

2010年3月1日

刘杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

加拿大皇家银行全球研究部研究员
前美国标准普尔企业信用评级师

电话：(001) 416-409-3859
电邮：jliu13@yahoo.ca

联系人：何冰冰
电话：0510-82833217
电邮：hebb@glsc.com.cn

联系人：李斌
电话：0510-82833217
电邮：lib@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为2010年2月26日市场收盘价。如无特别说明，数据来源为Bloomberg。

有关免责声明，请参考第6页。

欧元区债务专题

三月份很关键，道路会很漫长

希腊的债务问题在未来的一个月将进入“关键”时期。上周市场仿佛“突然”反应过来以希腊为首的欧元区债务问题并没得到解决，而三月份将是标志该问题出现新进展的第一个里程碑。

- 上周希腊全国范围内的大罢工和标普的火上浇油（威胁在一个月内可能将希腊主权信用评级再下调1到2个等级 - 如果下调2个等级的话，希腊的主权信用评级将为BBB-，仅比垃圾债券高一级 - 这将导致机构投资者新一轮的抛售和该问题的再度严重化）使得希腊原本的一个10年期国债销售的试水计划流产；
- 希腊国债发行计划很有可能在三月份的第一周再度重启。欧盟，IMF和德法两国对希腊救助问题缺乏具体步骤的指导性意见在过去一段时间内导致了投资者频繁的猜测和市场反复的波动。希腊则亟需为3月中旬欧洲委会的进展考评提供一份最具价值的市场意见，否则进展报告将很难促成具体的计划。而直接在市场上发行国债是最好不过的衡量办法；
- 欧洲委员会将在3月16日公布对希腊财务问题进展情况的测评报告。该报告应该为投资者判断希腊债务问题未来演变提供更多的参考依据。
- 希腊在四月和五月两个月内有近170亿欧元的国债到期，三月份的进展对其再融资计划至关重要。

我们继续维持自去年十月底迪拜债务危机爆发之后对包括希腊在内的欧元区债务问题的判断，并根据市场在过去一段时间内的变化更新一些投资观点：

- (1) 从成因上来看，希腊以及其他一些欧洲国家的主权债务问题和迪拜债务危机都是本次全球资产负债表危机（Balance Sheet Crisis）的后遗症，并非某些市场评论所言的“新一轮欧洲区次贷危机”；
- (2) 从危机演变的时间上来看，虽然有可能在短期内产生很重要的进展，但修复Balance Sheet之路会很漫长；
- (3) 从危机对市场所能产生影响的性质上来看，我们依旧将其归纳为和迪拜债务危机一样的“非系统性冲击”；
- (4) 从市场反应角度出发，近期市出现大幅波动的可能性依然很高：上文所述三月份将是希腊债务问题的“关键”时期也为三月份的市场增加了更多的不确定性；
- (5) 美元将继续得益于欧元区债务问题的激化，但如果希腊债务问题在三月份出现好转，美元的波动也会增大，其近三个月的一路高歌也有可能因此而在短期内告一段落；
- (6) 商品市场在二月初的一轮反弹很可能继续。商品市场在二月份的表现并未受到美元走强而疲软，反而出现了一轮较大的反弹，而以美国为主的持续向好的经济数据是主要原因。如果第四点所述的希腊债务问题在三月份出现积极好转的迹象的话，商品市场还会受到美元走弱的影响，继续走强；
- (7) 就像我们在美元危机最严重时认为美元不会崩盘一样，欧元也不会因为此轮的债务问题而瓦解。欧盟领导不断在公共场合表达了会全力支持欧盟区需要帮助的国家，而且我们从对欧洲投资者的拜访中仍然感觉到他们对于一个统一和强大欧盟的信心。
- (8) 西班牙的问题如果被市场提上议事日程，将造成新一轮的市场动荡 - 西班牙经济规模达1.6万亿美元，几乎是希腊，葡萄牙和爱尔兰经济总和的两倍，而困扰西班牙经济的另一个难题是其位居欧盟首位的失业率：19%。

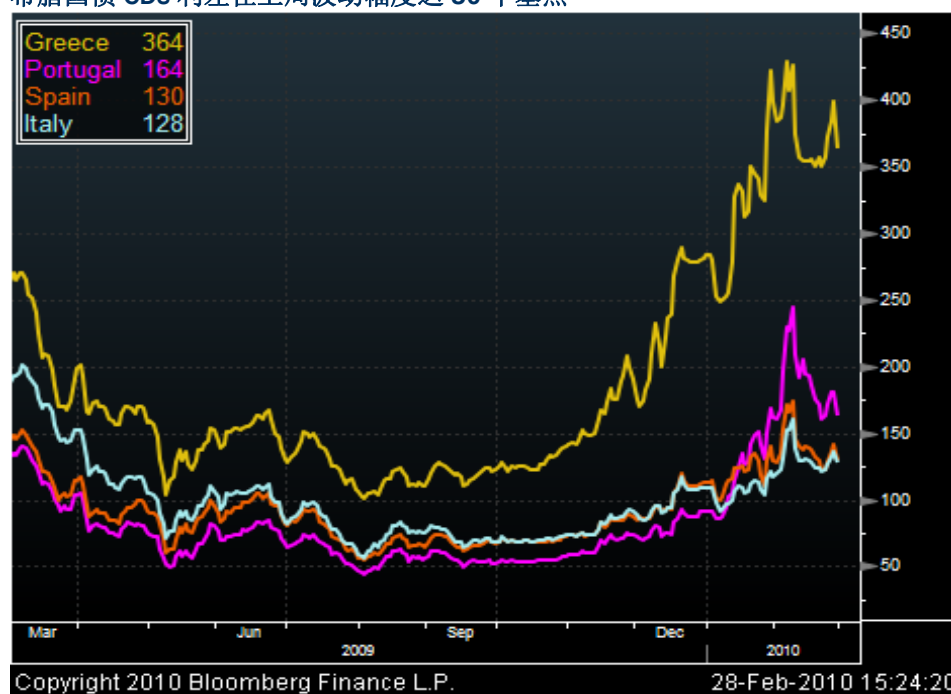
细节阐述

受希腊债务问题影响，上周欧洲主权债务市场再度出现震荡，投资者情绪也再度出现不安，沉寂了近两周的希腊债务问题终于再次受到投资者的关注，而包括国债市场在内的其他资产市场也均出现了较大幅度的波动。

希腊国债 CDS 利差在 2 月 4 日达到本轮危机以来的最高点 428bps，随后在一系列救助计划的声明中一度下降至 350bps 左右，不过目前的水平仍高于其在雷曼兄弟倒闭后于 09 年初创下的高点 - 300bps。

希腊国债 CDS 利差在上周波动幅度达 50 个基点

希腊国债 CDS 在标普 500 报告，惠誉（Fitch）再次下调希腊四大银行评级和全国范围内的大罢工的影响下，上周一度上涨 50 个基点，再度达到 400bps。随后德国公布有可能让其国有银行 KfW 牵头对希腊实施救助，又导致其 CDS 利差迅速下降 40 个基点。

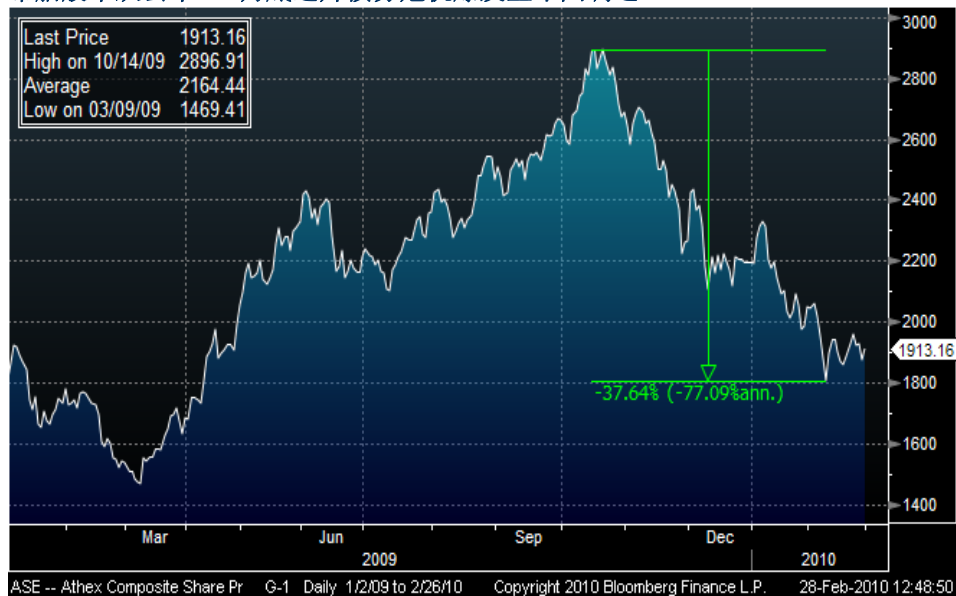


希腊股市和其国债 CDS 利差在过去一年内保持了非常明显的负相关性，二者触底和见顶的时间均保持着一致性。股市在去年 10 月份达到最高点以来在 CDS 不断攀升的影响下回调已接近 40%。

希腊股市和国债 CDS 在过去 1 年内的负相关性十分明显



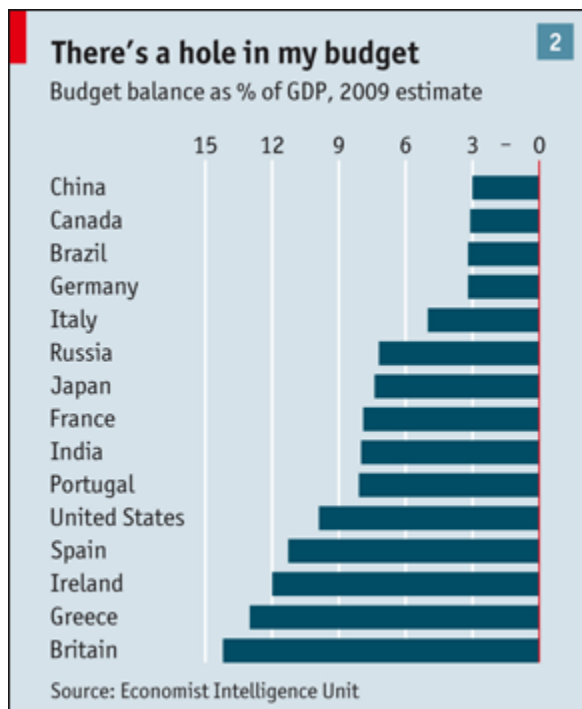
希腊股市从去年 10 月底迪拜债务危机爆发至今回调近 40%



从成因上来看，希腊以及其他一些欧洲国家的主权债务问题和迪拜债务危机都是本次全球资产负债表危机（Balance Sheet Crisis）的后遗症，并非某些市场评论所言的“新一轮欧洲区次贷危机”；而从演变的时间上来看，虽然有可能在短期内产生很重要的进展，但修复 Balance Sheet 之路会很漫长。

发展中国家提供廉价资本，发达国家过度消费，是本次经济危机的根本成因。我们也会不断提醒投资者，在发达经济体长时间内积累起来高负债的去杠杆化的进程将会痛苦和漫长，而且高失业率和经济的低增长率又会进一步拉长问题解决的时间。

近期的“经济学人”杂志对主权债务危机也作了一个较为详细的报道，总结下来，其主要观点也不过是对未来全球经济复苏不确定性的担忧。当然，该详细报告也对经济政策，尤其是退出策略做了讨论 – 在大多数发达国家不得不控制/削减财政支出的情况下，货币退出策略则变得越来越敏感 – 因为其导致经济出现再度下滑甚至二次探底的可能性也因为巨额财政赤字而增加。



经济学人杂志对主要国家财政赤字占 GDP 比重的统计表明世界主要发达国家目前的财政赤字规模都超过了安全边际，而以英国和希腊为首的欧洲国家的问题尤为严重。

From shakiest to safest

Countries ranked* by sustainability of debt position

	% of GDP, 2010, forecast		GDP growth less cost of finance [‡] , %	Sovereign debt, years to maturity [§]
	Primary budget balance, cyclically adjusted [†]	Net debt [†]		
Greece	-4.6	94.6	-3.2	7.7
Ireland	-7.0	38.0	-5.1	6.8
Britain	-6.7	59.0	-1.5	13.7
Japan	-5.9	104.6	0.1	5.4
Portugal	-2.7	62.6	-2.3	6.5
Spain	-4.3	41.6	-3.0	6.7
France	-3.8	60.7	-0.7	6.9
United States	-7.0	65.2	1.4	4.8
Poland	-5.3	32.4	-0.7	5.2
Italy	2.2	100.8	-1.0	7.2
Hungary	4.2	62.1	-3.5	3.3
Belgium	1.3	85.4	-0.6	5.6
Netherlands	-1.4	36.5	-0.6	5.4
Austria	-0.9	42.9	-0.6	7.0
Germany	-1.2	54.7	-0.5	5.8
Czech Republic	-1.9	5.3	0.0	6.4
Norway	-7.8	-143.6	2.4	4.9
Canada	-2.7	32.6	2.0	5.2
Denmark	-1.4	1.6	0.1	7.9
Australia	-0.7	-1.3	0.2	5.0
Switzerland	0.4	11.0	0.5	6.7
Finland	-0.9	-46.4	0.9	4.3
Sweden	-0.3	-13.1	1.5	6.4

*Based on the sum of the countries' rank for the first three debt measures

Sources: Bloomberg;

EIU; OECD; The Economist

[†]General government [‡]Forecast average nominal GDP growth for 2010-11 less latest yield on government bonds of average maturity [§]Weighted average

资料来源: Economist

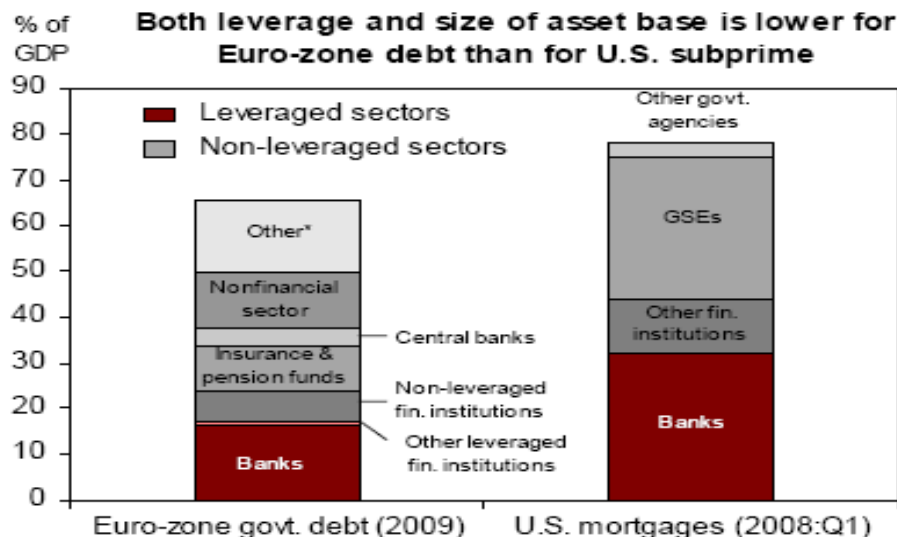
从危机对市场所能产生影响的性质上来看,我们依旧将其归纳为和迪拜债务危机一样的“非系统性冲击”。我们认为其对经济复苏的影响程度和时间要远大于对市场的影响。

我们曾在迪拜债务危机爆发后,将其定义为“非系统性冲击”。我们认为,相对于雷曼兄弟倒闭后整个资本主义世界金融体系所面临瘫痪的系统性风险而言,迪拜债务危机对市场的冲击是暂时的。

继迪拜债务危机后爆发的欧洲主权债务危机显然从规模上和对市场的影响力上都远大于前者,不过,我们仍然将其定义为“非系统性冲击”,并认为其对市场的影响将随着解决方案的逐步出台和经济的复苏而逐步减少。

通过对比欧元区国家债务和美国次级房地产债务我们发现,无论从利用杠杆的程度还是资产规模,前者都小于后者。更为重要的是,欧元区银行系统内所涉及的国家债务规模要远小于美国银行系统所涉及的次级债。

对比欧元区债务和美国次级债



资料来源: Eurostat, ECB, GS

最后谈谈欧元，就像我们在美元危机最严重时认为美元不会崩盘一样，欧元也不会因为此轮的债务问题而瓦解。

随着欧元区债务问题的日益突出，欧元对美元大幅下挫，而市场上也随之出现了欧元即将解体的声音。的确，各欧元成员国因为使用欧元作为统一结算货币而丧失了自主汇率以及货币政策的独立性 - 欧元成员国无法单一做出贬值本国货币或者降息的决定来刺激经济，因此可能威胁机严重的国家退出欧元体系。

然而，欧盟对维持一个统一的欧元区的决心在其最近一系列的公开声明里得到了进一步的印证 - 其不断使用“竭尽所能”，“尽一切可能的努力”，“完全准备好了”等坚定的词语让我们感觉其维护一个统一，强大的欧元区的决心。

而且，我们最近从欧洲一些投资者的反馈中也感觉到他们对欧元的信心并不像欧洲以外的投资者那样的不确定，用他们的话说，有关欧元解体的言论只不过是美国的一厢情愿罢了。

我们认为欧洲的债务问题将继续打压欧元对美元的汇率，而三月份希腊债务问题如果出现积极的进展则会在短期内终结美元近三个月的一路高歌猛进的势头，而中期来看，其他欧洲成员国，尤其是西班牙债务问题的演变将进一步影响欧元对美元的汇率。

欧元在三个月里对美元贬值已达到 10%



免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有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。本报告版权归国联证券所有，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。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。