



联讯证券专题研究

深度解析地方政府债务

2019 年 03 月 01 日

投资要点

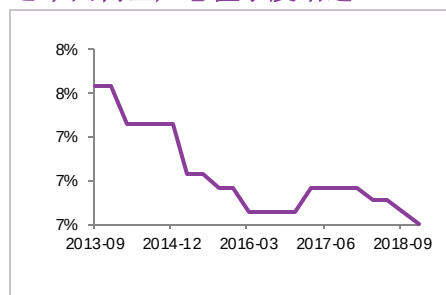
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《制造业投资高增速还能延续吗？》

2019-01-27

《信用周期 70 年》2019-02-01

《天量社融反映了什么》2019-02-15

《风起普惠，科技先行》2019-02-20

《深度解析居民杠杆》2019-02-26

深度解析地方政府债务

用两分法来看政府债务，我们可以发现中央债务比较明确，自财政与央行职能明确分工后，其主要手段是发行国债，近几年净融资规模（赤字）大约在 1.4 万亿左右，债务扩张仍存在一定的空间。

而地方政府债务比较复杂，统计口径与范围虽存在异议，但规模较高已经成为共识，是当前政府杠杆的主要贡献方，也是决定政府能否继续加杠杆的主要推手。

本文以地方政府的债务为焦点，主要讨论四个问题：

第一， 地方政府债务是如何形成与演变的；

第二， 明晰地方政府债务分类与统计口径；

第三， 依据第二部分的口径分类，对地方政府的债务规模与风险进行测算；

第四， 总结与相关的政策建议。

风险提示：地方政府债务规模超预期，政策超预期



目 录

一、地方政府债务的形成与演变	3
(一) 2009-2016: 从放任到规范	3
(二) 2017-至今: 双管齐下的纠偏	5
1、针对地方政府和城投的债务监管	5
2、对金融机构的监管	6
二、地方政府债务的分类与统计	7
三、地方政府的债务规模与压力测算	9
(一) 隐性债务的规模测算	9
1、从资金运用的角度进行测算	9
2、从资金来源的角度进行测算	10
3、从举债主体的角度测算	13
4、对三种测算方法的评价	15
(二) 地方政府的债务负担与压力	15
1、债务率视角	16
2、财政可用于偿债的支出角度	19
四、总结与政策建议	21

图表目录

图表 1: 50 号文的核心要点	5
图表 2: 地方政府显性债务的组成	7
图表 3: 某省银行隐性债务用途	9
图表 4: 2013 年 6 月末, 地方政府或有债务的资金主要来源于银行贷款、债券和非标和融资租赁	10
图表 5: 资金信托投向基础产业的规模占信托贷款的比例现在稳定在 35% 左右	11
图表 6: 不同类型的融资租赁企业的期末合同余额	12
图表 7: 融资租赁公司的应收融资租赁款及相应投向基建行业的比例	12
图表 8: IMF 测算的地方政府债务情况	13
图表 9: 城投可能形成的隐性债务多以长期贷款为主	14
图表 10: 各省级行政区的隐性债务规模呈现中东部高、西部低的特征, 分化较大	16
图表 11: 考虑折算系数的地方政府债务一览	17
图表 12: 地方综合财力分项的计算公式	18
图表 13: 各省级行政区的综合财力一览	18
图表 14: 各省级行政区的债务率一览	19
图表 15: 地方一般公共预算支出中的刚性支出比例大概在 78% 左右	20
图表 16: 各省级行政区的最高隐性债务到期率一览	21



用两分法来看政府债务，我们可以发现中央债务比较明晰，自财政与央行职能明确分工后，其主要融资手段是发行国债，近几年净融资规模（赤字）大约在 1.4 万亿左右。

而地方政府债务比较复杂，统计口径与范围虽存在异议，但规模较高已经成为共识，是当前政府杠杆的主要贡献方，也是决定政府能否继续加杠杆的主要推手。

本文即以地方政府的债务为焦点，主要讨论四个问题：

- 第一， 地方政府债务是如何形成与演变的；
- 第二， 明晰地方政府债务分类与统计口径；
- 第三， 依据第二部分的口径分类，对地方政府的债务规模与风险进行测算；
- 第四， 总结与相关的政策建议。

一、地方政府债务的形成与演变

地方政府债务问题的源头最早可追溯至 1994 年，当时施行的分税制改革重构了中央与地方政府之间的财政关系，财权向中央政府倾斜，而事权向地方政府下放，对地方财政产生了非对称的影响。

在发展才是硬道理的引领下，地方政府有举债创收，搞活经济的诉求。但作为分税制改革配套的旧《预算法》，规定地方政府不得直接举债。

在收支压力之下，1992 年上海成立上海市建设投资开发总公司参与城市建设的模式，开始在全国范围内推广。地方政府及其所属部门陆续出资成立平台公司，发展成城投模式这一具有中国特色的地方投融资模式。

2008 年金融危机后，城投帮助地方政府融资的功能得到进一步体现，因为央行与银监会在 2009 年 3 月份联合提出：“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。”首次认可了城投公司的辅助融资功能。

文件发布后，融资平台在全国范围内加速组建。据统计，2009 年全国新增融资平台 2000 多家，与之对比的则是 1992 年至 2008 年全国以各种形式成立的融资平台仅 6000 多家。

但正如我们现在所了解到的，城投公司并不是完全市场化的企业，从它的诞生开始，就跟地方政府债务之间有着千丝万缕的联系。

（一）2009-2016：从放任到规范

2014 年前，为了提高城投公司的融资能力，完成基建任务，地方政府通过各种形式给城投融资提供担保是很常见的做法，但随着规模累计，这种行为背后所蕴藏的风险也越来越大。

一方面，投资端，公益性项目和非公益性项目不分，加之预算软约束，城投债务越滚越多；另一方面，融资端，城投债务和地方政府债务不分，地方政府实际承担的债务到底多少，难以计算。

2011-2013 年，中央开始对地方政府的债务摸底，为管控地方政府借助城投违规举债的行为做准备。



2014 年 9 月，国务院下发 43 号文，正式开启了规范地方政府的举债行为的大幕，其中有几条规定为后续若干年的地方债务监管建立起了基础性的框架，影响深远。

(1) 明确剥离城投的政府性融资职能，融资平台不得新增政府债务；

(2) 赋予地方政府适度举债的权限，明确地方政府债券是地方政府唯一的融资渠道，在国务院确定并经全国人大批准的额度内，地方政府可以发行债券，并纳入预算管理；

(3) 对城投所举借的存量债务进行甄别，被甄别为地方政府负有偿还责任的债务，可以发行地方政府债券置换；

(4) 鼓励推广 PPP 模式，撬动社会资本参与基础设施和公共服务的提供。

但随着 2015 年的经济下行和稳增长压力显著增大，在不违背“企业债务和地方政府债务不分”这一大前提下，后续新出台的政策开始出现松动。

比如说 PPP 模式。此前规定“社会资本方不包括本级政府所属融资平台公司及其控股国有企业”。这一点很好理解，因为 PPP 模式的核心目标是通过引入社会资本，提高基础设施和公共服务的效率。

但随着稳增长压力加剧，2015 年 5 月下发的 42 号文，对 PPP 社会资本方认定有所放松：“对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目，通过与政府签订合同方式，明确责权利关系”。

这一松动，给地方政府借助融资平台，以明股实债的 PPP 项目为载体，进一步扩张债务的机会。

再比如发改委发布的 1327 号文，大幅放松了发债条件，突破了原先县级主体必须是百强县才能有 1 家平台发债的限制，为后续区、县级的平台融资大扩张埋下了伏笔。

从地方政府的角度来看，允许发行地方政府债券虽然开了正门，但限额和预算管理与稳增长目标之间存在难以平衡的冲突，这让地方政府利用城投或其他方式进行债务扩张的冲动一直存在。

从金融机构的角度来看，资产有了地方政府的担保后，有了安全垫，能获得相对确定、收益率更高的回报，因此，金融机构在 2015 年后也借着各种“金融创新”将资金输送至城投领域，为地方政府违规举债提供了子弹。

本来 43 号文的初衷是为了切割地方政府债务和城投债务，让地方债务变得更加透明以便于监管，并通过地方政府债务限额管理控制地方债规模，同时在基础设施和公共服务领域，通过 PPP 模式引入社会资本，来提高基建项目和公共服务的运营管理水平。

但实际上，15-16 年稳增长压力下，地方政府对城投企业频繁的担保和增信措施导致地方债务与企业债务并未完全切割，金融创新加剧了底层资产穿透识别的难度，明股实债类型的产业基金和 PPP，在结构化融资和会计处理过程中更容易隐匿杠杆。

所以，相比于 43 号文推出之前，地方政府债务问题不仅没有化解，反而结构更加复杂、杠杆更加隐匿、债务更加不透明。



（二）2017-至今：双管齐下的纠偏

2016 年四季度后，稳增长效果显现，政策基调开始从稳增长转向防风险和严监管，中央开始对地方政府频繁突破 43 号文底线提供违规担保，增加地方债务负担的行为进行纠偏。

从出台的政策看，总体思路是让地方债问题重回 43 号文所要求的框架内。根据被监管对象，我们可以把这段时间内发布的各种监管措施分为两类，一类针对地方政府和城投，一类针对金融机构。

1、针对地方政府和城投的债务监管

2017 年 5 月，财政部、发改委等六部委联合发布了 50 号文，要点共有七条（图表 1），主要是再次明确了地方政府债券是地方政府举债的唯一合法手段，禁止地方政府对城投公司提供的各种隐性担保，禁止明股实债类项目。

与之前一系列的文件相比，50 号文更具指导性意义，因为后续一系列监管政策都是以 43 号文和 50 号文的思路为核心展开，在细节上做更明确的规定。

图表1： 50 号文的核心要点

序列	核心要点
1	地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。
2、	融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。
3、	金融机构为融资平台公司等企业提供融资时，不得要求或接受地方政府及其所属部门以担保函、承诺函、安慰函等任何形式提供担保。
4	地方政府举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券，除此以外地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式，要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债。
5	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债。
6	除国务院另有规定外，地方政府及其所属部门参与 PPP 项目、设立政府出资的各类投资基金时，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。
7	允许地方政府结合财力可能设立或参股担保公司（含各类融资担保基金公司），构建市场化运作的融资担保体系，鼓励政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务，地方政府依法在出资范围内对担保公司承担责任。

资料来源：联讯证券

比如对政府购买服务进行规范的 87 号文，可以看作是 50 号文的补充。

通常来讲，合规的政府购买服务，应该满足：1）“公共服务”而不是工程建设；2）公共服务供应商是市场化主体，融资行为与地方政府无关；3）应该是先有预算后有购买服务，服务期限不得超过 3 年。

但在实际执行过程中，违规的政府购买服务盛行，甚至有超越 PPP 的趋势。因为相



对于 PPP 模式，政府购买服务省去了物有所值、财政承受能力论证等诸多评估环节，且不受 PPP 相关支出不超过前一年度一般公共支出 10% 的红线限制。金融机构出资后也无需运营项目，而且有政府信用担保风险更小。

87 号文的出台，重新明确了政府购买服务的“基本服务”、“先有预算，后购买服务”和“纳入指导性目录”的三个基本原则，并对服务范围列出了负面清单：铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等领域的基础设施建设不得列入政府购买服务。

这些被列入负面清单的基础设施建设项目，通常具有稳定的现金流回报，是可以尝试采用 PPP 模式建设的。因此，在某种程度上讲，87 号文在倒逼地方政府在这些领域，推广正规的 PPP 模式。

还有 2018 年 2 月，发改委联合财政部印发的 194 号文，也是如此。

根据发文，地方政府严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，对于已将上述资产注入城投企业的，在计算发债规模时，必须从净资产中予以扣除。

作为中介的信评机构不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁申报企业做出涉及与地方政府信用挂钩的虚假陈述、误导性宣传，以此来强化地方政府和城投平台的债务切割的关系。

正如 43 号文“开正门，堵偏门”的思路一样，2017 年以来的这一波债务监管，在围堵地方政府违规举债的同时，也在开正门，明确了未来的转型思路，集中体现为财政部印发的 89 号文。

在该项文件中，中央明确表明支持地方政府在专项债券额度内，项目收益与融资自求平衡的领域，试点发行项目收益专项债券，可以单个项目发行，也可以同一地区多个项目集合发行，偿债资金来源包括政府性基金收入或者项目的专项收入。

2、对金融机构的监管

15-16 年大资管扩容时，以银行理财、券商资管为代表的广义基金，具有刚兑特性，有高成本压力，以资金池模式运作，对信用风险的承受力较强，对票息的依赖具有刚性。

所以，中低等级长久期信用债具有很强的配置盘，此时不少融资平台，包括区县一级融资平台是不愁融资问题的。

但 2017 年起，持续一年多的金融强监管对同业业务的规范，加之资管新规要求公募型产品转向净值型，高成本要求的刚兑资金开始萎缩。

而存量资金以及新增的净值型产品在开放式申赎压力下，去资金池后会加强对产品的流动性管理，会更偏爱高等级与短久期债券，对低评级城投的债券融资相当不利。

在非标领域，城投同样受到较大的打击。包括但不限于银信 55 号文，中基协禁止集合类资管投资信托贷款、禁止私募基金从事借贷活动，委贷新规等政策，直接使信托贷款和委托贷款出现断崖式的下跌。

而在银行贷款领域，在去杠杆的大环境下，控制银行信贷额度是紧信用的不二选择。在有限的额度内，信贷资金通常会向央企和国企等大客户倾斜，因为这些客户具有抵押品足、风险低的特征，可为银行带来存款、中间业务收入及维系与政府关系等诸多利益，不少区县一级平台，在此背景下也面临获取表内信贷难度上升的压力。



结构化产品方面，资管新规和八条底线对优先级份额/劣后级份额做了杠杆约束，中间级计入优先级份额，固定收益类产品的分级比例不得超过 3:1，权益类产品的分级比例不得超过 1:1，分级资管产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。

这意味着在政府参与的产业基金中，地方政府或城投公司对优先级做财政贴息保障或差额补足等条款不再合规，而且杠杆比例大为降低。

2018 年 3 月，财政部进一步印发 23 号文，从金融机构资产端加强监管，规范金融机构对地方政府和包括城投在内的国企融资。

根据 23 号文，国有金融企业不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款，不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。

至此，财政部、央行、发改委等部委从两端双管齐下，一起形成了对地方政府债务监管的密网，有效遏制了地方政府违规债务的增长，开始着力化解存量的债务风险。

二、地方政府债务的分类与统计

历经数十年形成的地方政府债务，按照时间与标准的不同，有两种不同的分类与统计口径。

一是 2013 年审计署对地方政府债务审计时提出的分类，将地方政府债务分为：政府负有偿还义务的债务（简称“政府债务”）、或有担保债务、或有救助债务（两者合称“或有债务”）。

政府债务由地方政府用财政预算收入全额偿还，且在征得债权人同意后，地方政府可将 2015 年前非债券形式的存量债务用长期限低利率的置换债置换，以减少地方政府的财政收支压力。

或有债务依据 88 号文，有不同的处置方式。或有担保债务若出现原债务人无法全额偿还的情形，地方政府最多偿还未清偿债务的二分之一，或有救助债务则视情况给予一定的救助。

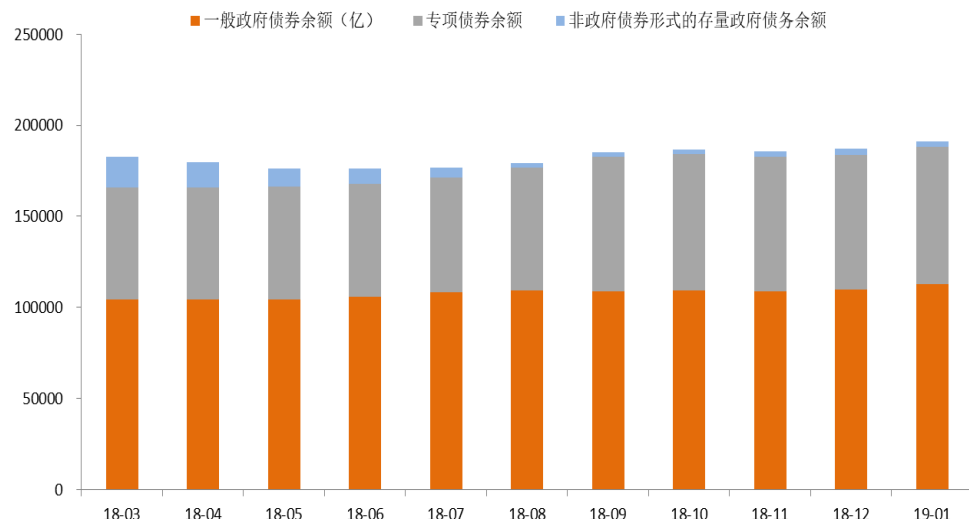
43 号文后，此种分类方式较少使用，因为地方政府在 2015 年后只能以发行一般债券和专项债券的方式举债融资，因此，原则上，2015 年后的地方政府的新增债务只有地方政府负完全偿还责任的地方债这一类。

二是 2017 年后在各大相关会议报告上屡被提及的隐性债务与显性债务的分类，近两年受市场关注较多。

显性债务较好理解，可以简单理解为，如果编制地方政府资产负债表，会直接体现在负债项目中的债务，在财政部预算司每月统计披露。

最新数据为：2018 年末地方政府显性债务存量规模共计 18.3 万亿，其中地方政府未偿债券 18 万亿，以非债券形式存在的债务 0.3 万亿（2015 年前形成的未置换的地方政府负有偿还责任的债务）。

图表2： 地方政府显性债务的组成



资料来源：联讯证券，wind

隐性债务虽然已经有相关的治理文件下发，但未公开，已有公开资料并没有明确的定义。但从当前已有的市场研究与政府相关公告来看，有几种比较常见的理解：

第一，从逻辑推演的角度来看，隐性与显性相对，显性债务既然指地方政府在限额管理和预算管理计划内发行的地方债，那么隐性债务应当是不在限额和预算管理计划内，不以地方债形式存在，但地方政府可能需要承担偿还责任的债务。

第二，从组成及形式来看，隐性债务主要包括三类：

1、为国企（城投平台）、机关事业单位、产业引导基金及 PPP 项目公司等主体举债融资提供隐性担保，包括出具承诺函或担保函（及其他文件），以机关事业单位的国有资产为抵押品帮助企业融资等形式；

2、为建设公益性或准公益性项目举借的债务，直接纳入到财政预算支出范畴，由财政资金偿还；

3、违背商业原则，具有固定支出责任的中长期财政支出，集中在 PPP、产业引导基金、政府购买服务等领域，包括承诺最低收益、承诺本金回购、承诺社会资本亏损损失等形式，具体到每一个细分领域，又有不同的特色形式。

如在 PPP 领域中，规范的中长期财政支出应当至少满足两个条件：1）PPP 支出责任在一般公共预算的 10%以内；2）PPP 支出经过了严格的绩效考核评价，与社会资本对项目的建设运营效率、成果等因素相关。

按照财政部披露的信息，2018 年末，在全国 2461 个以实施 PPP 项目的地区，仅有 6 个地区的财政支出责任占比超过 10%的红线，因此第一个条件基本不会构成桎梏。

但第二个条件，现有的 PPP 入库项目可能很多都不能完全满足。比如有些项目，尤其是早期的项目，采取固定回报形式，合同无绩效付费条款，直接将 PPP 做成了延长版的 BT；或是绩效考核不痛不痒，仅与极少量付费挂钩等。

如果存在这些问题，则与 PPP 相关的支出不应被认定为规范的中长期财政支出，因为“无论项目结果好坏，社会资本收入不变，财政支出固定”的特点和商业原则相悖，应被认定为地方政府的隐性债务。



第三，从感性的认知来看，诸如国企城投、机关事业单位等主体的债务，如果它们自身无法偿还，出现了大规模的违约事件，造成了恶劣及连锁反应，则地方政府可能会出面调解或代为偿还，因此隐性债务是地方政府的或有债务。

三、地方政府的债务规模与压力测算

在明晰了地方政府债务的分类与统计口径后，我们在这部分将对地方政府的总体债务规模做粗略的估算，并在考虑地方政府综合财力的基础上，对各个地方政府的债务负担与风险做简单的推演。

由于显性债务的数据，财政部会披露，比较清晰明了，因此这部分我们主要考察隐性债务。

（一）隐性债务的规模测算

从当前已有研究来看，较为主流的测算方法主要有三种：

1、从资金运用的角度进行测算

此种测算方法的逻辑在于：隐性债务的形式无论再多变难测，地方政府最终都会将其运用，形成相应的资产，而这些资产又主要为基建项目。

因此，在已知基建项目投资规模的情况下，扣除掉国家预算内资金（含地方政府债券）、承接基建工程建设的企事业单位及相关部门的自有资金、市场化主体（如中国建设、中国铁建等市场化的上市公司）筹措的债务资金三个主要大项后，便能大致得到隐性债务规模。

（注意，这里扣减项目的分类仅是其中一种，市场上不同的研究有不同的扣减项目分类方法。）

这种方法从原理上讲具有一定的科学性，但实施起来困难重重，容易形成较大的误差。

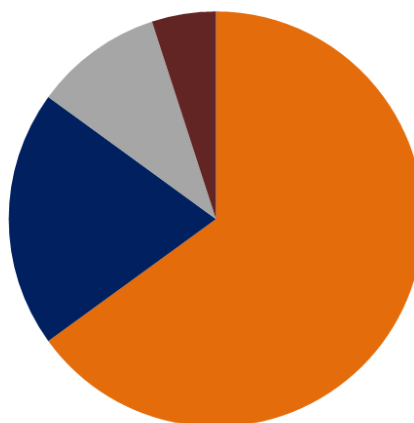
一来隐性债务资金的投向多样，投向基建项目的比例可能没有占据绝对的主导地位。

以央行在《2018 年中国金融稳定报告》中调研的某省为例，该省银行隐性债务 65% 用于基础设施建设，20% 用于棚户区改造和异地扶贫改造，10% 用于园区建设，5% 用于平台日常经营。

图表3： 某省银行隐性债务用途



■ 基础设施建设 ■ 棚户区改造和异地扶贫改造 ■ 园区建设 ■ 平台日常经营



资料来源：联讯证券，《2018 年中国金融稳定报告》

二来除国家预算内资金投向基建的金额有相对准确的数据外，其他扣减的项目无论如何分类，数据都存在着或多或少的缺失，可能存在或大或小的误差。

三来基建投资额为年度流量数据，扣减后所得到的隐性债务规模为当年新增规模，需向前追溯多年累加，并扣除到期偿还规模，方能得到存量的余额数据。

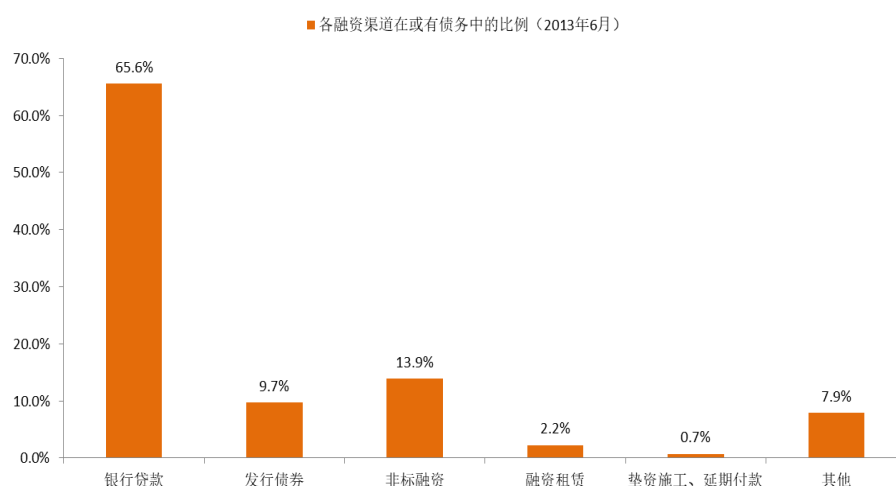
但考虑到，1) 计算一年的隐性债务数据误差已经较大，累加误差将进一步放大；2) 到期偿还规模是一个黑箱，具有较大的未知性，此种方法所得到的隐性债务规模的参考意义会非常低。

因此，我们不建议采用这一方法对隐性债务的规模展开测算。

2、从资金来源的角度进行测算

此种方法的测算逻辑为：不考虑违规的中长期政府支出，隐性债务的资金主要来源于银行贷款、债券、非标、融资租赁四类，如果我们能够得到这四大融资手段形成的地方政府隐性债务规模，那么加总即可得到总规模。

图表4： 2013 年 6 月末，地方政府或有债务的资金主要来源于银行贷款、债券和非标和融资租赁





资料来源：联讯证券，《全国政府债务审计结果》

但这四类融资手段真实形成了多少隐性债务很难衡量，因此测算时，需要有以下两个假设：

- 1) 假设这四类融资渠道投向基建项目的债务资金均为地方政府的隐性债务；
- 2) 假设这四类融资渠道投向城投的债务资金均为地方政府的隐性债务。

从合理性来说，第一个假设口径略大，包含了部分市场化主体借贷的债务，可能会夸大地方政府的隐性债务规模；第二个假设从“债务人无法偿还债务会造成严重后果进而倒逼地方政府兜底”的角度来看，有一定的合理性。

与第一种方法相比，这种方法更为直接简单，中间流程少，不用考虑各种扣减，不需要累加，误差相对可能会更小，虽然也不能得到准确的规模，但能使我们更好的把握地方政府隐性债务的大致规模与变化趋势。

下面是具体的测算过程。

银行贷款：预计大约有 14%-15% 流向了城投平台，可能形成地方政府的隐性债务，有两个数据可以作为辅证。

1) 银监会披露，2013 年 6 月末，银行投向城投平台的贷款规模为 9.7 万亿，同期金融机构各项贷款余额 68 万亿，占比为 14.26%；

2) 长沙银行 IPO 发布的公告称，截止 2017 年三季度，平台类贷款规模 233.5 亿，占客户贷款总额的 15.73%。

以 2018 年末 136.3 万亿的贷款总额、14%-15% 的比例计算，银行贷款形成的隐性债务规模为 19-20 万亿（以下称 20 万亿）。

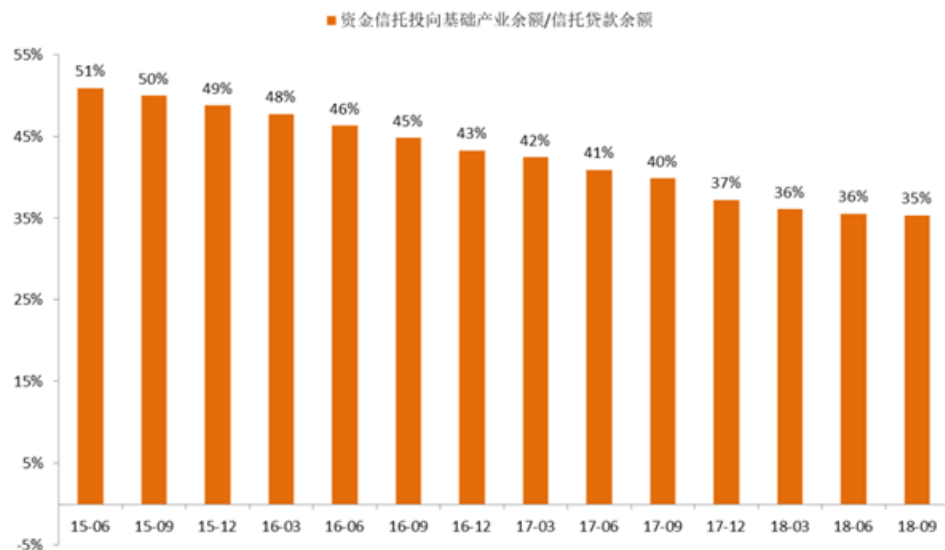
债券：以城投债为主要工具，在中债的城投认定标准下，2018 年末城投债余额为 7.6 万亿元。

非标：资金信托投向基础行业的金额占信托贷款余额的比例自 2015 年起趋于降低，但 2018 年前三季度基本维持在 35%-36% 左右。假设 2018 年末该比例仍为 35%，则以 7.9 万亿的存量余额计算，信托贷款为隐性债务贡献大约 2.7 万亿。

委托贷款目前尚未有明确的投向行业与主体的公开数据，假设其投向融资平台形成隐性债务的比例与信托贷款一致，也是 35%，则以 2018 年末 12.4 万亿的存量余额计算，委托贷款大约贡献 4.3 万亿。

综合以上两者，非标融资合计形成的隐性债务规模大约为 7 万亿。

图表5： 资金信托投向基础产业的规模占信托贷款的比例现在稳定在 35%左右



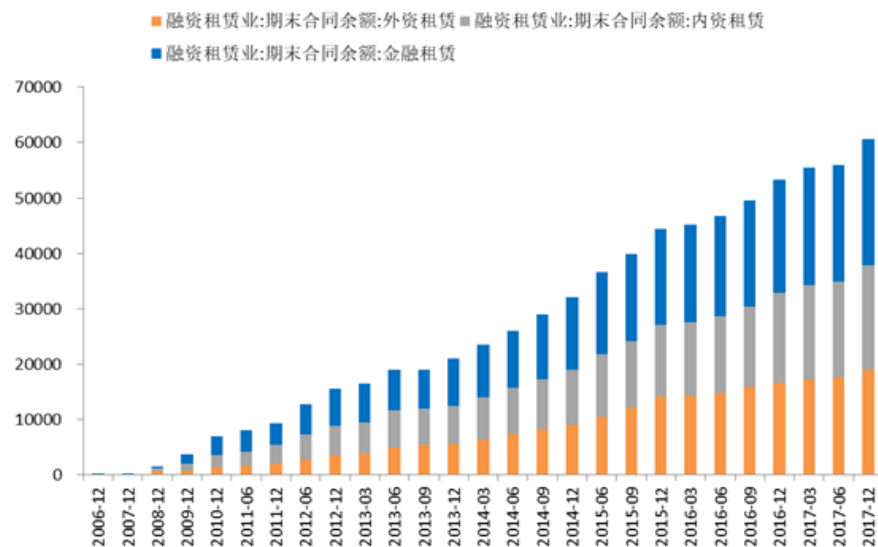
资料来源：联讯证券，wind

融资租赁：按监管主体的不同，融资租赁公司分为内资租赁、外资租赁和金融租赁三类，截止 2017 年末分别有应收融资租赁账款 1.9 万亿、1.9 万亿和 2.3 万亿。

从部分租赁公司的债券及主体评级报告来看，内资与外资租赁公司的应收融租账款有 30%左右分布在基建行业；金融租赁公司分化较大，但均值大约为 54%。

假设行业比例与发债公司样本一致，且 2018 年应收融资租赁账款保持不变，则融资租赁形成的隐性债务规模大约为 2.4 万亿（ $1.9 \times 0.3 + 1.9 \times 0.3 + 2.3 \times 0.54$ ）。

图表6：不同类型的融资租赁企业的期末合同余额



资料来源：联讯证券，wind

图表7：融资租赁公司的应收融资租赁款及相应投向基建行业的比例



资料来源：联讯证券，各融资租赁公司的年报与评级报告

综合以上四项，2018 年末全国地方政府的隐性债务余额大约为 37 万亿，加上 18.3 万亿的显性债务，合计共有 55.3 万亿的债务余额。

3、从举债主体的角度测算

此种测算方法的逻辑在于：不考虑违规的中长期财政支出，隐性债务主要是非政府主体举债所得，其中主要有两大主体，一是政府投资基金和 PPP 项目公司，二是城投平台。

对于政府投资基金和 PPP 形成的隐性债务规模，测算难度较大。一方面我们很难知道政府给 PPP 项目公司或政府投资基金的债务做了多大比例的担保，明股实债的规模有多大；另一方面 PPP 绩效考核是否到位很难评判，需要具体到每个 PPP 项目的合同条款。

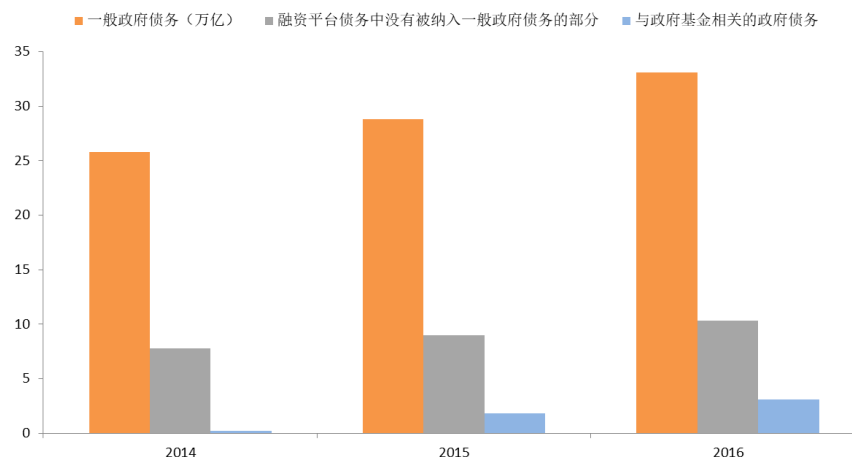
因此，市场现有研究的估算比较粗略。有些是忽略产业基金，采用系数乘以 PPP 投资额的方法做测算，系数的选择自行设定，比较主观；有些则是将两者结合综合测算，因为 PPP 项目中的资金来源于各类基金，其中有部分 PPP 采用政府投资基金的形式开展。

由于数据缺失较多，不确定较大，其隐性债务的大致规模也很难估算，因此我们对这两部分不做进一步的展开，下文所述的隐性债务也不包括这两项，仅提供两个数据供大家参考：

1) 在 IMF 测算的 2016 年中国地方政府的债务规模中，与政府基金相关的债务为 3.1 万亿；

2) 2018 年末，全国 PPP 投资额 13.2 万亿，如果保守估算，有 20% 会形成隐性债务，规模大约是 2.6 万亿。加上与政府基金有关的 3.1 万亿，共有 5.7 万亿的隐性债务规模。

图表8： IMF 测算的地方政府债务情况



资料来源：联讯证券，IMF

对于城投平台，虽然现在已经被诸多文件明确，2014 年后所借债务不列入地方政府债务，不承担融资功能，但一方面城投是基建项目的重要载体，是金融机构信贷类、非标类、债券类资产的重要主体，另一方面城投的债务存量高，到期规模大，资产端公益性项目多，创造现金流能力差，还款能力不足。

如果出现大规模的实质性违约，则基建可能会陷入“资金荒”，金融机构可能会出现较多的坏账资产。在这种环境下，地方政府可能会主动或被动的出面调解，或以偿还应收账款或其他应收款等方式代替部分城投公司出资。

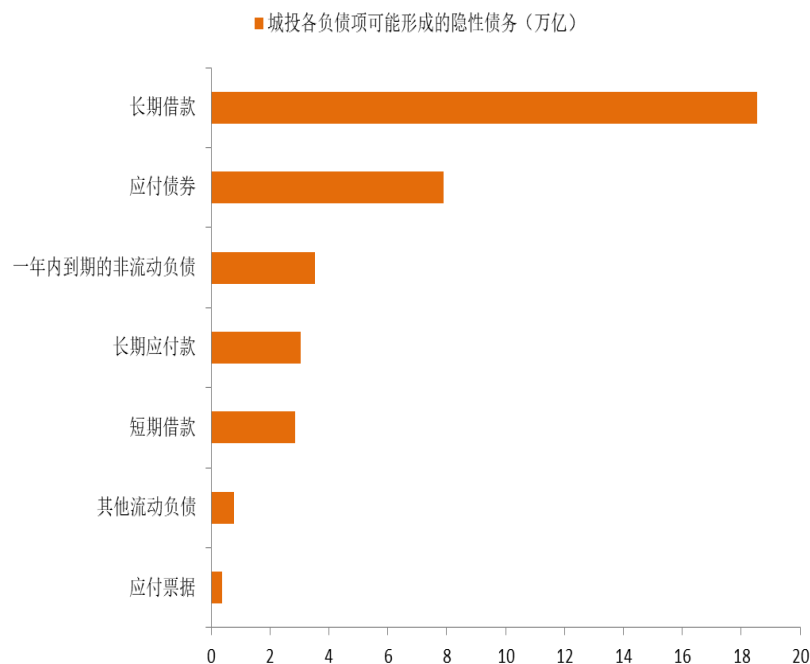
因此，我们将城投公司的相关债务算作是地方政府的隐性债务。具体包括：

- 1) 长期借款：向银行或信托等机构借入的期限在 1 年以上的债务；
- 2) 短期借款：向银行或信托等机构借入的期限在 1 年以内的债务
- 3) 应付债券：发行的企业债、中票、PPN 等期限在 1 年以上的债券；
- 4) 应付票据：签发的商业汇票，或以保证金形式让银行代为签发的银行承兑汇票；
- 5) 一年内到期的非流动性负债：在 1 年以内到期的应付债券、长期借款等（部分城投也将短融超短融纳入此项）
- 6) 其他流动性负债：发行的短融、超短融等短期负债；
- 7) 长期应付款：融资租赁、信托贷款、委托贷款等非标债务及其他，，部分城投将向地方政府偿还的置换债资金也纳入此项；

交易性金融债务、专项应付款等项目由于规模比例较小，忽略不计。

以目前具有债券存续的城投公司（中债标准）为样本，将上面七项负债指标加总来看，截止 2018 年 6 月，城投平台可能形成的隐性债务规模大约是 37 万亿，较 2017 年末增长了大约 2 万亿。

图表9： 城投可能形成的隐性债务多以长期贷款为主



资料来源：联讯证券，wind

4、对三种测算方法的评价

首先，三种方法都不算准确，得到的结果是现有公开数据和假设的妥协结合，目的只是为了便于我们对隐性债务的规模有更为直观的感受，仅作参考。

其次，从资金来源角度出发进行测算，其优势在于数据频次高，可以及时跟踪，也可进一步估算地方政府的付息规模，方便我们更综合的评估地方政府债务压力，但缺陷在于我们无法具体计算各个省市的隐性债务规模。

而从举债主体的角度出发进行测算，其优势在于数据清晰易得，在很多细节都未知的情况下，粗线条的估计可能反而会有更好的效果，利用城投的所属地，我们也可以比较容易的得到与比较各个地方的债务规模与压力。

但 PPP 和政府投资基金数据缺失严重，基本无法入手估算，仅计算发债城投平台，数据频次低（半年/年），口径偏窄，简单将各个债务指标加总计算，也略显宽泛。

最后，从本文两种方法给出的结果综合来看，2018 年地方政府隐性债务的规模可能有 37 万亿，其中大部分以银行贷款和非标的形式存在，以城投融资平台为主体。

（二）地方政府的债务负担与压力

仅看城投平台可能形成的隐性债务（简称隐性债务，下文若无特别说明，隐性债务均为该口径），各地区差距较大，最高超过了 4 万亿，最低不足千亿，呈现与中东部高、西部低的格局。

之所以会出现这种分布格局，是因为各地区的产业结构、地理环境与财政实力等诸多因素不同。

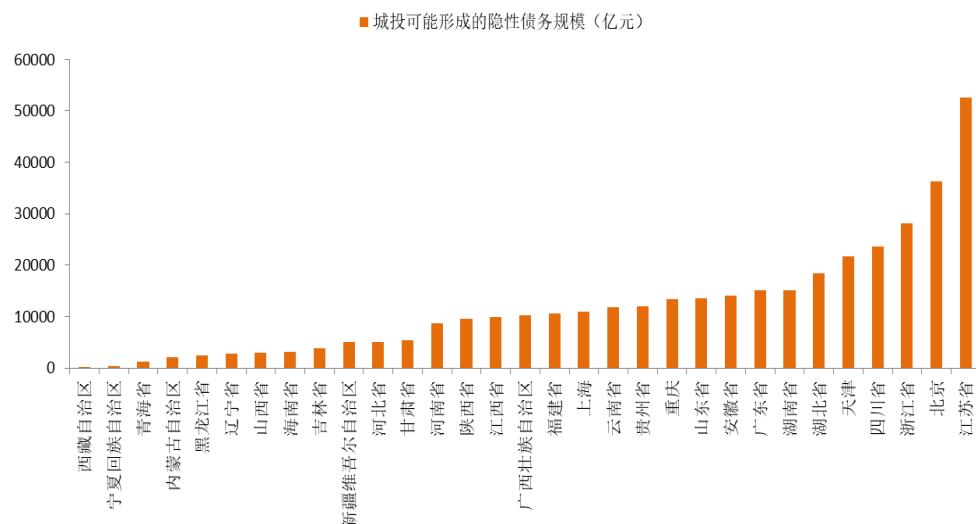
处于中东部的省份与直辖市是人口集聚地，以二三产业为主要支柱，地产行业发达，对基础设施需求较高，因此城投平台也偏多。由于财政实力较强，城投平台融资也相对



顺畅。

而西部的省份、直辖市与自治区，基本处于两个极端。一类是人口众多，基础设施扩张需求意愿较强，但地方财政实力有限，城投融资难度较高；另一类是地广人稀，地理环境恶劣，多山多高原多沙漠，城投平台少，融资难度整体比中东部高。

图表10： 各省级行政区的隐性债务规模呈现中东部高、西部低的特征，分化较大



资料来源：联讯证券，wind

不过考虑到各个地方的财政实力不同，绝对规模高的区域，可能偿债能力也较强，债务负担可能反而比较小；相反，有些区域虽然债务规模小，但这可能不是因为自身扩张意愿不强，而是其本身财政实力较弱，偿债能力差得不到金融机构认可，融资困难所致，债务负担反而会比较大。

因此，如果要真实评判各个地方的债务负担与风险，我们需要综合考虑债务绝对规模，以及各个地方的财政与经济发展状况。

通常而言，我们可以从两个角度切入来评估。

1、债务率视角

债务率=地方政府债务余额/地方政府综合财力

分子项，地方政府债务余额有三种口径。一是显性债务，二是隐性债务，三是折算后的债务。

前两者的概念和数据清晰，比较陌生的是折算后的债务概念。

这个概念的提出，是因为隐性债务具有或有债务的特征，只有原有债务人无法偿还，地方政府财政才会予以帮助，因此财政实际承担隐性债务只有一部分，具体可以表达为：

折算后的债务=由财政负担偿还的隐性债务+显性债务

由财政负担偿还的隐性债务=隐性债务*折算系数

折算系数具体多少我们不得而知，但 2013 年《全国政府性债务审计结果》曾提及：



“2007 年以来，各年度全国政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务当年偿还本金中，由财政资金实际偿还的比率最高分别为 19.13%和 14.64%。”

因此，我们可以推演认为折算系数的极限值可能在 20%左右，具体到各省，可能会有差异。

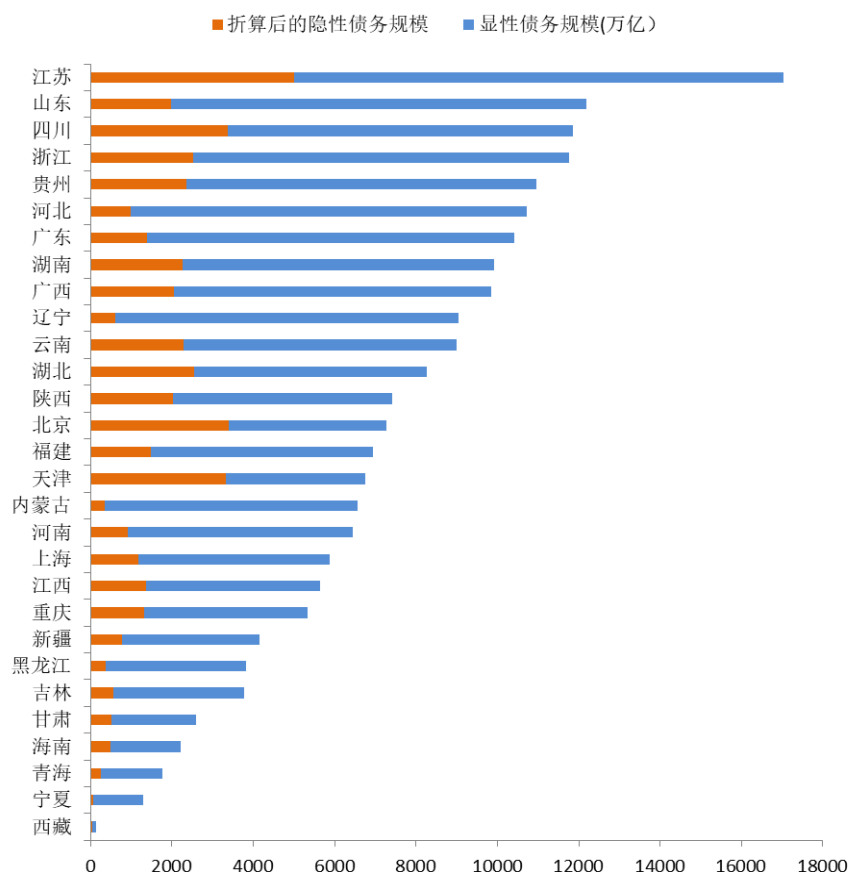
我们在计算时，可以根据显性债务率（显性债务/地方政府综合财力），先将各省分组，然后每组给予不同的折算系数。

原则上，显性债务率高的省份，其财政压力大，城投平台在市场上的认可度较低，可能出现风险事件需要财政兜底的可能性也较高，因此折算系数应当也设置在较高的水平。

具体分为以下三组，计算结果如图表 11 所示。

- 1) 显性债务率小于或等于 60%，折算系数为 10%;
- 2) 显性债务率大于 60%，小于或等于 90%，折算系数为 15%;
- 3) 显性债务率大于 90%，折算系数为 20%。

图表11： 考虑折算系数的地方政府债务一览



资料来源：联讯证券，wind

分母项，地方政府综合财力包括一般公共预算收入（扣除债务收入）、政府性基金收入（扣除债务收入）、国有资本经营收入三本账，计算方式列在图表 12 中，计算结果如图表 13 所示，具体数据来源于全省/市/自治区的财政决算表。

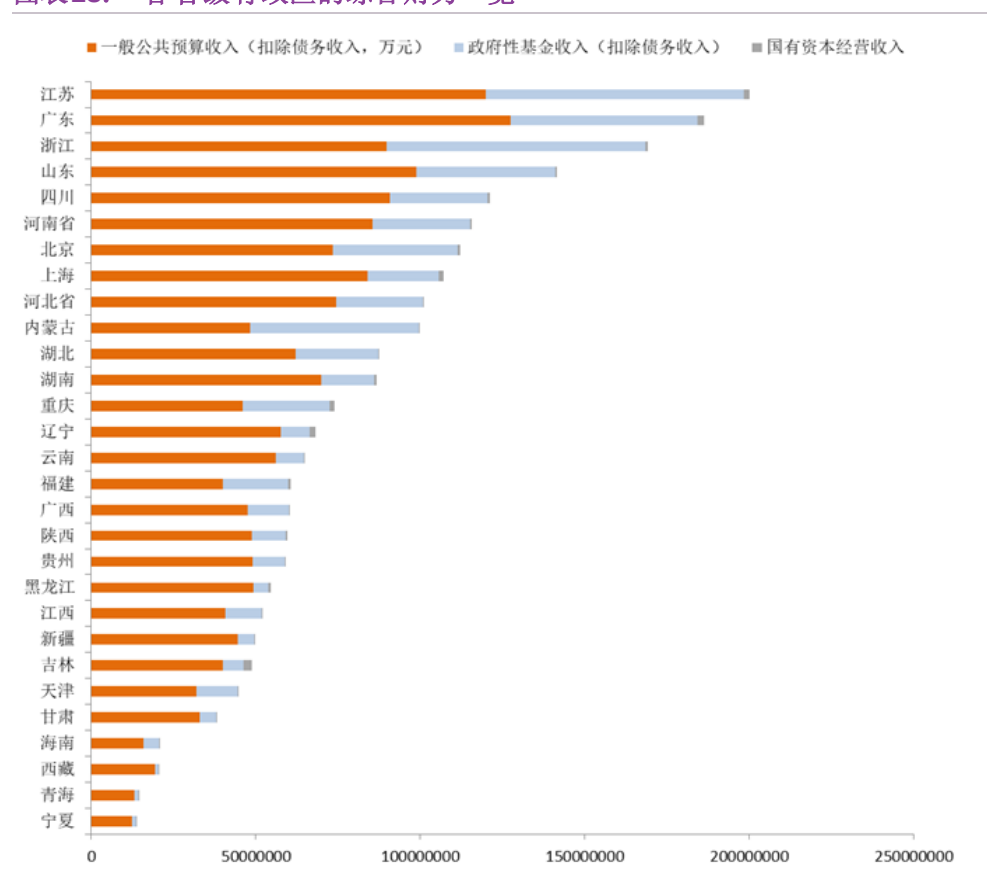


图表12： 地方综合财力分项的计算公式

指标项	计算公式
一般公共预算收入	全省一般公共预算收入（本年收入）+上级补助收入+上年结余收入+调入资金+调入预算稳定调节基金
政府性基金收入	全省政府性基金收入（本年收入）+上级补助收入+调入资金+上年结余收入
国有资本经营收入	全省国有资本经营收入（本年收入）+上级补助收入+上年结余收入

资料来源：联讯证券 注：全省一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营收入是该省各个县市加上省级本级的收入，上级补助收入主要是中央的转移性收入和返还性收入。

图表13： 各省级行政区的综合财力一览



资料来源：联讯证券，各省级行政区财政决算报告

综合分子分母的数据进行计算，我们可以得到各个口径的债务率（图表 14）。

从全国范围来看，地方政府显性债务率只有 70%，低于 IMF 提出的政府债务率控制标准区间（90%-150%），而全口径债务率 216%较高，考虑折算系数后的债务率 90%则尚在可控范围区间内。

分地区来看，在显性债务率口径下，全国 29 个省份/直辖市/自治区（安徽和山西省财政决算数据缺失，不在统计范围内）都处于安全区间，债务率控制较好。

但在全口径债务率口径下，有 21 个省份超过了 150%的警戒线；在相对折中的“折



算后的债务率”口径下，超过 150%警戒线的省/直辖市/自治区有三个，其余均在 150% 以下，整体的债务风险可控。

图表14： 各省级行政区的债务率一览

省份	显性债务(万亿)	隐性债务规模	折算系数	折算后的隐性债务	地方政府综合财力	显性债务率	全口径债务率	折算后的债务率
西藏	99	314	10%	31	2062	5%	20%	6%
北京	3877	33865	10%	3387	11230	35%	336%	65%
上海	4694	11744	10%	1174	10722	44%	153%	55%
河南	5548	9065	10%	906	11567	48%	126%	56%
广东	9023	13810	10%	1381	18622	48%	123%	56%
甘肃	2069	5155	10%	516	3829	54%	189%	67%
重庆	4019	13150	10%	1315	7408	54%	232%	72%
浙江	9239	25303	10%	2530	16917	55%	204%	70%
江苏	12026	50012	10%	5001	20014	60%	310%	85%
内蒙古	6217	2369	15%	355	9965	62%	86%	66%
黑龙江	3455	2409	15%	361	5459	63%	107%	70%
吉林	3193	3787	15%	568	4900	65%	142%	77%
湖北	5716	16986	15%	2548	8755	65%	259%	94%
新疆	3378	5139	15%	771	4987	68%	171%	83%
四川	8503	22411	15%	3362	12129	70%	255%	98%
山东	10197	13198	15%	1980	14170	72%	165%	86%
天津	3424	22182	15%	3327	4483	76%	571%	151%
江西	4269	9126	15%	1369	5206	82%	257%	108%
海南	1719	3218	15%	483	2071	83%	238%	106%
湖南	7667	15050	15%	2257	8673	88%	262%	114%
福建	5463	9887	15%	1483	6073	90%	253%	114%
宁夏	1248	364	15%	55	1384	90%	117%	94%
陕西	5395	10074	20%	2015	5959	91%	260%	124%
河北	9737	4932	20%	986	10125	96%	145%	106%
云南	6725	11412	20%	2282	6498	103%	279%	139%
青海	1529	1220	20%	244	1450	105%	190%	122%
辽宁	8455	2994	20%	599	6814	124%	168%	133%
广西	7790	10232	20%	2046	6044	129%	298%	163%
贵州	8607	11775	20%	2355	5892	146%	346%	186%
全国地方政府综合结果	163281	341184	-	45689	233408	70%	216%	90%

资料来源：联讯证券，wind，各省级行政区的财政决算表

注：1、依据显性债务率，折算系数设置不同，假设显性债务率低于 60%，系数为 10%；60%-90%，系数为 15%；90% 以上，系数为 20%；2、安徽和山西由于政府基金性预算收入、一般公共预算收入数据缺失，暂时未列入表中。

2、财政可用于偿债的支出角度

地方财政收支有四本账，包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算。可用于偿债的支出规模能有多少，要看这四本账的支出项。



社会保险基金预算支出基本用于社保开支，属于强制性的专款专用，原则上无法用于偿债（也正是因为这一点，我们在综合财力的计算时，没有将其纳入）。

国有资本经营预算，其收入是经营和使用国有财政取得的收入，大部分要返还给企业，地方政府可用的规模很小，支出时，也多用于购置固定资产、发放单位工资与福利等方面，在债务偿还方面的意义不大。

真正对债务偿还有较大帮助的是一般公共预算和政府性基金预算两本账。

一般公共预算支出中，有较大部分是刚性支出，难以削减，比如维持地方政府正常运营的行政服务性的支出。扣除掉这部分刚性支出后，才能得到可用于偿债的一般公共预算规模。

但是，现在各地方编制的一般公共预算支出表中的分类比较宽泛，我们不能准确得到刚性支出的数据。

因此，我们退而求其次，借助一般公共预算支出增速来筛选不存在大额压缩空间的项目作为替代。

具体而言，当某一类支出在五年内至少有四年保持了正增长时，有两种可能：1）该类项目可能是政策重心；2）该类项目支出对社会与民生有着极其重要的作用，很难压缩。

由于第一种政府主导权较高，存在大规模压缩支出的可能，因此刚性支出应仅考虑第二种。

根据这样一种标准，我们筛选出了一般公共服务、国防、教育、公共安全、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、节能环保、城乡社会事务、农林水事务、住房保障支出 10 类类似于刚性支出的项目，在图表 15 中用黄色背景标注。

从数据来看，这 10 类支出在 2011-2016 年六年时间内，支出规模之和占总支出的比重在 76%-81%之间，我们取其均值 78%作为财政支出中的刚性支出比例，则地方政府最多可腾出 22%左右的空间用于偿还债务。

图表15： 地方一般公共预算支出中的刚性支出比例大概在 78%左右

指标名称	地方政府一般公共预算支出规模（扣除债务支出、结转支出等）						一般公共预算支出增速				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
一般公共预算	10,085	11,702	12,754	12,217	12,492	13,581	16.0%	9.0%	-4.2%	2.3%	8.7%
外交	3	1	1	1	4	2	-47.6%	-3.5%	4.3%	144.1%	-35.6%
国防	198	211	233	234	219	220	6.2%	10.8%	0.5%	-6.4%	0.2%
教育	15,498	20,141	20,895	21,788	24,914	26,625	30.0%	3.7%	4.3%	14.3%	6.9%
科学技术	1,886	2,242	2,715	2,878	3,384	3,878	18.9%	21.1%	6.0%	17.6%	14.6%
公共安全	5,267	5,928	6,490	6,879	7,796	9,290	12.5%	9.5%	6.0%	13.3%	19.2%
文化体育与传媒	1,705	2,075	2,340	2,468	2,805	2,915	21.7%	12.8%	5.5%	13.6%	3.9%
社会保障和就业	10,607	12,000	13,850	15,269	18,296	20,701	13.1%	15.4%	10.2%	19.8%	13.1%
医疗卫生与计划生育	6,358	7,171	8,203	10,087	11,869	13,068	12.8%	14.4%	23.0%	17.7%	10.1%
节能环保	2,567	2,900	3,335	3,471	4,402	4,439	13.0%	15.0%	4.1%	26.8%	0.8%
城乡社区事务	7,609	9,061	11,147	12,942	15,876	18,375	19.1%	23.0%	16.1%	22.7%	15.7%
农林水事务	9,521	11,471	12,823	13,634	16,642	17,808	20.5%	11.8%	6.3%	22.1%	7.0%
交通运输	7,167	7,333	8,626	9,669	11,503	9,687	2.3%	17.6%	12.1%	19.0%	-15.8%
资源勘探电力信息等事务	3,547	3,935	4,445	4,635	5,664	5,465	10.9%	13.0%	4.3%	22.2%	-3.5%
商业服务业等事务	1,395	1,352	1,337	1,320	1,725	1,688	-3.1%	-1.1%	-1.3%	30.7%	-2.1%
金融监管等事务支出	235	250	213	259	496	550	6.1%	-14.7%	21.5%	91.8%	10.9%
地震灾后恢复重建支出	174	104	43				-40.5%	-58.8%	-100.0%	-	-
国土资源气象等事务	1,290	1,368	1,639	1,723	1,767	1,474	6.0%	19.8%	5.1%	2.6%	-16.6%
住房保障支出	3,492	4,069	4,076	4,638	5,396	6,339	16.5%	0.2%	13.8%	16.3%	17.5%
粮油物资管理事务	729	731	744	778	777	738	0.2%	1.8%	4.6%	-0.2%	-5.0%
合计	92,734	107,188	119,740	129,215	150,336	160,351					
刚性支出之和	71,202	84,653	93,805	101,160	117,901	130,446					
刚性支出占总支出的比例	76.8%	79.0%	78.3%	78.3%	78.4%	81.4%					

资料来源：联讯证券，wind



政府性基金预算遵循“以收定支，专款专用”的原则，其中大约 85%是用于支付与土地出让有关的费用，其余部分分布较散，我们不予考虑。

在 85%的土地出让相关费用支出中，又有大约 80%是用于征地拆迁补偿、补助被征地农民、土地出让前期开发等成本性支出，真正可供地方政府安排支出的土地出让收益实际只有 20%。

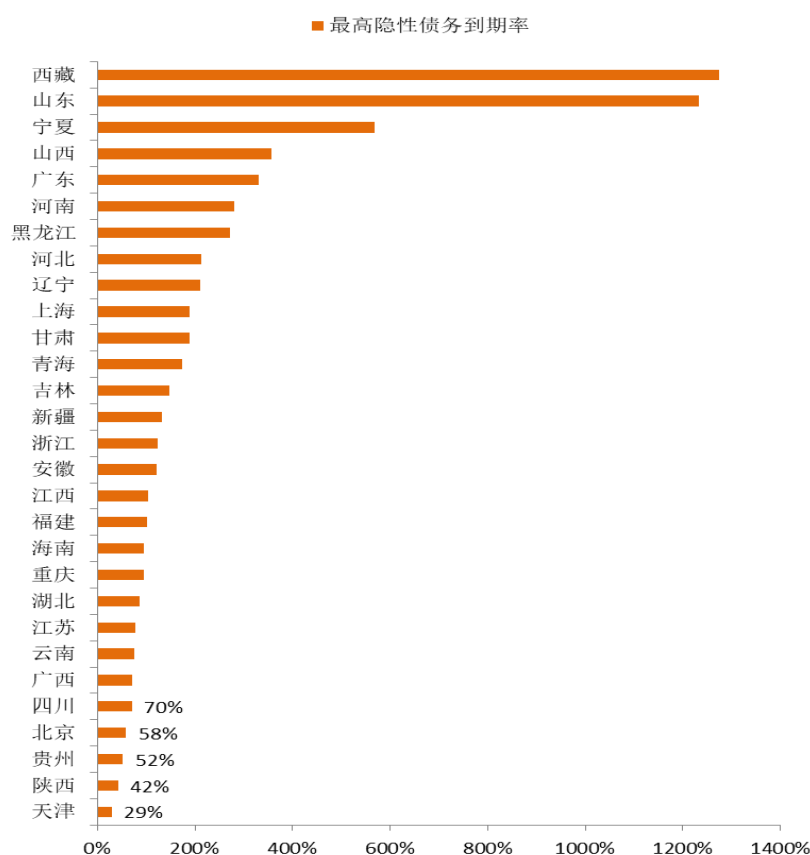
因此简单来看，政府性基金预算支出（不含专项债务还本支出）中可供地方政府偿还隐性债务的规模大约是（政府性基金预算收入*85%*20%），再加上一般公共预算支出中的非刚性支出，即可得到可用于偿还隐性债务的财政支出规模。

进一步的，我们用它除以折算后的隐性债务，就可以得到最高隐性债务到期率（（可用于偿还隐性债务的财政支出/需要财政偿还的隐性债务余额），表示某一年度财政最多可以承受多少比例的隐性债务到期。

将各省/直辖市/自治区发布的 2019 年财政预算数据代入其中，我们可以得到计算结果（图表 16）。

从图中，我们可以看到，只有两个省份的最高隐性债务到期率低于 50%，排位走势和债务率基本相似，整体而言出现系统性风险的概率较小。

图表16： 各省级行政区的最高隐性债务到期率一览



资料来源：联讯证券，wind

四、总结与政策建议

从我们当前测算的结果来看，地方政府的债务规模与风险整体可控，但其中潜藏着



一定的隐患。

一是结构性的局部风险。加入隐性债务后，部分省级行政区的债务总量庞大，增长较快，债务率偏高，财政存在一定的压力。考虑到部分省市的县级平台财政实力更差，隐性债务对财政的依赖度会更高，财政的压力可能会更为突出。

二是债务期限错配的风险。现有债务多形成于基础设施建设、PPP 等领域，建设周期长，现金流创造能力差，债务到期可能需要依靠借新还旧来偿还。

在货币政策处于宽信用与宽货币周期时，借新还旧压力较小，风险偏低；但当货币政策因防风险、保持内外均衡等因素开始收缩信用时，部分区域的城投平台可能会陷入再融资难的困境，债务风险会显著加大，长久下去可能会对货币政策构成掣肘。

三是财政风险可能会扩散升级。部分区域的债务可能存在担保链，城投之间互相担保增信，若单一主体出现流动性危机，则整个担保链上的主体都会受到牵连，进而使债务违约风险快速扩散升级。

同时，在规范地方政府隐性债务的过程中，当原有的担保函或安慰函被撤销后，金融机构对城投的认可度下滑，可能会出现惜贷、抽贷等现象，从而使在建工程项目停滞，政府与金融机构之间出现纠纷瓜葛。

为了防范地方政府债务风险，我们提出以下几点建议：

第一，全面检测地方政府隐性债务，建立起全口径的债务衡量体系（尤其要考虑折算系数的问题），遏制隐性债务增量，逐步去化债务存量。

债务存量的去化是一个长周期的过程，要把握好经济增长与防风险之间的平衡，利用中央加杠杆、动员民间资本有效合规的进入基础设施和公共服务行业等手段对冲债务防范治理过程中的经济周期下行压力。

综合利用财政资金、政府股权及经营性国有资产出让权益收入、项目收入等资金偿还债务，对于一些具有稳定现金流的项目，可以合规的转为企业经营性债务；对于部分债务率较高，互保风险较高的区域，可视情况进行债务风险化解试点，定向解决潜在隐患。

第二，继续保持并进一步加强金融监管的强度，避免在结构性宽信用周期里出现资金套利，金融机构与企业变相违规为城投平台输血，增加地方政府隐性债务规模的现象，并完善中央与地方金融监管体制，避免地方政府对金融监管的不当干预。

第三，治标更要治本。前文所述均是应对当下政府隐性债务问题的权宜之计，94 年后分税制改革后，地方事权与财权的不匹配，是造成地方政府违规举债的根源之一，现在应抓住当前的宝贵机会，进一步理顺中央地方的财税事权体系，提高地方政府收入与支出的匹配度。

同时，要继续强化审计与问责，硬化现有的预算体系，淡化 GDP 的考核导向，树立正确的政绩观。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com