

结束还是开始？

—— 全球主权债务危机深度研究

主要观点：

上周，标普公司连续下调了欧洲三个主权国家的信用评级，欧元区成员国希腊的信用评级被下调为垃圾级。上周末，IMF 与欧盟通过了 1100 亿欧元的援助希腊的计划。本周一，欧美股市全面下跌并拖累全球商品市场。我们认为欧元区成员国特别是欧洲 Piggs 五国的未来出现信用评级下调仍属大概率事件，主权债务危机是当前全球经济复苏的最大风险。

- **金融危机之后，主权债务危机浮出水面。**在全球金融危机肆虐之时，各国政府纷纷采取凯恩斯式的经济刺激计划挽救经济。不断增加的政府支出和社会保障支出与迅速下降的税收迫使世界各国政府大举借债，这是主权债务危机出现的根源。
- **1100 亿欧元应可救助希腊。**最初，IMF 与欧盟援助希腊的金额仅有 450 亿欧元，我们的分析表明 450 亿欧元的援助计划包含了太过乐观的预期，包括：希腊政府可以持续四年以每年 10% 的速度削减经常性的财政支出（除去国债利率的财政支出），私人投资者愿意以 5% 的利率购买希腊国债。实现这一计划基本没有可能。最新提出的 1100 亿欧元的财政援助基本符合我们的预期，如果计划得以顺利实施，希腊可以避免国家破产的命运。
- **主权信用评级下调的前几张多米诺牌已经倒下，对希腊的援助并不代表欧洲危机的终结。**经济学家 Paolo Manasse 和 Nouriel Roubini 的研究表明，一个国家的外债/GDP 的比重，公共负债与财政收入的比重，GDP 的增长速度与美国国债的利率水平是影响一国主权债务信用的最重要因素。从各种指标看来，希腊、葡萄牙、爱尔兰和西班牙信用状况仍在持续恶化之中，未来信用评级被进一步下调的可能性仍然较高。就世界范围来看，英国与日本的信用状况有持续恶化的趋势，中期被下调信用评级的可能性仍然存在。无论是欧元区国家还是其他经济大国信用评级的下调都将影响全球的风险溢价水平，引起对未来通胀的忧虑，打击投资者和消费者的信心，对世界经济的复苏造成负面影响。
- **世界经济当前的最大风险来自全球范围的主权信用危机。**主权债务危机最坏的情况是欧洲经济复苏低于预期，国家破产的风险从希腊扩大到意大利、西班牙等欧洲大国（虽然目前看来这种情况出现的可能性较低，但仍不能排除），欧洲的金融系统将面临巨额资产减记的可能。这种情况下，类似于“次贷危机”式的从金融系统传导到实体经济的经济衰退可能会重新出现，而对于欧元前途的讨论也将再度升温。同时，由于下一阶段美元将逐渐进入加息周期，提升全球无风险利率水平，高负债的国家将面临更大压力。我们认为，主权信用危机是当前全球经济复苏的最大风险，投资者不宜对世界经济的迅速恢复过度乐观。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2010 年 5 月 5 日

东方证券研究所策略团队

王明旭	股票策略资深分析师 8621-63325888 × 6253 wangmingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860209100201
刘俊	组合策略资深分析师 8621-63325888 × 6109 liujun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860208110153
毛楠	股票策略高级分析师 8621-63325888 × 6107 maonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860209100203
王晓李	股票策略分析师 8621-63325888 × 6108 wangxiaoli@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860108081123
杨娜	股票策略分析师 8621-63325888 × 6057 yangna@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860108111177
郑文琦	股票策略分析师 8621-63325888 × 6081 zwq@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860210030005
樊磊	股票策略助理分析师 8621-63325888 × 6116 fanlei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860109121345

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

正文目录

一 欧洲经济体再遭评级下调.....	4
二、从金融危机到主权债务危机	5
三、主权债务危机：欧洲与世界	7
1. 国家破产可能性的理论分析	7
2. 希腊依赖新援助计划的顺利实施	10
3. 多米诺骨牌效应：希腊、欧洲与世界	11
四、主权债务危机的后果	12
1. 评级下调的后果	12
2. 信用违约后果	12
五、主权债务危机未来展望.....	14

图目录

表 1-1：2009 年 12 月以来三大信用评级机构下调欧元区国家主权债明细	4
图 2-1：世界主要经济大国及欧洲 piigs 五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009）	6
图 2-2：世界主要经济大国公共债务占 GDP 的比重持续上升（2007-2009）	6
图 2-3：1929-1939 美国的公共债务水平	7
图 3-1：世界主要经济大国及欧猪五国外债/GDP	8
图 3-2：2009 年欧洲 piigs 五国占欧元区 GDP 的比重	11
图 3-3：2009 年欧洲 piigs 五国占欧盟 GDP 的比重	12
图 4-1：外资银行持有希腊，葡萄牙和西班牙债务	13
图 5-1：美、日、德、法十年期国债利率（2000-2010）	14

表目录

表 1-2：希腊危机大事记	4
表 3-1：GDP 的增长速度（预测）	8
表 3-2：三大信用评级机构对欧洲 piigs 五国的信用评级	9
表 3-3：财政赤字/GDP (预测)	9
表 3-4：希腊债务水平的最乐观估计	10
表 4-1：国外银行持有希腊政府债券概况	13
表 5-1：2010 年 4 月 20 日以来德国政府官员表态的反复	14

一 欧洲经济体再遭评级下调

2010年4月28日，标普调低希腊主权债评级至垃圾级，并同时下调葡萄牙的主权信用评级。一天之后，欧洲第四大经济体西班牙的信用评级也被下调，降至AA。上周末，IMF与欧盟通过了1100亿美元援助希腊的计划。昨日，受到西班牙可能需要3000亿欧元市场传言、欧洲经济前景不乐观等的影响，欧美股票市场出现大幅下跌并拖累期货市场，欧元汇率也出现急挫，创出新低。

表 1-1：2009 年 12 月以来三大信用评级机构下调欧元区国家主权债明细

国家	日期	评级机构	本、外币长期评级调整记录
葡萄牙	2009-12-07	标普	维持 A+，展望由稳定转为负面
	2010-03-24	惠誉	由 AA 降至 AA-，展望负面
	2010-04-27	标普	由 A+降至 A-，展望负面
西班牙	2009-12-09	标普	维持 AA+，展望由稳定转为负面
	2010-04-27	标普	由 AA+降至 AA，展望负面
希腊	2009-12-07	标普	维持 A-，展望由稳定转为负面，持续关注
	2009-12-08	惠誉	由 A-降至 BBB+，展望负面
	2009-12-16	标普	由 A-降至 BBB+，展望负面，持续关注
	2009-12-22	穆迪	由 A1 降至 A2
	2010-03-16	标普	维持 BBB+，展望负面
	2010-04-09	惠誉	由 BBB+降至 BBB-，展望负面
	2010-04-22	穆迪	由 A2 降至 A3，关注继续降级的可能性
	2010-04-27	标普	由 BBB+降至 BB+，展望负面

资料来源：标普,穆迪,惠誉官方网站,东方证券研究所

欧洲金融市场出现的动荡符合我们在3月10日策略报告《欧洲会崩溃吗？》和《四月份策略报告》中关于欧洲市场的判断。3月初希腊成功发行国债；3月25日，欧洲领导人改写延续11年的欧元区规则，达成让国际货币基金组织（IMF）参与并条件严格的协议，准备向希腊等债台高筑的欧元区成员国提供援助。当时市场普遍预期欧洲问题已经告一段落，但是我们仍然认为欧洲金融市场将持续动荡。

表 1-2：希腊危机大事记

时间	事件
2009 年 10 月 20 日	刚刚上台的希腊社会党政府宣布，2009 年财政赤字占 GDP 比例将超过 12%。
2009 年 12 月	三大评级机构纷纷调降了希腊主权评级，同时葡萄牙、西班牙也遭到评级下调。
2010 年 1 月 28 日	德国与希腊 10 年期国债利率首次超过 400 个基点，创下最高纪录。
2010 年 1 月 29 日	西班牙政府表示 2009 年财政赤字达到 GDP 的 11.4%，超过预期。
2010 年 2 月 15 日	欧元区 16 国的财政部长表示，将给希腊一个月的时间来证明它能够恢复预算平衡，否则欧元区其他国家将要求它大幅削减支出，并开征新税。
2010 年 3 月 3 日	希腊政府公布新增收节支 48 亿欧元（约合 67 亿美元）方案，旨在削减庞大赤字。

2010 年 3 月 5 日	希腊政府出售了 50 亿欧元（合 68 亿美元）的 10 年期债券，希腊危机得到一定缓解。
2010 年 3 月 25 日	欧元区国家领导人同意欧元区国家将和国际货币基金组织在必要时联手救助希腊。标普将希腊的长期主权信用评级由 BBB+ 降为 BB+，从而沦为垃圾级；短期主权信用评级由 A-2 降至 B，评级展望定为负面。此外，标准普尔还下调了希腊国民银行、欧元银行、阿尔法银行和比雷埃夫斯银行的信用评级。
2010 年 4 月 27 日	

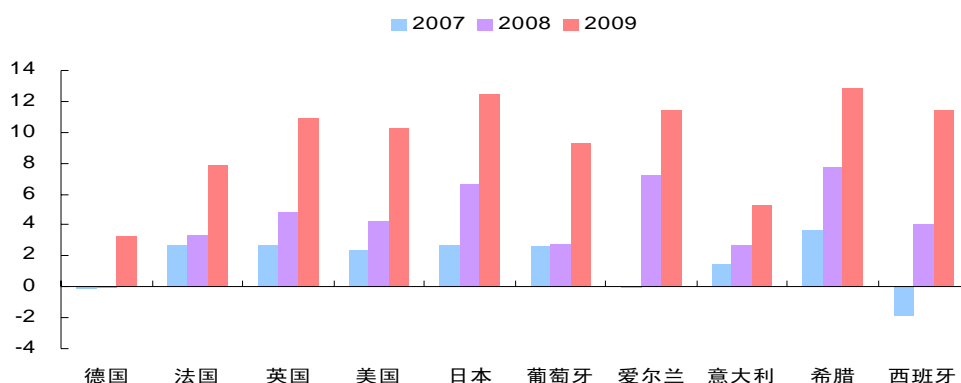
资料来源：东方证券研究所整理

我们做出上述判断的原因有二：一方面，欧元区是由多个国家组成的单一货币区。货币政策统一而财政政策不统一。对于处于债务危机的国家实施救援就是以欧元区的通货膨胀为代价拯救那些财政支出过度奢侈维持国内福利的国家，必定会引起欧洲经济强国如德国等国内的巨大争议（参见《欧元会崩溃吗？》）。在过去一个月间在援助希腊问题上德国不断出现的威胁希腊采取更激进的削减财政赤字的声音就是明证。另一方面，欧洲主权债务问题的规模远远超出此次希腊获得援助的规模。根据我们的测算，受制于缓慢的经济增长，当前的援助仅仅将希腊违约的日期推后三年；而更重要的问题在于，欧洲 Piigs 五国的公共债务问题都非常严重。多个国家的信用评级可能面临下调甚至持续下调。我们甚至不能排除部分欧洲大国如西班牙意大利出现信用违约的风险。如果这种情况出现，欧盟未必有能力进行逐一救援，欧洲经济的增长也将面临较为严重的威胁。

二、从金融危机到主权债务危机

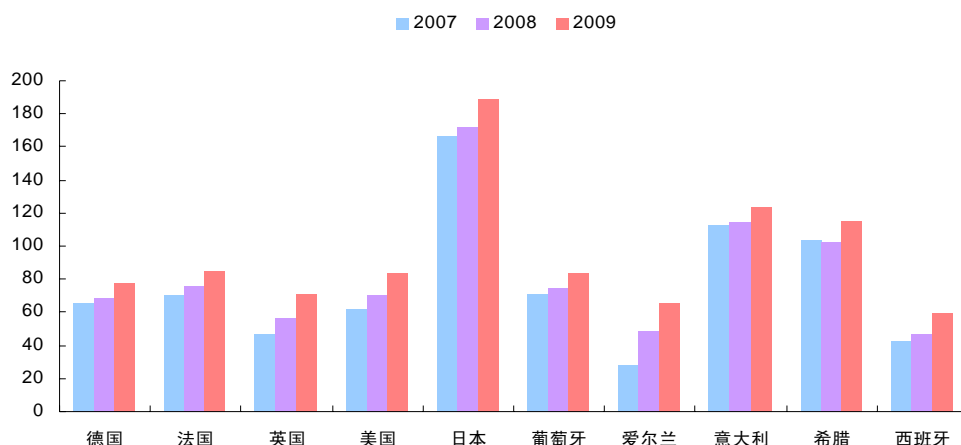
次贷危机爆发之后，各国政府在面对经济衰退，私营部门的投资与消费大幅下滑，失业上升的困境时，纷纷采取了凯恩斯主义的扩张性的财政与货币政策。在大规模的经济刺激逐步推动世界经济走出低谷之际，世界各国的公共债务也出现了显著上升。

按照位于华盛顿的卡耐基国际和平研究基金会高级研究员 Uri Dadush 的估计，主权债务从 2007 年占世界 GDP 的 62% 上升至 2009 年占世界 GDP 的 85%。同时，在 20 国集团的平均财政赤字占 GDP 比值上升 1%，达到了 7.9%。由于产量急剧下降，更严重的银行危机等，这种趋势在发达国家表现的尤为突出。（International Economic Bullitin, *Is a Sovereign Debt Crisis Looming?*, 2010）

图 2-1：世界主要经济大国及欧洲 piggs 五国财政赤字规模占比显著上升（2007-2009） 单位： %


注：GDP 以当前价格计算。

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

图 2-2：世界主要经济大国公共债务占 GDP 的比重持续上升（2007-2009） 单位： %


注：GDP 以当前价格计算

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

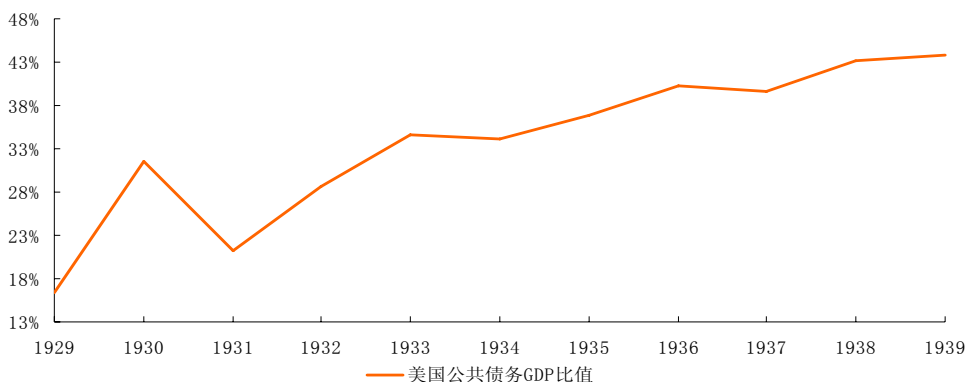
经济刺激计划和对于银行系统的救援并非是财政赤字上升的主因，最大的问题来源于经济衰退税收的下降和社会保障支出的增加。20国集团的经济刺激措施的费用消耗在2008年和2009年分别占到了GDP的0.5%和2%（IMF Staff Paper, *The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: 2009, 2009*）。截止到2009年8月，注入到银行平均资本的总额占到了20国GDP总值的3.4%，但这些注入资金大部分应该是可以收回的。在美国，目前纳税人的资金仍被用于拯救将近破产的银行的金额尚不足GDP的1%。

更值得关注的是经济衰退对税收收入的影响以及由此带来的用于失业和其他社会保障费用的增加。在美国，总费用的支出增加从占GDP的20.7%的历史平均水平上升到2009年24.7%的水平。然而税收收入预计从占GDP18.1%的平均水平下降到2009年的

14.8% (United States Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook :Fiscal Years 2010 to 2020*, 2010)。“欧盟税收收入预计从2008年占GDP的30.9%水平下降到29.2%。美国税收收入同比下降了17%和欧盟税收收入下降8%的事实，都反映出了经济衰退的迹象。” (International Economic Bullitin, *Is a Sovereign Debt Crisis Looming?*, 2010)

事实上，在 29 年的那次经济大萧条之后，美国实施“罗斯福新政”同样推动了美国公共债务的水平显著上升。只是当时美国债务的整体水平一直较低，而且主要是国内投资者购买，才没有引发对于主权债务问题的忧虑。

图 2-3：1929-1939 美国的公共债务水平



资料来源：ustreas.gov, 东方证券研究所

三、主权债务危机：欧洲与世界

1. 国家破产可能性的理论分析

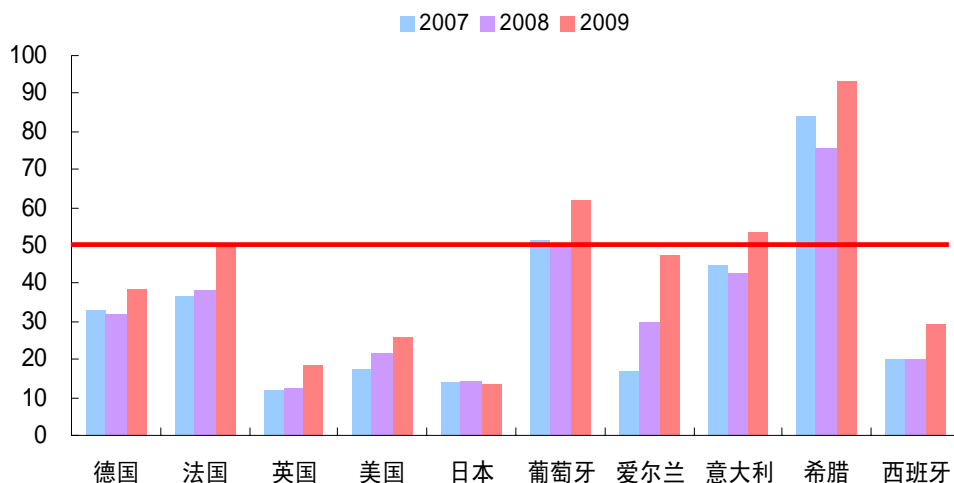
国际货币基金组织的经济学家Paolo Manasse 和纽约大学经济学教授Nouriel Roubini（被媒体成为“末日博士”）对1970到2002年间47个国家发生的54次债务危机做了系统分析 (IMF working paper, *“Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises*, 2005)。从产生的原因上看，主权债务危机一共分为三种，由于负债过高而产生的债务不可持续性危机 (solvency)；短期清偿能力不足 (illiquidity)（主要是短期外储不足以满足对短期债务的清偿）；以及汇率 (macroeconomic exchange rate) 脱钩导致的金融危机（如东南亚金融危机等）。

我们这里讨论的主要是欧洲经济体和其他的发达经济体。如果只是短期清偿能力的问题，只要投资者对于该经济体的长期前景有信心，他们将很愿意提供短期的流动性。同样的，由于欧洲国家大部分是欧元区成员，其他国家的也都实施了浮动汇率制，汇率问题也不会成为主权债务问题的主导诱因。因此我们重点关注由于负债过高而导致债务不可持续所造成的主权债务危机。

以债务的可持续性而论，Paolo Manasse 和 Nouriel Roubini 的研究表明，一个国家的外债/gdp的比重，公共负债与财政收入的比重，GDP的增长速度与美国国债的利率水平是影响一国主权债务信用的最重要因素。前两者反映的负债水平的高低，GDP的增长预示一个国家长期的偿债能力，美国国债的利率则是全球无风险债务的利率基准，决定一国为债务所支付的利息。

图 3-1：世界主要经济大国及欧猪五国外债/GDP

单位：%



资料来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），JEDH database, 东方证券研究所

表 3-1：GDP 的增长速度（预测）

单位：%

分类	国家	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
发达经济体	德国	2.52	1.25	-4.97	1.21	1.75	2.00
	法国	2.26	0.32	-2.19	1.52	1.75	2.00
	英国	2.56	0.55	-4.92	1.34	2.51	2.92
	美国	2.14	0.44	-2.44	3.10	2.55	2.40
	日本	2.36	-1.19	-5.20	1.90	1.97	2.04
欧猪五国	葡萄牙	1.87	0.04	-2.68	0.29	0.65	0.80
	爱尔兰	6.02	-3.04	-7.10	-1.55	1.94	2.31
	意大利	1.48	-1.32	-5.04	0.84	1.16	1.54
	希腊	4.47	2.02	-1.96	-2.00	-1.05	0.16
	西班牙	3.56	0.86	-3.64	-0.41	0.90	1.46
金砖四国	巴西	6.09	5.14	-0.19	5.50	4.10	4.11
	俄罗斯	8.06	5.62	-7.90	4.00	3.29	3.70
	印度	9.37	7.35	5.67	8.78	8.43	8.03
	中国	13.02	9.55	8.70	10.04	9.91	9.79

注：GDP 以不变价格计算。

资料来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），CEIC Database, 东方证券研究所

经验数据表明，如果一国未来的经济增长乏力或出现衰退，同时外债占 GDP 比重接近和超过 50%，那么出现主权债违约的可能性就会显著上升。从上面的数据可以看出，爆发主权债务危机风险最大的国家是希腊，葡萄牙，爱尔兰、意大利，这也基本符合当前三大信用评级机构给予上述几国的信用评级。

表 3-2：三大信用评级机构对欧洲 piigs 五国的信用评级

国家	外币						本币					
	长期评级			展望/关注			长期评级			展望/关注		
	标普	穆迪	惠誉	标普	穆迪	惠誉	标普	穆迪	惠誉	标普	穆迪	惠誉
葡萄牙	A-	Aa2	AA-	负面	负面	负面	A-	Aa2	AA-	负面	负面	负面
爱尔兰	AA	Aa1	AA-	负面	负面	稳定	AA	Aa1	AA-	负面	负面	稳定
意大利	A+	Aa2	AA-	稳定	稳定	稳定	A+	Aa2	AA-	稳定	稳定	稳定
希腊	BB+	A3	BBB-	负面	可能继续降级	负面	BB+	A3	BBB-	负面	可能继续降级	负面
西班牙	AA	Aaa	AAA	负面	稳定	稳定	AA	Aaa	AAA	负面	稳定	稳定

标普外币评级最后更新日：2010 年 4 月 28 日

穆迪外币评级最后更新日：2010 年 4 月 23 日

惠誉外币评级最后更新日：2010 年 4 月 26 日

注：标普,穆迪,惠誉官方网站,东方证券研究所

如果我们用外债上升的速度（参加图 3-1），未来三年的经济增长速度（图 3-2），和财政赤字占 GDP 比重的预测来衡量信用的恶化程度，那么信用状况迅速恶化的国家包括希腊，葡萄牙，爱尔兰和西班牙，这些国家的信用评级持续被下调的可能性仍然存在。

表 3-3：财政赤字/GDP (预测)

单位：%

分类	国家	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
发达经济体	德国	-0.20	-0.04	3.29	5.71	5.11	4.00
	法国	2.73	3.40	7.87	8.20	6.96	6.14
	英国	2.71	4.82	10.89	11.40	9.37	7.61
	美国	2.67	6.64	12.50	10.97	8.22	5.90
	日本	2.39	4.22	10.29	9.80	9.09	8.45
欧猪五国	葡萄牙	2.65	2.75	9.33	8.73	7.54	n/a
	爱尔兰	-0.05	7.16	11.45	12.16	11.04	n/a
	意大利	1.48	2.69	5.31	5.18	4.95	4.86
	希腊	3.66	7.75	12.87	8.72	8.80	n/a
	西班牙	-1.91	4.06	11.45	10.40	9.61	n/a

注：GDP 以当前价格计算

资料来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（2010 年 4 月），东方证券研究所

同时，我们的数据显示美国，日本，英国、德国等主要西方经济大国的外债水平仍然较低，经济复苏的步伐也较快，出现信用违约的风险比较低。但是我们并不排除英国等外债占 GDP 比重持续上升国家出现信用评级下调的可能。

2、希腊依赖新援助计划的顺利实施

对希腊的援助计划最初是 450 亿欧元。上周，我们就 450 亿的援助计划做了分析。虽然这笔贷款将足以应对希腊本年度的财政赤字，同时偿还到期的债务。但是希腊的债务问题并不能够得到解决，两三年之后，希腊再度陷入主权债危机仍是大概率事件。

我们以最乐观的预测来估算希腊债务水平的增长。如果希腊可以在三年之内将财政赤字占 GDP 的比重由 2009 年的 13.6% 削减到 2.9%，希腊的借贷利率水平在未来三年维持在 5%（这是 IMF 和欧盟同意对希腊官方援助的利率），同时，我们假定在财政赤字占 GDP 的比重开始稳定之后，希腊经济恢复增长（考虑到政府支出的大幅下降，经济衰退将是大概率事件）；那么在 2012 年，希腊可以初步实现国债与 GDP 比例的稳定。那个时候，希腊的国债占 GDP 的比重将高达 133%，较目前还要高 18%！2013 年希腊政府的利息支出就将占 GDP 的 8%，而这样严格的赤字削减，意味着希腊扣除国债利息的经常项目赤字占 GDP 的比重将在今年下降超过 4%，此后每年下降约 3%，以到 2013 年实现占 GDP 5.1% 的财政盈余。这就是说，希腊的经常性政府支出将平均每年下降近 10%，持续四年！（考虑一下，希腊的教育、医疗、社会福利支出以及公务员的收入会在五年后下降近 40%，这样的财政计划会有成功的可能吗？）如果希腊削减财政赤字的努力稍有松懈，或者是私营部门的投资者对希腊政府债务的利率要求高于 5%，450 亿欧元的援助甚至不能帮助希腊度过 2012 年！标普将希腊债券调为垃圾级实在是不足为奇！

表 3-4：希腊债务水平的最乐观估计

单位：十亿欧元

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
GDP	237.5	235.1	235.1	236.3	241.0
实际 GDP 同比增长	-	-2.0%	-1.0%	-0.5%	1.0%
名义 GDP 同比增长	-	-1.0%	0.0%	0.5%	2.0%
债务/GDP	115.1%	125.0%	130.8%	133.0%	133.3%
财政赤字/GDP	13.6%	8.7%	5.8%	2.9%	2.9%
除去国债利息外的赤字	20.4	5.8	-1.7	-8.9	-12.3
除利息后赤字/GDP	8.6%	2.5%	-0.7%	-3.8%	-5.1%
总债务	273.4	293.8	307.5	314.3	321.3
新增债务	-	20.5	34.1	40.9	47.9
国债利率	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%	6.0%
利息占 GDP 的比重	5.0%	6.2%	6.5%	6.7%	8.0%

注：我们假定欧元区的通胀维持在 1%。

资料来源：The Economist, IMF, 东方证券研究所

上周末，IMF 与欧盟的 1100 亿欧元新援助计划证实了我们的判断。从目前的情况来看，如果 1100 亿欧元的财政援助计划可以顺利实施，希腊是可以避免信用违约的风险的。

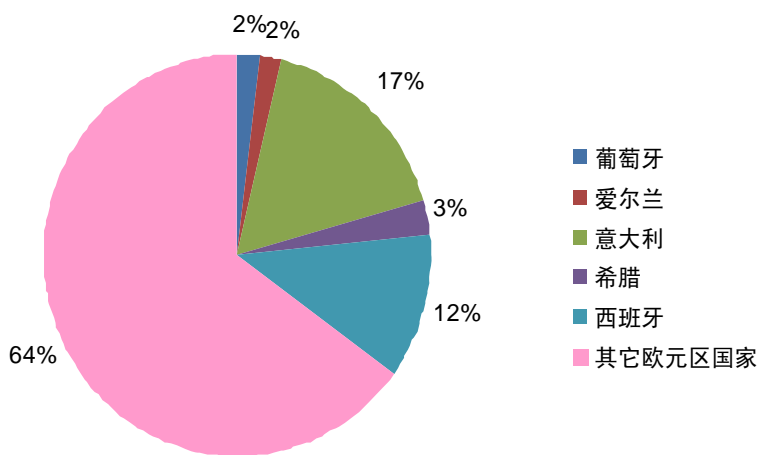
3、多米诺骨牌效应：希腊、欧洲与世界

排在希腊之后，如我们前文所述，葡萄牙、爱尔兰、意大利与西班牙也是信贷状况持续恶化的国家。葡萄牙与西班牙的信用评级已经遭到下调，我们预计爱尔兰成为下一个受害者的可能性较大，而意大利的情况则略好一些。如果在未来几个月上述国家的财政状况没有好转的迹象，我们可能还会见到某些国家信用评级被再度下调。在信用评级下调方面，我们认为欧洲多米诺骨牌的前几块牌已经被推倒。

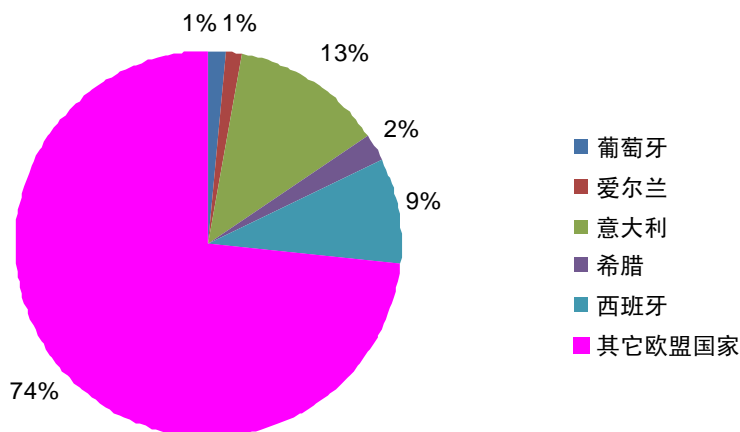
但是希腊可能出现的信贷违约是否会也会蔓延到其他国家呢？Paolo Manasse 和 Nouriel Roubini 的研究用外债/GDP 比重是否超过 50% 作为衡量主权债违约的重要指标，我们可以粗略的认为如果该数据接近或超过 50%，一国出现信用违约的可能性就会显著上升。从这个指标上看，葡萄牙，意大利，爱尔兰的风险较高，而近日为市场所广泛关注的西班牙反而相对比较安全。标普的评级指标支持我们的判断，西班牙的信用评级虽遭下调，但是由第二高级的 AA+ 下调到 AA，比其他的三国都高。

然而值得注意的是，意大利与西班牙都是欧洲大国，如果确实出现经济增长急转直下，两国出现国家破产的情况，这将超过欧盟可能的援助能力，会对欧洲经济的稳定乃至欧元的前景产生重大影响。

图 3-2：2009 年欧洲 piigs 五国占欧元区 GDP 的比重



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 3-3：2009 年欧洲 piigs 五国占欧盟 GDP 的比重


资料来源：CEIC, 东方证券研究所

就全世界范围来看，基于对 2010 年发达国家的经济缓慢复苏的预测，我们认为政府债务占 GDP 的比重将继续攀升。根据最近的一份国际货币基金组织报告所称（IMF Staff Paper, *The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor, 2009*），20 国集团的公共债将从 2007 年占 GDP 得 78% 上升至 2014 年的 118%。尽管较快的经济增长将有助于减缓债务占比的上升，但不能从根本上消除债务攀升所带来的对税收增加和可支配收入减少的负面影响。

但从总体上看，美英日德等主要西方经济大国的外债占 GDP 比重仍然在可控范围之内，经济恢复增长的速度也较为理想，爆发世界性的主权债务违约的可能性较低。只有英国的外债比重 09 年以来上升迅速，预计 2010 年英国高额的财政赤字将使这一比重持续上升；日本国债目前占 GDP 的比重已经超过了 200%，IMF 预计这一数据将在 2014 年达到 250%。我们认为中期看来，英日两国被下调信用评级的可能性不能排除。

四、主权债务危机的后果

1. 评级下调的后果

当一国政府的负债水平越来越高时，债券的价格将下跌而利率的水平将出现上涨，反映出投资者风险溢价的上升和对于通胀及加税的忧虑。更高的利率水平不利于私营部门的投资与消费，同时对税务和通胀乃至信用违约的忧虑也将打击投资者的信心，对经济的复苏造成负面影响。信用评级被下调之后资本市场的一系列反映是这一现象的显性表现。

2. 信用违约后果

除此之外，如果信用违约出现，持有主权债务的金融机构（主要是欧洲的银行）将面临较大资产减记的可能。国际清算银行估计，希腊 70%左右的债务（约合 2180 亿欧元）的债务为外国债权人持有，主要的债权人是在法德等欧洲大国的银行。

表 4-1：国外银行持有希腊政府债券概况

单位：十亿欧元

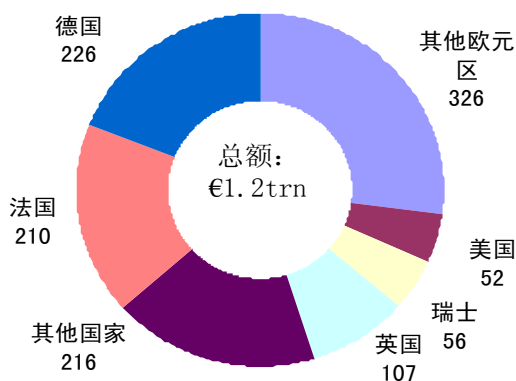
国家	%占总额	悲观预计	乐观预计
法国	24.9	27	52
德国	14.3	15	30
其余欧元区	18.8	20	39
欧元区	58	62	121
瑞士	21.2	22	44
英国	4.1	4	8
美国	5.4	6	11
世界其他地区	11.4	12	23
总额	100	106	207

资料来源：The Economist, Bank for International Settlements, 东方证券研究所

如果最恶劣的情况出现（虽然目前看来这种可能性虽不能排除但并不太高），即经济增长持续低迷、财政状况难以改善，信用违约扩展到葡萄牙和西班牙，可能违约主权债的规模将迅速扩大。由外国投资者持有的希腊、葡萄牙、西班牙的主权债总计将达到 1.2 万亿欧元（约合 1.6 万亿美元）。这种规模的债务危机可能超出德国、法国的援助能力。如果出现较大规模的资产减记，欧洲银行业的资本充足率将出现显著下降，银行可能被迫紧缩信贷，流动性会枯竭，欧洲经济可能再度陷入衰退。这个过程将与“次贷危机”时期危机从金融业向实体经济蔓延的过程一模一样。

图 4-1：外资银行持有希腊，葡萄牙和西班牙债务

单位：十亿欧元



资料来源：Bank for International Settlements, 东方证券研究所

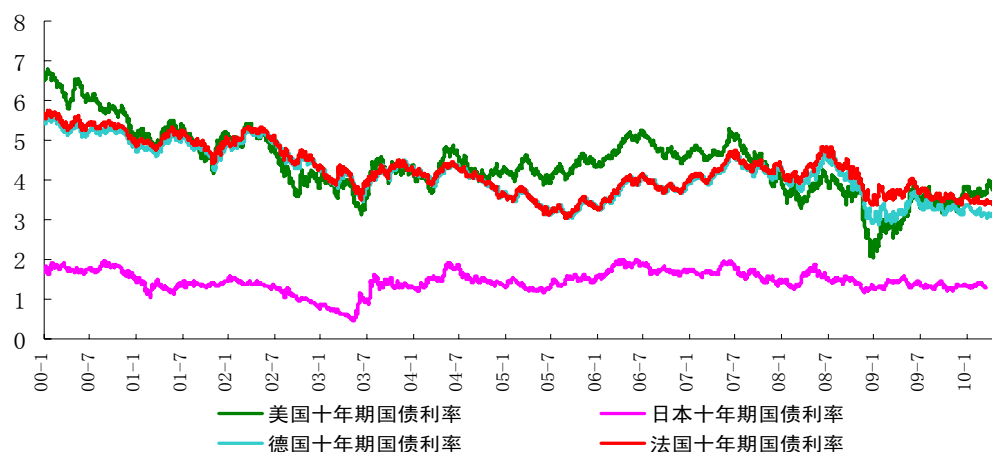
IMF 估计整个“次贷危机”期间全球金融机构的损失达 2.3 万亿美元，其中三分之二

已经被计提，数目约为 1.6 万亿美元。当然，即使西班牙和葡萄牙都出现信用违约，由于债务重组的原因不可能出现全部主权债资产被计提的情况，两个 1.6 万亿美元并没有可比性，但是这样大规模债券违约的可能会是当前全球经济面临的最重大的风险。

五、主权债务危机未来展望

我们认为，从偿债指标上看来，西方经济大美国、日、德、法的债务状况仍然比较稳健，出现全球性主权债务违约并导致世界经济二次见底的可能性并不高。

图 5-1： 美、日、德、法十年期国债利率（2000-2010）



数据来源：bloomberg, 东方证券研究所

但是对欧洲经济而言，虽然希腊已经获得了充足的援助，起码在计划上如此，如果援助计划得以顺利实施，我们认为希腊可以避免国家破产的命运。但是其他国家的信用评级被下调甚至再度被下调的可能性仍然存在。这种情况将显著影响投资者的心理，造成欧洲金融市场的动荡和市场对世界经济复苏前景的担忧。同时，我们认为由于欧元区是由多个国家组成的单一货币区。货币政策统一而财政政策不统一。对于处于债务危机的国家实施救援就是以欧元区的通货膨胀为代价拯救那些财政支出过度奢侈维持国内福利的国家，必定会引起欧洲经济强国如德国等国内的巨大争议（参见《欧元区会崩溃吗？》）。在过去一个月间在援助希腊问题上德国不断出现的威胁希腊采取更激进的削减财政赤字的声音就是明证。实施救援的方案或将出现一定反复。欧元在未来的弱势震荡仍将是大概率事件。

表 5-1： 2010 年 4 月 20 日以来德国政府官员表态的反复

时间	事件
2010 年 4 月 21 日	德国在野的社民党已经公开反对议会“仓促通过”援助希腊的法律；更有一些极端的反对者认为救援机制违法，计划上告到德国联邦宪法法院。
2010 年 4 月 24 日	德国政府官员表示，德国准备在 IMF 为希腊制定的调整方案就绪后向希腊提供援助，提供

	救助的前提条件包括：希腊发出求助、IMF 的方案就绪，同时欧洲央行和 IMF 发表声明称这是当前形势下须采取的最后手段。
2010 年 4 月 25 日	德国财政部长朔伊布勒表示，德国政府仍有可能拒绝希腊政府提出的财政援助申请。朔伊布勒说，迄今为止，欧盟委员会和德国政府对希腊提供财政援助问题都未做出相关决定。
2010 年 4 月 25 日	默克尔在同希腊总理帕潘德里欧通过电话后告诉记者，希腊必须制定一个令人信服和可靠的财政整顿计划，欧盟才会同意伸出援手。
2010 年 4 月 26 日	德国总理默克尔表示，德国将对希腊提供援助，但必须等待国际货币基金组织及欧盟委员会与希腊正在进行的谈判结束，而且希腊必须提出“令人信服的”整顿财政计划。
2010 年 4 月 26 日	德国财政部长朔伊布勒表示，德国将于 5 月 7 日前完成相关立法，从而为 5 月 19 日之前向希腊提供援助铺平道路。德国的援助是为了维护本国利益。
2010 年 4 月 27 日	默克尔说，对希腊的援助谈判必须“审慎而坚决”，希腊必须提出数年的整顿计划，以表明它能获得持续的经济发展和财政改善能力。她同时指出，援助希腊关系到欧元的整体稳定。
2010 年 4 月 29 日	德国财长朔伊布勒表示，救助计划必须实施，释放出明确的信号，那就是希腊不会被允许破产。

资料来源：东方证券研究所整理

最为糟糕的情况是，如果欧洲经济的增长特别是南欧各国的经济增长低于预期，信用违约的风险扩大到意大利、葡萄牙和西班牙等国，欧洲金融体系将受到重大冲击，类似于次贷危机式的从金融体系扩散到实体经济的经济衰退可能重现，世界经济也将受到较大影响。虽然从目前看来这种情况发生的可能性尽管不能排除但仍比较有限。

值得注意的是，这种情况一旦出现，欧元的前景可能将重新引起争议。欧元区的前景已经出现了明显的分化，以德法为代表的欧洲经济强国已经开始恢复性增长，但是意大利与西班牙的经济增长预测仍然为负值，西班牙更面临着超过 20% 的失业困扰。严格的来说，南欧与西北欧应当有不同的货币政策以应对当前的经济状况：南欧应当使货币贬值以刺激出口，而西北欧则可以维持汇率稳定以遏制通胀，但是由于欧洲单一货币区的限制，使得欧洲央行的货币政策难以两头兼顾。如果债务危机波及西班牙和意大利，相信关于欧元前景的重新讨论将再度升级。

同时，考虑到美国经济较欧洲经济增长更为强劲，中期看来美元将逐步进入加息周期。联储升息将提高全球无风险借贷利率的水平，这将进一步恶化欧洲部分债台高筑的国家的债务问题。

总体上看，全球范围内主权信用评级被下调及潜在的信用违约可能是当前世界经济复苏的最大风险，投资者对于世界经济的前景不宜过度乐观。

分析师声明

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。

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