

分析师： 李冒余 021- 68751605 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252
联系人： 沈楠 021- 68751691 shennan@cjsc.com.cn

葡萄牙评级下调点评—欧洲主权债务问题的延续

近日，评级机构惠誉国际将葡萄牙的主权评级从 AA 级将为 AA-级：

- 1、惠誉对葡萄牙进行评级降低的同时，给予的解释是葡萄牙“2009 年预算执行状况显著欠佳”，并且对葡萄牙在财政紧缩方面的渐进性处理方式表示担忧，认为当前的财政紧缩力度明显不足；
- 2、同时，葡萄牙的降级也为即将召开的欧盟首脑会议蒙上一层阴影，德、法目前仍未有具体的救助方式继续加重了市场的担忧情绪；

对此，我们认为葡萄牙的此次主权评级下调仍旧是欧洲主权债务问题的延续，短期来看，本次欧洲的债务问题主要看 4、5 月份希腊到期债务能否顺利偿还，应该说年内各欧元区国家的债务偿付问题要想得以顺利解决并不困难，更多是政治上的相互博弈，葡萄牙占全球 GDP 约 0.4%，比希腊占比还小，因此影响也不会大。随着短期债务的顺利偿付，投资者焦点的转移，可能会带动整个欧元区主权债务问题的缓解。但我们始终强调的是从中期来看，更深度的影响在于为欧元区带来财政政策紧缩、货币政策放松的局面，这将削弱欧元区增速，压制欧元反弹。另外，德、法迟迟救援不明朗，IMF 加入的可能性在逐步的加大，这将导致避险情绪波段性的上升，年内欧元将仍以走弱为主：

首先，仅就欧洲目前的债务问题情况来说，年内的债务偿还会得以违约收场的可能性很小，而从惠誉给出的葡萄牙本次降级的理由来看，更多的是出于中长期财政政策紧缩力度较小的担忧，从表 1 中可以看到，从存量的总债务以及流量的财政赤字上来看，葡萄牙较其他主要欧元区国家的债务情况并未能归为情况最恶劣的几个国家，而在债务的到期结构上来看，葡萄牙年内的到期债务情况相较希腊、西班牙等国也并不严重，因此，我们认为葡萄牙所面临的债务困境更多的在于重燃了市场对整个欧元区的担忧情绪，而非仅针对葡萄牙一国的焦虑。

另外，我们认为，此次葡萄牙主权评级得以下调的目的是国际除欧盟外的其他主要大型经济体希望给葡萄牙政府方面施加更大的财政紧缩压力。在下表 2 中，罗列了从各国财政部以及国际主流评估机构预测的主要债务国家财政赤字削减力度情况，我们看到，除德、法、意这三个在经济体实力上较强，以及本身赤字率相对较低的国家外，葡萄牙将是 2010 年财政赤字削减力度最低的一个国家。因此，惠誉降低葡萄牙评级此举我们认为更多在于希望其能够更大幅度的进行财政紧缩。

其次，从中长期来看，葡萄牙仅是欧元区主权债务问题中众多国家的一个，而整个欧元区为此所不得不面临的大幅削减赤字的问题才是真正拖累欧洲经济在未来的 1-2 年内复苏进程的核心。我们认为，财政政策上紧缩而货币政策上宽松将会成为欧元区主要的政策格局。

在《希腊债务危机的后遗症——财政紧缩将拖累欧洲复苏》一文中，我们提到，尽管相比美国，两者在主权债务规模方面都相当庞大，但一些特定的特征决定欧元区难以向美国一样一味的追求财政刺激带来的趋势性复苏，在就业和赤字的政策目的选择上，对赤字和债务的顾虑加重很多。这些原因主要包括四个方面：第一，货币政策无独立性。美国的债务不仅可以通过削减赤字解决，拥有独立的发行货币的权利也使得其在债务上处理手段更多；

第二，美、欧元货币地位的差异导致风险偏好的敏感度不同。欧元区的债务问题爆发之后，避险情绪的上升导致欧元的青睐度严重下降，这些都为这些债务国家发行新债以续债造成了成本上的上升甚至困难；第三，欧盟对于各国的赤字率有低于 3% 的规定。目前欧盟已经对大多数国家提出了限期纠正的期限表，如表 3；第四，无论是想要获得任何一方的债务救助，削减赤字以加强市场信心都是必要的前提。

而在货币政策方面，由于各国的债务问题严重，欧洲央行在退出政策方面的步伐已呈现出了放缓的趋势，货币政策宽松的格局越来越有可能。在 3 月 4 日的欧洲央行议息会议上，欧洲中央银行 4 日宣布了新的利率决定，同时公布了新的退出政策时间表。维持欧元区 1% 的主导利率不变，同时在 4 月份停止 3 个月期无限制贷款的发放，其余 1 个月期和 7 天期无限制贷款将至少持续到今年 10 月份。退出步伐迟于市场之前的预期。

最后，对于欧元的未来走势：

我们仍以欧元在年内以维持走弱为主要趋势的判断。欧元区债务问题对其经济复苏上的拖累，以及货币政策的延缓退出是我们从欧洲主权债务问题角度出发，做出这一判断的理由。我们认为，目前欧元的弱势走势主要是受到投资者信心减弱，风险偏好大幅降低的预期性因素影响较大，而从出现资金回流美国的现象，随着希腊等国短期内债务问题的逐渐缓解或解决，中期财政政策提前退出所带来的经济面面临下行的风险将更可能成为在基本上限制欧元兑美元在中期内难以出现明显反弹的因素，同时，出于缓解希腊等部分国家债务危机的考虑，欧洲央行在货币政策的使用上退出的预期将会进一步放缓。基于这一判断，我们认为在不继续出现超预期因素（如各国的评级出现突然的下调）的情况下，目前欧元的疲弱下行走势将会渐行渐止，继续下行的空间不会很大，随着各国债务危机短期内渐现平复之后将会有小幅的反弹，但是之后走弱将成为年内甚至明年上半年剩余大部分时间内的主要趋势。

表 1：欧元区焦点国家债务情况一览

国家	政府债务/GDP	财政赤字/GDP	基本财政余额/GDP	主权债务
希腊	113	12.7	7.7	BBB+
爱尔兰	66	12.5	10.2	AA
西班牙	54	11.2	9.4	AA+
葡萄牙	77	8	5	A+
意大利	115	5.3	0.5	A+
德国	73	3.4	0.6	AAA
法国	76	8.3	5.5	AAA
美国	56	11.3	8.6	AAA
英国	69	12.1	10.2	AAA

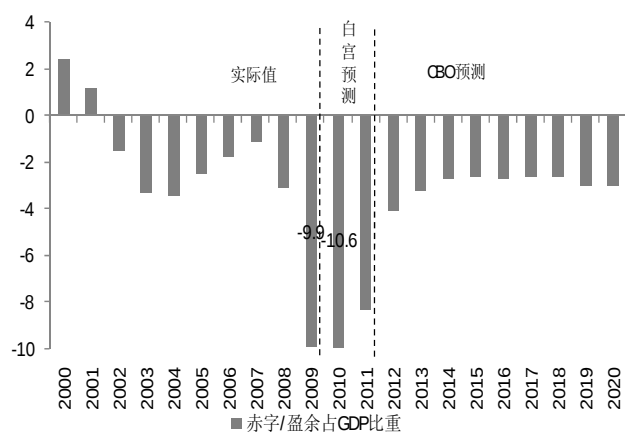
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

表 2：欧元区焦点国家赤字率预测

	2009	2010	2011	2010年赤字率降幅
希腊	-12.7%	-8.7%	--	4%
葡萄牙	-9.3%	-8.3%	--	1%
西班牙	-11.2%	-10.0%	-9.5%	1.20%
爱尔兰	-12.5%	-10.1%	--	2.40%
意大利	-5.3%	-5.3%	-4.5%	0%
法国	-8.3%	-8.0%	-6.5%	0.30%
德国	-3.20%	-5.50%	-4.50%	-2.30%

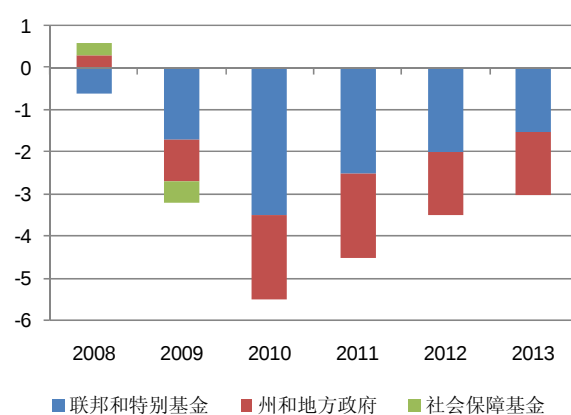
资料来源：Bloomberg，欧元区国家财政部，长江证券研究部，其中希腊、葡萄牙、爱尔兰赤字预测来自各国 2010 年财政预算案，西班牙、意大利、法国、德国来自彭博机构预测综合

图 1: 美国赤字率



资料来源: Bloomberg, IMF, 长江证券研究部

图 2: 德国分项及总赤字率



资料来源: 德国财政部, 长江证券研究部

表 1: 欧元区部分国家赤字纠正期限表

年限	国家
2012	比利时、意大利、希腊
2013	奥地利、捷克、德国、斯洛伐克、斯洛文尼亚、荷兰、葡萄牙、法国和西班牙
2014	爱尔兰、英国

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部策略分析师，研究领域为世界经济。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。