

意大利、西班牙国债市场动荡的原因、应对及前景

✍ 闻岳春 执业证书编号: S1230208080059
☎ 021-64716089
✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读:

- 意大利、西班牙危机显现
- 意大利、西班牙国债市场动荡的原因
- 意、西政府与欧盟、欧央行应对国债市场动荡
- 前景展望

投资要点:

- 意大利、西班牙危机显现: 国债遭到猛烈攻击, 收益率均徘徊在约 14 年高点
- 意大利、西班牙国债市场动荡的原因
- 对两国经济前景不确定性的担忧、市场信心缺失与众多市场疑虑累积叠加加重市场恐慌情绪
- 欧元区反应较迟钝, 主要经济体、特别是德法在如何处理危机方面总是分歧不断, 令救援进程延误, 也是欧债危机深化包括意大利、西班牙国债市场动荡的重要原因
- 信用评级机构“畸形”话语霸权: 穆迪、标普表示可能对意大利、西班牙下调评级对其国债市场动荡推波助澜
- 意、西政府与欧盟、欧央行应对国债市场动荡
- 前景展望
- 对意大利、西班牙这两个国家的债务情况进行了好坏两种情景分析
- 意大利经济发展中也有有利的一面, 其失业率 8.0% 相对较低, 这样就为意大利政府设法实行紧缩财政创造了比较有利的条件——紧缩环境下, 工人民众的反对可能会比较少
- 目前西班牙失业率已经高达 20.9%, 如果政府设法实行紧缩财政, 在一定程度上会减少民众的就业机会, 工人民众的反对可能会比较多
- 正因为意大利、西班牙特别是前者的债务问题比较严重, 意、西政府应该立即与欧盟、欧洲中央银行、国际社会联合行动, 积极应对, 或许可以避免更深重的债务危机

相关报告

- 1《美国债务上限谈判陷僵局: 演化、情景、后果、应对》2011.07.31
- 2《美国经济数据总体不佳、两党围绕债务上限的政治斗争或导致债务违约令股市承压》2011.07.31
- 3《中国主权财富基金进一步发展的策略研究》2011.07.23
- 4《欧央行最早 7 月 7 日加息: 希腊“屋漏”可能“还逢连天雨”》2011.07.03
- 5《如何看待疲软的美国房地产市场?》2011.06.24
- 6《美元再度被反弹: 希腊债务危机打压欧元 & 通胀数据刺激美元》2011.06.17
- 7《加还是不加: 欧央行进退两难下 7 月后可能加息》2011.06.11
- 8《疲软的美国经济忧多于喜: “高位回档”但不会出现“二次衰退”》2011.06.05
- 9《美元指数短期相对强势、反弹乏力: 欧债危机再度升级 PK 美国疲软、持续复苏》2011.05.27
- 10《美联储政策退出: 步骤与时机选择》2011.05.22

报告撰写人: 闻岳春

数据支持人: 闻岳春



正文目录

意大利、西班牙国债市场动荡的原因、应对及前景	3
1. 意大利、西班牙危机显现：国债遭到猛烈攻击，收益率均徘徊在约 14 年高点	3
2. 意大利、西班牙国债市场动荡的原因	5
2.1 对两国经济前景不确定性的担忧、市场信心缺失与众多市场疑虑累积叠加加重市场恐慌情绪	7
2.2 欧元区反应较迟钝，主要经济体、特别是德法在如何处理危机方面总是分歧不断，令救援进程延误，也是欧债危机深化包括意大利、西班牙国债市场动荡的重要原因	8
2.3 信用评级机构“畸形”话语霸权：穆迪、标普表示可能对意大利、西班牙下调评级对其国债市场动荡推波助澜	8
3. 意、西政府与欧盟、欧洲央行应对国债市场动荡	10
4. 前景展望	11

图表目录

图 1：市场担忧情绪推升意大利融资成本节节走高，其国债收益率（位于 6% 上方）与德国国债收益率的利差扩大	3
图 2：西班牙 10 年期国债收益率连日来持续位于 6% 上方，其与德国国债收益率的利差扩大	3
图 3：4 日欧洲主要股指继续下滑，英国、德国、法国和西班牙股市跌幅均在 3% 以上，而意大利股市跌幅甚至超过 5%	4
图 4：8 月 4 日欧元对美元汇率下跌 1.3%	4
图 5：近年来意大利经济增长乏力，今年 1 季度其经济增速同比为 1.03%	6
图 6：西班牙、意大利 GDP 及其增长的比较	6
图 7：2010 年年底，意大利公共债务占国内生产总值的比例高达 119.0%，在欧元区位列第二，仅次于希腊的 142.8%；西班牙则比较低，只占 60.1%	6
图 8：2010 年意大利、西班牙政府预算赤字占国内生产总值的比例分别 4.6%、高达 9.2%	7
图 9：世界第 7 大经济体、欧元区第 3 大经济体的意大利规模非常大，其 GDP 超过希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙 4 国 GDP 总和；西班牙 GDP 也比较大，超过希、爱、葡 3 国总和	10
图 10：意大利失业率相对较低，2011 年 6 月为 8.0%，低于欧元区失业率的 9.9%	12
图 11：西班牙失业率高达 20.9%	12





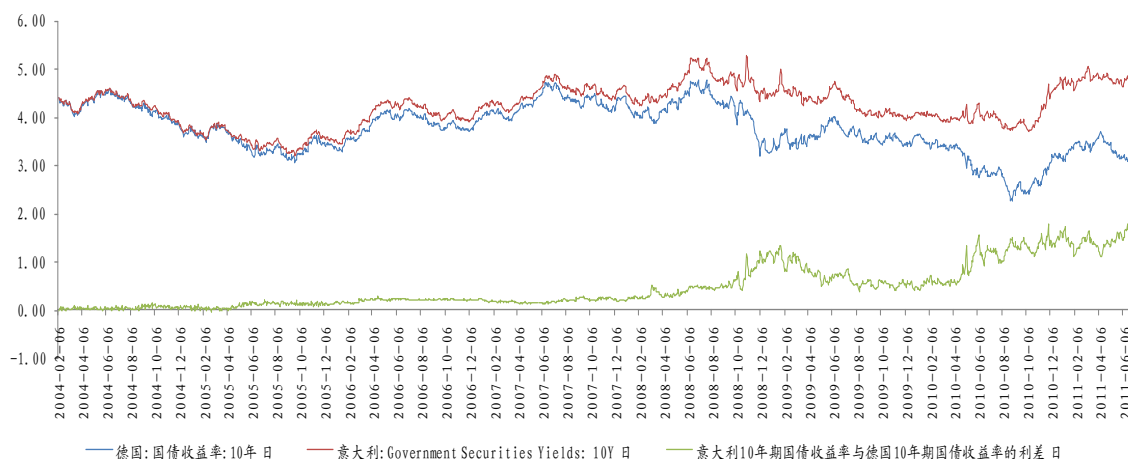
意大利、西班牙国债市场动荡的原因、应对及前景

本周，欧元区债务问题及欧洲、美国、日本甚至全球经济均可能放缓的疑虑引发全球市场一波急跌，意大利及西班牙的债券更是遭到猛烈攻击。

美国国会刚刚通过提高美债上限方案，使得美债危机暂时得以缓解，欧洲债务危机却再次回到人们的视线。本周三，欧债危机进一步向欧元区第三、四大经济体——意大利和西班牙蔓延，其国债更是遭到猛烈攻击，民众恐慌情绪空前高涨。投资者担心若情况继续恶化，这场危机最终对世界经济造成的打击将并不亚于美国才平息的债务危机。

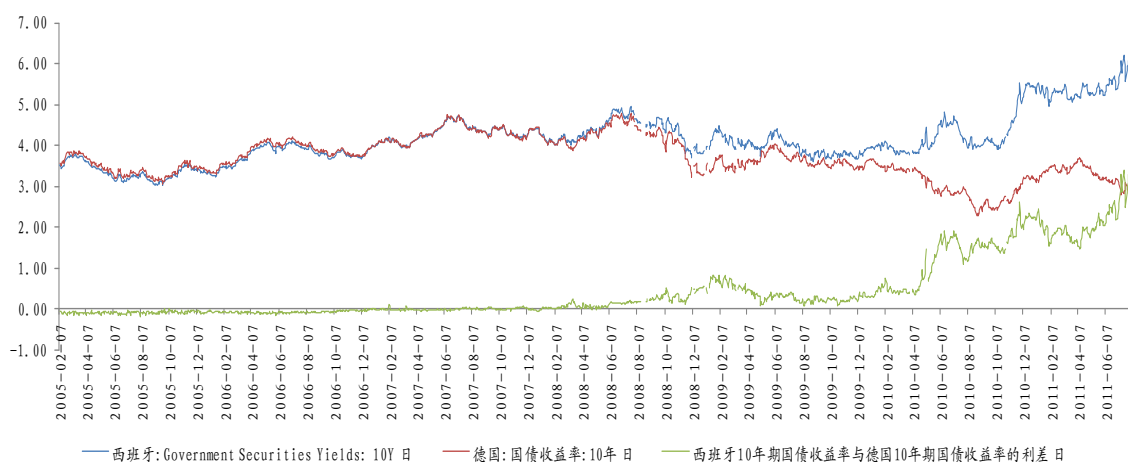
1. 意大利、西班牙危机显现：国债遭到猛烈攻击，收益率均徘徊在约 14 年高点

图 1：市场担忧情绪推升意大利融资成本节节走高，其国债收益率（位于 6% 上方）与德国国债收益率的利差扩大



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 2：西班牙 10 年期国债收益率连日来持续位于 6% 上方，其与德国国债收益率的利差扩大

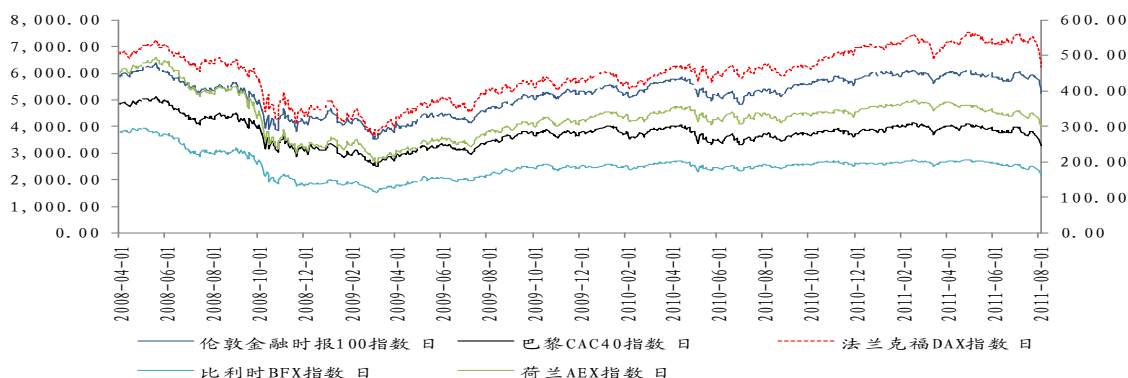


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



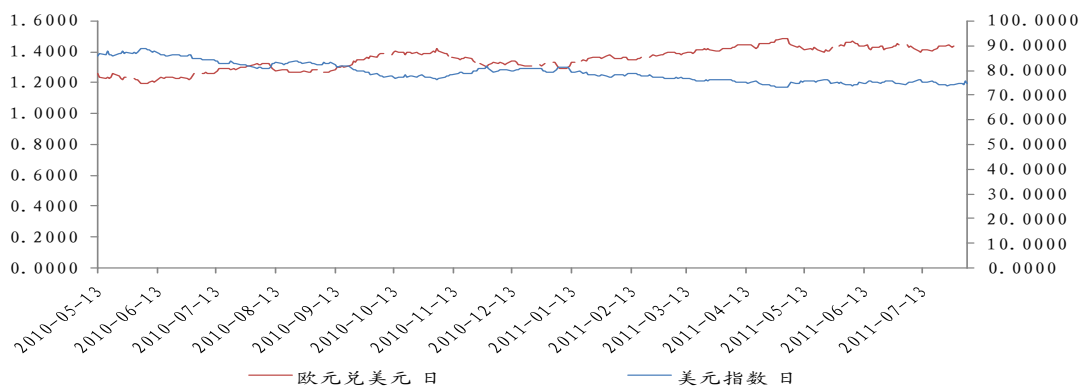


图 3：4 日欧洲主要股指继续下滑，英国、德国、法国和西班牙股市跌幅均在 3%以上，而意大利股市跌幅甚至超过 5%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 4：8 月 4 日欧元对美元汇率下跌 1.3%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

意大利和西班牙十年期债券的收益率最近几天已经上到 6%以上。

其实，7 月市场对意大利偿还债务的能力和 political 稳定的担忧已经加剧。7 月 11 日，意大利 10 年期主权债券的收益率迅速攀高，超过了德国国债收益率 285.6 个基点，这是前所未有的。作为欧洲大陆的第三大经济体，意大利一旦成为欧洲主权债务危机的下一个受害者，其对全球经济的影响将远超希腊债务危机。正因如此，意大利主权债券突然被市场“抛弃”引起了恐慌。7 月 18 日，意大利 10 年期国债收益率创下欧元问世以来的最高纪录。与希腊、爱尔兰和葡萄牙相比，意大利的债务危机更令人担忧。金融分析人士认为，意大利债务总额占国内生产总值比重仅次于希腊，约为 1.8 万亿欧元。意大利作为继日本和美国之后的第三大债券市场，危机显然是系统性的，不仅威胁到整个欧元区的稳定，甚至还会殃及世界经济复苏。

7 月 28 日意大利虽成功拍卖了 80 亿欧元的国债，但这个成功却来得非常“惨烈”。数据显示，意大利当日拍卖的 10 年期国债收益率高达 5.77%，这大大高于 1 个月前拍卖时的 4.94%。而在拍卖后其国债收益率仍旧继续走高。数据显示，当日意大利 10 年期国债收益率一度攀升至 5.82%，2 年期国债收益率也飙升至 4.2%，高于欧盟承诺提供给希腊 3.5% 的贷款利率。

在意大利经济本已疲弱的当前，债券收益率的大幅走高，无疑会给意大利的债务局势蒙上阴影。数据显示，意大利 7 月制造业指数持续第四个月下滑，目前该数据已处在暗示经济衰退的区域中。而意大利商业团体也认为，意第二季度的经济增长可能“接近于零”。“意大利经济前景看上去一片黯淡。”有经济学家表示。而意政府又不得不为其国债融资支付 11 年来最高的借贷成本，





这些都将使意债务负担更为沉重。

最新数据显示，意大利债务总额已高达 1.9 万亿欧元，这几乎是希腊、葡萄牙和爱尔兰债务总和的两倍多。作为欧元区第三大经济体，意大利在信贷市场上的融资状况一直是各界关注的焦点。有分析人士表示，一旦意债券收益率屡创新高，则很可能会触发评级机构下调其债信评级，这会加重市场有关欧债危机从外围国家向核心国家扩散的担忧。

意大利股票和国债市场承压的事实表明，市场不仅对意大利政府削减主权债务的能力感到担心，同时也对上周欧盟领导人峰会解决希腊债务危机的方案感到怀疑。或许面临着市场的压力，不排除意大利成为后危机时代的“雷曼兄弟”，到时候全球或许会遭受比雷曼兄弟倒闭更大的危机打击。

本周二（8 月 2 日），市场对意大利偿还债务的能力和政局稳定的担忧进一步加剧。意大利和西班牙的十年期国债收益率皆创下 14 年来的历史最高纪录，导致欧洲各大股指纷纷大幅下跌。虽然两国国债收益率都在稍后都有所下降，但始终徘徊在 6% 以上；而此前希腊、爱尔兰、葡萄牙三国都是在国债收益率超过 7% 之后，就不得不寻求国际金融救助。3、4 日，意大利和西班牙国债价格连续第六、七个交易日下跌，收益率则升至 10 多年来新高。3 日盘中，意大利 10 年期国债收益率上扬 12 个基点报 6.25%，与德国国债的收益率差扩大 19 个基点至 391 个基点；西班牙 10 年期国债收益率涨 13 个基点报 6.41%，与德国国债的收益率差扩大 20 个基点至 407 个基点，市场对西班牙长期融资能力担忧加剧。分析人士认为，假如西班牙国债收益率继续快速上升，并在几个月内维持在高位运行，这一欧元区第四大经济体可能将被迫继希腊、爱尔兰和葡萄牙后寻求欧盟援助。

不过，西班牙经济部长萨尔加多 3 日表示，虽然国债收益率在过去几天内暴涨，但西班牙仍将通过市场自行融资。萨尔加多称，市场不安情绪与美国债务上限谈判及美国经济增长疲软造成的不确定性密切相关，西班牙债市受到了牵连。

两国国债的收益率均徘徊在约 14 年的高点，收益率上扬意味着两国的国债都在承受猛烈抛压。此番意大利和西班牙爆发债务危机，正值欧洲各国为应对高额债务紧缩财政从而导致经济发展急剧放缓；同时，美国也为了平息债务危机大幅削减财政赤字，使得经济恢复脚步变慢。有分析表明，此次欧美经济齐受挫将会对世界市场造成巨大冲击，进一步损害全球经济复苏。

4 日，欧洲主要股指继续下滑，英国、德国、法国和西班牙股市跌幅均在 3% 以上，而意大利股市跌幅甚至超过 5%。此外，欧元对美元汇率下跌 1.3%。

欧元难见强势反弹。欧盟统计局 3 日公布的数据显示，欧元区 6 月零售销售较上月增长 0.9%，意外好于预期。受此提振，欧元对主要货币汇率均出现温和反弹。但有分析师认为，欧元对瑞郎等货币的跌势难以在短期内终结。对欧元区二线国家债务问题的担忧重燃，以及危机扩散至诸如西班牙和意大利等国的风险或拖累欧元全面走软。

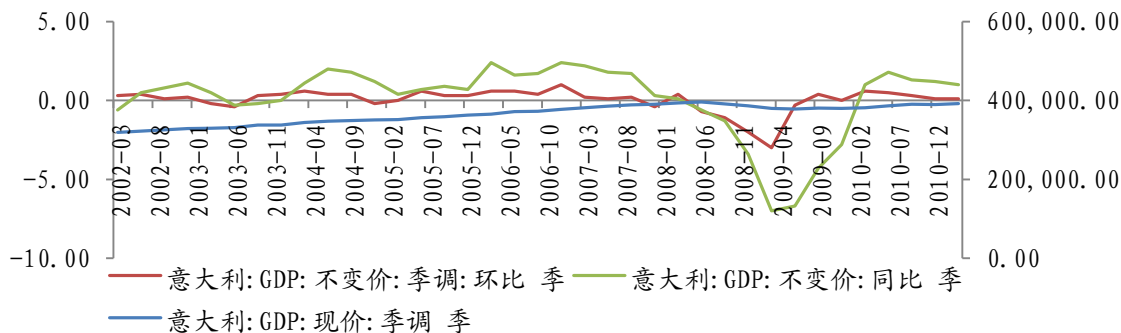
对于市场不安情绪，欧盟委员会主席巴罗佐要求欧盟成员国领导人全力支持欧元区，重新评估欧洲金融稳定工具和永久性救助机制“欧洲稳定机制”。

2. 意大利、西班牙国债市场动荡的原因



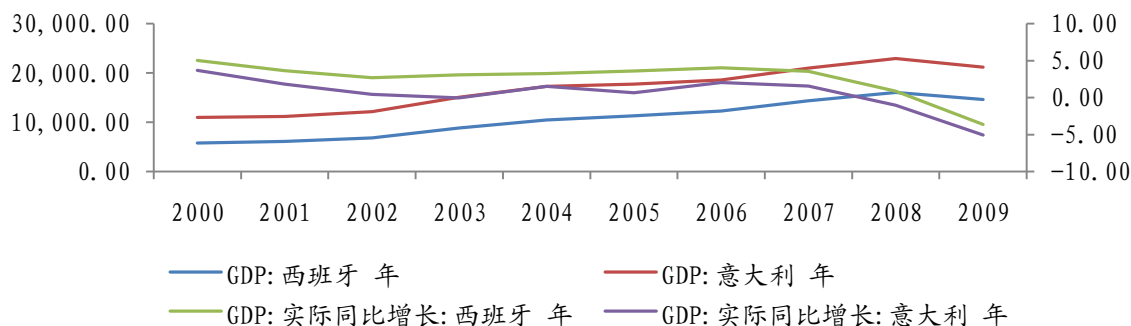


图 5：近年来意大利经济增长乏力，今年 1 季度其经济增速同比为 1.03%

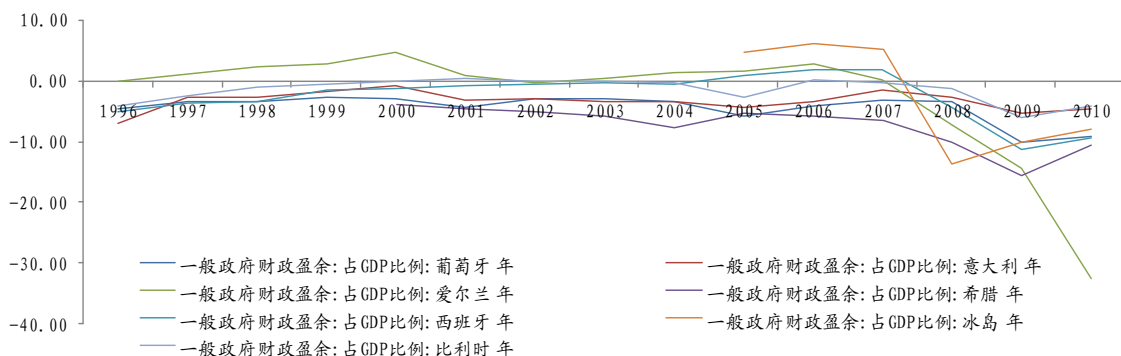


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 6：西班牙、意大利 GDP 及其增长的比较

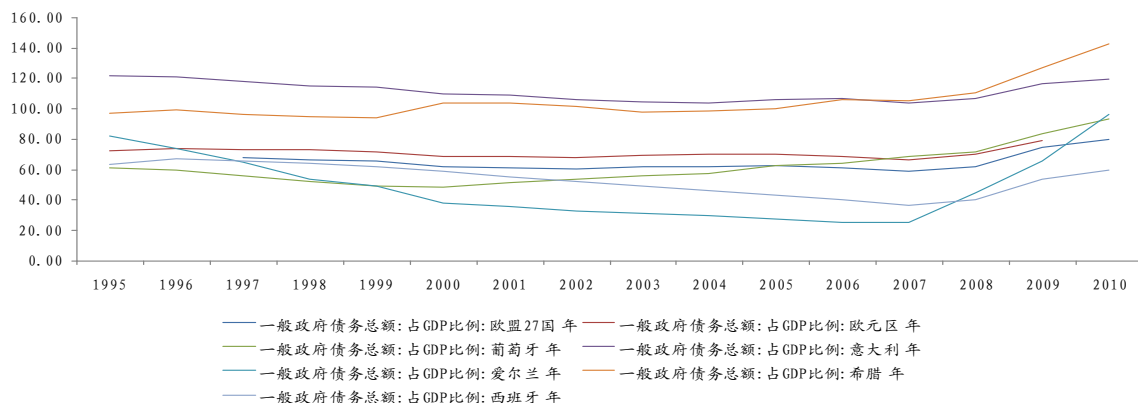


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 7：2010 年年底，意大利公共债务占国内生产总值的比例高达 119.0%，在欧元区位列第二，仅次于希腊的 142.8%；西班牙则比较低，只占 60.1%

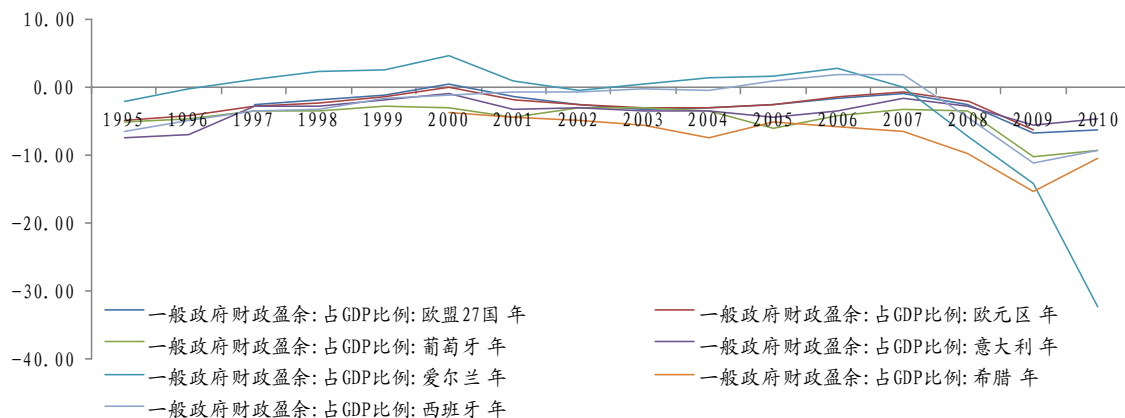


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。





图 8：2010 年意大利、西班牙政府预算赤字占国内生产总值的比例分别 4.6%、高达 9.2%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

此次意大利、西班牙国债市场动荡，并非偶然，而是一个累积的过程。去年希腊危机前，就有分析认为，除希腊外，处于欧洲债务负担重灾区的葡萄牙、爱尔兰和西班牙等国的财政状况也同样值得引起投资者关注，意大利、比利时等国的主权信用也受到投资者的广泛猜疑。

2.1 对两国经济前景不确定性的担忧、市场信心缺失与众多市场疑虑累积叠加加重市场恐慌情绪

此次意大利、西班牙国债市场动荡的原因，与其说是两国真的面临偿债危机，倒不如说是市场信心的缺失。值得关注的是，此次恐慌导致的欧洲股市下跌与美国和亚太股市下跌同时爆发，更加重了市场恐慌情绪。苏格兰皇家银行策略主管理查兹认为，几大股市下挫并非由单一因素造成，而是缘于众多市场疑虑的累积。

虽然欧盟以及西意两国领导人在努力缓解市场不安情绪，但并不能打消投资者对两国经济前景不确定性的担忧。

近年来意大利、西班牙经济并不景气。

意大利经济增长乏力且债务负担不断攀升。2011 年第一季度意大利经济增速同比为 1.03%，欧盟预计，今年全年意大利 GDP 将增长 1.4%。数据显示，截至 2010 年年底，意大利公共债务占国内生产总值的比例高达 119.0%，在欧元区位列第二，仅次于希腊的 142.8%。其政府预算赤字占国内生产总值的比例为 4.6%到不是很高。

根据统计，意大利有 740.1 亿欧元(约合 1043.5 亿美元)债务将于今年 7 月至年底到期，2012 至 2016 年，该国还将有总额高达 5866 亿欧元(约合 8271 亿美元)巨额债务到期。分析人士甚至预计，意大利最早可能在 8 至 9 月间出现偿债困难。

西班牙国债虽只占到国内生产总值的 60%左右，但该国失业率高达 20.9%。此外，政府预算赤字占国内生产总值的比例高达 9.2%。今年第一季度西班牙经济环比增长 0.3%，低于欧元区 0.8% 的增速。

但也有分析人士表示，相比希腊等国不靠救助难以维持的境遇，意大利和西班牙的情况要好得多。

布鲁塞尔知名智库布吕格尔经济研究所高级研究员若尔特·道尔沃什认为，总的来看，意大利





经济结构相对于希腊、葡萄牙和爱尔兰而言要更健康。首先，意大利是一个大国，而且其债务主要由国内机构和居民购买，对国际市场影响不大；其次，意大利经济结构与活力也要好得多。虽然其国债收益率有所上涨，但与希腊国债收益率相比并不算太高。

据美国彭博新闻社近期对全球 20 名经济学家所做的调查，经济界普遍预期今年第二季度意大利经济增速将由第一季度的 0.1% 提高到 0.3%。意大利国家统计局 8 月 5 日公布的数据与这一预测吻合。

8 月 4 日，西班牙成功发行 33 亿欧元 (约合 47 亿美元) 国债，虽然其收益率与历史平均水平相比偏高，但还是在一定程度上安抚了市场。其中，22 亿欧元为 2014 年 4 月到期的国债，收益率为 4.900%，认购比率为 2.14: 1；11.11 亿欧元为 2015 年 1 月到期的国债，最高收益率为 5.050%，认购比率 2.4: 1。

2.2 欧元区反应较迟钝，主要经济体、特别是德法在如何处理危机方面总是分歧不断，令救援进程延误，也是欧债危机深化包括意大利、西班牙国债市场动荡的重要原因

2009 年底来，欧洲债务问题警报频传，凸显出欧元区乃至欧盟政治体系在应对危机时的反应迟钝和软弱无力。

不少欧洲学者表示，过去几个月以来，欧元区反应迟缓，缺乏有力手段，一次次错失控制局面机会。另外，欧元区主要经济体、特别是德国和法国在如何处理危机方面总是分歧不断，令救援进程延误。

欧盟已意识到问题的紧迫性与严重性。欧盟委员会主席巴罗佐呼吁迅速采取行动落实相关决议。欧洲央行也宣布重返债券市场购买陷入债务危机的国家债券，以防危机向西班牙和意大利蔓延。德国和法国领导人定于 8 月 5 日与西班牙首相萨帕特罗举行电话会谈，加强协调共商对策。

8 月 5 日欧盟负责经济和货币事务的委员雷恩表示，针对西班牙和意大利的恐慌情绪是没有依据的，两国经济状况不会在一夜之间发生改变。两国政府都承诺采取积极措施实现财政状况稳定。当天，西班牙和意大利股市开盘后出现回升，市场信心有所恢复。

但是，分析人士表示，目前欧元区采取的行动并没有触及欧元区深层次问题，财政与货币政策脱节（即货币政策统一，而财政政策不统一；对银行、金融机构的监管也不统一）。在当前市场信心脆弱的环境下，多年形成的“火药桶”很容易因小事件而点燃。意大利和西班牙债务问题也许不会升级为整个欧元区债务危机，但也很难在短期内解决。

2.3 信用评级机构“畸形”话语霸权：穆迪、标普表示可能对意大利、西班牙下调评级对其国债市场动荡推波助澜

2009 来的希腊——欧洲债务危机撼动全球，与信用评级机构的“畸形”话语霸权也有密切关系。标普、穆迪和惠誉三大评级机构，本来只是一种私人金融中介组织，但西方国家监管部门却赋予了它们作为市场信用风险最终裁决者的崇高地位，三家机构因此具备了“一言可以灭国”、





“一言可以兴邦”的超级金融话语权。金融市场对于三家信用评级机构的迷信，导致三家机构每一次下调希腊等欧元区国家主权信用评级或展望，都会在全球范围内引发波动。对此，业界及学界普遍认为，评级机构也是引发危机的重要原因之一。

国际评级机构穆迪、标普可能对意大利、西班牙下调评级，遭到意大利检方调查。国际评级机构穆迪投资者服务公司在7月29日以“融资压力”为由，将西班牙的Aa2评级列入可能被下调的负面观察名单。6月17日，穆迪对意大利采取了类似行动：警告，由于希腊债务危机波及意大利银行的风险，可能对意大利银行降级。标普也曾发表声明称，意大利经济增长前景疲软，未来24个月内有三分之一的可能性被降级。

“由于收益率的上升，我们将陷入恶性循环，”荷兰合作银行资深市场经济学家埃尔温·德·赫鲁特表示，债务负担较重的几个非核心国家评级可能被下调的风险日益加大。

欧盟委员会发言人尚塔尔·休斯2日称，尽管意大利和西班牙面临借款成本上升的问题，但欧盟并未计划向这两个国家提供救助贷款。休斯表示，意大利和西班牙当局正采取必要措施改善预算状况。根据海外媒体的估算，意大利未偿债券约为1.6万亿欧元，其中的1570亿欧元将于2011年末之前到期。

意大利检方调查评级机构穆迪和标普。据路透社4日报道，意大利检方从评级机构穆迪和标准普尔在米兰的办公室带走文件，调查这两家公司的行为是否造成意大利股市异常波动。据称，该调查源于两个消费者团体起诉穆迪和标普的报告造成意大利股市下跌。起诉团体成员Elio Lannutti表示，评级机构的行为必须改变，这种方式对国家主权来说已经不可持续，各国财富已经受到评级机构的威胁。

随后，标普称该调查毫无根据。穆迪发言人则表示，公司发布的市场信息是严肃负责的，公司将协助意大利检方调查。

笔者认为应该适度削弱三大国际评级机构“作为市场信用风险最终裁决者的崇高地位”的影响力，并加强对他们的监管。

6月8日欧洲议会公布了名为《加强评级机构管理》的全体会议非法律决议。欧洲议会议员呼吁评级机构对其评级承担法律责任，要求建立欧洲评级基金。对主权债务评级给予特别关注。要求评级机构澄清其工作模型、鼓励竞争和减少对评级的依赖。

因为不满“三大”的公信力，欧洲拟重金打造本土评级机构。美国三大评级机构指指点点，欧盟官员深恶痛绝。怎样与之抗衡？7月20日，据国外媒体报道，欧洲正在全速推进建立本土评级机构，预计2012年成立，并于当年第二季度发布首项主权评级。

事实上，建立欧洲自己的评级机构并非新想法。在欧债危机爆发后，尤其是三大评级机构接二连三地对希腊、爱尔兰等国伸出降级之手后，类似论调早已甚嚣尘上。德国总理默克尔日前在接受德国ARD电视台采访时就表示，欧洲在中期内拥有一家评级机构至关重要。

但是，也有专业人士认为，评级机构可能会有失公允、夸大事实、掺杂主观判断，但三大国际评级机构很少发生黑白颠倒的方向性错误，很多时候只是程度上的偏差。因此，欧洲方面不能完全否认评级机构的评判。**即使欧洲有自己的评级机构并发布评级报告，但评级结果的可信度才是关键所在。**

也有评论认为，对于欧洲要成立自己的评级机构，欧盟官员们应该好好反思一下连续两年的银





行业压力测试后的市场反应。这两次测试结果的可信度并不高，同理，欧洲的评级机构也不一定能让别人信服。当前三大评级机构寡头垄断，评级市场竞争不充分，竞争有利于这一市场的良性发展。如果一些评级机构有实力建立良好的公信力，的确应该得到支持进入国际市场。一旦有了更多的竞争，国际评级机构为了获得更多客户，势必进一步提供自身公信力，并在公布评级结果的同时，向客户及公众提供更多的证据和更详细的信息。

不过，鉴于短期打破三大国际评级机构垄断地位的可能性不大，因此当前市场更多地把目光放在了加强监管上。

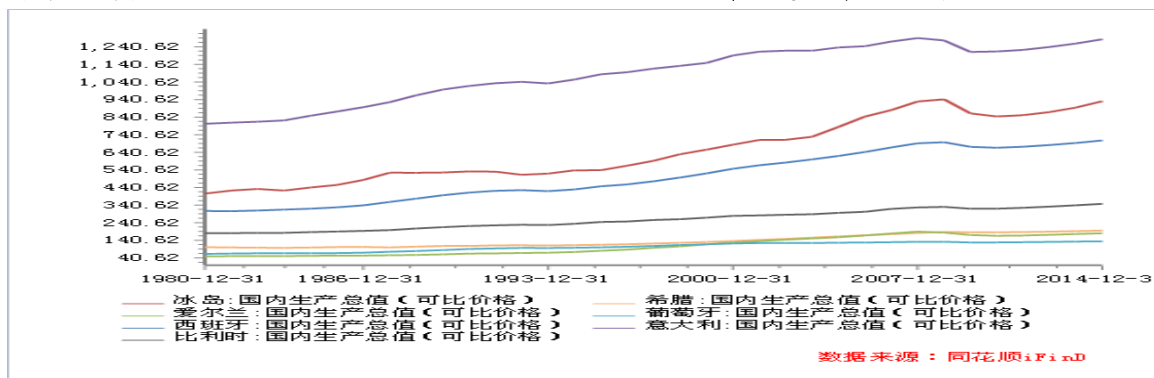
欧盟委员会金融服务委员巴尼耶日前称，鉴于近期国际评级机构接连下调欧元区成员国评级的行为导致欧洲金融市场剧烈动荡，欧盟将加强对评级行业的监管，可能将要求评级机构在公布主权评级调整前必须披露其所使用的数据及相关分析报告，以增加透明度，增强数据精确度。巴尼耶提议，欧盟财长会议将国际评级机构管理问题列入议题，上述措施可能会被写入相关欧盟法案。

当然，加强对评级机构的监管是全球金融监管改革必不可少的内容，但由于评级机构本身不涉及交易和风险，因此监管尺度很难把握。而且，作为其核心竞争力，其评级方式和技术理论不能强制公开。

当然，**苍蝇不叮无缝的蛋**。从目前三大评级机构“三箭齐发”地指向某一欧元区国家看，欧债危机，特别是“欧猪五国”的经济金融状况确实不容乐观。因此，欧盟官员及国际社会当前更应想办法切实解决希腊——欧洲债务的短期援助与长期增长（以解决援助的还本付息）问题。

3. 意、西政府与欧盟、欧洲央行应对国债市场动荡

图 9：世界第 7 大经济体、欧元区第 3 大经济体的意大利规模非常大，其 GDP 超过希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙 4 国 GDP 总和；西班牙 GDP 也比较大，超过希、爱、葡 3 国总和



资料来源：浙商证券研究所。

因为有希腊、葡萄牙和爱尔兰的前车之鉴，国债市场异常反应也引起西班牙和意大利政府以及欧盟高度重视。2 日，诸多金融财政官员都在试图安抚市场。

2 日，西班牙首相萨帕特罗推迟度假与政府官员和欧盟官员商讨对策。西班牙首相萨帕特罗的办公室称，为应对本国金融市场的动荡，萨帕特罗在休假第二天即周三便中断了度假安排，与多位政府部长开会分析金融市场的最新动态。

意大利政府也召开了紧急会议试图应对这波猛烈的抛售，该国财长特雷蒙蒂 3 日也专门前往卢森堡与欧元集团主席容克等人举行了会谈，商讨如何稳定目前的局势。意大利总理贝卢斯科尼





近日则频频公开喊话，试图安抚投资人对该国可能陷入债务危机的担忧。

3 日，意大利总理贝卢斯科尼在对国会发表的紧急演讲中承认当前意大利实际上面临危机，认为政府应当采取紧急措施，防止出现债务危机。但是，他同时又认为意大利经济是稳固的，能够应对这场危机。意大利借贷成本大幅上升是受全球、尤其是美国和日本面临的一些困难影响，反映出“信心”问题。此外，市场对意大利主权债务的评估并不正确。

作为欧元区第四大经济体西班牙的经济规模比较大（其 GDP 超过希腊、爱尔兰、葡萄牙国内生产总值总和），如果其爆发危机，其救助的难度大大高于对希腊、爱尔兰、葡萄牙的救助。

而作为世界第七大经济体、欧元区第三大经济体的意大利规模太大（其 GDP 超过希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙 4 国国内生产总值总和），如果其爆发危机，最终可能会非常难以救助，只能让欧盟领导人和欧洲中央银行出台全新政策以避免其重蹈希腊的覆辙。

欧元区债务问题及全球经济放缓的疑虑引发全球市场一波急跌，意大利及西班牙的债券更是遭到猛烈攻击。有分析师认为，对欧元区二线国家债务问题的担忧重燃将对欧元走势造成打压。有评论认为，欧洲政府官员未能说服投资者，在为希腊安排了所谓的选择性违约的债务解决方案后，他们将阻止这场危机的蔓延。西班牙和意大利政府债券有可能陷入借贷成本上升与信用评级下调的恶性循环，这种恶性循环已促使希腊、爱尔兰和葡萄牙寻求外部援助。

经济合作暨发展组织秘书长安赫尔·古里亚表示，意大利仍在做出正确的行动和正确的决定。法国巴黎银行总裁博杜安·普罗特表示，他们没有削减意大利风险敞口的计划。该行持有约 240 亿欧元的意大利国债，并在当地拥有很多零售业务。

意大利财政官员 2 日召开紧急会议，意大利金融稳定委员会在会后发布声明称，尽管国际市场不确定性导致局势动荡，但国内银行体系仍然稳健。声明称，“分析显示，尽管公共赤字稳步下降，但国际不确定性引起的紧张情势蔓延到意大利。意大利银行和金融体系很稳健，这得益于迅速行动强化资本和银行流动性。”

太平洋投资管理公司首席执行官穆罕默德·埃利安则指出，欧洲在处理债务危机的问题上，不能再“得过且过”，他强调非核心欧元区国家需要援助。

有海外媒体评论认为，美国近期通过的削减赤字协议可能进一步损害到全球经济复苏，这将成为欧元区经济复苏的绊脚石。也有分析师称，全球经济受损将令欧元区二线国家经济遭受重创，损及其摆脱越来越无法长期承受的债务负担的努力，并令其逆转时运的可能性微乎其微。

欧盟消息人士 2 日表示，欧盟主席范龙佩可能被赋予更多职权，担任欧元区协调人及发言人，以增强欧元区的政策纪律性。法国和德国将在本月晚些时候提出增强欧元区治理的建议，欧盟执委会也在研究可提上 10 月欧盟峰会议程的构想。

该消息人士表示，目前的核心问题是结束各国决策者之间的分歧，过去 18 个月里，这种分歧损害了市场对欧洲解决债务问题能力的信心。

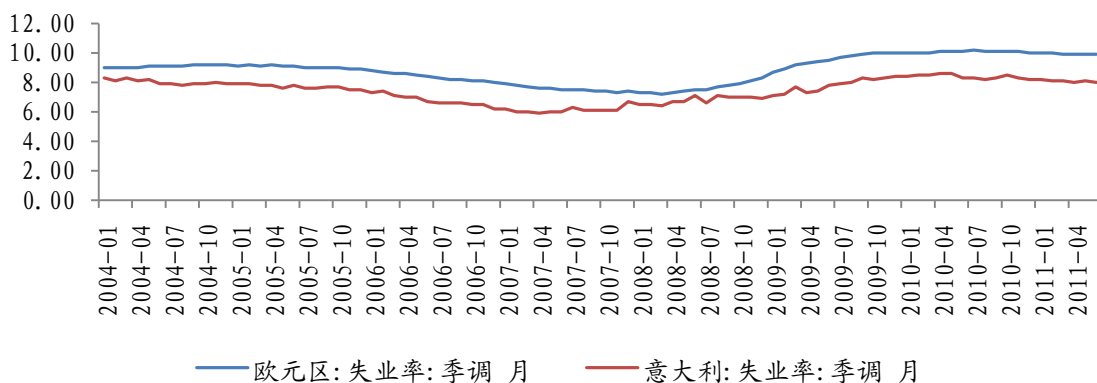
随着意大利和西班牙的国债收益率持续上升，已暂停购买国债 18 周的欧洲央行已被迫宣布准备再次进入二级市场购买欧元区国债。自去年 5 月以来，欧洲央行已买入 740 亿欧元的国债，以稳定债市。

4. 前景展望



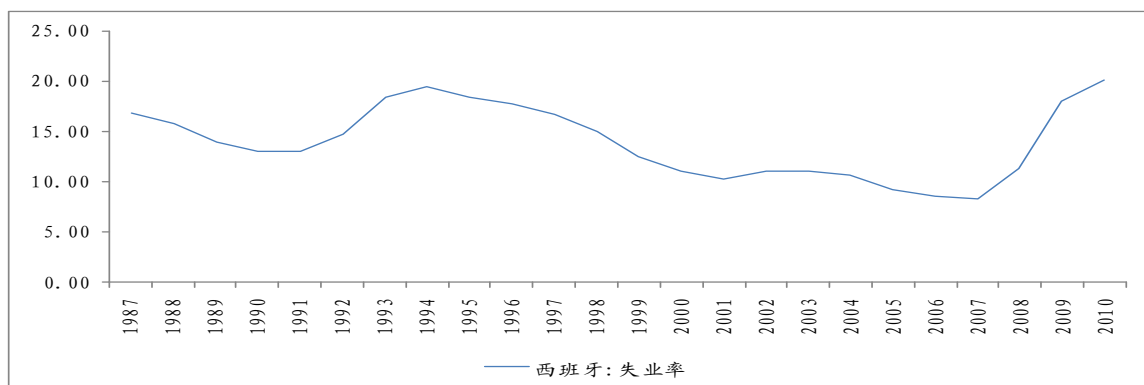


图 10: 意大利失业率相对比较低, 2011 年 6 月为 8.0%, 低于欧元区失业率的 9.9%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 11: 西班牙失业率高达 20.9%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

总部设在伦敦的顾问公司“经济与商业研究中心”发表报告称, 它对意大利、西班牙这两个国家的债务情况进行了好坏两种设想(两种情景分析——引者注), 除非意大利的经济增长速度大大加快, 否则即便是利率回落, 欧元区的这个第三大经济体, 第七大经济体也不可能维持其债务的还本付息。

设在伦敦的这个顾问公司说: “从现实上说, 意大利肯定会违约, 但西班牙可能会勉强脱身, 不一定违约。” 它说, 即使意大利已设法实行紧缩的预算并计划在 2014 年前消灭赤字, 在背负巨额债务的情况下, 如果它不能够提高增长速度, 就不可能逃脱。估计, 如果债务收益率高于当前的 6%, 并且经济增长率停滞不前, 意大利的债务到 2017 年会占年产出的 128% 增到 150%, 今年第一季度, 这个国家的经济增长率只有 0.1%。

意大利总理贝卢斯科尼 8 月 3 日在对议员们讲话时要求制定一项促进经济增长的行动方案。

目前西班牙的境况相对较好, 因为它的负债率(一般政府债务总额占 GDP 比例)比较低, 估计, 即便按照坏的情况设想, 其负债率上升后也不会超过 75%。

目前估计, 对比较薄弱的欧洲南部国家来说, 可以维持的最高债务收益率为 4—5%, 而不是许多分析师和市场提出的 6—7%。而令我们感到不安的是, 意大利和西班牙的国债收益率水平, 都已接近于曾经“压垮”希腊、葡萄牙等国的极限水平——7%。此前, 希腊、葡萄牙和爱尔兰都是在本国 10 年期国债收益率突破 7% 之后, 因为不堪巨额举债成本而被迫接受外部援助。

但是, 我们认为, 意大利经济发展中也有有利的一面, 其失业率相对比较低, 2011 年 6 月为 8.0%, 大大低于欧元区失业率的 9.9%。而且其政府预算赤字占国内生产总值的比例为 4.6% 不





是很高。这样就为意大利政府设法实行紧缩财政创造了比较有利的条件——紧缩环境下，工人民众的反对可能会比较少。

相反，目前西班牙失业率已经高达 20.9%，如果政府设法实行紧缩财政，在一定程度上会减少民众的就业机会，工人民众的反对可能会比较多。

综合分析，我们认为，正因为意大利、西班牙特别是前者的债务问题比较严重，意、西政府应该立即与欧盟、欧洲中央银行、国际社会联合行动，积极应对，或许可以避免更深重的债务危机。

其最终结果如何，我们正拭目以待。





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

