

2010年3月30日

中国经济 无须担心中国的“高”债务问题

什么样的问题？“通过提高资产负债表的杠杆率得到一个更加体面的损益表”是对中国应对金融危机的一个形象表述。现在危机最严重的阶段已经过去，越来越多的关注开始转向中国的高负债（其是资产负债表恶化的指示器）以及其对整个经济和市场所带来的负面的影响。

结论：以国际标准来衡量，中国的整体债务水平仍然相对较低，并且不会造成系统性风险。尽管政府债务—包括那些由地方政府融资平台引致的债务—在危机之后的确出现了快速的增长，但分析考察政府整体的资产负债表、地方政府的现金流以及针对不同经济增长速度情景下进行压力测试，均显示中国财政的可持续性并没有受到威胁，特别是当我们考虑到中国政府拥有雄厚的资产时，更是如此。此外，2009年末中国地方政府融资平台的债务总额预计约有6.1万亿，其中2/3来自商业银行，另外的1/3则来自政策性银行。虽然，各级政府对地方政府融资平台的贷款进行了完全担保，但在现阶段，各级政府能在多大程度上兑现承诺却并不明晰。尽管如此，我们仍期待地方政府融资平台的债务能够有序解决。

我们的观点有何不同：一个经济体中的高额负债在反映该经济体总体负债水平的同时也意味着该经济体有着较为发达和成熟的金融和资本市场。总负债是一个衡量宏观经济风险的有效指标。一旦到了某种程度，资产价格可能严重下跌并导致无法通过资产变现来偿还债务。当没有严重的资产价格下跌的时候，对一个国家整体而言，另一个与债务更加相关的概念是外债。需要提醒的是，当评估中国的财政可持续性的时候，不要忽略了政府资产负债表的资产方。同样需要强调的是，大多数的政府债务是用于投资项目融资而不是经常性支出。

摩根士丹利亚洲有限公司 **Qing Wang 王庆**
Qing.Wang@morganstanley.com
+85228485220

Steven Zhang 章俊
Steven.Zhang@morganstanley.com
+862123260029

重要信息披露，请参见位于本报告结尾的信息披露部分。

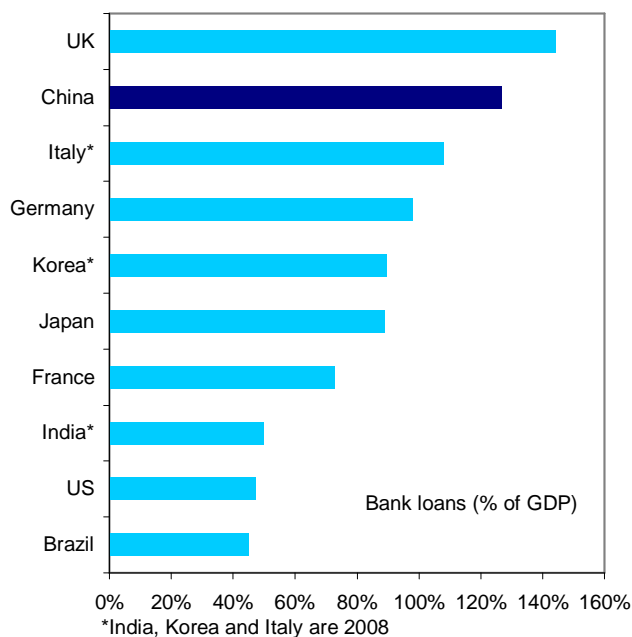
无须担心中国的“高”债务问题

危机后资产负债表恶化不可避免

当我们谈论中国如何应对危机时，我们往往将中国的努力表述为“将健康的资产负债表转化为体面的损益表”，其主要表现为大规模的银行信贷扩张和政府支出计划。危机最严重的阶段已经过去，中国在2009年确实交出了一份比世界上其他主要经济亮丽得多的损益表，但这是在政策强力刺激下才实现的，这也在某种程度上为资产负债表将来出现恶化埋下了隐患。

关于这一点，近来有很多关于中国高债务（高债务往往是资产负债表恶化的指示器）及其对经济和金融市场带来的负面影响的担忧。比如，在这方面一个经常被引用的证据是，2009年新增信贷9.6万亿，相当于2008年GDP的30%，这使得2009年末中国信贷余额占GDP的比重达到127%，成为世界上这一比率最高的国家之一（表1）。的确，中国较高且快速上升的贷款比率往往会引起市场参与者广泛关注。

表1
 中国相对较高的贷款/国内生产总值比

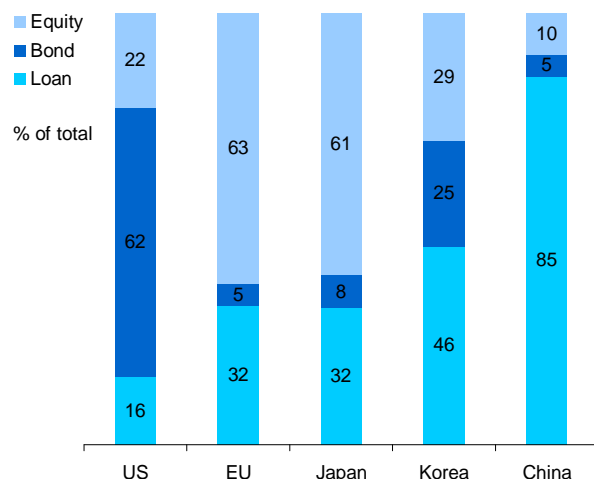


Source: CEIC, Morgan Stanley Research

债务：银行 vs 非银行；总额 vs 外债

在中国，占GDP较高比重的银行信贷往往反映的是中国融资结构问题而不是经济的债务水平。中国85%融资是由银行主导的，股票和债券的融资的比例仅分别占到10%和5%。这与G3以及其他发达的新兴经济体国家中股票和债券占有更高的比重形成了鲜明的对比（表2）。

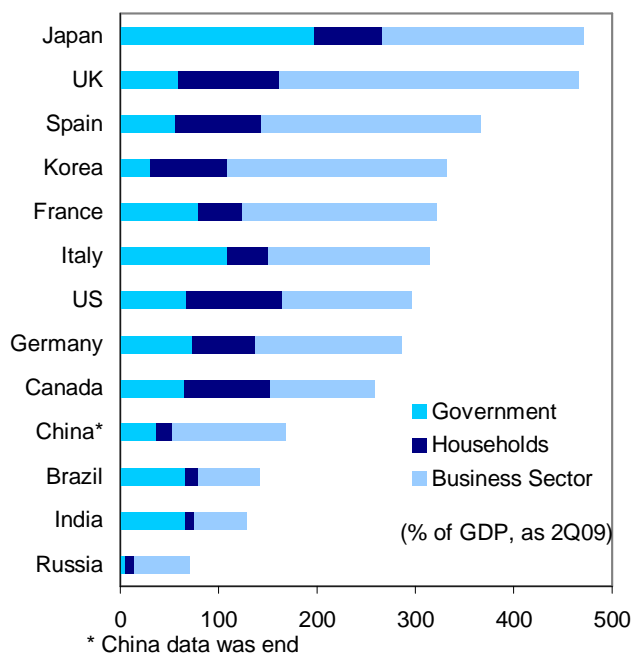
表2
 中国金融中介由商业银行主导



Source: CEIC, Morgan Stanley Research

银行主导的金融市场结构表明，如果仅仅将注意力集中在银行信贷规模上，那么中国的总体债务水平相对于其他经济体而言往往是被高估的。实际上，中国的总负债仅仅占到GDP的170%，远低于工业化国家通常250%-500%的债务比率（表3）。我们认为，金砖四国的平均总负债远低于工业化国家，从根本上反应了前者金融和资本市场的不发达。

表3
 中国的整体债务水平仍然较低



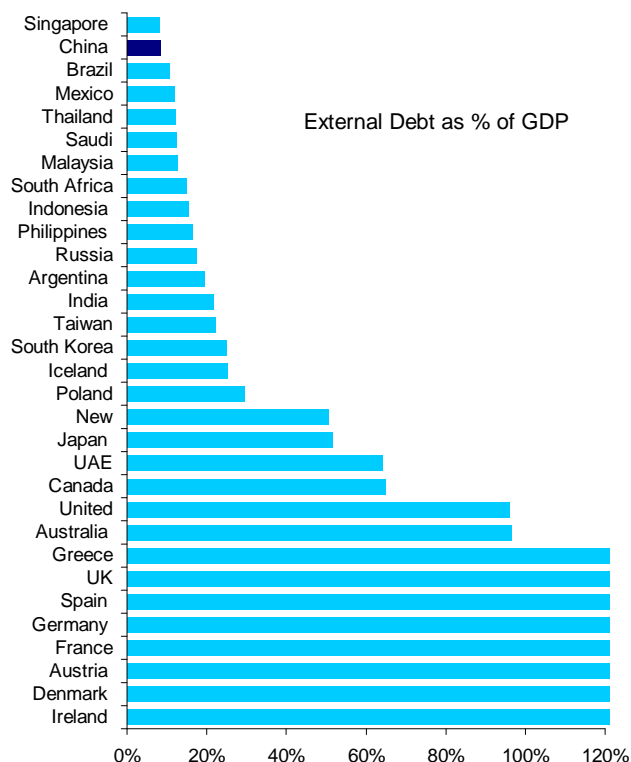
Source: CEIC, Morgan Stanley Research

换言之，一个经济体中的高额负债在反映该经济体总体负债水平的同时，也意味着该经济体有着较为发达和成熟的金融和资本市场。相对于银行负债，总负债是一个衡量宏观经济风险的有效指标。一旦到了某种程度，资产价格可能严重下跌并造成无法通过资产变现而偿还债务，这一现象在大萧条时期以及历史上其他重大的金融危机过程中都曾出现过。

然而，当没有严重的资产价格下跌的时候，对一个国家整体而言，另一个与债务更为相关的概念是外债。因为，国内的债务往往由国内的资产补偿，但在相同债务水平下，外债往往会使一个国家更易于受到国际利率和汇率变化的冲击，而这些因素是一国无法控制的。所以，一个国家必须形成持续的外汇收入（比如通过出口）以用作偿还外债。以外债来衡量，中国的债务水平是世界上最低的国家之一（表4）。这实质上降低了中国在应对潜在外部冲击时面临的“宏观上追加保证金要求”（macro margin call）的风险。换言之，当一个国家能够发行以本币计价的外债的话，其相关风险就会大大减少，然而这仅仅是世界上少数国家的

特权（比如，G3）。

表4
 中国的外债处于很低水平



Source: CEIC, Morgan Stanley Research

窥视黑盒子：地方政府债务

尽管法律禁止中国地方政府财政赤字和举债，但通过或直接或间接地对地方政府融资平台的银行贷款进行担保，中国地方政府肩负着巨额债务。由于缺乏可靠数据，地方政府债务水平没有一个准确的估计，人们对地方政府债务的数额产生的诸多估计也就不足为奇，一些观察者认为2009年末这一数字可能高达11万亿元人民币，到2011年则可能达到20万亿元人民币。

然而，我们认为这些估计过于夸大了真实情况。尽管没有直接的现有数据，但中国单一的银行主导的融资模式使得对地方政府融资平台债务的估计并没有看起来那么难，因为几乎所有的地方政府债务都是直接或间接地来自银行贷款。所以，与其通过各种途径搜集数据采用倒推法来估计

政府融资平台的债务数量，还不如通过直接考察银行信贷结构来估算。

表 5
中国：银行贷款总额 单位：万亿元人民币

	2002	2008	2009
金融机构贷款	26.2	30.3	40
家庭贷款	5.1	5.7	8.2
非金融机构贷款	21.1	24.6	31.8
短期融资和票据融资	11.1	12.6	14.4
中长期贷款	9.7	11.7	16.7
房地产开发商贷款	1.8	1.9	2.5
非房地产中长期贷款	7.9	9.7	14.1
地方政府融资平台贷款	1.5	2.4	6.1
其他中长期贷款	6.4	7.3	8.1
其他贷款	0.3	0.4	0.7

Source: CEIC, Morgan Stanley Research

2009 年底人民币贷款余额为 40 万亿元人民币。我们可以从贷款总额中剔除不太可能是政府融资平台债务的部分，比如家庭贷款、短期贷款、房地产开发商的中长期贷款及其他中长期贷款等，剔除后的贷款额可以看作是政府融资平台贷款。通过这一方法，我们估计政府融资平台的贷款总额约为 6.1 万亿元人民币，占银行贷款总额的 15%，占 GDP 的 18%（表 5）。

通过检验过去几年内基础设施投资总额可检验上述估计的可信性，因为政府融资平台设立之初衷就是通过银行信贷进行基础设施投资。首先，在过去的六年（2004-2009）里，基础设施投资总额为 19 万亿元人民币。在这里，选取 6 年作为时间范围是因为 6 年前政府融资平台向银行贷款是受限制的，即便是 6 年前发生过一些，其中的大部分要么已经偿还，要么也已经被计入不良贷款。第二，我们假定那些政府预算内的固定资产投资都属于基础设施投资范畴。第三，地方政府土地出让收入全部用于支持基础设施项目。

基于以上假定，我们估计，2004-2009 年，由除国家财政预算和土地出让收入以外的资金（如国有企业、私有企业等）投入基础设施的总额为 9.8 万亿元人民币，其中，国有企业投资占固定资产投资总额的 45%，占 9.8 万亿元基础设施投资总额的 70%，即 19 万亿元的基础设施投资总额中，有 6.8 万亿元是由国有企业投资的（表 6）。

表 6
中国基础设施投资情况（2004-2009） 单位：万亿元人民币

基础设施投资总额	19.0
国家财政	3.5
地方政府土地出让收入	5.7
其他来源	9.8
国有企业	6.8
其他	2.9

Source: CEIC, Morgan Stanley Research

虽然这一数字高于我们先前估计的 6.1 万亿元人民币，但已足够相近。并且，这两个数据之间的差异至少可以通过如下两个方面的因素得到解释：一是除银行贷款外政府融资平台还通过发行地方债来融资，而地方债没有被包含在银行贷款中，我们估计 2009 年底地方债总额约为 4000 亿元人民币；二是一小部分大的基础设施建设项目是由中央国企而非地方国企投资的。

值得一提的是，尽管我们可以对地方政府债务做更详尽、准确的估计，但是这并不会改变地方债务总额的大致水平，只会使贷款总额中的政府债务和商业债务得到更明确的界定。

财政状况审视：基于资产负债表的判断

尽管包括地方政府融资平台债务和或有负债在内的政府债务在危机发生后迅速浮现，但它并没有威胁到财政的可持续性，也没有带来不可避免的系统性的风险，特别是当我们考虑到中国政府拥有雄厚的资产时。

考虑到或有债务因素，我们估计中国政府债务在 2009 年底可能高达 16.8 万亿元人民币，占 GDP 的 51%。在中国，除由地方政府通过融资平台发生的债务，还有两类主要的或有债务：一是商业银行股改和重组之前的不良贷款；二是养老金改革的转型成本。根据 IMF 的估计，源于不良贷款处置的损失约为 3.6 万亿元人民币，源于养老金改革的转型成本约为 1.6 万亿元人民币。那么我们应该担心中国财政的可持续性呢？

我们认为，包括或有债务在内的中国政府债务虽然很高，但它对财政可持续性的威胁并没有看起来那么严重。这是因为中国政府资产负债表中的资产方是相当雄厚的，这使得中国不同于世界上其他的国家，他们没有如此多的资产，

以至于他们的举债和偿债能力主要由单一因素来决定，即政府筹集税收的能力。

首先，中国政府拥有相当数量的流动资产：现金。2009年末，中央政府在银行体系的国库存款达到2.2万亿，占GDP的6.7%，并且这一数字在过去的5年里一直在快速增加（表7）。此外，政府和准政府机构在银行体系存款达到3万亿，占GDP的8.8%，同样的，这个数字在过去的5年里也在稳定增长。

其次，根据官方公布数据，在中央政府和地方政府所有的国有企业中，国有股账面价值在2008年约为17万亿人民币，这个数额相当于2009年GDP的51%，也与政府总的债务额度（已经包含或有负债）大致相等。

表7 中国：财政状况的全面审视

政府负债以及或有负债

1. 国债：

2009年6.2万亿人民币，（占GDP的18.5%）

2. 地方政府融资平台债务：

2009年6.1万亿人民币，（占GDP的18%）

3. 财政赤字：

2009年0.95万亿人民币（占GDP的2.8%）；2010年

1.05万亿人民币（占GDP的3.1%）

4. 或有负债：

过去的不良资产3.6万亿人民币（占GDP的11%）以及养老金改革的转型成本1.6万亿人民币（占GDP的4.9%）

政府拥有或控制的资产：

1. 国库存款：

2009年2.2万亿人民币（占GDP的6.7%）

2. 其他政府和公共机构的现金存款：

2009年3万亿人民币（占GDP的8.8%）

3. 政府持有的国有企业股权：

2008年17万亿人民币（占2009年GDP的51%）；

2003-2009年规模以上企业工业利润14万亿人民币（其中37%源于国有企业的贡献）

4. 国家拥有的非农业用地；政府能有效控制的农业用地；2004-2009年纳入财政的土地出让金累计达到5.7万亿（占2009年GDP的17%）

但是，政府的国有股份能够在多大程度上转化为可偿还负债的资产呢？中国的国有企业是否也像其他国家一样管理不善和持续亏损呢？答案是否定的。经过三十年的经济改革，中国的国有企业部门也发生了根本变化，已经和计划经济时代不可同日而语。比如，2003至2009年，中国规模以上工业企业共实现利润14万亿元，其中国有企业贡献了37%。再如，仅银行、石油、电信三个部门大型上市公司中，国有股市场价值达到8.8万亿，相当于2009年GDP的26%。

第三，不要忘记土地。非农业用地在法律上属于国家所有。农业用地理论上由农民集体所有，但实际上也在政府控制之下。政府能够以远低于市场价的低廉价格从农民手中拿到土地。我们无意估计政府控制土地的价值，但我们认为政府直接或间接控制的土地是政府手中最大和最有价值的资产。简单做一个估计，官方数据显示，2004至2009年政府从土地出让中获得的总收益达到5.7万亿，约占2009年GDP的17%。

财政检验一：对债务可持续性的压力测试

我们构建了一个压力测试，结果表明：在基准假设下，中国债务在中长期具有很强的可持续性，但是对不同宏观经济增长轨迹变化比较敏感。

在构建压力测试时，我们首先做出几个假定。第一，基本财政赤字（不包含债务的利息支付）在2010至2011年约为GDP的3%，在2012年约为2%，在后续年份为1%。第二，未来五年内政府对显性债务支付5%的利息，尽管政府能够以更低成本（比如低于3%）举债。第三，在2010年7.5万亿新增贷款中，有3万亿投向政府融资平台，随着财政刺激的逐步退出和政府融资平台可能的私有化改革，该数额在2011-2012年减少至2万亿，在后续年份减少至1万亿。

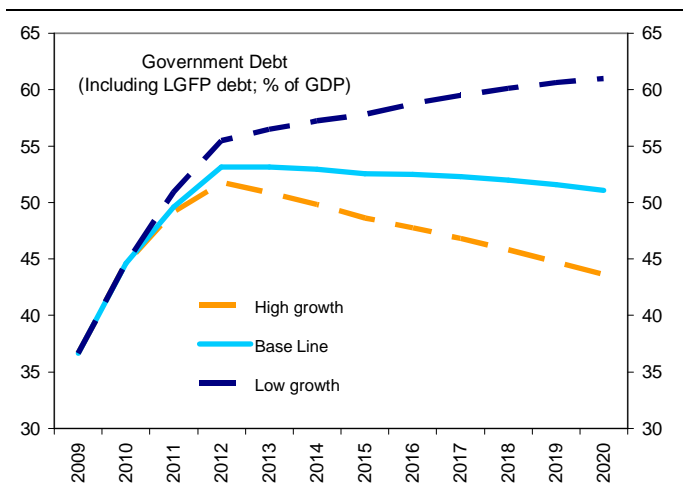
我们检验了三种不同的情形。在基本情形下，假定2010年GDP增长率为11%，2011年为9%，2012至2015年为8%，2016至2020年为7%；在乐观（高增长）情形下，2011至2015年GDP增长率为10%，2016至2020年为9%；在悲观（低增长）情形下，2011至2015年GDP

增长率为6%，2016至2020年为5%。三种情形均假定GDP缩减指数在上述时期稳定在3.5%。

如表8所示，在基本情形下，政府债务占GDP的比重在2012年达到53%的顶峰，然后开始逐渐下降，至2020年下降至50%。在乐观（高增长）情形下，政府债务占GDP的比重在2012年达到52%的顶峰，然后快速下降，至2020年回落至45%以下。在悲观（低增长）情形下，2020年以前政府债务占GDP的比重将持续上升，达到国际较高水平。

但悲观情形并不意味着，增长前景急剧恶化会使得政府债务毫无保证。该压力测试假定政府不采取“剥夺”的手段去偿还债务，尽管政府拥有巨大现金存款和大量其他资产（比如国有股份和土地等）。政府拥有大量资产的事实只是使中国本已良好的财政状况（根据国际标准）更加健康。

表8
在不同情况下中国政府债务水平的演变轨迹



Source: CEIC, Morgan Stanley Research estimate

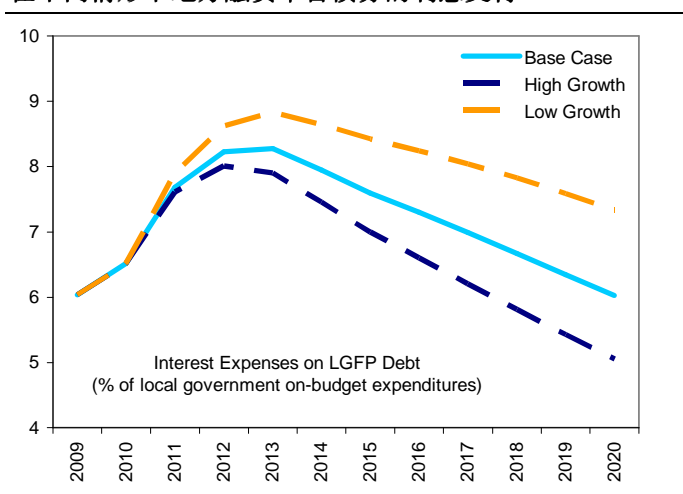
财政检验二：基于现金流的角度

压力测试一表明，整个政府债务的可持续性在长期内并不是问题。然而有人担心，地方政府在还本付息时可能遇到现金流的困难。有多种指标可以衡量现金流在应付债务方面的充裕性，我们从中选择了一个与实际情况最相近的指标，即“政府融资平台利息支出占地方政府预算内支出比重”。地方政府融资平台的债务主要用于投资项目融资，而非经常性支出。在这些项目完成和产生现金流之前，偿还

利息支付的义务便落在地方政府头上，因此，这些支出只能由政府预算内收入覆盖。这需要消减其他预算内支出或者寻找其他预算外收入。所以这个指标可以衡量为额外利息支付，正常预算内支出受到挤压的程度，也可以量化地方政府寻找其他预算外收入的压力。

本压力测试没有包含贷款本金的分期偿还。因为：1) 据我们所知，大部分地方政府融资平台债务是一次还本贷款；2) 只要政府能够偿还利息，债务情况就可以稳定，便能够赢得解决债务问题的时间。在我们看来，地方政府融资平台债务困难的根本解决办法是融资平台资产的私有化或者出售其他国有资产。

表9
在不同情形下地方融资平台债务的利息支付



Source: CEIC, Morgan Stanley Research estimate

注释：纵轴表示地方融资平台债务的利息支付（以其占地方政府预算支出的百分比来表示）；浅蓝色实线为基准情景；黄色虚线为低增长情景；深蓝色虚线为高速增长情景正如表9所示，在基准情景下，为了保证足额利息支付，需要从地方政府预算内支出中压缩8.3%（峰顶水平）用于专项支付。在经济高增长的情景下，需要从地方政府预算内支出中最大压缩8%用于专项支付，而在经济低增长情景下，需要从地方政府预算内支出中最大压缩量接近9%。作为选择，如果正常的预算内支出不能压缩用于满足利息支付需要，地方政府必须寻求获得等额的预算外收入。关键问题是地方政府是否能将财政收入保持在一个可持续增长的水平上。地方政府已经意识到可以通过土地出让获

得充足的收益，而且这部分来自土地出让的累积收入确已成为地方政府预算外应计收益的一部分——2004-2009年累计达到了5.7万亿人民币，超过了同期地方政府预算内支出的25%。

商业银行的风险压力：透明度是关键

把地方政府融资平台债务视为政府债务，这就意味着政府将会为融资平台上所发生的所有债务提供担保。通过全面图解中国的所有债务状况，发现其中的政府债务可以承受，而且未显示出系统性风险，我们认为只要中国政府愿意，完全能够在不危害财政可持续性的情况下为地方政府融资平台债务提供担保。

但是，事实上，政府在某种程度上或许无法给地方政府融资平台上的债务提供充分、完全的担保，因此银行不可避免的要承受来自融资平台的信用风险。我们估计截止到2009年末有超过6.1万亿人民币的贷款流向了政府融资平台，其中的1/3来自于政策性银行，商业银行向融资平台提供的贷款支持约为4万亿人民币。

尽管现阶段每家银行所面临的来源于地方政府融资平台的风险程度尚不明晰，但我们相信大型国有控股银行（例如工行、中行、建行、农行）所面临的风险要比中小型银行（城市商业银行）小得多，因为中小型银行的信贷决策受地方政府的影响较大。此外，我们认为，大银行在地方政府融资平台债务中的信贷风险更容易得到政府的担保。这是因为只有大银行才有能力为涉及更高级别地方政府的大型项目融资，从而获得官方的正式委托和承诺。

然而，由于商业银行对地方融资平台贷款的风险敞口缺乏透明度，这使得市场情绪产生了不利影响，也部分解释了为什么近几个月少数上市银行股价表现不佳。随着时间流逝，更多相关信息可能变得透明有效，我们不期望能快速解决地方政府融资平台存在的相关问题，因为目前尚好的财政状况可以保证政府融资平台不断改进，而不是发生革命性的变化。

接下来会如何？

为了规范管理地方政府融资平台的借贷行为，有效控制快速膨胀的地方政府融资平台债务，中国当局应该在近期出

台相关的政策指导意见。该意见旨在增强地方政府融资平台借贷行为的透明度和并强化惩戒约束。特别的，地方政府融资平台应根据经营特征将被划分为三大类：a) 纯公共服务类；b) 具有商业利益性质的一类；c) 其他类。a) 类应从预算外纳入预算内管理。b) 类应被公司化或私有化。c) 类应综合运用私有化和证券化手段放开运作，并通过一个渐进的过程强制退出。当然，这些政策指导意见可能主要是针对规范管理新的地方政府融资平台及其行为，而现存的地方政府融资平台和他们之前的运作则不受新规定的限制。这些政策的变化很可能有助于有序地松绑地方政府融资平台债务，这需要中国经济保持良好的发展态势。

信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies

重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未顾及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其在香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。

RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是

Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

美国 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 UnitedStates Tel:+1(1)2127614000	欧洲 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD UnitedKingdom Tel:+44(0)2074258000	日本 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 Japan Tel:+81(0)354245000	亚太地区 ThreeExchangeSquare Central HongKong Tel:+85228485200
---	---	---	--