

谨慎乐观：全球经济处于复苏进程，存在下行风险

太平洋证券股份有限公司
已获业务资格：证券投资咨询

宏观高级分析师：李爱敏

电 话：010-8832 1913

Email: liam@tpyzq.com.cn

执业证书编号：S1190511040002

报告摘要：

- ◆ 全球经济增长正在由政策刺激下的增长转向内生性增长，增速较 2010 年有所放缓。

1. 贸易是全球经济复苏的重要推动力量。货物贸易额已经恢复到金融危机前的水平，由于基数原因，2011 年全球货物贸易增速与 2010 年相比将明显回落，但贸易依然是全球经济复苏的重要推动力量。

2. 新兴经济体经济增长依然是全球经济增长的亮点。由于剩余产能已经基本恢复，新兴经济体 2011 年经济增速与 2010 年相比将有所放缓，但是新兴经济体 2011 年经济增长依然强劲。

△ 美国经济增长将呈现前低后高的态势

△ 欧洲经济不均衡复苏

△ 日本经济下半年有望在重建投资拉动下出现反弹

- ◆ 欧美货币政策

美国：QE2 到期后货币政策进入观察期，QE3 推出概率较小，美联储将保持资产规模并且不急于加息，年内流动性依然充裕。QE2 在 6 月底到期之后，迫于通胀压力，美国继续推出 QE3 的可能性不大，鉴于美国近期数据表现不佳，美联储最可能的做法是在 QE2 到期之后维持目前的低利率政策并保持目前的美联储资产规模。美国年内流动性依然充裕。

欧洲：货币政策回归正常化。继 4 月份重启加息之后，欧洲央行年内为打压通胀仍然会继续加息，年内再融资基准利率有望升至 2% 左右（目前是 1.25%）。欧洲央行货币政策决策的最重要依据是欧元区的通胀问题。由于包括石油在内的能源价格高位运行有推高工资水平、进一步推升通胀的影响，鉴于欧洲央行对通胀极其敏感，预计为打压通胀，欧洲央行年内有望将再融资基准利率加至 2% 左右。

- ◆ 风险因素：公共债务困扰发达经济体；大宗商品价格高位运行构成全球经济复苏的障碍。

目录

一、 全球经济正在由政策刺激下的经济增长转向内生性经济增长	4
(一) 全球经济在 2011 年继续保持复苏, 增速比 2010 年将稍显温和	4
(二) 贸易增长依然是全球经济增长的重要推动力	5
(三) 新兴经济体的强劲需求依然是 2011 年全球经济复苏的重要引擎	6
(四) 美国经济: 下半年经济增长有望加速, 2011 年全年实际 GDP 增速在 2.6% 左右	8
(五) 欧洲经济整体稳定复苏、成员国经济复苏呈现不均衡特征	12
(六) 随着产能恢复以及灾后重建的展开, 日本经济将在下半年出现反弹	13
二、 欧美货币政策以及对资本流动的影响	14
(一) 美国: QE2 到期后货币政策进入观察期, QE3 推出概率较小, 美联储将保持资产规模并且不急于加息, 年内流动性依然充裕	14
(二) 欧洲央行在货币政策制定上将表现出“独立性”, 年内再融资基准利率有望加至 2% 左右	18
三、 风险因素: 发达国家公共债务过高、大宗商品价格大幅上涨影响全球经济复苏	19
(一) 美国结构性财政赤字高企难避免	19
(二) 欧洲“边缘国家”深陷债务危机, 警惕欧洲债务问题的溢出效应	20
(三) 大宗商品价格高位运行困扰全球经济复苏	22

图表目录

图表 1: 全球货物贸易出口增速与 GDP 增速	5
图表 2: 全球商品贸易出口额已经恢复到危机前的水平	6
图表 3: 各国对全球货物贸易进口增速的贡献 (%)	7
图表 4: 发展中国家的工业产出已经完全恢复到危机前的增长态势	7
图表 5: 美国实际 GDP 环比年率增速 (2007Q2-2011Q1)	9
图表 6: 各细项对美国 GDP 增速的贡献 (2007Q2-2011Q1)	9
图表 7: 进口的大幅增加抵消了出口增长对 GDP 增长的拉动作用 (2007Q2-2011Q1)	10
图表 8: 美国居民缴纳社会保险支出 (2006Q1-2011Q1)	10
图表 9: 美国居民储蓄率 (2006Q1-2011Q1)	11
图表 10: 美国消费信贷已经连续 7 个月录得环比正增长 (2003.4-2011.4)	11
图表 11: 美国 LEI 领先指数	12
图表 12: 美国工业产能利用率 (%)	12
图表 13: 欧元区以及部分欧洲国家的实际 GDP 季度环比增速 (%)	13

图表 14: 日本实际季度 GDP 环比增速 (折合年率)	13
图表 15: 日本工业产值月环比增速 (经季调)	14
图表 16: 日本家庭支出状况	14
图表 17: 美联储资产规模 (单位: 十亿美元)	15
图表 18: 美联储所持有的证券资产规模 (单位: 十亿美元)	15
图表 19: 在充裕流动性推动下, 美国股指已基本恢复至危机前的高点 (NASDAQ 综合、标普 500)	16
图表 20: 在充裕流动性推动下, 美国股指已基本恢复至危机前的高点 (道琼斯工业平均指数)	16
图表 21: 美国通胀预期	17
图表 22: 美元指数	17
图表 23: 欧洲再融资基准利率	18
图表 24: 欧洲通胀水平	18
图表 25: 美国当年财政赤字占 GDP 比重 (%)	19
图表 26: 美国公共债务占 GDP 的比重	19
图表 27: 希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙政府负债占 GDP 的比重	20
图表 28: 部分国家 GDP 在欧元区中占比情况	21
图表 29: 各国银行业对希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙的风险敞口	21
图表 30: 大宗商品价格已经基本恢复至金融危机前的峰值	22
 表格 1: 全球实际 GDP 增速 (2009-2013)	 5
表格 2: 发达经济体、新兴市场国家货物出口贸易增速 (%) (2008-2011)	6

一、 全球经济正在由政策刺激下的经济增长转向内生性经济增长

经历 2009 年深度衰退之后，2010 年全球经济在政策刺激下强劲反弹；2011 年，随着反周期的财政、货币政策的逐渐退出，世界经济正在转向内生性的经济增长。由于金融危机对于发达国家的影响依然存在，发达国家深受公共债务的困扰、国内就业市场的恢复依然有待时日，加上 2011 年经济增速面对的是 2010 年较高的基数，与 2010 年相比，2011 年全球经济的增长速度将稍显温和。

但是，全球经济在 2011 年继续保持复苏的进程是肯定的。引导全球经济 2011 年下半年继续处于复苏通道的重要推动力包括国际贸易和新兴经济体继续强劲复苏带动对发达经济体的需求。

金融危机对发展中国家的影响已经基本褪去，发展中国家已经基本不存在产能过剩问题。随着发展中国家产出缺口逐渐得到弥补，发展中国家经济将在 2011 年增速有所放缓但是依然保持较强劲的增长态势，2011 年发展中国家经济增速 6.3%，接近这些国家潜在经济增长水平。世界经济 2011-2013 年将仍然保持强劲增长。2010 年全球经济增长 3.8%之后，预计 2011 年全球经济增长 3.2%，2012、2013 年全球经济增速有望达到 3.6%。发展中国家经济继续强劲增长将带动对发达国家的需求从而推动发达国家的经济增长。

贸易增长依然是全球经济增长的重要推动力。2009 年全球性金融危机对贸易造成严重影响，2009 年全球货物贸易萎缩 12%，2010 年全球贸易快速反弹 14.5%并创下 1950 年数据记录以来的新高，全球货物贸易额在 2010 年已经恢复到了金融危机前的水平，贸易的快速恢复为全球经济复苏重要的推动因素。由于金融危机对世界经济的影响依然没有完全消除，发达国家的失业率居于高位、欧洲深受债务困扰，全球贸易保护主义又抬头的态势，加上去年贸易额基数较高，预计 2011 年贸易将会平稳增长、贸易增速较 2010 年将有所放缓。世界贸易组织预计 2011 年全球出口贸易额增速为 6.5%，这一增速依然高于 1990 到 2008 年之间全球贸易平均增速（6.0%），贸易依然是全球经济增长的重要推动力。

（一）全球经济在 2011 年继续保持复苏，增速比 2010 年将稍显温和

世界经济正在由政策拉动下的复苏转变为内生性经济增长。2010 年，经历 2009 年深度衰退之后，全球经济在政策刺激下强劲反弹；2011 年，随着反周期的财政、货币政策的逐渐退出，世界经济正在转向内生性的经济增长。由于金融危机对于发达国家的影响依然存在，发达国家深受公共债务的困扰、国内就业市场的恢复依然有待时日，加上 2011 年经济增速面对的是 2010 年较高的基数，与 2010 年相比，2011 年全球经济的增长速度将稍显温和。世界银行预计，全球经济 2011-2013 年将仍然保持强劲增长。2010 年全球经济增长 3.8%之后，预计 2011 年全球经济增长 3.2%，2012、2013 年全球经济增速有望达到 3.6%。

表格 1: 全球实际 GDP 增速 (2009-2013)

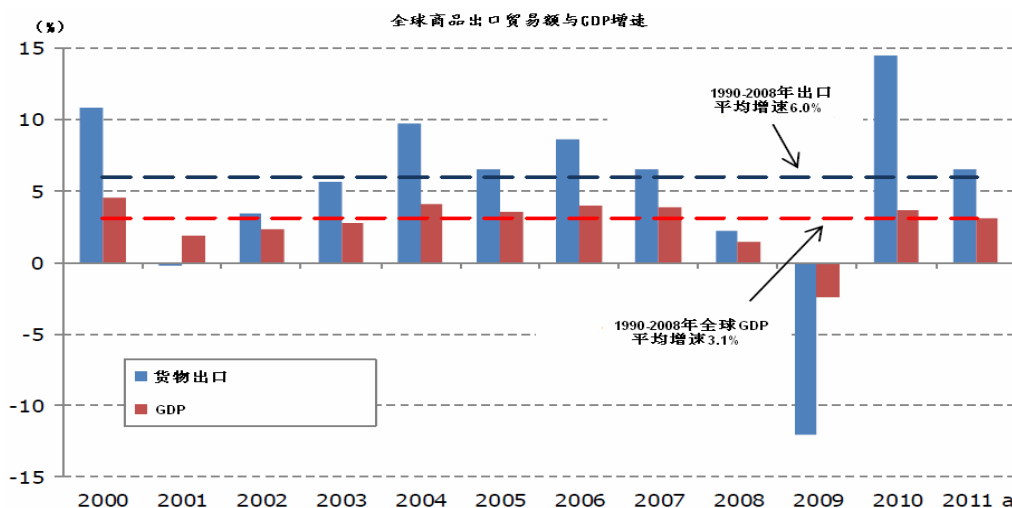
	2009	2010 估计值	2011 年预计值	2012 年预计值	2013 年预计值
全球	-2.2	3.8	3.2	3.6	3.6
高收入国家					
OECD	-3.5	2.6	2.1	2.6	2.5
欧元区	-4.1	1.7	1.7	1.8	1.9
日本	-6.3	4.0	0.1	2.6	2
美国	-2.6	2.8	2.6	2.9	2.7
非 OECD 国家	-1.9	4.2	4.3	4.8	4.9
发展中国家	1.9	7.3	6.3	6.2	6.3

来源: 世界银行、太平洋证券

(二) 贸易增长依然是全球经济增长的重要推动力

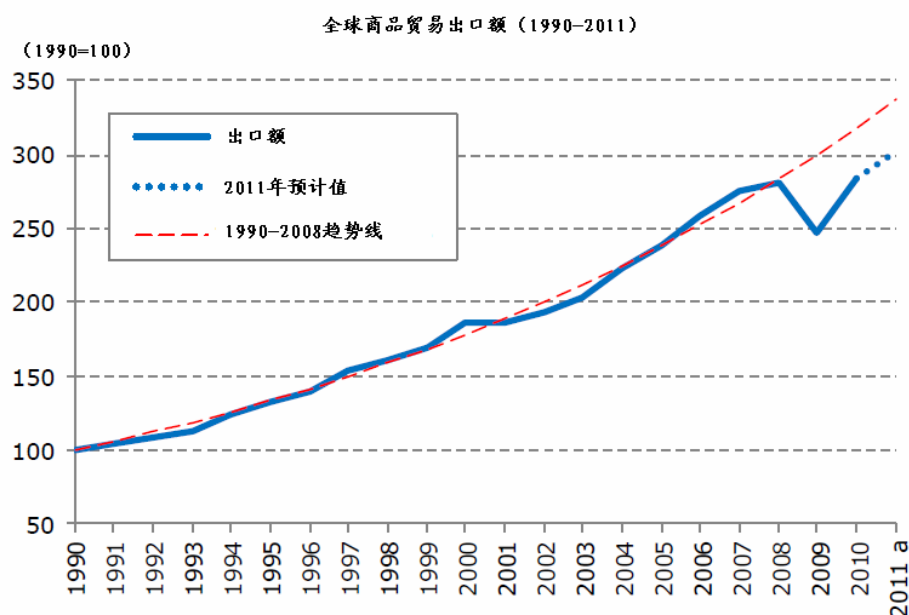
全球性金融危机对贸易造成严重影响, 2009 年全球货物贸易萎缩 12%。2010 年, 在发展中国家强劲需求的带动下, 全球货物出口贸易快速反弹 14.5% 并创下 1950 年数据记录以来的新高, 全球货物贸易总额在 2010 年已经恢复到了金融危机前的水平, 贸易的快速恢复增长成为 2010 年全球经济复苏重要的推动力量。由于金融危机对世界经济的影响依然没有完全消除, 发达国家的失业率居于高位、欧洲深受债务困扰, 全球贸易保护主义又抬头的态势, 加上去年贸易额基数较高, 预计 2011 年贸易将会平稳增长、贸易增速较 2010 年将有所放缓。世界贸易组织预计 2011 年全球出口贸易额增速为 6.5%, 这一增速依然高于 1990 到 2008 年之间全球贸易平均增速 (6.0%), 贸易依然是全球经济增长的重要推动力。

图表 1: 全球货物贸易出口增速与 GDP 增速



来源: 世界贸易组织、太平洋证券

图表 2：全球商品贸易出口额已经恢复到危机前的水平



来源：世界贸易组织、太平洋证券

表格 2：发达经济体、新兴市场国家货物出口贸易增速 (%) (2008-2011)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年预计
全球	2.2	-12	14.5	6.5
发达经济	0.8	-15.1	12.9	4.5
新兴经济体	4.2	-7.8	16.7	9.5

来源：世界贸易组织、太平洋证券

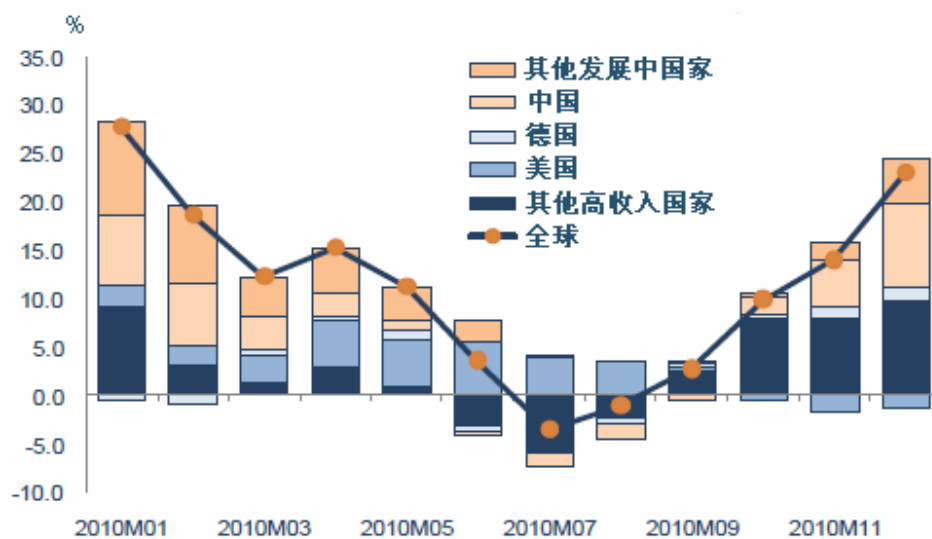
(三) 新兴经济体的强劲需求依然是 2011 年全球经济复苏的重要引擎

金融危机对发展中国家的影响已经基本褪去，发展中国家已经基本不存在产能过剩问题。随着发展中国家产出缺口逐渐得到弥补，发展中国家经济将在 2011 年增速有所放缓但是依然保持较强劲的增长态势，2011 年发展中国家经济增速 6.3%，接近这些国家潜在经济增长水平。

2010 年，全球货物进口贸易增长中超过 50%来自于发展中国家的贡献，在发展中国家的货物贸易进口额的增长中，大部分来自于中国货物贸易进口的快速增长。发展中国家内需的强劲增长带动了发达经济体的出口增长。

世界经济 2011-2013 年将仍然保持强劲增长。2010 年全球经济增长 3.8%之后，预计 2011 年全球经济增长 3.2%，2012、2013 年全球经济增速有望达到 3.6%。全球货物贸易的增长主要是包括中国在内的发展中国家国内需求强劲增长带动的，发展中国家内需的继续强劲增长将带动对发达国家的需求从而推动发达国家的经济增长。

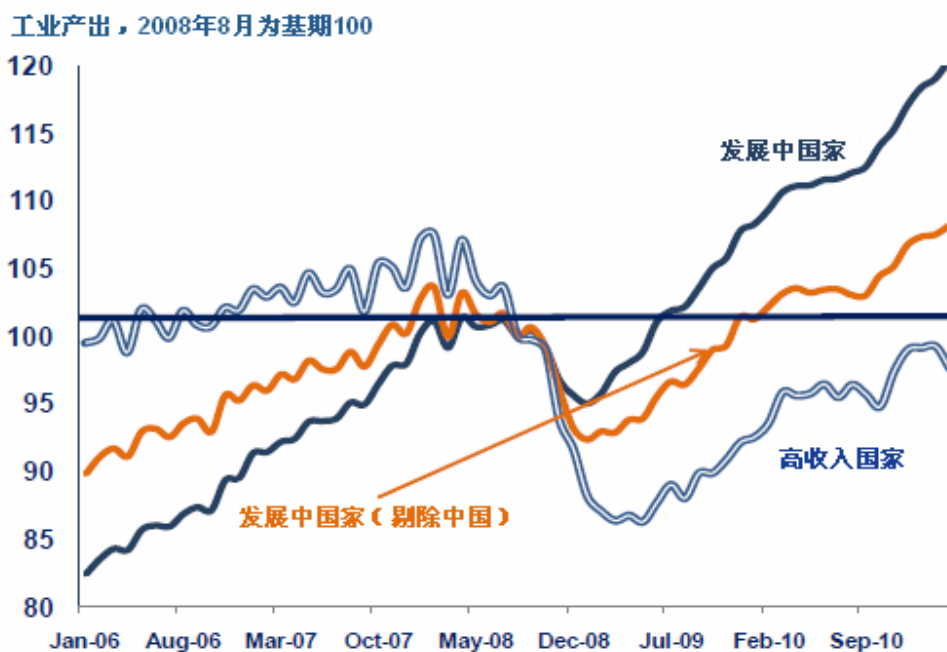
图表 3：各国对全球货物贸易进口增速的贡献（%）



注：增速为同比增速（季调年率）

来源：世界银行、Thomson Datastream、太平洋证券

图表 4：发展中国家的工业产出已经完全恢复到危机前的增长态势



来源：世界银行、Thomson Datastream、太平洋证券

(四) 美国经济：下半年经济增长有望加速，2011 年全年实际 GDP 增速在 2.6%左右

2011 年，美国经济继续温和复苏，美国经济已经由财政刺激下的经济增长转向消费、私人部门投资和出口带动下的内生性经济增长。2011 年 1 季度实际 GDP 环比折合年率增长 1.8%，带动美国经济增长的主要驱动因素是个人消费支出以及私人部门投资（1 季度，进口的强劲增长抵消了出口增长对 GDP 的拉动作用）。政府支出和投资成为拖累美国 1 季度 GDP 增长的最重要一项，政府消费和投资拖累美国 1 季度 GDP 增速 1.07 个百分点。美国近期数据表现疲软在一定程度上是由于日本地震、恶劣天气等短期冲击因素的影响。

▼下半年支撑美国经济增长的因素主要包括：个人消费增长、外围经济继续复苏带来的出口增长以及产能修复。

1. 支撑个人消费支出增长的因素

(1) 社会保险支出下降，居民可支配收入增长

在《减税、增加就业机会 2010 法案》实施以后，美国居民 2011 年缴纳社会保险支出下降 2%。社会保险支出是居民可支配收入的减项，2011 年美国居民个人可支配收入增长受益于社会保险开支的下调。

(2) 居民储蓄率在 6%左右走稳剔除了储蓄率继续走高对居民消费支出的负面影响

2011 年 1 季度，美国居民储蓄率 5.7%，美国居民储蓄率在经历快速上扬之后近期在 6%附近趋稳。金融危机发生以后，美国居民的风险意愿下降、储蓄意愿增强，美国居民储蓄率（储蓄/可支配收入）出现了比较明显的上扬，由 2007 年四季度的 2.1%曾经快速攀升至 2009 年 2 季度的 7.2%，之后随着一系列刺激政策的出台和经济数据的企稳，美国居民储蓄率开始由高点回落，目前处于将近 6%的水平。在没有出现影响经济发展重大负面事件的前提下，美国未来几个月的居民储蓄率基本会保持 6%左右的水平甚至会随着经济形势的进一步好转而有所下降。储蓄率上扬的结果是降低美国居民的消费支出意愿，目前，居民储蓄率在 6%左右走稳剔除了储蓄率进一步上升对居民消费支出的负面影响。

(3) 消费信贷市场修复已见成效

2010 年 10 月，美国消费信贷结束了之前连续 20 个月环比负增长的态势，至 2011 年 4 月份已经连续 7 个月保持环比正增长的态势。消费信贷的增加为美国居民消费增长提供了支撑。

(4) 随着日本供应链的逐渐修复，日本地震对美国汽车消费的负面影响将在下半年得到消减。

2. 出口增长

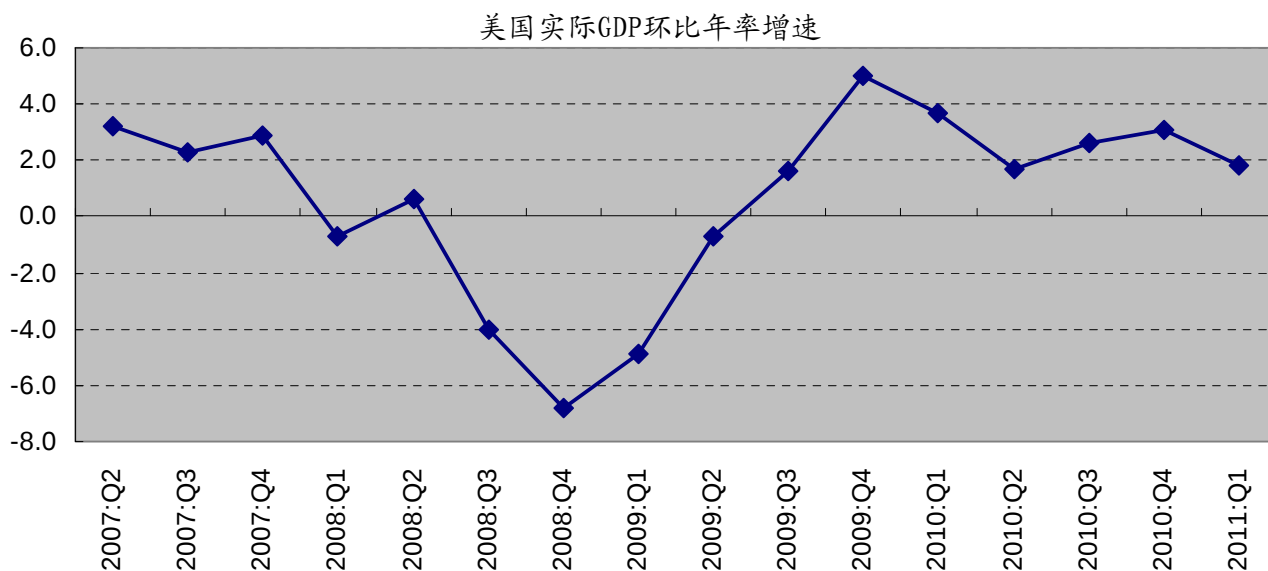
在外围市场继续复苏的背景下，美国的出口增长有望成为拉动美国经济增长的一个重要因素。从历史来看，出口向来都是带领美国经济走出危机的一个重要动力。

3. 产能修复

美国工业部门产能利用率与金融危机最严重时期相比已经有明显上扬，但是目前依然低于危

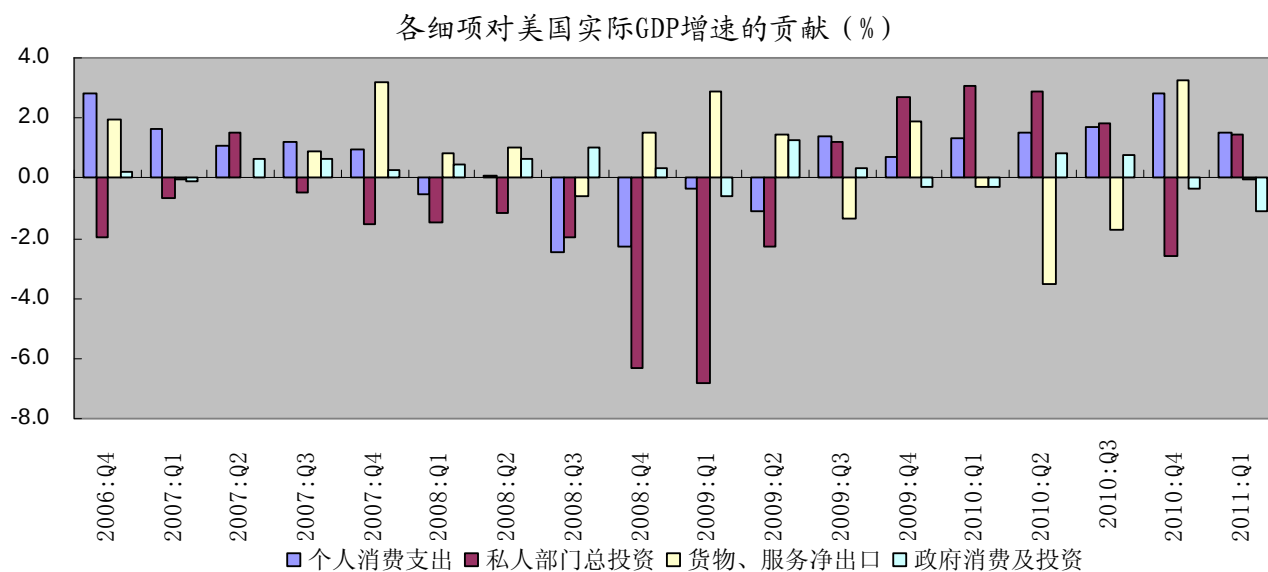
机之前的正常水平。美国目前仍然处在消化过剩产能的过程中。

图表 5：美国实际 GDP 环比年率增速（2007Q2-2011Q1）



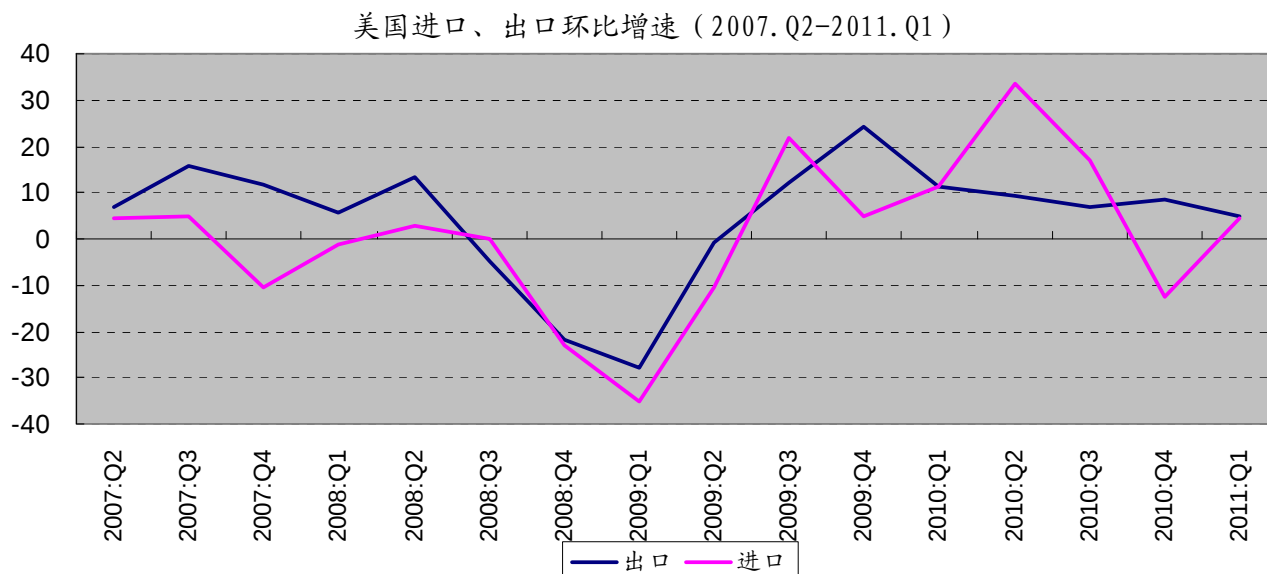
来源：BEA、太平洋证券

图表 6：各细项对美国 GDP 增速的贡献（2007Q2-2011Q1）



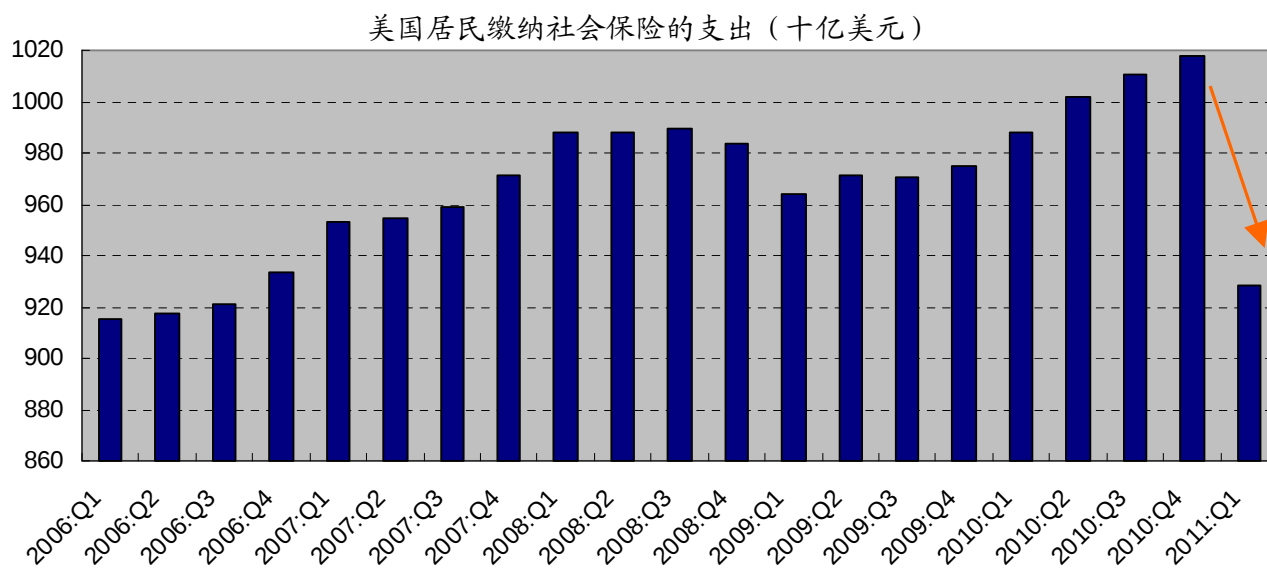
来源：BEA、太平洋证券

图表 7：进口的大幅增加抵消了出口增长对 GDP 增长的拉动作用（2007Q2-2011Q1）



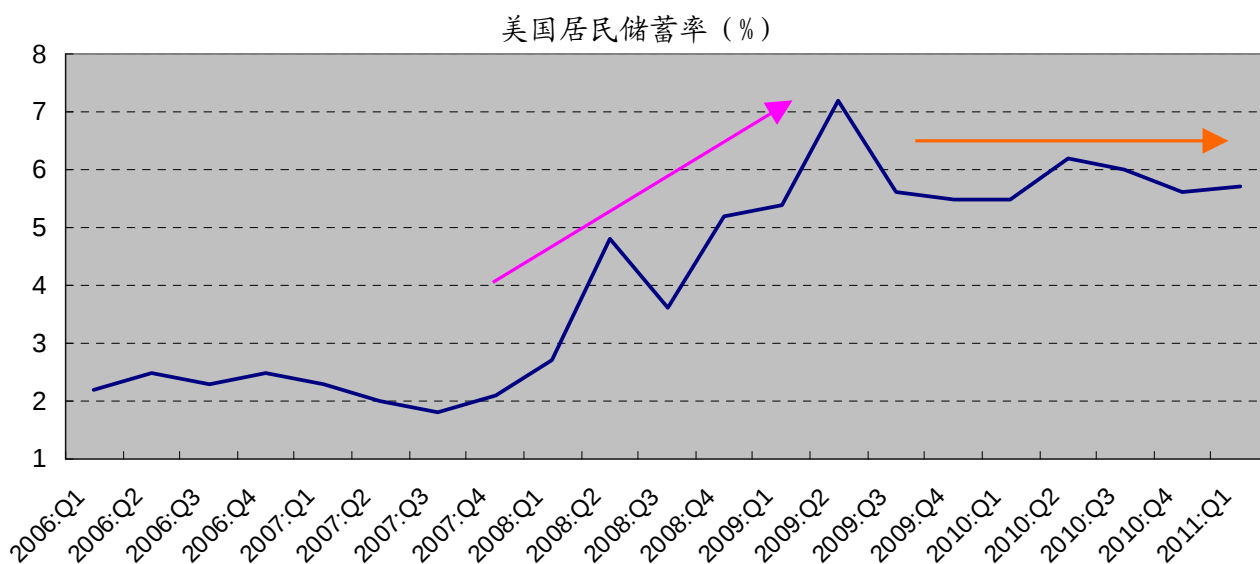
来源：BEA、太平洋证券

图表 8：美国居民缴纳社会保险支出（2006Q1-2011Q1）



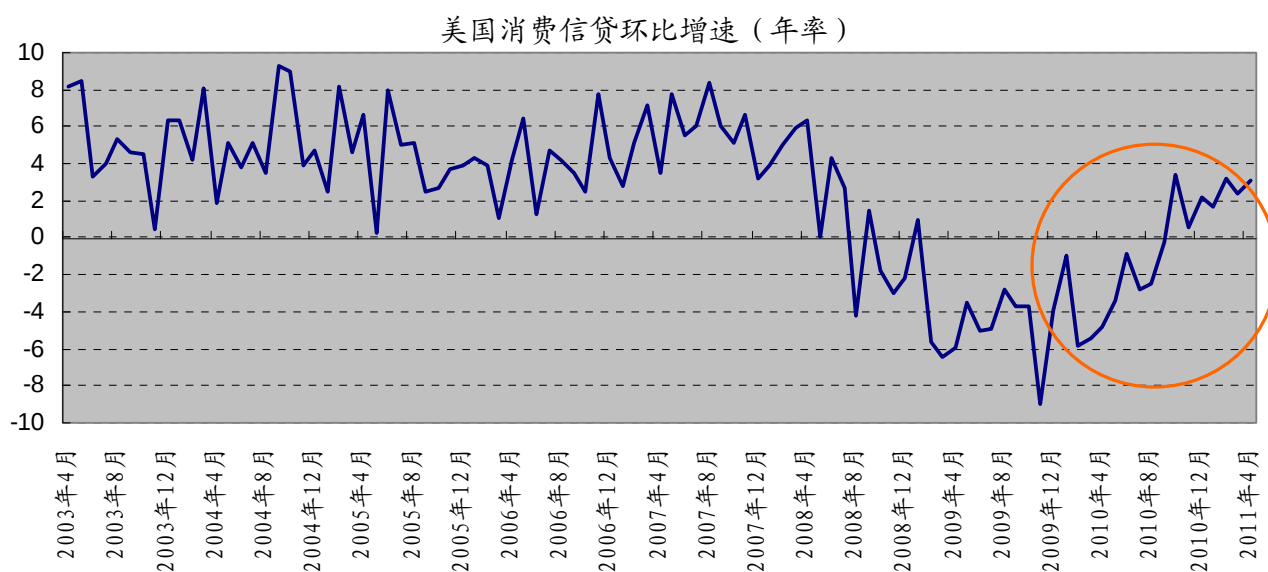
来源：BEA、太平洋证券

图表 9：美国居民储蓄率（2006Q1-2011Q1）



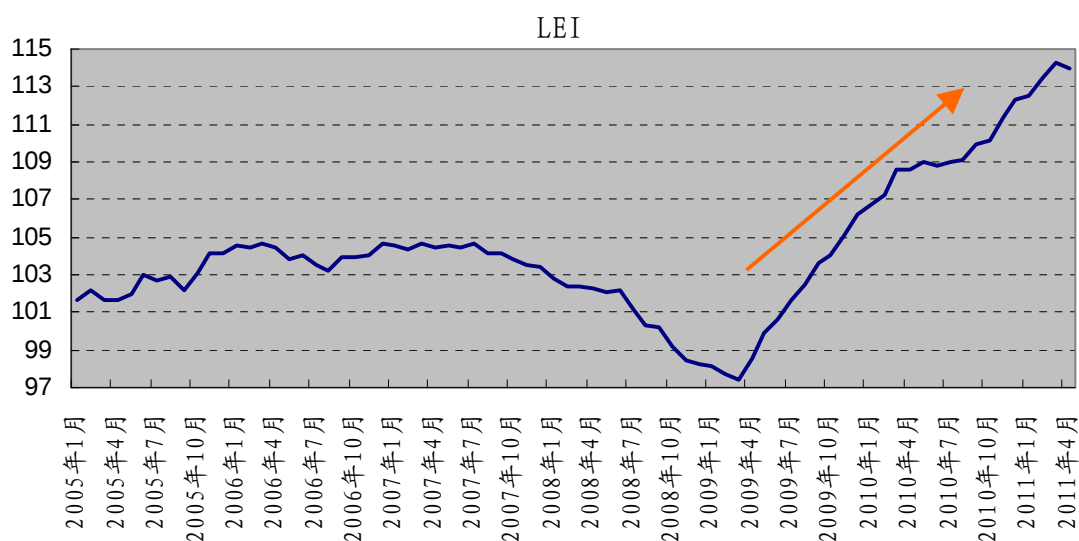
来源：BEA、太平洋证券

图表 10：美国消费信贷已经连续 7 个月录得环比正增长（2003.4-2011.4）



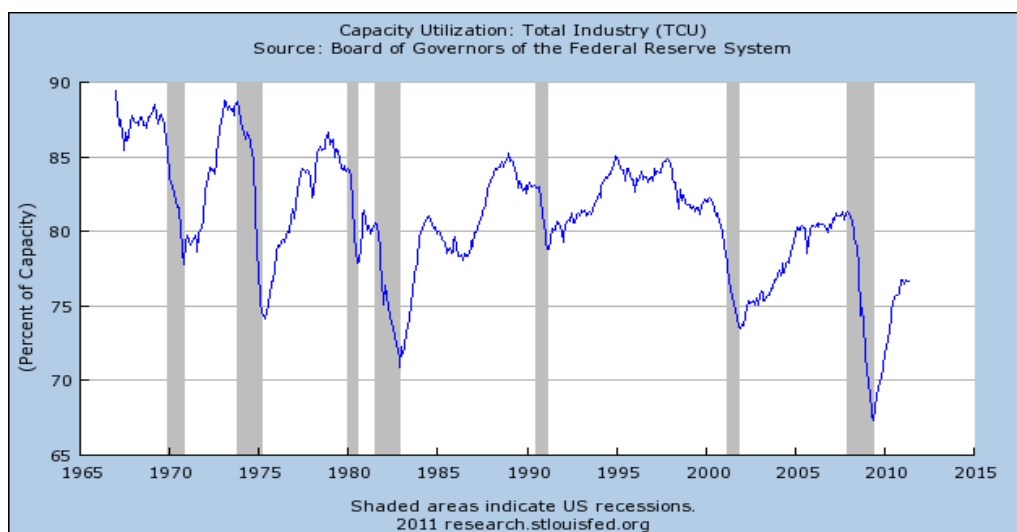
来源：美联储、太平洋证券

图表 11: 美国 LEI 领先指数



来源: Bloomberg、太平洋证券

图表 12: 美国工业产能利用率 (%)

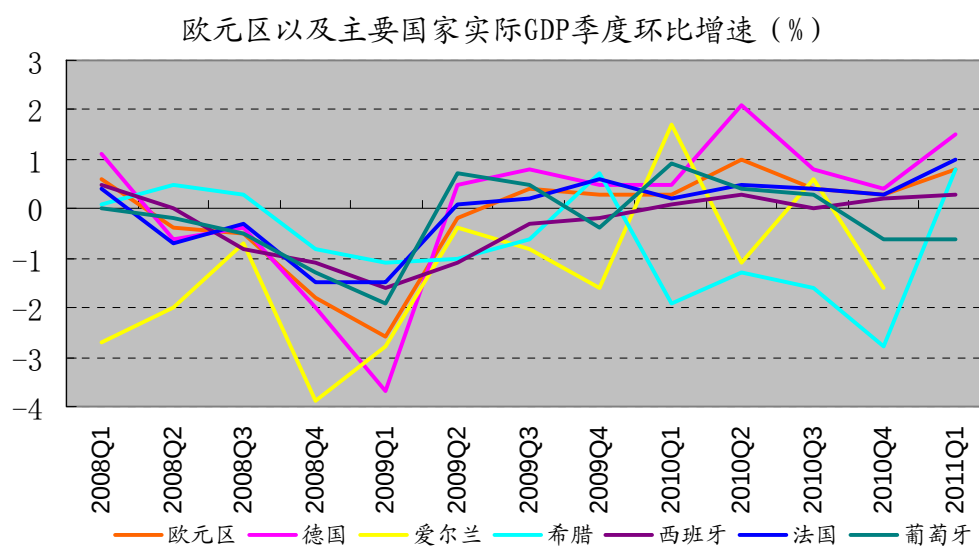


来源: 美联储、太平洋证券

(五) 欧洲经济整体稳定复苏、成员国经济复苏呈现不均衡特征

欧元区国家整体依然处于温和复苏的通道，但是，欧洲国家经济复苏呈现很强的不平衡性，德国、法国经济在外部需求强劲增长的带动下复苏强劲，希腊等欧洲边缘国家经济疲软并深陷债务困扰。

图表 13：欧元区以及部分欧洲国家的实际 GDP 季度环比增速（%）



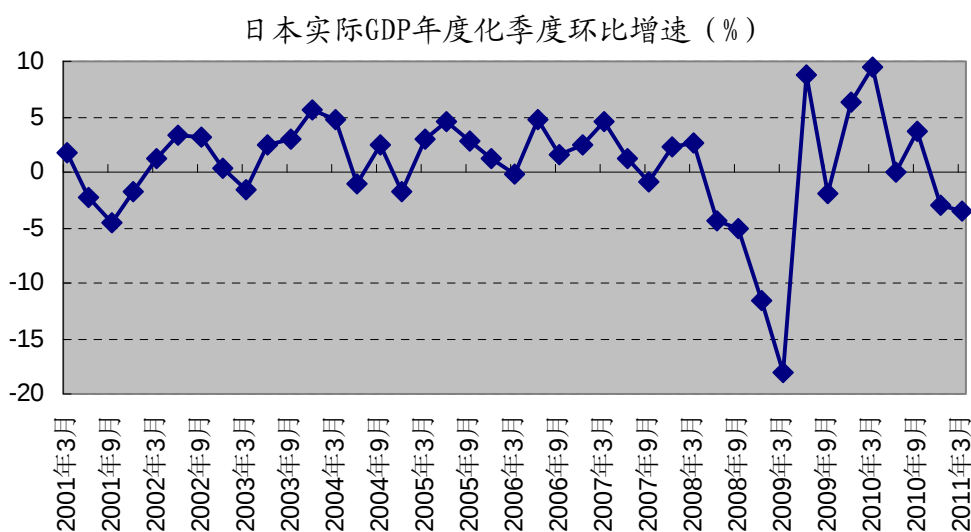
来源：Bloomberg、太平洋证券

（六）随着产能恢复以及灾后重建的展开，日本经济将在下半年出现反弹

日本一季度 GDP 环比折合年率下滑 3.5%，下滑幅度高于市场预期（市场预期下滑 3.0%）。

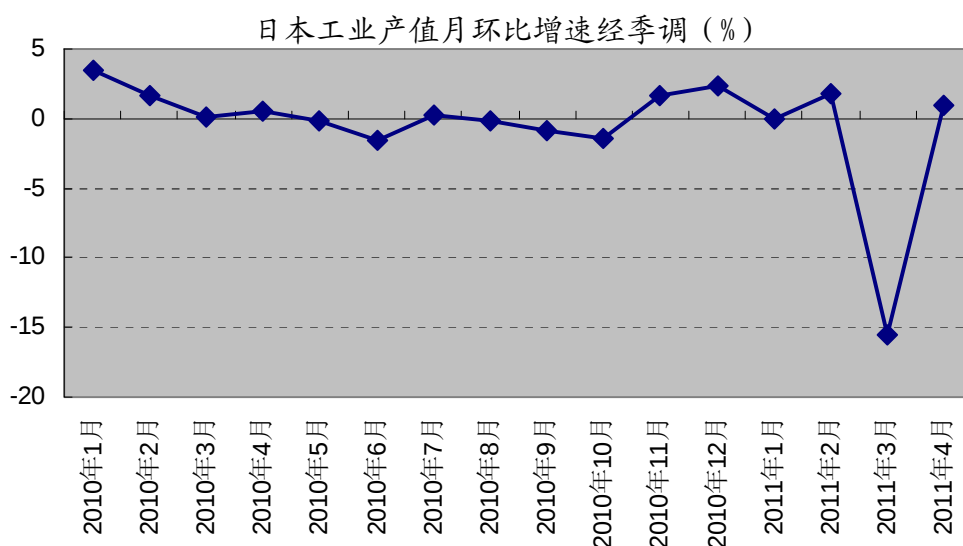
日本一季度经济大幅下滑主要受东部大地震及其次生灾害的影响。日本东部大地震导致供应链断裂、日本企业生产能力大幅下滑、居民消费受到严重影响。但是，伴随着供应链的修复，日本经济在今年二季度的下滑程度将比一季度温和。日本央行官方数据显示日本企业的产能修复进度好于预期，供应链修复以及电力供应紧张问题的解决要比之前预计的更加迅速。随着日本企业逐渐恢复产能以及日本政府灾后重建的展开（日本政府 5 月份通过了一项 4 万亿日元的重建支出计划），日本经济将在今年下半年出现反弹。

图表 14：日本实际季度 GDP 环比增速（折合年率）

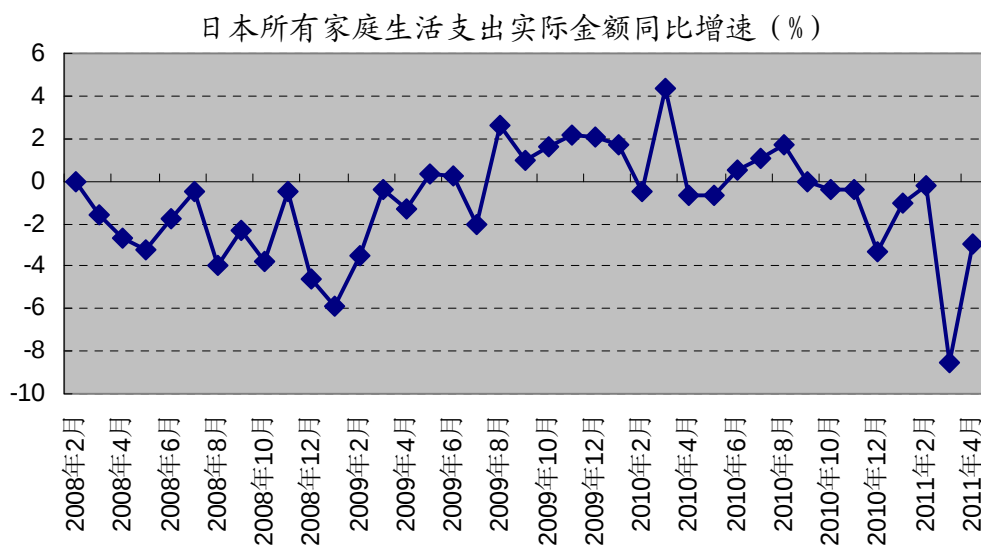


重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

图表 15: 日本工业产值月环比增速 (经季调)



图表 16: 日本家庭支出状况



来源: Bloomberg、太平洋证券

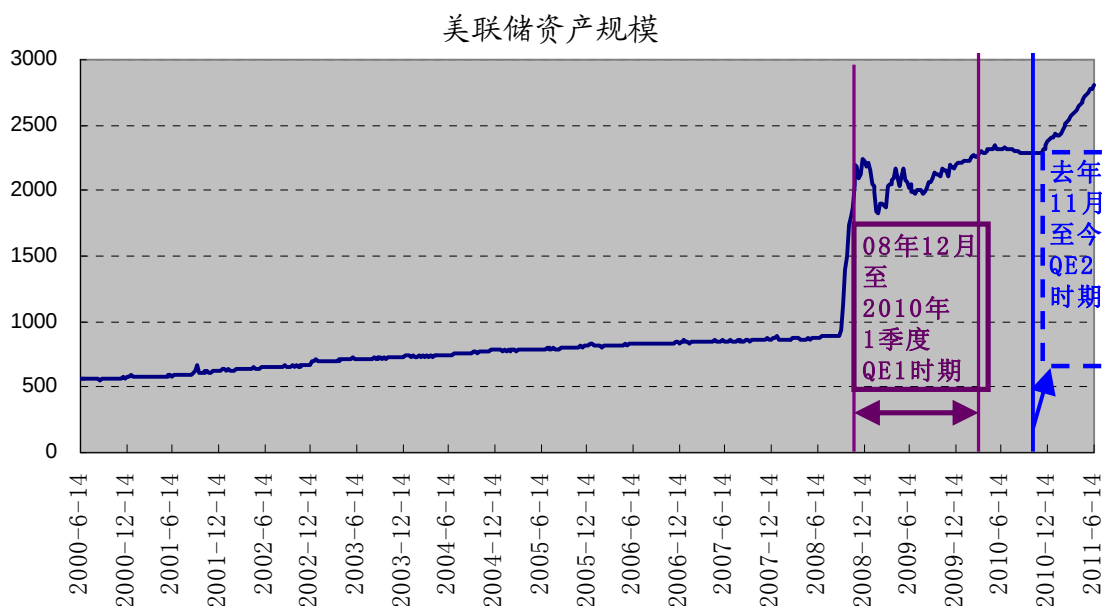
二、欧美货币政策以及对资本流动的影响

(一) 美国: QE2 到期后货币政策进入观察期, QE3 推出概率较小, 美联储

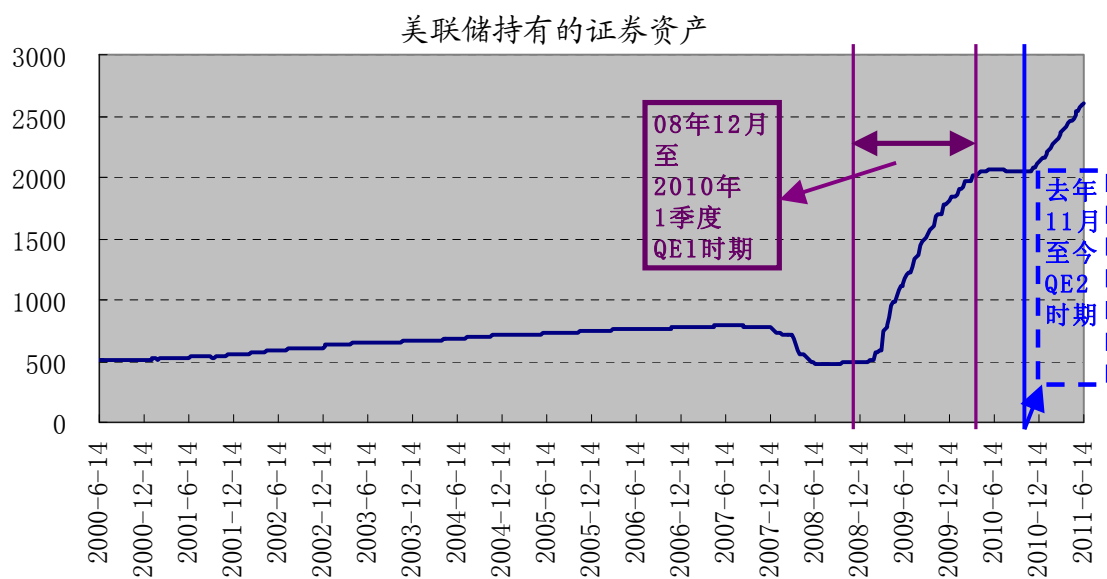
将保持资产规模并且不急于加息, 年内流动性依然充裕

1. 数量宽松货币政策使得美联储资产规模急剧扩张, 在充裕流动性的推动下美国股市已经超过或接近危机前高点

图表 17: 美联储资产规模 (单位: 十亿美元)

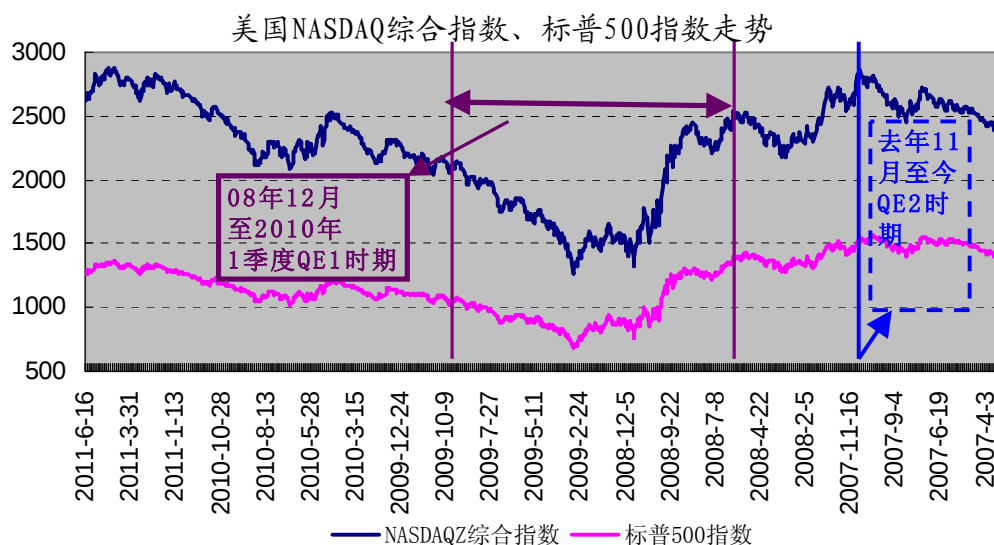


图表 18: 美联储所持有的证券资产规模 (单位: 十亿美元)



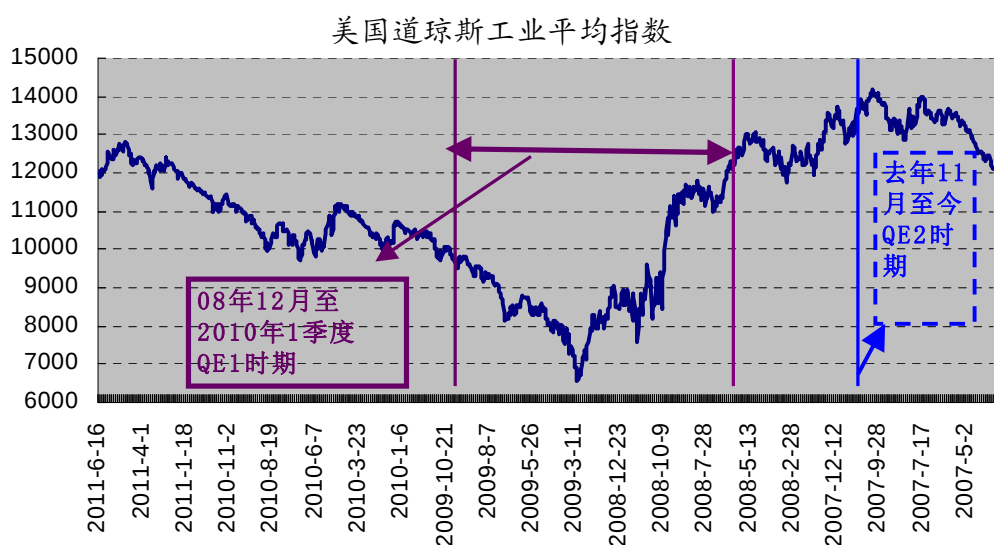
来源: 美联储、太平洋证券

图表 19：在充裕流动性推动下，美国股指已基本恢复至危机前的高点（NASDAQ 综合、标普 500）



来源：美联储、Bloomberg、太平洋证券

图表 20：在充裕流动性推动下，美国股指已基本恢复至危机前的高点（道琼斯工业平均指数）



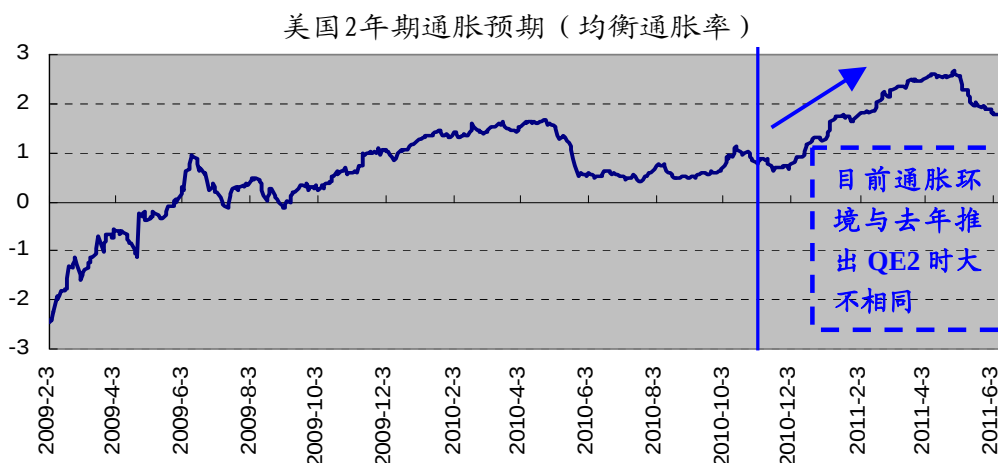
来源：美联储、Bloomberg、太平洋证券

2. QE2 到期后货币政策进入观察期，QE3 推出概率较小，美联储将保持资产规模并且不急于加息，年内流动性依然充裕。

美国二次数量宽松货币政策 QE2 在今年 6 月底到期之后美国的货币政策将进入一个观察期，QE2 结束后继续推出 QE3 的可能性较低，主要原因在于充分就业和物价稳定是美联储的两大政策目标，尽管 6 月份通胀预期较 5 月份有所回落，目前美国的通胀环境已经和推出 QE2 时大不相同，通胀上行制约了美联储推出 QE3 的可能性。鉴于美国近期经济数据表现疲软，

美联储在今年下半年加息的概率较低，美联储在下半年的政策取向应该是坚持目前的低利率政策，并且维持其资产负债表资产规模在目前的高位，待经济数据进一步好转时再考虑出售资产或者加息。美国年内货币环境整体依然是宽松的。

图表 21：美国通胀预期



来源：Bloomberg、太平洋证券

3.美元：在美联储货币政策发出转向信号之前美元走势不会出现反转

美国低利率政策、严重的财政赤字状况决定美元不会走出强势走势，在美联储货币政策没有出现转向信号之前美元走势不会出现反转，除非出现一些极端意外事件使得美元的避险功能再次显现。美元反转走强需要等待美联储释放出的货币政策转向（收紧货币政策）信号。

图表 22：美元指数



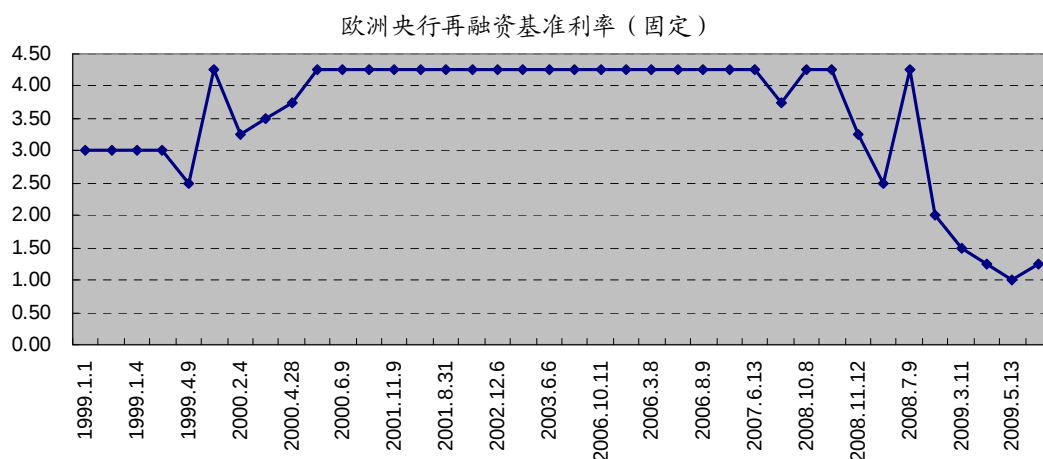
来源：Bloomberg、太平洋证券

(二) 欧洲央行在货币政策制定上将表现出“独立性”，年内再融资基准利率有望加至 2% 左右

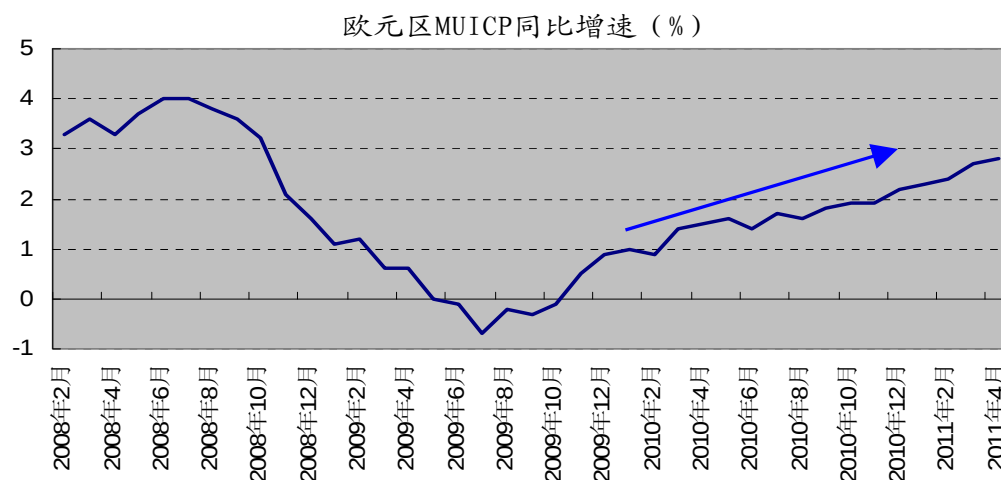
目前欧洲国家经济复苏呈现很强的不平衡性，希腊等“欧猪”四国经济疲软并深陷债务困扰。1100 亿欧元救助计划并没有平息市场关于希腊债务违约的担忧情绪，希腊国债收益率大幅上扬，融资成本的大幅上升使得希腊在 2012 年重返资本市场进行公开发债融资的可能性大大降低，欧洲央行行长特里谢预计希腊在 2014 年之前需要 900 亿欧元的资金救助。希腊等国家的债务问题是欧洲央行决策要考虑的风险因素之一。

但是，希腊等国的债务问题影响而不能左右欧洲央行的利率政策，欧洲央行货币政策决策的最重要依据是整个欧元区的通胀问题。由于包括石油在内的能源价格高位运行有推高工资水平、进一步推升通胀的影响，鉴于欧洲央行对通胀极其敏感，预计为打压通胀，欧央行将在年内有望将再融资基准利率加至 2% 左右。

图表 23：欧洲再融资基准利率



图表 24：欧洲通胀水平

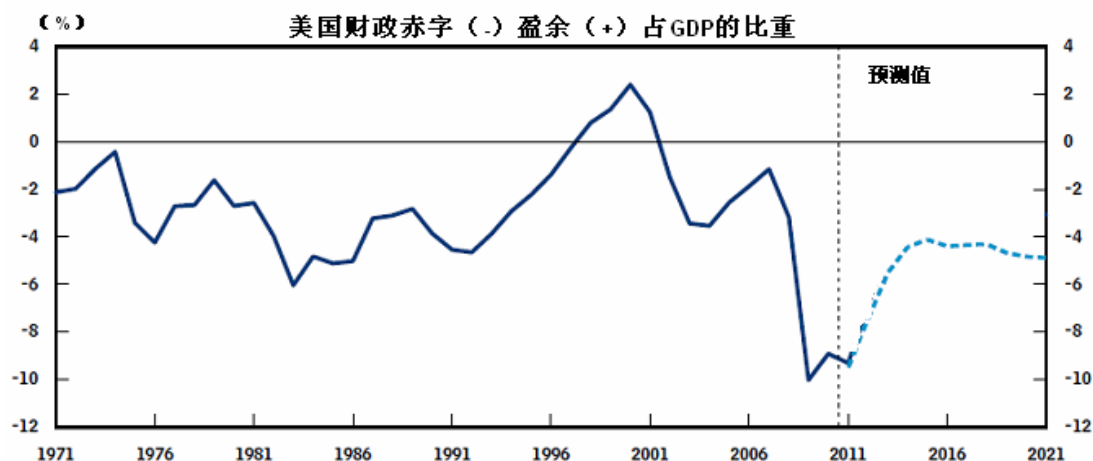


三、风险因素：发达国家公共债务过高、大宗商品价格大幅上涨影响全球经济复苏

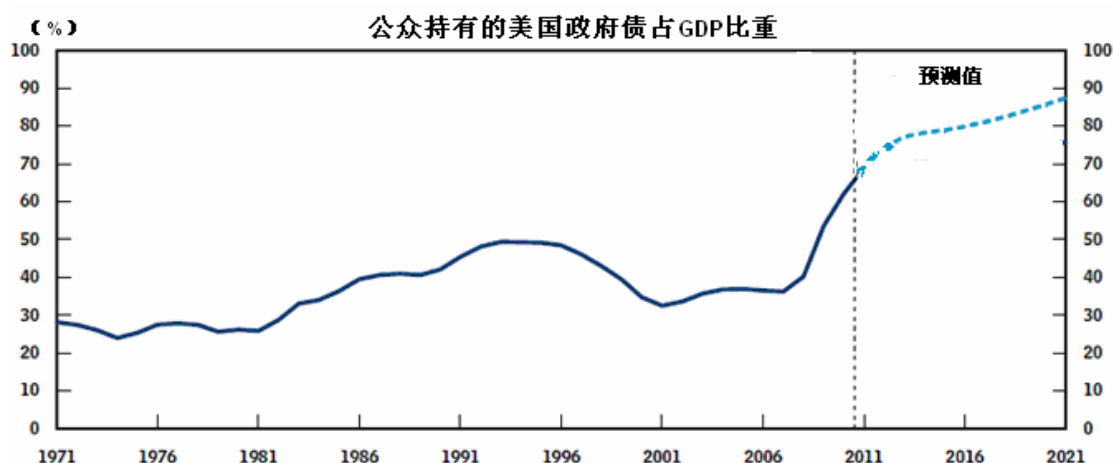
(一) 美国结构性财政赤字高企难避免

美国本财年财政赤字占 GDP 的 9%，公共债务占 GDP 的比重为 69%。美国如此高额的财政赤字规模是不可持续的，主要源于美国要为如此大规模的负债支付高额的利息，利息是美国财政支出的其中一项。另外，美国公共财政面临结构性的赤字格局，美国人口老龄化使得美国存在巨额的医疗保健支出，美国的社会保障支出也是规模巨大。即使随着美国经济逐渐步入正常的发展轨道，美国政府也只能在未来几年将财政赤字占 GDP 的比重降至 5% 左右。美国国会预算办公室预计 2030 年美国公共债务占 GDP 的比重将达到 87%。

图表 25：美国当年财政赤字占 GDP 比重（%）



图表 26：美国公共债务占 GDP 的比重



来源：美国国会预算办公室、太平洋证券

(二) 欧洲“边缘国家”深陷债务危机，警惕欧洲债务问题的溢出效应

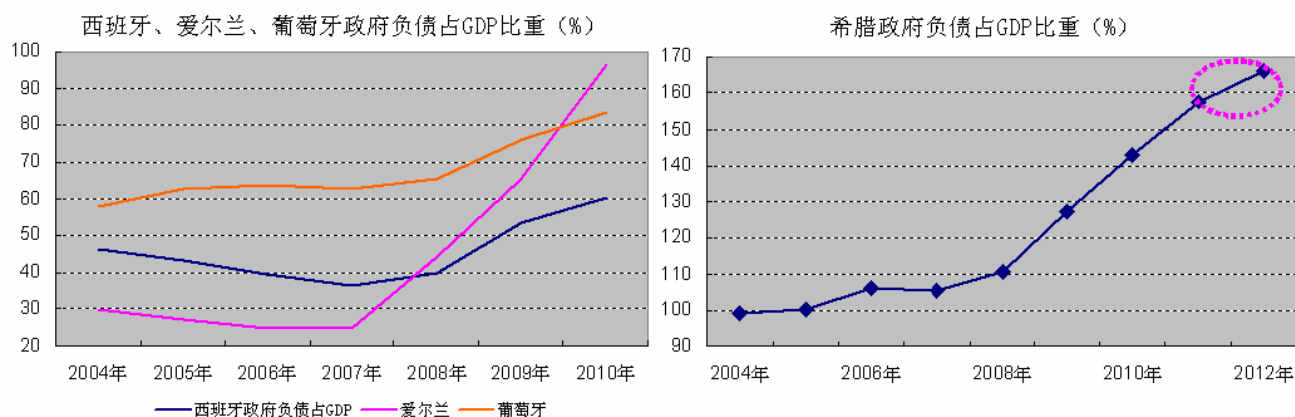
欧洲国家不仅经济复苏呈现很强的不均衡性，欧洲发达国家和边缘国家的财政状况也有很大的不同。希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙的债务问题已经引起了资本市场上的强烈反应，扰乱了欧洲债券市场正常的运行秩序，这四个欧洲国家的国债收益率大幅攀升。

在国际信用评级机构将希腊的主权债信用评级降至距违约仅剩四级的条件下，欧洲央行之前设定的希腊在 2012 年重返资本市场进行发债融资的设想已经无法实现。市场对于希腊没有足够资金清偿到期债务的担忧情绪曾经主导市场氛围，2 年期希腊国债的到期收益率一度攀升至接近 30% 的水平。

希腊问题是欧洲债务问题比较极端化的一个代表。欧洲央行和德法两国在第二批希腊救助计划以及私人部门在分担希腊政府债务违约成本方面存在分歧，加上来自于欧洲国家的前 IMF 主席卡恩因为性丑闻事件下马 IMF 对欧洲债务问题的态度出现微妙变化，市场关于希腊债务违约的担忧情绪浓重。近日，随着希腊总理帕潘德里欧新组建的政府内阁成功通过议会信任投票，希腊政府顺利执行紧缩性财政政策的可能性提高，为希腊获得欧盟以及 IMF 的进一步救助提供了支持。

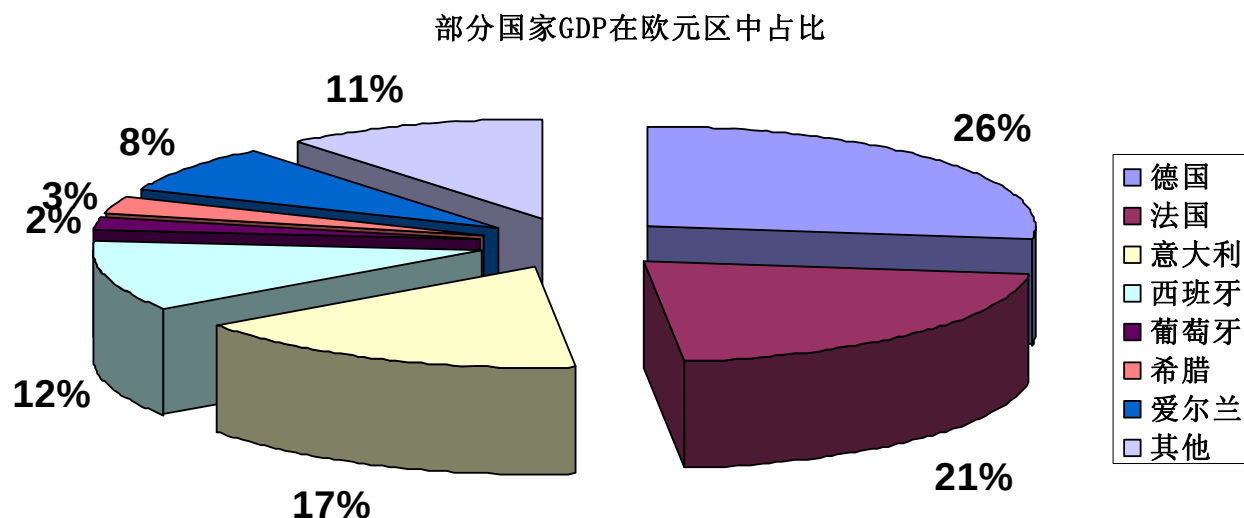
由于欧洲国家彼此之间以及欧洲国家与美国、日本之间经济联系紧密，如果深陷债务问题困扰的欧洲国家不能得到及时的救助，一旦出现债务不能及时清偿的情况，欧洲债务问题有较强的溢出效应，一国违约必将通过银行体系影响到其他的欧洲国家甚至美国、日本等非欧洲国家。因此，欧洲债务问题的及时有效解决也是影响到全球经济复苏的一个重要要素。

图表 27：希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙政府负债占 GDP 的比重



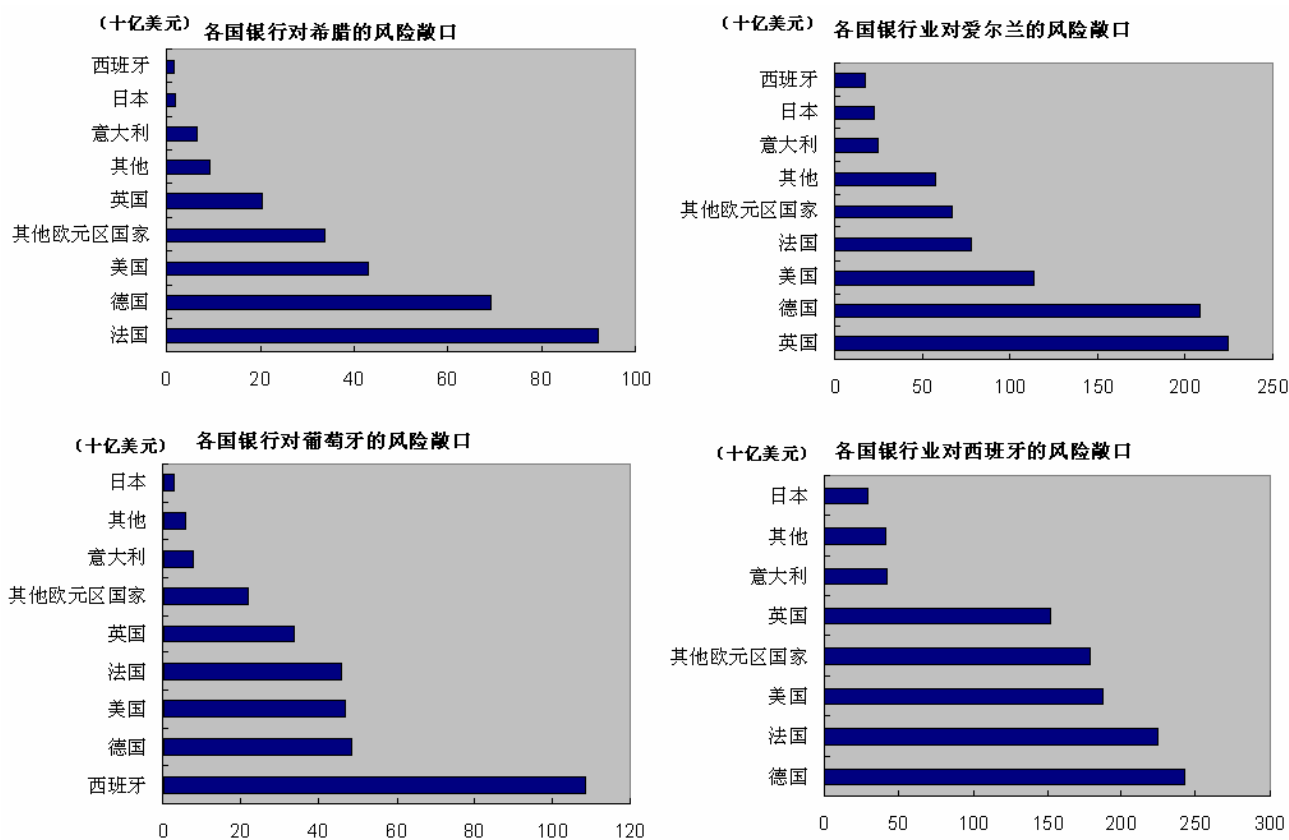
来源：Bloomberg、欧盟统计局、IMF、太平洋证券

图表 28：部分国家 GDP 在欧元区中占比情况



来源：Bloomberg、太平洋证券

图表 29：各国银行业对希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙的风险敞口



注：数据截止到 2010 年 3 季度末
来源：国际清算银行、太平洋证券

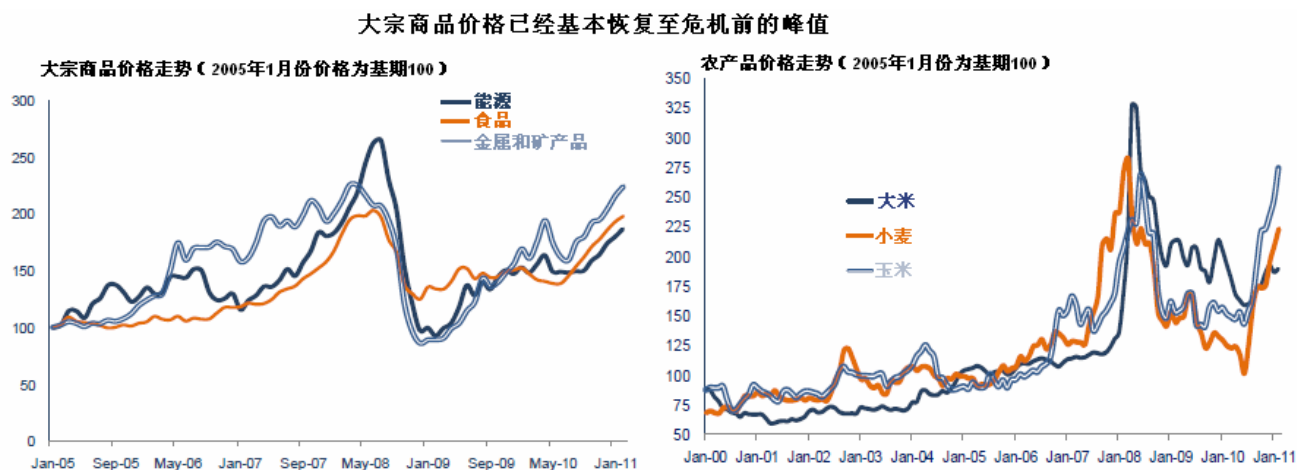
(三) 大宗商品价格高位运行困扰全球经济复苏

发达国家流动性泛滥以及新兴经济体需求强劲增长推高全球大宗商品价格。在流动性泛滥以及新兴经济体需求强劲增长的双重因素的带动下，国际大宗商品价格自去年以来出现比较明显的上涨，主要大宗商品的价格已经基本恢复至金融危机前的峰值水平。

大宗商品价格攀升推高全球通胀压力尤其是新兴经济体的通胀压力，新兴经济体被迫加息实施紧缩性货币政策。石油、金属以及食品价格的上涨推高了全球的通胀压力尤其是新兴经济体的通胀压力。由于食品在新兴经济体 CPI 中占比远远高于发达经济体，新兴经济体对食品价格上涨的反应更加强烈，新兴经济体迫于通胀压力被动加息实施紧缩性货币政策。

通胀上行挤压了各国居民的消费能力，加大了各国尤其是新兴经济体国家制定货币政策的难度，成为影响全球经济复苏的一大障碍。

图表 30：大宗商品价格已经基本恢复至金融危机前的峰值



来源：世界银行、太平洋证券

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话: (8610) 8832-1818

传真: (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。