

点评报告

# 经济增速放缓 加息周期暂停

2011年9月13日

## 9月份欧洲央行议息会议声明点评

### 主要预测

#### 美国

| %        | 10   | 11E  |
|----------|------|------|
| GDP      | 2.9  | 2.6  |
| CPI      | 1.6  | 2.5  |
| 失业率      | 9.6  | 8.5  |
| 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 | 80.0 |

#### 欧洲

| %        | 10    | 11E  |
|----------|-------|------|
| GDP      | 1.8   | 1.5  |
| CPI      | 1.58  | 2.4  |
| 失业率      | 10    | 10   |
| 外贸顺差     | -2.51 | 0.06 |
| GD       | -6.0  | -5.5 |
| 财政赤字/GDP | 1     | 1.50 |
| 央行基准利率   | 1.34  | 1.40 |

资料来源：彭博，招商证券（香港）

#### 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

### 事件：

欧洲央行决定，欧洲央行连续第二个月把基准利率维持在 1.5% 不变，因不断深化的债务危机已经威胁到欧元区经济的增长。

### 核心观点：

- 1、欧洲央行此次决议与我们的预期一致。欧元区自二季度以来经济增长放缓，而从 7、8 月的制造业经理人指数来看，三季度经济增长将继续疲软。欧洲央行也下调了欧元区经济增速的预测。虽然欧洲央行一直保持鹰派作风，但在欧元区乃至全球经济增长放缓的前提下，即便是通胀率将会在一段时间内仍维持在 2% 以上，欧洲央行也将会暂缓加息步伐。而且根据近期数据来看，近两月以来，欧元区的总体通胀率以及核心通胀率都与 6 月持平，通胀率继续上行的风险不大。因此我们维持原有观点，认为货币政策进入观察期，欧洲央行年内不会加息，全年将维持 1.5% 的基础利率不变，而未来货币政策走势将更大程度上取决于欧洲债务危机的发展以及实体经济的复苏状况。
- 2、欧洲央行的决定和特里谢的声明没有给市场带来惊喜，加上对希腊援助计划是否能通过的不确定性使欧元出现重挫，并中断了非美货币的反弹势头。瑞士央行则进行强力干预，将瑞郎兑欧元的最高汇率限制在 1.20 水准。但由于欧洲债务危机远未结束，我们预计欧元汇率将还会持续向下。
- 3、在议息会后的发言上，欧洲央行行长特里谢并未对欧洲央行债券购买计划进行进一步的讨论，只是再次敦促欧洲各国政府严格执行财政整顿改革。这表明欧洲央行内部对于是否持续在二级市场购买国债仍存在意见分歧。德国总理默克尔正面对来自国内的压力，是否需要为意大利以及希腊二国牺牲本国更多纳税人金钱。从现在事态发展来看，我们不排除希腊违约风险加大，但从各方的政治表态来看，只要希腊能拿出有效方案来承诺达到其减赤目标，在各主要国家经济没有出现衰退的情况下，国际组织以及各主要国为了维持欧元区的稳定，还是会继续救助。
- 4、总体而言，债务危机持续升温的根源在于边缘经济体实体经济前景的恶化，而持续的紧缩政策将进一步对经济前景起负面影响。若经济增长持续恶化，单纯的救助将无以为继，边缘经济体债务重组或将无法避免，而恶化的资产负债表对核心经济体的打击更大。我们维持原有观点，救助计划只能治标不能治本，及时地将无法救助的边缘经济体与核心经济体隔离，制定有序退出和重新加入欧元区的一整套法律机制，并准备好相应的债务重组和经济复苏预案，才能从根本上确保核心经济体的健康，维护欧元的竞争力和币值稳定。



## Comments Report

## Interest rate hike paused as economic growth declining

13 Sep 2011

Comments on European central bank council meeting in September

## Key Data

## USA

| %                  | 10   | 11E  |
|--------------------|------|------|
| GDP                | 2.9  | 2.6  |
| CPI                | 1.6  | 2.5  |
| Unemployment       | 9.6  | 8.5  |
| Trade balance/GDP  | -3.2 | -3.4 |
| Fiscal balance/GDP | -8.1 | -9.2 |
| Policy rate        | 0.25 | 0.25 |
| Dollar Index       | 79.0 | 80.0 |

## Eurozone

| %                  | 10    | 11E  |
|--------------------|-------|------|
| GDP                | 1.8   | 1.5  |
| CPI                | 1.58  | 2.4  |
| Unemployment       | 10    | 10   |
| Trade balance/GDP  | -2.51 | 0.06 |
| Fiscal balance/GDP | -6.0  | -5.5 |
| 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

➤ The European Central Bank's decision is in line with our expectations. The economic growth of euro zone has declined since 2Q, and the leading indicator shows that the growth will continue to slow down in 3Q. European Central Bank (ECB) also lowered economic growth forecast for the euro area. Although the ECB has remained hawkish style, it also needs to take into account of the slow down of economic growth in euro area and global economic growth, even if the inflation rate will remain more than 2% for a period. With the limited upside risks of inflation, we believe that ECB's monetary policy has entered into an observation period, the ECB will maintain the 1.5% base rate unchanged for the year, while the trend of the future monetary policy will depend on development of debt crisis in Europe and economic recovery.

➤ The ECB's decision and Trichet's statement did not surprise the market, combined with the uncertainties of the second bailout of Greece, the euro exchange rate has declined substantially. Swiss central bank adopted a strong intervention, the Swiss franc exchange rate against the euro has been limited at the maximum level of 1.20. However, due to the sovereign debt crisis is far from over in Europe, we expect that the euro exchange rate will continue downward.

➤ In the statement after the meeting, ECB President Trichet didn't draw into discussion on ECB's securities market program (SMP), but again he urged European governments to strictly implement the fiscal consolidation reforms. This indicates that there still internal conflicts about whether the ECB needs to maintain its SMP. German Chancellor Angela Merkel is facing pressure from domestic, there are increasing political pressures on whether the Germany need to bailout Italy and Greece at the expense of their taxpayers. As the debt crisis develops, we do not rule out the risks of default have been increasing in Greece, but from the statements made by political parties, we believe that international organizations and major countries will continue to bailout Greece as long as it could commit to an effective program to achieve its deficit reduction targets.

➤ Overall, the heated up of debt crisis is rooted from the deterioration of the economic outlook, and continued tightening policy will further negatively impact on economic outlook. If economic growth continues to worsen, a simple bailout would be unsustainable, debt restructuring of peripheral economies cannot be avoided, which will further deteriorates the balance sheet of the core economies. We maintain our previous view that any bailout can only be a temporary relief but not a cure. The only measures can help maintain the competitiveness of the euro is to isolate the core economy from the economies which will be unable to rescue in a timely manner, to develop a set of effective mechanisms to allow orderly exit and re-join euro zone and to have the appropriate debt restructuring and economic recovery plans..

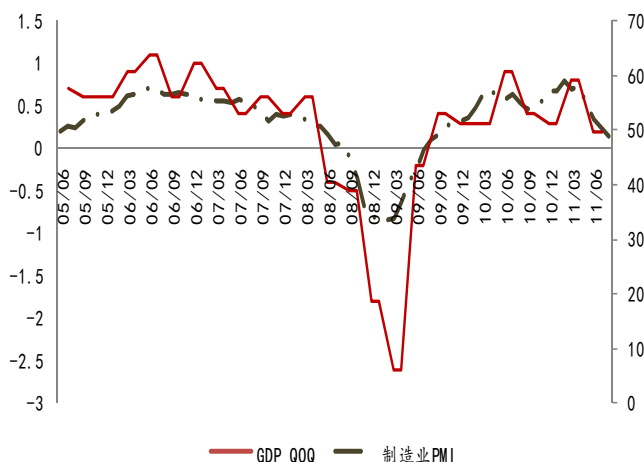
## 1、通胀受控但经济增速放缓，加息周期暂停

欧洲央行 9 月决议维持利率在 1.5% 不变，同时维持隔夜存款利率 0.75% 不变。议息会后声明主要对以下三点进行了阐述：1、欧元区经济增速要低于此前预期，并且面临的下行风险加剧；特里谢表示，欧元第二季度经济增长失速，预计 2011 年 GDP 增长 1.4%-1.8%，此前预期增长 1.5%-2.3%；2012 年 GDP 增长 0.4%-2.2%，此前预期增长 0.6%-2.8%；2、目前通胀仍然高企，而未来几个月通胀率或仍高于 2%，但考虑到未来经济增长放缓以及稳定的劳动里成本，欧洲央行预计 2012 年通胀率或跌至 2% 以下。据央行成员预计，2011 年通胀率将为 2.5% 至 2.7%，2012 年为 1.2% 至 2.2%；3、特里谢强调，目前货币政策立场依然宽松，欧洲央行已经准备好提供流动性，确保欧元区银行不会承受压力。但特里谢也强调了各国政府执行财政整固改革的重要性。

欧洲央行此次决议与我们的预期一致。欧元区自二季度以来经济增长放缓，而从 7、8 月的制造业经理人指数来看，三季度经济增长将继续疲软。欧元区三大经济体中，法国和意大利制造业双双陷入萎缩，并创下两年多来的最低水平。德国的出口订单也继续走弱，显示未来经济增长动能不足。虽然欧洲央行一直保持鹰派作风，但在欧元区乃至全球经济增长放缓的前提下，即便是通胀率将会在一段时间内仍维持在 2% 以上，欧洲央行也将会暂缓加息步伐。而且根据近期数据来看，近两月以来，欧元区的总体通胀率以及核心通胀率都与 6 月持平，通胀率继续上行的风险不大。在央行行长特里谢的讲话中，也没有再使用“高度警惕”等词来暗示对高通胀的不安，反而是强调了欧元区面临经济下行的风险，而对于通胀方面，特里谢则表明目前通胀的风险是均衡的。

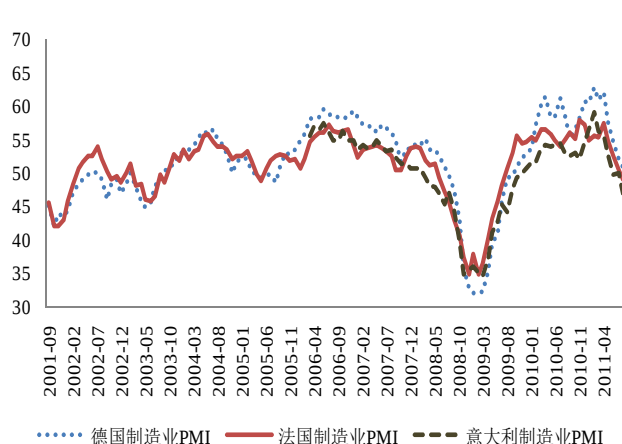
从特里谢的发现中，我们不难发现，其用词更为中性谨慎，对通胀的态度也更为温和。因此我们维持原有观点，认为货币政策进入观察期，欧洲央行年内不会加息，全年将维持 1.5% 的基础利率不变。欧洲央行的货币政策立场或有改变，但未来货币政策走势将更大程度上取决于欧洲债务危机的发展以及实体经济的复苏状况。

图 1：欧元区 7、8 月制造业陷入萎缩



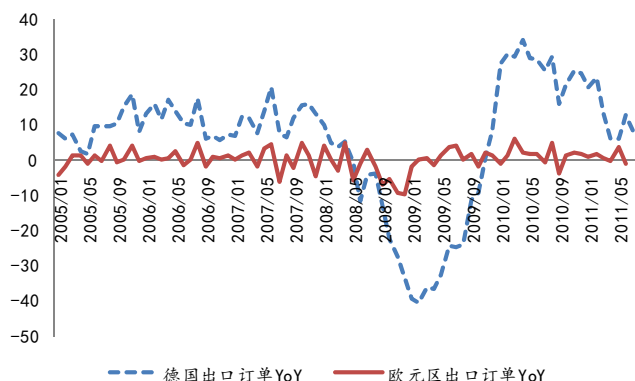
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 2：德国、法国以及意大利的制造业 PMI 持续下降



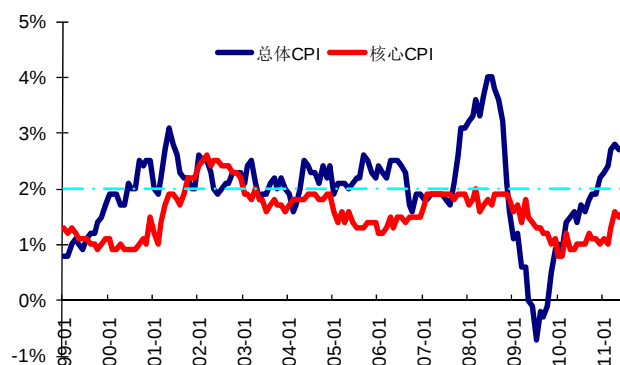
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 3: 德国以及欧元区出口订单下降



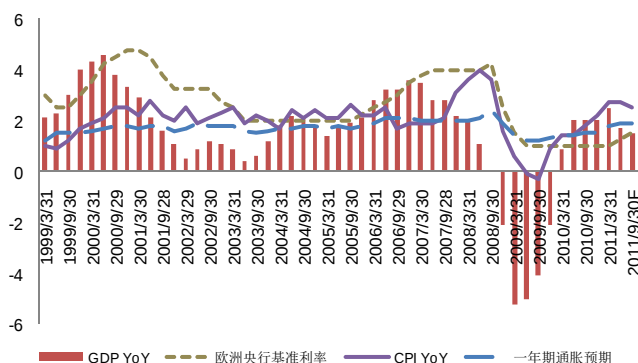
资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

图 4: 欧元区 CPI 与预期一致



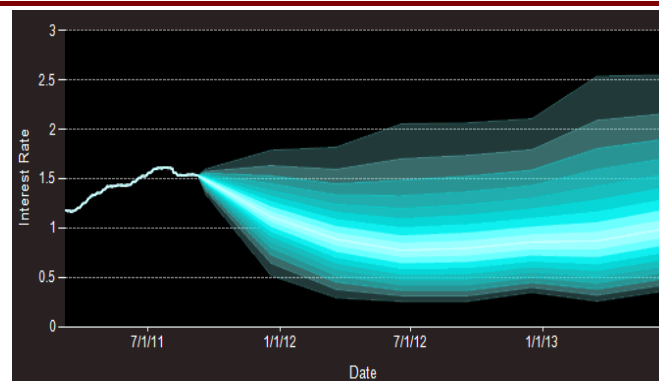
资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

图 5: 经济增长放缓通胀压力缓解



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

图 6: 加息预期明显放缓



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

表 1: 欧洲央行议息会议声明对比

|      | 8 月议息会议声明                                                                                                                                                                                                    | 9 月议息会议决议                                                                                                                                                                                                                                          |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 经济增长 | <p>二季度的数据和调查显示欧元区经济持续增长, 但如市场预期, 增速放缓。二季度温和增长也反映了第一季度强烈增长是由于某些特殊因素。欧元区的经济依然维持增长, 全球经济的持续扩张会持续支持欧元区的出口。在高不确定性环境下, 欧元区经济前景面临的风险大致维持平衡。</p> <p>(The risks to this economic outlook for the euro area remain</p> | <p>最新的进展似乎已经损害了欧元区的基本经济增长动能, 包括全球经济增长幅度放缓, 股市下跌, 企业信心受挫, 以及几个欧元区成员国的紧张局势所造成的不利影响。因此, 预计今年下半年实际 GDP 将以非常温和的速度增长 (real GDP growth is expected to increase <b>very moderately</b> in the second half of this year.) 欧洲央行将维持宽松的货币政策 (accommodative</p> |

|      |                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                        |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | broadly balanced in an environment of particularly high uncertainty)                                                                                                                                                            | monetary policy)以及采取措施支持金融系统的运作。在高不确定性的环境下,经济增长出现下行风险。(Risks to the economic outlook for the euro area are on the downside, in an environment of particularly high uncertainty)                                                        |
| 通胀形势 | 在未来几个月通胀率将可能维持在 2%以上。通胀上行的压力主要反映了能源和商品价格的上涨。确保通胀水平上涨不引发二次效应仍然是最重要的。通胀风险“仍在上行”。(Risks to the medium-term outlook for price developments remain on the upside)                                                                    | 在未来几个月通胀率将可能维持在 2%以上,但预计通胀率在 2012 年或下跌至 2%以下,主要反映了在经济稳增长的前景下劳动力成本的稳定。中期通胀前景面临的风险大致均衡。(Risks to the medium-term outlook for price developments as being broadly balanced)                                                               |
| 货币   | 货币流动性仍然充足,货币政策仍然宽松                                                                                                                                                                                                              | 货币流动性仍然充足,货币政策仍然宽松                                                                                                                                                                                                                     |
| 信贷   | 非金融企业的贷款年均增长继续上升,从 5 月份的 0.9%增长至 6 月份的 1.5%,而每年的家庭贷款增长在最近几个月徘徊在 3%以上                                                                                                                                                            | 非金融企业的贷款年均增长继续上升,从 6 月份的 1.5%略有上升至 7 月份的 1.6%,而家庭贷款的年均增长似乎已稳定在 3%左右                                                                                                                                                                    |
| 政策立场 | 欧洲央行将坚定不移的锚定通胀预期,维持中期通胀率在低于但接近 2%的水平为首要目标。货币政策将仍然宽松,但将密切留意物价的上行风险。(Our monetary policy stance remains accommodative. We will continue to monitor very closely all developments with respect to upside risks to price stability) | 货币政策依然宽松,但金融状况收紧。欧元区通胀预期仍旧牢牢受控。通胀预期的锚定是设定货币政策的前提,令其为支撑经济增长和就业创造做出贡献。将继续非常密切地关注所有方面的进展。(Our monetary stance remains accommodative, some financing conditions have tightened. We will continue to monitor very closely all developments) |

资料来源:欧洲央行,招商证券(香港)整理

欧洲央行的决定和特里谢的声明没有给市场带来惊喜,加上对希腊援助计划是否能通过的不确定性使欧元出现重挫,欧元兑美元汇率对破 1:1.40,并中断了非美货币的反弹势头。瑞士央行则进行强力干预,将瑞郎兑欧元的最高汇率限制在 1.20 水准。9 月 6 日,瑞士央行表示不再容忍欧元兑瑞郎汇价低于 1.2 一线,且决定不设定买入外币规模

上限，以期维持瑞郎的汇率稳定。瑞士央行的决定震惊市场，重创利用瑞郎进行避险的投资人信心，使得瑞郎应声兑美元和欧元均暴跌达到 8% 左右。虽然瑞士央行此举主要是为了防止因为避险情绪导致瑞士法郎被人为高估，但另一方面也一定程度上有利于维持欧元的稳定。在瑞士央行干预之后的几个交易日以来，欧元兑瑞郎一直维持 1.2 附近盘整，表明瑞士央行这一举措初显成果。但由于欧洲债务危机远未结束，我们预计欧元汇率将还会持续向下。我们下调欧元兑美元汇率的全年预测至 1: 1.30。

图 7：欧元兑美元将持续震荡向下



资料来源：彭博，招商证券（香港）整理

## 2、欧洲债务危机前景不乐观， 关注第二轮救助计划的通过

在议息会后的发言上，欧洲央行行长特里谢并未对欧洲央行债券购买计划进行进一步的讨论，只是再次敦促欧洲各国政府严格执行财政整顿改革。这表明欧洲央行内部对于是否持续在二级市场购买国债仍存在意见分歧。上周，意大利对于之前宣布的财政紧缩案的反复，加上希腊宣布将无法实现其财政预算，使欧洲央行内部对于是否需要持续干预市场在意见上进一步分歧。欧洲北方国家对于南方国家的不实现其承诺以及不负责任的态度表示不满。虽然意大利最后提出了近 500 亿欧元的财政紧缩案，以实现在 2013 年实现财政预算的平衡，但贝卢斯科尼政府的信用度已经大打折扣。周五，欧洲央行表示，其执行理事会成员斯塔克（Juergen Stark）将于今年年底离职，较任期结束提前两年多。斯塔克是德国经济学家，对通货膨胀持鹰派立场，负责领导欧洲央行的经济部门，这是继德国央行行长韦伯（Axel Weber）2 月辞职后今年第二位离开的德国政策制定者，而韦伯离职是由于反对欧洲央行的债券购买计划。虽然斯塔克对外称是由于个人原因离职，但市场普遍预计其辞职决定与债券购买计划有关。

斯塔克的离职对欧元的打击重大，截至上周五，欧元兑美元跌至 1: 1.3657，为两个月以来最低。斯塔克在 9 月 8 日的议息会后称欧洲央行的债券购买计划是暂时性举措，央行将根据需要确定持续时间，并指希腊必须履行诺言，这也是欧洲央行开展工作的基础假设。而斯塔克的突然离职，不仅暗示欧洲央行的债券购买计划可能将持续

很长时间，使欧洲央行内部意见分歧，而且希腊债务互换计划最终决定日期临近令市场陷入焦虑。而斯塔克此时的离职，同时也对德国产生巨大影响。德国媒体纷纷猜测接替斯塔克的人选可能将是约尔格·阿斯姆森(Jörg Asmussen)。此人为德国联邦财政部副部长，为财政部部长朔伊布勒视为“最重要的人”。

上周三德国联邦宪法法庭驳回了阻止德国参与援助欧元区高债成员国的诉讼，认定欧盟金融稳定基金(EFSF)对希腊援助合法。这为希腊第二轮救助计划的通过扫除一大障碍。虽然这一消息提振了市场信心，但仍有不确定因素，因为法庭还明确表示，德国政府若要进一步对希腊提供金源，还需要寻求德国议院的许可。宪法法庭裁定，德国国会应当在未来的欧元区援助行动中拥有更大话语权。即政府若要参与拯救行动，需要事先获得预算委员会批准。这一系列的流程将进一步拖延欧洲对债务危机的反应速度，而之前市场最大的质疑，就是欧洲政府的反应速度太慢。虽然此裁决对于德国总理默克尔(Angela Merkel)来说，已经算是扫除了德国参与希腊援助的障碍，但是9月底国会将就7月份欧盟各国已经同意的欧盟金融稳定基金做出的更改进行投票。如今，德国总理默克尔正面对来自国内的压力，是否需要为意大利以及希腊二国牺牲本国更多纳税人金钱。默克尔之前虽然已经明确表示，希腊不会离开欧元区，但是德国在整个欧债危机中的表现依然引发国内的反对声音，而默克尔的另一个不容回避的棘手问题是，其执政联盟刚在地方选举中失利。因此，若阿斯姆森在此时最终去了欧洲央行，那么和德国总理默克尔同一政党的朔伊布勒将失去重要支持，无疑会对默克尔政府再添重压。

另外，据国外媒体报道，德国联合政府的三名官员周五称，德国总理默克尔领导下的政府正在筹备一项计划，目的是在希腊政府无法满足援助贷款条件并债务违约的情况下为德国银行业提供支持。但德国财政部发言人称，德国政府并未针对希腊的经济改革及债务情况准备应急计划，当前还是以7月21日峰会上的决议为工作重点。同一天，希腊财政部长维尼则罗斯(Evangelos Venizelos)也否认了有关希腊将债务违约的传言，称希腊政府正致力于完全履行7月份达成的第二项援助计划的条款。所谓无风不起浪，让人担心的是，希腊政府实施其财政紧缩计划的速度不够快，这可能会使希腊难以从欧盟和国际货币基金组织(IMF)那里获得第一轮援助计划的第六笔分期付款，从而将进一步导致第二轮援助计划的破产。

但必须注意的是，希腊虽然有违约的风险，但希腊政府上周二承诺加快希腊私有化进程，以减缓希腊债务，并承诺，削减公共事业部门的过剩员工及经济自由化的措施来换取国际援助资金。而且欧盟委员会主席巴罗佐(Jose Manuel Barroso)周二(9月6日)也表示，只是推迟与希腊的谈判，谈判并没有破裂，这是为了让希腊当局出台新措施，给予当局更多准备时间，相信最终可以达成协议。因此，从现在事态发展来看，我们不排除希腊违约风险加大，但从各方的政治表态来看，只要希腊能拿出有效方案来承诺达到其减赤目标，在各主要国家经济没有出现衰退的情况下，国际组织以及各主要国为了维持欧元区的稳定，还是会继续救助。欧盟和国际货币基金组织的官员定于下周重返雅典，重新开始审查该国实施这些措施的进程。需密切留意欧盟以及国际货币基金组织的评估结果。

总体而言，债务危机持续升温的根源在于边缘经济体实体经济前景的恶化，而持续的紧缩政策将进一步对经济前景起负面影响。若经济增长持续恶化，单纯的救助将无以为继，边缘经济体债务重组或将无法避免，而恶化的资产负债表对核心经济体的打击更大。我们维持原有观点，救助计划只能治标不能治本，及时地将无法救助的边

缘经济体与核心经济体隔离，制定有序退出和重新加入欧元区的一整套法律机制，并准备好相应的债务重组和经济复苏预案，才能从根本上确保核心经济体的健康，维护欧元的竞争力和币值稳定。因此，当务之急一是通过建立“防火墙”，并做好各种应急准备，让市场看到欧债危机的处理虽然不可避免地要付出成本，但损失和风险是可控的。二是让市场看到欧洲不再回避问题和被动救火，而是直面挑战并主动解决问题。只有这样，市场才能看到欧债危机的“底”，才能重建市场对欧元和欧洲的信心。

### 3、需持续关注的重点事件

对于化解债务危机的可行方案，“欧洲债券”由于德法的强烈反对，短期内基本不可能实行。目前大多数的不确定性仍然是源于欧洲各国财政与货币政策的不统一，使任何可行方案都需要经历一波三折。但若跨国机构的功能能更加有效的发挥以及各项方案能更透明具体，则能帮助市场稳定信心。中长期来说，我们认为新的机制如退出机制的建立以及一些更有效的监管机制的建立，能帮助解决欧元区主权债务的问题，但更根本是各经济体经济的逐渐恢复。短期内，我们认为以下事件值得关注：1、各国能否尽快通过 EFSF 在二级市场购买各国债券的功能以及其救助能力提升至 4400 亿欧元；2、德国国内的政局情况；3、ECB 能否调和其内部争议，具体计划如何与 EFSF 一起参与到救助计划中，以进一步提振市场信心。下表列出了重要事件的日期，仅供参考。

表 2：9 月需要关注的重要事件

| 周一               | 周二             | 周三               | 周四 | 周五                     |
|------------------|----------------|------------------|----|------------------------|
| 12               | 13             | 14               | 15 | 16                     |
| 欧洲央行：公布近期购买国债金额； | 意大利公债拍卖        | IMF 对希腊救助计划评估案重启 |    | 欧洲各国财政部长会议             |
| 欧盟发布中期经济预测       |                |                  |    |                        |
| 19               | 20             | 21               | 22 | 23                     |
| 欧洲央行：公布近期购买国债金额  | 荷兰 2012 年预算案公布 |                  |    | 德国国会就 EFSF 改革投票；IMF 年会 |

资料来源：招商证券（香港）整理

参考报告:

1. 《如期回落,压力仍大---2011 年 8 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/9/13
2. 《M2 增速继续走低,仍未到货币政策拐点--2011 年 8 月份金融货币数据点评》 2011/9/13
3. 《人民币升值预期处于走弱趋势--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 9 月第 2 周)》 2011/9/13
4. 《1998 年俄罗斯债务危机的前因后果及其启示-政府债务问题专题研究之三》 2011/9/9
5. 《升值预期对外汇占款有较强预测力--对 9 月至明年 2 月外汇占款增量的预测》 2011/9/7
6. 《国际资本与国内流动性监测周报-预计 9 月外汇占款增量将明显回升(2011 年 9 月第 1 周)》 2011/9/5
7. 《2011 年 8 月份 PMI 数据点评-三季度经济将延续前期调整走势》 2011/9/1
8. 《全球宏观经济图册(2011 年 8 月份)》 2011/9/1
9. 《又是货币紧缩?--存款准备金覆盖范围扩大到保证金存款点评》 2011/8/31
10. 《评点伯南克“杰克逊霍尔”会议上的演讲-此时无招胜有招》 2011/8/31
11. 《1980 年代拉美债务危机的历史启示-政府债务问题专题研究之二》 2011/8/30
12. 《政府债务问题专题研究之一-往事并不如烟》 2011/8/30
13. 《国际资本与国内流动性监测周报-银行间流动性状况将趋于紧张(2011 年 8 月第 4 周)》 2011/8/29
14. 《美国二季度经济数据点评-经济年内二次探底概率低》 2011/8/23
15. 《经济增速放缓加剧削赤难度 警惕债务危机向银行系统蔓延-2011 年欧洲二季度经济数据点评》 2011/8/23
16. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 7-8 月)》 2011/8/22
17. 《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
18. 《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
19. 《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
20. 《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

## 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。

## 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。