

点评报告

欧元区债券出现抛售潮 欧盟峰会难有有效措施

2011 年 11 月 29 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

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点：

- 1、欧元区 11 月份综合 PMI 从 10 月份的 46.5 轻微回升至 47.2，为连续第三个月跌至 50 以下。虽然欧元区采购经理人指数的改善表明，收缩率在 11 月回落，但最坏的情况并未过去。较高的 PMI 读数反映在服务活动的下降速度较慢，但对服务业的调查数据显示，该部门对未来的信心还在进一步恶化中。消费者表示由于欧元区财政危机加剧，导致经济和就业市场前景走软，因而对欧元区前景愈加悲观。数据再次表明欧债危机已经严重影响了私人部门的信心，并对实体经济产生了实质性影响。
- 2、欧债危机再以更快的速度恶化，火势不仅烧到法国、奥地利、荷兰以及芬兰等具有 AAA 评级的国家，德国的国债拍卖遭受冷遇表明投资者不仅对欧元区某些国家失去信心，更对欧元区整体的信用丧失信心。由于投资者对于欧元区国债市场失去信心，欧洲银行系统的情况也随之日益恶化，许多压力指标已经升至 2008 年雷曼兄弟倒闭后的最高水平。但这一次，欧元区各方似乎已经黔驴技穷，短期内能挽回市场信心的措施已经不多，而各方依然为各自的政治利益进行最后的博弈。
- 3、德国的强硬态度是一种博弈方式。在我们以前的专题报告中也指出，欧债危机的根源是统一的货币政策下缺少了统一的财政政策，因此根本解决办法之一是建立起统一的财政政策。但在目前政治体制下，出让部分财政主权，不到万不得已弱小国家是不会答应的。目前欧债危机发展到这一步，德国提出修改条约，目地就是逼迫边缘经济体就范：要么交出主权，要么退出欧元区。但对于边缘经济体而言，此时退出也一样难以存活。因此，此时在各国没有同意出让部分财政主权前，德国不会愿意让欧洲央行更深入的参与到欧债危机的救助中。
- 4、但是，达成政治协议是个慢功夫，金融市场的反应要快出 10 倍、20 倍，预计等不到各国达成联盟，金融市场已经发生雪崩式的危险。在欧元区的财政联盟正在朝正确的方向发展，欧债危机发展到几近失控的局面时，德国或会愿意让欧洲央行更积极的参与到救助中去，此时，欧洲央行的购买将成为解决债务危机的一个重要信号。从债务到期的分布以及各国大选的时间来看，明年 2-4 月将是欧洲债务危机恶化的又一高峰，债务危机正在不断向“末日”逼近。

Comments Report

Difficult to have effective measures in EU summit

29 Nov 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

Stella Yan

86-755-83896863

yanling@cmschina.com.cn

➤ The euro zone composite PMI increased slightly from 46.5 in October 47.2 in November, but still has been falling below 50 for the third consecutive month. Although the euro-zone purchasing managers' index showed improvement in November, but the worst case is not over. The higher PMI reading reflected a slower fall in services activity, but that sector also saw confidence about the year ahead slide to its weakest since March 2009. It shows that the debt crisis has seriously affected the confidence of the private sector, and has a substantial impact on the real economy.

➤ The European debt crisis has been deteriorating further and spreading into France, Austria, the Netherlands and Finland, countries with AAA rating. The result of the auction of German government bond indicates that investors are losing confidence in the euro area as a whole. The European banking system also continues deteriorating; a lot of pressure indicators have risen to the level of the collapses of Lehman Brothers in 2008.

➤ Germany's tough stance is a political game. Unless in last resort, small countries will not transfer some of fiscal sovereignty. Currently, Germany suggests amending the treaty, aimed to force small countries to do so: either hand over sovereignty, or out of the euro. Therefore, before other countries agrees on transfer some fiscal sovereignty, Germany will not be willing to allow European Central Bank to participate further aid in the European debt crisis.

➤ It takes time for the change of treaty and also takes time to reach political agreement, but the reaction of financial market is about 10-20 times faster, therefore it is possible that the financial market has already reach a dangerous moment of avalanche, but the agreement has not been reached. By this time, development in the European debt crisis cannot be controlled, and the benefits of ECB further involvement exceeds its costs, Germany will be willing to allow more active participation of the ECB to go to the rescue. From the distribution of debt maturity, February to April will be another peak of Europe's worsening debt crisis

1、四季度经济将出现技术性衰退

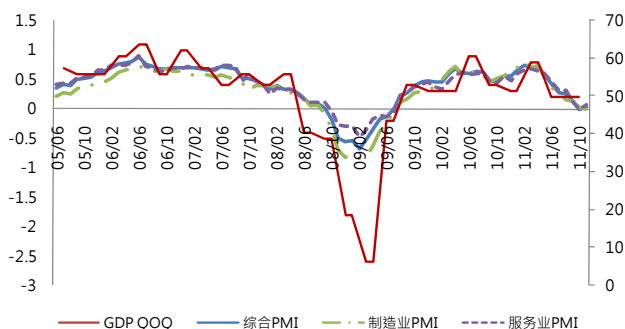
Markit Economics 公布了欧元区 11 月份综合 PMI 以及制造业采购经理人指数初值。综合 PMI 从 10 月份的 46.5 轻微回升至 47.2，为连续第三个月跌至 50 以下。综合 PMI 轻微回升的主要原因是服务业 PMI 略有回升，从 10 月的 46.4 升至 47.8，但依然是连续第三个月降至 50 以下，表明服务业活动依然在萎缩。衡量制造业活动的制造业 PMI 继续下降至 46.4，为 2009 年 7 月以来最低，显示未来需求进一步放缓。从欧元区主要经济体来看，德国与法国 11 月份服务业 PMI 都出现回升的现象，但制造业指数均大幅下滑。德国 11 月制造业 PMI 为 47.9，2009 年 7 月以来最低，是制造业活动连续第二个月出现萎缩，而且萎缩速度加快。法国 11 月制造业 PMI 初值降至 47.6，为 2009 年 6 月以来最低位。

虽然欧元区采购经理人指数的改善表明，经济收缩率在 11 月回落，但最坏的情况并未过去。较高的 PMI 读数反映在服务活动的下降速度较慢，但对服务业的调查数据显示，该部门对未来的信心还在进一步恶化中。欧元区 11 月消费者信心指数从 10 月份的 -19.9 降至 -20.4。消费者表示由于欧元区财政危机加剧，导致经济和就业市场前景走软，因而对欧元区前景愈加悲观。法国 11 月消费者信心指数从 10 月的 82 降至 79，低于市场预计的 81，为 2009 年 2 月以来最低水平。数据再次表明欧债危机已经严重影响了私人部门的信心，并对实体经济产生了实质性影响。

另外，欧元区的工业产出以及新订单都连续第四个月出现下滑。欧盟统计局公布的欧元区 9 月新工业订单较前月大幅下降 6.8%，创下 2008 年 12 月以来最大降幅，同比增长 1.6%，远低于市场普遍预计的 8.0% 的增速。其中德国、法国、意大利和西班牙订单均大幅萎缩，预示着欧洲可能迈向经济衰退的最新迹象。衡量新机械投资情况的资本财订单较前月下降 6.8%，降幅最大，表明工厂和公司扩张计划明显在收缩。

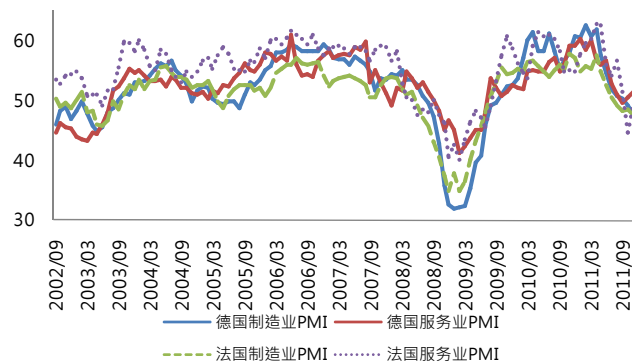
欧元区的领先指标再次显示欧元区经济动力渐失，四季度经济增长将出技术性衰退，而随着主权债务危机的持续恶化，2012 年欧元区的经济增长下行的风险进一步加大，我们预计 2012 年欧元区经济将再次出现衰退，全年经济增长为 -0.5%。

图 1：欧元区 11 月 PMI 连续三个月降至 50 以下



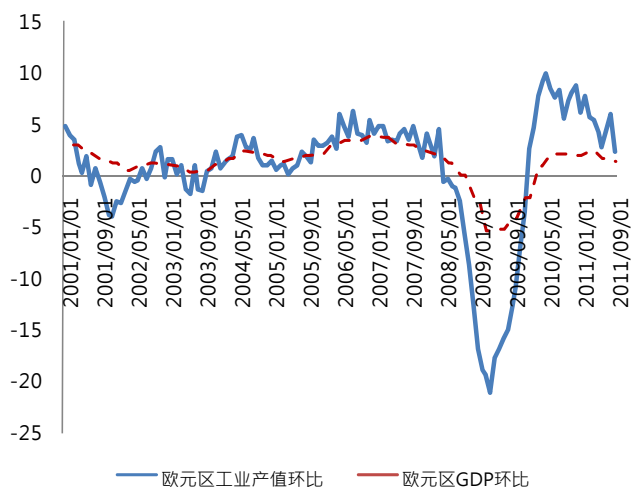
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 2：德国与法国的制造业 PMI 持续下降



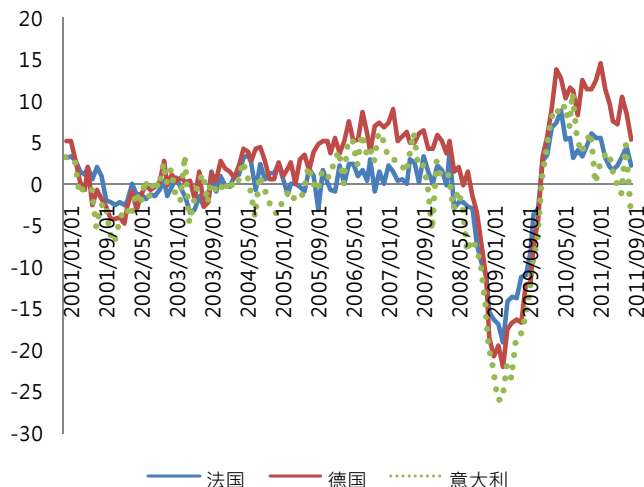
资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 3: 欧元区 9 月工业产值大幅下降



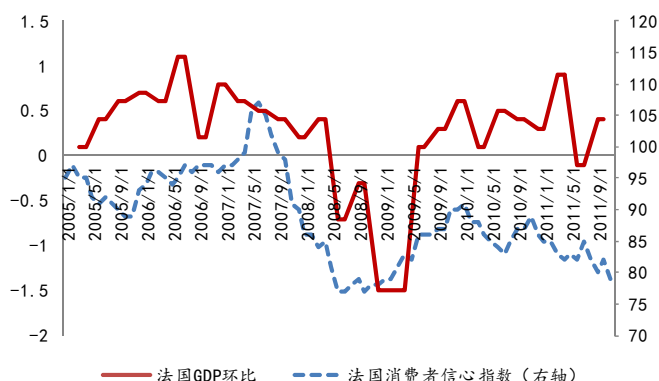
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 4: 法德意三大经济体工业产值均出现大幅下滑



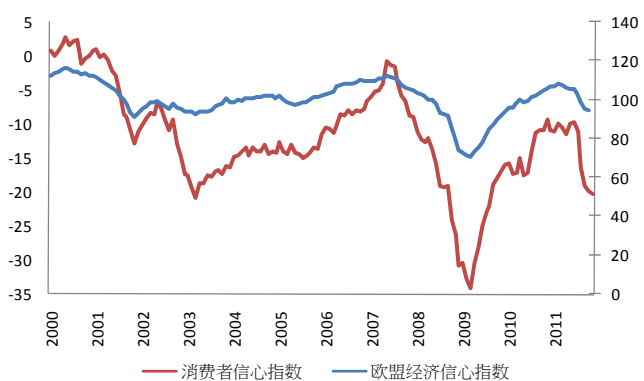
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 5: 法国消费者信心指数持续下跌



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 6: 欧元区 11 月消费者信心指数下跌



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

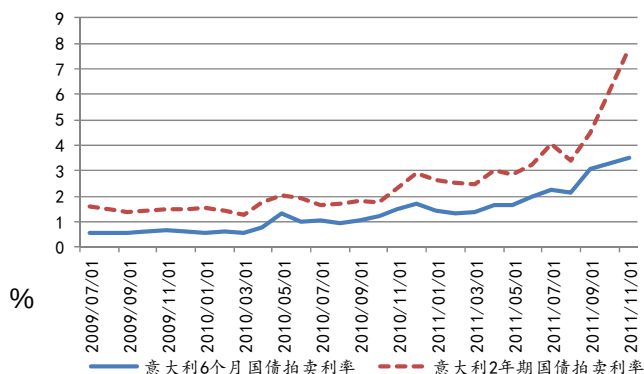
2、欧元区债券出现抛售潮，欧盟峰会难有有效措施

欧债危机在以更快的速度恶化，火势不仅烧到法国、奥地利、荷兰以及芬兰等具有 AAA 评级的国家，德国的国债拍卖遭受冷遇表明投资者不仅对欧元区某些国家失去信心，更对欧元区整体的信用丧失信心。由于投资者对于欧元区国债市场失去信心，欧洲银行系统的情况也随之日益恶化，许多压力指标已经升至 2008 年雷曼兄弟(Lehman Brothers)倒闭后的最高水平。但这一次，欧元区各方似乎已经黔驴技穷，短期内能挽回市场信心的措施已经不多，而各方依然为各自的政治利益进行最后的博弈。12 月 9 日的欧盟峰会将再次演绎各方艰难谈判的政治游戏。

从国债市场的情况来看，尽管意大利以及希腊都拥有了新的领导人，但被视为测试市场对新政府信心的国债拍卖的情况都非常糟糕。11 月 25 日，意大利拍卖 6 个月以及 2 年期的国债，6 个月期国库券收益率 6.504%，而 10 月底时为 3.535%；意大利 2 年期 CTZ 国债拍卖收益率为 7.814%，10 月底时为 4.628%，两种新债的收益率均为欧元问世以来新高。意大利 6 个月期国库券超额认购率为 1.47，此前一次为 1.57；而意大利

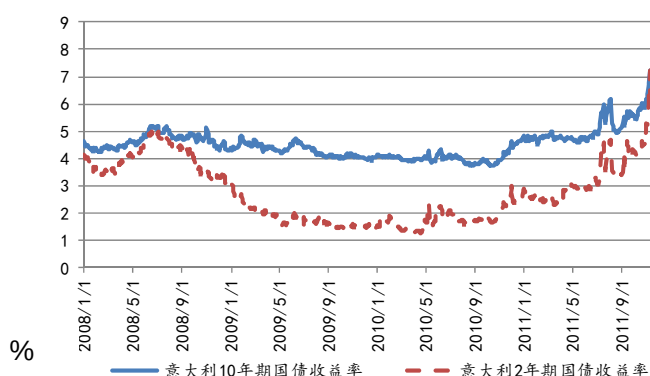
利两年期零息票 CTZ 国债拍卖超额认购率为 1.59, 此前为 2.01。由于拍卖结果不理想, 二级市场上, 意大利 2 年期的国债收益率突破 8% 的大关, 10 年期国债收益率再度升穿 7%。该国 2 年期国债与 10 年期国债收益率曲线再次出现倒挂, 显示该国经济将出现衰退。虽然两周前意大利收益率曲线也曾出现倒挂, 但不同的是, 此次即便是欧洲央行买进意大利国债的行动未能使曲线恢复正常。

图 7: 意大利国债拍卖收益率升至 2009 年来新高



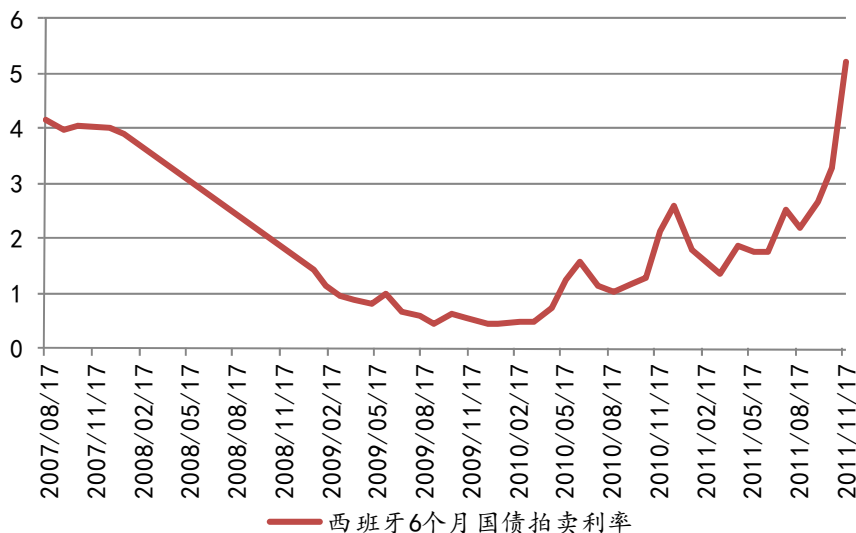
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 8: 意大利 2 年期与 10 年期国债收益率出现倒挂



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 9: 西班牙 6 个月国债拍卖收益率升至 2008 年来新高



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

市场也并未给新上台的西班牙马里亚诺·拉霍伊(Mariano Rajoy)政府任何的喘息机会, 11 月 22 日(上周二), 西班牙为 3 个月期的短期国债支付 5.11% 的平均收益率, 是上个月发行收益率的两倍以上, 甚至高于希腊上周二支付的 4.63%。西班牙周二还发行了一批 6 个月期短期国债, 平均收益率为 5.23%, 远高于上月的 3.30%。西班牙当日共发行了 29.8 亿欧元短期国债, 收益率为 14 年来最高水平。上周五(11 月 25 日),

西班牙官员称，西班牙人民党（People's Party）12月中将成立新政府，目前正在考虑申请国际援助，以巩固财政。2012年，西班牙财政部必须完成还大约1,200亿欧元的债务清偿，同时为其预算赤字融资，所需资金足额至少要在2,000亿欧元。向IMF求助是可供选项之一，国际货币基金组织上周二推出的新贷款机制，这或许能成为西班牙新政府的救生圈。但IMF的贷款额度有限，并不足以解决问题，也只是过渡性举措。若西班牙向EFSF申请援助，EFSF可动用的资金规模将至少缩水一半。而且，若西班牙提出援助需求，市场会立即将忧虑情绪传到意大利，危机将再次演绎“自我实现”。

另外，评级机构再度火上浇油，使危机进一步恶化。葡萄牙的情况再度升温，惠誉国际评级(Fitch Ratings)周四将葡萄牙的评级从“BBB-”下调至“BB+”的垃圾级别，维持负面展望，并警告称存在评级进一步下调的可能性，因为葡萄牙经济滑坡将会使政府在实施紧缩措施时面临更多挑战。由于主权评级的被下调，惠誉将葡萄牙三家银行Caixa Geral de Depositos、Banco Comercial Portugues (BCP.LB)及Banco BPI (BPI.LB)的评级从BBB-下调一档至BB+，并警告称若葡萄牙主权评级被进一步下调，则这几家银行的评级也或将被进一步下调。

除了边缘经济体以外，核心经济体也难以幸免。周三（11月23日）警告称法国仍需要进一步采取措施以实现预算目标，并且若经济大幅下滑，债务危机持续恶化，其AAA信用评级可能受到威胁。而此前穆迪误发法国被降评级的乌龙事件，表明评级机构已经在深度评估法国的评级，法国被降评级只是时间问题而已。随着德克夏银行救助计划难以实施，比利时的评级也受到拖累。比利时此前曾同意为德克夏60.5%的融资需求提供担保，但这要求比利时政府必须通过债券市场融资高达540亿欧元，拖累了比利时为本国政府开支融资的需求。标准普尔周五将比利时王国的长期主权信用评级从AA+下调至AA，同时确认短期评级为A-1+。评级展望为负面。

由于信心的缺失，欧元区国债市场出现抛售潮。不仅意大利和西班牙的国债收益率在大幅攀升，连法国等具有AAA评级国家的国债收益率也不断创历史新高。11月24日，10年期法国国债与同期限德国国债收益率之差突破2个百分点，达到20世纪90年代初以来的最高水平。荷兰国债和芬兰国债收益率双双走高，欧洲各国债违约保险成本（信用违约掉期价格）飙升至纪录水平。随着该地区国债收益率的攀升，法国、比利时和西班牙国债违约保险成本周二突破纪录收盘高点。

图 10：欧洲五猪 10 年期国债收益率大幅攀升

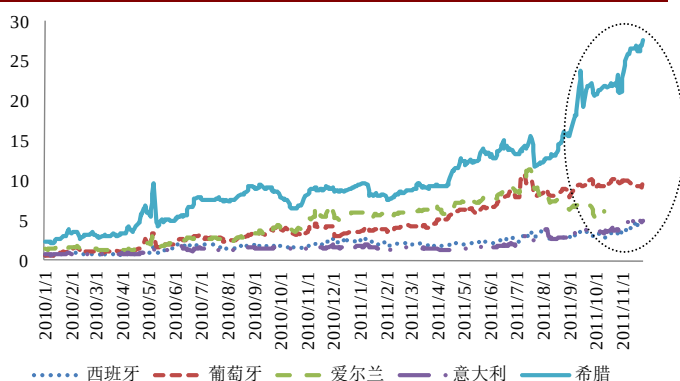
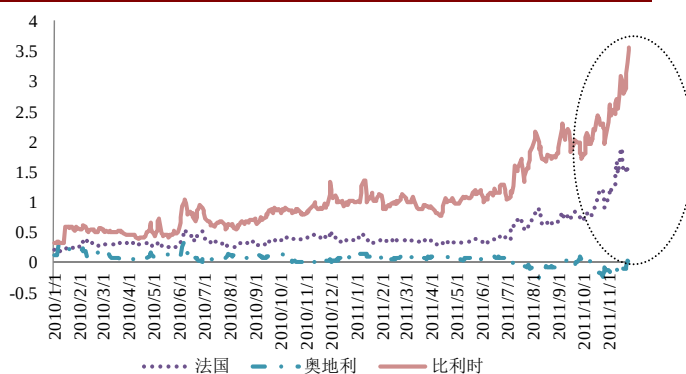


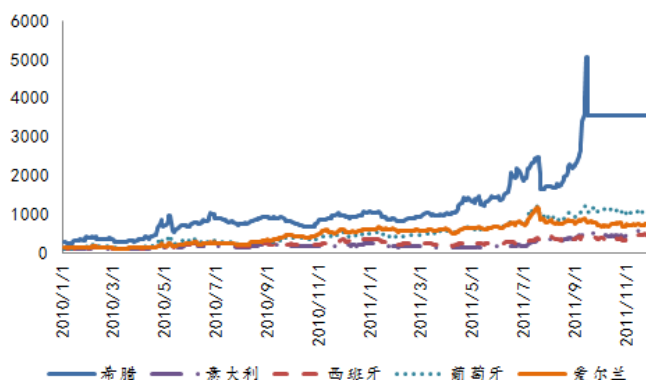
图 11：欧洲财政状况较好的国家的国债收益率也在上升



资料来源：彭博，招商证券研发中心；注：图为欧洲 5 国 10 年期收益率与德国 10 年期收益率差

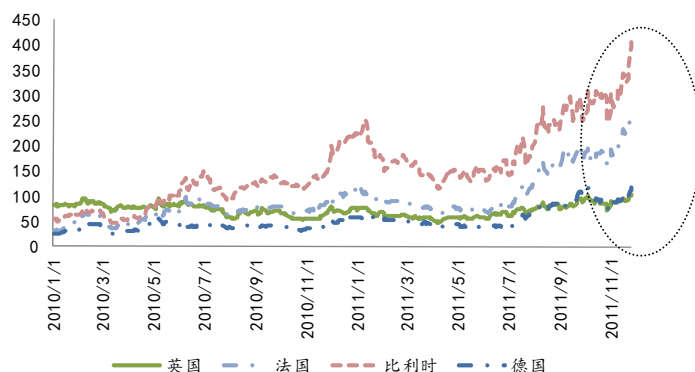
资料来源：彭博，招商证券研发中心；注：图为法国、奥地利以及比利时 10 年期收益率与德国 10 年期收益率差

图 12: 欧洲五猪 5 年期国债 CDS 继续攀升



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 13: AAA 国家国债的 CDS 也在不断升高



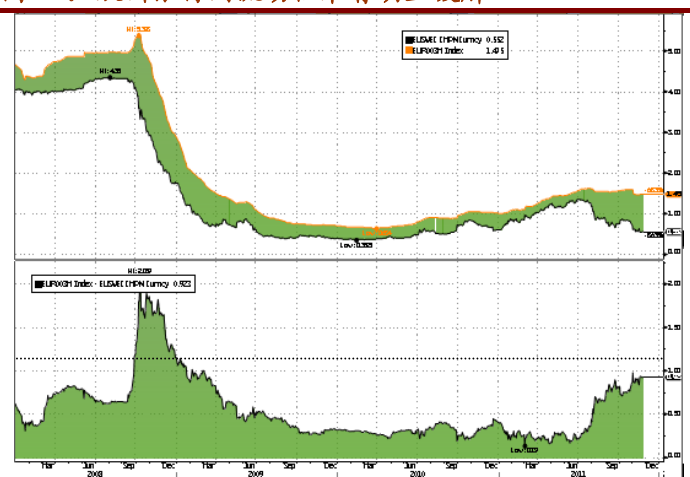
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

更不幸的是, 之前国债收益率保持稳定的德国, 现在国债收益率也在逐渐攀升, 5 年期国债的 CDS 费用率也开始出现上升。周三 (11 月 23 日) 德国政府拍卖 60 亿欧元的 10 年期国债, 只卖出了 36.44 亿欧元, 平均收益率为 1.98%, 这表明危机进入了一个新的阶段, 投资者甚至开始质疑欧元区内最安全的避风港。虽然有专家认为, 德国国债发行遇冷被过度解读了, 认为德国国债的需求被削弱是因为投资者最近纷纷抛售南部邻国风险越来越高的国债, 转而买进德国国债。但近期德国 10 年国债收益率的逐步走高, 并推升至与英国国债收益率相近的水平, 表明市场对欧元区整体的信用出现忧虑。

而另一方面, 银行系统的信贷环境更进一步恶化。由于对资本充足率的要求提高, 银行不仅陆续出现“贱卖”资产的情况, 而且融资已经相当困难。许多银行在设计结构复杂并且存在较高潜在风险的新交易, 从而试图从欧洲央行获得新贷款。由 Markit iTraxx Senior Financials 指数衡量的 1,000 万欧元欧洲银行和保险公司所发行债券的 5 年期担保成本上周四收盘报 300,000 欧元, 接近纪录水平, 并远高于 2009 年 3 月触及的 211,000 欧元峰值。而短期银行融资利率并未反映出由隔夜指数掉期(OIS)衡量的预期官方利率的下降趋势, 3 个月期欧元区银行同业拆息(Euribor)与 OIS 的利差不断上升, 虽为触及 2008 金融海啸时的最坏水平, 但已经是 2009 年 3 月以来的最大值, 表示各国央行通过降息发挥不了太大作用。

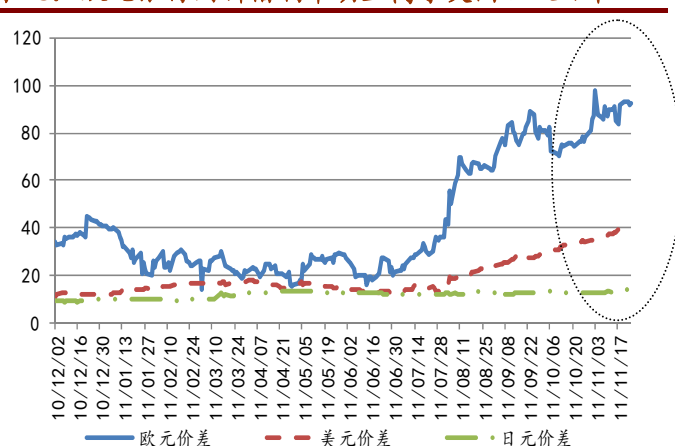
欧洲银行一直在艰难获取负担得起的美元资金, 因美国货币基金缩减对欧洲的贷款, 而且一些银行没有足够的优质担保品向回购市场借钱。因此, 欧洲银行业从市场上获取美元的成本也被迫大幅上涨。上周五 (11 月 25 日), 欧元/美元三个月期交叉货币基差互换利差显示的美元融资成本飙升至负 166 基点, 创下危机以来新高, 且为 2008 年 10 月以来最高。

图 14: 欧洲银行间流动性未有明显缓解



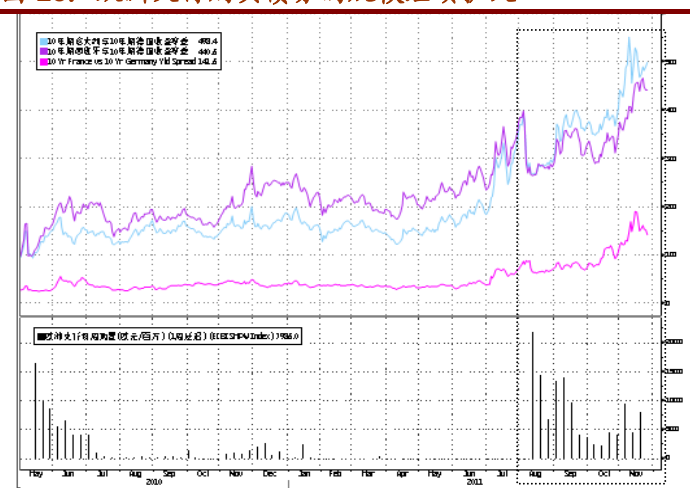
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 15: 欧元银行间拆借利率明显高于美国以及日本



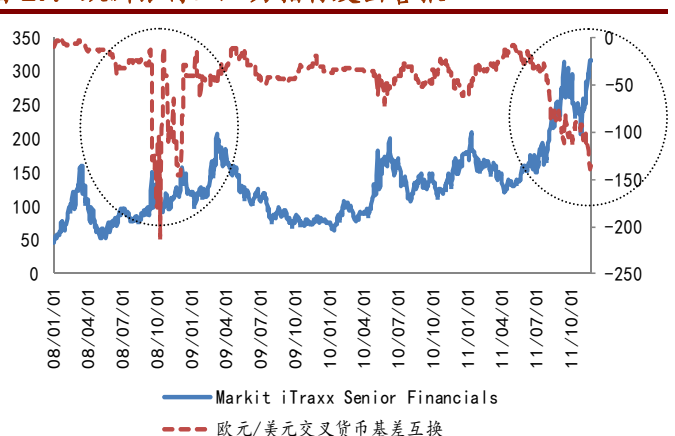
资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 16: 欧洲央行购买债券的规模继续扩大



资料来源: 彭博, ECB, 招商证券研发中心

图 17: 欧洲银行业压力指标发出警报



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

对于日益恶化的欧债危机,欧元区各方能立即启动的稳定市场信心的措施已经越来越少。欧洲央行虽然扩大了其债权购买规模,也没抑制住各国国债收益率的攀升。11月28日,华尔街日报报道IMF可能向意大利提供4000亿至6000亿欧元的金融支持,贷款利率为4%-5%。但该项贷款涉及的规模庞大,IMF自身的资金有限,需要与其他机构协调进行。而如今各国政府囊中羞涩,法国的AAA评级岌岌可危,唯一能与IMF协作的便是欧洲央行。但欧洲央行的进一步参与很大程度上取决于德国的态度。德国如今态度依然强硬,虽然市场预期看到欧洲央行承担起“最后贷款人”的角色,但德国以及欧洲央行一直反对。而对于欧盟提出的发行欧洲债券的方案,德国也没有正面肯定。在德国看来,其认为能解决欧债危机的是各国推出经济改革方案,并建立起财政联盟。德国重新提出修改欧盟条约,各国出让一部分财政大权,建立起财政联盟。

德国的强硬态度是一种博弈方式。在我们以前的专题报告中也指出,欧债危机的根源是统一的货币政策下缺少了统一的财政政策,因此根本解决办法之一是建立起统一的

财政政策。但在目前政治体制下，出让部分财政主权，不到万不得已弱小国家是不会答应的。目前欧债危机发展到这一步，德国提出修改条约，目地就是逼迫边缘经济体就范：要么交出主权，要么退出欧元区。但对于边缘经济体而言，此时退出也一样难以存活。因此，此时在各国没有同意出让部分财政主权前，德国不会愿意让欧洲央行更深入的参与到欧债危机的救助中，因为此时欧洲央行的参与，意味着德国既要救助，在政治上又无法对国内选民交代。

因此，现在可能出现的情况就是要么欧元区各国迅速妥协，交出一部分财政主权，从而建立起一个以德国为轴心的财政联盟，要么就是欧元区各国分道扬镳。周末有消息称，欧元区国家正在酝酿一项加快财政整合的新计划，欧元区各国政府之间将签署双边协议，不会像修改欧盟条约那样繁琐和花费长时间去推进。但是，达成政治协议是个慢功夫，即便是双边协议的签署也不是短时间内能快速完成的，金融市场的反应要快出10倍、20倍，预计等不到各国达成联盟，金融市场已经发生雪崩式的危险。在欧元区的财政联盟正在朝正确的方向发展，欧债危机发展到几近失控的局面时，德国或会愿意让欧洲央行更积极的参与到救助中去，此时，欧洲央行的购买将成为解决债务危机的一个重要信号。从债务到期的分布以及各国大选的时间来看，明年2-4月将是欧洲债务危机恶化的又一高峰，债务危机正在不断向“末日”逼近。

综上所述，我们认为，目前欧债危机还没有到达最坏的时候，12月9日的欧盟峰会上，德国与法国将继续对于推进财政联盟做进一步阐述，但不会如市场预期的看到欧洲央行进行无限制的购买。但随着EFSF扩容无法顺利推进，欧债危机继续蔓延至法国甚至是德国，银行信贷环境不断恶化，在这一些系列恶性循环来得越来越快并越来越猛后，欧洲央行或难以独善其身。

3、需持续关注的重点事件

短期内，我们认为以下事件值得关注：1、意大利以及西班牙的国债收益率的情况；2、银行系统的融资情况；3、德国与法国的态度；4、欧洲央行的救助规模。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 28	周二 29	周三 30	周四 1	周五 2
欧洲央行: 公布 近期购买国债 金额	西班牙: 11 月 CPI 初值	欧元区财长会 议	法国: 3Q 失业 率	西班牙: 11 月 失业率
德国: 11 月 CPI 初值	西班牙: 10 月 零售额	德国: 10 月零 售额	欧元区: 11 月 制造业 PMI 终 值	欧元区: 10 月 生产者价格
德国: GfK 消费 者信心	欧元区: 11 月 经济信心指数	德国: 11 月失 业率	西班牙和法国 国债拍卖	
	工业信心指数	意大利: 10 月 失业率		
	消费者信心指 数	意大利: 11 月 CPI 初值		
	意大利国债拍 卖	欧元区: 11 月 CPI 初值		
	葡萄牙预算案 最终投票	欧元区: 11 月 失业率		
	欧元区财政部 长会议			
5	6	7	8	9
欧洲央行: 公布 近期购买国债 金额	欧元区: 3Q GDP 修正值	意大利: 10 月 工业产值	希腊: 11 月 CPI	欧元区: 欧盟峰 会
芬兰: 3Q GDP		德国: 10 月工 业产值	欧元区: 欧洲央 行 12 月议息会	希腊: 3Q GDP
西班牙: 10 月 工业产值		葡萄牙短期国 债拍卖		
欧元区: 11 月 服务业以及综 合 PMI 终值				
欧元区: 10 月 零售额				

资料来源: 招商证券研发中心整理

参考报告:

1. 《持汇意愿增强是外汇占款下降的重要原因--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第4周)》2011/11/28
2. 《不宜过度解读10月外汇占款的负增长-2011年10月外汇占款点评》2011/11/24
3. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011年10-11月)》2011/11/24
4. 《人民币汇率升值可能将进入平台期--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第3周)》2011/11/24
5. 《2011年第三季度中国货币政策执行报告点评》2011/11/17
6. 《流动性闸门有所松动--2011年10月份金融货币数据点评》2011/11/13
7. 《降低法定存款准备金还为时尚早--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第2周)》2011/11/13
8. 《2011年10月份进出口数据点评-欧债危机不断升级,出口增速持续回落》2011/11/12
9. 《通胀下行势如破竹--2011年10月份CPI、PPI数据点评》2011/11/10
10. 《2011年10月份宏观数据点评-工业生产活动明显收缩》2011/11/10
11. 《美联储十一月议息会议声明点评-QE3:屏息以待》2011/11/08
12. 《地方政府债务问题的治理:巴西经验-政府债务问题专题研究之七》2011/11/7
13. 《从中央和地方政府博弈看增值税改革-评点上海增值税扩大征收范围改革试点》2011/11/6
14. 《汇率市场发出的信号更灵敏--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第1周)》2011/11/6
15. 《2011年10月份PMI数据点评-通胀水平下移,库存再次调整》2011/11/1
16. 《全球宏观经济图册(2011年10月份)》2011/10/31
17. 《通胀迅速回落--2011年10月份CPI数据预测》2011/10/28
18. 《欧元区债务危机发展动向点评-雷声大雨点小》2011/10/27
19. 《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
20. 《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

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。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

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。