

塞浦路斯储户征税有一定合理性 负面影响尚可控

证券分析师： 崔嵘

021-60933159

cuiorong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

证券分析师： 周炳林

0755-82130638

zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066

事项：

3月16日（周六）欧元区国家财长对塞浦路斯达成价值100亿欧元的救助协议，以避免塞政府破产。整体塞救助金额预计为170亿欧元，其中三驾马车（EU、ECB、IMF）将提供其中100亿欧元，余下金额由以下方式凑足：

- 1) 塞浦路斯向不低于10万欧元的存款一次性征税9.9%，向低于10万欧元的一次性征税6.75%；在国内银行存款得到的利息也将征税；向储户征税针对塞浦路斯的居民和非居民；储户将得到银行股权作为补偿；预计筹集58亿欧元；
- 2) 将公司税由10%提升至12.5%，预计一年内创收2亿欧元；
- 3) 将14亿欧元国有资产（如电信、电力公司和口岸管理机构等）私有化。

方案要求塞浦路斯到2020年将政府债务占GDP的比降低至100%；到2018年将国内银行业规模缩小到欧盟平均水平。

评论：

我们认为，塞浦路斯储户存款征税救助方案可能短期内导致市场动荡，但不应过于夸大其传染风险，其负面影响应该是可控的。

- 1) 塞浦路斯成为继希腊、爱尔兰、葡萄牙后第4个接受救助的国家，该方案是第一个基于ESM救助基金的救助方案。其中，向储户征收存款税是欧债危机救助史上前所未有激进举措。
- 2) 背景：
 - 塞银行规模庞大：其银行业规模约为国内经济规模的8倍，约相当于欧盟的3.5倍。
 - 塞政府和银行系统均资不抵债；
 - 经济下滑；
 - 急需外部援助资金。
- 3) 该方案存在争议之处：

- 不公平：这将是银行储户首次在欧元区救助协议中承受损失。
- 欧盟法律挑战：10万欧元是欧洲存款担保的最高担保额，但该方案对所有储户征税有悖立法。
- 其它方案问题：塞浦路斯银行中受到担保的存款约为300亿欧元，不受担保的存款（10万欧元以上的存款）一共有384亿欧元。若只对不受担保的存款征收15.4%的一次性税负，就能筹集相同规模的税收收入—58亿欧元：这个方案显然激起更少的民怨。

4) 措施激进引发恐慌：

- 银行挤兑：
- 传染风险：最大担忧在于其他边缘国家如何看待这一方案，即他们是否怀疑本国银行存款的安全性，这可能重新引发欧元区国家间潜在的传染风险。
- 可能破坏欧洲其他边缘国家经济刚刚出现的稳定，风险溢价可能上升。

5) 但不应过于夸大其传染风险：

- 塞经济规模小：塞浦路斯占欧元区GDP的0.2%，远小于希腊。希腊亦可安抚，何况塞。
- 该方案有一定的合理性：主要表现为以下三点

首先，俄罗斯与塞浦路斯有复杂的经济利率瓜葛，欧盟不全额救助的理由除了救助金额相当于塞GDP规模之外，同样也出于不愿保护俄罗斯在塞的利益。

“从上世纪90年代起，俄罗斯的大宗商品交易商开始把资金存放在塞银行，塞银行业也借此飞速发展。据穆迪最新估算，截止2012年年末，这些存款可能高达190亿美元，占塞存款总量的约1/4。俄罗斯的大型企业把塞作为避税天堂，因为其10%的企业所得税是全欧洲最低的国家之一。此外，塞和俄之间的双向投资资金流令人产生怀疑，这些交易后面可能隐含着洗钱活动。根据位于美国的洗钱监控机构GFI的数据，2011年，塞浦路斯吸引了1197亿美元来自俄罗斯的投资，同期塞浦路斯也向俄罗斯转移了1299亿美元，这个数字超过塞浦路斯GDP规模的五倍。”

其次，塞银行的主要融资渠道是存款，规模约为680亿欧元；而该国的债券市场规模小，仅有30亿欧元，债务结构不够多元化，塞这一金融市场结构也决定了储户在这次救助不可避免要承担损失。

最后，欧盟的任何一项救助都不是公平的，来自核心国的救助更多是从自身利益出发，不可能像联邦制美国那样用纳税人的钱直接救银行，也不可能出现国家间直接的财富转移。如果国内银行业得不到救助，储户可能需要承担更多的损失。

6) 塞议会对该方案表决的三种可能情形：

- 通过：尽快通过为上策。救助方案需得到ESM所有成员批准，最终的协议可能在4月下半月达成。
- 修改：方案可能面临进一步的修改：如向存款10万欧元以下的储户征收3%的存款税，向存款在10-50万欧元的储户征收10%的存款税，向存款50万欧元以上的储户征收15%的存款税。；或者，不对存款低于2万欧元的储户征税，对于存款额度在2-10万欧元的储户征收6.7%的存款税，对于存款10万欧元以上的储户征收9.9%的存款税等。只对10万欧元以上存款征收的方案是最具吸引力。
- 否决：欧洲央行提供的ELA紧急流动性可能立即被抽离；两家最大的银行将倒闭，存款外逃，进而损

及经济。

塞浦路斯议会原定于 18 日（周一）举行的对银行救助计划的投票预计推迟至 19 日（周二）进行，同时塞国内银行将继续维持关闭状态。

7) 若恐慌蔓延，欧洲央行可采取的措施：

- ELA：若出现更多国家存款外逃的现象，欧洲央行可采用紧急流动性援助 ELA 措施提供暂时流动性。
- OMT：若传染风险扩散至西班牙和意大利，OMT 计划可能启动，以对抗传染风险的扩散。

8) 结论：

因此，我们认为，塞浦路斯储户存款征税救助方案可能短期内导致市场动荡，但不应过于夸大其传染风险，其负面影响应该是可控的。关键在于欧盟的表态能否让市场信服，塞浦路斯的方案仅是特例，而非先例。

相关研究报告

《货币增速测算模型：5 月 M2 同比预测中值为 12.5%M1 中值 2.5%》 —— 2012-06-06

《CPI 测算模型-5 月预测中值更新为 3.12%》 —— 2012-06-06

《美国制造业采购经理人指数快评：5 月美国 PMI 回落 1.3 个点，维持经济谨慎乐观看法》 —— 2012-06-05

《美国就业市场数据快评：就业数据不佳重燃 QE3 预期，美元强势暂缓》 —— 2012-06-05

《城投债务电话会议纪要》 —— 2012-06-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。