

无需过度悲观

—— 评标普下调美信用评级展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 04 月 20 日 星期三

东方证券研究所海外经济研究团队

周 静 021-63325888-5152

zhoujing2@orientsec.com.cn

樊 磊 fanlei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121345

事件：

北京时间 4 月 18 日夜间，标普公司下调美国政府主权信用评级展望至负面，虽然维持了美国 AAA 的信用评级，但是将未来展望从“稳定”调降为“负面”，引起美股与美国金融市场动荡。我们分析认为此次下调主要是由于目前美国政府在财政预算改革中遇到了阻力，从而引起对于其是否能够根本改善其财政赤字问题的担忧，不代表美国财政出现根本性问题，美国最新公布的经济数据显示了其经济复苏的势头，此事件虽然短期对金融市场造成一些震荡，但中期投资者无需对此过度忧虑。

我们的核心观点：

- 政府预算改革法案的政治僵局是本次评级展望下调的主要原因；
- 美国经济复苏降低美国债务风险；
- 美国信用评级展望被下调历史曾有先例，市场影响有限；
- 短期市场或将震荡，中期投资者不宜过度紧张。

一. 政府预算改革法案的政治僵局是本次评级展望下调的主要原因

标普下调评级最直接的原因是上周民主党的白宫提出的削减财政赤字的计划在共和党控制的国会受到较大挑战。美国是实行两党制的国家，在去年 11 月份中期选举之后，共和党控制了美国国会众议院，而参议员与白宫则是民主党人所执掌。美国法案的通过需要在众议院和参议员中都获得多席位支持，在执政主张上，两党多有不同。共和党更主张小政府，大社会，减少税收，自由竞争，比较符合美国富裕人群的利益诉求；而民主党则偏好增加福利开支，实施全民医保等措施，比较符合下层阶级利益。在这次财政预算中，民主党希望通过增加对富裕人群的税收、削减部分政府开支，以减少赤字，而共和党则希望更大规模的削减政府开支以及医疗等福利开支来解决问题，**标普公司本次下调信用评级展望的核心问题并不是偿债问题，而是政治僵局的问题。美国的债务水平并没有在一夜之间变差。**考虑到美国政治体制已经比较成熟的运行了几百年，虽然目前两党分歧较大，但两党达成最终的政治妥协仍是大概率事件，美国的预算与财政出现问题的风险有限。

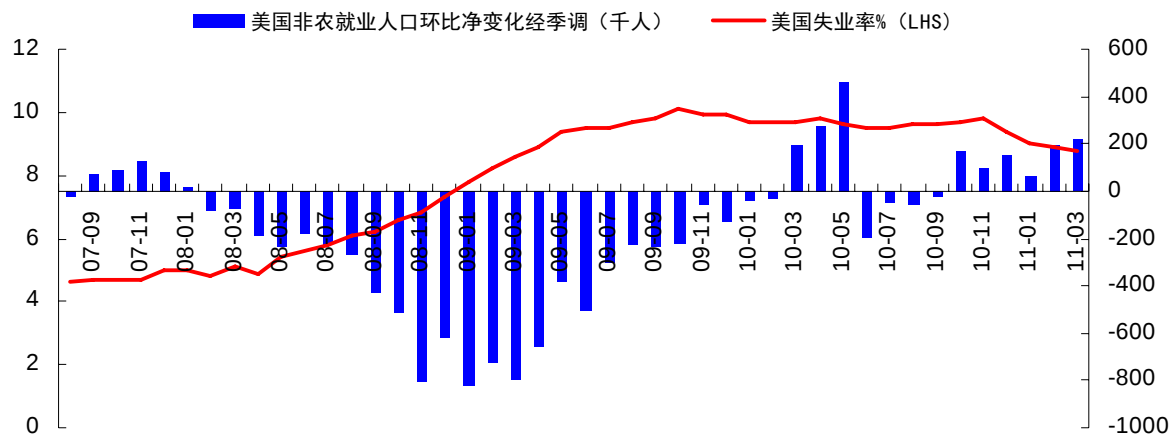
二. 经济复苏降低美国债务风险

虽然美国今年的财政赤字将达到 GDP 的 10.6%，是世界主要经济体中最高的，但是我们认为美国经济的复苏将有效降低美国政府债务的风险。目前看来，美国经济复苏势头相当明显，制造业与服务业的 PMI 处在 60 以上的高位，表明经济扩张非常强劲，联储也在持续调高美国 2011 年经济增长预期。市场所一直担心的包括美国就业等指标近几个季度以来已经出现明显改观。非农就业人数上月增加 21 万人，全面超出市场预期，失业率也持续回落到 8.8%。另外，根据美国劳工统计局的调查问卷显示，美国辞职人数在今年持续增加（见附图 2），这进一步体现了就业市场的改善。如果美国的经济复苏可以持续，美国的税收将增加而社会保障方面的支出将下降，财政问题将得到缓解。而就本质上而言，美国出现债务违约的可能性非常低，因为联储总可以通过印钞的方法来购买美国国债并偿付本息。当然，如果这样做美国将面临高通胀和美元贬值的风险。

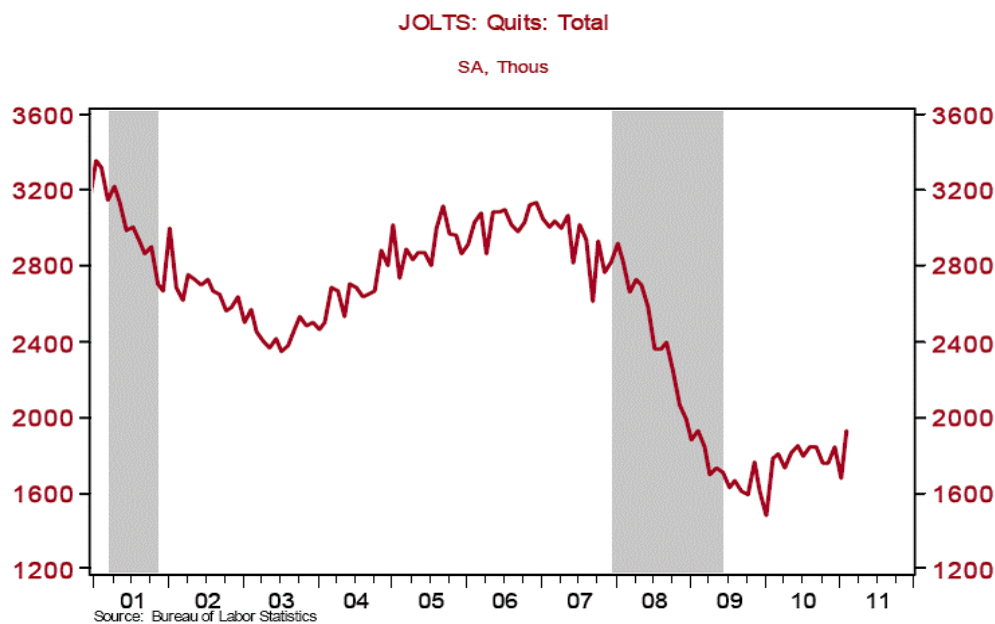
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：美国的非农就业人口与美国失业率


资料来源：Wind 东方证券研究所

图 2：美国辞职人口统计


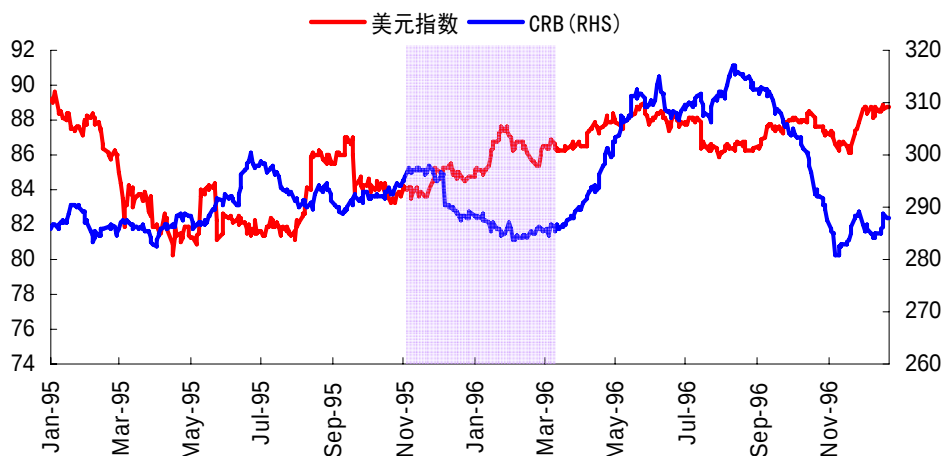
资料来源：美国劳工部 东方证券研究所

三. 美国信用评级展望被下调历史曾有先例，市场影响有限

从历史上看，95 年到 96 年间，当时的美国总统克林顿和众议院曾因为政治上的争议而导致了政府预算未能通过，美国政府面临关闭的风险。惠誉曾在 1995 年底到 1996 年春季之间对美国国债进行了“负面评级观察”，标普也在 1996 年 1 月对一些美国的政府

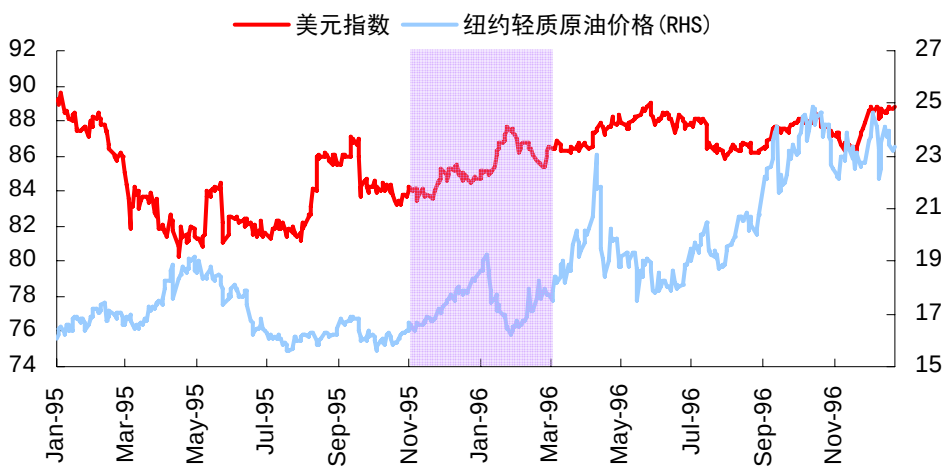
债券进行了可能降级的审核。但并未对美国经济及全球经济产生太大影响。就美国的负债水平而言，债务占美国 GDP 的比重在 1945 年前后曾经超过 120%，远较现在 92% 的水平为高（注：我们修正我们在早间销售邮件中关于美国债务的数据，我们以联邦政府总债务为准，1946 年联邦政府净债务/GDP 为 122%，而非我们在邮件中的 150%，当前美国债务水平为 92%，而非 100%，但是数据的变动并不影响我们的结论，我们向读者表示歉意。）也并未导致美国经济出现显著风险。我们也提醒投资者，标普下调的只是信用评级的展望，而非信用评级本身，美国仍然具有世界最高的 AAA 的信用评级，在标普以外的其他两大信用评级机构也维持了美国 AAA 的信用评级，以及“稳定”的信用评级展望。

图 3：1995 年美国政府预算僵局期间的美元指数与 CRB 指数

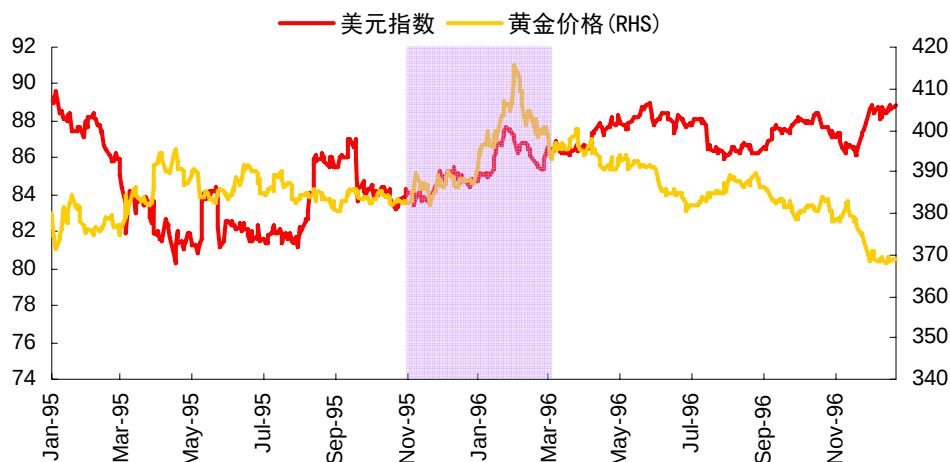


资料来源：Wind 东方证券研究所

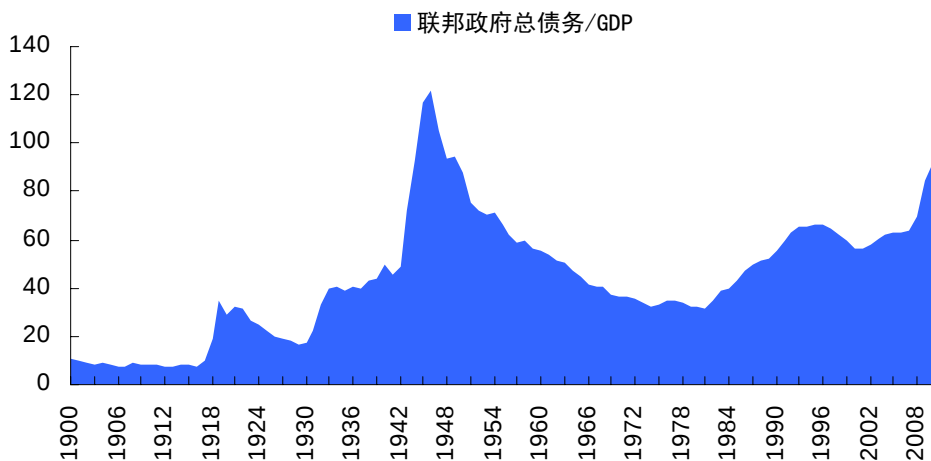
图 4：1995 年美国政府预算僵局期间的美元指数与原油价格



资料来源：Wind 东方证券研究所

图 5：1995 年美国预算僵局期间的美元指数与黄金价格


资料来源：Wind 东方证券研究所

图 6：美国政府债务占 GDP 比重


资料来源：Wind 东方证券研究所

四、短期市场或将震荡，中期投资者不宜过度紧张

我们认为短期投资者会做出一些反应，从而对金融市场有一个短期的干扰。但是考虑到美国经济整体仍在复苏之中，其政治、经济体制仍是全世界最具活力，最具稳定性的，我们预计此次信用评级下调不会是“美国主权债务危机”的发端，也不会造成全球经济复苏的势头被逆转。中期看来，不必对此次信用评级展望下调过度忧虑。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn