

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

希腊债务问题在 7 月之前有望初步解决

2011 年 5 月 31 日

相关报告

110529

工业生产即将进入“主动去库存”阶段

110522

经济进入最难受阶段

110520

夏季用电缺口或拖累全年

GDP 0.4 百分点

110517

去库存是结构性而非全局性

110515

紧缩下经济已近临界点

110513

数量调控变灵活，警惕六月初加息

110511

发电量和结构性去库存制约工业生产，火电产能不足是伪命题

110509

硬币的另一面--刘易斯拐点后企业利润率必然下降吗？

投资要点

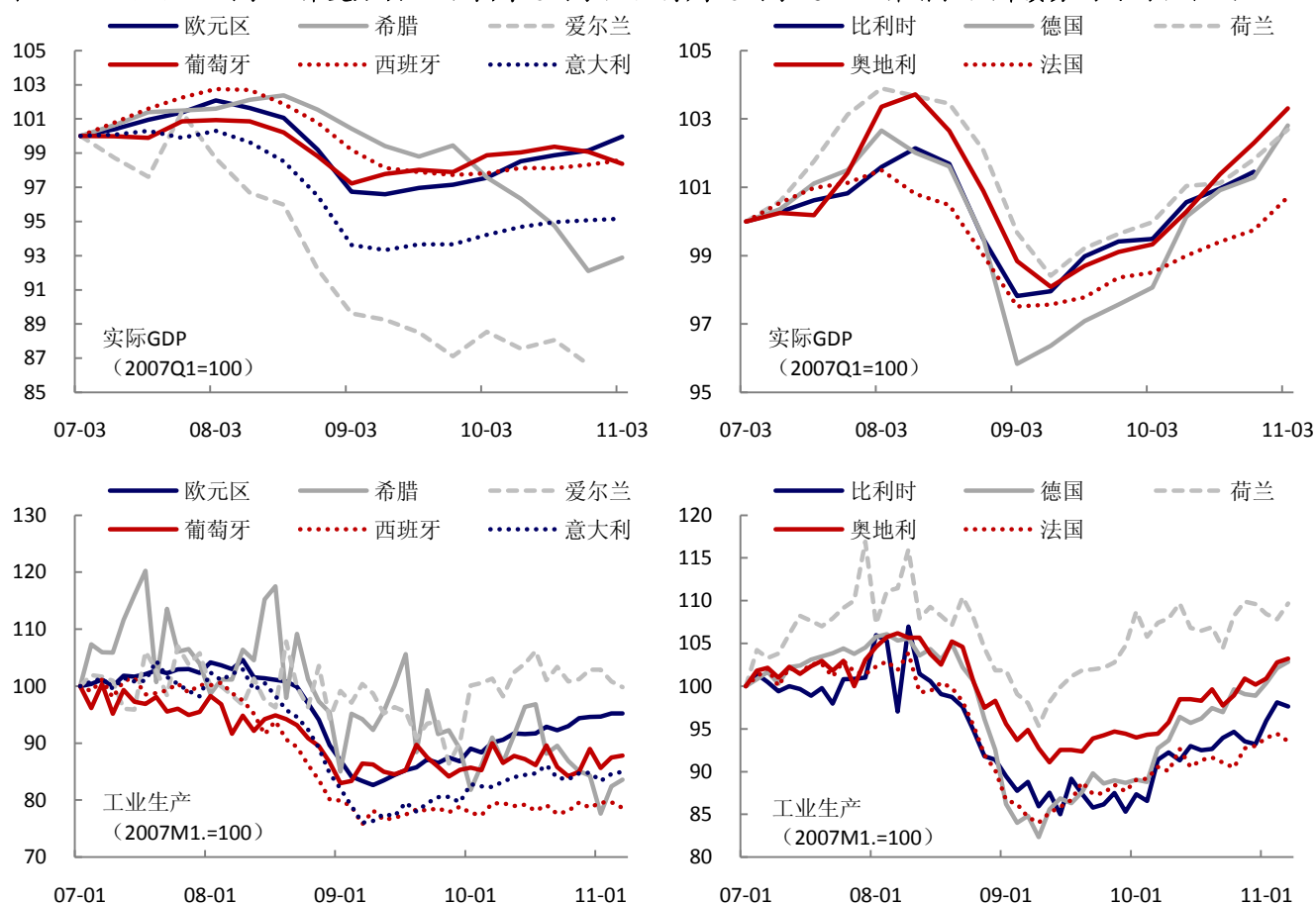
- **欧债危机再度激化，7 月之前希腊问题解决方案必须明朗。**本周希腊有望宣布新一轮削减支出计划以满足贷款条件。欧盟和 IMF 对希腊的评估报告也将出台。6 月 20 号财长会议有望最终确定解决希腊问题的方案。如果不能达成一致，希腊或将难以应对 7,8 月份的融资压力，危机将爆发。
- **资本市场融资受限，来自于 IMF 和欧盟的援助或是目前解决希腊债务问题的唯一出路。**没有 IMF 和欧盟的明确支持，希腊在资本市场上的融资或将被切断。由于希腊本已非常疲弱国内经济难以走出低谷，接受 IMF 和欧盟的贷款条件是希腊解决当前问题的唯一出路。
- **该出手时就出手，问题在于选票。6 月底财长会议是关键时间点。**无论是否出手救希腊，德国和法国的纳税人都要为此决定买单。对于德国和法国的政客来说，如何减少挽救希腊的成本以及最大限度的避免因此而导致的选票流失才是重要的考虑因素。总之，欧洲债务问题目前已经演变成了政治问题，而不是经济问题。
- **美元 vs 欧元：疲弱与更加疲弱之间的较量。**从资本市场表现来看，目前欧元区债务问题是局部性风险。但是，希腊债务问题不可避免会出现反复从而引发对欧元区债务问题的担忧。同时，对美国经济增长的担忧也会不断扰动资本市场。因此，美元和欧元都不是令市场感到安全的货币，在短期内美元和欧元难以走出趋势性行情，维持区间震荡的概率较大。这种走势是疲弱与更加疲弱货币之间强弱关系对比的体现。

欧债危机再度激化

最近欧元区债务问题又有扩大之势。由于市场担心希腊债务重组的可能性上升，希腊国债收益率再次小幅上行，2 年期收益率高达 26%，融资成本不可持续。同时，欧元集团主席容克警告希腊，如果希腊不能有效实施削减财政赤字以及私有化国有资产，希腊有可能不能获得 IMF 和欧盟的后续贷款。此外，评级机构标普在 5 月 23 日下调意大利前景评级至负面，惠誉也下调了比利时的前景评级。对欧债问题的担忧也推升了避险情绪，欧元出现了较为明显的回调。

- 欧元区内部核心国家与周边国家经济恢复程度不一，周边国家经济复苏明显偏弱，加剧债务问题。从 GDP 和工业生产来衡量，欧元区核心国家的复苏程度明显好于周边国家，从而带动了欧元区整体的经济复苏。从 GDP 来看，爱尔兰和希腊甚至没有呈现明显的复苏，而整体欧元区已经恢复到 2007 年 1 季度的水平。疲弱的经济复苏力度无疑加剧了欧元区周边国家的债务问题。
- IMF 与欧盟所施加的削减财政赤字的条件在短期内反而抑制周边国家经济复苏。在 2010 年 5 月欧债危机高峰时期，欧盟联合 IMF 出手援助希腊（合计 1100 亿欧元，欧盟出资 800，IMF 出 300），但同时也施加了苛刻的条件，帮助希腊暂时渡过难关。1 年之后，希腊经济不仅没有好转，反而有所恶化。削减国内开支计划等措施因遭到了反对党以及选民的反对而不能有效推进。这反而又引发了欧元区核心国家和 IMF 的不满，警告希腊有可能不能获得后续贷款。

图 1：欧元区核心国家经济复苏明显好于周边国家，使得周边国家通过经济增长化解债务的可行性较弱



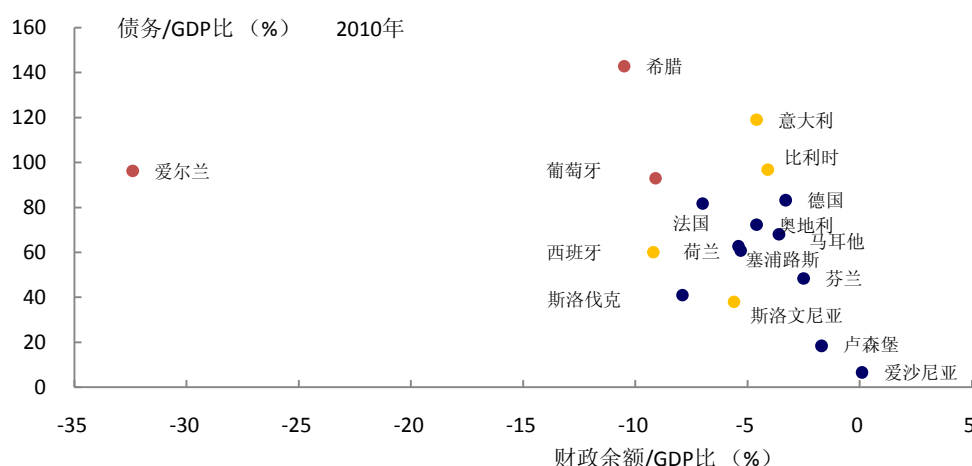
数据来源：Bloomberg，兴业证券

图 2: 欧元区主要国家债务/GDP 比、财政余额/GDP 比一览

	2011 年预测值		主权信用评级			主权信用评级展望
	赤字/GDP 比	债务/GDP 比	标普	惠誉	穆迪	
希腊	-7.4	139	B	B1	B+	——
爱尔兰	-10.8	102	BBB+	Baa3	BBB+	负面
葡萄牙	-5.6	87	BBB-	Baa1	BBB-	负面
西班牙	-6.2	70	AA	Aa2	AA+	负面
意大利	-4.3	120	A+u	Aa2	AA-	负面
比利时	-3.9	103	AA+u	Aa1	AA+	负面
德国	-2.3	77	AAAu	Aaa	AAA	稳定
法国	-6	88	AAAu	Aaa	AAA	稳定
荷兰	-3.8	69	AAAu	Aaa	AAA	稳定
奥地利	-3.1	72	AAA	Aaa	AAA	稳定

数据来源: Bloomberg, IMF, 兴业证券

图 3: 欧元区债务/GDP 比、财政余额/GDP 比一览 (红点为受援助国家, 黄点为信用前景负面国家): 意大利和比利时的债务/GDP 比相对较高



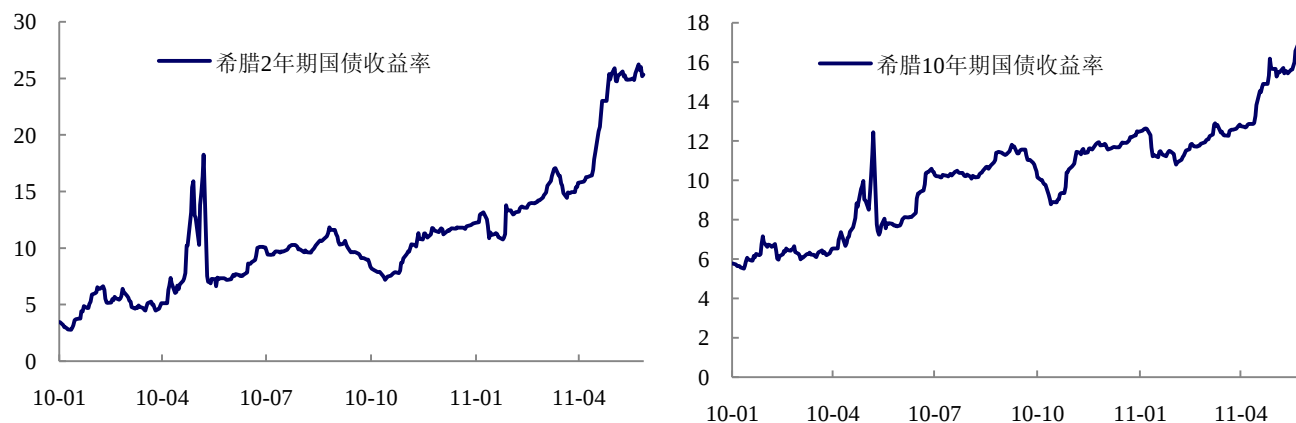
数据来源: Bloomberg, 兴业证券

来自于 IMF 和欧盟的援助或是目前解决希腊债务问题的唯一出路, 但并不意味着希腊的经济会就此走出低谷, 希腊将不得不长期忍受债务问题的折磨。

- 希腊在资本市场上的融资能力受限。虽然希腊国债的收益率处于高位, 但是欧元区其他国家还是减持了希腊债券。没有 IMF 和欧盟的明确支持, 希腊在资本市场上的融资或将被切断。由于希腊本已非常疲弱国内经济难以走出低谷, 接受 IMF 和欧盟的前提条件 (残酷的财政紧缩政策, 私有化) 是当前解决希腊问题的唯一出路, 但希腊将不得不长期忍受债务问题的折磨。
- 意大利、西班牙和比利时目前尚未面临融资困境。从意大利、西班牙和比利时的情况来看, 与德国的 10 年期国债息差以及 5 年期 CDS 利差均远低于希腊、爱尔兰和葡萄牙, 国家融资尚不存在问题。另外, 未来 3 个月也并没有面临高额的到期债务。从实际 GDP 的量来看, 意大利的状况较西班牙、比利时较差, 实际 GDP 增长缓慢, 且离危机前水平较远, 对债务/GDP 的改善仍需借助国内财政紧缩政策的出台。
- 欧债危机蔓延至核心国家是个小概率事件, 下调评级展望政治因素大于实际债务风险。5 月 21 日、24

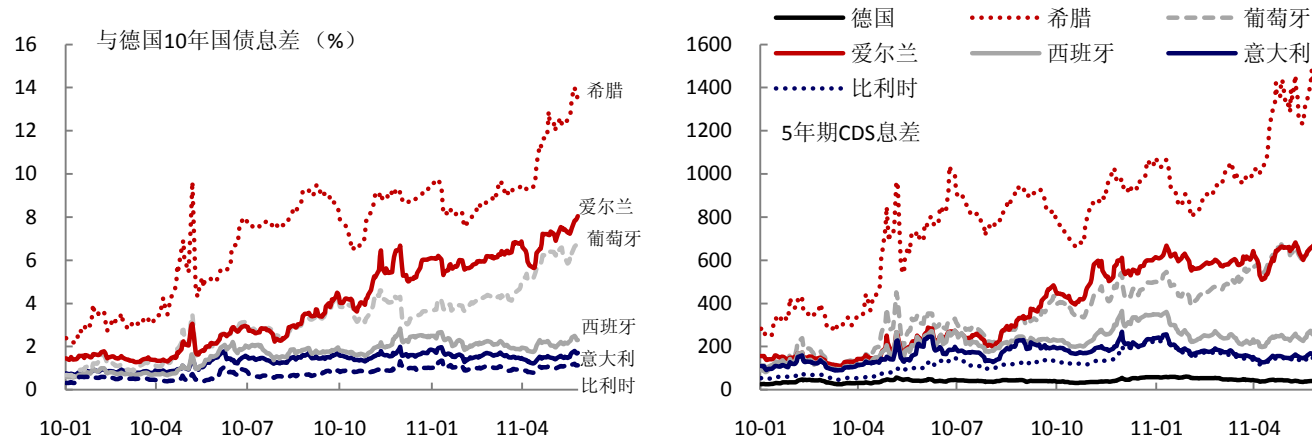
日，标普、惠誉分别下调意大利和比利时的主权评级展望至负面，受此影响，本周欧元一度突破 1.40 的下限。市场唯恐欧元区债务危机蔓延至核心国家，但我们认为此次下调评级展望类似此前下调美国评级展望，政治因素大于实际债务风险。标普认为意大利债务/GDP 较高，却没有严厉的财政紧缩政策；而惠誉认为比利时从去年 6 月以来一直处于 7 党联合执政的临时政府状态，政局不稳会影响国债的发行以及财政政策的实施。

图 4：希腊从资本市场的融资能力受到高企的债券收益率的拖累



数据来源：Bloomberg，兴业证券

图 5：西班牙、意大利和比利时 10 年期国债收益率远低于希腊、爱尔兰和葡萄牙，国家融资尚不存在问题 图 6：西班牙、意大利和比利时 5 年期 CDS 息差近期没有上升趋势



数据来源：Bloomberg，兴业证券

图 7：意大利、西班牙和比利时概况：2010 年公共债务和财政赤字均有所改善

	意大利	西班牙	比利时
政治状况	没有明确的财政紧缩方案 总理丑闻较多	执政党竞选失败,但去年出台了紧缩方案	去年 6 月以来为 7 党联合执政的临时政府
债务/GDP 比变化 (2010-2009)	2.90%	6.80%	0.60%
赤字/GDP 比变化 (2010-2009)	-0.80%	-1.90%	-1.80%
6-8 月到期债务(本金+利息, 百万欧元)	86670	18572	15376
2010 季度平均 GDP (百万欧元)	387204	265648	88236
GDP 占欧元区总量(基于 2010 年数据)	12.57%	8.66%	2.86%

数据来源：Bloomberg，CEIC，兴业证券

该出手时就出手，问题在于选票。6月底财长会议是关键时间点

无论是否出手救希腊，德国和法国的纳税人都要为此决定买单。欧盟在目前还有能力让苦心经营了 13 年的欧元区保持完整。对于德国和法国的政客来说，如何减少挽救希腊的成本以及最大限度的避免因此而导致的选票流失才是重要的考虑因素。总之，欧洲债务问题目前已经演变成了政治问题，而不是经济问题。

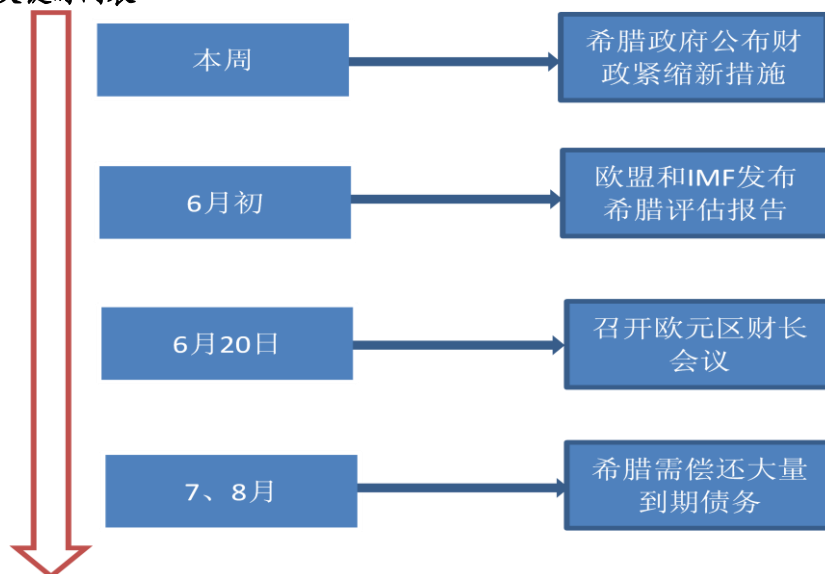
- 欧洲核心国家（主要是德国和法国）不得不把握好维护欧元区完整与维护自己政党在国内选票之间的平衡。把握这种平衡的最有可能的结果将是在危机恶化时不得已而出手救助希腊，只有在这种情况下才能最大限度的避免国内选民流失（与 2010 年 5 月份情形类似）。希腊的债务主要由欧洲国家持有，尤其是德国和法国两个国家持有较多。从德国金融机构对希腊的风险敞口来分析，德国的国有和州立的金融机构对希腊的风险敞口占比高达 78.2%，在这种情况下，无论希腊债务危机是否会解决，德国的纳税人将不可避免的出钱。因此，希腊债务问题在短期内一定会得到解决，不确定的只是时间点的选择。目前，德国和法国只是希望从希腊政府能多压榨一点油水（减少自己的出资额）而已，比如通过变卖希腊国有资产或强制希腊实施苛刻的财政紧缩以偿还债务。如果通过发行债券融资（2 年期国债发行利率 26%，10 年期 16%）与变卖国有资产不能取得预期效果，希腊债务重整或仍不能避免。
- 在 2011 年 7，8 月，希腊有大量到期债务需偿还，是一个值得关注的时间点。在此之前，IMF 与欧盟应该能就对希腊援助问题达成协议。本周，希腊政府将公布新措施，包括支出削减计划，税收调整和私有化。而欧盟和 IMF 的评估报告也将在 6 月初揭晓。在 6 月 20 日，欧元区财长会议将召开，届时，希腊债务危机在短期内有望得到平息。
- 德国央行在欧央行中的出资占比约为 25%，而目前欧央行已经购买了大量希腊国债。债务重整意味着欧央行所购入的希腊国债将面临巨幅减值，德国央行也将因此而面对损失。
- 希腊债务重整或将导致连锁反应，不仅冲击欧元区核心国家的银行体系，而且也会引发市场对其他周边国家的担忧，政治及经济后果更加令人担忧。

图 8：欧元区重要人物对希腊重组表态

日期	人物	职位	言论
2011-5-17	默克尔	德国总理	拒绝希腊债务重组计划 将有损欧元区信誉
2011-5-27	朔伊布勒	德国财长	违约可能造成严重并且不可预测的后果
2011-5-27	特里谢	欧央行行长	希腊需要严格执行改革计划，反对希腊债务重组
2011-5-30	斯马吉	欧央行理事	希腊可以有条不紊地进行债务重组的想法简直“异想天开”
2011-5-31	容克	欧元集团主席	希腊大量债务全部重组不在考虑范围之内

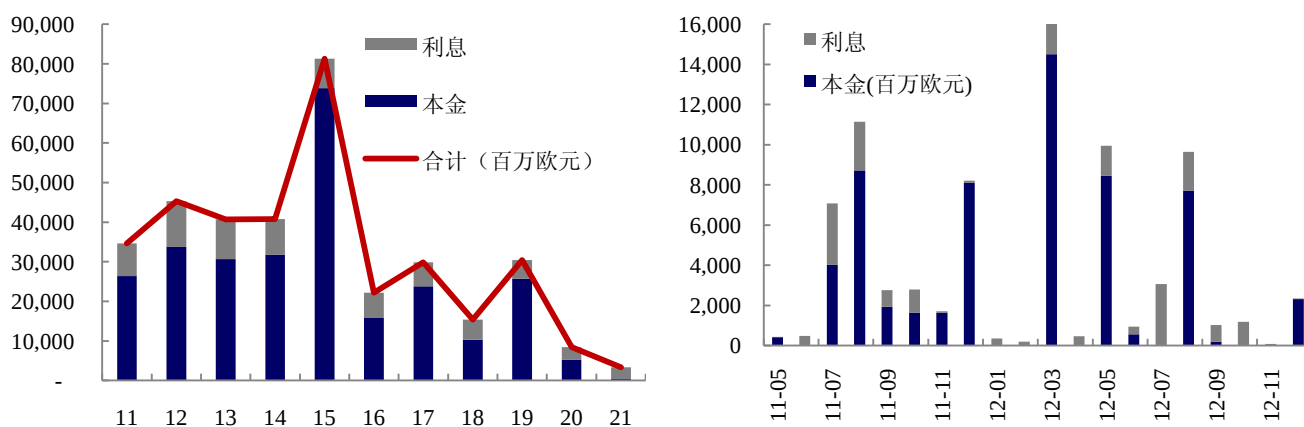
数据来源：兴业证券整理

图 9: 解决希腊问题关键时间表



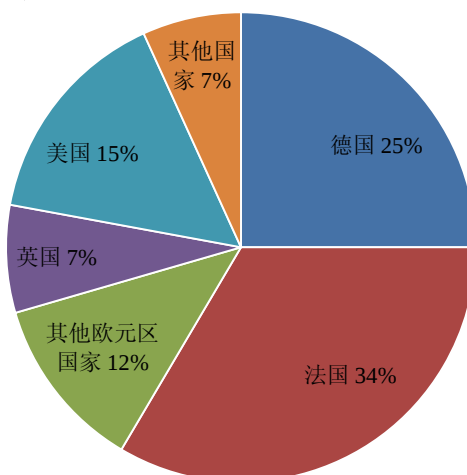
数据来源: 兴业证券整理

图 10: 希腊债务到期分布显示 7,8 月份再融资的压力显著。在此之前, 会有明确解决方案。



数据来源: Bloomberg, 兴业证券

图 11: 德国和法国金融机构对希腊的风险敞口较大



数据来源: BIS

图 12: 出手还是不出手, 都是纳税人要出钱 (德国金融机构对希腊主权债务风险敞口分析)

银行性质	金融机构名称	风险敞口 (百万欧元)	占比
商业银行	Commerzbank	2,900	21.8%
	Deutsche Bank (including Postbank)	1,601	
	DZ Bank	1,002	
联邦州立银行	Landesbank Baden-Wuerttemberg	1,389	10.1%
	Landesbank Berlin	364	
	HSH Nordbank	295	
	NordLB	197	
	BayernLB	121	
	WestLB	97	
	Landesbank Hessen-Thuringen	78	
国有银行或在危机中被国家接管银行	FMS Wertmanagement (bad bank for Hypo Real Estate)	7,400	68.1%
	Erste Abwicklungsanstalt (bad bank for WestLB)	1,400	
	Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW)	8,400	

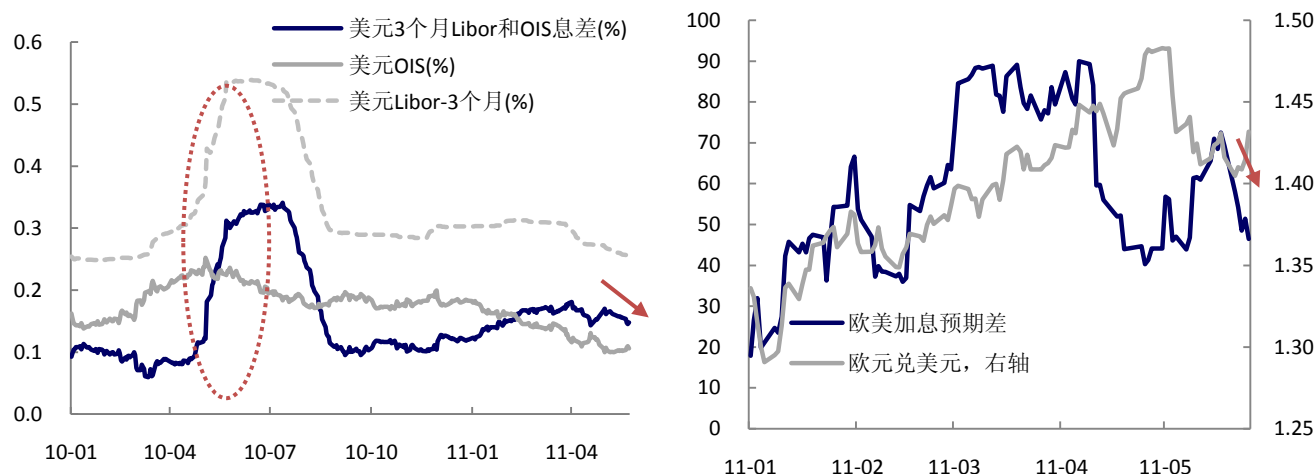
数据来源: 兴业证券整理

美元 vs 欧元: 疲弱与更加疲弱之间的较量

与 2010 年 5 月份不同, 衡量信用市场风险的 Libor-OIS 利差处于低位, 说明资本市场认为欧元区债务问题目前是局部性风险。但是, 希腊债务问题不可避免会出现反复从而引发对欧元区债务问题的担忧。同时, 对美国经济增长的担忧也会不断扰动资本市场。因此, 美元和欧元都不是令市场感到安全的货币, 在短期内美元和欧元难以走出趋势性行情, 维持区间震荡的概率较大。这种走势是疲弱与更加疲弱货币之间强弱关系对比的体现。

- 此次欧债危机重燃尚未对金融市场产生影响。从衡量信用市场风险的美元 3M Libor 和 OIS 息差来看, 去年欧债危机时, 息差大幅走高, 而此次, 息差则小幅向下。从美元 OIS 及 3M Libor 本身来看, 也是一致向下的趋势, 也和上一次美元 3M Libor 快速上升截然不同。两次表现的差异至少说明银行间市场认为无论是核心国家评级前景的下调还是希腊面临违约风险都是局部性风险。
- 欧元近期走势的主要影响因素在其债务危机的发展。我们认为近期经济数据走弱可能对欧元产生负面影响, 但尚不能成为主要因素。因为当前经济增速放缓不是一个局部问题, 而是一个全球现象。同时, 欧央行近期不会有超预期的举动, 其加息步伐可能受制于加剧的债务风险和放缓的经济增速以及由此所导致的温和的通胀预期 (而在 4 月份, 对欧元区和美国加息预期的差异大幅推升了欧元走强)。市场对欧元区加息预期明显回落也意味着来自于息差的贡献或将明显减弱, 短期内没有足够的原因支持欧元趋势性走强。

图 13: 美元 3M Libor 和 OIS 息差的走势和去年欧债危机图 14: 欧美加息预期差收窄不支持欧元趋势性走强
 机时截然不同, 指向目前欧债危机为局部性风险



数据来源: Bloomberg, 兴业证券

- 受不利经济数据影响, 美元走势与黄金瑞郎背离, 说明市场对美元与欧元都不信任。避险功能在黄金与瑞郎上得以明显体现, 近期明显上升。而美元的避险功能趋弱, 说明市场对美元和欧元都不信任。近期公布的美国经济数据进一步证实美国经济增速放缓, 也不支持美元趋势性走强。5 月里士满联储制造业指数由 10 降至-6, 远低于市场预期中值 9。结合前期公布的 5 月费城、纽约联储制造业指数来看, 作为经济复苏前期助推器的制造业将大幅度放缓。
- 美元走势近期受经济数据影响大于避险情绪。影响美元指数走势主要有以下 3 个因素: 1) 美联储政策、2) 经济数据公布、3) 避险情绪。在 6 月底 QE2 结束前, 美联储高概率维持现有政策。5 月 19 日公布的 4 月会议纪要则基本排除了今年加息的可能性。根据我们的判断, 美联储最早会在 3 季度展开缩减资产负债表讨论, 11 月会议上公开宣布。所以近期美联储不会出现超预期的行为, 对美元的影响力有限。目前美国经济数据显示经济放缓超预期, 2 年期、10 年期国债收益率均大幅下滑, 欧债危机驱动的避险情绪不及经济数据疲软对市场的打击。

图 15: 避险功能在黄金和瑞郎上得以明显体现, 经济数据图 16: 美国 2、10 年期国债收益率均大幅下滑, 对美国
 据制约美元上升 经济增长前景变得悲观

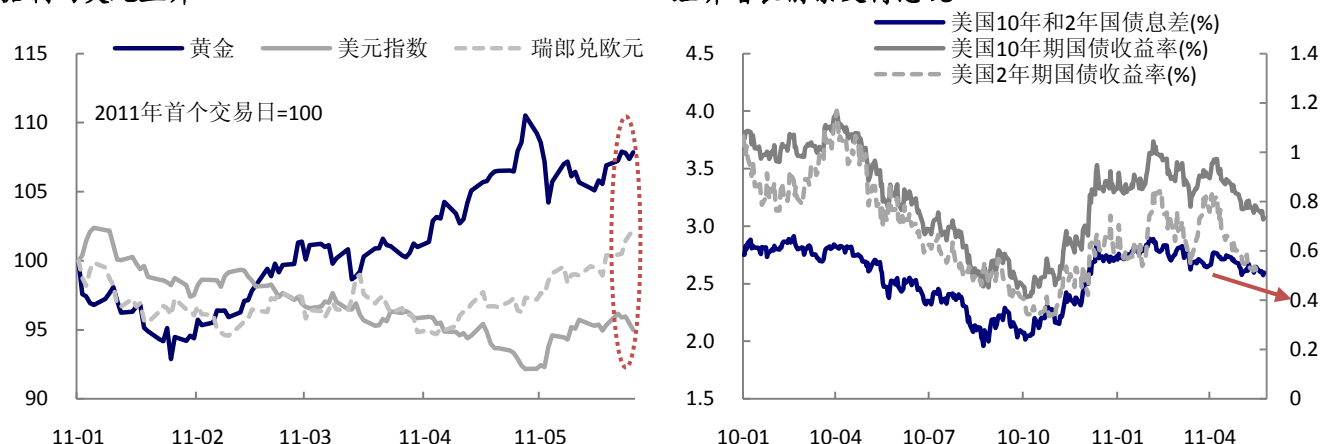
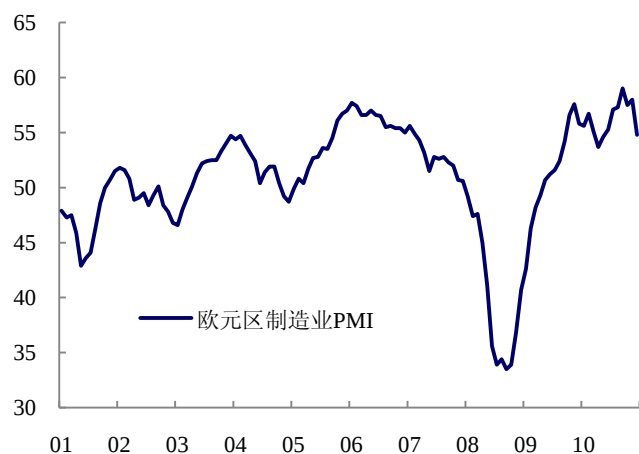
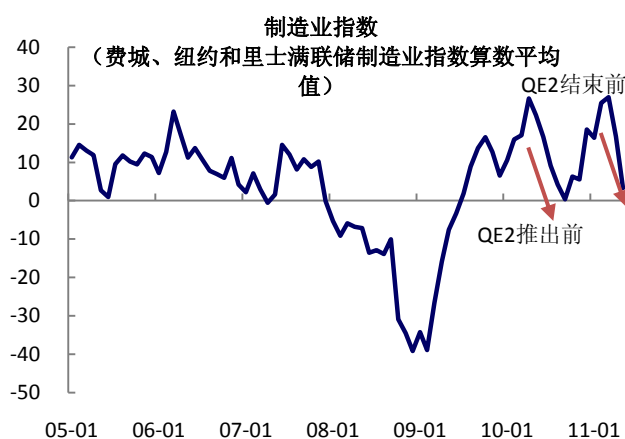


图 17: 欧元区制造业 PMI 指向欧元区复苏力度趋缓



数据来源: Bloomberg, 兴业证券

图 18: 美国制造业 PMI 指向美国经济复苏疲弱



投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。