

日期: 2011 年 5 月 25 日



首席宏观分析师 胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S08705101200216

市场为何不希望希腊债务重组

■ 主要观点:

债务重组的法定信用事件性

欧洲的影子银行体系非常发达。影子金融体系发生危机的实质,是普遍的信用事件发生,导致大量的衍生交易产品需要提前清算,从而导致金融机构资金链紧张,甚至断裂。而影子金融领域中大规模信用事件的发生,一定是受到了基础金融领域信用事件的激发。

债务重组正是导致或有支付事项发生,或交易双方提前清算义务和交割的一项信用事件。当这一信用事件发生时,影子金融市场将发生动荡,从而导致整体金融体系重趋紧张。

希腊债务重组风险可控

即使希腊无法避免债务重组行为,债务重组对金融市场的冲击也将有限。希腊政府应能避免债务重组的另外 2 种方式——不重组和完全重组,因而能债务重组的冲击降到最小。从宏观面上看,当前危机风险重上升的基础是政治,而非经济、金融基本面再度恶化。与 1 年前不同,当前全球经济复苏的基础更加牢固了。经过 2010 年的努力,欧洲等许多国家的金融体系已逐渐复原,金融机构盈利大幅增长。

报告编号:

相关报告:

《欧债主权债务风险上升难起波澜》

(2011 年 4 月 26 日)

希腊主权债务可能被迫重组的事件，成为近期欧债危机风险再度激化的催化因素。在上世纪 80 年代的拉美债务危机和 90 年代的亚洲金融危机期间，各方寻求债务重组正是国际社会解决危机的途径和化解危机之道。由于欧美发达经济体中影子金融体系的重要性，传统的化解债务危机的债务重组行为，却成了促使危机深化的重要事件。因此，我们看到了市场不希望希腊重组债务的反常行为。

债务重组的法定信用事件性

如同美国一样，欧洲的影子银行体系非常发达。影子银行体系运作的重要特征之一，就是衍生交易成为融资和风险管理的工具。由于影子金融体系发达，以及衍生品比传统金融工具远高得多的杠杆比例，衍生交易的规模早已超越了基础金融产品的规模。据国际互换和衍生品协会（ISDA）的估计，基础金融（债券、股票、信贷）市场规模和衍生市场规模的比例在 1: 10-1: 25 之间。

刚刚发生的次贷危机让我们认识到了影子金融体系对整个金融和经济体系的重要性。影子金融体系发生危机的实质，是普遍的信用事件发生，导致大量的衍生交易产品需要提前清算，从而导致金融机构资金链紧张，甚至断裂。而影子金融领域中大规模信用事件的发生，一定是受到了基础金融领域信用事件的激发。

债务重组正是导致或有支付事项发生，或交易双方提前清算义务和交割的一项信用事件。除了债务重组外，ISDA 规定的其它信用事件还包括：破产、无法支付、债务加速（由于参照实体违约导致债务提前到期和应付）、不能履行、拒绝履行、拖延履行。

政府主权债务在一般时期通常被看作是具有最高信用等级债务，因而被广泛用于构建各种信用衍生品种。对希腊政府这一主权债务主体来说，破产和无法支付是不可能的，也不是不能履行债务，更谈不上拒绝履行债务。但是，鉴于希腊政府的财政状况，希腊政府或许希望能够将债务重新安排，客观上，在原来的债务安排无法继续履行的情况下，债务重组对借贷双方都是有利的。债务重组改变了未来的现金流分布状况，建立在原有债务之上的衍生交易工具的系列复杂安排也被迫发生改变，对参与衍生交易的机构来说，有利借贷双方的债务重组安排，有可能是有利的。当这一信用事件发生时，影子金融市场将发生动荡，从而导致整体金融体系重趋紧张。

希腊债务重组风险可控

可见，债务重组被定义为信用违约事件。希腊主权债务如重组，那么金融市场将视希腊为“违约”，该国公债将不能被各金融机构用作抵押品，即使重组后希腊公债的价格上升，信用风险下降。因此，债务重组无论是对金融市场，还是对希腊政府的信誉，都是很大的冲击，

面对国际评级机构调降评级的落井下石行为，市场和希腊政府都力避债务重组。希腊政府与本周一（5月23日）紧急通过了一项缩减60亿欧元的财政新举措，并启动私有化计划，以重塑债权人相信该国能在不进行重组情况下偿还债务的信心。即使希腊无法避免债务重组行为，债务重组对金融市场的冲击也将有限。首先，在ISDA提供的四种债务重组处理方式中，有限重组的方式——修正重组（只重组到期日小于30个月的债券）和修正的修正重组（只重组到期日小于60个月的债券），对市场的冲击较为有限。希腊债务负担虽然承重，但超过5年的长期债务比重超过40%，还有1/3是在1年-5年之间，短期债务比重并不高。希腊政府应能避免债务重组的另外2种方式——不重组和完全重组，因而能债务重组的冲击降到最小。

从宏观面上看，我们认为，当前危机风险重上升的基础是政治，而非经济、金融基本面再度恶化。欧元体系决策程序虚增了危机风险。决策程序上的缓慢和不确定性，对当前欧元区债务危机的加深起了重要作用。即使当前欧洲二线国家面临债务到期无法偿还的风险上升，耗时费力的决策程序通常导致救助协议不能及时达成。在实践中，ECB、IMF和欧洲各国通常不能如市场预期的及时达成救助协议。在欧洲乃至世界经济增长前景确认、国际金融体系流动性充盈状态持续的情况下，欧洲主权债务风险上升，并不会引起债务危机重演，欧洲主权债务危机难以重起波澜。首先，宏观经济环境不同。与1年前不同，当前全球经济复苏的基础更加牢固了其次，当前的国际金融环境已大为改善。经过2010年的努力，欧洲等许多国家的金融体系已逐渐复原，金融机构盈利大幅增长。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。