

希腊—— 身处悬崖边，仍有望接到扔出的绳子



分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

- 希腊债务违约风险加大，2 年国债收益率跳升至 69.55%。
- 欧洲主权债务危机依然是金融市场动荡根源，希腊正处悬崖边，但我们认为在未来仍会有人扔出绳子，目前希腊退出欧元区依然不是我们的核心假设。
- 欧元区银行业亦在遭受抛售压力：由于法国的公共和私人部门共持有 567 亿欧元的希腊债券，德国的银行业持有 227 亿欧元债券，希腊违约风险加大使得银行股大跌。法兴银行、BNP 自 6 月 15 日以来的跌幅分别高达 55% 和 42%，而整体的银行业指数跌幅达到 30%。
- 尽管面临压力，但希腊退出欧元区仍不是我们的基本假设，理由如下：我们认为与 1992 年欧洲货币危机不同，希腊难以如当时的英国、意大利那般从容抽身。当时由于英国、意大利与德国经济周期不同，后者为应对两德统一后的通货膨胀需要提高利率，而前者经济面临走软，需要实行扩张性政策。但是当时各国货币盯住欧洲货币单位(ECU)，因而货币政策无法独立，最后英国、意大利被迫离开，英镑和里拉转为自由浮动，大幅贬值。但目前我们认为希腊不具备当时条件：第一，希腊很难恢复先前的货币德拉克马，因为目前的债务大多为欧元计价的外债，即使重新恢复新的货币，那么首先发生的是对欧元的大幅贬值，加之希腊经济结构相对单一，主要贸易伙伴均来自德国、意大利等欧元区，国内势必发生很高的通胀，那么贬值后欧元外债更难以偿还，高通胀亦对本国政局、社会稳定不利；第二，主要债权国短期亦难以割舍希腊，因这预示 50 年来的欧洲经济政治一体化彻底失败，此外即使希腊退出，欧元区银行业得到的本金偿还也不会更多。
- 我们认为现阶段欧洲金融机构面临的主要压力在于以下几个方面：第一，各国政府均面临相当政治压力。德国总理默克尔的执政联盟面临挑战，在部分地方选举的失利、经济放缓均使得对外的慷慨救助受到本国选民压力；希腊帕潘德里欧政府的紧缩政策，削减工资和社会福利举措亦会受到抵制，如近期爆发的大规模游行；第二，欧元区银行业的急需进行资本补充。各银行均需通过发债、配股等方式提高资本充足率。考虑近期投资者对银行股的反应，银行的 PB 已经下降至 0.56 倍，筹资成本已大为上升，银行间市场流动性枯竭风险亦增加。
- 尽管压力巨大，但短期我们认为仍有办法，主要途径如下：第一，大规模银行并购发生、加速引入主权基金和其他类型外部投资者；第二，Fed 在 9 月底议息会议可能重启与欧洲银行业的美元互换，为市场提供充裕的离岸美元，第三，IMF 和世行的年度会议亦会对全球经济、金融合作提供一些建议。
- 从中长期看，欧洲债务问题难以解决，实行有序重组或是唯一选择。这意味着全球银行业将承担部分损失，未来筹资压力增加，信贷扩张能力减弱。短期看，由于不确定性依然，9 月金融市场将继续剧烈波动，10 月后市场将转入平静。对于谨慎的投资者而言，退出市场观望或做多主要资产波动率或是好的选择；而相信欧元区领导人智慧的交易者则可参与反弹，尽管仍有风险。

希腊一身处悬崖边，但仍有望接到扔出的绳子

事件：市场传言希腊债务违约风险加大，2年期国债收益率跳升至 69.55%，CDS 反映违约概率达到 98%。

我们的点评：

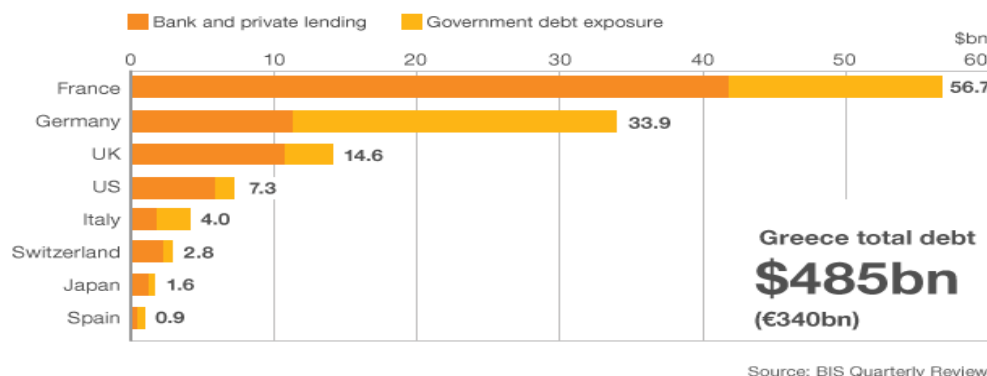
- 欧洲主权债务危机依然是金融市场动荡根源，希腊正处悬崖边，但我们认为在未来仍会有人扔出绳子，**目前希腊退出欧元区依然不是我们的核心假设。**
- 德国作为救助希腊的主角依然是投资者关注焦点，尽管上周初德国高院宣布扩大欧洲救助机制规模为合法(EFSF)，**但周末坏消息不断，市场认为各方未来救助希腊的动力正在减弱。**第一，有德国官员表示政府在考虑希腊无法达到救助条款要求而发生违约对金融机构冲击问题，会通过“B 计划”为德国银行提供救助（该计划假设希腊债券发生 50%的损失）；第二，欧洲央行官员 Stark 辞去执行委员职位，作为德国人，他一直反对欧洲央行购买边缘国家的债券，这或预示各方对于未来的救助各方分歧仍大。
- 尽管周末希腊政府表示将实施包括提高房产税、减少公务员工资在内的补充性经济紧缩措施，削减赤字已得到新的欧元救助款，但周一的市场表现显示投资者疑虑仍高，**欧元区银行业亦在遭受抛售压力：由于法国的公共和私人部门共持有 567 亿欧元的希腊债券，德国的银行业持有 227 亿欧元债券，希腊违约风险加大使得银行股大跌。**法兴银行、BNP 自 6 月 15 日以来的跌幅分别高达 55%和 42%，而整体的银行业指数跌幅达到 30%。
- **尽管面临压力，但希腊退出欧元区仍不是我们的基本假设，理由如下：**我们认为与 1992 年欧洲货币危机不同，希腊难以如当时的英国、意大利那般从容抽身。当时由于英国、意大利与德国经济周期不同，后者为应对两德统一后的通货膨胀需要提高利率，而前者经济面临走软，需要实行扩张性政策。但是当时各国货币盯住欧洲货币单位(ECU)，因而货币政策无法独立，最后英国、意大利被迫离开，英镑和里拉转为自由浮动，大幅贬值，并为之后经济增长奠定基础。但目前我们认为希腊不具备当时条件：第一，希腊很难恢复先前的货币德拉克马，因为目前的债务大多为欧元计价的外债，即使重新恢复新的货币，那么首先发生的是对欧元的大幅贬值，加之希腊经济结构相对单一，主要贸易伙伴均来自德国、意大利等欧元区，国内势必发生很高的通胀，那么贬值后欧元外债更难以偿还，高通胀亦对本国政局、社会稳定不利；第二，主要债权国短期亦难以割舍希腊，因这预示 50 年来的欧洲经济政治一体化彻底失败，此外即使希腊退出，欧元区银行业得到的本金偿还也不会更多。
- **我们认为现阶段欧洲金融机构面临的主要压力在于以下几个方面：第一，各国政府均面临相当政治压力。**德国总理默克尔的执政联盟面临挑战，在部分地方选举的失利、德国经济的放缓均使得对外的慷慨救助受到本国选民的压力；希腊帕潘德里欧政府的紧缩政策，削减工资和社会福利的举措亦会受到抵制，正如近期爆发的大规模游行；**第二，欧元区银行业的资本补充。**这是目前最为紧迫的问题，因各银行均需通过发债、配股等增资方式提高资本充足率，并在目前杠杆率仍高

的情况下亦需继续进行去杠杆化。考虑近期投资者对银行股的反应，银行的 PB 已经下降至 0.56 倍，其筹资成本已大为上升，25 家银行业的 CDS 大幅走高至 290 个基点，银行间市场流动性枯竭风险增加。

- **尽管压力巨大，但短期我们认为仍有办法，主要途径如下：**第一，大规模银行并购发生、加速引入主权基金和其他类型外部投资者；第二，Fed 在 9 月底议息会议可能重启与欧洲银行业的美元互换，为市场提供充裕的离岸美元，第三，IMF 和世行的年度会议亦会对全球经济、金融合作提供一些建议。
- 从中长期看，我们依然认为欧洲债务问题难以解决，实行有序重组或是唯一选择，这意味着全球银行业将承担部分损失，未来筹资压力增加，信贷扩张能力减弱，全球流动性将出现收缩。
- 短期看，由于不确定性依然，我们认为 9 月金融市场将继续经历预期变化的大悲大喜而剧烈波动，10 月后市场将转入平静。对于谨慎的投资者而言，退出市场观望或做多主要资产波动率或是好的选择；而相信欧元区领导人智慧、信奉经济刺激有效论的交易者则可参与反弹，尽管仍有风险。

图 1： 希腊的债权人大多集中在欧元区

Countries most exposed to Greek debt



资料来源：BBC, 华泰联合证券研究所

图 2： 欧元区银行业 CDS 跳升



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3： 希腊 2 年期国债收益率跳升



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。