

点评报告

雷声大雨点小

2011 年 10 月 27 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

事件：

所谓期望越大，失望越大。本周三的欧盟峰会早前被市场寄予厚望，在德国总理默克尔再三警告下，期望值略微降低，但周一的第一轮峰会结束时，大家还是期望周三能有有效的方案出台，事与愿违，欧洲处理危机总是难逃雷声大雨点小的模式。本文总结了欧盟峰会出台的应对方案，对比我们上周在《欧元区债务危机发展动向点评-欧盟峰会有何奇招？》的报告中所提到的展望，对本次峰会的措施进行点评以及对未来债务危机的发展作进一步展望。

核心观点：

- 1、我们认为欧盟峰会上欧洲领导人还是朝着正确的方向迈出了一步。首先，对银行系统资本重组，各方达成了协议。其次，希腊债务减计 50%。虽然对于 EFSF 扩容还在讨论中，但应对危机的方式是在朝正确方向迈进。
- 2、希腊债务减计：公共部门与私人部门达成协议，希腊债务减计 50%，对市场有极大的提振作用。但私人部门承担损失加上提一级资本充足率，将导致小型银行倒闭，加速信贷紧缩，最终希腊将还需要进一步减计。银行系统资本重组：与巴佐罗提出的路线图一致，但银行加速去杠杆将加大信贷紧缩，对经济增长造成严重负面影响。EFSF 扩容：扩容的作用取决于私人部门的参与，但 EFSF 的 AAA 评级将随着出资国评级被下调而受到威胁，从而使其担保作用效用降低。我们认为，EFSF 通过杠杆化扩容这件事情本身就是个悖论。欧洲各国本应该处在一个去杠杆的周期来降低各国的债务风险，但现在欧元区的解决方案却是希望通过加杠杆来稳定市场信心。加杠杆无疑将放大风险，使得成员国的总负债规模不断扩大。这使得 EFSF 的职责和作用将备受质疑，再加上其 AAA 评级难保，从而使 EFSF 本身的融资成本也在不断上升。
- 3、综合来看，欧盟峰会并未如欧洲领导人强调的对债务危机达成了一个“解决方案”。由于解决债务危机的先决条件是经济增长，而峰会并未触及解决债务危机的核心问题，而只是对短期债务恶化的问题进行了一定程度预防，因此，我们认为这个方案充其量只能称为改良版的救助方案。而正因为这不是一个解决方案，欧洲债务危机也就远没有结束。我们始终认为，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。而对于越来越大的资金缺口，EFSF 就算能再次扩容也只能暂时缓解问题，随着 EFSF 规模的扩大，各国都将面临被降评级的风险。由于 EFSF 不具备印钞的功能，也注定其无法扮演“最后贷款人”的角色。因此，我们认为，最终欧洲央行也难以避免将承担其“最后贷款人”的职责。



Comments Report

Big word seldom accompany great deed

27 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

➤ We believe that the European leaders are in the right direction. First, they reached an agreement about the bank recapitalization. Second, the haircut of Greek debt is going to be 50%. Although the EFSF expansion is still under discussion, we believe it is likely to have it done as Germany has already passed the vote.

➤ The Greek debt haircut plan: an agreement has been finally achieved. The haircut of Greek is about 50%, which increases the market confidence. However, the haircut with increasing tier one capital adequacy ratio is likely to lead to small banks failures and tighten credits. Bank recapitalization: in line with the "road map" provided by the Europe commission, but speeding up the leverage of private sector will lead to tightening credit, negatively impacting on economic growth. EFSF expansion: the effectiveness of the expansion depends on the participation of the private sector, but as EFSF's AAA rating will be linked to the sovereign rating, thereby reducing the effectiveness of its security role, and reducing the private sector's willingness to involve.

➤ Overall, it's just another round of bailout. A prerequisite for solving the problem is economic growth, the summit did not hit the core issue, and it only has influence of preventing the crisis contagion to a certain extent. And because this is not a solution, the debt crisis in Europe is far from over. We have always believed that the debt crisis reaches this stage, the ultimate question is who is going to play a "lender of last resort" role. As EFSF do not have the printing function, but also doomed to not play a "lender of last resort" role. Therefore, we believe, the last European Central Bank will also take its "lender of last resort" role

所谓期望越大，失望越大。本周三的欧盟峰会早前被市场寄予厚望，在德国总理默克尔再三警告下，期望值略微降低，但周日的第一轮峰会结束时，大家还是期望周三能有有效的方案出台，事与愿违，欧洲处理危机总是难逃雷声大雨点小的模式。本文总结了欧盟峰会出台的应对方案，对比我们上周在《欧元区债务危机发展动向点评-欧盟峰会会有何奇招？》的报告中所提到的展望，对本次峰会的措施进行点评以及对未来债务危机的发展作进一步展望。

1、 欧盟峰会提出了什么？--仅就银行资本重组达成共识

在上周的欧盟峰会的展望报告中，我们提出，欧洲官员至少要对五个方面的问题提出可执行的方案：1、对于希腊的债务减计，私人部门如何参与；2、如何防止危机继续蔓延至其他经济体，也就是对于如何有效发挥欧洲金融稳定基金（EFSF）的功能给出具体的方案；3、银行系统如何进行资本重组；4、对于欧洲金融系统的监管怎样进行改进；5、针对欧洲的经济增长，提出有效的刺激方案。

对应这 5 点，欧盟峰会上欧洲领导人还是朝着正确的方向迈出了一步。周三的峰会上，各方对银行系统资本重组，各方达成了协议。阐明欧洲的 70 家大型银行需要在 2012 年 6 月前提高一级资本充足率至 9%，预计涉及增资的规模为 1060 亿欧元。其中，希腊银行需要大约 300 亿欧元缓冲资本，西班牙、意大利、法国、葡萄牙及德国分别需要 260 亿、148 亿、88 亿、78 亿与 52 亿欧元缓冲资本。为实现新的资本充足要求，欧洲银行可能需要暂停派息与发放奖金。欧洲银行资本重组的路线图与欧盟委员会主席巴佐罗提出的一致，即各银行先在市场融资，时间为 9 个月，若无法融得所需资金，再向各国政府寻求资金援助，最后再向 EFSF 寻求援助。

另外，在经过艰难的谈判后，法国总统萨科齐表示，欧洲领导人已与私营领域银行达成协议，同意私人投资者将所持希腊债务“自愿”减值 50%。根据这一方案，私人投资者持有的希腊国债减值 50%。银行业应将所持希腊国债置换为 30 年期新债加 15% 现金，新债票面利率为 6%。这一方案将使私人投资者持有的 2,050 亿欧元的债券价值减半，方案中现金和债券所占比例可能会有调整，

对于 EFSF 扩容，欧洲各国领导人还在就此议题继续进行讨论。德国议会最终通过了 EFSF 杠杆化扩容，与预期的一致，因为杠杆化 EFSF 一直是为德国所支持的。而杠杆化 EFSF 通过两种方式进行：1、EFSF 通过其证券保险的角色，为需要再融资的国家的国债承担一部分保险，2、通过 SPIV 计划购入有需要的国家的国债。虽然欧盟官员预计杠杆化 EFSF 的规模将扩大至 1 万亿欧元，但若希腊债务减计的损失无法确认，EFSF 的规模也很难清算。

我们认为欧洲领导人正在努力防止债务危机由希腊进一步蔓延至其他经济体建立起防火墙，方向正确，短期将给市场带来提振作用。但我们认为，方案的力度不足，进度迟缓，债务危机的隐患并未根本得到解决。

2、 欧盟峰会的方案效果如何？--救助方案的三大败笔

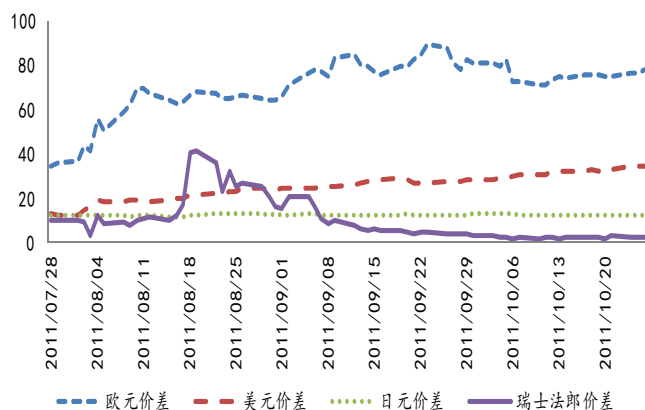
峰会提出的“解决方案”的方向正确，将有一定程度的提振作用。但力度比预想的小很多，也不能解决欧元区债务的问题，欧洲债务问题也将持续的影响市场。对应我们所提的五点展望，前三点是针对市场的信心不足，是解决当务之急的短期措施。而后两点则是对长远来说解决债务危机的先决条件。欧洲国家债务负担不可持续最终酿成债务危机的根本原因之一是欧洲经济结构失衡的问题，经济增长缺乏新的动力。因此，所谓解决方案，必须要为未来经济增长提出有效的促进措施。而本次峰会对于经济刺激的措施只字未提。更为重要的是，对于此前呼声较高的“财政联盟”以及建立更为有效的金融监管框架，本次峰会上也并未涉及。从这两点来看，本次峰会上，欧洲各国还是陷入以往的行事模式，即被动救火，缺乏直面挑战并主动解决问题的行动。

而就短期的隔离机制来看，我们认为其防火墙也并不坚固。首先，针对银行资本重组计划，与我们之前在展望报告里提出的预想一致，欧洲银行管理局（EBA）得出的测试结果，显示银行业融资需求 700 亿-900 亿欧元，而根据此结论，欧盟峰会上得出银行系统的资金缺口为 1060 亿欧元。这远远低于 IMF 预测的 2000 亿欧元的资金缺口以及市场预测的 2750 亿欧元的资金缺口。由于 EBA 的测试仅仅是对提高银行一级资本充足率至 9%以及希腊减计 21%来计算，这不仅没有计入银行系统需要对希腊债务进行进一步减计，更没有计入债务危机将进一步蔓延至银行体系所造成的损失。也就是说，700-900 亿欧元资金缺口的估算的假设是在希腊债务不需要进一步减计，债务危机不会进一步蔓延的情况下，银行提高一级资本充足率至 9%，银行的资金缺口总额。这显然是太过乐观的假设，因此，当危机进一步升温，希腊需要债务重组时，1060 亿欧元这个数字远不能为银行建立起防火强。

另外，就银行资本重组的路线图而言，我也在展望报告里提出，向市场以及股东寻求资金---向各国政府寻求援助---向 EFSF 寻求援助这样的路线图不能解决问题。这样的路线图所带来的困难，就是前两个环节意义不大，最后的重任又落在 EFSF 肩上。而且银行若在市场寻求资金，无非是通过再融资，这样不仅摊薄了原有股东的股权，在现时如此低的股价时进行再融资不符合银行本身的利益，因此，这将使银行通过贱卖资产的方式进行资产重组，这样造成的后果就是加速去杠杆，从而必将造成信贷紧缩，对经济增长进一步造成威胁。

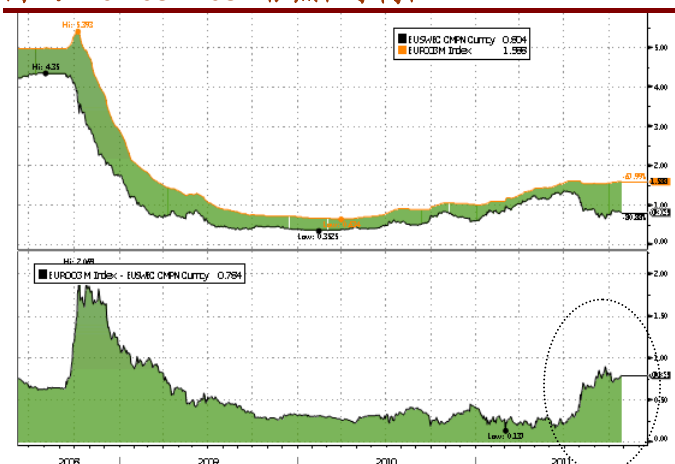
从数据方面来看，欧洲银行间拆借利率依然位于高位，大型银行的信用违约掉期虽然在 10 月初时略有回落，但依然位于历史高位。显示银行系统资金紧张的问题依然严重。

图 1: 欧洲银行流动性依然不充裕



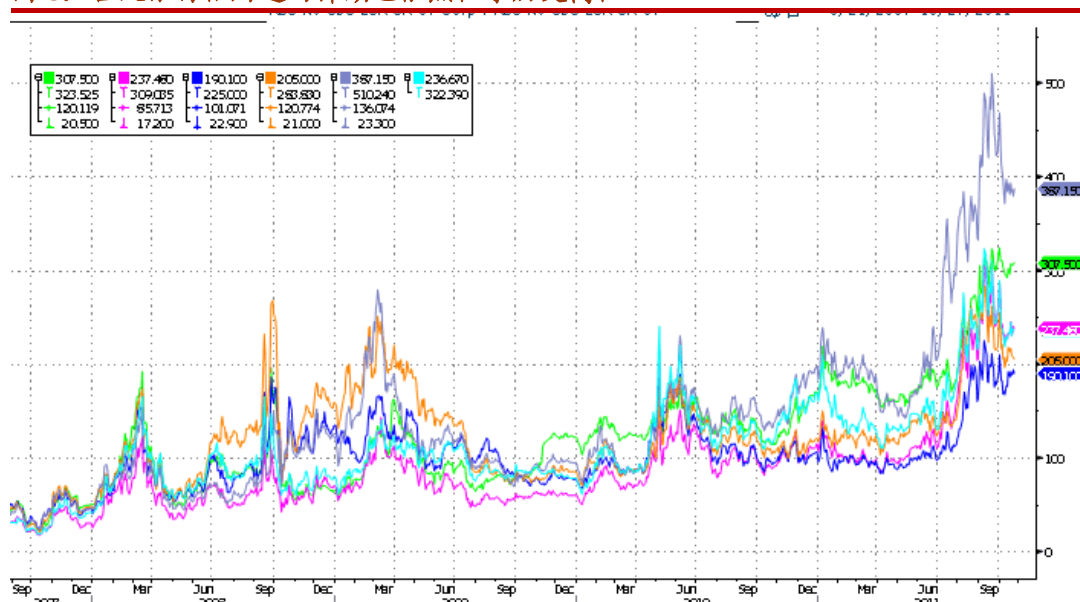
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 2: Euribo-Libor 依然位于高位



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 3: 各大银行信用违约掉期也依然位于历史高位



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

其次, 作为本轮峰会核心议题的 EFSF 扩容, 也为能达成最终协定。虽然欧洲表示 EFSF 扩容有可能会朝着我们上述的方向进行, 但是从这两个方案本身来分析, 都有巨大的风险, 并不能保证在危机进一步恶化时 EFSF 的火力能大到建立起足够坚固的壁垒。第一, 对于将 EFSF 转化为债券保险商的方案, 我们认为虽然有助于将 EFSF 规模扩大, 但 EFSF 杠杆化的作用取决于杠杆的两头。一头是杠杆的规模, 而另一头是私人部门的参与。我们在《欧元区债务危机发展动向点评-欧盟峰会有何奇招?》中作了详尽的阐述, EFSF 的规模取决于两个指标: EFSF 可动用的资金, 以及第一损失保险的比例。假设第一损失保险的比例始终不变, 那么 EFSF 的规模则就取决于 EFSF 可动用的资金。但在峰会展望报告中我们已经阐述, EFSF 可动用的资金本身就取决于债务危机的发展程度, 若防火墙不够坚固, 不断的需要动用 EFSF 的资金去救助边缘经济体甚至是核心经济体, 那么可动用的 EFSF 的资金就不断减少, 那么 EFSF 杠杆化后的规模也就比初始设想的规模大幅缩水。

更重要的，杠杆的另一头，私人部门的作用更难以估算。我们在之前的报告中分析过，EFSF 承担第一损失保险这一操作的目的，主要是为了提振私人购买者的信心，刺激私人购买者在各国需要再融资时购买各国国债。也就是说，杠杆的作用还取决于私人部门是否愿意参与。而私人部门是否愿意参与，取决于 EFSF 的担保是否有效。而从目前的情况来看，EFSF 的担保并不足以吸引私人部门愿意参与，基于以下几点。1、EFSF 的担保是否安全取决于 EFSF 的评级，而 EFSF 的评级又取决于其出资国的评级。由于法国占 EFSF 出资规模的 36%，若法国的 AAA 评级不保，那么 EFSF 也将失去 AAA 评级，而且其规模也大幅缩水。那么，对私人投资者而言，EFSF 的担保作用也将没有任何意义。更矛盾的是，随着 EFSF 的规模越来越大，越来越多的高风险资产将受 EFSF 担保，这无疑加深了对法国以及德国的主权信用评级的威胁，使 EFSF 的担保作用不断降低，意识到这一点后，私人投资者对于 EFSF 作为债券保险商的作用必将产生质疑，自然也就不愿参与。2、由于希腊减计正在商讨中，在有了希腊大幅减计的经验后，谁又能保证其他国家不会效仿希腊，若陷入偿债困难的国家都效仿希腊，那么 20% 的担保比例还能鼓励私人部门买入相关国家的主权债务吗？3、紧接着前一问题，私人部门立马能意识到，当融资国出现偿债困难的时候，虽然私人部门能取回一定比例的担保金，但其余的损失，依然是由私人部门承担。

综合上述两方面，我们认为，EFSF 通过杠杆化扩容这件事情本身就是个悖论。欧洲各国本应该处在一个去杠杆的周期来降低各国的债务风险，但现在欧元区的解决方案却是希望通过加杠杆来稳定市场信心。加杠杆无疑将放大风险，使得成员国的总负债规模不断扩大。这使得 EFSF 的职责和作用将备受质疑，再加上其 AAA 评级难保，从而使 EFSF 本身的融资成本也在不断上升。根据 Tradeweb 的数据，EFSF 所发行 2016 年 7 月到期债券的收益率周二报 2.73%，高于一周前的 2.38% 和 9 月中旬的 1.91%。因此，杠杆化 EFSF 也就难以起到建立坚固的防火墙的作用。

第二，关于设立特殊目的投资工具（SPIV）的方案，其功效也将不理想。这个方案是通过从国外以及国内吸引私人投资者和主权财富基金，SPIV 的资金将用于担保购买意大利和西班牙国债，从而为其建立防火强。但 SPIV 方案的致命弱点在于，该方案的评级是与 EFSF 的评级挂钩，并以 EFSF 的评级为上限的。而从上文分析我们已经得出，在法国 AAA 评级难保的情况下，EFSF 本身的 AAA 评级难保，那么 SPIV 的担保作用也必将遭到质疑。

虽然此方案与美国的不良资产救助计划（TARP）相似，但我们认为他们之间有着本质的区别，也就导致了其效果必然将大相径庭。美国的 TARP 计划，实质是以美国的主权信用去担保美国金融机构的债券。而美国国债被认为是安全的资产，去担保有问题的资产，那么自然就产生了担保效应。而且，市场普遍预期，美国政府不会无法偿还债务，因为美联储最后将扮演其最终贷款人的角色。但是，欧洲的风险在于，不良资产就是主权信用，金融机构需要担保，正是因为他们持有大量的主权债券，而现在需要再用主权信用即不良资产去担保不良资产，其效用可见一斑。而这就更牵涉到我们屡次提及的欧洲的核心问题，缺乏最终贷款人。

而本次峰会上，除了未涉及经济增长以及财政联盟这两大败笔以外，我们认为最大的败笔在于排除了欧洲央行（ECB）更深入的参与。我们一再强调 ECB 扮演“最终贷款人”的角色非常重要，因为只有 ECB 更深入地参与到救助计划中，才能提供足够的资金来源，最大程度地稳定国债二级市场和投资者的信心，使私人部门的参与率提高。更重要的是，只有 ECB 的参与才能不受评级机构对于信用评级的干扰，从起到真正的

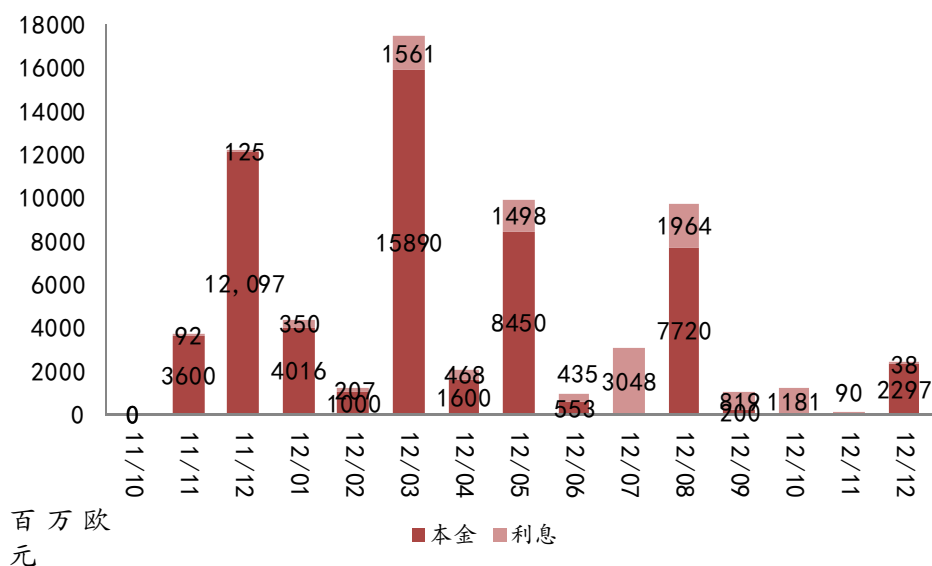
担保作用，并且才能真正的清算损失到底是多少。虽然欧洲央行目前还在进行非常规操作，不仅加大了对欧洲各国国债的购买量，而且也宣布借给欧洲商业银行 569 亿欧元的贷款，但这一切都是在 EFSF 还未投入使用的环境下。德国总理默克尔也表示，当 EFSF 投入使用之后，ECB 需要减少介入。但我们认为，只有当 ECB 与 EFSF 协同操作才能起到稳定市场的作用。

第三，对于希腊债务减计来看，希腊国债减计 50%，私人部门将承受至少 1000 亿欧元的损失，而希腊债务将减少缩减约 1200 亿欧元，则有希望将希腊国债占 GDP 比重降至 120%的水平。

但是，初步估算，欧洲的私人投资者持有约 2050 亿欧元的债券，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，本就资金紧张的政府又只有向 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，也无法避免地造成两个结果：1、希腊债务还是在不断增大，其债务依然无法持续。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，就是希腊债务要么继续减计，要么就出现重组。只是，若此时再重组，由于债务已经减计了，私人部门已经承受了一部分损失，因此所造成的影响也就逐步递减。2、银行在需要提高资本充足率的情况下，这必将引起大量小型银行倒闭，而大型银行则又需要向政府或者 EFSF 工具寻求资金援助。如今欧洲的各国政府已经囊中羞涩，因此，所谓“私人部门自愿参与”计划最后的任务也就落在了 EFSF 的身上。

值得注意的是，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。

图 4：希腊债务到期分布图



资料来源：彭博，招商证券研发中心

第四，在周日的峰会上，德国总理对意大利施压，要求意大利进一步削减赤字以避免步希腊的后尘。欧盟官员表示对意大利总理贝卢斯科尼推行的不受欢迎的养老金、劳工市场改革和解除商业市场管制的意志和能力上缺乏信心。但由于缺乏相应的监管机构以及财政联盟，最后施压也就变成了一种政治表态而已。但其后果是意大利的融资成本不断上升，周一欧洲央行公布的数据显示，上周欧洲央行加倍扩大了购入各国国债的规模，虽然没有明确数据显示欧洲央行加大了对意大利和西班牙的购买规模，但由于庞大的债务基数，我们相信意大利所占比例不小。

第五，有消息传法国在向中国请求借助。我们在之前的报告中已经提出过，欧洲债务危机问题的核心问题是经济缺乏增长动力，外来救助仅仅能缓解暂时的流动性，不能帮助欧洲解决问题。而且，中国以及其他国家就算出资相助，相信规模也不会很庞大。更重要的是，就算需要请求他国援助，欧洲至少需要在内部就 EFSF 规模以及希腊债务减计等问题达成明确协议，然后就可获得额回报向其他国家展示一份提议才有可能得到其他国家的援助。

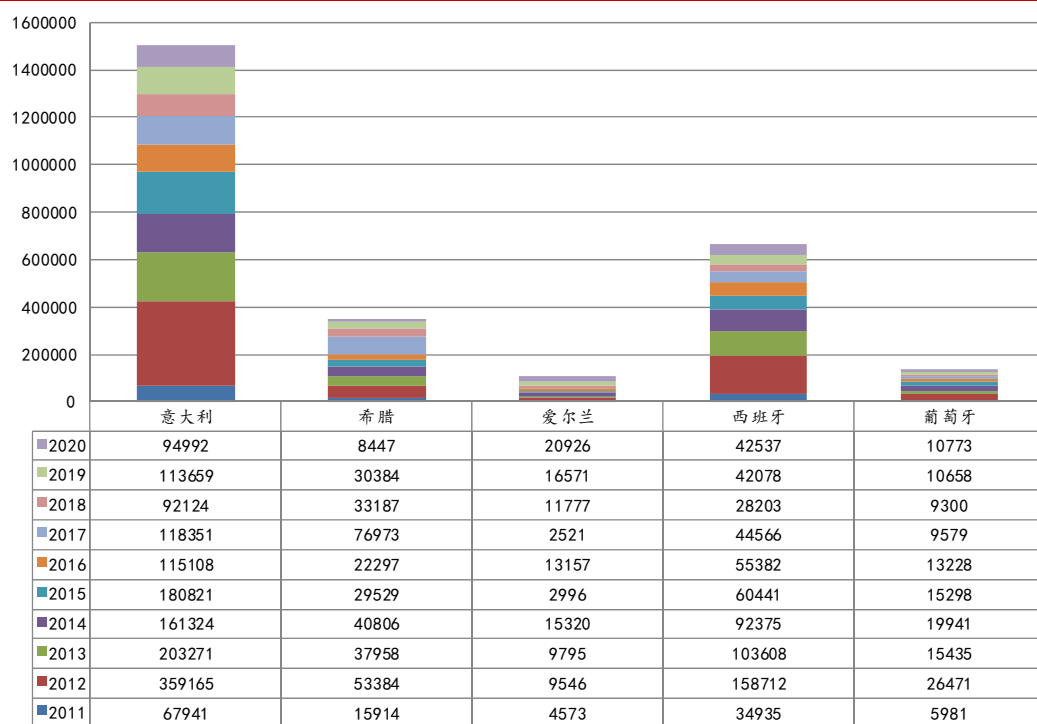
综合来看，欧盟峰会并未如欧洲领导人强调的对债务危机达成了一个“解决方案”。由于解决债务危机的先决条件是经济增长，而峰会并未触及解决债务危机的核心问题，而只是对短期债务恶化的问题进行了一定程度预防，而且力度还远不及预期。因此，我们认为这个方案充其量只能称为“改良版”的救助方案。而正因为这不是一个解决方案，欧洲债务危机也就远没有结束。我们始终认为，债务危机发展到这个阶段，终极问题是谁来扮演“最后贷款人”的角色。而对于越来越大的资金缺口，EFSF 就算能再次扩容也只能暂时缓解问题，随着 EFSF 规模的扩大，各国都将面临被降评级的风险。由于 EFSF 不具备印钞的功能，也注定其无法扮演“最后贷款人”的角色。因此，我们认为，最终欧洲央行也难以避免承担其“最后贷款人”的职责。而在欧洲央行未担任其这一重要职责之前，欧洲债务危机将会进一步恶化，从“欧猪五国”的债务分布来看，明年 2-4 月份将使债务到期的又一高峰，而随着拖延的时间越长，解决债务危机的难度越成本也将不断扩大。

图 5：2012 年 2-4 月为欧洲五国债务到期高峰



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 6: 意大利 2012 年到期债务繁多



资料来源：彭博，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《银行表外融资规模压缩--2011 年前三季度社会融资规模点评》 2011/10/21
2. 《货币政策出现微调信号--国际资本与国内流动性监测周报(2011 年 10 月第 3 周)》 2011/10/21
3. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 9-10 月)》 2011/10/20
4. 《2011 年三季度宏观数据点评-经济维持稳步调整态势》 2011/10/18
5. 《货币政策或将进入政策微调期-2011 年 9 月金融货币数据点评》 2011/10/16
6. 《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
7. 《通胀压力逐步缓解--2011 年 9 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/10/17
8. 《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
9. 《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
10. 《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
11. 《10 月份欧洲央行议息会议声明点评-欧洲央行出招救银行, 力度有限》 2011/10/10
12. 《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
13. 《海外宏观经济 2011 年第四季度报告-诗债渐少酒债多》 2011/09/30
14. 《高处不胜寒--2011 年 9 月份 CPI 数据预测》 2011/9/30
15. 《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
16. 《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
17. 《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
18. 《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
19. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011 年 8-9 月)》 2011/9/22
20. 《欧元区债务危机发展动向追踪-跌宕起伏 危机犹存》 2011/9/19

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。