

欧元区债务危机引发的后果

风险观察：

- 随着几个国家的主权风险评级下调，欧洲市场已经陷入一片混乱。
- 人们越来越质疑政府筹集资金填补财政赤字的能力，尤其在希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙。
- 我们正在目睹一场严重的信心危机，而希腊需要欧盟/国际货币基金组织援助则加剧了这一危机。
- 需要关注的重点领域包括：政治发展、对企业的影响和汇率风险。
- 对于面对这些市场的企业来说，主权债务危机带来的既有风险又有机遇。
- 我们建议，提高警惕，特别是关于付款风险。

内容纲要

- 建议
- 背景：发生什么事？为什么？
- 展望：未来会发生什么？
- 对邓白氏客户的影响

建议：

我们建议，提高警惕，尤其是关于付款风险

如果您的公司正在PIIGS（葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙）或其他欧元区国家里做生意，或者如果您正计划在这些市场上投资，我们建议您谨记以下几点：关注国家风险而非狭窄的主权风险的重要性，日益增长的付款风险，付款条件紧缩的可能性，密切监测PIIGS的发展态势（即使您不直接接触这些市场）的必要性，通过货币对冲免受汇率波动。

1. 风险评级机构（例如标准普尔、穆迪和惠誉）调低评级主要和主权风险（即主权国家的信誉度）有关。在市场动荡加剧的现状下，我们建议您谨记：国家风险（即在某一国家做生意时，贸易和投资收益的风险）比较全面。邓白氏国家风险服务部门关注影响企业在某一国家交易的政治、经济和商业风险。面对PIIGS五国市场的企业应该注意政治风险（如政府效能低下）、经济挑战（如内需疲软）和商业因素（如付款能力恶化）的合集，而不只是主权风险。
2. 我们建议企业密切监测其受欧元区市场的影响。破产水平的上升增加了最脆弱国家不付款的风险。鉴于PIIGS五国疲软的付款趋势，企业可能会收紧对这些国家的付款条件。
3. 由于欧洲生产和供应链的相互关联性，危机可能蔓延至PIIGS五国以外国家的风险仍然是一个问题。即使您的公司不直接接触PIIGS五国市场，我们也建议您密切监测PIIGS五国国家风险的发展动向。
4. 鉴于汇率的波动性和欧元的不确定性，对于在欧元区进行贸易的企业来说，货币对冲可能是

一种保护其免受汇率波动的有效策略。

背景：发生什么事？为什么？

**随着几个国家主权
风险评级下调，欧
洲市场已经陷入一
片混乱**

4月下旬，随着主权评级机构——标准普尔调低了希腊、葡萄牙和西班牙的主权风险评级，欧洲市场陷入了一片混乱。希腊的评级甚至被调降至低于“投资级别”。这是继主权评级机构在几个月内随着公共债务的不确定性上升而调低希腊和葡萄牙评级后的又一动作。新的数据显示，2009年希腊的预算赤字超过了GDP的13%，而这推动了最近一系列的评级下调。希腊的债务重担规模缺乏透明度，这成为一种持续的风险因素，而政府定期将其预算数字调低。关注着影响全球各国的政治、经济和商业风险因素（除主权风险、评级机构重点关注领域之外）的邓白氏国家风险服务部门数月来一直对这些国家日益恶化的经济、政治和商业风险前景发出警告。例如，我们自从去年开始便一直对疲软的经济前景和欧元区日益增长的财政失衡导致的风险发出警告。

**人们越来越质疑政
府筹集资金填补财
政赤字的能力，尤
其在希腊、爱尔兰、
意大利、葡萄牙和
西班牙**

日益恶化的公共财政是欧元区采取财政刺激计划以及由于降低税收、增加福利开支而导致严重经济衰退的后果。此外，欧元区缺乏集中的财政制度和高层次的劳动力流动性，而这些有助于货币联盟适应其面临的不对称冲击，这也是为什么一些成员国（葡、爱、意、希、西）受到债务危机的冲击比其他国家大的原因。在欧元区，人们越来越质疑政府筹集资金填补财政赤字的能力。希腊的公共债务问题提供了一个极端的例子，但大多数政府今年需要筹集巨额资金弥补赤字，它们对资金的竞争可能会推高收益率和风险，从而挤掉对企业的长期贷款业务。正在浮现的债务危机侵蚀了金融投资者的信心，增加了其对欧元的不确定性，提高了欧元区成员国需要借助外援（国际货币基金组织和/或其他欧元区国家）筹集资金以应对螺旋型上升债务的风险。反过来，在最脆弱国家，政府债券和企业债券的风险溢价都会上涨，这也影响私营企业获得信贷。欧元区国家都需要解决日益沉重的公共债务负担，然而，受影响最大的国家依然是希腊、葡萄牙和西班牙，其次是爱尔兰和意大利。

**我们正在目睹一场
严重的信心危机，
而希腊需要欧盟/国
际货币基金组织援
助则加剧了这一危
机**

我们正在目睹一场严重的信心危机，对于PIIGS五国筹集资金解决公共债务重担的能力的信心危机。4月下旬，希腊政府正式向欧盟和国际货币基金组织申请启动450亿欧元的救助方案。这一步是必然的，因为希腊的债务利率已经攀升到不能承受的水平，投资者对希腊的信心重挫。然而，对于整个欧元区而言，希腊的做法也带来了严重的传染风险，反映在这些国家的借贷成本的激增。投资者担心，PIIGS（葡、爱、意、希、西）中面临类似结构问题的其他国家很快也会像希腊一样遇到相似的筹资问题。这些结构问题包括：出口竞争力薄弱、无力使货币贬值（因为这些国家位于欧元区）、失业率上升、家庭负债高筑以及政府的财政紧缩措施引发严重社会骚乱的倾向。

展望：未来会发生什么？

**需要关注的重点领
域包括：政治发展、
对企业的影响和汇
率风险**

我们希望以下风险因素能在未来几周内在欧元区主权债务危机问题上发挥重要作用：欧元区各国（尤其是德国）向希腊提供紧急贷款的政治意愿、PIIGS五国中其他四国不依靠外援筹集资金的能力、公共财政问题对企业的影响、上涨的政治风险以及增长的汇率风险。此外，欧元区的债务危机向PIIGS五国以外的国家蔓延的风险也在增长。

1. 希腊为其债务直接再融资的能力取决于欧盟提供300亿欧元援助的协议（欧盟和国际货币基金组织联合援助450亿欧元）。需要出资最多的德国面临政治困境，因为德国民众反对向希

希腊提供贷款，而且若提供援助，德国宪法法院可能会反对。希腊5月19日需要支付投资者80亿欧元，今年年底需要再支付300亿欧元，2011年年底再支付280亿欧元。总之，希腊在接下来的几年内可能会需要比计划中的450亿欧元更多的外部援助资金（最新估测显示多达1200亿欧元）。尽管我们认为希腊能够从伙伴国获得今年的短期紧急贷款，但是希腊的债务重担在中期仍令人担忧。违约的风险也存在，如果欧元区的主要伙伴国（尤其是德国）的政治援助大幅下降，不排除2011年以后出现违约。

2. **PIIGS**五国中其他四国也将面临上涨的借贷成本，因为市场仍旧担心外部援助（尤其是来自国际货币基金组织的援助）对这些国家来说也是必不可少的。最近人们对期限为6个月的意大利国库券的疲软需求更加说明**PIIGS**五国的债务再融资将越来越有挑战性。同时存在的还有“道德危机”风险，即尚未获得国际货币基金组织援助的国家会假设欧盟和/或国际货币基金组织最终将帮助其摆脱困境而不充分实施财政紧缩措施。
3. 企业（尤其在希腊、葡萄牙和西班牙）面临股价的进一步下跌和防范违约成本的上涨（反映在信用违约掉期的价格上）。这意味着，由于市场总值和盈利性下降，企业将面临越来越多的现金流问题。例如，希腊政府持有价值约2900亿欧元的已发行证券，这一数字是美国投行雷曼兄弟在2008年末破产时持有证券的2倍多。希腊政府大部分的债券由西欧银行持有，这一事实加剧了欧元区股票市场上的紧张气氛，因为投资者正逐渐对希腊政府债券失去信任，银行的资产负债表看起来更危险（特别是如果它们包含大量的政府债务），而这反过来又使银行更不愿意贷款给家庭或企业。这些紧张局势最终可能引发新一轮信贷紧缩，特别是如果西班牙和意大利面临日益增加的融资问题（而这已有迹象出现）。
4. 政府实施财政紧缩计划的压力（来自债务投资者、欧盟其他国家、以及在希腊的情况下，来自国际货币基金组织的压力加剧了这一压力）可能也会引起经济的持续衰退，因为欧元区成员国无法贬值它们的货币来矫正内外失衡，欧盟和国际货币基金组织将实施严厉的财政整合措施（包括大幅削减工资和公共开支）。在欧元区经济复苏仍旧疲软无力时，这些措施可能会扼杀国内需求。
5. 政治风险仍然是一个问题。内乱（尤其是在希腊）已经给在最脆弱的国家里运营的企业带来了消极影响。广泛的罢工可能会使牵涉其中的国家日常生活瘫痪，使政府无法实施财政政策或进行更广泛的结构改革，特别是在希腊和葡萄牙。此外，在**PIIGS**五国中的大多数国家，政策制定也成为难题。例如，葡萄牙的少数党政府需要联合反对党中的合作伙伴才能通过立法，这将阻碍财政计划的实施。葡萄牙的紧缩计划已经引发了工会的劳工行动，我们认为，由于工会抗议开支削减和工资冻结，将来会有更多的社会骚乱。
6. 最后，欧元区的债务问题将会使货币波动保持在很高的等级：债务危机已经导致欧元大幅贬值，汇率进一步波动的风险增加了在欧元区贸易和投资行为的不确定性。

对邓白氏客户的影响

主权债务危机带来的既有风险又有机遇

欧元区的主权债务危机对企业有多方面的影响。对于接触欧元区国家尤其是**PIIGS**五国市场的企业来说，既有潜在风险又有机遇。企业应该牢记日益恶化的付款趋势、疲软的经济前景、私有化计划带来的机遇以及增长的汇率波动性。

1. 面对希腊和**PIIGS**五国中其他四国市场的企业必须要极其警惕，因为对手的风险（比如破产风险和付款风险）在2010年至2011年将保持很高的等级。邓白氏跨境付款数据（欧洲内部贸易记录）显示，葡萄牙和西班牙的公司在第一季度的付款情况急剧恶化，而爱尔兰和意

大利的公司也表现很弱。我们认为，当信用政策收紧，PIIGS五国的付款情况会更加恶化，进而营业收益率也会减弱。

2. 我们认为，PIIGS五国在2010年至2011年的经济复苏会很疲软。事实上，希腊、爱尔兰和西班牙的经济很可能在2010年会再度缩水，而意大利和葡萄牙的经济增长将会很微弱。因此，潜在投资者在这些市场上的经济前景短期内并不十分乐观。例如，当公共开支项目延迟实施或取消时，在基础设施（近几年来为投资重点领域）方面的投资机遇将会恶化。
3. 然而，PIIGS五国的经济和财政危机也将带来一些机遇。例如，作为减轻债务重担的财政措施的一部分，葡萄牙政府计划通过在航空、铁路运输、邮政、能源和纸张行业实施私有化措施来筹集60亿欧元的资金。PIIGS五国已经采取或即将采取的这类计划以及类似的私有化措施将为投资者打开大门。另外还有一些小众行业，例如葡萄牙不断发展的可再生能源行业，将为精明的投资者提供机遇。
4. 货币市场上升高的波动性增加了贸易和投资回报的不确定性。然而，如果欧元继续下跌（我们认为在短期内是极有可能的），这将提高欧元区出口商的收入。出口行业一直是欧元区复苏萌芽的主要推动力，欧元贬值将会使出口价格竞争力进一步增强。然而，如果非欧元区成员国的其他欧洲国家的货币相对欧元而言升值了，这些国家的出口商将丧失竞争力，例如，瑞士法郎对欧元大幅升值，这会对瑞士出口行业的复苏构成很大风险。我们建议企业对货币动态保持警觉。

邓白氏国家风险指标

邓白氏覆盖132个国家，为每个国家指派一个风险指标，这反映在在该国开展业务的一般风险或信贷风险。邓白氏国家风险指标共分为7级，从风险最弱的DB1级到风险最大的DB7级。每一级又细分为4小级（a-d），“a”小级代表的风险稍低于“b”小级，依次类推。只有DB7级指标没有被细分成4小级。

其他资源

本出版物中所包含的信息在印刷之前正确无误。若要获得在此提到的国家的最新信息，请参阅邓白氏的月刊*国际风险和付款综述*（*International Risk & Payment Review*）。若要获得全面、深入的报道，请参阅有关国家的完整国家报告。