



中银分析（专题）

中国银行金融市场信息服务

2月28日 2012年第2期 总第40期

欧债危机前景分析

分析师：徐凡 李晶 宋达志
Tel: (8610) 66591563
Email: zj_xufan@bank-of-china.com.

中银金融市场不定期报告系列

- 中银分析（专题）
- 中银分析（快读）

中银金融市场定期报告系列

中银市场资讯系列

声明：

本研究报告由中国银行股份有限公司撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

过去的两年多时间，欧洲形势不断恶化，外围五国越陷越深，核心国家也受到波及，债务危机在向更大的范围扩散。进入2012年，市场出现了一些新的变化，风险偏好似乎有所抬升。然而，引发债务危机的核心矛盾还没有根本性的解决，支撑市场的因素大多是短期的或想象中的。为了遏制危机，欧洲当局必须同步解决偿付能力和流动性两个问题，而且要逐步解决核心矛盾，才能使欧洲在长期回到正确的轨道。但是欧洲当局行动迟缓得令人失望，各方的利益和诉求难以协调统一。欧洲今后的趋势将是债务问题长期化，流动性泛滥化，以及“黑天鹅”常态化。因而我们认为今年以来风险偏好回升和欧洲市场好转很可能只是暂时的。我们以四个不同的情景来描述欧元区解体的各种可能性及其溢出影响。对我国而言，欧债危机主要通过贸易、金融和资本流动渠道传导。在宏观政策层面，我国将在宏观调控、贸易保护主义、汇率政策和对欧援助等方面面临挑战。

报告正文

分析师：徐凡 李晶 宋达志
Tel: (8610) 66591563
Email: zj_xufan@bank-of-china.com.

一、欧洲仍在悬崖边缘

过去的两年多时间，欧洲形势不断恶化，外围五国越陷越深，核心国家也受到波及，债务危机在向更大的范围扩散。进入2012年，市场出现了一些新的变化，风险偏好似乎有所抬升。然而，引发债务危机的核心矛盾还没有根本性的解决，支撑市场的因素大多是短期的或想象中的。欧洲至少在目前仍处于悬崖的边缘，未来还有较高滑落的危险。

（一）欧洲的两个核心矛盾

我们认为欧洲债务危机的爆发来自于欧洲社会的两个基本矛盾，一是高福利支出与竞争力下降的矛盾，二是统一货币与分散财政的矛盾。欧洲当局就这两个问题还没有有效的解决方案。

欧洲是传统的高福利社会，2010年欧盟27国的社会福利支出占GDP的比重为21.6%，欧元区还要再高近2个百分点。与之相比，美国这一负担在15%左右。高福利已经深入欧洲文化，具有很强的刚性，非常难以改变。

与此同时，欧洲人口的老龄化还在继续，越来越少的工作人口供养着越来越多的退休人口，导致养老金支出对政府财政的压力还将日趋沉重。按照国际通行标准，65岁以上人口占比超过7%即进入老龄社会。2010年，欧元区国家65岁以上人口占比为18.2%，工作年龄（15-64岁）人口占比为50.8%，而且其中年轻人的比重不断下滑。与之相比，美国得益于其吸引了大量移民，这两个数字分别为12.9%和67.0%；而根据世界银行数据，我国15-64岁和65岁以上的人口比重分别为72.4%和8.2%。日益扩大的养老金缺口甚至可能成为欧洲新的危机来源。

进一步而言，高福利支出要得以维持，就需要以较少的工作人口创造更多的财富，即不断提高的劳动生产率和降低劳动力成本。然而欧洲国家，尤其是外围国家的竞争力在下降。欧洲的消费型经济和较美国更强的工资刚性，不断推高劳动力成本，削弱了经济活力。2011年三季度和2000年一季度相比，欧元区总体劳动力成本上升38%，其中德国上升24%，意大利上升41%，西班牙上升57%。一定程度上，这解释了当前欧洲国家经济和财政表现的分化。

统一货币和分散财政的矛盾可以说是债务危机的直接诱因。为此，欧元区必须加强财政协调，逐步过度到财政联盟甚至财政统一。这里存在一个无法回避的问题——国家主权，主要表现为预算权。很难想象，主权国家会忍受其他国家对本国预算指手划脚。这是基本无法调和的矛盾。欧盟想要在不碰触主权的情况下加强预算约束和预算纪律，我们认为成功的可能性很小。统一货币和分散财政的局面还将继续存在。

（二）欧洲危机的发展趋势

由于核心矛盾没有解决，欧债危机还可能进一步加剧。为了遏制危机，欧洲当局必须同步解决偿付能力和流动性两个问题，而且要逐步解决核心矛盾，才能使欧

洲在长期回到正确的轨道。但是欧洲当局行动迟缓得令人失望，各方的利益和诉求难以协调统一。欧洲今后的趋势将是债务问题长期化，流动性泛滥化，以及“黑天鹅”常态化。因而我们认为今年以来风险偏好回升和欧洲市场好转很可能只是暂时的。

1、债务问题长期化

核心矛盾的持续存在，以及欧洲当局处理偿付能力问题的政策思路，决定了债务问题还将长期存在。欧洲的思路包括三个要点：一是除希腊以外，尽力避免任何其他国家出现债务违约或重组，保持欧元区完整。这是避免恐慌升级的必要条件。为此，欧盟/IMF 通过双边贷款和欧洲金融稳定基金（EFSF）等向债务困难的外围国家提供长期低成本贷款，以时间换空间。二是强制要求受援国必须执行财政紧缩和结构改革，以在长期实现财政可自我持续、提高竞争力和刺激增长，这是欧洲政策的中心思想。三是向着建立财政联盟或一体化努力，除英国和捷克外的欧盟 25 国已经基本确立了新的财政公约。

财政巩固和偿付能力改善本身是一个长期的过程，尤其对经济前景黯淡的外围国家而言是艰难和痛苦的。结构性改革和竞争力的提高只可能是渐进的，增长潜力的提高也不可能在几年内就实现。最新达成的财政联盟机制写入欧盟条约，还需要较长的立法过程，更何况在这个方向上每向前一步，尤其是触及主权问题时，所将遇到的绝大阻力。这决定了欧洲债务问题还将长期存在。

目前市场所预期的新增援助资金还尚未落实。欧洲稳定机制（ESM）需要经过欧元区各国的立法程序，同时需要各国拿出 800 亿欧元的实际资本，即使如期设立也很难马上获得全部注资。欧盟向 IMF 提供的 1500 亿欧元新资金目前也仍处于纸面上，推进缓慢；而 IMF 想要筹集新资金，在当前的环境下也是很困难的，2 月底的 G20 会议明确要求欧洲必须先增加资金巩固防火墙。因此，所有的新资金都还具有较大的不确定性，这种预期的支撑是不稳固和暂时的。

2、流动性泛滥化

继美联储定量宽松（QE）之后，欧元可能也将进入流动性泛滥时代。去年 12 月欧洲央行进行了第一次三年期的长期再融资操作（LTRO），共向银行体系提供了 4890 亿欧元资金，除去银行将短期融资置换成长期融资的行动，注入银行体系的净资金量约 2100 亿欧元。欧洲央行资产规模从 2008 年初的 1.3 万亿欧元扩充一倍至 2011 年底的 2.7 万亿欧元，并且开始从短期资产转向长期资产。

欧洲央行 3 年期 LTRO 至少可以取得以下效果：一是缓解银行的流动性压力，极大的降低了有银行遭遇流动性危机的风险；二是缓解了银行的再融资压力，减缓了去杠杆化进程，长期有利于缓解信贷紧缩压力；三是有利于市场稳定和信心恢复，支撑了资产价格，外国国家短期国债收益率大多出现了显著下降。

但 LTRO 不是 QE，也不能解决根本问题。LTRO 只保证了银行流动性，并不能保证降低长期国债收益率；也无法确保资金流入实体经济，可以观察到和美国情况类似，欧洲的银行几乎将等额的资金又存回了欧洲央行。因而不能指望 LTRO 对欧洲的经济和债务问题有很大帮助。LTRO 也不能解决银行因持有外围国家国债而潜在的资本损失。欧洲的银行需要在年中以前将一级核心资本充足率补充至 9%，在当前的市场条件下有相当的银行会存在资本筹集的困难，可能再次加剧去杠杆化。

2月底欧洲央行还有一次3年期LTRO，我们认为LTRO对于年初的市场好转很有帮助，但这是暂时的。银行的资本困难很可能需要国家注资，欧洲央行可能不得不扩大介入主权债市场，无论是通过现有的证券购买计划（SMP）还是真正的QE，这都会导致欧元流动性的进一步大幅扩张。

3、“黑天鹅”常态化

塔勒布的“黑天鹅”隐喻极为罕见和难以预见，但一旦发生会带来极端影响的事件。我们借此来指代欧洲接下来将遇到的超预期的具有很大破坏性的事件。

首先是希腊的无序违约。希腊私人债务减计（PSI）谈判已基本达成协议，但仍可能触发CDS合约，如果参与率过低甚至可能失败。即使希腊避免了3月份145亿欧元债务到期时可能出现的违约，未来希腊无序违约的风险也仍然存在。欧盟/IMF虽然基本同意给予第二轮1300亿欧元援助，但援助资金发放的前提是希腊必须完成改革目标和赤字削减目标，在这一方面希腊还面临极大的困难，一旦执行出现问题，援助就可能停止，从而导致无序违约，但在时间上可能会出现在下半年或更晚。

其次是外围国家经济和执行风险。对已经接受援助的国家而言，能否完成减赤和结构改革目标是欧盟/IMF继续发放援助资金的前提；对尚未接受援助的国家，则是其能否独力实现财政巩固而不要求援助的关键；希腊、葡萄牙、西班牙2011年都没有完成减赤目标；这三国2012年的赤字/GDP目标分别为6.8%、4.5%和4.4%，看起来是不可能完成的任务。而在欧洲整体可能进入衰退的背景下，经济脆弱的外围国家可能受到更大的打击，这意味着更大的财政缺口和改革难度，随时可能打击市场本就脆弱的信心。

第三是信用评级调降风险。继年初标普调降了欧元区9个国家评级之后，惠誉也调降了5个国家的评级。其中标普调降了法国和奥地利的AAA评级；而西班牙、意大利、斯洛文尼亚和塞浦路斯都被两家机构调降了两级。经常在媒体焦点之外的斯洛文尼亚和塞浦路斯被降级，说明危机仍在横向扩张，尤其是塞浦路斯可能存在较大的风险。对于外围国家而言，信用评级被降至垃圾级将有重要的影响，葡萄牙被标普降至垃圾级后其国债收益率上行非常显著。对高级别国家而言，被多家评级机构共同降级可能对市场会有较大的影响。目前欧元区国家的评级展望大多是负面，意味着有被继续调降的风险。降级不仅有改变市场预期和信心的影响，也可能导致投资机构被迫调整投资组合从而带来直接的抛售。

此外，欧洲还面临债务发行风险，尤其是长债，其发行收益率和需求都牵动着市场的神经；欧盟政策风险，关于财政联盟和进一步援助的协商都还存在不确定性；以及政治风险，法国、希腊都面临大选，意大利也有提前选举的可能，不仅可能影响其国内政策，也可能使债务危机局面更加复杂化和扩大化。以上这些风险或事件并不是孤立的，而是相互联系的，牵一发可能动全身，我们认为欧洲危机仍可能进一步升级。

二、欧元区解体情景分析

基于以下几个原因，欧洲联盟条约并没有明确成员国的退出机制：制定退出机制会被视为成员国对欧元缺乏诚意；制定退出机制会增加成员国退出欧元区的可

能性；不制定退出机制可以使成员国退出欧元区的成本增加。在这种情况下，欧盟或其成员国无法强制某一国退出欧元区，已知的退出途径目前只有两种，一是欧盟修改条约加入退出机制，这需要较长的立法时间；二是某一国单方面退出，比如以全民公投的方式。

我们以四个不同的情景来描述欧元区解体的各种可能性及其影响。

情景一：仅希腊退出欧元区，但因此推进欧洲的财政一体化进程和更多援助措施，包括可能推出 QE（概率 50%）。

希腊若退出欧元区，其国民将承担巨大的成本：包括希腊货币将大幅贬值 50-60% 左右；希腊本国银行因持有大量希腊国债而遭受严重损失甚至破产，希腊金融体系崩溃；希腊国内经济大衰退，将出现恶性通胀，高通胀率和高失业率将导致社会动荡；大范围移民潮，大量技术人才流向其他国家；等等。

因而退出欧元区对希腊而言也只是最后的选择，且必然以违约为前提。这将在短期造成类似雷曼倒闭时的恐慌情绪。经济信心的下滑可能造成或加剧欧洲短期的衰退。银行业将遭受损失，根据欧洲监管当局截至 2011 年 9 月的数据，如果希腊债券全损，65 家欧洲主要的有代表性的商业银行，一级核心资本充足率平均将下降 0.3 个百分点。首当其冲的是塞浦路斯的两家银行，将出现资不抵债的情况，其次是比利时的德克夏银行，一级核心资本比率将下降 3.3 个百分点。此外受影响较大的还有德国的银行（包括德国商业银行和几家中小银行）和葡萄牙的银行，法国巴黎银行和法国兴业银行受到的影响大约在 0.6 个百分点左右。由于希腊违约和退出欧元区将波及其他外围国家，实际对银行的影响还将大于上述水平。

但我们预计希腊退出的负面影响将被一系列措施削弱，远不及雷曼倒闭时的破坏程度。首先，欧洲已经要求银行补充资本，且在金融危机之后已存在相应的机制并已对希腊违约有所准备，希腊退出可能促使欧盟和各国政府更快的行动；其次，为防止恐慌情绪的蔓延，欧洲各国尤其是核心国家可能作出让步，可能反而推进欧洲财政一体化进程，欧洲可能因此得以加强财政协调甚至建立一体化路线图，虽然最终实现仍困难重重，但将可以提振市场信心；第三，欧洲央行可能推行更激进的行动以稳定金融市场，比如实际的 QE。因此希腊单独退出欧元区情景下，带来的经济影响和市场动荡将是短期的和局部的。希腊将进入比较严重的衰退，其他几个外围国家也会受到一定冲击，但只要欧洲当局行动及时，核心国家的衰退相对仍会比较轻微，向欧洲以外的溢出效应也比较小，美国仍将保持增长，新兴市场受到的冲击有限。超宽松货币政策将会推高资产价格，尤其是能源和商品，将带来新的通胀威胁。

情景二：欧元区分裂，多个外围国家退出欧元区，德法为代表的核心国家留在欧元区或重组为一个新的货币联盟或“新欧元区”（概率 <5%）。

政治上，欧盟的影响力仍将下降，来自于经济实力的下滑和内部矛盾的显化，但仍保留为世界的一极。

经济上，欧洲外围国家将进入较长时间的深度衰退，幅度可能达到 10%，使用新的本国货币将难以避免高通胀和资本外流；核心国家也将因贸易、金融和信心

的影响而进入衰退；全球经济再平衡时间拉长。

银行业将遭受巨大的损失。根据欧洲监管当局截至2011年9月的数据，如果外围五国债券全部损失，65家欧洲主要商业银行的一级核心资本充足率将平均下降5.8个百分点，几乎是毁灭性的；有20家将出现资不抵债；一级核心资本充足率下降超过5个百分点的将有28家；意大利、西班牙、葡萄牙以至德国和法国的银行都将受到沉重的打击，相比而言，北欧国家的主要银行受到的冲击较小，资本比率下降在0.5个百分点以内。由于银行间实际债权债务和通过衍生品市场的联系，银行业实际损失可能远大于上述水平。

“新欧元”将剧烈波动，信心的下降将使“新欧元”对美元总体上大幅贬值至1以下。在数年的时间内，“新欧元”作为储备货币的地位将被严重削弱。退出欧元区的国家其新货币贬值很可能超过50%。由于欧洲经济共同体的主体仍在，这些新货币的汇率更多可能钉住或参照“新欧元”。

外国投资者对外围国家债权仍将损失惨重；对核心国以“新欧元”计价的债权更多是来自风险溢价上升的估值损失和“新欧元”贬值的汇兑损失，但损失率会小于欧元区完全解体的情况。

情景三：欧元区完全解体，各国恢复使用本国货币，预计这将是一个渐进的过程：一些外围国家首先陆续退出，一些核心国家因不愿继续受到拖累而选择退出，最终实现完全解体。（概率<1%）

政治上，欧盟仍将存在，但欧元区解体后欧盟的国际地位将显著下降。

经济上，欧洲将会陷入经济大衰退，经济下滑的幅度可能超过10%；虽然欧洲经济圈仍将发挥作用，但各国间的经济联系将会遭到削弱；各国分化严重，外围国家衰退的深度和时间长度都会超过核心国家，并将伴随高通胀和高失业率，容易出现社会动荡。从溢出效应看，可能引发全球经济萧条，令美国经济陷入衰退，但资本可能更多地流入美国，带动美国就业增长；美元几乎成为唯一可信任的世界性货币，美国融资成本下降；美国在世界经济和政治上的地位反而上升。

金融体系受到的冲击难以估算。欧元区完全解体会导致由信用事件引发的欧洲收付清算系统的崩溃。外围国家退出欧元区必然会发生偿付困难甚至违约，其本国银行因持有大量国债可能遭受严重损失甚至破产。通过金融链条可能迅速传导至欧洲其他国家和世界其他地区，引发全球恐慌。

各国会使用各自货币，短期内实施资本管制，限制资本流出；新的纸币和硬币很难在短期内被广泛使用，在现有欧元纸币和硬币上与他国做出区别将是短期替代方案；外围国家将遭受更为严重的融资困难，新货币将贬值50%甚至更多，核心国家新货币也可能以贬值开始，尤其是兑美元；在市场动荡的情况下，各国新货币的汇率水平可能选择参照美元。但随着贸易结算和金融往来的恢复，欧洲经济圈的作用将会显现，欧洲货币体系可能会根据贸易的重要性形成小的货币圈，比如德国周边国家可能会选择钉住或参照新德国马克。

外国投资者将遭受严重损失。外围国家很可能出现违约，持有的外围国家国债损失率可能超过90%，对其私人部门债权也将变得难以回收。由于信用损失和

转换为新货币之后的货币贬值，核心国家国债将分化严重。由于预期欧洲经济将出现长期衰退，包括英镑、瑞郎等非欧元的欧洲资产价格都将受到影响，但金融资产的损失幅度预计会远远超过实体资产。

情景四：欧元区维持现状，继续以援助的方式维持外围国家债务滚动（概率45%）

这一情景下，希腊与私人债权人达成债务重组协议，获得欧盟/IMF 第二轮援助资金，继续维持目前的局面，没有国家退出欧元区。这可能进一步需要欧洲央行加强在债券市场上对外围国家的支持；需要欧盟扩大援助资金规模，以稳定市场信心。

不确定性和风险依然存在。投资者对欧债缺乏信心导致外围国家融资成本居高不下。欧洲仍会出现轻度的衰退；美国受到的影响较小，更多还是看其本身的增长动力。

三、欧元区解体对中国宏观影响和政策应对

1、贸易方面的影响

欧债危机对于中国出口的传导机制主要在于四个方面，一是欧洲经济下行导致的需求减少；二是溢出效应引起全球需求收缩；三是欧元贬值的影响；四是国际贸易保护主义倾向增加。

在情景一下，希腊经济出现大衰退，但不会对欧洲及全球总需求造成太大的冲击，欧元汇率短期虽然可能剧烈波动，但长期将回归稳定。我国对希腊出口占总出口的比例最近十年来维持在0.2-0.3%的较低水平，因此我们认为情景一下对我国出口没有显著影响，此种情况下整体出口将保持与情景四相近的增速。

在情景二下，欧洲经济受到的打击将严重得多，对我国出口的影响大幅上升。外围国家数年内总需求难以恢复。核心国家德国和法国也将受到波及。此外，“新欧元”剧烈波动使进出口面临更大不确定性，估计将拖累整体出口增速下降约3-5个百分点。

在情景三下，欧洲和全球经济受到的打击最为沉重，总需求的收缩最严重也最漫长。鉴于欧盟既是我国最大的出口目的地，也是最主要的贸易顺差来源之一，我国对欧元区外围国家出口主要集中在意大利和西班牙，我们估计未来两年将导致出口整体增速分别下降8个和20个百分点。另外，由于欧元不复存在，出口企业在应付急剧下降的需求的同时，还须适应欧洲各国重新启用的本国货币，汇率风险和对冲成本将成倍增加。

在情景四下，若欧元区继续维持现状，那么影响与情景一基本类似，不同之处在于欧元区维持现状有利于减轻希腊无序违约造成其国内剧烈经济波动，但磕磕绊绊的危机解决之路将会推迟外围国家、英国乃至全球经济复苏。我们认为情景四对我国出口的影响较为平缓，至多拉低未来两年出口同比增速3个百分点。

2、金融方面的影响

从资产损失的角度来看，严重程度从低到高依次是：情景四、一、二、三。这是因为：情景一下，一方面中国各级金融机构和企业持有的少量希腊债券遭受损失；

另一方面是希腊对我国的贸易逆差，以及在我国还拥有少量投资项目，希腊重新启用本国货币导致其货币大幅贬值，将使其对华债务违约风险大幅上升。在情景二或情景三下，上述两方面的损失将会因更多国家卷入而成倍放大，甚至不排除国际间因债务问题升级而发生剧烈冲突的可能性。而在情景四下，外围五国都不发生无序违约，我国对欧洲各国的金融投资和实业投资的损失可降至最低。损失主要来自持有的希腊国债的重组损失和其他欧洲国家债券的资本利得损益。

从外汇储备资产摆布的角度来看，在目前国际金融市场的结构中，除了美国市场具备足够的容量能够容纳中国超过三万亿的外汇储备外，很难再找到其他市场。欧洲本能够为中国外储多元化提供一个可选的投资目的地，但是欧债危机带来的国别风险以及欧元汇率的波动对投资造成了较大的不确定性，也将对我国外汇储备中欧元资产的配置产生影响。在情景一或四下，欧元地位相对稳定，因此如德国、法国国债，以及资质较好的公司债、金融债仍然是值得考虑的投资品种；而在情景二或三下，欧元风雨飘摇，美国国债地位将更加超然，外汇储备收益率将进一步下降。

从人民币跨境使用进程来看，这是一个复杂而漫长的过程，其中适宜的经济环境是一个重要条件。情景二或三下美元势必一支独大，欧元倾覆的前车之鉴将令美元避险资产和世界货币的地位进一步巩固，反而不利于人民币跨境使用的推进。

3、资本流动的影响

欧债危机发酵使得国际资本流动呈现两大趋势：首先，避险需求升温导致国际资本市场资金从新兴市场向美国债券市场回流愈发明显。其次，盈利下滑、希腊债务减记以及资本要求提高等多重压力下，欧洲银行业纷纷采取降低杠杆、出售资产和收紧信贷条件等措施筹集资金，资金大举从新兴市场班师回朝，向核心国家集中。就我国而言，新增外汇占款在连续45个月正增长后2011年10月起接连三个月负增长，与过去十年的同期趋势相左，表明人民币贬值预期升温、资本流出风险加大。

就中国而言，新增外汇占款在连续45个月实现正增长后2011年10月首次出现249亿元的负增长，之后两个月外汇占款余额又继续减少1282亿元。而从过去10年的经验看，每年9-12月是以外汇占款表示的资本流入高峰期，2011年年末外汇占款不升反降，表明人民币贬值预期升温、资本流出风险加大。情景一或四下，我国资本外流的压力较小，而且随着危机的逐步解决，资本回流的弹性将迅速增大。情景二或三下资本外流的压力则要沉重得多。

4、宏观政策的应对

第一，我国面临非常复杂的国际国内经济形势，欧债危机恶化将加大宏观调控在保增长和防通胀之间的权衡难度。从国内情况看，今年在外部经济低迷、国内房地产市场调整、企业去库存等因素影响下，投资和出口增速很可能呈现不同程度的放缓，货币政策预调微调、稳中趋松的必要性明显增大。但从国际情况看，未来全球将长期处于低利率及充裕流动性的大环境之中，我国面临的输入性通胀压力仍然较大，这又要求国内货币政策不能过度放松。因此，需要结合国内外形势，不断评估和调整货币政策尺度，力求防患通胀于未然。

第二，面对经济和金融困境，世界各国尤其是欧洲国家贸易保护主义倾向可能加剧。一方面，我国应加强经济、外交与政治斡旋，抵制可能的贸易保护主义。另

一方面，应积极调整进出口发展战略，加强对新兴经济体的投资与金融支持，通过扩大对外投资带动面向这些国家的出口；加大对战略性新兴产业的出口信贷、出口信用保险支持，并结合出口退税、出口关税政策调整，推动相关产品出口；继续贯彻扩进口战略，推动贸易结构平衡，重点推动能源、资源、农产品等大宗商品进口，缓解国内面临的资源约束瓶颈。

第三，人民币汇率走势面临调整。我们认为，情景二或情景三可能需要汇率政策的调整，人民币中间价可再次钉住美元。在情景一或四下，人民币汇率则可以放缓升值速度，以抵消欧元贬值对我国出口的影响。

第四，应谨慎参与对欧洲援助，在情景一下，必须以欧洲通过财政协调法案为前提，此时债务的偿还才具有一定保障，在德法请求并担保下，或者通过 IMF，可以给予援助，在情景二和情景三之下，不适合进行援助。情景四之下，中国不宜参与援助，以表态支持为主。

最后，应辩证看待欧债危机可能引发的欧洲银行业撤资潮，转危为机。当欧洲银行业从东欧、拉美或亚洲等国收缩业务、撤回资金时，对于中国或许意味着一定投资机会。中国或可以相对较低的成本买入银行资产或填补市场空白，大力推进中国银行业的“走出去”。