



2011.05.24

协调失败与机制缺陷下的希腊悲剧

——全球债务与财赤危机专题研究之欧债危机

	王虎	薛鹤翔	姜超
	021-38676011	021-38674809	021-38676430
	wanghu007633@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
	S0880511010057	S0880110100143	S0880511010045

本报告导读：

点评欧债危机。

摘要：

- Alesina and Drazen(1991)认为，在面临巨大经济冲击时，弱的联合政府容易耽误必要的财政调整。一个社会规划者(Social Planer)会对一个经济冲击很快作出反应，而在一个充斥党派和机会主义政治的现实世界里，会形成厌恶必要的财政调整的“拉锯战”。对于志在紧密结合的欧元区来说，还缺乏一种强有力的机制来从制度上保证将债务问题控制在合理范围之内。后凯恩斯主义强调协调失败(Coordination Failures)在经济波动中的作用。欧元区在债务危机上的协调失败则会令各国政府、欧盟各机构各自为政，奔向最劣的纳什均衡。
- 主权债务周期属于经济周期中的长周期，一般长达 50 年或更长。Reinhart and Rogoff(2010)最大的贡献在于让我们可以从一个历史长周期的角度，从一个宏大的视野来看待主权债务危机。希腊如果到时真的发生债务重组，我们并不会感到奇怪，20 世纪 30 年代的希腊债务违约却早已淡出世人的视野。
- 各国银行在希腊债务上的敞口大约为 1010 亿欧元，约占债务本金的 31%，其中法国和德国分别达到 410 亿欧元和 280 亿欧元。客观的说，德国政府推动希腊债务重组对德国银行业是非常不利的。本质上，欧元区国家之间交叉持有国债非常普遍，债务网络密布，尤其是核心国德法对边缘国家的债务持有。
- 未来 3 年希腊偿债 1450 亿欧元，其中本金 1110 亿欧元，利息 340 亿欧元。2011 年 7、8 月将迎来一次新的高峰，这 2 个月将总计还债 170 亿欧元。
- 目前 5 年期国债 CDS 显示的违约概率，意大利为 12.52%，西班牙为 19.34%，爱尔兰为 43.85%，希腊为 69.36%，葡萄牙为 42.84%，德国为 3.47%。
- 边缘国家的债务危机并不可怕，可怕的是欧盟决策层的犹豫不决，边缘国家党政之争的鼠目寸光。希腊问题的本质不是债务问题，而是机制问题，即在经济发展两级分化的欧元区如何权利义务对等，即债务膨胀的希腊等国需要接受何等合理约束和条件以获取德法等国的援助。欧元区债务危机的本质不是寻求如何让希腊财政走向健康(当然这个很重要)，而是如何作为单一货币区共担风险(Risk Sharing)。变革的关键并非希腊等国的财政变革，而是欧元区的机制变革，这一大改革的延缓，很可能延误解决债务危机的时机。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《中国产业升级的次序——进口替代专题研究》

2011.05.23

《猪肉价格上涨原因及影响分析》

2011.05.23

《消费能“防御”吗？》

2011.05.18

《社会融资总量的跟踪和预测》

2011.05.18

《为何投资与经济走势不一？》

2011.05.18

目录

一、	债务违约司空见惯	3
1.1	主权债务长期周期	3
1.2	希腊恐怕再度违约	3
1.3	俄债危机凶险可怖	4
二、	欧债危机风起云涌	5
2.1	欧猪违约银行危险	5
2.2	希腊未来三年偿债	7
2.3	希腊债务长期隐患	8
三、	希腊经济小喜大悲	9
3.1	经济一季小幅反弹	9
3.2	通货膨胀逐渐回落	9
3.3	中央政府持续赤字	10
3.4	财政赤字难以达标	11
3.5	财政预算过于乐观	11
四、	金融市场反应激烈	12
4.1	违约概率初显端倪	12
4.2	国债收益持续上升	13
五、	机制缺陷协调失败	15

一、 债务违约司空见惯

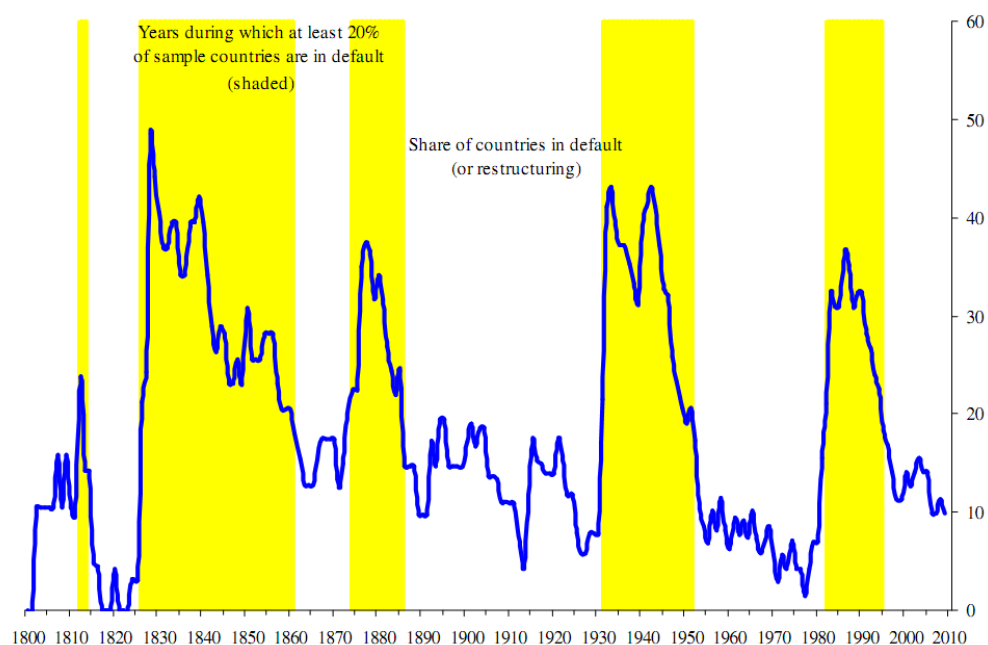
1.1 主权债务长期周期

主权债务周期属于经济周期中的长周期，一般长达 50 年或更长。Reinhart and Rogoff(2010)最大的贡献在于让我们可以从一个历史长周期的角度，从一个宏大的视野来看待主权债务危机。

图中的曲线表示主权债务违约或债务重组国家的占比，黄色区域表示 20% 以上的国家出现违约，主权债务违约有 5 次明显的高峰，第一次是拿破仑战争，第二次是从 1820 年代到 1840 年代，世界上有近一半的国家债务违约，包括整个拉美，第三次是 1870 年代到 1880 年代，第四次是从大萧条到 1950 年代，世界上也有近半数国家违约，第五次是 1980 年代到 1990 年代，主要是新兴国家的债务危机。

Reinhart and Rogoff(2010):
From Financial Crash to
Debt Crises

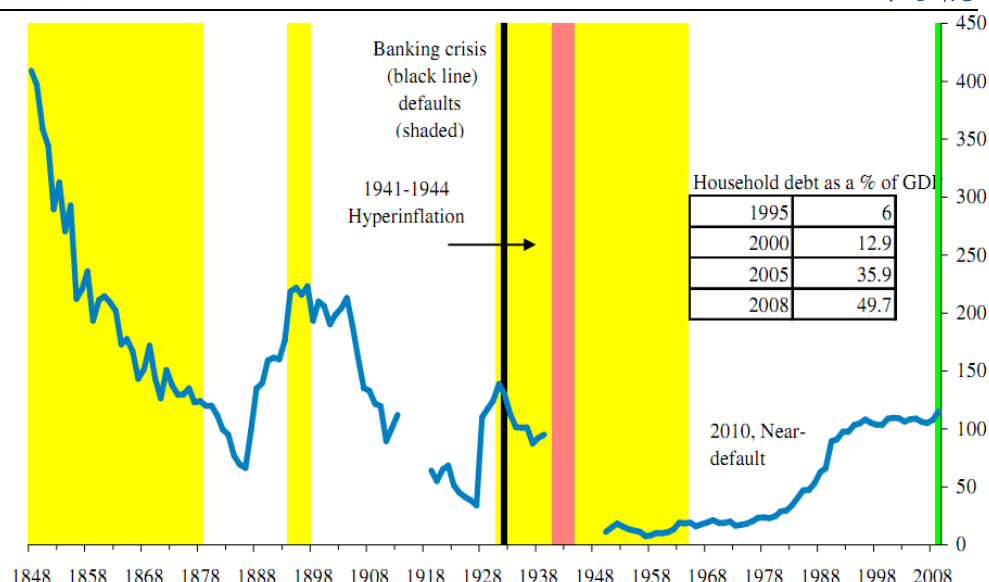
图 1:
 全球主权外债违约周期:
 1800-2009
 右轴单位: %
 注: 该曲线表示主权外债
 违约或重组国家占比



1.2 希腊恐怕再度违约

希腊如果到时候真的发生债务重组，我们并不会感到奇怪，20 世纪 30 年代的希腊债务违约却早已淡出世人的视野。图中的曲线表示希腊中央政府债务占 GDP 的比重，黄色区域表示主权债务违约，黑色线区域表示银行危机，红色区域表示超级通货膨胀。

图 2:
 希腊中央政府债务/GDP、
 债务违约、超级通胀、银
 行危机: 1848-2009
 右轴单位: %



1.3 俄债危机凶险可怖

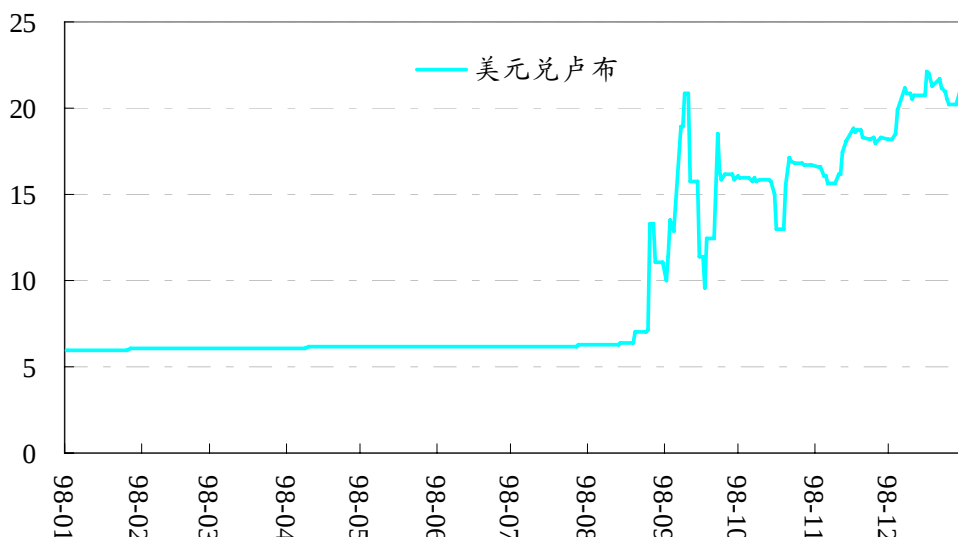
历史上的主权债务违约实际上有许多, 不过令人印象深刻的是 1998 年俄罗斯主权债务违约, 因为这直接导致长期资本管理公司崩溃。前苏联自戈尔巴乔夫上台以来, 开始大量举借外债, 在 1985 年到 1991 年这六年总计外债达到 900 亿美元, 前苏联解体后俄罗斯承担了这些债务, 由于经济转型并不顺利, 俄罗斯政府财政连年赤字, 从 1992 年到 1997 年总计举借外债 321 亿美元, 截至 1998 年 6 月, 俄罗斯的外债总额为 1372 亿美元。

俄罗斯于 1998 年 8 月 17 日宣布暂停偿还约 400 亿美元的国债, 同时俄罗斯银行宣布在此之后的 90 天内暂停向外国银行偿还贷款和债务。

伴随主权债务危机的是货币危机, 1997 年 8 月 17 日一美元兑 6.345 卢布, 8 月 18 日为 6.43, 20 日为 6.99, 26 日大幅度贬值为 13.28 卢布。

债务违约的解决方案主要有借新债和债务重组, 借新债主要表现在发行欧洲债券, 债务重组主要表现在重组国家短期债券和伦敦俱乐部债务。而最根本的还是改善经济基本面, 这方面的举措表现在: 一、改革税收体制, 拓宽增收渠道; 二、削减财政赤字; 三、将经济转轨的重点从体制转换向结构改造过渡, 扩大出口创汇能力。

图 3:
美元兑卢布
左轴单位: 1



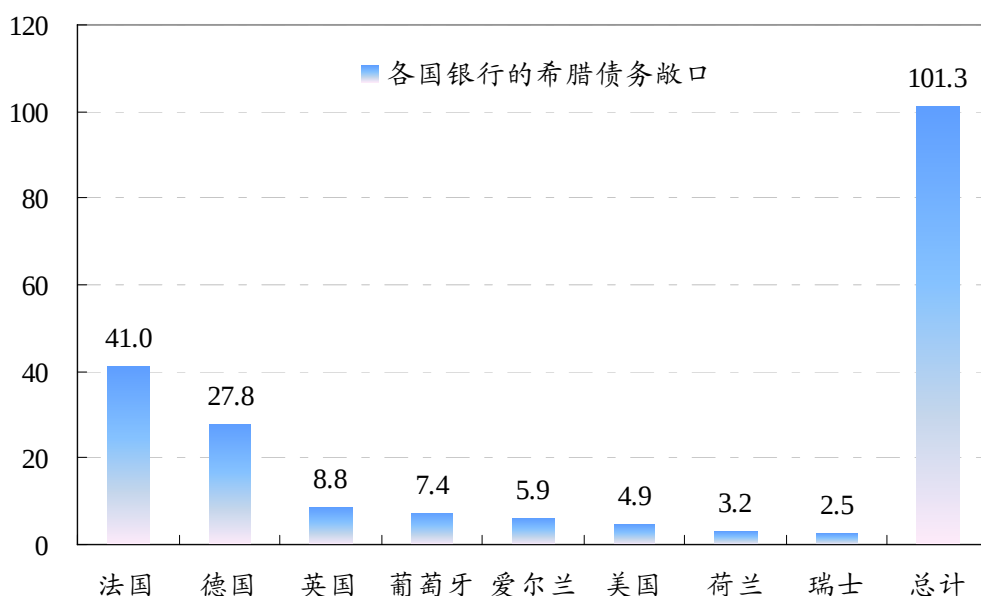
二、欧债危机风起云涌

2.1 欧猪违约银行危险

各国银行在希腊债务上的敞口大约为 1010 亿欧元, 约占债务本金的 31%, 其中法国和德国分别达到 410 亿欧元和 280 亿欧元。客观的说, 德国政府推动希腊债务重组对德国银行业是非常不利的。

本质上, 欧元区国家之间交叉持有国债非常普遍, 债务网络密布, 尤其是核心国德法对边缘国家的债务持有, 类似于中国对美国的国债持有, 因为边缘国家近 10 年的外贸疲弱。

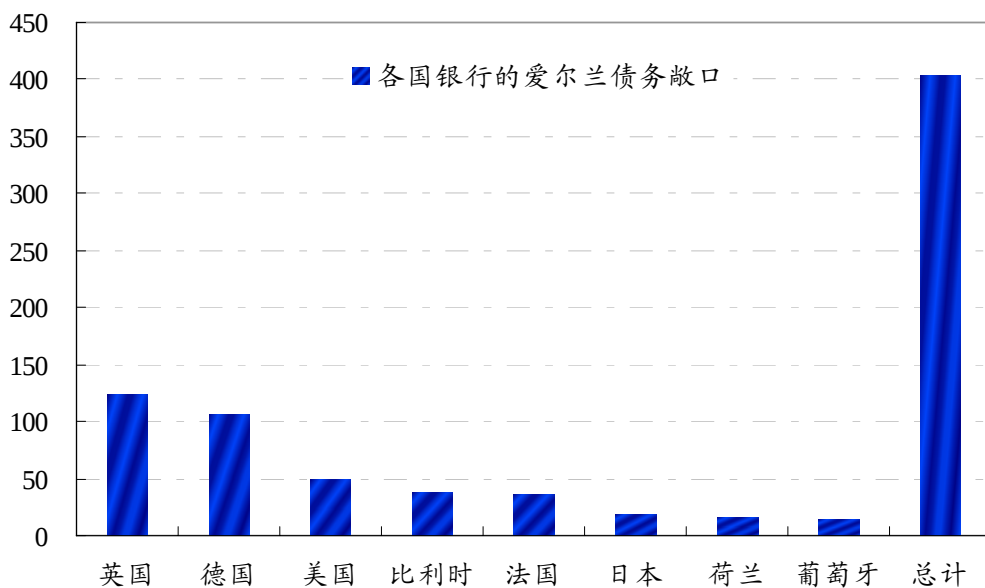
图 4:
各国银行的希腊债务敞口
左轴单位: 10 亿欧元



各国在爱尔兰主权债务中的敞口总计在 4000 亿欧元, 其中英国 1240 亿欧元, 德国 1060 亿欧元, 美国 500 亿欧元, 比利时 380 亿欧元。

图 5:
 各国银行的爱尔兰债务敞口

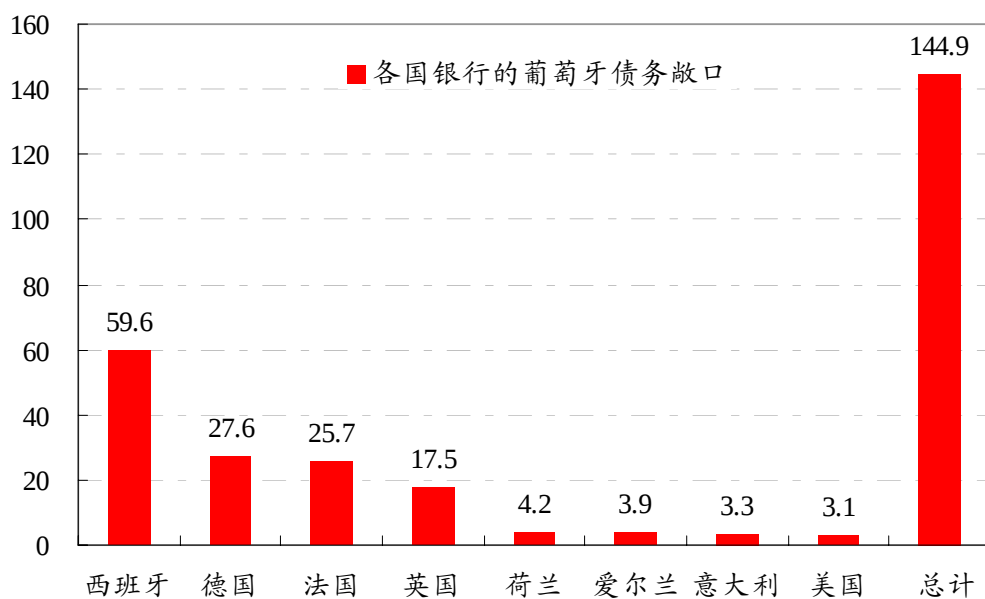
左轴单位: 10 亿欧元



各国在葡萄牙主权债务中的敞口总计在 1450 亿欧元，其中西班牙 600 亿欧元，德国 275 亿欧元，美国 250 亿欧元，英国 175 亿欧元。

图 6:
 各国银行的葡萄牙债务敞口

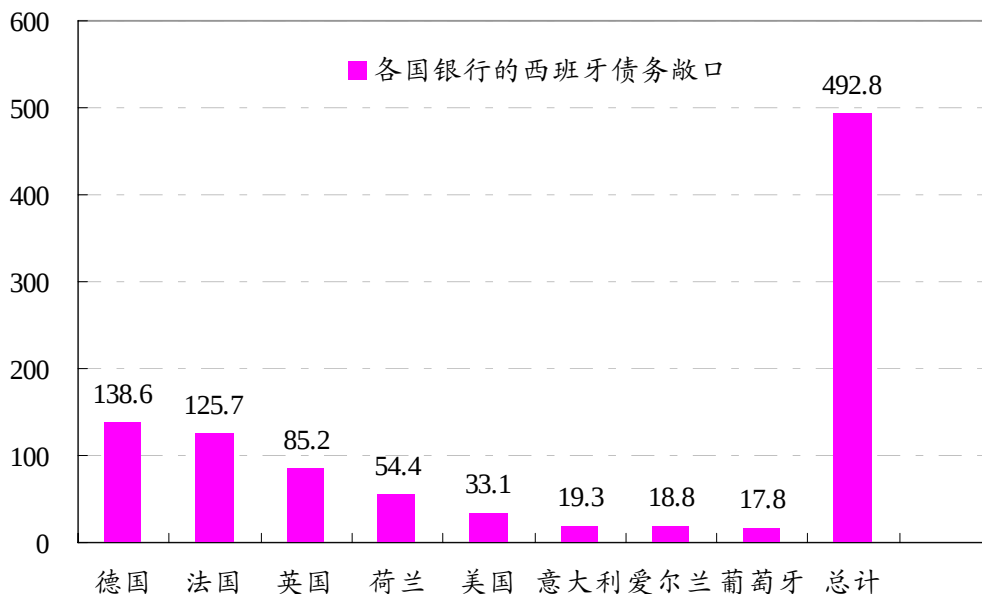
左轴单位: 10 亿欧元



各国银行在西班牙债务的风险敞口在 4928 亿欧元，其中俄国 1386 亿欧元，法国 1257 亿欧元，英国 852 亿欧元，葡萄牙 178 亿欧元。

图 7:
 各国银行的西班牙债务敞口

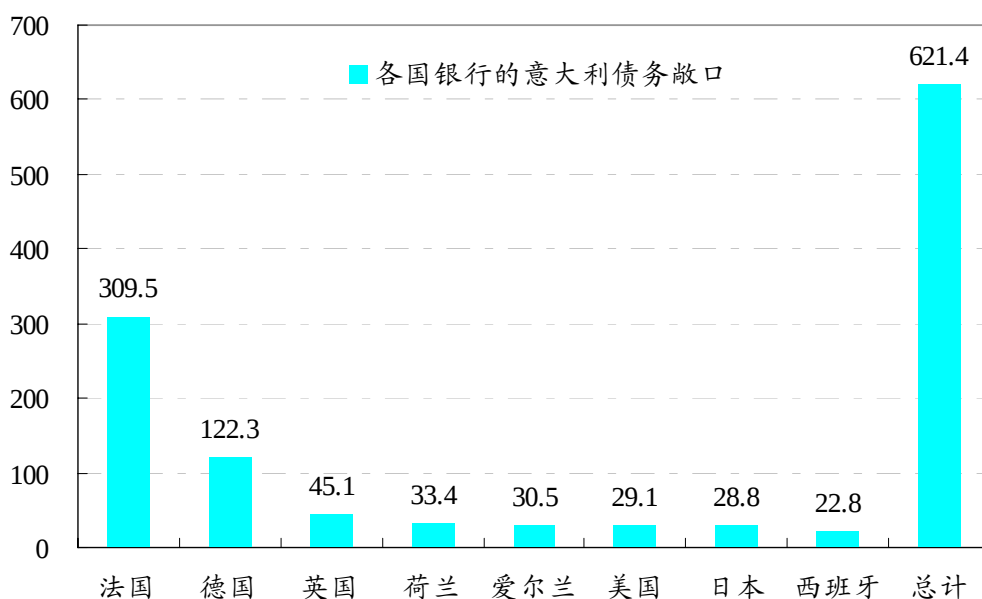
左轴单位: 10 亿欧元



各国银行在意大利债务上的风险敞口在 6214 亿欧元，其中法国 3095 亿欧元，德国 1223 亿欧元，英国 451 亿欧元。

图 8:
 各国银行的意大利债务敞口

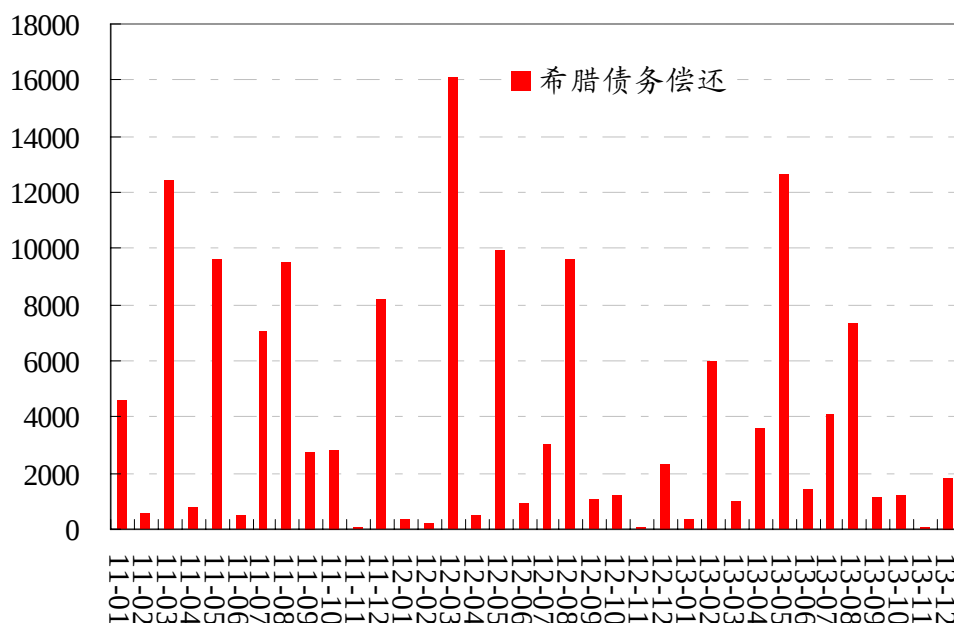
左轴单位: 10 亿欧元



2.2 希腊未来三年偿债

未来 3 年希腊偿债 1450 亿欧元，其中本金 1110 亿欧元，利息 340 亿欧元。2011 年 7、8 月将迎来一次新的高峰，这 2 个月将总计还债 170 亿欧元。

图 9:
 希腊未来三年偿债
 左轴单位: 百万欧元



2.3 希腊债务长期隐患

希腊负债严重高于葡萄牙、爱尔兰，这是从绝对值上看。

希腊名义 GDP 在欧猪三小国中是最高的，但与债务相比，希腊 GDP 并不高，即希腊债务/GDP 仍然是最高的，也就是说无论是债务总额，还是债务占比，希腊都是最高的。

图 10:
 欧猪三小国债务
 左轴单位: 10 亿欧元

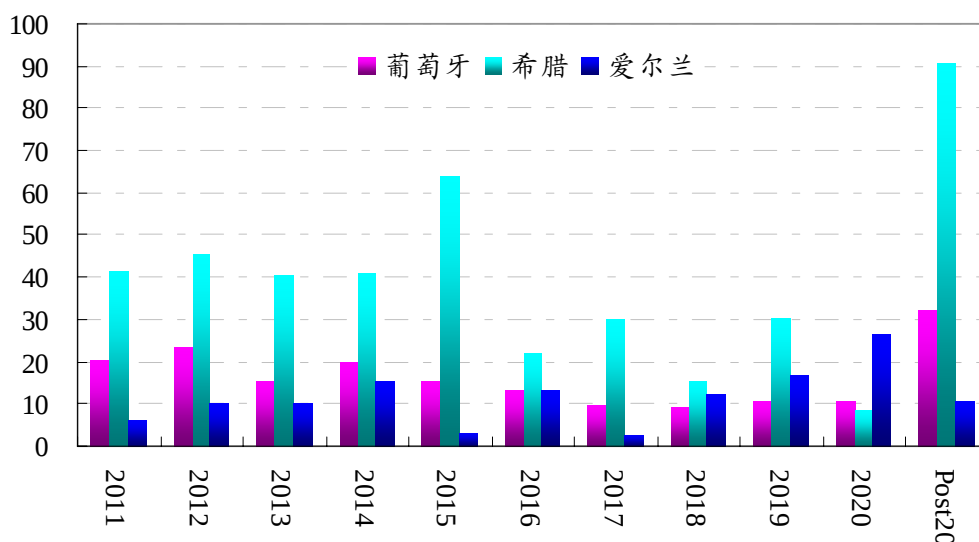
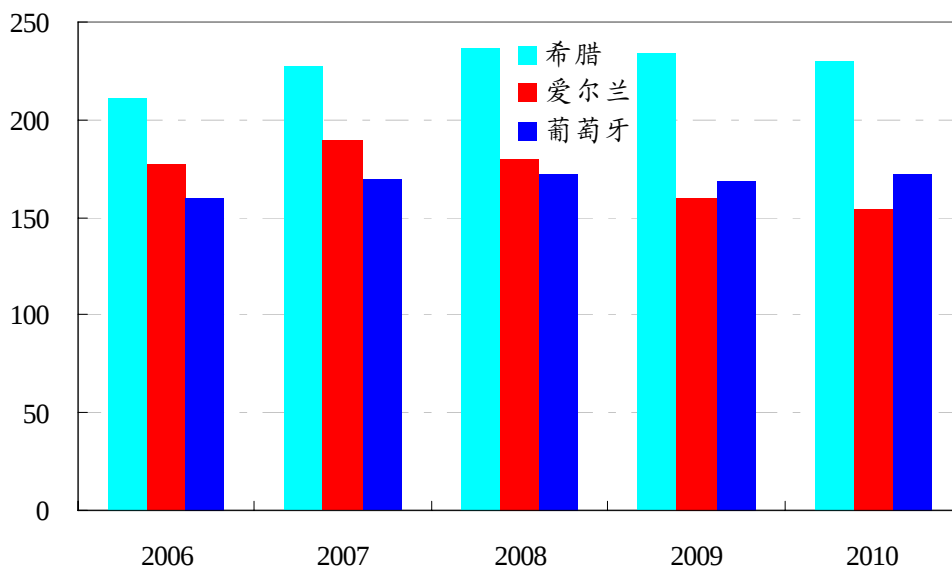


图 11:
 欧猪三小国 GDP 现值
 左轴单位: 10 亿欧元

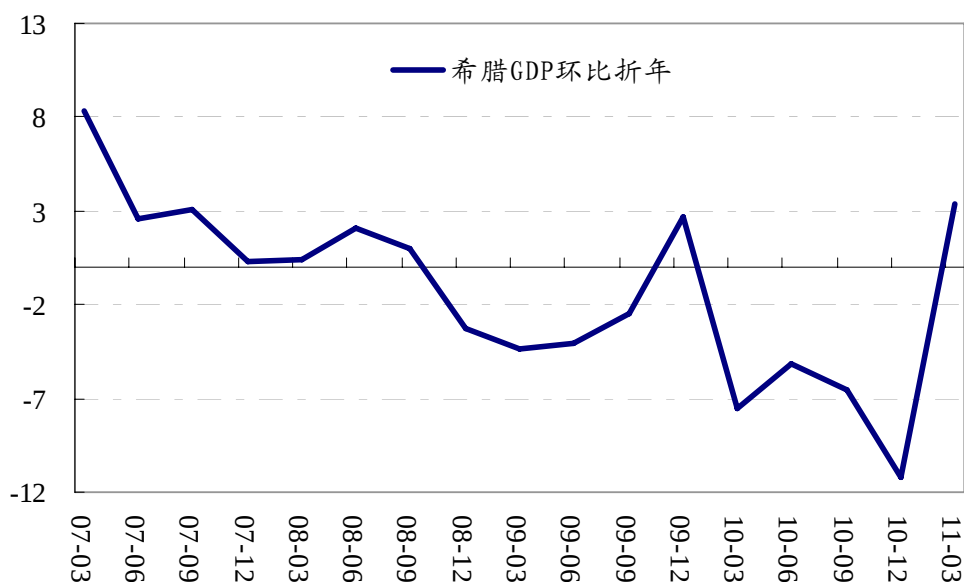


三、希腊经济小喜大悲

3.1 经济一季小幅反弹

希腊经济在 2011 年 1 季度弱势反弹，GDP 环比折年上涨 3.3%，2010 年 4 季度刚经历了 11.2% 的经济萎缩。

图 12:
 希腊 GDP 环比折年
 左轴单位: %



3.2 通货膨胀逐渐回落

希腊通胀逐渐回落，但在欧元区诸国中仍然偏高。

图 13:
 希腊 CPI
 左轴单位: %

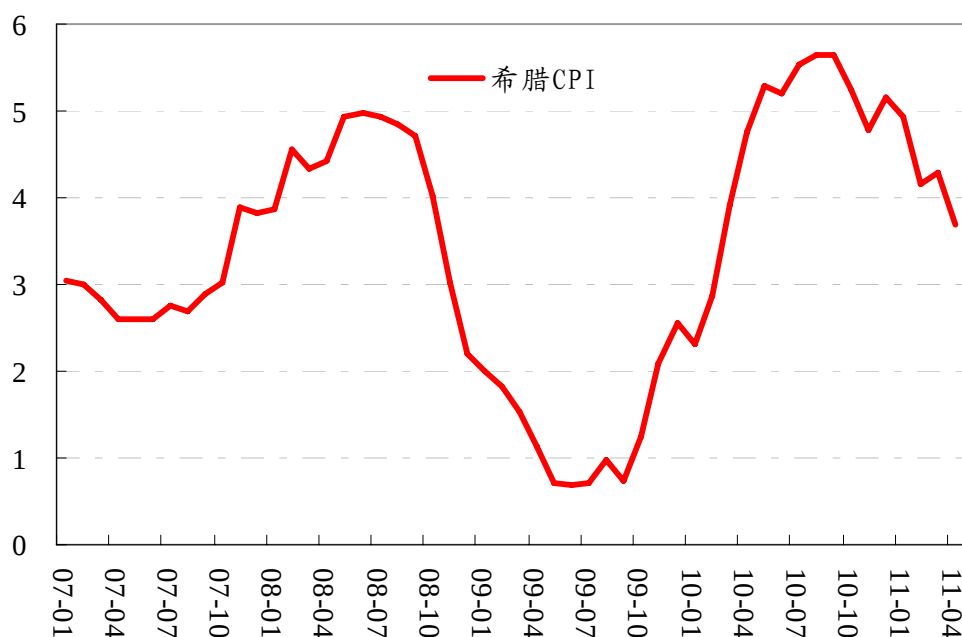
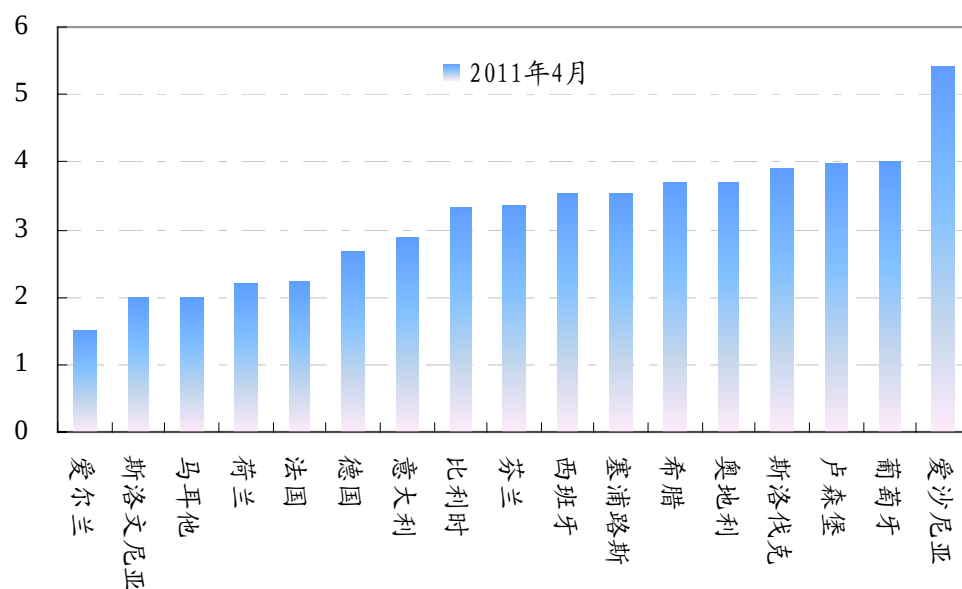


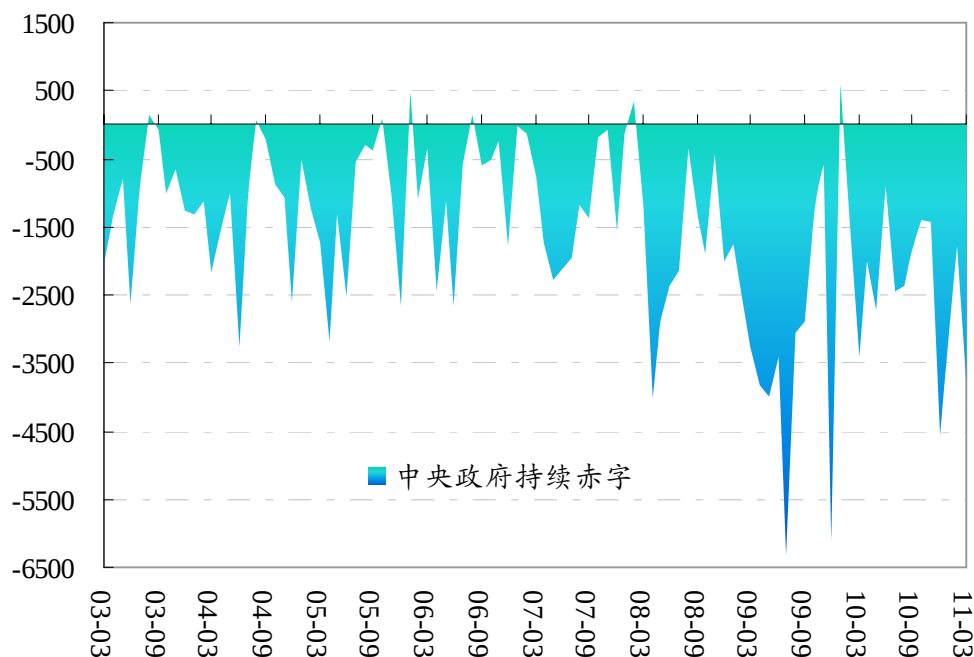
图 14:
 欧元区各国 CPI
 左轴单位: %



3.3 中央政府持续赤字

希腊中央政府持续赤字，几乎是早涝保赤。

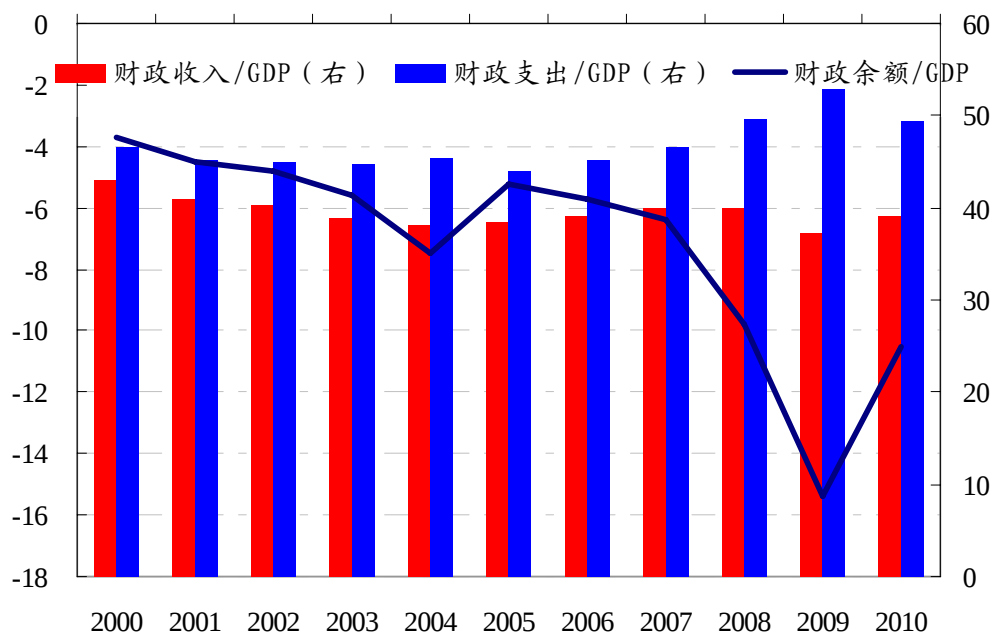
图 15:
 希腊中央政府持续赤字
 左轴单位: 百万欧元



3.4 财政赤字难以达标

2010 年希腊财政赤字率达到 10.5%，虽然比 2009 年的 15.4%，但是赤字达标仍然遥遥无期。

图 16:
 希腊财政收入/GDP、支出/GDP、余额/GDP
 左右轴单位: %



3.5 财政预算过于乐观

2010 年的利息支出率达到 5.5%，主要财政赤字率达到 4.9%。

希腊的财政预算总是过于乐观，真实财政赤字率总是高于预算水平。

图 17:
 希腊利息支出/GDP、主要
 财政余额/GDP
 左轴单位: %

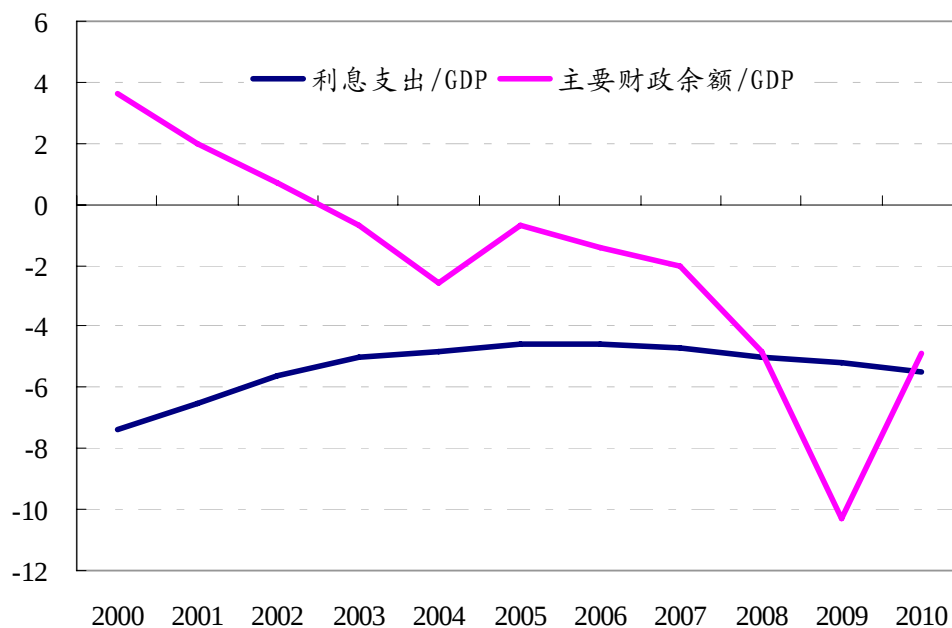
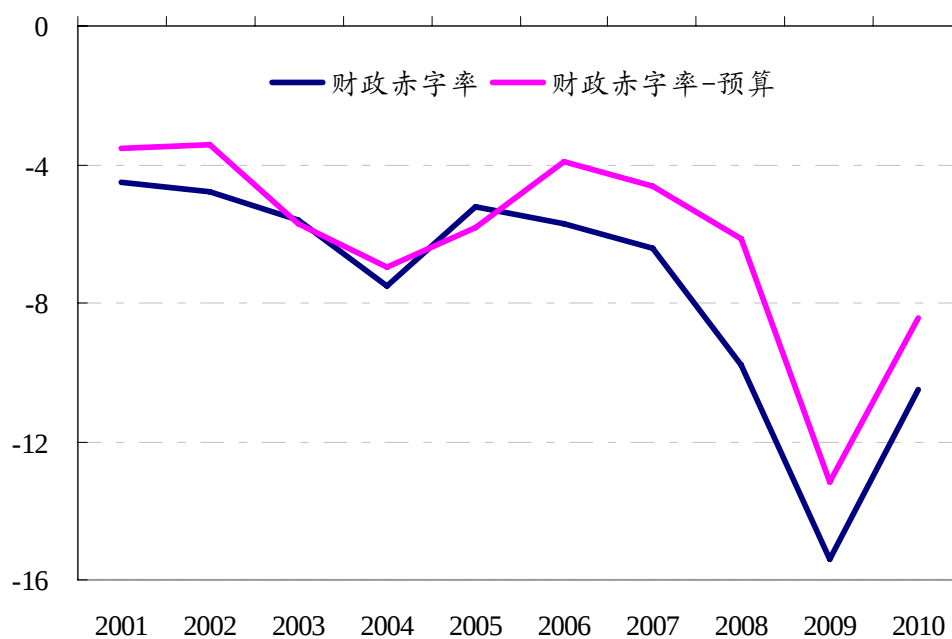


图 18:
 希腊财政赤字率、预算财
 政赤字率
 左轴单位: %



四、金融市场反应激烈

4.1 违约概率初显端倪

目前 5 年期国债 CDS 显示的违约概率，意大利为 12.52%，西班牙为 19.34%，爱尔兰为 43.85%，希腊为 69.36%，葡萄牙为 42.84%，德国为 3.47%。

图 19:
 欧元区国家违约概率、
 CDS 值

左轴单位: %

右轴单位: 1

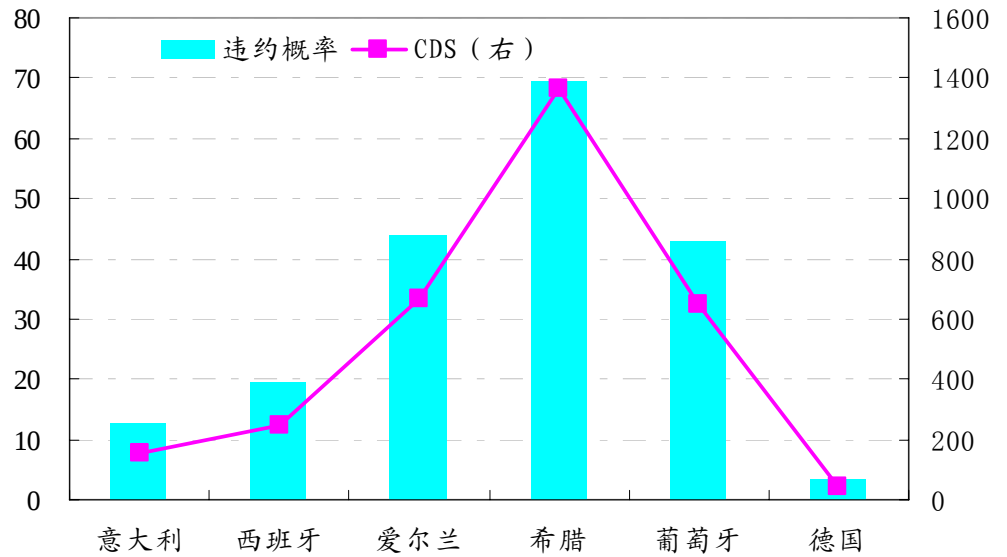
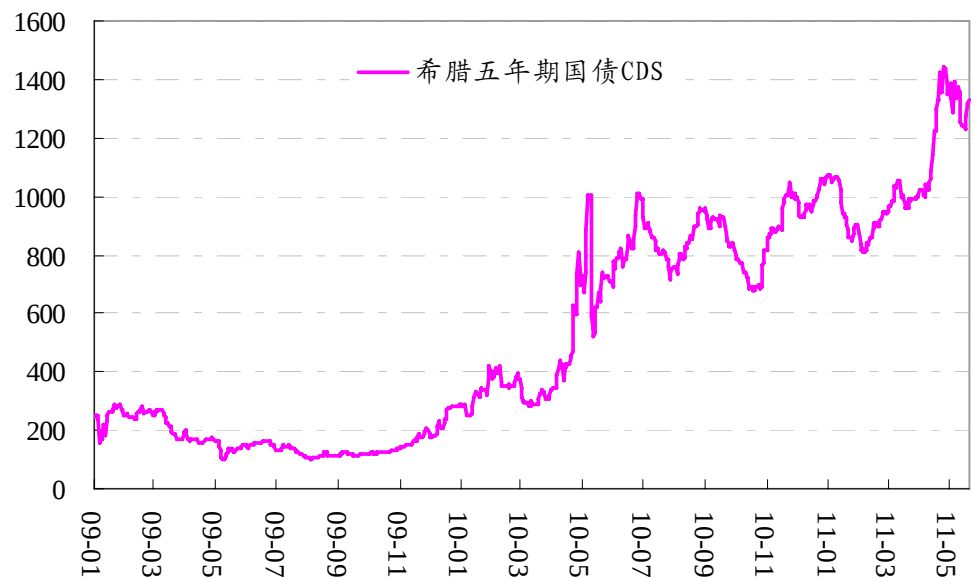


图 20:
 希腊五年期国债 CDS

左轴单位: 1



4.2 国债收益持续上升

本周希腊 10 年期国债收益率上升 109BP 至 16.651%，爱尔兰上升 0.7BP 至 10.517%，葡萄牙上升 6.1BP 至 9.276%，西班牙上升 20.6BP 至 5.465%，意大利上升 17BP 至 4.777%。

图 21:
 希腊 10 年期国债收益率
 左轴单位: %

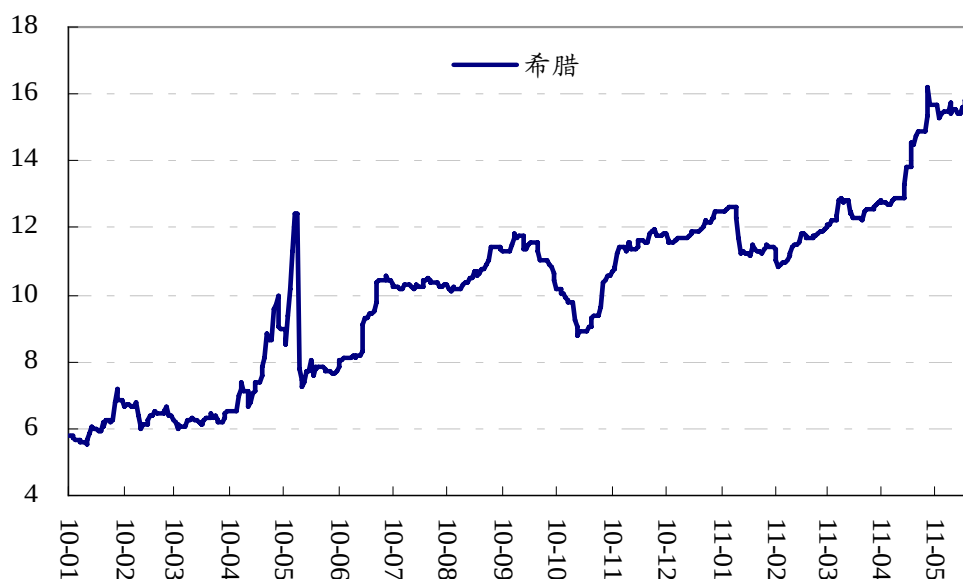


图 22:
 葡萄牙、爱尔兰 10 年期国债收益率
 左轴单位: %

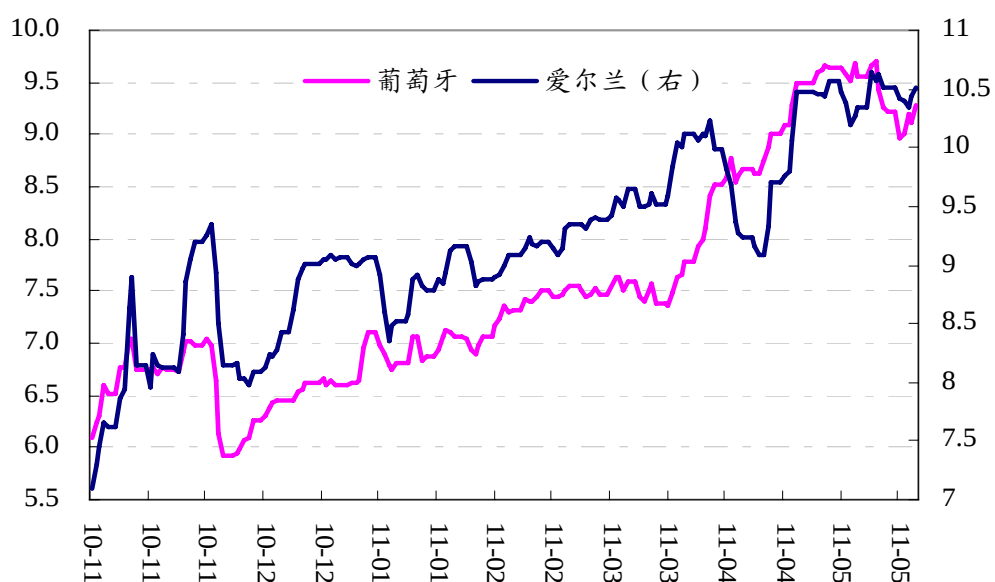
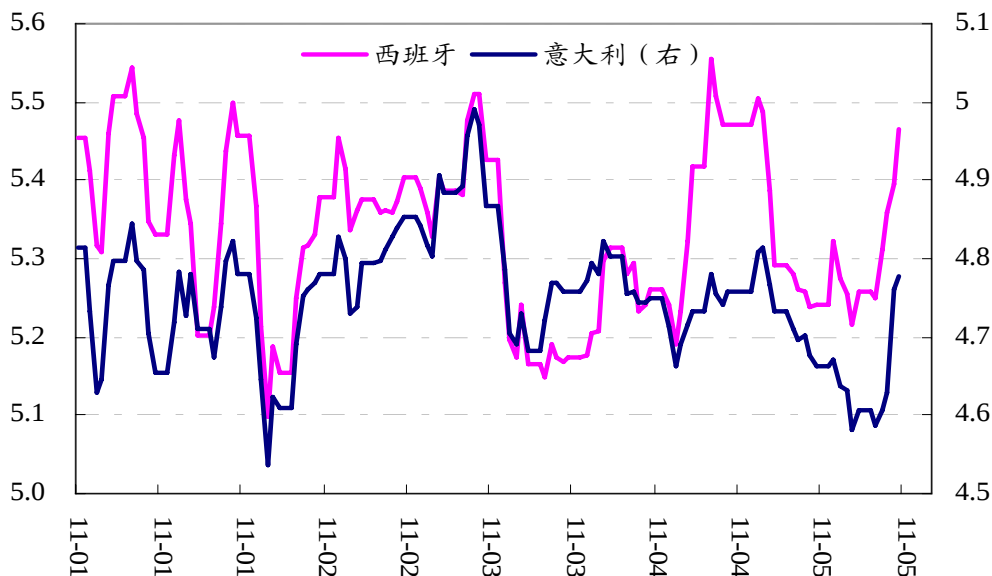


图 23:
西班牙、意大利 10 年期国
债收益率
左右轴单位: %



五、机制缺陷协调失败

Alesina and Drazen(1991)认为,在面临巨大经济冲击时,弱的联合政府容易耽误必要的财政调整。一个社会规划者(Social Planer)会对一个经济冲击很快作出反应,而在一个充斥党派和机会主义政治的现实世界里,会形成厌恶必要的财政调整的“拉锯战”。

对于志在紧密结合的欧元区来说,还缺乏一种强有力的机制来从制度上保证将债务问题控制在合理范围之内。后凯恩斯主义强调协调失败(Coordination Failures)在经济波动中的作用。欧元区在债务危机上的协调失败则会令各国政府、欧盟各机构各自为政,奔向最劣的纳什均衡。

边缘国家的债务危机并不可怕,可怕的是欧盟决策层的犹豫不决,边缘国家党政之争的鼠目寸光。

希腊问题的本质不是债务问题,而是机制问题,即在经济发展两级分化的欧元区如何权利义务对等,即债务膨胀的希腊等国需要接受何等合理约束和条件以获取德法等国的援助。欧元区债务危机的本质不是寻求如何让希腊财政走向健康(当然这个很重要),而是如何作为单一货币区共担风险。

变革的关键并非希腊等国的财政变革,而是欧元区的机制变革,这一大改革的延缓,很可能延误解决债务危机的时机。

所有数据均来自 WIND、CEIC、Bloomberg、其他相关网站、国泰君安证券

作者简介:**王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

姜超:

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		