

2011 年 10 月 20 日

分手总是痛苦的，但失败结合难维持

-----希腊退出欧元区与黄金牛市终结之展望

相关研究

不是解决方案，却是危机本身
——国际金融市场监测 2011 年 10 月 13 日

望梅止渴——国际金融市场监测
2011 年 10 月 12 日

曙光乍现，前途曲折：期待欧洲版救市方案——国际金融市场监测
2011 年 9 月 28 日

重演 2008 年初？——国际金融市场监测
2011 年 9 月 26 日

欧美经济再危机，亦是传统经济学危机——国际金融市场监测
2011 年 9 月 22 日

皇帝的新衣——美国评级下调点评
2011 年 8 月 8 日

关注美国政府关门与评级下调的风险
2011 年 7 月 26 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com

联系人

陈果 (8621)23297336
chenguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

如果命里早注定分手 无需为我假意挽留

-----《爱在深秋》

总体判断：

- 希腊议会昨日如期原则上通过了新一轮紧缩法案，预计今日最终表决将通过。
- 为了表示反对法案，希腊全国在这两天举行了大规模罢工。很难想象这个国家可以在这种现状下继续很久。
- **当前市场焦点被欧盟方案细节所吸引，但我们一贯的逻辑是欧盟方案表明希腊退出欧元区的概率更高了：**违约安排表明德国对希腊救援的放弃，银行资本重组表明放弃希腊之后着手保护银行免收希腊事件冲击。**显然不会有官方承认在安排准备希腊退出欧元区，否则就会出现大规模资本撤离和市场恐慌升级蔓延，也许希腊退出欧元区更会在准备好后突然宣布同时实施资本管制。但如果中国银行业也会为房价下跌 40%-50%做准备，不可想象欧洲人不会为希腊推出欧元区做准备。**
- **欧美债务危机不同的一点是德国人经历过真正的恶性通货膨胀，因此德国人很难接受债务货币化。这是希腊危机演化至今的一个原因，不难看到欧盟方案中欧央行会继续缺位。**
- 希腊现在的问题是经济处于萧条期，债务率攀升很快，目前已逼近 190%的水平，假设所有存量债务减半（对法国来说依然很难接受），接近 100%的债务率和经济快速负增长会使得希腊仍然属于债务状况非常差的国家。希腊和德国的结合是一场糟糕的婚姻。希腊的问题是它处于全球化浪潮下严重的竞争力危机，同时不能进行汇率贬值，**未来之路只有继续举债。**
- **希腊愿意呆在欧元区是因为可以得到转移支付式融资援助。但这实际上使它失去了财政刺激工具。希腊深度债务重组意味着国家信用的正式破产，此后希腊很可能需要使用资产（包括未来税收）做抵押发行 ABS 式国债融资，此时希腊呆在欧元区的好处将减少很多。而对其他国家来说，此前没有踢出希腊的一个原因是违约率没有达成一致，银行体系没有做好准备，当欧洲私下都做好应对希腊退出欧元区准备后。他们就会提出留在欧元区的标准，届时希腊无法满足，就会退出欧元区。希腊金融体系将承担一定的退出成本，短期看，金融体系遭遇冲击，更长远看，危机可以带来创造性毁灭，给希腊自主权的同时逼迫希腊进行结构性改革以提升竞争力。对欧元区也是一样，短期看，人们会关注下一个是不是葡萄牙，中期看让希腊推出欧元区才是捍卫欧元与欧元区。**
- 当希腊自我调整满足一定标准后，就可以申请重返欧元区。加入欧元区本来就应该有一个恰当的标准，让希腊加入是个错误，从历史的角度看，这个错误终究会被纠正。目前的模式，无论欧盟方案细节如何，希腊的状况看上去都是**无法持续的**。放长眼光看，如果是准备充足的有序退出，这种分手对双方来说都是有益的。市场担心希腊退出会有连锁反应，实际上无论是经济前景还是赤字债务率指标，意大利，西班牙与希腊都属于完全不同的情况。（**参见 P11：表 1 欧洲各国债务指标**）当前意西的债务危机更多的是希腊问题未解之后，市场的恐慌与炒作，因此动用资金对他们进行流动性救助是恰当和有效的，届时只要资金准备充分，可以抵御危机升级。

对于欧盟方案，当前市场流行的方法是测算银行需要融资多少才能达标（主流结果是在 2000 多亿欧元，欧盟自己的数据则低得不可信。）。但问题是目前的环境无法融资，银行更多的是需要收缩与削减资产，包括在新兴市场变现可以实现账面盈利的资产。假设完全不融资补充资本金，那么从 8% 的资本充足率提高到 9%，就意味着 10% 的资产负债表收缩，显然这可以将影响规模达到万亿资产的水平。

当前市场上另一个关心的焦点是 EFSF 杠杆化是多大规模。显然 2 万亿更像理想所需（参见 P11：表 1 欧洲各国债务指标，表 4 各国银行业欧债敞口），1 万亿则贴近现实可能。EFSF 所谓的 4400 亿剩下还能用的资本金在 3000 多亿。也就是如果要杠杆扩大到 1 万亿，那么就是可以承担前 30% 损失，如果要扩大到 2 万亿，只能承担前 15% 损失。很难想象欧洲以外的国家在只有前 15% 损失被担保情况下愿意投入 2 万亿。看起来杠杆扩大到 1 万亿更为可能，但这需要德国议会的通过，并且目前为止并没有明显证据表明一定能完成足额融资。

美国 9 月数据都一致显示经济企稳，因此伯南克 11 月可能不会采取任何实质性行动。近期美国金融市场下跌的原因往往是担心欧债蔓延。美国银行业在法国有着巨大的风险敞口（参见 P12：表 4 各国银行业欧债敞口），另外虽然制造业已经企稳，但房地产价格依然可能下行，市场对美国银行业未来的担忧也并未解除。美国减赤谈判可能再次陷入僵局使得美国评级有再次下调的风险，如果再叠加法国评级下调，那么这对美国银行业与金融市场可能将是一个巨大的冲击。

待流动性危机散去，希腊退出（可能包括葡萄牙）也使人们面对一个更强的欧元，那么市场对于欧央行未来使债务货币化的预期就会消除，同时美联储可能不会再推行大规模印钞（伯南克的下一任更不可能），这种前提下，黄金牛市可能就面临真正的终结。

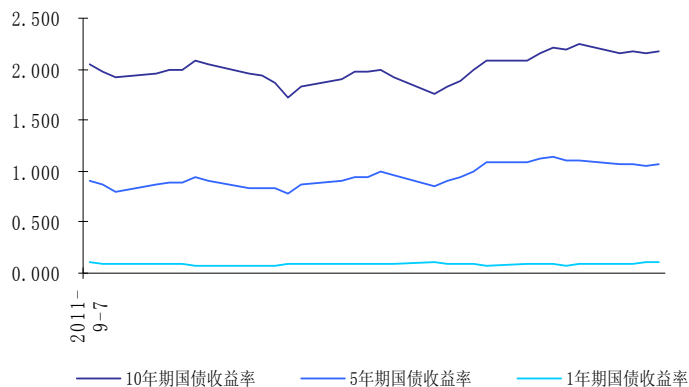
关注：美国： 10 月 20 日 现房销售（预期：4.93M，前期：5.03M）

欧元区：10 月 20 日 希腊议会财政紧缩方案投票

10 月 23 日 欧盟首脑会议

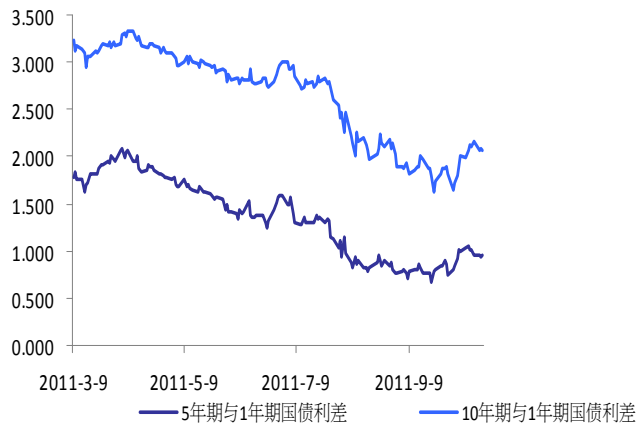
1. 美联储称美国经济复苏进程缓慢，美股美元商品均下跌。

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所缓和。



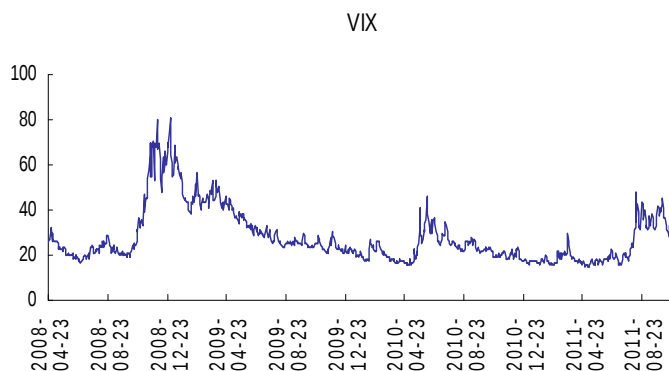
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上升，对长期经济形势担忧缓和。



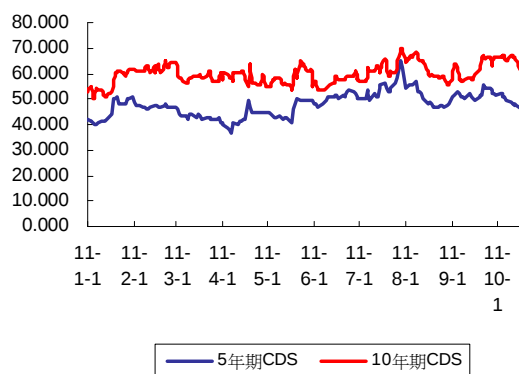
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数回升，显示股市波动风险增加。



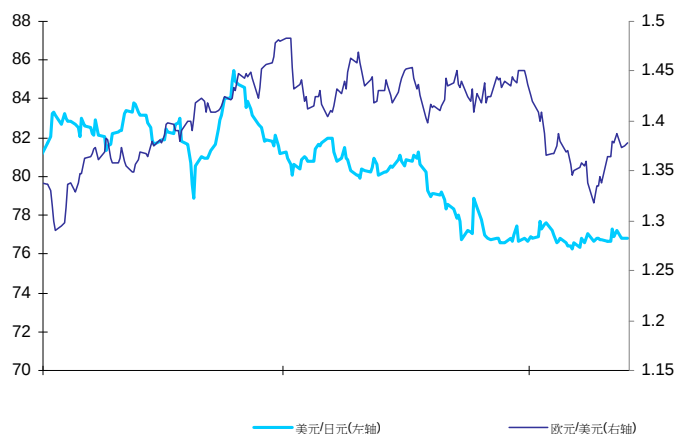
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 下降，对债务违约风险的担忧有所缓和。



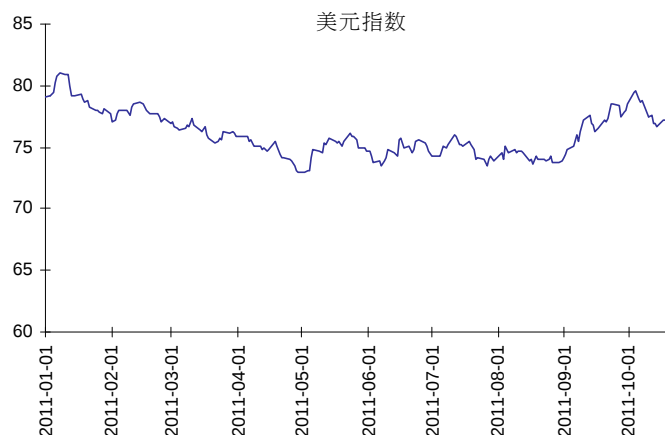
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：美元对欧元下跌，由于美联储调查表明美经济复苏缓慢。



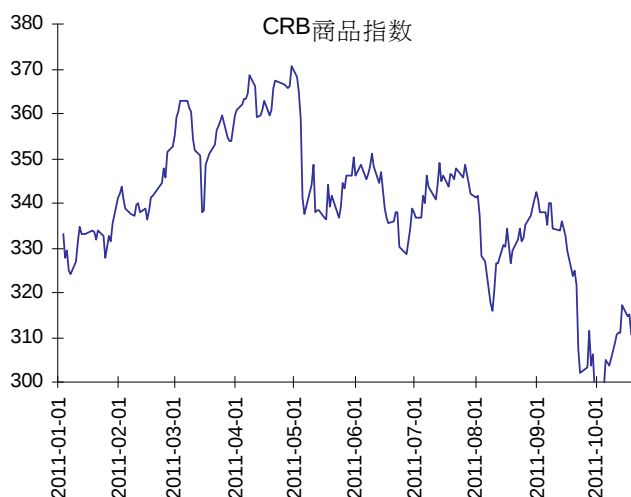
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 6：美元指数止升回跌，对其避险需求有所减弱。



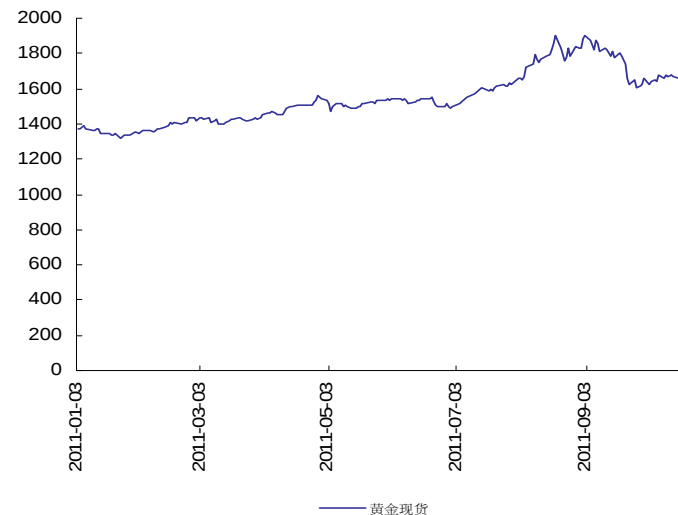
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：大宗商品价格回落，由于美联储称居民消费增长缓慢。



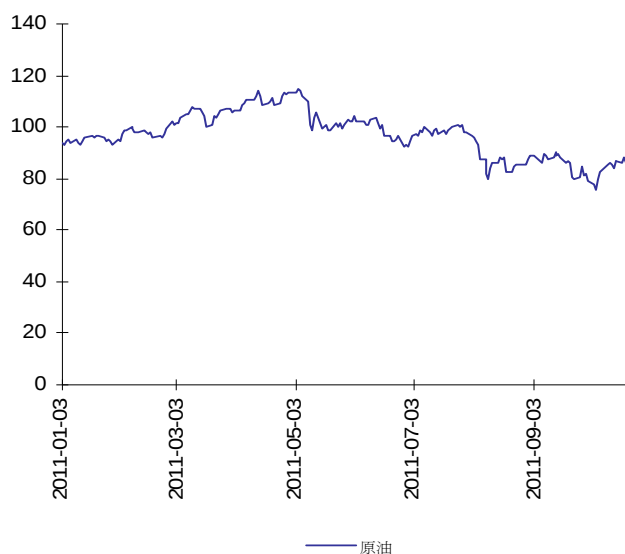
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 8：黄金现货价格回升，对其避险需求增加。



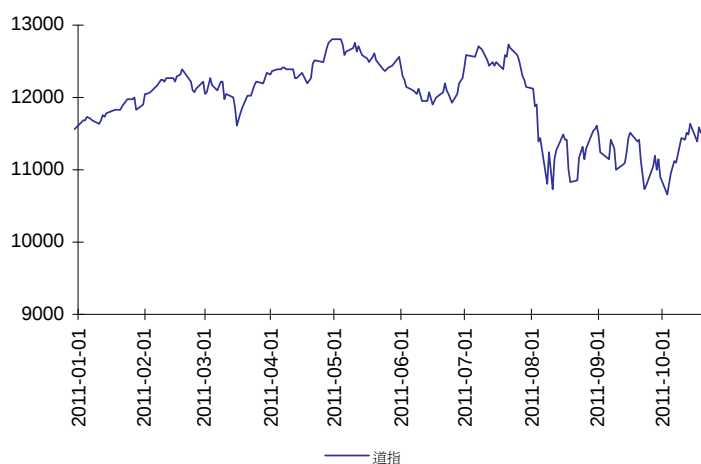
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 9：原油价格下挫，由于美联储调查表明美经济复苏缓慢。



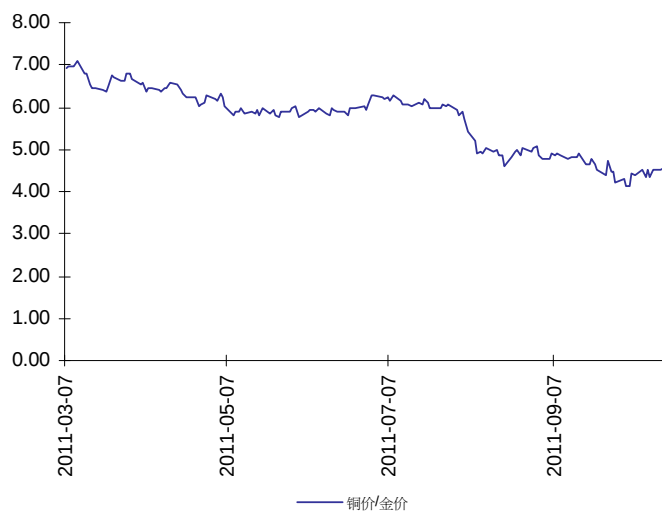
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指下跌，由于美联储调查显示居民消费增长微弱，公司对经济复苏产生质疑。



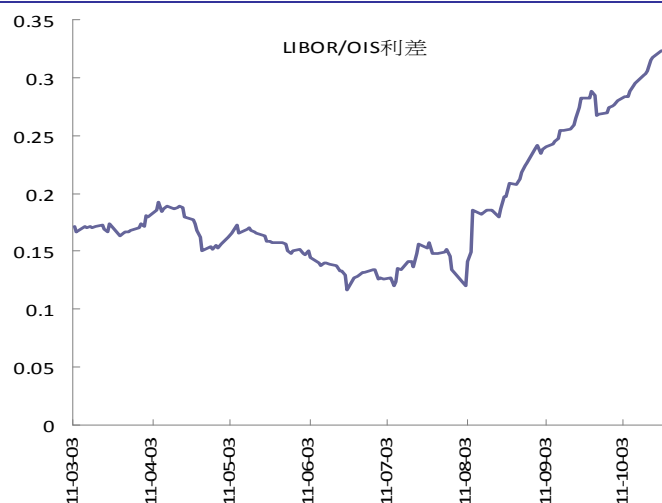
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下跌，由于铜价受中国经济增速放缓影响导致预期未来对铜需求下降。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor/OIS 利差下降，银行信贷压力缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
10/14/2011 20:30	进口价格指数(月环比)	SEP	-0.40%	0.30%	-0.40%	--
10/14/2011 20:30	进口价格指数(同比)	SEP	12.40%	13.40%	13.00%	--
10/14/2011 20:30	商品零售额	SEP	0.70%	1.10%	0.00%	--

10/14/2011 20:30	除汽车外零售额	SEP	0.30%	0.60%	0.10%	--
10/14/2011 20:30	Retail Sales Ex Auto & Gas	SEP	0.30%	0.50%	0.10%	--
10/14/2011 21:55	密执安大学消费者信心	OCT P	60.4	57.5	59.4	--
10/14/2011 22:00	营运库存	AUG	0.40%	0.50%	0.40%	--
11-15 OCT	预算月报	SEP	-\$64.0B	-\$64.6B	-\$34.6B	--
10/17/2011 20:30	纽约州制造业调查指数	OCT	-4	--	-8.82	--
10/17/2011 21:15	工业产值	SEP	0.20%	--	0.20%	--
10/17/2011 21:15	设备使用率	SEP	77.50%	--	77.40%	--
10/18/2011 20:30	工业品出厂价格指数(月环比)	SEP	0.20%	0.80%	0.00%	--
10/18/2011 20:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	SEP	0.10%	0.20%	0.10%	--
10/18/2011 20:30	工业品出厂价格指数(同比)	SEP	6.40%	6.90%	6.50%	--
10/18/2011 20:30	出厂价指除食品与能源(同比)	SEP	2.40%	2.50%	2.50%	--
10/18/2011 21:00	长期净 TIC 流量	AUG	-\$20.0B	\$57.9B	\$9.5B	--
10/18/2011 21:00	净 TIC 流量总计	AUG	--	\$89.6B	\$51.8B	--
10/18/2011 22:00	NAHB 住宅市场指数	OCT	15	18	14	--
10/19/2011 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	OCT	14	--	-14.90%	1.30%
10/19/2011 20:30	消费价格指数 (月环比)	SEP	0.30%	0.30%	0.40%	--
10/19/2011 20:30	消费价指除食品与能源(月环比)	SEP	0.20%	0.10%	0.20%	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数(同比)	SEP	3.80%	3.90%	3.80%	--
10/19/2011 20:30	消费价指除食品与能源(同比)	SEP	2.10%	2.00%	2.00%	--
10/19/2011 20:30	CPI 核心指数 经季调	SEP	--	226.137	226.014	--
10/19/2011 20:30	新宅开工指数	SEP	594K	658K	571K	--
10/19/2011 20:30	消费价格指数-无季节调整	SEP	226.931	226.889	226.545	--
10/19/2011 20:30	房屋开工(月环比)%	SEP	3.90%	15.00%	--	--
10/19/2011 20:30	建筑许可	SEP	610K	594K	620K	625K
10/19/2011 20:30	建筑许可(月环比)%	SEP	-2.40%	-5.00%	3.20%	--

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值	修正值
10/20/2011 02:00	Fed's Beige Book					
10/20/2011 20:30	首次失业人数	OCT 15	400K	--	--	--
10/20/2011 20:30	持续领取失业救济人数	OCT 8	3680K	--	--	--
10/20/2011 21:45	彭博经济预期	OCT	--	--	-34	--
10/20/2011 21:45	彭博消费者舒适度 OCT 16				50.8	
10/20/2011 22:00	领先指标	SEP	0.20%	--	0.30%	--
10/20/2011 22:00	费城联储商业前景指数	OCT	-9.6	--	-17.5	--
10/20/2011 22:00	现房销售	SEP	4.93M	--	5.03M	--
10/20/2011 22:00	旧宅销售 月环比	SEP	-2.10%	--	7.70%	--
10/24/2011 20:30	芝加哥联储全美活动指数	SEP	--	--	-0.43	--

美联储议息会议决定公布时点

11/03/2011 00:30

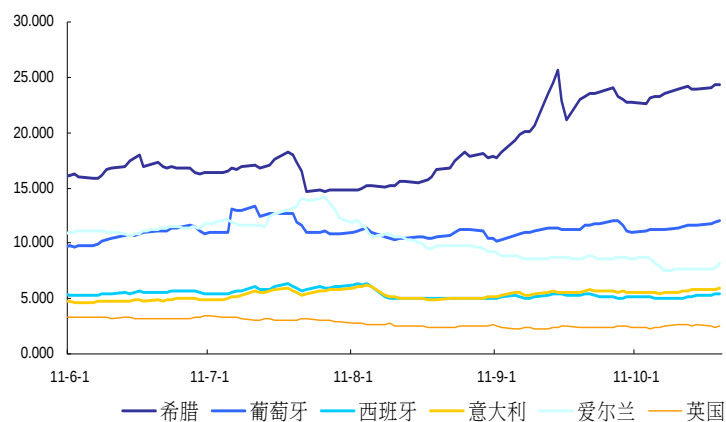
FOMC 利率决策

12/14/2011 03:15

FOMC 利率决策

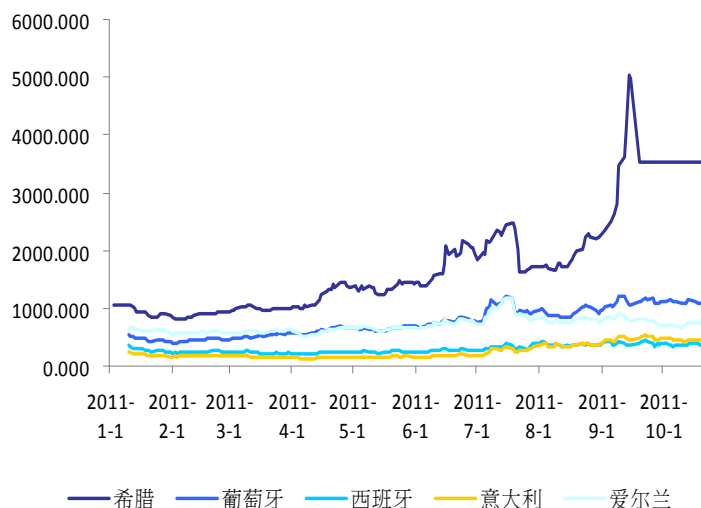
2. 法德产生分歧，欧股欧元下跌。

图 13：欧猪五国和英国国债收益率均继续上涨，对债务危机的风险情绪加剧。



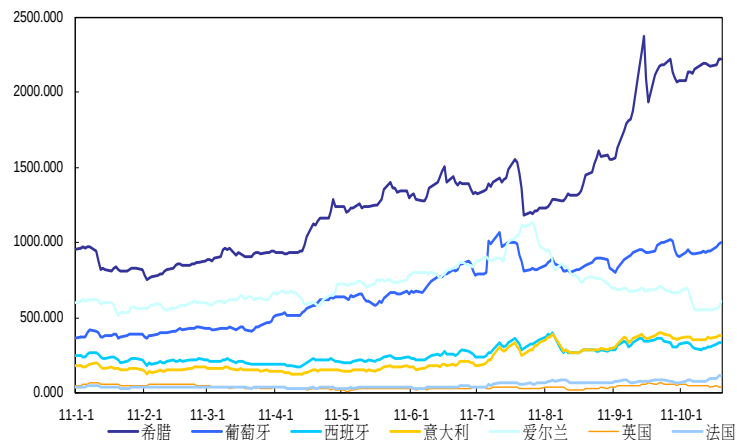
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除西班牙和爱尔兰外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



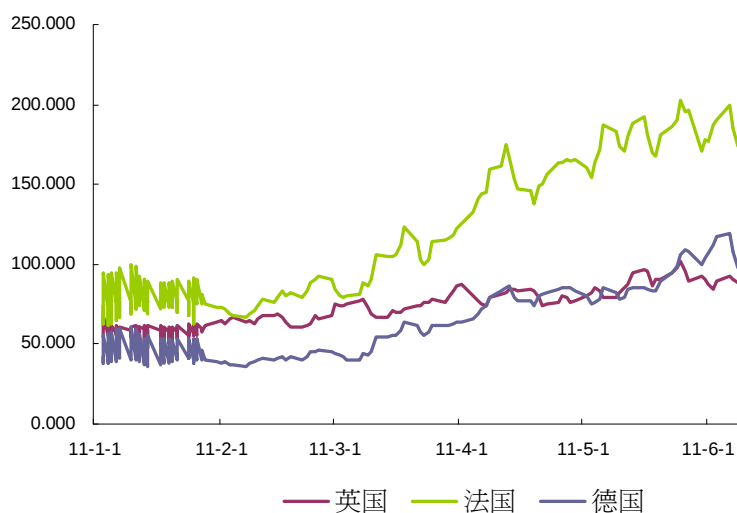
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊、意大利和英国外，其余各国国债利差上升，对经济担忧情绪加剧。



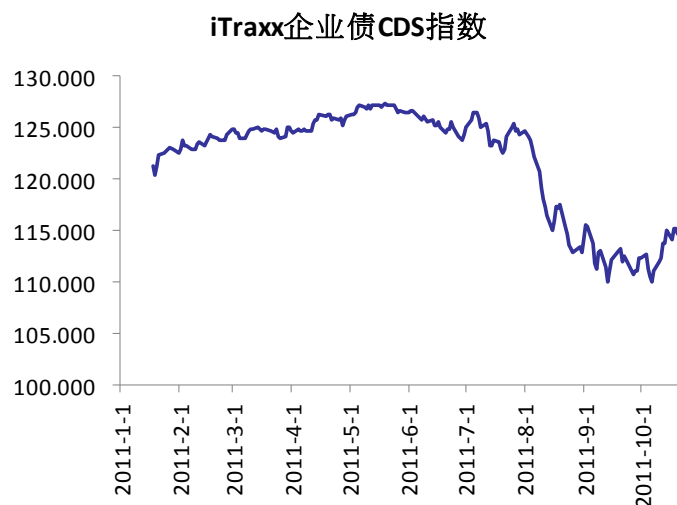
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，核心国 CDS 均上涨，对经济形势的担忧情绪加剧。



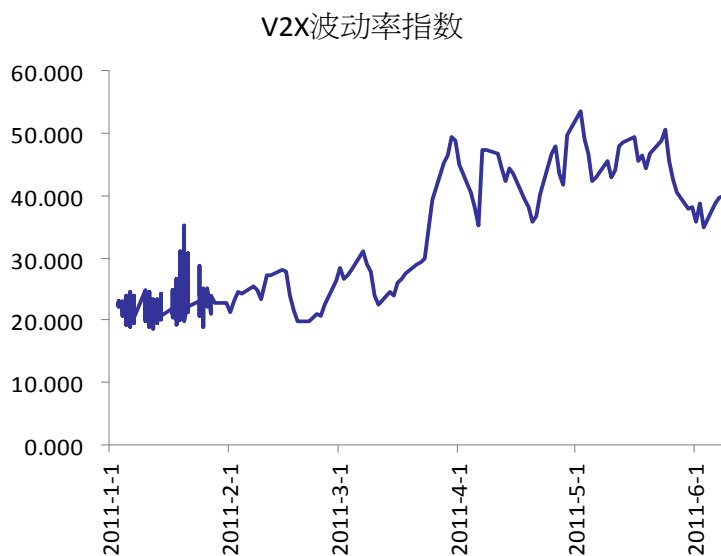
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上涨, 对企业违约风险情绪有所增加。



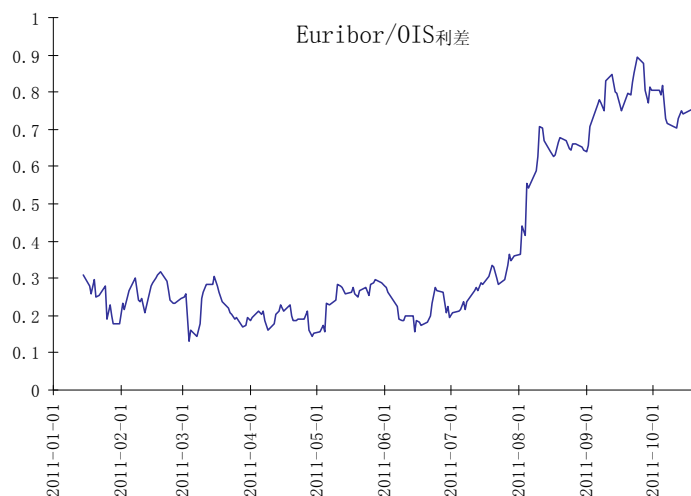
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动率上涨, 股市波动风险增加。



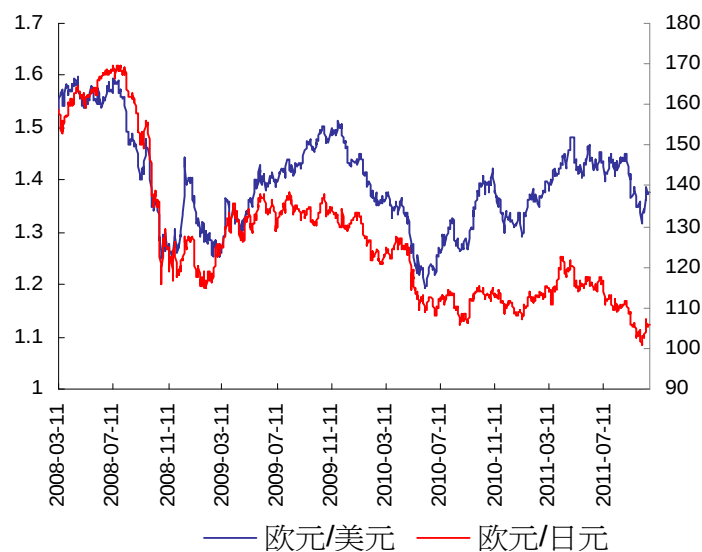
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor/OIS 利差小幅回升, 显示银行信贷压力加剧。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元小幅回升, 由于美联储调查显示美经济复苏缓慢。



资料来源: Bloomberg, 申万研究