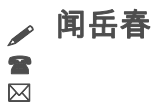




希腊债务危机： 演化与影响和后果、成因、救助及前景分析



闻岳春

执业证书编号：S0840200010025

- 希腊债务危机演化及影响与后果
- 希腊债务危机成因初步分析
- 希腊债务危机的救助过程
- 希腊债务危机的前景分析

本报告导读：

投资要点：

- 债务危机、主权债务与主权债务危机
- 希腊概况、债务危机演化及影响与后果

希腊债务危机的演化

危机的影响与后果：随着主权信用评级被降低，信贷风险加大，希腊政府的借贷成本大幅提高，欧洲债务负担重灾区主权信用受到投资者广泛猜疑，造成欧元暴跌、股市下挫，希腊危机引发欧债危机愈演愈烈，主要金融市场再度动荡，将影响欧元区经济，甚至会对世界经济复苏造成冲击，外部机构预测希腊有退出欧元区可能，但我们判断可能性比较小；对中国的影响与机遇

- 希腊债务危机成因初步分析
- 希腊债务危机的救助过程
- 希腊债务危机的前景分析

相关报告

- 《美欧PMI创新高 希腊债务危机引发动荡获欧美救助》
- 《经济复苏总体趋好：美联储维低利率，欧日失业率高位》
- 《经济强增略有虚火 房地产调控力度加大》
- 《美就业房屋市场转好 印度再加息防通胀》
- 《美欧维持利率不变 日本经济渐好转或进一步放宽货币政策》



正文目录

1. 债务危机、主权债务与主权债务危机	4
2. 希腊概况、债务危机演化及影响与后果	5
2.1 希腊概况	5
2.2 希腊债务危机的演化	6
2.3 危机的影响与后果	10
2.3.1 随着主权信用评级被降低，信贷风险加大，希腊政府的借贷成本大幅提高	10
2.3.2 欧洲债务负担重灾区主权信用受到投资者广泛猜疑，造成欧元暴跌、股市下挫	11
2.3.3 希腊危机引发欧债危机愈演愈烈，将影响欧元区经济，甚至会对世界经济复苏造成冲击	15
2.3.4 外部机构预测希腊有退出欧元区可能，但我们判断可能性比较小	18
2.3.5 对中国的影响与机遇	18
3. 希腊债务危机成因初步分析	20
3.1 直接原因是不遵守财政纪律，长期财政赤字和贸易逆差（双赤字），导致资金外流，举债度日	20
3.2 根本原因是经济发展水平相对较低，核心竞争力相对不强，经济主要靠旅游服务业支撑	21
3.3 采用美国式“自由市场经济模式”，片面强调自由放任、反对国家干预，缺乏监管，也是重要原因	21
3.4 希腊债务危机撼动全球，还与信用评级机构“畸形”话语霸权有关	22
4. 希腊债务危机的救助过程	22
5. 希腊债务危机的前景分析	23

图表目录

图 1：希腊 GDP：USD：sa	6
图 3：欧元兑美元总体下跌	11
图 4：欧元兑美元、美元兑日元、美元（欧元）兑人民币中间价走势	11
图 5：美元兑日元、英镑兑美元走势	12



图 6：近期美元指数大涨	12
图 7：国际市场黄金等贵金属价格总体走高.....	12
图 8：国际市场原油期货结算价	13
图 9：国际市场期货收盘价：CBOT 大豆、玉米、豆粕、小麦	13
图 10：国际市场期货收盘价：NYMEX 糖、棉花.....	13
图 11：CRB 期货价格指数、现货指数	14
图 12：希腊雅典证券交易所股价综合指数走势.....	14
图 13：2010 年 1 月下旬始全球主要金融市场再度出现动荡，美国主要股指走势	16
图 14：希腊债务危机重挫欧洲股市.....	16
图 15：东京日经 225、恒生、台湾、韩国指数走势.....	16
图 16：上证综指、沪深 300、深证成指、深证综指、中小板综指走势不乐观	17
图 17：恒生 AH 股溢价指数持续走低.....	17
表 1：希腊概况 1	5
表 2：希腊概况 2	5
表 3：希腊主权债务危机事件演变进展表.....	8
表 4：欧洲债务危机演变进程表	9
表 5：中国“东方财富网”调查：希腊主权债务危机有何影响？	17
表 6：历次主权债务危机历史经验总结.....	23



随着希腊债务危机愈演愈烈，并呈现向其他欧元区国家蔓延的危险趋势，欧盟成员国财政部长在经过长达 11 小时的“马拉松”会议之后，终于在 5 月 10 日凌晨宣布，将与国际货币基金组织共同设立一项高达 7500 亿欧元的危机应对基金。同时，欧元区、美国、加拿大、英国、瑞士和日本等主要西方经济体的央行也联手重拳出击，推出一套共同应对希腊债务危机的“组合拳”，旨在维护欧洲和世界金融稳定。一场全球应对欧洲债务危机的战役已全面打响。

本报告首先简要阐述了债务危机、主权债务与主权债务危机，其次简要描述希腊概况

1. 债务危机、主权债务与主权债务危机

所谓债务危机 (debt crisis) 是指在债权人 (贷款人或企业) 与债务人 (借款人或企业) 的债权债务关系中，债务人因经济困难或其他原因的影响不能按期如数地偿还债务本息，致使债权人债务人之间的债权债务关系不能如期了结。

主权债务 (sovereign debt) 是指一国以自己的主权为担保向外 (国际货币基金组织或世界银行或其他国际组织、机构，或其他国家、地区) 举借来的债务。

主权债务危机 (sovereign debt crisis)。如果一国以自己的主权为担保向外 (国际货币基金组织或世界银行或其他国际组织、机构，或其他国家、地区) 举借来的债务比重大幅度增加，可能面临无法偿还未来的风险，这就是主权债务危机。现在很多国家，随着救市规模不断的扩大，债务的比重也在大幅度的增加，很多国家可能面临无法偿还未来的风险，当这个危机爆发到一定阶段的时候可能会出现主权违约。历史上出现比较有影响的主权债务违约案例有：20 世纪 90 年代阿根廷主权债务违约及债务重组事件，2009 年 11 月发生的迪拜主权债务违约事件。

传统的主权债务违约的解决方式主要是两种：

违约国家向世界银行或者是国际货币基金组织等借款；

与债权国就债务利率、还债时间和本金进行商讨。

在市场经济的体制当中，如果一个国家发生了主权债务违约，它是不能以自己的主权作为报酬来偿还债务的。通常的主权违约发生以后一般都是以上述两种方法进行解决。



2. 希腊概况、债务危机演化及影响与后果

2.1 希腊概况

希腊共和国，简称希腊，位于欧洲东南部巴尔干半岛南端。陆地上北面与保加利亚、马其顿以及阿尔巴尼亚接壤，东部则与土耳其接壤，濒临爱琴海，西南临爱奥尼亚海及地中海。希腊被誉为是西方文明的发源地，拥有悠久的历史，并对三大洲的历史发展有过重大影响。

希腊是欧洲联盟中经济欠发达国家之一，人均国内生产总值在欧盟 15 国中排行靠后。经济基础比较薄弱，对外依赖较严重。80 年代末以来经济发展缓慢，公共赤字和债务、通胀率居高不下。近年来希政府推行严厉的紧缩政策，加大打击偷漏税的力度，减少公共支出，加快私有化进程，以求摆脱多年来的经济困境。经过几年的努力，希的主要经济指标出现好转。

2009 年 GDP 总量 3307.80 亿美元，排名 27；人均 GDP 29634.92 美元，排名 26。

希腊产业结构以服务业所占比率最高约占 60%，工业次之约占 25-27%，农业产值约占国内生产总值的 12%。旅游业发达，是获得外汇、维持国际收支平衡的重要经济部门。

表 1：希腊概况 1

中文名称：	希腊共和国
英文名称：	The Hellenic Republic
简称：	希腊
所属洲：	欧洲
首都：	雅典
国庆日：	3 月 25 日
国歌：	《自由颂》
官方语言：	希腊语

表 2：希腊概况 2

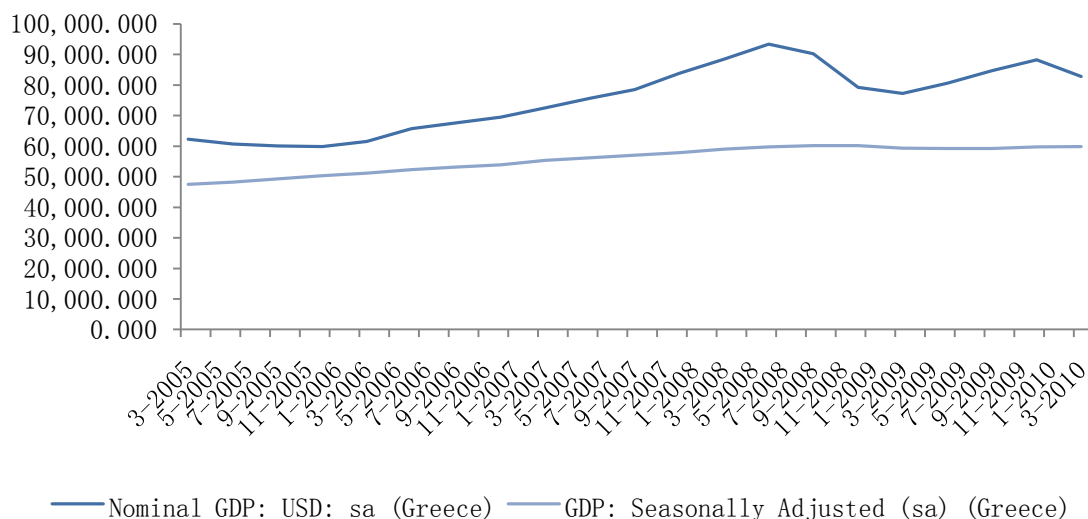
货币：	欧元
政治体制：	议会制共和制
国家领袖：	帕普利亚斯
人口数量：	1107.5 万
人口密度：	84/平方公里
主要民族：	希腊人
主要宗教：	伊斯兰教，东正教
国土面积：	131957 平方公里

资料来源：百度“希腊”，浙商证券研究所

资料来源：百度“希腊”，浙商证券研究所



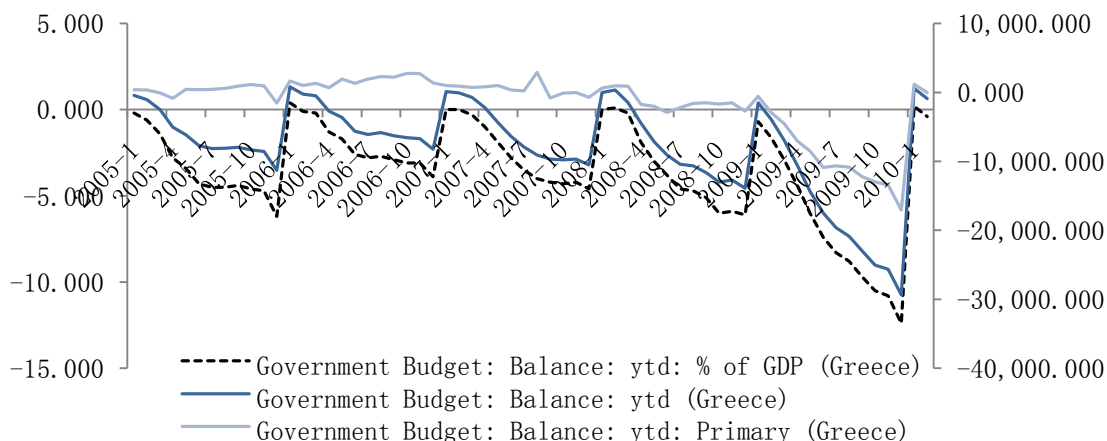
图 1：希腊 GDP：USD：sa



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

2.2 希腊债务危机的演化

图 2：希腊政府预算 Government Budget



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

希腊债务危机厄运的降临为全球金融危机所触发。在此之前，位于南欧的希腊风平浪静，几乎没有征兆。

南欧的希腊、意大利、西班牙和葡萄牙四国，那是一片由阳光、沙滩、海浪和文艺、神话、深邃历史组成的梦幻之地，是旅游者的天堂。

2008 年金融危机后，企业和家庭相继“去杠杆化”，开始积蓄。而各国政府、地区为了“去危机”，大都逆势“加杠杆化”，但是在收入既定（在危机时期甚至往往减少）的情况下，“加杠杆化”必然



造成政府的债务负担加重，如果没有相应的税收或其他收入的匹配，政府不能逃脱债务危机的厄运。2009 年当迪拜身陷风暴中心时，南欧四国家已经感受到下一个将是自己了。

希腊成为了欧洲陷入国家破产困境的“重灾区”，但究竟是谁发动了这场特洛伊之战，是谁将他们推至破产深渊的边沿？

俗话说，出来混，总是要还的。透支也总是要还的。

希腊这次债务危机，直接的导火线是：2009 年 10 月 4 日，希腊新一届政府获选。半个月后，希腊新政府突然宣布 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%（远高于前任政府宣布的 6.7%）和 113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的 3% 和 60% 的上限。2009 年 12 月希腊政府公布政府财政赤字为 293.79 亿欧元，占国内生产总值的比例达到 12.4%，这一数字在代表希腊财政恶化的同时，也开启了全球三大评级机构惠誉、穆迪、标普相继下调希腊主权评级的进程，从而拉开希腊（主权）债务危机的序幕。不到一个半月的时间，惠誉两次下调希腊的长期国家主权评级，从 A 降为 BBB+。这是希腊十年来首次评级降至 A- 级以下，也是首个主权评级下调至 A- 以下的欧元区成员国。而就在 9 年前，当希腊被接纳为欧元区成员时，就有人预言认为悲剧不可避免，很不幸这个预言被言中了。

在此后几个月里，希腊债务危机愈演愈烈。

随着主权信用评级被降低，希腊政府的借贷成本大幅提高。资料显示，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”。由于债务庞大的希腊经济状况恶化，2010 年 2 月 24 日，约 200 万希腊民众举行了该国有史以来规模最大的罢工，抗议政府紧急削减财政支出的措施。

2 月 25 日，标准普尔评级服务公司 will 希腊的长期与短期主权信用评级分别维持在“BBB%2B”和“A-2”不变，并仍将其列入负面观察名单，同时警告称，如果希腊的财政状况不能在一个月 within “好转”，近期内可能进一步下调其评级 1 或 2 档，这可能使希腊长期评级处于垃圾级边缘。

4 月 23 日，希腊政府被迫向欧盟和国际货币基金组织求助，欧元区即将启动历史上首次救援行动。据希腊媒体 23 日公布的民调显示，高达 91% 的受访希腊民众担心启动救援机制将导致



政府实施更为严厉的紧缩政策。

4 月 27 日，标准普尔将希腊主权信用评级调低至“垃圾级”。

与此同时，希腊债务危机也导致欧洲其他国家开始陷入危机，包括比利时、葡萄牙、西班牙等国都预报未来三年预算赤字居高不下。此外，德国等欧元区的经济大国都开始感受到危机的影响，因为欧元大幅下跌，加上欧洲股市暴挫，整个欧元区正面对成立 11 年以来最严峻的考验。

5 月 2 日，欧元区启动 1100 亿欧元救助希腊计划。

5 月 10 日，欧盟与国际货币基金组织共同出台总额 7500 亿欧元的救助机制。

表 3：希腊主权债务危机事件演变进展表

时间	希腊主权债务危机事件进展
2009 年 10 月中旬	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%。 尔后全球三大信用评级机构相继调低希腊主权信用评级，拉开希腊（主权）债务危机序幕
2009 年 12 月 8 日	惠誉将希腊信贷评级由 A- 下调至 BBB+，前景展望为负面。
2009 年 12 月 11 日	希腊政府日前表示，国家负债高达 3000 亿欧元，创下历史新高。当日，欧元区成员国财长同意拿出 300 亿欧元用于必要时救助希腊，暂时解决了希腊眼前的困难。
2009 年 12 月 15 日	希腊发售 20 亿欧元国债
2009 年 12 月 16 日	标准普尔将希腊的长期主权信用评级由“A - ”下调为“BBB +”。
2009 年 12 月 17 日	希腊：数千人游行 抗议财政紧缩
2009 年 12 月 22 日	穆迪 09 年 12 月 22 日宣布将希腊主权评级从 A1 下调到 A2，评级展望为负面
2009 年 12 月 23 日	希腊通过 2010 年度危机预算案
2010 年 1 月 6 日	欧盟将初审希腊《增长与稳定计划》
2010 年 1 月 14 日	希腊承诺将把 2010 财年赤字减少 145 亿美元
2010 年 1 月 15 日	希腊称不会退出欧元区，或寻求 IMF 帮助
2010 年 1 月 17 日	希腊政府调降遗产税税率



2010 年 1 月 19 日	希腊财长：税收改革草案将在 2 月底提交议会。
2010 年 1 月 21 日	希腊债务警报难除，欧元狂泻至 5 个月新低
2010 年 1 月 26 日	希腊发售五年期国债筹资 113 亿美元
2010 年 1 月 28 日	希腊否认将向中国政府出售 250 亿欧元债券纾困
2010 年 1 月 29 日	希腊财长：未与中国达成希腊债券购买协议
2010 年 1 月 30 日	受累希腊财政危机，欧元兑美元创 6 个月新低
2010 年 2 月 2 日	希腊总理帕潘德里欧发表电视讲话，公布一系列更加务实措施以应对困扰希腊的经济危机
2010 年 2 月 3 日	欧盟委员会：支持希腊削减赤字计划
2010 年 2 月 22 日	高盛与希腊对赌合同曝光，被疑罪魁祸首
2010 年 2 月 24 日	约 200 万希腊民众举行了该国有史以来规模最大的罢工，抗议政府紧急削减财政支出的措施
2010 年 3 月 3 日	希腊公布 48 亿欧元紧缩方案
2010 年 4 月 12 日	欧元区同意出资 300 亿欧元资金救助希腊
2010 年 4 月 23 日	希腊正式向欧盟及 IMF 提出援助请求
2010 年 4 月 27 日	标普下调希腊债务评级至“垃圾级”
2010 年 5 月 2 日	欧元区启动 1100 亿欧元救助希腊计划
2010 年 5 月 10 日	欧盟与国际货币基金组织共同出台总额 7500 亿欧元的救助机制

资料来源：浙商证券研究所

表 4：欧洲债务危机演变进程表

开 端		2009 年 12 月 8 日惠誉将希腊信贷评级由 A-下调至 BBB+，前景展望为负面。
	2009 年 12 月全球三大评级公司下调希腊主权评级	2009 年 12 月 15 日希腊发售 20 亿欧元国债。
	希腊的债务危机随即愈演愈烈，但金融界认为希腊	2009 年 12 月 16 日标准普尔将希腊的长期主权信用评级由“A -”下调为“BBB +”。
	经济体系小，发生债务危机影响不会扩大。	2009 年 12 月 22 日穆迪 09 年 12 月 22 日宣布将希腊主权评级从 A1 下调到 A2，评级展望为负面。



发展展	欧洲其他国家也开始陷入危机，包括比利时这些外界认为较稳健的国家，及欧元区内经济实力较强的西班牙，都预报未来三年预算赤字居高不下，希腊已非危机主角，整个欧盟都受到债务危机困扰。	2010 年 1 月 11 日穆迪警告葡萄牙若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信用评级。 2010 年 2 月 4 日西班牙财政部指出，西班牙 2010 年整体公共预算赤字恐将占 GDP 的 9.8%。 2010 年 2 月 5 日债务危机引发市场惶恐，西班牙股市当天急跌 6%，创下 15 个月以来最大跌幅。
	德国等欧元区的龙头国都开始感受到危机的影响，因为欧元大幅下跌，加上欧洲股市暴挫，整个欧元区正面对成立十一年以来最严峻的考验，有评论家更推测欧元区最终会解体收场。	2010 年 2 月 4 日德国预计 2010 年预算赤字占 GDP 的 5.5%。 2010 年 2 月 9 日欧元空头头寸已增至 80 亿美元 创历史最高纪录。 2010 年 2 月 10 日巴克莱资本表示，美国银行业在希腊、爱尔兰、葡萄牙及西班牙的风险敞口达 1760 亿美元。
	希腊财政部长称，希腊在 5 月 19 日之前需要约 90 亿欧元资金以度过危机。但是欧洲各国在援助希腊问题迟迟达不成一致意见，4 月 27 日标普将希腊主权评级降至“垃圾级”，危机进一步升级。	2010 年 3 月 3 日希腊公布 48 亿欧元紧缩方案； 2010 年 4 月 23 日希腊正式向欧盟及 IMF 提出援助请求； 2010 年 4 月 26 日德国表示除非希腊出台更为严格的财政紧缩政策，否则不会“过早”援手。 2010 年 5 月 4 日欧债危机升级 欧美股市全线大跌。 2010 年 5 月 6 日欧债危机引发恐慌，道指盘中暴跌近千点。 2010 年 5 月 10 日欧盟和 IMF 斥资 7500 亿欧元救助欧元区成员国。

资料来源：浙商证券研究所

2.3 危机的影响与后果

2.3.1 随着主权信用评级被降低，信贷风险加大，希腊政府的借贷成本大幅提高

资料显示，希腊政府必须在 2010 年紧急筹措到 540 亿欧元资金，否则将面临破产“威胁”。随着主权信用评级被降低，信贷风险加大，希腊政府的借贷成本大幅提高。

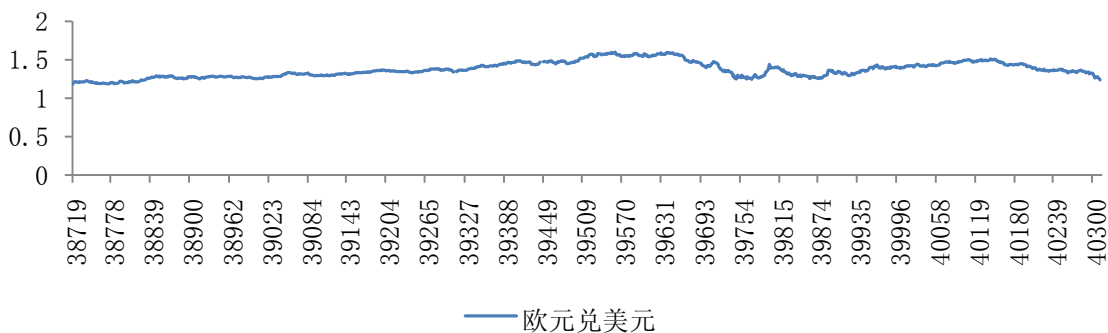
2010 年 4 月下旬，希腊和德国公债收益率差扩大至 12 年最宽，因持有希腊债券的投资者要求更高的溢价，短期德债收益率跌至欧元面世以来最低点。希腊和葡萄牙债务的担保成本创下新高，反映出欧元区信贷风险扩大，一些分析师表示这可能在欧元体系造成裂痕。Forex.com 首



席汇市策略师 Brian Dolan 表示，市场真的很担心欧洲的主权债务问题，并指希腊信贷违约互换利差“今日都触及了阿根廷的水准了”。¹

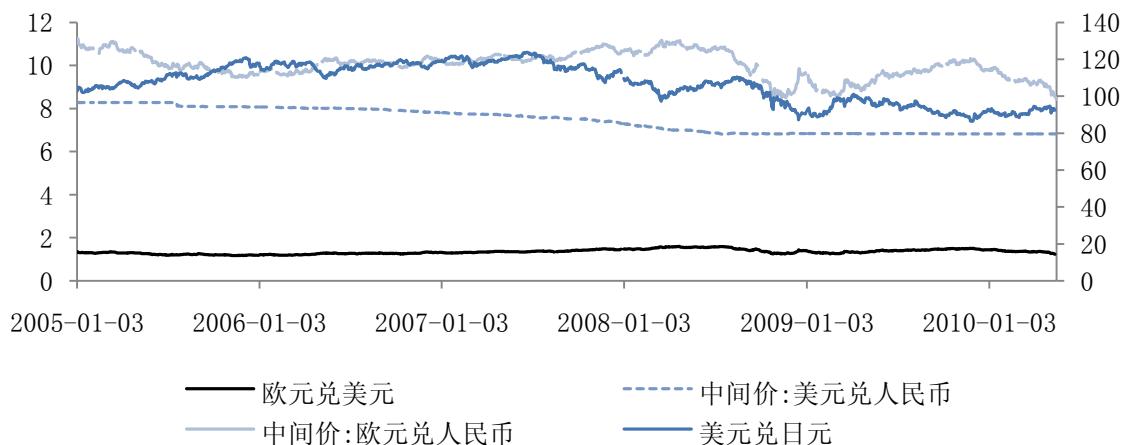
2.3.2 欧洲债务负担重灾区主权信用受到投资者广泛猜疑，造成欧元暴跌、股市下挫

图 3：欧元兑美元总体下跌



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 4：欧元兑美元、美元兑日元、美元（欧元）兑人民币中间价走势

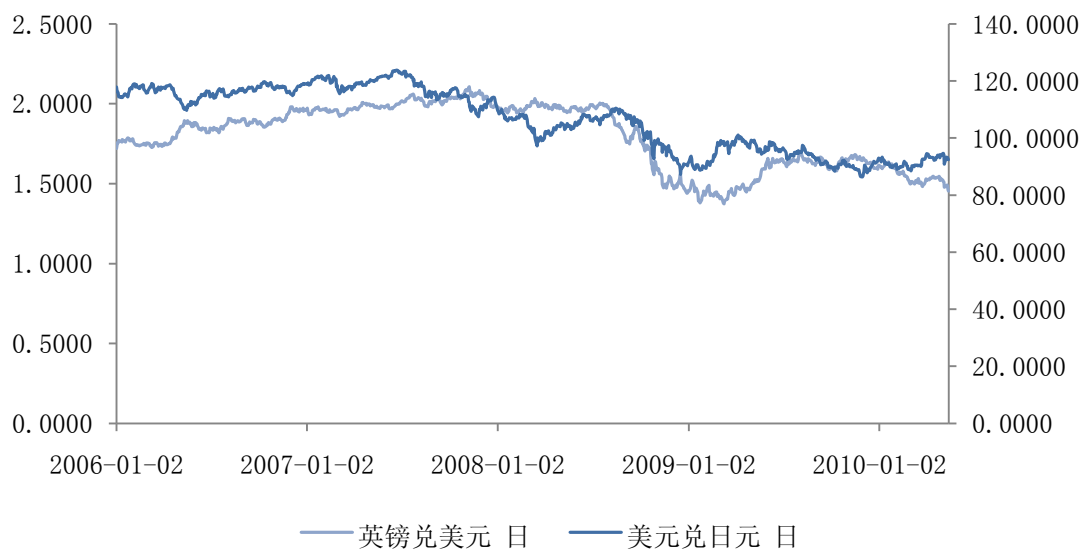


资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

¹东方财富网：希腊葡萄牙评级遭调低 欧元重挫，2010 年 4 月 28 日。

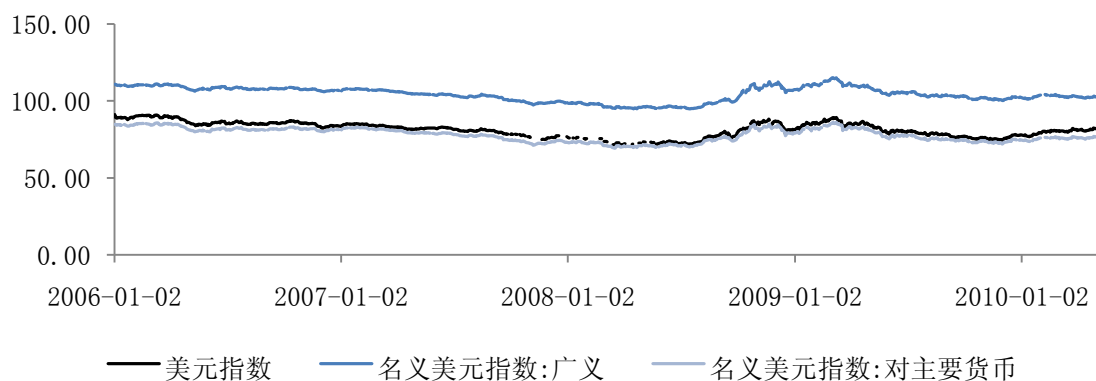


图 5：美元兑日元、英镑兑美元走势



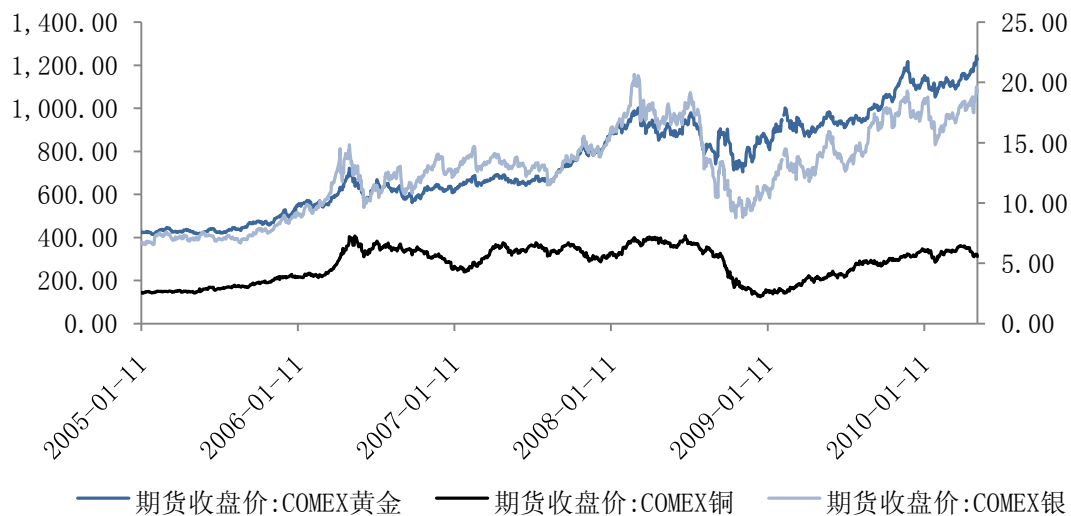
资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 6：近期美元指数大涨



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

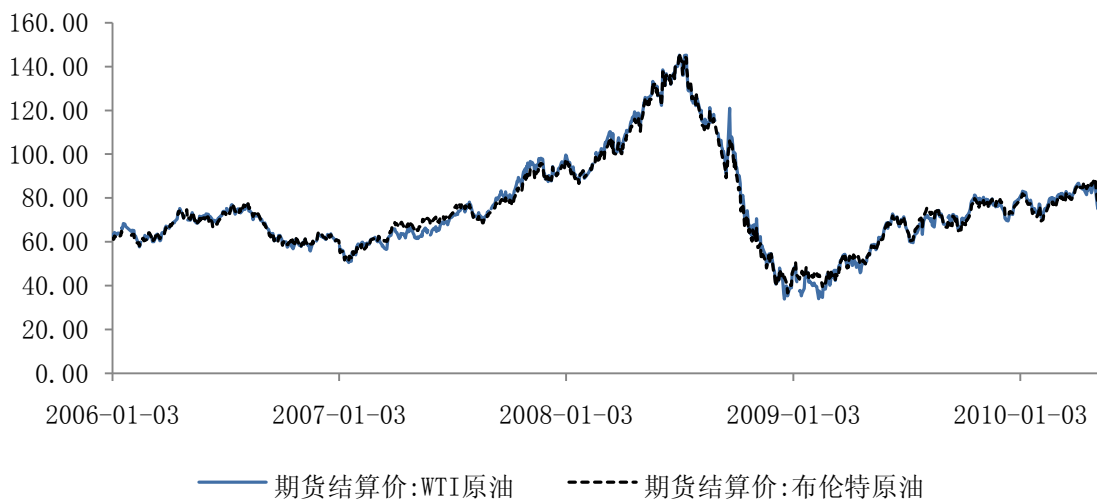
图 7：国际市场黄金等贵金属价格总体走高



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

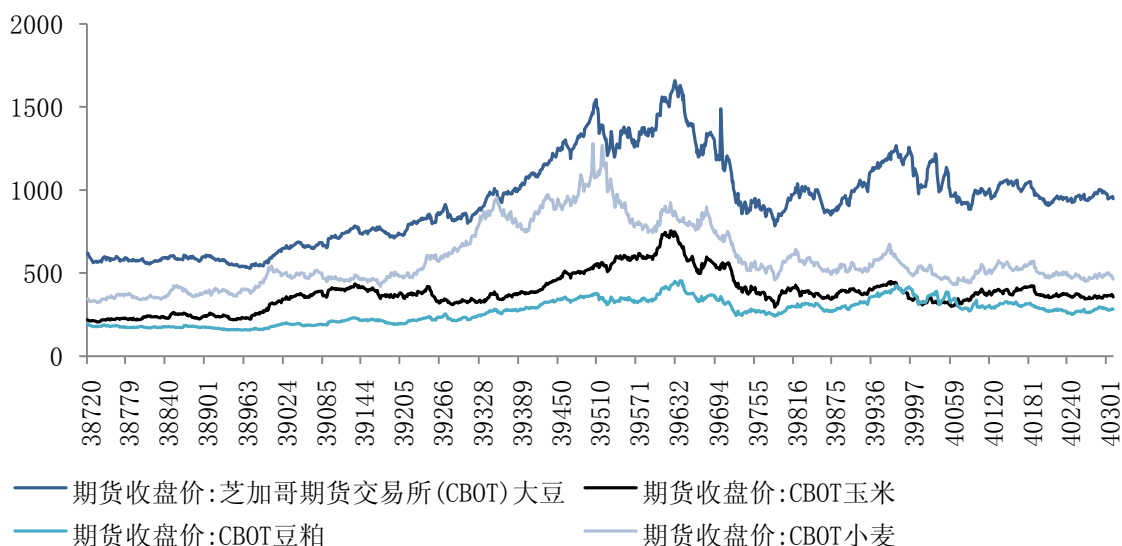


图 8：国际市场原油期货结算价



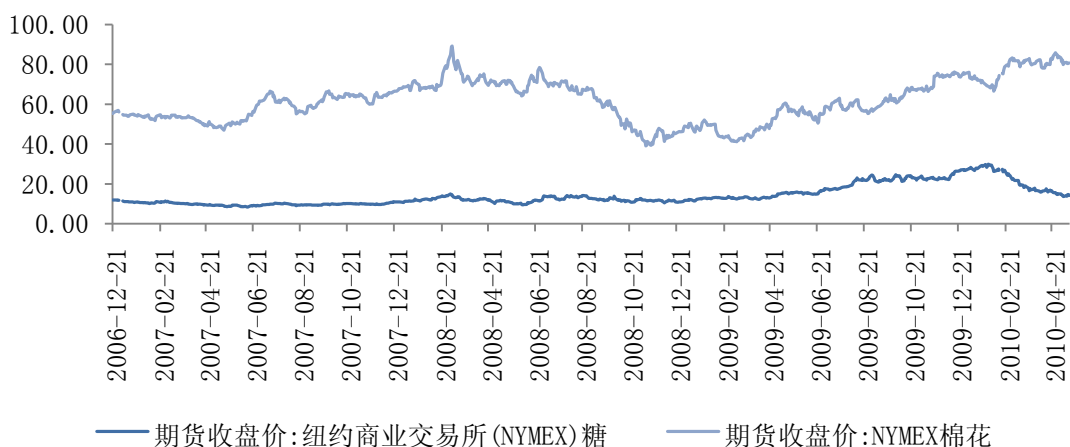
资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 9：国际市场期货收盘价：CBOT 大豆、玉米、豆粕、小麦



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

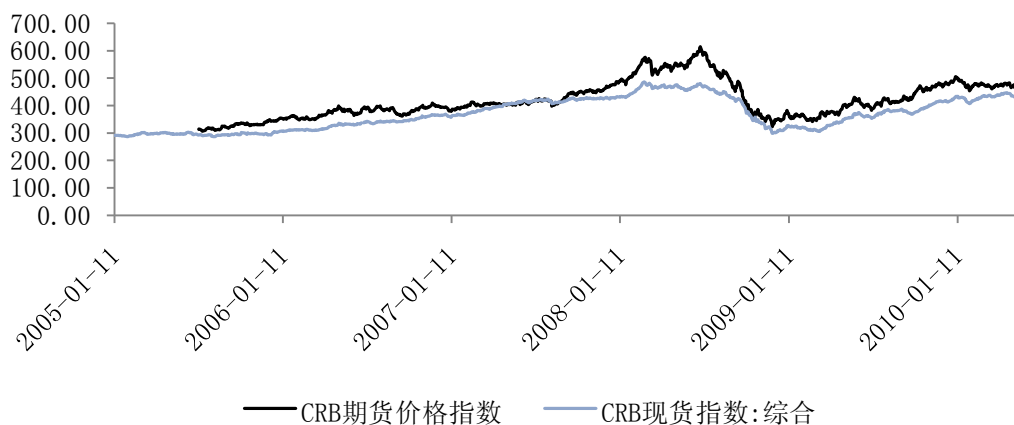
图 10：国际市场期货收盘价：NYMEX 糖、棉花



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

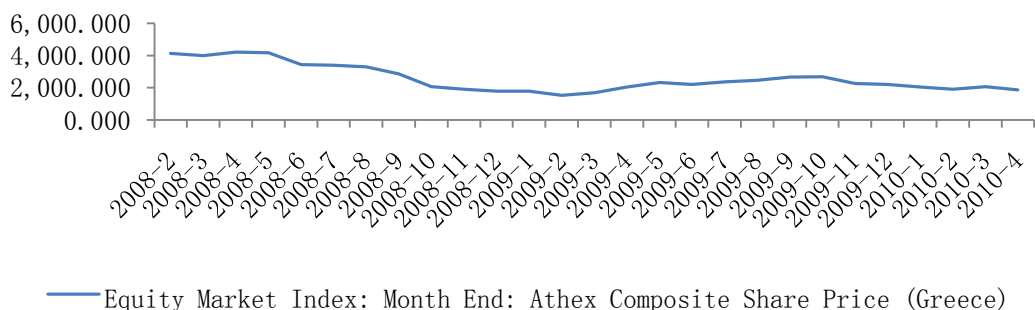


图 11: CRB 期货价格指数、现货指数



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 12: 希腊雅典证券交易所股价综合指数走势



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

由希腊主权信用评级遭调降所导致的该国主权债务危机在爆发之初，便显示出了巨大的威力：

欧美各主要市场均在 2009 年 12 月 8 日开盘后迅速下挫 1% 以上；而其引发的全球投资者避险偏好，则通过推升美元的方式，向大宗商品期货市场施加了巨大压力。

标准普尔周二(2010 年 4 月 27 日)下调希腊评级至垃圾级，因担忧该国执行解决其高债务负担所需改革的能力，标普之前还下调葡萄牙评级，称鉴于其疲弱的经济前景，担忧葡萄牙的应对高负债的能力。对援助希腊方案细节的担忧令欧元负面人气进一步加重，欧元兑其他主要货币普跌，欧元/美元跌至一年低点，录得一年内最大单日百分比跌幅。欧元/日元挫至 122.57 日元，跌幅超过 2.5%，普遍的风险厌恶情绪令日元得益；美元指数大涨 1%，报 82.319，但美元/日元跌 0.8%，报 93.20，盘中低见 92.82。

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的广泛猜疑。²

事实上，除了希腊以外，欧洲其他国家如西班牙、葡萄牙、意大利和爱尔兰，也存在着程度不同的债务问题。从 2009 年的财政赤字占 GDP 的比率来看，爱尔兰是 12.5%，西班牙为 11.2%，葡萄牙 9.3%，意大利 5.3%。但国际货币基金组织货币与资本市场部门的负责人维诺斯认为，希腊债务问题是一个“特例”，不应将其与其他欧洲国家的债务问题进行简单类比。后者不仅财政状况好于希腊，而且已普遍采取相应措施。

虽然希腊的债务危机最为严重，但意大利的债务状况也很不乐观。意大利从加入欧元区那天起，公共债务率就未能达标，入欧元区前就超过 100%，这些年来没有明显改进。之所以“不达标也能加入”，是因为从政治上考虑，意大利是欧洲大国，所以“先吸收进来，之后再慢慢让其达标”。结果，2009 年意大利的债务率高达 115.8%，正式“跻身”全球最高赤字国行列。这也反映出，欧元区在建立之初就存在体制上的缺陷。由于西班牙的经济规模较大，其占欧盟 GDP 的比例高达 16%（希腊仅占 2.5%），因此西班牙高达 11.2% 的财政赤字率就颇为引人关注。

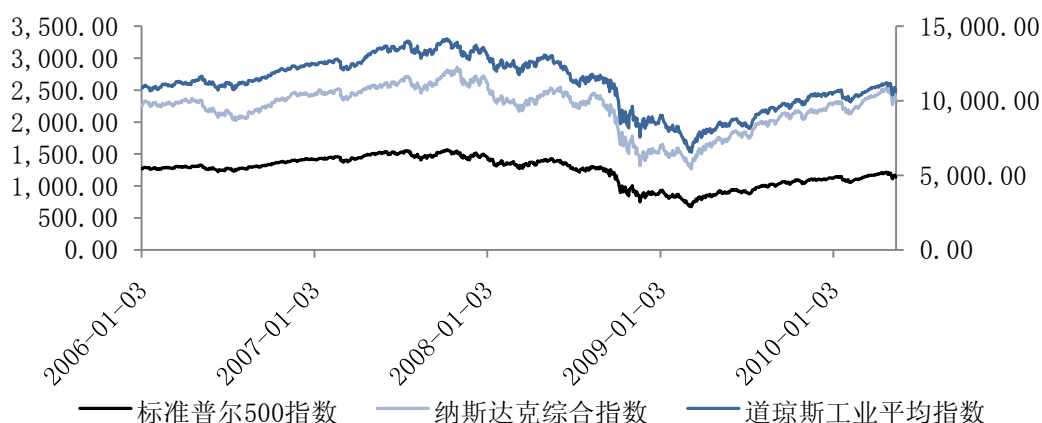
与希腊不同，爱尔兰的赤字问题是近期才出现的。爱尔兰在 2007 年前都是财政盈余，只是在 2007 年后才出现财政赤字，原因主要是国内经济严重衰退。2007 年，该国房地产泡沫破裂，房价一路下跌，导致政府财政税收急剧减少；本轮金融危机使该国受到更为严重的打击，2009 年爱尔兰的 GDP 下降了 7.1%，远远超过欧元区平均下降 4.2% 的水平。

2.3.3 希腊危机引发欧债危机愈演愈烈，将影响欧元区经济，甚至会对世界经济复苏造成冲击

²欧洲有好事之徒将葡（Portugal）、意（Italy）、希（Greece）西（Spain）四国英文首字母接成一个词，正好是“PIGS”（群猪），于是，将陷入债务危机中这四个国家称为“笨猪四国”，还有人将爱尔兰（Ireland）也加在一起，称“笨猪五国”（PIIGS）。

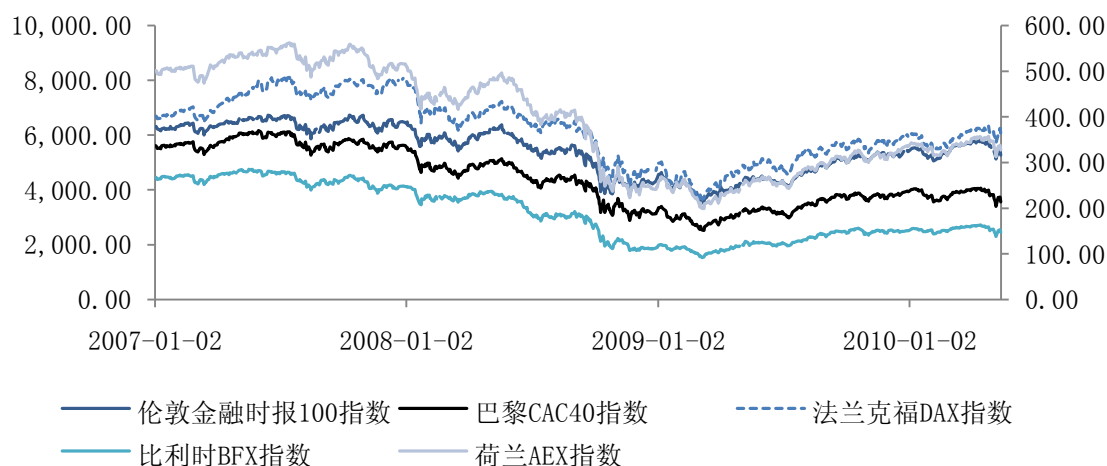


图 13: 2010 年 1 月下旬始全球主要金融市场再度出现动荡，美国主要股指走势



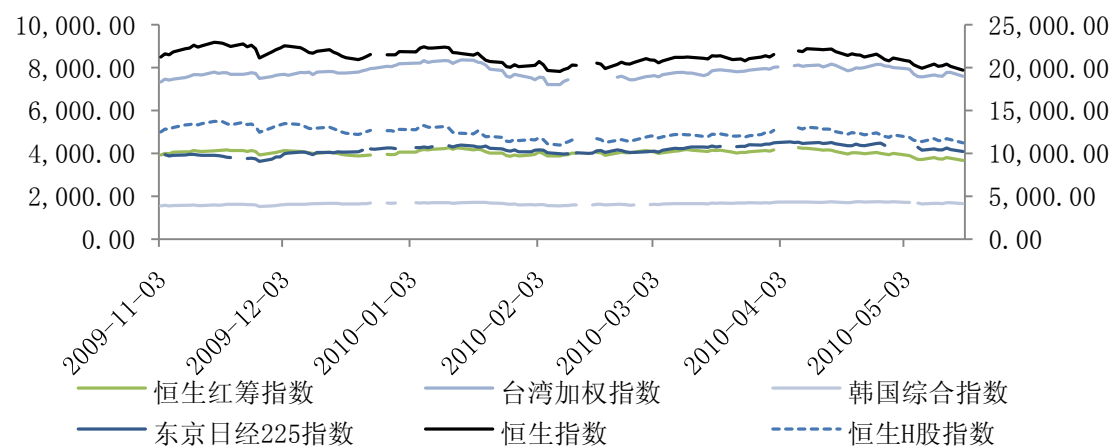
资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 14: 希腊债务危机重挫欧洲股市



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

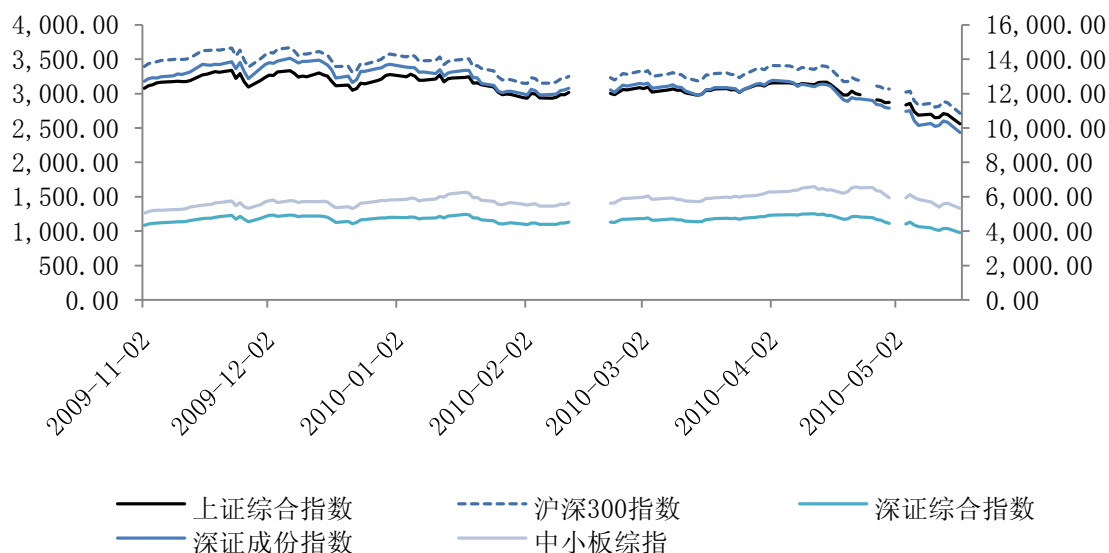
图 15: 东京日经 225、恒生、台湾、韩国指数走势



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所



图 16: 上证综指、沪深 300、深证成指、深证综指、中小板综指走势不乐观



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 17: 恒生 AH 股溢价指数持续走低



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

表 5：中国“东方财富网”调查：希腊主权债务危机有何影响？

您认为希腊主权债务危机有何影响？（共有 16107 人参加）		
选项	比例	票数
将拖累全球经济复苏	52.2%	8,412
仅拖累欧盟经济复苏	18.7%	3,006
对欧盟及全球经济影响有限	23.7%	3,823



不好说	5.4%	864
-----	------	-----

资料来源：<http://poll.eastmoney.com/Html/Result2653.html>，2010-5-14。

受希腊危机引发欧债危机愈演愈烈的影响，从 2010 年 1 月下旬开始，全球主要金融市场再度出现动荡，其中纽约股市道琼斯 30 种工业股票平均价格指数近来一度跌破万点大关。许多分析人士担心，由希腊债务危机引发的欧洲债务危机愈演愈烈，不仅将影响欧元区经济，甚至会对世界经济复苏前景造成冲击。

2.3.4 外部机构预测希腊有退出欧元区可能，但我们判断可能性比较小

2009 年 12 月 11 日，南非标准银行发布研究报告预测，希腊和爱尔兰等国的经济状况不能容忍，这或许将导致这两个国家接受外界救助，甚至可能在 2010 年底前被迫退出欧元区。该行分析师指出，爱尔兰和希腊此类国家走出危机的能力已经遭到外界的质疑。利率的下调、货币的贬值以及财政刺激政策(应该是财政紧缩政策——引者注)的实施都使得这些国家复苏受限。德国总理默克尔不久前表示，在希腊应对债务危机之际，欧洲最关注的问题是维持欧元汇率的稳定，将与那些面临极大困难的国家讨论如何保持欧元稳定；目前希腊深陷财政危机，欧盟负有对希腊的共同责任。

综合判断，我认为，因为目前欧盟、IMF 及各国中央银行正采取措施联合救助希腊，所以希腊在 2010 年底前被迫退出欧元区的可能性已比较小。

2.3.5 对中国的影响与机遇

希腊债务危机的直接原因是政府的高额财政赤字，除希腊外欧洲大部分国家都存在较高的财政赤字，因此，希腊债务危机也引爆了欧洲债务危机。此次危机是继迪拜债务危机之后全球又一大主权债务危机。甚至有传媒将全球应对欧洲债务危机的战役比喻成为美国次贷危机诱发金融危机以来的又一重要财政经济危机。我们认为，我们必须既重视、密切关注其影响与机遇，又不夸大其影响。

希腊债务危机爆发来，特别是引爆欧洲债务危机以来，我们国家有关部门一直密切关注事态的



发展。中国内地也参与了全球应对欧洲债务危机的战役。根据有关资料，到 2010 年 5 月 10 日的有关协议，中国预计大约要化 30 亿美元的资金间接参与全球应对欧洲债务危机的战役。³ 因为在全球化的时代，为了全球共同的利益，也为了自己的利益，我们应该参与全球应对欧洲债务危机的战役，及其他类似危机的应对。

因为我国巨额外汇储备中有相当大的比例购买了欧元资产。前期欧元兑其他主要货币普跌，欧元/美元跌至一年低点，对我们也有一定的不利影响。

但是，由希腊债务危机引发的欧洲债务危机对我们也有一定的机遇：我国外汇储备主要持有的是美元资产，近期美元指数大涨对我国外汇储备又比较有利。有专家建议，应该密切关注近期美元指数大涨、欧元汇率大跌的有利时机，选择合适时机，减持一部分短期升值、长期看面临贬值的美国国债等美元资产。

欧洲是我国的重要贸易伙伴，前期欧元兑其他主要货币普跌，欧元/美元跌至一年低点，而且由希腊债务危机引发的欧洲债务危机愈演愈烈，不仅将影响欧元区经济，甚至会对世界经济复苏前景造成冲击，总体上对我国对欧元区出口不利，对我国经济的稳定复苏也会造成一定的不利影响，但是目前看来这种影响还比较有限（我们正持续地关注中）。半年时间欧元对人民币汇率由“10 字头”跌进“8 字头”，“五一”后的两周内跌幅更是超过 5%，弱势欧元让欧洲贸易商叫苦不迭。但目前国内不少对欧出口企业的情况好得超出想象。不过，他们坦言，对欧出口的风险可能在下半年集中显现。欧元暴跌，欧洲客户的采购成本大幅上升，不少采购商询价都希望能下调报价。但恰好相反，不少中国企业不但没有降价，反而提价，因为种种原因，短期对欧出口反而回升。对欧出口回升可从海关数据得到验证。今年 1—4 月，我国对欧盟出口同比增长 30.4%，分别高于同期对美、日出口 10.8 和 10.9 个百分点。不过，分析人士指出，目前欧洲仍处在补

³ 据美国媒体报道，这项总金额高达 7500 亿欧元的救助计划中，多数救助资金来自欧盟，而国际货币基金组织（IMF）也提供了一部分资金。按照汇率换算，IMF 的援助将达到约 400 亿美元。IMF 钱从哪里来？主要来自于成员国按份额的出资。在目前 IMF 份额排序中，美国作为世界经济老大，份额为 17.09%，日本为 6.12%，德国为 5.98%，英国和法国均为 4.94%，中国则为 3.72%。如此换算下来，美国须为这次救助希腊出资约 68 亿美元，欧元区总体救助金额则肯定高于 800 亿欧元，远在万里之外的中国，也须付出约 15 亿美元。但实际上，美国和中国等主要经济体出资额要远大于目前的换算数据。在落实伦敦二十国集团（G20）峰会做出的向 IMF 增资 5000 亿美元的决定中，主要经济体承担了大头，其中，美国、日本和欧盟都承诺了 1000 亿美元，中国虽然只拥有 IMF 3.72% 的份额，但实际也购买了约 500 亿美元的 IMF 债券。如果以此换算，在 IMF 提供给希腊 400 亿美元援助中，至少有 30 亿美元来自中国。当然，因为这些钱已经归属 IMF 调配使用。



仓阶段，不能代表真实需求的回升。5月5日闭幕的春季广交会数据显示，欧盟采购商与去年秋交会相比下降了15.2%，这似乎预示着未来对欧出口前途未卜。出口企业担心，欧元贬值对终端市场的影响会在下半年显现出来。汇率变动是企业没办法控制的。目前订单比较多时候企业还可以选择，但如果下半年（欧洲）采购商补充库存告一段落，订单少了，一些可能就要被迫降价。重庆隆鑫工业公司通机板块欧洲市场负责人吉萍表示，欧元贬值可能将对出口产生两方面影响。一是客户的流动资金紧张，付款周期延长；二是市场购买力下降，未来两个月的订单可能出现萎缩。欧元走弱和人民币走强将对未来出口产生很大影响，但目前难以评估具体损失。因为看不清前景，不少出口企业都“走一步，看一步”。福建扬威机电设备进出口有限公司总经理郑日校对中国证券报记者表示，因为担心周期过长造成回款困难和汇率波动，他们现在不敢接长单和大单，只做一些短单和一个集装箱的小单。一些企业也已经调整了报价有效期，以往报价都是半年有效，现在因为原材料和汇率的波动很大，报价的有效期都很短，只有一个月。⁴

3. 希腊债务危机成因初步分析

我们认为，由希腊债务危机引发的欧洲债务危机愈演愈烈，其形成原因是多方面的。

3.1 直接原因是不遵守财政纪律，长期财政赤字和贸易逆差（双赤字），导致资金外流，举债度日

表面上看，希腊债务危机的直接原因是，该国不遵守欧盟、欧元区的财政纪律，长期存在财政赤字。

希腊的财政问题由来已久，目前该国财政赤字占GDP的比重已高达12%以上，远远超过欧元区设定的3%上限；希腊公共债务余额占GDP的比重则高达110%以上。就像之前迪拜出事一样，这次希腊的危机又让一些人惊呼：希腊可能成为“下一个雷曼”。尽管现在还很难对这样的预

⁴卢铮，对欧出口商的喜与忧，中国证券报（1-2版）中证网，2010-05-17 08:03。



言做出评判，但有一点却日益成为各界共识，即希腊等个案背后折射出的主权债务风险，特别是应该高度关注在这轮危机中大举借债的发达经济体(美国、日本、英国等)的主权债务风险。事实上，早在2001年希腊加入欧元区时，就请美国高盛公司利用当时欧盟财政规定上的漏洞，对本国尚未达标的财政状况进行了巧妙掩饰，虽然获得了一时之利，顺利加入了欧元区，却为日后的财政危机埋下隐患。

此外，希腊出口少进口多，在欧元区内长期存在贸易逆差，导致资金外流，从而举债度日。

3.2 根本原因是经济发展水平相对较低，核心竞争力相对不强，经济主要靠旅游服务业支撑

希腊经济发展水平在欧元区国家中相对较低，主要靠旅游服务业支撑。产业结构以服务业所占比率最高，约占60%；工业次之约占25-27%，农业产值约占国内生产总值的12%左右。旅游业发达，是获得外汇、维持国际收支平衡的重要经济部门。

2007年金融危机爆发后，世界各国出游人数大幅减少，对希腊旅游业造成很大冲击，可以认为是压垮希腊的“最后一根稻草”。

3.3 采用美国式“自由市场经济模式”，片面强调自由放任、反对国家干预，缺乏监管，也是重要原因

希腊不遵守欧盟、欧元区的财政纪律，长期存在财政赤字的财政政策和欧洲央行的货币政策之间严重的目标冲突，也是此次希腊债务危机的重要原因。希腊采用美国式的“自由市场经济模式”，这一模式片面强调自由放任、反对国家干预，缺乏监管。而希腊等南欧国家倾向于美国模式。欧元区的主导模式是德国式的“社会市场经济模式”，该模式在德国和北欧国家得到了很好的贯彻。德国模式有四个经济目标，即适度的经济增长、充分就业、价格稳定、国际收支平衡。该模式一贯认为，经济政策的首要目标是价格稳定，只有以价格稳定为前提的经济增长才有可持续性。欧洲央行遵循的正是这一模式，因此德国财政政策的首要目标和欧洲央行货币政策的目标是一致的，不存在目标冲突。



希腊在加入欧元区时财政状况就未达标，加入欧元区后又继续受美国模式的影响，以促进经济增长为首要目标，财政政策一直比较宽松。虽然希腊经济增长率在欧元区算是较高的，但这一增长不具有可持续性，而宽松的财政政策进一步加剧了债务问题。

3.4 希腊债务危机撼动全球，还与信用评级机构“畸形”话语霸权有关

标准普尔、穆迪和惠誉三大评级机构，本来只是一种私人金融中介组织，但西方国家监管部门却赋予了它们作为市场信用风险最终裁决者的崇高地位。三家机构因此具备了“一言可以灭国”、“一言可以兴邦”的超级金融话语权。金融市场对于三家信用评级机构的迷信，导致三家机构每一次下调希腊等欧元区国家主权信用评级或展望，都会在全球范围内引发波动。对此，外界普遍认为，评级机构也是引发危机的部分原因，应该削弱它们的影响力，并加强对评级机构进行监管。

4. 希腊债务危机的救助过程

2009 年 12 月 11 日，欧元区成员国财长同意拿出 300 亿欧元用于必要时救助希腊，暂时解决了希腊眼前的困难。

2010 年 4 月 23 日希腊正式向 IMF 要求援助，希腊、欧盟和 IMF 的谈判在希腊进行，希腊要求在 2010 年 5 月 19 日前获得援助。德国总理默克尔表示，当希腊满足相关条件时，德国将启动援助程序，希腊需要采取进一步的节支措施，必须证明其能够回归可持续的经济成长，德国要求希腊先拿出可持续的计划再提供援助，举止适当。

5 月 2 日，欧盟和国际货币基金组织经过反复磋商，推出一项为期三年、总额达 1100 亿欧元的救助希腊计划。但这项计划并未平息投资者对希腊可能出现“破产”的担忧，相反，市场关于希腊债务危机可能蔓延至葡萄牙和西班牙的各种传言甚嚣尘上。一时间，投资者恐慌情绪蔓延，全球主要金融市场动荡不已。

为了平息投资者担忧，增强市场信心，避免危机进一步升级和蔓延，欧盟和国际货币基金组织



于 5 月 10 日宣布设立巨型稳定基金；同时，欧元区、美国、加拿大、英国、瑞士和日本等主要西方经济体的央行也联合起来，共同应对希腊债务危机。在 10 日凌晨，欧洲央行采取一项前所未有的举措，决定从二级市场购买欧元区成员国政府债券；恢复国际金融危机期间一系列非常规“救市”举措，包括以固定利率向金融机构提供三个月期和六个月期贷款等，以缓解流动性不足。与此同时，由于希腊债务危机使投资者避险情绪增加，市场对美元资金需求显著上升。对此，美国、加拿大、英国、瑞士和日本央行当天也联合采取行动，向市场注入美元资金。

在当前希腊债务危机久拖不决的背景下，欧盟、国际货币基金组织和主要西方经济体央行采取的上述措施，主要希望从财政政策和货币政策两个方面，增强投资者信心，避免危机进一步恶化和蔓延。这些举措推出后，受到国际货币基金组织、二十国集团和国际社会的普遍欢迎，全球金融市场也作出积极回应。其中，全球主要股市在上周大幅下跌后 10 日出现反弹；当天国际外汇市场上，此前受到重创的欧元汇率也有所反弹。

5. 希腊债务危机的前景分析

表 6：历次主权债务危机历史经验总结

历次主权债务危机的演变过程表明，主权债务危机对宏观经济造成的冲击具有周期较短的特点。
IMF 用 1972 年至 2000 年数据发现，主权债务在违约后的第一年借贷成本在违约前的基础上平均上升 4%，而该额外成本到了第二年就会下降至 2.5%。
而在违约两年以后，主权债务利差基本可以回落到违约前的水平。
从经济增长速度角度出发，主权债务违约国家在债务重组过程中的 GDP 平均增长速度要比没有经历主权债务违约的国家（其他情况类似）低 1.2%，不过该现象也集中在违约后的第一年。
未能顺利重组违约债务的国家所受到的冲击要比成功重组的国家大很多。根据英国央行的研究结果，未能和债权人达成重组协议国家的 GDP 所遭受的损失要三倍于顺利重组债务的国家 - 顺利重组一般意味着债权人得到了较为满意的补偿或承诺。
主权违约国对其所在地区其他国家的牵连十分明显：上世纪 80 年代新兴市场债务危机爆发之后，整个发展中国家的信贷骤减，这其中包括并没有违约的主权经济体。而目前以希腊为首的欧洲主权债务危机也已经扩散到欧洲的其他国家，投资者对整个欧



洲经济体债务问题的担忧导致很多国家的资本市场出现大幅的震荡。

主权债务违约对所在国的企业信贷冲击非常明显：IMF 对历史主权债务违约时期的研究结果表明，私有企业的外部信贷在其所在国违约期间平均减少了近 40% 。

从政治角度出发，主权债务违约通常伴随着政党的更替。对相关的 22 例主权债务违约事件的观察发现，有 11 个国家的执政党在违约年和违约后的第一年出现了更替。

资料来源：浙商证券研究所

我们知道，任何债务，无论政府债务、私人债务，还是金融机构债务，都至少包括一个收入（筹集资金）、支出（使用资金）、管理、归还（本息等）的过程。

短期来看，欧盟、国际货币基金组织和主要西方经济体央行采取的措施，向市场发出了明确信号，即它们正在采取强有力应对措施，竭力避免更多欧元区成员国受到侵害，并尽一切可能将希腊债务危机蔓延和升级的威胁控制在萌芽状态。

但是，上述措施从短期看实际上还是使得希腊等国家可以“以新债还旧债”。从国际金融危机的经验来看，市场信心恢复将是一个长期过程，因此各方还需做好打持久战的准备。同时，对于最新“救市”举措可能给世界经济和金融稳定造成的长期的潜在影响，也须密切关注。

从根本上说，欧洲债务危机暴露出了部分欧元区成员国经济缺乏竞争力的深层次矛盾，而危机不断恶化，则显示出欧元区成员国和欧洲央行等在协调应对成员国债务危机方面仍存在欠缺。要想确保欧元区“长治久安”，欧元区国家必须“标本兼治”，既要从眼前出发，竭力避免危机进一步恶化，更要从长远出发，增强欧元区经济竞争力，建立新的危机应对机制。

从中长期来看，希腊的债务还要自己来还，需靠经济发展来缓解财政状况。具体来讲有两点最关键，第一，要通过积极有效的办法增加财政收入。应该通过刺激经济增长等方法，带来税收的增加，增加财政收入，才能有钱来还债；第二，要削减财政支出，减轻财政负担。应该调整原来过高的公务员工资和社会福利等。但是短期这又会引起工会、公务员、工人的不满情绪。如何平衡，需要采取必要的手段与艺术。可见，希腊债务危机的根本性解决还需很长时间，三



五年甚至 10 年都有可能。

从长期来看，欧洲国家要想解决债务问题，还是要找到新的经济增长点，提高国家、产业的核心竞争力。除了财政救援这一短期救急方法外，欧盟应督促各成员国进行经济改革，改正自由市场经济模式的缺陷，向社会市场经济模式靠拢，才能从根本上解决问题。社会市场经济模式的经济政策的首要目标是价格稳定，只有以价格稳定为前提的经济增长才有可持续性。欧洲央行遵循的正是这一模式，因此其财政政策的首要目标和欧洲央行货币政策的目标是一致的，不存在目标冲突。



浙商证券

浙商证券研究服务团队

研究服务	研究服务	研究服务	研究服务
毛亚莉	魏志羽	徐路鹏	张燕华
+86 21 6431 8893	+86 21 6471 8888-1106	+86 21 6471 8888-1700	+86 21 6471 8888-1287
maoyali@stocke.com.cn	weizhiyu@stocke.com.cn	xulupeng@stocke.com.cn	zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交



易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>