



峭壁边缘的欧债

数据与事件:

- 6月中旬开始,各机构先后再次下调希腊的主权债务信用评级;6月29日希腊议会为了得到救助款,通过了780亿欧元的财政紧缩计划。
- 欧洲财长会议暗示希腊债务可能有重组的风险。
- 意大利主权信用评级被下调,7月14日,其十年期国债拍卖收益率再创新高。

报告摘要:

- “欧洲金融稳定安排”这一以流动性保障换取财政整固时间的策略最终失败了;希腊,甚至包括葡萄牙和爱尔兰,都极不可能在不实施大规模的债务重组的情况下以“可忍受”的条款在市场上筹到资金。更值得关注的是,未来希腊会以何种安排进行债务重组。
- 可能出现的希腊债务重组方式一是EFSF在二级市场购买国债或者进行债务互换;另一种可能是“维也纳模式”,即债权人以自愿的方式买入出事国家的新债务,但不要求额外的风险溢价,等于变相让债务延期;如果说德国强调私人部门参与的重要性的话,那么欧洲央行和法国则强调这个过程中的自愿性。
- 欧洲必须确保相关的救助计划有可靠的债务格局和融资渠道,同时还必须坚决要求希腊这样的国家进行结构改革和私有化。说白了就是坚持对问题国家的低成本输血,并敦促其出售部分公共资产并进一步紧缩财政,因为期望仅通过财政整固解决问题无异于天方夜谭。
- 关于希腊问题解决方案的重大意义不仅在于其对欧元区其它国家债券市场的连带拖累,因为无论希腊债以何种方式“重组”,其它国家必然会被评级机构以同样的逻辑推演为理由下调评级。
- 长期来看,欧元区度过这次危机的唯一途径必然是让希腊、葡萄牙和爱尔兰逐渐摆脱对救助措施的依赖,重返私人信贷市场融资;但这个过程中累积的巨大的经济成本和社会成本可能让这些国家选择另外一条路,那就是离开欧元区。

宏观经济研究组

分析师:

邴彬 (S1180511050001)

联系人:

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

李伟杰

电话: (8610) 8808 5267

Email: Liweijie@hysec.com

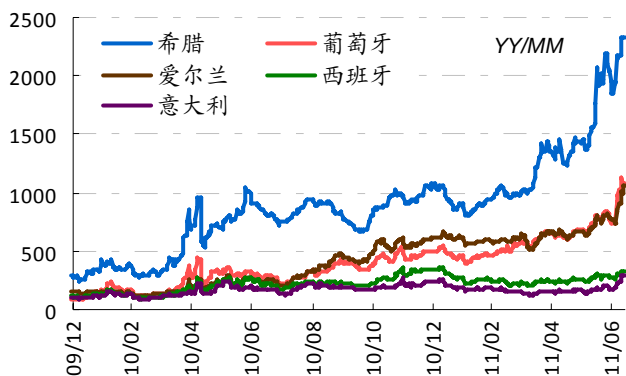
相关研究

- 流动性锦标赛: 大经济体货币政策前瞻 2011-04-24
- 消费的新支点: 个税改革与保障房建设 2011-04-06
- 日本大地震的经济余波与风险提示 2011-03-13
- 全球宏观大图景中东篇: 油与血 2011-03-13
- 2011年宏观经济十大预测: 从危机后到后危机 2011-01-11
- 全球宏观经济大图景: 三次失衡、三个世界、三足鼎立 2010-11-23
- 日本: 高收入水平陷阱 2010-09-27
- 欧元本纪系列 2010-04-2010-09
- 亚洲升腾: 贸易分工, 货币锚定和地缘博弈 2010-08-09
- 全球宏观大图景: 危机纪年表 2010-01-07

对于“PIIGS”来说，债务危机早已不是什么新鲜事了。在2010年5月初，糟糕的财政赤字、高企的债务余额和悲观的经济增长预期，再加上市场的恐慌和投机资本的推波助澜，一度将希腊和葡萄牙等国的主权债务推向崩溃的边缘。最后，为了巩固经济复苏、更为了挽救欧元区、彰显欧洲的团结，欧盟和IMF用一张7500亿欧元的巨额支票平息了市场动荡，该安排的核心部分后来被制度化为“欧洲金融稳定安排（简称EFSF）”。但是，这以流动性保障换取财政整固时间的策略在一年后还是失败了。

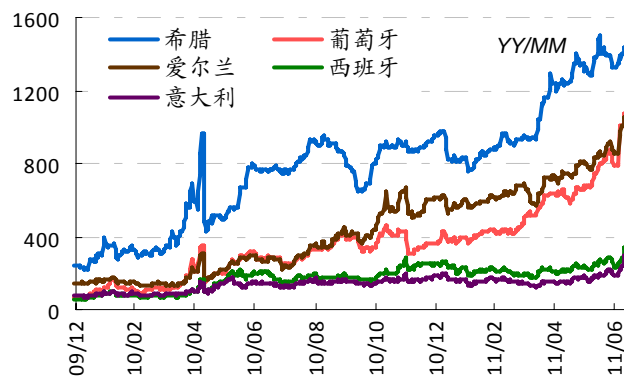
以希腊为例，在这一年多的时间中财政整固收效甚微：其2010年GDP收缩4.35%，年赤字率仍然高达10.3%，公共债务率预计将在2011年突破150%的高位。6月13日，标普将希腊的主权信用评级从B降至CCC后，希腊成为了世界上信用等级最低的经济体；而其主权资产CDS报价和国债到期收益率都屡创新高——希腊的主权债务已经被市场抛弃了。

图 1：5 年期主权资产 CDS 报价（BP）



数据来源：Bloomberg，截至2011/7/14；宏源证券研究所

图 2：十年期国债到期收益率与德国之差（BP）



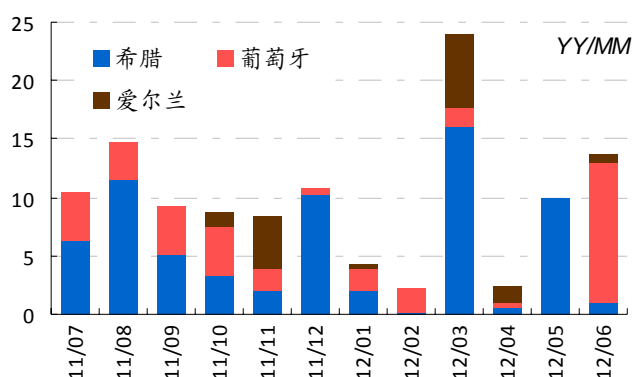
数据来源：Bloomberg，截至2011/7/14；宏源证券研究所

欧洲央行官员虽在多个场合声称欧元区政府不会违约，竭尽所能维护自身形象；但市场对防火墙内的希腊没有任何信心。在前不久召开的欧盟各国财长会议中首次出现了警告：希腊可能要通过某种形式的债务违约来削减债务，以防止债务危机蔓延至欧元区中的其它大型经济体。对于先后被评级机构调低主权信用评级的“PIIGS”来说，这无疑于雪上加霜，更对金融市场产生了直接的冲击。

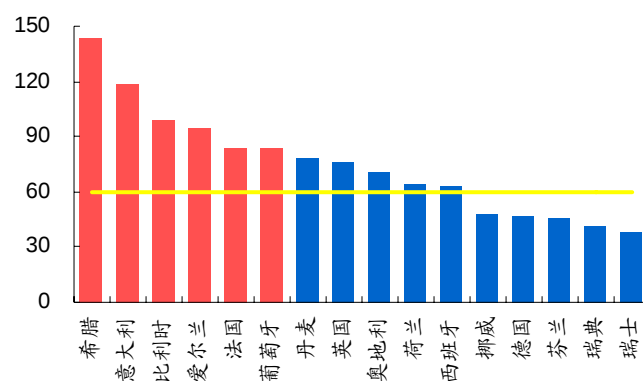
就目前来看，第二笔救援款到位后的希腊短期内虽可歇一口气，但基本面因素没有任何改变；其6月29日通过的780亿欧元的财政紧缩计划不过是一年前情景的重演而已，不同的是，这次政府与市场都对希腊失去了信心。长期来看，欧洲必须确保相关的救助计划有可靠的债务格局和融资渠道，同时还必须坚决要求希腊这样的国家进行结构改革和私有化。说白了就是坚持对问题国家的低成本输血，并敦促其出售部分公共资产并进一步紧缩财政，因为期望仅通过财政整固解决问题无异于天方夜谭。

按照目前的市场情况推演，希腊，甚至包括葡萄牙和爱尔兰，都极不可能在不实施大规模的债务重组的情况下以“可忍受”的条款在市场上筹到资金。更值得关注的是，未来希腊会以何种安排进行债务重组。首先，让已经结束了非常规货币政策，并进入加息周期的欧洲中央银行违背《马约》再次进行债务购买显然不可能。其次，欧盟各国的公共部门自生有不同程度的财政收缩压力，民选政府不会愿意承担太多成本和政治风险进行财政转移；而且，过去的经历意味着，依赖公共部门的合作来解决危机可能将债务

危机转化为政策协调危机。再次，要如德国所强力主张的，吸引私人部门资源参与重组的话，唯一的办法是在 EFSF 的组织下，实行债务互换，并且将这种安排长期化。这种安排类似于 1989 年拉美债务危机时期“布雷迪计划”，但是其操作方法制度上暂不允许。最后，德国最新的倡议是希望以“维也纳模式”解决到期债务问题，在这一模式下，债权人以自愿的方式买入出事国家的新债务，但不要求额外的风险溢价，等于变相让债务延期；如果说德国强调私人部门参与的重要性的话，那么欧洲央行和法国则强调这个过程中的自愿性。信用评级机构也表示，如果延期还款安排是强制性的，那么可能会构成债务重组，从而被视为违约，这将触发欧洲金融市场剧烈动荡。而惠誉周三更是强硬表态，即便自愿行为的债务展期也将被视为债务重组，并面临降级风险。

图 3：“PIG”主权债务到期偿付压力（十亿欧元）


数据来源：Bloomberg，截至 2011/7/14，包括利息与本金；宏源证券研究所

图 4：公共债务率（占 GDP 百分比）


数据来源：Bloomberg，占 2010 年 GDP 百分比，债务余额 2011/7/14 末市值；宏源证券研究所

长期来看，欧元区度过这次危机的唯一途径必然是让希腊、葡萄牙和爱尔兰逐渐摆脱对救助措施的依赖，重返私人信贷市场融资；但在这个过程中累积的巨大的经济成本和社会成本可能让这些国家选择另外一条路，那就是离开欧元区，从目前的局势演进来看，这个可能性不小。一年前处于十字路口的欧元区，最终选择了财政整固的道路，而当初或许除了倒退以外，其它的路最终都通向峭壁，现在处于峭壁边缘的希腊就是佐证。毕竟，对于德国和法国来说，欧元是必要的；但对于欧元区来说，希腊不是必要的。

关于希腊问题解决方案的重大意义不仅在于其对欧元区其它国家债券市场的连带拖累，因为无论希腊债以何种方式“重组”，其它国家必然会被评级机构以同样的逻辑推演为理由下调评级。更重要的是，它能为“PIIGS”中其它国家可能陷入困境后提供可参考的模板和路径。这可能让他们老老实实勒紧裤腰带，加强财政整固的力度；也可能引发其公共部门的道德风险，更加依赖救援。无论如何，这对刚走出危机阴霾不久，并为应对通胀而进入加息周期的欧元区来说都不是一个好消息。

表1: 欧洲公共债务情况监控 (截至2011年7月14日)

经济体	市场指标						评级			基本情况				
	债务余额 十亿美元	平均到 期年限 年	5年期 CDS BP	2年期 国债 涨跌 BP	2年期 国债 YTM%	10年期 国债 涨跌 BP	标普 评级	穆迪 评级	惠誉 评级	财政余 额 %	公共 债务 %	GDP 同比 %	GDP 环比 %	
PIIGS														
希腊	514	6.8	2425.0	181.3	29.3	156.0	16.9	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
葡萄牙	219	5.9	1114.5	89.5	16.6	-15.3	12.6	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
爱尔兰	161	6.3	1090.5	202.3	19.2	440.8	13.9	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
西班牙	936	6.2	317.5	16.9	3.95	35.2	5.84	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
意大利	2,296	7.1	286.5	65.0	3.98	68.4	5.57	A+u	A+u	A+u	A+u	A+u	A+u	A+u
欧洲其它														
冰岛	18	12.9	262.2	-	-	-	-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
比利时	455	6.3	190.0	23.2	2.48	12.1	4.26	AA+u	AA+u	AA+u	AA+u	AA+u	AA+u	AA+u
法国	1,888	7.3	107.2	18.5	1.59	-17.9	3.45	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu
奥地利	276	7.3	77.7	7.9	1.60	-19.8	-	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
英国	1,732	13.9	76.0	8.2	0.70	-9.9	3.11	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu
丹麦	156	7.2	58.0	6.3	1.52	-23.6	3.01	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
德国	1,756	5.7	56.7	12.1	1.26	-29.7	2.74	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu
荷兰	451	6.0	48.4	7.8	1.36	-29.0	3.15	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu
芬兰	106	5.4	47.4	6.0	1.38	-28.1	3.16	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
瑞士	114	7.1	42.0	-	0.14	-8.9	1.52	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu	AAAu
瑞典	152	5.9	34.5	4.5	2.06	-25.9	2.71	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
挪威	80	2.4	27.1	1.4	-	-	3.2	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

数据来源: Bloomberg, DataStream, 按照经济体的5年期CDS最新报价排序, 财政赤字率与公共债务率为年度数据; GDP增长情况为季度最新数据, 部分经济体GDP环比为折年率, 其他指标按日更新; 债务余额按照最新本币对美元的日内价格折算成美元; 评级列中"负"表示前景评级为负面, 即未来有可能调低评级, "正"表示前景评级为正面, 即未来有可能调高评级, "稳"表示前景评级为稳定, 表示未来可预期的因素不会改变该主体评级情况, 这里选取的是评级机构对主权信用主体的长期本币债务发行评级, 后面出现的"!"表示最近30天内进行过评级调整; "财政余额"和"公共债务"都按其占GDP的百分比衡量, 标识的阈值分别为-3%和60%。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。