

穆迪下调西班牙、希腊主权债信用评级点评

何庆明

S1060208120121
0755-22621379
Wujie520@pingan.com.cn

欧债系统性风险降低，但“危机续集”仍将继续

事项：

上周，穆迪下调连续下调了希腊、西班牙主权债务评级，其中希腊主权债评级下调3级，至B1(垃圾级)，展望为负面，西班牙主权债评级下调1级，至Aa1级，展望也为负面。

平安观点：

- **希、西两国违约风险上升，欧债阴霾再现。**从穆迪公布的公告来看，希腊被下调评级的原因是该国执行增加税收和减少预算的措施执行不得力，而西班牙被下调评级则是因为金融体系重组所需资金可能大幅超过此前估计，同时该国孱弱的地方财政状况也是穆迪关注的风险点，因此穆迪分别对两国的主权债下调3个和1个评级，展望均为负面，此前逐渐平息的欧债问题再次引发市场忧虑。
- **欧元区经济复苏步伐持续且稳健。**从2月欧元区ZWE和IFO领先指标来看，欧元区经济延续着稳健的复苏步伐，而私人消费增长和非金融企业贷款规模的增加是我们看好未来欧元区经济持续恢复的重要因素，这也是该区域经济增长的内生动力之源。
- **EFSF规模可能扩大，机制会更加灵活。**11日欧元区领导人特别峰会达形成初步共识利好欧债危机的解决，增加EFSF规模，从现在2500亿欧元增加至4400亿欧元，允许该基金在初级市场上直接购买国债，并且还同意降低对希腊救助贷款的利率并延长贷款的期限。我们认为这一系列措施将有利于本次欧债危机的渡过。
- **欧债风波负面影响边际效应趋弱，但“危机”续集还会上演。**回顾欧债爆发以来的市场表现，我们发现市场对欧债危机的反应趋缓和，由于欧债危机涉及好几个国家，也涉及相当规模的金融资产，而以目前情况来看，欧元区诸国就欧债问题解决并没有形成一个行之有效的解决方案，这就决定了欧债问题的解决不可能一帆风顺，在未来或是“PIGS”诸国或是其它的欧元区国家还会不时爆出国债信用危机引起市场的忧虑。

■ 希、西两国违约风险上升，欧债阴霾再现

从穆迪公布的公告来看，希腊被下调评级的原因是该国执行增加税收和减少预算的措施执行不得力，从而使该国债务违约的风险不断上升。

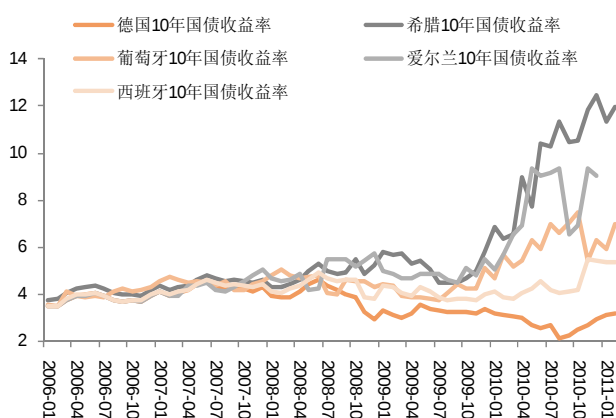
西班牙被下调评级则是因为：

第一、该国金融体系重组所需资金可能大幅超过此前估计，穆迪在去年12月的估计约为170亿欧元，但最新的估计资金规模约为400-500亿；

第二、该国孱弱的地方财政状况也是穆迪关注的风险点；

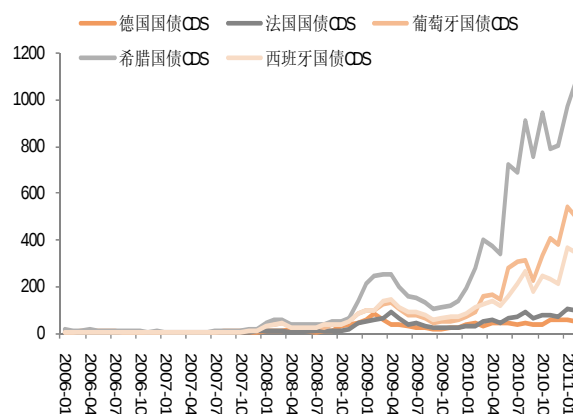
因此穆迪分别对两国的主权债下调3个和1个评级，展望均为负面。由此欧债阴霾再现。

图表1 希腊、西班牙国债收益率大幅升高



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表2 希腊和西班牙CDS也大涨

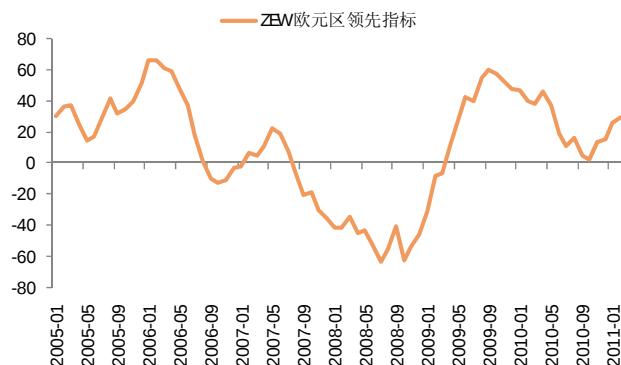


资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

■ 欧元区经济持续恢复

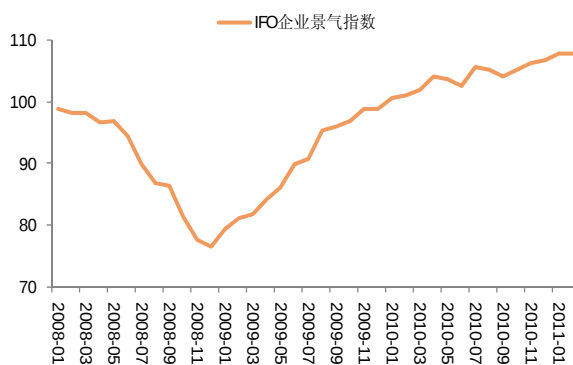
近期欧元区经济复苏保持着良好势头，2月ZEW领先指标为29.8，较1月上涨4.1，而IFO指数ZEW领先指标和德国IFO企业景气指数较上月小幅增加0.1，达到107.9，这是连续第5个月增长。

图表3 欧元区ZEW领先指标持续好转



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表4 IFO景气指数也延续着良好表现

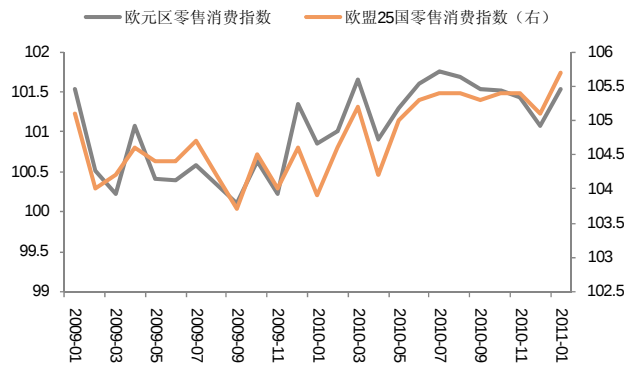


资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

而良好的消费数据和逐渐活跃的非金融企业的贷款数据都是支撑我们看好欧元区经济持续向好的重要因素。

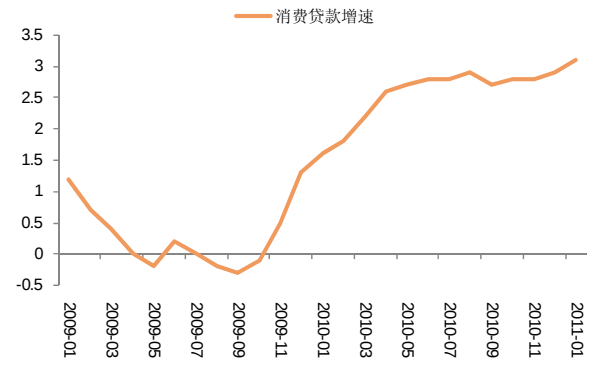
图表 4、5 显示近 2 个月欧元区零售消费和消费相关的信贷规模持续增长。消费的扩张将有助于欧元区需求的增长，为该区域经济复苏提供内生动力。

图表5 欧元区零售消费持续好转，达到危机后最高点



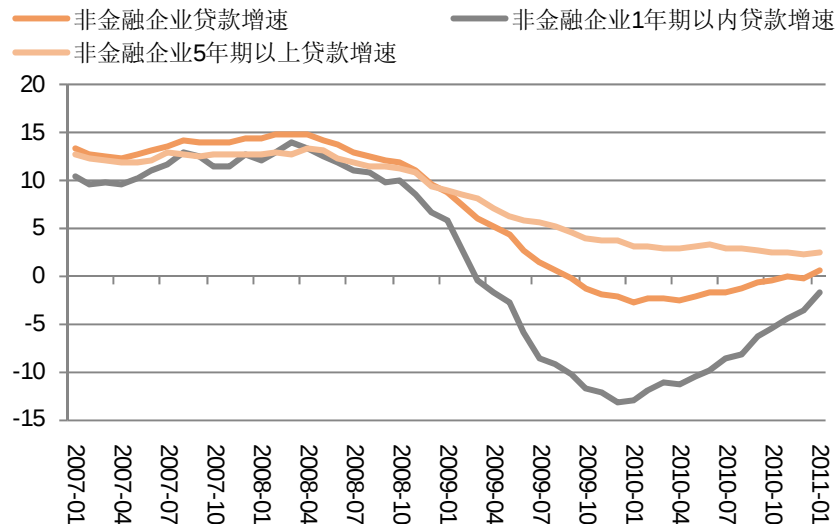
资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表6 消费信贷同比增速继续增加



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表7 欧元区非金融企业贷款规模增长显示该地区生产活动在增加



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

从图表6可以看出，近期非金融企业贷款总额、1年以内贷款以及5年期贷款规模增速均持续回升，我们认为这显示欧元区企业的生产经营活动在持续增加。

■ 欧元区各国初步同意扩大 EFSF 规模，并使它的机制更加灵活

11日欧元区领导人特别峰会所达成初步共识利好欧债危机的解决，具体来说：

第一、 增加EFSF规模，从现在2500亿欧元增加至4400亿欧元；

第二、 允许该基金在初级市场上直接购买国债，

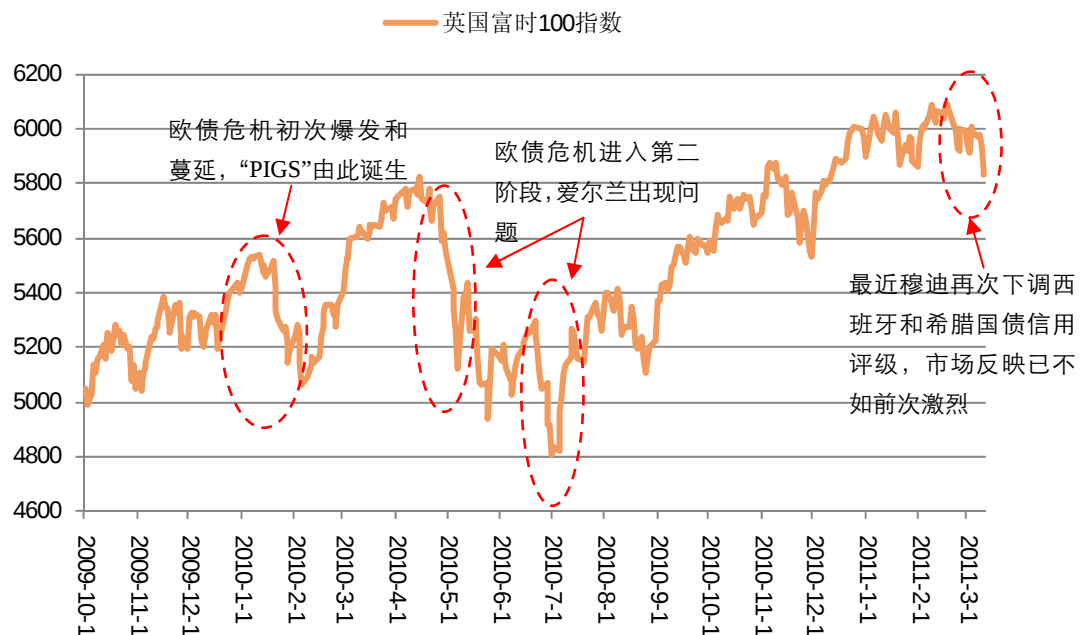
第三、 同意降低对希腊救助贷款的利率2%并延长贷款的期限至7年；

我们认为这措施的第一和第二条，一方面扩大了EFSF的规模，使得它能够为成员国提供更多地贷款，另一方面使得该基金的运作机制更加灵活，可以直接购买国家的债券；而第三条则是直接为希腊提供援助，不但降低提供其贷款的成本还延长了还款期限3年半。综合来看，11日欧元区国家首脑峰会所形成的初步共识对顺利解决本次欧债危机将起到非常积极的影响。

■ 欧债负面影响的边际效应趋弱，“危机续集”仍会继续上演。

从09年12月欧债危机出现到如今，欧债危机大致经历了3个起伏，从市场表现来看三次变化对市场的影响呈现趋弱的情况，09年12月至10年2月欧债问题初次浮出水面时，富时100指数下降约10%，而在欧债危机复燃时，富时100指数下降约超过15%，而本次西班牙和希腊遭到信用评级下调后，市场下跌不到3%。综合来看欧债危机的负面影响力在趋弱，欧债的系统性风险正在下降。

图表8 欧债危机对市场的冲击在趋弱



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

我们必须指出：欧债危机涉及好几个国家，也涉及相当规模的金融资产，从目前情况来看，欧元区各国还没有就解决欧债危机找到一个行之有效的解决方案，这就决定了欧债危机的解决不可能一帆风顺，在未来欧债危机还可能上演“续集”，不时地引起市场的关注。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257