

放弃理念还是放弃希腊？¹

莫倩² 高伟栋³ 尤宏业⁴

2010 年 5 月 11 日

内容提要

希腊主权债务危机不仅仅是希腊的危机，同时也反映了过去两年全球公共债务水平大幅攀升的事实。虽然欧盟和 IMF 将援助计划的金额提高到 1100 亿欧元的水平，市场依然对希腊问题表现出恐慌性的担忧。要防止危机的进一步蔓延，需要欧洲央行暂时放弃其维持欧元区物价稳定的理念，购买希腊国债。在本报告即将发出之际，欧央行已经宣布对公共债务市场进行干预。

¹ 本文执笔人：温永鹏 博士

² S1450210010312

³ S1450109092625

⁴ S1450109102850

安信证券宏观研究

一、希腊的危机，全球的缩影

去年 10 月初，希腊政府突然宣布，2009 年政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例预计将分别达到 12.7% 和 113%，远超欧盟《马斯特里赫特条约》规定的 3% 和 60% 的上限。鉴于希腊政府财政状况显著恶化，全球三大信用评级机构惠誉、标准普尔和穆迪相继调低希腊主权信用评级，希腊债务危机正式拉开序幕。随着主权信用评级被降低，希腊政府的借贷成本大幅提高。从目前的情况看，希腊政府必须在 2010 年紧急筹措 540 亿欧元资金，否则将面临破产“威胁”。除希腊外，目前处于欧洲债务负担重灾区的葡萄牙、爱尔兰和西班牙等国的财政状况也引起投资者关注，意大利、比利时等国的主权信用也受到投资者广泛猜疑。评级机构也对上述国家的主权债务评级分别进行了下调。

表 1：欧猪五国主权债务评级

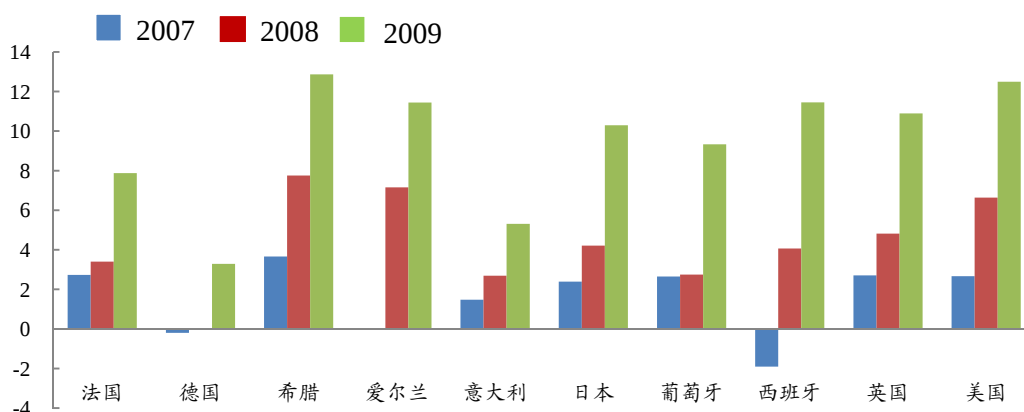
	主权债务评级 S&P	主权债务评级 Fitch	主权债务评级 Moody's
希腊	BB+	BBB-	A3
爱尔兰	AA	AA-	Aa1
西班牙	AA	AAA	Aaa
葡萄牙	A-	AA-	Aa2
意大利	A+	AA-	Aa2

来源：标准普尔，惠誉，穆迪，安信证券

希腊债务危机暴露的不仅仅是希腊的问题，其实也是全球的问题。过去两年，为了克服金融危机导致的经济衰退，全球各国都在采用财政刺激政策，加之经济下滑带来的税收减少，几乎所有国家的财政赤字和公共债务占 GDP 水平都出现大幅上升。即使是一向遵守财政纪律的德国，财政赤字占比也超过 3%。日本的公共

债务占 GDP 水平甚至接近 200%。日本之所以没有出现类似希腊的问题，是因为其债务多数为本国居民持有，外债占 GDP 仅 10%；而希腊的公共债务多为外债，且占 GDP 的 90%以上。

图1：世界主要经济大国及欧洲猪五国财政赤字规模占 GDP 比重（单位：%）



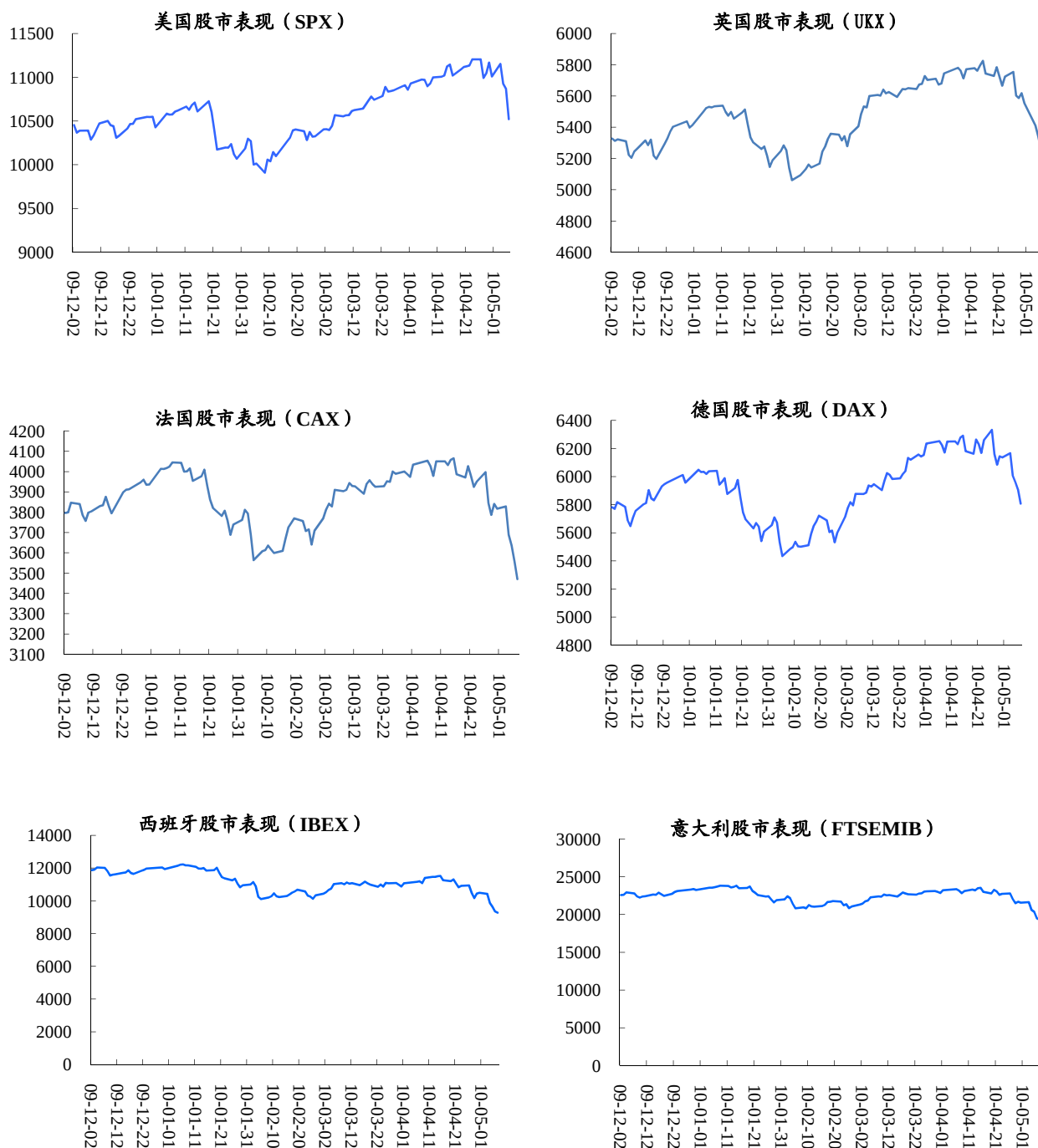
数据来源：Bloomberg，安信证券

二、救助计划难抑恐慌

为了防止希腊危机的进一步蔓延，欧盟和 IMF 在 3 月份达成一致，同意在必要的时候共同出资 320 亿欧元救助希腊。5 月份欧盟和 IMF 同意将对希腊的援助额进一步提高至 1100 亿欧元，这一额度足以满足希腊政府 2010 年的债务支付需求。然而，这样的援助计划似乎并没有能够抑制市场的担忧。

在避险情绪的驱动下，全球股市在 5 月 7 日出现不同程度的下跌；金价创造历史新高；欧元对美元汇率急剧下挫；“欧猪五国”债市普跌，其国债与德国国债利差飙升。

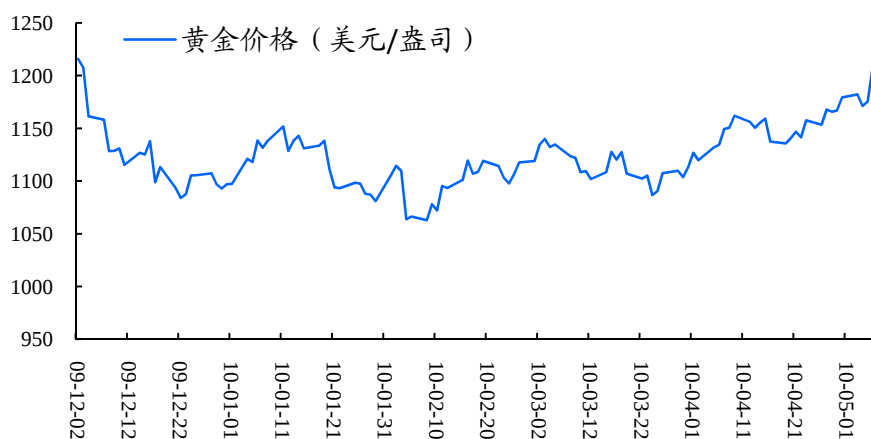
图 2：世界主要经济大国及欧洲等国股票市场走势图





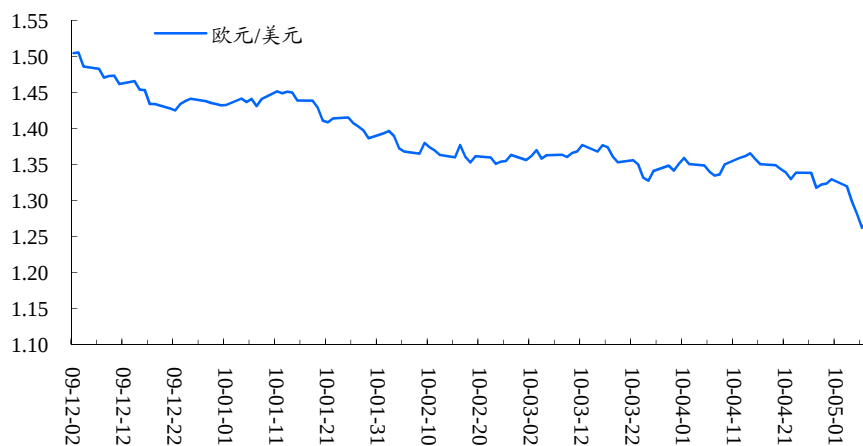
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 3: 黄金价格价格走势图



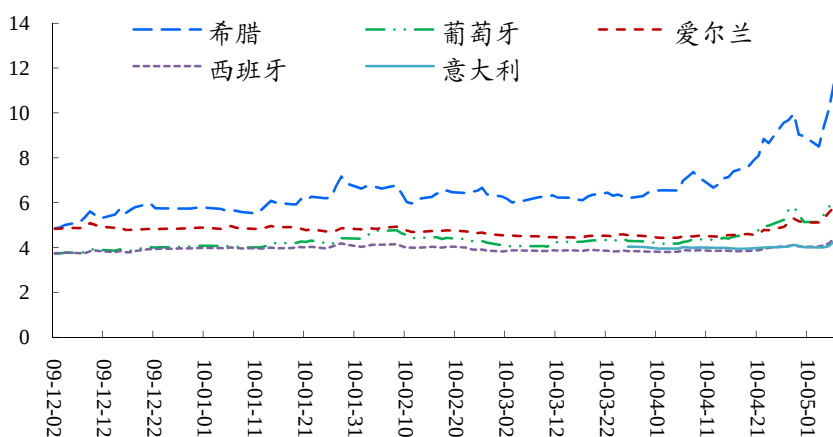
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 4: 欧元对美元汇率走势图



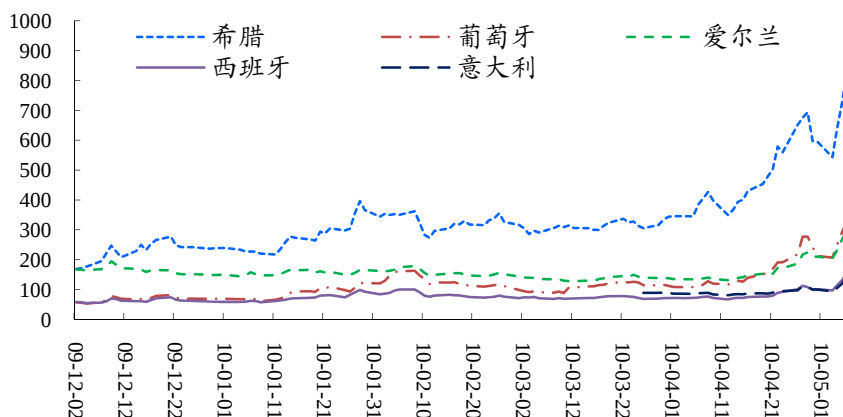
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 5: 10 年期国债收益率 (单位: %)



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 6: 与德国 10 年期国债收益率息差 (单位: 基点)



数据来源: Bloomberg, 安信证券

援助计划难抑市场担忧是因为: 第一, 投资者担心的不是 2010 年, 而是今后希腊如何偿还其债务。第二, 投资者担心希腊问题会传染到葡萄牙、意大利和西班牙等国。第三, 投资者担心一致行动会导致预期的自我实现。

三、解决问题的途径和后果

希腊问题的解决除了依靠其自身努力减少财政赤字外, 还有几条值得讨论的途径。

第一, 把希腊踢出欧元区, 让希腊进行货币改革。希腊将出现大规模资本外逃, 其货币将对美元等主要货币大幅贬值, 希腊将成为下一个阿根廷或者墨西哥。如果希腊货币不贬值, 那么该国实际工资水平必须大幅下降, 并伴随严重的通货紧缩。无论上述任何结果出现都会威胁到希腊的政局, 也是希腊和欧盟各国在政治上难以接受的。虽然有些经济学家认为这是希腊的必经之路, 但我们认为, 这种可能性很小。

第二，欧盟各国持续为希腊的违约债务买单，该项开支每年约 300 亿欧元。这种途径也许可以平抑市场担忧，使希腊继续留在欧元区，但是这种途径基本上不太现实。首先，欧盟各国财政都不富裕；其次，其它各国公民反对本国政府为“无度的挥霍者”买单。

第三，欧洲央行购买希腊国债。这也许是短期内最有效的稳定市场的权宜之计。但是，这种做法会导致公众对欧洲央行的可信性产生质疑，欧元将会进一步贬值，欧洲将面临通货膨胀的压力，欧盟居民的福利将受到一定程度的损失。我们认为，这是在不得已的情况下最有可能被采取的措施。

四、欧洲央行的理念与责任

从上述讨论来看，希腊问题的最终解决系于欧洲央行一身。然而，欧洲央行至今没有对是否购买希腊国债做出明确表态。之所以如此是因为欧洲央行的行为受到《马约》的约束。该条约 104 条明确规定，欧洲央行不得直接购买欧元区成员国的政府和公共企业债券。这也是欧洲主要经济体经历了几次大规模通胀后所形成的共识，即欧洲央行的首要责任是维持物价稳定。

面对着长期的理念和眼下的危局，欧洲央行该何去何从呢？答案也许可以从 2008 年的美国金融危机中找到。欧洲央行或许应该学习美联储，该出手时就出手。联储起初没有救助雷曼，导致了危机的恶化和蔓延；随后美联储及时救助了 AIG，使危机得到了一定程度的缓和。

希腊不应该也不会成为第二个“雷曼”。欧洲央行的理念固然没有错误，购买希腊国债也一定会引发对“道德风险”的大讨论，尽管如此，欧央行最终也不会坐

视危机的蔓延。因此，我们相信，在购买希腊国债问题上最终的结果是，欧央行不得不暂时放下理念以应对当前的危机。

本报告杀青之时欧洲央行已经发出信号，将对公共债券市场进行干预。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，专供安信证券内部研究讨论使用，所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	panlin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn