

分析师： 王小军
执业证书编号： S0050510120020
Tel: 010-59355881
Email: wangxj@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《PMI 见底后迎来缓复苏》 2011-08-01
《美国二季度 GDP 不及预期 中期潜在增速
或下移》 2011-08-01
《企业利润短期改善》 2011-07-27

标普下调美国长期主权信用评级点评

投资要点

- 2011 年 8 月 6 日，世界三大评级机构之一的标普将美国长期主权信用评级从 AAA 下调至 AA+，短期评级仍为最高的 A-1+ 级。这是 1917 年以来美国长期主权信用评级首次被下调，因而具有划时代的意义，是近代世界金融史上的标志性事件。
- 标普降级的理由包括：美国债务状况前景堪忧，债务占 GDP 的比重逐年上升；美国国会近期通过的提高债务上限的方案难以奏效；对美国国会未来应对类似问题能力的信心不足。
- 短期来看，全球金融市场动荡将加剧，风险资产价格下行压力上升，但预计负面影响持续时间有限。中长期来看，美国融资成本上升，不利于世界经济增长；美元地位下滑，贬值趋势进一步确立。
- 该事件对美国而言相当于变相加息，在家庭、政府均去杠杆化的背景下，美国经济难以承受资金成本上升。美国已经染上“日本病”，量化宽松将成为常态。短期而言，实施 QE3 的条件正在形成。
- 对中国经济、宏观政策、资本市场都会形成挑战，尤其是对于宏观政策的挑战十分严峻、迫切。对中国经济的影响仍主要停留在出口层面，偏重于中长期。在政策应对上，我们认为，应该接受 2010 年下半年货币政策放松给通胀治理带来的成本上升的教训，维持适度紧缩的货币政策取向。

事件：2011年8月6日，世界三大评级机构之一的标普将美国长期主权信用评级从AAA下调至AA+，短期评级仍为最高的A-1+级。

点评：这是1917年以来美国长期主权信用评级首次被下调，因而具有划时代的意义，是近代世界金融史上的标志性事件。标普下调美国长期主权信用评级早有征兆，早在今年4月下旬，该机构就曾将美国主权信用评级前景从AAA下调至AA+；7月底，在美国国会两党就债务上限调整问题争论不休时，标普再次警告，即使债务上限最终被上调，如果美国政府不能制定令人信服的改善财政政府状况前景的方案，那么美国主权信用评级仍会被下调。虽然由此作铺垫，但此消息对市场的影响仍然巨大——8月4日，美国股市单日跌幅创金融危机以来最大；8月5日，道指盘中从上涨172点转为下跌245点。

降级的理由：

标普下调美国长期主权信用评级的原因主要有以下几个方面，首先，美国债务状况前景堪忧，债务占GDP的比重逐年上升。过去几年中，由于财政赤字不断扩大，美国政府发债步伐加快，导致债务占GDP的比重不断上升。8月2日，债务上限提高后，美国将继续发债，未来今年，债务余额占GDP的比重将会继续上升。第二，美国国会近期通过的提高债务上限的方案难以奏效。标普认为本次降级是对美国国会和政府最近财政整顿计划的反应，债务上限提案缺乏对中期债务动态的稳定的必要因素，该方案在未来可能难以完成。第三，对美国国会未来应对类似问题能力的信心不足。标普认为，美国的决策和政治体制的有效性、稳定性和可预见性在一定程度上正在削弱现有财政和经济挑战，甚至比2011年4月18日将其评级展望为负面时预想的更为严重。

市场反应：

虽然标普是在上周五美股收盘后才宣布下调美国评级，但上周四的市场已经有所反应。上周四，美国三大股指大幅下跌，单日跌幅为金融危机以来最大。市场普遍将其解读为美国经济衰退概率升高、欧债危机深化。但我们认为这并不足以导致一向独立的美国股市出现如此大幅度的下跌，只有能够引发系统性风险、来自美国自身的金融事件才会引发如此大规模抛盘。

上周四、周五，全球金融市场大幅动荡，风险资产价格大幅修正，无风险或低风险资产价格同样出现调整，这与以往有所不同。由于市场传言标普将下调美国评级，美股周五从盘中高点大幅回调近4%，本周一，标普500指数期货大幅下跌，美国以外的股市也大多暴跌。与股市不同，全球债市出现戏剧性的变化，上周四，股市大跌导致避险资金进入安全性高的债市，美国、欧元区、日本、英国等主要经济体的十年期国债上涨，导致收益率大幅下降，但周五各国国债收益率大幅回升，表明一向被视为无风险资产的国债也遭到投资者的抛售。

对全球经济的影响：

我们认为，标普下调美国长期主权信用评级对于全球经济与金融市场而言是系统性风险事件，对全球经济的短期、中长期前景均有负面影响，主要体现在中长期。短期而言，由此导致的资产价格暴跌将会导致居民家庭财富缩水、影响企业的投资支出，进而对宏观经济总量造成负面冲击。美国经济受到拖累的溢出效应将会影响外部经济，尤其是以亚洲为代表的出口导向型经济体。

中长期而言，美国主权信用评级被下调意味着投资者要求的风险溢价上升，长期国债收益率将会上升，而美国长期国债收益率不仅是美国金融资产定价的基准，也是全球风险资产定价的重要参考基准。美国国债收益率上行意味着全球金融资产价格将向下修正。

相对而言，该事件的短期影响将会短促而显著，中长期影响较为温和。毕竟这不同于雷曼兄弟破产，不会导致全球金融市场到来持续而沉重的打击，导致其崩溃。

对美国宏观政策的影响：

摩根大通预计，该事件将导致美国国债利息每年增加 1000 亿美元。按照目前 14.3 万亿美元的债务存量来计算，相对于加息 70 个基点。在没有出现新的经济增长点之前，美国经济可能难以承受变相加息，一旦经济低迷或者衰退，可用的政策捉襟见肘，量化宽松将是唯一的选择。

金融危机后，美国家庭持续去杠杆化，家庭负债率不断下降，如果以目前的速度计算，家庭负债率要恢复到 1980 年的水平尚需 6 个季度左右。美国政府刚刚制定了未来 10 年削减 2.4 万亿美元财政赤字的方案，这表明政府部门将步入漫长的去杠杆化时期。同时，企业部门也没有产生新的经济增长点，这意味着美国经济增长将会受到很大的压制，中期趋势增速将会显著低于金融危机前的 2.5-3.0%。经验表明，只有当经济增速持续高于 2.5% 时，失业率才会出现趋势性下滑或处在健康的稳定状态。

美国已经染上“日本病”，量化宽松将成为常态。中期经济增长前景不妙意味着就业市场将会出现很多波折，如果此时通胀率处于低位或者具有明显下滑趋势，那么政策刺激将顺利成章。财政政策收缩、基准利率降无可降，量化宽松便成为唯一的选择。目前而言，经济增长低迷、失业率居高不下，实施量化宽松的三大条件具备其二，唯一不具备的是通胀率仍在高位。不过，由于与通胀关系最为密切的油价正从高位回落，整体通胀水平将会逐渐回落，扣除能源与食品的核心通胀也将掉头向下，再次实施量化宽松的条件正在形成。

对中国的影响：

该事件对中国经济、宏观政策、资本市场都会形成挑战，尤其是对于宏观政策的挑战十分严峻、迫切。对中国经济的影响仍主要停留在出口层面，偏重于中长期。首先，美国中长期经济增速下滑及其溢出效应将恶化中国的出口环境，中国的主要出口地美国、欧盟、日本未来数年都将陷入低增长甚至衰退困境；其次，汇率战、贸易摩擦恐将加剧，2009 年四季度的情景可能重现。

更为重大的挑战是如何应对美国未来货币政策的变化。前面我们提到，未来数年，美国量化宽松将是常态，或许 QE3 很快就会到来。国内的现实情况是，经济增长下滑尚未停止，外部环境偏负面，对未来的经济增长十分不利，另一方面，通胀仍然居高不下，即使见顶下行，空间较为有限。政策如何应对？放松还是继续紧缩？紧缩意味着中小企业生存越来越难，就业将受到冲击，社会稳定受到挑战；放松意味着通胀失控的风险大幅上升，社会的安定、和谐将会遭受更严峻、持久的挑战。

对股市的段短期影响在于，股市下行风险显著上升，但形成持续性冲击的可能性较小；中长期影响很大程度上中国的宏观政策如何应对，如果放松，中国经济可能陷入滞涨，股市前景将不容乐观。

分析师简介

王小军：天津大学数量经济学专业4年证券业从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。2009年和2010年对世界经济、全球金融市场形势把握准确。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn