

2010 年 04 月 28 日

刘杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

加拿大皇家银行全球研究部研究员
前美国标准普尔企业信用评级师

电话：(001) 416-409-3859
电邮：jieliu13@yahoo.ca

联系人：何冰冰
电话：0510-82833217
电邮：hebb@glsc.com.cn

联系人：李斌
电话：0510-82833217
电邮：lib@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为 2010 年 04 月 27 日市场收盘价。如无特别说明，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 4 页。

Before Market Open

希腊国债沦为“垃圾债券”，国际资产价格狂泻

国际资本市场昨日完全为主权债务危机所左右：

- 标准普尔将希腊主权信用评级下调三级半至“BB+/负面观望”，并将葡萄牙主权信用评级下调二级半至“A-/负面观望”；与此同时，标普还全面下调了希腊商业银行的信用评级；
- 希腊 5 年期 CDS 利差飙升至 824 个基点！葡萄牙 5 年期 CDS 利差飙升至 383 个基点；
- 股市狂泻：标普 500 跌 2.3%，纳指跌 2%，道指跌 1.9%，欧洲 50 跌 3.7%；
- 商品价格暴跌：铜价跌 5.2%，铝价跌 6.5%，油价跌 3%，全球商品市场指数平均下跌 2%；
- 美元和美国债受益：在“避险”情绪的推动下，美元指数 DXY 涨 1.5%，成功站上 82 点；美国债收益率暴跌，10 年期国债收益率跌至 3.69%；
- 黄金价格继续上涨：黄金再度成为规避风险的最好投资品，在市场普遍下挫时上扬，金价涨 1.3%，报收于 1168 美金/盎司。而黄金在 2010 年前四个月至今的表现也以 6.4% 的涨幅位居各大资产前列。

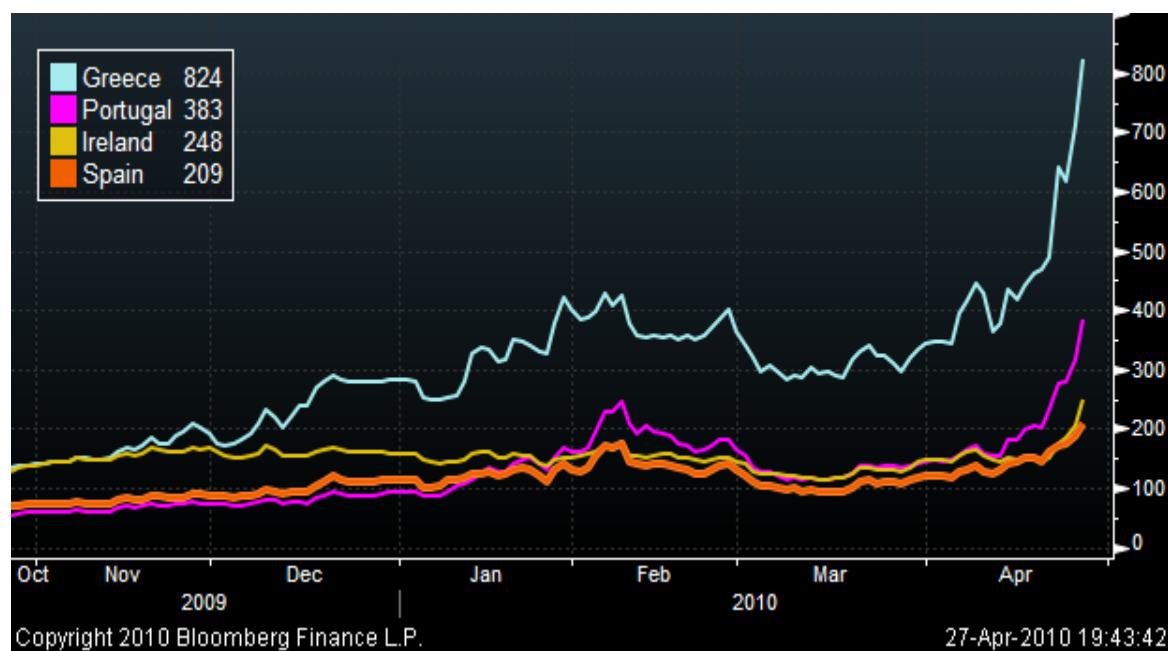
标普下调希腊评级的一些细节：

- 从“BBB+/稳定”到“BB+/负面观望”三级半的下调从信用评级角度来看是非常显著的，而更为重要的是 BB+ 已经是“垃圾债券”的范畴了，很多投资者被迫抛售其投资组合里的希腊国债，这也导致了其 CDS 飙升至 800 个基点以上；
- 标普同时还对投资者在希腊违约的情况下能够回收投资额的比例做出了预测。标普认为，希腊国债投资者将仅能回收其投资额的 30%-50%，换句话说，希腊国债投资者的平均损失将达到 50%-70% - 符合历史平均水平；
- 标普还对希腊的经济前景作了预测。标普认为：希腊的实际 GDP 在 2009-2016 年间将保持 0 增长，而希腊的名义 GDP 要到 2017 年才会回到 2008 年的水平；
- 标普预测希腊国债占 GDP 的比重在今年将达到 124%，而到了 2011 年底将上涨到 131%。

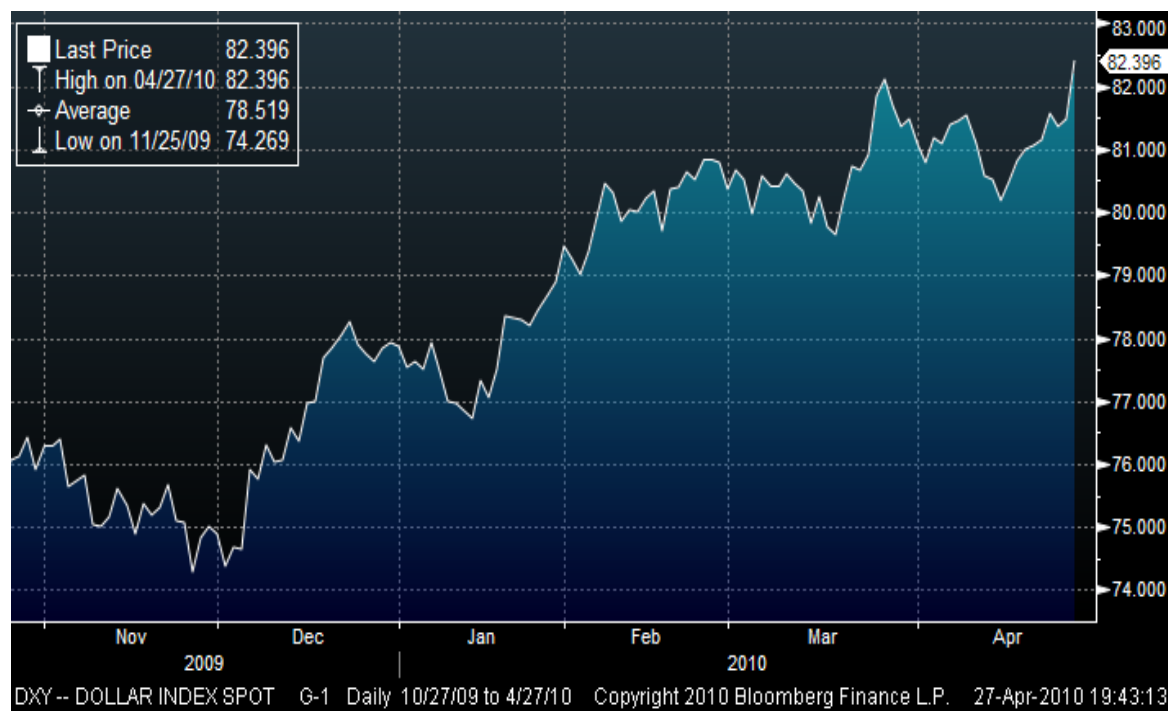
我们的观点：

- 首先，希腊主权债务问题的演变基本符合我们在过去一段时间内的预期。我们在 4 月 26 日的“主权债务危机专题”报告里指出（第 15 页）：“如果经济复苏不能跟上债务负担的增速，希腊的债务重组很可能难以避免”；
- 其次，我们也指出目前欧元区国家并未对希腊的救助款达成一致。德国态度的“转变”显然使得整个救助计划的不确定性大幅增加；
- 第三，我们担心的下一个国家葡萄牙（报告第 16 页）今天的信用评级也被下调了二级半，而其主权 CDS 利差飙升至 400 个基点附近；
- 最后，从投资角度出发，我们依然认为目前的主权债务危机的蔓延还不足以导致全球金融系统再次出现“系统性风险”。我们一直持此观点的一个重要假设是：在经历了雷曼倒闭风波后，政策制订者对防范系统性风险的意识 and 能力都显著增强，应该不会在短期内立刻重蹈覆辙（长期是一定会）——不过，如果欧元区国家不能吸取教训而任由希腊债务危机向其他欧元区国家蔓延，局面的发展很可能要超出我们的想象！

欧元区主权 CDS 利差再度飙升：希腊突破 800 个基点，葡萄牙接近 400 个基点



美元指数 DXY 成功站上了 82 点



欧美股指收盘情况

4/27/2010	PE	PB	昨日变化	2010年变化	指数收盘
道指	16.0	2.7	-1.9%	5.4%	10992.0
标普500	18.1	2.3	-2.3%	6.2%	1183.7
纳指	34.8	2.5	-2.0%	8.9%	2471.5
欧洲50	14.7	1.3	-3.7%	-4.3%	2838.8

美元，美国债收盘情况

4/27/2010	收盘价	昨日变化	2010年变化
美元指数(DXY)	82.4	1.5%	5.8%
美国10年期国债收益率	3.69%	-3.1%	-3.9%

主要商品市场收盘情况

4/27/2010	收盘价	昨日变化	2010年变化
黄金(\$/oz)	1166.7	1.2%	6.4%
原油(\$/barrel)	81.7	-3.0%	0.1%
铜(\$/lb)	336.5	-4.7%	-0.2%
CRB 全球商品指数	273.2	-1.9%	-3.6%

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。