

湘财证券研究所

宏观策略部

李莹

Tel: 021-68634518-8273

E-mail: ly2573@xcsc.com

主要观点

- “欧猪”债务问题是近期海外市场情绪剧烈波动的主要原因。从更深层次的角度讲，“欧猪”的债务问题对区域甚至全球范围的经济增长都有不小的冲击，本文主要从债务危机本身和解决方式两方面探讨对全球经济以及 A 股的主要影响。
- 目前欧洲采取了收购国债的量化宽松货币和紧缩希腊、西班牙等国财政的宏观经济政策组合。短期来看，这是个治标不治本的方案：直接效应是缓解债务压力，间接效应是利率下降、欧元贬值、产出下降。
- 我们把“欧猪”债务危机对经济的影响分为两个部分：一是对欧盟内部的影响；二是对全球经济体的影响。具体来讲，对欧盟的影响集中于欧元和债权人，对其他经济体主要影响银行系统、大宗商品和出口。
- 近期 A 股市场走出独立走势，美股逐渐脱离 A 股走势。从政策紧缩放缓的角度来说，欧洲债务危机对 A 股有正面影响；从经济增长角度，间接降低了进口增速和出口数量。

年内沪深 300 与恒生指数走势



年内沪深 300 与道琼斯指数走势



目录

一、	去杠杆化的“欧猪”多米诺骨牌	5
1.1、	“欧猪”债务危机演变过程	5
1.2、	“欧猪”债务危机的多米诺骨牌效应	5
二、	“欧猪”债务危机的解决方案	6
2.1、	EU 及 IMF 的救援计划	6
2.2、	欧洲债务危机的解决途径	6
三、	“欧猪”债务危机对经济的影响	6
3.1、	欧元实力降低	6
3.2、	银行间市场流动性趋紧	6
3.3、	欧洲银行风险上升	7
3.4、	经济增长预测下调	7
3.5、	美元指数上升及大宗商品回落	7
四、	欧洲债务问题对 A 股的影响	7
4.1、	政策紧缩放缓	7
4.2、	减轻输入型通胀压力	8
4.3、	减少贸易额	8
	相关图表	9

图表目录

图表 1: 欧元区成员国债/GDP 比重普遍超过《稳定与增长公约》规定的 60%上限 .	10
图表 2: 欧元区成员赤字/GDP 比重普遍超过《稳定与增长公约》规定的 3%上限 ...	10
图表 3: 反映投资者风险偏好的 VIX 指数.....	11
图表 4: 年内欧元兑美元汇率.....	11
图表 5: 年内美元兑日元汇率.....	12
图表 6: GS CDS USD SR 5Y CORP.....	12
图表 7: 欧猪五国 CDS 快速上升	13
图表 8: PIIGS 财政赤字占 GDP 比重	13
图表 9: 欧元区基准利率.....	14
图表 10: 欧元区 CPI 与利率.....	14
图表 11: PIIGS 债务占 GDP 比重	15
图表 12: PIIGS 的 CPI	15
图表 13: PIIGS 失业率	16
图表 14: PIIGS 出口	16
图表 15: PIIGS 进口	17
图表 16: PIIGS 贸易余额	17
图表 17: 欧元区 GDP 季度环比和同比增速	18
图表 18: 欧元区失业率.....	18
图表 19: 中欧贸易顺差与进出口同比增速	19
图表 20: 欧元区 CPI	19
图表 21: 美元指数与联邦基金利率.....	20
图表 22: NYMEX 轻质原油期货价格	21
图表 23: CRB 综合期货指数	21

表格目录

表格 1: 主权债务危机发展阶段.....	9
表格 2: PIIGS 财政赤字与债务占 GDP 比重.....	13
表格 3: PIIGS 债务	20
表格 4: PIIGS 及主要经济体经济规模.....	20

一、去杠杆化的“欧猪”多米诺骨牌

“欧猪”债务问题是近期海外市场情绪剧烈波动的主要原因。从更深层次的角度讲，“欧猪”的债务问题对区域甚至全球范围的经济增长都有不小的冲击。

1.1、“欧猪”债务危机演变过程

截止 5 月份，以希腊为代表的主权债务危机事件成为整个欧洲政策和经济焦点，已经演变成成为欧洲的第二次“去杠杆化”过程。“欧猪”债务危机的发展可以分为 3 个阶段：一是 2009 年 11 月到 12 月，由于迪拜债务事件使得全球市场开始关注欧洲国家的债务问题，债务状况逐渐成为市场的焦点，评级机构下调希腊主权债务评级引发市场避险情绪上升；二是 2010 年 1 月到 3 月，希腊提交债务数据以及债务改革方案，市场的关注点逐渐由债务状况转移到欧洲政策的变化；三是 2010 年 4 月到 5 月，评级机构大幅下调评级加速了市场恐慌情绪上升，引发市场对于欧洲债务向东欧、全球蔓延的恐慌，美元指数、欧元汇率、VIX 指数和避险工具的数据均一致指向对债务违约的担忧在进一步加深。市场关注焦点扩大或者深化为欧洲政策和经济增长，部分区域内相关国家出现下调经济增幅的显现，显示债务问题带来的财政影响已对经济增长的速度形成冲击。尤其是欧元区存在合理性以及希腊等 PIIGS 国家的政府收入增长模式的问题。欧洲金融市场和全球范围内的流动性市场已经开始感受到债务恐慌带来的冲击。亚太市场的 LIBOR 利率、欧洲各大银行出现潜在损失不断扩大后的流动性收缩倾向。具体事件发展阶段见表格 1。

1.2、“欧猪”债务危机的多米诺骨牌效应

由于欧元区或欧盟解决欧洲债务危机的实际能力有限，解除危机所需满足的主要条件均面临上升风险：希腊政治和社会风险仍在上升，国债必须有新投资者的来源。评级机构再次下调 PIGS 国家的债务评级的可能性正在增加。昨天穆迪刚把葡萄牙放入评级可能从 Aa2 下调的观察列。目前其他 PIGS 国家的国债利率和 CDS 目前虽还远离希腊的风险溢价，但评级若继续下调可能导致市场融资困境的恶性循环。

从目前对外部的效应来讲，“欧猪”债务危机的多米诺骨牌效应基于自由市场和全球化的货币与价格机制，未来主要表现可能为三个路径：一是由于目前希腊等国家的政府收入增长模式不再支撑独立的货币政策，内部矛盾无法解决，造成欧元区面临解体或者部分国家退出欧元区的风险；二是西班牙、葡萄牙的国内部门处于资产负债状况修复过程中，内需大幅下降，净出口需要快速上升才能抵消内需的下滑并带动产出缺口开始缩小。还有可能影响拉丁美洲的出口，进而对美国经济产生负面影响；三是避险情绪爆发引发美元指数持续上涨，大宗商品价格下降，将对澳洲和亚洲的原材料价格以及贸易造成较大影响。

二、“欧猪”债务危机的解决方案

目前欧洲采取了收购国债的量化宽松货币和紧缩希腊、西班牙等国财政的宏观经济政策组合。短期来看，这是个治标不治本的方案：直接效应是缓解债务压力，间接效应是利率下降、欧元贬值、产出下降。

2.1、EU 及 IMF 的救援计划

EU 及 IMF7500 亿欧元的救援计划以经济增长作为代价，依赖于难以持续的财政紧缩组合，包括冻结工资增长，取消奖金，以及减少国有企业的雇员。在 2010-2014 年间消减财政赤字 11%GDP 至 3%的财政计划方案下，希腊经济将面临中长期衰退风险，在此期间希腊 GDP 将下降 7%。EU 及 IMF 所预测的希腊国债总量在 2014 年将达 GDP 占比的近 150%，比现在的债务负担有增无减；而且一旦外援停止，希腊将立刻面临融资压力及违约风险。此救援计划给予希腊的借贷年利率为 5%，以此利息计算，希腊每年的还息支出仍将高达 GDP 的 7%左右，这将严重影响拖累其国家的财政稳定。

2.2、欧洲债务危机的解决途径

欧盟的成立给区域内国家带来了巨大的政治和经济利益，而区域内国家经济不平衡和制度二元化等长期问题则是欧盟稳定和欧元存在的软肋。现有的 EU 及 IMF7500 亿欧元的救援计划无法解决欧元区的根本问题。虽然欧元区解体能够彻底解决区域内经济发展不平衡的局面，但弊大于利，所以发生的可能性小。

市场恐慌和经济增长将助推欧盟出台系统性解决债务问题的方案，大致可以采取以下三种途径解决：一是统一财政政策，推动制度性政策出台；二是增加 IMF 贷款的规模；三是发行债券结构化产品，杠杆化债务。从目前市场的情绪表现看，债务问题必须得到系统性的解决方案，加剧恶化的趋势才能得以缓解。

三、“欧猪”债务危机对经济的影响

我们把“欧猪”债务危机对经济的影响分为两个部分：一是对欧盟内部的影响；二是对全球经济体的影响。具体来讲，对欧盟的影响集中于欧元和债权人，对其他经济体主要影响银行系统、大宗商品和出口。

3.1、欧元实力降低

欧洲债务危机经过前述几个阶段，已发展成为欧元区体系的问题。欧盟最有可能在欧元现有体系内进行改革：一是提高债务 GDP 比重；二是增加贷款规模；三是债务杠杆化。这将使欧元作为世界性货币与美元抗衡的实力大大降低。

3.2、银行间市场流动性趋紧

欧洲主权债务问题并没有因为对希腊的救助措施出台而出现缓解，相反市场流动性指标持续攀升，反映市场对欧洲主权债务危机升级风险的担忧。流动性利差的

扩大和风险指标的大幅上涨走势表明了市场的流动性略有收紧之势，并且对实体经济的担忧更甚。

3.3、欧洲银行风险上升

“欧猪五国”的大量主权债券由德法等欧洲大国的银行持有。首先，信用评级的下调乃至违约可能会对欧洲大型银行的资产负债表产生影响。如果出现减值准备引起的资本充足率下降，银行可能被迫削减信贷。这正是“次贷”危机中危机从金融体系向实体经济传导的途径。其次，主权债务压力还反映在国债价格下降，对拥有大量希腊国债的欧元区银行（近 2000 亿欧元）将形成中长期的资产压力；在负债层面，融资成本亦将同时上扬。最后，投资者对希腊市场信心下降，已引发银行储蓄外流。ECB 刚宣布希腊国债可以继续作为抵押资产以换取流动性（并不受评级限制），有效帮助降低银行系统的风险。

3.4、经济增长预测下调

欧洲债务问题继续恶化，对区域经济增长造成冲击。由于处在单一货币的欧元区中，成员国难以独自运用货币政策调控经济，债务危机的扩散使得高债务国必须采用财政紧缩的来换取资本市场的信心，而其副作用是阻碍经济复苏和失业率的改善。5 月份欧盟对欧元区经济增长的预测为 0.9%。近期部分欧洲国家官方下调年初时对 2010 和 2011 年的增长预测幅度。其中，挪威下调 2010 年实际增速 14%，直接原因是北欧国家对区域内出口依赖程度高，能源及航运是其增长的关键动力，而债务问题引起的欧洲其他国家需求下降成为影响出口国增长的原因。而此前债务国，希腊、西班牙等 2010 年经济增长预测已经为负增长。

3.5、美元指数上升及大宗商品回落

由于欧元竞争力持续下降，日元也有潜在的债务危机风险，下一阶段美元仍有持续上升的动力。由于美元是目前主要商品的定价货币，其币值变动对商品和资产价格的变动产生较大的影响。美元升值，以及市场担心全球经济复苏进程，加上中国和其他新兴市场政策紧缩已经启动，使大宗商品价格近期可能继续面临回调；但实际需求的复苏将支持大宗商品价格在 2010 年下半年继续温和性上扬。

四、欧洲债务问题对 A 股的影响

近期 A 股市场走出独立走势，美股逐渐脱离 A 股走势。从政策紧缩放缓的角度来说，欧洲债务危机对 A 股有正面影响；从经济增长角度，间接降低了通胀预期、进口增速和出口数量，从而降低人民币升值和紧缩政策出台的概率。

4.1、政策紧缩放缓

决策者对于外部需求的担心会延缓紧缩措施的出台。欧元区增长带来的负面影响和人民币相对于欧元升值对于出口的影响对于经济降温是有所帮助的，但不足够。国内紧缩是必须的。

4.2、减轻输入型通胀压力

减轻输入型通胀压力，管理通胀预期难度降低。自4月15日新地产“国十条”出台以来，接连不断的超预期的房地产调控政策让A股投资者应接不暇，还有紧缩的货币政策一起打压市场的情绪，再加上外围市场主权债务危机有升级趋势，从4月15日至今，上证指数已经下跌了15%。综合来看，希腊债务危机对A股市场的影响主要是因为海外市场的波动和调整会直接影响到A股市场投资者的情绪，从而使整个市场都受到影响；另外，由于海外经济动荡也减小了大宗商品继续大幅上冲的动力，一定程度上减缓中国在中期内的通胀压力；希腊债务危机可能的蔓延也会使中国经济增长的不确定性增加，这将降低政府采取进一步紧缩政策的可能性。

4.3、减少贸易额

在金融系统不稳的情况下，欧央行也只能将低利率进行到底，再加上经济增长的阴影和市场避险情绪的上升，将在很长的一段时间内继续打压欧元。外围环境的恶化使得人民币近期对美元升值的概率在降低。实际上，人民币NDF显示未来一年人民币预期的升值幅度已经大幅收窄。

债务危机如果继续蔓延，则会增加未来出口走势的不确定性。与1997年亚洲金融危机相比，欧洲主权债务危机给中国带来的影响并不是那么直接，但目前希腊债务危机如果在欧洲蔓延还是会影响到中国的外需。从1995年至今，中国对欧盟的出口占总出口的比例呈扩大的趋势，2010年一季度这一比例为20.7%，甚至高过美国。行业方面，机电产品、纺织服装、车辆等器材是出口欧洲占比比较大的类别。我们相信，如果希腊债务危机问题不得到及时的遏制而在欧洲出现蔓延，必将影响欧洲乃至全球的复苏，从而对中国下半年的出口造成负面影响，对此需要持续关注。

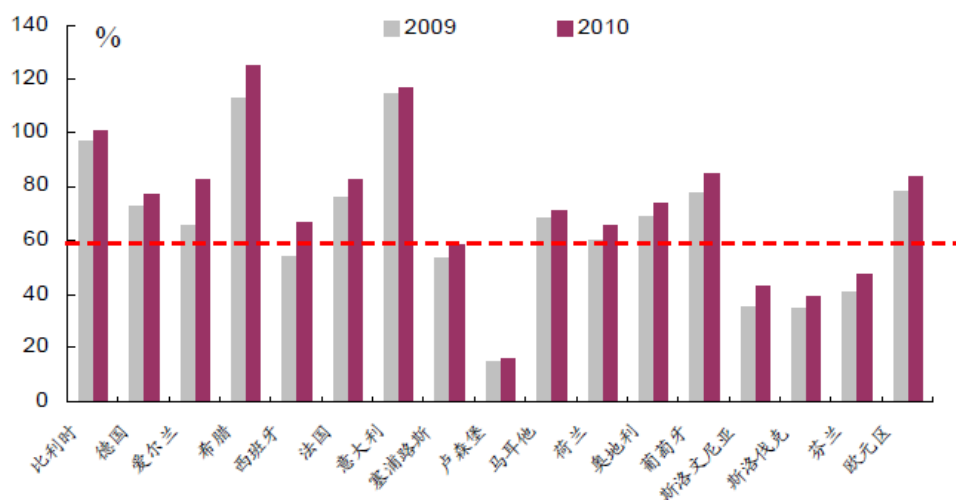
相关图表

表格 1: 主权债务危机发展阶段

时间	事件
8/12/2009	惠誉将希腊信贷评级由 A- 下调至 BBB+, 前景展望为负面。
16/12/2009	标准普尔将希腊的长期主权信用评级由 “A-” 下调为 “BBB+”。
22/12/2009	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。
24/2/2010	标准普尔警告可能在一个月内在将其评级调降至垃圾级。3/3/2010 希腊总理帕潘德里欧宣布了新的财政赤字缩减计划, 削减约 48 亿欧元(约 65 亿美元)的财政支出。
16/3/2010	欧盟表示将协助希腊缩减赤字占比从 12.7% 下调至 8.7%, 标普维持希腊投资评级 BBB+ 不变。
24/3/2010	惠誉调低葡萄牙的信贷评级至 AA-, 评级展望仍然为 “负面”。
9/4/2010	惠誉调低希腊评级从 “BB+” 降至 “BBB-”, 展望为负面, 略微高于垃圾级
12/4/2010	欧元区达成协议, 希腊援助计划总计 610 亿美元。希腊将发行 300 亿欧元 3 年期国债, 兹息率低至 5 厘。
22/4/2010	希腊被穆迪调低评级, 从 “A2” 调低至 “A3”。IMF、欧盟、希腊三方对方进展缓慢。
23/4/2010	希腊正式要求欧洲联盟和国际货币基金组织激活援助计划。
27/4/2010	标普把希腊的信贷评级调低三个等级, 从 BBB+ 调低到 BB+, 是垃圾级别中最高等级, 评级展望为负面, 主要焦点仍然是希腊减债的能力。希腊 2 年期国债兹息率急升上升 19%, ASE 指数下挫 6%。同时, 标普下调葡萄牙主权评级, 长期评级由 A+ 下调至 A-, 短期评级由 A-1 下调至 A-2, 评级展望为负面。葡萄牙 PSI-20 指数下挫 5.4%。IMF 提出希望提高希腊援助金至 1000 亿欧元。
28/4/2010	标普下调西班牙主权信贷评级一个等级从 “AA+” 降至 “AA” 级, 其认为西班牙经济的增长脱离信贷推动模式, 将导致经济差过预期。希腊 5 年期 CDS 息差升值 824 点。
29/4/2010	欧盟把对希腊的援助金额提高到了 1590 亿美元, 并对此计划展开讨论。
3/5/2010	希腊推出削减赤字计划, 增值税费将被从 19% 提高至 23%, 汽油、烟草、酒精饮品的特种消费税提高至 30%, 国内平均退休年龄从 61 岁提高至 65 岁, 退休金将被削减 10%, 政府公共部门支出将被平均削减 20%。
5/5/2010	希腊全国罢工演变成街头动乱, 造成 3 人死亡。穆迪表示可能会调低葡萄牙信贷评级, 目前葡萄牙信贷评级为 Aa2。
6/5/2010	央行会议结束, 将提供希腊 1100 亿欧元贷款。
10/5/2010	欧盟和 IMF 推出 7500 亿欧元援助方案, IMF 提供 2500 亿欧元, 欧盟委员会提供 600 亿欧元, 成员国提供 4400 亿欧元。
12/5/2010	西班牙宣布削减赤字计划, 预计缩减赤字/GDP 从 11.2% 下降至 4.6%。预期 2 年削减赤字 60.45 亿欧元。其中, 2010 年西班牙政府将通过削减地区政府开支 12 亿欧元, 削减公务员岗位 1.3 万个, 工资平均下调 5%。2012 年, 将冻结公务员薪资, 并取消对每户 2500 欧元的生育津贴。葡萄牙发售 10 亿欧元 10 年期国债。
13/5/2010	葡萄牙推出紧缩政策, 政府承诺将在 2013 年将赤字占 GDP 的比重从目前的 9.3% 降至 2.8%。
17/5/2010	欧洲央行表示上周三至周五已经购买 165 亿欧元国债, 周二将采取竞标方式, 吸纳 1 星期短期存款, 最高浮动利率为 1%。
19/5/2010	希腊用首笔救助金偿还 85 亿欧元 10 年期到期国债。据希腊财政部最新统计, 到今年年底, 希腊国家债务将达到 2950 亿欧元。

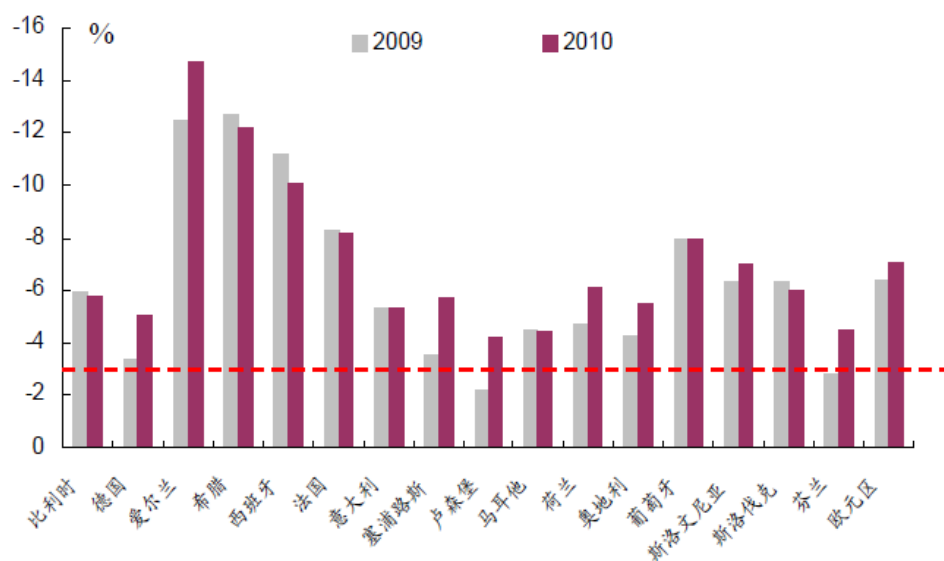
资料来源: 湘财证券研究所

图表 1：欧元区成员国债/GDP 比重已普遍超过《稳定与增长公约》规定的 60% 上限



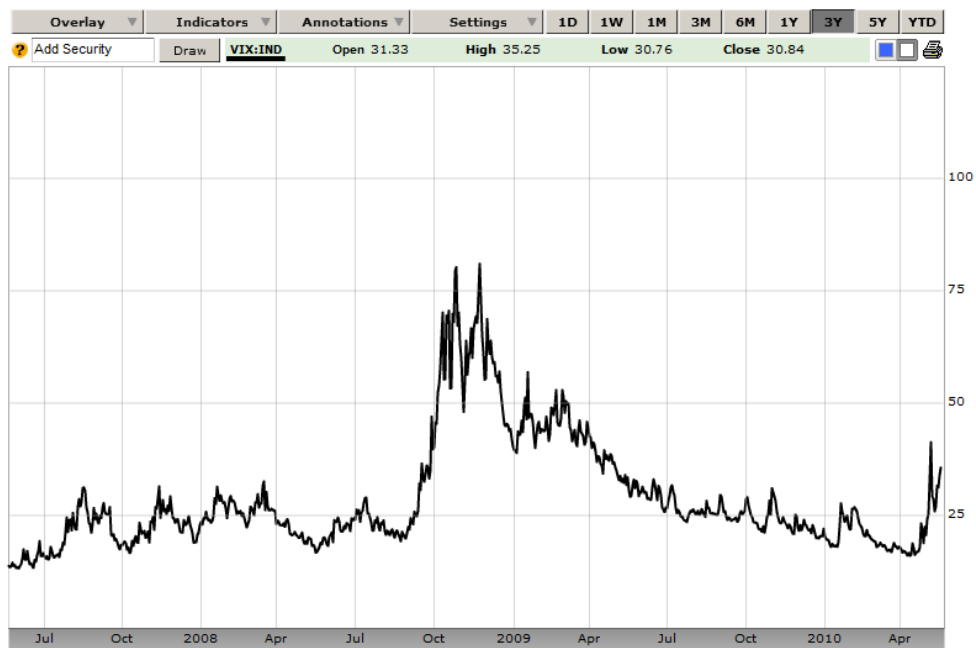
数据来源：CEIC

图表 2：欧元区成员赤字/GDP 比重已普遍超过《稳定与增长公约》规定的 3% 上限



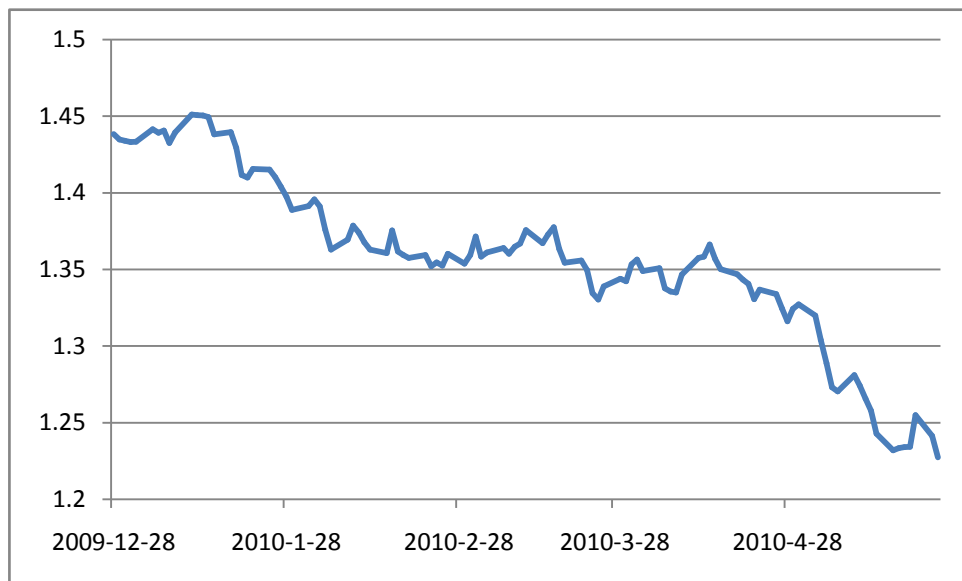
数据来源：CEIC

图表 3：反映投资者风险偏好的 VIX 指数



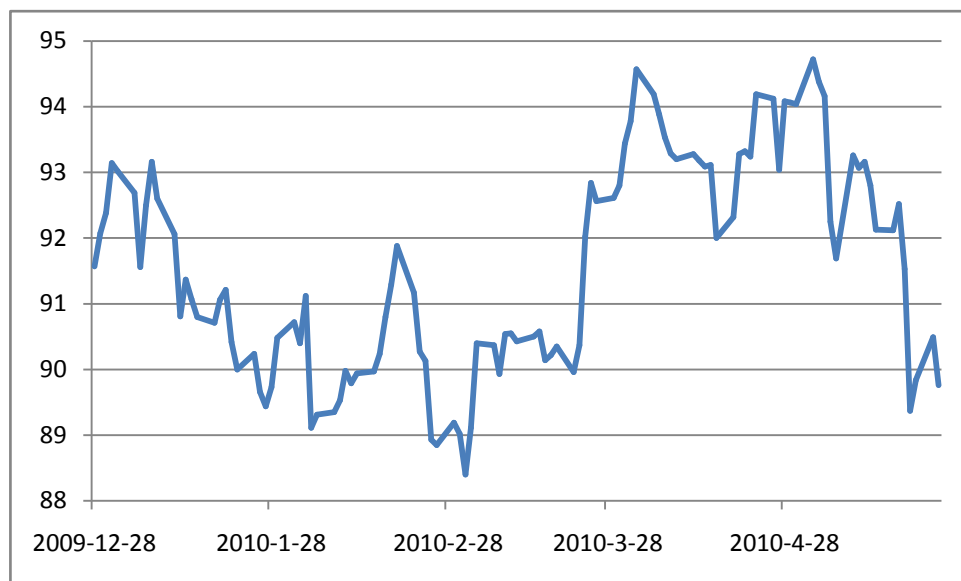
数据来源：Smartchart

图表 4：年内欧元兑美元汇率



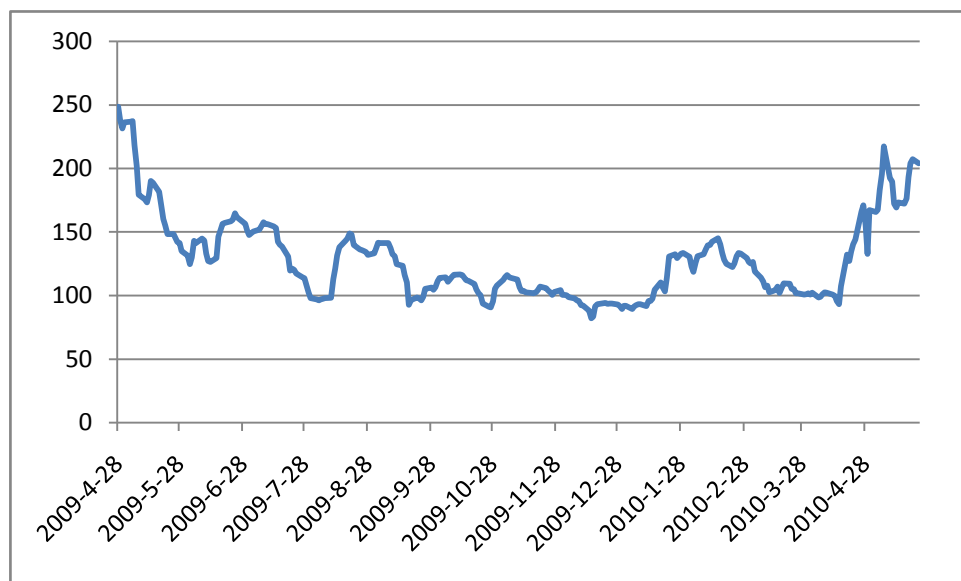
数据来源：Bloomberg

图表 5：年内美元兑日元汇率



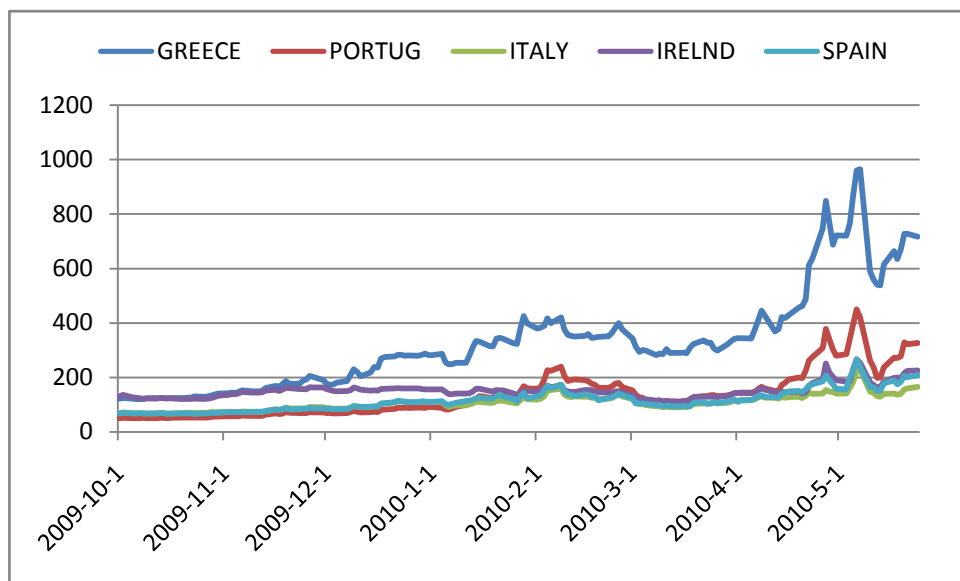
数据来源：Bloomberg

图表 6：GS CDS USD SR 5Y Corp



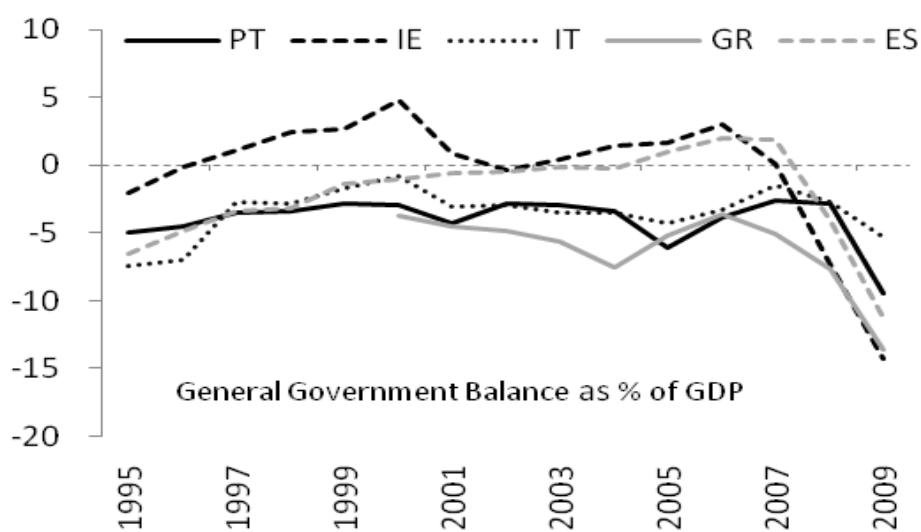
数据来源：Bloomberg

图表 7：欧猪五国 CDS 快速上升



数据来源：Bloomberg

图表 8：PIIGS 财政赤字占 GDP 比重



数据来源：CEIC

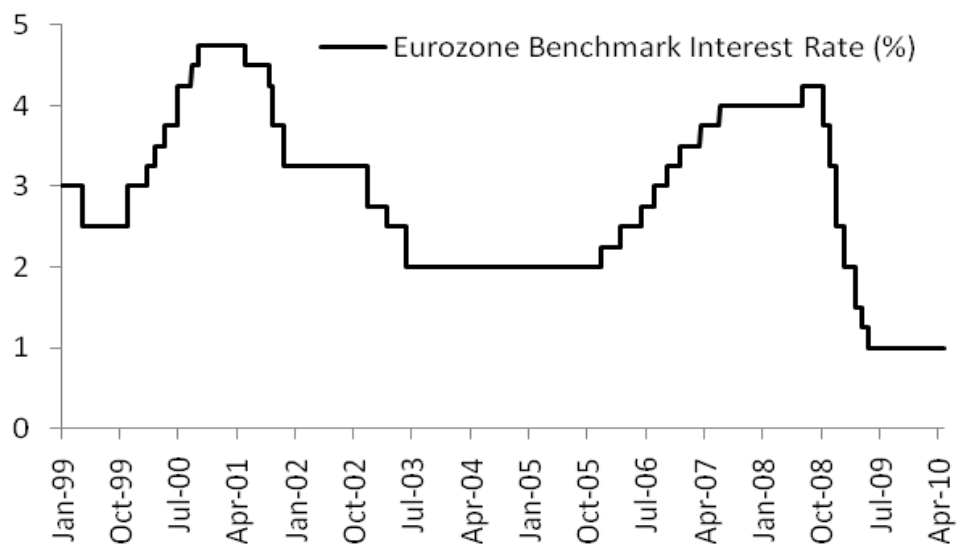
表格 2：PIIGS 财政赤字与债务占 GDP 比重

2009	财政赤字占 GDP 比例	债务占 GDP 比例
意大利	5.3	115.8
希腊	13.6	115.1
葡萄牙	9.4	76.8

爱尔兰	14.3	64
西班牙	11.2	53.2

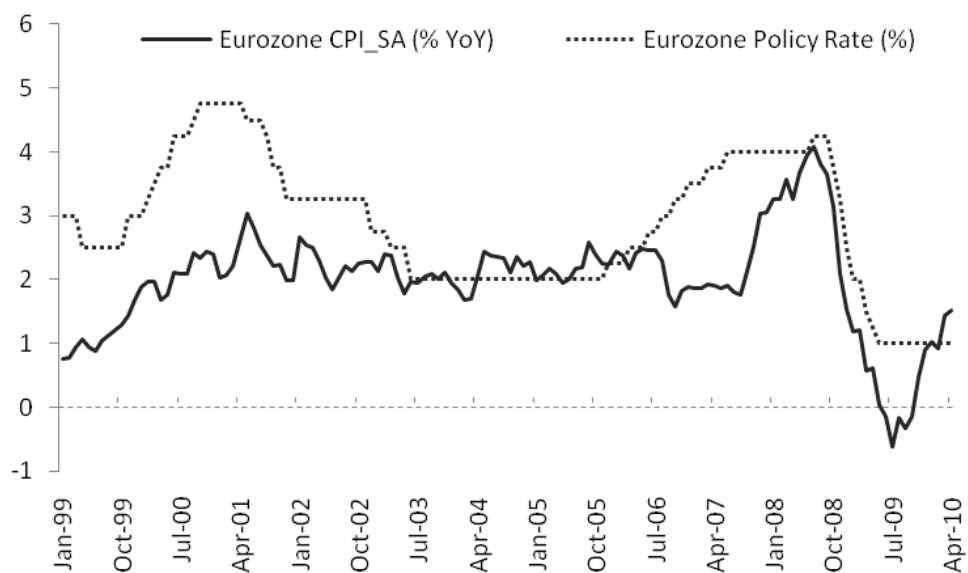
数据来源：CEIC

图表 9：欧元区基准利率



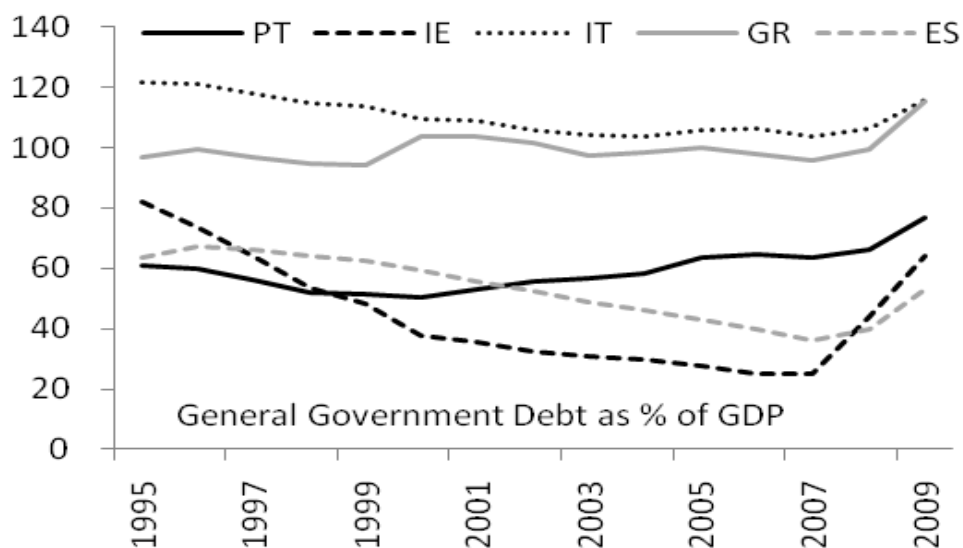
数据来源：CEIC

图表 10：欧元区 CPI 与利率



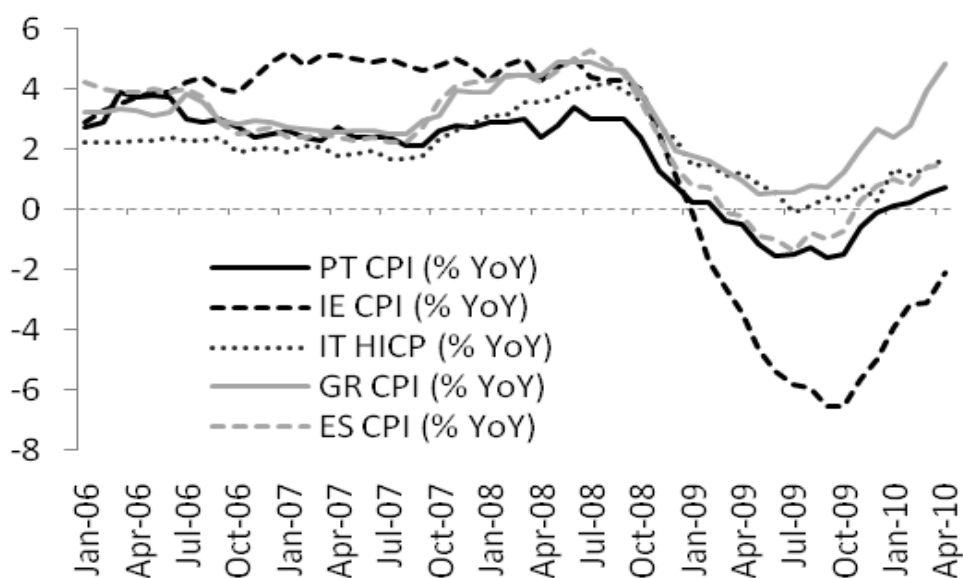
数据来源：CEIC

图表 11: PIIGS 债务占 GDP 比重



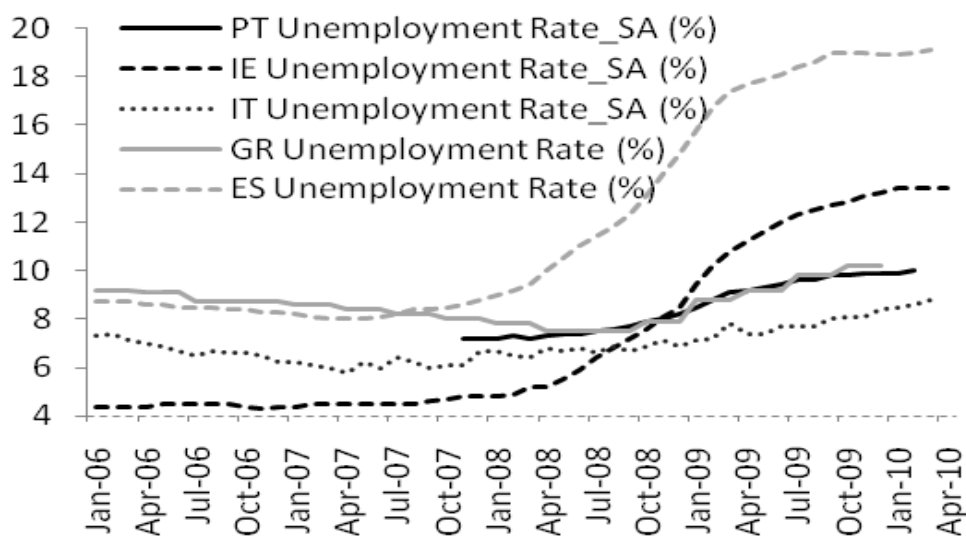
数据来源: CEIC

图表 12: PIIGS 的 CPI



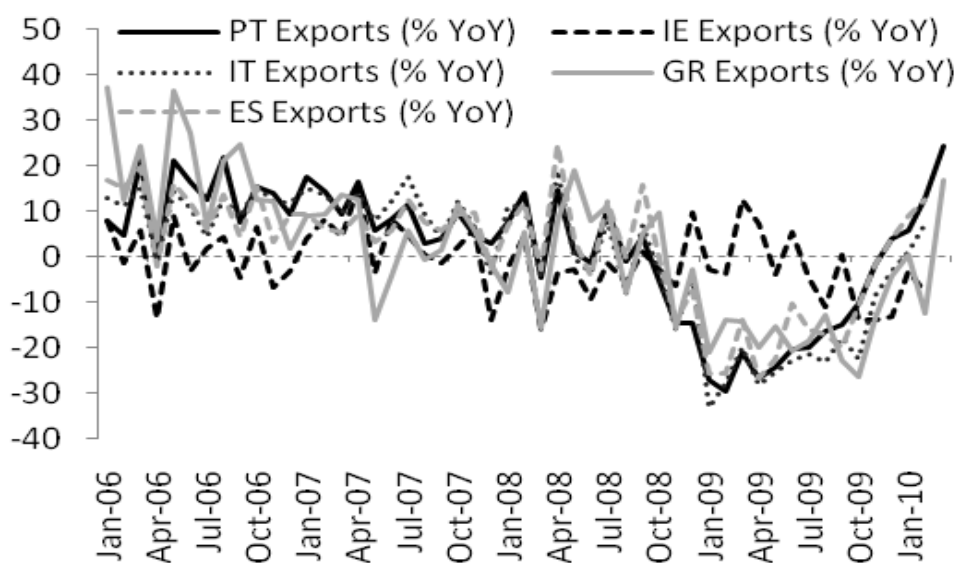
数据来源: CEIC

图表 13: PIIGS 失业率



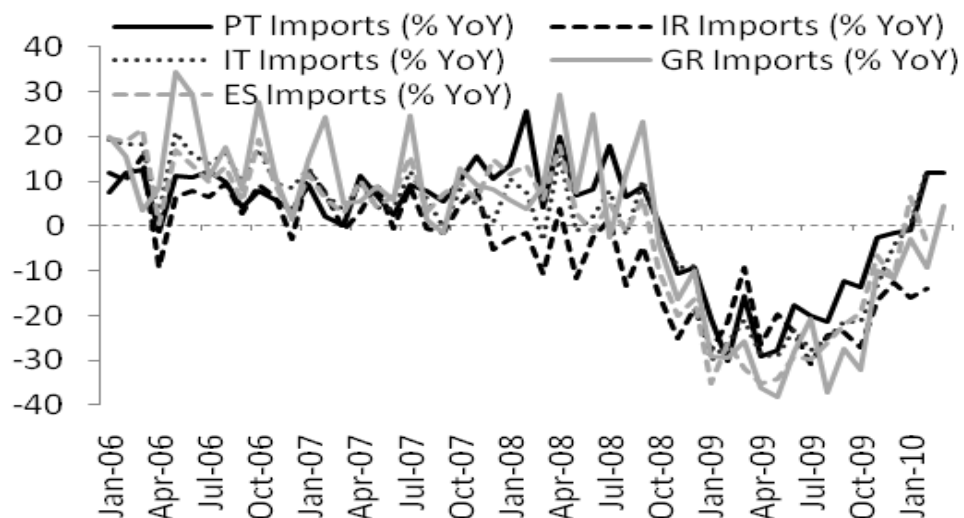
数据来源: CEIC

图表 14: PIIGS 出口



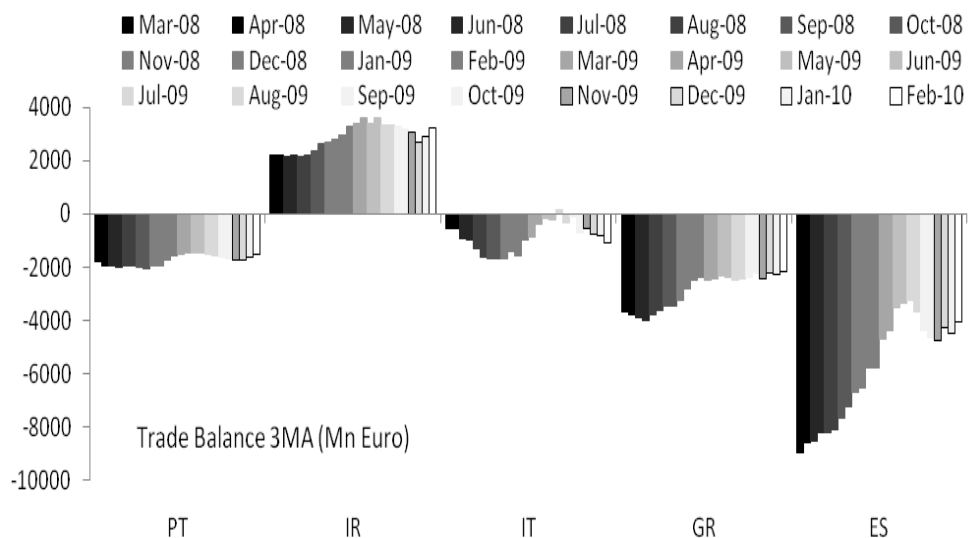
数据来源: CEIC

图表 15: PIIGS 进口



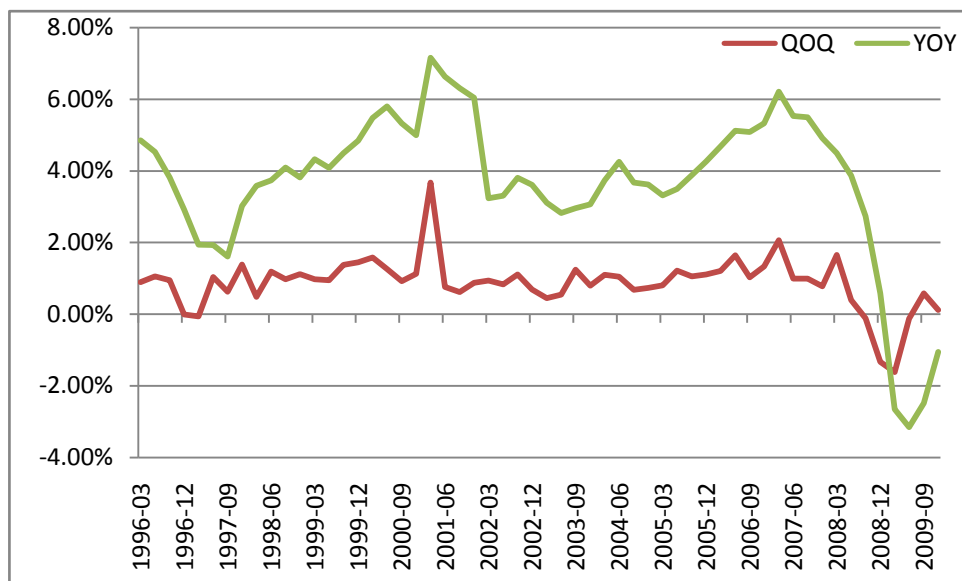
数据来源: CEIC

图表 16: PIIGS 贸易余额



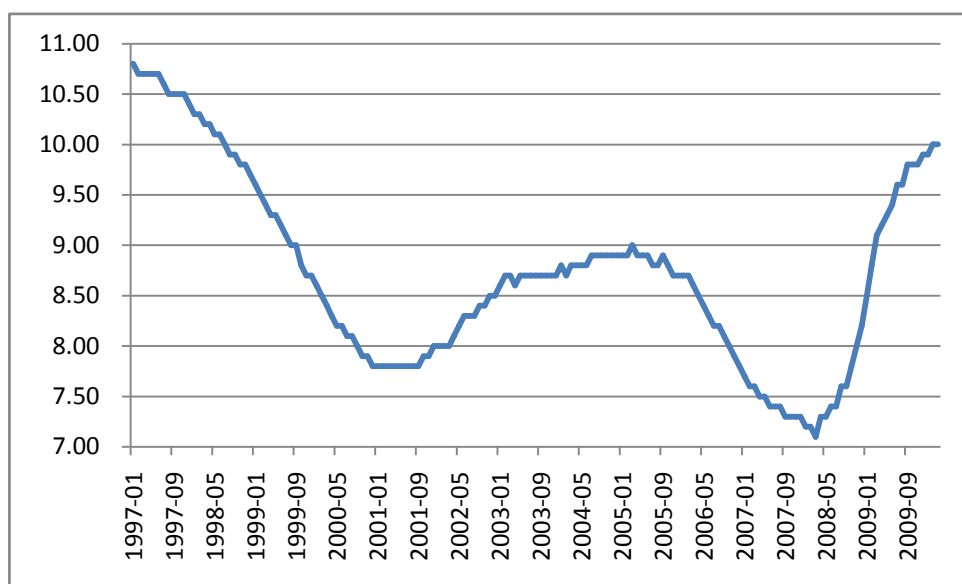
数据来源: CEIC

图表 17: 欧元区 GDP 季度环比和同比增速



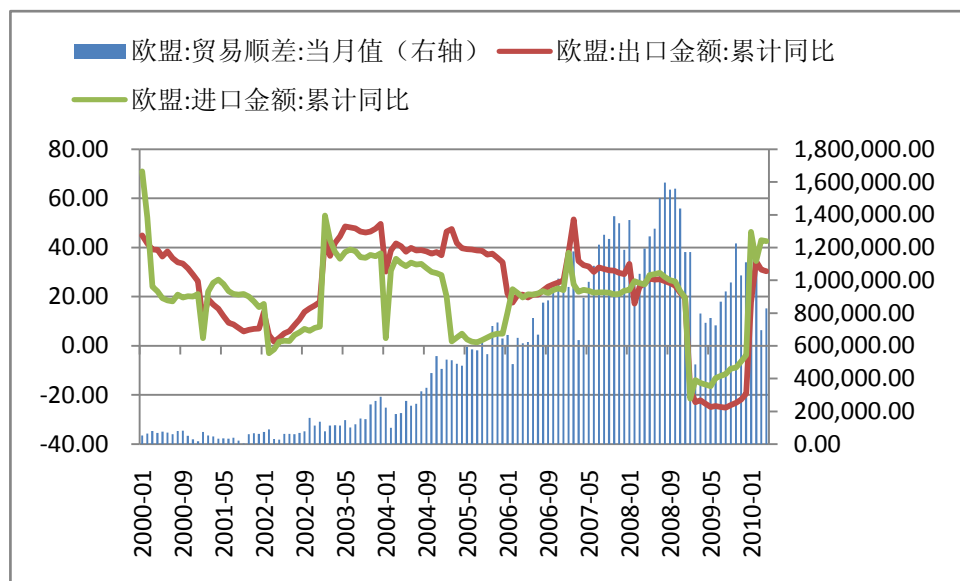
数据来源: WIND

图表 18: 欧元区失业率



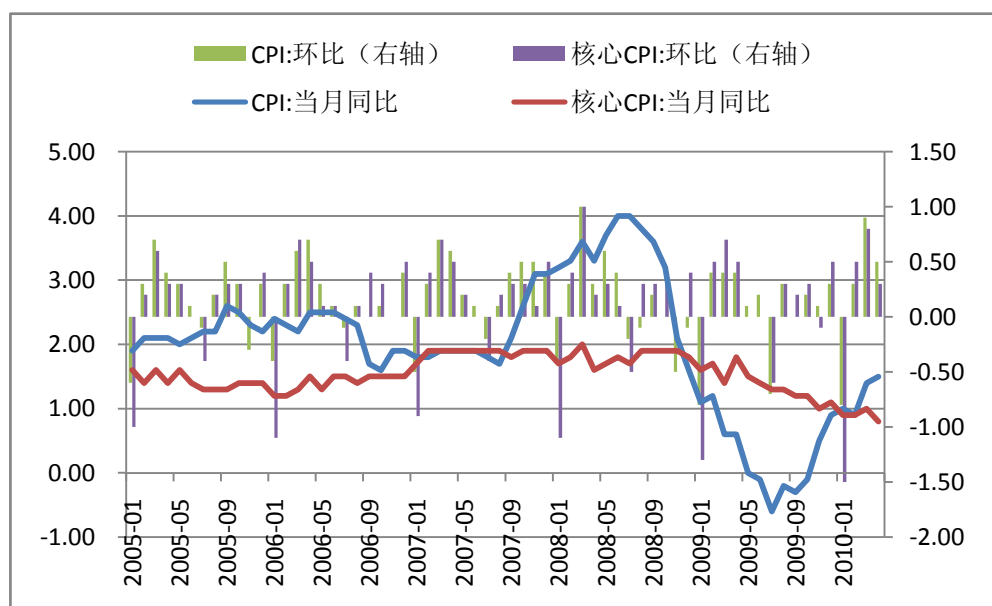
数据来源: CEIC

图表 19: 中欧贸易顺差与进出口同比增速



数据来源: WIND

图表 20: 欧元区 CPI



数据来源: WIND

表格 3: PIIGS 债务

2009 十亿美元	葡萄牙	爱尔兰	意大利	希腊	西班牙
总债务	286	867	1400	236	1100
英国	24	188	77	15	114
德国	47	184	190	45	238
法国	45	60	511	75	220
葡萄牙	-	22	5.2	9.7	28
爱尔兰	5.4	-	46	8.5	30
意大利	6.7	18	-	6.9	31
希腊	0.1	0.8	0.7	-	0.4
西班牙	86	16	47	1.3	-

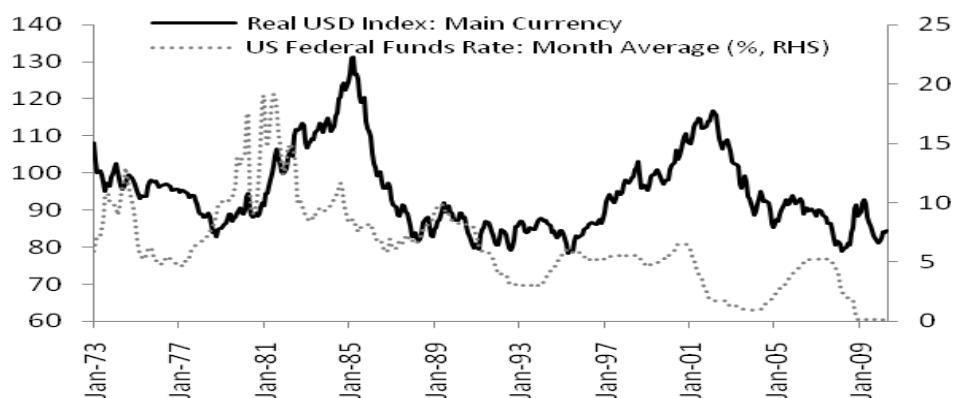
数据来源: CEIC

表格 4: PIIGS 及主要经济体经济规模

%	对欧元区 GDP 比例	与欧元区出口(对内 对外)比例	与欧元区进口 (对内对外)比例	占中国出口份 额	占中国进口份 额
爱尔兰	1.82	3.3	1.81	0.16	0.32
葡萄牙	1.83	1.23	2.02	0.16	0.05
希腊	2.65	0.56	1.69	0.29	0.02
西班牙	11.71	6.25	8.42	1.17	0.43
意大利	16.94	11.46	11.89	1.69	1.1
德国	26.81	31.74	26.97	4.16	5.56
法国	21.39	13.43	16.08	1.79	1.3
英国	17.45	8.88	12.39	2.6	0.78
美国	114.25	30.04	46.64	18.38	7.7
日本	40.45	16.51	16.01	9.75	13.02
中国	39.02	34.16	29.2	-	-

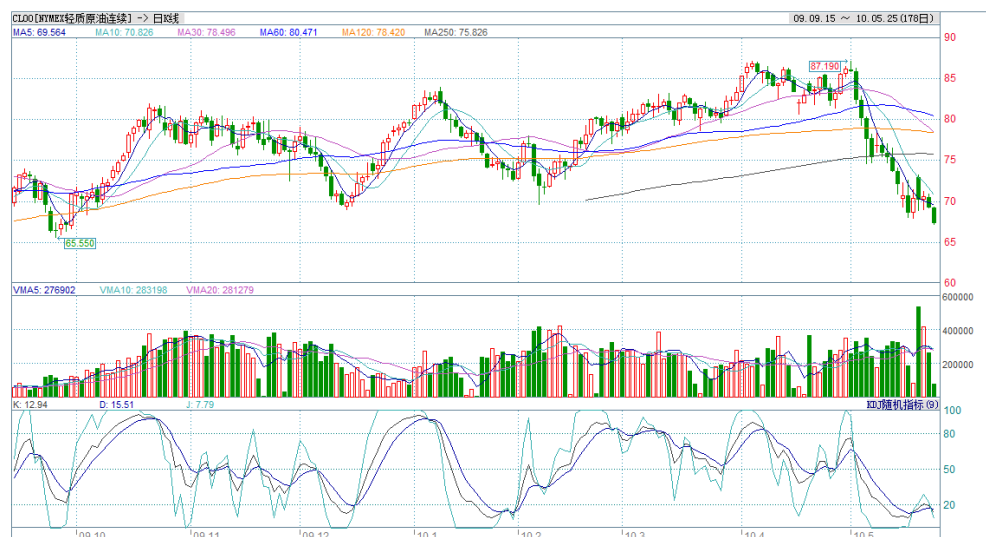
数据来源: CEIC

图表 21: 美元指数与联邦基金利率



数据来源: CEIC

图表 22: NYMEX 轻质原油期货价格



数据来源: WIND

图表 23: CRB 综合期货指数



数据来源: WIND

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。