

欧债危机：希腊公投≠大难临头

——兼评曼氏全球期货公司破产

发布日期：2011 年 11 月 2 日 分析师：周金涛 电话：010—85130831 执业证书编号：S1440510120017
联系人：李树培 010—85156321

信息或事件：……

当地时间 10 月 31 号，美国券商——曼氏全球期货公司向法院提交了破产保护申请，按当时资产计算，曼氏全球期货公司超过汽车巨头克莱斯勒，成为美国历史上第八大破产案。

希腊总理帕潘德里欧 10 月 31 日宣布，将全民公决欧盟解决希腊债务危机的新方案，同时在议会进行信任投票。

主要观点：

- 曼氏全球期货公司的破产是欧债危机蔓延的警钟而非丧钟。不管是从两个企业的资产、负债规模来讲，还是从两个时期美国金融系统的健康状况与政府的态度而言，曼氏产生的冲击都无法与当年雷曼引起的风暴相提并论。
- 希腊公投≠欧洲大难临头。随着欧盟危机救援态度的明确与坚定，欧洲银行业风险资本金的不断补充、积累，希腊债务违约对欧债危机走向的影响在逐渐下降。即便希腊因公投拒绝救援而爆发全面违约危机，欧洲也已经有能力抵御由此产生的冲击。并且这种因债务国拒绝救援而造成的危机爆发与欧盟拒绝救援而造成的危机爆发对市场情绪造成的冲击是显著不同的。
- 危机救援：赢得时间也是一个不可忽视的贡献。欧债危机是一种慢性病，救援是一场马拉松。托住欧洲不爆发系统性风险，为“欧猪”们将来的经济复苏与政策调整效果的出现赢得时间，这本身也是一个不可忽视的贡献。
- 对于欧债危机的前景，我们坚持之前的判断——欧债危机：波澜难息，风暴难起。

一、曼氏破产是欧债蔓延的警钟，远非丧钟

曼氏全球期货公司因为豪赌欧债投资失败而申请破产，是继德克夏集团之后在欧债危机中倒下的第二家国际金融机构，也是受欧债危机影响破产的首家美国金融机构。

市场担心曼氏环球是否会像当年的雷曼兄弟那样引发金融海啸，但是不管是从曼氏环球与雷曼兄弟之间巨大的资产、负债差距来讲（资产：前者 410 亿美元，后者 3600 多亿美元），还是从当前美国金融机构资产负债状况的今昔差别，以及美国政府的姿态而言，我们都认为曼氏环球公司的破产对美国金融系统的冲击都不可与当年的雷曼倒闭同日而语。

我们认为曼氏环球期货公司的破产只能算是欧债危机发酵、蔓延的警钟，远非系统风险爆发的丧钟。

二、希腊全民公投≠欧洲大祸临头

在欧盟峰会经过千辛万苦达成一揽子救援方案协议之后，希拉总理帕潘德里欧却提出要通过全民公投的方式决定是否接受最新达成的系列救援方案，而且之前的相关调查显示，有将近 58% 的希腊民众反对欧盟峰会达成的救援方案。对于私人债权人持有的债务进行 50% 的减记（规模超过 1000 亿欧元），同时从 EFSF 和 IMF 获得 1300 亿欧元的援助贷款，对于这种雪中送炭的好事，希腊民众与希腊总理对此的态度确实令人费解，令欧盟伙伴感到愤怒。

我们认为，希腊民众反对的理由主要是对财政紧缩政策所带来眼前利益损失的短视，以及对政府社会利益分配不公的抗议；希腊总理帕潘德里欧是为了挽回民众对其的支持率，因为之前推行的系列紧缩措施使其的支持率持续下降。民众的短视与政客的民粹倾向既是希腊及其他“欧猪”产生高福利，进而造成经济竞争力下降，财政入不敷出，爆发债务危机的重要原因之一，也是欧债危机救援过程坎坷曲折的重要原因。

希腊公投的结果无非是接受与拒绝。我们认为，如果希腊公投的结果是拒绝接受之前的一揽子救援方案，那么大祸临头的将不是欧洲而是希腊。如果希腊拒绝接受救助，那么欧元委员会很可能会直接让希腊退出欧元区，因为这样既甩掉了一个大麻烦、大包袱，又能对其他“欧猪”产生杀鸡儆猴的效果。

我们认为，随着时间的推移，希腊退出欧元区对欧元区及欧盟其他成员国的冲击在逐渐的减小，欧洲银行业既然能够接受希腊债务 50% 的减记，那么随着其风险资本金拨备的不断增加，再加上欧洲央行及其他几大央行为欧洲银行无限提供流动性的保障，欧洲银行业是可以承受得住希腊债务 100% 违约的冲击的。因为即便希腊债务 100% 违约，对私人银行的负债违约规模也不过 2000 亿欧元略多，还是远小于当年雷曼破产时产生的超过 6000 亿美元的债务违约。而且相比当时布什政府的冷漠与无知，欧盟对债务危机救援的态度和立场是非常坚定的（之前的一揽子协议在经历艰苦努力之后的达成就是一个证明），并且这种因债务国拒绝

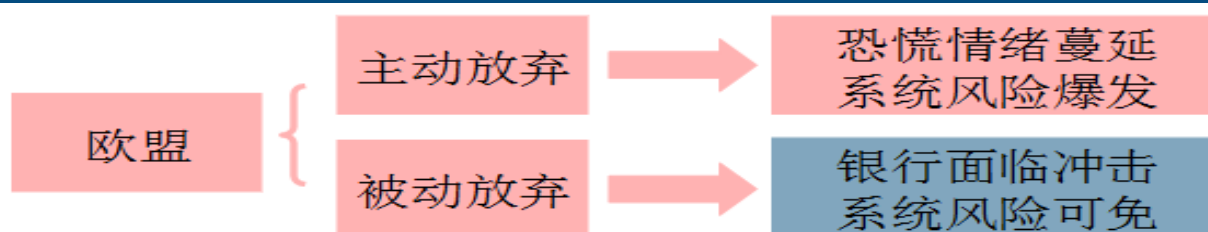
救援而造成的危机爆发与欧盟拒绝救援而造成的危机爆发对市场情绪造成的冲击是显著不同的。此外，如果欧元区被迫甩掉了希腊这个大礼包，欧债危机的前景也会得到很大的改善。

因此，我们认为即便希腊公投的结果是拒绝救援方案，即便希腊因此而出现 100% 的债务违约，甚至是希腊被剔除出欧元区，欧洲也不会因此爆发类似其他“欧猪”相继违约，欧洲银行业大批倒闭的系统性危机。

对于希腊而言，如果拒绝接受一揽子救援方案，结果将是灾难性的。希腊将会因此失去外部的一切援助，被剔除出欧元区的可能性将极大，到时候必然爆发债务危机，进而演变成货币危机、经济危机，经济将会陷入长期衰退。民众必然面临大量失业，福利急剧下降的困难局面，政客们必然面临由经济危机演变而成的政治危机，而最终下台的恶果。

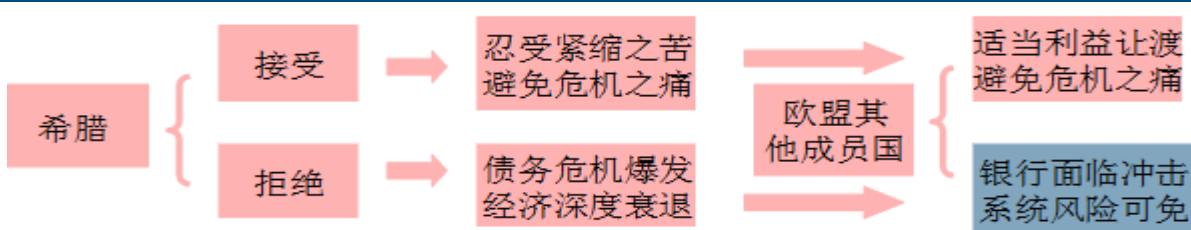
因此，我们认为在将来的公投过程中，除了那些已经失业或将因为未来的紧缩措施而失业的人之外，大部门民众应该是愿意接受救援方案的。虽然之前的调查显示超过 50% 的希腊民众反对救援方案，但是我们认为应该是相当一部分民众在发泄对政府的不满，而不是真正想拒绝欧盟的救援。而且在公投的过程中执政当局也肯定会努力的说服民众赞同救援方案，以防灾难的发生，甚至是直接取消这种冒险的公投行为。

图 1：欧盟主动放弃救援与被动放弃救援的影响差别



资料来源：中信建投研发部

图 2：希腊接受救援与否的利害关系



资料来源：中信建投研发部

三、危机救援：赢得时间也是一个不可忽视的贡献

欧债危机救援的艰难与反复在不断的折磨着市场的情绪与耐心，市场及国际社会对欧盟在欧债救援过程中的犹豫徘徊也早有诟病，人们对欧债的前景也再度悲观（这可以从欧美市场的跳水表现明显看出）。我们认为，对于欧债危机的救援问题不能期待有什么立竿见影的灵丹妙药（对此我们在之前的系列报告中已经反复提到），而且能托住欧债危机不爆发，为“欧猪”们未来的经济复苏与财政紧缩及相关政策调整效果的显现赢得时间，这本身就是一个不可忽视的贡献。

因为正如我们之前所分析的，欧债危机的根源在于体制，外部的流动性注入甚至是部分的债务减免都只能起到缓解危机的作用，治标而不治本，不能指望依靠外部救援把“欧猪”各国拉出债务危机的深渊。

拉美债务危机的历史经验也告诉我们，虽然拉美国家在债务危机泥潭十几年的挣扎中，外部救援方案进行了前述的一系列的演变，但是拉美国家最终走出债务危机的泥潭，关键还在于其经济体制调整效果的逐渐显现，和九十年代国际经济环境的逐渐好转，使拉美经济状况出现好转。

我们在之前的报告《欧债危机：波澜难息，风暴难起》、《欧元区：断臂求生难成功，抱团取暖能共赢》中通过详细的分析认为，欧债危机的治理存在以时间换空间的条件，欧债危机的系统性风险在 2013 年将会显著回落。因为“欧猪五国”中意大利、西班牙、爱尔兰的债务水平攀升，财政赤字扩张具有明显的阶段性特征，换言之，是 08 年的金融危机冲击，使得它们在无货币政策可用条件下过度依赖财政政策挽救经济，才造成的债务与财政赤字问题迅速恶化。

图 3：意大利、西班牙、爱尔兰财政赤字/GDP

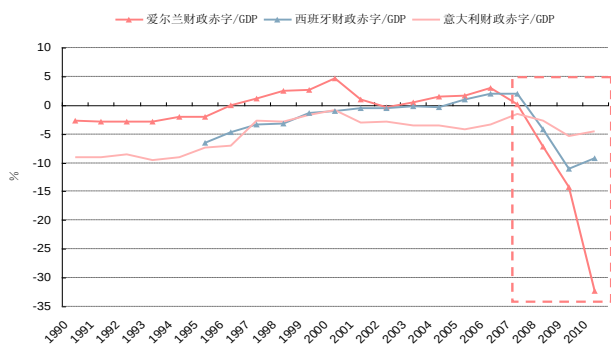
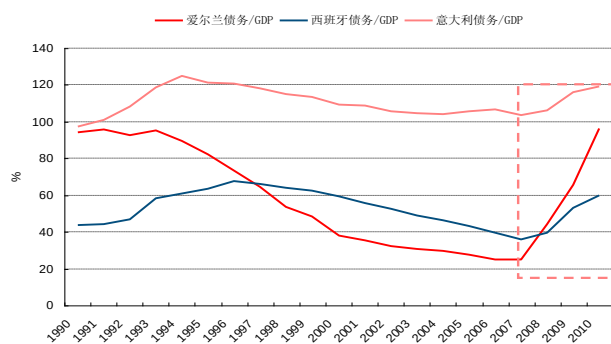


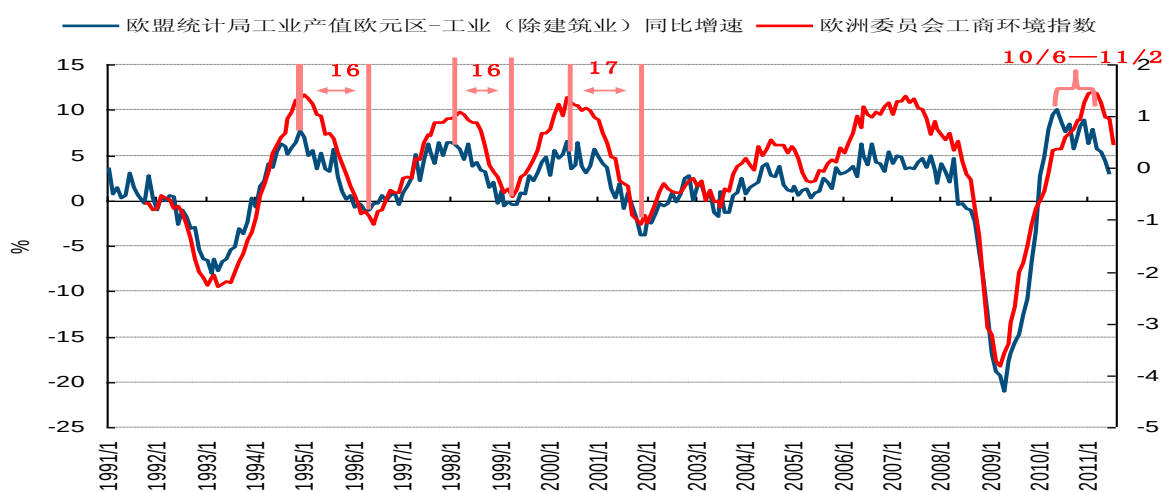
图 4：意大利、西班牙、爱尔兰债务/GDP



资料来源:wind, 中信建投研发部

根据欧元区经济先行指标与同步指标之间的律动规律来看，欧洲经济当前的持续颓势将会在明年的1季度前后终结，随后将进入新一轮库存周期的景气阶段。虽然受债务危机的困扰经济复苏的高度可能有限，但是我们认为经济衰退的趋势将会得以改变。因此，在2012年随着欧洲经济整体复苏机会的到来，意大利、爱尔兰、西班牙三国的经济也将随之恢复或者至少是好转，并且三国在之前推出的财政紧缩计划的效果到时候也将显现，进而三国的债务违约风险在2013年也将随之明显回落。由于该三国债务规模占“欧猪五国”债务规模总额的85%以上，因此，随着三国债务风险的显著回落，欧债危机的系统性风险也将显著回落。

图 5：欧元区工业生产指数同比增速



资料来源：Bloomberg, 中信建投研发部

表 1：“欧猪五国”财政紧缩计划

国家	财政紧缩计划
希腊	3年内紧缩开支300亿欧元，至2014年将财政赤字率降至3%以下。
葡萄牙	将在2011年削减50亿欧元财政赤字，使2011年财政赤字水平降至4.6%。
爱尔兰	未来4年削减财政赤字150亿欧元，到2014年将财政赤字率控制在3%以内。
意大利	实施总额540亿欧元财政紧缩方案，2013年前实现财政预算平衡。
西班牙	实施150亿欧元财政紧缩方案，到2013年将财政赤字率降至3%以下。

资料来源：中信建投研发部

对于欧债危机未来前景的演绎，我们仍坚持之前的观点：“欧债危机：波澜难息，风暴难起”，系统风险要等到2013年才能逐渐消散。



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。