

# 欧央行可能再次量化放松应对欧洲债务危机

## 核心提示

受希腊问题拖累，意葡西国债收益率迅速跳升至金融危机期间的水平。意大利和西班牙是欧元区第三和第四大经济体，如果这两个经济体的国债收益率维持目前速度上行，欧元体系崩溃是顷刻之间而且可能波及法国和英国（这两个经济体的财政状况也不健康）。考虑到欧央行还有能力执行进一步的量化宽松，欧央行可能参考类似美联储购买长期资产的经验，来缓解投资者对于意西的担忧。

## 报告摘要

- **投资者怀疑希腊削减赤字的能力：**希腊 2 年期国债收益率超过 16%，已经体现进较强的违约预期，而欧盟-IMF 的救助资金已可以解决未来 2-3 年的流动性需求。投资者担忧的是希腊无法履行削减赤字的承诺，因而需要再次与欧盟-IMF 谈判。
- **欧央行可能量化放松应对债务危机：**受希腊问题拖累，意葡西国债收益率迅速跳升至金融危机期间的水平，考验欧央行的时间到了希腊可以不管，意大利和西班牙不能不管。类似美联储购买长期资产的经验，欧央行再次量化放松将有助于缓解投资者对于意西的担忧
- **救助背后的欧洲决策者的愿景：**欧盟的救助是为西班牙等财政更健康的经济体换取时间，以帮助其利用较低的融资成本实现财政再平衡，而希腊在未来的某个时点则一定会有债务重组发生。因而，欧盟希望看到的一个理想的结果是，投资者认清西班牙和希腊是不同的，而不是像现在一样把他们混为一谈。

高级分析师 杨帆  
010-84486606-625  
[fyang@cebm.com.cn](mailto:fyang@cebm.com.cn)

分析师 陈康  
010-84486606-606  
[kchen@cebm.com.cn](mailto:kchen@cebm.com.cn)

## 投资者怀疑希腊削减赤字的能力

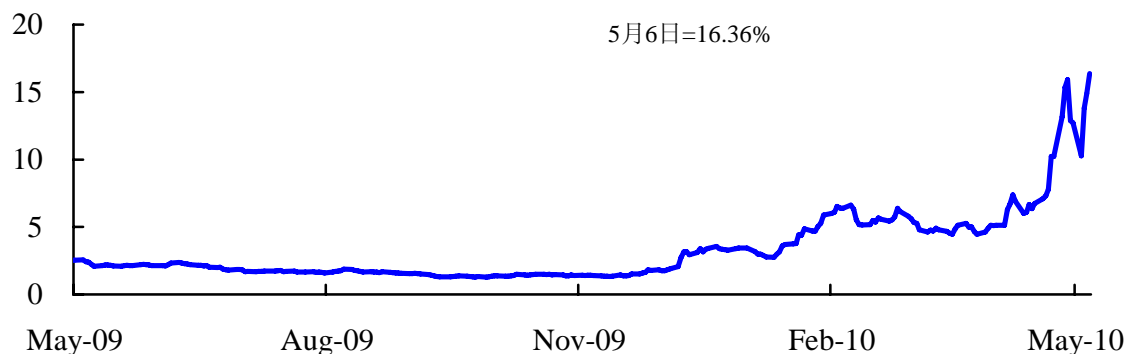
希腊2年期国债收益率超过16%，已经体现进较强的违约预期，而欧盟-IMF的救助资金已可以解决未来2-3年的流动性需求

昨天的全球金融市场惊心动魄，事件性的负面因素在被忽略许久之后竟然以如此戏剧性的效果体现出其影响。在令全球投资者震惊的同时，也令我们思索，全球经济在过量泛滥的流动性和接踵而至的陷阱与困难面前将如何前行。即使不愿意承认，目前全球经济的复杂性很大程度上超出了可以理解和预测的范畴。例如，在主权债务危机如火如荼的当前，在债务问题方面有着并不光彩历史的俄罗斯成功发行了55亿美元的美元债券，其中35亿的十年期债券收益率也只有5%；日本的政府债务占GDP比重是205%，其国债收益率只有1.28%；而与之相对的，希腊政府债务占GDP的比重是135%，但其国债收益率超过15%！

希腊目前的国债收益率和德国国债之间的息差超过14%，如此之大的息差隐含着投资者认为希腊会违约的预期。但是我们看到欧盟和IMF的援助资金基本可以解决希腊未来两到三年的流动性需求，从理论上只要该援助计划可以顺利实施，希腊短期内没有违约的风险。所以我们认为市场可能在预期希腊无法履行欧盟与IMF援助的附带条件，因而造成资金供给中断，希腊不得不独立的进行债务重组。但我们认为更有可能是的一种中间路径，即希腊无法百分之百的履行协议，但可以争取宝贵的时间进行政策调整，同时重新与欧盟和IMF谈判研究进一步的解决方案。诚然，我们认为救助本身并不解决根本问题，根本问题的解决依赖于希腊实施行之有效的赤字削减方案，但是如此之高的息差已经体现进很强的违约预期，这和已有的救助计划不吻合。市场可能低估了欧盟希望避免违约问题发生的决心。

诚然，希腊目前承诺的赤字削减计划非常雄心勃勃，投资者对此投反对票是有根据的。巴克莱的研究显示，如果该计划能够按既定目标成功实施，那么这将可以和历史上欧洲国家最为成功的债务调整经验相媲美，投资者对此显然持怀疑态度。

图表 1 希腊2年期国债收益率



数据来源：Bloomberg

图表 2 欧洲国家历次债务调整情况对比

	Den.	Fin.	Greece	Eire	Belg.	Eire	Swe.	Italy	Greece	Spain	UK (FY)	UK	Port.
Dates of fiscal consolidation episode for primary balance/GDP ratio													
worst point	1982	1993	2009	2009	1981	1981	1993	1985	1989	2009	2009	1993	2009
best point	1986	2000	2014	2014	1990	1989	1998	1997	1994	2013	2014	1999	2013
no. of years of adjustment	4	7	5	5	9	8	5	12	5	4	5	6	4
Primary balance during consolidation episode (% GDP)													
at start of episode	-2.6	-3.9	-8.5	-12.2***	-7.4	-6.3	-5.5	-4.0	-5.5	-9.4	-9.5	-4.9	-6.6
at end of episode	11.6	9.7	5.0**	1.0	4.9	5.1	5.8	6.6	4.2	0.1	-0.7	3.8	0.2
Change in ratio (pp)	14.2	13.6	13.5	13.2	12.3	11.4	11.3	10.6	9.6	9.5	8.8	8.7	6.8
Change in ratio, p.a. (pp)	3.5	1.9	2.7	2.6	1.4	1.4	2.3	0.9	1.9	2.4	1.8	1.4	1.7

来源：Barclays

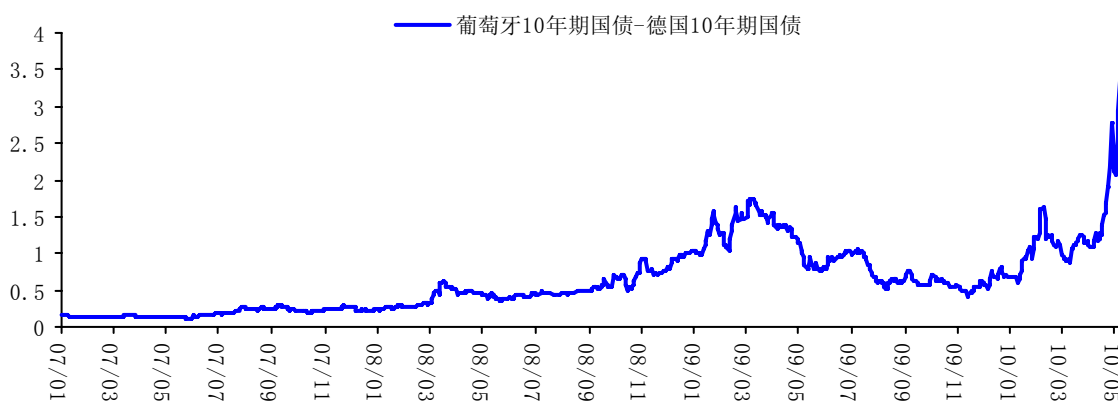
## 投资者可能低估了欧洲希望避免违约发生的决心

我们认为投资者可能低估了欧洲希望避免违约发生的决心，因为希腊违约影响的不只是希腊而是整个欧洲。我们看到葡萄牙和西班牙国债收益率和德国国债息差已经超过此前金融危机的峰值，欧元区第三大经济体的意大利国债收益率的息差也在最近的几天迅速接近金融危机时的峰值。欧洲即使选择牺牲希腊（就像当初美国牺牲贝尔斯登一样），也不可能不救助意大利和西班牙。而现在的问题是，不帮助希腊解决问题，意大利和西班牙也遭受重创，更何况我们注意到下半年意大利有大量的再融资需求。

受希腊问题拖累，意葡西国债收益率迅速跳升至金融危机期间的水平，考验欧央行的时间到了

希腊可以不管，意大利和西班牙也可以不管么？

图表 3 葡萄牙 10 年期国债收益率-德国 10 年期国债收益率



数据来源: Bloomberg

图表 4 西班牙 10 年期国债收益率-德国 10 年期国债收益率



数据来源: Bloomberg

图表 5 意大利 10 年期国债收益率-德国 10 年期国债收益率



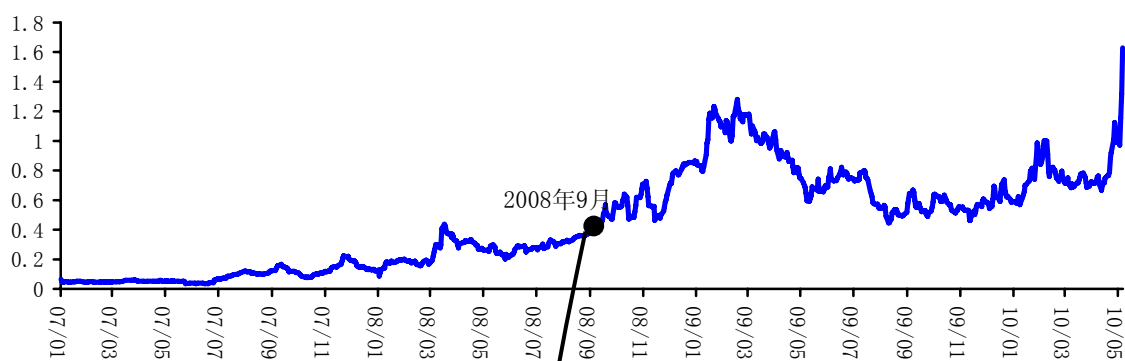
数据来源: Bloomberg

## 欧央行可能再次量化放松

类似美联储购买长期资产的经验，欧央行再次量化放松将有助于缓解投资者对于意西的担忧

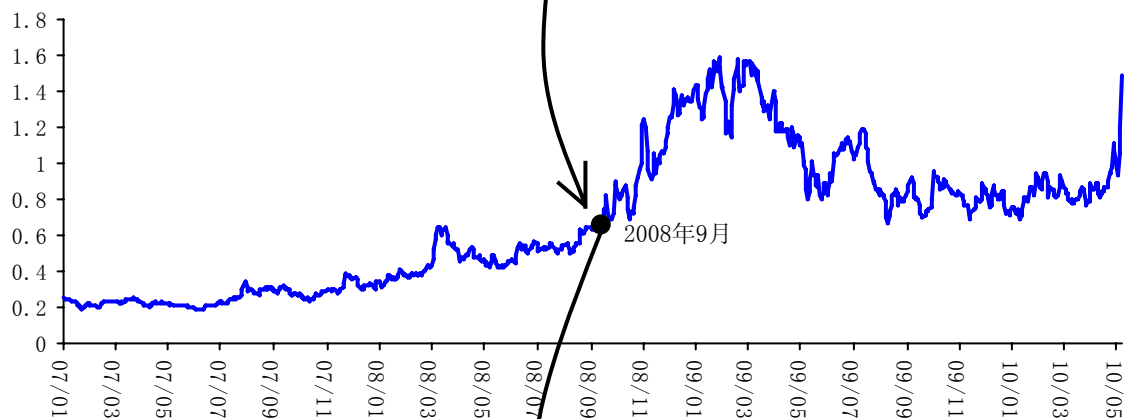
如果德国能够同意救助计划，整体上我们认为希腊的债务危机将经由已有的欧盟-IMF救助框架来解决，当然解决希腊问题就像马拉松，远非一日之功。然而，目前最令人担忧的是欧洲第三和第四大经济体的债务问题，我们认为欧央行或许是可能的解决之道。债务问题可以分为短期的流动性和中长期偿付能力两方面的问题，尽管欧央行无法根本解决偿付能力的问题，但是近期西班牙和意大利国债收益率的大幅上跳至金融危机时的水平，这一现象本身在短期内则将集中的体现为流动性问题。而金融危机的经验也告诉我们，中央银行是可以解决流动性问题的，因而我们预计欧央行可能采取进一步的量化放松政策。如果欧央行如预期般采取行动，我们并不认为直接购买希腊债券的方式是欧央行愿意做的，就像美联储购买更有保障的国债和机构MBS一样，欧央行的债券购买也将集中于德法意西等核心国家。

图表 6 西班牙 10 年期国债收益率-德国 10 年期国债收益率



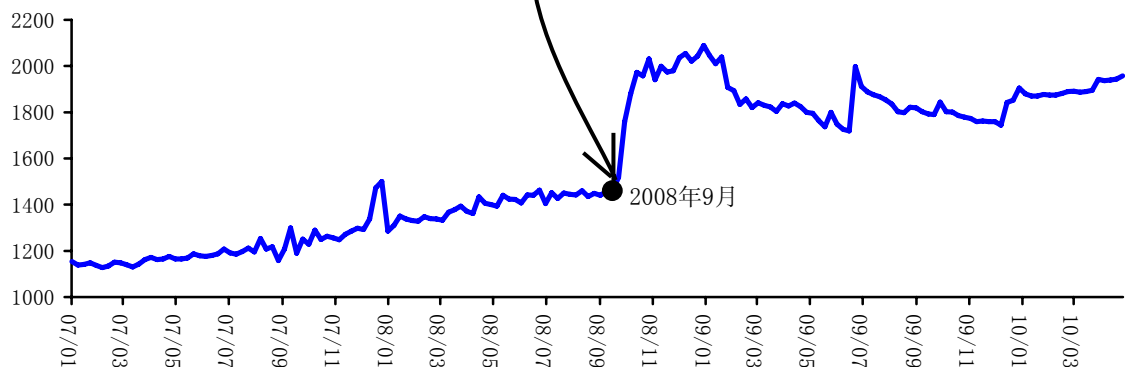
数据来源: Bloomberg

图表 7 意大利 10 年期国债收益率-德国 10 年期国债收益率



数据来源: Bloomberg

图表 8 欧央行资产负债表规模 (10 亿欧元)



数据来源: Bloomberg

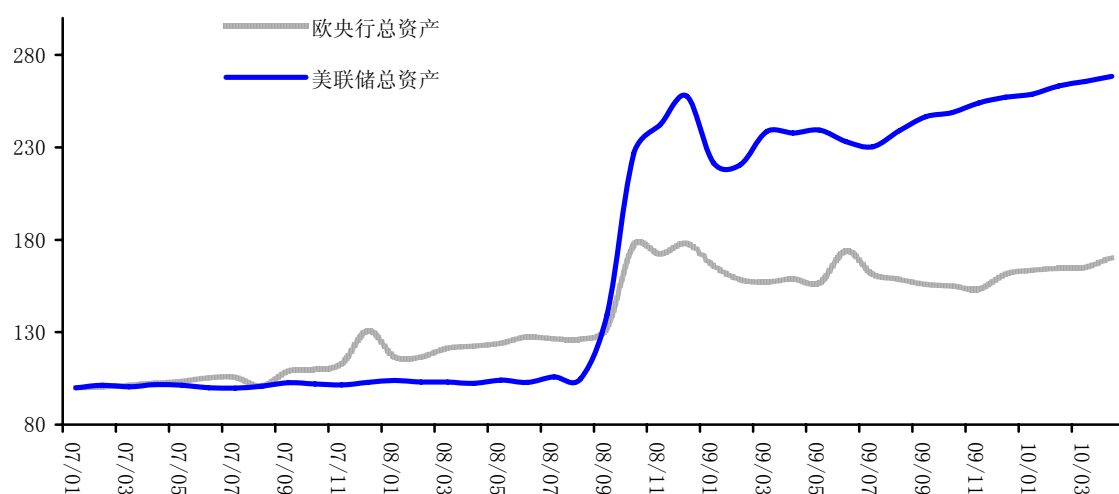
## 欧央行具备再次量化放松的空间和能力

资产扩张幅度小于美联储，长期资产规模小，都是欧央行再次量化放松的空间所在

虽然金融危机期间欧央行也实施了量化宽松的政策，但和美联储有两点不同。一是欧央行总资产的扩张幅度明显不及美联储，二是欧央行量化放松的方式主要是给商业银行提供短期流动性，这类似于美联储2008年9月左右的第一轮行动的情况。2009年3月开始，包括美联储、英格兰银行、瑞士央行和日本央行在内一起执行了第二轮量化宽松的行动，其主要特征是直接购买政府债券等中长期资产。我们也注意到，正是央行的这一波资产购买行动，构成了海外资本市场反转的催化剂。

然而，欧央行并未加入第二波的行动，欧央行只是在2009年6月份的时候宣布了非常小规模购买德法西的covered bonds的计划，总规模过小（只有600亿欧元），使得其无法与美联储的购买规模相提并论。造成的结果是，我们看到截至去年9月份美联储持有的总资产中超过70%是长期资产，而考虑到从那以后短期债券的进一步到期和联储进一步的收购长期资产计划的执行，目前联储持有的总资产中绝大部分都是长期债券。而如果算上600亿欧元的covered bonds，欧央行目前长期资产大约只占3%左右。

图表 9 欧央行总资产扩张幅度小于美联储



数据来源: Bloomberg

图表 10 欧央行持有的长期债券远小于美联储（截至2009年9月）

美联储购买的长期证券（十亿美元）	
国债	689
TIPS	44
政府支持机构负债	123
MBS	625
合计	1481
占总资产比重	70.8%
欧央行购买的长期证券（十亿欧元）	
Covered Bonds	9.5
占总资产比重	0.5%



## 欧洲决策层的愿景是什么？

欧盟的救助是为西班牙等财政更健康的经济体换取时间，以帮助其利用较低的融资成本实现财政再平衡，而希腊在未来的某个时点则一定会有债务重组发生

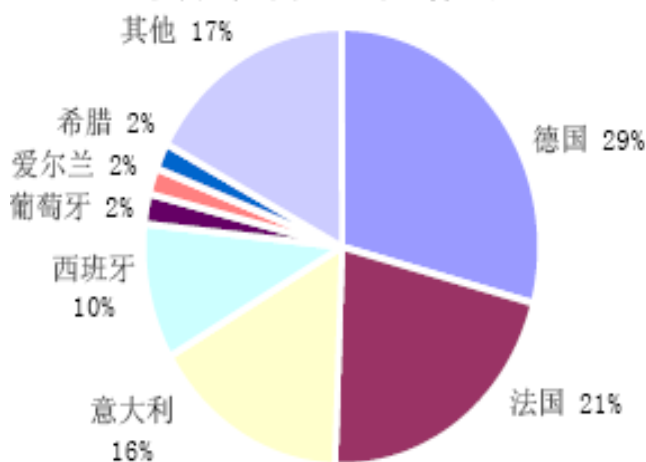
欧盟希望的一个理想的结果是，投资者认清西班牙和希腊是不同的，而不是像现在一样把他们混为一谈

意大利和西班牙是欧元区第三和第四大经济体，如果这两个经济体的国债收益率维持目前速度上行，欧元体系崩溃是顷刻之间而且可能波及法国和英国（这两个经济体的财政状况也不健康）。考虑到欧央行还有能力执行进一步的量化宽松，我们认为意大利和西班牙短期的流动性问题是可控的。

诚然，欧央行救助不可能解决中长期偿付能力问题（尽管这可以通过通胀一定程度上消解），但我们注意到的是西班牙的债务问题并不是长期的结构性问题，而是2008年金融危机造成的结果，和希腊有本质的不同。例如，西班牙政府债务在危机之前只有GDP的35%，而到了现在也只是略微超过60%的安全水平；希腊政府债务从90年代开始就超过GDP的100%，其实也正是希腊赤字的结构性特征令投资者最为担忧。结构性的赤字意味着靠经济复苏不可能有效缓解问题，只能靠减少支出实现。

因而，欧盟和欧央行的救助一定程度上体现了其希望换取时间来缓解西班牙等更健康国家的喘息机会，帮助西班牙等国可以利用较低的融资成本实现财政的再平衡。而希腊的处理方式则是几乎铁定要有债务重组（轻微的违约），只是债务重组的时点可能不是目前而是待形势稳定后的未来。欧洲决策层所希望看到的一个较为理想的结果是，投资者某一天突然认识到西班牙和希腊的债务问题是不同的，而不是像现在一样将他们混为一谈。那一天到来的时候，希腊救与不救对于欧洲决策层来讲都不是问题。

图表 11 欧元区各国经济占比

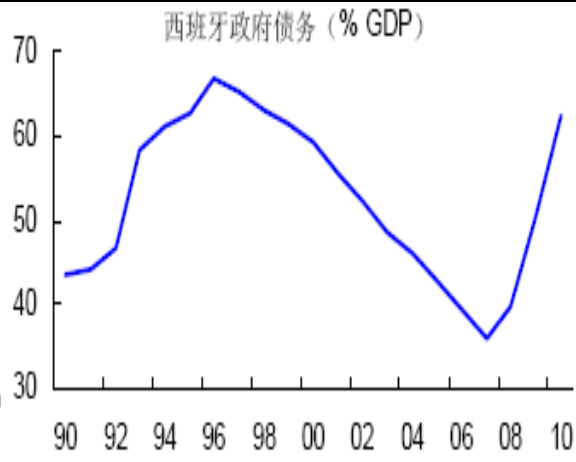


数据来源：Global Insight

图表 12 希腊债务问题



图表 13 西班牙债务问题



数据来源：OECD

## 近期报告

- 2010年5月4日 宽松货币政策能维持多久
- 2010年4月29日 美联储维持宽松的货币政策, 关注后期价格变化对货币政策调整步伐的影响
- 2010年4月27日 国际宽松货币环境决定国内紧缩政策短期内难以放松
- 2010年4月22日 个别国家收紧不改全球流动性宽松环境
- 2010年4月20日 从海外产业调整看中国经济转型前景
- 2010年4月15日 昨日重现还是回光返照?
- 2010年4月13日 制造业结构调整行将结束降低就业市场二次探底风险
- 2010年4月6日 两个短期因素和两个结构性因素

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。

### 北京

地址: 北京市东城区东直门外大街  
35号C座6层  
邮编: 100027  
电话: (8610) 8448 6606  
传真: (8610) 8448 0366

<http://www.cebm.com.cn>  
Email: [cebm-service@cebm.com.cn](mailto:cebm-service@cebm.com.cn)

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴  
汇亚大厦1506室  
邮编: 200120  
电话: (8621) 6165 2588  
传真: (8621) 6165 2599

### 纽约

地址: 纽约市曼哈顿区麦迪逊大街  
509号1914 室  
邮编: 10022  
电话: (001) 212 809 8800  
传真: (001) 212 809 8801