

世界经济

2012 年 2 月 21 日

希腊终获救，长期仍堪忧

——国际金融市场风险监测体系 2012 年 2 月 21 日

总体判断：

- I 周二欧盟财长会议，希腊救援协议达成，预计将获得第二批 1300 欧元的援助，2020 年希腊债务占 GDP 的比重将下降至 121%。
- I 最大的分歧在于债务率目标，欧盟政府希望希腊能到 2020 年将债务率从目前的 160%降至 120%，但是希腊政府此前的计划实际上只能降到 129%，最终希腊政府和私营部门做出妥协，私营部门承担更大程度的债务减免。但是这个计划是否能实现依然倍受德国人和 IMF 的质疑。
- I 问题的关键在于希腊的竞争力和赤字增长预期。希腊政府计划通过削减工资来重获竞争力，但政府支出的退出对经济增长到底有多大影响存在较大争议，根据 IMF 的测算，悲观假设下，减赤对经济增长的影响将导致债务率先在 2015 年上升至最高点 178%，然后在 2020 年降至 160%。这样，希腊到 2020 年之前可能需要的融资是 2450 亿欧元，远远高于 1300 亿欧元。
- I 自 2010 年 5 月第一轮救助以来，希腊的减赤对经济造成拖累。希腊去年 GDP 下降 -6.8%，四个季度 GDP 同比增速分别为 -8%、-7.3%、-5%和 -7%，失业率也大幅攀升至去年 11 月的 20.9%。市场不断加大抛售希腊债券，目前的第二轮救助依然是重走老路。希腊经济在短期将经历非常艰难的时期，而这是否会对政治路线造成冲击依然存在不确定性。尤其是 4 月希腊选举之后，政府如果发生更迭，减赤方案的执行很可能发生变化。
- I 至于债券互换协议，希腊私营债权人预期将承担最高达债券面额的 53.5%的损失，降低债券利率，净损失预计超过 70%，那么希腊债务将减少至少 1000 亿欧元。我们预计，私人部门将得到利息 3%的 2012 年-2020 年债券以及始于 2021 年、利息 3.75%的债券。作为补偿，在一定条件如希腊经济恢复增长时，私营债权人有权得到不超过新发债券流通总额的 1%的额外补偿。
- I 当前欧元的反弹一定程度上可能反映市场较为乐观的情绪，但从基本面上看，在财政紧缩与信贷紧缩的双重压力下，欧洲经济仍将历经艰难，虽然欧央行大规模注入流动性缓解了危机，但是对欧元汇率来说，我们认为应该持谨慎态度。
- I 关注：2 月 24 日 德国 2011 年第四季度 GDP 第二次估计值

相关研究

屋漏偏逢连夜雨——点评欧元区 9 国评级下调
2012 年 1 月 16 日

削骨疗伤，急救欧洲
2011 年 12 月 20 日

欧洲评级相继下调，法、意衰退不可避免——国际金融市场风险监测体系
2011 年 12 月 19 日

法国恐将调降评级，风险偏好持续下降——国际金融市场风险监测体系
2011 年 12 月 15 日

欧洲迈向财政联盟，但危机继续——2011 年 12 月欧盟峰会点评
2011 年 12 月 12 日

欧债危机升级之曙光微现
2011 年 11 月 28 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

陈果
chenguo@swsresearch.com
谢伟玉
xiewy@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@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>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 美国总统日休市，美元指数小幅上涨

图 5：美元对日元继续上升，由于日本贸易赤字进一步加大。

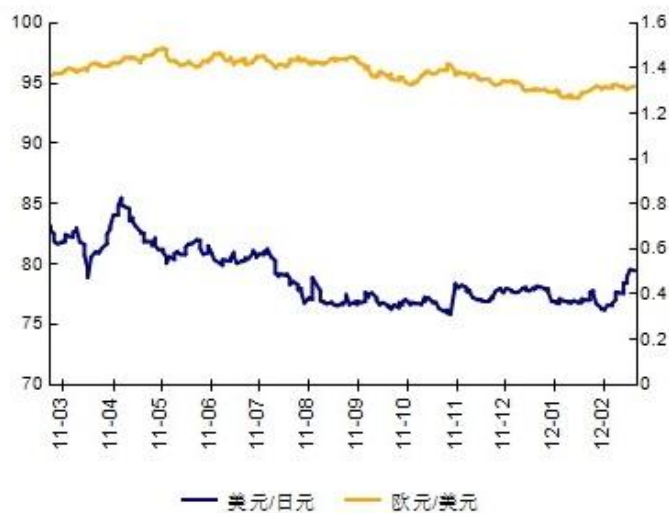
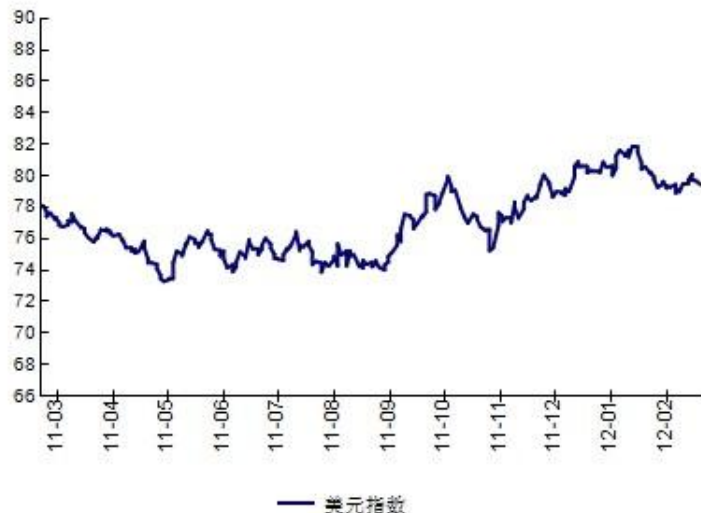


图 6：美元指数小幅回升，对其避险需求增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 7：铜价与金价比回升，由于中国存款准备金率下调，预期对铜需求会有所上升。

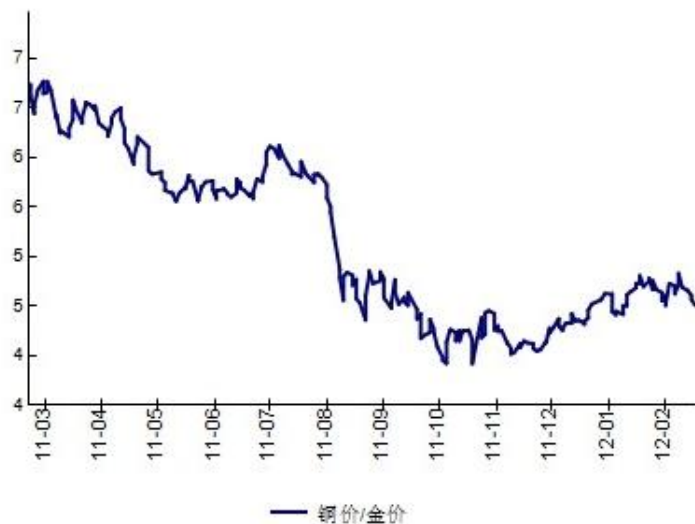
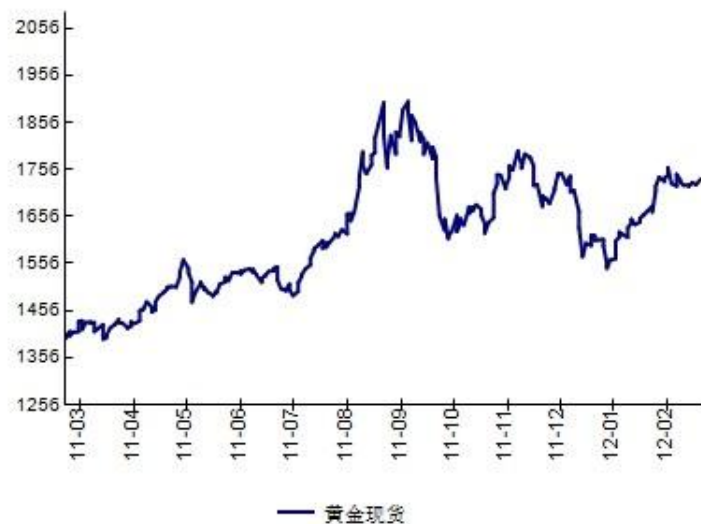


图 8：黄金现货价格小幅下跌，对其避险需求有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

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
02/10/2012 21:30	贸易余额	DEC	-\$48.5B	-\$48.8B	-\$47.8B
02/10/2012 22:55	密执安大学消费者信心	FEB P	74.8	72.5	75
02/11/2012 03:00	预算月报	JAN	-\$34.0B	-\$27.4B	-\$49.8B
02/14/2012 20:30	NFIB 中小企业乐观程度指数	JAN	95	93.9	93.8
02/14/2012 21:30	进口价格指数(月环比)	JAN	0.30%	0.30%	-0.10%
02/14/2012 21:30	进口价格指数(同比)	JAN	7.20%	7.10%	8.50%
02/14/2012 21:30	商品零售额	JAN	0.80%	0.40%	0.10%
02/14/2012 21:30	除汽车外零售额	JAN	0.50%	0.70%	-0.20%
02/14/2012 21:30	零售销售排除汽车与汽油	JAN	0.50%	0.60%	0.00%
02/14/2012 21:30	零售销售“对照小组”	JAN	0.40%	0.70%	--
02/14/2012 23:00	营运库存	DEC	0.50%	0.40%	0.30%
02/15/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 10	--	-1.00%	7.50%
02/15/2012 21:30	纽约州制造业调查指数	FEB	15	19.53	13.48
02/15/2012 21:30	Revisions: Consumer Price Index				
02/15/2012 22:00	净 TIC 流量总计	DEC	--	\$87.1B	\$48.6B
02/15/2012 22:00	长期净 TIC 流量	DEC	\$45.0B	\$17.9B	\$59.8B
02/15/2012 22:15	工业产值	JAN	0.70%	0.00%	0.40%
02/15/2012 22:15	设备使用率	JAN	78.60%	78.50%	78.10%
02/15/2012 23:00	NAHB 住宅市场指数	FEB	26	29	25
02/16/2012 03:00	Minutes of FOMC Meeting				
02/16/2012 21:30	工业品出厂价格指数(月环比)	JAN	0.40%	0.10%	-0.10%
02/16/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(月环比)	JAN	0.20%	0.40%	0.30%
02/16/2012 21:30	工业品出厂价格指数(同比)	JAN	4.10%	4.10%	4.80%
02/16/2012 21:30	出厂价指除食品与能源(同比)	JAN	2.70%	3.00%	3.00%
02/16/2012 21:30	首次失业人数	FEB 11	365K	348K	358K
02/16/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 4	3495K	3426K	3515K
02/16/2012 21:30	新宅开工指数	JAN	675K	699K	657K
02/16/2012 21:30	房屋开工(月环比)%	JAN	-3.40%	1.50%	-4.10%
02/16/2012 21:30	建筑许可	JAN	680K	676K	679K
02/16/2012 21:30	建筑许可(月环比)%	JAN	0.60%	0.70%	-0.10%
02/16/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 12	-42	-39.8	-41.7
02/17/2012 21:30	消费价格指数 (月环比)	JAN	0.30%	0.20%	0.00%

02/17/2012 21:30	消费价指除食品与能源(月环比)	JAN	0.20%	0.20%	0.10%
02/17/2012 21:30	消费价格指数(同比)	JAN	2.80%	2.90%	3.00%
02/17/2012 21:30	消费价指除食品与能源(同比)	JAN	2.20%	2.30%	2.20%
02/17/2012 21:30	消费价格指数-无季节调整	JAN	226.573	226.665	225.672
02/17/2012 21:30	CPI 核心指数 经季调	JAN	- -	227.684	227.166
02/17/2012 23:00	领先指标	JAN	0.50%	0.40%	0.40%

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
02/21/2012 21:30	芝加哥联储全美活动指数	JAN	0.22	- -	0.17
02/22/2012 20:00	MBA 抵押贷款申请指数	FEB 17	- -	- -	-1.00%
02/22/2012 23:00	Revisions: Existing Home Sales				
02/22/2012 23:00	现房销售	JAN	4.65M	- -	4.61M
02/22/2012 23:00	旧宅销售 月环比	JAN	0.90%	- -	5.00%
02/23/2012 21:30	首次失业人数	FEB 18	355K	- -	- -
02/23/2012 21:30	持续领取失业救济人数	FEB 11	3480K	- -	- -
02/23/2012 22:45	彭博消费者舒适度	FEB 19	- -	- -	-39.8
02/23/2012 23:00	住宅价格指数 月环比	DEC	0.10%	- -	1.00%
02/23/2012 23:00	House Price Purchase Index QoQ	4Q	0.20%	- -	0.20%
02/24/2012 00:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	FEB	9	- -	7
02/24/2012 22:55	密执安大学消费者信心	FEB F	72.8	- -	72.5
02/24/2012 23:00	新建住宅销售	JAN	315K	- -	307K
02/24/2012 23:00	新建住宅销售 月环比	JAN	2.60%	- -	-2.20%
02/27/2012 23:00	待定住宅销售量(月环比)	JAN	1.00%	- -	-3.50%
02/27/2012 23:00	待定住宅销售 同比	JAN	- -	- -	4.40%
02/27/2012 23:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	FEB	- -	- -	15.3

2. 中国存准下调且继续乐观预期欧盟财长会议，欧股 欧元持续上涨

图 13：除英国外，欧猪五国国债收益率均下跌。由于对欧盟财长会议的乐观预期，对经济担忧情绪减少大。

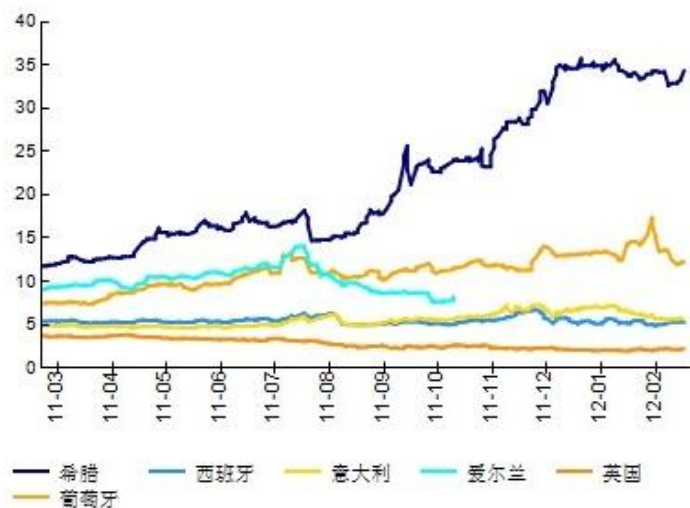
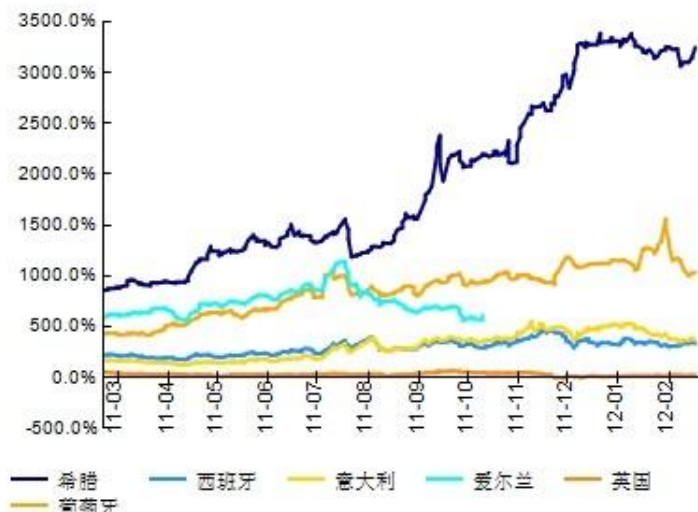


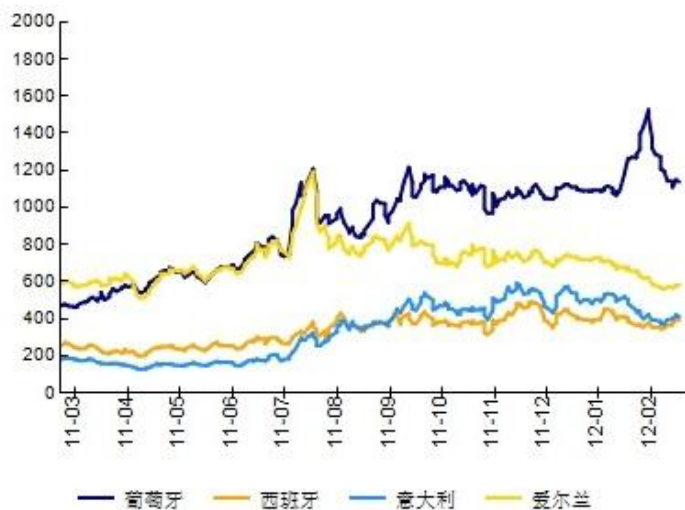
图 14：除英国外，其他国国债利差均回落，对经济担忧情绪有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

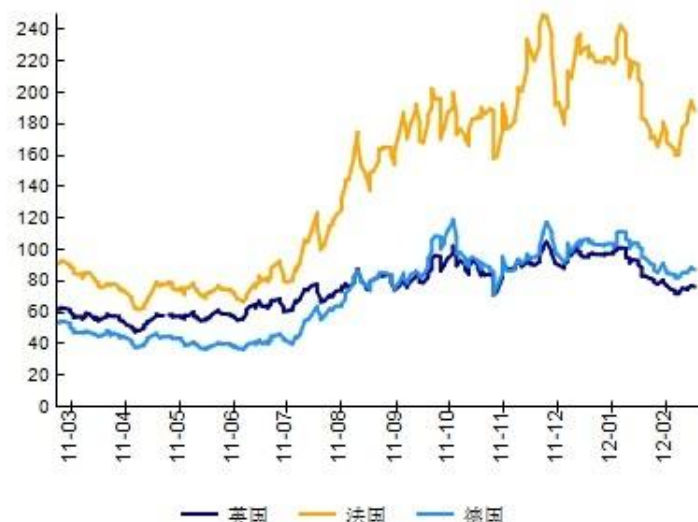
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：欧猪五国 CDS 均大幅下降，由于乐观预期欧盟财长会议。



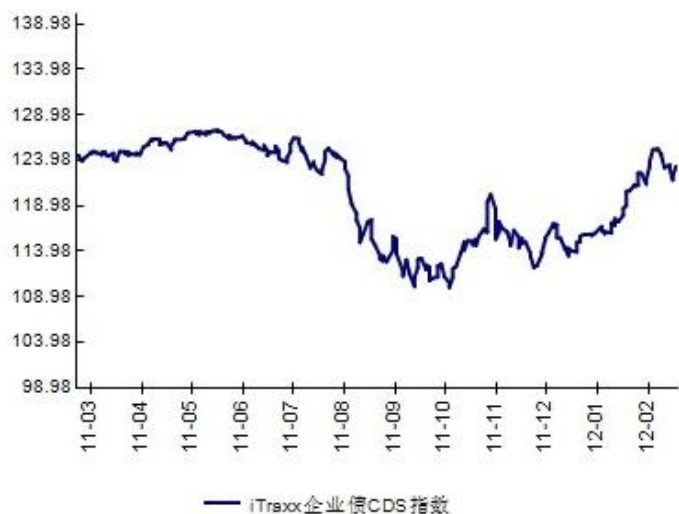
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均下滑，对债务违约风险担忧情绪有所减缓。



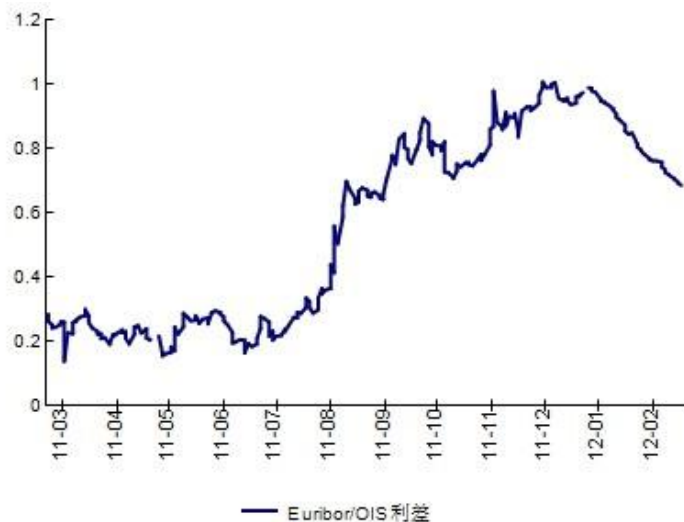
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



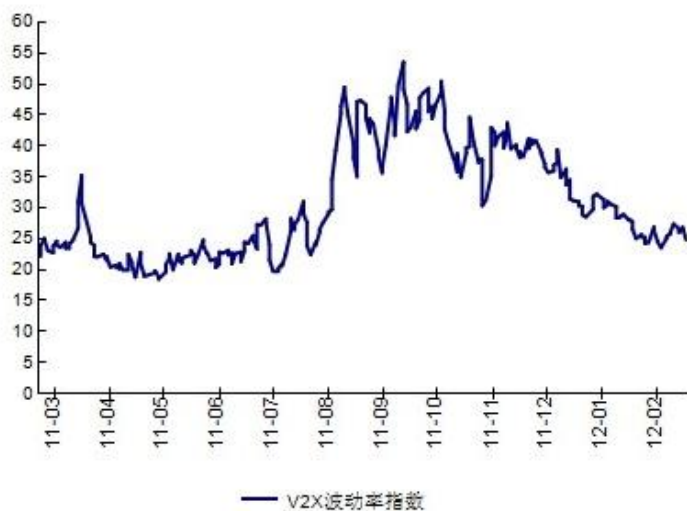
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差无变动。



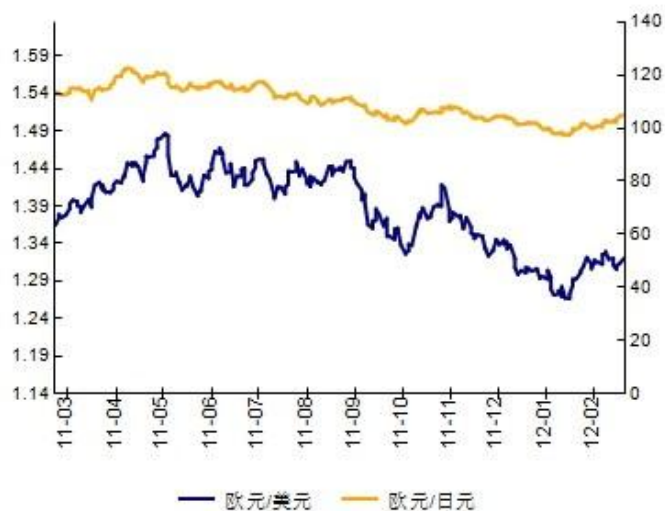
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减弱。



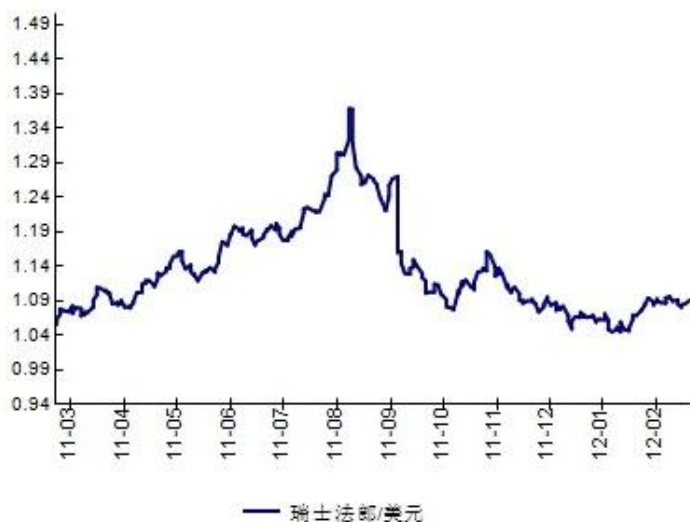
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元继续上升, 由于中国存准下调且乐观预期欧盟财长会议。



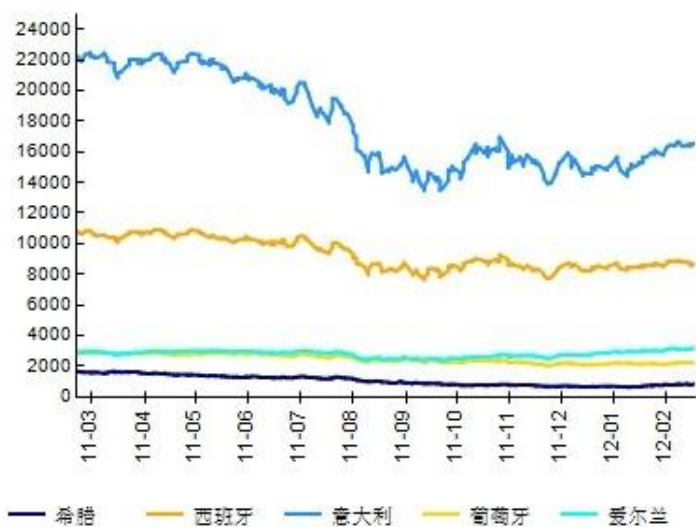
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



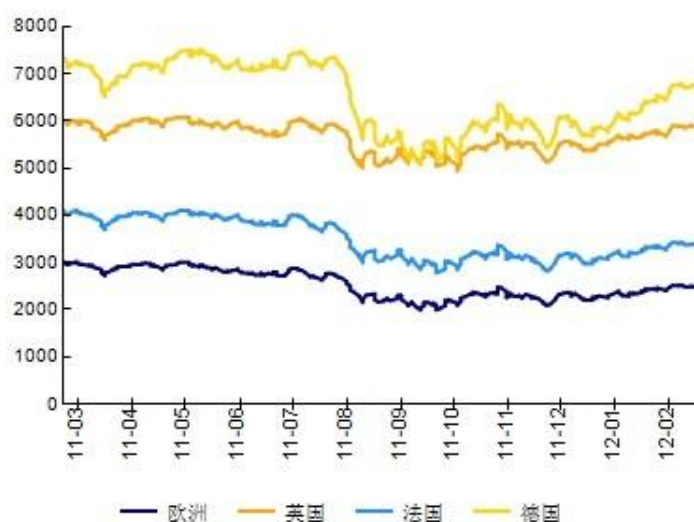
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 欧猪五国股市均回升。



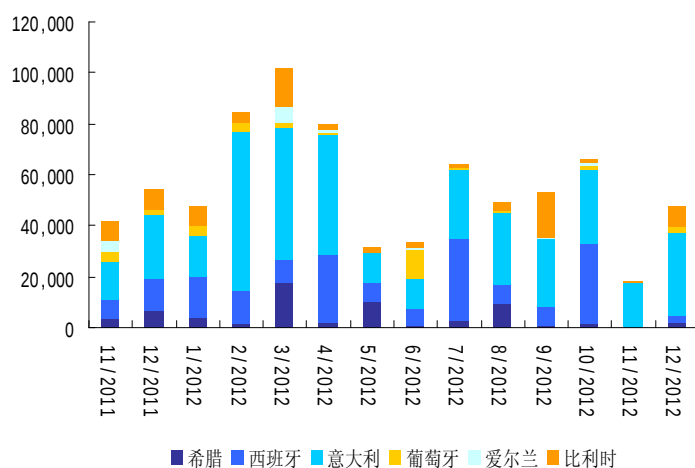
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均上扬, 中国存准下调且乐观预期欧盟财长会议。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



资料来源: Bloomberg, 申万研究