



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

# 宏观经济报告

2010 年 3 月 1 日

发达国家

研究部

刘奥琳

联系人

liuolin@cicc.com.cn

肖红

联系人

xiaohong@cicc.com.cn

## 德国可能采取措施，缓解希腊债务危机

我们在上周报告中已经指出，希腊债务危机尚未解除（参见 2 月 22 日《希腊危机尚未解除，英国赤字再添新忧》）。上周评级公司对希腊的降级行动和警告再次成为欧元区市场的梦魇，一度引起希腊 CDS 和国债收益率急剧攀升，并导致希腊推迟发行辛迪加债券以进行测试市场（图表 1）。欧元区市场在利空消息主导的背景下出现负面波动。

- ▶ 因资产质量下降，希腊四家最大银行（Alpha Bank, EFG Eurobank, National Bank of Greece 和 Piraeus Bank）上周二遭到惠誉下调评级（由 BBB+ 降至 BBB，投资评级的倒数第二级）及前景下调至负面。
- ▶ 希腊财政紧缩引发社会动荡，于上周三爆发全国性的大罢工后，S&P 表示希腊疲软的经济增长及削减财赤的政治社会压力可能导致其在 3 月底之前再次降低希腊主权债务评级 1-2 级。
- ▶ Moody's 在上周四也给出了类似的警告，而其后果可能更为恶劣：由于 Moody's 是目前为止三大主要评级机构中唯一未下调希腊 A2 评级的一家，如果其下调希腊评级将导致希腊国债自 2011 年不再被欧洲央行列为可接受的银行贷款的抵押品。而希腊银行业对欧洲央行贷款极为依赖，据估计占银行总资产比重达近 8%。
- ▶ 以上负面消息导致截止上周四，欧元兑美元较前一周收盘累计贬值了 0.7% 至 1.352，英镑兑美元则大幅下滑 1.5% 至 1.524。Dow Jones Euro Stoxx 50 上周四较前一周收盘累计下跌 3.9%。希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙和意大利 CDS 上周四较前一周收盘分别上升了 50.0, 17.3, 3.7, 25.3 及 15.1 个基点，至 399, 179, 149, 142 及 136。但 10 年期国债收益率除希腊累计上升 20 个基点至 6.66% 外，其他 PIGS 成员国均有小幅回落。（图表 1, 2）

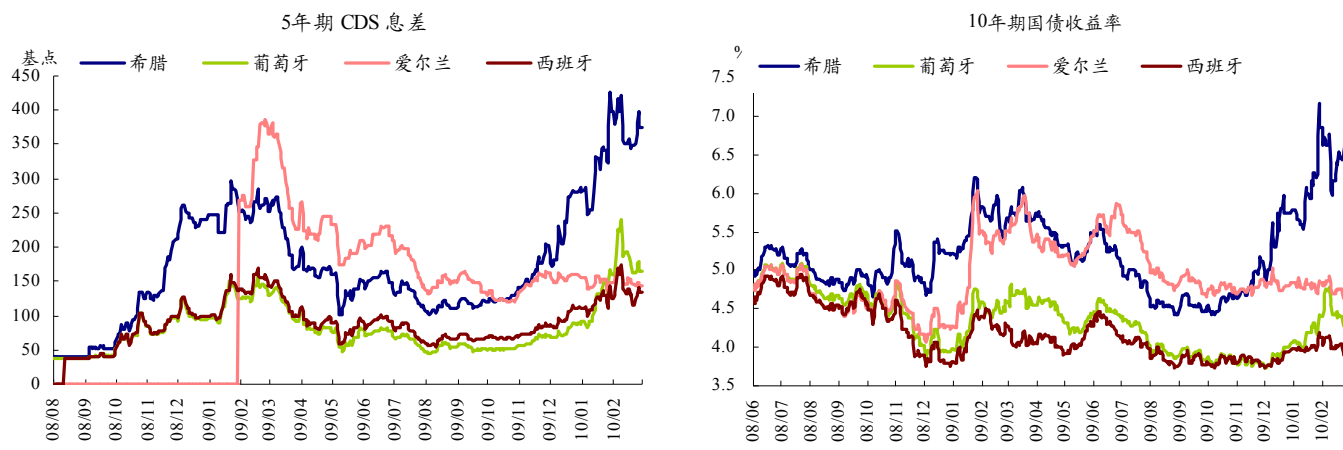
直到周五市场传出德国将考虑对希腊施救的消息，带动股市、汇市和 CDS 收回部分失地。

- ▶ 上周五有消息指出，德国考虑通过德意志银行等购买希腊国债，而德国政府可能通过国有银行 KfW 向希腊国债提供担保。Eurohypo, Hypo Real Estate, 及 Deutsche Postbank 等几家持有大量希腊国债的银行表示不会增持希腊国债，但如果德国政府的担保，可能会在合理的价格上考虑购买。
- ▶ 欧洲央行执行董事会成员 Lorenzo Bini Smaghi 亦表示欧盟成员国可能不得不向希腊提供双边资金援助。尽管他表示实际金额可能比明镜杂志报道的 200-250 亿欧元少。
- ▶ 希腊总理 Papandreou 上周五会见了德意志银行首席执行官 Josef Ackermann 并计划于 3 月 5 日会见德国总理 Merkel，引起市场对德国施救可能性增加的憧憬。希腊总理还将于 3 月 9 日会见美国总统 Obama。
- ▶ 欧盟可能会额外要求希腊推出 48 亿欧元（GDP 的 2%）削减赤字措施，以达到 2010 年赤字降至 8.7% 的目标。希腊总理上周五亦表示将不计政治成本进一步推出必要的紧缩财政措施。事实上，目前希腊政府对财政紧缩的积极态度仍有 70% 的希腊民众支持（民意调查显示），尽管实施的难度较大。市场预计希腊政府可能在本周宣布新的改革措施，并可能随后进行国债融资进行市场测试。
- ▶ 欧元兑美元周五较前一交易日反弹了 0.8% 至 1.363，Dow Jones Euro Stoxx 50 则大幅反弹 1.6%。希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙和意大利 CDS 周五分别回落了 23.3, 14.7, 4.5, 6.3 及 6.7 个基点至 376, 165, 144, 135 及 130。希腊 10 年期国债收益率周五大幅下滑了 29.9 个基点至 6.36%，而葡萄牙、爱尔兰、西班牙和意大利 10 年期国债收益率则下降了 6.9, 5.7, 4.5 和 5.0 个基点至 4.22%, 4.61%, 3.86% 及 4.00%。（图表 1, 2）

前瞻性看，实质性的外部援救措施已成为控制希腊债务危机蔓延的必要条件。如果现任政府无法获得德国或欧盟的资金援助，而又不继续推行可能引致社会动荡的财政紧缩措施，希腊的政治风险可能加剧。此外，如果缺乏外部援救措施，主权评级下调的风险可能上升，将使希腊近期的国债发行面临失败的风险，并导致4-5月份200亿欧元国债再融资面临严峻考验。欧盟目前对希腊的支持仍停留在口头上，实质性行动的缺乏使得市场的投机行为加剧，并可能使得希腊及其他PIGS成员国为其未来数月的大量国债融资付出高昂的成本。

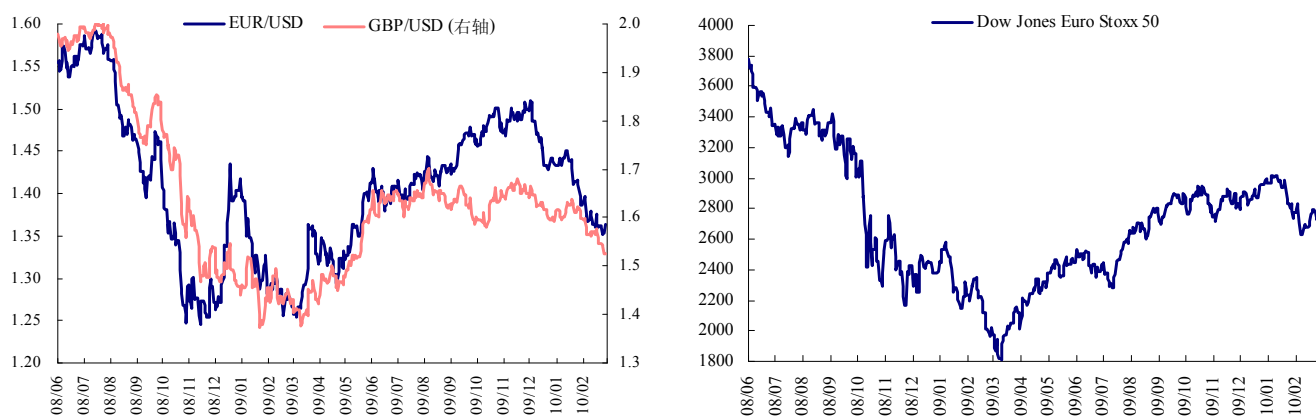
欧元区经济面临着较高的下行风险，特别是在资金外流和大幅财政紧缩的背景下，希腊GDP在2010-2011可能继续萎缩。四个PIGS成员国均为进口驱动型经济体，其中约有50%的进口来自于德国。高危成员国债务危机的爆发，以及解决债务危机的财政紧缩都可能威胁到欧元区的经济前景展望。

图表1：欧元区高危成员国CDS上周五有所回落，除希腊外的PIGS成员国国债收益率上周有所下降



资料来源：彭博、中金公司研究部

图表2：欧元汇率及股指表现于周五有所回升



资料来源：彭博、中金公司研究部

## 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。