

证券研究报告

 兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

联系人
宏观研究小组
王涵 高群山
卢燕津 贾潇君
021-38565956
wanghan@xyzq.com.cn

分析师
张忆东
SAC: S0190510110012

希腊债务危机再度激化， 发达国家央行竞相宽松格局初现

——海外经济周报（2011.9.05-2011.9.12）

2011年9月13日

要点

相关报告

110907
瑞士干预汇市，印证发达国家
竞相贬值担忧

110904
信心迅速恶化提升衰退概率，
希腊债务问题将扰动市场

110828
关注联储9月会议，警惕欧债
中期风险

110822
经济疲软复苏，QE3概率上升，
但短期不会推出

110814
美联储不贸然出兵，短期宏观
数据左右市场

110808
美债评级下调但仍是远虑，二
次衰退和欧债是近忧

110803
美经济增长进入关键期，联储
会议措辞值得关注

110731
债务问题的三伏天

110713
政治因素而非基本面直接引
发意大利危机

- 希腊债务危机再度激化，第二轮援助计划几近搁浅和德国有意放弃救助希腊的报道导致违约风险显著上升，密切关注9月德法领导人的表态和9月29日德国议会关于希腊援助计划的投票表决。如果第二轮贷款不能及时到位，希腊债务将违约，国家面临破产，将对欧元区内造成巨大冲击。由于希腊国债的风险敞口主要集中在欧元区内，如果希腊退出欧元区，则弊大于利，原因如下：1）失去欧元区的担保加上货币大幅贬值，希腊债务飙升，丧失从资本市场再融资的能力，且希腊本身缺乏支柱产业，希腊经济将在短期内陷入严重衰退，不能从货币贬值中获利。2）希腊的退出会使欧元区银行业受到冲击，引发系统性风险，局面有可能会失控。
- 欧央行和英国央行货币政策关注点转向（从通胀转向经济下行风险），而瑞士央行宽货币抑制本币升值，同时也提升了日央行跟进干预汇市的预期。欧央行和英国央行9月会议虽暂时维持现有货币政策不变，但在全球经济同步放缓前提下，通胀已不是货币政策的关注点，进一步宽松的概率在上升。同时，由于欧央行在购买债务国家国债的同时从银行间市场回收流动性导致银行间流动性从紧，若要避免发生雷曼当年的情况，量化宽松是唯一选择。另外，瑞士央行在通缩和经济增长的压力下大力干预汇市，且不排除后期进一步宽货币来抑制瑞郎升值。瑞士的行为增加了日央行跟进干预汇市的预期。发达国家央行各自为政，货币政策宽松，本币竞相贬值格局初现
- 奥巴马4470亿计划言易行难，联储货币政策将观望财政政策进展，9月会议提升所持资产久期的概率正在上升。奥巴马4470亿新方案主要针对就业市场的改善，但由于没有兼顾共和党利益，是否能通过国会存在不确定性。9月8日伯南克讲话内容几乎是 Jackson Hole 的重复，并未暗示任何进一步的举措。由于昨日市场对联储按兵不动的反应较为负面，我们认为9月份联储出台政策提升所持债券久期的概率在上升。尤其是近期房贷和国债利差在扩张，使得联储有动力通过货币政策压低房贷利率。

我们在 8 月 16 日报告《升值、再平衡，“狼”真的来了》中提到：凯恩斯式救助碰到天花板，宽货币“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力。

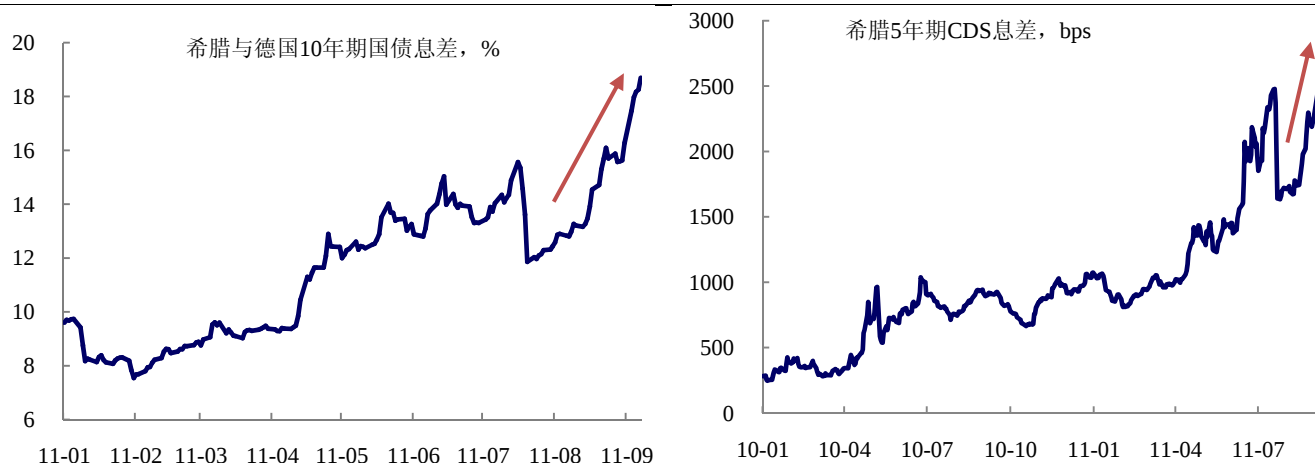
在 8 月 28 日报告《关注联储 9 月会议，警惕欧债中期风险》和 9 月 4 日报告《信心迅速恶化提升衰退概率，希腊债务问题将扰动市场》连续提示希腊二轮援助计划受阻，欧债中期风险不容小觑，并从 8 月初就持续指出需警惕信心恶化的量变到质变——从金融市场传导至实体经济。

在 9 月 7 日报告《瑞士干预汇市，印证发达国家竞相贬值担忧》中认为瑞士央行释放了一个鲜明的货币贬值信号，并提到新兴市场国家货币升值压力上升，认为随着新兴市场国家货币一定程度升值将使国内购买力明显释放，有望为全球经济增长提供动力。

希腊债务问题再度激化，第二轮援助计划几近搁浅和德国有意放弃救助希腊的报道导致违约风险显著上升。密切关注 9 月德法领导人的表态和 9 月 29 日德国议会关于希腊援助计划的投票表决。

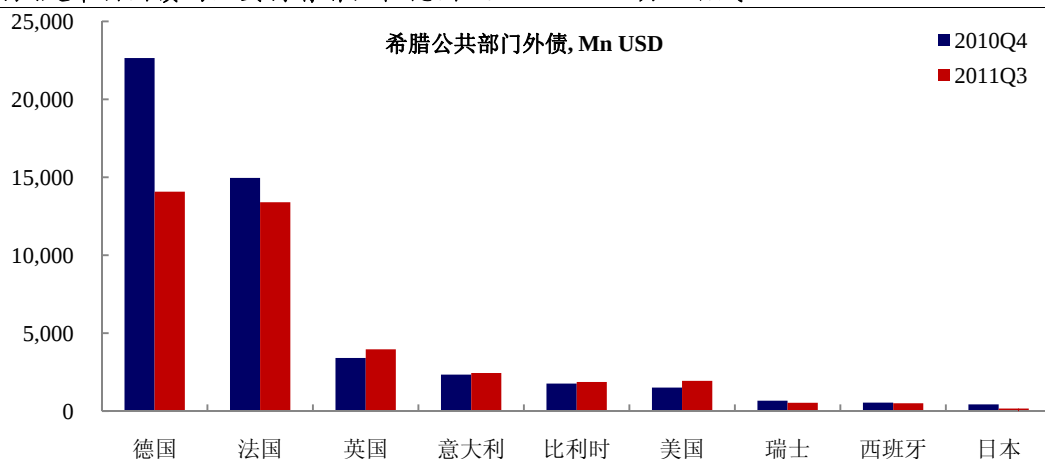
- **希腊债务问题激化**：9 月 8 日，法国成为欧元区第一个批准第二轮希腊援助计划的国家。9 月 10 日希腊首相宣誓将避免债务违约并保持希腊作为欧元区一国的地位，同时称目前政府的首要任务是避免国家破产。9 月 11 日，希腊首相和国会将就目前财政状况进行紧急商议，据说希腊将通过提高酒精烟草税和房产税等措施募集资金 17 亿欧元（23 亿美元）来缓解财政。
- **欧债危机的政治角力使欧元区内部意见分化，第二轮援助计划步履蹒跚，希腊违约风险上升**。8 月中旬，芬兰和希腊达成了“抵押换贷款”的条件引发其他欧元区国家纷纷提出相同的要求。在 8 月底，希腊议会专家委员会对希腊政府的中期财政措施产生质疑，认为其私有化进程晚于预期。同时，德国财长明确表示，希腊财政紧缩必须满足欧盟、欧元区和 IMF 的条件才能获得第二轮贷款援助。如果不能及时获得第二轮贷款，则希腊可能在 10 月中旬面临债务违约。
- **希腊违约将引发多米诺效应，一旦退出欧元区将造成市场信心的全面崩盘**。如果第二轮贷款不能及时到位，希腊债务将违约，国家面临破产，将对欧元区内造成巨大冲击（详细分析见下图）。由于希腊国债的风险敞口主要集中在欧元区内，所以当前希腊退出欧元区的概率仍然偏小，但一旦退出，我们认为弊大于利，利在于希腊可以通过货币贬值提高出口产品的竞争力，而弊在于：1) 失去欧元区的担保加上货币大幅贬值，希腊债务飙升，丧失从资本市场再融资的能力，且希腊本身缺乏支柱产业，自身经济复苏将非常缓慢。2) 希腊的退出会使欧元区整体信用下降，引发多米诺效应，最终导致欧元区崩盘。目前需密切关注 9 月 29 日德国议会关于希腊救助问题的投票表决，如果议会通过对希腊的二轮援助，那么欧债问题将得到阶段性缓解。

图 1：希腊二轮援助计划受阻导致市场担忧情绪上升



数据来源：Bloomberg，兴业证券

图 2: 德法仍然是希腊国债的主要持有者, 但德国风险敞口已经明显缩减



数据来源: 兴业证券整理

图 3: 希腊破产的潜在危害有可能使得局面失控, 系统性风险在上升

希腊破产对银行系统的冲击

- 持有希腊国债的银行减记, 主要是希腊和欧元区银行。
- 对CDS市场的扰动, CDS的卖方面临大量支付。

希腊破产对欧元区其他国家的冲击

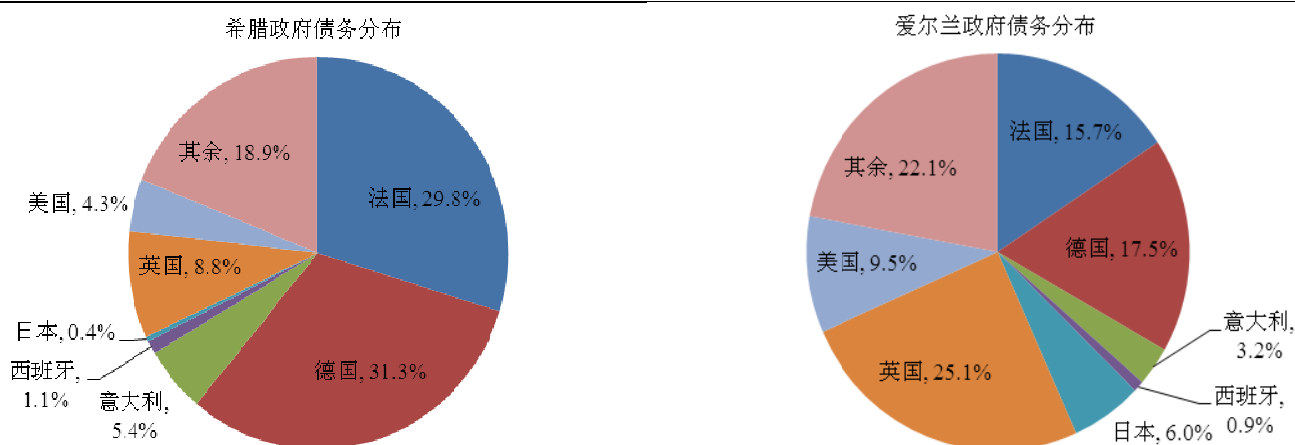
- 葡萄牙和爱尔兰的债券融资成本大幅上升, 葡萄牙破产的概率提高。
- 影响西班牙和意大利, 西班牙持有约800亿葡萄牙债券, 如果危机传染到西班牙, 欧洲稳定基金将无力解救
- 危机进一步蔓延至核心国家, 德法对西班牙的风险敞口分别为1800亿和1400亿。

希腊破产对希腊本国的冲击

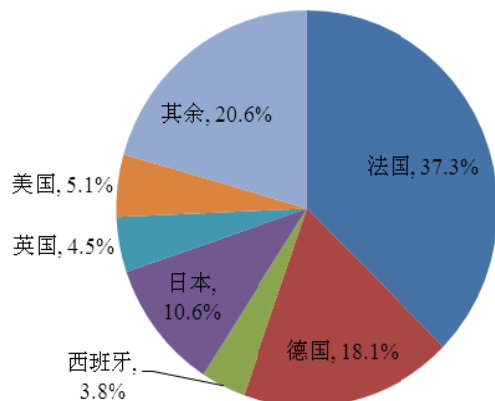
- 希腊国债将不能被当作再融资抵押物, 希腊银行失去再融资能力, 会被挤兑。
- 国家将无法支付公务员工资, 政府项目不得不停工, 失业率飙升。
- 如果欧央行允许希腊国债当作抵押物, 欧央行将蒙受损失。需要再融资, 核心区国家不得不再次注资欧央行。

数据来源: 兴业证券整理

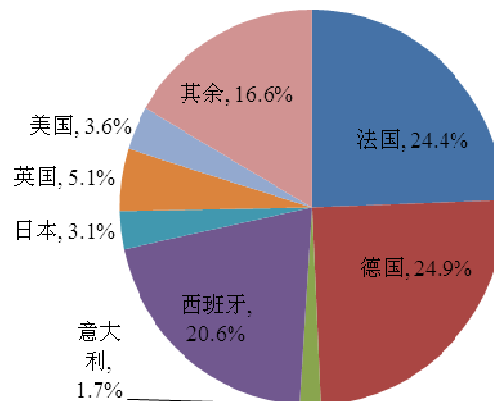
图 4: 欧元区边缘国家风险敞口 (国债) 分布



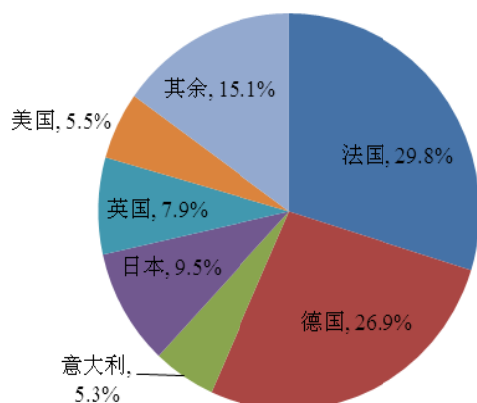
意大利政府债务分布



葡萄牙政府债务分布



西班牙政府债务分布



数据来源: Bloomberg, 兴业证券

- 流动性风险正从债务国家蔓延至银行系统，量化宽松将是唯一选择。**欧央行在购买西班牙意大利国债的同时从银行间市场回收等额流动性，使流动性风险从债务国家蔓延至商业银行。由于商业银行本身面临较大的再融资压力，这使近期多家欧洲主要银行的 CDS 大幅上升，银行间欧元拆借利率快速上行，LIBOR-OIS 息差已回到贝尔斯登倒闭时的水平。9 月份意大利需要在一级市场融资，而欧央行当前仅在二级市场购买债券、对一级市场发行利率的压制较为间接，这使得欧央行将不得不在容忍意大利债券发行利率飙升、和银行出现流动性风险之间做出选择。如果要避免在此出现类似雷曼倒闭那样的事件，量化宽松是欧央行唯一的解决方案。9 月 11 日 G7 会议表明将保障银行系统和金融市场的稳定性，暗示 G7 已经意识到银行间流动性趋紧的问题，防止金融市场量变到质变演变成雷曼倒闭时的情况。

全球经济放缓，发达国家央行各自为政，货币竞相贬值格局初现

- 欧央行和英国央行 9 月会议虽暂时维持现有货币政策不变，但在全球经济同步放缓且财政紧缩的前提下，货币政策进一步宽松的概率上升。**9 月 8 日，欧央行宣布维持现有基准利率在 1.5% 不变，当天，英国央行会议决定维持 0.5% 的基准利率不变，同时保持 2000 亿英镑的资产购买规模不变。虽然两央行均按兵不动，但比较英国央行 7 月和 8 月的会议纪要，我们发现货币政策已经开始显露进一步宽松的迹象。（9 月会议纪要将于 9 月 21 日发布），7 月会议以控通胀为主要目标，货币政策在扩张与紧缩之间徘徊，而 8 月会议中已有部分委员提出通过扩大资产购买规模来刺激经济，完全排除了缩小资产购买规模或者升息等紧缩的货币政策。从会后特里谢答记者问中，可以看出由于经济衰退的可能性正在上升，通胀已不是主要目标，货币政策正在转向，而前文提到由于流动性风险正向商业银行蔓延，量化宽松将是欧央行避

免危机的唯一选择。

- 在经济增长放缓和通缩压力下，瑞士央行大力干预汇市，将瑞郎与欧元挂钩避免瑞郎的进一步走高。9月6日，瑞士央行宣布为了遏制瑞郎进一步升值，瑞郎将与欧元挂钩。2010年6月至2011年8月之间，瑞郎兑美元累积升幅最高达67.5%。在瑞郎大幅升值之后，国内面临巨大的通缩压力，自去年5月份以来，瑞士CPI同比指数持续保持在1%以下，8月份核心CPI同比降至0%。此外，随着欧元区经济放缓和瑞郎的大幅升值，瑞士的出口部门和旅游业也遭受巨大的冲击，2011年以来瑞士出口同比增速一直为负，旅游行业也遭受了明显的冲击。对经济增长和通缩的担忧，是瑞士此次汇率干预的主要原因。瑞士央行大力干预行动增加日央行进一步干预日元汇率的概率，从4大央行的货币政策来看，发达国家货币竞相贬值格局初现。

图 5：欧洲三大央行货币政策宽松概率上升

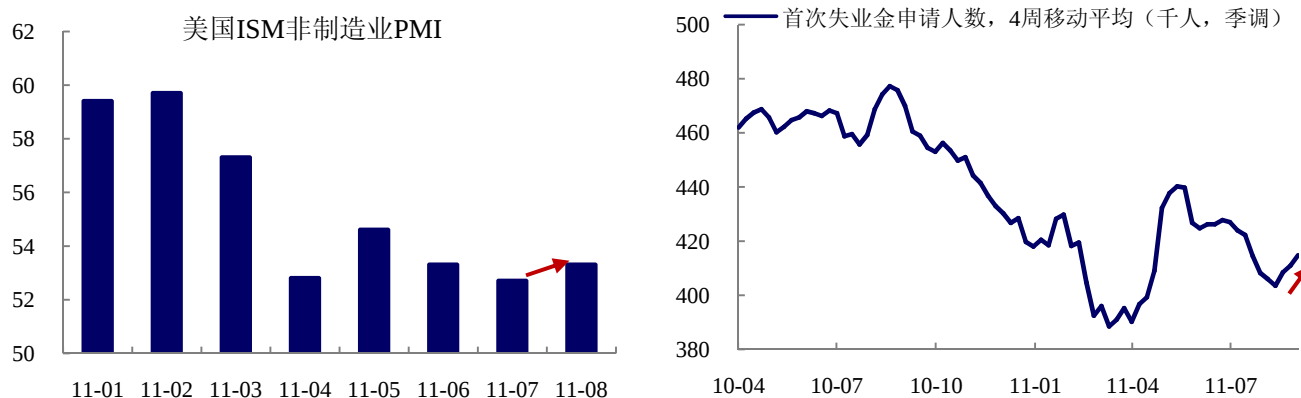
欧洲三大央行货币政策走势	
欧元区央行	认为通胀压力缓解而经济下行风险上升，暗示货币政策转向。
英国央行	货币政策完全排除了任何紧缩的可能性（针对通胀），货币委员会讨论的重点在于是否应扩大资产购买规模来应对经济下行风险。
瑞士央行	瑞郎暂时与欧元挂钩，后期不排除进一步宽松来抑制瑞郎升值。

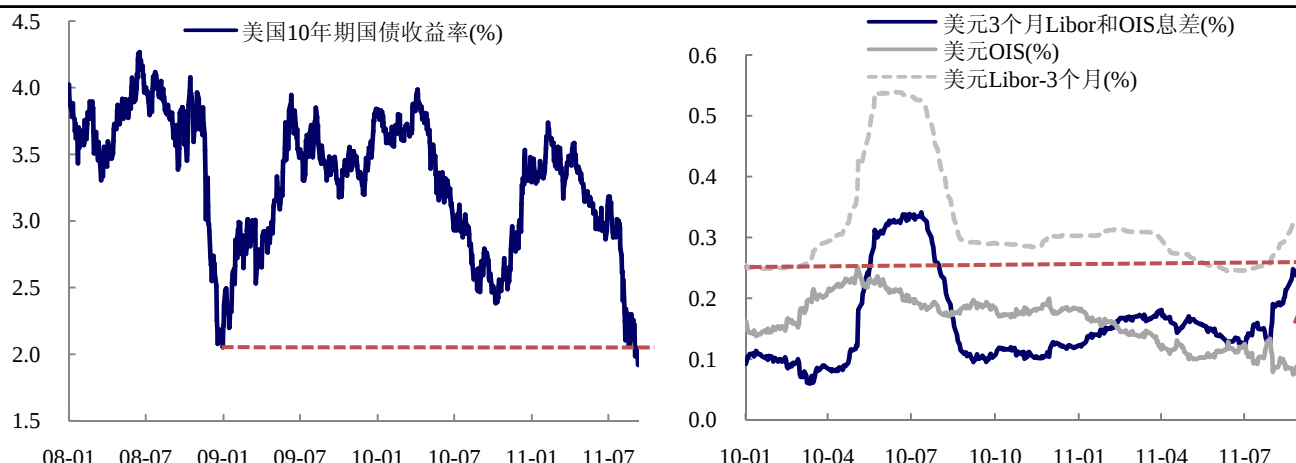
数据来源：兴业证券整理

经济下行风险上升，货币政策静待财政政策发展

- 市场悲观情绪蔓延，经济下行风险上升。虽然8月美国ISM非制造业PMI超预期回升，但我们关注的高频指标之一的首次申请失业金人数4周移动平均值近期正显露向上趋势，截至9月3日当周的数据为41.4万人，超过市场预期的40.5万人和上周的41.2万人。由于全球经济下行风险上升且欧债问题持续干扰市场，悲观情绪正在快速蔓延，美10年期国债收益率已降至1.92%，低于08年危机时的水平，而银行间美元流动性快速从紧，美元3个月Libor/OIS息差正在逐渐接近2010年5月首次欧债爆发时的水平。

图 6：美10年期国债收益率已低过08年水平，市场对经济前景悲观情绪蔓延





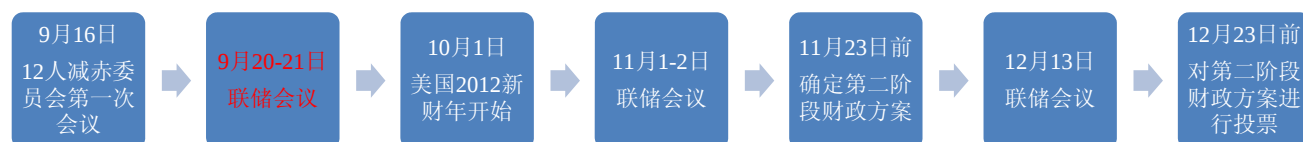
数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

- **奥巴马 4470 亿新方案针对就业市场**，但由于没有兼顾共和党利益，是否能通过国会存在不确定性。对比去年年底签署的 8780 亿法案，奥巴马提出的 4470 亿刺激计划将原法案中关于企业投资税收减免和失业保障制度延长至 2012 年底，并进一步下调工资所得税至 3.1%。同时，奥巴马将拨款 350 亿美元用来防止教师警察和消防员失业，拨款 500 亿美元用于现代化公路铁路和机场设施，旨在为建筑工人创造新的就业机会。新方案若实施将有助于就业市场，刺激居民消费和企业投资，但由于新方案并不包含共和党较关心的跨国企业海外盈利回流减税政策，是否能通过国会存在较大不确定性。
- **货币政策静待财政政策进展**，9 月会议出台提升所持债券久期的概率正在上升。9 月 8 日伯南克讲话内容几乎是 Jackson Hole 的重复，并未暗示任何进一步的举措。由于昨日市场对联储按兵不动的反应较为负面，我们认为 9 月份联储出台政策提升所持债券久期的概率在上升。尤其是近期房贷和国债利差在扩张，使得联储有动力通过货币政策压低房贷利率。

图 7: 奥巴马 8780 亿法案 VS 新 4470 亿方案

	2010 年 12 月 17 日签署的 8780 亿法案	新 4470 亿刺激方案
工人工资所得税	6.2%降至 4.2% (至 2011 年底)	4.2%到 3.1% (至 2012 年底)
企业工资税	6.20%	3.10% (只覆盖 500 万金额)
失业保险	延长领取失业保险的时间，标准为 26 周，根据不同的情况最多可延长 20 周 (到 2011 年底结束)	延长失业保险优惠制度至 2012 年底
企业投资	企业投资享受税收减免至 2011 年底	延长企业税收优惠至 2012 年底

图 8: 美国下半年重要事件时刻表



数据来源: 兴业证券整理

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。