

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《希腊财政赤字超预期加剧债务重组担忧》2011-04-27

《德国推希腊债务重组或重燃欧债危机》2011-04-20

《债务危机阶段性缓解, 欧洲通胀压力隐现》2011-01-26

《西班牙、意大利公债拍卖喜忧参半, 债务危机阴霾将继续困扰欧洲》2010-11-14

《葡萄牙成功拍卖 10 年期国债且融资成本下降, 释放积极信号》2010-11-13

宏观点评报告

希腊债务重组渐行渐近, 欧债危机再度升级

■ 希腊债务重组渐行渐近

- 希腊财政状况的持续恶化导致希腊债务重组担忧急速上升。希腊在财政开支削减、降低预算赤字方面没有预期迅速, 私有化国有资产计划因国内反对情绪受阻, 持续衰退的经济无法支撑“借新账还旧账”, 债务重组只是时间和形式的问题。
- 德国态度强硬。德国力推希腊债务重组, 由于 EFSF 将近 2/3 额度由德国主导, 且直接影响法国等其他大国, 德国立场至关重要。
- 欧盟、IMF 松口。欧盟、IMF 近日对希腊债务重组松口, 表示某种形式的债务“软重组”是可能的。欧盟和 IMF 态度的转变在希腊债务重组问题上起着重要的作用。
- 卡恩失足, 希腊救助失灵魂人物。IMF 在希腊金融援救中处于核心地位, 且“挺欧派”卡恩是希腊贷款救助方案调整的积极推动者, 卡恩被捕成希腊债务重组“催化剂”。

■ 希腊债务重组将是软性和温和的

- 由于目前希腊、德国僵持不下、欧洲央行和法国持反对意见、西欧银行业需要时间增强资本状况以及大选因素, 各方还将会对重组事宜一拖再拖, 即使实施, 重组的形式也将会是温和、软性的, 短期内还将维持“贷款援助方案调整”的模式。

■ 多米诺骨牌下一个倒下的是谁

- 布鲁塞尔会议就葡萄牙 780 亿欧元救助方案达成一致, 但附加的财政紧缩条款将给业已陷入衰退的葡萄牙经济复苏雪上加霜。
- 希腊债务违约风险叠加房地产价格下跌带来的抵押贷款损失侵蚀西班牙银行业, 西班牙或是多米诺骨牌下一个目标。

■ 欧债危机再度升级制约欧洲央行紧缩力度

- 希腊债务违约风险引欧洲债务危机再度升级, 虽然欧洲债务病将不断反复发作, 却如笼中困兽无碍经济复苏, 但是制约着欧洲央行紧缩的力度。
- 希腊债务违约风险使 ECB 加息预期延后, 美元阶段性拐点已现, 商品调整还将持续。

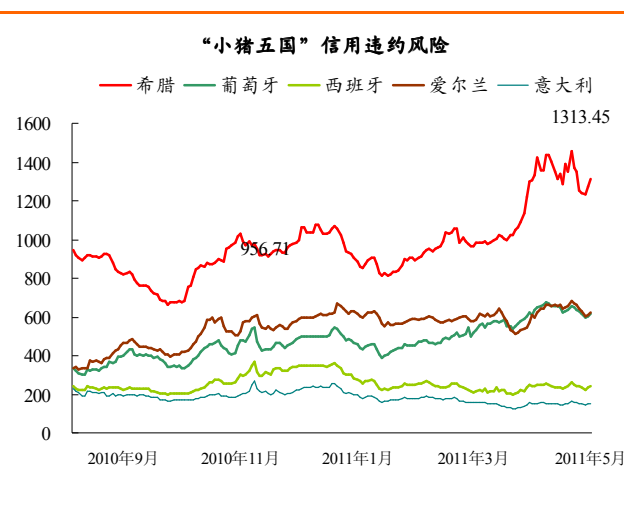
■ 风险提示:

- 希腊债务重组问题引发新一轮的欧债危机蔓延

一、希腊债务重组渐行渐近

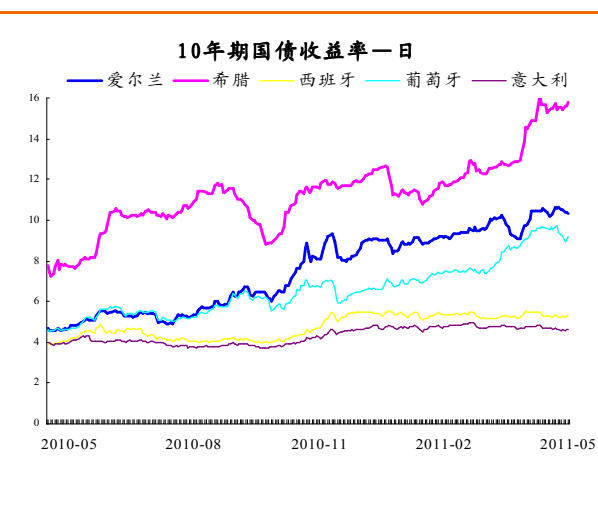
希腊财政状况的持续恶化导致市场对希腊债务重组的担忧急速上升。在过去的一年中，希腊在财政开支削减、降低预算赤字方面没有预期迅速，私有化国有资产的计划因为国内的反对情绪受阻，希腊的财务状况并未因接受贷款援助而好转，2010 年希腊债务占 GDP 总额达 143%，创欧元区历史最高水平，是一般认为可持续债务的 3 倍多；希腊 2010 年预算赤字仍占 GDP 的 10.5%，居欧元区各国首位，是欧盟规定上限 3% 的 3 倍多。希腊经济 2009、2010 两年萎缩，预计今年将下滑 3% 左右，持续衰退的经济已无法支撑“借新账还旧账”的日子，而由于市场信心丧失殆尽，希腊如期在 2012 年回到国际债务市场自行融资几无可能，希腊主权债务重组最终将只是时间和形式的问题。

图 1：希腊 CDS 价格调涨到 1300 以上



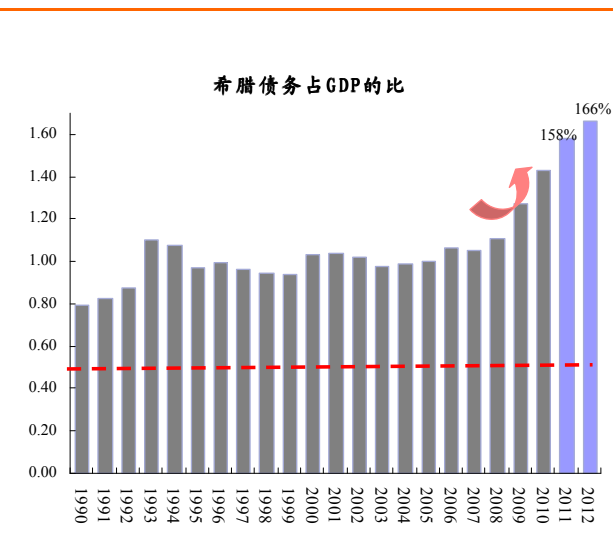
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 2：希腊十年期国债收益率飙升到 15% 以上



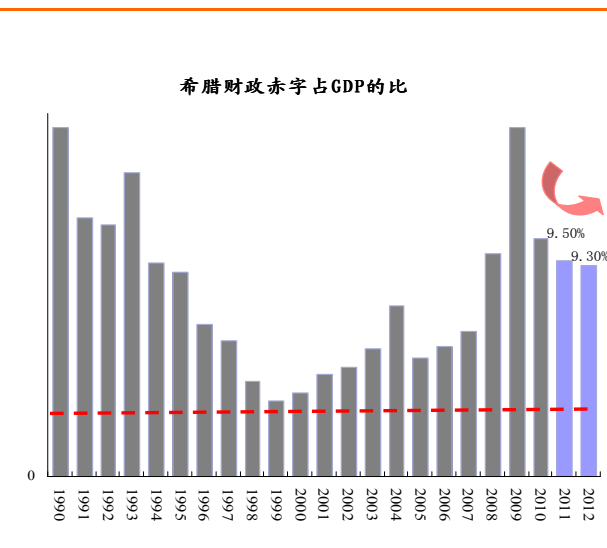
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 3：希腊债务/GDP 创欧元区历史最高水平



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 4：希腊财政赤字/GDP 是欧盟上限的 3 倍多



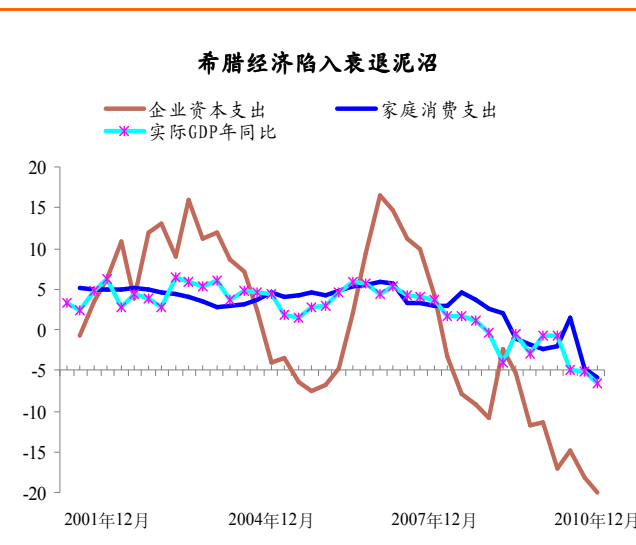
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

德国态度强硬。德国对希腊、爱尔兰等国的救助立场向来强硬，这主要是因为作为欧洲最大的经济体，德国是 EFSF 和 ESM 最大的出资国，而德国民众一直信奉“勤勉克简”，随着 2013 年大选的逼近，基民盟和社民党在东欧各国债务问题上越来越倾向民意。因此，从 4 月起，德国力推希腊债务重组，要求希腊采取更大力度的财政紧缩、出售国有资产，同时通过重组债务使债券持有人共同分担损失。

德国态度至关重要。目前在贷款援助中发挥关键作用的是临时救助机制（ESFS），该项机制总额 7500 亿欧元的救助额度中，4400 亿欧元是由欧元区国家根据相互间协议提供，德国是最大的出资国，600 亿欧元由欧盟委员会从金融市场上筹集，剩余的 2500 亿欧元由 IMF 提供，将近 2/3 额度由德国主导，而德国的态度直接影响着法国等其他大国。

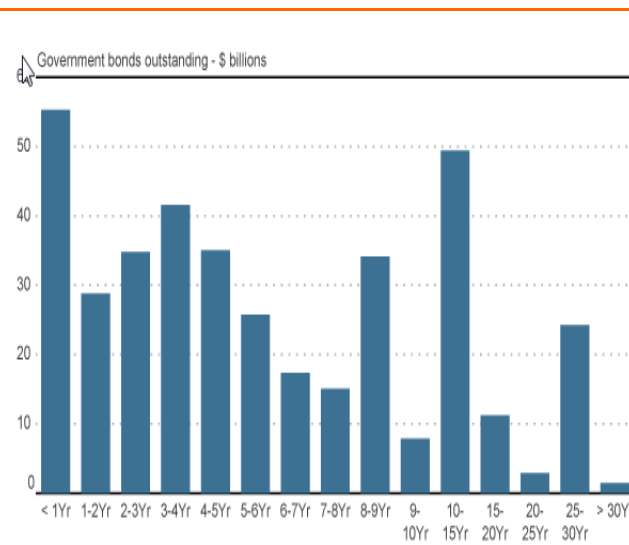
欧盟、IMF 松口。由于希腊的财政状况急剧恶化和德国的强硬立场，各方态度发生了微妙的变化，支持希腊债务重组的阵营逐渐扩大，欧盟、国际货币基金组织近日对希腊债务重组松口。5 月 17 日，欧元区集团主席容克表示，某种形式的债务“软重组”是可能的，这是欧盟高官首次明确提到希腊可能进行债务重组。欧盟和 IMF 态度的转变在希腊债务重组问题上起着重要的作用。

图 5：希腊经济连续三年陷入衰退



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 6：希腊目前债务约 3250 亿欧元



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

卡恩失足，希腊救助失灵魂人物。IMF 总裁卡恩被拘控也令希腊债务重组的可能性增加。首先，IMF 在希腊等国金融援救方面处于核心地位。IMF 的出资额占到 ESFS 救助总额的三分之一，IMF 还参与救助机制运行的全过程。卡恩被捕导致 IMF 内部陷入决策混乱，影响 IMF 在希腊贷款援助方案调整中发挥作用。其次，“挺欧派”卡恩是希腊贷款救助的灵魂人物。卡恩是著名的“挺欧派”，正是在其积极推动下，IMF 对希腊、爱尔兰和葡萄牙接连施以援手。卡恩的被捕，希腊贷款援助方案调整失去了很大的推动力量。

二、希腊债务重组将是软性和温和的

图 7： 各国银行持有的希腊债务

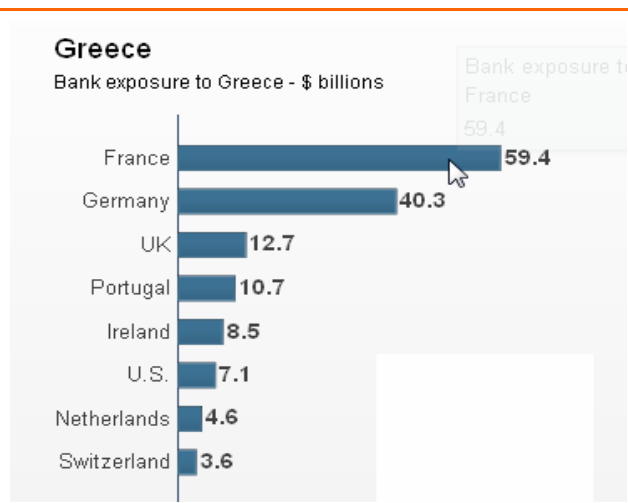
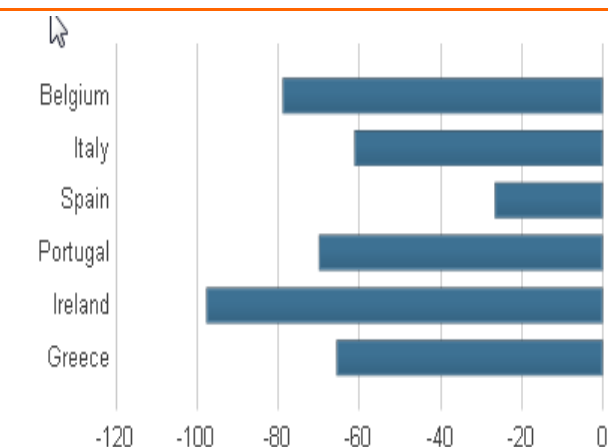


图 8： 2007 年 1 月以来各国银行资本大量冲减



资料来源：Bank for International Settlement、中投证券研究所。注：数据截止到 2010 年 9 月

希腊、德国僵持不下。德国要求希腊采取更大力度的财政紧缩、出售国有资产，希腊政府也试图通过私有化国有资产的途径寻求新的偿债渠道。希腊政府原计划在 3 年内削减 260 亿欧元的债务，并私有化 150 亿欧元的国有股份。但是，这遭到了来自希腊国内民众的坚决反对，目前希腊由于对工资、养老金的缩减，以及失业率的增长不满爆发了示威游行活动。

欧洲央行和法国持反对意见。ECB 持有约 400-500 亿欧元希腊公债，而法国银行持有高达 594 亿欧元的希腊公债，居各国之首，重组债务将造成很大的损失，要各方（欧盟委员会、IMF、欧洲央行、欧元区各国）达成一致还将经历漫长的博弈过程。

西欧银行业需要时间增强资本状况。西欧各国（包括德国、法国等）持有希腊 3,250 亿欧元债务中的很大部分，据估计，如果重组债务，债权人可能需要放弃 50%-70% 的债权索偿，这给银行业造成的损失巨大，欧洲银行业者在承担希腊相关损失之前需要时间增强资本状况与减少风险敞口。

大选临近，各方没有动力出台激进计划。希腊总理帕潘德里欧面临 2013 年大选考验，而德国和法国也将于 2013 年和 2012 年举行大选，政治集团的权力角逐导致各方没有动力出台任何激进和强制性的计划。

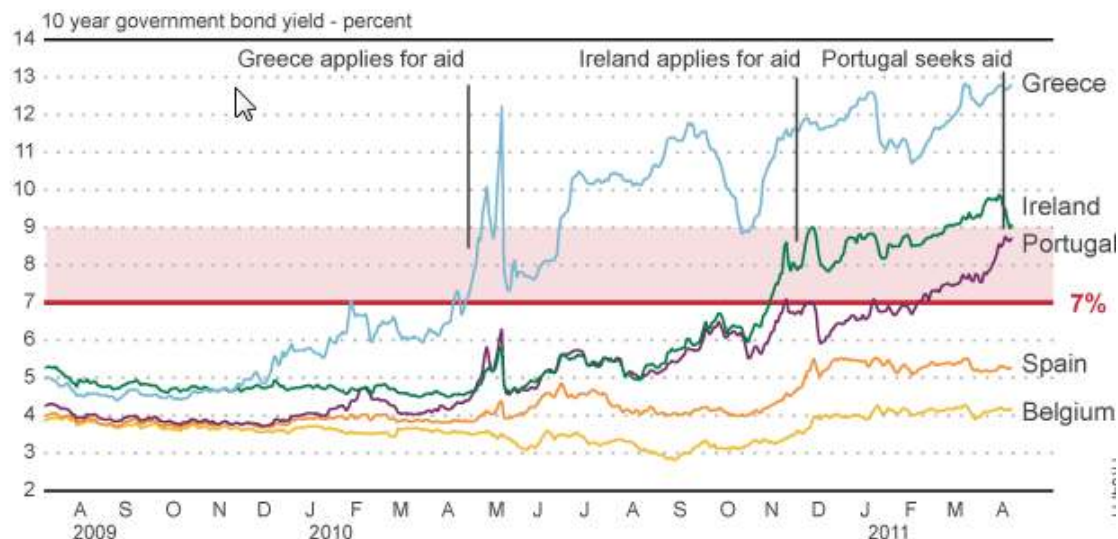
虽然希腊债务重组只是时间和形式的问题，而卡恩的被捕也成为“催化剂”，但从目前的情况看，各方还将会对重组事宜一拖再拖，即使实施，重组的形式也将会是温和、软性的，解决方式短期内还将维持“贷款援助方案调整”的模式，这包括延长还款期限、增加额外贷款等。目前，欧盟松口表示可能接受的软性债务重组方案是延长还款期限。这与今年 3 月份将贷款期限从 3 年提高到 7 年有很大的不同，实际上是一种温和、渐进的债务重组方式。

二、多米诺骨牌下一个倒下的是谁

布鲁塞尔会议就葡萄牙救助方案达成一致。在布鲁塞尔举行的欧盟财长会议通过了为期三年、总规模 780 亿欧元的葡萄牙救助计划，欧盟救助基金欧洲

金融稳定机制(EFSM)、欧元区救助基金欧洲金融稳定基金(EFSF)以及 IMF 各承担三分之一。780 亿欧元贷款解决了葡萄牙的燃眉之急，但葡萄牙能否借助贷款促进经济复苏，进而实现自我融资功能还存在很大不确定性。救助方案要求葡萄牙改革医保和公共管理制度，同时实施大刀阔斧的私有化计划，这些财政紧缩条款将给业已陷入衰退的葡萄牙经济复苏雪上加霜。

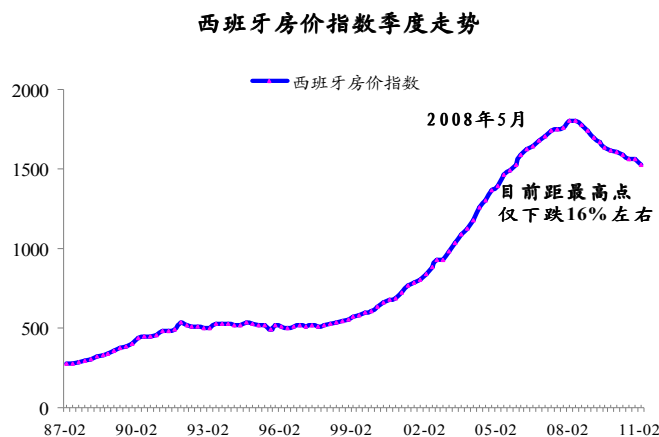
图 9：10 年国债收益率超过 7% 后，希腊、爱尔兰、葡萄牙寻求援助



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

西班牙或将是多米诺骨牌下一个目标。西班牙银行持有希腊、葡萄牙的大量债务，葡萄牙债务的三分之一就由西班牙持有。城门失火，殃及池鱼。希腊、葡萄牙债务危机升级带来传染效应将殃及西班牙。最为重要的是，目前，西班牙还存在着较大的房地产泡沫。房地产是曾是西班牙的支柱产业，但目前的西班牙房价距最高点仅下跌了 16% 左右，房价下跌的趋势还在继续。希腊的债务违约可能叠加房地产价格下跌带来的抵押贷款损失侵蚀西班牙银行业，西班牙或将是多米诺骨牌下一个目标。

图 10：西班牙房价还存在较大泡沫



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

表 1: 欧元区各国债务及财政赤字情况

国家	预算赤字或与 GDP 之比		负债与 GDP 之比	
	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年
欧元区	6.0%↓	6.3%	85.1%↑	79.3%
欧盟 27 国	6.4%↓	6.8%	80.0%↑	74.4%
葡萄牙	9.1%↓	10.1%	93%↑	83%
西班牙	9.2%↓	11.1%	60.1%↑	53.3%
爱尔兰	32.4%↑	14.3%	96.2%↑	65.6%
希腊	10.5%↓	15.4%	142.8%↑	127.1%
英国	10.4%↓	11.4%	80%↑	69.6%
意大利	4.6%↓	5.4%	119%↑	116.1%
德国	3.3%↑	3.0%	83.2%↑	73.5%

资料来源：欧盟统计局、中投证券研究所

三、欧债危机制约欧洲央行紧缩力度

欧洲主权债务问题成笼中困兽。虽然欧洲的债务病将不断反复发作，但却如笼中困兽无碍经济的复苏。从目前可以测算的救助贷款规模来看，希腊希望（1100 亿欧元）、爱尔兰（675 亿欧元）和葡萄牙（780 亿欧元）总计的贷款额度是 2555 亿欧元，如果加上希腊后续可能的 300 亿欧元额外贷款援助，这三国的救助贷款合计约为 3000 亿欧元，欧盟和 IMF 目前救助计划最大规模约为 7500 亿欧元，足以应付。即使发生债务重组，就希腊 3200 多亿的债务规模，EFSF 和 ESM 也有能力消化其负面影响。因此，就对实体经济的影响而言，目前欧元区的相关救助机制已经完全能够起到“隔离墙”的作用。

图 11: ESM 总资本为 7000 亿欧元

经协商认同的 ESM 出资百分比

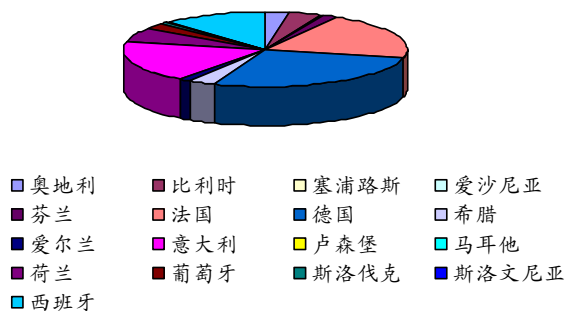
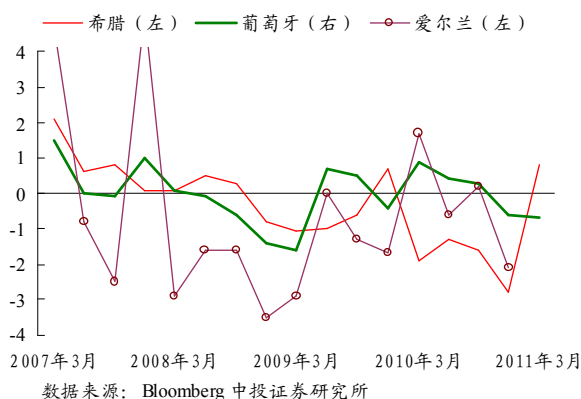


图 12: 希腊、葡萄牙、爱尔兰经济仍在衰退

小猪三国实际 GDP 环比增速



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

欧债危机制约欧洲央行紧缩的力度。这主要是因为，（1）今年二季度前西班牙、意大利大概有 2000 亿欧元的债务到期，未来 3 年西班牙资金缺口达 3100 亿欧元，能否安全度过今年上半年的融资高峰期是关键；（2）葡萄牙、

爱尔兰、希腊等国救助成本高企，提高欧元区的利率将令这些国家雪上加霜；（3）欧洲央行加息由于息差扩大将支撑欧元走强，加大债务国家的还债成本和违约风险；（4）欧洲经济复苏进程不均衡，货币、财政双收紧将危机经济复苏进程。目前，欧洲的经济复苏进程表现出很大的不均衡性，德国和法国等欧元区核心国经济增长强劲，而希腊、葡萄牙、意大利、葡萄牙等债务问题国家则难见起色，且这些国家已经主动或被动实施财政紧缩计划，货币、财政双收紧将会伤及其复苏进程。

ECB 加息预期延后，FED 紧缩预期提前，美元拐点已现，商品调整将持续。5 月份，ECB 的议息决议暗示加息要等待 QE2 执行结束，而希腊债务重组问题引欧债危机近期再度升级，这成为 ECB 加息最大掣肘因素，而从近期美国的零售等数据来看，美国经济增长的内生动力不减，高油价对消费支出的抑制作用将随着近期大宗商品价格调整缓解，伴随核心物价指数（PCE）的走高，美联储紧缩预期或将提前，我们认为，美元阶段性拐点已现，商品将维持调整格局。

图 13：2011 年主要债务国家财政赤字/GDP 占比

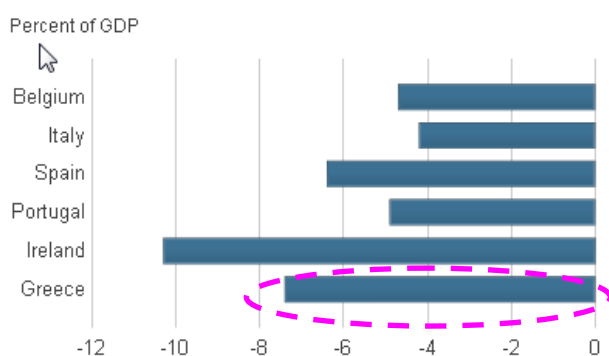


图 14：希腊、爱尔兰、葡萄牙 GDP 萎缩程度

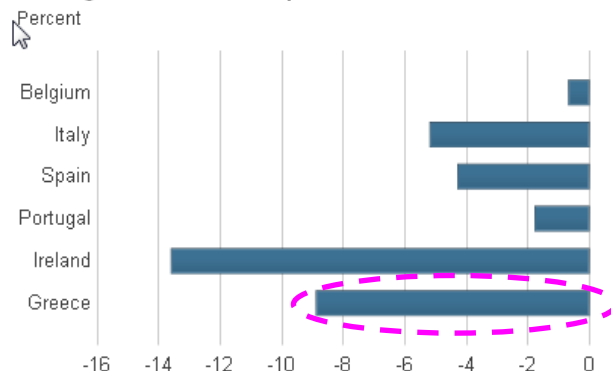


图 15：欧洲主要债务问题国家失业率

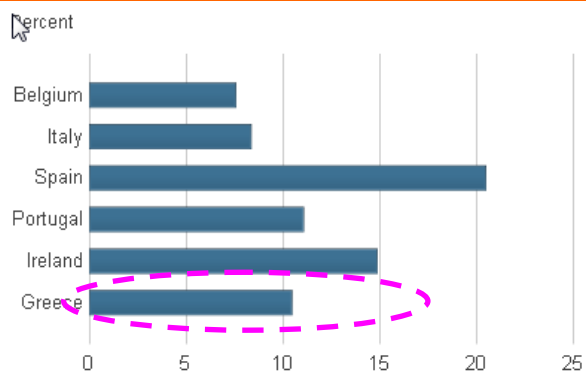
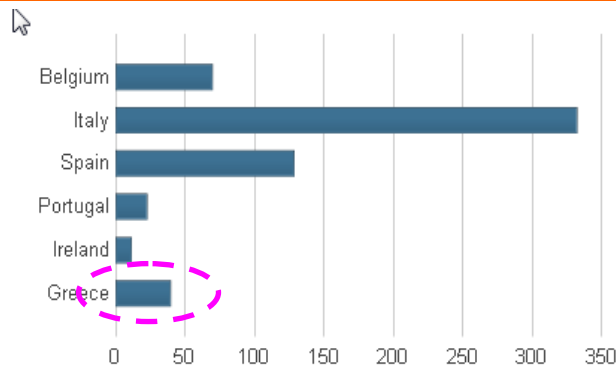


图 16：欧洲债务国家到期债务（少于 1 年期）



单位：10 亿欧元

资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

图 17: 2011 年各国债务及赤字占比预测

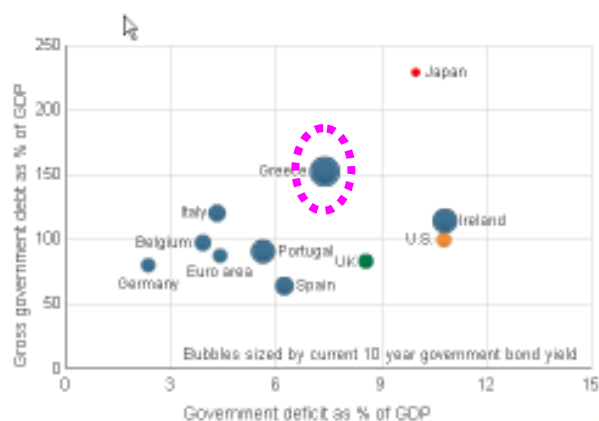


图 18: 2012 年各国债务及赤字占比预测

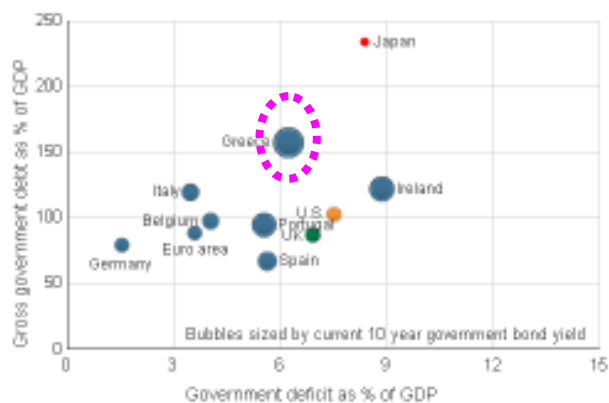


图 19: 2013 年各国债务及赤字占比预测

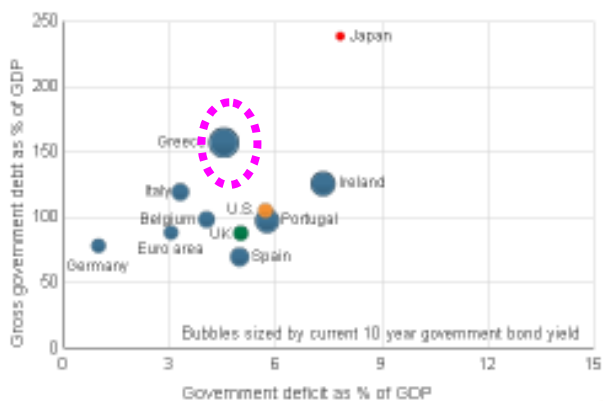
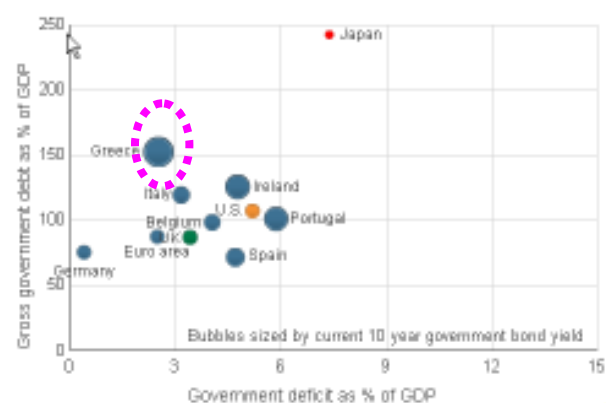


图 20: 2014 年各国债务及赤字占比预测



资料来源: Thomson Reuters、IMF World Economic Outlook、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

张捷, 中投证券研究所宏观研究员, 中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、产业政策等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434