

欧央行购债新策略已在酝酿

——欧债专题系列报告第 5 期

核心要点:

● 希腊努力寻求喘息机会，德法要求其严格履行紧缩承诺

希腊总理与德法领导人会晤以期获得对延长财政削减计划期限提议的支持。默克尔和奥朗德均表态要等到“三驾马车”对希腊经济改革和财政紧缩进程的评估结果出来后再做决定。对于经济连续 5 年衰退的希腊而言，获得减赤宽限的喘息机会是当务之急。而面对国内愈来愈多的政治压力和反对呼声，德国等欧元区国家政府事实上很难再向希腊做出更多实质性的让步。目前欧洲正处在欧债危机的关键性阶段，虽然德法两国领导人均表态支持希腊留在欧元区，但要求希腊继续严格执行既有的改革目标。“三驾马车”将在 9 月份发布希腊紧缩与改革的进展报告，更为严峻的考验还在等待着希腊。

● 西班牙呼吁欧央行尽快行动，欧央行购债新策略正在酝酿

西班牙虽尚未提交正式的全面援助申请，但重点关注欧洲央行可能的购债方式以及所设定的援助条件。西班牙官员近期呼吁欧洲央行采取进一步行动，以降低市场不确定性。目前市场关注欧洲央行如何既能有效压低西班牙等重债国的举债成本，同时又又可以保持欧洲央行自身的独立性，不会大幅影响其资产负债规模。根据《华尔街日报》近期报道，欧洲央行正酝酿在不承诺具体购债上限的情况下，设定非正式的、灵活的收益率目标，从而使得购债方式更加有针对性。虽然新的购债策略正在酝酿，但预计在 9 月 6 日召开的议息会议前，欧洲央行依然会态度谨慎，恐难出台任何确定性的方案。

● 欧元兑美元仍维持震荡

8 月 20 日至 27 日一周，欧元兑美元仍然保持震荡格局，受美联储近期释放出的宽松信号引发美元贬值的影响，20 日至 23 日，欧元兑美元汇价有较大幅度的上涨，最高点达到 1.2589 美元，成为 7 月 4 日以来的欧元相对高点。上周五（24 日）欧元兑美元小幅下跌，但仍维持在 7 周高点附近。尽管本周一（27 日）德国 IFO 商业景气数据差于预期，欧元汇率仍维持在 1.25 左右。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197

✉:

panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120003

分析师

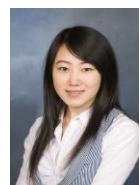


周世一

☎: (8610) 66568471

✉: zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070004



刘娟秀

☎: (8610) 83571303

✉: liujuanxiu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120002

欧央行购债新策略已在酝酿

——欧债专题系列报告第 5 期（2012.8.22-2012.8.28）

● 希腊努力寻求喘息机会，德法要求其严格履行紧缩承诺

希腊总理萨马拉斯于 24 日、25 日分别与默克尔、奥朗德会谈以期望得到两国对希腊延长财政削减计划期限提议的支持。对于希腊提出的有关给予更多喘息时间的请求，默克尔和奥朗德均表态要等到“三驾马车”对希腊经济改革和财政紧缩进程的评估结果出来后再做决定。

对于经济连续 5 年衰退的希腊而言，获得减赤宽限的喘息机会是当务之急。希腊表示，如若获得两年宽限时间来降低预算赤字，该国经济有望得以加速复苏，债务也有望持续获得处理。希腊政府官员周一(27 日)称，若将其救助条款延期两年，将仅产生 180 亿欧元的财政空缺，该规模能够利用发行短期债务来填补，从而不再需要国际贷款人进一步的资金援助。目前欧元区已向希腊提供总额 2400 亿欧元的两轮援助，而面对国内越来越多的政治压力和反对呼声，德国等欧元区国家政府事实上很难再向希腊做出更多实质性的让步。德国财长朔伊布勒上周四(23 日)表示，给予希腊更多时间来实施支出削减措施无法解决问题，并警告更多时间可能也意味着更多资金。

目前欧洲正处在欧债危机的关键性阶段，上周德法两国领导人均表态支持希腊留在欧元区，并表明共同维稳欧元的决心。默克尔 26 日再次重申了对希腊“留欧”的支持，同时针对一些官员近期频繁提及希腊“退欧”之事给予告诫。在希腊问题的态度上，目前默克尔与奥朗德统一了立场，要求希腊继续严格执行既有的改革目标。“三驾马车”将在 9 月份发布希腊紧缩与改革的进展报告，以此来决定其能否继续顺利获得援助。这意味着更为严峻的考验还在等待着希腊。

● 西班牙呼吁欧央行尽快行动，欧央行购债新策略正在酝酿

西班牙方面，虽然尚未提交正式的全面援助申请，但对于欧洲央行可能的购债方式以及所设定的援助条件、对援助协议执行情况的监控是西班牙所关注的重中之重。西班牙财长金多斯 26 日表示，该国预计将动用欧元区批准的 1000 亿欧元援助西班牙银行业资金中的 600 亿欧元为该国银行业提供融资。他还呼吁欧洲央行购买西班牙国债，以降低该国政府融资成本，并承诺西班牙可接受更严格的财政紧缩计划。同时，西班牙副首相德圣玛丽亚 24 日也呼吁，欧元区当局须采取进一步行动，以降低市场不确定性。

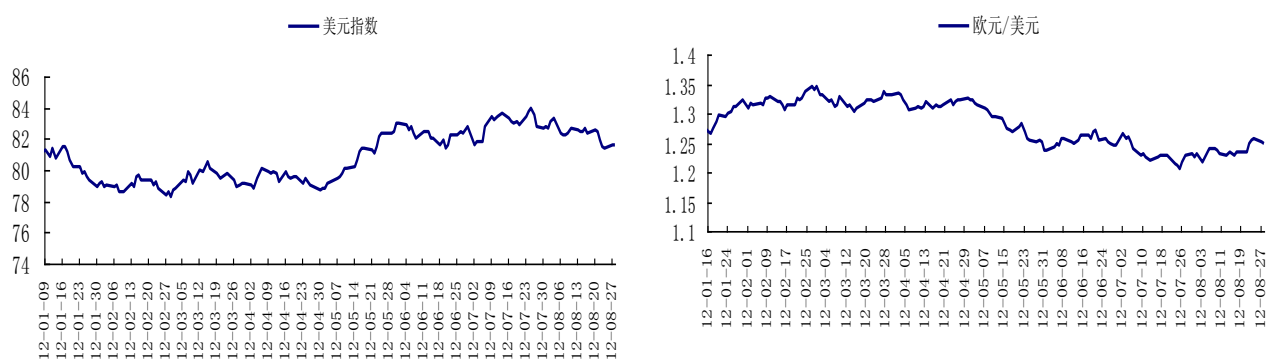
目前市场对欧洲央行未来重启购买国债已经达成共识，但在具体操作方式上仍存质疑。目前争议核心围绕在如何既能有效压低西班牙等重债国的举债成本，同时又保持欧洲央行自身的独立性，不会大幅影响其资产负债规模。根据《华尔街日报》27 日报道，欧洲央行正酝酿在不承诺具体购债上限的情况下，设定非正式的、灵活的收益率目标。在这一新设想下，欧洲央行将与外界进行沟通，向市场披露其债券购买量、所购债券品种等细节，以此来引导市场上西班牙等国的国债收益率达到接近官方认可的合理水平，从而使购债方式更加具有针对性。这样可既达到压低欧元区国家的融资成本，同时又保留欧洲央行足够的操作灵活性，必要时央行还可随时调整方案，通过向相关国家施压，要求其控制预算赤字和推进经济改革。

虽然新的购债策略正在酝酿，但预计在 9 月 6 日召开的议息会议前，欧洲央行依然会态度谨慎，恐难出台任何确定性的方案。同时，德国宪法法院将于 9 月 12 日针对永久性欧洲稳定机制（ESM）的合法性做出裁决，而在这一最终结果出炉之前，预计欧洲央行很难做出对最新债券购买方案的宣布。

● 欧元兑美元仍维持震荡

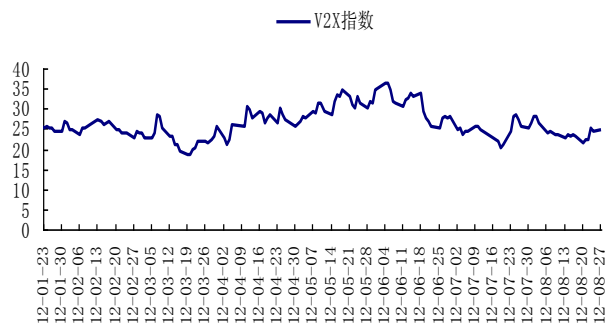
上周一（8月20日）至本周一（8月27日）欧元兑美元仍然保持震荡的格局，上周一（8月20日）至上周四（8月23日），欧元兑美元汇价有较大幅度的上涨，最高点达到1.2589美元，成为7月4日以来的欧元相对高点。此次上涨主要是由于美联储近期释放出的宽松信号致使美元贬值所导致的，但欧元短期内突破最近创下的七周高点可能不太容易。上周五（8月24日）欧元兑美元小幅下跌，但仍维持在7周高点附近。本周一（8月27日）德国智库IFO数据显示，德国8月IFO商业景气指数为102.3，预期102.7，降至过去两年半低点；8月IFO商业现况指数为111.2，预期为110.8；8月IFO商业预期指数为94.2，预期为95。差于预期的经济数据显示德国经济在三季度或持续疲软，但经济增长担忧并没有对市场构成显著的负面影响，可能因为对美联储和欧洲央行宽松预期持续改善市场风险偏好，所以数据公布后欧元汇率没有下跌反而从低点反弹，维持在1.25左右。

图 1：美元指数以及欧元汇率走势



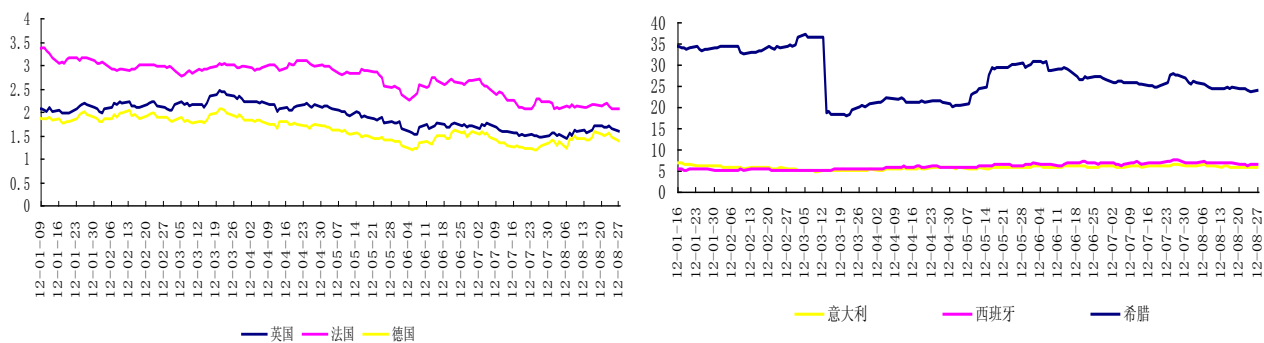
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究部

图 2：欧洲 STOXX 50 期权波动率指数



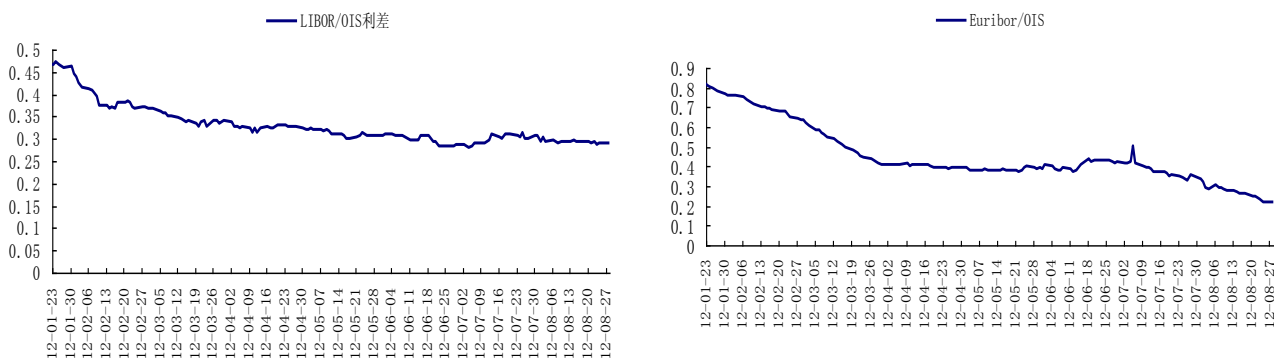
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究部

图 3：欧洲主要国家 10 年期国债收益率（%）



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 4: Libor/OIS 利差以及 Euribor/OIS 利差



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

表 1: 欧洲国家重要官员表态及政府动向汇总 (2012.8.22—2012.8.28)

国家	重要官员表态及政府动向
德国	● 德央行行长: 欧央行进一步干预购债或致通胀目标失控 外电报道, 德国央行行长魏德曼 (Jens Weidmann) 上周日 (8 月 26 日) 表示, 目前欧元区通胀仍在控制范围内, 但若欧洲央行进一步干预成员国国债购买, 或将致使通胀稳定目标面临失控。魏德曼表示, 欧洲央行的新购债计划可能导致成员国“毒品上瘾”, 此种政策接近于通过印钞为国家提供融资, 在民主体制中, 需要对如此广泛的风险分担作出决定的应该是议会, 而非央行。
	● 默克尔: 支持欧洲央行行长德拉吉抗危机策略 外电报道, 8 月 26 日, 德国总理默克尔 (Angela Merkel) 表示, 相信欧洲央行所推行的政策符合确保欧元稳定的使命, 支持欧洲央行行长德拉吉的抗危机策略。市场预期, 德拉吉将在 9 月 6 日欧洲央行会议后推出详细的购买成员国主权债务计划。默克尔并称, 现在正处于与欧债危机斗争的关键阶段, 请那些认为没有希腊的欧元区将更好的同盟国注意措辞。
	● 德央行行长: 欧央行购债接近于为国家提供融资 据德国《明镜周刊》(Der Spiegel) 报道, 欧洲央行政管理委员会成员、德国央行行长魏德曼 (Jens Weidmann) 8 月 26 日表示, 欧洲央行 (ECB) 的新购债计划可能导致成员国“毒品上瘾”, 此种政策接近于通过印钞为国家提供融资。魏德曼指出, 在民主体制中, 需要对如此广泛的风险分担作出决定的应该是议会, 而非央行。欧洲央行被迫在对抗欧债危机中扮演更大角色, 但德国央行一直希望限制央行的行动。
	● 默克尔: 德国公众已对希腊失去耐心但德仍会尽力给予帮助 外媒报道, 德国总理默克尔 8 月 24 日表示, 过去两年, 德国给希腊提供了较多的时间和资金, 这令德国感到有些困惑, 德国公众已开始对希腊失去耐心。但默克尔也表示, 其将尽自己能力范围内的一切帮助希腊。此外, 默克尔还表示, 德国、法国均坚持认为希腊需要履行承诺, 且就希腊问题作出决策前, 必须等待三驾马车的报告。
	● 默克尔: 德法均希望希腊继续留在欧元区但必须遵守承诺 德国总理默克尔 8 月 24 日表示, 德国和法国均希望希腊继续留在欧元区, 但其必须遵守承诺; 待国际三方代表团发布报告后, 德国才会对希腊问题做出决定。但默克尔也表示, 德国将随时准备帮助希腊; 目前希腊正在采取非常坚定的经济改革步骤, 相信希腊政府将尽一切努力解决该国问题。
	● 德国财政部: 有关希腊重谈援助条件款项不具法律约束力

外媒报道，德国财政部8月24日表示，有关在希腊经济衰退程度超出预期、希腊可对援助条件进行重新讨论的条款不具有法律约束力。德国财政部发言人Martin Kotthaus还表示，欧盟、欧洲央行及国际货币基金组织的报告将是对希腊做出决定的基础，而德国和法国将敦促希腊实现承诺以重建信誉。

● **德国经济部长：希腊必须在约定期限内完成已承诺改革计划**

新华社报道，德国副总理兼经济部长勒斯科尔周四（8月23日）表示，希腊必须在与国际贷款人约定的期限内完成已经承诺的改革及紧缩计划，不遵守承诺就不能获得进一步资金救助。

● **德法呼吁希腊继续推行改革未回应是否延长减赤计划期限**

人民网报道，德国总理默克尔和法国总统奥朗德周四（8月23日）举行会谈，呼吁希腊应坚持推行改革计划，但对于希腊总理萨马拉斯此前延长该国减赤计划期限的要求，两国领导人未作出明确回应，只表示要等待国际三方贷款人在9月底出具关于希腊实行紧缩和改革情况的评估报告后，再决定是否延长希腊减赤期限。

● **法国财长：将出台新规要求银行分拆投行和零售业务**

道琼斯报道，法国财政部长莫斯柯维奇8月25日表示，金融业必须为经济服务，不能增加金融风险，法国政府将批准一项银行业改革措施，要求银行在今年年底前将其投资银行业务和零售银行业务拆分开。

法国

● **法希两国领导人称希腊将继续留在欧元区**

新华网报道，法国及希腊两国领导人8月25日举行会晤，双方表示，希腊是欧元区的一部分，未来将继续留在欧元区。希腊总理萨马拉斯表示，紧缩和经济恢复增长对希腊来说都非常重要。希腊未来能够走出危机，也将继续留在欧元区。法国总统奥朗德表示，希腊继续留在欧元区不是问题，希腊目前需要证明其财政紧缩计划的可信性。

● **荷兰财长：德国应在希腊改革进度上坚持强硬立场**

荷兰

外电报道，荷兰财政部长德亚赫（Jan Kees De Jager）周四（8月23日）表示，在希腊改革进度方面，德国应该坚持其强硬立场，确保希腊必须按时执行要财政紧缩改革，荷兰也完全反对希腊进一步延迟减赤措施和经济改革。但德亚赫同时暗示，只有在希腊经济进一步恶化且没有放松减赤措施的情况下，才可能会对其推迟达成财政目标的要求持开放态度。

● **西班牙经济部长：预计将动用600亿欧元银行救助金**

《纽约时报》报道，西班牙经济部长金多斯（Luis de Guindos）日前表示，预计该国将动用6月份欧洲各财长提供的1000亿欧元银行业救助基金中的600亿欧元来救助本国银行，并称如果欧洲央行通过购买西班牙国债帮助降低该国借债成本，西班牙可以实施更严格的财政紧缩方案。

西班牙

● **西班牙副首相表明未与欧元区进行关于主权援助的讨论**

外电报道，西班牙副首相索纳亚萨恩兹德桑塔马尼亚（Soraya Saenz de Santamaria）8月24日称，西班牙没有与欧元区进行关于主权援助的讨论。

● **西班牙或面临地方政府援助申请浪潮**

英国《每日电讯报》报道，西班牙穆尔西亚地区政府日前表示，需要中央政府提供救助资金，并可能寻求约7亿欧元的救助，由于另有加泰罗尼亚等5个地区也存在潜在援申请可能，未来西班牙或面临地方政府申请援助的浪潮。西班牙中央政府7月底证实，瓦伦西亚地区已寻求逾20亿欧元的救助，若穆尔西亚地区正式申请，将成为该国第二个向中央政府求救的地区政府。西班牙中央政府于7月13日成立了规模为180亿欧元的救助基金，用于救助现金短缺的地区政府。

● **希腊考虑发短期国债填补资金缺口**

路透社报道，一些希腊政府官员表示，若救助计划得以宽限两年，希腊政府将考虑发行短期国债来填补届时出现的一切融资缺口，融资缺口将低于180亿欧元，不必向债权人寻求更多贷款就可以筹集到这笔资金。

● **希腊总理再次重申该国将坚持承诺但需时间进行喘息而非援助**

希腊

外媒报道，希腊总理萨马拉斯8月24日再次重申，希腊将坚持承诺，但希腊需要时间进行喘息，需要增长的机会，而非寻求更多的援助。萨马拉斯表示，希腊不仅正在削减财政赤字，同时也在削减市场对该国信心上的“赤字”；若希腊改革成功，将凸显出欧洲强劲的信号；此外，相信三驾马车的报告将显示希腊处于正轨，此报告将标志着希腊新的起点。德国总理默克尔当日与萨马拉斯进行了会晤。萨马拉斯对此表示，与德国的会谈标志着希腊与德国新关系的开始，这是一个好的开端。

● **希腊总理：欧洲官员必须停止讨论希腊退欧可能性**

外媒报道，8月23日，希腊总理萨马拉斯表示，欧洲官员必须停止讨论希腊退出欧元区的可能性，否则会引发市场猜测其他国家也退欧。他还称，希腊需要更多喘息的时间，从衰退的漩涡中摆脱，解决现有的公共债务危机。

● **德法能给予希腊放宽救助协议条款空间不多**

路透社报道，希腊总理萨马拉斯（Antonis Samaras）表示，本周将分别会见德国总理默克尔（Angela Merkel）及法国总统奥朗德（Francois

Hollande), 但预计届时德法领导人将表示, 在放宽希腊救援协议条款方面, 他们能给予的空间微乎其微。默克尔和奥朗德周四将会面协调两国向萨马拉斯释出的讯息。德国联合政府高层领导人此前暗示, 推迟期限的可能性不大。默克尔 22 日也表示, 德国会首先等待“三驾马车”对希腊援助计划进展评估报告的公布, 市场不应期望其在与萨马拉斯的会谈中做出任何决定。欧元集团主席容克 22 日也表示, 这是希腊避免破产的“最后机会”, 但是否给希腊更多时间将会取决于欧盟、欧洲央行及 IMF 的调查结果。

- **英国央行威尔: 目前无必要推出更多经济刺激措施**

外媒报道, 英国央行货币政策委员会(MPC)委员威尔 8 月 24 日表示, 目前央行没有必要推出更多刺激经济的措施, 但若确实需要, 更倾向于降息而非量化宽松。英国央行在 7 月货币政策会议上宣布扩大资产购买规模 500 亿英镑, 至 3750 亿英镑, 预计新一轮的资产购买计划还需 2 个月左右才能完成。

- **英国二季度 GDP 上修为环比降 0.5%, 创 09 年一季度来最大降幅**

外媒报道, 英国 8 月 24 日发布数据显示, 英国第二季度 GDP 环比上修为下降 0.5%, 降幅创 2009 年第一季度以来最大, 符合预期, 初值下降 0.7%; 同比上修为下降 0.5%, 预期降 0.6%, 初值降 0.8%。

- **芬兰总统: 欧洲央行应为欧元区国家设定差别利率**

道琼斯报道, 芬兰总统尼尼斯托(Sauli Niinistö) 8 月 25 日表示, 应当允许欧洲央行为不同的欧元区国家设定不同的利率水平。尼尼斯托还指出, 如果从一开始就允许欧洲央行为不同的成员国设定不同的利率水平, 那么从某种程度上来说能够阻止欧元区债务危机的发生。

资料来源: 道琼斯, 路透社, 彭博, 综合外部媒体, Wind 资讯以及各大财经类网站, 中国银河证券研究部整理

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

周世一，宏观经济研究员，中国人民大学经济学院经济学博士。在 2007 年 7 月加入中国银河证券研究部至今，从事国际宏观经济研究工作。

刘娟秀，宏观经济研究员，英国格拉斯哥大学经济学博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要从事国际宏观经济研究工作。此前就职于光大证券研究所。

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171
fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612
hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719
zhanlu@chinastock.com.cn