



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011 年 11 月 2 日

海外经济

研究部

彭文生¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

林曦

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111040011
lintun@cicc.com.cn

希腊公投增加欧债前景的不确定性

事件:

希腊总理帕潘德里欧 10 月 31 日令人意外地呼吁就欧盟对希腊的纾困协议举行全民公投,“我们信任公民们,我们相信他们的判断和决定”,他表示,“(与欧盟的)协议将在几周后变成一纸新的贷款合约...我们必须表明态度,究竟是接受还是拒绝。”该声明发布之后,欧元兑美元扩大跌幅,下跌逾 2%至日内低点。受此消息影响,11 月 1 日欧元区 Stoxx 50 指数下挫 5.3%,希腊 10 年期国债收益率上升 1.4 个百分点,至 24.6%的高位。

评论:

希腊的纾困方案是什么、矛盾在哪?

- ▶ 上周欧盟峰会做出进一步援助希腊的决定,新计划鼓励私人债权人自愿将所持希腊国债冲销 50%。同时,希腊政府必须变卖较原先决定多 150 亿欧元的公共资产来进一步降低债务水平。此外,公共部门对希腊的援助也将增加,欧盟/IMF 等官方机构将向希腊提供总额 1300 亿欧元的资金,用以填补 2014 年之前的融资缺口。
- ▶ 对希腊而言,一方面希望多冲销一些,另一方面又希望财政紧缩条件不要那么苛刻,这与债权人的诉求是矛盾的。目前希腊国债占 GDP 150%+,其中大约占 GDP 55% (三分之一强)是非私人部门的,这部分是没有冲销的。还有占 GDP 33%左右的国债,是希腊银行自己拥有的,这部分虽然有冲销,但希腊银行是有损失的,所以对希腊国家来说,负担是没有大幅减轻的。剩下的一半不到的国债,要冲销掉 50%,这部分对希腊国债的可持续性是有帮助的。但是即便实现了 50%的冲销,希腊预计在十年后可以把债务水平降到 120%的 GDP,这说明如果没有较好的增长,对希腊债务问题的担心可能会继续存在。

为什么要公投?

- ▶ **财政紧缩的国内民意压力很大。**希腊整个主权债务解决过程中的财政紧缩,在民意上是不受欢迎的。——根据路透社报道,对希腊群众的调查结果显示 60%的调查者认为援助计划对国家不利,46%会在全民公投中投反对票,认为该方案使国家主权受到威胁。
- ▶ **往前看,这种压力短期难有扭转的趋势。**在援助方案下,政府要继续实行紧缩性的财政政策,包括增加税收、减少薪酬、裁员和私有化等一系列措施,触及到本国国民的切身利益,已经引起大规模罢工等抗议,最近抗议者与防暴警察之间爆发了暴力冲突。同时由于经济发展困难重重(市场预计今年 GDP 增长-5.3%,明年-2.2%),国内失业率居高不下,7 月份的达到 16.5%的高位,年轻人失业率更高达约 40%。
- ▶ **执政党内要求分担这种政治压力。**帕潘德里欧所在的执政党党内,有很多议员认为,其他党派也参与分担财政紧缩政策所带来的沉重政治压力。一方面,要实现国际贷款机构所要求的财政举措和结构性改革,需要得到广泛的政治支持;另一方面,他们认为也不应该由执政党承担所有的指责。

公投会有什么后果?

- ▶ **公投的时间和主题尚不确定,希腊政局稳定受影响。**希腊将在 11 月 4 日进行对内阁的信任投票,如果没有通过,本届政府将会改选;如果通过,可能在明年年初对欧盟给予希腊的援助进行全民公投。这将把希腊拽入政局不稳的境地。公投的合法性仍遭质疑,议员质疑此次公投是否符合宪法,根据宪法,只能就重大国家事务,而非经济问题举行公投。此外,公投的主题和措辞到底是什么,目前也不清晰。

¹报告贡献人: 黄文静、杜彬

- ▶ **如果公投主题是希腊是否进一步紧缩，可能又使解决方案走入死胡同，市场将再次动荡。**公投是一个危险的政治游戏，这一措辞往往会对最终结果产生重大影响。如果希腊政府想以此为筹码跟来国外债权人进行讨价还价，将公投的主题定在希腊是否实行进一步的紧缩措施，这样的公投似乎是死胡同。如果欧盟/IMF 等官方贷款机构拒绝打折扣，“全面的一揽子措施”将全部打水漂。这将类似 6-7 月希腊对紧缩措施进行表决时的情形，投资者必定不会坐等到明年 1 月，将大规模抛售主权债券和银行股票，引发市场剧烈动荡。
- ▶ **如果公投主题是希腊是否继续留在欧元区，那么大概率事件是希腊仍然会留在欧元区，间接意味着接受新的纾困方案。**调查显示，70%的希腊人仍表示希望希腊继续留在欧元区。在这个前提下，接受纾困方案，不管有多痛苦，仍然是较好的选择。但是如果公投出现意外，希腊的选择就剩下是全面违约与退出欧元区。**但即便是要退出，希腊离开欧元区的程序也将至少需要走两年的时间**，这为欧债前景再添不确定性。
- ▶ **不确定性使资本市场再次受压波动。**资本市场显然不喜欢这种不确定性，欧元闻讯下跌，欧股暴跌都是印证。回顾整个欧债危机，基本趋势就是市场推着政府走，市场跌一轮，政府做点事，这回估计也不例外——一方面政府作为不够，造成投资者信心丧失，导致市场暴跌；另一方面市场暴跌发出讯号，增加了民意支持，导致政府进一步作为。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED