

署名人: 李云洁

S0960511020013

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 刘莉华

S0960111090011

010-63222951

liulihua@cjis.cn

海外宏观经济点评报告

希腊正式达成第二轮救援 欧债危机告一段落

要点:

- 希腊欧盟 IMF 正式达成第二轮 1300 亿救援, 消息公布后全球大宗商品市场上扬, 欧元短时间内大涨, 随后回吐部分涨幅。协议内容包括:
 - 欧盟 IMF 向希腊提供 1300 亿救援贷款, 覆盖希腊政府 2014 年前开支
 - 希腊政府承诺在 2020 年前将债务占 GDP 占比降至 120.5%, 并且进行财政紧缩以及私有化等经济结构性改革以提高竞争力, 欧盟也将加强相关的监督以保证这些措施得到执行: 希腊政府将通过建立特别账户及立法的方式保证债务偿还
 - 欧洲中央银行系统将通过持有希腊国债所获得的部分利润转移给希腊政府
 - 欧元区成员国降低对希腊的贷款利率
- 欧债危机进入暂时的平静期, 持续时间或在 6 个月以上
 - 年初以来随着经济数据好转, 投资者信心恢复, 目前是较小成本解决欧债危机的良机, 因此欧洲会抓住这个机会, 半年内欧债不会反复
- 中期看欧债危机虽仍有风险, 但难成大气候
 - 4 月希腊大选, 新政府能否坚持财政紧缩存在不确定性。希腊和欧洲可能因此再次交恶
 - 要在 2020 年将希腊的债务占 GDP 比重降至 120% 需要希腊经济 3 到 5 年内可以回到正增长
 - 尽管下半年及未来几年希腊问题还有反复可能, 但随着 2 季度德、法等国经济复苏、意大利减赤进展顺利、欧盟财政联盟的建立以及希腊债券的“公有化”, 希腊危机即使反复也难成大气候

相关报告

希腊基本敲定第二轮救援 欧债危机暂告一段落 2012-02-15

希腊债务谈判进展缓慢 美就业全线复苏 2012-02-07

美联储宽松政策抬高全球通胀预期 希腊减值计划或于本周宣布 2012-01-30

风险提示:

- 3 月 1-2 日欧盟峰会未能得到 IMF 注资的授意
- 4 月希腊大选反对派上台后能否信守承诺执行减赤协议

一、希腊正式第二轮 1300 亿救援正式达成

欧洲当地时间 20 日晚希腊与欧盟、IMF 正式达成第二轮 1300 亿救援。协议包含以下内容：

- 欧盟以及 IMF 将向希腊提供 1300 亿欧元救助贷款，金额可覆盖希腊 2014 年底之前的开支
- 贷款的持续拨付需建立在以下条件上：1) 希腊政府成功执行承诺的财政紧缩方案，包括裁减公共部门 15 万个职位，将全国最低工资水平削减 20%，削减福利开支等措施；2) 为了提高希腊经济的竞争力，推行私有化措施以及大范围结构性改革，特别是在劳动力市场以及商品服务领域；3) 希腊需在 2020 年前将债务占 GDP 比重降至 120.5%
- 为保证救援措施以及相关承诺的条件被成功执行，欧盟将加强相关的监管，同时希腊政府或建立一个特别账户保证每个季度到账的贷款以及政府收入中需偿还债务的部分被直接存入该账户，从而保证债务的偿还，同时欧盟鼓励希腊在未来两个月内在宪法中增加条款以保证债务偿还在希腊的政府开支中处于优先的地位
- 希腊需执行与私人部门达成的减值协议，同时减值协议中私人部门所持债务面值的减记比例由此前的 50%上调至 53.5%。减值协议的执行是后续条约执行的前提条件
- 欧洲央行通过持有希腊国债所获得利润将被部分转移给希腊政府，此部分金额或达 120 亿欧元，同时对希腊的贷款利率将被进一步下调，降低贷款成本 140 亿欧元。两项措施预计将帮助希腊 2020 年债务占 GDP 比重下降 2.8 个百分点
- 欧元区成员国央行 2020 年前通过持有希腊国债所获得的利润将转移给希腊政府，该项措施将帮助希腊降低债务占 GDP 比重 1.8 个百分点

欧盟在声明中称具体的救援金额需要在 3 月私人减值计划执行后再次确认。救援计划还需要欧元区成员国议会批准，其中德国议会或在 2 月底投票表决。

如果救援计划能够得到有力执行，那么救援资金预计覆盖希腊政府 2014 年底前所有开支，同时欧洲预计希腊在 2013 年便可以回到资本市场融资。

协议达成公布后，全球大宗商品市场上扬，欧元短时间内大涨，随后回吐部分涨幅。

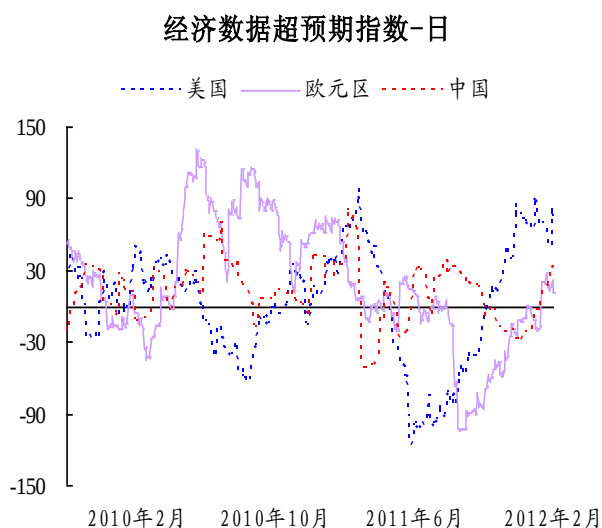
二、欧债危机告一段落

救援计划的达成标志着欧债危机暂告一段落。我们预计欧债危机将进入 6 到 9 个月的暂时平静期，未来形势向何种方向演化还需看后续经济、金融市场的变化以及欧洲政坛是否出现变故。

进入一月以后欧债危机救援的外围环境持续改善，欧洲会抓住这个以较小成本解决欧债危机的良机，这是我们判断未来 6 到 9 个月欧债将暂时缓和的主要依据。去年 10 月以来全球经济的引擎美国经济复苏情况不断超预期，进入

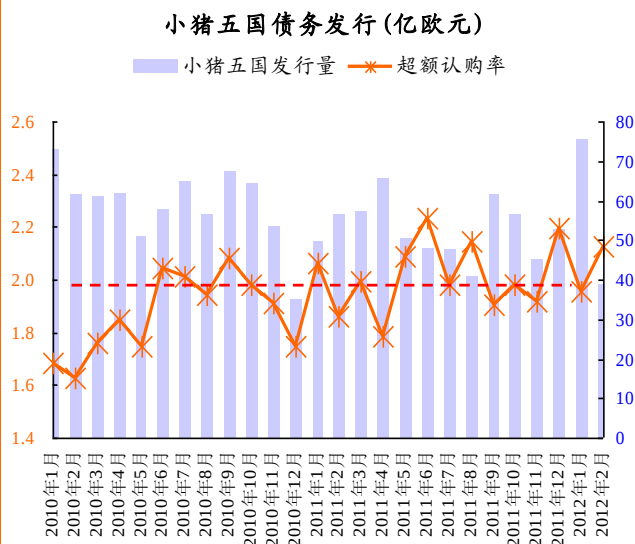
12月底欧洲国债一级市场的发行情况也开始好转,再加上欧洲央行适时推出近5000亿欧元的长期再融资操作向银行体系注入流动性,欧债危机呈现企稳的迹象,投资者信心不断加强。各种风险指数回落,意大利等国国债收益率下降,同时一级市场的拍卖情况持续好转,希腊第二轮救援能否达成成为影响市场情绪以及欧债走势的主要因素,去年曾被市场关注的意大利西班牙债务问题、欧洲发行欧元债以及欧洲央行货币化债务危机等议题被暂时搁置一旁。

图 1: 美欧经济数据持续超预期



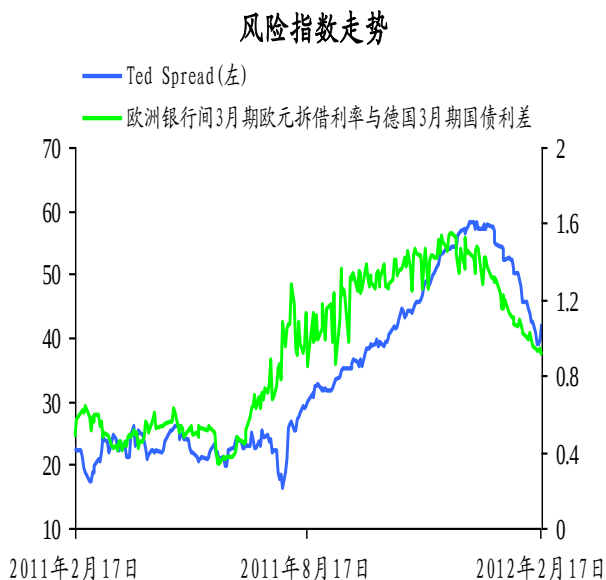
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 2: 一级市场发行情况改善



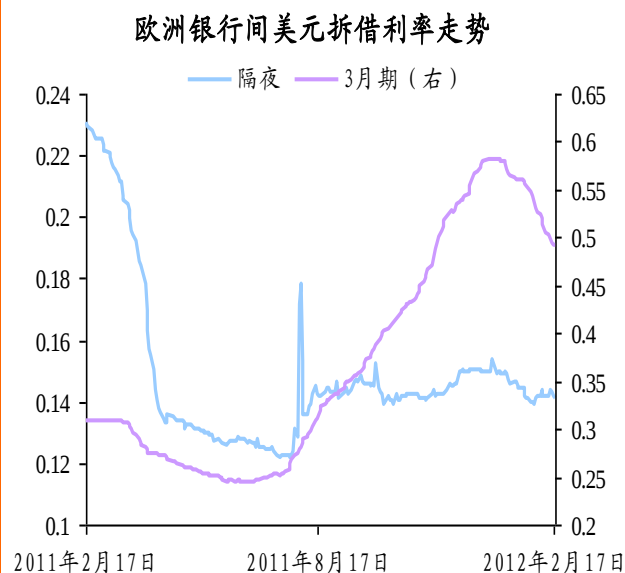
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 3: 欧洲风险指数持续回落



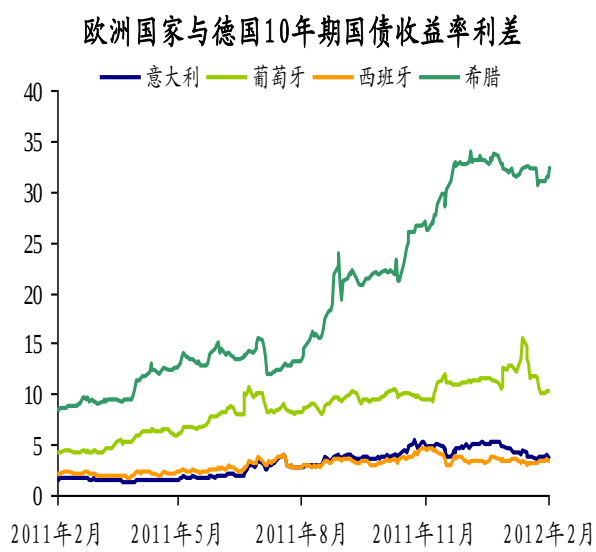
数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 4: 欧洲银行间隔夜拆借利率下降



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 5: 各国国债收益率继续企稳



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

图 6: 美国债收益率上涨



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

三、欧债危机中期风险仍存

尽管希腊债务问题得到了阶段性的解决, 但欧债危机仍存在中长期风险。最大风险依然来自希腊, 这一方面来自于政治, 另一方面来自经济。

4 月份希腊将进行总理大选, 反对党将上台。尽管希腊议会已经通过了财政紧缩计划, 且各党派也签字承诺消减赤字。但大选后新政府能否坚持财政紧缩仍存在不确定性。希腊和欧洲可能因此再次交恶。

要在 2020 年将希腊的债务占 GDP 比重降至 120% 事实上假设了希腊经济 3 到 5 年内可以回到正增长, 这一假设实现的难度较大。希腊经济已连续衰退 5 年, 今年衰退幅度或进一步扩大到 6%, 未来希腊还将进行痛苦的财政紧缩以及结构性改革, 经济迅速实现正增长较难。欧洲金融系统的收缩仍在继续 (9% 的资本要求及银行承担的希腊债券损失), 经济难以迅速走强。最后, 欧元区国家进行的财政紧缩政策会影响意大利、西班牙等国经济复苏。

不过尽管希腊问题未来还存在反复的可能性, 我们认为如果欧洲在此期间能够建立更牢固的防火墙, 比如欧元区经济重新回到复苏和稳步增长的轨道, 意大利和西班牙等国削减债务和赤字的努力也进展稳定, 并且欧洲近期达成的财政整合协议也得到有效执行, 同时由于债务的一再减记, 私人债权人手中所持希腊债务规模已经很小, 希腊债务危机再次恶化后对欧洲的冲击将很小, 希腊债务危机演化成全球性的金融危机可能性也很低。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究
刘莉华, 刘莉华, 中投证券研究所宏观经济分析师, 美国华盛顿大学经济学硕士, 武汉大学金融学、数学学士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434