为意大利可能出现主权债务违约的最大隐患，也是此次债务问题迅速恶化的重要原因。意大利如果不进行严格的改革，在 2012 年债务问题很有可能随着国债收益率的不断飙升而再次爆发，而这个欧元区第三大经济体的崩溃也会把欧元区推向深渊。因此明年意大利必须执行紧缩的财政政策，并进行严格的税制及养老体系改革，虽然紧缩会带来全年经济增速停滞的阵痛，但是这是意大利目前唯一的出路。

英国：量化宽松掣肘紧缩政策，民众不满持续升级

随着英国君主立宪制的确立，使英国成为了世界上第一个确立资产阶级政治统治的国家。而发源于英国而后波及欧美主要国家的第一次工业革命，具有划时代的历史意义，对人类社会的严谨产生了空前而深刻的影响，为新生的资本主义制度奠定了坚实的物质基础，促使欧美诸国先后实现工业化，更为英国创造了历史机遇，利用工业化的先发优势，确立了世界工厂的地位。

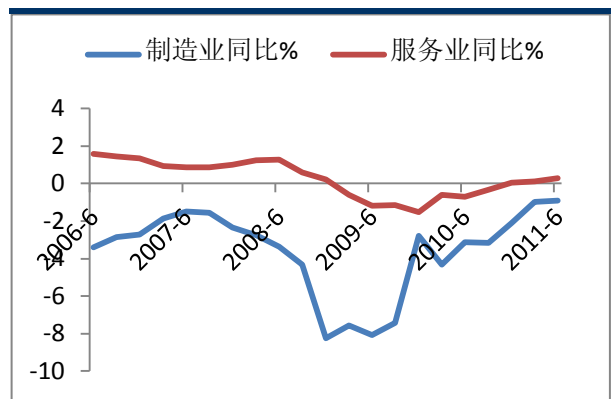
而从 1960 年开始，同样是在英国，开始了一场去工业化的运动。由于英国大城市地区土地和工资等生产成本较高，劳动和环境保护意识较强，加上市中心区生活和环境质量的不断下降，导致企业家开始把制造工厂由大城市迁移到中小城镇和农村地区，甚至迁往海外。其次，由于资源枯竭和生产成本上升，英国的一些传统产业如纺织、冶金、造船和煤矿已经失去往日的辉煌，日渐萎缩。再次，随着技术发展，企业可以把生产过程的某些部分，尤其是劳动密集型的加工装配环节分散到国外工资成本相对低廉的地区，而发展中国家提供的各种优惠政策又加剧了这种趋势。由于制造业发展停滞，制造业开始大规模裁员，制造业劳动者占总劳动者的比例下降，而服务业日益发达，就业人数比重亦不断上升。制造业就业率同比在近五年来看不断下滑，服务业就业率同比虽然在 2008 年金融危机期间受挫，但是总体而言还是保持稳中有升的姿态。

图 40：英国服务业占 GDP 比重超过 75%



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图 41：英国制造业就业率与服务业就业率同比比较



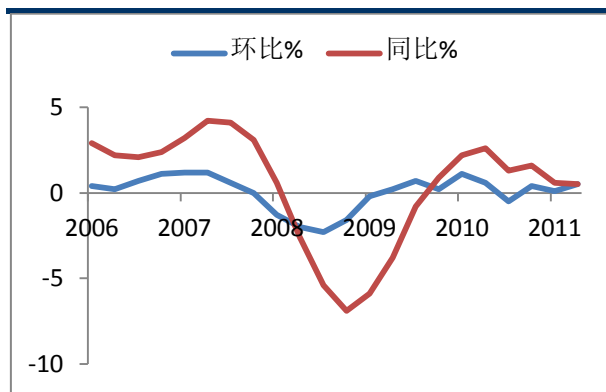
服务业当中，英国又以银行业最为发达，而欧债危机首先就传导至银行业。这使得在这场债务危

中证期货宏观策略专题报告

机中，虽然英国没有加入欧元区，不受欧元的钳制，但是银行却不可避免地受到波及。金融业是英国去工业化以来赖以生存的支柱产业，因此英国虽然不在欧元区，还是受到了欧债问题的拖累。相比制造业和服务业全面发展的法国而言，英国经济在这场风暴面前显得非常脆弱。

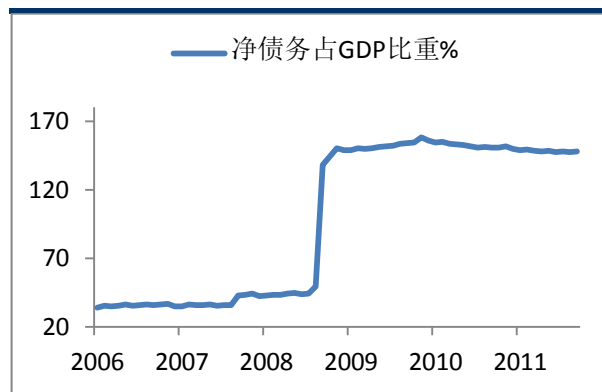
由于实施财政紧缩政策，英国 GDP 自 2010 年以来增速大幅放缓，但是紧缩政策对降低政府的净债务收效甚微，今年年内政府净债务占 GDP 比重仍然维持在 147% 以上。

图 42：英国 GDP 增速自 2010 年以来明显放缓



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

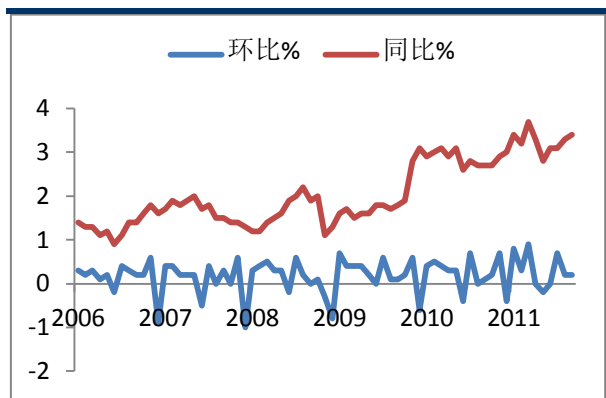
图 43：英国财政紧缩政策收效甚微



虽然实施了紧缩政策，导致经济增速放缓，但是英国的物价水平却一路突飞猛进。2011 年以来，英国的核心 CPI 始终保持在 3% 以上，而且还有不断上升的趋势。相比欧元区核心国家的低增长低通胀，英国目前特有的低增长高通胀令英国的决策者们开始束手无策。英国今年年初开始实行的紧缩政策似乎和 10 月推行的第二轮定量宽松政策产生了相互掣肘的效果。紧缩政策让经济增长放缓，对减少公共债务规模的作用杯水车薪；宽松政策没能为市场注入活力，反而推高了通胀水平。美国在施行量化宽松之后，缩减财政支出规模的议案迟迟得不到通过；而欧洲央行在面对各国出台紧缩政策之际决定不会持续大规模购入主权债务。大家都看到了两个政策并存时产生的反作用，而英国现在正是这个反作用的最大受害者。

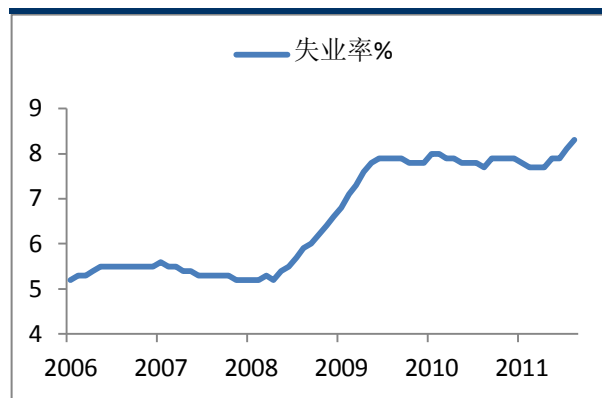
今年英国伦敦北部托特汉姆地区的骚乱爆发以来，迅速蔓延至多个城市，冲击了伦敦、伯明翰、利物浦、曼彻斯特等英格兰主要工业和旅游城市的经济。失业率居高不下是引发骚乱的主要原因。英国截至 9 月底失业率已经高达 8.3%，而年底可能上升至 9%，失业人口高达 270 万。根据英国国家统计局的报告显示，英国的利物浦、诺丁汉和格拉斯哥成为英国无就业家庭比例最高的国家，有超过 30% 的家庭无一人就业。在整个英国，也有 19% 的家庭无一人就业。

图 44：英国核心 CPI 水平令人担忧



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图 45：高失业率导致社会动荡



经济危机下代价高昂的社会福利制度断裂是引发骚乱的深层原因。英国社会的福利名目繁多，对失业救济和单亲家庭的补助很高，以至于许多人干脆长期以领取福利生存。而在紧缩新政下，每年削减的福利开支数额大约为 180 亿英镑。公共福利的削减以及通胀和失业率的大幅上升，极大地影响了中下层民众的消费能力和生活水平，导致了今年以来英国示威抗议和暴力事件频频发生。

这些骚乱对英国的经济也造成了无可估量的损失。首先是服务业遭到重创。骚乱地区有 1/7 的商铺关门停业，部分中小企业破产关门，而汇丰银行和苏格兰银行也关闭了骚乱地区的部分分支机构。其次，骚乱还降低了英国对外商直接投资的吸引力，而争取外资对促进就业又有至关重要的作用。再次，骚乱对旅游业也带来影响。目前有多家驻英使馆对国民发出警告，要求避免前往英国骚乱地区旅行，骚乱发生时正值英国旅游高峰期，而伦敦、伯明翰、曼彻斯特都是英国旅游重镇，骚乱对旅游业的打击力度可想而知。

图 46：英国服务业受到影响

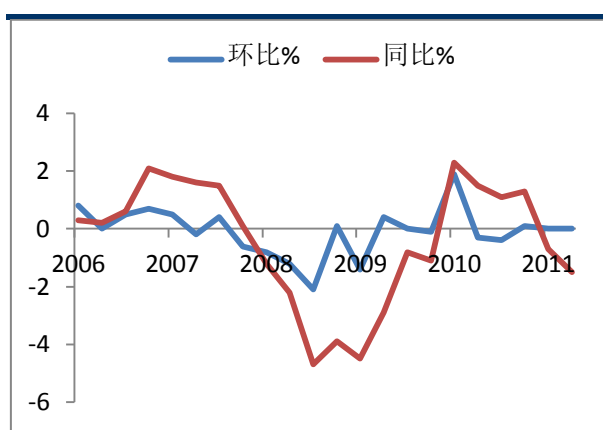
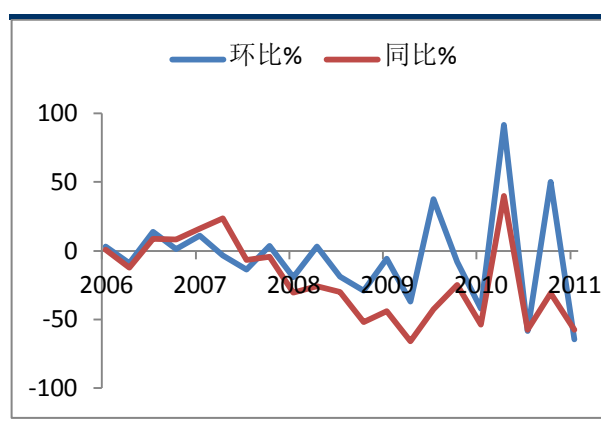


图 47：英国旅游业遭受重创



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

总之，英国在紧缩政策和量化宽松的角力之下，经济形势的走向显得非常不明朗，GDP 增速的放缓以及通胀率的高企使英国有滞胀的前兆。此外，紧缩政策触及了习惯于高福利的英国民众的利益，导致英国社会动荡不安，反过来又继续阻碍经济的复苏。预计英国明年为了挽救经济颓势将再次启动第三轮量化宽松政策，或许在一定程度上会推动英国的经济数据。但是英国执政者必须向美国取经，首先缓解就业市场的不景气，从而安抚民众；否则一旦爆发更大规模的骚乱，出台再多的政策也会化为泡影。

2012 年经济展望：欧洲经济全面萎缩风险加剧

全球各大投行和金融机构对明年欧元区各国的经济前景都不甚乐观，今年年内多次调降对全球及各国明年的经济预期。我们认为，明年上半年，欧洲经济停滞甚至衰退是大概率事件，而从欧洲各国来看，除德国勉强维持经济增长态势以外，其他国家在明年上半年必须忍受不同程度的 GDP 下滑。这种趋势是否会延续到下半年，有赖于明年欧洲决策者所采取的行动。

鉴于目前欧洲各国纷纷出台紧缩政策，而在 12 月的欧盟峰会上达成的“财政新约”更是对各国的赤字水平和负债水平做出了硬性规定，我们认为在 2012 年，这些紧缩政策将会导致欧洲物价水平显著下降，欧元区国家的通胀水平仍然会维持在温和可控的范围之内。

表 2: 巴克莱资本经济数据预测(截至 2011 年 12 月 16 日)

	实际 GDP 环比%					实际 GDP 同比%			CPI 同比%		
	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	2011	2012	2013	2011	2012	2013
全球	3.4	2.8	2.9	3.4	4.1	3.6	3.2	3.8	3.8	2.9	2.9
欧元区	0.6	-1.4	-0.6	0.0	0.5	1.5	-0.2	1.0	2.7	2.0	1.6
比利时	-0.5	-1.7	-0.5	0.3	0.7	1.9	-0.2	1.0	3.5	2.8	1.7
法国	1.6	-0.7	-0.4	-0.1	0.4	1.6	0.0	1.0	2.3	1.9	1.5
德国	2.0	-0.9	0.3	0.6	0.8	3.0	0.5	1.4	2.5	1.7	1.7
希腊	-2.4	-4.0	-3.7	-3.7	-3.7	-6.0	-3.5	-2.0	3.2	2.3	1.7
爱尔兰	-3.5	-3.2	-0.7	2.6	5.0	1.1	0.5	2.5	1.2	0.9	0.3
意大利	-0.8	-2.2	-1.2	-0.4	0.4	0.4	-0.7	0.7	2.9	2.5	1.9
荷兰	-1.1	-1.6	-0.9	0.4	1.1	1.4	-0.3	1.2	2.5	2.1	1.7
葡萄牙	-2.3	-6.2	-5.6	-2.2	-2.0	-1.5	-3.7	-2.0	3.6	2.7	1.3
西班牙	0.0	-1.5	-1.4	-0.7	0.2	0.7	-0.6	0.9	3.1	1.9	1.5
英国	2.0	-0.2	0.6	1.0	1.8	0.9	1.0	2.3	4.5	3.0	2.0
瑞士	0.8	0.0	0.4	0.4	0.8	2.0	0.5	1.1	0.3	0.0	0.5
欧洲发展中国家及非洲	4.9	5.3	1.6	2.0	2.6	4.5	3.0	3.9	6.3	5.6	5.2
捷克	0.0	-1.4	-0.2	1.1	2.3	1.7	0.5	1.5	1.9	3.1	2.0
匈牙利	1.0	-1.4	-0.8	1.4	0.9	1.3	0.0	1.5	3.8	4.6	3.0
波兰	2.9	2.0	1.5	1.7	2.5	4.1	2.3	3.2	4.1	3.2	3.0
俄罗斯	6.9	10.4	2.1	2.3	2.9	4.2	4.3	4.5	8.6	5.4	6.0
土耳其	5.9	1.5	0.4	1.1	1.4	7.9	1.8	4.1	6.3	9.1	6.9
以色列	3.4	2.8	2.0	2.3	2.2	4.8	2.5	3.3	3.5	2.2	2.2
南非	1.4	1.5	3.1	3.7	3.9	3.0	2.8	3.8	5.0	6.6	5.7

资料来源: Barclays Capital 中证期货研究部

表 3：德意志银行经济数据预测（截至 2011 年 12 月 9 日）

	实际 GDP 增长%			消费者价格指数增长%			财政收支占 GDP 比重%		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
欧元区	1.9	1.6	-0.5	1.6	2.7	1.9	-6.3	-4.2	-3.6
德国	3.6	2.9	0.0	1.1	2.5	2.0	-4.3	-1.3	-1.4
法国	1.4	1.6	-0.3	1.7	2.2	1.8	-7.1	-6.0	-5.4
意大利	1.5	0.5	-1.3	1.6	2.7	2.3	-4.6	-4.0	-2.0
西班牙	-0.1	0.6	-0.9	2.0	3.1	1.4	-9.3	-6.8	-6.0
荷兰	1.6	1.9	-0.5	0.9	2.5	2.0	-5.1	-3.4	-3.5
奥地利	2.3	2.8	-0.5	1.7	3.6	2.1	-4.4	-3.2	-3.2
芬兰	3.6	2.9	0.0	1.7	3.3	2.3	-2.4	-1.5	-1.5
希腊	-3.5	-5.3	-3.0	4.7	3.1	1.3	-10.6	-9.5	-6.6
葡萄牙	1.5	-1.5	-2.9	1.4	3.6	2.5	-9.8	-6.5	-6.4
爱尔兰	-0.4	1.5	0.2	-1.6	1.2	1.5	-31.3	-10.5	-9.1
英国	1.8	0.9	0.0	3.3	4.5	2.8	-9.4	-8.4	-8.0
瑞典	5.3	4.7	1.5	1.3	2.6	1.7	-0.1	1.4	0.8
丹麦	1.3	1.0	-0.5	2.3	2.7	1.5	-5.3	-2.5	-4.5
挪威	0.7	2.6	2.0	2.4	1.5	1.4	6.8	11.5	10.5
瑞士	2.7	1.8	-0.2	0.7	0.4	0.0	0.8	0.5	0.4
波兰	3.8	4.2	2.3	2.6	4.2	3.3	-7.8	-5.5	-4.3
匈牙利	1.2	1.4	-0.8	4.9	3.9	4.8	-4.3	1.9	-3.2
捷克	2.2	1.8	0.0	1.5	1.9	3.6	-4.8	-4.3	-3.8
美国	3.0	1.8	2.3	1.6	3.3	3.2	-8.8	-8.5	-6.2
日本	4.5	-0.4	0.5	-0.7	-0.3	-0.3	-8.7	-8.7	-9.1
世界	5.1	3.7	3.3	3.2	4.4	3.4	--	--	--

资料来源：Deutsche Bank 中证期货研究部

欧债危机：政治博弈增加合作难度，明年仍难寻解决之道

2011 回顾：债务危机难倒欧洲政客

今年年初惠誉希腊主权信用评级下调拉开了希腊债务危机的大幕，到年中，希腊的实际负担债务随着国债收益率的不断飙升而节节攀升，国债收益率甚至超过了史无前例的 100%，而截至 2011 年 11 月底，希腊 5 年期 CDS 隐含希腊的违约概率超过 95%，显示市场预期希腊几乎一定违约。为了挽救希腊局势，希腊当局、IMF 和欧盟委员会展开了三方角力，用了半年时间才援助款项才真正拨付，而在此期间希腊总理帕潘德里欧也成为了牺牲品，由于多方压力不得不宣布辞职。

就在整个欧洲为希腊问题焦头烂额之际，意大利债务问题在第三季度末开始浮出水面。随着意大利的国债收益率屡次攀升至 7% 的“不可持续”水平，让投资者本已脆弱的神经再次紧张。在欧债危机的冲击之下，欧洲政治局势趋于恶化，在此期间召开的两次欧盟峰会由于各国争执不下均无功而返，除提出一些建设性意见之外，没有任何实质的政策出台。财政联盟这个概念犹如镜花水月，根本无法满足市场的期待，随着 EFSF 纾困基金资源的枯竭，其他国家又作隔岸观火之态，欧洲大陆上的焦虑情绪开始升级。

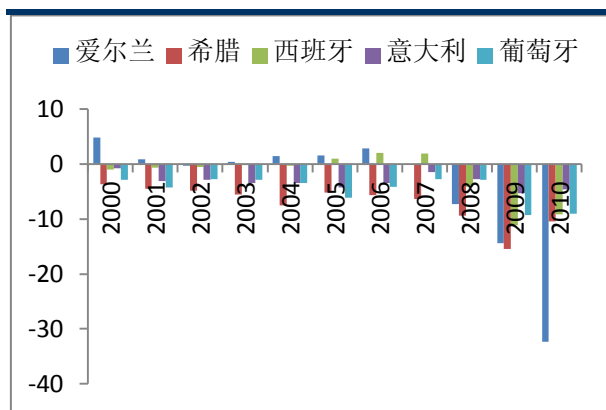
表 4：2011 年欧债危机发展情况

时间	重大事件
2011 年 1 月	惠誉下调希腊主权信用评级，评级展望为负面。
2011 年 3 月	穆迪和标普下调希腊主权信用评级。
2011 年 4 月	葡萄牙总理宣布将向欧盟申请金融援助。
2011 年 5 月	标普将意大利的债务评级前景下调至负面，惠誉将比利时评级前景下调至负面。
2011 年 6 月	希腊议会通过了为期 5 年的财政紧缩方案，这位欧元区出台新一轮救助方案奠定了基础。
2011 年 7 月	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。 欧盟批准第二轮援助希腊计划。
2011 年 9 月	欧洲各国议会就扩大 EFSF 纾困基金规模进行投票，试图阻止欧债危机向意大利、西班牙等更大的经济体蔓延。
2011 年 10 月	惠誉下调意大利和西班牙主权信用评级，并维持评级前景为负面。
2011 年 10 月	德克夏成了欧债危机中要求政府援助的第一家核心国家大银行。
2011 年 10 月	欧盟峰会推出五大政策救市，由于政策力度不明显，中长期效果存疑，市场反应并不热情。
2011 年 11 月	意大利国债收益率突破 7%，市场视其为该国债务负担不可承受的信号。
2011 年 11 月	德国国债拍卖创欧元区设立以来最糟记录，欧债危机已经开始波及相对健康的经济体。
2011 年 12 月	三大评级机构对欧盟各国主权信用评级及主要金融机构评级发出调降警告。
2011 年 12 月	欧盟峰会 26 国就财政联盟达成初步意向，英国被排除在外。

资料来源：中证期货研究部

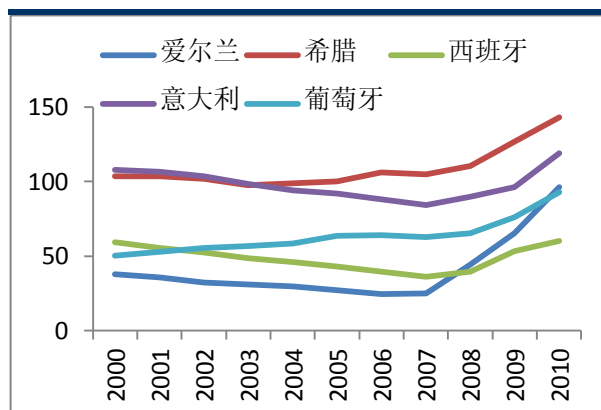
欧债危机从表面上看是由于各国过度举债所造成的。目前，欧元区以欧猪五国为代表，无一不是债台高筑，债务占 GDP 比重早已超过 80% 的理论警戒线。而预算赤字也居高不下，以最早出现问题的爱尔兰为例，2010 年底，爱尔兰的预算赤字超过 GDP 比重的 30%，达到 32.4%。

图 48：欧猪五国预算赤字占 GDP 比重居高不下



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图 49：欧猪五国债务占 GDP 比重严重超过预警值



大肆举债成为了欧洲的一种传染病，欧猪五国如此，一直维持 AAA 评级的欧元区领头羊——德国和法国也悄悄加入了这个队伍。截至 2010 年底，德国国债占 GDP 比重达到 83.2%，而法国达到 81.7%。考虑到德法 GDP 总量之巨，两国债务规模自然也就水涨船高，是其他欧洲国家不能比肩的。

表 5：欧盟 AAA 评级成员国国债占 GDP 比重

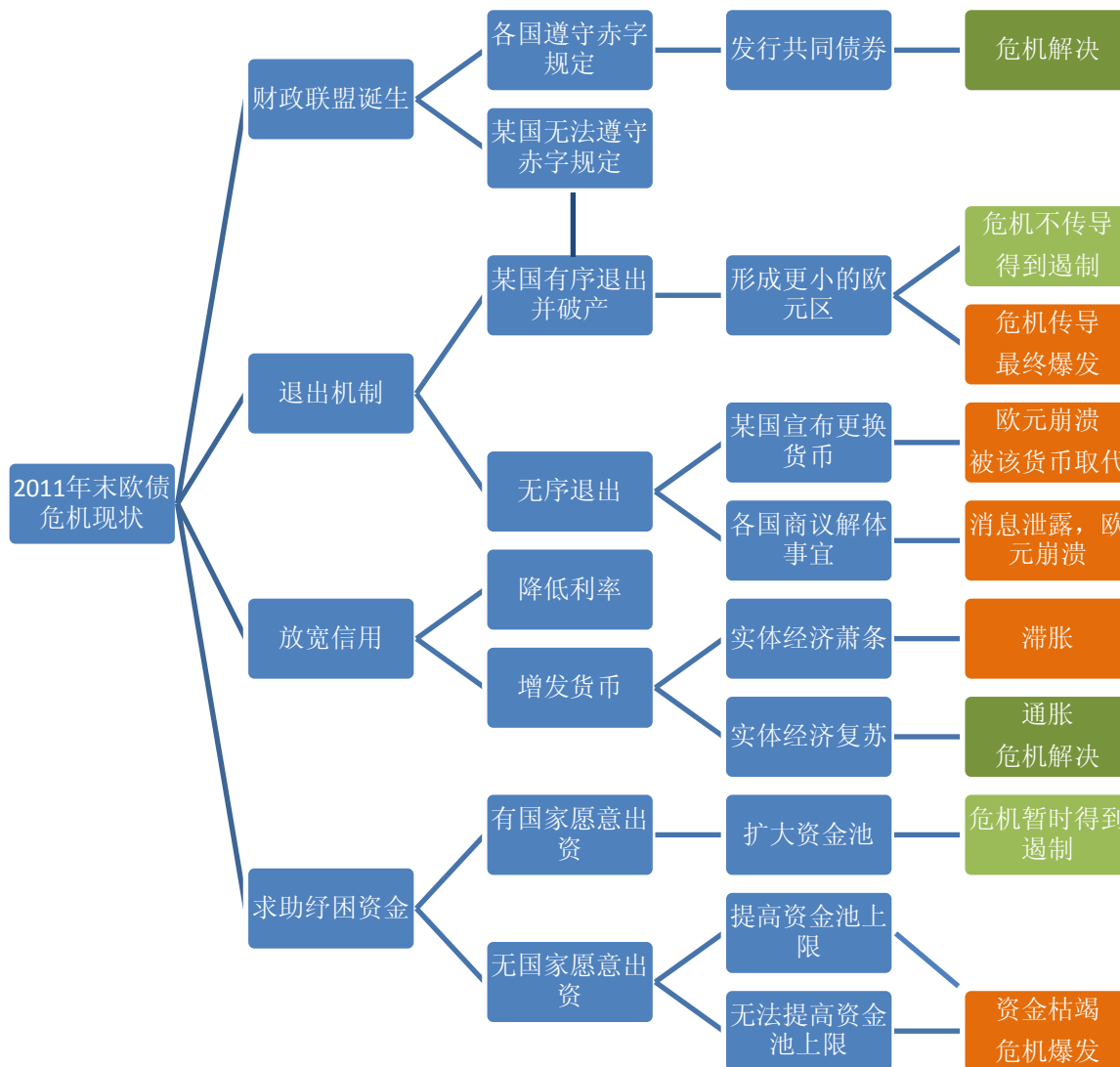
	德国	法国	英国	奥地利	荷兰	芬兰	丹麦	瑞典	卢森堡
2000	59.7%	57.3%	41.0%	66.5%	53.8%	43.8%	52.4%	53.9%	6.2%
2001	58.8%	56.9%	37.7%	67.3%	50.7%	42.5%	49.6%	54.7%	6.3%
2002	60.4%	58.8%	37.5%	66.7%	50.5%	41.5%	49.5%	52.5%	6.3%
2003	63.9%	62.9%	39.0%	65.8%	52.0%	44.5%	47.2%	51.7%	6.1%
2004	65.8%	64.9%	40.9%	65.2%	52.4%	44.4%	45.1%	50.3%	6.3%
2005	68.0%	66.4%	42.5%	64.6%	51.8%	41.7%	37.8%	50.4%	6.1%
2006	67.6%	63.7%	43.4%	62.8%	47.4%	39.7%	32.1%	45.0%	6.7%
2006	64.9%	63.9%	44.5%	60.7%	45.3%	35.2%	27.5%	40.2%	6.7%
2008	66.3%	67.7%	54.4%	63.8%	58.2%	34.1%	34.5%	38.8%	13.6%
2009	73.5%	78.3%	69.6%	69.6%	60.8%	43.8%	41.8%	42.8%	14.6%
2010	83.2%	81.7%	80.0%	72.3%	62.7%	48.4%	43.6%	39.8%	18.4%

资料来源：bloomberg 中证期货研究部

挖掘深层原因，欧元区内存在的结构性问题是引发欧债危机的根本矛盾。首先，欧元区财政和货币政策的不统一是欧债危机暴露出的核心问题。目前，欧元区实行统一的货币政策，而财政政策则由成员国自主决定，这种不一致的后果是：货币政策的统一使欧元区国家在面临经济问题时，只能使用财政刺激手段，最终造成财政赤字过高和政府债台高筑。其次，成员国国民的超高福利是引发欧债危机的社会原因。由于欧洲各国纷纷走上人口老龄化道路，社会保障体系渐渐地显露出入不敷出的趋势；当前欧洲各国由于危机来袭而纷纷实施财政紧缩措施，势必会动摇高福利的根基，造成民众的强烈反弹，使得每一项撙节计划都徘徊在难产边缘。

欧债危机走向分析

图 50：欧债危机——几种可能的结局



资料来源：中证期货研究部

从目前来看，摆在欧洲政客面前的只有四条道路可走：财政联盟、欧元区解体、放宽信用以及求助纾困资金。无论选择哪种方式，最终只会产生三种结局——

结局之一：危机解决

欧债危机发展到今天，是否还存在一线生机？答案是肯定的。而这一线生机，必须满足两个条件，其一是欧债危机得到根本性解决，其次是欧洲经济增长不进入大萧条。只要以这个状态维持至少半年以上的平稳时期，欧债危机的警报将彻底解除。

欧债危机得以根本性解决的标志，就是形成欧洲财政联盟，和欧洲央行一道，形成欧元区的左臂

右膀。只有在统一的财政政策下，希腊乃至意大利的债务问题才能完全转化成欧元区内部问题：通过内部债务重组，或者设计各国法条修改的硬性规定来迫使各国调整财政政策，避免欧元区分裂，避免由于信用风险造成的流动性风险向着欧洲银行业传导。而目前这些问题仅靠货币联盟是无法做到的。

这个问题在 12 月的欧盟峰会上基本上达成了共识，但是这个共识迟迟无法转化成实际措施，症结在于，欧洲人向来保守，而且各国都害怕这种触及法条修改的财政同盟危及各自的利益和政治立场，而且如果把缩减预算写入法律，势必殃及欧洲由来已久的高福利。因此，除非看到更坏的结果出现，欧元区各国领袖及国民无法接受“财政联盟”这个看上去较坏的策略，而选择坐等欧洲央行解决问题。这一博弈的过程将为欧元区的未来带来极大的不确定性，也是欧债危机不断升级的关键所在。

当然，除了求助于财政联盟，欧洲央行还可以使出最后的杀手锏——增发货币。欧洲央行是目前公认的唯一有能力挽救欧元区的机构，作为欧洲最后的贷款人，它可以在没有财政联盟的情况下开动印钞机，这也被认为是最直接的量化宽松方式。这种方法固然可以让欧元区深陷债务危机的国家在短时间内获得大量流动性以支付到期的国债本金及利息，但是面对明年欧洲经济增长全面停滞的预期，单纯印发钞票很有可能引起滞胀，因此这一手段实施起来的危险性要大大高于形成财政联盟。

结局之二：阶段性缓解

欧元区解体再也不是天方夜谭，许多大型投行及金融机构都曾认真讨论过这一可能性。如果有高负债国家愿意有序退出欧元区，新的欧元区将会比以前更小，但是在财政方面的合作也会更紧密。对于退出的小国而言（例如希腊），冰岛的国家破产模式或许是一条出路。

2008 年底，受全球金融危机和雷曼兄弟倒闭牵连，冰岛多家银行相继破产，经济陷入低谷。不过，冰岛政府决定不救银行，而是让国内的三大银行倒闭，同时执行严苛的财政紧缩政策。虽然冰岛不为该国银行业买单的做法不能得到国际社会的认同，外国债权人也蒙受损失，但是该国经济确实有起色。2008 年冰岛克朗对欧元贬值 80%，让贸易逆差几个月内转为顺差，而政府削减开支又有助控制预算。今年上半年冰岛的经济增速达到 2.5%，而全年增速或超 3%，与低迷的欧元区经济形成强烈对比。经济合作与发展组织估计，冰岛今年赤字达到其 GDP 的 2.7% 后，明年赤字将降为 GDP 的 1.4%。冰岛的经济回暖表明了置身欧元区之外的好处，得以让本国货币大幅贬值以促进经济复苏。尽管冰岛的无法直接与希腊和意大利眼下的问题划等号，但是对于苦苦寻求债务危机解决办法的欧元区领导人而言，仔细研究“冰岛模式”还是有必要的。

大国（比如意大利和西班牙）的退出会直接动摇欧元区乃至欧盟的根基，所以冰岛的模板并不适用。这些国家无论如何都会呆在欧元区里，这也为有序退出欧元区的机制埋下了隐患。欧债危机如果传导至欧元区的银行业，最终还是会爆发，因此退出机制只能暂时缓解欧洲的局势，不能从根本上解决问题。

除了讨论欧元区解体之外，欧洲人最倾向于求助各个资金池。如果 EFSF/ESM 的 5000 亿欧元上限可以打破，或者有国家愿意向 IMF 注资，将为欧洲筑起一座临时“防火墙”，为欧洲赢得喘息之机；一旦资金池枯竭，欧债危机依然会引爆。

结局之三：危机爆发

从以上的分析中我们可以断定，欧债危机最糟糕的结果势必是道德博弈所致。如果欧洲领导人继续不作为，而是选择各自为政、无序解体，则会导致欧债危机的全面爆发，加速欧元区的分崩离析。

如果某个经济较为健康的国家突然提出退出欧元区，转而发行本国货币，并以一定比例将欧元替换成本国货币，则根据经济学中良币驱逐劣币的原理，大量欧元将会被兑换成该种货币。一方面造成挤兑，对欧元区其他国家的银行业造成冲击，另一方面则会造成该退出国的恶性通胀甚至金融秩序紊乱。如果欧元区领导人决定商议欧元区解体的问题，消息一旦传出，不等解体方案出台，欧元必然首

先崩溃，同样会造成欧元区的混乱。

欧元区必须作为整体才能在这场危机中存活下来，但是由于欧元区实体经济今年已经显现出衰退迹象，明年在各国的紧缩政策下必然会进一步衰退，个别国家会发生通缩。如果在此时滥发货币，又有可能造成滞胀。

因此，这几条路对于欧洲而言是死路，是欧盟必须竭力避免的。

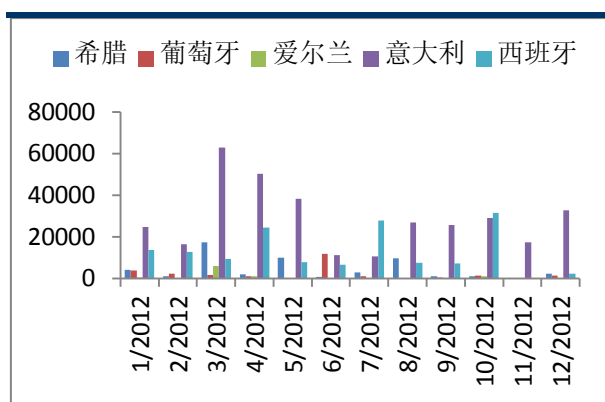
2012 年重大事件提示

1、债务到期风潮来袭：

明年对于欧猪五国来说是关键的一年。葡萄牙和爱尔兰虽然均没有完成对欧盟以及 IMF 的承诺，并未完全贯彻紧缩政策，但是今年两国的债务危机状况得到缓解是有目共睹的，而到 2012 年，两国所需偿还的债务量相对其他几个国家相对偏低，相信在 2012 年两国的经济状况会进一步恢复。随着第六批援助款的陆续到位，希腊的债务或有所缓解，而希腊总理帕帕季莫斯在最近的一次讲话中预测经历 2011 年的深度衰退之后，希腊经济在 2012 年萎缩的幅度将大大降低，而到 2013 年之后希腊将恢复经济增长。

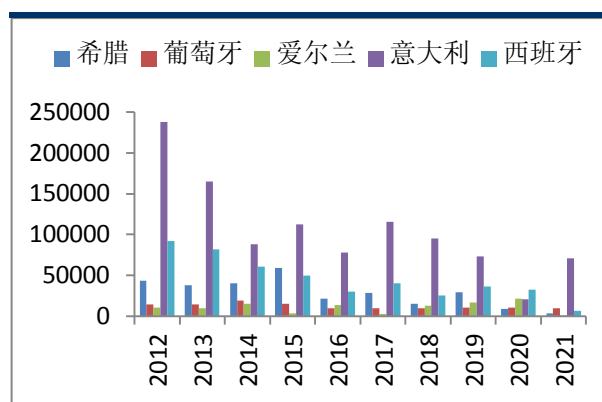
意大利和西班牙在明年的日子可能就没有这么好过，意大利将在明年 3 月迎来偿债高峰，所需偿还本金及利息总额高达 630.3 亿欧元，比其余四国当月所需还款的总量之和还要多。预计在明年 1 月底 2 月初于布鲁塞尔召开的欧盟峰会将不得不首先面对这个大到无法救的经济体的带来的问题。西班牙则将于明年 10 月迎来年内偿债高峰，当月偿债总额甚至超过意大利。欧洲市场在这两个月势必会因为债务问题再掀波澜。

图 51：2012 年欧猪五国每月债务到期情况



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图 52：未来 10 年欧猪五国债务到期情况



2、各国进入大选之年：

明年是欧洲乃至全球的大选之年，届时欧洲各国的局势将会由政客所左右。希腊原定于明年举行的大选受到了国会一些议员的阻挠，因此迟迟没有定出时间表，市场普遍认为应该给过渡时期的总理帕帕季莫斯多一些时间，以便让希腊在此期间能够贯彻新政，顺利拿到援助资金。俄罗斯本不属于欧盟范畴，但是由于普京再次参选使得西方媒体将炮火再次对准了这个东欧巨人，但是在欧债危机席卷全球的大背景之下，投资者认为对俄罗斯的攻击不过是欧美领导人借俄罗斯换届选举在转移国内民众的注意力而已。

大选之中的重头戏当属法国总统换届选举。作为曾经和德国并驾齐驱的欧元区火车头，法国这两年的风头似乎越来越被德国全面压制：不仅经济上表现越来越不如盟友德国，在政治影响力上，萨科齐也明显弱于默克尔。究竟是由新总统接任还是由萨科齐继续掌舵，这需要法国民众作出自己的判断。

表 6：2012 年欧洲各国大选一览

时间	国家和地区	选举内容
2012 年 1 月 22 日	芬兰	第一轮总统选举
2012 年 1 月	克罗地亚	加入欧盟的全民公投
2012 年 2 月 5 日	芬兰	第二轮总统选举
2012 年 3 月 4 日	俄罗斯	总统选举
2012 年 3 月 10 日	斯洛伐克	议会选举
2012 年 3 月 11 日	瑞士	住宅法案全民公投
2012 年 4 月 22 日	法国	第一轮总统选举
2012 年 5 月 6 日	法国	第二轮总统选举
2012 年 5 月	塞尔维亚	议会选举
2012 年 6 月 10 日	法国	第一轮立法委选举
2012 年 6 月 17 日	法国	第二轮立法委选举
2012 年 6 月	冰岛	总统选举
2012 年 10 月 8 日	斯洛文尼亚	总统选举
2012 年 10 月 28 日	乌克兰	议会选举
2012 年 10 月	立陶宛	议会选举
2012 年 10 月	捷克	立法委选举
2012 年	土耳其	总统选举
2012 年	丹麦	全民公投（暂定）

资料来源：www.electionguide.org，中证期货研究部

3、政策成为影响欧洲的关键

欧债危机爆发后，欧洲央行及欧盟理事会的政策导向作用被提升到了一个前所未有的高度。回顾 2011 年，市场对欧盟政策层面的敏感度越来越高，虽然欧洲领导人给投资者带来了一次又一次失望，但是我们可以预计，在 2012 年，政策仍然具有举足轻重的地位。

欧洲央行方面，多家机构认为早至明年第一季度，欧洲央行还将有降息以及调整存款准备金的举措。同时，会逐步减少对“递交资产担保证券作为担保”的要求，减轻直接从欧洲央行获得贷款的压力。从明年 1 月起，欧洲央行会充当 EFSF 在金融市场的中介，加速推行 EFSF，以期在明年 3 月审核后可以扩大 EFSF 资源。鉴于 12 月初欧洲央行行长德拉吉的论调，欧洲央行对购买国债以及推行英美式量化宽松持保留甚至否定态度，因此在明年上半年预计不会有相关政策出台。但是如果欧债问题持续恶化，很有可能逼迫欧洲央行在这两个政策上松口。

欧盟理事会初步计划在明年 1 月底或 2 月初于布鲁塞尔召开欧盟峰会。欧盟峰会召开的频率越来越高，本身就反映出欧盟各国领导人的焦虑以及欧债危机形势的紧迫。当前欧洲的唯一希望就在于结成一个有力的财政联盟。鉴于今年欧盟峰会的经验，我们预计在明年首次欧盟峰会上，各国领导人在欧洲财政联盟问题上仍然会争论不休。除非能够取得实质性的进展，否则明年 6 月提交的欧元区共同债券研究报告也只能是纸上谈兵。

表 7：2012 年欧洲央行和欧盟理事会年表

时间	地点	选举内容
2012/01/12	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/01/26	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/02/09	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/02/23	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/02	布鲁塞尔	欧盟峰会
2012/03/08	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/03/22	法兰克福	欧洲央行理事会和总理事会会议
2012/04/04	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/04/19	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/05/03	马德里	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/05/16	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/06/06	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/06/21	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/07/05	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/07/19	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/08/02	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/09/06	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/09/20	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/10/04	卢布尔雅那	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/10/18	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/11/08	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/11/22	法兰克福	欧洲央行理事会会议
2012/12/06	法兰克福	欧洲央行理事会会议，会后召开新闻发布会
2012/12/20	法兰克福	欧洲央行理事会和总理事会会议

资料来源：The European Central Bank, EU Council, 中证期货研究部

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司 2011 版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场二期 14 层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道

1777 号东方希望大厦 9 层 H 室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 14 号

顺驰第一国际 18 层 1803 号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号

大连国际金融中心 A 座期货大厦 2508 室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路 6 号

世贸中心 B 座 105 室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路 515 号

国信大厦 11 楼 1117 室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街

8 号国际财源中心 A 座 8 层 801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999