

2011.08.29

欧债危机深度解析

——2011年8月26日宏观电话会议纪要

	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：

我们邀请了中国社科院欧洲研究所的陈兴博士就欧洲发生债务问题的原因、现状和未来走势作深入解读与分析。

摘要：

- 希腊发生债务危机时，欧洲应对希腊债务问题的思路是长期而言，希腊要实行稳健的财政政策，必须要保持财政的健康，提高国家的经济竞争力。中期而言，因为欧盟实行统一的货币政策以及分散的财政政策，所以必须加强欧洲经济各国经济治理，执行相互监督的财政协调措施。短期而言，为了化解恐慌情绪，欧盟去年5月份提出7500亿欧元救助计划。
- 欧盟和IMF针对希腊债务危机提出了新的经济刺激计划。欧盟和IMF对希腊的评估显示希腊的经济增长乏力，以6%的利率还款根本不可能，短期内希腊问题难以解决。新计划包括：将希腊的救助贷款利率从6%降低为3.5%，还款周期从平均7.5年延长到至少15年最多30年，在原有1100亿已经用掉450亿的基础之上重新推出1090亿欧元救助计划，并且吸引私人投资者一起参与共同分担风险和收益。
- 欧洲所谓的救助机制只是一种事后的救助措施，没有“救火”的作用，7月21日欧盟还提出了扩大在希腊救助期间成立的针对欧债危机的欧洲金融稳定机制(EFSF)的功能。包括授予EFSF预先评定市场进行操作，遇到问题的国家可以直接与EFSF联系，通过EFSF在一级市场上购买债券。授权EFSF可以在二级市场上购买债券，打消欧洲央行在债券市场上购买债券的可持续性的顾虑。授予给EFSF可以预先评定市场进行操作，比如：一个国家遇到还债高峰，需要用新债换旧债，新债发行若不成功会引起市场恐慌，这个时候遇到问题的国家可以直接与EFSF联系，通过EFSF在一级市场上购买其债券。另外，授权EFSF可以在二级市场上购买债券，打消欧洲央行在债券市场上购买债券的可持续性的顾虑。
- 7月21日的一揽子方案必须要通过17国议会的全部同意，如果不能及时尽快的通过议案将会给欧洲市场带来很大危机。鉴于此，欧盟主席巴罗佐日前呼吁各国打破常规，尽快通过方案，避免走美债危机的老路。

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

《准备金超调，加剧经济下行，未来或下调——点评央行将保证金存款纳入缴存范围》

2011.08.29

《工业利润率加速下滑》

2011.08.28

《3年央票地量重启，公开市场将更受倚重——点评3年期央票重启》

2011.08.17

《风险上升热钱流出，提准空间已然有限——点评7月份外汇占款数据》

2011.08.17

《加息预期升温，紧缩空间有限》

2011.08.16

目 录

一、 希腊债务高险，欧洲救助思路	3
二、 定期评估希腊债务风险，欧洲重新调整救助方案	3
三、 缓解区域性危机，欧盟扩大 EFSF 职能	3
四、 市场信心影响市场风险，德国尚未全盘考虑	3
五、 评级机构有能力影响市场稳定性	3
六、 欧债危机不断蔓延将影响中国经济	3
七、 美国降低债务方式不适合欧洲	3

一、 希腊债务高险，欧洲救助思路

希腊出现债务危机的原因是欧洲南部国家经济竞争力近年来持续下降，政府开支加大，国家经济结构调整的意愿也不强烈。在 2008 年金融危机欧洲各国采取了经济刺激政策之后，问题开始显现出来。欧洲各国政府支出占 GDP 的比重越来越大，使欧洲人 10 年甚至是 20 年的积累的财富毁于一旦。

欧洲对付希腊债务问题的思路体现在三个层面：1、长期而言，希腊要走出债务危机要实行稳健的财政政策，必须要保持财政的健康，因此唯一的方式是提高国家的经济竞争力。2、中期来说，因为欧盟实行统一的货币政策以及分散的财政政策，所以必须加强欧洲经济各国经济治理，执行相互监督的财政协调措施。3、短期而言，为了化解恐慌情绪，欧盟去年 5 月份提出 7500 亿欧元救助计划。为了配合救助措施，欧洲央行采取了两个配合措施：第一、要求陷入危机的国家评级与抵押脱钩，第二、在二级市场上购买国债。

二、 定期评估希腊债务风险，欧洲重新调整救助方案

欧盟提出修改希腊救助方案，其产生的背景是欧洲反思了去年希腊救助计划的不足，认为给予希腊的 1100 亿的贷款利息高、期限短、并且非一次性。去年欧盟及 IMF 对希腊进行救助，带有惩罚性质，条件是要求对希腊每三个月进行一次评估。评估标准为：1、希腊财政紧缩措施是否按规定运行。2、私有化计划能否既定的方向继续往前走。3、经济增长是否能增加财政收入。但是今年春天对希腊的评估显示希腊的经济增长乏力，以 6% 的利率还款根本不可能，短期内希腊问题难以解决，希腊经济非常艰难。

因此，欧盟和 IMF 针对希腊债务危机提出了新的经济刺激计划，其中包括：将希腊的救助贷款利率从 6% 降低为 3.5%，还款周期从平均 7.5 年延长到至少 15 年最多 30 年，在原有 1100 亿已经用掉 450 亿的基础之上重新推出 1090 亿欧元救助计划，并且吸引私人投资者一起参与共同分担风险和收益。

之前欧洲所谓的救助机制只是一种事后的救助措施，没有“救火”的作用。这种救助计划对于希腊爱尔兰这样的小经济体救助计划可以发挥较大作用，但是如果大型经济体出现了问题，它的效果将受到质疑。另外，央行的定位应该是维护货币稳定，控制通货膨胀，而欧洲央行发行债券的做法显然超出了它的职能范围，欧央行的发债地位也受到广泛质疑。

三、 缓解区域性危机，欧盟扩大 EFSF 职能

7 月 21 日欧盟还提出了扩大在希腊救助期间成立的针对欧债危机的欧洲金融稳定机制（EFSF）的功能。原来为了救助希腊政府提出的 7500 亿欧

元计划是由 IMF 出资 2500 亿，欧盟自有资金出资 600 亿，另外 4400 亿由欧元区成员国提供担保的欧洲金融稳定机制 EFSF 筹集。EFSF 的操作办法是以 17 家欧盟政府的主权信用为担保，发行债券筹资。在之前应对希腊危机的时候，EFSF 并没有发挥作用。欧元成员国给予希腊的是 1100 亿的双边贷款，具体是由德国、法国出资交予欧盟，再由欧盟贷款给希腊。EFSF 真正起作用是在对爱尔兰进行援助的时候。EFSF 迄今为止共发行了三次债券，今年 1 月第一次成功发行了评级为 AAA 的债券，6 月份发行了两次债券，三次债券发行总计 100 亿。

此次欧盟提出了授予给 EFSF 可以预先评定市场进行操作，比如：一个国家遇到还债高峰，需要用新债换旧债，新债发行若不成功会引起市场恐慌，这个时候遇到问题的国家可以直接与 EFSF 联系，通过 EFSF 在一级市场上购买其债券。另外，授权 EFSF 可以在二级市场上购买债券，打消欧洲央行在债券市场上购买债券的可持续性的顾虑。

但是 7 月 21 日的一揽子方案必须要通过 17 国议会的全部同意，如果不能及时尽快的通过议案将会给欧洲市场带来很大危机。鉴于此，欧盟主席巴罗佐日前呼吁各国打破常规，尽快通过方案，避免走美债危机的老路。

四、 市场信心影响市场风险，德国尚未全盘考虑

市场动荡是由于各方人士对问题的看法不同造成，信心不足会放大市场的风险，造成市场的恐慌。具体到危机发生后，各方看法如何还很难说，因此不能这样惯性的推断欧洲危机的演变。

德国认为欧元区货币统一使欧洲南部国家借贷成本变低、经济福利上升，受到巨大好处，但是却没有为欧元区的发展作出贡献，不想救助问题国家。另一方面，德国又受到选民政治的影响，会考虑其党派利益。因此其政策多为走一步算一步来迎合广大选民的意愿，还没有全盘的考虑。

欧洲一体化之前取得的巨大成功，一体化能走这么深，归根到底是欧洲有远见的政治家们反思了二战等战争带来的巨大灾难，认为只有联合起来才能给欧洲带来繁荣和富裕。而现在的新生代欧洲领导中缺乏真正有远见的政治家。欧洲债务问题的解决和欧洲的今后 10 至 20 年的发展需要好的政治家。

五、 评级机构有能力影响市场稳定性

世界上不光是只有美国的军事实力能毁掉一个国家，评级机构想在某一个时段毁掉一个国家，它是做得到的。若欧洲某主要国家信用评级被调低，将会加大市场动荡，但是产生多大的影响还要看各国措施。比如 1 月葡萄牙发生危机的时候，中国购买了大量葡萄牙国债使当时欧洲避免了大的动荡。

欧洲引进私人承担部分债务风险会引起国债价值缩水进而影响银行的资产负债表，影响到银行的信用评级。银行的评级降低将给欧洲带来不可估量的损失，进而引起某些大国的信用评级的调低。可见，这种做法是蕴含很大风险的，欧洲下半年形势不容乐观。但是欧洲是完全有解决欧债危机的方案的，比如前些日子讨论较多的欧洲债券方案，只是这取决于欧洲领导人的政治态度。

六、 欧债危机不断蔓延将影响中国经济

欧债与中国的直接关系并不大，债务本身不会对中国造成太大损失。现阶段出现债务问题的欧洲国家是与中国出口关联度不大的小国家，并不会影响中国的出口形势。但是如果欧洲危机继续蔓延，考虑到欧洲会采取经济紧缩的措施，而欧洲又是中国第一大出口市场，欧洲危机的蔓延将会影响到中国经济的发展。

七、 美国降低债务方式不适合欧洲

美国是通过通货膨胀降低债务的。欧洲由 17 国组成，各国形势不同。欧洲央行通过通货膨胀手段降低债务，会伤害其信誉。另外，欧洲债券与美债不同，美债在本国境外被大量持有，而欧洲债券却主要在欧洲本身，并且欧洲普通居民也持有欧债，采取量化宽松的方式无法转风险。

至于欧央行将会不会采取其他行动方案，主要看 7.21 方案是否能在 17 个欧元成员国通过和欧元汇率状况而定。

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，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

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。

若本公司以外的其它机构（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		