

我们为什么认为希腊不会违约？

国际经济周报（2011年9月12日-18日）

◆本周视点

希腊再次走到了债务违约的边缘，但我们仍然相信希腊不会违约。目前的紧张状况完全是因为希腊削减赤字的措施不力，令欧盟在是否拨付援助款上出现了犹豫。但考虑到希腊违约所带来的灾难性后果——欧元区解体，区内各国均陷入严重经济危机——我们相信欧盟最终还是会避免这种情况的发生。目前的局势是欧盟向希腊施加压力的手段。

◆美国：联储或推刺激政策

美国通胀预期保持稳定。8月工业生产环比增长放缓。8月零售环比零增长，美联储9月可能出台刺激政策。美债仍具吸引力，近期收益率呈下降趋势。

◆欧元区：工业与出口反弹，物价增速平稳

欧元区7月工业与出口反弹，8月CPI增速平稳。穆迪下调两家法国银行信用评级，全球5大央行联手向欧洲银行提供美元流动性支持。意大利国债发行利率明显上扬，德国总理默克尔出面平息希腊违约传言。

◆日本：制造业复苏将持续

7月制造业生产增幅向下修正，日本央行将继续干预日元升值。

联系人：

徐高

010-68561288

gaoxu@ebcn.com

李燕飞

010-68561122-1789

liyanfei@ebcn.com

SAC 执业证书编号：S0930510120002

联系人：

钟正生

010-68565388

zhongzs@ebcn.com

联系人：

孙旺明

010-68566388

sunwm@ebcn.com

内容目录

本周视点.....	1
国际经济周评：我们为什么认为希腊不会违约？	1
一周综述	3
美国：联储或推刺激政策	4
欧元区：工业与出口反弹，物价增速平稳	6
日本：制造业复苏将持续	7
重要国际指标周度监测	8
美国重要宏观数据	10
下周经济日历	11

图表目录

图 1. 美国 8 月 CPI 同比上涨加快.....	4
图 2. 美国 8 月 PPI 同比上涨放缓.....	4
图 3. 美国 8 月工业生产同比平稳增长.....	5
图 4. 美国 8 月零售同比增长放缓.....	5
图 5. 9 月密歇根大学消费者信心指数超预期回升	5
图 6. 中国、日本 7 月增持美债.....	5
图 7. 英国、巴西 7 月增持美债.....	5
图 8. 近期美债收益率呈下降趋势.....	5
图 9. 欧元区 7 月工业生产同比增长加快.....	6
图 10. 欧元区 7 月出口额增长加快.....	6
图 11. 欧元区 8 月 CPI 同比增速与 7 月相同.....	6
图 12. 欧元区 8 月核心 CPI 同比增速与 7 月相同.....	6
图 13. 日本制造业生产指数环比持续增长.....	7
图 14. 原油本周均价比上周上涨，黄金均价回落.....	8
图 15. 波罗的海干散货指数的本周均值上升.....	8
图 16. CRB 现货指数和期货价格指数的本周均值回落	9
图 17. 标普 500VIX 的本周均值回落.....	9
图 18. 美元隔夜 Libor 和 Ted Spread 本周均值上升.....	9

表格目录

表格 1. 过去 10 周重要国际指标监测	8
表格 2. 美国近 10 个月重要宏观数据	10
表格 3. 未来一周（9 月 19 日至 25 日）海外重要宏观数据公布时间	11

本周视点

国际经济周评：我们为什么认为希腊不会违约？

希腊政府再次走到了债务违约的边缘，但我们仍相信这不会发生。最近，希腊国债收益率，CDS 价差已冲高至令人吃惊的程度，市场普遍传言违约迫在眉睫，而德国政府中不时传出的类似声音也助长了市场的悲观情绪。面对这一动荡的局面，国内投资者普遍感到困惑与忧虑：希腊债务违约是否不可避免？违约的后果会怎样？欧元区会因为希腊的违约而解体吗？如何投资才能规避希腊违约的风险？有鉴于市场对这一问题的普遍关注，本期国际周评将花较长的篇幅来详细阐述我们（非主流）的观点——希腊不会违约。我们将通过 5 个问题的问答来逐步展开观点。

■ 问题一：希腊债务问题的现状究竟怎样？

答：市场对希腊债务违约的前景显得非常悲观。在二级市场上，希腊 1 年期国债收益率已突破 100%，10 年期国债收益率也接近 23%。其 5 年期国债 CDS（信用违约互换）报价也已经飙升至 3600 基点。按这一 CDS 价格计算，市场预期希腊国债在 5 年内违约的概率超过 90%。与之同时，德国政府中不时出现放任希腊违约声音。上周，德国总理默克尔执政联盟中自由民主党的党首勒斯勒（Philipp Rösler）说：“如果有必要的话，希腊可以有序的违约。”而据媒体透露，默克尔所在的基督教民主党内部放任希腊违约的声音也在增加。这些来自政府方面的悲观论调与恶化的市场数据相互作用，更增加了市场的悲观情绪。

希腊债务问题已经感染到了其他欧元区国家，以及欧洲的银行体系。受到希腊债务问题的影响，意大利和西班牙的国债收益率已经明显上行，迫使欧洲央行不得不出手干预，在二级市场上大量买入这两个国家的国债，以稳定价格和市场情绪。同时，由于欧洲银行大量持有这些国家的国债，债券价格的下跌对欧洲银行的资产负债表构成了威胁，让市场对银行系统的稳健产生了疑问。市场还担心欧洲银行可能无法通过抵押这些高风险的国债来获得美元流动性，因此认为欧洲银行有可能面临美元流动性枯竭的局面。这一状况也迫使欧洲央行再度出手，联合美联储、英国央行、日本央行以及瑞士央行，宣布将在今年 10 月至 12 月分 3 次向欧洲银行提供“不限量”的美元贷款。

不过，在解读市场价格时需要注意数据的失真。从高达 100% 以上的 1 年期国债收益率来看，市场无疑对希腊债券违约的前景非常悲观。不过需要注意的是这一价格恐怕已经不能恰当反映市场的基本面了。由于希腊国债价格在二级市场上已经深度下跌，几乎所有债券持有者都已经不再出售自己手中的债券，因为如果那样做的话，马上就会在其帐目上记下大规模的亏损。因此，市场上的交易量已经非常小，因而产生的价格也不再具有代表性。我们可以以一级市场的价格做比较。今年 9 月 6 日，在二级市场 1 年期国债收益率已冲高至 80% 左右时，希腊政府还成功发行了 14.55 亿欧元的为期 26 周的国债，发行收益率仅为 4.8%。

■ 问题二：事情到底是怎样走到今天这一步的？

答：回过头去看，希腊问题走到现在这种状况出乎大多数人的预料。今年 7 月 21 日，欧盟、IMF 与希腊刚刚达成一项援助协议，计划向希腊提供总额为 1090 亿欧元的新贷款。贷款的利率也由之前的 4.5% 下调到 3.5%，还款期限最长拉大到了 30 年。这 1 千多亿贷款足够希腊政府用到 2014 年。也就是说，今后 4 年希腊都不需要向债券市场寻求融资。有了这么大一笔援助贷款，希腊为什么还会在仅仅不到两个月后，就重新走到违约的边缘呢？仔细分析起来，这主要是因为希腊政府削减财政赤字的措施执行不力，以及援助计划中的“私人参与部分”（Private Sector involvement, 简称 PSI）。

希腊政府削减赤字不力，拖延了援助计划的实施。7 月达成的援助计划是以希腊政府削减财政赤字为前提的。根据计划，希腊政府需要在今年将赤字控制在 GDP 的 7.5% 以下，以换取援助款项的发放。但今年前 8 个月，希腊政府的财政赤字不降反升，从去年同期的 148 亿欧元增加到了今年的 181 亿。考虑到希腊今年 GDP 很可能缩水 3-5%，这无疑让今年的减赤目标成了镜花水月。希腊政府在削减赤字方面的迟缓让欧盟（尤其是德国）十分不满，因此至今尚未同意拨付最新一期 80 亿欧元的援助款项。如果这笔 80 亿的资金不能很快到帐，希腊将无力支付开支，而会被迫违约。这是近期市场中希腊违约预期急剧升温的重要原因。

援助计划中的“私人参与部分”（PSI）也是近期走势的重要催化剂。在 7 月达成的新援助计划中，有一个总额为

370 亿欧元的“私人参与部分”。也就是说，1090 亿的援助款中有 370 亿要由私人投资者来出。由于担心这会导致市场恐慌，欧央行行长特里谢和法国总统萨科齐对 PSI 非常反对。但由于德国的强力推动，最终的计划中还是出现了这一部分。根据 PSI 的安排，私人投资者将在“自愿”的基础上，损失其债券面值的 21%，作为对希腊政府的债务减免。虽然欧盟领导人极力声称这项“私人参与”计划仅适用于希腊债务，但它仍然对市场情绪构成了严重打击。由于担心持有的其他国家国债也会遭受类似的损失，投资者的抛售行为已经推升了意大利与西班牙国债收益率。

总而言之，是欧元区政治进程的缓慢和不确定导致了今天的状况。从长期来看，目前的市场动荡，是投资者对缺乏领导力的欧元区投出的不信任票。欧盟是一个由 27 个主权国家组成的联盟。联盟内每一个国家都具有一票否决权。在这种政治体制下，任何政策的出台都牵涉大量的谈判与交易，注定是非常迟缓的。而在目前的危机时刻，德国却因为其国内的政治氛围，迟迟不愿发挥其应该发挥的领导作用，致使解决方案一拖再拖。这是危机日益深化的大背景。而就近期来讲，欧盟迟迟不能够向希腊提供新一期援助款项，是危机深化的主要原因。所以我们可以说，是欧元区的政治让事情走到了今天这一步。相应的，要看清未来的发展，就需要分析清楚政治的走向。

■ 问题三：希腊违约会有什么后果？

答：希腊如果违约，将会给欧元区带来一场灾难。在欧元区中，希腊是个名符其实的小兄弟。2010 年，希腊 GDP 为 2302 亿欧元，仅为欧元区 GDP 的 2.5%。同时，希腊国债占 GDP 比例虽然达到了 142%，是欧元区内的第一，但就国债总量来说，也不过是欧元区公共债务总额的 4.2%。不过，如果仅仅以这些数字就小看希腊违约的后果，那就大错特错了。与其说希腊是欧元区内的一枚小炸弹，不如说它是引爆另一个大炸弹的雷管。希腊违约所带来的连锁反应几乎可以肯定会摧毁整个欧元区。以下，我们从希腊开始，逐次分析希腊违约会产生后果。

首先，希腊债务违约会令希腊经济陷入一片混乱。今年前 8 月，希腊政府赤字占到 GDP 的比重超过 10%。如果希腊债务违约，希腊政府将无法通过发债为其财政赤字融资，从而被迫进入平衡预算状态——收入多少才能支出多少。扣除违约后不用再支付的利息支出，财政开支将会下降超过 11%。在这种情况下，政府雇员的薪水、社会保障等开支将会被削减，令本就陷入严重衰退的希腊经济雪上加霜。希腊银行系统所受的冲击将会更为严重。根据国际清算银行的数据，希腊银行系统持有超过 600 亿欧元的希腊国债。希腊违约意味着这些债券的价格会大幅缩水，严重侵蚀希腊的银行资产。而希腊银行也将无法以这些债券为抵押物，从欧央行获得贷款，因此还会陷入流动性的危机。因此，希腊债务违约将给希腊带来经济和金融的双重危机，令希腊经济陷入完全混乱。

面对这种情况，退出欧元区将是希腊的唯一选择。债务违约后，希腊逃离经济混乱的唯一出路是发行货币来为政府和银行注资。但这在欧元区中是无法实现的。因此，希腊将肯定会退出欧元区，重新发行自己的货币——德拉科马（drachma）——通过印钞票来应对危机。但这种货币转换的成本将是惊人的。首先，希腊国内所有商品和资产的计价单位需要由欧元转换成为德拉科马。而后者毫无疑问会持续大幅度贬值。因此，对希腊国内储户而言，他们的存款将由欧元变成不停贬值的德拉科马，因而会不停缩水。而按德拉科马计算，希腊所欠外债的数额也会大幅攀升，增加债务重组的难度。因此，希腊将会长时间被锁定在国际资本市场之外，国内则会面临财富被洗劫后的中产阶级的怒火。因此，对希腊来说，债务违约将是灾难的开始。

希腊退出欧元区会带来连锁反应，将会严重冲击区内的其他国家。对欧元区而言，麻烦才刚刚开始。如果希腊因为债务违约而退出欧元区，市场毫无疑问会把矛头对准下一个“希腊”——葡萄牙、爱尔兰、甚至是西班牙和意大利。这些国家的国债收益率将会因为“违约”的担忧而大幅飙升，增加这些国家的融资成本。因此，这些国家可能之前还能还上债。但在融资成本上升之后，就会因为借新还旧的成本太高而不得不走上希腊的覆辙。更严重的，如果市场怀疑这些国家也有可能脱离欧元区，将会不顾一切的把存在这些国家银行中的欧元存款取出来，以免遭受希腊储户那样的损失。这将带来大规模的银行挤兑风潮，令这些国家的银行系统完全瘫痪。其带来的冲击将会是雷曼倒闭的数倍。

连锁反应发展到这里，欧元区的解体将不可避免，欧元区内所有国家都会是输家。由希腊违约所带来的连锁反应将会摧毁欧元区，而这对区内所有国家都是灾难，德国也不例外。对德国而言，欧元区的解体意味着它最大的出口市场——欧元区其他国家（占其出口总额的 40% 以上）——陷入了经济危机。而德国的本币德国马克也将强劲升值，严重打击德国出口。因此，德国也将在欧元区解体后遭受冲击，陷入严重经济衰退。其他国家的情况将会更糟。这还仅仅是经济层面的后果。就政治层面而言，欧元区的解体意味着欧洲一体化进程的终止，意味着欧洲几代人的追求毁于一旦。这对欧洲所有国家来说，都是难以承受的。

欧盟（和欧央行）可以防止这种连锁反应的发生。但他们出手越迟，所需付出的成本就越大。值得宽慰的是，上面所描绘的图景并不一定会发生。事实上，欧盟和欧央行有很多机会可以避免、或者终止这种连锁反应。但是，它们出手越迟缓，所面临的问题就会越大，化解风险所需付出的成本就会成倍增加。因此，如果从成本收益角度来说，

一开始就不让希腊违约是最优的策略。

■ 问题四：我们为什么认为希腊不会违约？

答：欧盟的态度和行动决定了希腊是否会违约。前面我们已经分析了希腊是否会违约，决定权在欧盟（包括欧央行）手上。那么希腊是否会违约的问题就化成了两个相关的小问题：（1）欧盟有没有动机让希腊不违约？（2）欧盟有没有手段保证希腊不违约？

问题三的回答实际上已经给出了欧盟不让希腊违约的动机。对欧元区而言，希腊违约与否并不仅仅是希腊自身的问题，而是关乎欧元区存亡的大事件。仅仅是为了保证欧元区不崩溃，欧盟就有充分的理由来防止希腊违约的发生。

欧盟有充分的手段来保证希腊不违约。事实上，保证希腊不违约的政策已经出台，欧盟只需要把它们用起来就行了。7月达成的援助方案就是一例。而尚待各国议会批准的EFSF（欧洲金融稳定基金，European Financial Stability Fund）改革方案则是另一例。欧盟所需要的仅仅是推进这些政策的实施。

因此，我们相信希腊不会违约。欧盟有充分的理由和手段来保证希腊不会违约。即使欧盟复杂的决策机制让其不能及时做出决断，我们相信欧央行也会出手稳定局面，为政治方案的推出争取到足够的时间，这周欧央行联合其他4大央行向欧洲银行提供美元流动性就是一个例证。因此，在我们看来，目前的紧张局面其实是欧盟政治家讨价还价的一种手段——他们需要用这种紧张的状况来向希腊政府施加压力，确保希腊减赤计划的顺利进行。事实上，欧盟的这种策略已经奏效，希腊政府上周日紧急宣布将出台一项为期两年的物业税计划，以便在今年就筹措20亿欧元来补上预算缺口。所以，事情的发展可能与今年8月初美债上限上调类似——讨价还价结束在最后一刻。

■ 问题五：如果有投资者坚信希腊违约不可避免，他应该怎样投资？

答：我们已经花了大量篇幅来阐述为什么希腊不会违约，我们也坚信这一点。但世事难料，最理性的分析也有可能因为偶发事件而落空。所以，如果有投资者相信希腊违约不可避免，希望能够提前布局来规避风险，我们也非常能够理解。以下，我们给出了两条投资建议供参考。

对国际投资者而言，逃离欧洲，逃离风险资产。希腊违约将在欧洲引爆一颗当量比雷曼倒闭还大的核弹。覆巢之下，焉有完卵，欧洲的所有资产都会受到严重的冲击。因此，投资者需要做的就是逃离欧洲，把资金转向全球的“安全避风港”——比如说美国国债。如果不能逃离欧洲，那可以考虑购买德国国债。德国坚实的经济基本面，以及欧元区解体后德国马克的升值前景至少会让这项投资获得不错的超额收益。

对中国投资者而言，逃离股票，买入债券，逃离外需，买入内需。希腊违约的冲击将主要通过贸易途径传导到中国，其冲击力会比雷曼倒闭后的冲击更大。因此，即使国内政策可能会因此大幅度放松来保增长，但冲击的第一轮效应就会在股价上啃出一个深深的缺口。因此，对坚信希腊一定会违约的国内投资而言，应该做的就是卖出股票，买入债券。因为后者几乎肯定会在政策的放松中迎来牛市。而如果不能卖出所有的股票，那至少可以在板块上做出调整——买入内需，卖出外需。

一周综述

美联储或推刺激政策，欧元区工业与出口反弹、物价增速平稳，日本制造业复苏将持续。8月美国CPI和核心CPI同比上涨加快，而通胀预期仍然保持稳定；工业生产环比增速放缓，零售环比零增长，美联储9月下旬可能出台新的刺激政策。美债仍具吸引力，近期收益率呈下降趋势。欧元区7月工业与出口反弹，8月CPI增速平稳，这对其经济复苏而言是个好现象。穆迪下调两家法国银行信用评级，全球5大央行联手向欧洲银行提供美元流动性支持。7月日本制造业生产增幅向下修正，比上月放缓。日央行关注经济下行风险，并将量化宽松的规模由10万亿日元扩大至50万亿日元。考虑到国际经济动荡的负面影响，我们预计日本央行未来将继续采取措施干预日元升值。

美国：联储或推刺激政策

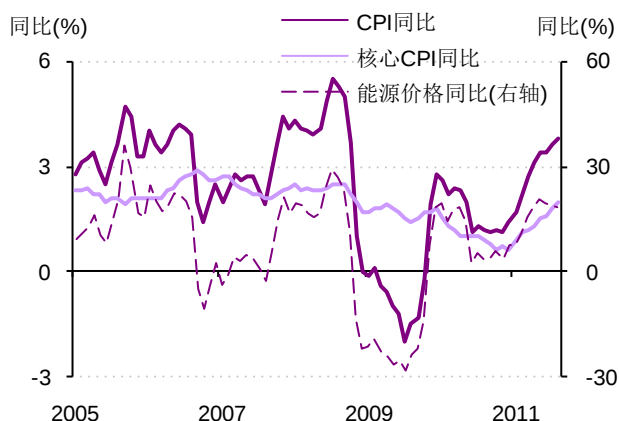
美国通胀预期保持稳定。美国8月CPI环比涨0.4%，低于7月的0.5%。其中能源价格涨1.2%，低于7月的2.8%。美国汽油的批发价格已经下降，但零售价格还没有反映出这下降趋势。同比来说，8月CPI涨到3.8%，核心CPI也上升到2%，均高于7月（图1）。部分由于从中国进口价格的上升，衣着价格的同比涨幅已经达到4%。8月PPI和核心PPI的同比与环比涨幅双双放缓（图2）。从美国通胀保值债券的价格来看，通胀预期仍然保持稳定。

8月工业生产环比增长放缓。8月美国工业生产环比上涨0.2%，高于市场预期的零增长，但低于7月0.9%的强劲上涨，符合我们在8月21日国际周报中预期的“7月工业生产高增速不会持久”。8月公共事业生产下降3%是工业生产增速下降的主要原因，而这可以归因为8月气温的下降（美国7月气温异常地高，推高了电力需求）。不过，8月工业生产同比增速基本与7月持平在3.4%，已经连续四个月保持平稳增长（图3）。

8月零售环比零增长，美联储9月可能出台刺激政策。此外，7月零售增速也被从0.5%小幅下调到0.3%。分项来看，衣着、家具、和汽车销售负增长。环比零增长造成8月零售同比增速低于7月（图4）。疲弱的零售数据进一步增加了联储在9月20-21会议上出台新刺激政策的可能。不过，9月密歇根大学消费者信心指数回升至57.8，高于上月和预期（图5），表明消费者对美国经济复苏的信心增强。

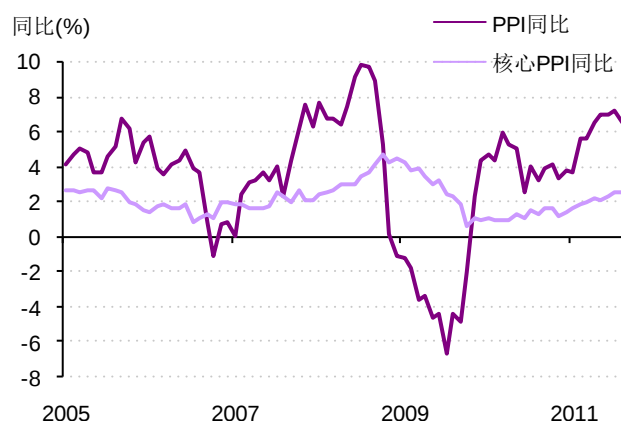
美债仍具吸引力，近期收益率呈下降趋势。7月外国投资者持有美国国债合计近4.5万亿美元，略低于6月。前四大债权国——中国、日本、英国和巴西都增持（图6，图7）。从10年期美债收益率的周度均值来看，本周比上周微升，但仍处于低位（图8）。自8月美国主权信用评级被标普降级以来，美债收益率不升反降，这说明美债是经济动荡时期的避风港，对投资者仍具吸引力。

图 1. 美国 8 月 CPI 同比上涨加快



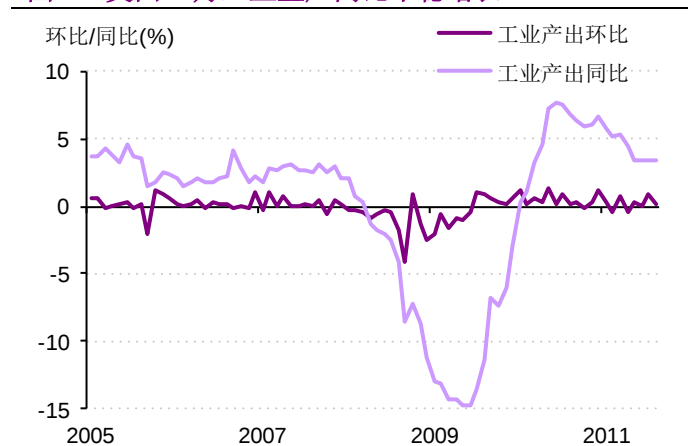
资料来源：WIND，光大证券

图 2. 美国 8 月 PPI 同比上涨放缓



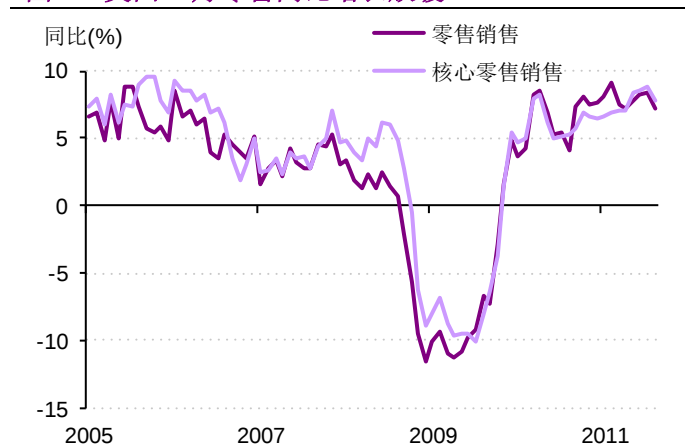
资料来源：WIND，光大证券

图 3. 美国 8 月工业生产同比平稳增长



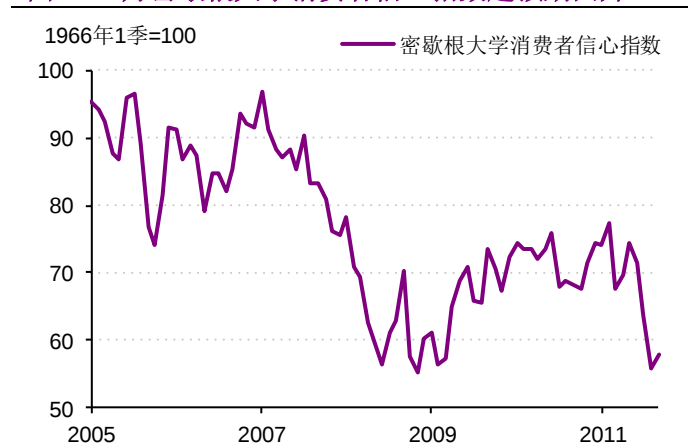
资料来源：WIND，光大证券

图 4. 美国 8 月零售同比增长放缓



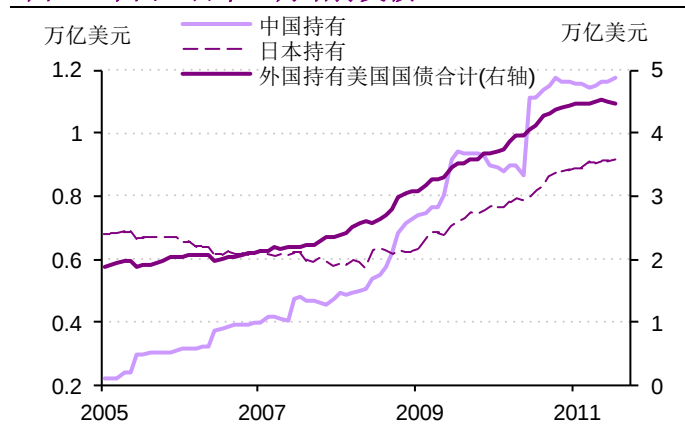
资料来源：WIND，光大证券

图 5. 9 月密歇根大学消费者信心指数超预期回升



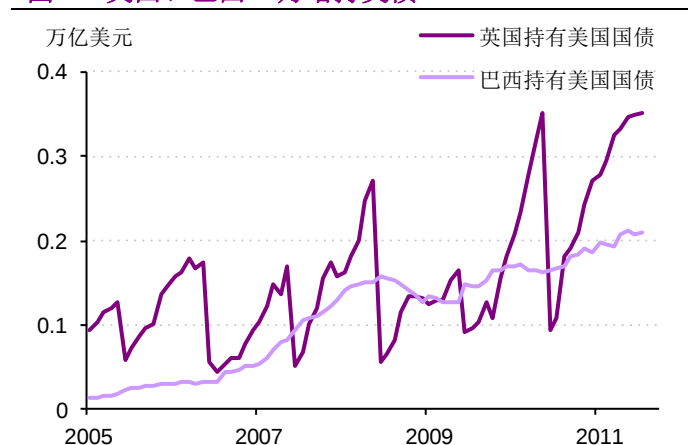
资料来源：WIND，光大证券

图 6. 中国、日本 7 月增持美债



资料来源：WIND，光大证券

图 7. 英国、巴西 7 月增持美债



资料来源：WIND，光大证券

图 8. 近期美债收益率呈下降趋势



资料来源：WIND，光大证券

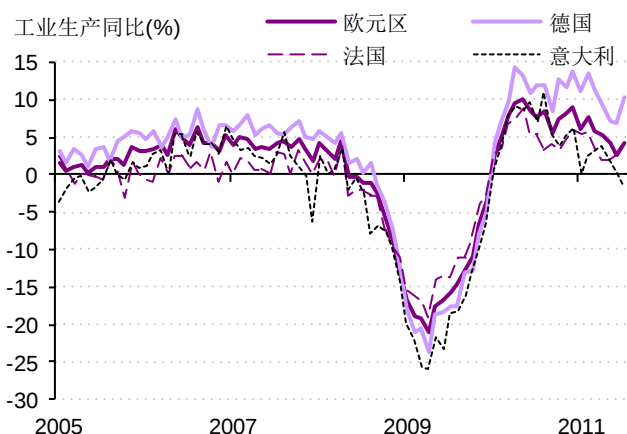
欧元区：工业与出口反弹，物价增速平稳

欧元区7月工业与出口反弹，8月CPI增速平稳。欧元区工业生产在7月环比上涨1%（6月降0.8%），同比增速升至4.1%（图9），主要得益于德国的强劲增长。此外，法国、希腊等工业生产扩张，而意大利、葡萄牙、西班牙等7国工业生产收缩。7月欧元区出口额也出现反弹（图10），季调后环比上升2%（6月降4.7%），7月贸易顺差达43亿欧元，远高于预期与6月。8月欧元区物价平稳增长，CPI同比上涨2.5%，核心CPI上涨1.2%，均与7月增速相同，德国两者增速略回落，而法国、意大利上涨加快（图11，图12）。欧元区工业与出口增长加快而物价保持平稳，这对其经济复苏而言是个好现象。

穆迪下调两家法国银行信用评级，全球5大央行联手向欧洲银行提供美元流动性支持。穆迪下调法国农业银行（Crédit Agricole）评级从Aa1到Aa2，法国兴业银行（Société Générale）的评级从Aa2到Aa3。由于下调幅度低于预期，法国央行行长称：“相对而言，这是个好消息”。穆迪还称：“法国银行有足够的资本来吸收主权债务带来的任何潜在损失。”这也是一个正面的表述。欧央行联合美联储、英国央行、日本央行以及瑞士央行，将在今年10月至12月分3次向欧洲银行提供“不限量”的美元贷款。这一政策极大的缓解了市场对欧洲银行流动性的担忧。由于欧洲银行持有大量的希腊和意大利国债，市场之前担心欧洲银行可能无法通过抵押这些高风险的国债来获得美元流动性，因此可能会面临流动性的问题。全球5大央行的举措化解了这一风险，提振了市场信心。

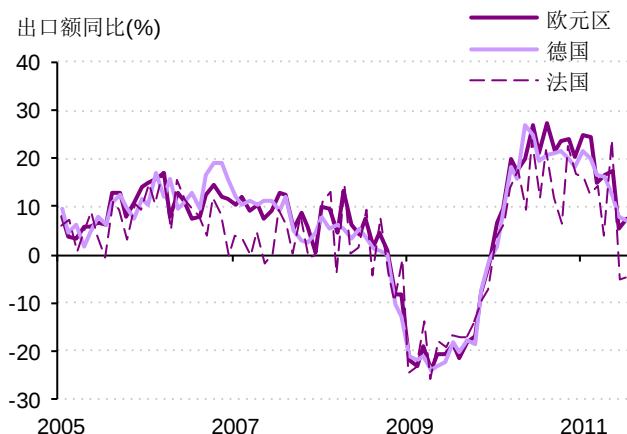
意大利国债发行利率明显上扬，德国总理默克尔出面平息希腊违约传言。本周意大利发行了65亿欧元的国债，发行数额比财政部设定的70亿的上限目标要低。相比上次在7月14日的发行，此次发行的5年期国债的收益率从4.93%上升到5.6%。反映市场需求状况的认购倍率从7月的1.93倍下滑到目前的1.28倍。本周二默克尔坚称在2013年欧洲稳定机制（European Stability Mechanism）开始运行之前，希腊都不会违约，以此平息希腊违约传言。

图 9. 欧元区7月工业生产同比增长加快



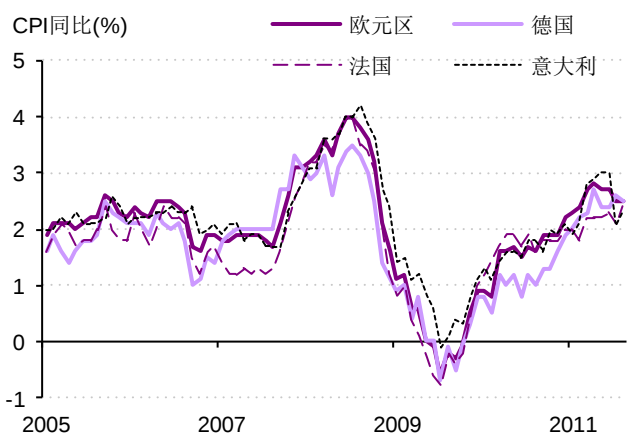
资料来源：WIND，光大证券

图 10. 欧元区7月出口额增长加快



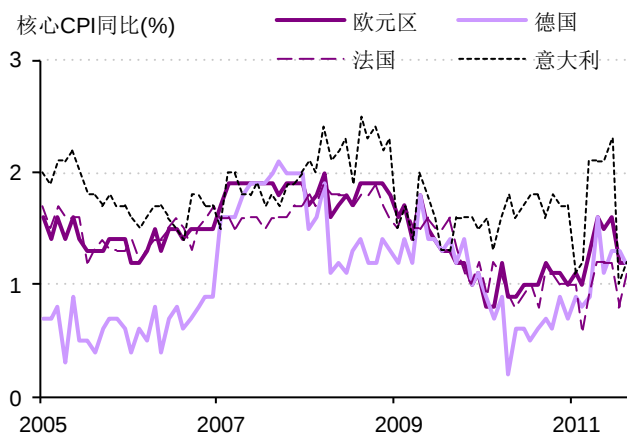
资料来源：WIND，光大证券

图 11. 欧元区8月CPI同比增速与7月相同



资料来源：WIND，光大证券

图 12. 欧元区8月核心CPI同比增速与7月相同

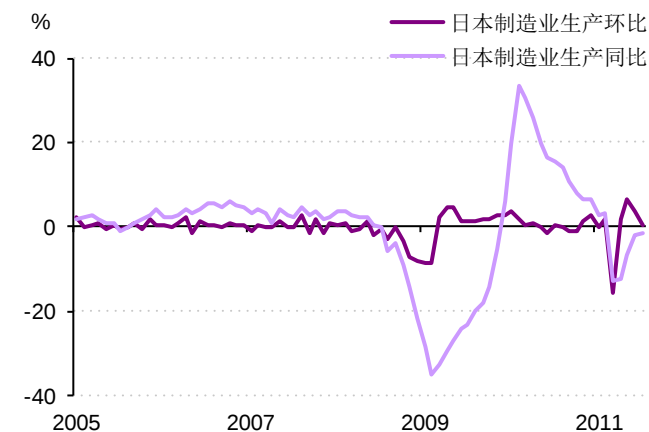


资料来源：WIND，光大证券

日本：制造业复苏将持续

7月制造业生产增幅向下修正，日本央行将继续干预日元升值。7月日本制造业生产指数的环比增幅从初值0.6%向下修正为0.4%，比上月放缓(图13 错误!未找到引用源。)。随着震后重建与供应链恢复，4-7月日本工业连续增长。我们预计制造业的复苏将持续。日本央行9月12日公布的8月份会议纪要显示，日元升值可能拖累未来经济增长，日央行关注经济下行风险，并将量化宽松的规模由10万亿日元扩大至50万亿日元。考虑到国际经济动荡的负面影响，我们预计日本央行未来将继续采取措施干预日元升值。

图 13. 日本制造业生产指数环比持续增长



资料来源：WIND，光大证券

重要国际指标周度监测

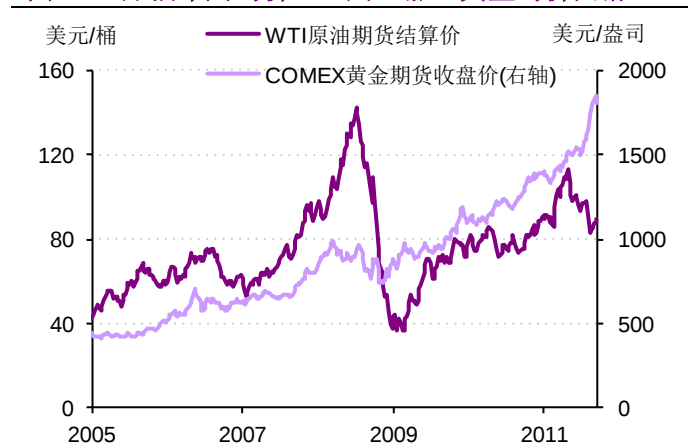
表格 1. 过去 10 周重要国际指标监测

该周周日	WTI 原油期货结算价 (美元/桶)	COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)	波罗的海干散货指数	CRB 现货指数	CRB 期货价格指数	标普 500VIX	美元隔夜 Libor (%)	Ted Spread* (BP)
2011-07-17	96.71	1576.72	1390.20	551.55	647.02	19.85	0.1239	23
2011-07-24	98.11	1593.08	1329.20	554.85	649.32	18.74	0.1222	22
2011-07-31	97.87	1618.34	1293.00	555.43	650.11	22.92	0.1244	18
2011-08-07	90.82	1648.80	1261.00	553.60	641.32	30.78	0.1535	22
2011-08-14	82.92	1741.68	1270.00	540.83	622.01	38.52	0.1386	25
2011-08-21	85.35	1799.38	1379.40	530.70	639.38	38.22	0.1426	28
2011-08-28	85.08	1803.04	1561.00	539.52	647.94	36.83	0.1440	30
2011-09-04	88.07	1828.66	1623.40	542.77	656.80	33.35	0.1433	31
2011-09-11	87.58	1853.34	1776.20	541.50	653.26	36.54	0.1432	32
2011-09-18	89.18	1805.45	1902.75	536.49	643.58	35.52	0.1457	34

*Ted Spread (Ted 息差) 为三个月 LIBOR 与美国三月期国债收益率之差。

资料来源: WIND, 光大证券

图 14. 原油本周均价比上周上涨, 黄金均价回落



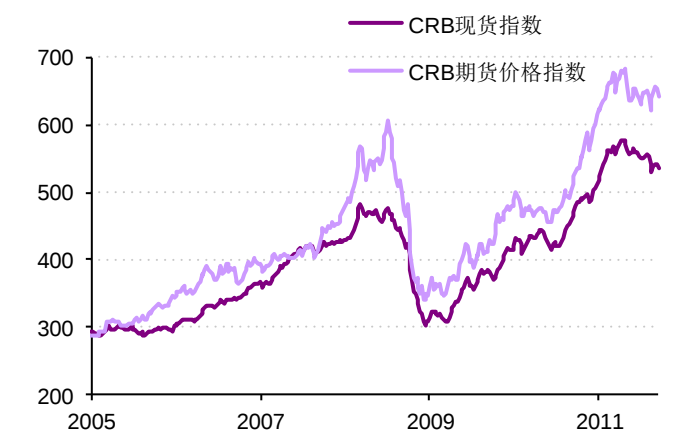
资料来源: WIND, 光大证券

图 15. 波罗的海干散货指数的本周均值上升



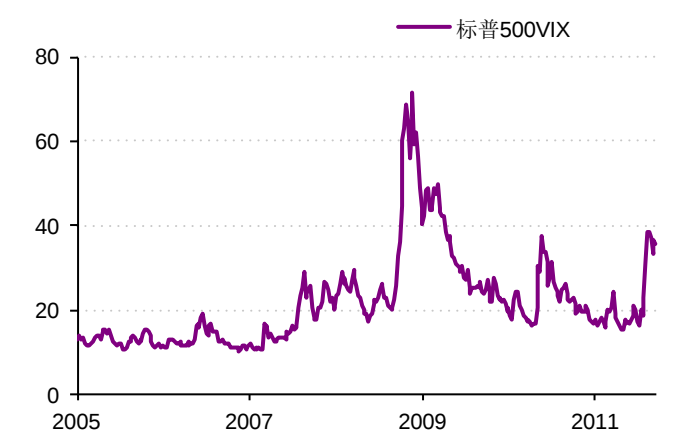
资料来源: WIND, 光大证券

图 16. CRB 现货指数和期货价格指数的本周均值回落



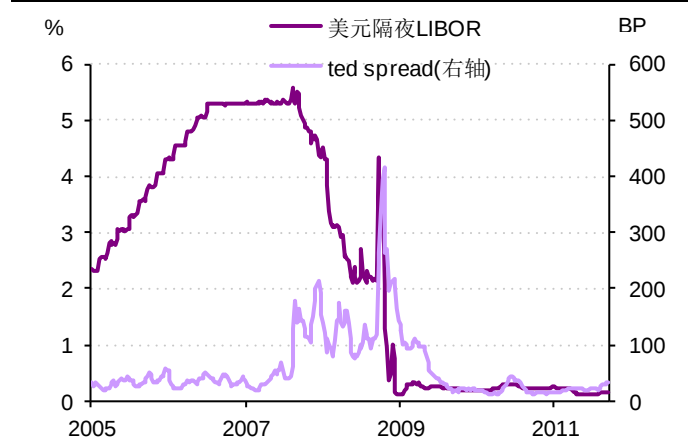
资料来源：WIND，光大证券

图 17. 标普 500VIX 的本周均值回落



资料来源：WIND，光大证券

图 18. 美元隔夜 Libor 和 Ted Spread 本周均值上升



资料来源：WIND，光大证券

美国重要宏观数据

表格 2. 美国近 10 个月重要宏观数据

同比 (%)	实际 GDP 季 调环比折年 率 (季度)	CPI	PPI	工业产出	出口额	进口额	零售销售	新屋开工 折年数	季调失业 率
2010-11	\	1.1	3.3	6.0	15.2	13.5	7.5	-6.3	9.8
2010-12	2.3	1.4	3.8	6.7	14.5	12.4	7.6	-9.5	9.4
2011-01	\	1.7	3.7	5.8	16.9	19.1	8.0	3.4	9.0
2011-02	\	2.2	5.6	5.2	15.1	14.3	9.1	-14.1	8.9
2011-03	0.4	2.7	5.6	5.3	16.8	16.0	7.5	-5.3	8.8
2011-04	\	3.1	6.5	4.5	19.3	16.0	7.2	-20.1	9.0
2011-05	\	3.4	7.0	3.4	15.5	16.3	7.9	-4.7	9.1
2011-06	1.0	3.4	7.0	3.4	13.5	12.7	8.2	13.7	9.2
2011-07	\	3.6	7.2	3.4	15.1	13.6	8.3	9.8	9.1
2011-08	\	3.8	6.5	3.4	\	\	7.2	\	9.1

资料来源: WIND, 光大证券

下周经济日历

表格 3. 未来一周（9 月 19 日至 25 日）海外重要宏观数据公布时间

公布时间	国家/地区	指标时间	指标名称
2011-09-20	美国	2011.08	新屋开工
2011-09-21	日本	2011.08	贸易统计(暂定)
2011-09-22	欧盟	2011.07	工业订单

资料来源：WIND，光大证券

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系硕士、学士，2008年加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，所在团队获2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名，获2010年首届中国证券分析师金牛奖宏观经济第四名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebcn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。