

日期: 2011 年 2 月 22 日



首席宏观分析师 胡月晓



021-53519888-1917



huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

利好欧洲 约束美国

——2011 年 2 月巴黎 G20 峰会点评

主要观点:

全球经济失衡是当前西方危机的重要基础

债务率过高（包括公共和私人债务）正是造成西方金融危机的基础和根源。无论是欧洲主权债务危机，还是美国“次贷”危机，其共同特征都是债务率过度上涨，以至超过了各成员国、各类经济行为主体的财务可持续性。

世界经济持续增长需要稳定的国际经济环境

从财务平衡的角度，内部失衡和外部失衡是紧密联系的，是同一硬币的两个方面。内部失衡通常需要通过贸易顺差和资本顺差的形式来达到短期财务资源的平衡。从 2009-2010 的情况看，全球主要经济体的“救市”行为，造就一个波动巨大的国际经济环境：国际贸易急降骤降，通货膨胀冰火两重天。广大发展中国家和中小型经济体面临的国际经济环境稳定程度严重下降。

全球经济失衡共识利于增强国际政策协调

首先，G20 达成全球经济失衡标准有助于当前处在危机中欧洲主权债务危机国取得国际救助，加快走出危机。其次，美国只顾及自身利益、不负全球责任的行为，至少会受到一些道义制约。

G20 就如何衡量全球经济失衡达成协议

为期两天的二十国集团（G20）财政部长和央行行长会议于 2011 年 2 月 19 日在法国巴黎闭幕。全球主要经济体的财长周六就如何衡量全球经济失衡情况达成初步共识，决定选取一揽子指标衡量世界经济失衡状况。

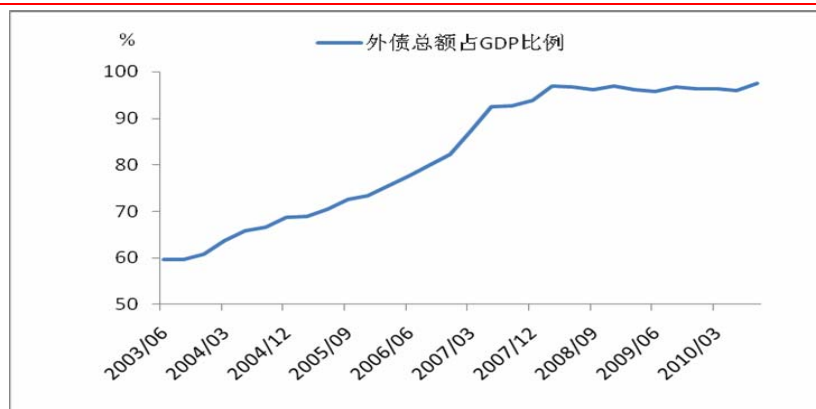
选取公共债务、财政赤字、私人储蓄率和私人债务作为界定内部失衡的指标；贸易账户、净投资收益与转移账户作为外部失衡指标。

在中国的要求下，汇率和外汇储备并未列为指标，妥协的结果是：汇率、财政和货币政策则将作为未来衡量经济失衡的参考因素。

全球经济失衡是当前西方危机的重要基础

债务率过高（包括公共和私人债务）正是造成西方金融危机的基础和根源。无论是欧洲主权债务危机，还是美国“次贷”危机，其共同特征都是债务率过度上涨，以至超过了各成员国、各类经济行为主体的财务可持续性。

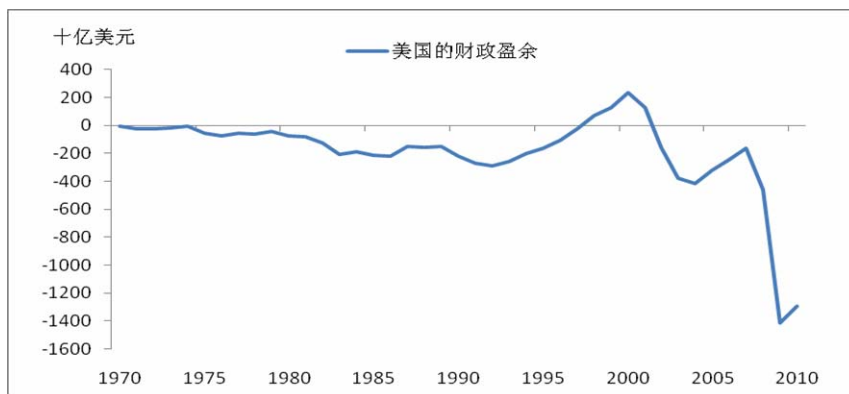
图 3 美国外债总额占 GDP 的比重不断提高



数据来源：Wind，上海证券研究所

美国自 2007 年次贷危机开始，财政赤字从 1,607 亿美元急剧膨胀到 2010 年底的 12,940.7 亿美元。

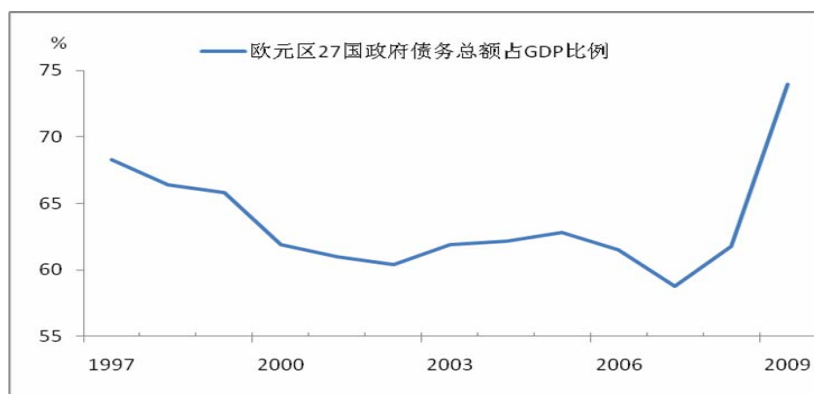
图 4 美国财政赤字自 2003 年起迅速增加



数据来源：Wind，上海证券研究所

债务率让欧元区国家还没走出金融危机的泥潭，又立马陷入了主权债务危机的深渊。

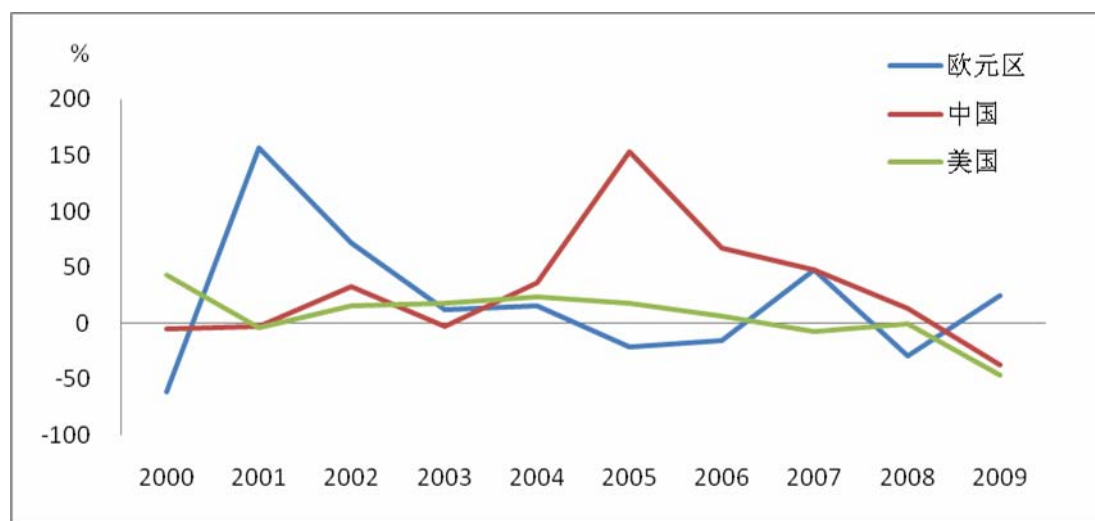
图 5 欧盟政府债务不堪重负



数据来源: Wind, 上海证券研究所

日本、韩国及中国等亚洲其它新兴经济体，走的都是外向型经济发展战略路线，其经济失衡的表现主要都表现为巨额的贸易顺差及由此产生的高额外汇储备。虽然在本次 G20 峰会中，中国成功阻止将汇率及外汇储备纳为衡量经济失衡的指标，但也不能掩盖这类国家对外贸易失衡的迹象。

图 2 欧美及中国的对外贸易增幅大起大落



注: 此处对外贸易额使用的是商品和服务贸易金额

数据来源: Wind, 上海证券研究所

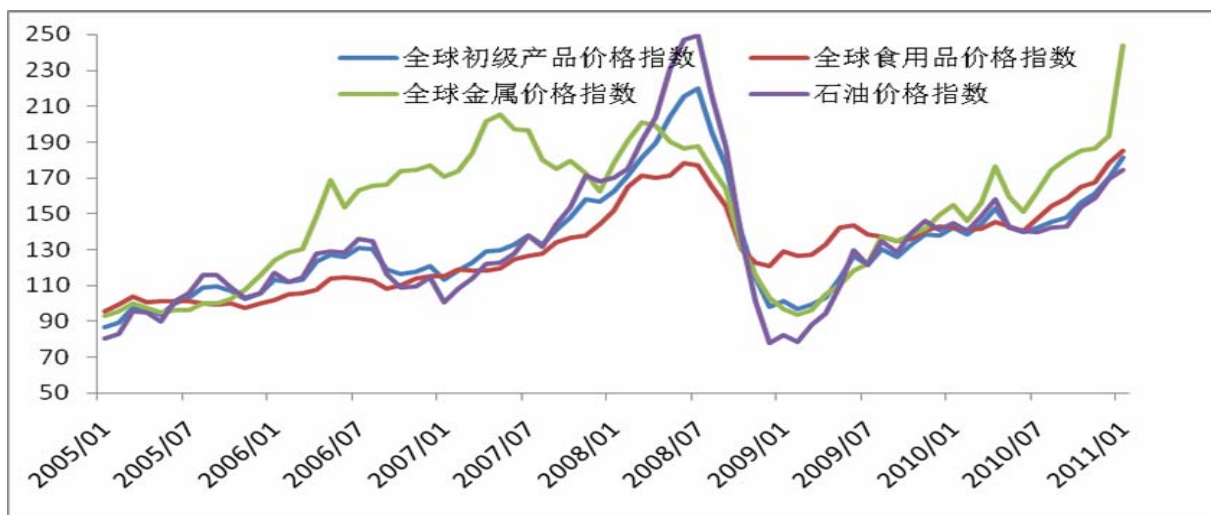
可见，金融危机爆发前夕，各经济体间失衡现象已非常严重。全球经济失衡日益严重，各国亟待协调宏观政策。

世界经济持续增长需要稳定的国际经济环境

从财务平衡的角度，内部失衡和外部失衡是紧密联系的，是同一硬币的两个方面。内部失衡通常需要通过贸易顺差和资本顺差的形式来达到短期财务资源的平衡。

在经济全球化和金融一体化的当今世界经济下，一国宏观政策，尤其是中心国、国际货币发行国的宏观政策，溢出效应明显，对世界经济的均衡和发展，影响重大。从 2009-2010 的情况看，全球主要经济体的“救市”行为，造就一个波动巨大的国际经济环境：国际贸易急降骤降，通货膨胀冰火两重天。广大发展中国家和中小型经济体面临的国际经济环境稳定程度严重下降。

图 1 大起大落的国际大宗交易商品价格走势



数据来源：Wind，上海证券研究所

全球经济失衡共识利于增强国际政策协调

首先，G20 达成全球经济失衡标准有助于当前处在危机中欧洲主权债务危机国取得国际救助，加快走出危机。

欧洲国家的主权债务危机有其历史、体制和自身的原因，但最根本的原因是这些国家的经济失去了“生产性”。在希腊发生的金融危机严重影响居民消费，导致经济下滑，货币高估使得出口始终较差，而没有灵活的货币政策，政府不得不依靠投资和消费拉动经济，赤字不断累积。赤字与出口下滑的恶性循环最终使得希腊的主权信用风险逐步积累，并在本次经济危机中完全暴露出来。

高比例的政府赤字和政府债务是欧盟主权债务危机产生的直接原因，巴黎 G20 峰会中，对这一指标的监控将对危机的预示及控制起到直接的作用，有助于当前处在危机中欧洲主权债务危机国取得国际救助，加快走出危机。

其次，美国只顾及自身利益、不负全球责任的行为，至少会受到一些道义制约。会议在衡量全球经济失衡指标上达成一致，同时也充分考虑汇率以及财政和货币政策。这在一定程度上会对美国货币政策形成制约。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。