

Special Report

26 September 2011

Trilogy of European sovereign debt crisis: what means to save Europe?

Research on Government Debt-Serial V

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	2.9	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	1.30

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Wenwen ZHAN

 852-31896130
 zhanww@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn

Dr. David XIE

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

➤ Who is the initiator of the debt crisis?: the success and failure of the affair is all to Euro. After entering the euro area, European periphery economies grew fast, but also accompanied by increased fiscal and current account deficits and increased public debt. High dependence on indebtedness and the relatively weak competitiveness of the real economy are the two main factors attributable to the imminent of the debt crisis. The lack of corporation of fiscal and monetary policy is another leading factor to the formation and the deterioration of the crisis.

➤ Why the debt crisis intensified?: lack of confidence + political conflicts=the contagion of sovereign debt crisis. If the trigger of the European debt crisis is Greece's sovereign debt problem, and that the crisis spreads to Spain and Italy is driving by the lack of confidence. The factor which led the situation come out of control is still the lack of the corporation of fiscal and monetary policy in euro area, which is essentially a political crisis.

➤ Why the debt crisis prolonged?:bailout, bailout and bailout. Look at existing solutions from the major European countries and international organizations, it's all about bailout. The bailout scheme can temporarily stabilize the market, but without timely and efficient execution, the bailouts cannot help much and its marginal influence is decreasing. And also the bailout shcheme does not touch the fundamental problem of the euro area. With even weaker confidence, the financing costs for European countries increase substantially.

➤ What can save Europe?: define the boundaries of risk, economic restructuring, fiscal union. From the debt crisis in Latin American to Russia's debt crisis, historical experience shows a simple rescue package cannot resolve the debt crisis. Finally, the debt crisis will end with massive currency devaluation and debt default and restructuring. As the contagion of debt crisis is a result of a "confidence crisis", it is important to stabilize the market confidence at the first. However, over long term, as a healthy economic growth is the fundamental resolution of sovereign debt crises, we think it is necessary for the euro area to adjust the economic structure and also reach a fiscal union.

专题报告

2011年9月26日

欧洲主权债务危机三部曲：拿什么去拯救欧洲？

政府债务问题专题研究之五

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	2.9	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	-0.50
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.30

资料来源：彭博，招商证券（香港）

詹文雯 博士

 852-31896130
 zhanww@cmschina.com.cn

赵文利 博士

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn

谢亚轩 博士

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

事件：欧洲主权债务危机还在持续升温中，虽有救助方案出台，但欧洲各国间的政治扯皮使得救助方案未能有效及时的执行，表明债务危机的根源来自政治问题。政治问题的解决非一朝一夕，而主权债务危机未来的走向也将继续受到各国政局的左右。

核心观点：

- 谁是欧债危机的始作俑者：成也统一，败也统一。**进入欧元区以后，欧洲边缘经济体的经济增长快，但也伴随着财政与经常项目的双赤字以及公债的逐年上升。对于借债的高度依赖以及薄弱的实体经济竞争力，是欧洲债务危机一触即发的根源之一。而财政政策与货币政策的不统一，是导致危机形成以及恶化的又一重要因素。
- 欧债危机何以愈演愈烈：政治危机+信心危机=主权债务危机蔓延。**如果说欧洲债务危机的导火索是希腊的主权债务问题，那危机蔓延至西班牙以及意大利的幕后推手则是信心危机，而促使这场信心危机走向失控局面的，依然是欧元区财政政策与货币政策的不统一，其实质是一场政治危机。
- 欧债危机何以久拖不决：救助、救助还是救助。**从目前已有解决方案来看，欧洲各主要国以及国际组织所作的，除了救助还是救助。救助在一定程度上能暂时稳定市场的信心，但由于救助计划本身及其执行的不彻底性又能动摇甚至恶化市场的信心，使得救助的成本不断上升。而且，救助方案的出台对市场信心的稳定作用也在逐步降低。
- 拿什么去拯救欧洲：界定风险边界，经济结构调整，财政联盟。**从拉美债务危机到俄罗斯的债务危机，历史的经验来看，单纯的救助方案并不能成功的解决债务危机，最终债务危机都将伴随大规模的货币贬值和债务违约和重组。从短期来看，由于危机的扩大以及蔓延直接是由信心危机导致，因此，稳住市场信心最为重要。而从更长期来看，经济增长是解决主权债务危机的根本。从欧元区的问题来看，我们认为欧洲各国则需要从两方入手：1、调整经济结构；2、达成财政联盟。

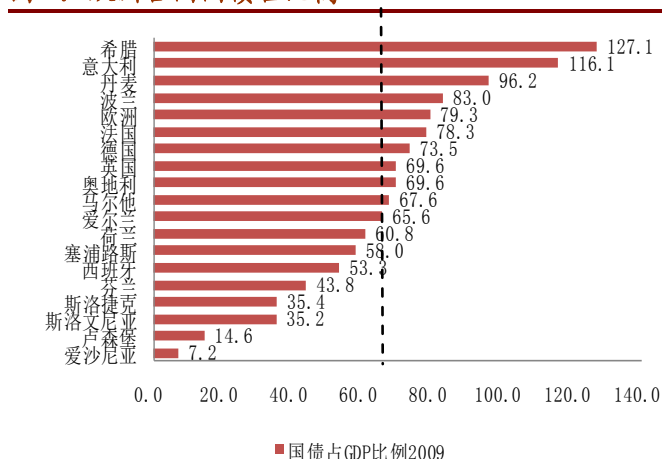
欧洲主权债务危机还在持续升温中,虽有救助方案出台,但欧洲各国间的政治扯皮使得救助方案未能有效及时的执行,表明债务危机的根源来自政治问题。政治问题的解决非一朝一夕,而主权债务危机未来的走向也将继续受到各国政局的左右。本文主要对欧洲主权债务危机发展至今的情况进行了一次梳理,仅为欧洲债务危机三部曲的开篇,随着主权债务危机形势的发展,未来我们将对欧元区主权债务危机各种解决方案的可能性进行进一步分析,对主要的跨国机构,如欧洲央行以及欧洲金融稳定基金,的职能以及其如何更好发挥作用进行更详尽的阐述。另外,我们将会继续跟踪欧洲各主要经济体的经济政治情况,从而对未来欧元区可能的改革方向进行系统性的整理。

1、谁是债务危机的始作俑者：成也统一，败也统一

欧洲债务危机,众所周知,导火索是希腊的主权债务危机,然后随之蔓延到葡萄牙和爱尔兰,现在欧元区的第三大和第四大经济体,意大利和西班牙,也被笼罩在危机阴影下。危机产生的根本原因,还是由于欧元区建立时的制度缺陷遗留下来的历史问题。

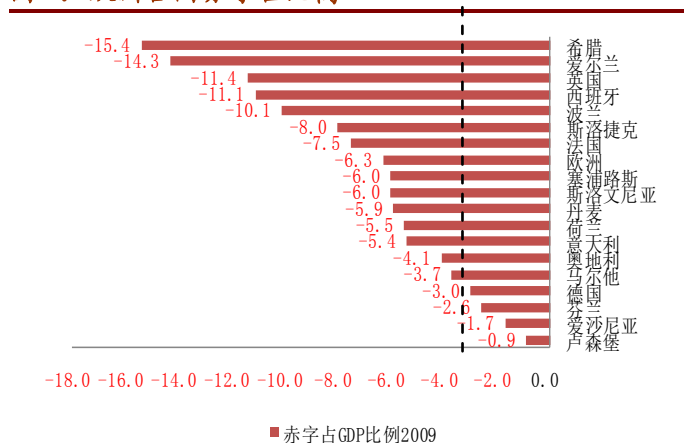
危机的根源之一在于对借债的过度依赖。2009年,欧洲的公债占GDP比例平均达79.3%,赤字占GDP比重达-6.3%,两项指标都远远超过了马斯特里赫特条约规定的警戒线。欧洲的核心经济体,如法国以及意大利,国债占GDP比重分别高达78.3%以及116.1%。而小的经济体如希腊以及葡萄牙的国债占比更高,分别为127.1%和83%。核心经济体的高负债一方面是市场对于安全资产的需求,而另一方面,核心经济体并未出现高负债与高赤字的双重情况。但对于欧元区的小经济体而言,如希腊,葡萄牙及爱尔兰,却出现了负债与赤字双高的情况。

图 1: 欧洲各国国债占比高



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 2: 欧洲各国赤字占比高

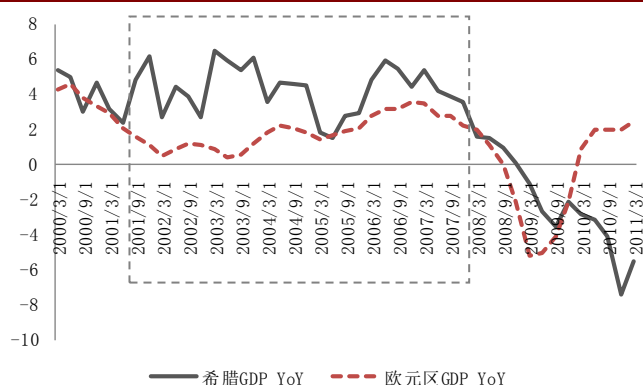


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

进入欧元区,希腊、葡萄牙这样的小国可以说是搭上了顺风车。以希腊为例,希腊在2003年至2007年间经济增长快,平均年增长率达4%,失业率也逐年下降。但观

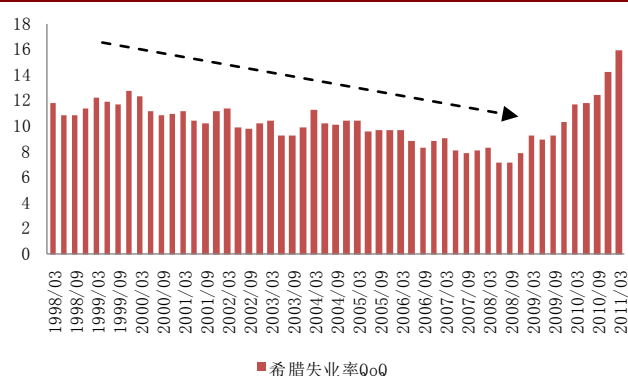
察希腊高速增长的背后是常年财政与经常项目的双赤字以及公债的逐年上升。作为欧元区中较弱的经济体，希腊等欧洲边缘经济体的实体经济缺乏竞争优势，经常项目常年处于赤字状态。但由于加入欧元区后，希腊等边缘经济体可以很容易的获得廉价的贷款，政府有动力推行宽松的财政政策，加大对公共部门的投资来刺激经济增长。而且，在加入欧元区后，欧洲边缘经济体在工资水平以及社会福利等方面也纷纷向欧洲核心经济体看齐。由于社会福利提升以后具有一定的惯性，很难再下降，因此政府就不断通过借债筹措资金来加大公共开支，对债务依赖程度逐年升高，并且不断的通过借新债还旧债，边缘经济体的债务负担越来越重。自 2003 年以来至 2008 年，希腊的财政赤字占 GDP 比重一直高于 5%，而且公债占 GDP 比例更是常年在 100%以上，外债也在逐年攀升。

图 3：希腊经济在 2003 年至 2007 年增长快



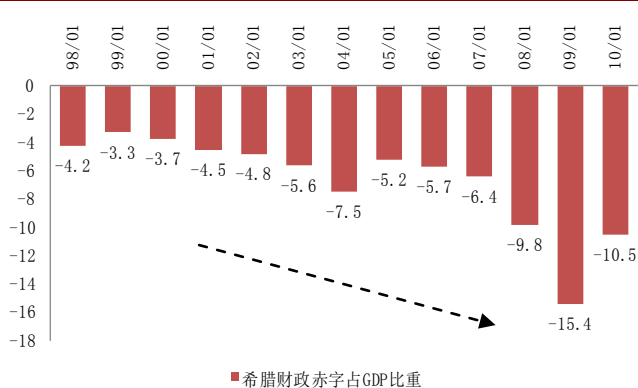
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 4：希腊失业率在 2003-2008 年期间下降



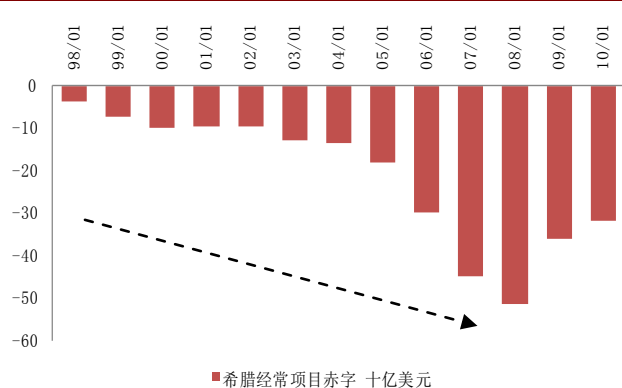
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 5：希腊财政赤字逐年增加



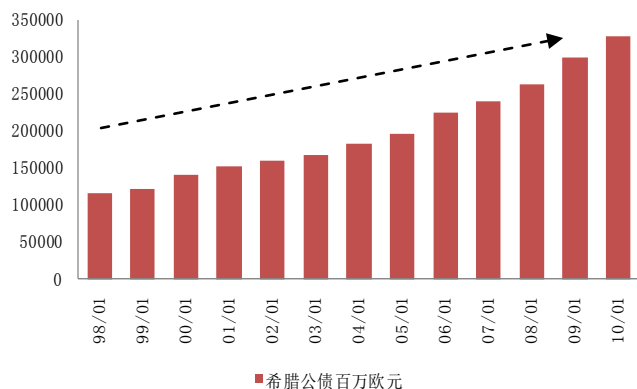
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 6：希腊经常项目赤字增加快



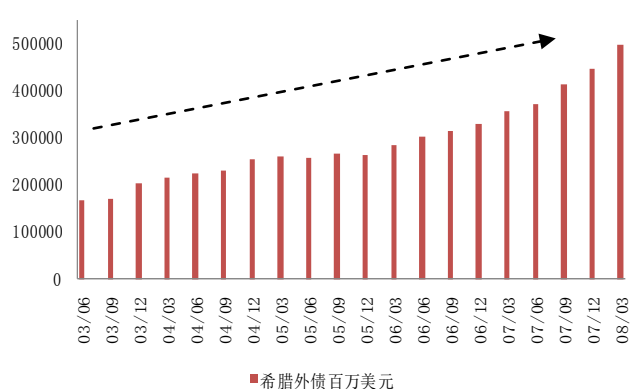
资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 7: 希腊公债逐年上升



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 8: 希腊外债增长快



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

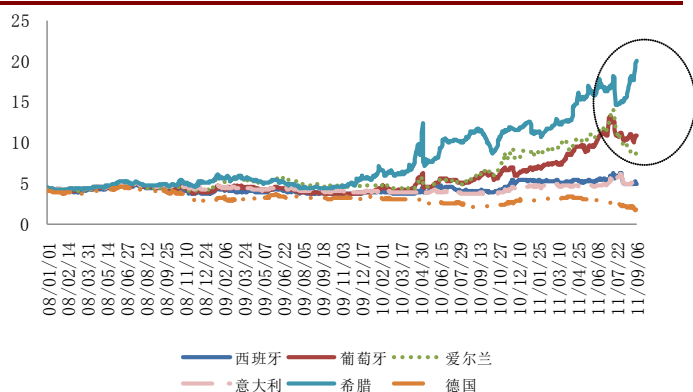
第二, 财政政策与货币政策的不统一, 是导致危机形成以及恶化的又一重要因素。还是以希腊为例, 在没有加入欧元区之前, 希腊若采取刺激政策, 必须考虑到因采取宽松政策而带来的通胀压力、本国货币升值以及出口产品竞争力下降等因素。但加入欧元区以后, 由于使用统一的货币, 在经济上行周期里, 通胀的压力被各国摊薄, 而欧洲各国之间的贸易也没有汇率变动的压力。再加上优惠的借贷利率, 各国则有条件不断保持宽松的财政政策。但是, 由于对借债的过度依赖和实体经济长期缺乏增长动力, 一旦经济进入下行周期, 借贷成本大幅上升加大偿债压力, 政府通过财政刺激拉动经济增长的模式无以为继。由于各成员国没有货币的发行权, 也不具备独立的货币政策, 因此边缘经济体又无法通过货币贬值这种直接的方式来缩小债务规模以及提高出口产品的竞争力, 而只能不断的使用财政紧缩政策, 削减赤字, 提高税收来增加收入, 这无疑又反作用于经济增长。另外, 货币政策与财政政策的不统一还体现在欧洲央行的货币政策单一的盯住控制通胀, 当经济增长放缓与通胀升温的前提下, 欧洲央行过多的强调了控通胀的重要性, 紧缩的货币政策更加打击了本就陷入增长困境的边缘经济体。

2、欧债危机何以愈演愈烈: 政治危机+信心危机=主权债务危机蔓延

如果说欧洲债务危机的导火索是希腊的主权债务问题, 那么危机蔓延至西班牙以及意大利的幕后推手则是信心危机, 而促使这场信心危机走向失控局面的, 依然是欧元区财政政策与货币政策的不统一, 其实质是一场政治危机。首先, 由于没有一个财政上的甚至是政治上的联盟, 欧洲各国, 尤其是北欧与南欧之间在对于是否救助以及如何救助陷入债务危机泥沼中的国家意见不一, 以至于任何救助方案的出台都一波三折, 而救助方案再落实到执行时更是波折重重, 所以往往都错过了最好的救助时机, 从而使危机波及的范围不断扩大深化。最近希腊的第二轮救助案就足以证明, 7月21日达成了的救助计划, 但直至9月还在为芬兰需要担保物争执不休。欧洲在处理救助计划的时候往往会有这样一个模式: 决策者一开始会因为日益严重的问题制定一个看起来还不错的计划, 但接着, 又好像遗漏了什么或者需要通过冗繁的投票审核, 然后再这波折中, 新的要求就出现了, 于是, 看起来还不错的计划就又在要求中再被更改。而在这样的一个过程中, 市场的信心不断的遭受打击。正因如此, 市场对于欧洲各国最终能否达成统一的救助计划以及到底能否执行打上了巨大的问号。而且每一轮新的救助计划的边际效用会

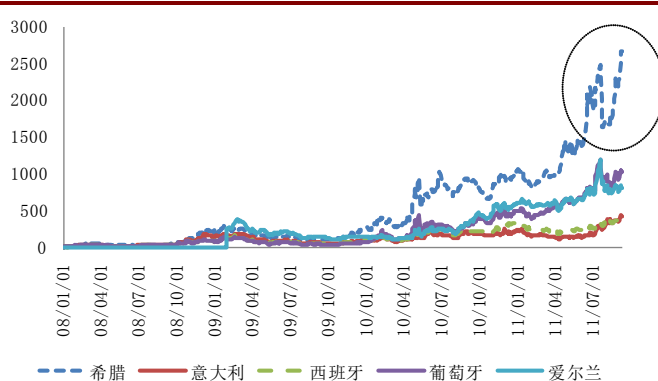
越来越低，避险情绪会不断推升各国国债收益率，导致各国的融资成本不断攀升，更一步加大了各国的债务负担。从下图可以看出，意大利以及西班牙的 10 年期国债收益率自 2011 年大幅攀升至 5% 以上，相对于德国的国债收益率扩大了 120 基点。

图 9：欧洲各国 10 年期国债收益率不断上升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

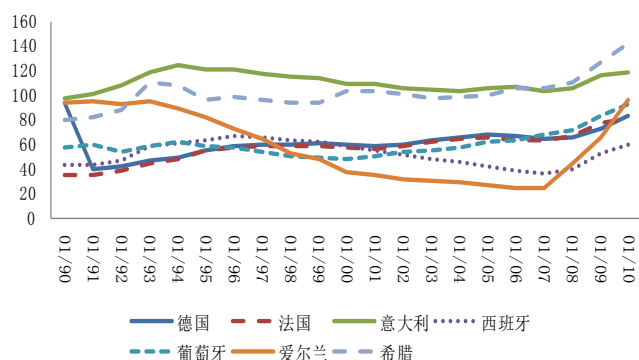
图 10：欧洲五国 5 年期信用违约掉期不断上升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

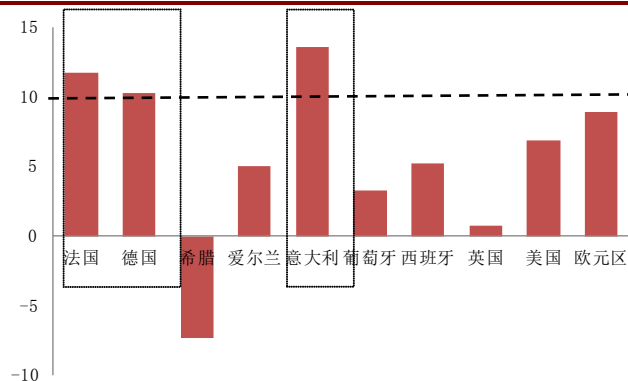
第二，信心危机还表现在对债务危机的传导效应上。从核心经济体的经济基本面来看，财政赤字以及国债占 GDP 比重虽高，但并非一蹴而就，意大利的国债占 GDP 比重从 20 世纪 90 年代初以来就一直在 100% 以上，除了由于政府的财政刺激政策以外，另一方面也是由于欧洲核心经济体的基本面好，各国国债被视为安全性较高的投资，市场需求较大。而且这些核心经济体，如意大利、法国以及德国国内居民家庭的储蓄率相对较高，居民也愿意将一部分收入用于购买本国的国债，所以才使各国债务水平一直都保持在较高的水平。但由于希腊债务危机的爆发，各核心经济体的银行系统风险敞口的暴露以及由于对希腊的救助使核心经济体按其经济规模被牵涉其中，使各国的风险敞口不断扩大。越滚越大的债务雪球使市场越发缺乏信心，不愿再持有各国国债，导致各国国债的收益率不断攀升。

图 11：欧洲各国国债占 GDP 一直很高



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 12：核心国家的居民家庭净储蓄率高

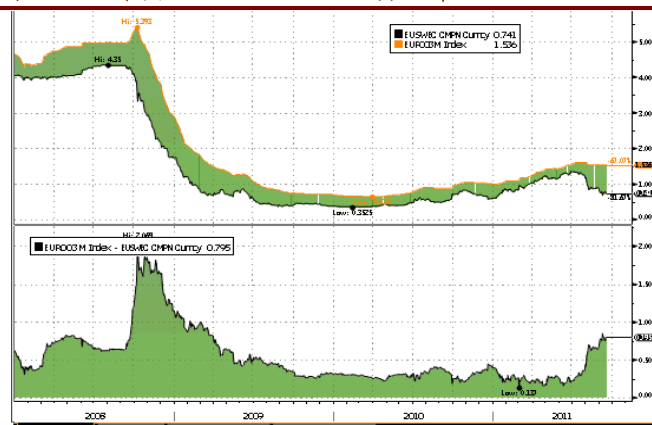


资料来源：OECD，招商证券（香港）

信心危机的传导效应不仅表现在各国的国债收益率大幅攀升，而且还体现在银行体系的流动性枯竭。欧洲银行间流动性不充裕的问题自主权债务问题爆发以来一直困扰着欧洲。出于对欧洲银行系统在欧洲债务危机风险敞口过大的担忧，美国贷款机构纷纷停止提供贷款，导致欧洲地区美元流动性严重短缺。银行从欧洲央行所获贷款的利率高于银行间市场，但不断有银行向欧洲央行借款，表明银行难以从其他银行获得短期信贷。对于陷入困境的欧洲银行来说，它们还面临存款外流的挑战。但是相较于2008年的一些关键指标，情况并没有那么糟糕。首先，银行持有的短期到期的资产较少，而资产负债表上也较2008年时留有更多的现金。再加上欧洲央行短期的流动性充裕，非常时刻亦可以非常手段稳定市场。近期欧洲央行更联合美国、英国、日本和瑞士央行分三次向欧洲银行业注入美元流动性，以帮助欧洲银行业渡过难关。

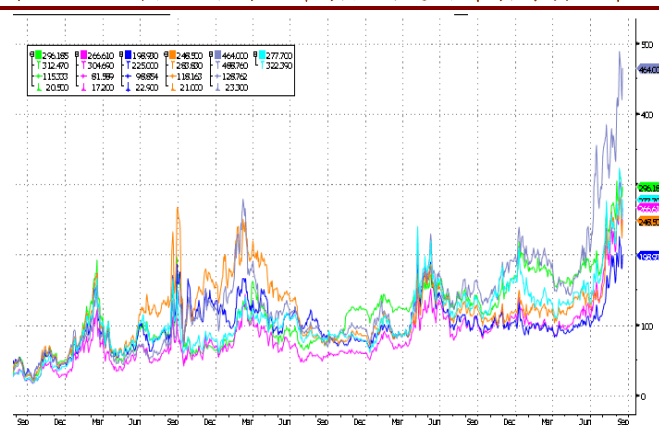
但5大央行联合行动也仅仅为权宜之计。由于对欧元区经济前景的担忧以及主权债务危机的不确定性所产生的对银行资产的负面影响使银行的融资成本大幅上升，银行间的互不信任使欧洲央行成为维持市场流动性的唯一机构，再次加大对流动性压力的担忧，从而使融资成本将会继续攀升，甚至有可能加速银行的去杠杆进程。具体数据来看，3个月期的Euribor-OIS虽在五大央行的联合行动后有所下降，但幅度不大，而且依然位于2009年以来的高位。欧洲六大银行5年期的信用违约掉期的费用里也依然维持在高位，说明市场虽有短期提振，危机依然存在。而近期，法国与意大利的主要银行的长期债务评级纷纷被下调，欧洲银行的再融资难度加大并进一步影响到银行系统的流动性，表明主权债务危机已经蔓延至了银行体系。

图 13: 3 个月 Euribor-OIS 继续上升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 14: 欧洲各大银行 5 年期信用违约掉期持续上升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

3、欧债危机何以久拖不决：救助、救助还是救助

通过上述分析，我们不难发现，从欧洲债务危机的起因到蔓延，最根本的原因是政治上的，更具体来说，是财政政策与货币政策的不统一造成的。但是，从目前已解决方案来看，欧洲各主要国以及国际组织所作的，除了救助还是救助。救助在一定程度上能暂时稳定市场的信心，但由于救助计划本身及其执行的不彻底性又会随之动摇甚至恶化市场的信心，使得救助的成本不断上升。更重要的是，各国政治要员都在回避本质性的解决方案，所有的救助并没有从根本上解决问题，而不过是延长贷款期限，降低贷款

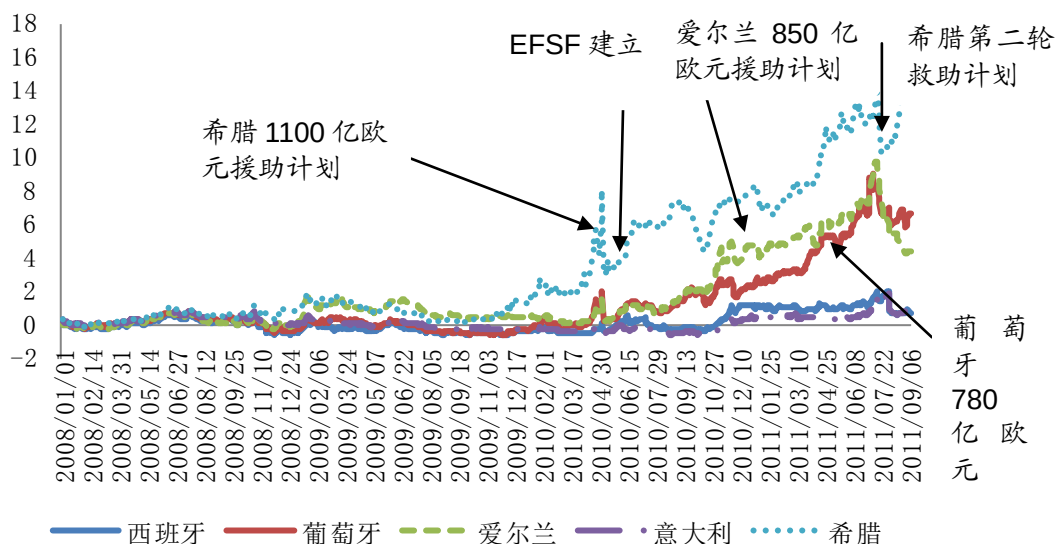
利率的方式，实质上是以新债还旧债的拖延。而且，救助方案的出台对市场信心的稳定作用也在逐步降低。

表 1: 两轮救助计划的重点都是延长贷款期限以及降低贷款利率

	第一轮救助计划	第二轮救助计划
救助规模	1100 亿欧元	1090 亿欧元
救助贷款期限	最初 3 年，2011 年 3 月升至 7.5 年	15-30 年
救助贷款利率	最初 5%，2011 年 3 月降至 4%	接近但不低于 EFSF 融资利率，现在为 3.5% 左右

资料来源：彭博，招商证券（香港）

图 15: 各国 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率差



资料来源：彭博，招商证券（香港）

而作为欧盟极力推崇的欧洲金融稳定基金（EFSF）而言，且不说其规模的扩大以及新赋予功能能否顺利的通过并执行，就算能执行，也只是将债务危机再拖延一段时间，并不能从根本上化解债务危机。第一，根据上述分析，欧洲债务危机的根本原因是经济发展的结构性问题，依靠政府举债来推动公共投资的发展模式不可持续，若没有经济的结构性调整，救助计划也只是不断的加大各国的负债比例。第二，EFSF 其本身的定位是一个应急性援助，而且 EFSF 的借贷是以各成员国作担保的，每次 EFSF 借贷规模扩大，各成员国的担保规模也随之扩大，这无疑又加重了各国的债务负担，尤其是核心经济体的债务负担，进一步加大其债务评级被下调的风险。因此，用 EFSF 用来救助借贷规模较小的经济体，对暂时稳定市场情绪有一定的作用，但是若债务危机波及到西班牙、意大利甚至是法国这样的核心经济体，借贷规模将到大 EFSF 自身无法承担。据统计，单意大利的债务规模就有约 1.9 万亿欧元，EFSF 的规模根本无法救助。第三，正因为 EFSF 是以各成员国作担保，任何一个成员国的债务危机出现恶化或者任何一个成员国单方面的退出都将加大其他成员国的负担，因此简单的对 EFSF 扩容也并不解决问题。

4、拿什么去拯救欧洲：界定风险边界，经济结构调整，财政联盟

从拉美债务危机到俄罗斯的债务危机，历史的经验来看，单纯的救助方案并不能成功的解决债务危机，最终债务危机都将伴随大规模的货币贬值和债务违约和重组。从短期来看，由于危机的扩大以及蔓延直接是由信心危机导致，因此，稳住市场信心最为重要。由于持续恶化的经济增长，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。我们认为，建立有效的退出以及重入机制为当务之急，并准备好相应的债务重组和经济复苏预案，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。另外，欧洲各国若持续的回避问题，债务危机将极有可能蔓延至核心经济体，欧洲各国必须采取相应的措施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。

而从更长期来看，经济增长是解决主权债务危机的根本。从欧元区的问题来看，我们认为欧洲各国则需要从两方入手：1、调整经济结构；2、达成财政联盟。由于欧元区债务危机源自欧洲各国的过度借债，那么欧洲各国只有通过结构性调整才能维持长期的经济增长。而对于大部分欧洲经济体，尤其是边缘经济体而言，经济的问题在于过于优越的社会福利，而实体经济的竞争力薄弱。因此，改革需要从福利改革首先入手。此举可以英国为例，英国撒切尔夫人执政前，历届英国政府都在不断制定各种法令来改进社会福利制度，社会福利开支成为英国政府的沉重负担，上世纪80年代初，英国社会福利开支占英国GDP的11%。巨额的福利开支，使社会财富开支越来越多的用于非生产性活动方面的消费，减少了生产性投资，而且社会福利的不断扩大也大大降低了在业人员的积极性，降低劳动生产率。而为了维持高福利，政府要不就需要维持高税收，要不就得大量举债。针对太过优越的社会福利制度，撒切尔政府对养老金、失业金、儿童和青少年津贴的发放以及住房、医疗补助等许多方面进行改革。福利政策的改革能大幅度的减少政府的公共开支，降低政府削减赤字的难度。但值得注意的是，改革社会福利制度具有一定的风险，社会福利一旦提高，再要降低将会引起社会的不稳定。但若不改，削减政府赤字将不过是一句口号而已。

现阶段而言，欧洲各国在推行财政紧缩案时，大部分都强调提高税收，从而增加政府收入。但是，在降低政府投资的同时提高税收，将打击中小企业的发展，同时也对个人消费产生负面影响。对比撒切尔政府时代，为扶持中小企业的发展，英国曾不断下调公司税课征范围的下限，同时对个人所得税的基本税率大幅降低，并提高起征点。通过这样的征税率政策刺激人们的投资热情，增强经济活力。另外，从经济结构来看，随着各国无法再享受廉价的信贷，财政与经常项目双赤字将无以为继。因此，各国或许需要向出口型经济过渡，但这个过程需要一定时间。而对于边缘小国而言，短期之内，若有有效的退出和重入机制，使其能通过货币贬值来增强其产品竞争力，则在一定程度上有助于边小国的经济逐渐恢复。

由于危机的根源在于财政与货币政策的不同统一，因此，最终要解决欧洲的债务问题，不仅需要经济结构的调整，而且财政联盟必不可少，并且财政联盟将促进经济结构的调整。由于各国经济水平的不一致，财政政策的不协调，各国呈现财政政策各自为政的局面，货币政策却又受到约束，财政政策与货币政策的矛盾，导致经济内部矛盾。8月德国总理默克尔与法国总统萨科齐的会晤虽然拒绝了欧洲债券的发行，但却开始将建

立财政联盟提上议程。近期德国前总理施罗德也建议，欧洲国家在货币主权统一以后，需出让财政主权，将制定欧元区财政政策的权利从各国的央行和财政部，让渡到欧洲层面，以实现货币主权和财政主权的统一。

但不论是退出与重入机制还是财政联盟的建立，都需要更长时间的讨论与摸索。该如何建立以及建立的机制应该具有何种配备功能以使欧元区的发展更为稳固，我们在未来的研究中将继续更深入的分析以及讨论。

参考报告:

1. 《中国病人—宏观经济视角看中国地方政府债务问题-政府债务问题专题研究之四》 2011/9/19
2. 《跌宕起伏 危机犹存-欧元区债务危机发展动向追踪》 2011/9/19
3. 《2011 年 8 月份进出口数据点评-价格因素导致进口超预期》 2011/9/13
4. 《2011 年 8 月份宏观数据点评-经济如期回落, 调整趋势确认》 2011/9/13
5. 《9 月份欧洲央行议息会议声明点评-经济增长放缓, 加息步伐暂停》 2011/9/13
6. 《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
7. 《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
8. 《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
9. 《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
10. 《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
11. 《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
12. 《全球宏观经济图册(2011 年 8 月份)》 2011/9/1
13. 《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
14. 《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
15. 《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
16. 《政府债务问题专题研究之一-往事并不如烟》 2011/8/30
17. 《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
18. 《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
19. 《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
20. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 7-8 月)》 2011/8/22
21. 《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
22. 《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

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人詹文雯、赵文利、谢亚轩未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828