

研究 信息

2015年第67期

2015.07.02

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：马素红 王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

希腊退欧风险加大 全球市场山雨欲来

——2015年6月国际金融市场走势述评

要点

- 希腊于6月30日偿债大限已过，构成“实质性违约”，并将于7月5日就拟与国际债权人签署的协议草案举行全民公决。接下来希腊会走向何方尚存在较大不确定性，但“退欧”并非希腊债务违约后的必然选项，今年内希腊退欧的概率并不大。但中长期而言，希腊脱欧风险已明显加大。一旦希腊退欧对欧洲一体化进程的伤害将无法挽回，这会是一个地缘政治领域的巨大灾难。
- 5月以来，国际金价先涨后跌，原油期货价格震荡下行，美元指数维持窄幅震荡。短期内希腊的行动同时存在刺激金价大幅上涨或大幅下跌的可能，而美元再度走强恐将令金价中期承压。全球原油供过于求的局面仍未改变，5月恐将成为全年油价高点，下半年将面临下行压力。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

希腊退欧风险加大 全球市场山雨欲来

——2015年6月国际金融市场走势述评

希腊债务危机再次遭遇关键时刻。希腊与国际债权人未能就偿债协议达成一致，导致6月30日希腊无法偿还IMF的一笔债务。谈判破裂将使希腊构成技术性违约，尽管违约不等于退欧，但希腊已经再次被推向漩涡的中心，其未来退欧的风险明显加大。美联储加息预期和希腊债务危机两大事件搅动全球市场，欧元受到沉重打击，美元高位震荡，全球股市涨跌互现，国际金价频繁波动，国际油价仍存下行压力。

一、希腊问题一波三折，未来退欧风险加大

自希腊债务问题于2009年末爆发以来，5年半的时间过去了，希腊可谓几经波折、步履艰难。如今，希腊债务危机又再次进入关键时点。希腊必须于6月30日前向国际货币基金组织偿还到期的16亿欧元债务，并需国际债权人释放72亿欧元救助贷款。但即便是到了最后时点，希腊与国际债权人的谈判依旧未能达成一致协议。目前阶段的关键分歧在于，债权人认为，希腊的方案重在加税而非节支，无法达到欧盟规定的财政预算目标，且希腊仍未触及养老金改革等劳动力市场深层次问题。希腊则要求债务减免，反对全面财政紧缩，认为节支对于贫困人群的伤害最深。而希腊左翼政府一旦同意采取全面紧缩的政策，则有政治“失信”之虞，或引发希腊政局动荡。

希腊和国际金主谈判破裂导致的直接后果：

一是希腊6月30日无法偿债，已构成“实质性违约”。

二是由于希腊左翼联盟政府不愿为作出有关债务问题的决定而承担责任，希腊将于7月5日就拟与国际债权人签署的协议草案举行全民公决。

三是希腊被迫关闭了该国的银行，并实行了资本管制，以防止出现金融混乱。



预计下一步，希腊债务危机有三种演化方向：

一是国际债权人向希腊做出重大让步。作为债权方，对希腊进行债务减免，允许希腊暂缓全面的财政紧缩政策和结构性改革。这样导致的后果是，希腊虽然退欧风险降低，但一方面会伤害到其他坚持执行财政紧缩政策的欧元区外围国家，如爱尔兰、葡萄牙、西班牙等，使这些国家政府威信被削弱，而左派政党获得更大人气；另一方面会使给希腊提供巨额贷款的成员国（如德国、法国、荷兰等）利益受损，使政府难以向选民交待。因此，这个选项虽然可能解决希腊的燃眉之急，但极易引发欧盟其他多数成员国的不满，甚至引发政局动荡，因此是一个“为卒舍车”的高代价方案，我们认为可能性不大。

二是希腊做出重大让步，基本接受债权人的提案。即希腊偿还债务、推行根本改革，实施全面的财政紧缩。这同样会带来几个问题：首先，希腊可能不具备偿还债务的能力。据国际货币基金组织(IMF)数据，2010年，希腊净债务占国内生产总值比例约为130%。现在，这一数字接近170%。比重增加的主要原因是经济规模萎缩。现在的希腊经济规模比债务危机爆发前收缩大约25%。这使希腊深陷“债务陷阱”。其次，希腊继续推行改革的难度较大。在经济规模萎缩、债务高企的情况下，失业率飙升、工资下降、退休延后等问题已经引发民众不满。5年前，希腊失业率为大约12%。2014年，失业率攀升至26%。年轻人面临的就业形势尤为严峻，大约半数年轻人处于失业状态。另外，希腊工资水平2013年环比下降将近12%，现在仍在下降。与此同时，希腊人的退休年龄从2010年的61岁延后到65岁。今后数年内，不排除延后到67岁的可能性。重重问题使得劳动力市场改革面临巨大的社会阻力。因此，我们认为，希腊全面向债权人妥协的可能性也不大。

三是希腊和国际债权人各自坚持立场（或各自有限妥协），虽可能渡过一时困境，但最终结果仍是希腊退出欧元区（Grexit）。鉴于希腊退欧将造成对欧洲一体化的最大伤害，且会对欧元区乃至全球带来巨大的负面溢出效应，各方仍在努力避免这一坏结果。此前，IMF 总裁拉加德暗示，“对希腊减免债务仍是必须的”。近期，美国总统奥巴马致电德国总理默克尔，“望希腊留在欧元区，促

欧洲团结合作”。但问题在于，希腊留在欧元区仍然无法找到重返可持续增长的路径。另外，希腊危机暴露了欧元单一货币区这一体制的根本缺陷。从历史上看，“没有一个民族国家提供终极支持的货币都会失败”。

我们认为，由于6月30日还款无望，希腊技术性违约已成既定事实。但“退欧”并非希腊债务违约后的必然选项，今年内希腊退欧的概率并不大。但中长期而言，希腊脱欧风险已明显加大。

希腊违约无疑会引国际发金融市场大幅震荡，欧元对美元近日已经再次大幅贬值，美欧发达国家的国债收益率高位震荡。久拖不决的希腊债务谈判早已引发民众担忧。从去年10月至今年5月，希腊人已从银行取出300亿欧元。近期，希腊存款加速外流。6月15-18日，希腊存款流失达30亿欧元，占希腊银行业存款总额的2.2%。以此速度，希腊银行存款将在两三个月内被完全取空。存款持续外流使得希腊银行业越来越依赖欧洲央行的资金。欧洲央行已将提供给希腊银行业的紧急流动性（ELA）总规模升至807亿欧元。未来希腊一旦退欧，还将引发全球金融市场利率、汇率方面的系统性反应，引发巨大的市场波动。

但应当指出的是，真正的风险并不来自于希腊违约（退欧）给金融市场带来的短期影响。一方面，希腊有可能通过出售自身的黄金储备来偿还到期贷款。为了应对存款外流，希腊已经宣布于7月7日之前实行资本和存款控制。另一方面，欧洲央行（ECB）可以通过一些现有的工具来处理希腊问题，包括启动更进一步的量化宽松政策等，并可以通过欧洲稳定机制在初级市场购买主权债务。上述措施都能缓解希腊违约的短期冲击。另外，当前欧洲经济及银行业的基本面，要明显好于几年前，对于希腊债务危机的防御能力也有所提高。且希腊问题反复发酵了5年多，与“黑天鹅事件”不同，欧盟及欧洲央行对希腊退欧也早已进行过反复考量，虽未明确公布，但相信已有一套应对预案。

最重要的是，希腊退欧对欧洲一体化进程的伤害将无法挽回。而这将也是自1951年以来，欧洲一体化进程首次遭到破坏，这会是一个地缘政治领域的巨大灾难。希腊若退欧，主权债务违约的可能性将悬在人们的脑中，他们不禁会问，“谁会是下一个？”



二、金价静待暴风雨来临，油价仍面临下行压力

过去两个月，希腊债务危机、美联储 FOMC 会议和 OPEC 成员国会议成为影响国际大宗商品市场和国际汇市的重头事件。总体来看，国际金价先涨后跌，原油期货价格震荡下行，美元指数维持窄幅震荡。截至6月25日，纽约现货黄金价格报收于1173.17美元/盎司，较5月初下跌0.4%，较5月高点下挫4.3%；WTI 和北海布伦特原油期货价格分别报收于59.74美元/桶和63.2美元/桶，分别较5月初下跌2.2%和6.8%；美元指数报收于95.187点，较5月初基本持平，期间最高至6月初的97.392点；欧元兑美元汇率报收于1.1205，较5月初基本持平，较5月低点（1.0873）升值3.1%；日元对美元汇率报收于123.63，较5月初贬值2.9%。

在经历了今年前四个月的大涨大跌以后，国际金价进入阶段性震荡期，由于缺乏明确的方向，金价表现出波动频繁但振幅有限的特点。受希腊债务危机引发避险需求及美国多项经济数据低于预期打压美元影响，国际金价进入5月后先是快速攀升，最高至5月中旬的1225美元/盎司。此后因希腊问题出现转机，且美联储主席耶伦表态年内仍可能加息，导致金价又掉头向下。6月5日美国非农报告显示新增非农就业人数劲增28万人，从而强化美国加息预期，导致金价盘中一度跌至1160美元/盎司的三个月低位。但在希腊债务谈判进展不顺引致的避险需求下，金价又快速收复失地，而6月18日美联储 FOMC 会议释放出的鸽派信息进一步刺激金价反弹，再次突破1200美元/盎司的整数关口。此后因希腊局势峰回路转以及美联储一季度 GDP 增速终值上修，金价再次下杀至1170美元/盎司附近。

展望后市，美联储加息预期和希腊债务危机仍是决定国际金价走势的主导因素，综合来看，形势不甚乐观。一方面，希腊债务危机恶化对金价的影响趋向复杂。希腊违约会刺激投资者对黄金的避险需求，但如果希腊被迫抛售黄金储备以偿还部分债务或应对流动性危机则会利空金价，二者合力究竟如何影响

金价尚存在较大不确定性。另一方面，美联储依然存在较大可能在今年下半年的9-12月启动加息，加之希腊基本将会违约的现实将打压欧元并扩大对美元需求，经历二季度调整后，美元很可能再度进入升值通道，从而显著抑制金价。我们认为国际金价当前恰处于暴风雨的前夜，看似平静实则蓄势待发，触发点即在于希腊做实违约及是否会伴以抛售黄金储备。未来几周，希腊的行动同时存在刺激金价大幅上涨或大幅下跌的可能，而中期来看，美元再度走强的趋势将令金价整体承压，金价对美国经济数据会更为敏感。预计下半年国际金价的波动率将再度放大，波动区间位于1150美元/盎司至1400美元/盎司之间。

在经历一波快速上涨后，国际原油价格于5月开始震荡下行，北海布伦特油价的下跌幅度远大于WTI油价，促使二者价差由5月初的6.7美元/桶收窄至3.2美元/桶。导致这一走势的原因主要有两方面：一方面，波斯湾地区原油产量进一步增加的市场预期强烈，一是6月5日召开的OPEC成员国会议决定维持3000万桶/日的目标产量不变，这意味着沙特仍将为争夺市场份额而战；二是伊朗核谈判进展顺利，有望于6月末达成全面协议，届时针对伊朗的制裁将可能逐步解除，从而促使伊朗增加原油出口。另一方面，受美国炼油厂开工增加原油需求等影响，美国库辛等地的原油库存已连续6周减少，总计减少320万桶，加之加拿大西部的火灾导致当地油砂生产出现中断，显著对冲了WTI原油价格的下行压力。

展望后市，我们认为5月恐将成为全年油价高点，虽然全球原油需求增长出现加速迹象，但供过于求的局面仍未改变，下半年国际油价将面临下行压力，同时北海布伦特和WTI的原油价差仍将维持在5美元/桶的较小范围内。首先，受美国加息预期影响，下半年美元恐将再度持续走强，从而打压国际原油价格。其次，OPEC会议维持产量目标的决定意味着国际能源市场份额之争仍将继续，以充足的供应将油价压在较低水平，从而挫伤美国致密油开采热情仍是沙特的战略导向。第三，一旦核谈判达成，伊朗产量有望逐步释放。伊朗的已证实石油储量位列世界第四，国际制裁使得2012年以来伊朗的原油日均产量减少100万桶以上。尽管达成广泛协议后伊朗不可能在短时间内恢复供应能力，但仅仅是这种预期就足以压制油价走势。第四，下半年美国致密油产量可能开始下降，



从而相对抬高 WTI 原油价格，并缩小 WTI 与北海布伦特之间的价差。根据美国能源信息署的测算，尽管美国5月原油日产量已达到960万桶的高位，但截至5月29日，美国原油钻井数量已连续25周下降，已较2014年10月时的峰值减少60%。经过近一年的博弈，多项迹象显示，美国致密油产量可能于三季度开始下降。综上，下一阶段，在不出现严重的意外供给中断事件下，WTI 和北海布伦特原油期货价格可能会在68美元/桶和70美元/桶以下的有限区间波动。

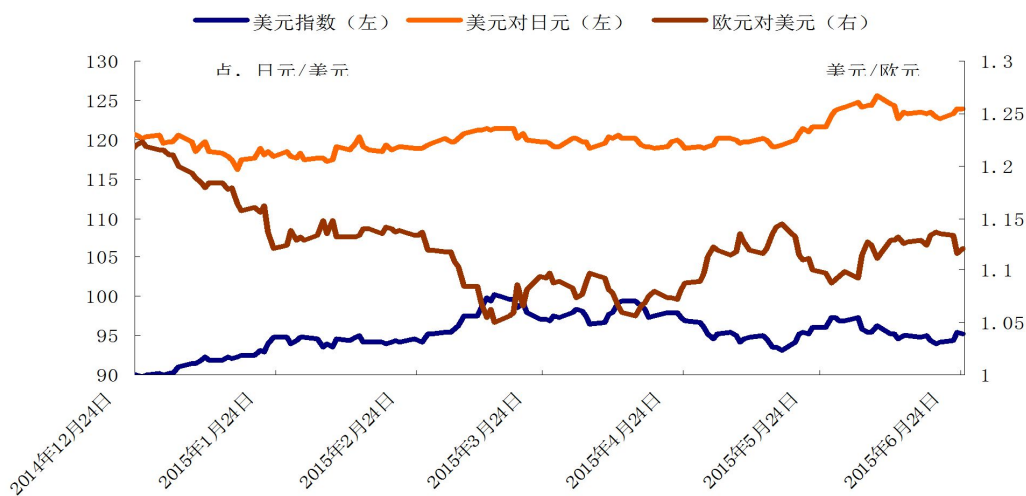


图1 主要货币汇率走势图

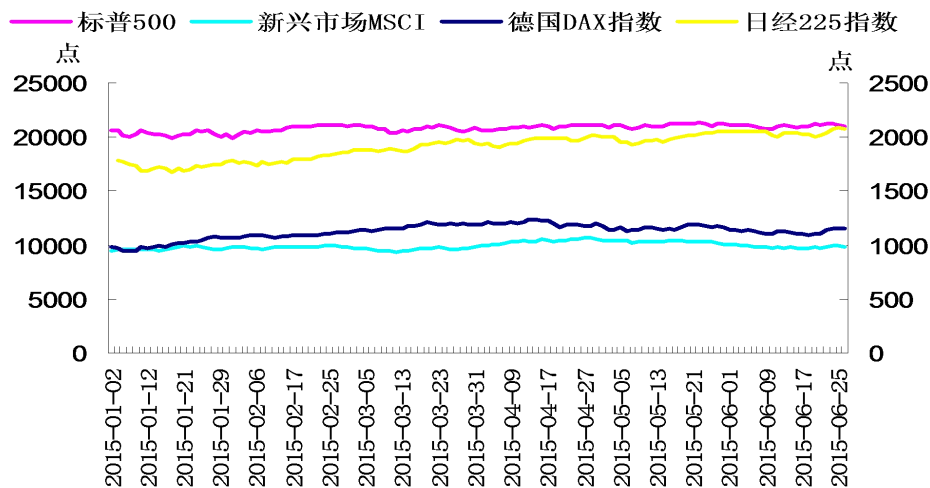


图2 全球主要股指走势图

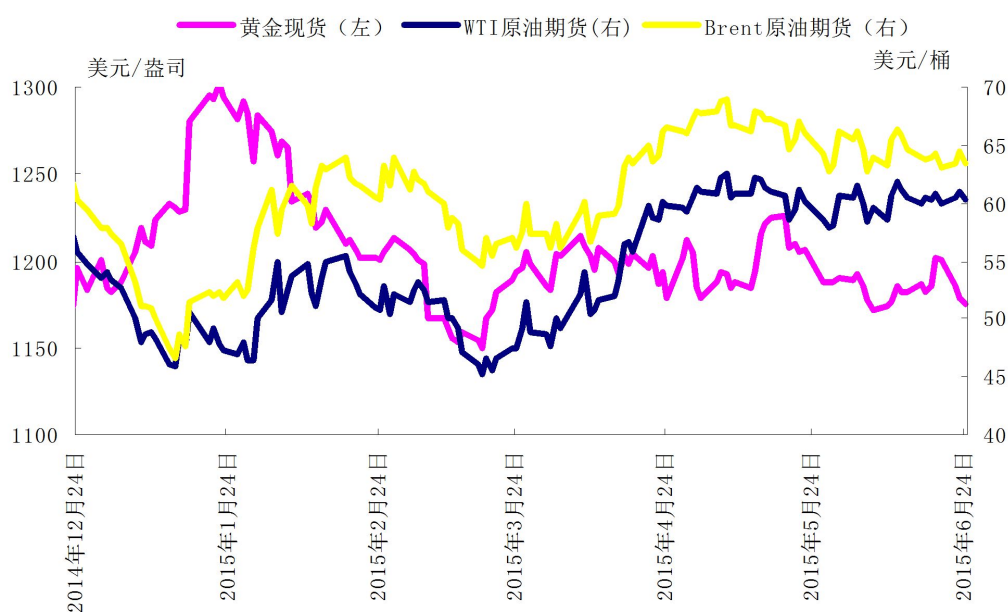


图3 国际金价油价走势图

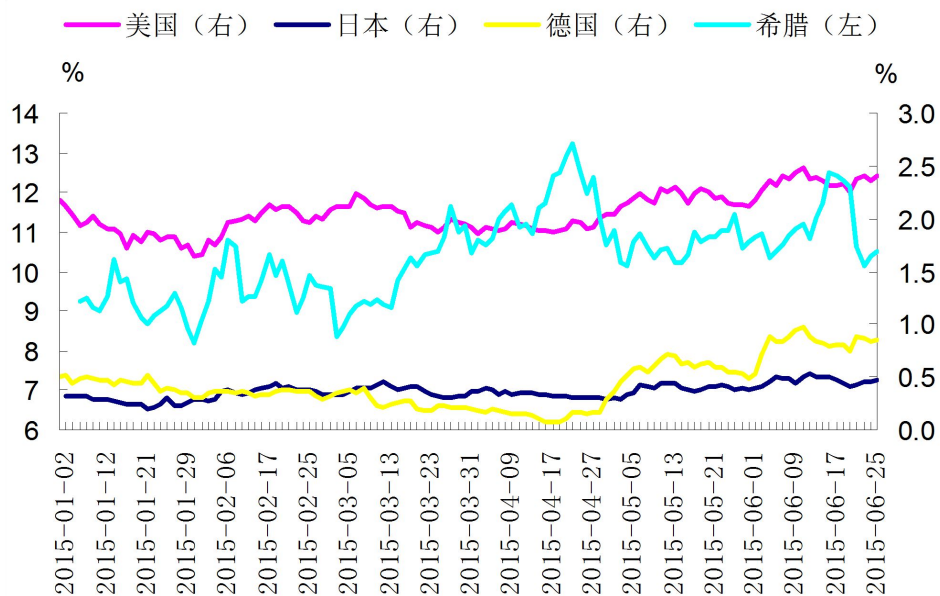


图4 部分发达经济体10年期国债收益率走势图

