

分析师： 李冒余 (8621) 68751636 limy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120003

联系人： 王夏儒 (8621) 68751610 wangxr@cjsc.com.cn

意大利国债收益率上行引发市场过度担忧

报告要点

■ 意大利政府内部矛盾引发新债务问题担忧

希腊债务危机的阴云还未过去，债务风险的担忧已经转移到意大利。总理贝卢斯科尼与财政部长特雷蒙蒂之间的激烈矛盾导致市场担心意大利的 400 亿紧缩计划难以通过。上周五，意大利国债的 CDS 大幅上升，从 217.5 个基点上升至 241.2 个基点，同日意大利 10 年期国债对德国同期国债利差上升 23 个基点。

近期对于意大利债务问题的担忧是由于其政府内部的矛盾引发的，市场担忧贝卢斯科尼与财长特雷蒙蒂的矛盾将会导致意大利 400 亿的财政紧缩计划难以通过。我们认为，意大利政局不稳的历史是引发市场对其政治问题的过分反应的重要原因。我们认为，当前意大利发生严重债务问题的可能性仍然较低，因此过于猛烈的系统性风险不会发生，更加值得关注的仍然是希腊、葡萄牙等南欧小国。

■ 情况远好于希腊，政治动荡是风险

从债务问题的现状来看，意大利的财政问题不如希腊严重，其债务比率更高的同时赤字比率也明显低于希腊。此外，意大利的实体经济维持增长，财政收入可望持续上行。此外，其债务评级也更好，融资成本也能保持在相对的低位。

意大利的真正风险在于其国内长期的政局不稳。从 1990 年至今，意大利内阁更换过 10 次，平均每届内阁持续时间仅有两年。而从议会结构来看，意大利议会并不存在绝对的多数党，贝卢斯科尼所在的执政党，无论在参议院还是在众议院都没有占有 50% 以上的席位。一方面，当前的执政联盟因为存在激烈的博弈，因而使得立法机构行动迟缓；另一方面，执政党在议会中没有多数地位意味着当前内阁容易倒台。

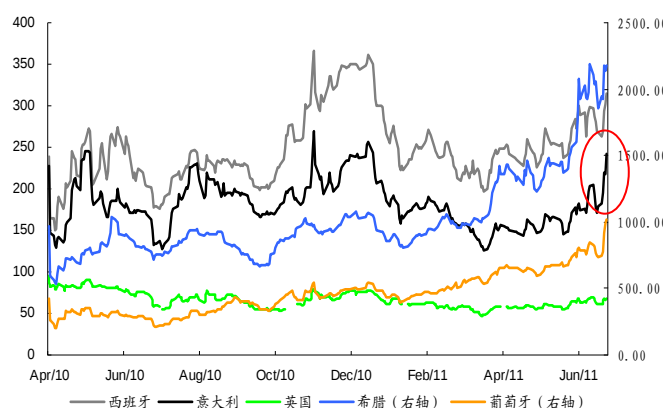
■ 债务问题的焦点仍在南欧小国

我们认为，当前债务危机的焦点，仍然在希腊、葡萄牙等南欧小国，而受政治因素影响的如意大利和比利时等国的风险相对较小。由于意大利和比利时在经济增长方面更加稳健，而且其对于政治上的混乱也有应对的经验，所以我们认为债务危机的严重程度小于市场预期，而危机的真正引爆点仍然存在于希腊和葡萄牙，当前希腊的债务问题更是重中之重。当前版本的希腊债务危机解决的计划还没有得到评级机构的认同，近日，范龙佩开始召集欧盟各国领导人召开会议，讨论对希腊的进一步救援计划，本次会议将对希腊债务危机形成非常重要的影响。

事件：意大利政府内部矛盾引发新债务问题担忧

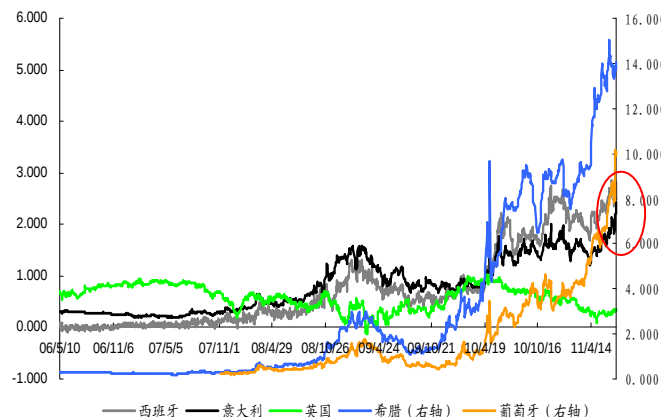
希腊债务危机的阴云还未过去，债务风险的担忧已经转移到意大利。总理贝卢斯科尼与财政部长特雷蒙蒂之间的激烈矛盾导致市场担心意大利的 400 亿紧缩计划难以通过。上周五，意大利国债的 CDS 大幅上升，从 217.5 个基点上升至 241.2 个基点，同日意大利 10 年期国债对德国同期国债利差上升 23 个基点。而意大利债务问题的担忧也引发了其他金融市场的波动。隔夜标普 500 指数回落 1.81%，DAX 指数回落 2.33%，CAC40 指数下滑 2.71%。同时，市场对于意大利债务问题的担忧也推升了美元指数，隔夜美元指数上涨 1.15% 至 75.94。

图 1：意大利国债 CDS 费率上调



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：意大利队德国国债收益率利差大幅上行



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

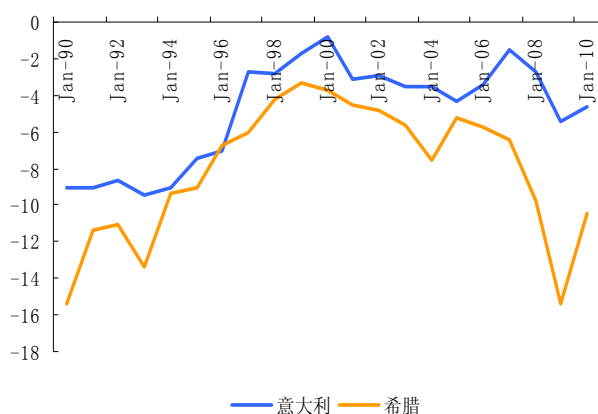
近期对于意大利债务问题的担忧是由于其政府内部的矛盾引发的，市场担忧贝卢斯科尼与财长特雷蒙蒂的矛盾将会导致意大利 400 亿的财政紧缩计划难以通过。我们认为，意大利政局不稳的历史是引发市场对其政治问题的过分反应的重要原因。我们认为，当前意大利发生严重债务问题的可能性仍然较低，因此过于猛烈的系统性风险不会发生，更加值得关注的仍然是希腊、葡萄牙等南欧小国。

情况远好于希腊，政治动荡是风险

意大利是欧元区内债务负担仅次于希腊的国家，当前债务余额与 GDP 之比已经高达 120%，如果意大利的债务问题恶化，由于其经济规模较大，其对于欧元区将会形成系统性的影响。其威力将会远远大于爱尔兰、希腊和葡萄牙等小国。那么意大利财政的走向将会如何呢？我们认为市场对于意大利的债务问题存在过度反应。

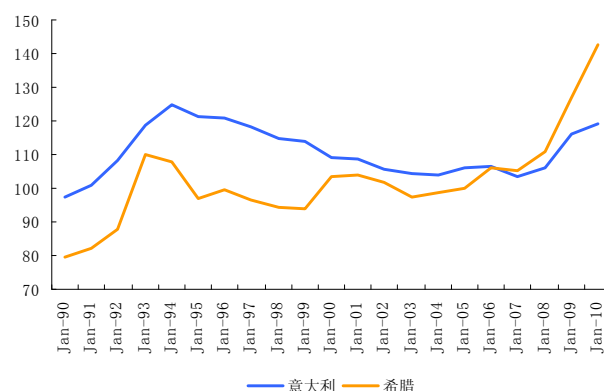
首先，意大利的财政赤字状况远好于希腊。2010 年意大利的财政赤字额/GDP 为 4.6%，而希腊的赤字比率为 10.5%。2011 年意大利的财政赤字目标为 3.9%，尽管市场对于其是否能够完成该目标还存有怀疑，但是意大利经济维持增长的条件下，财政赤字比率缩减将是确定性事件。此外，考虑到意大利的债务/GDP 水平低于希腊，意大利的财政现状好于希腊。

图 3: 意大利财政赤字/GDP 明显小于希腊



资料来源: IEA Oil Market Report, 长江证券研究部

图 4: 意大利债务/GDP 明显小于希腊



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

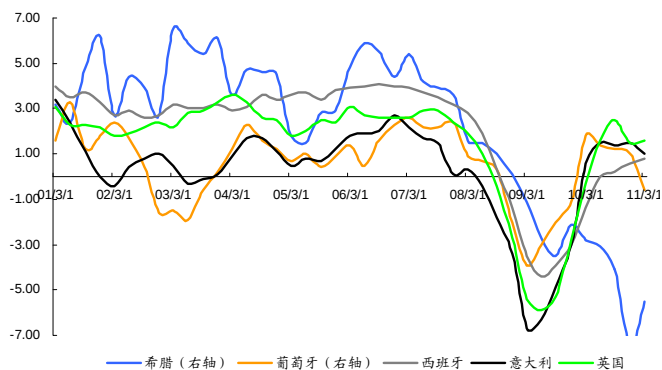
表 1: 近期各国加息情况

国别	10年目标	10年实际	09年实际	11年目标
西班牙	9.30%	9.20%	9.40%	6%
意大利	5%	4.50%	5.30%	3.90%
葡萄牙	7.30%	8.60%	10%	4.60%
爱尔兰	—	18.10%	14.30%	10.50%
希腊	8.10%	10.00%	15.40%	7.40%

资料来源: 长江证券研究部

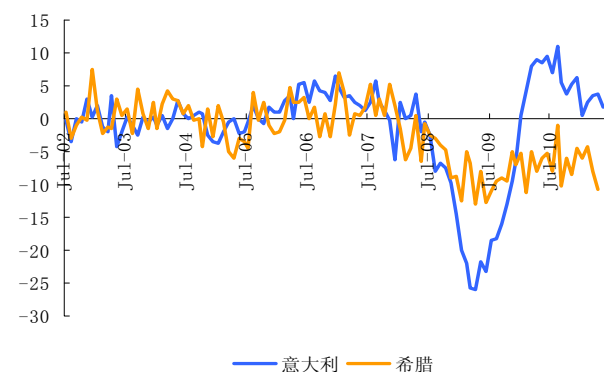
其次, 债务问题的前景来看, 意大利的情况也远好于希腊。意大利的经济增长情况好于希腊, 一季度 GDP 意大利的 GDP 同比增长好于西班牙、葡萄牙和希腊, 从 08 年初以来希腊工业产值维持负增长, 意大利工业产值同比维持增长, 因此意大利可以在实体经济不受到明显影响的条件下实现财政收入的上升。

图 5: GDP 同比增速好于希腊



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 6: 工业产值维持增长



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

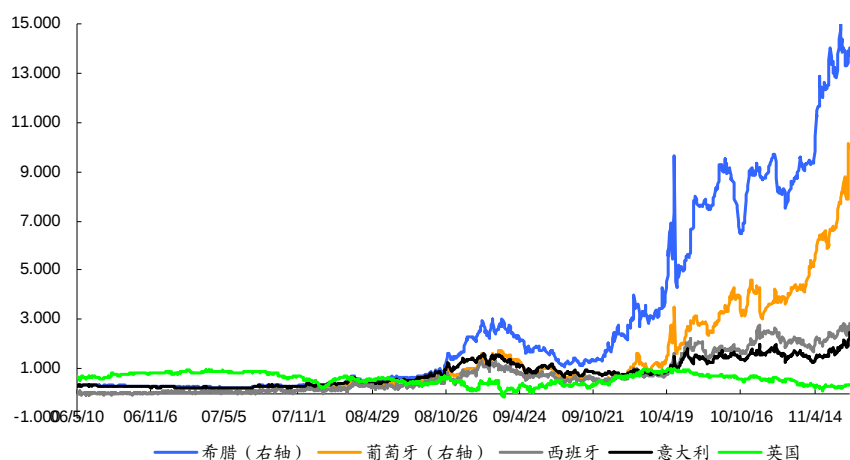
此外，当前意大利国债评级好于希腊。目前，穆迪、标普和惠誉对意大利的长期国债评级都明显高于投资级与垃圾级的分界线。由于意大利的评级较高，因此意大利的融资成本明显低于希腊。如此，意大利的债务可持续性明显高于希腊。

表 2：近期各国加息情况

	穆迪		标普		惠誉	
	最新评级		最新评级		最新评级	
意大利	Aa2（负面）	2011/5/23	A+	2006/10/19	AA-	2006/10/19
希腊	Caa1	2011/6/1	CCC	2011/6/13	B+（负面）	2011/5/20

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

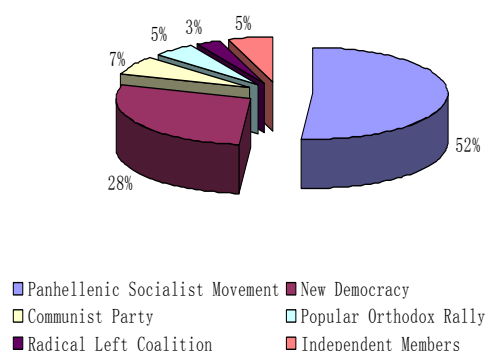
图 7：意大利国债收益率低于希腊国债收益率



资料来源：长江证券研究部

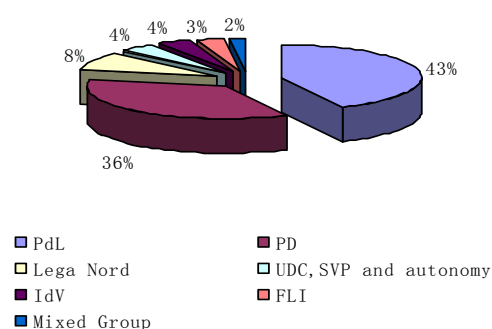
然而，意大利的硬伤在于政局长期不稳。从 1990 年至今，意大利内阁更换过 10 次，平均每届内阁延续时间仅有两年。而从议会结构来看，意大利议会并不存在绝对的多数党，贝卢斯科尼所在的执政党，无论在参议院还是在众议院都没有占有 50% 以上的席位。一方面，当前的执政联盟因为存在激烈的博弈，因而使得立法机构行动迟缓；另一方面，执政党在议会中没有多数地位意味着当前内阁容易倒台。本次贝卢斯科尼与财政部长矛盾的升级，引发了市场的担忧。这也表明**市场对于意大利内部的政治事件异常敏感，或者说市场投机者也愿意以意大利的政治事件做文章**。我们认为，虽然总理和财政部长之间存在激烈的矛盾，但是我们认为双方在财政政策上仍然会表现得较为理性，400 亿的财政紧缩计划很可能会顺利通过。

图 8: 希腊议会存在绝对多数党派



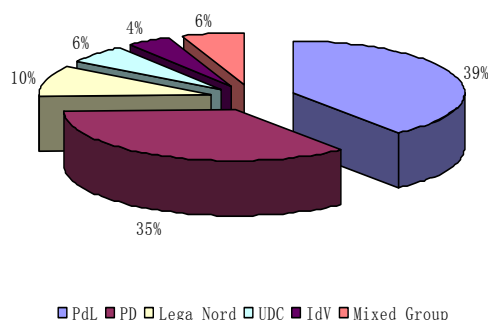
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9: 执政党在参议院席位低于 50%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: 执政党在众议院席位低于 50%



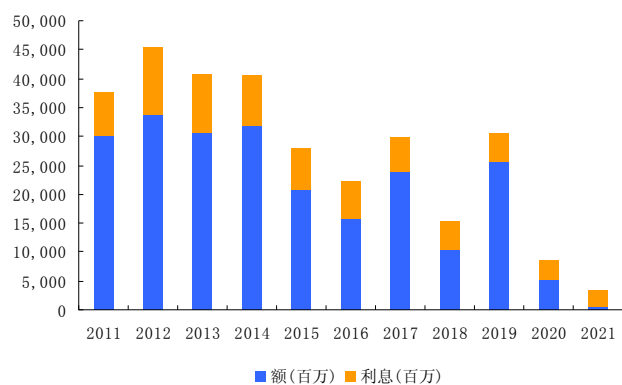
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

债务焦点仍在南欧小国

我们认为，当前债务危机的焦点，仍然在希腊、葡萄牙等南欧小国，而受政治因素影响的如意大利和比利时等国的风险相对较小。由于意大利和比利时在经济增长方面更加稳健，而且其对于政治上的混乱也有应对的经验，所以我们认为债务危机的严重程度小于市场预期，而危机的真正引爆点仍然在于希腊和葡萄牙，当前希腊的债务问题更是重中之重。

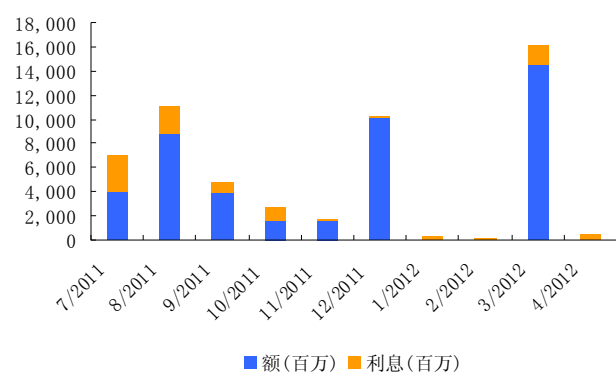
近期，标普已经宣布，如果私人机构通过自愿展期的方式来支持希腊解决债务问题的话，那么希腊国债将会不可避免的被定为止付级别。而从近期欧元区政界对于评级机构的评论来看，欧元区对于希腊评级的继续下降仍然颇为担忧。如果希腊债务被评为止付级，那么欧元区银行体系作为债务的持有人将会面临头寸的损失，作为希腊国债 CDS 卖方的金融机构也可能因为希腊国债价格下降赔付买方的巨额损失。近日，范龙佩开始召集欧盟各国领导人召开会议，讨论对希腊的进一步救援计划，本次会议将对希腊债务危机形成非常重要的影响。

图 11: 希腊的债务分布 (年度)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 12: 希腊的债务分布 (月度)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。