



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2010 年 2 月 8 日

发达国家

研究部

刘奥林

联系人

liuolin@cicc.com.cn

肖红

联系人

xiaohong@cicc.com.cn

希腊事件感染效应显现

上周市场避险情绪急剧升温并达到危机以来高点，反映了希腊事件的感染效应以及近期一系列事件对市场避险情绪的作用：

- ▶ 上周四葡萄牙反对派政党提出增发国债的政治危机引发市场对欧元区主权债务风险担忧的升级。葡萄牙反对派政党的联合力量可能使少数派执政党的财政巩固的努力付之东流。同时，希腊海关和税务官员两天的大罢工亦引发投资者对政府财政紧缩执行力度的担忧升级。
- ▶ 周四和周五公布的就业市场数据进一步增添了经济复苏速度的不确定性。尽管失业率跌至五个月低位（9.7%），非农就业人数却意外下降，而周四公布的数据显示美国首次申请失业保险人数于截至1月30日的一周上升了8000人之48万人，4个星期滑动平均值已连续第3个星期上升。
- ▶ 近期一系列事件对市场避险情绪亦起到推波助澜的作用。美联储前主席沃尔克代表奥巴马在听证会上游说国会推行分离银行和私募基金、对冲基金及自营交易业务（详见1月25日《奥巴马：银行新监管政策效果蒙阴》），以及美国财政收支前景的恶化均加重市场的沽压。而美国计划向台湾销售军备及同意于2月底接见达赖喇嘛亦加重了市场发展的不确定性。

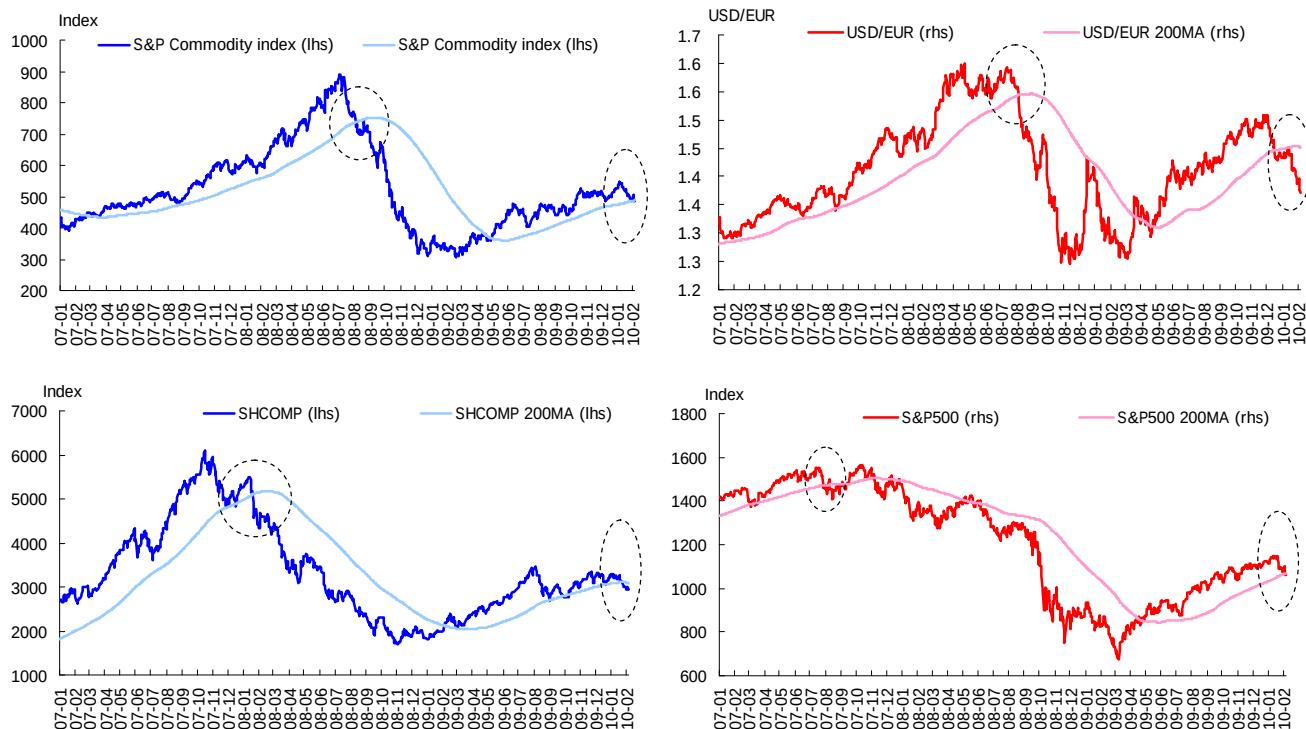
市场正走向危机以来第一个避险情绪的高潮，并已引发我们预测中的高风险情景。欧洲主权风险的感染效应，中国紧缩政策的不确定性，美国经济复苏的徘徊进程，再加上美国改革金融监管体系的激进态度，已导致目前四大市场指标（欧元兑美元，标普商品指数，标普500指数，和上证综指）同时跌至（或触及）其200天滑动平均值以下（图表1）。

四大指标同时进入这一区间还属自去年5月以来首次，显示市场情绪现正处于牛熊市分界的关键时刻。在90年代以来经济复苏的首年里，这些指标通常触及或跌穿200天均值1-2次，但并不同时发生：标普500指数跌至长期均值后往往持续1-2个月（除2002年4月至11月持续了8个月外），标普商品指数在1991年11月底至1992年4月初持续了4个月。在2001年11月经济复苏后，欧元兑美元自2002年1月至2002年4月跌至200天均线下达3个月时间。

短期内，欧元区高危国家的国债可能继续遭到抛售，欧元可能继续走弱，但欧盟瓦解的风险仍然十分有限。对欧洲银行家和政客而言，欧盟国家的债务风险不仅仅是经济问题，更是政治议题。欧盟领导层和ECB对不惜一切代价维护欧盟稳定的意愿仍然十分强烈。（参见2月1日《欧元区主权债务风险评估》及1月25日《宏观经济周报》）：

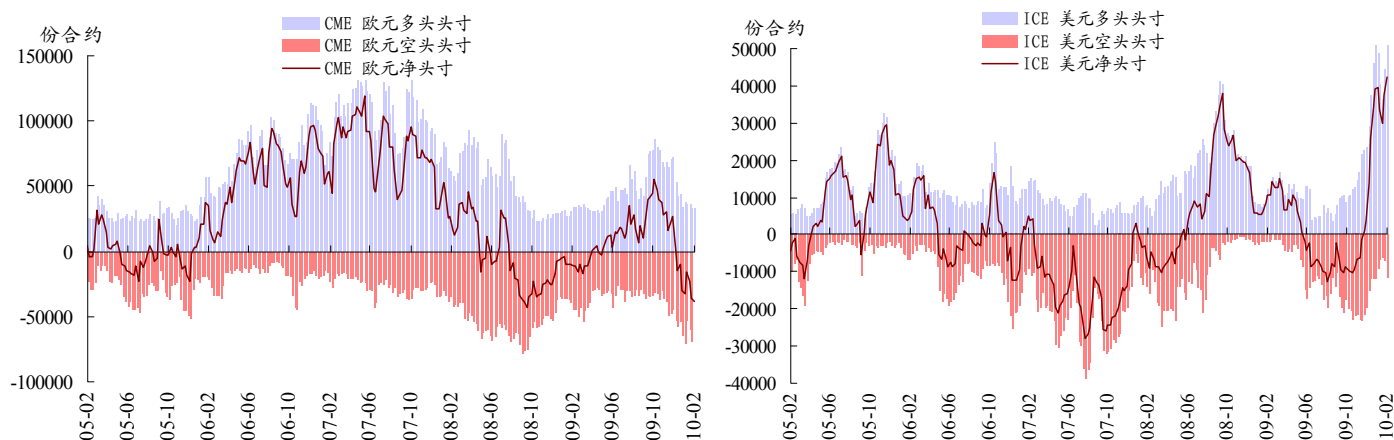
► 短期内的市场和汇率风险不可低估，主要原因有二：1) 希腊主权债务风险高于其他欧盟各国，短期内很难靠自身的经济实力解决；2) 欧洲央行退出策略的启动直接触发了银行对希腊高风险国债的沽压，及收益率和 CDS 息差的攀升；而对冲基金的大量投机资金的介入无疑放大了其对市场的冲击，美元指数净多头创下新高，欧元兑美元净空头也接近 08 年 9 月避险情绪急升时的水平(图表 2)。欧洲央行已公开表示抵押品资产范围将在 2010 年底回归正常化 (ECB 的抵押资产必须是评级 A- 以上)。届时希腊国债 (评级 BBB+) 将不能再作为向欧洲央行申请流动性支持的抵押品。在接下来的一段时间内，我们可能会看到欧洲银行和养老金继续减持低评级的希腊国债，对冲基金亦可能继续利用这一投机机会继续推升 CDS 息差，欧元可能继续走弱。

图表 1：四大市场指标同时跌至长期滑动平均值以下



资料来源：彭博、中金公司研究部

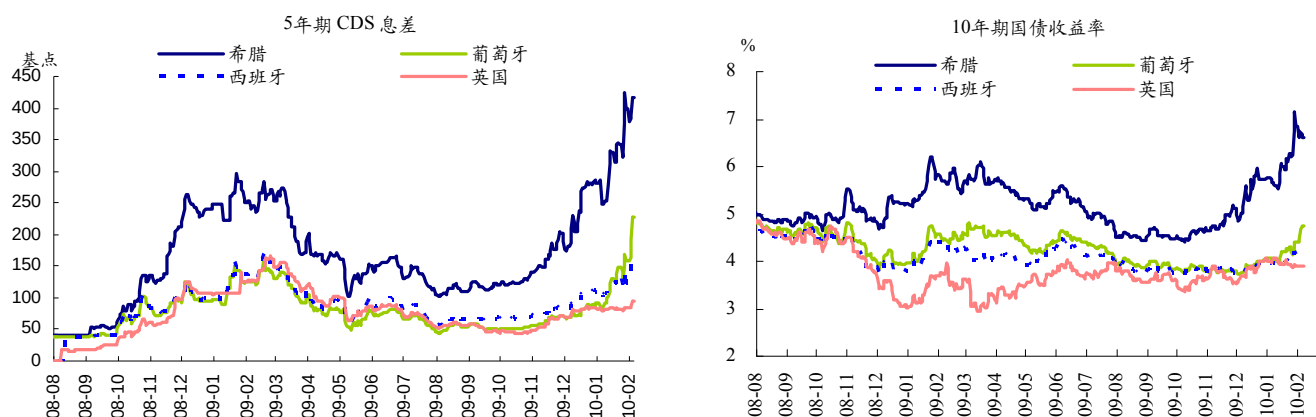
图表 2：市场投机资金近期大举做空欧元兑美元，做多美元指数



资料来源：彭博、中金公司研究部

► 葡萄牙和西班牙与希腊债务风险尚有一定差距，但 A+ 以上的评级可能面临挑战。目前，葡萄牙和西班牙的债务评级分别为 A+ 及 AA+，它们的财赤融资压力仍低于希腊（葡萄牙和西班牙 CDS 分别创下 227 及 170 基点的新高，但仍显著低于希腊的国债融资成本）（图表 3，4）。但考虑到其推进财政紧缩的政治和社会阻力巨大，执行效果存疑，很可能与目前 A+ 以上的评级不符而面临评级被下调的风险。此外，葡萄牙和西班牙目前的负债水平、财政赤字与基本赤字都与美英较为接近，10 年期国债收益率相距亦不大。这使得下调葡萄牙和西班牙的主权信用评级有着更为巨大的市场风险，因为它们可直接使美英的国债评级面临风险。

图表 3：西班牙及葡萄牙国债融资成本仍显著低于希腊



资料来源：彭博、中金公司研究部

图表 4：西班牙及葡萄牙与希腊债务风险尚有一定差距

百分点/基点	政府负债/GDP	财政余额/GDP	基本财政余额/GDP	国债收益率	CDS息差	主权债务评级
希腊	113	-12.7	-7.7	6.6	417	BBB+
西班牙	54	-11.2	-9.4	4.1	170	AA+
葡萄牙	77	-8.0	-5.0	4.7	227	A+
美国	53	-9.9	-8.6	3.6	42	AAA
英国	69	-12.1	-10.2	3.9	95	AAA

资料来源：彭博、中金公司研究部

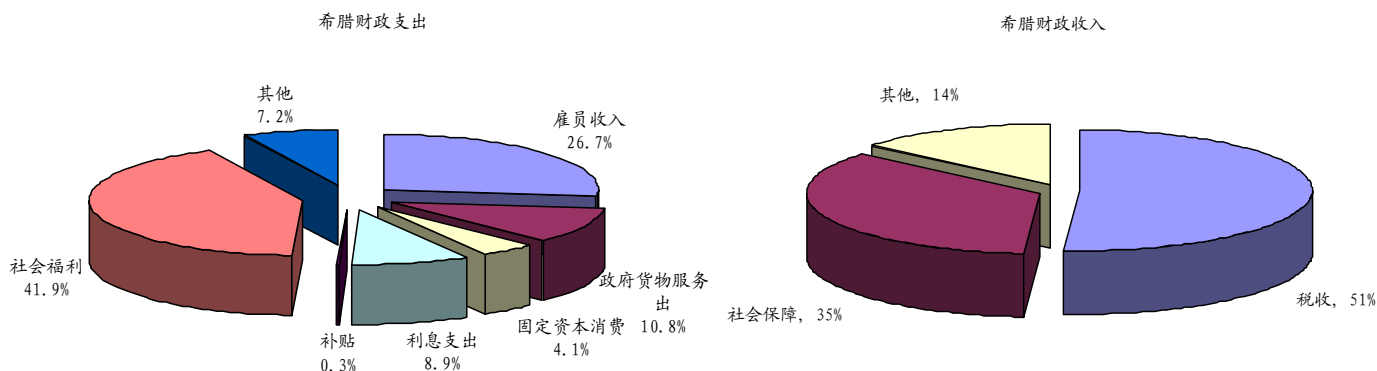
欧盟和欧洲央行目前所采取的对付希腊事件的反应带有市场风险，并非最明智之举：虽然希腊的财政整固是必要的，但并不足以在短期平息市场的恐慌。

- 首先，市场明白希腊和其他高财政赤字国家不可能选择脱离欧元区，否则将使得情况更加恶化：因为采用另一种货币进而大幅贬值将使得以欧元标价的国债成为更大的负担，而融资资源也将大大减少。
- 其次，债务重组也是一项高风险的选择，因为市场会将注意力转移至葡萄牙、西班牙、爱尔兰和意大利（加上希腊共计 2 万亿美元政府外债，远远高于雷曼的 6000 亿美元），这有可能把全球金融体系再次推向危机的边缘。
- 然而，继续保留欧元区成员国身份意味着希腊将无法通过汇率及货币政策以减轻债务负担，而只能依赖于持续紧缩工资和社会福利，但这可能带来难以承受的高失业后果。而市场已经预见到这些棘手的问题和潜在的风险。

欧盟对希腊的实质性救助最终可能难以避免。欧盟和 ECB 都可充当最后的借款人向希腊提供紧急贷款。与新兴市场债务危机不同，欧盟有资源施救：欧元区居民储蓄率高达 16%，而且相当大部分的欧元国债融资产生于欧盟内部。但在德国和法国的债务融资成本不受影响的情况下，欧盟似乎还未到出手相救之时。前瞻性看，欧元的趋势很可能成为市场风险的风向标：如果希腊债务危机继续深入而导致欧元一路大幅走弱，并逐渐失去它的可信度，将导致德国国债 CDS 明显上升，那政治分裂就有恶化的可能。届时维稳的政治呼声将会越来越高，欧盟和 ECB 亦将采取实质性的行动。IMF 的介入将可能有效缓解市场对希腊事件的不安情绪，特别是 IMF 向希腊提供贷款援助的愿意可给市场一副定心剂。

短期内实现财政巩固是欧元区高危国家稳定局面的关键一步，但执行效果仍有相当的不确定性。目前的市场反应已更加坚定欧盟对财政巩固的决心：2 月份欧盟成员国将向欧盟委员会提交其稳定计划（Stability Programme），希腊的计划基本通过，葡萄牙已表示其措施力度不会弱于希腊。然而，财政支出削减，社会福利和雇员收入支出占据希腊总财政支出近 70% 的比重（分别为 42% 及 27%，图表 5），因此这些计划将不可避免地触及削减公务员薪酬及降低社会福利，要得到反对派和民众的支持将是最大的社会政治问题。此外，财政预算的风险不小：在市场对主权违约风险高度警惕的背景下，2010 年国债收益率可能显著升高，而希腊政府可能低估了 2010 年利息支出（图表 6）。尽管希腊仍有提高财政收入的空间（财政收入占 GDP 比重仅为 39%，低于欧元区 44% 的水平；而税收占财政收入的比重约为 51%，低于欧元区 56% 的平均水平），但治理偷漏税的效果很难预见；希腊财政部对 2011-13 年 GDP 增速与通胀预测均明显高于 IMF，财政收入有被高估的可能。

图表 5：希腊财政支出与收入构成



资料来源：彭博、中金公司研究部

图表 6：希腊向欧盟委员会提交的稳定计划具体目标

%/ 占 GDP 比重	2008	2009	2010	2011	2012	2013
实际 GDP 增速	2	-1.2	-0.3	1.5	1.9	2.5
通胀	4.2	1.2	1.4	1.9	1.8	1.8
产出缺口	2.5	-0.5	-2.6	-2.7	-2.1	-1.2
财政收入	40.6	39.3	42.4	44	45.4	45.7
财政支出	48.3	52	51.1	49.6	48.2	47.7
财政余额	-7.7	-12.7	-8.7	-5.6	-2.8	-2
基本余额	-3.2	-7.7	-3.5	-0.2	2.6	3.2
经济周期调整后财政余额	-8.8	-12.5	-7.6	-4.4	-1.9	-1.5
结构性财政余额	-8.9	-11.4	-7.9	-4.4	-1.9	-1.5
政府总负债	99.2	113.4	120.4	120.6	117.7	113.4

资料来源：欧盟委员会、中金公司研究部

目前的市场调整，以及欧元区对财政巩固的深入将对 2010 年的经济发展产生负面影响。我们将 GDP 增速从 1.3% 下调为 1% 左右，通胀预测从 1-1.2% 下调为 1% 水平（略低于市场 1.2% 及 1.3% 的预期）。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。