

点评报告

希腊纾困计划再起风波

2011年8月30日

欧元区债务危机发展动向追踪

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	2.9	1.6
CPI	1.6	2.6
失业率	9.6	9.0
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	77.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
失业率	10	10
外贸顺差/GD	-0.45	-0.50
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.40

资料来源：彭博，招商证券

核心观点：

1、欧元区8月综合PMI初值为51.1，与7月持平，但好于市场预期的50.1。好于预期的PMI显示欧元区的经济增长没有预期的那么悲观，但不可否认，欧元区经济增速确实是在放缓，而且经济增长放缓现象已经蔓延至欧元区二线经济体以外的地区，并在德法等核心成员国中浮现。

2、法国新的财政紧缩案预计将在2011年以及2012年分别为法国带来10亿欧元以及110亿欧元的收入。尤其是富人联名要求政府征税，将为法国达到其财政预算提供有力的支持。我们认为通过新一轮的财政紧缩政策，法国将极有可能在2011年达到其财政预算的目标，因此年内法国遭评级下调的风险不大。但中长期还取决于减赤方案的执行以及欧洲债务危机的演变。

3、希腊第二轮救助计划再起风波。由于芬兰表示已经与希腊达成了一项担保品协议引起奥地利以及荷兰等国的不满，并对欧盟提出与芬兰同等对待的要求。但由于德国的反对，芬兰表示可能会调整和修改此前与希腊达成的担保协议。针对该问题各国首脑都认为，希腊不可不救，但各国将继续博弈以摆明姿态，因此，按以往欧洲各国应对欧洲债务危机的方式和态度，我们相信第二轮计划将最终通过并得以实施，但不排除最后救助案执行期限会由于各国首脑之间的博弈而延迟的可能性。

4、目前大多数的不确定性都源于欧洲各国财政与货币政策的不统一，使任何可行方案都需要经历一波三折。但若跨国机构的功能能更加有效的发挥以及各项方案能更透明具体，则能帮助市场稳定信心。短期内，我们认为以下事件值得关注：1、各国能否尽快通过EFSF在二级市场购买各国债券的功能以及其救助能力提升至4400亿欧元；2、IMF能否更加具体的阐明在什么情况下以及如何参与到希腊的救助方案中去，以有助于稳定市场信心；3、ECB能否具体计划如何与EFSF一起参与到救助计划中，以进一步提振市场信心。

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

Comments Report

Greek rescue plan renewed turmoil

30 Aug 2011

An Update on Euro-Zone Debt Crisis Development

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	2.9	2.6
CPI	1.6	2.5
Unemployment	9.6	8.5
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	80.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.4
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-2.51	0.06
Fiscal balance/GDP	-6.0	-5.5
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.40

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn
 S1090511040016

Dr. David XIE

86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin SUN

86-21-68407302
 sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676
 zhangyiping@cmschina.com.cn

➤ Euro-zone composite PMI in August is 51.1, flat with July's PMI, but better than expectation of 50.1. Better than expected PMI indicates that the economic slowdown is not as worse as the market expects. However, it is undeniable that the euro zone economic growth is indeed slowing, and economic slowdown has spread to the core economy such as Germany and France.

➤ French's new austerity measure is expected to worth 1bn euro and 11bn euro in 2011 and 2012, respectively. In particular, the voluntary requirement of extra income tax on high income individuals provides strong support for the French government to achieve their budgetary target. Through the new round of austerity measure, we believe that France will most likely achieve its 2011 budget target, and therefore it is likely for it to maintain its AAA rating this year. But the probability of future downgrade will depend on implementation of the tightening measures and the evolution of the debt crisis in Europe.

➤ The second round of the Greek rescue plan renewed turmoil. As Finland and Greece said it had reached a collateral agreement, Austria, Netherlands and other countries caused by dissatisfaction with the EU and required of equal treatment. However, due to opposition from Germany, Finland shows it would modify and adjust the agreement reached with Greece. The leaders understand that the Greece must be saved at this stage, but the countries will continue the game in order to show their attitude. According to the past responds, we believe that the second round of the program will eventually be adopted and implemented, but it is possible that implementation will be delayed.

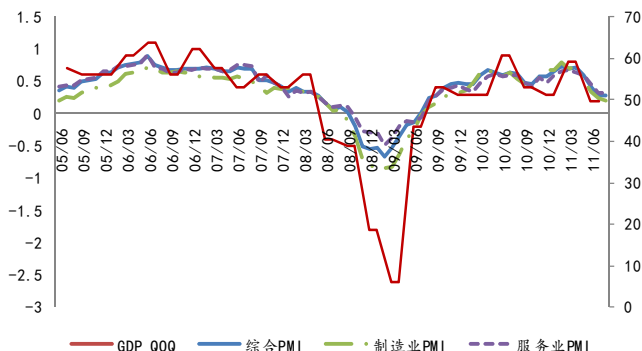
➤ Most of the uncertainties are derived from the diversified European fiscal and monetary policies, so that any feasible solution cannot reach straightly. However, if the cross-border institutions can play a more effective role and be more transparent, it could help to stabilize the market confidence. In short term, we believe that the following events should be noted: 1, EFSF size and its flexibility reform could be approved rapidly; 2, if the IMF could clarify under what circumstances and how to participate in the rescue program to Greece, it will help stabilize market confidence; 3, if the ECB could specify whether and how it will join the rescue with EFSF, it will boost market confidence.

1、8月PMI好于预期，但经济前景依然不乐观

Markit Economics 23日公布，欧元区8月综合PMI初值为51.1，与7月持平，但好于市场预期的50.1。服务业PMI初值为51.5，也高于市场预期的50.9，较7月的51.6仅略微下降。制造业PMI指数初值为49.7，高于市场预期的49.5，但较7月的50.4回落较快。但值得注意的是，虽然PMI指数好于市场预期，但服务业PMI以及制造业PMI都创23个月新低，尤其是制造业PMI更低于了50，进一步表明在主权债务危机持续的阴影下欧元区经济正在失去增长动能。

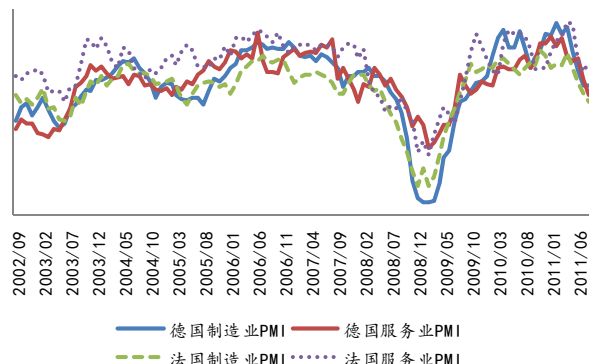
更重要的是，数据显示经济增长放缓经济放缓现象已经蔓延至欧元区二线经济体以外的地区，并在德法等核心成员国中浮现。德国8月份PMI制造业指数初值为52，与7月持平，虽然好于市场预期，却创23个月以来新低；PMI服务业指数初值为50.4，低于市场预期的52。法国8月份PMI制造业指数初值为49.3，低于市场预期的49.7，较7月值下降0.8，但PMI服务业指数略有增长，较7月初值的54.2增长至56.1。8月PMI数据表明，虽然欧元区经济增速放缓，并将影响到三、四季度经济增速，但放缓速度没有市场预期的那么悲观。

图1：欧元区8月PMI与7月持平



资料来源：彭博，招商证券研发中心

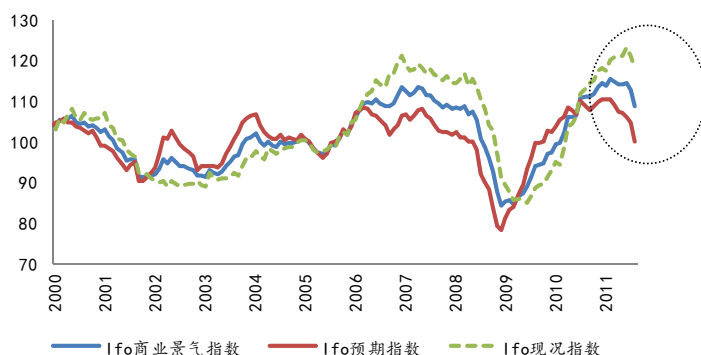
图2：德国与法国的制造业以及服务业PMI持续下降



资料来源：彭博，招商证券研发中心

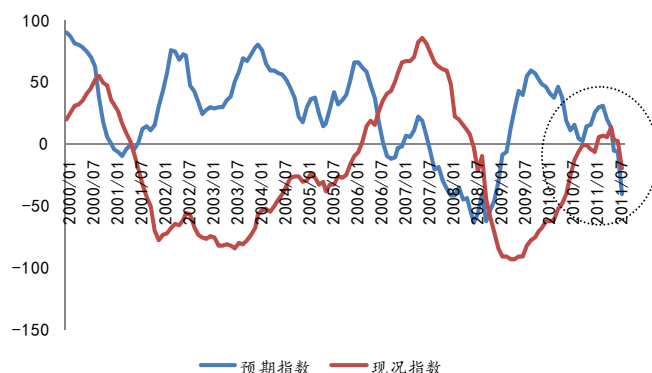
作为衡量投资者信心的德国ZEW景气判断指数8月值下降至负37.6，远超市场预期的负25.0，7月值仅为负15.1。该数据大幅下滑的主要原因是市场对美国前景的担忧，因此引发对德国出口压力的加重。欧洲债务问题对经济景气构成压力，对于未来经济增长的疑虑明显升温。另外，德国8月IFO商业景气指数也继7月以来连续第二个月出现下滑，8月值为108.7，低于预期的111，尤其是制造业景气指数的下降，显示德国经济活动放缓。至于8月IFO商业现况指数（118.1）和商业预期指数（100.1），均低于预期。值得注意的是，虽然8月份经济状况出现恶化，但德国经济并未迈向衰退，预计今年依然能维持全年2.8%的增长。

图 3: 德国 IFO 商业景气指数持续下降



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 4: 德国 ZEW 预期指数持续下跌



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

2、新紧缩案出台, 法国暂保 3A 评级

上周信贷评级机构穆迪宣布, 将日本的信贷评级下降 1 个级别至 Aa3, 主要是考虑到日本的经济疲弱, 但债务负担沉重。这不禁再次让市场对法国是否能保住其 AAA 评级表示担忧。对于法国能否维持其 AAA 评级, 我们认为至少需要考虑两个因素: 1、法国的减赤力度; 2、法国银行体系风险。

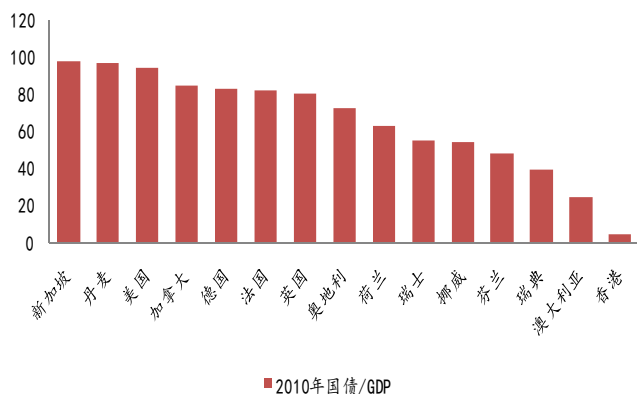
首先, 从减赤力度上看, 8 月 24 日, 萨科奇政府如预期推出了新的减赤计划, 在原有的减赤方案的基础上进一步加大削减开支以及增加税收的力度, 以确保今年法国财政赤字占 GDP 比重降至 5.7%, 2012 年降至 4.5%。在新的减赤方案中, 关于税收的调整引人关注。法国政府计划上调资本收入税率, 由目前的 12.3% 上调至 13.5%, 预计能在 2012 年为法国政府增加 13 亿欧元收入。法国还计划征收二手房市场资本收益税, 预计能在 2012 年为政府增加 22 亿欧元收入。另外, 法国还将从 10 月份上调烟草价格 6%, 在 2012 年再上调 6%。尤其值得一提的是, 新的减赤计划对年收入超过 50 万欧元的人群征收 3% 的特殊税, 预计每年能够为法国政府带来 2 亿欧元的税收收入, 并且该部分税收措施将一直有效至法国预算赤字占 GDP 比例降至 3%。这些措施将为法国分别在 2011 年以及 2012 年增加 10 亿欧元以及 120 亿的收入。

值得注意的是, 伴随着新的紧缩案的出台, 法国总理菲永并将 2011 年以及 2012 年的经济增长的预测分别从之前的 2% 和 2.25% 下调至 1.75%。也就是说, 新的预算赤字目标是建立在 1.75% 的经济增速上, 更符合当前的经济形式。另外, 由 16 名富豪联名, 主动申请交付更高的税费, 称为帮助法国度过经济不景气的非常时期, 这无疑将为法国达到其财政预算提供有力的支持, 稳定对法国以及法国信用评级的信心。

根据三大评级机构的报告, 三大评级机构之所以维持法国的 AAA 评级, 有一点重要原因就是法国已经制定了详细以及可行的减赤方案, 因此未来法国能否保住 AAA 评级很大程度上取决与减赤的成效以及经济增长。虽然法国的财政赤字以及国债占比在“SA 俱乐部”中算较高的, 但我们认为通过新一轮的财政紧缩政策, 法国将极有可能**在 2011 年达到其财政预算的目标, 因此年内遭评级下调的风险不大**。但由于经济增长的持续放缓, 2012 年 1.75% 的经济增长的假设还是太乐观。而且法国政府将于 2012 年春迎来新一轮大选, 政府开支或会增加, 因此要达到 2012 年的财政预算目标, 将

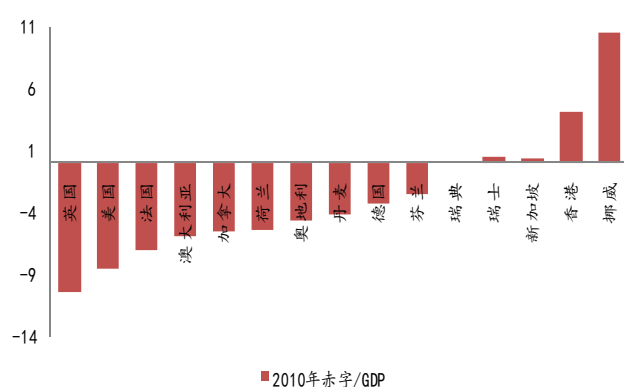
会需要进一步的财政紧缩。但如我们以前阐述的，紧缩政府开支以及提高税收将更加制约经济的增长，从而形成了一个悖论。因此，2012 年将可能成为转折点。

图 5：法国国债占 GDP 比重高



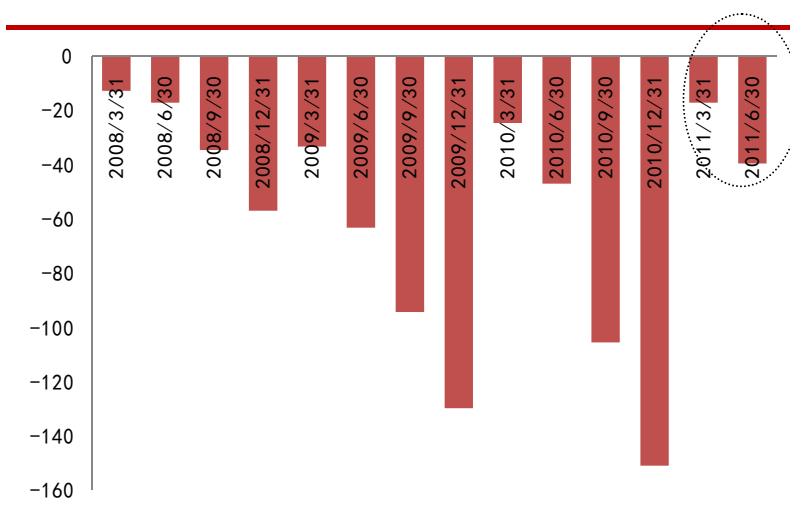
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 6：法国赤字占 GDP 比重较高



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 7：法国财政赤字改善进程复合预期



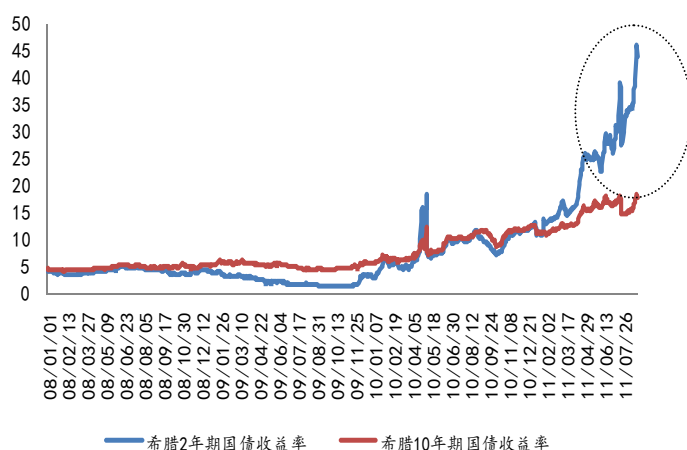
资料来源：彭博，招商证券研发中心

从法国国银行体系来看，风险较高，法国银行是欧元区债务负担沉重的国家的公共债券的最大持有者，据初步统计，截至 2010 年底，法国最大的 4 家银行持有葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊以及西班牙的机构和个人债务约 3000 亿欧元。而且，法国也是 EFSF 的主要出资国，贡献了约 20% 的资金总额。因此，欧洲债务危机的不确定性将会对法国银行体系甚至是法国的信用的稳定性造成直接的负面影响。近期公布业绩的多家银行也都表明各银行由于对希腊债务的大幅减记导致了二季度净利润的下滑，其中法国巴黎银行表示减记约 5340 万欧元，法国兴业银行也减记了约 3950 万欧元。但我们认为，虽然当前欧洲经济增速减慢，还没有出现衰退，而且年内出现衰退的可能性不高。在经济还没有出现衰退时，各国还是会尽力为维持欧元区的统一努力，虽然各种救助计划的出台都会一波三折，但危机在年内出现急剧恶化的可能性不高。因此，无论是从财政政策还是银行体系的稳定性来看，法国短期内被下调评级的风险有限。但中长期还取决于减赤方案的执行以及欧洲债务危机的演变。

3、希腊纾困计划再起风波

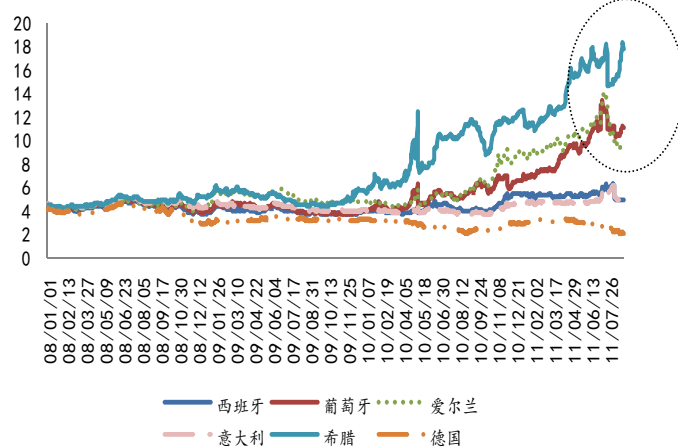
7月21日达成的对希腊的第二轮纾困计划已一个月之久，而如我们之前所料，计划的实施将远比通过更加艰辛。第二轮纾困计划中允许芬兰与希腊进行协商。8月16日芬兰政府表示，该国已经与希腊达成了一项担保品协议，根据这一协议，希腊要支付一定金额用于购买芬兰国内的低风险长期债券。未来希腊偿付拨款后，芬兰将返还本息。如果希腊无法偿还贷款，芬兰将占有希腊按协议对芬兰债券的投资，从而确保芬兰向希腊提供的援助贷款将得到偿还。此消息一出便引起奥地利以及荷兰国家的不满，并纷纷向欧盟提出与芬兰同等对待的要求。到23日晚，德国执政党基民盟也提议德国必须要求欧元债务国用黄金来担保德国贷款的安全，但德国总理默克尔予以了拒绝，而且她表示，德国反对由希腊向芬兰提供担保以换取新一轮救助的做法，认为这是对芬兰的特殊待遇。24日默克尔再次重申，不能同意希腊和芬兰达成的以现金为基础的担保协议。芬兰表示，若无法得到必要的担保，则考虑退出第二轮纾困计划。这一系列事件表明欧元区各国在处理欧债危机上依然存在着严重的分歧，即便是在核心国家内部分歧也是如此。这引发了市场有关欧元区各国将因担保品协议而推迟援助的担忧情绪，希腊两年期国债价格大幅下跌，国债收益率推升至43.4%，为欧元区历史最高水平。

图 8：希腊两年期国债收益率再创历史新高



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 9：希腊 10 年期国债收益率明显高于其他国家



资料来源：彭博，招商证券研发中心

事态持续发展，8月26日，希腊财长维尼泽洛斯(Evangelos Venizelos)在发给外国政府的信中列出了希腊推进债务互换计划的两个条件：1、参与此计划的投资者所持希腊政府债券至少占所有可参与此计划的债券的90%；2、其中90%的债券为2011年6月30日至2014年8月31日到期。若债务互换计划获得的民间债权人参与率低于90%，希腊将不会推进该项计划。而目前各金融机构以及私人部门参与率为60%-70%。

如何理解这一系列事件？首先，各国间对于第二轮纾困计划开始争议，说明各国已经开始认真考量该计划的具体实施，本身已经是该计划得以实施的一大进展。另外，芬兰出资仅占整个第二轮救助计划的约2%，即便芬兰退出，对整个救助计划的影响甚微。而市场所注视的是，芬兰若果真退出，其影响是欧元区各国对纾困计划的分歧会导致纾困计划无法顺利执行以及影响欧元区的凝聚力。但值得注意的是，面对来自欧元区其他

国家，特别是来自德国的巨大压力，芬兰总理卡泰宁 24 日表示，芬兰对关于希腊抵押品的问题还在进行协商中，可能会调整和修改此前与希腊达成的担保协议，芬兰不会给其他欧元区国家造成伤害，也不会危及欧元的稳定。这表明芬兰在该问题上妥协的可能性。针对该问题各国首脑都认为，希腊不可不救，但各国将继续博弈以摆明姿态，因此，按以往欧洲各国应对欧洲债务危机的方式和态度，我们相信第二轮计划将最终通过并得以实施，但不排除由于多方博弈将通过以及执行期限有延迟。就现阶段而言，IMF 正在对总额 1100 亿欧元的第一项援助计划有关的政策进行审查，应该会在 9 月 5 日左右完成。而德国对于该计划的投票将有可能由 9 月 23 日推迟到 9 月 29 日，荷兰将于 10 月中才会对希腊救助案进行投票，斯洛伐克将会在各国的投票完成后在进行。根据此进程，我们认为新的救助至少要等到 10 月底才会发放。由于欧元区国家目前正在讨论让希腊以房产等非现金资产作为抵押换取第二轮救助的计划，我们认为对于担保争议的结果，则极有可能出现各国象征性的得到一些担保。

其次，对于希腊对债物互换计划的推行，90%的私人部门的参与率是希腊的计划。据初步估计，债务互换计划目的是为希腊政府至 2014 年节省 37 亿欧元，至 2020 年共节省 54 亿欧元。但较低的参与率将会使该好处被抵押物的成本所抵消。而由于债务互换是第二轮希腊援助计划的重要内容，若私人部门债权人参与率低于 90%导致希腊不推进该项计划，将令希腊第二轮援助款面临很大风险。但需要提出的是，一些商业银行家私下对媒体称，希腊应该能够得到约 80%的债务掉期的参与，足以为它继续向前推进。而一些银行也表明，计划的拖延则主要是由于其中所涉交易细节仍不清晰，希望政府在数日内进一步明确。我们认为具体问题将在数日内明确，而 9 月 9 日将是私人部门对于参与计划的最终确定。

4、还有什么可以期待？

对于化解债务危机的可行方案，“欧洲债券”由于德法的强烈反对，短期内基本不可能实行。目前大多数的不确定性都源于欧洲各国财政与货币政策的不统一，使任何可行方案都需要经历一波三折。但若跨国机构的功能能更加有效的发挥以及各项方案能更透明具体，则能帮助市场稳定信心。中长期来说，我们认为新的机制如退出机制的建立以及一些更有效的监管机制的建立，能帮助解决欧元区主权债务的问题，但更根本是各经济体经济的逐渐恢复。短期内，我们认为以下事件值得关注：1、各国能否尽快通过 EFSF 在二级市场购买各国债券的功能以及其救助能力提升至 4400 亿欧元；2、IMF 能否更加具体的阐明在什么情况下以及如何参与到希腊的救助方案中去，以有助于稳定市场信心；3、ECB 能否具体计划如何与 EFSF 一起参与到救助计划中，以进一步提振市场信心。下表列出了重要事件的日期，仅供参考。

表 1: 9 月需要关注的重要事件

周一	周二	周三	周四	周五
8 月 29 日	8 月 30 日	8 月 31 日	1	2
欧洲央行: 公布近期购买国债金额	意大利公债拍卖	欧元区 HICP 以及失业率公布	西班牙以及法国公债拍卖; 欧元区 8 月 PMI 终值	
5	6	7	8	9
意大利紧缩案投票; IMF 对希腊救助计划评估案结果; 欧洲央行: 公布近期购买国债金额			欧洲央行理事会会议	私人部门就是否参与希腊救助计划表态
12	13	14	15	16
欧洲央行: 公布近期购买国债金额; 欧盟发布中期经济预测;	意大利公债拍卖			欧洲各国财政部长会议
19	20	21	22	23
欧洲央行: 公布近期购买国债金额;	荷兰 2012 年预算案公布			德国国会就 EFSF 改革投票; IMF 年会

资料来源: 招商证券研发中心整理

参考报告:

1. 《政府债务问题专题研究之一-往事并不如烟》 2011/8/30
2. 《国际资本与国内流动性监测周报-银行间流动性状况将趋于紧张(2011 年 8 月第 4 周)》 2011/8/29
3. 《美国二季度经济数据点评-经济年内二次探底概率低》 2011/8/23
4. 《经济增速放缓加剧削赤难度 警惕债务危机向银行系统蔓延-2011 年欧洲二季度经济数据点评》 2011/8/23
5. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 7-8 月) 》 2011/8/22
6. 《国际资本与国内流动性监测周报-回购利率止跌回升(2011 年 8 月第 3 周)》 2011/8/22
7. 《欧元区债务危机发展动向点评-经济复苏放缓, 削赤难度加大》 2011/8/15
8. 《欧元区债务危机发展动向点评-蔓延魅影重现, 长痛还是短痛? 》 2011/8/15
9. 《M2 增速低于预期, 货币政策难有实质性放松--2011 年 7 月份金融货币数据点评》 2011/8/14
10. 《国际资本与国内流动性监测周报-人民币升值预期出现回升(2011 年 8 月第 2 周)》 2011/8/13
11. 《2011 年 7 月份宏观数据点评-通胀已见顶, 库存调整负面影响逐渐显现》 2011/8/12
12. 《2011 年 7 月份进出口数据点评-维持三季度进口增速继续向下的判断》 2011/8/12
13. 《通胀已见顶、回落趋势明确---2011 年 7 月 CPI、PPI 数据点评》 2011/8/10
14. 《国内流动性状况略有改善-国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 8 月第 1 周) 》 2011/8/6
15. 《2011 年 6 月工业企业利润点评-规模以上工业企业盈利好于预期》 2011/7/28
16. 《美元变奏下的中国国际资本流动》 2011/7/28
17. 《负面信息已开始影响国际资本流入的积极性-国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 7 月第 3 周) 》 2011/7/23
18. 《债务危机火烧连营 欧元保卫战打响--欧元区债务危机发展动向点评》 2011/7/22
19. 《美欧近期热点聚焦-风险释放接近尾声 外围环境有望趋稳》 2011/7/20
20. 《国际资本与流动性监测周报(2011 年 7 月第 2 周) -7 月银行间利率将回到央行合意的水平》 2011/7/16

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。