

■名家 | Columnist |

深度解析欧债危机

王虎 薛鹤翔 姜超

希腊出现债务危机的原因是欧洲南部国家经济竞争力近年来持续下降，政府开支加大，国家经济结构调整的意愿也不强烈。在2008年金融危机欧洲各国采取了经济刺激政策之后，问题开始显现出来。欧洲各国政府支出占GDP的比重越来越大，使欧洲人10年甚至是20年积累的财富毁于一旦。

欧洲对付希腊债务问题的思路体现在三个层面：1、长期而言，希腊要走出债务危机要实行稳健的财政政策，必须要保持财政的健康，因此唯一的方式是提高国家的经济竞争力。2、中期来说，因为欧盟实行统一的货币政策以及分散的财政政策，所以必须加强欧洲各国经济治理，执行相互监督的财政协调措施。3、短期而言，为了化解恐慌情绪，欧盟去年5月份提出7500亿欧元救助计划。为了配合救助措施，欧洲央行采取了两个配合措施：第一、要求陷入危机的国家评级与抵押脱钩，第二、在二级市场上购买国债。

定期评估希腊债务风险，欧洲重新调整救助方案。欧盟提出修改希腊救助方案，其产生的背景是欧洲反思了去年希腊救助计划的不足，认为给予希腊的1100亿的贷款利息高、期限短、并且非一次性。去年欧盟及IMF对希腊进行救助，带有惩罚性质，条件是要求对希腊每三个月进行一次评估。评估标准为：1、希腊财政紧缩措施是否按规定运行。2、私有化计划能否按照既定的方向继续往前走。3、经济增长是否能增加财政收入。但是今年春天对希腊的评估显示希腊的经济增长乏力，以6%的利率还款根本不可能，短期内希腊问题难以解决，希腊经济非常艰难。

因此，欧盟和IMF针对希腊债务危机提出了新的经济刺激计划，其中包括：将希腊的救助贷款利率从6%降低到3.5%，还款周期从平均7.5年延长到至少15年最多30年，在原有1100亿已经用掉450亿的基础之上重新推出1090亿欧元救助计划，并且吸引私人投资者一起参与共同分担风险和收益。

欧洲之前所谓的救助机制只是一种事后的救助措施，没有“救火”的作用。这种救助计划对于希腊爱尔兰这样的小经济体救助计划可以发挥较大作用，但是如果大型经济体出现了问题，它的效果将受到质疑。另外，央行的定位应该是维护货币稳定，控制通货膨胀，而欧洲央行发行债券的做法显然超出了它的职能范围，欧央行的发债地位也受到广泛质疑。

7月21日欧盟还提出了扩大在希腊救助期间成立的针对欧债危机的欧洲金融稳定机制(EFSF)的功能。原来为了救助希腊政府提出的7500亿欧元计划是由IMF出资2500亿，欧盟自有资金出资600亿，另外4400亿欧元由欧元区成员国提供担保的欧洲金融稳定机制EFSF筹集。EFSF的操作办法是以17家欧盟政府的主权信用为担保，发行债券筹资。在之前应对希腊危机的时候，EFSF并没有发挥作用。欧元成员国给予希腊的是1100亿的双边贷款，具体是由德国、法国出资给予欧盟，再由欧盟贷款给希腊。EFSF真正起作用是在对爱尔兰进行援助的时候。EFSF迄今为止共发行了三次债券，今年1月第一次成功发行了评级为AAA的债券，6月份发行了两次债券，三次债券发行总计100亿。

此次欧盟提出了授予EFSF可以预先评定市场进行操作。比如：一个国家遇到还债高峰，需要用新债换旧债，新债发行若不成功会引起市场恐慌，这个时候遇到问题的国家可以直接与EFSF联系，通过EFSF在一级市场上购买其债券。另外，授权EFSF可以在二级市场上购买债券，打消欧洲央行在债券市场上购买债券的可持续性的顾虑。

但是7月21日的一揽子方案必须要通过17国议会的全部同意，如果不能及时尽快地通过议案将会给欧洲市场带来很大危机。鉴于此，欧盟主席巴罗佐日前呼吁各国打破常规，尽快通过方案，避免走美债危机的老路。

事实上，欧债与中国的直接关系并不大，债务本身不会对中国造成太大损失。现阶段出现债务问题的欧洲国家是与美国出口关联度不大的小国家，并不会影响中国的出口形势。但是如果欧洲危机继续蔓延，考虑到欧洲会采取经济紧缩的措施，而欧洲又是中国第一大出口市场，欧洲危机的蔓延将会影响到中国经济的发展。

美国是通过通货膨胀降低债务的。欧洲由17国组成，各国形势不同。欧洲央行通过通货膨胀手段降低债务，会伤害其信誉。另外，欧洲债券与美债不同，美债在本国境外被大量持有，而欧洲债券却主要在欧洲本身，并且欧洲普通居民也持有欧债，采取量化宽松的方式无法转移风险。

至于欧央行将会不会采取其他行动方案，主要看7.21方案是否能在17个欧元成员国通过和欧元汇率状况而定。

(作者系国泰君安分析师)

后金融危机时代 为何A股、港股弱于美股?

编者按：2008年金融危机爆发后，香港恒生指数在2008年10月27日见底，上证指数则在10月28日见底，而美国股市在2009年3月6日才真正见底。在政府4万亿刺激政策的推动下，中国股市率先在全球回升。不过，之后A股和港股的走势就相对疲弱。

上证指数在2009年8月后就一直处于调整态势，恒生指数在2010年11月也阶段性见顶，而美国股市今年5月才出现顶部。可以说，A股和港股过去一段时间的走势相对于外围市场是偏弱的。在经济日益全球化的今天，A股、港股和美股三个市场之间，会有什么样的联动关系呢？证券时报记者采访了专注于研究不同市场联动关系的东航金融海外金融部经理廖料。

对于美联储的未来政策，廖料认为，由于通胀上行，共和党反对声音大，对于量化宽松政策的效果，市场几乎形成共识认为作用不大，所以9月份美联储继续通过购买债券扩大资产负债表规模概率不高，可能维持现有资产负债表规模而调整持有债券结构。未来1年，债券到期资金超过3000亿，规模也不小。下调超额准备金率也有可能。如果未来经济进一步恶化，美联储或许会购买更多的债券扩大资产负债表规模。

证券时报记者 钟恬

证券时报记者：金融危机主要集中爆发于欧美，但从股市表现上看，A股和港股反而更弱一些，为什么会出现这种情况？

廖料：我们认为主要有三点原因：

第一，中国经济在周期上领先欧美。金融危机后，内地GDP同比增速的低点和高点分别在2009年一季度的6.6%和2010年一季度的11.9%。反观美国，GDP同比增速的低点和高点分别为2009年二季度和2010年三季度。中国经济领先美国，反映到股市上，也就出现了中国股市先见底也先见顶的走势。

第二，从政策上看，为了抑制房价过快上涨和抗击通胀，中国在2009年末开始出台房地产调控措施，2010年10月开始加息，这些政策对于股市都形成了一定的影响。反观欧美，由于通胀压力相对较小，刺激政策和货币政策不断，去年11月美国还推出了QE2，政策的取向带来了股市的不同走势。

第三，从相对高估值下来，市场往往要到相对低估值的状态才会见底。2007年底，无论A股还是港股相对于其它市场都是大大的高估，市场往往要从一个极端到另一个极端才会止步。比如黄金和石油的比价一般在10到20间波动，均值为15。2008年7月，黄金和石油的比价跌到6.4然后回升，这一比值的回升并没有到15的均值就打住，现在比值已经超过20。A股和港股从相对高估值回调也不会到估值相对合理就停住，市场信心的恢复需要更长的时间。

证券时报记者：你曾说过，这是海外投资者对于内地和香港经济信心不足造成的，从哪些方面可看出？

廖料：受政府调控和地方融资平台的担忧影响，海外市场对于中国经济的信心有所欠缺，这可以从以下几个方面看出：

第一，美国市场上交易的投资中国的封闭基金目前折价超过10%，为2009年来的最高水平。不过，当前折价率呈现出了逐步缩小的趋势。

第二，港元汇率今年6月以来走势偏弱，甚至和衡量亚洲货币整体走势的摩根大通亚洲美元汇率指数出现背离，显示海外市场并不看好中国。不过，这一现象最近几个交易日也开始有所改变。

第三，恒生指数和摩根士丹利亚太除日本外的市场指数，历史平均市净率是比较接近的，但当前恒生指数市净率折让了13%。这一方面说明资金不看好中国股市，但也从另一方面说明中国股市的投资价值更为突出。

证券时报记者：A股估值水平已经处于历史底部，是否市场没有下跌空间？

廖料：根据彭博的数据，当前上证指数市盈率为14倍，低于2005年6月指数998点附近时的16.6倍，但高于2008年10月指数1664点附近时的12.8倍。从

市净率来看，当前为2.14倍，而2005年和2008年的低点分别为1.6倍和1.9倍。从历史估值的角度看，A股当前确实处于历史底部附近。

由于限售股的解禁，A股这几年流通股占比上升很快，A股的估值体系相对历史或许有了明显的改变。因此我们换个视角从港股的角度来看。历史数据表明，恒生指数的估值变化是非常有规律的，从市净率的角度看，当前恒生指数为1.45倍，1998年亚洲金融危机最低为1倍，2008年金融危机最低为1.05倍。这次危机中心不在亚洲，悲观情况下，恒生指数市净率最低可能在1.2倍，从当前位置悲观地看，也只有15%左右的下跌空间。对应于A股，悲观情况下指数底部在2300点附近。

从时间周期来看，市场底部或许已经不远。9月是江恩理论中上证指数的重要的时间窗口。值得注意的是，前两个时间窗口2010年6月和2011年2月，市场都处于阶段性底部附近。从香港股市的情况看，港股中期调整周期一般为1年左右，比如1994年1月至1995年1月，2000年7月至2001年9月，2002年5月至2003年4月，2007年10月至2008年10月，恒生指数2010年11月阶段性见顶，今年四季度见底概率高。经过8月大幅下跌后，9月香港股市有望企稳反弹。不过，9月是希腊债券到期的高峰期，欧元区债务问题或将给市场反弹带来波折。同时，和美国股市走势关联度很高的美国经济周期研究所(ECRI)经济指标也维持下跌态势，这给市场走势也带来负面影响。

从经济基本面来看，内地的货币供应量M1和工业增加值同比增长速度都有望企稳反弹，而这些指标和股市走势关系密切。还有一个比较有意思的现象，1950年至今，美国标普500指数一共有10个重要的底部，其中有5个出现在10月，今年历史是否还会重演，我们可以拭目以待。

证券时报记者：A股和外围市场的走势关联度在增强，比如反映A股和H股相对估值的恒生AH股溢价指数，近几年波动区间就显著收窄，过去两年都在90至120间波动。对此，你是怎么看的？

廖料：A股和外围市场走势关联度提高，根本原因是中国经济和外围经济的相关度在增加。比如，1981年至1995年，中国和美国PPI年度走势的相关系数为负0.22，而1996年到2010年其相关度高达0.92。A股从封闭走向开放，从流通股占比很低到全流通，A股未来的估值和走势更多地借鉴海外市场的经验。

年初我们判断恒生AH股溢价指数走势上半年围绕100波动，下半年波动区间上升至110左右，目前来看和市场的情况比较一致。长期来看，由于A股相对封闭且股价和盈利都以人民币计价，没有汇率风险，A股相对H股溢价20%是相对适合的水平，

对应于恒生AH股溢价指数在120左右。

2010年由于A股流通股占比提升快且市场风格偏向中小盘股，因而A股相对H股溢价逐步走低。今年情况有所改变，因而A股相对H股的估值会有所回升。不过，由于港币当前的利率水平比人民币低很多，因而A股相对H股的估值不会上升得很快。未来一段时间，当恒生AH股溢价指数在100附近时，A股投资机会好于H股，而当恒生AH股溢价指数在120附近时，H股机会或许更好。

证券时报记者：自从标普降低美国主权信用评级后，人民币升值似乎进入“加速跑”时代，当前已经突破6.38关口，市场上有一种声音认为，在国际金融市场持续动荡的背景下，今后汇率政策工具或将在中国诸多货币政策工具中，扮演着更为重要的作用。对于这种趋势，你觉得将给当前股市带来什么样的影响？

廖料：历史经验表明，一国货币在第一轮升值时对股市会有非常大的刺激作用。因而2005年汇改造就了A股持续两年多的大牛市。但是，经过第一轮升值后，未来货币走势和股市走势的关联度弱化，1990年至1992年日元兑美元升值但日经指数下跌，而1993年至1995年韩币升值韩国股指却是上涨的。

相比人民币现货的升值，无本金交割远期外汇(NDF)市场上反映的人民币升值预期和股市走势关联度更高。2008年以来，NDF市场上1年期人民币NDF反映的升值预期走势，与上证指数走势相关性高达0.81；当NDF市场人民币升值预期增强时A股走向向好，而当NDF市场人民币升值预期减弱时A股走势偏弱。今年以来人民币兑美元升值3.5%，过去1年升值超过6%，但当前NDF市场预期未来1年人民币升值幅度只有1.5%左右，8月初升值预期一度只有0.5%，反映海外机构对于中国经济未来能否持续高速增长信心并不是很足。值得注意的是，今年至今尽管人民币相对美元升值较快，但由于美元相对其它货币贬值更快，人民币有效汇率实际上是跌的，人民币升值对外贸影响并不大。未来如果美元反弹，那么中国外贸的压力会更加明显。

证券时报记者：有一些美国投资界的人士注意到，类似的“A股、美股联动”案例近年来已明显增多。比如去年的钾肥收购战和云计算热潮，都在A股市场形成了持续的阶段性热点，相关个股的表现也非常引人注目。这一方面说明了中国经济和资本市场与全球日益接轨，同时也提醒我们，应该具有更开阔的眼界和投资思路。你觉得美国市场的中国概念股与国内股市有关联吗？

廖料：金融危机后，中小板指数一度突破2007年高点创出历史新高，但上证指数走势却不如意。上证指数在政策调控导致的流动性偏紧的情况下，并没有很好反映出中国经济的走势。

美国市场上有一个反映中国概念股走势的指数叫纳斯达克中国指数，它由在纳斯达克、纽约证券交易所和美国证券交易所上市的中国公司组成，包括百度、新浪，也包



东航金融海外金融部经理廖料

钟恬/供图

括中国移动等国企公司。有数据以来，该指数和国内中小板指数走势趋同性非常高。这样的走势表明，海外投资者和内地投资者的投资方向整体上并没有太大的区别，而中小板指数或许更代表了中国经济的方向。

我们还发现，A股市场走势往往在美国的中国概念股之前。海外的概念，比如年初美国的中国概念股TMT(科技、媒体、通讯)泡沫在国内没有引起共鸣，而去年的稀土概念却从中国传导到了美国的相关中概股。

■链接 | Link |

美国进一步量化宽松的影响

美联储主席伯南克在去年的全球央行年会上暗示推出QE2，今年经济形势更为严峻，所以市场对于QE3的预期很高。对此，廖料认为，在今年杰克逊城的央行年会上，伯南克打起了太极，没有提及QE3，但将9月的美联储会议日程由1天调整为2天，这让市场充满遐想空间。

美联储延长公开市场委员会会议时间并非首次，但从这几年的情况来看，会后几乎都会公布重大事项。例如2008年12月中旬的会议从一天延长至两天，随后美联储宣布将基准利率降至零至0.25%的低位。在2009年3月的会议，也是延长至两天，会后美联储宣布抵押债券收购规模扩大一倍。8月30日美联储的会议纪要更进一步提升了市场对于更多宽松政策的预期。

QE2期间，全球股市平均上涨17%，CRB商品指数上涨20%，但经济推动有限。2010年美国GDP增长3%，今年上半年在QE2全力执行期间，一、二季度GDP只增长0.4%和1%，核心通胀却由不到1%上升至1.8%。钱并未进入实体经济，美国银行业的超额储蓄金从1万亿上升至1.6万亿，正好6000亿美元。

对于美联储的未来政策，廖料认为，由于通胀上行，共和党反对声音大，对于量化宽松政策的效果，市场几乎形成共识认为作用不大，所以9月份美联储继续通过购买债券扩大资产负债表

规模概率不高，可能维持现有资产负债表规模而调整持有债券结构。未来1年，债券到期资金超过3000亿，规模也不小。下调超额准备金率也有可能。如果未来

经济进一步恶化，美联储或许会购买更多的债券扩大资产负债表规模。美联储的新刺激政策对于经济推动有限，但对于资本市场会形成利好。不过，刺激作用会小于QE2，实际上相比QE1，QE2对于股市和大宗商品的推动效用已经显著弱化。

此外，美国是否陷入二次衰退也是市场的主要关注点。廖料指出，过去判断美国是否会陷入衰退，长、短期利率是否出现倒挂是最有用的指标。但是，现在美国的短期利率已经接近于0，长期利率低于短期利率不可能发生。我们认为美国经济再次陷入衰退的概率在50%左右，不过，由于当前美国经济已经处于相对较低的水平，即使发生衰退，其幅度也是相对轻微的。”廖料说。

那么，有哪些指标预示着美国可能会发生经济衰退呢？廖料认为，首先是GDP的增速。今年上半年一、二季度美国GDP增速分别只有0.4%和1%，上半年GDP同比增速为1.5%，历史情况表明，一旦美国经济增速从高位回落至如此低的水平，衰退是不可避免的。其次，当前美国的消费者信心非常低迷，密西根大学消费者信心指数创2008年11月以来新低，也是有数据以来的历史第四低点。从该指数和经济增速的关系来看，美国经济陷入衰退的概率不低。不过，也有一些指标显示美国经济不太可能陷入衰退。比如首次申请失业救济金人数以及耐用品订单数的变化等。

他还指出，1950年以来，美国经济发生的10次衰退中，标普500指数从前高点到衰退开始时，平均跌幅只有8.8%。因此，即使美国经济再发生衰退，市场目前反应已经较为充分。

(钟恬)