



欧洲银行业不良资产研究

欧洲银行业不良资产大幅上升

欧洲银行业不良资产在金融危机之后大幅上升。虽然欧债危机得到了一定程度的解决，但是欧洲银行业不良率仍然保持在历史高位。从分布情况来看，欧元区核心国家和北欧国家银行业不良率保持在较低水平，南欧和东欧国家不良率大幅度攀升，希腊和塞浦路斯最为明显。

经济增长乏力、欧洲债务危机和英国脱欧是银行业不良资产上升的重要原因。

2008 年金融危机之后，欧洲经济长期增长乏力，导致到期债务不能归还，银行业不良资产上升。在欧洲银行持有巨额的各国主权债务，2010 年主权债务危机爆发导致银行资产质量严重受损。英国脱欧导致英镑和欧元贬值，资本外流，欧洲资产价格下降，抵押品价值降低，进一步推动欧洲银行业资产质量的下降。

欧洲银行不良资产上升阻碍经济增长。

欧洲银行业不良资产大幅上升，对欧洲经济将产生负面影响。银行业不良资产上升首先影响银行的利润，使得银行盈利能力下降，风险偏好下降。由于不良资产过多将占用资本金，将限制欧洲银行的信贷能力，从而推升社会融资成本，阻碍经济增长。

监管体系、法律体系、债务市场情况和税收制度对欧洲银行不良资产解决形成一定的障碍。

不良资产信息不对称的特征决定了不良资产处置本身就存在着巨大的难度。欧洲银行的监管体系、法律体系、债务市场情况和税收制度，对不良资产的处置也形成一定的障碍。由于欧洲银行盈利水平较低，在处理不良资产的时候资本面临一定的约束。监管体系的不统一、破产法律的低效、债务市场狭小和税收抵扣限制导致欧洲银行业解决不良资产动力不足。

欧洲银行不良资产上升引发金融市场不稳定。

欧元区国家银行之间彼此持有大量的同业资产，一旦一个国家的银行出现倒闭，很容易引起多米诺骨牌效应。各国或多或少都出现了一定程度的挤兑现象，银行危机容易演变成流动性危机。欧洲银行业风险加大，欧洲汇率风险升高，都容易导致资本外流，加剧银行的流动性风险，引发金融市场动荡。工商银行、中国银行在欧洲敞口较大，容易受到冲击。欧洲银行业不稳定容易从资产渠道、流动性渠道、汇率渠道和贸易渠道冲击我国金融市场。

投资策略

王君

wangjunzgs@csc.com.cn

010-85159267

执业证书编号：S1440515090001

李而实

liershi@csc.com.cn

010-85159231

执业证书编号：S1440515060001

研究助理：张玉龙

发布日期：2016 年 9 月 30 日

上证指数走势图



深证指数走势图



目录

一、欧洲银行不良资产现状	12
1.1 欧洲银行业不良资产大幅上升	12
二、欧洲银行不良资产上升的原因	13
2.1 欧洲经济增长乏力	13
2.2 欧洲主权危机导致银行资产质量受损	14
2.3 英国脱欧对欧洲银行业的冲击	15
三、欧洲银行不良资产上升对经济的影响	16
3.1 不良资产上升影响银行盈利	16
3.2 银行不良资产限制银行信贷能力	17
3.3 银行不良资产上升推升社会融资成本	18
四、欧洲银行不良资产解决中的障碍	18
4.1 监管障碍	19
4.2 法律障碍	19
4.3 市场条件	20
4.4 税收制度	20
五、欧洲银行不良资产上升对金融市场的影响	20
5.1 欧洲银行危机潜在的风险点	20
5.2 引发欧洲金融市场动荡	21
六、欧洲银行不良资产上升对中国的影响	22
5.1 对中国银行业的影响	22
5.2 对中国资本市场的影响	22

图表目录

图 1: 2015 年 1 月-2016 年 7 月德意志银行和裕信银行股价	12
图 2: 欧洲银行业不良率与资本充足率的变化	13
图 3: 2008 年、2010 年和 2015 年欧洲主要国家银行业不良率变化	13
图 4: 欧美经济增速对比	14
图 5: 欧洲内部经济增速对比	14
图 6: 2009 年 1 月-2015 年 7 月欧洲主要国家主权 CDS 价差变化	14
图 7: 英国脱欧之后英镑和欧元贬值	15
图 8: 英国脱欧后欧洲三大股指收盘价	15
图 9: 欧元区金融项目和资本项目同比	16
图 10: 英国与欧盟房屋价格指数同比	16
图 11: 2015 年欧洲代表性银行 ROAE 与不良资产比率的关系	16
图 12: 欧洲主要银行不良率与资本充足率关系	17
图 13: BNP 银行和 Deutsche 银行不良率 (t) 与信贷规模 (t+1) 之间的关系	17

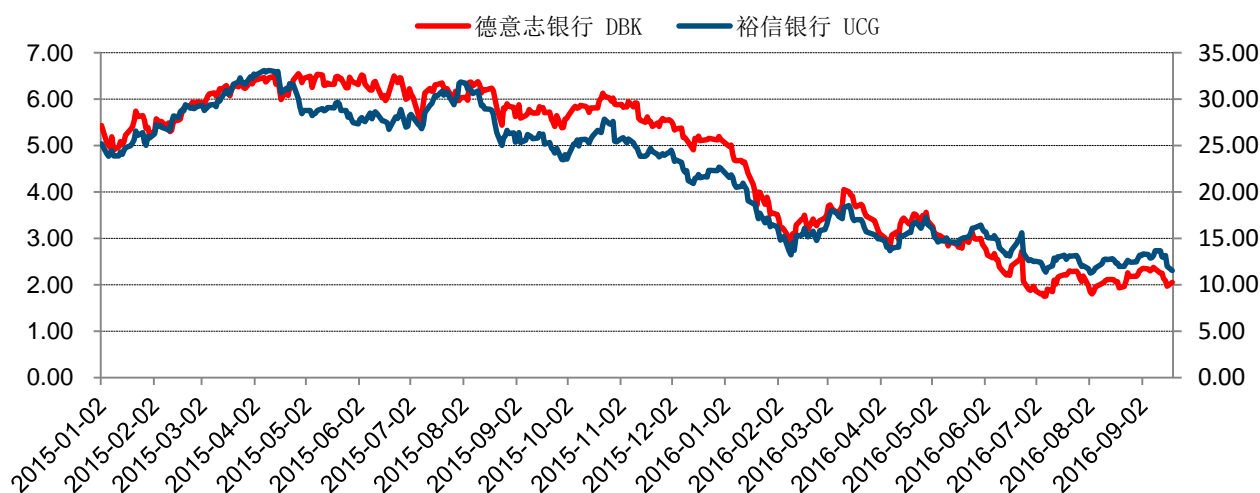


图 14: 欧洲主要国家 M2 增速.....	18
图 15: 欧洲主要国家信贷增长 (Domestic Credit Growth)	18
图 16: 欧元区边缘国家重要指数	21
图 17: 欧元区核心国家重要指数	21
图 18: 美元日元汇率	21
图 19: 黄金指数	21
图 20: 2015 年以来上证指数与人民币汇率指数.....	23
表 1: 四大银行欧洲子行 2015 年资产和利润情况.....	22

一、欧洲银行不良资产现状

2016 年以来，欧洲银行业不断出现负面新闻。德意志银行在 2016 年初宣布公司 2015 年的亏损达到创纪录的 68 亿美元，计划裁员 9000 人和在 10 个国家终止业务。意大利裕信银行从 2015 年开始在意大利、德国和奥地利裁员 1.82 万人，持续收缩相关业务。2016 年 9 月 16 日，美国给德意志银行开出 140 亿美元的罚单，这让德意志银行无法承受。与此同时，欧洲的银行股价大幅下降。德意志银行从 40 美元下跌到 12 美元左右，意大利裕信银行股价从 5 欧元跌至 1.7 欧元。欧洲银行业持续出现负面新闻引发了全球的广泛关注。在欧洲银行的问题中，不良资产大幅度上升是欧洲银行业面临的最重要的问题。

图 1：2015 年 1 月-2016 年 7 月德意志银行和裕信银行股价



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

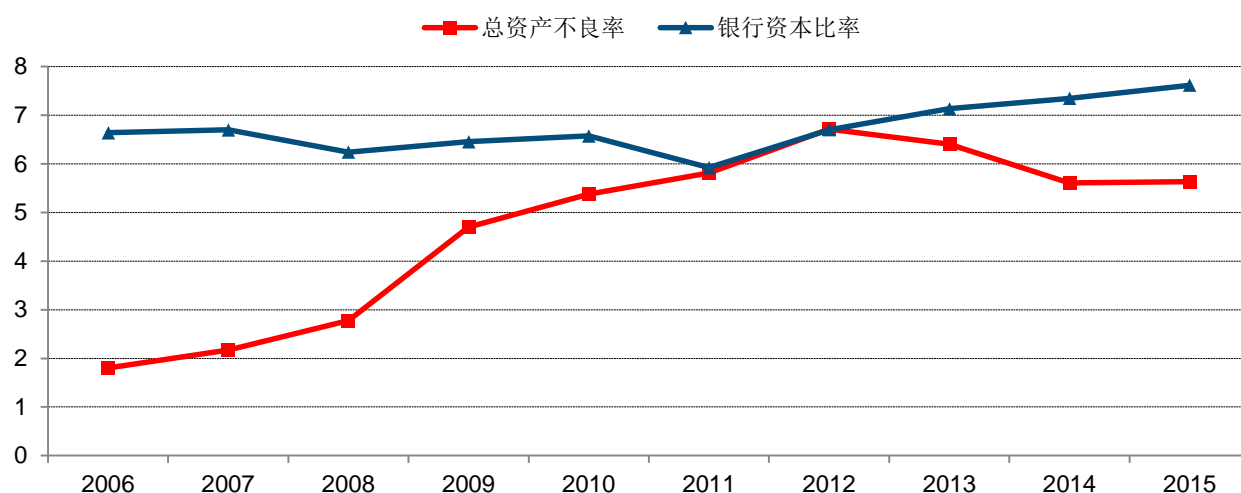
1.1 欧洲银行业不良资产大幅上升

根据世界银行的统计，欧洲银行业不良资产在金融危机之后大幅上升。2008 年，欧盟银行业不良率为 2.71%，到 2015 年，大幅攀升到 2012 年的 6.72%。虽然欧债危机得到了一定程度的解决，但是欧洲银行业不良率仍然保持 5.63% 的高位。

欧洲从分布情况来看，德国、法国、英国三个欧元区核心国家和北欧国家银行业不良率保持在较低水平，均在 5% 以下。葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙这南欧区（“欧猪五国”，PIIGS）银行业不良率呈现出上升的态势，特别是在 2015 年，上述五个国家不良率进一步大幅上升，除了西班牙外，其他四个国家银行业不良率超过 10%。在东欧国家中，不良率也远高于欧元区核心国家和北欧国家，希腊和塞浦路斯尤其明显，分别达到了 35% 和 45%。

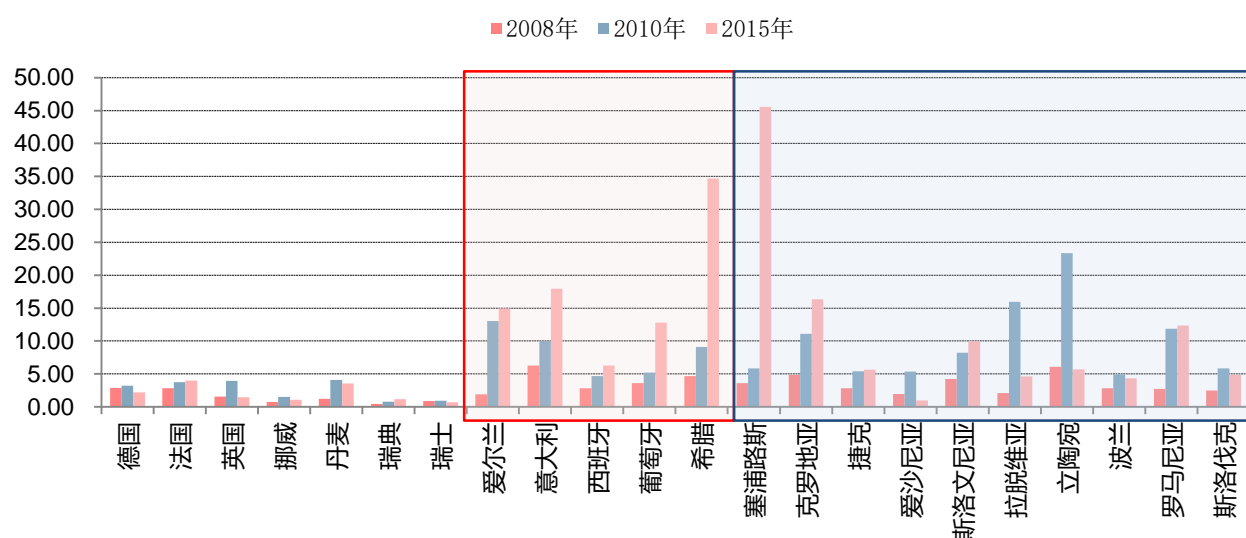
对比美国和日本也可以发现，2015 年底，美国和日本银行业不良贷款低于 2%，而欧洲不良贷款从 2011 年之后还在逐步上升，2015 年底仍然达到 5.63%。在发达国家之间，欧洲与美国和日本表现出了相当明显的差异。

图 2：欧洲银行业不良率与资本充足率的变化



数据来源：World Bank，中信建投证券研究发展部

图 3：2008 年、2010 年和 2015 年欧洲主要国家银行业不良率变化



数据来源：World Bank，中信建投证券研究发展部

二、欧洲银行不良资产上升的原因

2.1 欧洲经济增长乏力

2008 年金融危机之后，欧洲经济长期增长乏力。对比美国和欧洲在金融危机之后的经济增长可以发现，欧盟 27 国 GDP 增速明显慢于美国，并且在 2011 年 9 月，美国经济开始复苏，而欧洲经济并未复苏，仍然处于下滑过程中。

从 2013 年开始，欧洲经济缓慢复苏，但是增速仍然较低。从欧洲内部的情况来看，我们选择德国、西班牙、意大利和希腊代表欧洲的不同地区，可以发现，德国经济经济增长情况明显好于其他三个国家。意大利和希腊经济增速较低，经济情况较差。从微观层面上看，经济增长乏力导致到期债务不能归还，银行业不良资产上升。

图 4：欧美经济增速对比

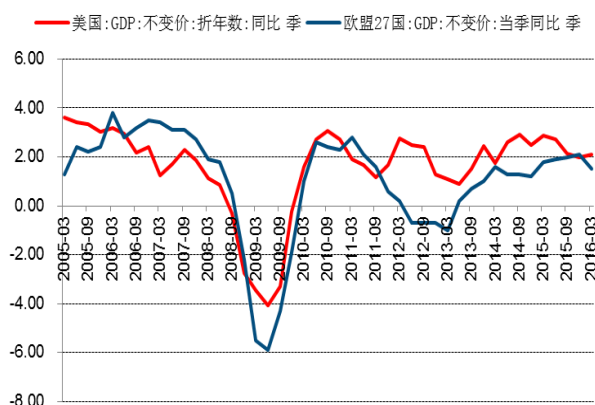
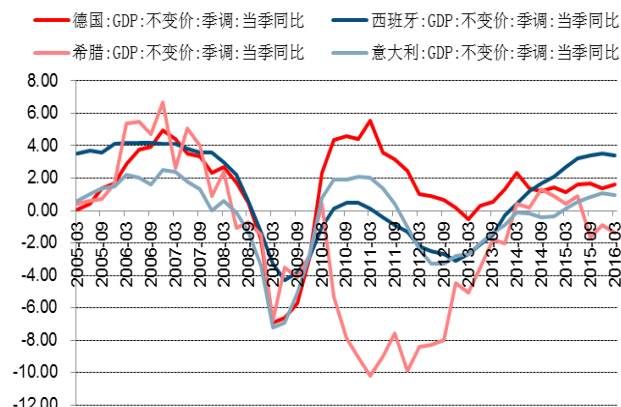


图 5：欧洲内部经济增速对比

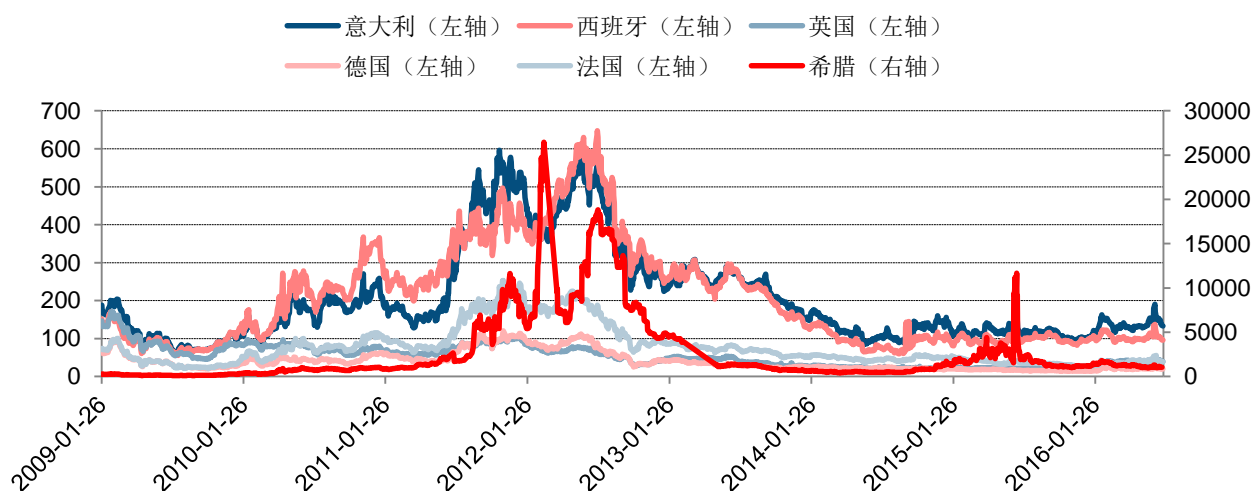


数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2.2 欧洲主权危机导致银行资产质量受损

2010 年，欧洲爆发了主权债务危机。在欧洲银行持有巨额的各国主权债务，主权债务危机爆发导致银行资产质量严重受损。2010 年，欧洲爆发主权债务危机主要有如下三方面影响：第一，欧洲主权债务危机大幅度推升了欧洲主权债务位于的概率，欧洲银行面临的风险升高，资产质量恶化；第二，由于欧洲主权债务风险上升，欧洲银行从市场上融资成本也大幅度上升，使得银行面临融资困难；第三，随着欧洲银行业资产质量恶化，银行的资本充足率逐步恶化。

图 6：2009 年 1 月-2015 年 7 月欧洲主要国家主权 CDS 价差变化



数据来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

2.3 英国脱欧对欧洲银行业的冲击

英国脱欧导致汇率贬值

6月23日，英国公投决定脱欧以来，欧元和英镑都大幅度贬值。截止7月18日，欧元累计贬值3%，英镑累计贬值12%。汇率的贬值对银行业影响主要有三个方面，第一，汇率变化直接冲击银行资产负债表的头寸，使得资产负债不匹配；第二，汇率大幅贬值使得欧洲不确定性升高，银行融资成本、合规成本等众多成本会上升。

除了商业银行板块之外，汇率贬值在金融市场引发大幅度的动荡，欧洲银行的投行业务、交易业务、衍生产品业务会受到冲击，使欧洲银行业相关业务板块受损。在2016年年初，由于金融市场的波动，苏格兰皇家银行（RBS）、巴克莱银行、瑞士信贷等国际著名银行均出现投行业务下滑。2016年7月，德意志银行也出现业绩下降的情况。德意志银行指出，市场不确定性降低了客户的活跃度，而低息环境又令利率收益承压，导致大部分业务表现脆弱。

图7：英国脱欧之后英镑和欧元贬值

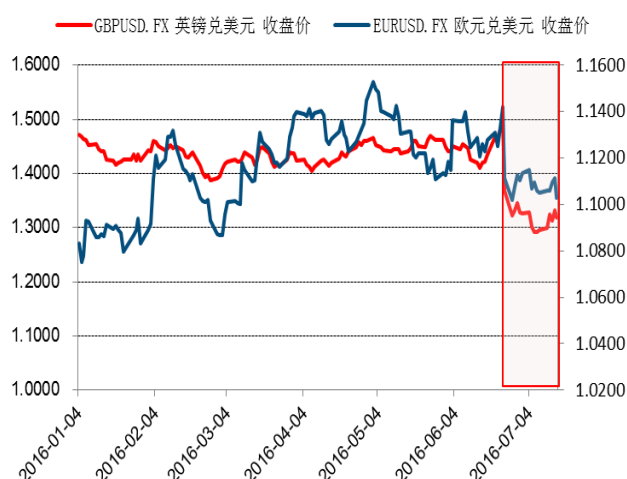
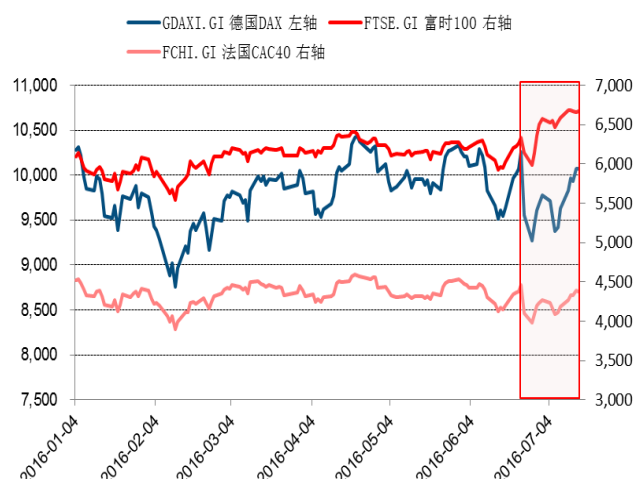


图8：英国脱欧后欧洲三大股指收盘价



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

资本外流导致资产价格下降，抵押品质量降低

6月23日，英国公投决定退出欧盟以来，脱欧的不确定性令投资者纷纷从英国地产基金中撤出资金，该类基金（REITs）赎回要求明显增加，面临较大流动性压力。英国皇家特许测量师学会（RICS）最新发布的数据显示，英国住房需求已经出现了减少的趋势，房屋挂牌出售降低，房屋价格增长放缓。从7月4日开始，流动性耗竭的标准人寿、英杰华、M&G投资、亨德森全球投资计划、天利投资集团和加拿大人寿等商业地产基金陆续宣布暂停所有交易，并在一定期限内禁止投资者赎回。在英国规模达350亿英镑的开放式房地产基金市场中，上述6家暂停交易的基金总额超过100亿英镑，占了近三分之一的份额。随着资产价格的下降，商业银行抵押品价值降低，资产协同风险（Wrong Way Risk）增大，银行资产质量面临威胁。

图 9：欧元区金融项目和资本项目同比

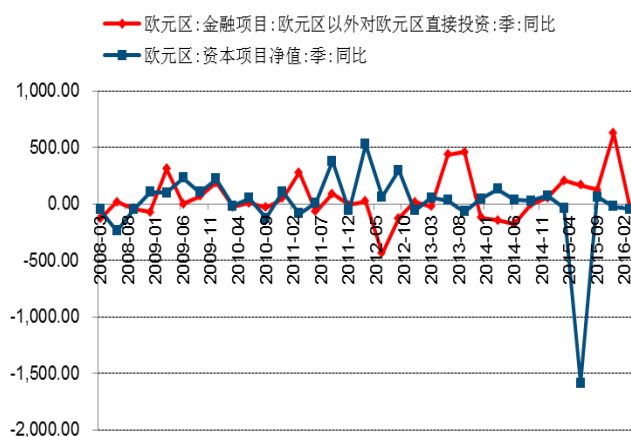
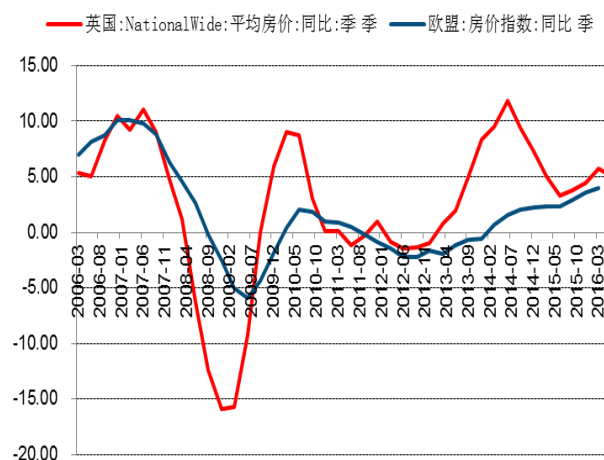


图 10：英国与欧盟房屋价格指数同比



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

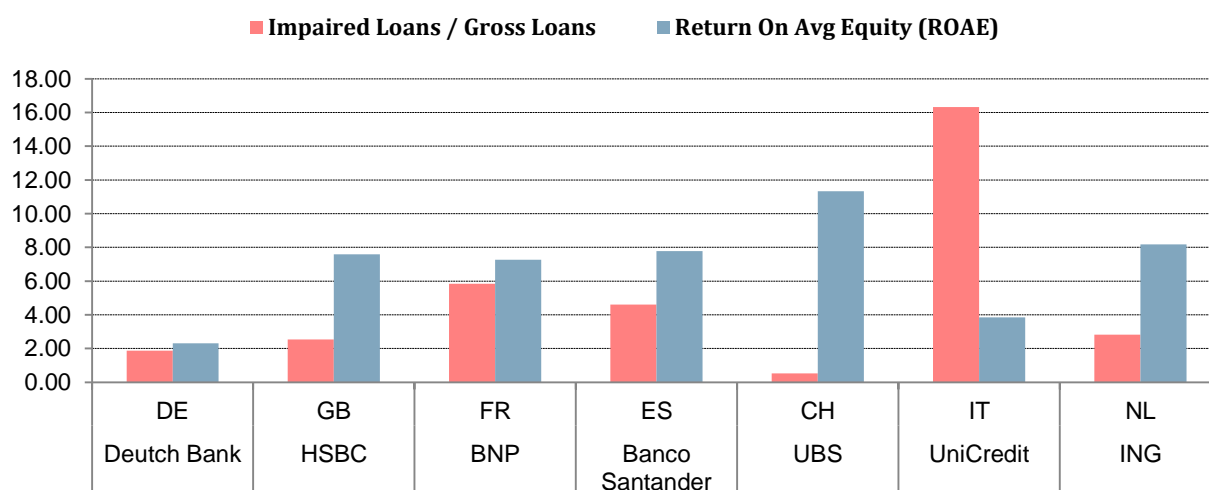
三、欧洲银行不良资产上升对经济的影响

欧洲银行业不良资产大幅上升，对欧洲经济将产生负面影响。银行业不良资产上升首先影响银行的利润，使得银行盈利能力下降，风险偏好下降。由于不良资产过多将占用资本金，将限制欧洲银行的信贷能力，从而推升社会融资成本，阻碍经济增长。

3.1 不良资产上升影响银行盈利

从银行自身经营的角度看，不良资产影响盈利主要集中在以下两个方面：第一，银行需要就坏账计提坏账准备，并通过利润来冲减不良资产。第二，在处置这些不良资产的过程中，银行将发生大量的诉讼成本和人力成本。人力成本将挤占银行本身可用于其他盈利业务的资源。不良资产上升直接影响到银行的盈利能力。

图 11：2015 年欧洲代表性银行 ROAE 与不良资产比率的关系



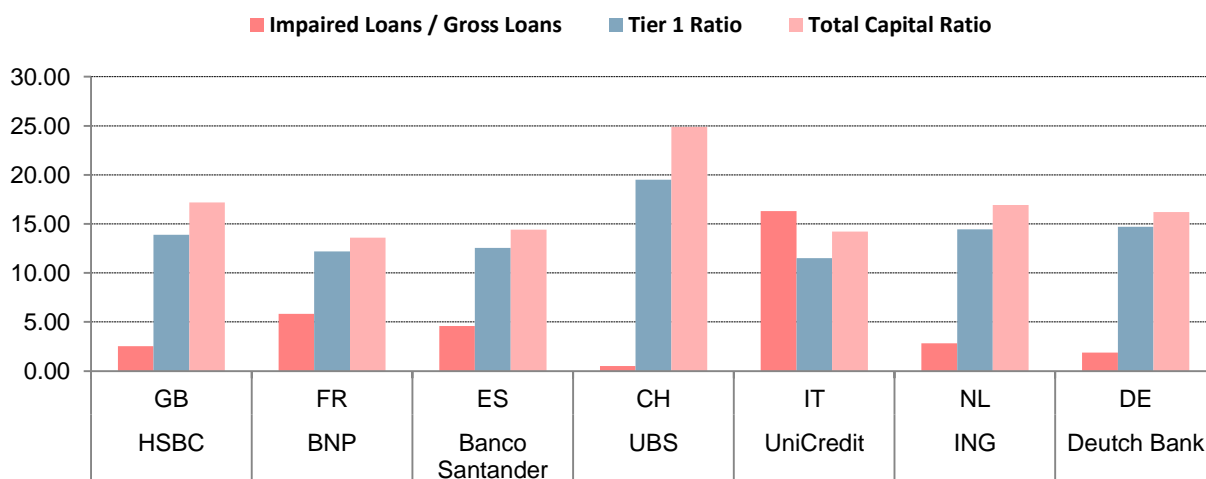
数据来源：IMF，WorldBank，中信建投证券研究发展部整理

我们比较了欧洲主要国家第一大银行不良率与银行利润之间的关系，可以清晰的发现，不良率与银行资产盈利之间呈现负相关的关系。除了上述银行外，我们进一步关注了塞浦路斯，塞浦路斯人民银行（Cyprus Popular Bank）2015 年减值贷款（Impaired Loans）占总贷款的比例为 13.93%，银行盈利能力为-171.92%，已经处于严重的亏损当中。希腊国民第一银行也存在类似的情况。

3.2 银行不良资产限制银行信贷能力

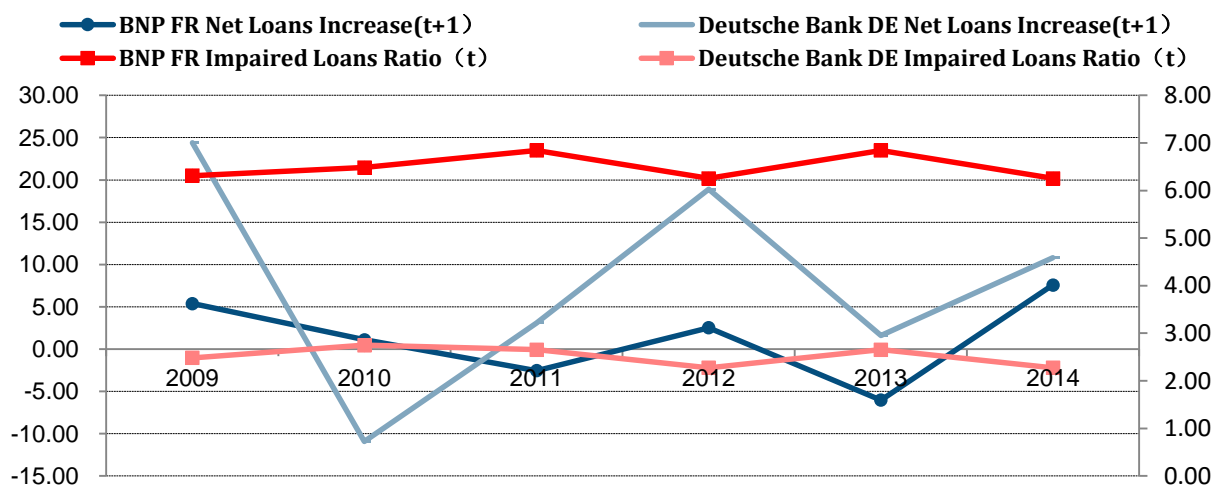
银行不良资产上升后，将极大的限制银行的信贷能力。这种限制主要表现在两个方面：第一，不良资产的风险权重较高，不良资产占用资本金比正常的银行贷款更多。银行的资本金相对是固定的，不良资产上升将挤占正常贷款，导致银行信贷能力下降。第二，由于不良资产上升，银行自身的风险控制工作会加强，风险偏好程度会下降，银行信贷扩张的意愿也会下降。

图 12：欧洲主要银行不良率与资本充足率关系



数据来源：IMF, WorldBank, 中信建投证券研究发展部整理

图 13：BNP 银行和 Deutsche 银行不良率（t）与信贷规模（t+1）之间的关系



数据来源：IMF, WorldBank, 中信建投证券研究发展部整理

这里我们还值得注意的是，欧洲经济的融资体系对银行业的依赖程度更高，当银行信贷能力受到限制的时候，货币政策传导机制可能并不畅通。这也是欧洲央行实行量化宽松政策效果不如美国 QE 的一个原因。

3.3 银行不良资产上升推升社会融资成本

银行不良资产上升限制了银行的信贷扩张能力，同时使得银行风险偏好下降。银行信贷收缩会推升社会融资成本，导致社会信用供给不足，阻碍经济增长。IMF（2016）指出，银行业的这种信用收缩是非对称的，中小企业获得信贷的难度比大型企业获得信贷的难度更大。

图 14：欧洲主要国家 M2 增速

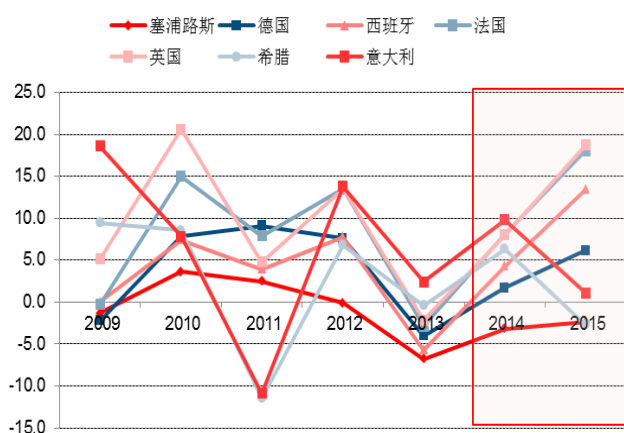
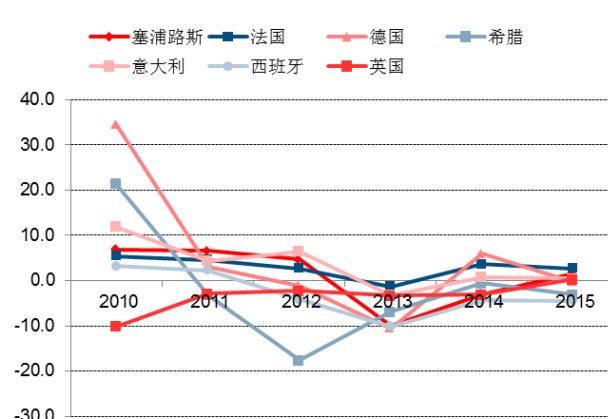


图 15：欧洲主要国家信贷增长（Domestic Credit Growth）



数据来源：IMF, WorldBank, 中信建投证券研究发展部

由于利率是欧洲中央银行的操作目标，直接观察利率容易得出错误的结论。我们选择 M2 增速和国家信贷增长作为观察目标。从图 14 中可以发现，德国、法国和英国三个欧元区核心国家 M2 增速相对较高，而意大利、希腊和塞浦路斯的 M2 增速在下降。图 15 中意大利、希腊和塞浦路斯主要国家信贷增长也处于下降状态中。不良资产增多推升社会融资成本，阻碍经济增长。

银行业不良贷款与企业债务之间相互加强的作用。不良贷款和企业债务都逐步下降的国家主要包括两类：第一类是经济逐步好转，不良贷款逐步消化的国家，例如德国；第二类是对不良贷款进行了重组，改善了企业资产负债表，使得企业负担减轻，经济回升，例如拉脱维亚和立陶宛。不良贷款和企业债务同时上升的国家相对多，这些国家包括意大利、希腊、塞浦路斯等，由于银行业不良贷款并未获得重组，企业和银行的资产负债表都为得到改善。IMF(2016)经过调查进一步发现，债务负担更重的企业投资意愿更低。一方面是因为信贷成本过高，另外一方面是企业投资获得的收益会用于归还债务。这对经济也会产生相当不利的影响，反过来也对银行不良资产的解决提升难度。

四、欧洲银行不良资产解决中的障碍

不良资产信息不对称的特征决定了不良资产处置本身就存在着巨大的难度。除此之外，欧洲银行的监管体系、法律体系、债务市场情况和税收制度，对不良资产的处置也形成一定的障碍。其中，监管体系、法律体系的不完备和低迷的债券市场是三项最大的障碍。这些障碍之间还存在着高度的相互关联。

4.1 监管障碍

从经营方面来看，由于欧洲银行盈利水平较低，资本面临一定的约束。因此，银行在计提资产减值损失方面存在难度，倾向于推迟认定损失。不良资产多的银行在进一步处理新的信用风险方面能力受到较大的限制。除了资本约束之外，抵押品价值的认定实际上难度更高。根据 IMF(2016)的分析，除了少部分抵押品存在市场价格外，大多数抵押品流动性较差，银行计提减值损失存在操作上的难度。

从监管规则来看，欧洲国家之间广泛采用的会计标准就削弱了各国解决银行业不良资产的动力。欧洲采用国际金融业报告标准（International Financial Reporting Standard, IFRS）要求银行进行信息披露。这个标准在不良资产处置方面存在一定的模糊性。首先，IFRS 采用已发生损失减记法（Incurred Loss Approach）对贷款计提减值准备。这种方法实际是一种面向过去的方法，银行有较大的空间对损失进行调整和认定，降低了银行处置不良资产的动力。其次，IFRS 虽然明确的要求了对不良资产进行减记，但是减记的方式由各国监管机构自行认定，导致欧洲不同国家之间采用不同的标准。第三，IFRS 允许不良资产计提利息，这就导致银行的利润有一定程度的虚增。最后，虽然在认定不良资产过程中，抵押品价值是被考虑的，但是并没有明确的方法来衡量抵押品的价值。在会计方面的制度给了银行较大的弹性，削弱了解决不良资产的动力。

在现阶段，欧洲已经开始着手改进监管，并希望影响银行对不良资产处理的节奏，但是具体的时间表并未能得到。例如，IMF 就建议银行采用稳健拨备覆盖率，提升银行处理不良资产的动力。IMF 也指出，从实际情况来看，欧洲银行业缺乏一个可信的、可操作的不良资产处理时间表，因此在不良资产处理方面存在相当的难度。除此之外，欧洲的银行实际上还缺乏解决如此大规模不良资产的经验，相关金融工具也不如美国完备。

4.2 法律障碍

法律在处置不良资产中具有重要的作用。有利于解决不良资产处理的法律体系应该包含两个要素：第一，提供丰富的不良资产处置手段。这些处置手段不仅包括不良资产恢复成为正常资产，还包括不良资产有效的处置（Liquidation）。第二，高效的法律体系。完备的法律体系为债权人提供清晰权力保障，有助于更快的解决相关分歧。如果法律体系效率过低，即使不良资产处理的手段再丰富，对处理流程也是巨大的阻碍。

从解决工具来看，欧洲现阶段解决不良资产主要依靠债务置换、债转股、债务转让、债务减记、债务注销等工具。资产证券化工具在欧洲市场使用得非常少。从实际应用来看，50%左右的不良资产处理都是通过债务置换来完成的。债转股、债务减记、债务注销等方面的工具在法律和税收方面面临较高的成本。

从欧洲现行的法律体系来看，破产制度低效是最大的法律障碍。在公司破产制度方面，小企业破产的成本很高，流程复杂。这对于不良资产的认定会形成法律障碍。第二，对于欠债公司的股东缺乏限制，逆向选择和道德成本高企。第三，家户部门（Household）缺乏破产制度，这对银行处理个人不良资产更加困难。从实践方面来看，执行破产的时间比美国长，而且相同的案例在执行过程中也存在不一致的问题。欧洲法律体系需要作出相关的修订，才有利于解决银行业的不良资产问题。

现阶段欧洲已经开始着手改进法律体系，为不良资产的处理提供便利。但是从法律体系的改进到最终落地实施还有相当的距离。例如，塞浦路斯、罗马尼亚和波兰等国大幅度修改了他们的破产法律，希腊、意大利、西班牙等国家修改了破产程序。德国、法国等国家还引入了庭外破产等程序，引入了债转股等工具。IMF 预期，从法律制度的完善到有效的实施有 5 年左右的时间距离。



4.3 市场条件

相对于不良资产规模，欧洲不良资产转让市场较小。根据 IMF 统计，欧盟的不良资产转让市场大约只有 640 亿欧元的规模，相对于美国 4690 亿美元规模小很多，而不良资产总量比美国要多得多。转让不良资产首先需要有一个大规模的市场，以保证各种资产的流动性，提供不良资产的定价曲线，才有利于不良资产的处置。显然现阶段欧盟的不良资产转让市场并不完备，这阻碍了不良资产的处置。

相对于美国市场，IMF 指出，欧洲不良资产转让市场存在如下 5 个方面的缺陷：第一，借款人信息披露不充分。第二，在不良资产处置法律条款和许可方面，无法使非银行的机构参与，导致不良资产积压在银行手中。第三，对抵押品估值过高，大量的抵押品是房地产。这些抵押品是高度缺乏流动性的。第四，不良资产回收率低，这主要是由于法律障碍造成的。第五，不良资产的处置条款实际也并不清晰。这些因素一起导致欧洲的不良资产处置的市场条件较差，在潜在的卖主和买主之间形成了巨大的价差，很难通过市场化的手段有效解决。

4.4 税收制度

欧洲的税收制度在银行处置不良资产过程中也形成一定程度的障碍。根据 IMF 的统计，至少在 1/3 的国家中，税收制度并未对不良资产处理作出优惠，甚至在某些国家，不良资产损失并不能够抵扣税收。这主要分为三类：第一，对不良资产处置给予税收优惠，但是有上限。例如，意大利对不良资产只允许抵扣 0.3%，在其他国家甚至连递延所得税资产这个科目都没有。这极大的降低了银行解决不良资产的动机。第二类是不允许抵扣税收，这种情况在东欧和南欧国家比较普遍。例如，2013 年之前，意大利是不允许不良资产核销抵扣税收的。西班牙也在 2015 年才取消债转股的税收。第三类是抵押品价值下降不允许抵扣。这种情况在欧洲是相当普遍。除此之外，欧洲在不良资产证券化方面在法律、税收方面都缺乏相关条款，这也是阻碍不良资产证券化市场发展的原因之一。

五、欧洲银行不良资产上升对金融市场的影响

5.1 欧洲银行危机潜在的风险点

2016 年 7 月，德意志银行和意大利裕信银行面临攀升的不良率，引发了欧洲银行危机的担忧。实际上，在 2010 年，希腊债务危机就引发了希腊银行业的挤兑，导致希腊银行出现了流动性危机。2011 年，受到希腊债务危机的影响，塞浦路斯三大银行发生严重亏损，塞浦路斯政府向欧盟和国际货币基金组织申请了约 175 亿欧元的资金援助，其中 100 亿欧元将用于挽救受希腊债务危机影响的银行业，剩下的用于偿还主权债务及弥补财政不足。葡萄牙、西班牙等国家银行也相继申请了欧盟的救助。从 2010 年希腊债务危机之后，欧洲银行业受到了严重的损害，不良资产上升可能成为金融危机潜在的风险点。

从救助的必要性来看，欧元区国家银行之间彼此持有大量的同业资产，一旦一个国家的银行出现倒闭，很容易引起多米诺骨牌效应。从希腊、塞浦路斯的银行危机中可以发现，各国或多或少都出现了一定程度的挤兑现象，银行危机容易演变成流动性危机。从国际资本流动的角度来看，欧洲银行业风险加大，欧洲汇率风险升高，都容易导致资本外流，加剧银行的流动性风险。

5.2 引发欧洲金融市场动荡

当欧洲银行因为不良资产引发危机的时候，在金融市场同时也会发生剧烈的波动。引起这种波动的原因主要有如下几个方面：第一，银行发生危机，银行股票首先是被卖出或者做空的对象；第二，银行发生危机的时候，未来弥补流动性不足，被迫削减相关的高风险头寸，导致股票市场下跌；第三，银行业风险升高，引发投资者风险厌恶情绪上升，也会导致削减金融市场头寸。

图 16：欧元区边缘国家重要指数

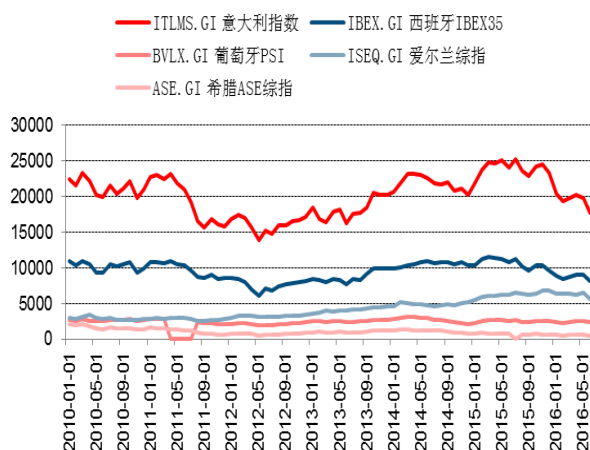
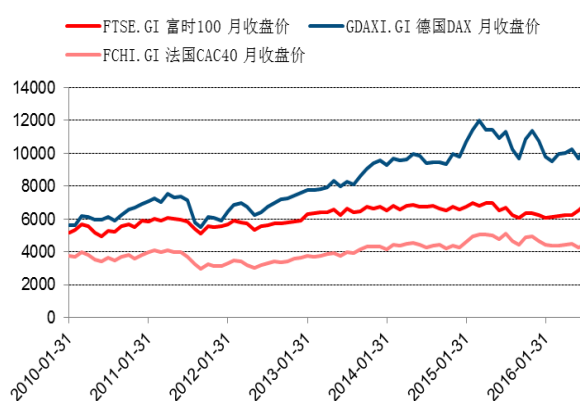


图 17：欧元区核心国家重要指数



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 18：美元日元汇率

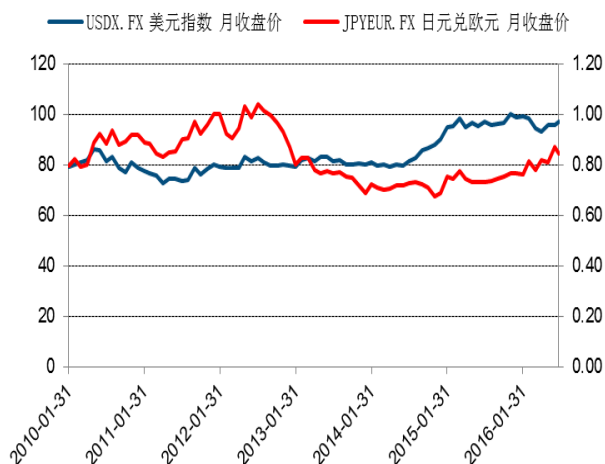
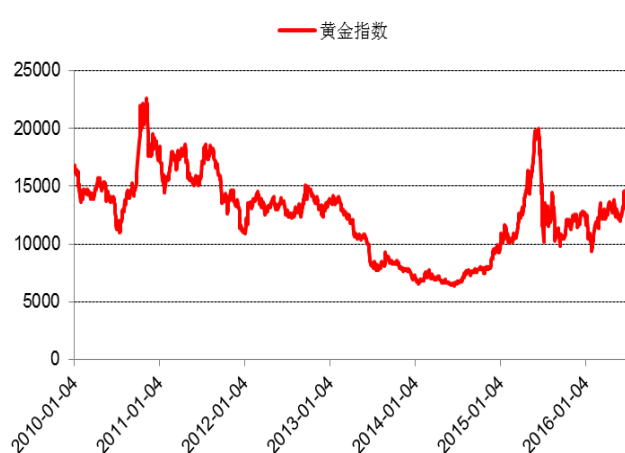


图 19：黄金指数



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从2010年到2016年，希腊、西班牙、意大利等银行申请救助的过程中就可以看到，无论是欧元区边缘国家还是核心国家，股票市场均呈现一定程度的下跌。美元、日元和黄金等避险资产在这个期间出现了上涨。欧洲银行业的不稳定容易引发类似于2008年的金融危机。

六、欧洲银行不良资产上升对中国的影响

5.1 对中国银行业的影响

随着中国国际化程度的加深，我国金融机构与欧洲建立了广泛业务合作关系。欧洲银行业不良资产上升使得欧洲银行的信用风险增多，我国金融机构面临的交易对手信用风险（Counter Party Credit Risk, CCR）上升。交易对手信用风险（CCR）通常使用潜在违约风险敞口暴露（Potential Future Exposure, PFE）来度量，PFE值的计算涉及到敞口头寸、资产负债的协议抵扣关系、信用风险水平等多个方面，计算方法非常复杂。另一方面，各家银行欧洲各国分行的头寸数据是很难获得的。因此，我们选择国内银行在欧洲子行的资产和利润进行观察。子行与分行的区别是子行是独立的法人，分行不是独立法人。各家银行总行对子行承担有限责任，对分行承担连带责任。

表 1：四大银行欧洲子行 2015 年资产和利润情况

银行	所在城市	2015 年总资产（百万美元）	2015 年净利润（千美元）	ROA
工银标准	伦敦	20,138	-267,700	-1.33%
工银欧洲	卢森堡	6,461	64,090	0.99%
工银伦敦	伦敦	3,213	34,900	1.09%
工银土耳其	伊斯坦布尔	2,283	74	0.00%
中国银行卢森堡子行	卢森堡	2,046	4,492	0.22%
中国银行英国子行	伦敦	1,914	67,427	3.52%
中国银行匈牙利子行	布达佩斯	192	155	0.08%
建行伦敦	伦敦	2,768	11,206	0.40%
建行欧洲	卢森堡	314	2,206	0.70%
农业银行英国子行	伦敦	1,040	4,826	0.46%

数据来源：中信建投证券研究发展部整理

从子行的情况来看，工商银行在欧洲的资产最多，达到了 320 亿美元，亏损约 1.69 亿美元。其中工银标准头寸最大，亏损最多，其他子行均处于盈亏边缘，这主要是由于工银标准还处于收购之后的整合期。除了工商银行之外，中国银行在欧洲的子行资产为 41 亿美元，盈利能力最好的是中行伦敦子行，达到 3.52%。建设银行和农业银行在欧洲头寸较小，面临的风险水平较低。

5.2 对中国资本市场的影响

欧洲银行业不良资产上升对中国资本市场影响的第一个渠道是资产渠道。资产渠道主要是指中国对欧洲银行业的贷款、投资、交易等业务受到欧洲不良率上升的影响，形成坏账，影响我国金融机构的盈利水平。当欧洲银行业陷入困境，特别是破产的时候，会形成较大的冲击。

欧洲银行业不良资产上升对中国资本市场影响的第二个渠道是流动性渠道。当欧洲银行不良资产上升，在不足监管要求的情况下，就会被迫削减中国等新兴资本市场的资产配置，从流动性的渠道形成压力。当欧洲因为银行业陷入危机的时候，全球投资者风险偏好也会下降，对新兴市场的资产配置也会降低。在 2015 年 12 月开始，德意志银行变卖华夏银行 20% 的股权，并准备换汇回流德国。

欧洲银行业不良资产上升对中国资本市场影响的第三个渠道是汇率渠道。当欧洲银行业发生冲击的时候，英镑和欧元等欧洲主要货币都会贬值，美元升值，进而带动人民币兑美元贬值。在人民币贬值的预期下，资本外逃，投资者对 A 股市场的资产配置可能会推迟或者减小，都会形成不利的因素。2015 年 8 月汇改以来，人民币持续贬值，A 股市场也呈现出“股汇齐跌”的效果。从板块来看，持有欧元资产和英镑资产的外贸企业、银行业受到的影响较大。

欧洲银行业不良资产上升对中国资本市场影响的第四个渠道是贸易渠道。中国与欧洲之间的贸易是依赖于银行提供结算、贸易融资、保理等多项金融服务。当欧洲银行发生混乱的时候，也会对我国对欧洲的贸易等资金往来形成阻碍。

图 20：2015 年以来上证指数与人民币汇率指数



数据来源：IMF, WorldBank, 中信建投证券研究发展部整理

由于面临诸多困难，欧洲银行业不良资产问题在短期之内很难解决。在世界经济处于下行的周期下，欧洲分裂的倾向更加严重，不利于欧洲政治经济问题的解决。2016 年 9 月，意大利就指责欧盟的《银行复苏与清算指令》救助条件太苛刻。2016 年 12 月 4 日，意大利举行宪法修改公投，力求削弱意大利参议院的权力，并使得政府制定政策变得更加容易，力求摆脱包括银行业危机在内的经济困境。从 2016 年 9 月开始，美国罚款事件引起了全球的担忧，欧美股市承压。当脆弱的欧洲银行面临罚款或者其他事件扰动的时候，容易形成压死骆驼的最后一根稻草，欧洲银行业风险需要谨慎关注。

分析师介绍

王君：中信建投证券策略分析师。曾获得2014年水晶球奖（策略）第六名，2010年国家发改委中青年干部研讨会优秀论文奖。拥有南开大学经济学硕士学位，美国ESEC教育机构管理学学位。

李而实：中央财经大学投资学学士，美国克拉克大学金融学硕士，策略研究员。2年以上证券行业研究经验。致力在结构主义的框架内，自上而下挖掘投资机会。

张玉龙：北京大学光华管理学院金融学博士，策略研究员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622