

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

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：

本报告使用现有数据推算和数量逻辑推导的方法显示解决债务危机的有效途径是：促进经济快速增长，而所谓快速就是指 GDP 实际同比增速要高于实际利率水平。基本这个分析结果，我们认为现有希腊债务危机的救助方案只是用流动性换取时间而已，并不能有效地解决债务危机，未来希腊债务危机的续集仍会反复上演。

■ 促进经济快速增长对解决债务问题至关重要。

- 从现有数据演算的结果来看，在经济快速增长的情景下，希腊政府在 2015 年前能实现政府债务/GDP 下降，到 2020 年政府债务/GDP 水平可降至 100%左右；
- 以数量逻辑推导结果来看，只有在经济实现快速增长的前提下，即经济实际增速大于实际利率水平，政府债务才能进入自我修复的均衡状态，不再依靠继续举债度日。

■ 希腊债务危机未来发展的猜想：维持现状的可能性较大。

- 维持“温水煮青蛙”的现状。根据希腊经济的现状和德、法对于救助问题的态度，我们认为未来希腊政府仍要以“外部输血”度日，债务危机的续集仍将反复上演。
- 对于出现“欧洲债券”和“希腊退出欧元区”情况的判断，由于现行体制的制约和德、法欧元区核心国家的利益因素，发生的可能性很小。
- “强力的债务重组+促进经济增长”是一个有效的解决办法，但是强力的债务重组有可能给欧洲银行体系甚至是全球金融体系带来冲击。

■ 希腊债务问题前景展望：欧元区自我救赎。

目前来看，德、法都不希望希腊在债务前倒下，如果希腊倒下将成为欧债危机骨牌效应的触发者，爱尔兰、葡萄牙、西班牙甚至意大利都会被牵连，相继倒下，这是欧元区核心国无法承受的，因此德、法提供的救助与其说在救助希腊，到不如说在救它们自己，在救欧元。基于这样的判断，我们认为短期内危机仍可能上演“危机再起-资金救助”的循环剧情，即用流动性换取时间，从债务危机的长期展望来看，无论是更加统一的欧洲（财政大统一）还是发行欧洲债券在短期内都不可能实现，相比较而言，强有力的债务重组+促进希腊经济增长可能是最有效的选择，而这意味着欧洲乃至全球银行业蒙受损失。

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.....	4
二、希腊债务危机的起源和现状	4
三、解决债务危机的办法：促进经济增长	4
3.1 现有的解决办法不能解决希腊债务危机	4
3.2 在现行体制下力争实现经济快速增长才是有效举措	6
四、未来希腊债务危机的解决方法	9
4.1 可能状况 1：维持“温水煮青蛙”的现状	9
4.2 可能状况 2：推出“欧洲债券”	9
4.3 可能状况 3：施行强有力的重组+经济刺激方案	10
4.4 可能状况 4：希腊退出欧元区	11
五、对希腊债务危机的展望	12
5.1 德、法会尽其所能捍卫欧元	12
5.2 未来还可能出现“希腊第 N”、“PIGS 第 N”	12

图表目录

图表 1 希腊债务可持续性分析 2010-2020（基准情况）5

图表 2 在各种假设情况下，希腊债务可持续性分析（2010-2020）6

图表 3 稳定状态：实际经济增速高于实际利率水平8

图表 4 非稳定状态：实际经济增速低于实际利率8

图表 5 解决希腊债务问题的逻辑图10

图表 6 德、法持有大量希腊债务（截止 2010 年底、单位：亿美元）11

图表 7 德国是欧元区形成以来的受益者12

一、结论

本报告重点讨论希腊债务危机的前景。我们认为无论是 10 年 5 月开始的希腊债务危机的第一轮救助计划，还是今年 7 月通过的第二轮救助计划，都是用流动性的办法来解决债务问题（对于体制问题的讨论在本系列报告之一中已有涉及，这里不再具体展开），而没有针对解决债务危机的实质——实现经济快速增长（GDP 的实际增速高于实际利率水平）采取对策，因此德、法、ECB 和 IMF 所做的并不能妥善地解决危机，只是用“温水煮青蛙”的办法换取时间。

在报告的后一部分我们简单地讨论了希腊债务未来可能的发展方向以及其影响。我们有一个基本的判断：目前来看，德、法都不希望希腊在债务前倒下，如果希腊倒下将成为欧债危机骨牌效应的触发者，爱尔兰、葡萄牙、西班牙甚至意大利都会受到影响，这是欧元区核心国无法承受的，因此德、法提供的救助与其说在救助希腊，到不如说是在救赎它们自己，在救赎欧元。基于这样的判断，我们认为短期内危机仍可能上演“危机再起-资金救助”的循环剧情，即用流动性换取时间，从债务危机的长期展望来看，无论是更加统一的欧洲（财政大统一）还是发行欧洲债券在短期内都不可能实现，相比较而言，希腊政府实际促进经济稳定增长+经历必要的债务重组可能是最有效的选择（这意味着欧洲银行业将蒙受损失）。

二、希腊债务危机的起源和现状

我们认为导致希腊政府深陷债务泥潭的原因有：近年希腊经济增长乏力、欧元区内部体制缺陷和希腊政府妄为。而国际评级机构则是债务危机逐步升级的助推剂。

从希腊债务危机的现状来看，由于 7 月末欧元区成员国就希腊债务问题举行的峰会通过了新的对希腊债务问题的救助方案，我们认为它对希腊债务问题的解决有正面推动作用，短期来看，新救助计划对希腊政府到期债务和利息的支付难题起到缓解的作用。但深究新救助方案的实质来看，它还是用流动性办法来解决债务危机，与第一次救助计划没有本质区别，因此现在德、法、ECB 所做的只是用流动性来换取时间，而且仅仅就是如此。（对于希腊债务危机源起和现状的分析，请详见本专题系列之一）。

三、解决债务危机的办法：促进经济增长

3.1 现有的解决办法不能解决希腊债务危机

在下面的文字部分，我们通过数据推算的形式来说明外部资金援助+希腊政府的开源节流的模式不能解决希腊的债务危机。

根据 ECB 和 EC 的资料，我们整理希腊债务问题可持续性的分析数据，见图表 1。

图表1 希腊债务可持续性分析2010-2020（基准情况）

	希腊债务可持续性分析										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
债务/名义GDP	142.7	156.7	161.3	160.1	153	145.3	142.6	139.5	136	131.9	127.1
财政赤字	5.0	0.8	-1.3	-3.4	-6.1	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4
前期积累效应	8.0	9.7	5.6	3.6	3.5	4.2	3.8	3.3	2.9	2.3	1.6
利息支出	5.5	6.8	7.8	8.3	8.7	9.6	9.4	9.2	8.9	8.5	7.8
经济增长的效应	5.8	5.5	-0.9	-3.2	-3.5	-4.0	-4.1	-4.2	-4.1	-4.0	-3.8
通胀因素影响	-3.3	-2.6	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3	-1.6	-1.8	-1.9	-2.2	-2.3
关键宏观经济指标假设											
经济增长	-4.5	-3.8	0.6	2.1	2.3	2.7	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
利率水平	1.4	3.1	4.4	4.3	4.6	5.5	5.6	5.4	5.2	4.7	4.3
通胀水平	2.6	1.5	0.7	1.0	1.0	0.9	1.1	1.3	1.4	1.7	1.8

资料来源 European commission ECB 平安证券研究所整理

图表 3 的假设性分析是建立在现有的救助计划和希腊国有资产进行私有化的基础之上的。

从数据上可以看出：

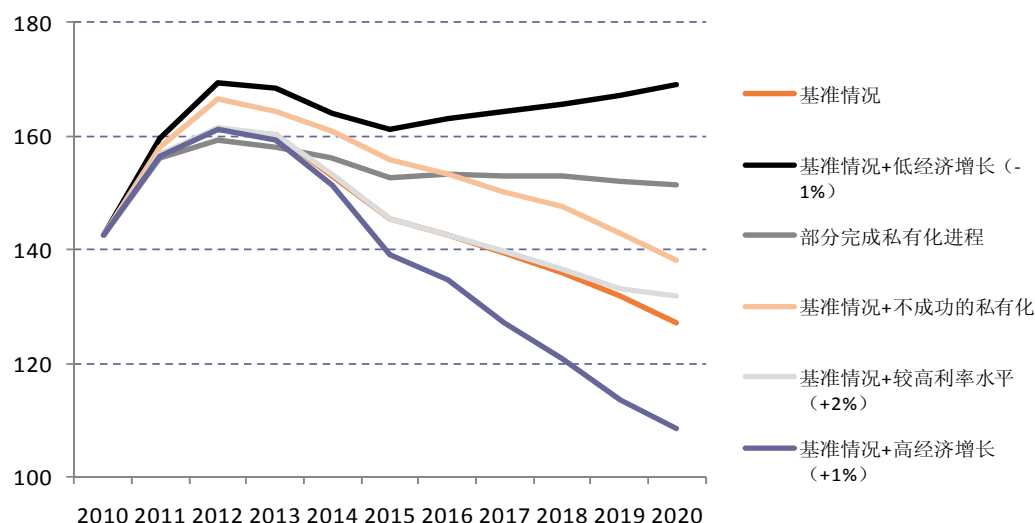
- 依照现有的救助方案，希腊债务问题解决所需要的时间会相当长，按照 ECB 分析，到 2020 年希腊的政府负债/GDP 的比率仍将超过 127%；
- 从债务利息支出来看，从 2011 年至 2020 年，利息支出/GDP 的比例较高，这主要与债务规模有关，因此如果能在初期降低希腊政府的债务规模是可以带来多重叠加的正面效应；
- 从减少债务规模的角度来看，促进经济增长是最有效的手段。数据上看，从 2015 年开始希腊经济增长大约在 3%左右，对应地通过经济增长减少债务为 GDP 的 4%左右。

而对于新一轮债务救助计划，我们认为其本身还是以资金输血为主，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（没有进行有效的债务重组）；
- 这个计划不能真正改善希腊经济增长情况。

做更加全面的分析，将情景状态的范围扩大至 6 种，即：基准情况、基准情况+低经济增长、基准情况+部分完成国有资产私有化进程、基准情况+不成功的私有化过程、基准情况+较高利率水平、基准情况+高速经济增长，具体的推算结果见图表 2。

图表2 在各种假设情况下，希腊债务可持续性分析（2010-2020）



注：本图表显示数据，部分来自ECB、EC资料

注：基准情况是指以当前紧缩计划+国有资产私有化规模+所有救助计划+图表5中假设的经济增长数据

资料来源 European commission ECB 平安证券研究所整理

从估算的结果来看，基准情况+高经济增长的模拟下，债务减少地最为迅速，而成功的私有化进程也会帮助债务的缩减，因此解决希腊债务问题的关键在于希腊经济的增长，其次是国有资产私有化成功与否。

在高额债务的重压之下，依靠希腊经济恢复来减轻负债将是一个非常漫长的过程。而实现希腊经济增长的前提就是必须给希腊政府减负！但现有的救助计划框架里能有效降低政府负债的措施几乎没有，救助计划本身没有针对债务问题的关键。按照基准情况+较高增长率的最优情况来看，至少到2015年希腊政府债务/GDP比率都将在140%以上，因此如果保持现有计划不变，即使在希腊政府良好执行的前提下，未来3-4年里，希腊债务问题还将常常进入人们的视野里。

3.2 在现行体制下力争实现经济快速增长才是有效举措

在前面数据推算的结果显示：促进债务国经济快速增长，所谓快速是指经济实际增长速度要大于实际利率的水平才是解决债务危机的有效办法。为什么呢？

在这个部分我们将引入一个数量推导来说明为什么经济增长对解决债务危机最为重要。

在开始进行推算前，我们给出一个基本概念（注：下面的推导非笔者原创，基本思路来自《动态经济学导论》中的相关章节，笔者仅在处理欧债问题时将其原有模型做了变动）。

$$\Delta B(t) + \Delta M(t) = NT(t) - G(t) - iB(t-1)$$

先解释一下上面的式子，我们认为：一个国家当期的举债需求来自于：

- 政府净收入-政府支出（当期影响）；
- 前期债务余额所需要支付的利息（累积效应）；

而融资的渠道也可以分为两类：

- 依靠政府举债；
- 通过印刷钞票来融资；

但由于欧元区诸国没有独立的货币政策，即不可能使用“发钞票”的办法来融资，因此上面的式子可以改写成：

$$\Delta B(t) = NT(t) - G(t) - iB(t-1)$$

将上面的式子进行调整，可以得到：

$$\Delta B(t) = NT(t) - G(t) - iB(t-1)$$

$$\frac{\Delta B(t)}{Y(t)*P(t)} = \frac{NT(t)}{Y(t)*P(t)} - \frac{G(t)}{Y(t)*P(t)} - \frac{iB(t-1)}{Y(t)*P(t)}$$

$$\frac{B(t) - B(t-1)}{Y(t)*P(t)} = \frac{NT(t)}{Y(t)*P(t)} - \frac{G(t)}{Y(t)*P(t)} - \frac{iB(t-1)}{Y(t)*P(t)}$$

$$\frac{B(t)}{Y(t)*P(t)} = \frac{NT(t) - G(t)}{Y(t)*P(t)} + \frac{(1-i)*B(t-1)}{Y(t)*P(t)}$$

$$\frac{B(t)}{Y(t)*P(t)} = \frac{NT(t) - G(t)}{Y(t)*P(t)} + \frac{(1-i)*B(t-1)}{Y(t)*P(t)}$$

$$\frac{B(t)}{Y(t)*P(t)} = \frac{NT(t) - G(t)}{Y(t)*P(t)} + (1-i) * \frac{Y(t-1)*P(t-1)}{Y(t)*P(t)} * \frac{B(t-1)}{Y(t-1)*P(t-1)}$$

$$h(t) = nt(t) - g(t) + (1-i) * \frac{Y(t-1)*P(t-1)}{Y(t)*P(t)} * h(t-1)$$

$$h(t) = nt(t) - g(t) + \frac{(1-i)}{(1+\pi)*(1+y(t))} * h(t-1)$$

$$h(t) = nt(t) - g(t) + (1-i-\pi-y(t)) * h(t-1)$$

$$\Delta h(t) = g(t) - nt(t) + (r-y(t)) * h(t-1) \dots \dots (1)$$

下面列举一下推导中用到的符号的意思。

$BD(t)$: 财政赤字（正值时表示支出大于收入，负值时则表示支出小于收入）

$G(t)$: 政府支出

$NT(t)$: 净税收（政府净收入）

$B(t)$: t 期时债务融资余额规模

$i(t)$: 名义利率

r : 实际利率

π : 通胀水平

$Y(t)$: t 期的实际GDP水平

$P(t)$: 价格水平

$y(t)$: 经济实际增速

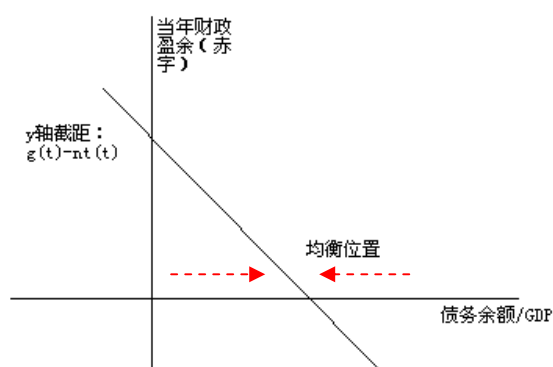
$$\frac{B(t)}{Y(t)*P(t)} = h(t): t\text{期时债务余额/GDP}$$

式子（1）可以看成，年度新增债务余额/GDP 与前一期政府债务余额/GDP 的方程（即当年新增债务/GDP 为 y ，而前一期政府余额/GDP 水平为 x ）。而式子（1）可以进一步改写成：

$$h^* = \frac{g(t) - nt(t)}{y(t) - r} \dots\dots(2)$$

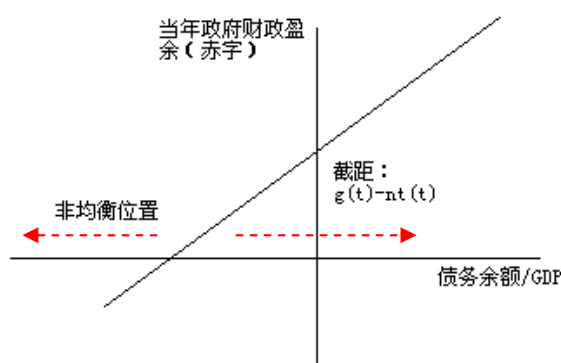
从式子（2）可以发现，年新增政府债务余额/GDP 水平与政府财政盈余情况和经济增长情况相关。但哪个因素是更加重要的呢？见图表 3、4。

图表3 稳定状态：实际经济增速高于实际利率水平



资料来源：平安证券研究所 整理

图表4 非稳定状态：实际经济增速低于实际利率水平



资料来源：平安证券研究所整理

图表 3、4 用图表来显示在当期财政为赤字情况下的平衡状态和非平衡状态（图表 4 更符合现在希腊的状况）。很明显，图表 3 显示的是一个平衡状态，因为任何非均衡的状态（即大于或小于式子（1）直线与坐标轴横轴的交点）的情况都能得到自动修正，而在图表 4 所显示的情况则不能实现。两者相比较其差别在于图表 3 显示的情况是实际经济增速快于实际利率水平，而图表 4 则没有。

当下希腊属于图表 4 所显示的情况，有当期财政赤字，同时经济增长十分乏力。如果我们以 10 年希腊实际经济增速、10 年的希腊政府财政赤字规模和 8 月底市场实际利率水平依照式子（2）来测算，可以得到：

- 在均衡状态下希腊的政府负债/GDP 水平应该在 50%左右，但 10 年的水平约 143%；
- 如果再将 143%代入式子(1),我们可以估算出 11 年新增的债务/GDP 的水平大约为 18%,这意味着到年底希腊政府的债务/GDP 比值在 160%左右,这个结果和在 3.1 节中,我们使用 ECB 和 EC 提供数据的测算结果相仿。

数理推导和现有数据推算的结果均指向同一个结论，即：需要希腊经济实现快速增长，所谓快速就是其经济实际增速大于实际利率水平，希腊债务问题的解决才有转机。

四、未来希腊债务危机的解决方法

4.1 可能状况 1：维持“温水煮青蛙”的现状

我们认为出现这种情况的可能性较大。

由于有外部援助，近期希腊政府破产的可能性在降低，但我们认为解决希腊债务问题依然任重道远，因为：

- 无论是第一轮还是第二轮救援计划都不能促进希腊经济增长，而经济增长才是解决债务危机的关键；
- 救援计划只是解决而希腊政府到期债务和利息的支付问题，但流动性也不能解决导致债务危机的欧元区体制问题；
- 希腊国内因素使其政府制定紧缩计划能否真实完成存在疑问，第一、国内政局动荡（政权更迭），第二、国内福利支出的刚性；

基于上述三点，我们难以对希腊债务问题的前景持乐观态度。

未来可能出现的局面：

- 一方面，由于希腊本身经济增长乏力，不能进入“经济增长-偿还债务”的正循环，因此还需要外部援助来帮助其渡过资金支付的难关；
- 另一方面，由于德、法立即改变现行的欧元区体制所需的代价过大、耗时也过长，因此德、法和 ECB 更希望以资金输血的办法让希腊政府得以维持，通过其自身经济恢复来慢慢解决债务问题。

基于以上判断，我们认为在未来希腊政府仍要以“外部输血”度日，债务危机将维持“温水煮青蛙”的现状。

4.2 可能状况 2：推出“欧洲债券”

欧元区（欧盟）推出欧洲债券意味着欧洲将向大一统的方向更迈进一步。这需要所有欧元区国家的让步。

如果欧元区内有一个机构（目前没有）可以向市场发欧洲债券或者以它的信誉向市场融资，再把筹集到的资金给债务国，那么至少欧债危机短期的支付问题会迎刃而解。从理论上讲，“欧洲债券”是一个解决问题的方法，因为一旦有了“欧洲债券”，欧元区国家就可以像美国政府那样，以整体信誉向市场发债融资。

但促成“欧洲债券”的诞生还需要很长的路要走，它至少要解决两个问题：

- 发债主体的问题。由于欧盟诸国财政权仍分散在各国，因此欧盟的机构中没有一个有权利发出欧洲债券，而现行的欧盟宪法也没有赋予任何一个机构这样的权利；
- 偿债人的问题。债券发出后就存在偿还债务和支付利息的问题，但在现有的体制下，谁来支付它们呢？1）德国、法国来埋单是不可能的，对于希腊的援助可能要维持很长时间，德、法也需要面对选举的问题，选民不会永远支持政府对希腊进行无偿的援助；2）由欧元区所有国家来埋单也不现实，因为这就起码要求有一个机构统一各国的税收，试想要任何政权交出财权（特别是收取金钱的权利）是多么困难的事情，另外这也存在一个富国居民补贴弱国的问题，同样没有可持续性。

只要所有欧元区国家采取妥协的态度，向着欧洲更加统一的目标迈进，上述的困难也可以解决，如：

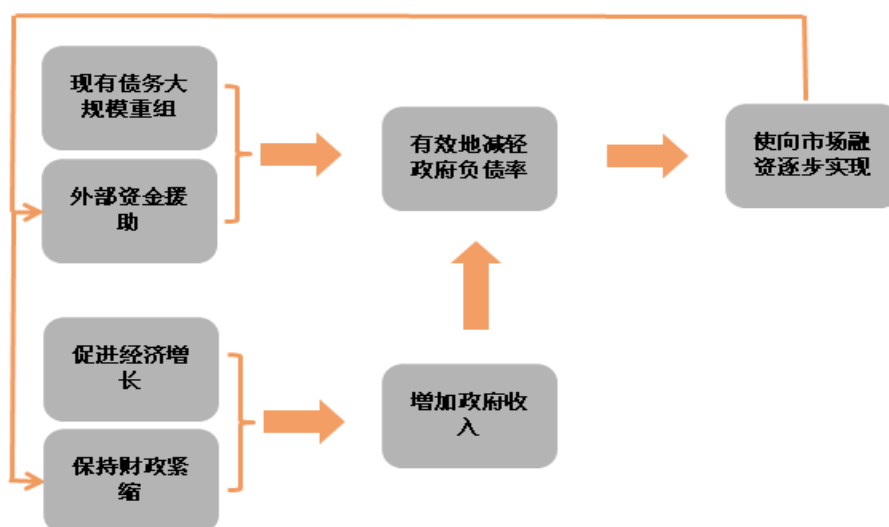
- 实现欧元区诸国财政权的统一，形成欧元区财政部管理欧元区的财政政策和税收，并由它来行使发行“欧洲债券”的职责，如同美国财政部所做的一样；
- 扩大欧洲央行的职责，增加 ECB 对欧元区政府信誉的保证职责，使 ECB 在必要时可以通过“印钞票”的方式来解决债务问题。

从目前的情况来看，由于种种原因短期内实现更加统一的欧洲很难，“欧洲债券”仍只是一个期愿而已。

4.3 可能状况 3：施行强有力的重组+经济刺激方案

基于前文的分析，解决债务问题应该以如何促进希腊经济增长作为关键。但在高额债务的重压之下，依靠希腊经济恢复来减轻负债将是一个非常漫长的过程，因此实现希腊经济增长的前提就是必须给希腊政府减负！所以，以强有力的债务重组为切入点，配合国际资金的援助计划，在短期内（1-3 年内）有效地降低希腊政府负债规模；另一方面希腊国内实行财政紧缩+加强税收监管，实现政府财政盈余，可以进一步减轻政府的债务负担，并且可以逐步增加市场信心，恢复希腊政府在市场上融资的能力，从而减少对国际资金的依赖，同时随着希腊在市场上融资情况的好转，在国内政府也可以调整紧缩财政措施使之慢慢地实现正常化，而这个过程也能间接地增加国内需求，有助于经济增长。逻辑请见图表 5。

图表5 解决希腊债务问题的逻辑图



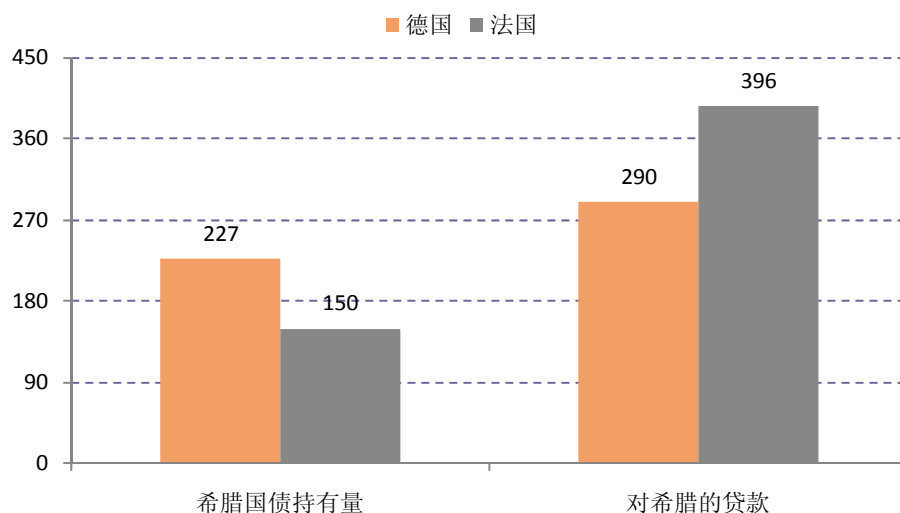
资料来源 European commission ECB 平安证券研究所整理

这个解决途径也存在巨大的风险，债务重组意味着有大量希腊政府债务将会违约，

- 一方面，违约势必将导致国际评级机构对希腊主权债信用评级的下调（尽管在目前的救助计划下，也将出现违约的情况，但由于私人投资者是“自愿”参与，因此短期内其影响范围有限），而希腊主权债的违约也将影响“GIPS”其它国家的信用评级，届时债务违约很可能不止希腊一个国家，这种违约的溢出效应是欧盟所担心的，因为如果再有 2-3 个国家，甚至连意大利这样的欧元区主要国也出现债务违约，将给欧元区的稳定带来巨大冲击；

- 另一方面，严厉的债务重组就意味着德、法银行系统将会蒙受损失，而美国银行则大量持有德、法银行的资产，因此希腊政府的债务重组可能会对全球银行体系带来冲击，见图表 6。

图表6 德、法持有大量希腊债务（截止2010年底、单位：亿美元）



资料来源 BIS 平安证券研究所整理

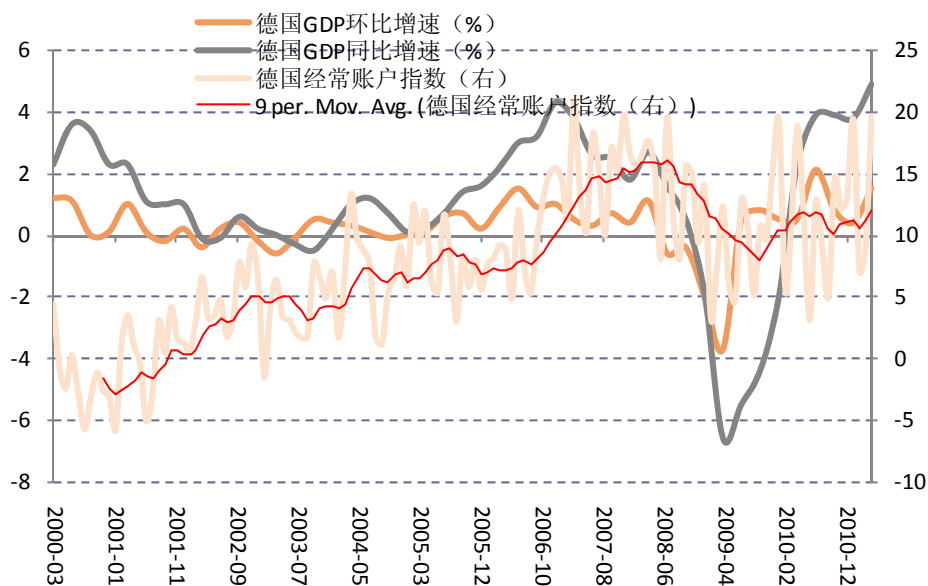
4.4 可能状况 4：希腊退出欧元区

这是一个极端情况，短期内发生的概率极小，但将希腊或者其它的债务国踢出欧元区也是解决债务危机的办法之一。因为：

- 货币政策重获自由。退出欧元区后，希腊可以使用货币政策，通过降低利率来刺激经济；另一方面可以通过发行货币来偿还债务；
- 货币可以自由贬值。退出欧元区后，希腊政府可以重新使用原有的货币，并且可以通过货币贬值，来刺激出口和减轻债务负担；

但这样做要冒着欧元区就此解散的巨大风险，因为一旦希腊退出欧元区，那它将成为开启骨牌效应的第一张牌，会加剧市场对爱尔兰、葡萄牙、西班牙甚至是意大利等国是否也会退出欧元区的担忧，而分崩离析的欧洲又不是德、法等欧元区核心国家所希望看到的。

图表7 德国是欧元区形成以来的受益者



资料来源 BIS 平安证券研究所整理

五、对希腊债务危机的展望

5.1 德、法会尽其所能捍卫欧元

引用德国和法国财长所写的一段话作为开始。他们写到：“前路（救助希腊）并不好走，但和其它选择来比较，它的风险最小。我们将捍卫欧元。我们不会破坏欧洲经济和政治一体化进程——它是我们繁荣的基础。欧元值得我们放弃一切去捍卫，因为稳定的欧元是我们最大的利益所在。我们将不屈不挠，消除一切拦在前路上的障碍。”上述文字可以显示德、法对于捍卫欧元区稳定的决心，因为欧元和欧元区的稳定是它们繁荣的基石，而从前文分析来看，德国也是欧元区成立以来最大的受益者。正是在这样的背景和短期内欧洲大一统无法实现的困局下，我们认为德、法两国仍会以“资金输血”为主要手段保证希腊政府不在债务前倒下，它们竭力保卫的不仅仅是希腊，更是欧元，也是它们自己。

5.2 未来还可能出现“希腊第N”、“PIGS第N”

从欧元区体制角度来看，我们认为以现有的欧元区的财政政策和货币政策的组合、准入制度，无法杜绝未来再出现“希腊第二”、“GIPS第二”，原因是：

- 因为欧元区各成员国的财政政策并不统一，因此各国在进行经济调控时仅有财政政策可以自由使用，欧洲各国经济发展状况有差异，在发展中所遇到的问题也不一样，这就使得各个成员的财政纪律很难保证（比如03-04年间的德国、法国和04年以后的希腊），因此未来欧元区的其它国家还可能会出现政府大量举债并可能无法承担的情况，现行欧元区体制下无法杜绝此类事情的发生；
- 现行的欧元区准入制度也是隐患。从希腊债务的起因来看，加入欧元区之初，借助强大欧元，希腊政府可以轻易举债去调控经济并维持较高的福利支出，是把希腊推向债务深渊的

原因之一，但究其根源则是强大的欧元与弱国经济发展水平的不匹配。我们认为如果欧元区在准入制度上能够在现有的政府负债、管理指标外增加对经济竞争能力的评估条款，那么希腊债务问题可能在萌芽阶段就可以被发现和纠正。

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