

分析师： 邓二勇 (8621) 68751589 dengey@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120005

联系人： 吴邦栋 (8621)68751636 wubd@cjsc.com.cn

意大利国债评级下调点评

报告要点

■ S&P 下调意大利国债评级

今晨，标普下调意大利国债评级，从原先的 A+降至 A，前景评级为负。此前穆迪也表示将会重新审视（review，该用语为评级公司常用，意味着考虑下调评级）。在希腊债务问题为市场关注的时候，意大利债务问题也引起了评级机构和市场的关注。意大利国债融资成本的上升可能会引发新的问题，并导致避险情绪的再度高涨。

标普下调意大利国债评级，反映了评级机构及市场对于意大利政府执行力和意大利经济的担忧。当前欧元区经济的下行风险仍在积聚，意大利已经显露出二次衰退的态势，短期内难以好转。但考虑到意大利赤字率较低，只需要控制国债收益率以防止存量债务的膨胀就可以控制住债务负担率，援助成本较小、易执行，短期内不会出现严重的问题。但是，如果意大利国内的经济、政治制度无法出现根本性的变革，那么中期风险加剧的可能仍会存在。此外，希腊事件也可能导致意大利国债市场的羊群效应从而导致其债务负担急剧膨胀。

■ 经济下滑及政治风险引市场担忧

近期意大利工业产值出现回落。从最近公布的意大利 7 月工业产值来看，无论是环比还是同比都有所回落，同比回落 1.6%，环比回落 0.7%，回落幅度大于预期，同时通胀也开始拐头向下，显现意大利正在步入二次衰退的深渊。意大利政治长期不稳，议会内党派林立。之前制定紧缩方案时，计划反复更改，由于不同党派代表不同的利益集团，因此只要存在讨价还价的空间，各方就会反复博弈。

■ 前景判断：短期尚无忧，长期需谨慎

尽管实体经济下行，但是意大利之前已经有低赤字率的基础，因此主要的问题就在于如何压低国债收益率从而防止存量债务的持续膨胀。由于通过 ECB 来购买意大利国债的不需要各国动用财政资金，成本较小，加之意大利人即将接任 ECB 行长职务，意大利债务问题在年内急剧恶化的概率很低。此外，在最危急的时刻，意大利有组建技术官僚组成的临时政府的机制来保证政府独立完成赤字削减的目标。

从更长的视界来看，存在两个风险点。首先，意大利的劳动市场和保障机制都不利于其经济长期稳定地增长。而在这个领域进行改革将会伤及各利益集团利益，因此很难进行。其次，如果希腊债务出现违约，那么类似于拉美债务危机中出现的风险传染也有可能造成意大利债务风险爆发的一个因素。

总的来说，我们认为短期内意大利债务是稳定的。但是中期希腊债务爆发的可能和长期经济制度的羁绊都可能是意大利债务问题继续恶化的重要因素。

事件：S&P 下调意大利国债评级

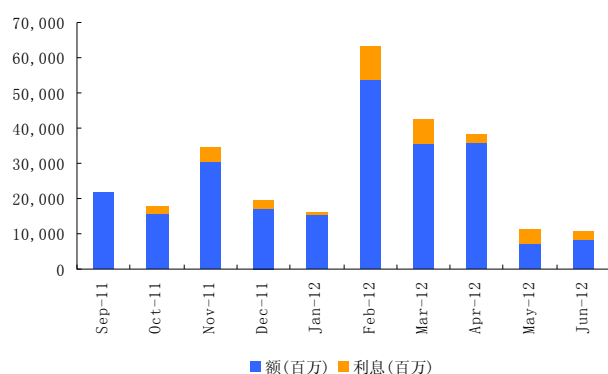
今晨，标普下调意大利国债评级，从原先的 A+ 降至 A，前景评级为负。此前穆迪也表示将会重新审视（review，该用语为评级公司常用，意味着考虑下调评级）。在希腊债务问题为市场关注的时候，意大利债务问题也引起了评级机构和市场的关注。意大利国债融资成本的上升可能会引发新的问题，并导致避险情绪的再度高涨。

表 1：三大评级公司给意大利的国债评级

	穆迪				标普				惠誉			
	最新评级		上次评级		最新评级		上次评级		最新评级		上次评级	
意大利	Aa2（负面）	2011/6/17	Aa2	2002/5/15	A（负面）	2011/9/19	A+（正面）	2011/2/17	AA-	2006/10/19	AA	2006/5/25

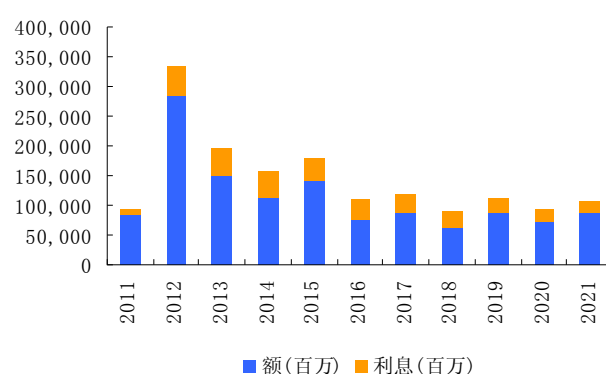
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 1：意大利月度债务结构



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：通胀率回落



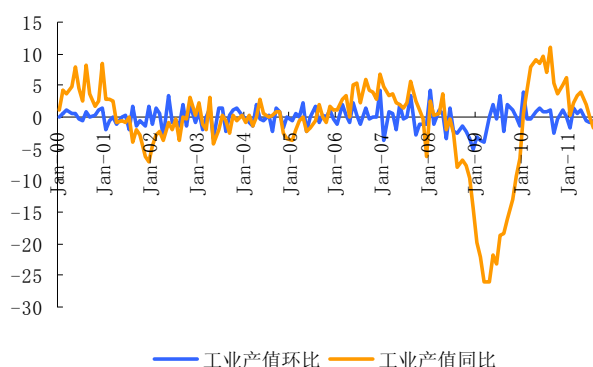
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

标普下调意大利国债评级，反映了评级机构及市场对于意大利政府执行力和意大利经济的担忧。当前欧元区经济的下行风险仍在积聚，意大利已经显露出二次衰退的态势，短期内难以好转。但考虑到意大利赤字率较低，只需要控制国债收益率以防止存量债务的膨胀就可以控制住债务负担率，援助成本较小、易执行，短期内不会出现严重的问题。但是，如果意大利国内的经济、政治制度无法出现根本性的变革，那么中期风险加剧的可能仍会存在。此外，希腊事件也可能导致意大利国债市场的羊群效应从而导致其债务负担急剧膨胀。

经济绩效与政治结构令市场担忧

目前，在一季度的亮眼表现之后，欧元区经济增速立即陷入下滑的窘境，意大利也不例外。近期意大利工业产值出现回落。从最近公布的意大利 7 月工业产值来看，无论是环比还是同比都有所回落，同比回落 1.6%，环比回落 0.7%，回落幅度大于预期，同时通胀也开始拐头向下，显现意大利正在步入二次衰退的深渊。短期内恐难以获得明显地改善。

图 3: 意大利工业产值回落



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 4: 通胀率回落



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

从趋势增长率分析的角度来看，意大利的社保制度不利于其经济增长。一方面，意大利的社会保障制度重转移支付，轻社会服务供给，而社会保险、养老保险的经费有很大一部分是由企业支出，这就造成了劳动力成本的高企，这也导致了意大利失业率长期处于较高的位置，意失业率长期处于高位。另一方面，由于意大利社会保障的覆盖率比较高，这使其劳动力的就业的机会成本较高，就业动力不足，全要素生产率增长缓慢，长期经济绩效难有保证。然而由于路径依赖的存在，制度的改进很难推进，任何改革都会伤及部分利益集团的利益，加之意大利国内的政治不稳，也难以产生德国施罗德那样的铁腕的政府。

图 5: 四国全要素生产率增幅比较



资料来源: OECD, StatExtracts, 长江证券研究部

表 2: 意大利转移支付水平（社保支付/原有薪资）

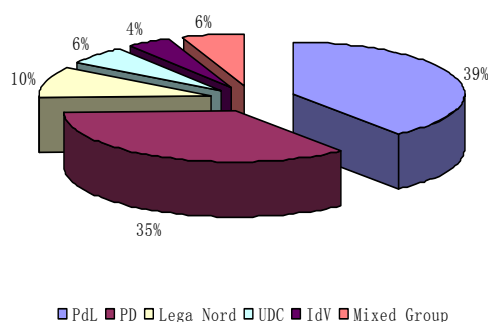
	养老金	疾病	伤残	失业
意大利	89%	31%	56%	96%-106%
欧盟	81%	69%	60%	61%

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部; 注: 患病期间劳工有权获得全额工资, 失业救济包括了政府向企业的补贴资金, 大约为原有工资的 70%-80%

除了经济绩效堪忧之外，意大利所固有的政治稳定性问题也常常成为市场担忧和攻击的焦点。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。之前制定紧缩方案时，计划反复更改，由于不同党派代表不同的利益集团，因此只要存在讨价还价的空间，各方就会反复博弈。

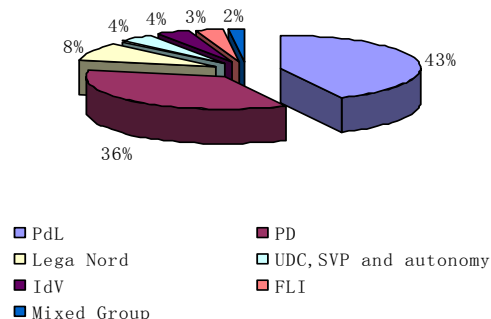
虽然如此，意大利历史上也有相应的解决方案。在 1996 年无法支付养老金和社保资金的时候，意大利曾经建立了由无党派技术官僚组成的临时政府来解决问题。此种政府可以隔离各种利益集团对于政府行为的影响，令政府独立、果断地完成赤字紧缩的计划。我们认为，如果意大利再出现类似的情况，那么该种中立政府的成立是很有可能性的。

图 6：意大利执政党在众议院席位低于 50%



资料来源：意大利议会网站，长江证券研究部

图 7：意大利执政党在参议院席位低于 50%



资料来源：意大利议会网站，长江证券研究部

援助从压低国债收益率入手，短期风险爆发概率低

意大利与其他南欧的情况有所不同，由于意大利是欧元区第三大经济体，其高达 120% 的负债率意味着欧元区不可能通过 EFSF 的机制来解决意大利的债务问题。同时由于意大利的赤字率较低，因此问题的焦点就在于其国债收益率，只要国债收益率够低，那么意大利债务就可维持。总的来说，维持意大利债务稳定，不需要动用财政资金，短期内只需要通过央行购买国债就可以压低收益率。所以维持意大利国债债务稳定对于欧元区各国来说成本是较低的，阻力也会较小，同时意大利人德拉吉在 11 月份即将接替特里谢就任欧央行行长，这也有利于以欧央行为载体对意大利实施低成本援助。

表 1：债务核心 5 国的比较

	意大利	西班牙	希腊	葡萄牙	爱尔兰
赤字比率	4.60%	9.20%	10.50%	9.10%	32.40%
负债比率	119%	60.10%	142.80%	93%	96.20%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

对于意大利债务问题的前景，我们维持之前的看法，只要意大利的国债收益率得到有效的控制，那么其债务负担率就能够在未来逐渐回落。在这样的情况下，只要不出现过大的冲击，市场因为对提前反应而冲击意大利国债市场的概率

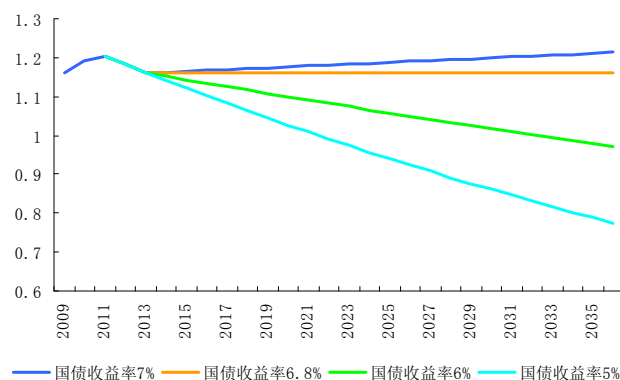
是较低的。但是如果希腊出现债务违约，那么类似拉美金融危机的羊群效应也存在压垮意大利的可能。此外，意大利经济的结构性问题，例如劳动力市场和社保体制都会成为长期风险因素。

图 8：意大利国债收益率



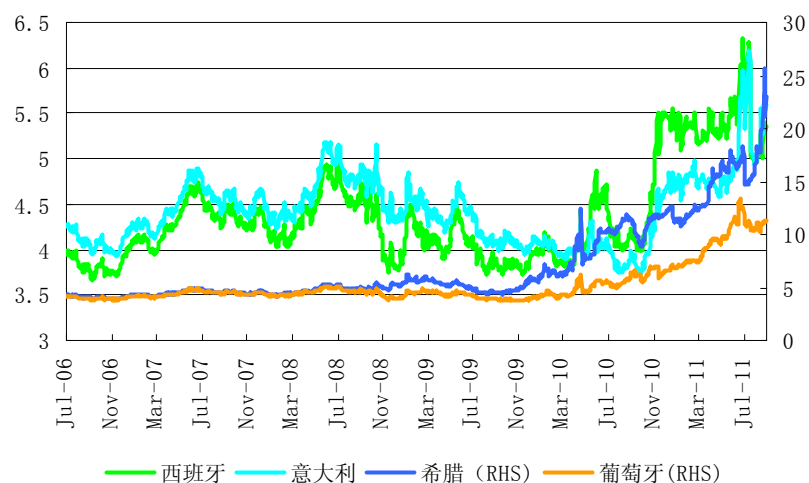
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 9：不同国债收益率假设下的意大利债务比率



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 10：南欧国家国债市场的恶联动性



资料来源：OECD, StatExtracts, 长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴邦栋，上海财经大学金融学硕士毕业，长江证券宏观策略高级分析师。主要的研究方向为市场策略、行业配置及海外市场等。

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情范围内，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。