

点评报告

危机暂缓？

2011 年 10 月 17 日

欧元区债务危机发展动向追踪

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/GDP	-2.51	0.06
财政赤字/GDP	-6.0	-5.5
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

核心观点：

- 1、欧元区 8 月工业产值意外上升，8 月的工业生产环比上涨 1.2%，是 2010 年 11 月以来最大增幅。但市场研究机构 Sentix 公布的投资者信心指数却依然差强人意。欧洲工业部门第三季可能较第二季出现较好的增长，经济复苏的形势将没有市场预期的那么差。但是，由于受到债务危机的影响，加上各国的财政紧缩计划也逐显成效，我们认为欧元区经济复苏放缓的趋势难以改变。我们维持对欧元区全年经济增长 1.5% 的预测，年内出现衰退的几率低。但随着债务危机的进一步恶化，2012 年经济增长将出现衰退。
- 2、欧元区 9 月 CPI 同比上升 3%，虽然复合预期，但已连续 10 个月超出欧央行设定的 2% 目标上限，显出欧洲央行依然面临较高的通胀压力，这使得欧洲央行暂时或难以开始降息之门。而且德国通胀水平的上升增加也欧洲央行未来降息的压力。我们认为，欧洲央行新行长上任之初，货币政策依然处于观察期。但若 11 月初 G20 峰会上没有进一步有效的措施缓解欧洲债务危机，欧洲央行将需要更深的参与到债务危机的解决方案中，减息将是必然之选。我们认为 12 月减息的概率较大，减息幅度在 50 个基点，全年基准利率维持在 1%。
- 3、对于欧债的发展，上周利好消息为多，欧洲各国以及跨国组织正朝着正确方向来讨论欧洲债务危机的解决，欧洲债务危机貌似有缓解的趋势。但经过仔细的分析，我们依然可以看到，现有的方案只是暂时缓解了市场的忧虑情绪，使市场憧憬解决方案的出台，但现有的措施依然不足以解决债务危机，而 11 月初的 G20 峰会，恐难有更有效的机制出台，危机依然存在。
- 4、综合来看，希腊债务问题的不确定性依然很高，私人部门怎样参与以及承受多大损失将是决定希腊短期内还能支撑多久的又一关键事件。而银行系统问题的解决也远比巴佐罗设想的“线路图”复杂，除了各国意见不统一以外，欧洲银行本省对于是否接受在此时进行资本重组也存在分歧。而资本充足率的提高以及私人债务减计的叠加作用将有可能使债务危机进一步恶化。各大评级机构的连环轰炸将会是又一催化剂。因此，我们预计，一个全面的解决措施将很难在 10 月 23 日以及 11 月 3-4 日的欧盟峰会以及 G20 峰会上达成。债务危机发展到这个阶段，终极问题是谁来扮演“最后贷款人”的角色。

Comments Report

Have the crises been eased?

17 Oct 2011

An Update on Euro-Zone Debt Crisis Development

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

Dr. Yi Ping Zhang

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

➤ The euro-zone industrial output unexpectedly rose in August, industrial output rose 1.2% QoQ, which is the largest increase since November 2010. However, the Sentix Investor Confidence Index is still far from satisfactory. It shows that Europe's industrial sector will grow greater in 3Q shall than the 2Q, and the economic recovery will not be as bad as the market expectations. However, due to the deterioration of debt crisis, coupled with national austerity plan by paying off, we believe that the trend of slow economic recovery in the euro area is difficult to change. We maintain annual economic growth of 1.5% in euro-zone for this year. However, with further deterioration of the debt crisis, the economic growth may trend to recession in 2012.

➤ The euro area September CPI rose 3% YoY, in line with expectation, but it has been for 10 months beyond the ECB's 2% target, showing the European Central Bank (ECB) still faces high inflation pressure, which makes the ECB temporarily difficult to start cutting interest rate. The rise in German inflation also increases the pressure on the ECB. We believe that the new president will keep maintain the current monetary policy status when he just starts his new position. However, if the G20 summit in early November leads no further effective measures to alleviate the debt crisis, the ECB will need to participate more deeply into the debt crisis solutions, and interest rate cuts will be inevitable choice.

➤ As for the development of European debt, there has been more good news last week. European countries and international organizations are moving in the right direction to discuss the resolution of debt crises in Europe, and it seems that the European debt crisis tends to be relieved. However, after careful analysis, we can still see that the existing program is only temporary relief from the market fears, leading the market to wish an achievement of resolution. Actually, the existing measures are still insufficient to resolve the debt crisis. We expect that the probably of having a big ban solution is really low.

➤ All in all, the uncertainty of Greek debt problems remains high, the private sector participation and how much haircuts of Greek debt are the main factor determines when the default of Greece. The banking system recapitalization is much more complex than the "road map" described by Barroso. The double effect of the surge of capital adequacy ratio in European banks and the haircuts of Greek debt leads to potential further deterioration of debt crisis. The continuous downgrading of sovereign rating and the ratings of financial institutions by the rating agencies will be another catalyst. Therefore, we expect a comprehensive solution will be difficult to come on 23 October and 3-4 November. Currently, the ultimate question is who is going to play a role of "the lender of last resort".

1、经济增长缓慢，通胀压力依旧

欧盟统计局 10 月 12 日公布,欧元区 17 国 8 月的工业生产环比上涨 1.2%,是 2010 年 11 月以来最大增幅,不仅优于经济学家预估的减少 0.8%,也好于 7 月份环比上升 1.1%的数据。8 月工业生产同比增长 5.3%,上月为 4.4%的增长,好于预期的工业生产同比增长 2.1%。欧元区 8 月工业生产出乎市场意料的连续第二个月成长,原因是接受欧盟和国际货币基金组织救助的葡萄牙和爱尔兰的工业产值大幅度增,另外,法国和意大利等国的产出增加,也弥补德国的颓势,减缓了外界对欧元区第三季会陷入衰退的忧虑。

然而,市场研究机构 Sentix 公布的投资者信心指数却依然差强人意。数据显示,欧元区 10 月 Sentix 投资者信心指数为-18.5,为连续第三个月下降,并创 2009 年 7 月以来的最低水平,9 月份该数据为-15.4。另外,分项数据显示,欧元区 10 月 Sentix 投资者现况指数自上月的-3.25 跌至-5.75,而 10 月整体预期指数从-26.75 跌至-30.5。Sentix 在声明中称,欧债危机及新兴市场增长动能减弱仍是导致该指标延续下滑趋势的主要原因。

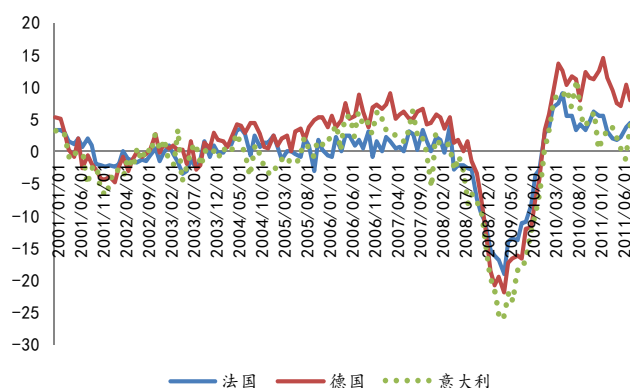
综合该两项指标,我们认为,欧洲工业部门第三季可能较第二季出现较好的增长,经济复苏的形势将没有市场预期的那么差。但是,由于受到债务危机的影响,加上各国的财政紧缩计划也逐显成效,我们认为欧元区经济复苏放缓的趋势难以改变。我们维持对欧元区全年经济增长 1.5%的预测,年内出现衰退的几率低。但随着债务危机的进一步恶化,2012 年经济增长将出现衰退。

图 1: 欧元区 8 月工业产值意外上升



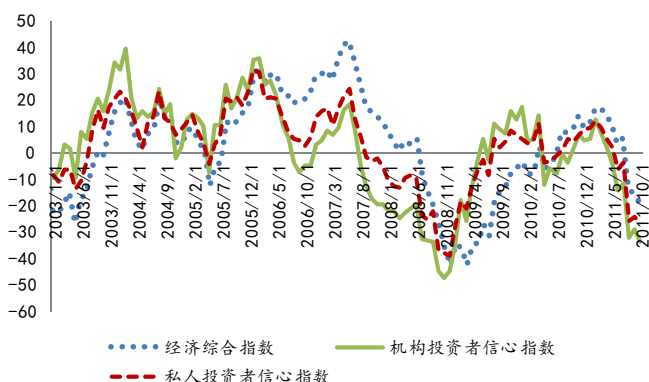
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 2: 法国与意大利工业产值有所回升



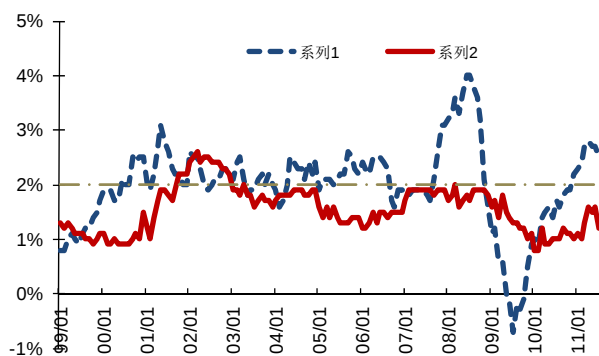
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 3: 消费者信心指数大幅向下



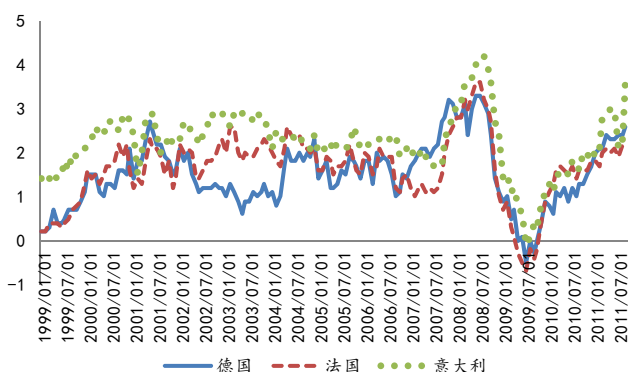
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 4: 欧元区通胀压力未减



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 5: 德国、法国以及意大利通胀均大幅上升



资料来源：彭博，招商证券研发中心

10 月 14 日, 欧盟统计局公布欧元区 9 月通胀数据。欧元区 9 月消费者物价指数(CPI) 同比由 8 月的 2.5% 上升至 3.0%, 为 2008 年 10 月以来最, 高于欧洲央行预计的同比 上升 2.6%。9 月 CPI 环比上升 0.8%, 符合市场预期。剔除易于波动的食品和能源项目, 欧元区 9 月核心 CPI 环比上升 0.9%, 同比上升 1.6%, 8 月年率升幅为 1.2%。

从分项来看, 交通和住房成本上升推高了通胀年率, 而穿着类物价上升推高了月度 通胀。9 月欧元区能源价格同比上涨 12.4%, 食品价格上涨 2.8%, 服装价格上涨 2.0%, 交通运输价格上涨 5.9%。从国家来看, 德国 9 月通胀年率从 8 月的 2.5% 加速至 2.9%; 法国通胀与 7 月持平于 2.4%; 意大利通胀从 2.3% 骤升至 3.6%; 西班牙通胀从 2.7% 升至 3%。

欧元区 9 月通胀年率已连续 10 个月超出欧央行设定的 2% 目标上限, 显出欧洲央 行依然面临较高的通胀压力, 这使得欧洲央行暂时或难以开启降息之门。而且德国通胀 水平的上升也增加欧洲央行未来降息的压力。我们认为, 欧洲央行新行长上任之初, 货 币政策依然处于观察期。但若 11 月初 G20 峰会上没有进一步有效的措施缓解欧洲债务

危机，欧洲央行将需要更深的参与到债务危机的解决方案中，减息将是必然之选。我们认为 12 月减息的概率较大，减息幅度在 50 个基点，全年基准利率维持在 1%。

2、危机缓解？

上周利好消息为多，欧洲各国以及跨国组织正朝着正确方向来讨论欧洲债务危机的解决，欧洲债务危机貌似有缓解的趋势。但经过仔细的分析，我们依然可以看到，现有的方案只是暂时缓解了市场的忧虑情绪，使市场憧憬解决方案的出台，但现有的措施依然不足以解决债务危机，而 11 月初的 G20 峰会，恐难有更有效的机制出台，危机依然存在。

从我们之前提出的欧洲债务危机需要持续关注的三个方面来看，即希腊债务违约的风险，核心经济体遭受波及以及银行系统危机，欧洲债务危机貌似有缓解之势。首先，针对希腊是否能获得第一批援助计划的第 6 批援金问题，欧盟、国际货币基金组织(IMF)和欧洲央行(ECB)代表组成的审查希腊小组在 10 月 11 日宣布，一旦欧元集团和 IMF 执行董事会批准第五次评估所作出的结论，下一笔 80 亿欧元贷款很有可能在 11 月初发放，其中欧元区成员国提供 58 亿，IMF 为 22 亿。而这“三驾马车”的评估报告最终将会在 10 月 24 日出具。其次，在经过第一轮投票失败后，10 月 13 日，最后一个需要投票通过的国家，斯洛伐克最终通过了对 EFSF 新增功能的投票。这标志着在 7 月 21 日达成的对于 EFSF 扩大到 4400 亿欧元以及在特定条件下，在二级市场购买各国国债和帮助金融机构进行资本重组的功能将能开始启动。最后，欧盟委员会主席巴佐罗提出对于欧债危机的“全面解决方案”的路线图。其中，除了敦促对希腊 80 亿欧元贷款的发放外，主要强调了目前欧洲银行系统的资本重组计划。他提出，各银行应追加资本提留，需要将银行的一级资本充足率提升到 9%，必要的话通过私人融资或政府覆盖损失。如果这样做仍然不够，那么就在不发放股息或奖金的前提下向 EFSF 求助。

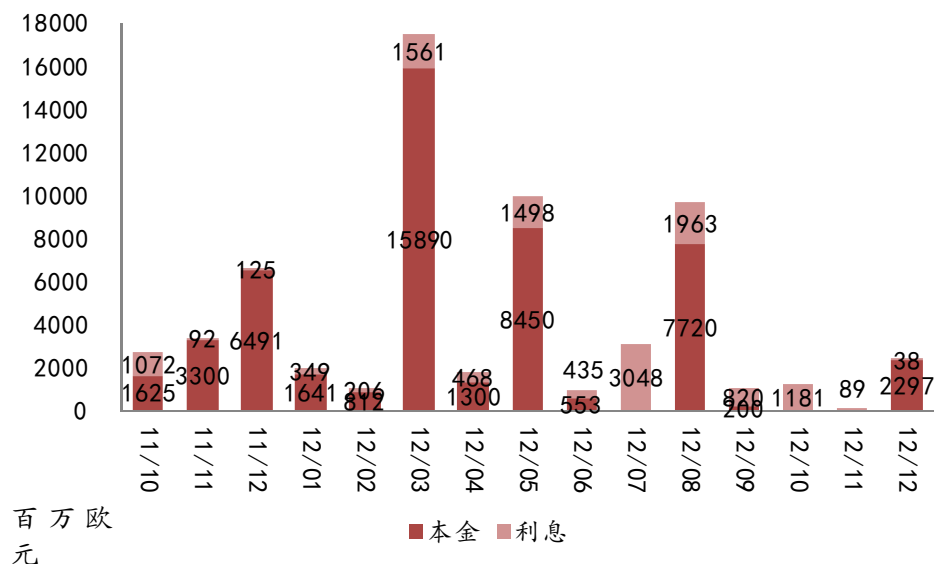
虽然希腊如果得到 80 亿欧元的贷款，短期内违约的风险暂时得到缓解，但是希腊的问题远没有结束，我们始终认为希腊违约难以避免。第一，从最新的希腊债务到期分布来看，10 月，希腊将有近 27 亿欧元的债务需要偿还（包括本金和利息）。此前，希腊政府一直宣称 10 月政府资金将会枯竭，虽然后来希腊政府又表示可以坚持到 11 月中，言辞前后不统一一方面表明希腊政府的资金确实可能会出现问题，另一方面更打击了希腊政府的公信力，对未来再给希腊发放援助不利。而 11 月以及 12 月，希腊将共有超过 100 亿欧元的债务到期，明年一季度还将有约 200 亿欧元的债务到期，资金缺口依然很大。第二，虽然 EFSF 规模扩大至 4400 亿欧元中预计了 1100 亿欧元是用来救助希腊，但我们在之前的专题报告中也提到过，希腊的问题不仅仅是流动性的问题，更为严重的是偿还能力的问题。长期的高福利与竞争力的不匹配导致政府难以改变其入不敷出的局面，不断的救助也不过是拖延其债务重组的时间，并不能改变债务需要重组的结果。第三，更为严重的是，现就私人部门应承担的损失产生分歧，不仅会直接影响到私人部门参与计划的结果，而且也将对银行银行系统造成更大的风险。

在 7 月 21 日达成的协议中，以 9%的贴现率为基准，债权人将承担 21%的净损失。参与债券交换的债权人可全额获得 AAA 评等的 30 年期零息债券担保，参与债务展期的债权人可获得 40%本金的担保。债券交换计划预计能使希腊债务规模缩减 135 亿欧元。若按此数计算，加上 80 亿欧元的援金以及 1100 亿欧元的第二轮援助计划，希腊

还将有进 2200 亿欧元的债务无法偿还（希腊债务总额预计为 3500 亿欧元）。而就现在的讨论来看，并没有其他的官方机构将参与到救助计划中去。但若是私人部门承受 50% 的减计，则能使希腊债务规模缩减 1200 亿欧元，年内有希望将希腊的国债占 GDP 比重降至 100% 的水平。

但由于希腊本国银行持有近 450 亿欧元的欧洲国债，若私人部门需要承受 50% 的损失，加上一级资本充足率的提高，必将导致银行再向政府申请援助，银行将被国有化，而规模较小的银行将会倒闭。在这种情况下，本就资金紧张政府又只有向 EFSF 申请救助贷款，增加政府的负债。因此，就算私人部门承受 50% 的损失，也无法改变希腊债务不断增大，国债占比不断上升的结果。而不断的紧缩计划以及全国性的大罢工也将进一步对经济复苏产生负面影响，最终的结果，就是希腊债务重组。而对于希腊 80 亿贷款的拨放，也只能说明各国以及跨国组织还未对希腊有序重组建立有效的隔离机制。

图 6：希腊债务到期分布图



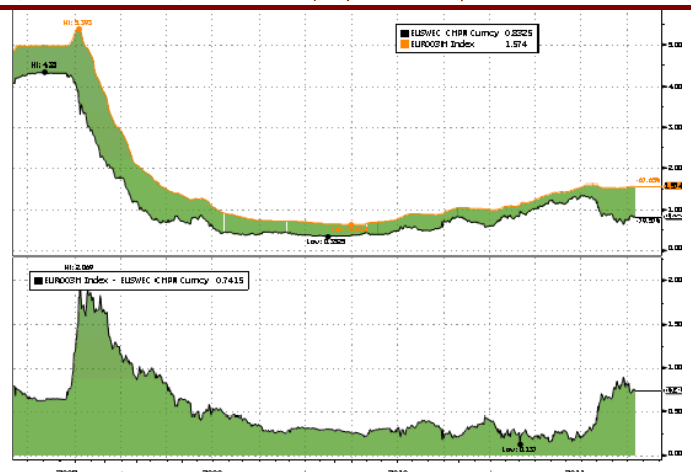
资料来源：彭博，招商证券研发中心

银行资本重组计划被欧盟认为是隔离希腊与银行系统的有效方案。但欧洲的银行业却不以为然。德意志银行首席执行官阿克曼则表示注入资本并没有解决实际问题。确实，这次的欧债危机和当年美国的次贷危机不同。最大的不同之处在于，当年美国的银行持有的债务是私人债务，而美国政府拿着纳税人的钱入股，能够解决问题，并不会恶化问题。但是现在欧债危机中，出问题的是政府本身，其核心问题在于国家债券不再是无风险资产。一旦银行系统出现问题，需要欧洲各国的政府出资援助。但目前除了德国，很多国家的债务之所以出问题，正是因为债务负担过高，缺乏财政纪律。而若需要政府再注资，又会增加这些国家的债务负担。而继续救助这些国家，无非是在进行一场财富转移，将富裕国家纳税人的钱转移至那些风险管理不好的国家的纳税人。

从这个角度上看，巴罗佐的这个计划很可能本身就行不通。而对于欧洲整个银行系统更严重的是，私人部门对希腊债务减计加上银行资本重组，这将加速银行的去杠杆化，无疑将造成更严重的信贷收缩，实体经济将遭受更大打击。银行系统被要求提高一级资

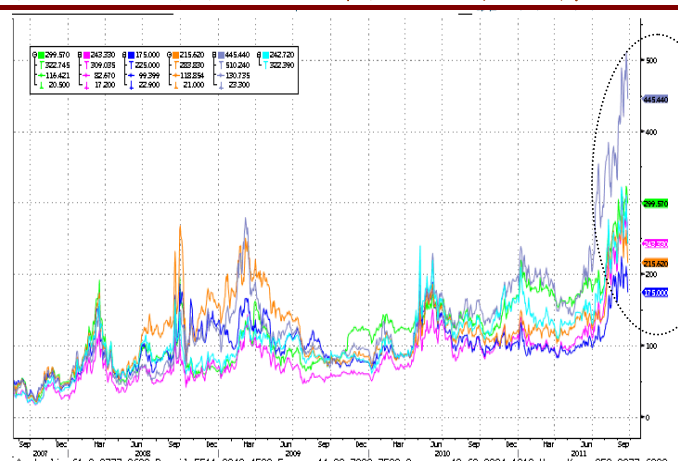
本充足率至 9%，根据外国媒体报道，这需要欧洲银行在 6 个月内筹备至少 2750 亿欧元的资金缺口，更加加重欧洲银行流动性吃紧的问题。另外，由于欧洲银行共持有希腊至少 1420 亿美元的债务，对其持有的希腊国债进一步减计，则至少造成近 710 亿美元的损失。而欧洲央行也购买了大约 500 亿欧元的希腊主权债券。欧洲央行还持有数百亿欧元希腊债务，作为其给希腊的银行提供贷款的抵押。

图 7：欧洲银行间流动性未有明显缓解



资料来源：彭博，招商证券研发中心

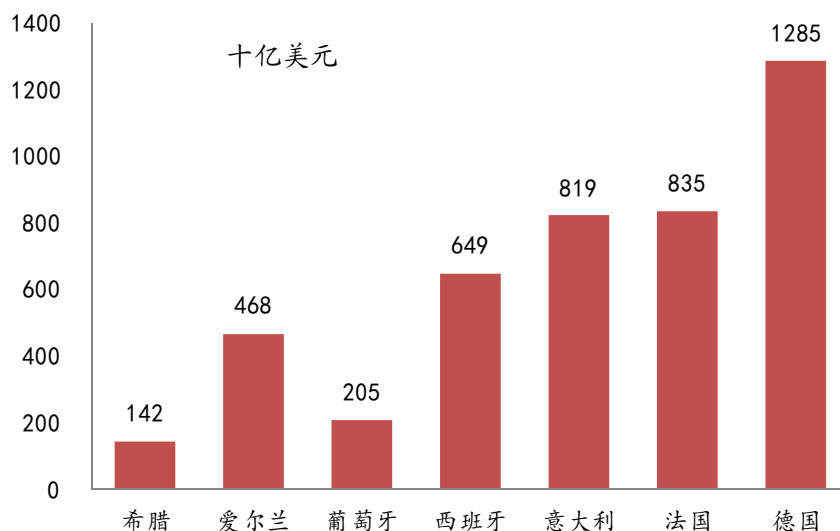
图 8：各大银行的信用违约掉期依然位于历史高位



资料来源：彭博，招商证券研发中心

因此，银行系统资本重组加上私人部门债务减计所引起的最大疑问是，资金从何而来？由于各自利益立场的不同，各国提出的方案也各不相同，法国希望以 EFSF 为主体向银行系统注资，而德国不同意。德国以及欧盟提出，各银行需要先在市场寻求资本，再向各国政府寻求资本，最后才通过 EFSF 救助。然而，对于一些国债市场已经处于危险边缘的国家来说，如意大利和西班牙，市场融资以及政府救助可能都行不通，最终还是需要向 EFSF 求助。而对于 EFSF 4400 亿欧元的规模，刨除 1600 亿欧元需要用于救助希腊、葡萄牙以及爱尔兰，还剩下近 2800 亿欧元，仅勉强能帮助银行进行资本重组，但随着 EFSF 新增功能的通过，欧洲央行表示希望能尽量使用 EFSF 在二级市场上购买各国国债来稳定国债市场，这表示 EFSF 还需要向意大利以及西班牙的国债市场进行救助，4400 亿欧元的规模远远不够。

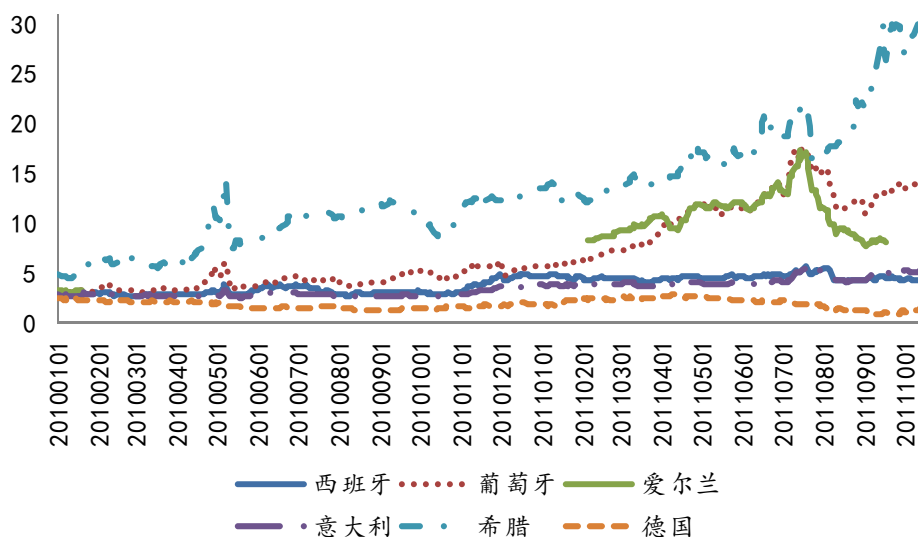
图 9：欧洲银行对希腊的风险敞口大



资料来源：BIS，招商证券研发中心

EFSF 规模扩大又牵涉到主要经济体，如法国和德国以及 EFSF 规模本身的信用评级问题。而由于私人部门可能遭受更大损失，其他经济体的主权评级也备受威胁。上周，惠誉与穆迪纷纷再次下调西班牙的主权评级，都表明债务危机将继续沿着银行危机至主权危机的路径不断蔓延。而比利时的主权评级也由于对德克夏银行的救助被列入负面展望。

图 10：欧洲各国 5 年期国债收益率依然位于高位



资料来源：BIS，招商证券研发中心

综合来看，希腊债务问题的不确定性依然很高，私人部门怎样参与以及承受多大损失将是决定希腊短期内还能支撑多久的又一关键事件。而银行系统问题的解决也远比巴佐罗设想的“线路图”复杂，除了各国意见不统一以外，欧洲银行本身对于是否接受在此时进行资本重组也存在分歧。而资本充足率的提高以及私人债务减计的叠加作用将有可能使债务危机进一步恶化。各大评级机构的连环轰炸将会是又一催化剂。因此，我们预计，一个全面的解决措施将很难在 10 月 23 日以及 11 月 3-4 日的欧盟峰会以及 G20 峰会上达成。债务危机发展到这个阶段，终极问题是谁来扮演“最后贷款人”的角色。美国有美联储，英国有英格兰银行，但欧洲央行一直拒绝扮演“最后贷款人”的角色，除了因为其维持价格稳定的职责以外，更多是因为来自德国的压力。而对于越来越大的资金缺口，除了 EFSF 再次扩容以外，也就只有寄希望于欧洲央行的参与。而 EFSF 再扩容的难度越来越大，因此，我们认为，最后欧洲央行也必将承担其“最后贷款人”的职责。

但我们依然认为，希腊就算债务重组也不代表希腊会立即退出欧元区，欧盟主要成员国以及国际组织也纷纷表示会将希腊维持在欧元区内。目前来看，各国将会努力把希腊维持在欧元区内，因为一个国家的退出会引多米诺骨牌效应，引起市场猜测谁将是下一个退出的国家从而导致国债市场的动荡。

3、需持续关注的重点事件

综上所述，我们认为，跨国机构的功能需要更加有效的发挥以及各项措施需要更透明具体。短期内，我们认为以下事件值得关注：1、如何计算私人部门对于希腊债务的损失以及私人部门的债务互换计划；2、希腊是否能及时获得第 6 批贷款；3、新一轮的欧洲银行压力测试；4、欧洲央行是否能有效及时的扮演“最后贷款人”的角色。下表列出了下周重要事件的日期，仅供参考。

表 1：近期需要关注的重要事件

周一 17	周二 18	周三 19	周四 20	周五 21
欧洲央行：公布近期购买国债金额	德国：GEW 公布经济预期 希腊：7 月失业率公布	欧洲央行会晤 意大利：8 月工业订单	希腊将有约 20 亿欧元国债到期，若 EFSF 扩容未能通过，希腊能坚持多久或将有分晓	欧元区：消费者信心指数
欧盟理事会会议				

24	25	26	27	28
欧洲央行: 公布 近期购买国债 金额				
10月23日欧盟 峰会结果				
三架马车对希 腊债务评估出 具报告				
31	1	2	3	4
欧洲央行新行 长接任			G20 峰会: 对欧洲债务问题解决 方案进行讨论, 将是有效方案出 台的最后黄金期	

资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1. 《货币政策或将进入政策微调期--2011 年 9 月份金融货币数据点评》 2011/10/17
2. 《票据直贴利率显著回落--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 10 月第 2 周)》 2011/10/17
3. 《通胀压力逐步缓解--2011 年 9 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/10/17
4. 《2011 年 9 月份进出口数据点评-新兴市场国家需求下滑, 出口增速快速回落》 2011/10/14
5. 《政策微调的信号--近期出台相关措施以解决温州中小企业困境的点评》2011/10/14
6. 《2011 年 9 月份 PMI 数据点评-旺季不旺, 经济延续前期调整趋势》 2011/10/10
7. 《人民币升值预期连续第二周出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 10 月第 1 周) 》 2011/10/9
8. 《高处不胜寒--2011 年 9 月份 CPI 数据预测》 2011/9/30
9. 《政府债务问题专题研究之六-美债的黄金岁月还有多久? 》 2011/9/27
10. 《地方政府债务问题研究报告之五-欧洲主权债务危机三部曲: 拿什么拯救欧洲? 》 2011/9/27
11. 《欧元区债务危机发展动向追踪-欧洲债务危机进入新阶段亟待政策有效应对》 2011/9/26
12. 《人民币升值预期出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 9 月第 4 周)》 2011/9/25
13. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 8-9 月) 》 2011/9/22
14. 《欧元区债务危机发展动向追踪-跌宕起伏 危机犹存》 2011/9/19
15. 《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》 2011/9/18
16. 《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
17. 《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
18. 《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
19. 《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
20. 《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

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。