

负责人：詹向阳 樊志刚

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 宋玮 罗宁 郭可为

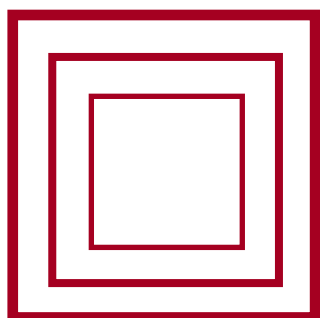
欧美主权债务拖累全球经济增长

避险情绪加剧国际金融市场波动

——2011 年上半年国际经济金融
走势分析及下半年展望

2011 年 7 月 26 日

全球经济



知音 知道 知胜
Readings Foresights Strategies

相关研究：

2011/6/20《资金流出高风险资产 美元有望延续反弹——2011年6月国际金融市场走势述评》

2011/4/27 《全球经济延续复苏势头 主权债务和通胀风险上升——2011年第一季度国际经济金融走势分析及展望》

2011/3/23 《大宗商品价格持续上涨 全球通胀压力显著上升——2011年3月国际宏观经济研究月报》

弦外之音 *Our Readings Between the Lines*

要点：

➤ 2011 年上半年，全球经济整体复苏步伐趋缓。美国经济复苏放缓程度超过预期，下行风险有所增大。美联储不会在短期内推出 QE3，美国国债近期出现“技术性违约”的可能性不大。2011 年上半年欧洲经济整体维持复苏趋势，随着主权债务危机不断深化，欧元区成员国经济复苏趋势进一步分化。日本经济受地震及核泄漏影响严重，但灾后重建对经济的拉动作用将显现。新兴经济体受紧缩政策影响经济增长有所降温，通胀压力居高不下。

➤ 国际金融市场自 5 月份开始波动性有所加剧，全球股市先扬后抑、大宗商品价格回调、欧债风险进一步攀升、美元触底反弹。展望未来，受欧美债务问题演化可能导致投资者避险情绪升温的影响，资金从股市、欧洲国债等高风险市场流出的趋势有望延续，但黄金、美元等避险资产可能继续受到追捧，国际油价因供需缺口仍将高位波动。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，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、上网、引用或向其他人分发。

Analysis and Outlook for Global Economy and Financial Markets in the first half of 2011: European sovereign debt crisis drags on global economic growth, Risk aversion aggravates the fluctuation of international financial markets

Executive Summary

Key words: the global economy, international financial market, sovereign debt crisis

In the first half of 2011, the global economic recovery slowed down mildly. US economic growth was slower than expected, and downside risks have been increasing. The Fed will not launch QE3 in a short term. According to our forecasts, neither the "technical default" nor the sovereign debt crisis will happen in the US. During 1H 2011, European Union maintained a growth trend. However, with the sovereign debt crisis deepening, the economic recovery of Euro zone members were further differentiated and the pressure increased constantly. Japanese economy was hit hard by the earthquake and nuclear leakage seriously, but the reconstruction after the disaster will stimulate Japanese economy obviously. Affected by tightening policy, economic growth of emerging economies slowed down and inflationary pressure remains high.

Since the beginning of May, the volatility of international financial market has been increasing, with the global equity markets rising first and then falling down, prices of commodities falling and stabilizing after surging for several months, European debt risk expanding and US. dollar rebounding after heavy depreciation.

Looking ahead, as worries about huge public debt in the US and Europe may lead the investors to evade risks, funds will keep out from high risk markets such as stock markets and European government debts. However, gold, US. dollar and other stabilized assets would continue to be sought after, and the international oil prices will remain fluctuating on high level because of the oil's supply and demand gap.

Given stable energy prices and major economies' loose monetary policy, the global economy is still expected to maintain a moderate recovery trend in the second half of 2011.

目录

一、全球经济走势回顾与展望	1
(一) 美国经济复苏步伐放缓, 但主权债务违约可能性不大	2
(二) 欧洲经济维持复苏趋势, 主权债务危机进入新阶段	4
(三) 日本经济受地震重创, 灾后重建提振作用可期	6
(四) 新兴市场经济增长趋缓, 通胀压力居高不下	7
二、国际金融市场走势回顾与展望	7
(一) 全球股市短期上涨乏力, 中长期有望震荡上扬	8
(二) 美元有望在震荡中弱势升值	9
(三) 国际大宗商品价格仍将高位波动	11
(四) 国债市场: 希腊重组难以避免, 欧债风险持续走高	13

图表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测	2
图 1 全球主要股指走势图 (2010.06-2011.06)	9
图 2 美元汇率走势 (2010.06-2011.07)	10
图 3 国际原油黄金价格走势 (2010.06-2011.06)	12
图 4 PIIGS五国与德国 10 年期国债利差变化 (2011.01-2011.07)	15

2011 年上半年，全球经济金融运行呈现三大趋势：一是欧美主权债务成为全球经济复苏和金融市场运行的最大风险点，欧债危机由边缘国家蔓延至核心国家，并可能危及欧洲银行业，美国主权债务尽管有惊无险，但同样引发市场担忧；二是全球经济滞胀风险加大，特别是欧美在经济增长乏力的情况下，通胀水平不断上升；三是受经济复苏滞缓、债务危机持续演化、美国货币政策走向仍存不确定性等因素影响，国际金融市场的波动性有所加大。展望 2011 年下半年，全球经济增长有望较上半年有所改善，全球股市短期仍将上涨乏力，美元可能震荡升值，大宗商品价格持续高位波动，欧洲国债市场风险或进一步攀升。

一、全球经济走势回顾与展望

2011 年上半年，全球经济在延续不平衡复苏格局的同时，整体复苏步伐趋缓。美国经济放缓程度超过预期，欧洲内部经济两极分化明显，日本经济受地震及核泄漏影响严重，新兴经济体受紧缩政策影响经济增长有所降温。尽管发达经济体主权债务及新兴经济体通胀压力加大了全球经济的下行风险，但在能源价格趋稳、主要经济体延续宽松货币政策的条件下，全球经济 2011 年下半年仍有望延续温和复苏态势。预计 2011 年全球经济增长率为 4.3%，其中发达经济体增长率为 2.2%，新兴及发展中经济体的增长率为 6.6%。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2010	2011				
	全年	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	全年
美国	2.9	1.9	2.0	3.0	3.2	2.5
欧元区	1.8	2.5	1.8	1.8	1.9	2.0
英国	1.3	1.6	1.1	0.8	1.8	1.5
日本	4.0	-3.5	-3.0	4.5	4.0	-0.7
印度	10.4	7.8	7.7	7.5	7.9	7.8
发达经济体	3.0	—	—	—	—	2.2
新兴市场	7.4	—	—	—	—	6.6
全球	5.1	—	—	—	—	4.3

注：表中阴影部分为预测数据。

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同。

（一）美国经济复苏步伐放缓，但主权债务违约可能性不大

2011 年上半年，美国经济复苏放缓程度超过预期，下行风险有所增大。美国第 1 季度和第 2 季度 GDP 增长率的实际值和预估值分别为 1.9%和 2.0%，均远低于 2010 年第 4 季度 3.1%的增幅。展望下半年，美国经济复苏仍面临着多重困难：首先，失业率居高不下仍是消费增长的最大掣肘。美国失业率近期出现反弹，6 月份失业率已回升至 9.2%。第二，受美国家庭和个人“去杠杆化”以及储蓄率提升的影响，美国消费增长依然乏力，4、5 月份的消费支出均出现了环比负增长。第三，房地产市场仍未见底，目前美国房价水平较 2006 年的最高点已经下跌了 30%以上，

相当于 2003 年的水平，但目前仍未有止跌迹象。第四，美国主权债务风险不断上升使其财政整顿和削减赤字已经成为必然，财政刺激政策的退出也将对美国下一步经济复苏形成考验。总的来看，目前美国仍处于衰退之后的“康复期”，自主增长动力不足，但我们认为美国经济并不存在“二次探底”风险，出口增加、能源价格趋稳、信贷环境宽松等因素可能推动美国经济增长在下半年出现反弹。预计美国 2011 年经济增长率有望达到 2.5%。

美国下半年宏观政策走向有两方面最值得关注：

第一，美联储是否会推出 QE3。我们认为：首先，美联储不会在短期内推出 QE3，一是美国经济走势如何仍待进一步观察；二是 QE2 在拉动经济增长和改善就业方面并无明显效果，却明显推升了通胀和大宗商品价格，这使美联储对 QE3 的推出更趋谨慎。其次，缓慢的经济增长、高居不下的失业率、通胀水平有所下降将使美联储在更长时间内延续低利率政策，预计美联储最早在 2012 年第 3 季度加息。再次，如果美国经济数据在未来出现明显恶化，不排除美联储会推出 QE3 以刺激经济复苏的可能。

第二，美国是否会出现债务违约甚至爆发主权债务危机。我们认为，美国国债近期出现“技术性违约”的可能性不大。美国国债出现违约不仅会导致国际金融市场动荡，也会动摇投资者对美国国家信用和美元地位的信心，同时推升社会融资成本并阻碍美国经济复苏，这无论是对美国还是对全球而言都是一个非理性

的选择。因此，我们认为，尽管美国两党欲借债务上限问题彼此施压以赢得更多的政治得分，但在关键时刻更可能会因维护美国国家信誉和国家安全利益而达成妥协，避免一场人为制造的全球金融危机。

从可预见的中长期来看，美国爆发主权债务危机的可能性也并不大：首先，尽管美国债务负担比率（利息支出占财政收入的百分比）可能继续上升，但财政整顿计划即将出台、较好的中期复苏前景等使美国仍具有债务改善能力；其次，美元在现行国际货币体系中的霸权地位为美国国债提供了强大的信用支撑，只要世界各国仍然接受美元，美国就仍然拥有信用能力和融资能力；第三，对全球投资者而言，美国国债市场的巨大规模、相对低风险和高流动性使其成为难以替代的被动选择。

（二）欧洲经济维持复苏趋势，主权债务危机进入新阶段

2011 年上半年欧洲经济整体维持复苏趋势，第 1 季度与第 2 季度欧元区经济增长率的实际值和预估值分别为 2.5% 和 1.8%。随着主权债务危机不断深化，欧元区成员国经济复苏趋势进一步分化。德法等核心国保持经济强劲复苏，希腊、葡萄牙等边缘国家复苏乏力，经济增长几近停滞。2011 年上半年英国经济增速相对稳定，前两个季度经济增长率的实际值和预估值分别为 1.6% 和 1.1%。为控制危机走势，重塑市场信心，欧元区成员国进一步加强财政整顿，但导致危机爆发的根源仍未消除，继希腊、

爱尔兰之后，葡萄牙成为因主权债务接受外部援助的第三个成员国，西班牙、意大利主权债务风险迅速上升，如若 PIIGS 五国（Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain）最终无一幸免，欧债危机将进入更为严重的新阶段。

欧盟统计局最新数据显示，2011 年 6 月欧元区 CPI 同比增幅高达 2.7%，已连续 7 个月高于欧洲央行设定的 2% 通胀目标。为抑制持续上升的通胀风险，7 月 7 日欧洲央行将基准利率上调 25 个基点至 1.5%，这也是本年内第二次加息。在财政整顿紧锣密鼓推行之下，货币政策收紧可能将对欧元区经济体，特别是复苏乏力的边缘成员国经济增长形成不利影响。考虑到欧洲经济复苏基础尚不稳固，欧债危机演进呈恶化趋势，预计 2011 年下半年欧洲央行最多再有一次加息。2011 年初以来，英格兰央行将基准利率维持在 0.5% 的历史最低水平。为实现经济的持续复苏，预计 2011 年下半年英国货币政策将继续宽松，年内加息概率较小。

展望 2011 年下半年，虽然在全球经济整体复苏大背景下，欧洲经济复苏趋势仍将得以延续，但其面临的压力却不断加大，失业率处于历史最高水平，主权债务风险不断升级。预计 2011 年第 3 季度和第 4 季度，欧元区经济增速为 1.8% 和 1.9%，同期英国经济增速为 0.8% 和 1.8%。2011 年全年欧元区与英国经济增速将分别达到 2% 和 1.5%。

（三）日本经济受地震重创，灾后重建提振作用可期

2011 年上半年，日本经济遭受“3·11”大地震及核泄漏事故重创，3 月份工业生产指数同比下降 13%，环比下跌 3.4%，4 月份延续跌势；对外贸易出现萎缩，3 月份出口同比下降 2.3%，随后两月跌幅扩大，同比下降幅度均在 10%以上。5 月份名义工业产出环比大涨 4.43%，经季调后环比实际增速为 5.7%，创多年新高。第 1 季度 GDP 按年率计算萎缩 3.5%，预计第 2 季度 GDP 也将萎缩 3%。随着供应链和生产活动的恢复，日本经济受大地震和核泄漏事故影响将逐渐弱化。未来灾后重建或将为日本经济带来较为明显的提振效应，工业产出有望延续增势。第 3 季度，重建活动强度和力度会加大，对经济的拉动作用将显现。我们预计工业产出第 3 季度内可能实现同比正增长。失业及通缩状况都将得到一定改善。“去核”政策将促进企业在新能源领域的投资，从而成为日本经济新的增长点。预计日本第 3 季度和第 4 季度 GDP 增速可达 4%以上，但仍难以扭转全年衰退局面，预计 2011 年全年 GDP 增速为-0.7%。值得注意的是，日本政府为保障灾后重建的顺利进行，将不得不延续宽松货币政策与扩张性财政政策，2011 财年日本政府债务占 GDP 的比重将达到 230%，居发达国家之首，但由于日本主权债务持有者大多为其国内金融机构，因此日本主权债务风险增大对全球其他经济体及国际金融市场的溢出效应有限。

（四）新兴市场经济增长趋缓，通胀压力居高不下

2011 年第 1 季度，以亚洲为代表的新兴市场经济继续快速增长，但增速有所趋缓。印度、巴西和俄罗斯第 1 季度 GDP 同比分别增长 7.8%、4.17%和 4.1%，较 2010 年第 4 季度分别放缓 0.4、0.87 和 0.4 个百分点。新兴市场经济增速有所放缓的原因有二：一方面，由于粮食价格持续走高，新兴市场的通胀压力居高不下，如巴西和俄罗斯在 2011 年 6 月份的 CPI 分别达到了 6.7%和 9.4%，均处于近三年来的高位，这在一定程度上抑制了其工业生产和私人消费的增长。另一方面，为了抗击通胀，诸多新兴市场经济体纷纷加快紧缩步伐，致使资金面较为紧张，抑制了经济的持续扩张。从 2011 年初至 7 月 15 日，巴西、印度、韩国、俄罗斯和印尼分别累计加息 150 个基点、125 个基点、50 个基点、50 个基点和 25 个基点。随着通胀不断加剧，预计部分高通胀新兴市场经济体将可能在未来继续稳步加息。展望 2011 年下半年，新兴市场经济增速将可能继续小幅放缓，预计 2011 年全年新兴市场经济增速将由 2010 年的 7.4%下滑至 6.6%。

二、国际金融市场走势回顾与展望

在欧债危机持续蔓延、全球经济数据疲弱、美联储于 6 月末结束 QE2 等因素影响下，国际金融市场自 5 月份开始波动性有所加剧，全球股市先扬后抑、大宗商品价格回调、欧债风险进一步攀升、美元触底反弹。展望下半年，受欧美债务问题演化可能导

致投资者避险情绪升温的影响，资金从股市、欧洲国债等高风险市场流出的趋势有望延续，但黄金、美元等避险资产可能继续受到追捧，国际油价因供需缺口仍将高位波动。

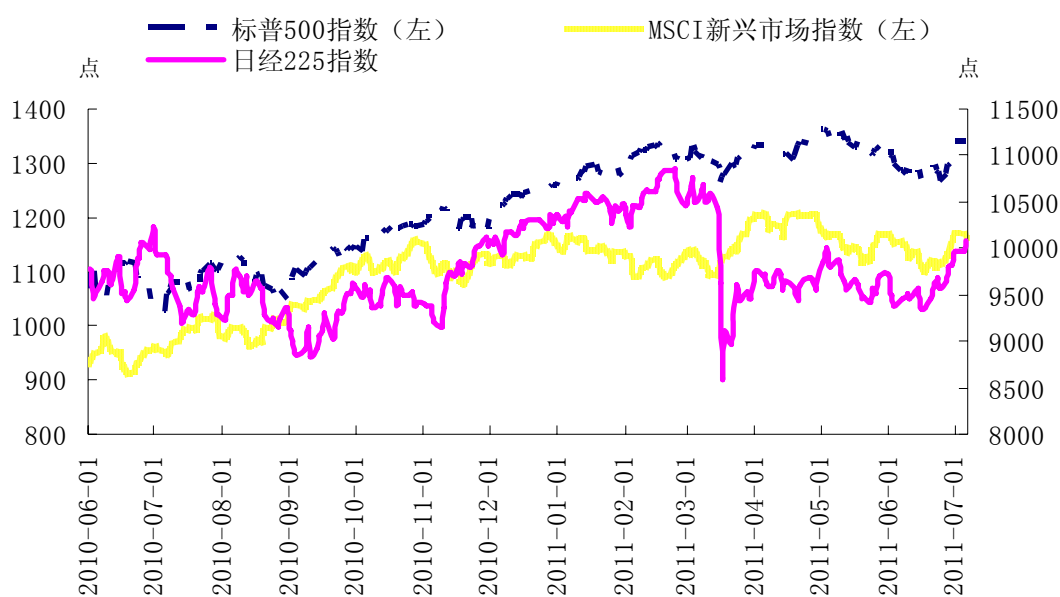
（一）全球股市短期上涨乏力，中长期有望震荡上扬

2011 年上半年，全球股市先扬后抑。第 1 季度，受经济复苏势头加强、全球流动性总体充裕、投资者信心饱满等因素影响，全球多数股指强劲增长。第 2 季度，尤其是 5 月以来，在全球经济复苏进程放缓和西方发达国家债务危机深化等负面因素影响下，投资者求稳及避险心理占据主导地位，加剧了市场短期波动。全球主要股指呈现震荡调整格局。但 6 月下旬反弹明显，保住了第 1 季度上涨成果。截至 2011 年 6 月 30 日，摩根士丹利资本国际（MSCI）公布的全球股市指数收于 1331.18 点，较年初升幅达 3.36%，全球股市市值较年初上升 3.36%至 54.15 万亿美元。2011 年上半年，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数分别上涨 7.23%、5.01%和 4.55%；德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数与伦敦金融时报指数分别上涨了 6.68%、4.66%和 0.78%；日经 225 指数受“3·11”日本地震及核泄漏危机影响，上半年跌幅达 4.04%；由于新兴市场通胀态势难改，货币紧缩政策超调，经济增速有所放缓，MSCI 新兴市场指数同期下跌 1.49%。

展望未来，从短期来看，全球经济复苏基础仍待巩固，市场对负面因素的消化尚需时日，股市上涨依然乏力；但从中长期来

看，在全球经济持续复苏预期的支撑下，未来全球股市可能延续危机后震荡上扬的总体走势，同时并不排除欧债危机恶化或其他重大事件影响下股市出现大幅回调的可能性。

图 1 全球主要股指走势图（2010.06-2011.06）



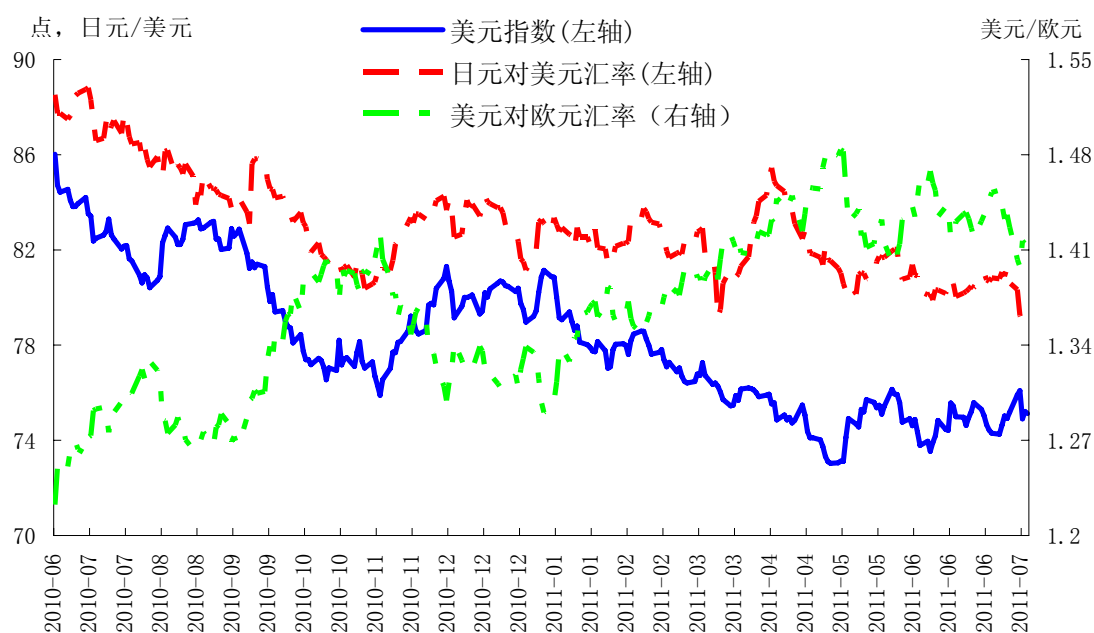
（二）美元有望在震荡中弱势升值

从 2011 年初至 7 月 15 日，美元汇率呈现先大幅贬值、后小幅升值的态势。由于欧债危机趋于缓解且欧美利差有所加大，美元指数从年初 79.204 点一路震荡下滑至 5 月 4 日的 72.696 点，创下 2008 年 8 月以来的新低，贬值幅度达 8.22%。自 5 月初开始，欧债危机持续恶化以及美联储结束第二轮量化宽松政策（QE2）的预期推动美元开始反弹。但受美国经济数据疲弱以及美国公共债务达到上限等问题困扰，美元本轮反弹并非一帆风

顺，美元指数在 5 月下旬一度出现回落，6 月中旬以来重新有所上扬，近两个月走出“W”双底形态。截至 2011 年 6 月 30 日，美元指数收于 74.42 点，较上年末下跌 5.75%；美元对欧元汇率收于 1.4472 美元/欧元，美元较上年末贬值 8.11%；美元对日元汇率收于 80.68 日元/美元，美元较上年末贬值 0.58%。

展望 2011 年下半年，欧债危机的演化和欧美货币政策走向等因素仍将是影响美元汇率走势的主要因素。从支撑美元升值的因素看，下半年欧债危机可能扩散至欧元区其他经济体，从而可能刺激新一轮的避险需求，推动美元汇率反弹；从推动美元贬值的因素看，虽然美联储已经于今年 6 月 30 日结束了第二轮定量宽松货币政策，但若美国经济形势出现持续恶化，美联储仍有可能推出第三轮量化宽松货币政策，这将造成美元进一步泛滥，另外美国债务问题可能出现恶化以及欧美利差水平可能进一步扩大，均会对美元走势形成打压。从目前看，欧债危机恶化的概率大于美国实施第三轮量化宽松货币政策，因此预计美元汇率出现大幅震荡并整体呈现弱势升值的可能性较大。

图 2 美元汇率走势（2010.06-2011.07）



(三) 国际大宗商品价格仍将高位波动

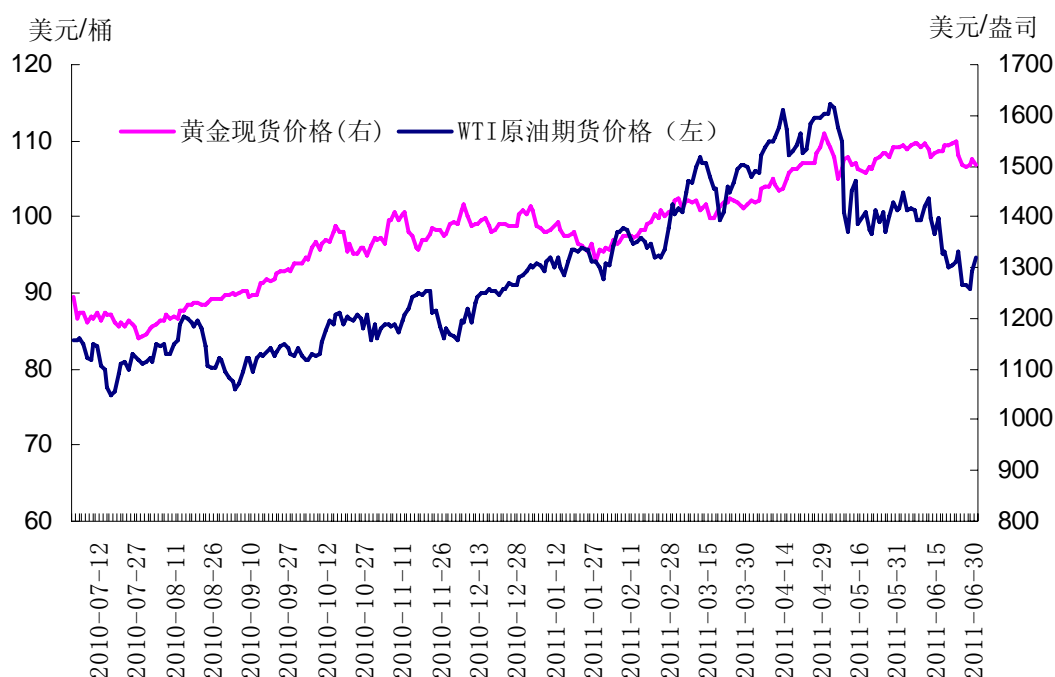
自 2010 年下半年开始启动的国际大宗商品牛市在进入 2011 年后仍然延续，国际金价在 4 月份突破 1500 美元/盎司大关，国际油价也突破 110 美元/桶的关口。供需缺口的存在、全球流动性过剩和投机需求增强、美元贬值、地缘政治及突发事件等因素是推动本轮大宗商品牛市的主要成因。在经历了前期大幅上涨之后，多数国际大宗商品因美联储结束 QE2 的预期而遭受获利回吐，但在 4 月末以来的见顶回调过程中，黄金和石油的价格走势有所分化。

相对而言，国际金价下调幅度较小、反弹速度较快，仅在 5 月第一周下跌 3.2% 后即重拾升势并在两个月内延续高位整理态势。进入 7 月以来，由于美国债务谈判僵持不下使市场担心美元

价值面临风险，以及希腊危机、意大利债务等因素影响，国际金价在半个月时间内爆发性上涨了 100 美元左右并创下历史新高。截至 7 月 14 日，国际黄金现货价格收于 1587.3 美元/盎司，较年初上涨了 12.2%，较 7 月初上涨了 5.3%。尽管进入传统淡季导致黄金珠宝首饰需求有所减少，但在全球通胀压力不断上升、地缘政治局势持续紧张、欧美主权债务风险高企、市场对经济“二次探底”担忧再起的情况下，黄金的避险保值作用仍受投资者青睐。此外，新兴市场国家分散外汇储备风险而带来的持续强劲需求，也是支撑黄金价格的重要因素。综上，我们预计国际金价在下半年仍将高位波动，并有望突破 1700 美元/盎司大关。

从原油价格走势来看，受全球经济数据疲弱导致原油需求不旺、美国等国际能源署 28 个成员国宣布投放 6000 万桶石油以稳定市场供应等因素影响，国际油价自 5 月初的 114 美元一路回调至 6 月末的 90 美元左右，进入 7 月以来在 90-99 美元的区间波动。展望下半年，尽管中东地缘政治局势带来的溢价和全球流动性过剩对油价的推升作用可能有所渐弱，但全球原油供应紧张局面仍将继续，而新兴市场需求增长仍将给油价提供强力支撑。预计国际油价有望继续在 90-120 美元/桶的区间高位震荡。

图 3 国际原油黄金价格走势（2010.06-2011.06）



(四) 国债市场：希腊重组难以避免，欧债风险持续走高

2011 年上半年全球经济的最大风险点仍是欧债危机，随着危机的阶段演化，国债市场呈现两个维度发展态势：一是作为危机震源的希腊，主权债务进一步恶化，债务重组或将难以避免；二是危机向欧元区核心成员国蔓延，影响范围不断扩大，欧元区多数成员国国债收益率呈现上行态势。

2011 年初以来，希腊经济复苏疲软，削减赤字举步维艰，主权债务风险不断攀升。2011 年 6 月 13 日，继国际评级机构惠誉、穆迪下调希腊主权信用评级后，标普将希腊评级降至全球最低“CCC”级。虽然在 6 月欧盟峰会上，欧盟、IMF 和欧洲央行同意在 2011-2014 年为希腊提供新一轮救助，但市场对希腊违约

的忧虑仍未缓解。截至 7 月 15 日，希腊主权 CDS 升至 2434.7 基点，较年初上升了 1374.2 点，同期希腊 10 年期国债收益率升至 17.1%，与德国国债利差由年初的 817.1 个基点上升至 1436.9 个基点。

与此同时，欧元区其他成员国主权债务风险也持续攀升。除已接受外部援助的爱尔兰和葡萄牙外，西班牙、意大利等国或将逐步陷入危机困境。2011 年全年西班牙约有 1433.2 亿欧元债务到期，融资压力较大，而受房地产泡沫破裂严重冲击的西班牙银行业，或将进一步加大其主权债务风险。2011 年 7 月上旬，欧元区第三大经济体意大利国债收益率飙升，引发市场对其主权债务的担忧。截至 7 月 15 日，意大利与德国 10 年期国债收益率差较月初上升 122.7 点至 305.7 个基点。此外，欧元区第二大经济体法国主权债务风险也呈现上行迹象，截至 7 月 15 日，法国与德国 10 年期国债收益率差较月初上升 19.7 点至 66.9 个基点。

但从目前来看，主权债务危机的焦点仍然集中在希腊、葡萄牙等边缘成员国，意大利、法国等核心国经济实力相对较强，短期内陷入危机概率较小。值得注意的是，作为危机震源的希腊，其主权债务问题解决的具体方式将在很大程度上决定欧债危机演进方向。如若希腊最终未能避免重组，PIIGS 国家甚至欧元区其他成员国主权债务风险或将大幅攀升，欧洲区域一体化机制可能面临较大冲击。

此外，主权债务危机向银行业传导的风险也在持续上升。根据欧洲银行管理局（EBA）最新公布的欧洲银行业压力测试结果，在来自 21 个欧盟国家的 90 家银行中，有 8 家未能通过资本充足率 5% 的及格线测试，另有 16 家银行在压力测试中的资产充足率仅为 5-6%，勉强达标。截至 2010 年末，德国、法国和英国的银行对 PIIGS 五国风险敞口分别达到 700 亿、850 亿和 460 亿欧元。一旦欧洲主权债务危机导致的各类金融风险进一步扩散，甚至希腊等国出现债务重组事件，欧洲银行业乃至全球银行业可能将由于所持欧洲债务头寸而承受较大的资产损失。

图 4 PIIGS 五国与德国 10 年期国债利差变化（2011.01-2011.07）

