

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S09601100900084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《从库存变化看 2-3 季度经济走势》，2011 年 5 月 03 日

《工业增速反弹持续性有待观察》，2011 年 4 月 9 日

《3 月 PMI 小幅回升》，2011 年 4 月 2 日

《1-2 月份出口回落不改全年高增长势头》，2011 年 3 月 10 日

《3、4 月份补库存小周期来临，物价将再次攀升》，2011 年 3 月 2 日

宏观专题报告

地方债务解决方案猜想-放开地方债&房地产政策微调

主要观点:

- 长期财权与事权的分离和 09 年大投资让地方政府积累了巨量债务，为我国金融安全和地方投资持续性带来潜在风险
 - 通过地方融资平台发行的企业债、银行贷款和财政部代发，截止去年底地方政府负债 10.7 万亿，占同期 GDP26.9%，占地方政府可支配收入的 86%
 - 地方政府欠银行 8.45 万亿贷款，占人民币贷款 17.65%，其中 1.77 万亿存偿还风险，占人民币贷款 3.73%，对银行业的新增风险资产是 3.15 万亿
- 土地收入下滑以及保障性住房等民生投资的增加或致地方政府陷入财政困境
 - 土地出让金下滑将降低地方政府还债能力。若房地产调控政策持续，预计今年土地出让金下滑 10%，未来 4 年每年土地收入下降 5%。而 125 期间保障性住房等民生工程支出
 - 根据各年地方贷款到期分布，2011、2012 年地方政府还本付息的压力最大；2012 年地方政府将出现绝对资金缺口，2014 年以后逐年扩大。总体看 2012、2013 年是债务负担最沉重的
- 地方财政危机或促政府允许地方直接发债，甚至放开购买人限制
 - 我们预计地方政府在明、后年就将进入违约高峰期，中国经济或面临较大风险。一是银行资产趋于恶化；二是地方政府投资锐减拖累经济
 - 为降低风险，政府或放松房地产调控并放开地方债。通过发行债券延长地方还本时间，降低银行系统性风险；推动地方政府民生领域的投资增长，拉动未来 5 年内经济增长为繁荣市场，
 - 政府甚至可能放开债券市场参与者，让普通老百姓也认购地方债

风险提示：地方政府债务规模及违约风险远高于预期

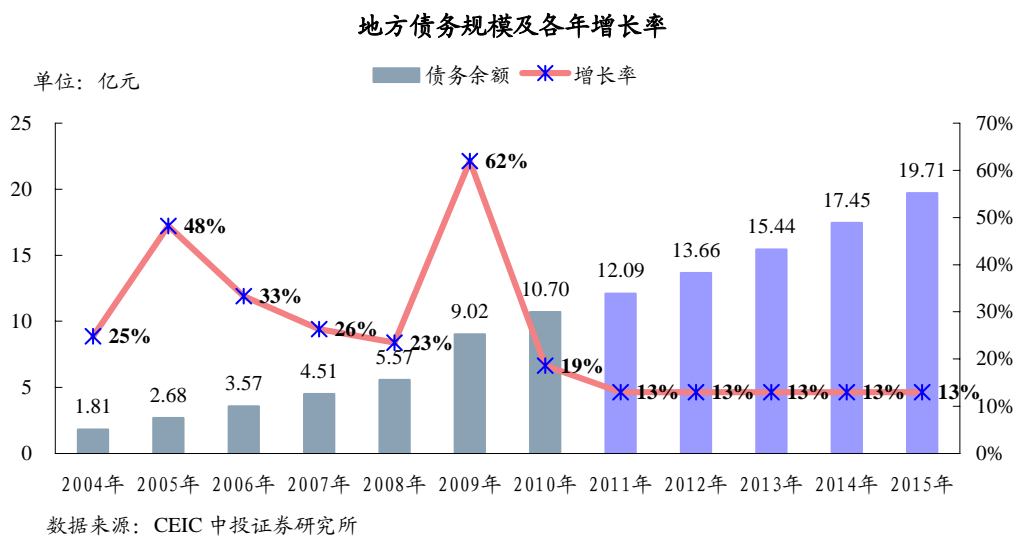
一、地方融资平台的产生与发展

1994 年我国的分税制改革后中央和地方政府间财权上移、事权下放，导致地方政府财力紧张，地方政府隐性债务不断增长。从 20 世纪 90 年代末开始，地方政府开始纷纷建立地方融资平台以解决地方发展和支出中的资金瓶颈问题。

地方政府融资平台包括地方政府组建的不同类型的城市建设投资公司、城建开发公司、城建资产经营公司等不同类型的公司，主要分为省级、地市级和县级三类，地方政府通过财政补贴、隐性担保、信用增级等方式对其债务承担直接或间接的偿付责任。地方政府的负债主要就体现为通过地方融资平台发行的企业债、银行贷款和财政部代理发行的地方债。

地方投融资平台和地方政府债务规模的迅速扩张是在 2008 年以后。2009、2010 年我国新增银行贷款大量流向地方政府投融资平台，2009 年一年地方债务由 2008 年底的 5.56 万亿元暴增至 9.00 万亿，同比增长了 61.92%（图 1）。2010 年开始，由于公益性项目贷款平稳收缩平台贷款增速回落，但同比仍增长 18.86%。

图 1：2009 年我国地方政府债务天量式增长



二、地方政府债务前景堪忧

2.1 地方政府债务总水平

地方政府的债务包括地方融资平台债务和地方政府的直接债务两部分，从债务类型看，包括银行贷款、融资平台发行的企业债以及财政部代理地方政府发行的地方债。由于统计口径不一和透明度不高，各部委对当前地方政府的债务规模亦有不同的说法（表 1）。

表 1：地方投融资平台的债务规模

公布单位	具体数额
银监会	截至 2010 年 6 月末，地方融资平台贷款约 7.66 万亿元人民币，其中，按公司化运作、有独立和稳定第一还款来源、项目现金流能够覆盖偿还本息的贷款约有 2 万亿元，占比 27%；截至 2010 年末，全国地方融资平台公司贷款余额约 9.09 万亿元，占全部人民币贷款的 19.16%。
审计署	截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.71 万亿，其中：政府负有偿还责任的债务 6.71 万亿，占 62.6%；政府负有担保责任的或有债务 2.33 万亿，占 21.8%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 1.66 万亿，占 15.6%。

资料来源：中投证券研究所整理

按照审计署的数据来看，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.7 万亿中，政府负有偿还和担保责任的或有债务总计是 9.05 万亿，占 84.4%，而政府可能承担一定救助责任的债务 1.66 万亿，占 15.6%，而地方融资平台公司政府性债务余额中，有 80%是由政府负有偿还、担保责任，总计是 3.95 万亿左右。

图 2：政府负有偿还、担保责任债务约为 9 万亿

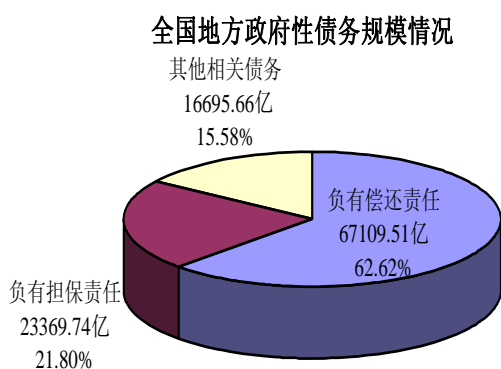


图 3：地方融资平台中政府负有责任的约为 4 万亿

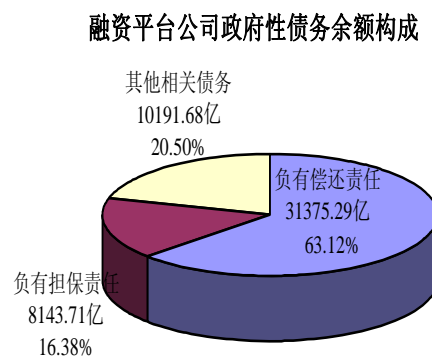
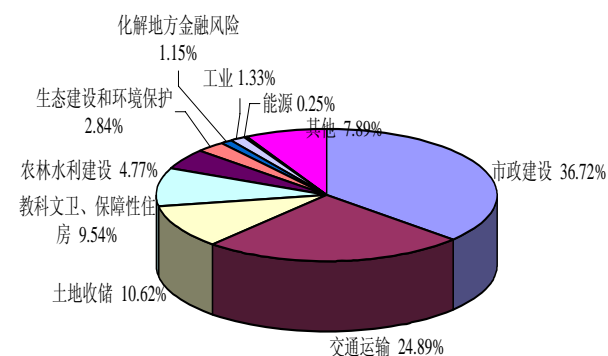


图 4：公益性、基础设施占支出 86.54%

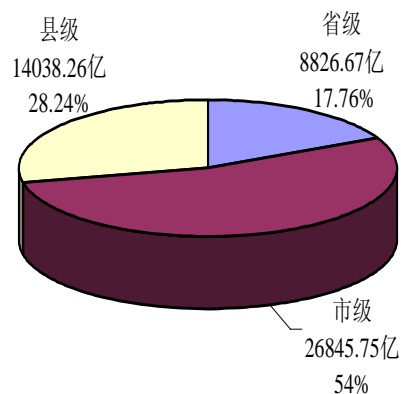
2010 年底全国地方政府性债务余额已支出投向情况



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

图 5：市县级融资平台公司占 82% 风险较大

融资平台公司政府性债务余额层级构成



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

部分县级政府负债率过高。截止 2010 年底，有 78 个市级（占比 19.9%）

和 99 个县级（占比 3.56%）政府负有偿还责任债务的债务率超过 100% 的警戒线。另外，由于地方债务主要集中在**基础设施等前期投入大、现金流回收期长的项目**，“举旧还新”使地方债务的**资金链蕴含较多风险**。初步匡算，2010 年底，地方政府性债务余额中举旧还新的债务大概在 7000-10000 亿左右，占比是 6.54%-9.35% 左右。

2.2 地方政府的债务率

对于地方政府债务的衡量，还可以通过债务率这个指标。一般来说， $\text{债务率} = \text{政府性债务余额} / \text{当年地方政府收入}$ ，警戒线为 100%。地方政府收入的统计有不同的口径¹，我们使用政府可支配收入： $\text{政府可支配收入} = \text{一般预算收入} + \text{政府性基金} + \text{上级补助收入（税收返还收入} + \text{上级转移支付）}$ 。

2010 年末全国地方本级财政收入 4 万亿元，加上中央对地方税收返还和转移支付收入 3.2 万亿元，地方财政收入总量达 7.3 万亿元，就整个债务规模来看占比是 147%，而涉及政府代偿的贷款额度占地方财政收入总量的 85%；加上财政部代发的 4000 亿元地方政府债，整体债务余额占地方全年财政收入的 90%。这里，地方财政收入尚未考虑到地方政府的基金收入，2010 年地方政府性基金本级收入 3.3 万亿。若加上基金收入，则地方政府的可支配收入达到 10.5 万亿，涉及政府代偿的贷款地方债务余额占可支配收入的比率为 86%。政府基金收入的变化影响地方政府债务率，其中国有土地出让金收入占比达到 88%，土地出让金的波动是影响地方政府债务率的重要变量。

表 2：债务余额占地方收入的比率

项目	金额（万亿）	项目	金额（万亿）
地方本级收入	4	代偿平台债余额	9.05
中央转移支付	3.2	财政部代发地方债	0.4
基金收入	3.3	地方债务余额	10.7
其中：土地出让金	2.9		
可支配收入	10.5		
涉及政府代偿的贷款地方债务余额		9.05	
地方债务余额/可支配收入		86%	

数据来源：中投证券研究所

2.3 地方债务的存量结构

银监会的数据显示，截至 2010 年 6 月末，地方融资平台贷款的 7.66 万亿元中，有独立和稳定第一还款来源²、项目现金流能够覆盖偿还本息的贷款约有 2 万亿元，占比 27%；50% 贷款为需依靠政府收入作为还款来源的贷款；余下约 23%（约为 1.53 万亿元）部分则为存在风险的贷款。也就是说，只要地方政府会提供支持，约有 77% 的贷款几乎没有什么风险。

截至 2010 年 11 月末，地方融资贷款余额的 9.09 万亿元，占人民币贷款的 19.16%，根据平台公司自身现金覆盖贷款本息比率分别按 100% 以上、70% 至

¹如政府收入=预算收入+ 预算外收入 + 制度外收入；全口径地方财政收入=地方财政总收入 + 基金收入 + 关税+ 车辆购置税 + 出口货物退税；地方财政总收入=一般预算收入（税收收入+非税收入）+ 上划中央四税收入，按财政部的意见，地方财政收入就是指地方财政一般预算收入

²所谓有第一还款来源是指，借款人依靠自身生产经营所产生的现金流足够偿还贷款

100%之间、30%至70%之间、30%以下，将全部贷款分为“全覆盖、基本覆盖、半覆盖、无覆盖”四大类。

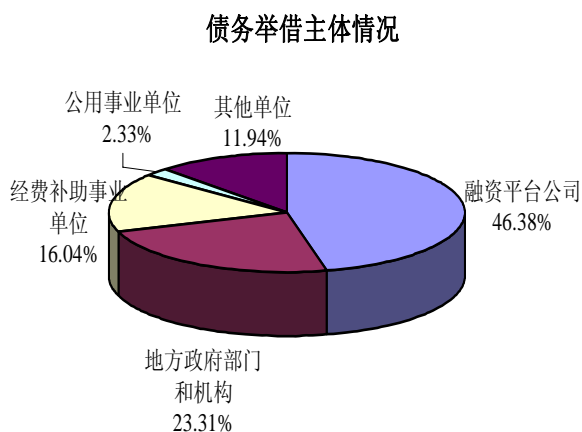
表 3: 平台贷款新增风险资产

	贷款余额	占比	风险权重	折算风险资产	新增风险资产
全覆盖	51100	56.23%	100%	51100	0
基本覆盖	22100	24.29%	140%	30940	8840
半覆盖	7663	8.43%	250%	19158	11495
无覆盖	10000	11.05%	300%	30000	20000
半覆盖、无覆盖合计	17663	19.48%	278%	49158	31495
合计	90863	100%	144.46%	131198	40335

数据来源：新闻稿整理，中投证券研究所

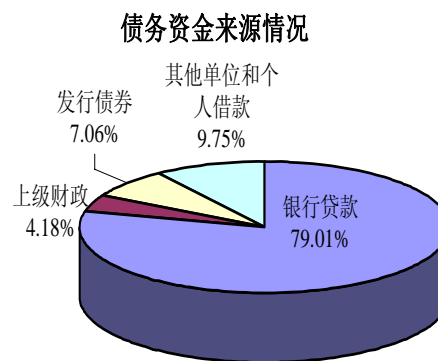
从地方债务的存量结构来看，46.38%为融资平台公司，而将近80%是银行贷款。从银监会的统计数据来看，地方政府中半覆盖和无覆盖的贷款总计1.77万亿存偿还风险，占人民币贷款3.73%，合计风险资产是4.91万亿，对银行业的新增风险资产是3.15万亿左右，这都将影响银行的资本消耗、拨备计提等。

图 6: 地方政府债务现存的举债结构



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

图 7: 从借款来源看银行贷款占 79.01%



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

2.3 未来 2-3 年面临偿债高峰期

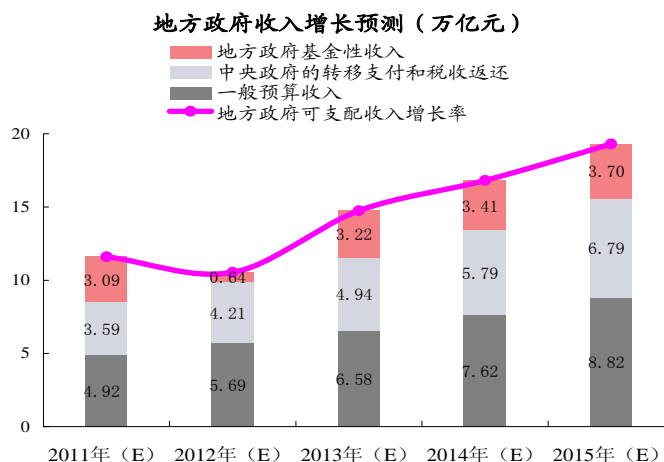
由于 2011、2012 年将有大量过去的贷款到期，这两年地方政府还本压力最大。地方政府贷款中 54% 的期限在 5 年以上，2011 年到 2015 年期间，大量地方债将进入还本付息期，按照审计署披露的数据，2010 年底地方政府性债务余额中，2011、2012 年到期偿还的占 24.49% 和 17.17%，2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28% 和 7.48%，2016 年以后到期偿还的占 30.21%（图）。

对于我国地方财政收支以及债务负担未来五年的状况，我们通过模型进行了预测。

首先，我们预测地方可支配收入的增长。计算公式是：地方可支配收入 = 地方财政一般预算收入 + 中央政府转移支付和税收返还 + 地方政府基金性收入 = 地方财政一般预算收入 + 中央财政收入 * α + 国有土地出让金收入 + 地方政府其

他基金性收入。这里， α = 中央政府转移支付和税收返还/中央财政收入。中央财政和地方财政收入分别用过去 5 年的平均增长率进行预测。若房地产调控政策不变，假设 2011 年土地出让金收入下降 10%，2012-2015 年均下降 5%。

图 8：土地出让金下滑影响地方收入增长

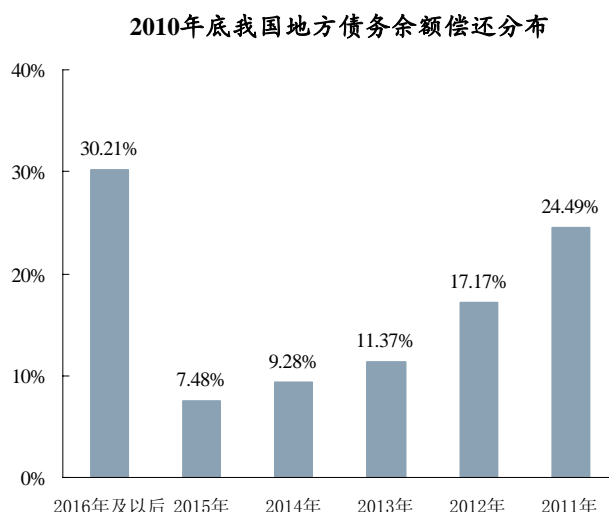


资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

支出方面，考虑到“十二五”期间地方政府民生支出的增长，假设未来 5 年地方财政支出增速略高于 00-07 年（21%）³。

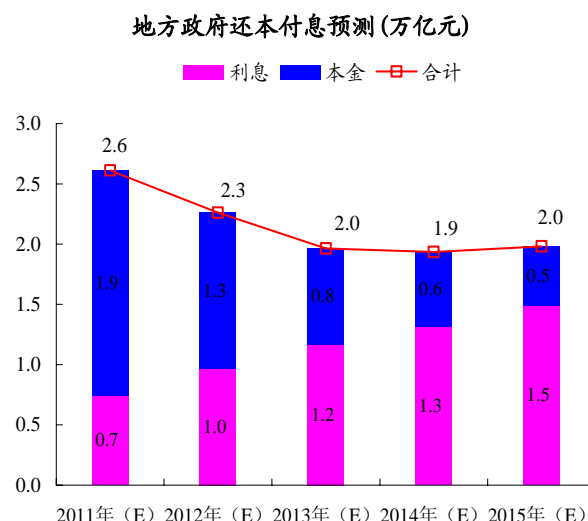
假设地方债务按照 13% 速度增长，在 2015 年以后偿还（即新增债务没有还本压力）。利率按照当年 5 年期金融机构贷款利率，2011-2015 年假设分别为 7.55%、8.05%、8.05%、8.05%、8.05%，根据年底的债务余额计算出每年需要还本付息的金额。

图 9：目前债务中 2011 年到期的占 24.5%



资料来源：CEIC、中投证券研究所

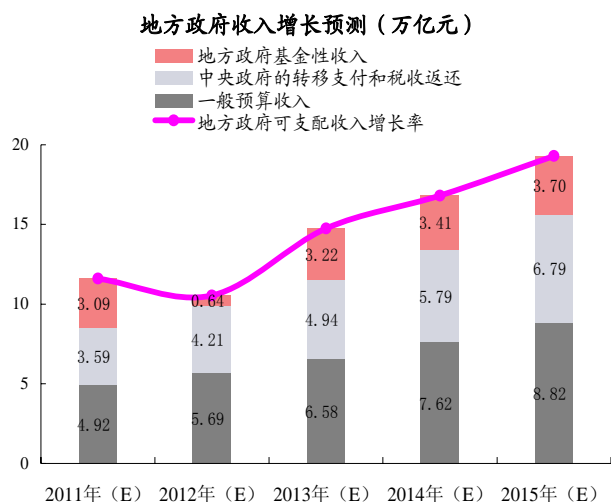
图 10：2011、2012 地方债务还本付息压力最大



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

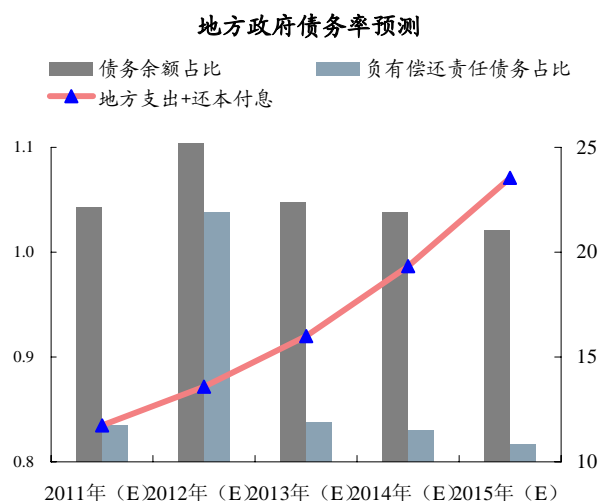
³ 实际上考虑到“十二五”期间地方政府民生支出的增长，这是对地方财政支出增加相对保守的估计

图 11: 土地出让金下滑影响地方收入增长



资料来源: 审计署、EDB、中投证券研究所

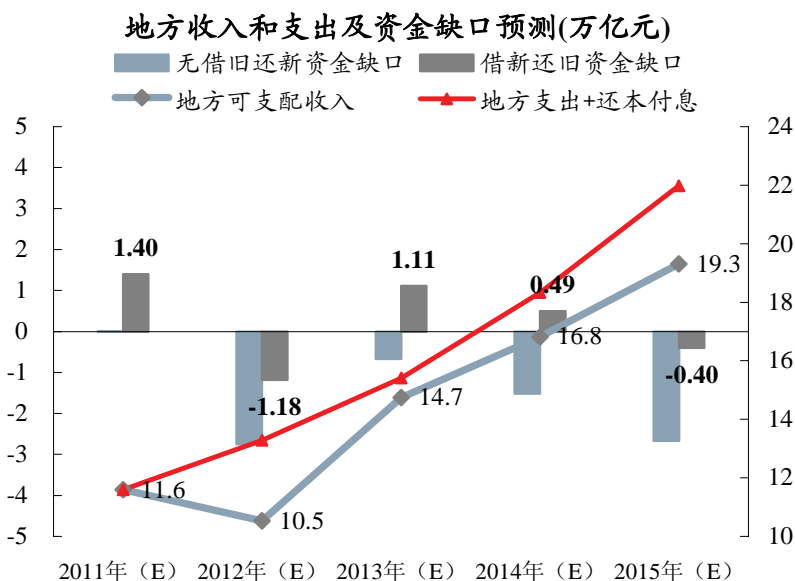
图 12: 2010、2013 年地方政府债务负担最沉重



资料来源: CEIC、中投证券研究所

从图 10 中我们可以看出,从债务分布上来看,政府负有偿还责任的债务在 2011 年和 2012 年到期较多,这直接导致地方政府这两年还本付息压力较大,我们预计的数字分别在 2.6 万亿和 2.3 万亿。从资金缺口来看(地方可支配收入-地方支出-还本付息),2012 年后地方政府的资金缺口逐步增大,即使考虑到借新还旧,即部分资金缺口可由银行新增信贷进行弥补,2012 年依将出现 1.18 万亿资金缺口。2014 年以后,地方政府绝对资金缺口(地方可支配收入+新增债务融资-地方支出-还本付息)逐年增大。根据债务率计算的债务负担来看,如果按照地方政府负有偿债和担保责任债务估算债务规模,地方政府债务率 80% 以上,2012、2013 年是债务负担最沉重的。

图 13: 2011-2015 地方地方政府资金缺口越来越大



资料来源: CEIC、中投证券研究所

三、地方债务解决方案：放开地方债&地产政策微调

在我国地方政府的可支配收入中，国有土地使用权出让金是重要影响变量（图 15）。从以上我们的预测可以看出，土地出让金的下滑一直制约地方政府可支配收入的增长，从而使地方政府未来 5 年面临较严重的债务负担和资金压力。今年 1-6 月份，房地产调控政策导致地方土地出让金收入锐减，下半年，随着推地的增加和房地产开发商资金压力的增大，土地出让金收入还将会下滑，预计全年大概下降 10% 左右，下半年随着保障房建设进度的加快，房地产调控政策在三季度可能会发生微调，允许地方政府自行发债也将逐步试点。

3.1 土地是地方财政收入的命脉

土地出让金占 2010 年地方可支配收入 27%。在地方政府负有偿还责任的债务中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务占 23.79%，达到 2.55 万亿元。一旦土地收入大幅下滑，地方财政支出因为各种保障房在内的民生工程还需要大幅增长，地方政府还本付息就会陷入困难。

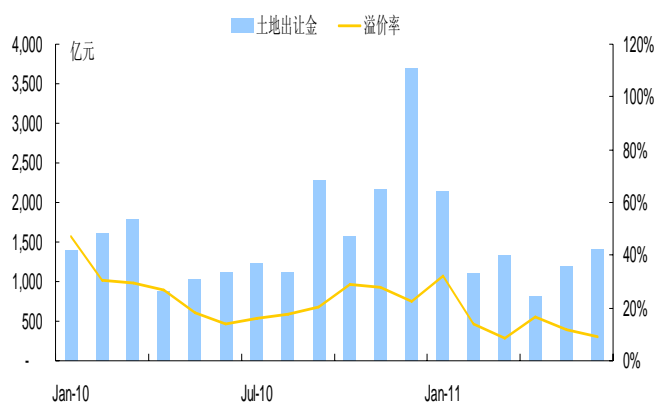
图 14：土地出让金下降拖累地方收入

错误！链接无效。

资料来源：CEIC、中投证券研究所

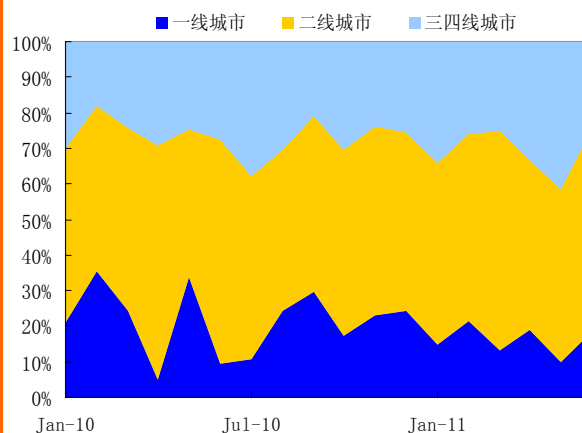
在房地产调控政策下，今年上半年我国的土地市场呈现出成交面积小幅上涨，土地流拍率上升、溢价率不断下降的态势，这导致土地出让收入大幅锐减。整个上半年，有数据的 130 个城市的累计成交建面同比增 5%，而土地出让金却同比降了 9%。从下半年的情况来看，房地产开发商的资金压力加大，房地产投资稳中回落将会导致开发商拿地意愿下降，从各省计划推地的情况和上半年成交的情况来看，3、4 季度土地供应量将会明显增加，销供比下降会带动土地溢价率和平均地价的进一步下滑，我们预计全年的土地出让金收入将会整体下降 10% 左右。对于房地产的调控政策，还将维持一个高压态势，但是三季度末随着通胀压力的阶段性缓解和房地产投资增速的下降和地方财政收入压力的增大，我们预计房地产调控政策会有局部趋松。

图 15：1-6 月全国土地出让金收入和溢价率下滑



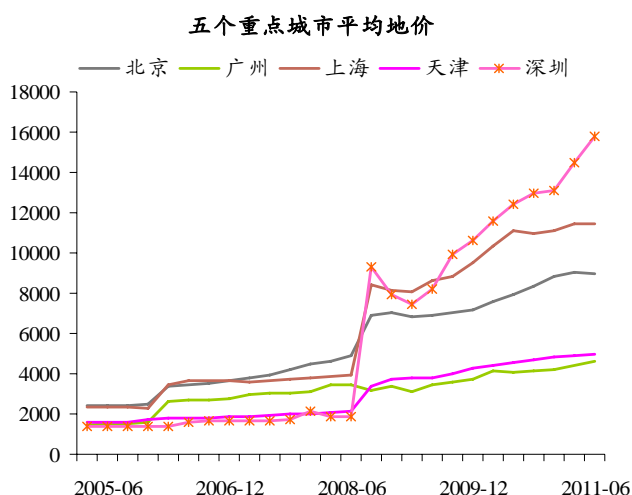
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 16：三、四线城市土地出让金下滑加大财政压力



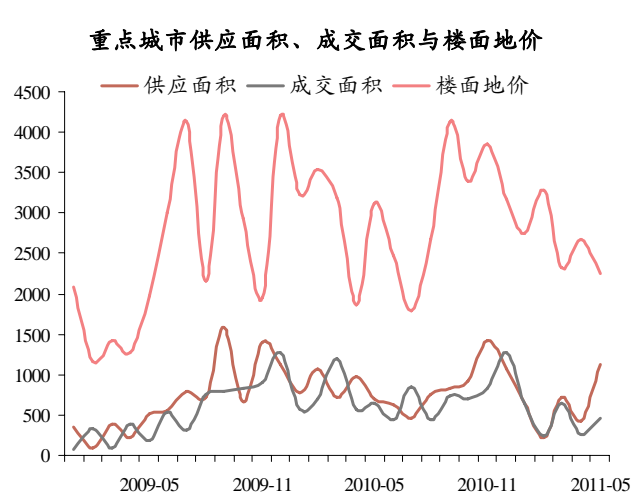
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 17: 天津、北京等一线城市地价出现明显松动



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 18: 1-6 月楼面地价明显下降



资料来源: CEIC、中投证券研究所

3.2 地方政府发债将逐步试水

短期来看，地方政府债务掣肘我国房地产调控政策。目前，房地产的调控进入到攻坚阶段，商品房需要经历“去泡沫化”，而保障房建设进度要加快实施，房地产问题关系到民生和社会稳定。目前，地方政府的债务成为房地产调控和保障房建设的最大掣肘。

第一、地方债务短期将以清查存量，控制增量。清查存量是政府希望消除地方平台债务风险的第一步，债务显性化有助于监管和风险控制。短期内对于地方政府的融资瓶颈，新增量上将以财政部代理发行地方债和地方融资平台发行企业债为主。近期，我国财政部代理发行了2期共计400多亿元的债券，而发改委近期也下发了关于允许地方融资平台发行企业债为保障房融资的通知，但是，二者存在一些问题，前者主要是规模限制，相对于地方政府的融资需求显得杯水车薪，后者则存在发行利率不断飙升导致融资成本上升的问题。

第二、解除省级及市级政府机构出售债券的限制，逐步放行市政债。目前，地方债务问题成为经济发展的掣肘因素。按照现行的财政和保障房政策，我们预计地方政府在明、后年就将进入违约高峰期，中国经济或面临较大风险。一是银行资产趋于恶化；二是地方政府投资锐减拖累经济。从我们的预测来看，2012年开始地方政府将出现绝对的资金缺口。“十二五”期间地方政府在城镇化推进、民生领域建设等方面承担主体作用，而融资瓶颈成为最大制约因素。解除省级及市级政府机构出售债券的限制，放行市政债一是解决长期积累的地方政府财权事权分离的状况；二是建立地方政府融资平台贷款风险对冲机制的重要一步，有助于地方政府融资途径由单一银行信贷方式转向金融市场，同时，通过将5年期的贷款转化为更长期的债券，延长地方政府还本时间，改善其短期现金流，防止银行出现金融风险。虽然我国预算法对此有限制性规定，但也提出了“法律和国务院特别规定”的除外情况。从目前的情况来看，广东、浙江已获选为试点省份，最快在今年内即可以地方政府名义发债，规模分别在100亿左右。而财政部也在抓紧制定自行发债试点管理办法，协助广东、浙江制定债券发行兑付操作办法。

另外，若遭遇地方债发行遇冷情况，不排除政府放开债券市场参与者，让普通

老百姓也能够像购买国库券那样认购地方债。

从未来 5 年的发展来看，我国城镇化的加快推进随着而来的民生和保障房问题都需要以地方政府为主体解决，地方政府的资金缺口以及融资瓶颈却成为最大的制约因素。因此，解除省级及市级政府机构出售债券的限制，在各个省份逐步推行市政债是必然之举。一旦地方债券放行，将推动地方在民生领域的投资增长，这将是未来 5 年内我国经济的新亮点。

表 4：地方投融资平台相关政策消息

时间	政策消息
2009 年 3 月 23 日	央行和银监会联合出台《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。
2009 年 10 月 15 日	国家发改委财金司司长徐林在“中国城投债创新与发展研讨会”上指出，目前直接融资方式占比依然较小。他指出，这一两年内要将城投债做大。
2009 年 12 月 3 日	财政部明确指出“地方进行基础设施建设必须量力而行。严禁违反或规避相关法律的规定，为政府融资平台公司向社会公众集资等直接或变相提供财政担保”
2010 年 1 月 4 日	保监会下发通知，要求保险机构应当关注地方融资平台的负债风险，理性分析城投债的投资价值和风险收益。
2010 年 1 月 28 日	外电消息称，中国国家发展和改革委员会已放慢了城投债的审批步伐,目前原则是省会、计划单列市的城投债在债券存续期内原则上限报两只;地级市、县级市的城投债在债券存续期内原则上限报一只。
2009 年 2 月 23 日	财政部正在牵头制定一份旨在规范地方政府融资平台的文件，其中很重要的一条原则是，地方政府和人大所开具的“担保函”无效。
2009 年 3 月 5 日	温家宝总理在政府工作报告中提到：“切实加强政府性债务管理，增强内外部约束力，有效防范和化解潜在财政风险。”
2010 年	《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19 号）等政策文件陆续出台后，我国地方政府融资平台清理规范工作全面推进。
2011 年 3 月 1 日	审计署 18 个特派办和 37 家地方审计机关，开始了对 31 个省（区、市）和 5 个计划单列市政府性债务的全面审查。
	银监会在 2011 年关于地方融资平台的检查周期已逐渐形成制度，并按季进行。各银监局分别于 4 月末、6 月末、9 月末和 12 月末前，将每季检查报告以省局为单位合并汇总，报送银监会。
2011 年 04 月 19 日	中国人民银行行长周小川出席清华金融高端讲坛时表示，有关部门正积极研究市政债推出事宜。市政债和财产税的搭配组合，有助于解决我国城镇化发展的融资问题。
2011 年 7 月 6 日	国务院总理温家宝 6 日主持召开国务院常务会议，部署 2010 年度中央预算执行等审计查出问题的整改工作。会议指出，妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题，同时要研究建立规范的地方政府举债融资机制。这是审计署关于地方政府性债务审计结果出炉后，国务院首次就此问题进行表态。

资料来源：中投证券研究所

表 5：地方投融资平台类型划分

分类标准	类型
按照法律性质划分	可分为企业法人、事业法人和机关法人
按照平台功能划分	可分为经营性平台和融资性平台
按照收入划分	可分为有自营收入、有一定自偿能力的平台和没有自营收入、缺乏自偿能力的平台

资料来源：中投证券研究所

表 6: 地方投融资平台的贷款形式

贷款形式	具体方式
银行贷款	直接利用资产抵押（通常是用土地使用权作为抵押品），政府提供担保，进行传统意义上的商业贷款
银信合作	政府提供财政担保，银行和信托公司合作发行信托理财产品，再由信托公司贷款给平台公司
银行理财	政府提供财政担保，银行直接发行集合理财产品，再贷款给平台公司
发城投债	政府担保，由平台公司发行公司债，募集资金用于城市建设。2009 年，共发行 105 期城投债，发行规模超过 1300 亿元。
政信合作	政府提供财政担保，信托公司发行信托产品，贷款给平台公司

资料来源：中投证券研究所整理

表 7: 地方投融资平台的业务范围

项目	具体定义
基础设施建设	城市开发建设，土地一级市场开发，保障性住房建设，道路、桥梁、地铁修建，广场花园兴修及城市绿化改造，河网改造以及环保设施兴建等
市政公用事业	供电，供水，供热，供气，公共交通运输以及照明等
水务	供水，排水，污水治理

资料来源：中投证券研究所整理

表 8 全国地方政府性债务偿债年度分布(单位: 亿元)

偿债年度	三类债务合计		政府负有偿还责任的债务		政府负有担保责任的债务		其它相关债务	
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
2011 年	26246.49	24.49%	18683.81	27.84%	3646.24	15.60%	3916.44	23.46%
2012 年	18402.48	17.17%	12982.52	19.35%	2972.07	12.72%	2447.89	14.66%
2013 年	12194.94	11.37%	7991.36	11.91%	2265.98	9.70%	1937.6	11.61%
2014 年	9941.39	9.28%	6177.01	9.20%	2273.31	9.73%	1491.07	8.92%
2015 年	8012.26	7.48%	4934.69	7.35%	1780.66	7.62%	1296.91	7.77%
2016 年及以后	32377.35	30.21%	16340.12	24.35%	10431.48	44.63%	5605.75	33.58%
合计	107174.91	100.00%	67109.51	100.00%	23369.74	100.00%	16695.66	100.00%

资料来源：国家审计署、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

张 捷, 中国社会科学院金融学博士, 中投证券研究所宏观经济研究员。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、政策研究等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434