

点评报告

经济年内二次探底概率低

2011年8月23日

美国二季度经济数据点评

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
失业率	9.6	9.0
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	77.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
失业率	10	10
外贸顺差/GDP	-0.45	-0.5
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.40

资料来源：彭博，招商证券研发中心

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

美国经济分析局（BEA）公布的 GDP 数据显示今年上半年美国的经济增速大幅放缓，低于预期。此外考虑到 7 月份制造业 PMI 指数、6 月份消费开支环比及密歇根大学发布的“消费者情绪指数”显示美国下半年经济复苏将较预期放缓，我们调低美国经济全年增长预测至 **1.6%**。由于美国金融系统及企业资产负债表较次贷危机期间稳健得多，下半年美国经济较预期会大幅放缓但不是衰退，年内经济二次探底可能性较低。

美国经济分析局（BEA）会在每个季度结束后 4 个星期左右公布最早的一次国内生产总值估计。之后的两个月内，BEA 会发布第二次和第三次估计值，其中会纳入更加完整及准确的源数据。今年 7 月 29 日，BEA 公布了年度修订结果，修订后数据显示 2007-2009 年间的经济衰退比之前估计更为严重，不过修订数据并未改变经济收缩的时点。**2011 年第二季度 GDP 的修订值将于 8 月 26 日公布。**

近期困扰消费者的因素与以往相比，并不具有可持续性。国债上限争执已经在 8 月 2 日尘埃落定。近期陆续公布的数据显示美国经济仍在继续复苏。随着国债上限争执以及美国经济或二次衰退的担忧情绪得到缓解，我们认为消费者情绪将在 **9 月份逐渐恢复，从而支持今年下半年美国的经济增长。**

美联储宽松的货币政策和信贷标准的下降可支持下半年美国国内私人投资增长。不过需要注意的 ISM 公布的 7 月份制造业 PMI 指数大幅低于市场预期，新订单指数显示订单总量出现萎缩。由于新订单指数是先行指数中领先指标。**下半年国内私人投资增长放缓是大概率事件。**

《预算控制法案》（Budget Control Act）中的赤字削减计划从 2012 年开始实施，削赤的幅度逐年增加。《预算控制法案》对今年政府消费支出和总投资的负面影响可控。

虽然美国尚未出现经济实质性二次衰退的数据，但近期市场对于美国经济或陷衰退、欧债危机继续深化的担忧、以及两党国债上限之争带来的政治风险导致近期商业信心和市场信心大幅下滑。**美国经济或陷衰退的风险增加。**如果就业市场继续恶化，会导致个人消费支出的下降、企业投资减速等一系列问题。因此我们认为，美国经济复苏最大的风险在于就业市场的继续恶化。需密切关注美国就业市场的相关数据以及 8 月 26 日 Jackson Hole 会议上伯南克的讲话，或为未来货币政策动向提供线索。

Comments Report

Double Dip Recession Unlikely within 2011

23 Aug 2011

Comments on U.S. Economic Data for 2Q2011

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
Unemployment	9.6	9.0
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	77.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-0.45	-0.50
Fiscal balance/GDP	-6.0	-4.6
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.40

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S1090511040016

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin SUN

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

➤ The GDP data released by the U.S. Bureau of Economic Analysis indicated a significant slowdown in U.S. economic growth while the July manufacturing PMI index, June consumer spending and Michigan Consumer Sentiment Index implied that the economic recovery in the second half will be slower than expected. In light of recent data, **we now expect annual GDP growth of 1.6% in 2011.** As the U.S. financial system and corporates' balance sheets are in a better shape than the subprime mortgage crisis period. **We expect the U.S. economy will slowdown sharply than expected in the second half. However, a double dip recession is unlikely to happen within 2011.**

➤ U.S. Bureau of Economic Analysis always release the first GDP estimates around four weeks after the quarter end and the second and the third estimates in two months after that, which will incorporate more complete and accurate source data. BEA published the results of annual revisions on 29th July, which show that the recession between 2007-2009 is more severe than previously estimated, however with no change in the timing of contraction. **The revised second-quarter GDP data will be released on August 26.**

➤ Factors recently troubled consumers are not sustainable compared with the past. Debt dispute has been settled on 2nd August while recent released data show that the U.S. economy continues to recover. **With fears ease, we believe that the consumer sentiment will gradually pickup in September, therefore support the U.S. economic growth in the second half.**

➤ The Fed's accommodative monetary policy and looser credit standards and terms can support the domestic private investment growth. However, the July ISM manufacturing PMI index was substantially lower than market expectations and its sub index-New Orders Index shrank at the first time in about two years. As the New Orders Index is leading the PMI index, **we see a slowdown in the private domestic investment growth in the second half.**

➤ The Budget Control Act of 2011 indicated a back-loaded deficit reduction plan starting in 2012. **The negative impact of the Budget Control Act for this year's government consumption expenditures and gross investment is controllable.**

Although no data has yet showed that U.S. economy is in a double-dip recession, worries over the possible economy downturn, the contagion risk of European debt crisis and the debt dispute dampen the business confidence and the market confidence sharply. **Risk of a recession is increasing.** If the job market continues to deteriorate, it would result in a decline in personal consumption expenditures, investment slowdown and series of issues. We believe that the biggest risk for the U.S. economic recovery is a deteriorating job market. **Upcoming U.S. labor market data and Bernanke's Jackson Hole Speech on 28th August can provide clues about the future monetary policy and should pay close attention to.**

1、调低 2011 年美国经济增长预测至 1.6%，前低后高

今年上半年美国的经济增速大幅放缓。美国经济分析局（BEA）公布的二季度美国经济增长初值以及一季度美国经济增长的修正值显示第一季度及第二季度的 GDP 季比折年率分别上升 0.4%以及 1.3%，远低于 2010 年第四季度的 GDP 季比折年率 2.3%。

与 2010 年第四季度的 GDP 贡献率相比，个人消费支出疲弱以及货物和服务净出口减少是第一季度 GDP 年率大幅放缓的主要原因。个人消费支出对 GDP 的贡献率从去年四季度的 2.48%下降至 1.47%；货物和服务净出口对 GDP 的贡献率从去年四季度的 1.37%下降至-0.34%。

此外，最新的数据显示第一季度的 GDP 年率大幅下修了 1.4 个百分点，下修的主要原因是私人库存变动和进口对 GDP 贡献率的下调。其中私人库存对 GDP 的贡献率从 1.46%大幅下修至 0.47%；进口对 GDP 的贡献率从 0.14%下修至-0.34%。

二季度 GDP 年率初值为增长 1.3%。与一季度相比，除个人消费支出外，二季度国内私人投资、货物和服务净出口以及政府消费支出和总投资对 GDP 的贡献率上升幅度明显。其中政府消费支出和总投资对 GDP 的贡献增幅最大，反映了二季度联邦政府军费开支的大幅增加。总体上看，美国经济复苏进程虽然疲弱，但仍在继续。

表 1：一季度和二季度 GDP 贡献率对照

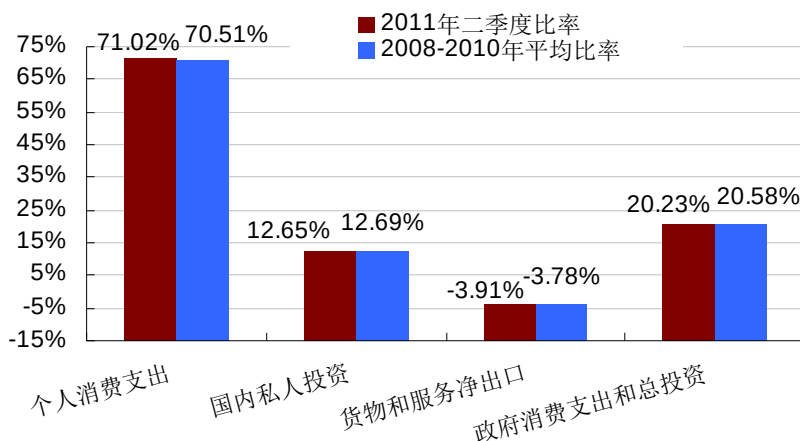
	一季度对 GDP 的贡献率	二季度对 GDP 的贡献率	差值
个人消费支出	1.47	0.07	-1.40
国内私人投资	0.47	0.87	0.40
货物和服务净出口	-0.34	0.58	0.92
政府消费支出和总投资	-1.23	-0.23	1.00
小计	0.37	1.29	0.92

资料来源：美国经济分析局，招商证券研发中心

7 月份制造业 PMI 指数大幅低于市场预期，录得 50.9。其中，新订单指数出现反转，从 6 月份的 51.6 降至 49.2，说明近期制造业需求萎缩，经济复苏动能减弱，前期 PMI 和 GDP 增长的背离趋势得到缓解。

消费方面，6 月份消费开支环比差于市场预期，下降 0.2%，显示 6 月份消费市场疲弱。密歇根大学发布的“消费者情绪指数”8 月份初值创下了 30 多年以来新低，录得 54.9。“消费者情绪指数”是基于来自近 500 个家庭对未来 1-5 年家庭财务状况、经济增长预期的回应建立的，是表示经济衰退的敏感指标之一。私人消费支出占美国 GDP 的 70%以上，预计美国下半年经济复苏将较预期放缓。此外，考虑到连续两个季度低于预期的美国经济增长，我们调低美国经济全年增长预测至 1.6%。

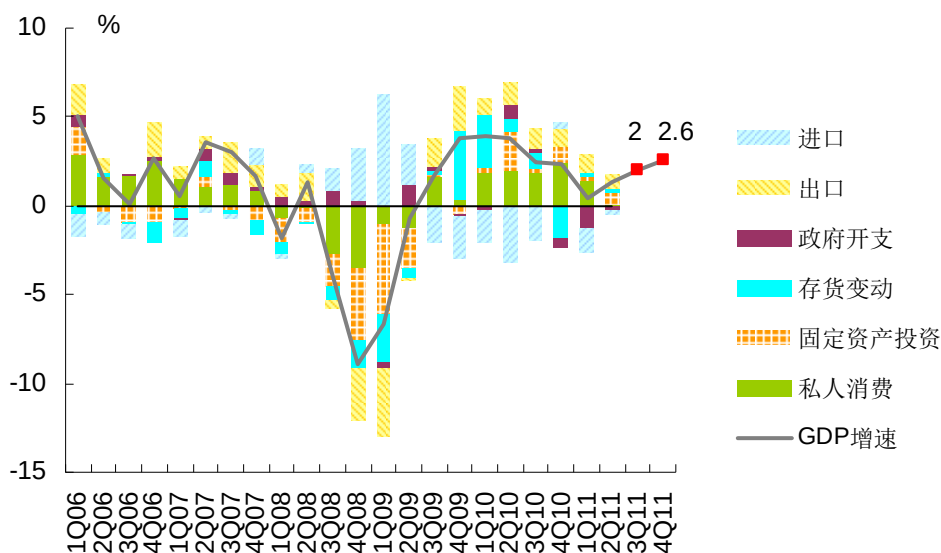
图 1: 支出法分项占 GDP 的比率



资料来源: 美国经济分析局, 招商证券研发中心

我们认为食品及能源价格上升、利比亚等产油地区动荡及日本地震中断全球供应链所带来的影响是导致一、二季度美国 GDP 增长放缓的原因, 以上因素多为暂时性冲击。第一季度及第二季度美国库存变动对经济增长的贡献已经开始转正, 私人消费也相对稳定, 未来 1-2 个季度将会继续支持经济增长。三四季度随着大宗商品价格回落, 消费者可选支出增加, 美国经济下滑可能性并不大。我们维持今年美国经济走势前低后高的判断。

图 2: 预计 2011 年美国经济增长 1.6%, 前低后高

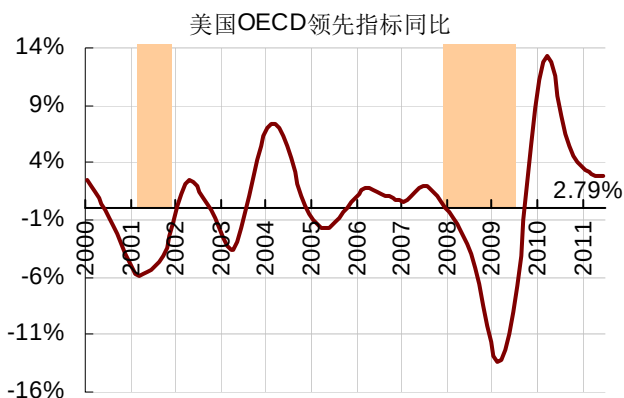


资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

考虑到金融系统及企业资产负债表较次贷危机期间稳健得多, 年内美国经济暂不至于出现二次衰退。对于衰退或者二次探底, 官方的定义是 GDP 连续两个季度出现负增长。我们相信在 2011 年很难看到这一状况, 下半年美国经济较预期会大幅放缓但不是衰退, 年内经济二次探底可能性较低。经济合作与发展组织 (OECD) 公布的领先指数

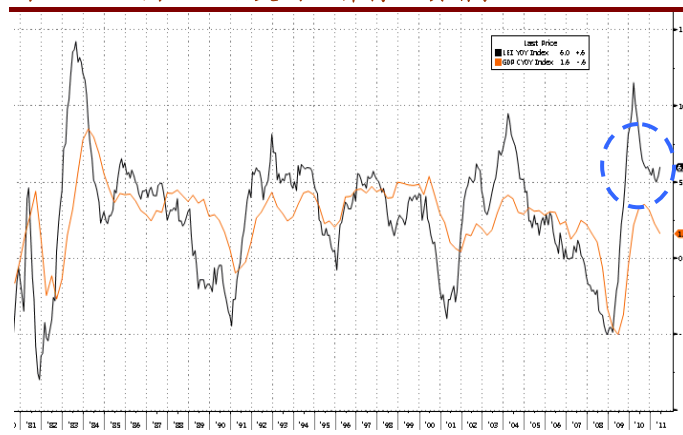
CLI 和经济咨商局 (The Conference Board) 发布的先行经济指数 LEI 都显示下半年美国经济仍会保持复苏趋势。

图 3: 6 月份 CLI 同比企稳



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 4: LEI 同比显示美国经济将继续增长

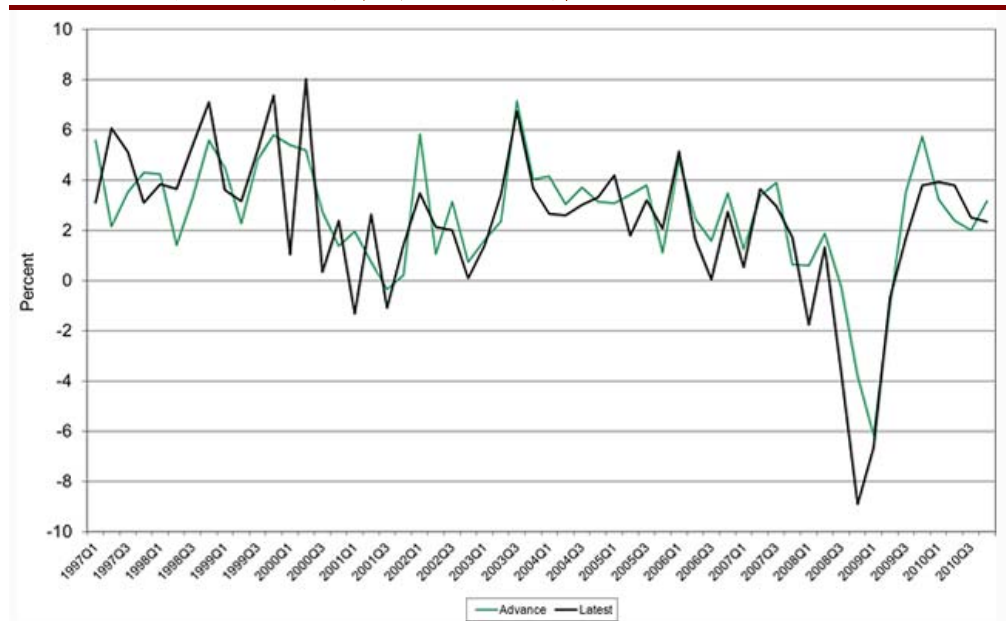


资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

2、美国经济分析局下修 GDP 数据的过程及原因

美国经济分析局 (BEA) 会在每个季度结束后 4 个星期左右公布最早的一次国内生产总值估计。之后的两个月内, BEA 会发布第二次和第三次估计值, 其中会纳入人口普查局, 劳工统计局, 和其他来源提供的更加完整及准确的源数据。

图 5: GDP 增长预测初值和最新值总体上差异不大



资料来源: 美国经济分析局, 招商证券研发中心

在每个季度结束后 4 个星期左右, 以下数据已经公布了预测季度中 3 个月的源数据: 消费者支出, 除飞机外资产设备出货量, 汽车的销售和库存, 制造业耐用品库存, 联邦政府支出和消费者、生产者、和国际价格。以下数据只公布了预测季度中 2 个月的源数据: 非住宅、单户型、多户型、国家和地方建设, 飞机出货量, 制造业非耐用品库存, 商家的批发和零售库存 (除汽车以外), 出口和进口。对于只公布了 2 个月源数据的项

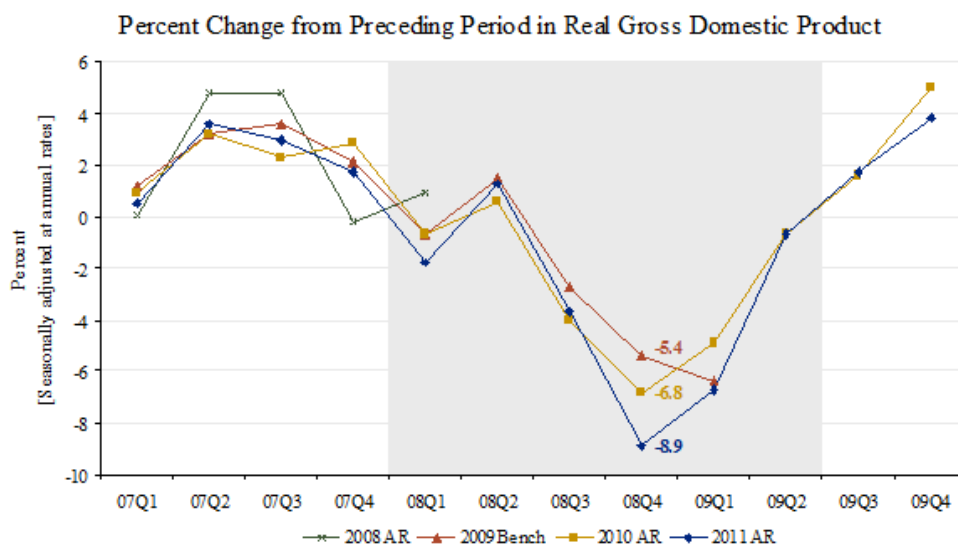
目，BEA 需要对其第 3 个月的数据进行预估。这些预估会在“技术说明”（“Technical Note”）的文档中说明。“技术说明”文档会和国内生产总值新闻稿一起发布。之后，在拿到第三个月的实际数据之后，BEA 会做相应的修正。

此外，在纳入更精确及详细的年度数据后，一般在 7 月份，BEA 还会做一次年度 GDP 预测修正，其中包括最近 3 年的数据修正。大约每 5 年，BEA 会对本地生产总值估计做基准修订，其中包括在各种方法和分类，以及来自人口普查局每十年一次和每五年一次的经济普查数据。

BEA 认为国内生产总值修订幅度往往不大。最近的一项发表在 2011 年 7 月《现代商业概览》（Survey of Current Business）的研究得出以下结论：1、对于长期增长率的修订幅度很小，1985 年至 2009 年间综合性基准修订的平均增长率不到 0.1 个百分点；2、对于 GDP 的重要分项，如投资和政府支出或国民储蓄率等没有大幅度的调整；3、对于 GDP 的重要分项对 GDP 的贡献没有大幅度的调整；4、总体上 GDP 的修订对商业周期的总体格局没有造成太大影响。

今年 7 月 29 日，BEA 公布了年度修订结果，其中下修了 2007-2009 年间经济衰退期的经济增长和 2011 年 1 季度的 GDP 增长估计值。修订后数据显示 2007-2009 年间的经济衰退比之前估计更为严重，不过修订数据并未改变经济收缩的时点。2008 年，GDP 下修的主要原因是个人消费开支、非住宅固定投资以及州和地方政府开支的下调。2009 年，GDP 下修的主要原因是个人消费开支、库存投资、非住宅固定投资向下修正以及进口的上调。2010 年，GDP 上修的主要原因是库存投资以及个人消费开支的上调，不过部分上调被非住宅固定投资、州和地方政府支出、住宅固定投资和出口的下调所抵消。

图 6：实际国内生产总值环比年率



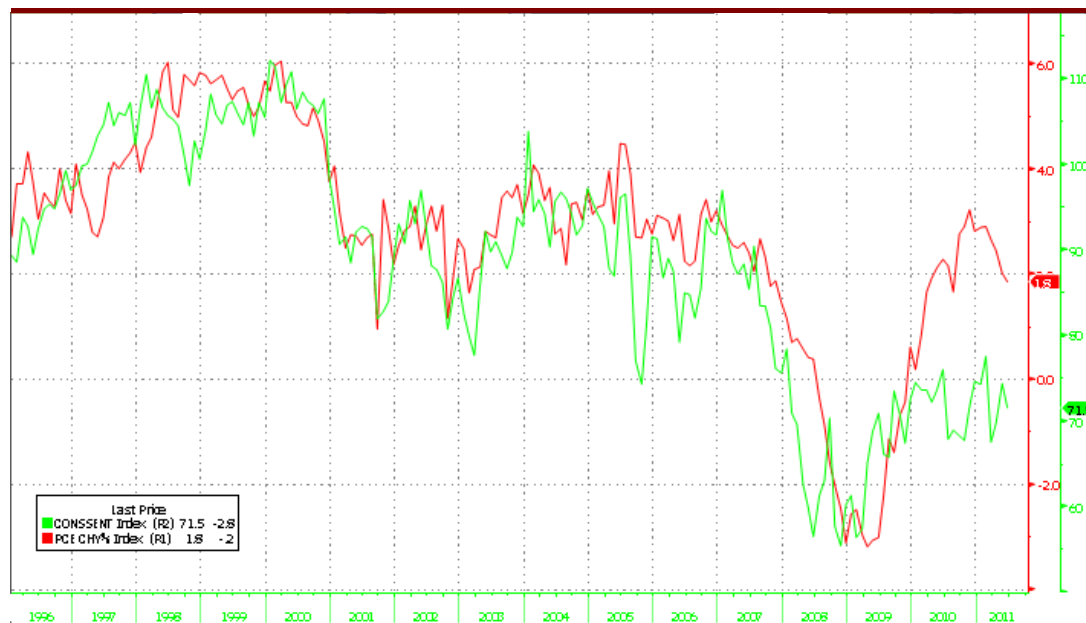
资料来源：美国经济分析局，招商证券研发中心

2011 年第二季度 GDP 的修订值将于 8 月 26 日公布。

3、个人消费支出：消费者情绪预计逐渐回暖

历史数据显示，消费者情绪指数和个人消费支出高度相关。密歇根消费者情绪指数的8月份初值创1980年5月份以来的最低值-54.9，主要原因是消费者对于疲弱的就业市场、两党的国债上限之争以及调查期间公布的经济数据的失望。此数值还没有完全反映消费者对于标普下调美国国债评级所带来的预期波动。因此，7月份和8月份的消费者开支预计承压。

图 7：消费者情绪指数和个人消费支出高度相关



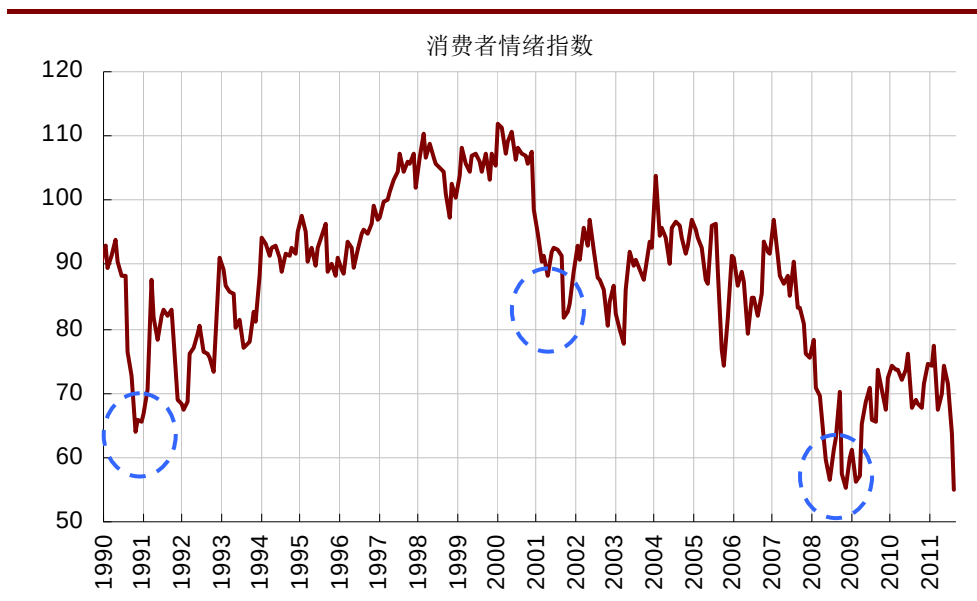
资料来源：彭博，招商证券研发中心

值得注意的是，8月份的初值明显低于7月份的消费者情绪指数75.8。下滑的幅度在历史上十分少见。1990年至今，260次统计结果中，只有9次的下滑幅度比这次剧烈：其中包括1990年8月伊拉克入侵科威特事件，2000年3月科网泡沫以及2008年9月雷曼破产等诱因。

近期困扰消费者的因素与以往相比，并不具有可持续性。国债上限争执已经在8月2日尘埃落定。美国经济或二次探底的担忧方面，近期陆续公布的数据显示美国经济仍在继续复苏：美国7月工业产出环比增0.9%；7月新屋开建60.4万幢；7月ADP私营就业环增11.4万，均好于预期。年内美国经济出现衰退的可能性较低。

随着国债上限争执以及美国经济或二次衰退的担忧情绪得到缓解，我们认为消费者情绪将在9月份逐渐恢复，从而支持今年下半年美国的经济增长。

图 8: 8 月份消费者情绪指数初值下滑幅度在历史上罕见

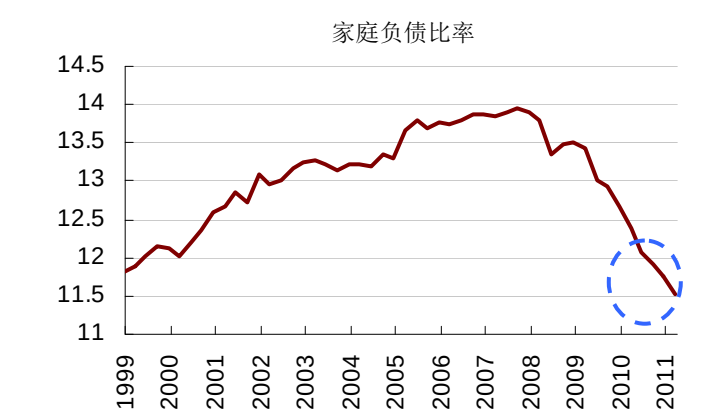


资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

除了消费者情绪指数回暖的因素外, 我们认为以下两个条件也将为个人消费支出增长提供较好的环境:

- 1、 2007 年爆发的次贷危机促使家庭开始去杠杆化进程。截至今年一季度底, 家庭负债比率已经从 2007 年三季度末的 13.96% 降至 11.51%, 为 1999 以来的最低点。良好的家庭的财务状况可支持消费需求。
- 2、 上半年高企的能源价格, 近期持续下降, 有望在下半年趋于稳定。生产者价格指数报告显示因汽油价格下滑 2.8%, 美国 7 月燃料成本下滑 0.6%。燃油价格下跌可促进未来消费增长。

图 9: 家庭去杠杆化接近尾声



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 10: 大宗商品价格下降将促进未来消费增长



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 11: 消费者信贷同比继续上升



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 12: 汽油价格近期下跌



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

4、国内私人投资: 宽松的货币政策或起促进作用

美联储 8 月 16 日公布的数据显示美国 7 月工业产出月率上涨 0.9%, 高于市场预期的 0.5%; 美国 7 月产能利用率为 77.5%, 创 2008 年 8 月以来新高。

受 3 月份发生的日本大地震影响, 全球供应链的断裂导致今年上半年汽车汽配业疲弱。随着供应链的修复, 汽车制造业逐渐恢复。7 月份汽车及零部件的生产增长了 5.2%, 为近 4 个月首次增长, 同时也创下年内最快增速。此外, 第一季度及第二季度美国库存变动对经济增长的贡献已经开始转正。

美联储在 8 月份的议息会议声明上表示经济前景较之前预计悲观, 因此, 美联储未来会密切关注经济走势, 在适当的时候出台政策刺激经济的可能性增加。此外, 未来下行的通胀趋势将支持美联储将宽松的货币政策保持更长一段时间。美联储还预计, 当前和未来的经济条件 - 包括低资源利用率以及中期通胀放缓的前景 - 可以令联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中。首次为之前声明中的“相当长的一段时间 (an extended period)”提供了明确的指引。

此外美联储 8 月 15 日公布了针对银行高级贷款官员的调查报告, 各银行分类贷款标准较 2005 年后平均值严格。不过美国各银行在第二季度放宽了除房地产抵押外, 大多数类型贷款的借贷条款。20% 的受访者表示降低了大型及中型商业和工业企业的贷款标准; 8% 的受访者表示降低了小型企业的贷款标准。说明企业通过金融机构融资的难度继续下降。

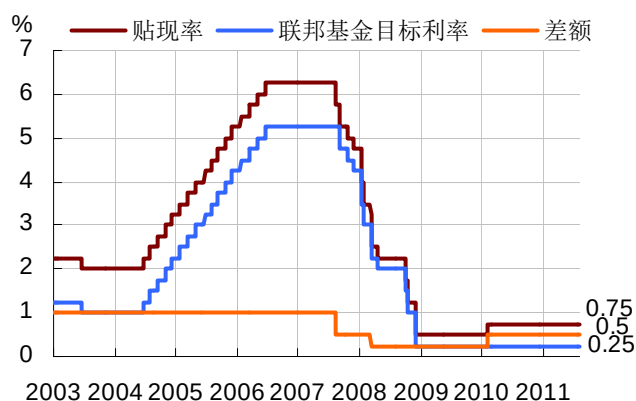
我们认为美联储宽松的货币政策和信贷标准的下降可支持下半年美国国内私人投资增长。不过需要注意的 ISM 公布的 7 月份制造业 PMI 指数大幅低于市场预期, 新订单指数显示订单总量出现萎缩。由于新订单指数是先行指数中领先指标。下半年国内私人投资增长放缓是大概率事件。

图 13: 美国通胀预期回落显示通胀上行风险下降



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 14: 基金目标利率预计在 2013 年年中前保持在 0.25%



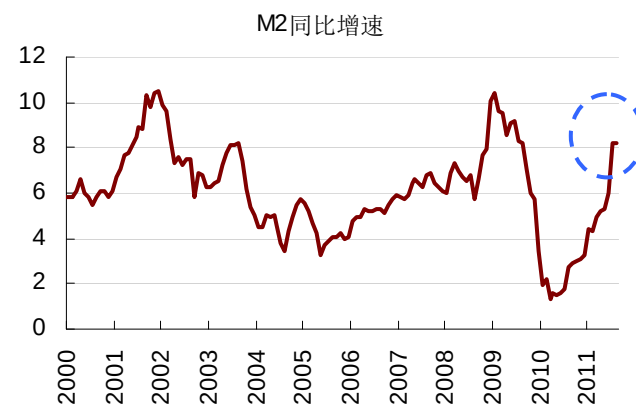
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 15: 美国金融体系流动性充裕



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 16: 贷款投放增加将促进未来投资增长



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

5、政府消费支出和总投资: 预算控制法案的负面影响可控

美国于 8 月 2 日通过了上调国债上限的方案。提出了在 10 年内削减不少于 2.1 万亿的开支。《预算控制法案》(Budget Control Act) 直接确定了 10 年内削减 9170 亿美元的计划, 以作为债务上限提高 9000 亿美元的交换。此外, 《预算控制法案》确定成立一个 12 人的两党特别委员会, 民主党和共和党人士各 6 人。该特别委员会需在 11 月 23 日前就在 10 年内削减总计达 1.5 万亿美元的新一轮削减目标提出建议, 并需要在今年 12 月 23 日通过该立法; 如果该特别委员会未能达成此项任务, 就会触发该法案中的一个“扣押”(“sequestration”)条款, 该条款将会启动 1.2 万亿美元的“自动削减开支方案”, 即在 2013-2021 年期间, 削减 1.2 万亿美元与特别委员会制定的削减赤字总额的差值。

国会预算办公室根据现在出台的赤字削减计划, 按财政年度估算出了 9170 亿赤字削减的分布。首先, 《预算控制法案》从 2012 年开始实施, 2011 年并不包括在内; 其次, 赤字削减幅度从 2012 年开始逐年增加, 开始赤字削减的幅度较小。2012 年财

年共削减赤字 210 亿美元，相当于 2010 年美国 GDP 总量的 0.145%；2013 年财年和 2014 年财年的赤字削减额度分别占 2010 年美国 GDP 总量的 0.289%和 0.406%。

由于还有额外的 1.2-1.5 万亿美元的赤字削减计划尚在讨论中，具体影响需要等到今年年底才能评估。但是可以肯定的是《预算控制法案》对今年政府消费支出和总投资的负面影响可控。

表 2：2011 年的赤字预算控制法对赤字的影响（单位：10 亿美元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2012-2021 小计
可选支出削减	-25	-46	-58	-66	-73	-79	-87	-95	-103	-111	-741
强制性支出削减	3	5	2	-3	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-20
还本付息削减	0	-1	-3	-6	-10	-15	-20	-26	-33	-40	-156
小计	-21	-42	-59	-75	-87	-99	-112	-126	-141	-156	-917
占赤字削减总额的百分比	2.29%	4.58%	6.43%	8.18%	9.49%	10.80%	12.21%	13.74%	15.38%	17.01%	100.00%

资料来源：国会预算办公室，招商证券研发中心

6、美国经济复苏的风险：就业市场的恶化

虽然美国尚未出现经济实质性二次衰退的数据，但近期对于美国经济或陷衰退、欧债危机继续深化的担忧、以及两党国债上限之争带来的政治风险导致近期商业信心和市场信心大幅下滑。美国经济或陷衰退的风险增加。长期的信心缺失会导致企业扩张减速，并着力于控制成本。裁员或者停止雇佣是企业控制成本所采取的主要方式之一。如果就业市场继续恶化，出于对失业的预期，人们会更倾向于储蓄，个人消费支出的减少将不可避免，继而导致企业投资减速等一系列问题。

所以我认为，美国经济复苏最大的风险在于就业市场的继续恶化。截止 8 月 13 日，美国当周的首次申请失业救济人数增加 9000 人，至 408000 人，超过市场预期的 400000 人。虽然人数超于预期，但从 4 周移动平均数值来看，截止 8 月 13 日当周，首次申请失业救济人数为 402000 人，就业状况相比截止 4 月 16 日当周，首次申请失业救济人数 406000 人有所改善。总体仍然保持着向好的趋势。现在暂没有出现就业市场恶化的迹象。奥巴马总统近期表示，将于 9 月初出台一系列政策改善就业市场、帮助贫穷人口和中产阶级并帮助长时间失业者就业。政策对于改善就业市场的有效性值得关注。此外，需密切关注美国就业市场的相关数据以及 8 月 26 日 Jackson Hole 会议上伯南克的讲话，或为未来货币政策动向提供线索。

参考报告:

1. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011年7-8月）》2011/8/22
2. 《国际资本与国内流动性监测周报-回购利率止跌回升（2011年8月第3周）》2011/8/22
3. 《欧元区债务危机发展动向点评-经济复苏放缓，削赤难度加大》2011/8/15
4. 《欧元区债务危机发展动向点评-蔓延魅影重现，长痛还是短痛？》2011/8/15
5. 《M2增速低于预期，货币政策难有实质性放松--2011年7月份金融货币数据点评》2011/8/14
6. 《国际资本与国内流动性监测周报-人民币升值预期出现回升（2011年8月第2周）》2011/8/13
7. 《2011年7月份进出口数据点评-维持三季度进口增速继续向下的判断》2011/8/11
8. 《2011年7月份宏观数据点评-通胀已见顶，库存调整负面影响逐渐显现》2011/8/10
9. 《通胀已见顶、回落趋势明确---2011年7月CPI、PPI数据点评》2011/8/10
10. 《国内流动性状况略有改善-国际资本与国内流动性监测周报（2011年8月第1周）》2011/8/6
11. 《2011年7月份PMI数据点评-当前经济下行速度开始放缓》2011/8/1
12. 《2011年6月工业企业利润点评-规模以上工业企业盈利好于预期》2011/7/28
13. 《美元变奏下的中国国际资本流动》2011/7/28
14. 《负面信息已开始影响国际资本流入的积极性-国际资本与国内流动性监测周报（2011年7月第3周）》2011/7/23
15. 《债务危机火烧连营 欧元保卫战打响--欧元区债务危机发展动向点评》2011/7/22
16. 《美欧近期热点聚焦-风险释放接近尾声 外围环境有望趋稳》2011/7/20
17. 《国际资本与流动性监测周报（2011年7月第2周）-7月银行间利率将回到央行合意的水平》2011/7/16
18. 《2011年二季度宏观数据点评-控通胀仍为宏观调控首要目标》2011/7/14
19. 《2011年6月份金融货币数据点评—谈货币条件拐点为时尚早》2011/7/13
20. 《2011年6月份进出口数据点评-预计三季度进口增速将继续下滑》2011/7/11

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。