

危机第二波：罗马困兽犹斗



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：

意大利政府于 8 月 29 日宣布计划修改其规模为 455 亿欧元财政紧缩方案，增加了包括精简地方政府层级，并延迟部分意大利人的退休时间等旨在减支的政策。这也是意大利政府在今年夏天以来第三次推出其财政紧缩计划。

研究结论

- 2011 年 7 月以来，欧债危机问题持续升级，市场担忧意大利成为下一块倒下的“多米诺骨牌”。评级机构警告可能下调意大利主权信用评级。我们认为：**经济结构和社会问题是意大利进入负反馈循环环境的主因，债务问题作为一种慢性病将长期伴随意大利，而这一危机的解决也是整个欧洲必须共同面对的难题。**
- 意大利的经济特点导致其经济受外界环境影响较大，支柱产业都受到金融危机的较大冲击。曾经辉煌一时的出口制造业在过去十几年里由于单位劳动力成本不断增加而逐渐丧失竞争力。经济结构问题带来的经济增长过缓成为意大利可能出现主权债务违约的最大隐患。
- 意大利各地区发展极不协调，南北差距的拉大在政府财政捉襟见肘之际难以得到有效遏制。同时，人口结构的老龄化一方面带来了劳动力的短缺，造成长期经济增长缺乏动力和竞争力，另一方面，为了偿债而产生的巨额的福利削减可能会引发巨大的社会矛盾，从而使得本来就已经一团糟的基本面进一步恶化。
- 新的财政紧缩方案的提出体现了意大利政府恢复市场信心的决心，有助于消除市场忧虑。但以上财政紧缩计划而且能否真正见效仍有待观察。一方面，削支增税计划将会对生产以及消费产生一定负面影响，从而影响经济增长，还有可能会引发社会动荡。另一方面，意大利的经济基本面决定了这必然是一个长期而艰难的过程，债务危机将转化为一种慢性病长期伴随意大利。意大利政府采取何种刺激政策快速有效改革经济结构，以激活该国停滞的经济，跳出负反馈循环，这在短期内尚难见到曙光。
- 如果意大利国债收益率再次飙升，一方面很可能会触发评级机构下调其债信用评级，由此引发连锁反应，拖累法德等核心国家银行业；另一方面进一步促使意大利融资成本上升，一旦政府融资困难，其违约风险将爆发。一旦发生债务违约，欧元区将面临崩溃。意大利正是欧元和欧债多米诺骨牌上的关键一环。
- 无论如何，欧债危机的风险仍在发酵，我们需要密切关注意大利国债的拍卖情况。而一旦能够挺过压力巨大的 9 月，意大利债务危机可能勉强避免滑向崩溃的边缘，继续缓慢的溃烂。

报告发布日期

2011 年 9 月 2 日星期五

东方证券策略团队

梁宇峰 执业证书编号：S0860510120002

联系人

邵宇 8621-63326032
shaoyu@orientsec.com.cn

杨娜 8621-63325888×6253
yangna@orientsec.com.cn

王鹏 8621-63325888×6111
wangpeng@orientsec.com.cn

吴胜春 8621-63325888×6112
wushengchun@orientsec.com.cn

相关报告：

危机第二波：日本余震（8 月 31 日）

危机第二波：地方债务规模、风险与化解（7 月 26 日）

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声明。

目 录

总论.....	3
核心融化？意大利的十字路口	4
从佛罗伦萨走来的中小企业王国	6
经济结构问题带来增长过缓之困	7
社会结构差异：西西里只是美丽的传说.....	9
负反馈循环：难以走出的欧洲困境.....	10
危机仍在发酵：意大利债务前景展望	11

图表目录

图 1： 意大利对德国国债收益率利差大幅上行	4
图 2： 意大利的信用违约互换息差大幅增加	4
图 3： 意大利国债总额（单位：万亿欧元）	5
图 4： 意大利债务占 GDP 比例（单位：%）	5
图 5： 意大利财政赤字占 GDP 比例（单位：%）	5
图 6： 意大利国债持有者结构	5
图 7： 2010 年欧元区主要国家 GDP 占比	6
图 8： 意大利进出口占 GDP 比例（单位：十亿欧元）	6
图 9： 2008 年意大利出口分类.....	6
图 10： 2008 年意大利进口分类	6
图 11： 意大利 GDP 构成之对外贸易（单位：十亿欧元）	7
图 12： 意大利失业率不断上升.....	7
图 13： 意大利与欧盟 GDP 同比增长率对比（单位：%）	7
图 14： 意大利与欧洲各国单位劳动成本对比（2008=100）	8
图 15： 意大利工业生产指数环比持续低迷.....	9
图 16： 意大利领先经济指标再次下行.....	9
图 17： 2010 年欧洲主要经济体老龄化情况	10
图 18： 欧洲主要经济体未来老年依赖比率预计变化	10
图 19： 意大利未来债务还款压力（单位：亿欧元）	11
图 20： 意大利未来到期债务月度分布（单位：亿欧元）	11
表 1： 2009 年意大利不同区域经济指标对比	9

总论

危机三段论：私人部门债务危机—公共部门债务危机—货币体系危机。

从全球宏观大图景的视野来看，从欧洲、到日本、再到美国，甚至中国，正在经历一次公共债务的危机，从欧洲边缘国家如希腊的债务违约和核心国家评级调整风险；到日本 200% 的债务比率和被下调评级；再到美国的债务上限争论和随后的评级下调，以及中国地方政府融资平台债务问题，概莫能外。

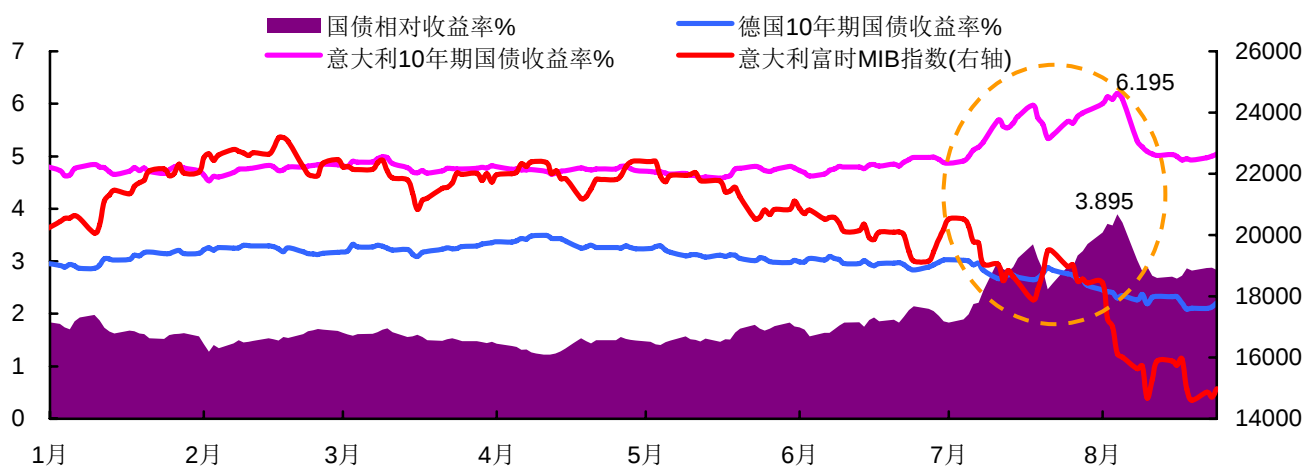
它既是 2008 年大金融危机的后遗症，也是危机的第二阶段——在这个时刻，危机的整个演化路径也就日益变得清晰，危机的第一阶段是私人部门资产负债表的崩溃，迅速去杠杆过程导致的突然死亡；危机之后本应该是虚拟财富消散（金融资产价格泡沫破灭）、产能消灭（企业破产、失业和“牛奶倒入河流”去库存）和资本修复的低潮阶段。各国政府力图避免周期的痛苦，在凯恩斯主义的需求管理指导下，积极的财政和货币政策大力救市，但总量刺激，特别是货币刺激对于全球化形成的失衡问题以及根植于各经济体内的多年积累的结构问题帮助有限。于是危机两年后，反危机时迅速扩张的公共部门的资产负债表在放缓的经济增长环境下不断遭到各评级机构和市场的质疑，并被对冲基金所攻击，这会使得它们在经济增长和去债务杠杆之间更加难以寻找到结合点，进而不断陷于评级下降和国内政治混乱的旋窝中难以自拔。

我们担心这会可能会引发危机的第三波——国际货币体系的稳定将彻底被颠覆。本系列报告（危机第二波）中，我们将提供跨国的比较视角，分析各主要发达经济体面临的问题，预测前景并提供相应的投资策略。

核心融化？意大利的十字路口

2011年7月以来，欧债危机问题持续升级，市场担忧意大利成为下一块倒下的“多米诺骨牌”。评级机构警告可能下调意大利主权信用评级，意大利股指也连日大幅下滑，10年期国债收益率更是一度攀升到6%以上的高位，与作为基准的德国同期国债的利差最大达到390个基点，创下欧元区诞生12年以来的新高。

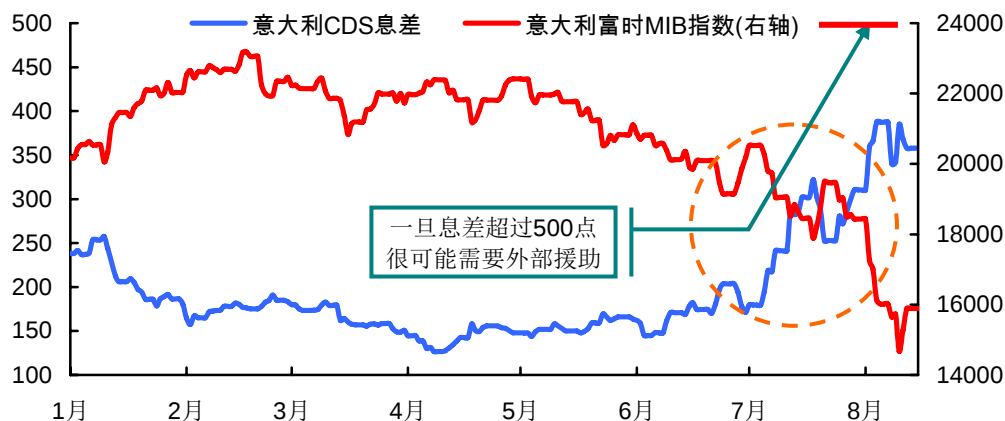
图1：意大利对德国国债收益率利差大幅上行



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

意大利的信用违约互换息差也大幅增加，俨然其已处于欧债危机的中心。意大利有可能步希腊、葡萄牙和爱尔兰后尘，成为债务危机的下一个牺牲品。然而，一旦意大利发生债务违约，其对欧元的破坏力和其他欧元区国家的冲击将远远大于希腊或者爱尔兰。由于意大利是欧元区第三大经济体，其国内生产总值在欧元区经济中所占比重达17%，远超希腊的2.5%，届时欧盟将无力为其提供足够数量的金融援助。核心融化带来的危机或将欧洲推入深渊，意大利又该何去何从？

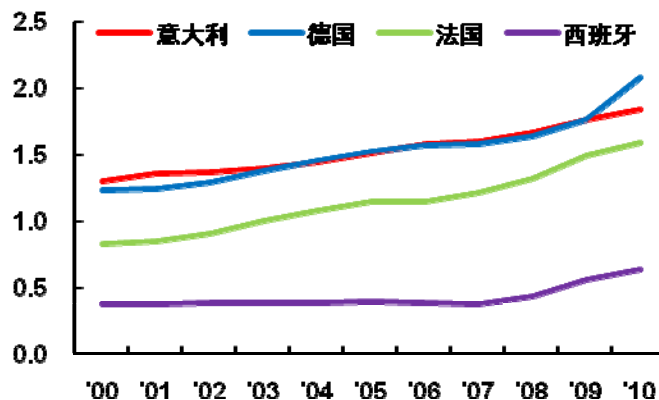
图2：意大利的信用违约互换息差大幅增加



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

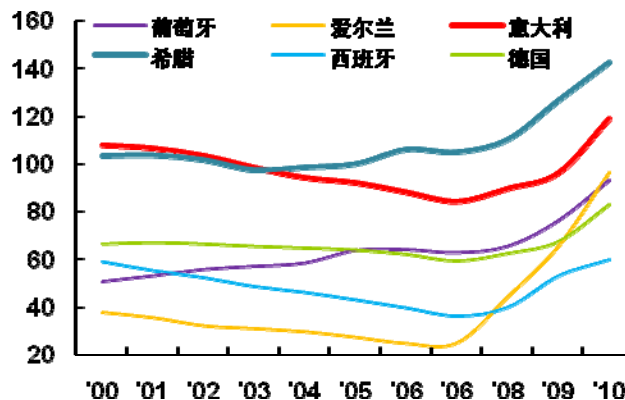
近年来，意大利国债的绝对量和占 GDP 的比例均持续上升。2010 年意大利国债高达 1.84 万亿欧元，占其国内生产总值的比例高达 119%，仅次于已滑向崩溃边缘的希腊，并且其公共债务总额仍在不断增长，截至今年 6 月已超过 1.9 万亿欧元，年底很有可能突破 2 万亿欧元。

图3：意大利国债总额（单位：万亿欧元）



数据来源：Eurostat，东方证券研究所

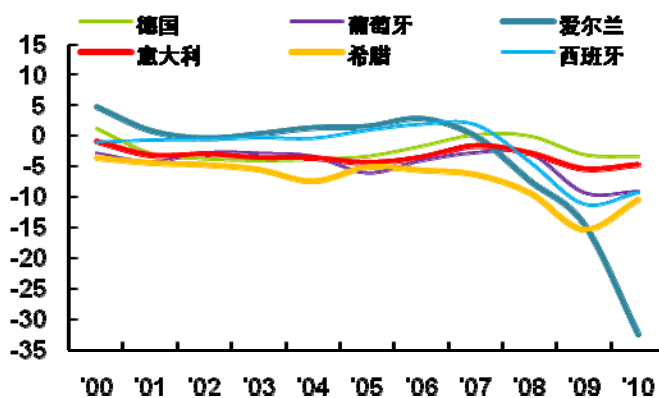
图4：意大利债务占 GDP 比例（单位：%）



数据来源：Eurostat，东方证券研究所

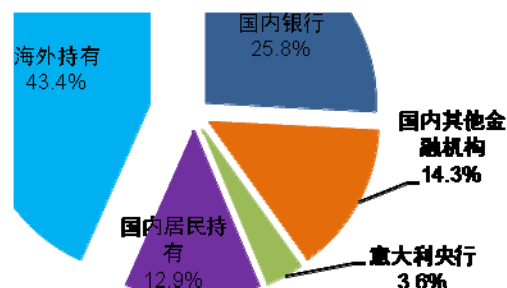
幸运的是，意大利的财务状况相对较好，2010 其财政赤字占国内生产总值的比例为 4.6%，占比远小于“PIIGS”其余四国，在欧元区国家中仅高于德国。不过，意大利的国债中外债占比约为 43%，外国持有者的比例较高。其中法国银行业持有意大利国债规模达 377 亿欧元，德国银行业则持有 278 亿欧元，西班牙银行业持有规模也达到 108 亿欧元。实际上，近年来随着意大利居民储蓄率的下降，本国居民对国债的购买力下降，外债的水平和比例在不断地上升，这也将为意大利今后的债务延期造成较大困难。因为在债务危机爆发时，外国债务持有人是最容易撤离的，而且由此引发的连锁反应可能很快对金融市场的信贷供求产生严重影响，甚至可能引发新一轮的经济危机。

图5：意大利财政赤字占 GDP 比例（单位：%）



数据来源：Eurostat，东方证券研究所

图6：意大利国债持有者结构



数据来源：Banca d'Italia，东方证券研究所

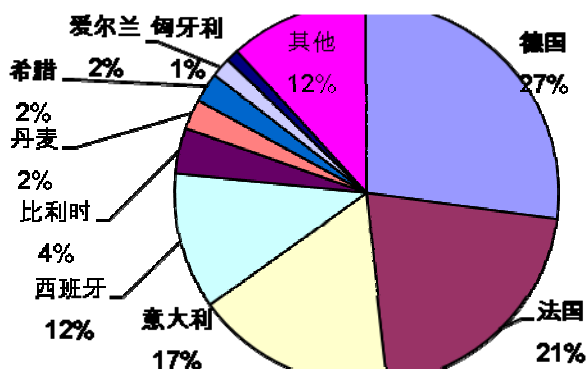
意大利到底会不会出现核心融化？债务危机是否会集中爆发？其经济基本面究竟如何？我们尝试通过对经济特点、社会结构、财政整固等方面进行分析，发现：经济结构和社会问题是意大利进入负反馈循环困境的主因，债务问题作为一种慢性病将长期伴随意大利，而这一危机的解决也是整个欧洲必须共同面对的难题。

从佛罗伦萨走来的中小企业王国

作为欧洲文艺复兴运动的发源地，商品经济高度发达的佛罗伦萨、威尼斯、热那亚和米兰等城市在十四、五世纪就出现了资本主义萌芽。佛罗伦萨作为当时的贸易中心之一，以纺织业和银行业著名。著名历史学家乔凡尼·维拉尼在其所著《佛罗伦萨史》中记载，1338年，佛罗伦萨有200多座呢绒工场，从业工人3万多人，占全市人口的三分之一，年产呢绒7~8万匹，价值约120万佛罗林。1338年全城还有20家大商店，专购外国粗毛呢进行深加工。加工后的呢布再销售本地和外地，在佛罗伦萨一地可销售1万多匹，价值约30万佛罗林。

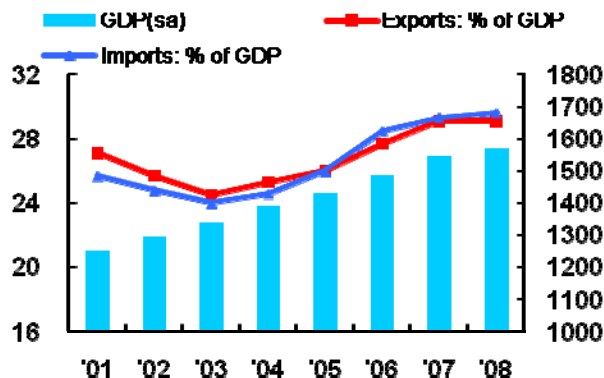
对外贸易也由此成为意大利的传统经济支柱，其工业具有明显的加工贸易的特点，产品的近三分之一供出口。1958年，意大利作为创始国之一加入欧盟，凭借自身优良的经商传统和自由贸易政策，以及欧盟提供的健康的制度环境和保障体系，创造了“意大利经济奇迹”，GDP居世界第六位。作为“PIIGS五国”中经济总量最大的国家，意大利在欧元区17国中仅次于德国和法国而位列第三，经济总量在区域内的占比达17%。

图7：2010年欧元区主要国家GDP占比



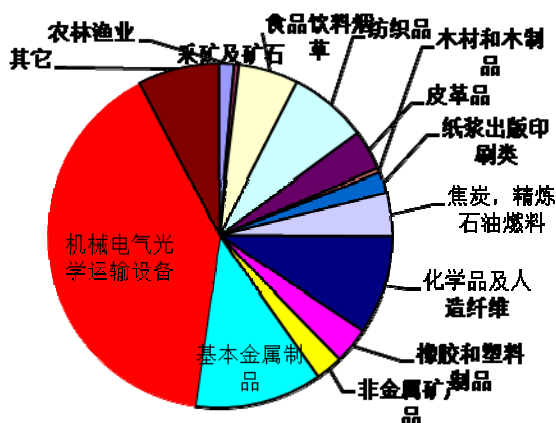
数据来源：Eurostat，东方证券研究所

图8：意大利进出口占GDP比例（单位：十亿欧元）



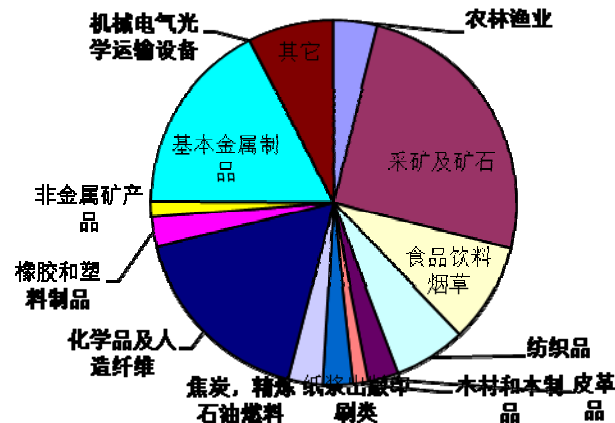
数据来源：Eurostat，东方证券研究所

图9：2008年意大利出口分类



数据来源：CEIC、东方证券研究所

图10：2008年意大利进口分类



数据来源：CEIC、东方证券研究所

意大利经济具有西方工业发达国家的共性，即第一产业占比很小，第二特别是第三产业占比较高。但从佛罗伦萨等城市走来的意大利，其经济结构也具有传统鲜明的不同特点，即以中小企业为主。在全国 430 多万家企业中，中小企业占比高达 98%，GDP 的 70% 都由这些企业创造，意大利因此也被称为“中小企业王国”。这些企业覆盖面大、产品极为丰富，包括纺织品、服装、皮革制品、鞋类、首饰、家具、丝绸、食品、塑料制品、大理石产品及灯具等与人们日常生活密切相关的产品。

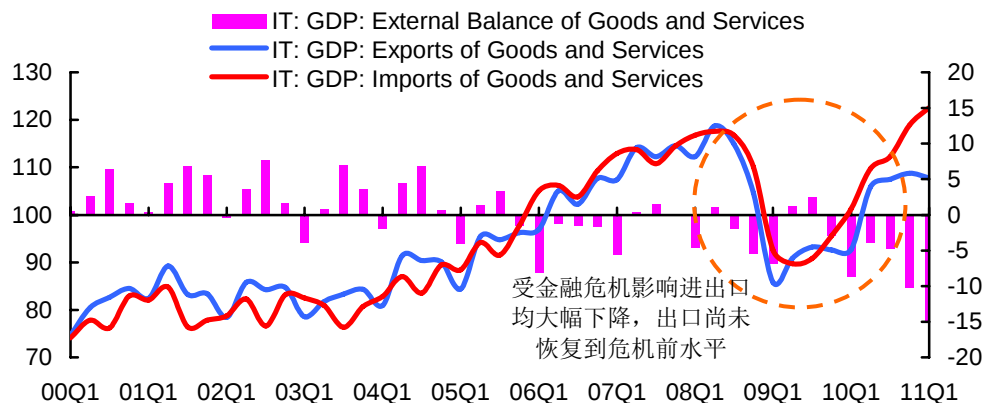
一方面，意大利是个资源相对缺乏的国家，进口主要以石油、原料和食品等为主，出口以机械设备、化工产品、家用电器、纺织、服装、皮鞋、金银首饰等轻工产品为主，加工业地位重要，对外贸易举足轻重；另一方面，意大利的地位位置决定了其国外市场主要在欧洲，进出口主要对象为欧盟和美国以及东亚和拉美地区。

此外，意大利旅游服务业发达，也是重要经济支柱之一，旅游收入是弥补国家收支逆差的重要来源。

经济结构问题带来增长过缓之困

意大利的经济特点导致其经济受外界环境影响较大，因此当金融危机爆发后意大利的支柱性产业受到了较大冲击。旅游业收入也从 2008 年的超过 300 亿美元下降到了 2009 年的不足 250 亿美元，而出口总额仍未恢复到危机前的水平，贸易逆差逐步加大。

图11：意大利 GDP 构成之对外贸易（单位：十亿欧元）

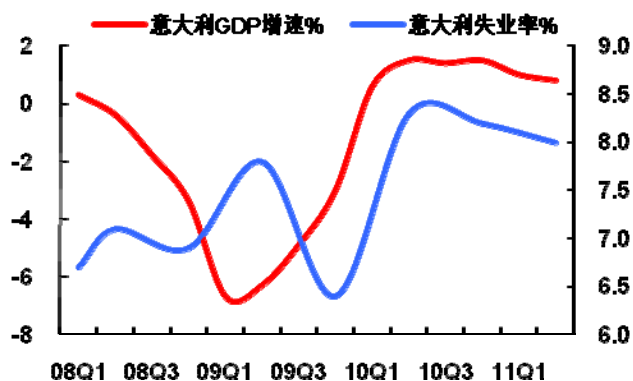


数据来源：CEIC，东方证券研究所

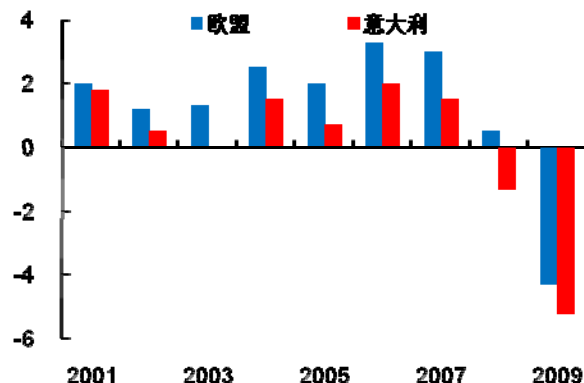
而这并非一时之失，随着世界经济日益全球化和竞争的加剧，意大利原有的竞争优势逐渐丧失，这使得其经济在近 10 年的时间里发展日渐迟缓，工业生产陷入衰退，工业增长在欧盟国家内部处于较低水平。GDP 增速明显低于欧元区平均水平。

图12：意大利失业率不断上升

图13：意大利与欧盟 GDP 同比增长率对比（单位：%）



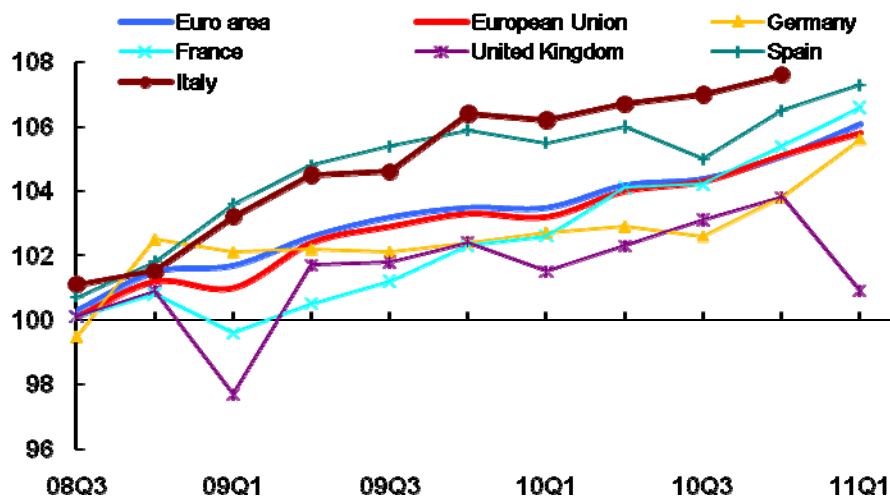
数据来源：ISAT、Wind，东方证券研究所



数据来源：Eurostat，东方证券研究所

曾经辉煌一时的出口制造业在过去十几年里由于单位劳动力成本不断增加而逐渐丧失竞争力。1995年至2007年，意大利出口制造业的每小时附加值提高了6.6%，而德、法两国的增幅分别为45%和51%。在引入欧元前，意大利的工资水平低于德、法两国，但在欧元启动后，意大利的单位劳动力成本已逐年升高到比欧盟其他核心国家高出不少，甚至比欧元区平均水平还高出4%。然而意大利出口的区域市场主要是欧盟国家，占其出口总额的58%，其中德国占13%，法国占12%，是意大利最大的两个出口国，这也致使意大利出口市场压力加大，有进一步萎缩的趋势。

图14：意大利与欧洲各国单位劳动成本对比（2008=100）

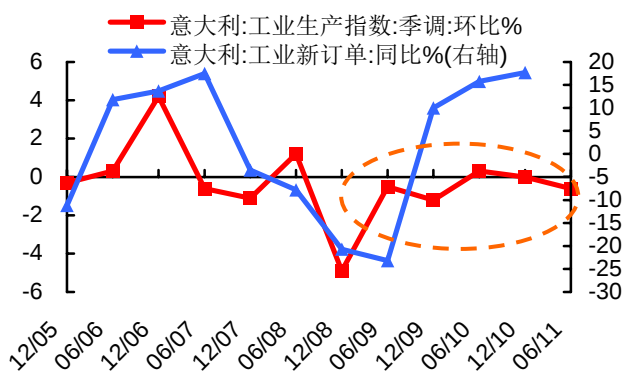


数据来源：Eurostat，东方证券研究所

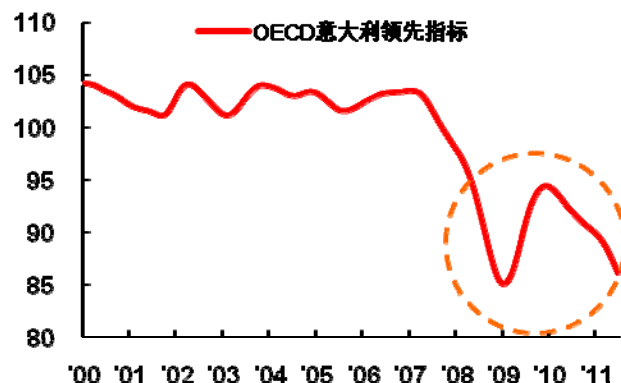
除了劳动力成本过高外，意大利出口的产品中，各类中等技术含量消费品和投资产品在世界市场上占有相当份额，但高技术产品较少。同时，由于中小企业主要都是家族企业，力量薄弱导致成长缓慢，缺乏规模经济效益，在全球化竞争中显得底气不足。而且随着国债收益率上升带来的融资成本增加，将进一步威胁中小企业的生存和发展。

此外研发投入规模小、经济创新能力不足、税收和劳务政策缺乏竞争力、政府行政效率低、教育发展不平衡、市场自由化改革推进缓慢、南北地区差异太大等长期存在的结构性问题也严重制约着意大利的经济增长，使意大利经济对公共财政依赖性增强。目前，意大利公共支出占到国内生产总值的近50%。这种结构使政府任何削减公共支出的计划都会遭遇巨大的压力。

今年第一季度意大利经济增速同比为 1.03%，尽管工业新订单有所增长，但工业生产指数、领先指标指数持续下滑，目前已处在暗示经济衰退的区域，这也是此次债务问题迅速恶化的重要原因。经济结构问题带来的经济增长过缓成为意大利可能出现主权债务违约的最大隐患。

图15：意大利工业生产指数环比持续低迷


数据来源：Wind，东方证券研究所

图16：意大利领先经济指标再次下行


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

社会结构差异：西西里只是美丽的传说

从社会结构而言，意大利的失业率持续上升，虽然目前处于 8% 左右，低于欧元区失业率的 9.9%，五月份的数据显示意大利男性就业率为 68%，女性为 46.1%，但 15-24 岁年轻人的失业率 5 月达到 27.7%，15 到 64 岁人口中不积极寻找工作的占 37.6%。同时高额的税收严重打击了工人，尤其是低技能工人的劳动积极性。并且意大利各地区发展极不协调，政策差异较大，南北地区的社会保障、工会力量相差悬殊，阻碍了劳动力市场的快速流动与匹配。

由于历史等各方面原因，多年来，意大利南北在发展上存在着差距。从罗马越往北经济越发达，而越往南经济越落后。意大利历届政府也曾采取不同的措施来振兴南部经济，然而，罗马以南、包括撒丁岛和西西里岛在内的意大利南部地区发展一直落后于北部地区，尤其在金融危机过后，这一地区差距日益加大。在南部的坎帕尼亚、普利亚等大区及撒丁岛、西西里岛等地，超过四分之一的学生念完初中就辍学。南部地区 15 岁至 24 岁年轻人的就业率只有北部地区的三分之一。意大利南部地区集中了该国 70% 的贫困家庭，5% 的人口无法获取足够的食物，平均收入仅为北部地区的 75%。北部伦巴第大区的家庭平均年收入为 3.2 万欧元，比西西里岛的家庭平均年收入多 1.1 万欧元。一直以来，为了弥补地区差距，往往较多采取通过财政转移支付的方式。而在政府财政捉襟见肘之际，南北差距的拉大也是难以得到有效遏制。

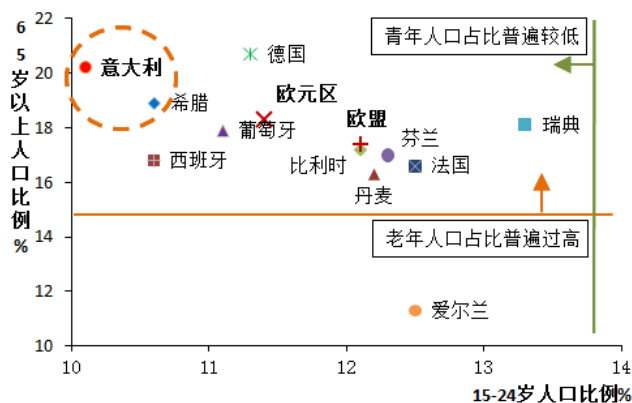
表1：2009 年意大利不同区域经济指标对比

区域	劳动人口占比%	失业率%	实际人均 GDP (欧元)	人口 (百万)
北部	53.6	5.3	23831	27.4
中部	51.3	7.2	22440	11.8
南部	41	12.6	13838	14.1

数据来源：IMF，东方证券研究所

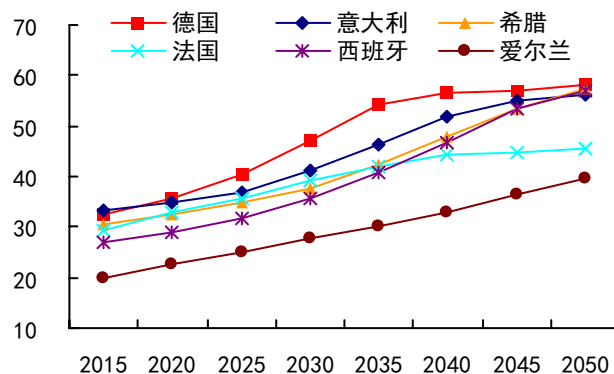
此外，还有一点值得注意的是欧洲人口结构的老龄化倾向，尤其是债务负担沉重的意大利首当其冲：老年人占人口比率高，新增劳动力不足。整个欧元区的人口年龄结构都比较相似，除了爱尔兰人口结构比较年轻外，其他经济体都面临严重的老龄化问题。

图17：2010年欧洲主要经济体老龄化情况



数据来源：Eurostat，东方证券研究所

图18：欧洲主要经济体未来老年依赖比率预计变化



数据来源：Eurostat，东方证券研究所

整体来看，占欧元区人口比重 18.9% 的 50-64 岁人口在未来的 15 年内都将陆续转化为老年人口；另外，未来 10 年内区内新增的适龄劳动人口主要来自 15 至 24 岁的区段，但其比例只有 11.4%；加上出生率不足，人口严重老龄化将成为约束欧元区未来经济增长的最大因素。人口结构的老龄化一方面带来了劳动力的短缺，造成长期经济增长缺乏动力和竞争力，另一方面，为了应对债务问题而不可避免的财政整固也与这种不可逆转的老龄化趋势之间存在直接的尖锐矛盾，为了偿债而产生的巨额的福利削减可能会引发巨大的社会矛盾，从而使得本来就已经一团糟的基本面进一步恶化。

负反馈循环：难以走出的欧洲困境

欧洲债务问题解决的关键就在于控制债务规模持续增长的同时提高还债能力，通过政府财政盈余逐步还清债务。然而，随着欧洲经济复苏的放缓，各国政府削减赤字的难度已然加大。一方面，经济复苏放缓带来的信心动摇、国债收益率大幅上升推升信贷成本，加重借旧还新的债务负担；另一方面，入不敷出状态下减赤就要求拓展财政收入渠道、削减财政开支，而紧缩政府开支以及提高税收将更加制约经济的增长，从而形成了一个负反馈循环悖论。

实际上，为了缓和国际市场对其债务问题的担忧，今年 6 月意大利曾推出一项财政稳定计划，希望通过削减开支、增加税收、降低福利、提高退休年龄等措施在未来 3 年削减 766 亿欧元财政赤字，并在 2014 年实现财政平衡。8 月初，意大利政府又出台新一轮财政紧缩方案，计划两年内削减开支 455 亿欧元，以巩固财政、重塑市场信心，这套方案要求意大利在 2012 年和 2013 年分别节省开支 200 亿欧元和 255 亿欧元，从而确保在 2013 年实现预算平衡。意大利政府 8 月 29 日又宣布计划修改其财政紧缩方案，增加了包括精简地方政府层级，并延迟部分意大利人的退休时间等旨在减支的政策，并将通过更为严格的征税措施和削减企业税收优惠等措施增加税收收入。

新的紧缩方案的提出体现了意大利政府恢复市场信心的决心，有助于消除市场忧虑。但以上财政紧缩计划尚需通过国会投票批准，而且能否真正见效仍有待观察。

一方面，计划能否顺利实施尚成问题。由于政府支出的减少以及对高收入人群的额外增税，将会对生产以及消费产生一定负面影响，从而影响经济增长。同时意大利的削赤计划并未提及如何应对居高不下的青年失业率，以及如何在削减赤字的同时继续支持经济复苏，简单地削支增税，并不足以解决中长期财政问题，反而可能会触发更大规模的罢工和示威活动。5月份意大利失业率已攀升至8.1%，失业总人口突破200万。如果政府强力推行财政稳定计划导致福利下滑、失业进一步增加，可能在意大利引发类似希腊的社会动荡，从而加大财政紧缩方案的实施难度。

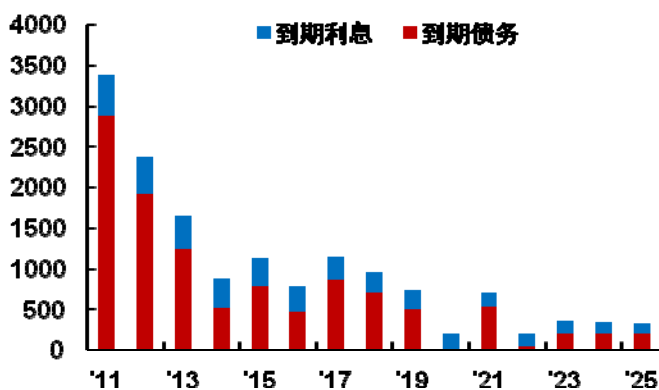
另一方面，即便意大利政府顺利实现了控制财政平衡的目标，也并不意味着其债务问题就能得到控制。根据英国经济和商业研究中心(CEBR)的测算，如果意大利长期国债利率长期维持在目前6%的水平，而经济增长依然缓慢，意大利公共债务总额相对国内生产总值的比例将会在目前的基础上继续攀升，到2017年达到150%；即使其长期国债利率能够回落至4%左右，2018年债务率还是会高达123%。也就是说，除非意大利未来几年的经济增幅超出预期，否则即使政府紧缩开支的目标实现，其债务水平也难免继续攀高。而意大利的经济基本面决定了这必然是一个长期而艰难的过程，债务危机将转化为一种慢性病长期伴随意大利。近期，国际货币基金组织(IMF)在一份报告草案中将今年意大利国内生产总值增长预期从其6月份预测的1.0%下调至0.8%，同时将明年意大利经济增长预期从1.3%下调至0.7%。意大利政府采取何种刺激政策快速有效改革经济结构，以激活该国停滞的经济，跳出负反馈循环，这在短期内尚难见到曙光。

危机仍在发酵：意大利债务前景展望

目前欧央行已开始在二级市场上大举购买意大利等的国债，以期稳定市场，仅在8月8日这个星期就购买了约220亿欧元的债券，导致意大利和西班牙的国债收益率在短期内回落至5%以下。欧央行的行动起到了一定的作用，但欧央行救市的持续性是令人怀疑的。目前并不存在能够在较短的时间内解决欧债问题的手段。

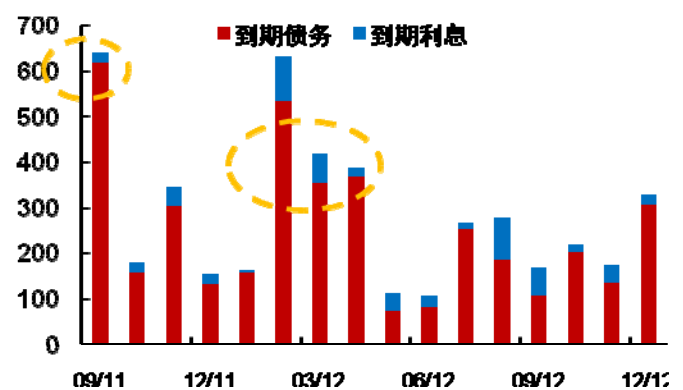
从债务结构上来看，意大利在9月份面临大规模的融资需求，意大利的国债中有约687亿需要到期再融资，这是今年年内意大利国债到期的最高点，而2012年的债务到期高峰将发生在2-4月份这三个月。分年度来看，意大利其债务期限分布相对合理，平均到期期限约为7年，主要债务偿还金额集中在今后三年，如果能够借长还短来调整债务结构，则短期违约风险相对较小。

图19：意大利未来债务还款压力（单位：亿欧元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图20：意大利未来到期债务月度分布（单位：亿欧元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

从意大利国债拍卖情况来看，8月26日，意大利顺利拍卖105亿国债，其中85亿欧元2012年2月到期BOT国债，总收益率2.140%，认购倍数1.664；20亿欧元2013年4月到期的CTZ国债，总收益率3.408%，认购倍数1.936。意大利本周将在没有欧洲央行买盘提供安全保障的情况下，尝试进入债券市场继续募集资金，而欧洲银行业的流动性能够提供多少支持呢？情况并不乐观，或许最终仍然只能寄望于欧洲央行继续购买，或者IMF介入。先前被市场寄予厚望的扩大欧元区金融稳定基金（EFSF）和发行欧元区统一债券（Euro-bond）的提议也难以得到德法两国的一致认可，欧债危机失控的情景或许是一触即发。

如果意大利国债收益率再次飙升，一方面很可能会触发评级机构降调其债信评级，由此引发连锁反应，拖累法德等核心国家银行业；另一方面进一步促使意大利融资成本上升，一旦政府融资困难，其违约风险将爆发。同时值得注意的是，由于意大利的债务规模和经济体量都比较大，一旦发生债务违约，欧盟能否提供足够的资金来帮助其摆脱困境较为堪忧。即便欧盟或欧元区主要国家强力推行救助措施，也可能使更多欧盟国家产生质疑并选择退出救助计划，欧盟国家的内部分歧会进一步加剧。意大利正是欧元和欧债多米诺骨牌上的关键一环，是不得不堵上的漏洞。无论如何，欧债危机的风险仍在发酵，我们需要密切关注意大利国债的拍卖情况。而一旦能够挺过压力巨大的9月，意大利债务危机可能勉强避免滑向崩溃的边缘，继续缓慢的溃烂。

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