



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 15 日

欧洲

研究部

刘奥琳
联系人
liuolin@cicc.com.cn

肖红
联系人
xiaohong@cicc.com.cn

欧盟救助希腊近期有望 英国 6 月大选市场担忧

上周欧洲市场避险情绪有进一步消退的迹象，欧盟救助希腊近期有望，短期内欧元贬值可能见底；然而，债务风险还远未解除，希腊再融资风险仍有可能在 4-5 月重现。

投资与政策启示：除了财政紧缩的可行性以及经济前景的不确定性外，希腊未来两个月的巨额国债再融资将成为欧元区市场的短期风险。同时，英国财政脆弱的基本面以及市场对保守党能否在大选中获得绝对多数议会席位的担忧亦将使英镑短期内受压，6 月大选结果将对市场是一个分水岭。若以上两者均在年中出现理想的结果，欧元区和英国的政治和经济风险有望下降，欧元与英镑有可能明显反转，而美国的债务风险将成为下半年市场的关注点。

上周欧元区市场避险情绪有进一步消退的迹象，股指反弹，欧元回升，CDS 普遍下滑。

- ▶ 在希腊财政紧缩新方案获欧盟通过及国债发行获超额认购后，市场对希腊危机紧张情绪已有所舒缓。而希腊表示 IMF 将成为其最后借款人，亦为债务危机设定了底线。欧元兑美元自去年 12 月累计下跌 10% 后，上周基本回稳于 1.360-1.377 区间，上周欧元区股指累计反弹 0.7%，已升穿 200 日均线。（图表 1）
- ▶ 上周德法向欧盟委员会正式提交了立即调查对冲基金投机交易对欧元区市场影响的书面请求，亦在一定程度抑制了投机资金做空欧元资产的热情。该计划建议衍生品必须在交易所交易、集中清算，禁止无实际对冲需求的裸 CDS 交易，并授予监管者对衍生工具交易无限介入的权利。同时希腊 CDS 回落至 290 点（1 月中水平），其它 PIGS 成员国 CDS 上周亦普遍下滑。（图表 2）
- ▶ 前瞻性看，欧元区债务风险还远未解除。希腊的债务危机在无法获得外部支持的情况下很难靠自身的财政紧缩得到解决，反之，政治，经济和社会风险仍在上升，在获得实质性救助前，债务再融资压力仍然迫切。有正面消息指，欧元区成员国正在研究救助希腊措施的细节，为周一布鲁塞尔会议作准备，但要达成最终协议仍有诸多障碍需要克服。可能的措施包括双边资金援助及贷款担保，而德国和荷兰还未对计划表示同意。然而，一旦欧盟就援助希腊的方案未能达成协议，将使希腊在未来两个月内巨额融资萌生不确定性。随着国债再融资高峰的临近，希腊上周五 10 年期国债收益率较前一周上升了 16 个基点至 6.23%。（图表 2）
- ▶ 财政紧缩的可行性以及经济前景恶化仍是主要风险。
 - 希腊政府仍面临严峻的政治社会动荡：其执政党内部已发出反对声音，有党内人士指大幅削减福利的措施违背了其上台前对提供更多社会保障的承诺。而希腊上周再次爆发抗议政府削减财政赤字措施的全国性大罢工，机场、银行、学校、医院及公共部门办公室等将全部关闭。
 - 葡萄牙上周将 09 年 4 季度 GDP 增速由 0 下调至 -0.2%，而其周一推出的稳定与增长计划草案中对经济增速和通胀水平的预测仍显著较 IMF 乐观。这引起市场对欧元区高危国经济基本面风险及其能否实现财政紧缩方案的担忧。

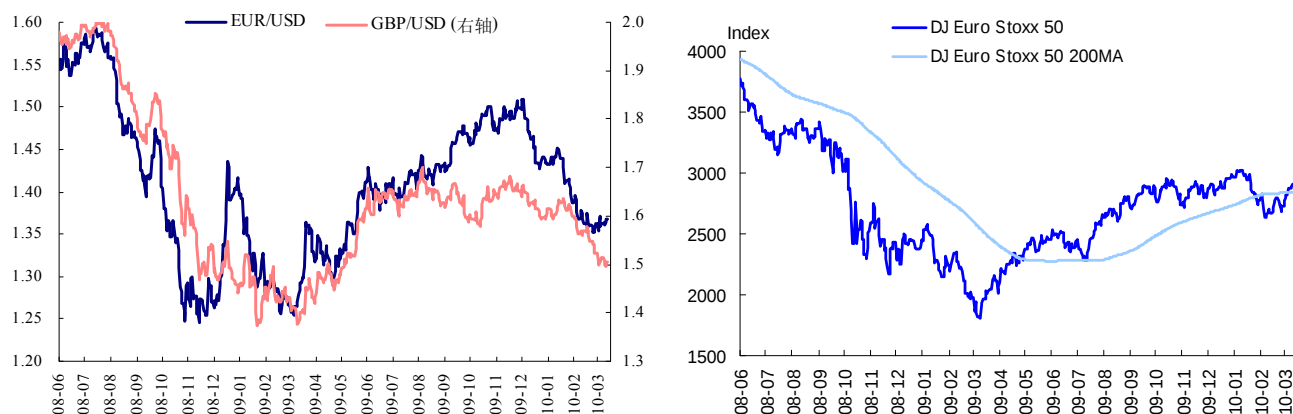
同时，6月大选结果将对市场是一个分水岭。英国财政脆弱的基本面和6月大选后新政府能否获得绝对多数议会席位及有意愿和能力推进财政紧缩，将是决定英镑下半年走势的关键因素。目前市场充满不确定性，2月以来英镑兑美元贬值近5%。

- ▶ 我们曾指出英国是AAA主权债务评级国家中风险最高的一个，与评级介于AA+~A+级之间的意大利、西班牙等国相近。新政府上台后对财政政策的態度将至关重要，如不能果断地推进结构性改革措施，可能触发评级机构的警告或评级下调。（详见2月22日《希腊危机尚未解除，英国赤字再添新忧》）。
- ▶ 目前市场忧虑主张大幅削减赤字的保守党在大选中相对工党的优势不断缩窄，可能出现没有多数党的议会(Hung Parliament)，并导致政府削减赤字的计划难以推行，加大英国主权债务评级下调的风险。这导致英镑在近期持续受压，在2月下旬欧元兑美元汇率逐步企稳后（累计回升近2%），英镑兑美元仍累计下滑近2%。
- ▶ 然而，如果最终大选结果显示保守党以绝对多数胜出且实质性财政巩固措施得以推行，英镑可能在下半年出现反转。历史经验亦显示，在1971年以来英国9次大选中，有4次出现过英镑在大选前下跌而在大选结果明朗化或公布后反弹的情况。（图表3）

随着避险情绪回落，美元指数净头寸连续第2周下滑，美元指数亦较上周下滑0.7%，其中美元兑欧元是主导因素。同时，美元兑大宗商品和亚洲新兴市场汇率继续贬值。（参见第101期宏观经济周报）。

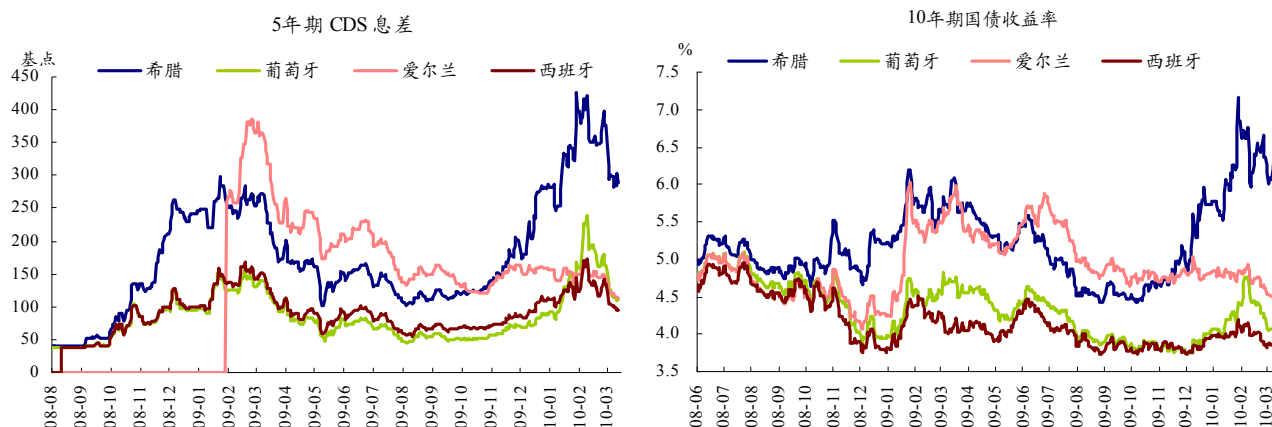
- ▶ 美元指数净头寸较前一周下降2046张合约至36030，已显著低于雷曼倒闭时的38095水平。但同时市场上欧元兑美元净空头则大幅上升（增11587张合约至73213），远高于08年9月43234的峰值，看空头寸创下106448的新高（图表4）。美元兑欧元上周贬值1%。
- ▶ 上周美元与日元3个月LIBOR息差由36个基点扩大至91个基点，使以日元作为息差交易融资货币的吸引力增强。而截至3月9日的日元净头寸下滑了7232张合约至27576，其中看多合约下滑了5119张，而看空合约上升了2113张。
- ▶ 同时，澳元作为商品货币净多头连续3周显著反弹至61566张，已接近1月中旬时的峰值水平（图表5）。美元兑大宗商品和新兴市场汇率亦继续下滑。

图表1：欧元兑美元上周有回稳迹象，欧元区股市反弹至200日均线以上



资料来源：彭博、中金公司研究部

图表2：希腊CDS 下滑，但10年期国债收益率仍处较高水平



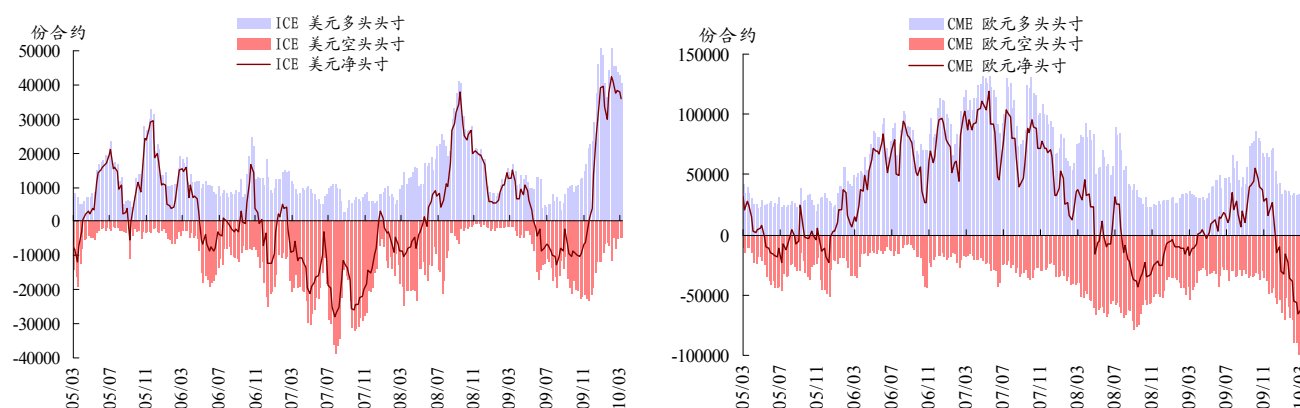
资料来源：彭博、中金公司研究部

图表3：在1971年以来英国9次大选中，有4次出现过英镑在大选前下跌而在结果明朗化或公布后反弹的情况



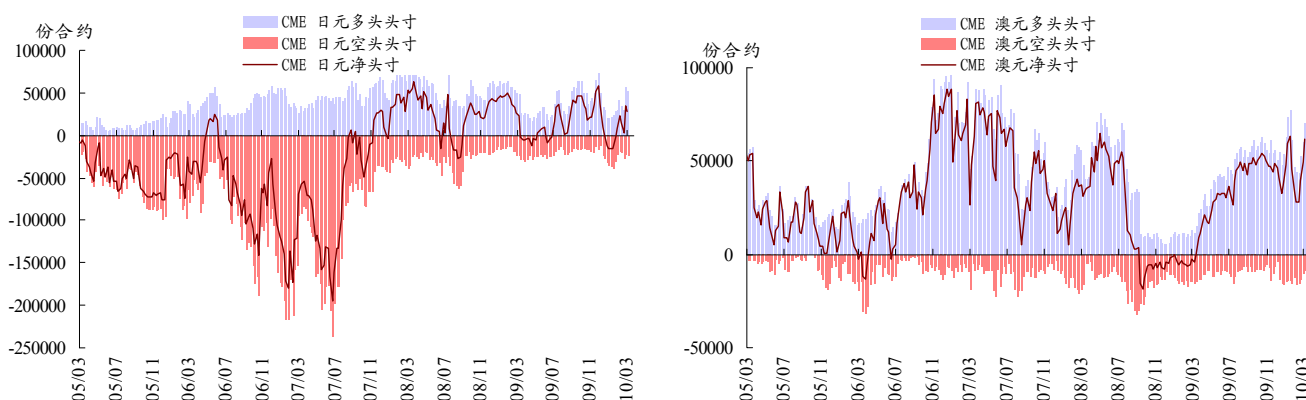
资料来源：彭博、中金公司研究部

图表4：美元净多头连续2周下滑，欧元净空头进一步上升



资料来源：彭博、中金公司研究部

图表5：日元净空头回落，澳元净头寸连续3周反弹



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。