

欧美债务问题专题系列报告之一 — 希腊债务危机源起分析

经济增长乏力、体制缺陷和政府妄为导致债务危机

近期相关研究报告

《欧美债务问题专题系列报告之一-希腊债务危机源起分析-经济增长乏力、体制缺陷和政府妄为导致债务危机》-2011年9月7日

《欧美债务问题专题系列报告之二-希腊债务危机的前景-实现经济增长是关键，希腊债务危机续集仍将上演》-2011年9月7日

《欧美债务问题专题系列报告之三-美国债务问题研究-当前只是用钞票换时间，解决危机需等待美国经济好转》-2011年9月7日

宏观点评《奥巴马讲话传达信心 税改、医改是减赤看点》-2011年8月10日

宏观点评《金融市场动荡难免 美债前景更加莫测》-2011年8月8日

宏观点评《美债谈判出现转机 但中长期风险未除》-2011年8月1日

证券分析师

何庆明 S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

■ 本报告的不同之处：

本报告系统地分析了希腊债务问题的起源、发展。我们认为希腊本国经济增长乏力、欧元区体制缺陷和希腊政府妄为是导致希腊政府深陷债务泥潭的主因。由于欧元区国家的货币政策高度统一，但财政政策缺位，因此欧元区诸国当需要刺激经济时以政府举债为主的财政政策自然成为首选，这是欧洲诸国政府负债比率偏高的原因，而希腊政府的妄为则将希腊推入债务的深渊，当08年金融危机爆发时，希腊经济增长放缓，政府收入锐减，其资金链无以为继，债务危机爆发。

■ 导致希腊债务危机的外部原因：欧元区体制缺陷

➢ 欧元区体制缺陷。欧元区各成员国仅仅能依靠财政政策来调控经济，保障福利支出，而各成员国所面临的经济问题不尽相同，因此各成员国的财政纪律很难约束，这就为成员国超额举债埋下隐患；

■ 导致希腊债务危机的内部原因：政府妄为和经济增长放缓

➢ 08年开始的金融危机重创了希腊的支柱产业海运和旅游业，使政府收入锐减，政府的负债快速升高，希腊债务问题曝光；

➢ 希腊政府的妄为。第一、有“强大欧元”的支撑，进入欧元区后，希腊政府更加容易、更加便宜地从市场大规模举债；第二、超过经济承受能力的福利支出加重了希腊政府的负担；第三、在进入欧元区之初，希腊隐瞒了政府负债数量；

■ 评级机构：希腊债务危机发展的催化剂

国际评级机构则是债务危机发展的催化剂，从09年年底至今，国际三大评级机构已将希腊主权债的信用评级下调至垃圾级。每一次下调评级都加剧市场的担忧情绪。

■ 希腊债务救助计划：无法有效促进经济增长，那是无解！

当前，无论是ECB、IMF还是欧元区核心国都倾向于用当前这种“温水煮青蛙”的办法维持现状，努力保证希腊政府不会破产，在资金输入的背景下，慢慢地通过国有资产的变卖，部分债务重组和经济增长的恢复来解决债务危机。究其本质，10年5月和11年7月批准的希腊债务救援计划实际是用流动性来解决债务问题，但这样的做法无异于缘木求鱼，无法解决债务危机的实质，只是用金钱换时间而已。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、结论.....	5
二、 导致希腊债务危机的外部因素：欧元区体制缺陷、发展不均衡	5
2.1 欧元区的体制缺陷：财政政策缺位	7
2.2 希腊处在“弱经济、强欧元”的困局	8
三、 导致希腊债务危机的内部因素：经济放缓、政府妄为	10
3.1 希腊债务问题的导火索：全球经济危机导致经济增长放缓	10
3.3 希腊政府的妄为：过高的福利支出和隐瞒债务数字	12
四、 评级机构：债务危机爆发、蔓延的催化剂	16
五、 希腊债务问题现状：新救助计划为希腊赢得了时间，但可能仅是如此	17

图表目录

图表 1	希腊债务问题梳理	5
图表 2	希腊债务危机主要事件时间表	6
图表 3	欧元区诸国政府负债率偏高是普遍现象	7
图表 4	2000 年后希腊政府举债是经济保持稳定增长的推动因素之一	8
图表 5	09、10 年希腊政府主导的投资和消费明显增长	8
图表 6	2001 年德、法占欧盟（27 国）GDP 约 38%	9
图表 7	2010 年德、法占欧盟（27 国）GDP 约 46%	9
图表 8	从资源利用效率来看，希腊、爱尔兰等国远不及德、法	9
图表 9	10 年开始，德、法逐渐从危机的泥沼中挣脱，而希腊则还深陷于此（单位：%） 10	
图表 10	欧盟在全球 GDP 的占比为 25.4%，为全球最大的经济体	13
图表 11	希腊长期国债收益率呈现下降趋势	13
图表 12	01 年后，希腊政府年新增债务规模呈现上升的趋势（百万欧元）	14
图表 13	欧盟部分国家对政府年金的投入占 GDP 的比重（2006 年）	14
图表 14	希腊政府对社会保障的投入占年 GDP 的比重	15
图表 15	欧元在 99-00 年相对于美元、日元出现弱势，这有利于货币互换合约的使 用 16	
图表 16	08 年至今，希腊 GDP 增速仍没有恢复	10
图表 17	08-09 年希腊政府收入出现下降	10
图表 18	07-10 年海外居民到希腊旅游人数，09 年较 07-08 年有明显下降	11
图表 19	受金融危机的影响，希腊海运货物运输量在 08 年 4 季度出现了明显下降	11
图表 20	市场对希腊债务的担忧情绪不断加剧，从希腊国债 CDS 收益攀升可以看出 12	
图表 21	希腊长期债券收益率升高加重了政府的财政负担	12
图表 22	从 09 年开始三大评级机构对希腊债务的评级逐步下调	16
图表 23	希腊国债收益率与德国国债收益率基差扩大，显示市场担忧情绪在加剧	17
图表 24	第一次希腊援助计划的援助资金支付情况	18
图表 25	希腊政府债务和利息到期情况	18
图表 26	希腊政府制定的财政赤字上限中期规划	19

图表 27 希腊政府制定的 2011-2015 年财政巩固计划19

图表 28 希腊政府推行的国有资产私有化的筹资进度20

图表 29 新一轮希腊援助计划解析图20

一、结论

本报告重点讨论当前希腊债务问题。我们的基本观点：目前来自德、法以及 ECB、IMF 的援助计划只是暂时的权宜之计，不可能彻底解决债务危机。

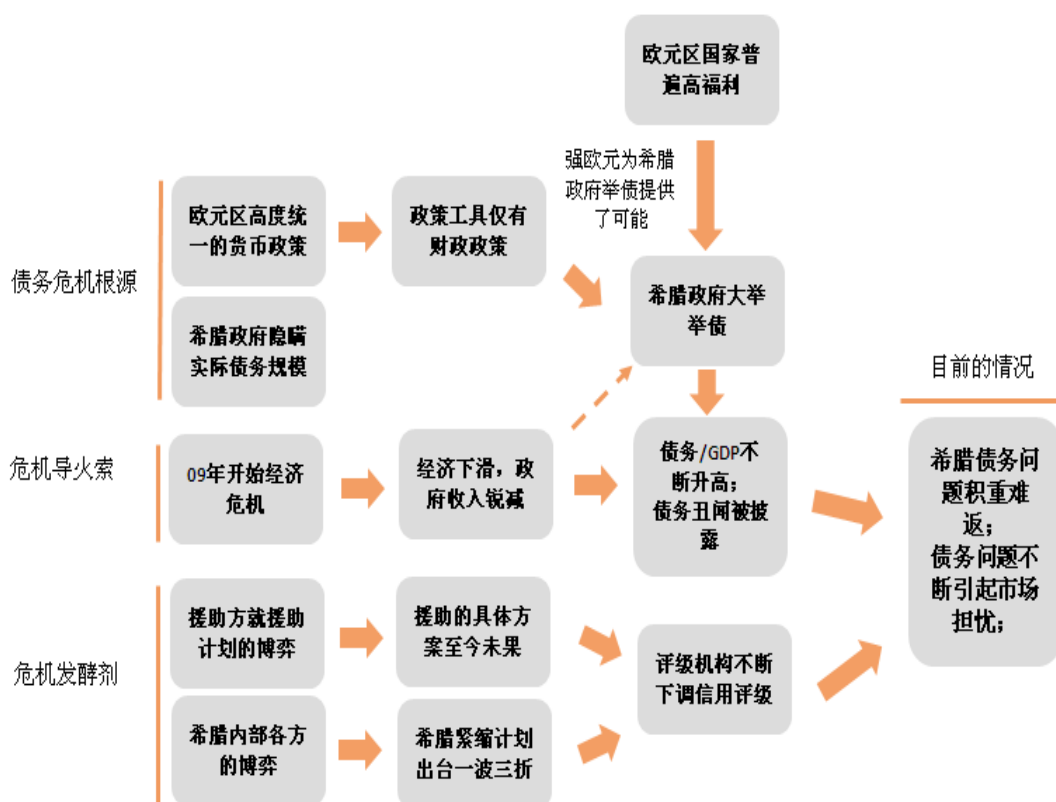
从希腊债务的源起来看，我们认为本国经济增长乏力、欧元区内部制度缺陷、希腊政府肆意妄为都是导致希腊债务问题目前积重难返的原因。

从希腊债务爆发和恶化来看，08 年开始的经济危机是希腊债务问题曝光的导火索，而评级机构连续下调希腊主权债信用评级，是希腊债务问题今年被推向镁光灯的催化剂。

二、导致希腊债务危机的外部因素：欧元区体制缺陷、发展不均衡

图表 1 描述的是我们对希腊问题源起、发展过程的梳理。

图表1 希腊债务问题梳理



资料来源 平安证券研究所整理

希腊债务危机的源起：

- 09 年开始的经济危机，使得希腊本国经济增长明显放缓。希腊经济的支柱是旅游业和海运业，而这两项支柱产业在危机中受到的冲击极大，使得希腊政府的收入减少了约 15%，政府收入大幅减少使债务负担难以继；
- 由于欧元区货币政策高度统一，而财政政策并不统一，因此欧元区国家为了刺激经济增长和保持高福利生活，政府举债成为有效且唯一的办法，而强大的欧元则为希腊政府举国债提供了可能和便利；
- 希腊政府的妄为，第一、过高的福利支出加重了政府财政负担，第二、希腊政府为符合达到欧元区的准入标准利用金融衍生品隐瞒财政赤字情况；

希腊债务危机蔓延的助推剂：

- 因为希腊债务问题一直悬而未决，随着事件慢慢发酵，国际评级机构不断下调希腊国债的信用评级，这对希腊债务问题起到了推波助澜的作用。

我们简单归纳了一下 09 年底希腊债务爆发后的主要时间表，梳理一下事件发展进程。

图表2 希腊债务危机主要事件时间表

时间	希腊债务问题事件表
2009-11-5	希腊财政赤字 12.7%
2009-11-8	希腊债务/GDP 比率 121%
2009-12-1	惠誉、穆迪和标普下调希腊主权债评级
2010-3-5	希腊政府推出工资缩减、增加赋税的减缩计划
2010-3-11	希腊公共和私人部分工人大罢工
2010-3-18	希腊总理宣布由于市场借贷利率过高，政府可能向 IMF 求助
2010-4-11	欧盟同意对希腊债务担保
2010-4-27	标普下调希腊债务至垃圾级
2010-5-1	雅典爆发大规模抗议
2010-5-2	希腊政府公布减缩财政计划终稿
2010-5-3	ECB 宣布接受希腊国债作为抵押物
2010-5-4/5	希腊国内发生大规模反对紧缩计划的罢工，局部演变成暴力冲突
2010-5-8	欧盟同意对希腊 1000 亿欧元的援助计划
2010-5-20	因工资降低计划希腊国内爆发罢工
2010-9-7/11	欧盟诸国和 IMF 均同意向希腊提供救援计划中的第二部分款项（共计 90.7 亿
2011-1-20	惠誉下调希腊主权债评级至垃圾级
2011-5-2	希腊财长 Papaconstantinou 辞职
2011-5-21	希腊总理和 ECB 官员称希腊将通过紧缩财政和国有资产私有化来应对债务问
2011-5-23	希腊公布了一系列国有资产私有化的计划，到 2015 年前其规模可能达到 500
2011-6-1	希腊政府谴责穆迪下调该国国债评级
2011-6-4	雅典再次爆发抗议活动
2011-6-9	德国财长在公开信中宣称：任何额外的救援计划必须要让私人投资者
2011-6-11	欧元区财长 Juncker 声称在德国的“柔性重组”的架构下，任何来自私人部
2011-6-17	德法两国就希腊援助计划达成初步协议
2011-6-18	德国总理默克尔表示德国将同 ECB 一道解决希腊等国的主权债问题
2011-6-22	希腊政府通过信任投票

2011-6-28/29	希腊议会通过新一轮财政紧缩计划
2011-6-22	希腊政府通过信任投票
2011-6-29/30	希腊议会通过为期 5 年总额月合 28.4 亿欧元的新紧缩计划
2011-7-13	惠誉将希腊主权债评级下调至垃圾级
2011-7-22	欧元区领导特别峰会通过总额为 1090 亿欧元的新希腊捐助计划
2011 年 9 月初	ECB 行长特里谢敦促希腊政府尽快推出有效减赤方案

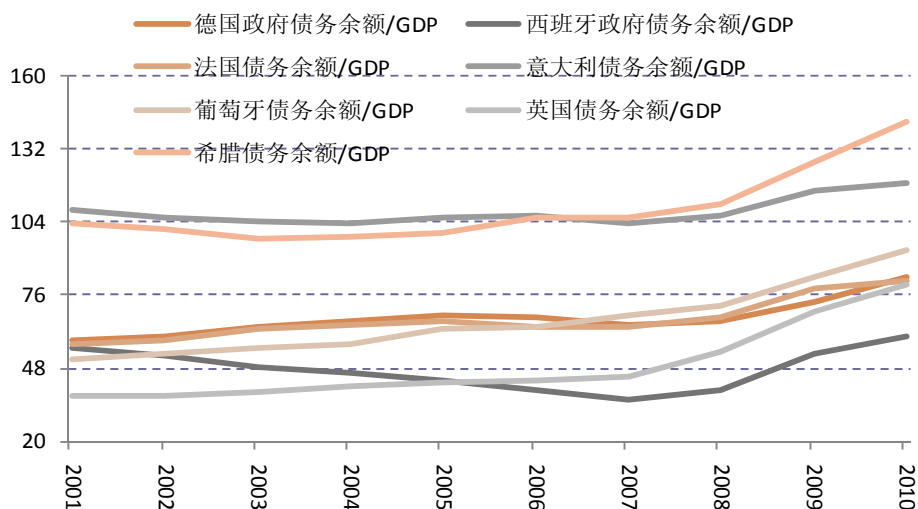
资料来源 WIKI、WSJ、FT 平安证券研究所整理

在接下面的部分，我们从几个方面来分析希腊债务问题的起源。

2.1 欧元区的体制缺陷：财政政策缺位

欧盟作为一个经济整体的标志之一就是拥有统一货币：欧元。欧洲央行是欧元区货币政策的执行者。欧元区各成员国没有独立货币、也没有独立的货币政策，仅有独立的财政政策可以作为政府调控经济，支付福利费用的政策工具，因此在政府需要干预经济或需要支付福利费用时，财政政策成为唯一可以使用的工具，因此欧元区不管强国、弱国均存在着政府负债率偏高的问题，见图表 3。

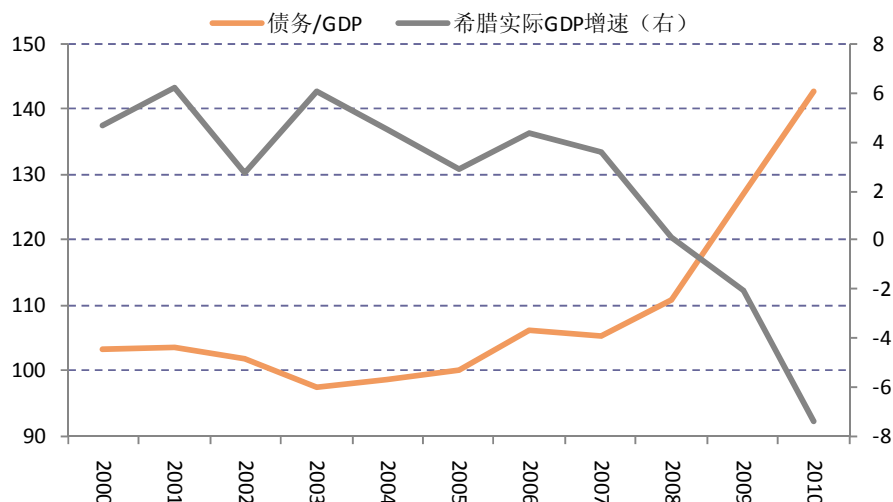
图表3 欧元区诸国政府负债率偏高是普遍现象



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

图表 4 显示从 02 年开始希腊政府债务/GDP 比重逐步升高，而在 02-07 年，希腊经济也实现稳定快速增长，政府扩张性的财政政策是推动经济增长的因素之一。

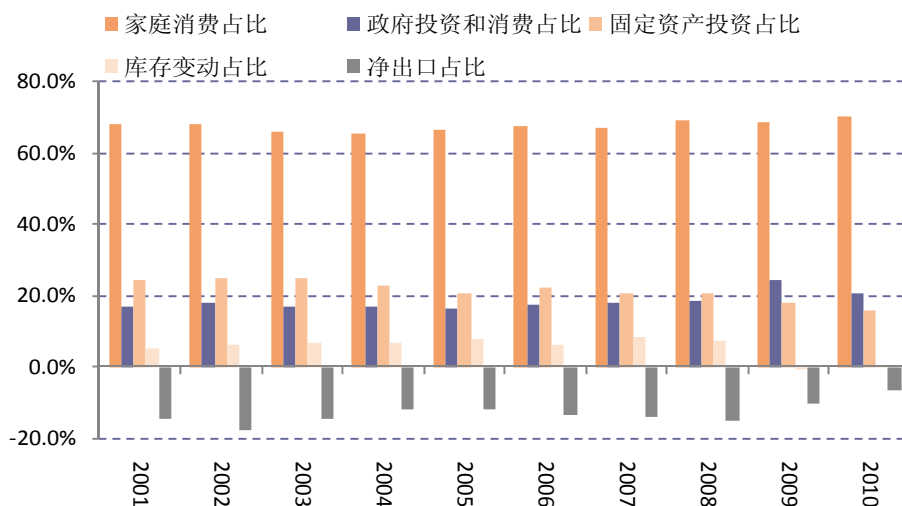
图表4 2000年后希腊政府举债是经济保持稳定增长的推动因素之一



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

从 01 年至 08 年的数据来看，政府主导的投资和消费在希腊 GDP 占比稳定，大约在 17-18%。在 09-10 年金融危机时，由于投资需求减少，希腊国内固定投资增长受限，政府加大了举债规模来刺激经济，因此我们看到了在 09、10 两年政府投资在希腊 GDP 的占比中有 2-3 个百分点的提高。

图表5 09、10年希腊政府主导的投资和消费明显增长



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

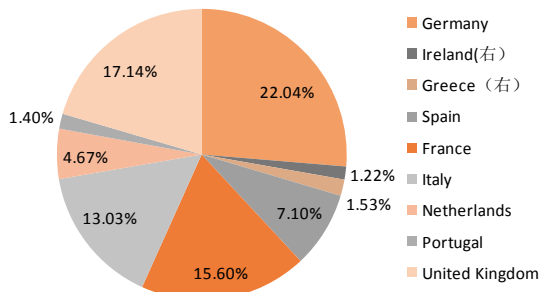
2.2 希腊处在“弱经济、强欧元”的困局

■ 德、法是欧盟最重要的经济体，而希腊等债务国则相当边缘化

毫无疑问，德、法是欧元区核心，政治上是如此、经济上更是如此。见图表6、7。欧盟成立初期，德、法的GDP在欧盟总规模中的占比约为37.64%，而在金融危机结束后的10年，德、法在欧盟中的占比已上升到46.23%。反观希腊、葡萄牙和爱尔兰等目前债务缠身的国家GDP在欧盟整体中的占比由01年的4.15%，仅小幅上升至10年的5.81%。从数据上看，希腊

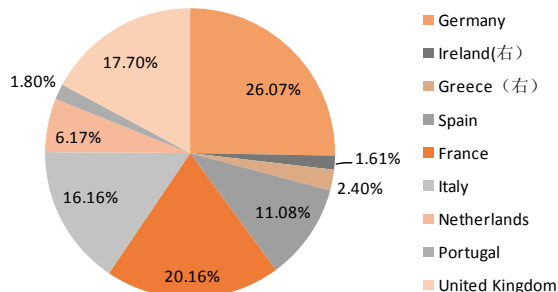
等国在欧元区地经济实力依然处在弱势。

图表6 2001年德、法占欧盟（27国）GDP约38%



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所 整理

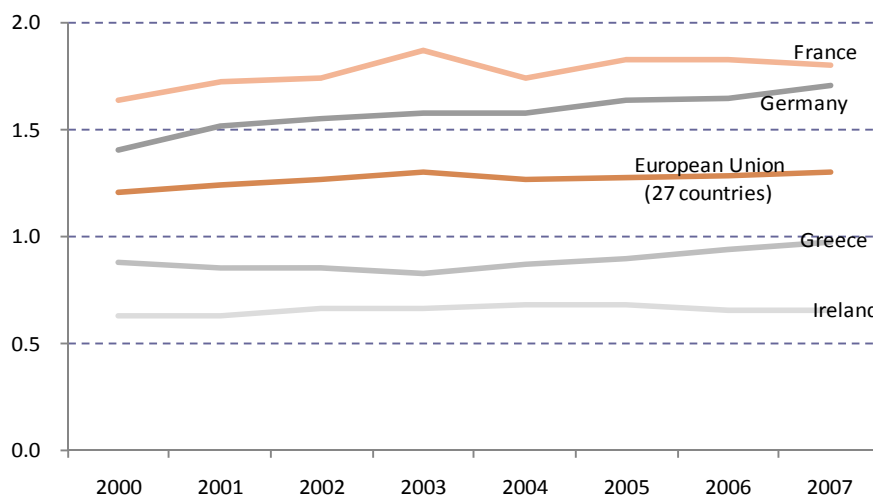
图表7 2010年德、法占欧盟（27国）GDP约46%



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所整理

从资源利用效率来看，希腊、爱尔兰等国的水平不但低于德、法，而且离欧盟的平均水平也有差距，说明从经济发展的竞争力来看，欧盟内部并不平衡，见图表 7。

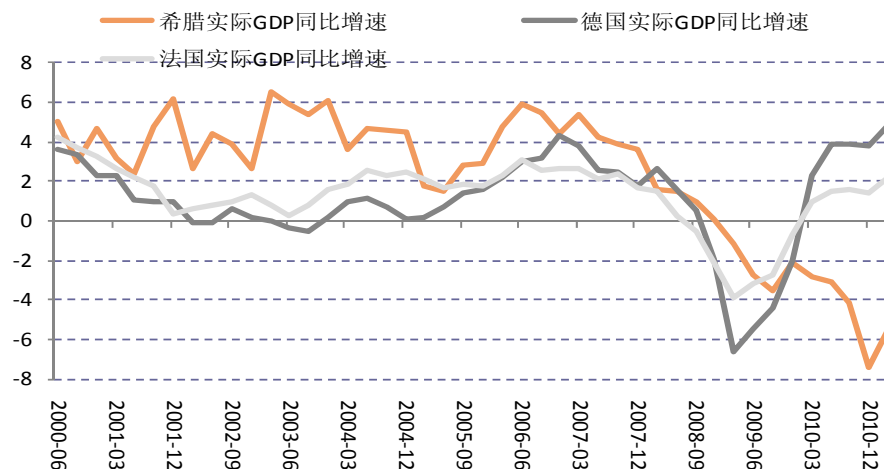
图表8 从资源利用效率来看，希腊、爱尔兰等国远不及德、法



资料来源: EUROSTAT 平安证券研究所整理

欧盟经济发展后劲也表现不均衡，德、法是欧元区经济增长的火车头，它们在危机后的复苏表现也远好于希腊。

图表9 10年开始，德、法逐渐从危机的泥沼中挣脱，而希腊则还深陷于此（单位：%）



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

欧盟区内强国和弱国之间经济发展水平和发展潜力均有差距。因此同样是政府举债，德国、法国的承受力就明显大于希腊。由于欧元区缺少对成员国经济竞争力的评测条件，因此不能根据实际的经济实力对各国财政纪律进行适当约束，也是导致希腊债务危机的体制隐患之一。

三、导致希腊债务危机的内部因素：经济放缓、政府妄为

在这个部分，我们将分析希腊债务危机的发展。

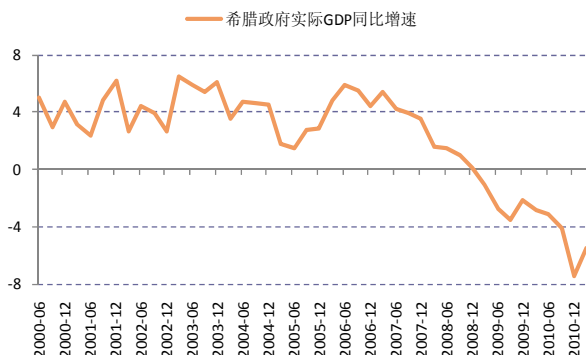
3.1 希腊债务问题的导火索：全球经济危机导致经济增长放缓

08年开始的经济危机重创希腊经济，希腊政府收不抵支，其债务问题就暴露出来。

■ 希腊支柱产业：旅游和运输遭到重创

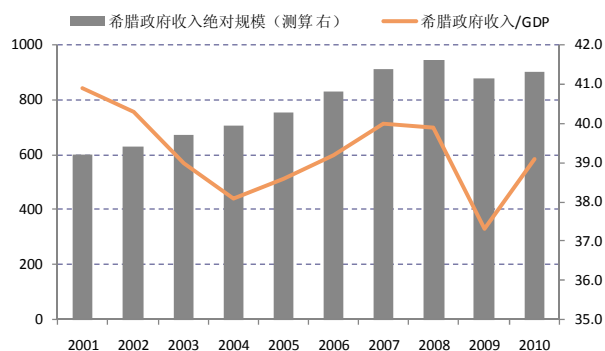
危机开始至今，希腊GDP增速持续低迷，导致希腊政府收入出现下降，见图表10、11。

图表10 08年至今，希腊GDP增速仍没有恢复



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所 整理

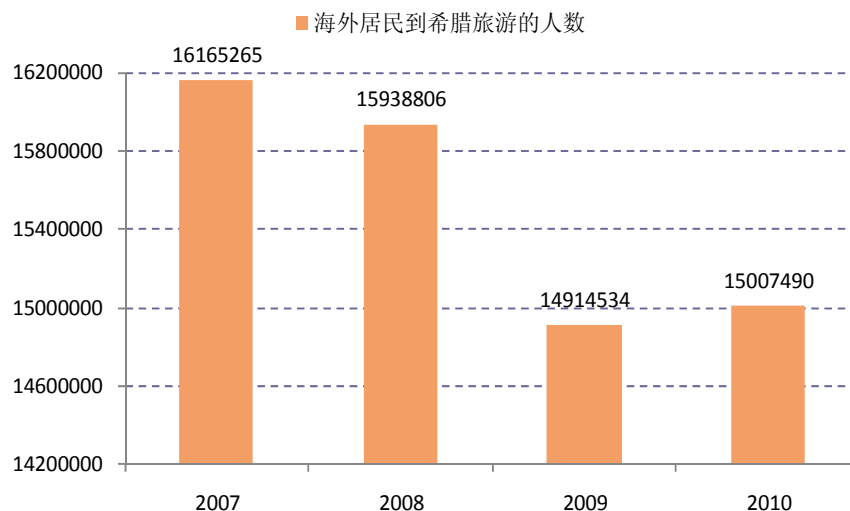
图表11 08-09年希腊政府收入出现下降



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所整理

08-09 年世界范围的经济危机爆发、蔓延，希腊经济支柱旅游业和海运业受到重创，从 07-08 年海外居民到希腊旅游年总人数的 1600 万人次下降到 09 年的 1490 万人次，具体见图表 12。

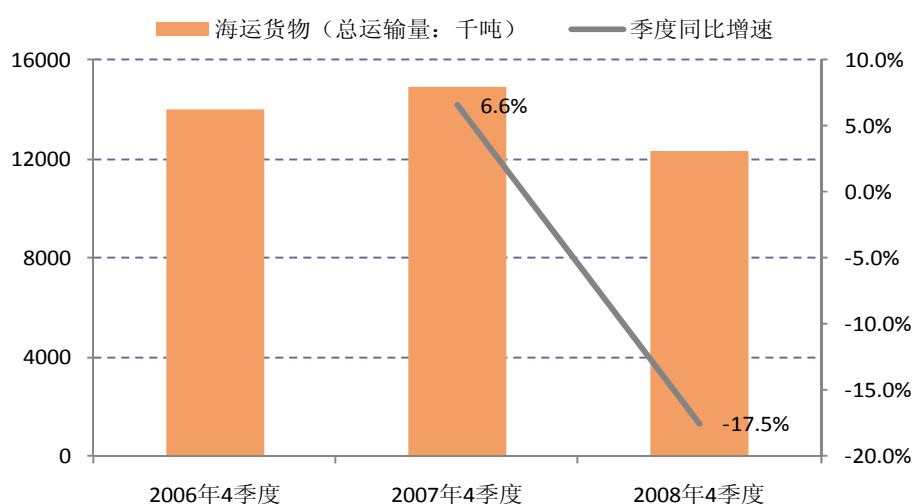
图表12 07-10年海外居民到希腊旅游人数，09年较07-08年有明显下降



资料来源 El Stat 平安证券研究所整理

图表 13 显示希腊航运业在危机初期的表现。由于数据限制，我们只能看到 06 年-08 年的 4 季度总运输量和 4 季度值同比增速情况，尽管数据跨度很短，但仍可以看出在经济危机开始的 08 年 4 季度希腊海运业已受到影响，当季总运输量为 1200 万吨，同比下降 17.5%。

图表13 受金融危机的影响，希腊海运货物运输量在08年4季度出现了明显下降

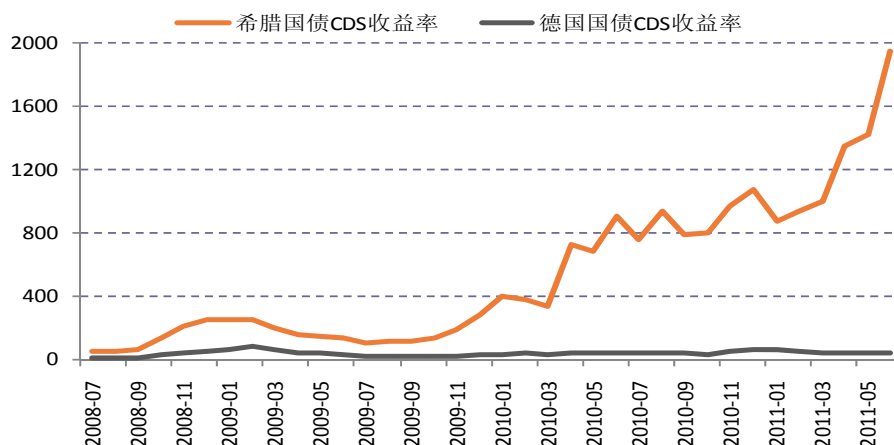


资料来源 El Stat 平安证券研究所整理

■ 债务成本加重希腊政府的负担

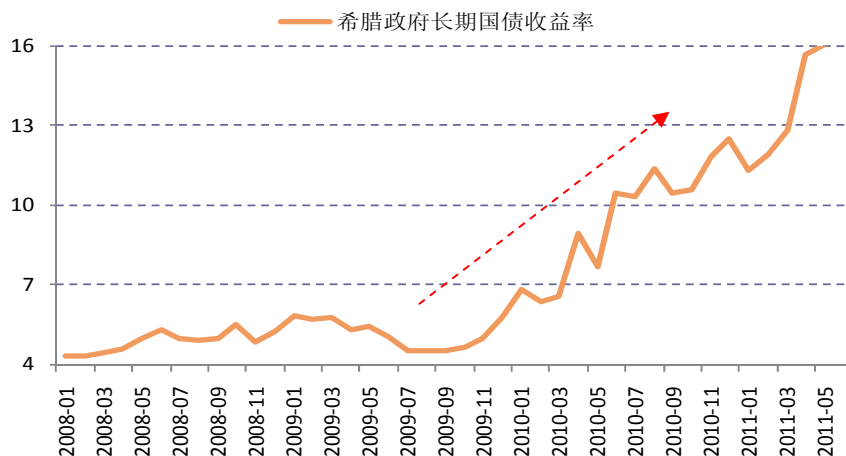
随着危机的爆发和蔓延，市场对希腊债务的担忧情绪逐步加剧，导致 09 年末开始希腊政府新债的收益率大幅攀升，这意味着希腊政府新举债成本不断提高，让希腊政府财政窘境雪上加霜，见图表 14、15。

图表14 市场对希腊债务的担忧情绪不断加剧，从希腊国债CDS收益攀升可以看出



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

图表15 希腊长期债券收益率升高加重了政府的财政负担



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

在 2009 年底，希腊政府终于倒在了债务的面前。

3.3 希腊政府的妄为：过高的福利支出和隐瞒债务数字

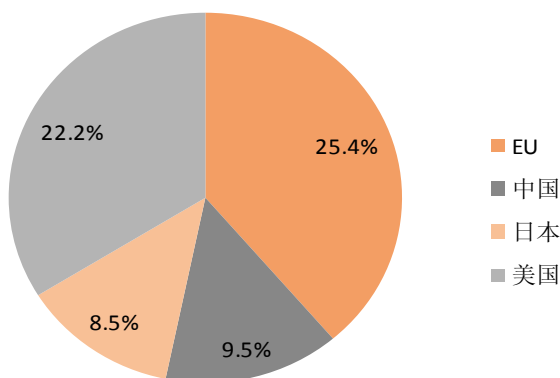
除开欧元区的体制性因素，我们认为希腊政府的妄为导致希腊目前深陷债务泥潭，具体来说：

- 希腊经济实力不足与过高的福利支出；
- 在加入欧元区期间，希腊隐瞒债务数字；
- 在强大欧元的光环下，希腊政府可以大举借债为目前的危机埋下隐患

正如在前文所述的那样，由于希腊处在“弱经济、强欧元”的处境，使得希腊政府可以“绑架”欧元为它发债提供很多便利，这就为希腊债务危机的爆发埋下隐患。

欧盟是目前世界最大的经济体，按照 IMF 对 11 年全球 GDP 的预测数据来计算，欧盟在全球经济总量的占比在 25%以上，见图表 16。

图表16 欧盟在全球GDP的占比为25.4%，为全球最大的经济体

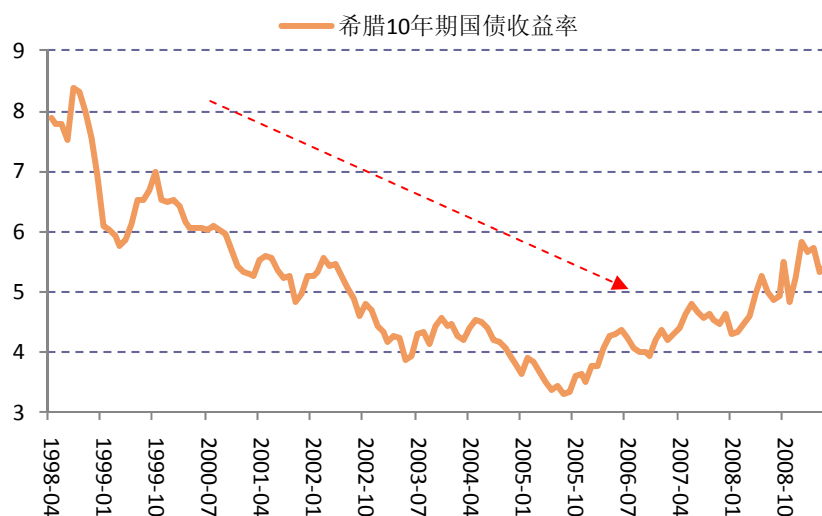


资料来源 IMF 平安证券研究所整理

由于有欧盟强大的经济实力作基础，欧元自然是市场最重要的“硬通货”之一。因此在加入欧元区之初，希腊政府立即得到了好处，即有了欧元这样的强势货币支撑，希腊政府在市场上举债变得比以前更加容易，融资成本也比加入欧元区前要低，见图表 17、18。

图表 17 显示的是 98 年-08 年希腊 10 年期国债的收益率变化情况，很明显，在加入欧元区后，希腊政府长期国债收益率呈现下降趋势，显示其融资成本降低。

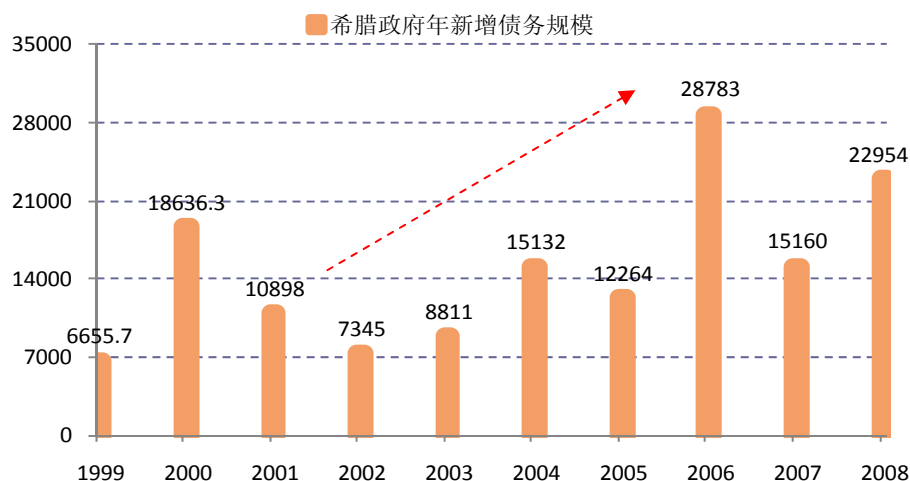
图表17 希腊长期国债收益率呈现下降趋势



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

由于得到强大欧元作为希腊政府举债的担保，从 01 年开始希腊政府年新增债务规模出现上升趋势，见图表 18。

图表18 01年后，希腊政府年新增债务规模呈现上升的趋势（百万欧元）

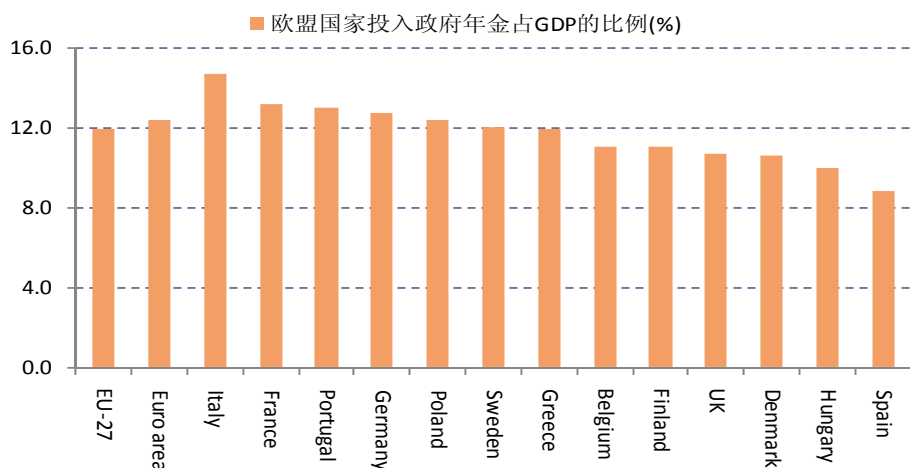


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

■ 过高的社会福利支出加重了希腊政府的负担

欧洲国家高福利支出是普遍现象，见图表 13。

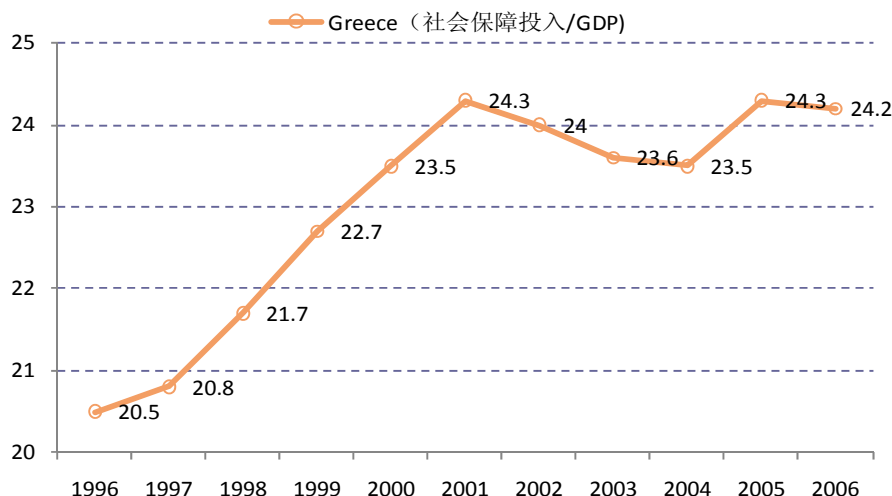
图表19 欧盟部分国家对政府年金的投入占GDP的比重（2006年）



资料来源 EUROSTAT 平安证券研究所整理

像希腊这样的经济上的相对弱国（在前文 2.2 部分已讨论过希腊与德、法之间经济实力的差距），持续地将年 GDP 的 11.9% 投入到政府支持的年金中去，其对年金投入的相对规模已超过如西班牙、比利时等国（这些国家在经济发展上比希腊要强），因此希腊存在福利支出过高的问题。

图表20 希腊政府对社会保障的投入占年GDP的比重



资料来源 EUROSTAT 平安证券研究所整理

图表 20 显示的是希腊政府从 98 年至 06 年对社会保障投入/GDP 的数据，

- 以时间纵向来比看，希腊政府对社会保障方面的投入出现上升，从 98-99 年的 20-21%，上升到 06 年前后的 24%；
- 以国家数据横向比较，00-06 年希腊对社会保障的投入大约为年 GDP 的 24%，而同期意大利在这个方面的投入大约为年 GDP 的 25.5%(在欧洲除德、法、意、英和北欧少数传统高福利国之外，希腊在社会保障上的投入居前列)，可见希腊政府对社会福利的支出相当大，已向欧洲一流强国看齐。

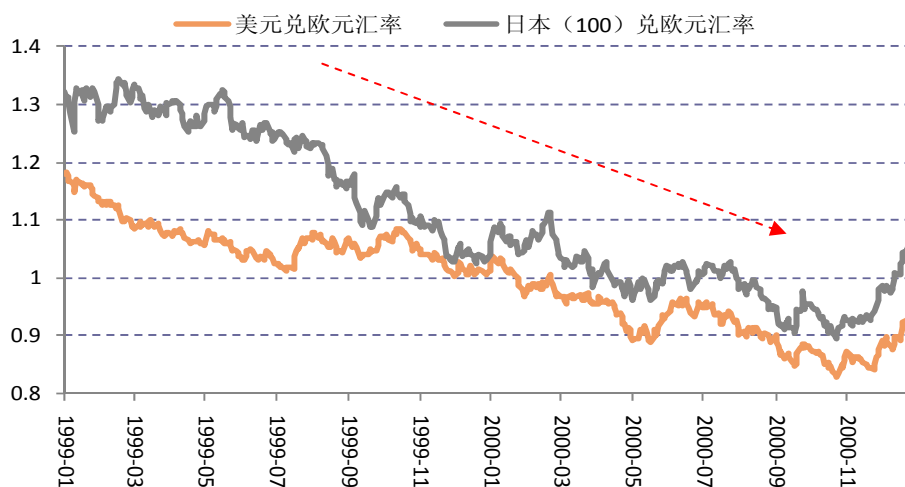
希腊经济实力远不及德、法、意等欧元区强国，但政府对社会福利投入则和欧洲一流强国相仿。毫无疑问，超过其实际可负担范围的社会福利投入加重了希腊政府的财政负担，也迫使希腊政府需要进一步增加举债。

■ 希腊政府部分隐瞒了其负债状况

希腊政府为进入欧元区寻求高盛等投资银行的帮助。在“希腊政府-高盛”的交易中，高盛使用了货币互换掉期合约来掩盖希腊的真实赤字和负债规模。

用一个很简单的例子来说明货币互换掉期的作用。比如希腊政府本来发行 100 亿美元债券，如果当时美元对欧元比价为 1 比 1，正常来讲，可以换 100 亿欧元，但高盛为希腊政府提供了优惠汇率，约定美元兑欧元比价为 1 比 1.1，希腊政府的 100 亿美元债券可以换取 110 亿欧元。这样一来，希腊政府账面上的债务只增加了 100 亿美元，但实际可利用的资金却达到了 110 亿欧元。其实“希腊政府-高盛”的所为只是将债务支付时间推后，而债务本身并不会消失。相反，就像圆一个谎需要撒一个更大的谎一样，希腊不得不使用更多的货币掉期交易掩饰债务和赤字。

图表21 欧元在99-00年相对于美元、日元出现弱势，这有利于货币互换合约的使用



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

然而纸包终究不住火，引发希腊债务问题全面曝光的就是 08 开始的全球金融危机，随着危机在全球蔓延，导致融资愈加困难，融资成本愈发昂贵，希腊以债掩盖债的链条无法延续。

四、评级机构：债务危机爆发、蔓延的催化剂

国际三大评级机构在希腊债务问题的爆发和蔓延过程中，起到了催化剂的作用。

图表 22 显示的是三大评级机构对希腊债务信用评级下调情况。

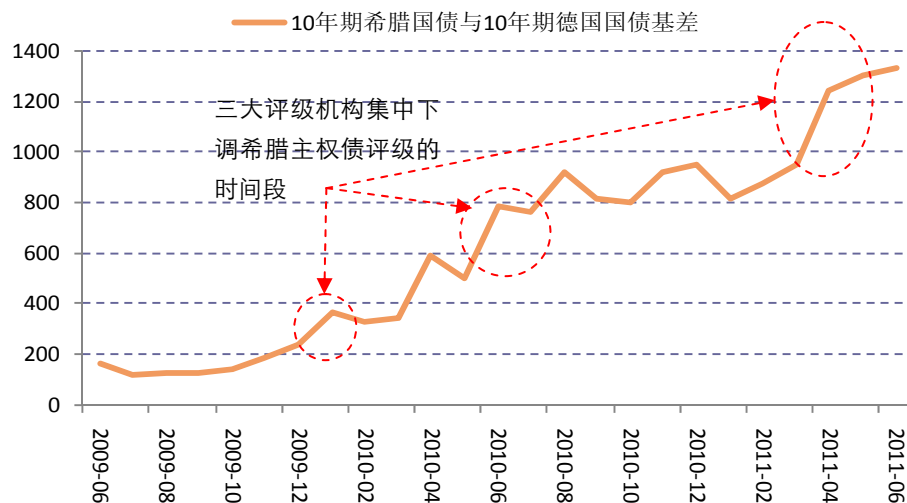
图表22 从09年开始三大评级机构对希腊债务的评级逐步下调

	Fitch	S&P	Moody's
2009-12	BBB+	BBB+	A2
2010-04	BBB-	BB+	A3
2010-06			Ba1
2011-03		BB-	B1
2011-05	B+		
2011-06		CCC	
2011-07	CCC		Ca

资料来源 WIKI WSJ Bloomberg 平安证券研究所整理

随着评级机构下调希腊主权债的信用评级，市场对希腊问题的担忧增加，因此就看到了希腊国债相对于德国国债的基差逐步扩大，见图表 23。

图表23 希腊国债收益率与德国国债收益率基差扩大，显示市场担忧情绪在加剧



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

五、希腊债务问题现状：新救助计划为希腊赢得了时间，但可能仅是如此

7月21-22日，欧元区成员国就希腊债务问题举行峰会，并通过了新的对希腊债务问题的救助方案。

■ 希腊债务问题的现状：短期债务违约风险有所缓和

先回顾第一次救援计划的情况。

2010年5月欧元区各国、ECB和IMF三方达成协议，对希腊展开第一次救助行动，计划所涉及的资金总规模为1200亿欧元，其中欧洲方面出资800亿欧元，IMF出资约400亿，全部资金将分成13次支付完成，时间跨度为10年5月到13年2季度。到11年7月为止，希腊已收到5次付款，具体见图表24。

图表24 第一次希腊援助计划的援助资金支付情况

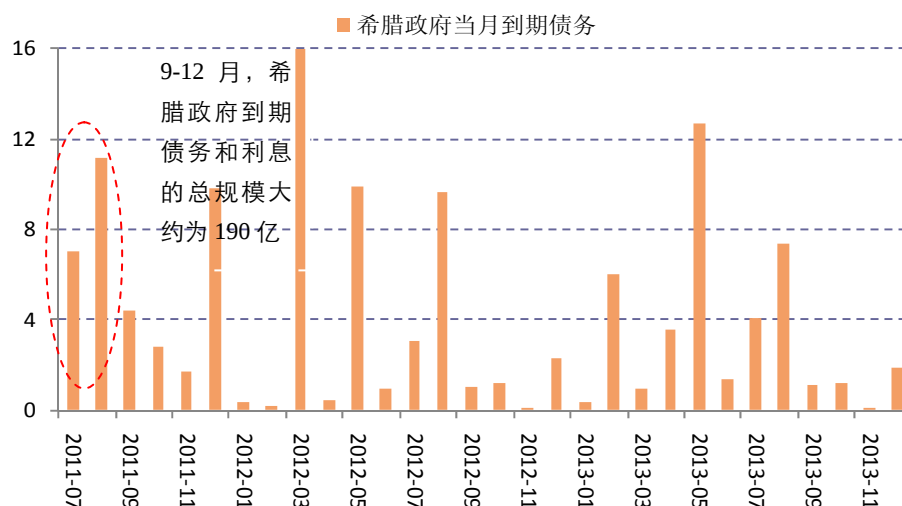
	2010第一次救助计划		
	欧元区成员提供	IMF提供	
2010-5-18	14.5	5.5	
2010-9-13	6.5	2.5	
2011-1-19	6.5	2.5	
2011-3-16	10.9	15.0	
2011-7-9(批准)	8.7	3.3	
已发放规模总计	47.1	28.8	75.9
2011-09	5.8	2.2	
2011-12	3.6	1.4	
2012-03	7.3	2.7	
2012-06	4.4	1.6	
2012-09	4.4	1.6	
2012-12	1.5	0.5	
2013-03	4.4	1.6	
2013-06	1.5	0.5	
还未发放规模总计	32.9	12.1	45.0

资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

希腊政府在 9-12 月到期的所有债务和利息的总和大约为 190 亿，而在 8 月-12 月，希腊政府大约可以获得了约 260 亿的救助款项，因此短期来看，希腊政府债务违约的风险在降低。

希腊政府债务分布情况见图表 25。

图表25 希腊政府债务和利息到期情况



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

■ 希腊政府所做的努力：推行严厉的财政紧缩计划和国有资产私有化

希腊政府无力应对高企的债务，必须借助国际社会的资金援助，作为取得国际援助的交换条件，希腊政府推动一系列强有力的财政紧缩和改革方案。其目标是 2011-2015 年，希腊政府依靠财政紧缩增收 280 亿欧元，再通过国有资产私有化筹资约 500 亿欧元。

其具体内容，见图表 26、27、28。

图表26 希腊政府制定的财政赤字上限中期规划

中期财政赤字封顶规划				
年份	2011	2012	2013	2014
赤字上限（10亿欧元）	17.1	14.9	11.4	6.4
占当年GDP比重（%）	7.6	6.5	4.9	2.6

资料来源 European commission 平安证券研究所整理

图表27 希腊政府制定的2011-2015年财政巩固计划

财政巩固方案（2011-2014）	
减少公共部门职员薪水	招入解雇比率为1:10
	增加职员周工作小时数至40小时，而不增加加班薪资
	减少职员补贴
	11年将公职人员合同工再10年基础上减少50%，12年再减少10%
减少政府运营成本	2010年至2015年，政府雇员总数减少20%
	推动公职部门办公全无纸化
	减少公职部门办公租赁费用
	减少公职部门通讯费用
减少政府转移支付	减少40个小型政府资助团体
	合并至少25个小型政府资助团体
	合并大约10个大型资助团体
	减少40%由政府资助的公益性组织
减少与国防相关的运营费用	
减少健康保健、医疗方面的费用	减少公立医院的运营花费
	减少对没有参与医疗保险的居民的费用支出
	增加外国居民的医疗费用
	调整相应药品、医疗服务的价格
减少社会福利支出	在医院、卫生系统推进无纸化
	冻结社会基础年金
	改革对残疾人年金系统
	减少退休时一次性年金支付数量
增加地方政府收入	增加对月年金超过1700欧元的人员的特别支付
	增加对年不满60岁人员的特别支付
	增加道路收费、杂费等
	合并地方性管理机构
增加税收和扩大增税范围	加强地方税收监管
	将餐馆、酒吧的增值税率提高至23%
	提高财产税
	对未授权房产进行罚款
加强对税收的监管，增加税收收入	提高对汽车、船（包括游艇）、饮料、天然气、烟草的税率

本表格所列举的情况是针对11年的新增、细化内容，原10年的紧缩方案所涉及的个人税等内容没有展示

本表格只是展示关于财政紧缩计划中重要内容，另有年金、医疗、经济发展的改革法案在本表没有展示

资料来源 European commission 平安证券研究所整理

图表28 希腊政府推行的国有资产私有化的筹资进度

国有资产私有化累计规模（10亿欧元）		
2011年	2季度末	0.4
	3季度末	1.7
	4季度末	5.0
2012年	1季度末	7.0
	2季度末	9.0
	3季度末	11.0
	4季度末	15.0
2013年	1季度末	17.0
	2季度末	18.0
	3季度末	20.0
	4季度末	22.0
2014年		35.0
2015年		50.0

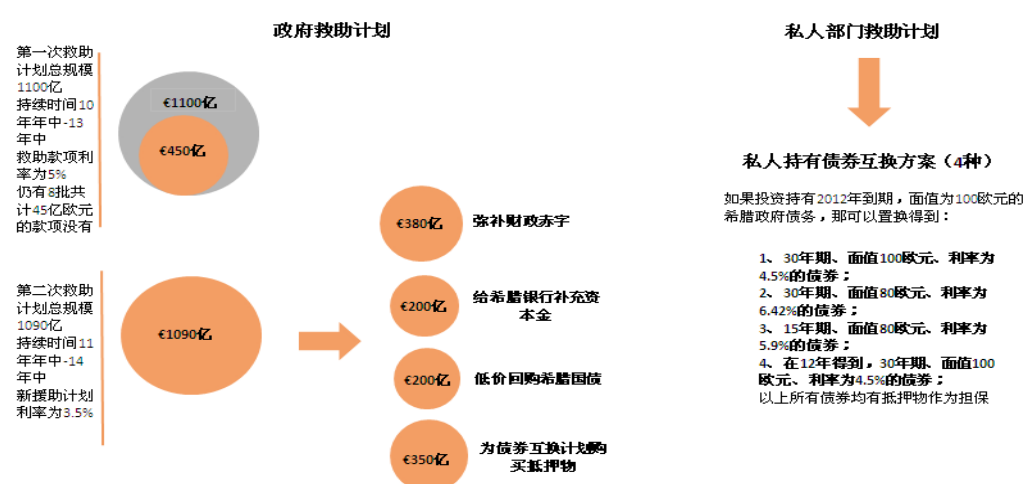
资料来源 European commission 平安证券研究所整理

因为希腊政府推出紧缩方案，IMF、ECB、欧盟成员国于 11 年 7 月 9 日同意继续向希腊提供第一次援助计划中的第 5 批款项，这笔款项使希腊政府免于在 7 月破产，为各方研究希腊债务问题解决的中长期方案提供了时间。

■ 新一轮救助方案：可能仅仅为希腊政府赢得时间

7 月 22-23 日，欧元区领导人峰会通过了新一轮希腊援助计划。该计划鼓励持有希腊国债的私人投资者“自愿”参与，其持续的时间为 11 年年中到 14 年年中，救助计划中由 EFSF 以贷款方式提供 1090 亿欧元，偿还期限为 15 年，而私人投资者将以债务置换的形式在 2020 年之前贡献约 1350 亿欧元。具体计划见图表 29。

图表29 新一轮希腊援助计划解析图



资料来源 WSJ、FT 平安证券研究所整理

从新一轮的救助计划来看，我们认为它对希腊债务问题的解决有正面推动作用，因为：

- 新援助计划的部分资金将弥补财政赤字以及补充希腊银行资本金规模；

- 新援助计划使得希腊政府获得了长期资金，平滑了债务的分布；
- 将希腊债务的私人持有者拖入了救助计划，分担了部分救助成本。

这个计划本身还是以资金输血为其主导，和第一次救助计划相比没有明显的改进，其缺陷依旧存在，即：

- 这个新方案并没有实质性减少希腊政府短期所面临的债务规模（或者说减少债务规模所需的时间会比较长）；
- 这个计划也不能真正改善希腊经济增长情况。

因此，从这个角度看，我们认为新的救助计划为希腊政府、欧元区其它国家赢得了继续磋商解决债务问题的时间，但可能仅仅就是如此！

。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257