



联讯证券专题研究

深度解析中国杠杆率

2019 年 04 月 26 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

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

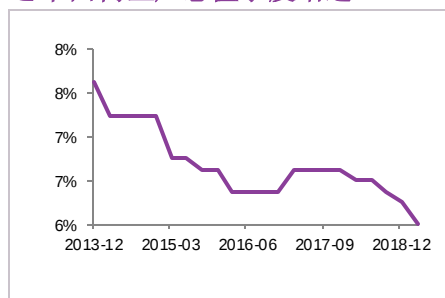
邮箱：zhangdeli@lxsec.com

研究助理：钟林楠

电话：

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《深度解析非金融企业杠杆》2019-04-03

《社融缘何放量？》2019-04-12

《经济缘何企稳》2019-04-17

《关注增长的预期差》2019-04-18

《物价上涨压力几何？》2019-04-25

深度解析中国杠杆率

财政前置和社融放量，支撑经济在一季度企稳。但这背后以杠杆率上升为代价，据我们测算，今年一季度全社会杠杆率上升了 5% 左右。

4 月 19 日召开的政治局会议，重提结构性去杠杆，强调货币政策要松紧适度。结合近期央行就降准两次辟谣，我们认为货币政策最为宽松的时候已经过去，政策目标从短期稳增长向长期防风险切换。

下一阶段，政策和市场对去杠杆的关注度将越来越高。而了解中国非金融部门整体杠杆率以及各部门杠杆率，有助于更好把握去杠杆政策。我们此前分别就居民部门、非金融企业和地方政府的杠杆情况写过深度专题，现将主要观点汇总。

风险提示：外部环境恶化，对国内加杠杆稳增长的诉求上升



目 录

一、非金融部门杠杆率国际对比	4
二、被宏观杠杆率高估的非金融企业债务风险	6
(一) 金融危机后名义 GDP 增速放缓，对杠杆率上升的贡献大于债务增长	6
(二) 宏观杠杆率高估了非金融企业的债务风险	7
1、城投公司贡献了非金融企业杠杆率近一半的增幅	7
2、非金融企业资产负债率并未因宏观杠杆率上升而恶化	8
3、从财务指标看非金融企业偿债能力	11
(三) 结论与政策建议	12
三、需高度重视居民杠杆率快速上升的风险	12
(一) 被居民杠杆率低估的债务风险	12
(二) 居民部门偿债负担国际对比	15
1、居民部门债务/可支配收入	15
2、应还债务本息/可支配收入	17
3、资产负债率	18
(三) 结构视角看居民债务风险	19
1、被“平均”的偿债压力	19
2、区域视角看债务风险	20
(四) 结论与政策建议	22
四、关注地方政府债务的局部风险	23
(一) 隐性债务的规模测算	23
(二) 地方政府的债务负担与压力	23
1、债务率视角	24
2、财政可用于偿债的支出角度	27
(三) 结论与政策建议	29

图表目录

图表 1: 一季度中国非金融部门杠杆率上升了 5%左右	4
图表 2: 2018 年 3 季度，中国非金融部门杠杆率在 42 个国家和地区中排 17 位	5
图表 3: 2018 年 3 季度中国非金融部门偿债比率在 31 个国家和地区中排 11 位	5
图表 4: 中国非金融企业杠杆率，在主要经济体中靠前	6
图表 5: 杠杆率、债务与名义 GDP 增速	7
图表 6: 分阶段的名义 GDP 增速拆解	7
图表 7: 包含与剔除城投债务的 BIS 口径中国非金融企业杠杆率	8
图表 8: 四个口径的非金融企业资产负债率和杠杆率	8
图表 9: 非金融企业单位总资产的 GDP 产出	9
图表 10: 中国与剔除股票和投资基金后的美、日非金融企业资产负债率	10
图表 11: A 股非金融民企和 A 股非金融国企的资产负债率对比	10
图表 12: A 股非金融企业利息保障倍数的 25%、50%和 75%三个分位	11

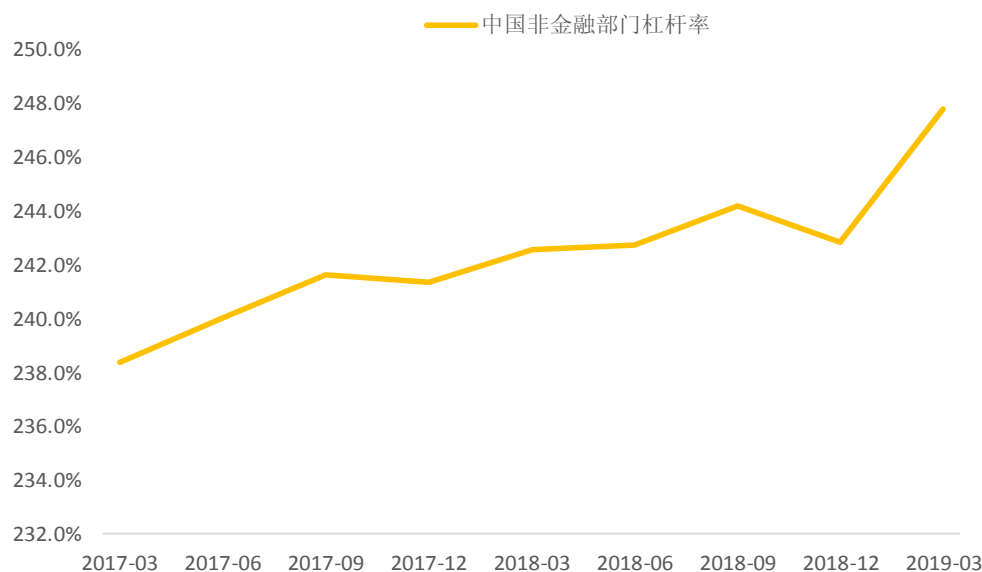


图表 13: A 股非金融企业速动比率 25%、50%和 75%三个分位.....	11
图表 14: 国际经验显示, 居民杠杆率整体随着经济水平发展而提高.....	13
图表 15: 处于相同发展阶段时, 中国居民杠杆率在 30 个国家和地区中排第 9.....	13
图表 16: 2008 年末-2018 年 2 季度, 各国家和地区的居民杠杆率增量.....	14
图表 17: 金融危机后, 主要发达国家居民部门去杠杆, 中国居民部门加杠杆.....	14
图表 18: 中国近几年杠杆率增幅, 与美、日危机爆发前的增幅对比.....	15
图表 19: 近几年住户调查口径的人均可支配收入, 只有国民收入核算口径的 70%.....	16
图表 20: 中国与部分发达国家用家庭部门债务/可支配收入衡量的偿债负担.....	16
图表 21: 国际对比看, 中国居民的偿债负担.....	17
图表 22: 国际对比看, 中国居民部门的还本付息压力.....	17
图表 23: 中美两国的居民部门债务/总资产对比.....	18
图表 24: 中美两国的居民部门债务/金融资产对比.....	18
图表 25: 中国城镇家庭与美国家庭的信贷参与率对比.....	19
图表 26: 近年新购房有负债家庭的债务收入比, 都要高于总量视角下的测算值.....	20
图表 27: 各省市自治区住户贷款/存款.....	20
图表 28: 部分城市的 2017 年住户贷款/存款, 以及相比于 2015 年增量.....	21
图表 29: 近年经济发展水平越低的地区, 住户部门贷款增速越快.....	21
图表 30: 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.....	23
图表 31: 考虑折算系数的地方政府债务一览.....	24
图表 32: 地方综合财力分项的计算公式.....	25
图表 33: 各省级行政区的综合财力一览.....	25
图表 34: 各省级行政区的债务率一览.....	26
图表 35: 地方一般公共预算支出中的刚性支出比例大概在 78%左右.....	27
图表 36: 各省级行政区的最高隐性债务到期率一览.....	28



财政前置和社融放量，支撑经济在一季度企稳。但这背后以杠杆率上升为代价，据我们测算，今年一季度中国非金融部门的杠杆率上升了 5% 左右。

图表 1: 一季度中国非金融部门杠杆率上升了 5% 左右



资料来源：联讯证券，Wind

4 月 19 日召开的政治局会议，重提结构性去杠杆，强调货币政策要松紧适度。结合近期央行就降准两次辟谣，我们认为货币政策最为宽松的时候已经过去，政策目标从短期稳增长向长期防风险切换。

下一阶段，政策和市场对去杠杆的关注度将越来越高。而了解中国非金融部门整体杠杆率以及分部门杠杆率，有助于更好把握去杠杆政策。我们此前分别就居民部门、非金融企业和地方政府的杠杆情况写过深度专题，现将主要观点汇总，供参考。

一、非金融部门杠杆率国际对比

以国际清算银行（BIS）公布的杠杆率和偿债比率为基础，做国际对比。整体来看，中国非金融部门的债务压力，在 BIS 公布收据的国家和地区中，处于中等偏上水平。

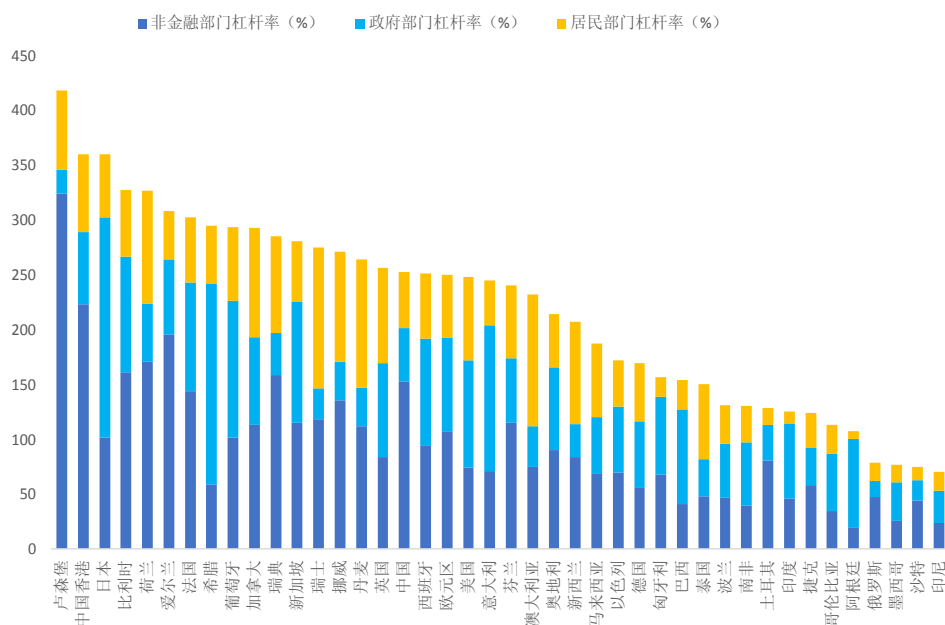
杠杆率方面，BIS 公布了 42 个国家和地区的 2018 年 3 季度总体杠杆率。中国以 252.7%，位列第 17 位。主要经济体中，日本（359.9%）、法国（302.5%）、英国（256.1%）高于中国，美国略低于中国，为 248.3%。

偿债比率方面，即用多少比例的收入来偿还利息与到期债务，2018 年 3 季度中国为 19.3%，在有数据的 31 个国家和地区中位列第 11 位。

排在中国前面的，除土耳其外，都为小型发达经济体。大型经济体中，法国偿债比率 19.0%，与中国最为接近，英国、美国、日本分别为 15.0%、14.7% 和 14.2%。新兴市场经济体中，只有土耳其高于中国达到了 27.7%，巴西 16.6%，南非 8.9%，俄罗斯 7.9%，印度 7.3%。

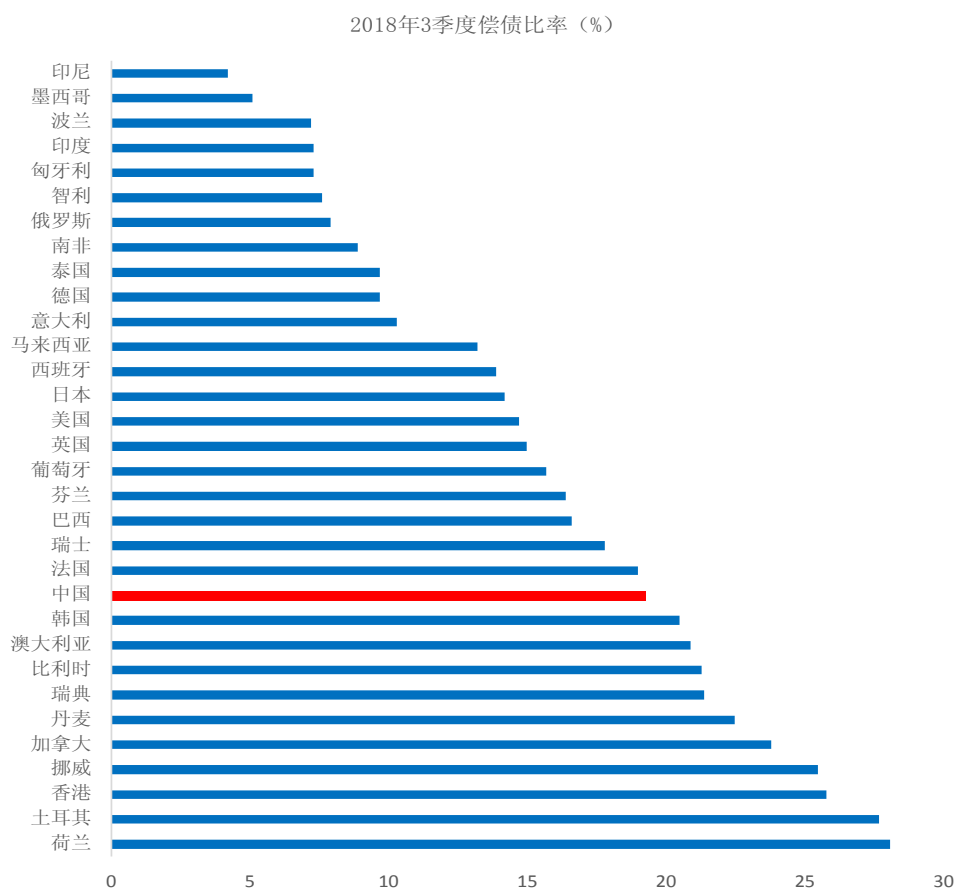


图表 2：2018 年 3 季度，中国非金融部门杠杆率在 42 个国家和地区中排 17 位



资料来源：BIS，联讯证券

图表 3：2018 年 3 季度中国非金融部门偿债比率在 31 个国家和地区中排 11 位



资料来源：BIS，联讯证券



整体来看，中国非金融部门的杠杆风险可控。但从结构视角看，中国的宏观杠杆率，主要集中在非金融企业上，且位于大型经济体的首位，因此 2017 年开始围绕非金融企业去杠杆出台了诸多政策。

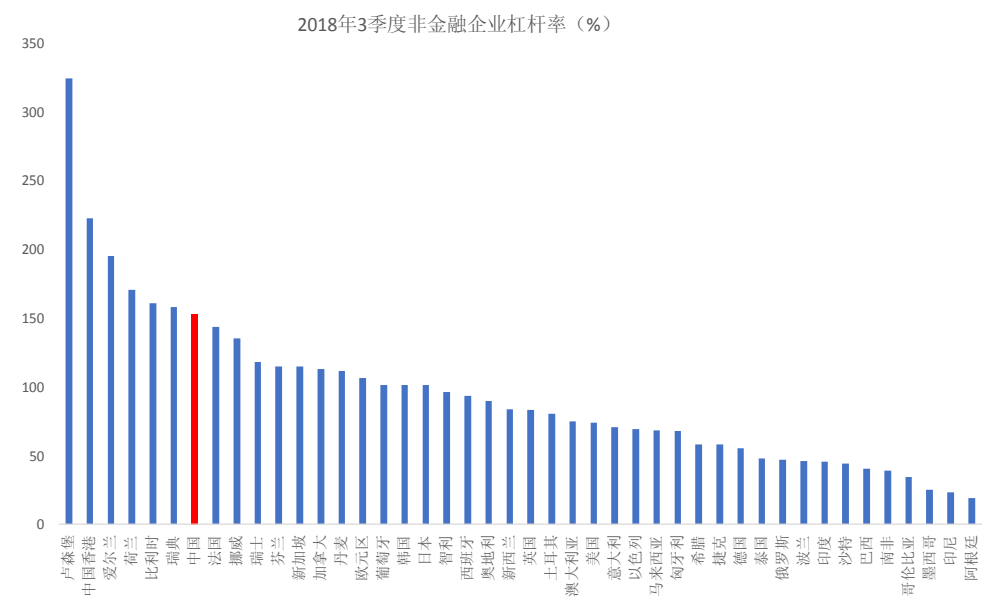
我们认为在非金融企业去杠杆的同时，地方政府和居民部门的债务风险，尤其是居民部门杠杆率快速上升的风险，也需要高度关注。

二、被宏观杠杆率高估的非金融企业债务风险

2018 年 3 季度中国非金融企业杠杆率 152.9%，在国际清算银行公布数据的 44 个国家和地区中，位列第 7。

排在中国前面的卢森堡、香港、爱尔兰、荷兰、比利时、瑞典都是小型发达经济体。大型经济体中，除法国（143.6%）与中国略为接近外，其它都要明显低于中国。韩国（101.2%）、日本（101.2%）略超 100%，英国 83.3%，美国 73.9%。新兴市场国家中，俄罗斯、印度、巴西、南非都低于 50%，分别只有 46.9%、45.7%、40.6%和 39.3%。

图表 4：中国非金融企业杠杆率，在主要经济体中靠前



资料来源：BIS，联讯证券

（一）金融危机后名义 GDP 增速放缓，对杠杆率上升的贡献大于债务增长

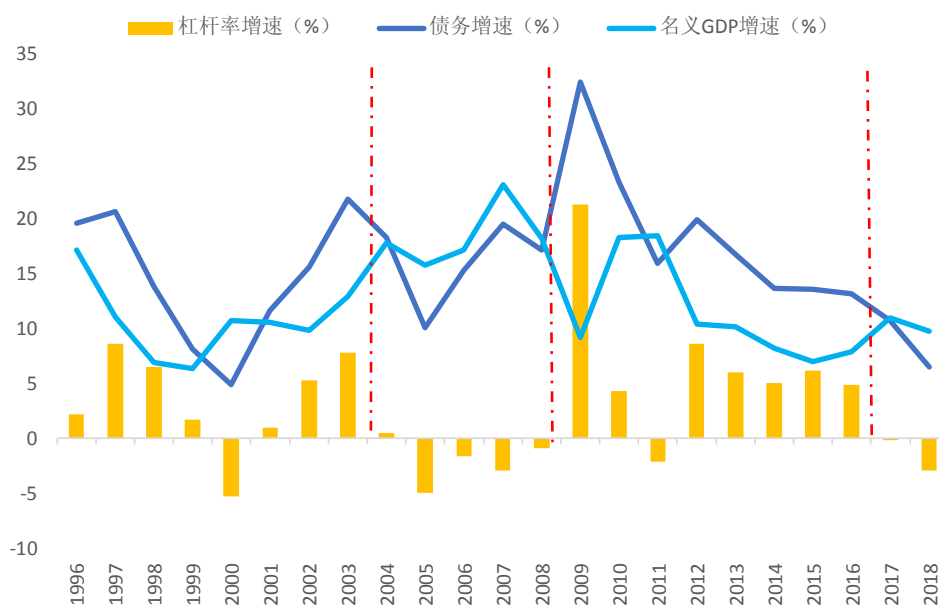
非金融企业杠杆率等于债务除以名义 GDP，杠杆率的变化方向，由债务增速与名义 GDP 增速孰高来决定。如果债务增速更高，那么杠杆率上升，否则杠杆率下降。

2004 年至 2008 年，中国非金融企业杠杆率从 105.5% 下降到 95.2%。2009 年至 2016 年，中国非金融企业杠杆率从 95.2% 上升到 158.5%。对比这两个时期，可以发现杠杆率走势的分化，源于 2009 年至 2016 年名义 GDP 增速较快下降。

尽管后一阶段年均债务增速只比前一阶段提高了 2.4 个百分点，从 16.0% 上升到 18.4%，但由于年均名义 GDP 增速从 18.4% 下降到 11.4%，导致两个阶段出现截然不同的结果：2003 年到 2008 年以年均 2.0% 的速度去杠杆，而 2009 年到 2016 年以 6.6% 的年化速度加杠杆。



图表 5：杠杆率、债务与名义 GDP 增速



资料来源：Wind，联讯证券

进一步将名义 GDP 增速拆分为实际 GDP 增速和 GDP 平减指数，可发现 2009—2016 年，物价对名义 GDP 增速有比较明显的拖累。相比于前一阶段，实际 GDP 增速下降了 3.3 个百分点，而 GDP 平减指数降幅达到 3.7 个百分点。这与 2011 年产能过剩矛盾凸显后，工业品价格持续下跌有关。

图表 6：分阶段的名义 GDP 增速拆解

	年均名义 GDP 增速 (%)	年均实际 GDP 增速 (%)	年均 GDP 平减指数 (%)
1996-2003	10.6	8.8	1.8
2004-2008	18.4	11.6	6.8
2009-2016	11.4	8.3	3.1
2017-2018	10.3	6.7	3.6

资料来源：Wind，联讯证券

（二）宏观杠杆率高估了非金融企业的债务风险

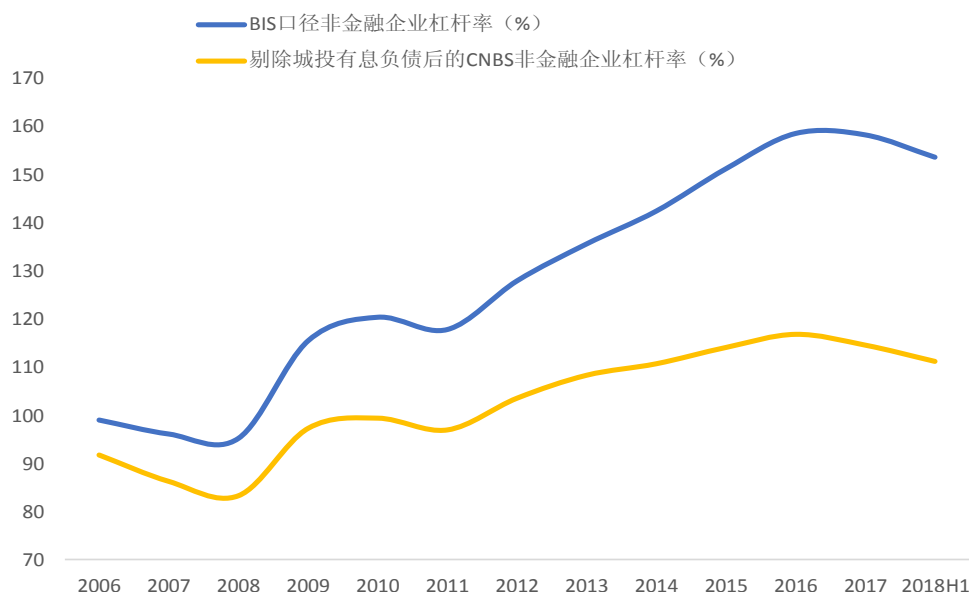
1、城投公司贡献了非金融企业杠杆率近一半的增幅

国际清算银行和社科院国家资产负债表研究中心两个机构在统计中国非金融企业债务时，都把城投债务包括了进去。考虑到目前地方政府和城投公司在业务、财务上的关系并未完全剥离，金融机构对地方政府将兜底城投债务依然有较强预期，剔除城投债务后的非金融企业杠杆率，更能客观反映非金融企业的实际债务压力。

剔除城投债务后的非金融企业杠杆率，从 2008 年的 83.2% 上升到 2016 年年末的高点 116.8%，增幅为 33.7 个百分点。同期非金融企业整体杠杆率增幅为 63.3%，即 2009 年初到 2016 年，中国非金融企业杠杆率增幅中，近一半是由城投贡献的。



图表 7：包含与剔除城投债务的 BIS 口径中国非金融企业杠杆率



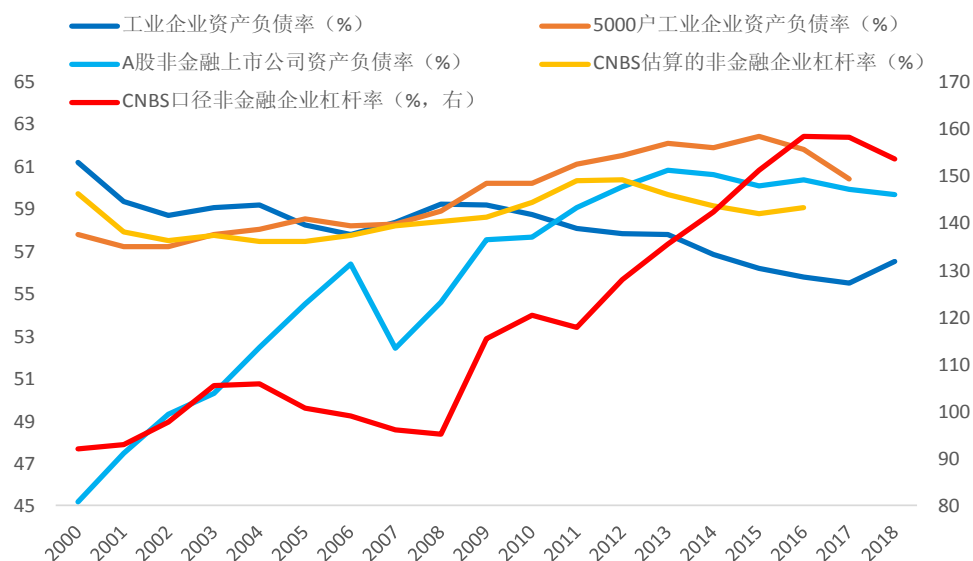
资料来源: Wind, 联讯证券

2、非金融企业资产负债率并未因宏观杠杆率上升而恶化

债务余额/GDP 衡量的是宏观杠杆率，与之相对的，则是用资产负债率表征的微观杠杆率。

选择四个口径的资产负债率，一是社科院国家资产负债表研究中心估算的全国非金融企业资产负债率，二是国家统计局公布的规模以上工业企业资产负债率，三是中国人民银行公布的 5000 户工业企业资产负债率，四是 A 股非金融上市公司的资产负债率。

图表 8：四个口径的非金融企业资产负债率和杠杆率



资料来源: CNBS, Wind, 联讯证券



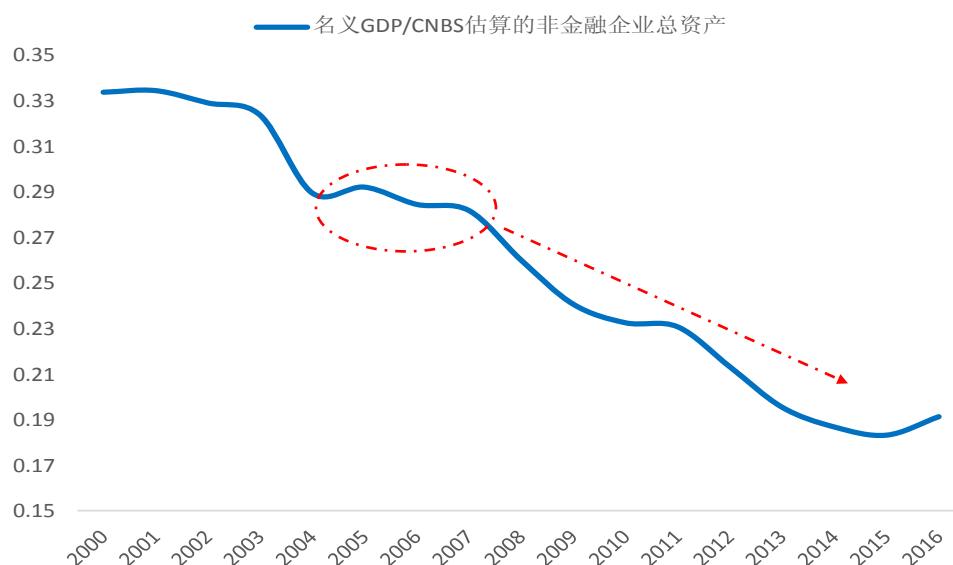
上述四个口径的资产负债率，A 股非金融上市公司资产负债率相对最为客观，变化幅度也最大。但即使如此，用 A 股非金融上市公司资产负债率衡量的微观杠杆率，也与宏观杠杆率发生了分化。2009 年至 2017 年，前者仅从 54.6% 上升到 60.4%，而后者从 95.2% 上升到 158.5%。

通过公式，可以将宏观杠杆率与资产负债率联系起来：

$$\text{宏观杠杆率} = \frac{\text{债务}}{\text{名义 GDP}} = \frac{\text{债务}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{名义 GDP}} = \text{资产负债率} \div \frac{\text{名义 GDP}}{\text{总资产}}$$

名义 GDP/总资产，反映的是单位总资产创造产出的能力，或者说是以增加值表示的资产收益。用社科院国家资产负债表研究中心估算的非金融企业总资产，计算非金融企业单位总资产的 GDP 产出量，这一指标在 2004-2007 年短暂企稳，但从 2008 年的 0.28 持续下降到 2015 年的 0.18。

图表 9：非金融企业单位总资产的 GDP 产出



资料来源：CNBS，Wind，联讯证券

宏观杠杆率分化的原因在于，非金融企业举债后，资产以持平或小幅慢于负债的速度增长，导致资产负债率变化不大。但由于产能过剩、资本报酬边际递减等原因，单位新增资产所贡献的 GDP 快速下降，使得 GDP 增速慢于资产和负债两者的增速，结果就是宏观杠杆率不断上升。

从这个角度看，提高产能利用率，是防范宏观杠杆率快速上升的必要举措。

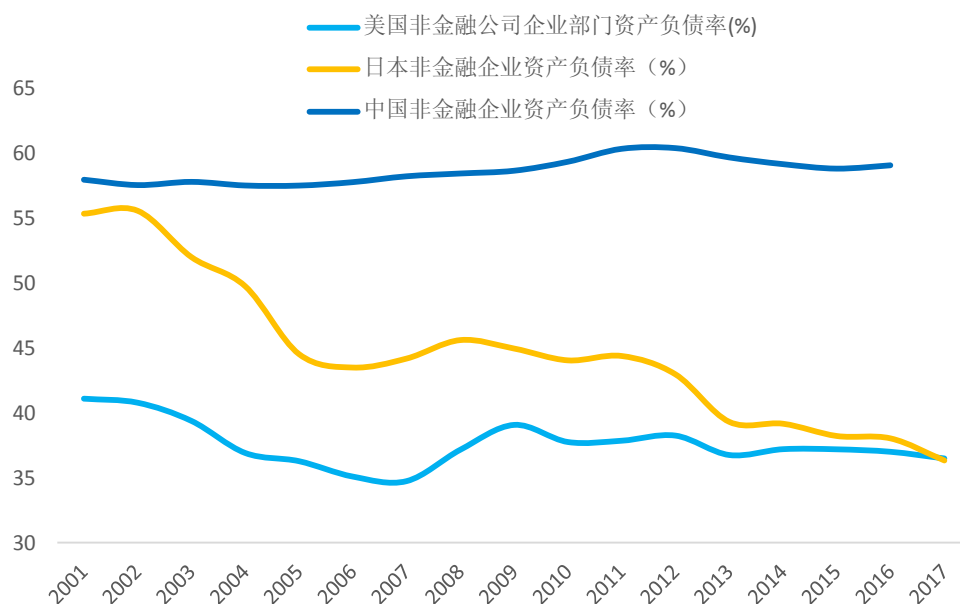
国际对比看，中国非金融企业资产负债率偏高，与中国以债权为主的融资体系有关。以美国、日本为比较对象，这两个国家在编制非金融企业资产负债表时，把通过股票和投资基金份额所融得的资金纳入到负债中。考虑到这两类资金偏股权融资，以及数据可比性，将负债部分剔除股票和投资基金份额后的非金融企业资产负债率，与中国非金融企业资产负债率比较，可发现两点：

一是绝对水平看，中国非金融企业资产负债率要高于美国与日本的非金融企业。



二是趋势上看，中国非金融企业资产负债率基本平稳，而美国与日本的非金融企业资产负债率在下降。

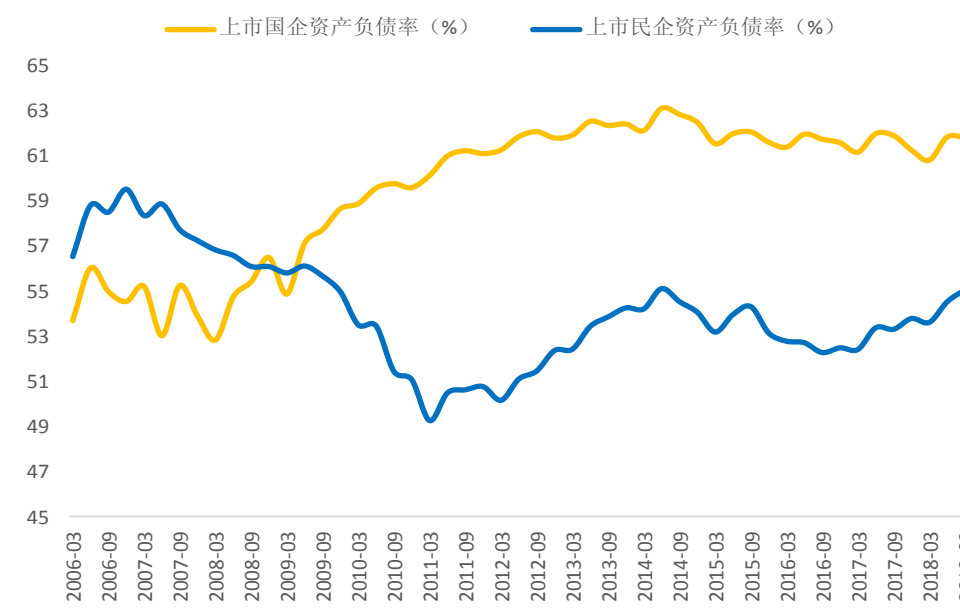
图表 10：中国与剔除股票和投资基金后的美、日非金融企业资产负债率



资料来源：Wind，联讯证券

2017 年国企和民企资产负债率开始出现分化，国企下降，民企上升。产生这种分化的原因有两个。一是供给侧结构性改革与行业整合过程中，上游行业受益最为明显，这些企业多为国企，而下游民企利润是被挤压的。二是前几年商誉是推动民企资产上升的动力之一，但因经济增长放缓使得部分公司的业绩未能兑现，开始计提减值，如 2018 年四季度创业板上市公司商誉减值近 400 亿元，使得民企资产负债率被动上升。

图表 11：A 股非金融民企和 A 股非金融国企的资产负债率对比



资料来源：Wind，联讯证券

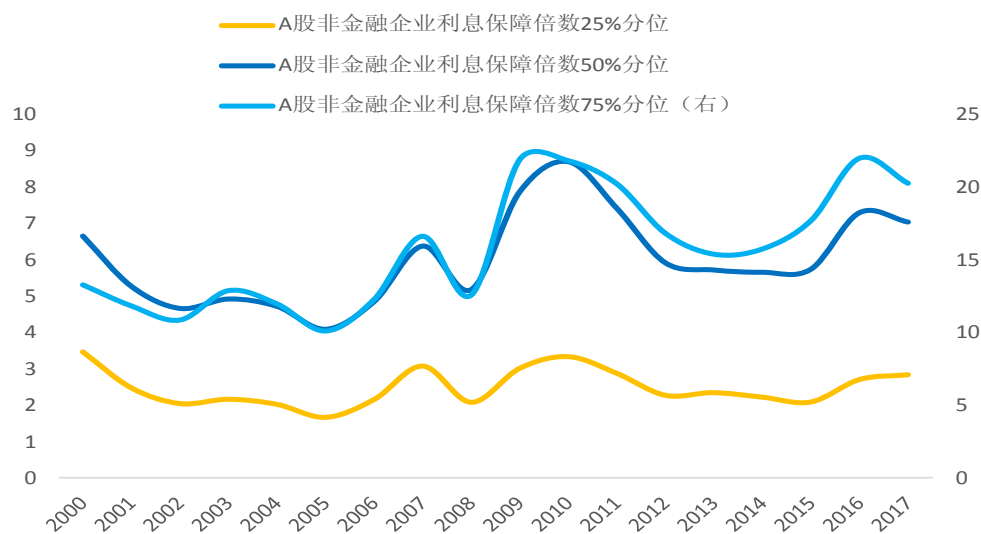


3、从财务指标看非金融企业偿债能力

从 A 股非金融上市公司的利息保障倍数、速动比率这两个指标看，偿债能力并没有随着宏观杠杆率上升而明显恶化。

利息保障倍数，指企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用的比率，用以衡量企业支付负债利息的能力。A 股非金融企业利息保障倍数的 25%、50%和 75%三个分位走势基本一致，2010 年是高点，随后在 2013 年左右见底，2016 年出现阶段性高点，2017 年虽然小幅回落，但仍高于金融危机前的水平。

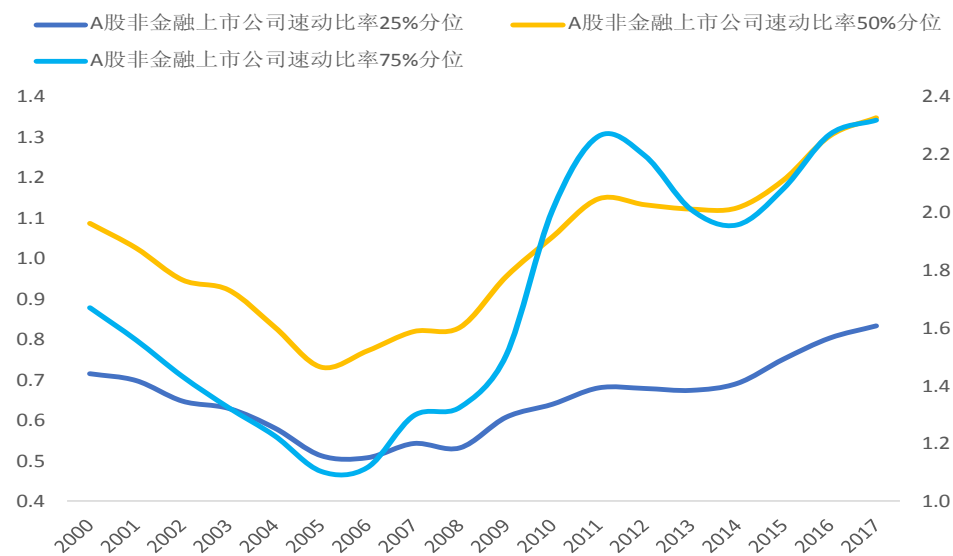
图表 12：A 股非金融企业利息保障倍数的 25%、50%和 75%三个分位



资料来源：Wind，联讯证券

速动比率是指速动资产对流动负债的比率，衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力。A 股非金融企业 25%分位、50%分位和 75%分位的速动比率，金融危机后整体上升，与宏观杠杆率的走势分化。

图表 13：A 股非金融企业速动比率 25%、50%和 75%三个分位



资料来源：Wind，联讯证券



（三）结论与政策建议

综上，我们认为以债务/GDP 衡量的杠杆率，高估了非金融企业的实际债务压力。一是金融危机后，城投公司几乎贡献了非金融企业杠杆率增幅中的一半，作为特殊的企业形式，将它的债务剔除后更能反映普通企业的债务压力。二是宏微观杠杆率分化，多种口径的微观杠杆指标—资产负债率，都没有随着宏观杠杆率上升而恶化。三是从 A 股非金融上市公司的利息保障倍数、速动比率看，偿债能力都并未因宏观杠杆率上升而削弱。

但宏观杠杆率飙升，反映了因产能过剩、资本边际报酬递减等原因，举债后单位新增资本创造的 GDP 快速下降这一事实。如果不限非金融企业宏观杠杆率，由于资本报酬递减这一原因，非金融企业宏观杠杆率可能加速上升。

为控制非金融企业宏观杠杆率，我们有以下几点建议：

一是继续规范地方政府举债，防范城投债务无序扩张。城投融资的意愿和能力，受政策和地方政府的影响较大，应在政策层面继续规范，包括减少对城投融资的依赖、强化违规举债问责机制等。

二是提高企业的盈利能力。宏微观杠杆率分化，本质上是因为单位资本的产出能力下降。提高企业的盈利能力是关键，包括放松市场准入、改善垄断市场结构、将信贷资金投向边际产出更高的部门等。

三是加快出清无效、落后产能，兼并重组，化解非金融企业存量债务压力。

四是扶持民企。近年国企资产负债率下降的同时，民企资产负债率出现上升，需要政策继续扶持民企，避免资产负债率上升对民企生产、投资意愿的压制。

五是发展股权融资。尽管近年中国非金融企业的资产负债率保持平稳，但依然明显高于美国、日本等国家，这与中国目前以信贷为主的融资体系有关。发展股权融资，是降低非金融企业资产负债率的渠道之一。

三、需高度重视居民杠杆率快速上升的风险

在居民债务统计口径上，国际清算银行同国际货币基金组织保持一致，采用的是存款类金融机构信贷收支表中的住户贷款。

在实际中，居民部门的借款渠道，除银行贷款外，还包括住房公积金贷款、P2P、民间借贷等。根据我们的测算，居民部门的实际债务规模，要大于纳入国际清算银行杠杆率统计的值，前者可能是后者的 1.4 倍左右。

考虑到多数国家有住房金融制度、P2P 个人贷款规模只有住户贷款的 1.5%而且在持续收缩、民间借贷规模缺少权威数据等，在做国际对比时，债务规模以国际清算银行的口径为主。

（一）被居民杠杆率低估的债务风险

国际清算银行公布了 43 个国家和地区的居民杠杆率数据，最新的是 2018 年 3 季度的，中国为 51.5%，在 43 个国家和地区中位列 25 名。

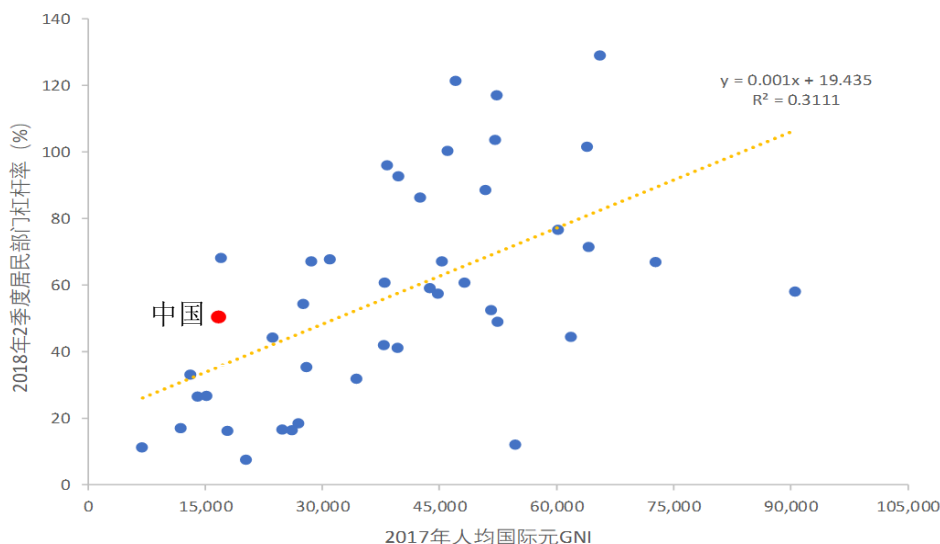
但我们认为，除了债务统计不完善外，还由于以下两个原因，中国居民的实际债务压力，被杠杆率低估了。



第一，对比其它国家和地区与中国处于相似发展水平时的居民杠杆率，可发现中国的居民杠杆率排序靠前。

国际经验显示，伴随着经济水平提高，居民杠杆率整体是上升的。将其它国家和地区与中国目前发展阶段近似时期的居民杠杆率，同中国目前的居民杠杆做比较，比单纯对比 43 个国家和地区目前的居民杠杆率水平，更具参考价值。

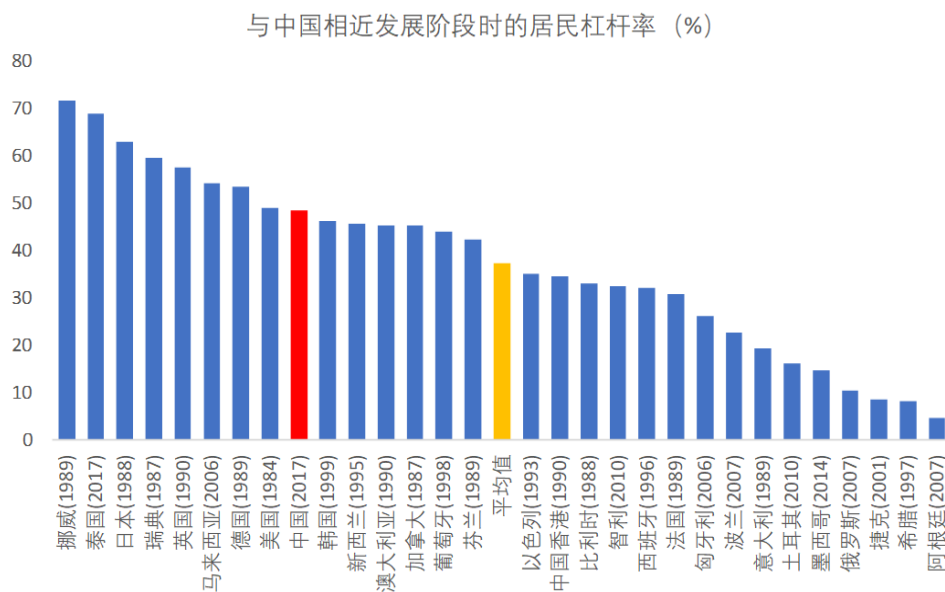
图表 14：国际经验显示，居民杠杆率整体随着经济水平发展而提高



资料来源：BIS，世界银行，联讯证券

我们以世界银行发布的人均国际元 GNI 为比较基准，2017 年中国该指标为 16760。由于 BIS 公布的各个国家和地区居民杠杆率起始时间不一，在 2017 年 BIS 公布居民杠杆的其它 42 个国家和地区中，与中国目前处于近似发展阶段时有居民杠杆率数据的国家和地区有 30 个，中国排第 9。

图表 15：处于相同发展阶段时，中国居民杠杆率在 30 个国家和地区中排第 9

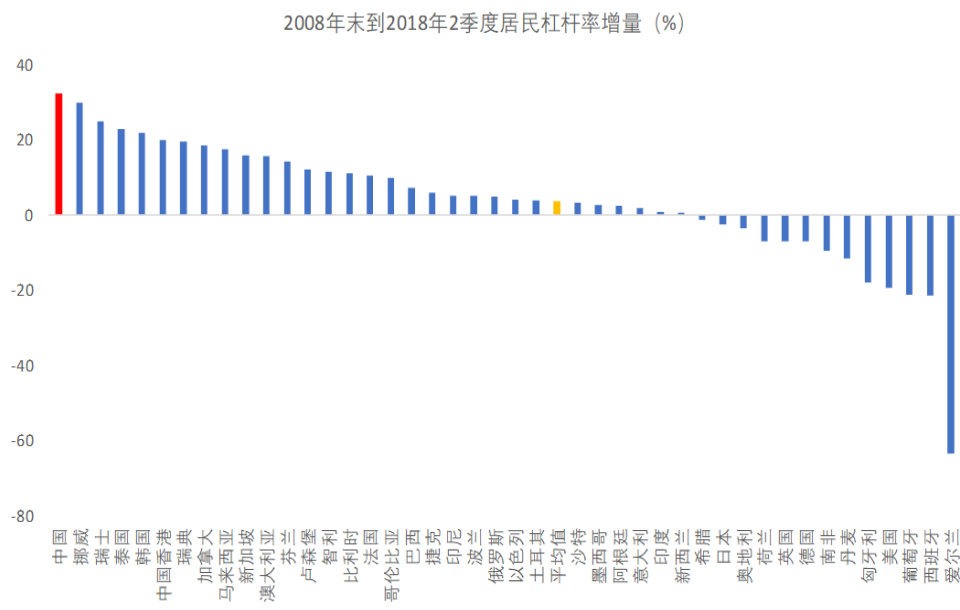


资料来源：BIS，世界银行，联讯证券



第二，一些研究认为相比于杠杆率水平的高低，杠杆率上升速度更值得关注，而 2008 年金融危机后，中国居民杠杆率的增幅在 BIS 公布数据的国家中位列第 1。

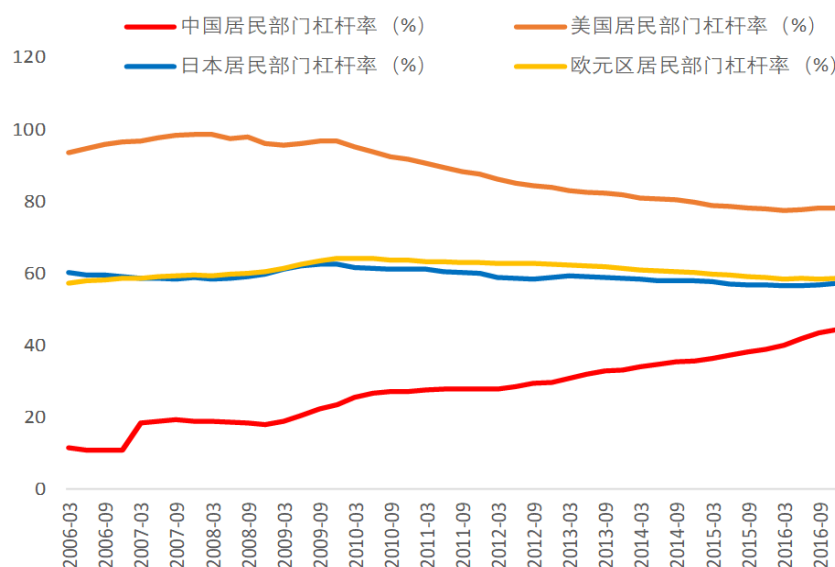
图表 16：2008 年末-2018 年 2 季度，各国家和地区的居民杠杆率增量



资料来源：BIS，联讯证券

国际金融危机后，发达经济体居民部门整体在去杠杆，除中国以外的新兴市场国家，居民部门多数也在去杠杆。根据国际清算银行的数据，2008 年末到 2018 年 2 季度，43 个国家和地区的居民杠杆率平均上升了 3.8%。而同期中国居民部门杠杆率从 17.9%，上升到 2018 年 2 季度末的 50.3%，不到 10 年时间增长近两倍，32.4%的增量位列第 1。

图表 17：金融危机后，主要发达国家居民部门去杠杆，中国居民部门加杠杆



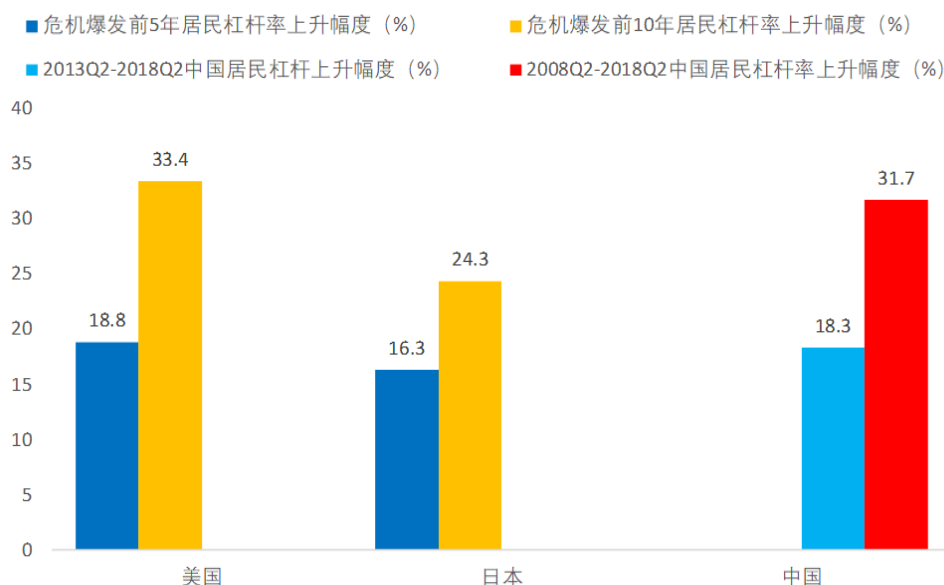
资料来源：BIS，联讯证券

以中国 2018 年 2 季度、美国金融危机爆发时的 2008 年 1 季度和日本泡沫经济开始破灭的 1990 年 1 季度为时点，分别计算前 5 年和前 10 年，上述三个国家的居民杠杆率



上升幅度。可以发现近几年中国居民部门杠杆率的增幅，已经和美国、日本危机爆发前的相当。

图表 18：中国近几年杠杆率增幅，与美、日危机爆发前的增幅对比



资料来源：BIS，联讯证券

（二）居民部门偿债负担国际对比

这部分通过居民部门债务/可支配收入、还本付息/可支配收入和居民部门资产负债率三个指标，来分析中国居民部门的偿债压力。

1、居民部门债务/可支配收入

在比较不同国家和地区的居民债务水平时，以居民部门债务/GDP,可以消除国家和地区之间经济体量不同对债务总量的影响。但同时它也忽略了不同经济体内部，GDP 在不同主体之间的分配比例不一，居民部门的杠杆率难以完整衡量居民的偿债压力。将分母换成住户部门可支配收入，更能反映居民的偿债负担。

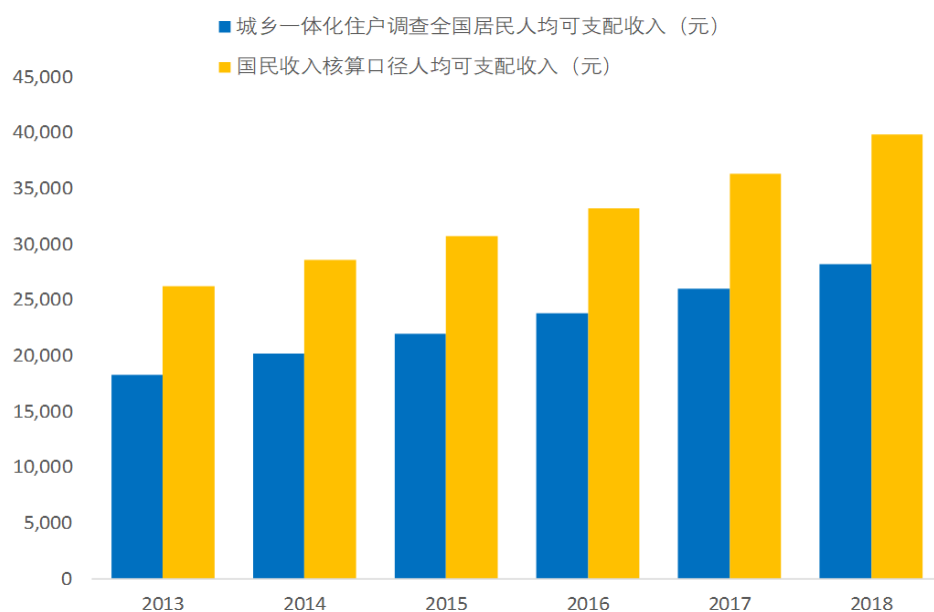
中国有两个口径的居民可支配收入。一是国民核算口径，2016 年中国居民可支配收入占 GDP 的 62.1%，大致处于国际平均水平；二是城乡一体化住户调查口径下的全国居民人均可支配收入，大约为同一年国民核算口径居民可支配收入的 70%，占 GDP 的 45%左右。

两个口径中，城乡一体化住户调查口径的与居民感受更为接近，也更能体现居民的实际可支配收入水平。

对比 OECD 国家的居民部门债务/可支配收入，可发现金融危机后，美国和英国的居民部门债务/可支配收入都出现下降，法国和日本的居民部门债务/可支配收入基本保持平稳，而中国两个口径可支配收入衡量的偿债负担，都在快速上升。

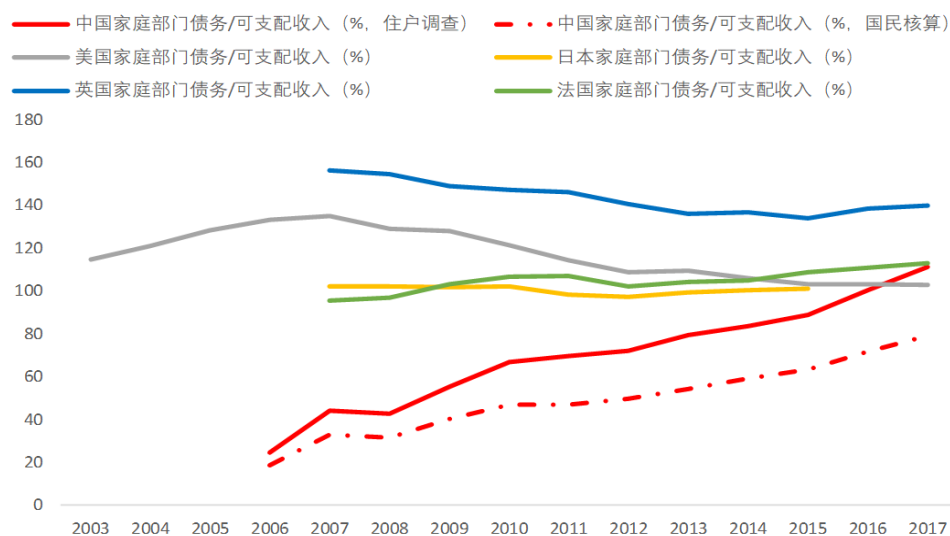


图表 19: 近几年住户调查口径的人均可支配收入, 只有国民收入核算口径的 70%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表 20: 中国与部分发达国家用家庭部门债务/可支配收入衡量的偿债负担

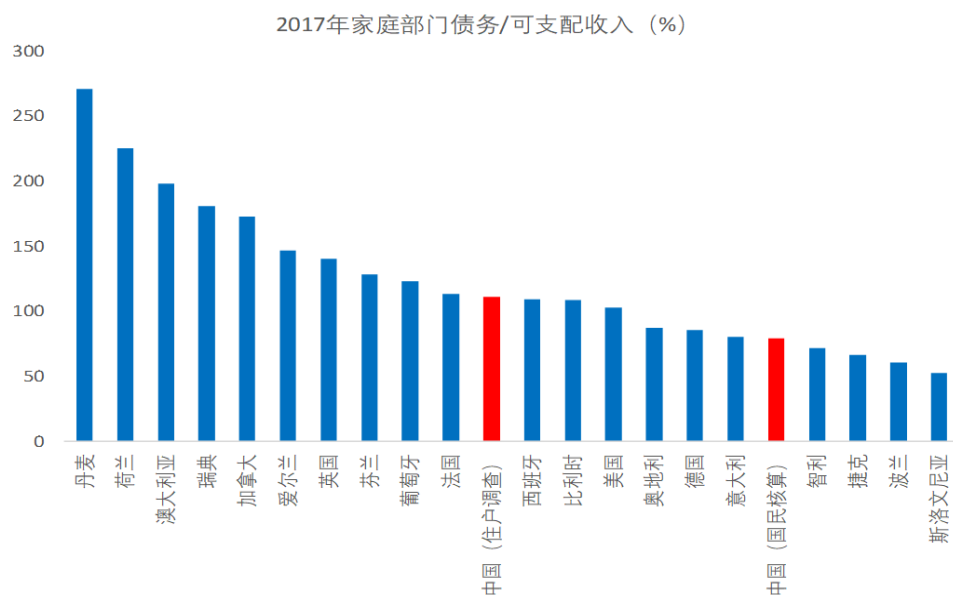


资料来源: OECD 数据库, Wind, BIS, 联讯证券

2017 年住户调查口径下的中国居民债务/可支配收入为 111.2%，超过了美国的 102.5%、德国的 85.4%，与法国的 112.7%和西班牙的 108.9%，低于丹麦、荷兰、英国等国家。



图表 21：国际对比看，中国居民的偿债负担



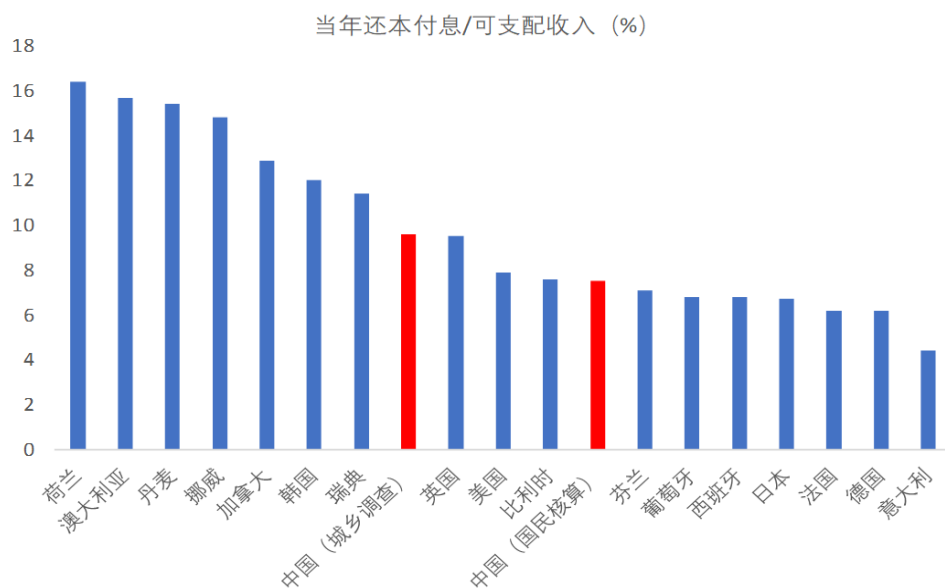
资料来源：OECD 数据库，Wind，联讯证券

2、应还债务本息/可支配收入

应还债务本息/可支配收入，即偿债比率。国际清算银行公布了部分国家的居民部门偿债比率。为保证数据的横向可比性，债务期限部分我们采用相同的假设，即债务剩余期限为 18 年。同时参考《中国金融稳定报告（2018）》中的假定，债务的利息为 5 年期以上贷款的基准利率。

2017 年城乡调查口径可支配收入下中国居民部门的偿债比率，已经超过英国、美国、日本、法国和德国等国家。排在中国前面的，除澳大利亚和韩国外，多为高福利的北欧国家，福利得到保障后消费意愿更强。

图表 22：国际对比看，中国居民部门的还本付息压力



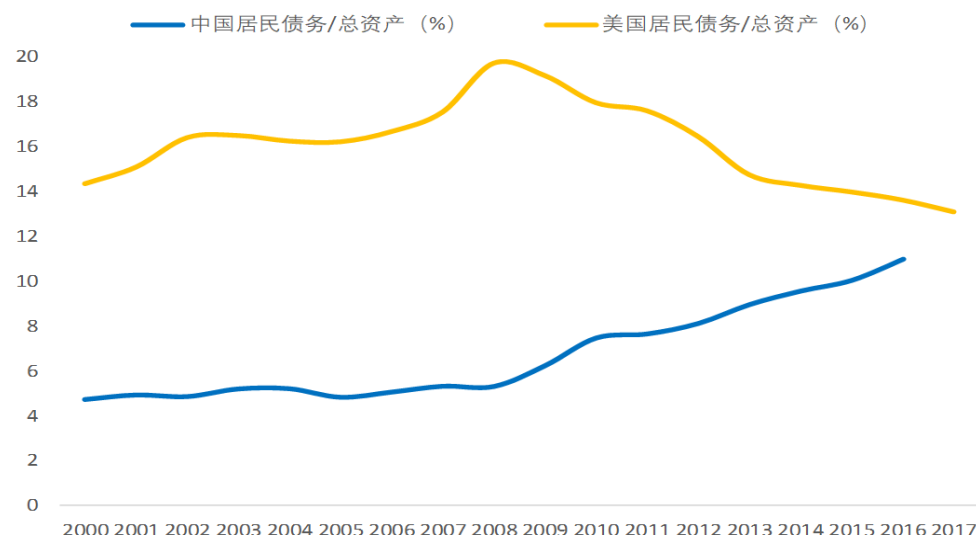
资料来源：BIS，Wind，联讯证券



3、资产负债率

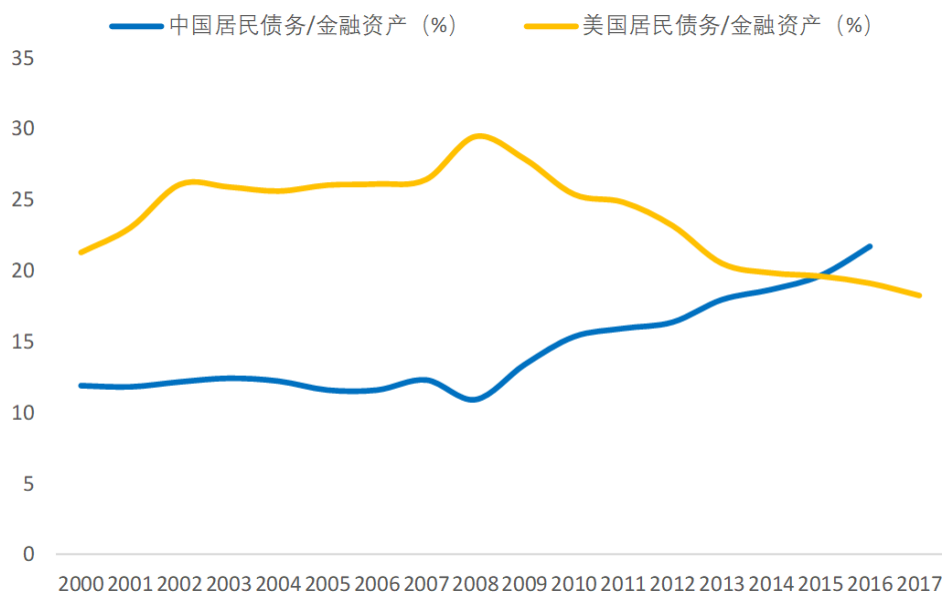
居民可支配收入，体现的是当期收入用于还本付息的能力，在实际中还可以用存量资产支付利息和到期债务。考虑到金融资产变现能力更强，除对比债务/总资产外，还对比债务/金融资产。金融危机后，中国、美国两种口径居民部门资产负债率的走势都出现了分化，美国的不断下降，而中国的持续攀升。

图表 23：中美两国的居民部门债务/总资产对比



资料来源：《中国国家资产负债表 2018》，美国经济分析局，联讯证券

图表 24：中美两国的居民部门债务/金融资产对比



资料来源：《中国国家资产负债表 2018》，美国经济分析局，联讯证券

2016 年中国的居民部门金融资产负债率 21.7%，高于美国同期的 19.1%。当年中国居民部门资产负债率 11.0%，略低于美国的 13.6%。但 2017 年和 2018 年中国家庭部门



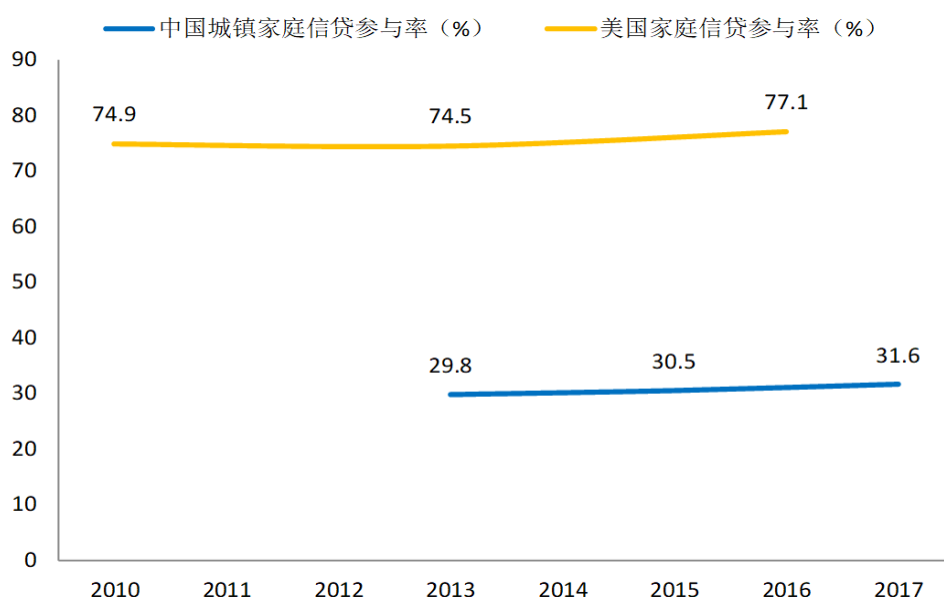
的债务经历了一轮快速扩张，仅贷款就增加了 14.5 万亿，比 2016 年末增长 43.5%，我们认为 2018 年中国的家庭部门债务/总资产，可能已经超过了美国。

（三）结构视角看居民债务风险

1、被“平均”的偿债压力

由于中国家庭获得贷款较难，那些有贷款的家庭实际债务压力，是被低估的。2017 年中国城镇家庭的信贷参与率 31.6%，如果将农村家庭统计进去，这个比例会更低。而 2016 年美国家庭的信贷参与率为 77.1%，对比来看可以说，中国家庭想要获得贷款比较难。

图表 25：中国城镇家庭与美国家庭的信贷参与率对比



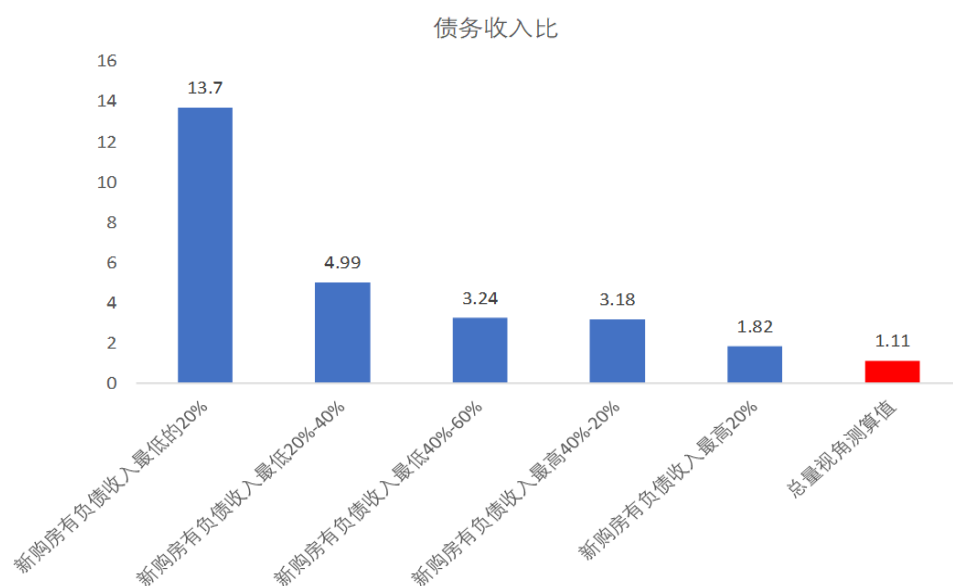
资料来源：CHFS，SCF，联讯证券

这导致的结果是，我们前面部分，将所有居民作为一个整体来分析的总量视角，所得到的居民债务压力，要比真正有资格而且已经加杠杆的家庭，实际承担的偿债压力要小得多。因为总量视角的分析和测算中，比例可能超过七成、在银行没有贷款的家庭，作为“分母”的一份子，来摊销那些有贷款、占比不足三成的家庭的债务。

西南财经大学中国家庭金融调查与研究中的数据，也支持这一观点。根据该中心的调查，2015-2017 年新购房有负债的家庭中，收入最低的 20% 家庭债务收入比为 13.7，收入最高的 20% 家庭债务收入比也有 1.8，都要比城乡调查口径下的 2017 年债务收入比 1.1 更高。



图表 26：近年新购房有负债家庭的债务收入比，都要高于总量视角下的测算值

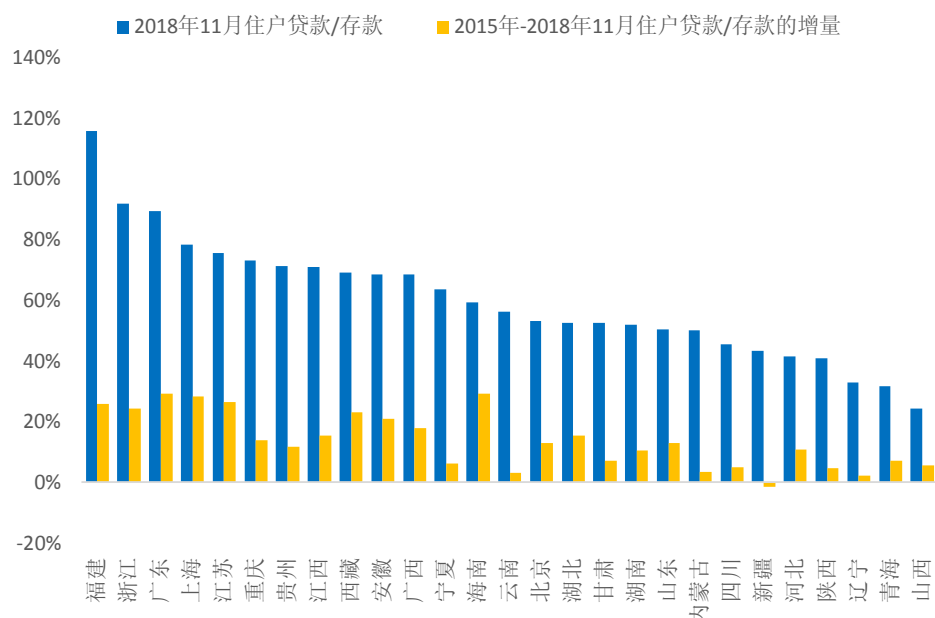


资料来源：CHFS，联讯证券

2、区域视角看债务风险

以住户部门贷款/存款，衡量各省市自治区的居民偿债压力。沿海地区的贷款存款比更高，尤其是福建，2018 年 11 月住户贷款/存款比例达到了 115.7%。

图表 27：各省市自治区住户贷款/存款



资料来源：Wind，各地统计年鉴，联讯证券

我们认为，产生这一现象的可能原因有两个。一是东部沿海地区的房价整体高于其他区域，居民部门有更高的房贷需求。二是经济发达地区，居民资产配置相对多元化，使得存款在总资产的比例要低些，从而抬升了贷款/存款。

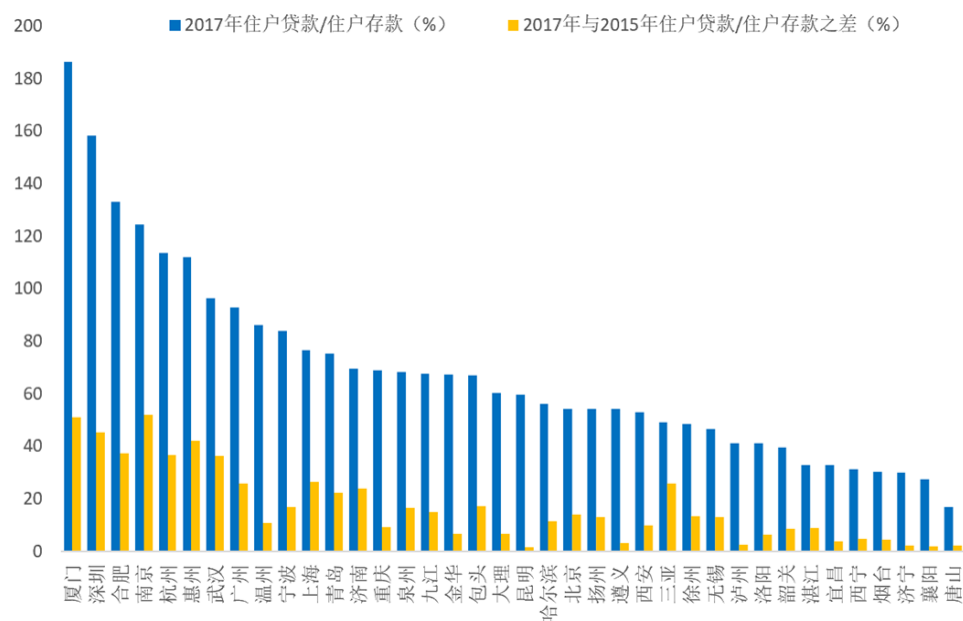


再来看城市的住户部门贷款/存款。我们以公布房价数据的 70 大中城市为选择样本，通过查找年度统计公报、统计年鉴等方式，试图找出各城市的住户贷款和住户存款数据，最终发现有 38 个城市公开了 2015-2017 年完整的数据。

2017 年，38 个城市中贷款/存款超过 100% 的有 6 个。厦门位居首位，高达 186.2%。其次是深圳，为 158.1%。合肥、南京、杭州、惠州、武汉这几个近年房价上涨较快的二三线城市，住户部门贷款与存款之比也较高。

值得注意的是，上海和北京这两个高房价城市，在 38 个城市中，都未进入前 10。两个都公布了 2018 年的数据，上海的住户贷款/住户存款为 77.96%，北京这一指标是 52.52%。

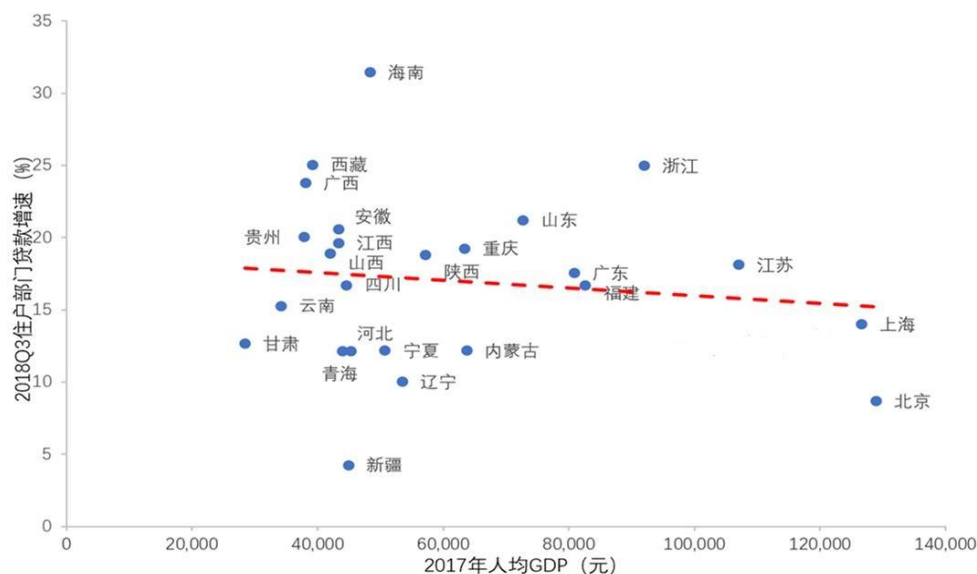
图表 28：部分城市的 2017 年住户贷款/存款，以及相比于 2015 年增量



资料来源：Wind，各地统计年鉴，联讯证券

再来看住户贷款增速。近几年呈现出的一个特征是，经济发展水平越低的地区，住户部门贷款增速上升得越快。比如海南、西藏、广西、贵州等边疆地区，住户部门贷款增速明显要快于全国的平均水平，尤其是海南，2018 年前 3 季度住户部门贷款增速高达 31.4%。

图表 29：近年经济发展水平越低的地区，住户部门贷款增速越快



资料来源: Wind, 联讯证券

(四) 结论与政策建议

尽管简单作国际对比,中国目前的居民杠杆率并不高。但考虑到中国目前所处发展阶段,以及近年居民杠杆率的快速上升,其中的风险需要引起关注。

相比于发达国家,更具实际意义的城乡调查口径的中国居民可支配收入,占 GDP 比例要低些。以居民部门债务/可支配收入、还本付息/可支配收入等衡量的偿债压力,都已经高于美国等多个发达经济体。以债务/总资产、债务/金融资产衡量的居民资产负债率,中国也超过了美国。

更需要注意的是, BIS 口径的居民部门债务,统计的只是存款类金融机构信贷收支表中的住户贷款。中国城镇家庭的信贷参与率只有三成,包括农村家庭在内的比例更低,而美国的这一指标接近八成。这意味着,中国实际有银行贷款的家庭,所承担的债务压力,要远大于总量视角下的估算值,也要明显高于美国有银行贷款的家庭。

住房贷款是中国居民部门债务的主要形式,由于高首付比例,使得一部人加杠杆的需求被压制,尤其是在高房价的城市。而购房且有贷款的人群中,据我们测算,贷款比例超过了 50%,已经在政策允许的范围内,将杠杆加得比较高了。中国家庭部门实际的债务压力,主要由这个群体承担。

展望未来,我们认为中国家庭部门的杠杆率,将进一步上升。主要是因为,有相当比例的人群,被高首付比例阻挡在加杠杆之外,随着这些人财富的积累,加杠杆的需求将被释放。

对政府来说,需要控制居民杠杆率上升的节奏:

一是坚持“房住不炒”的政策。一方面,降低居民对房价上涨的预期,能够减少投机性和恐慌性的加杠杆需求,房价波动大的时候更容易引起居民举债买房。另一方面,在相同首付比例要求的情况下,房价更高需要举借的债务越多。

二是优化企业面临的制度环境,鼓励创新,使符合经济转型方向的企业增加投资,减少稳增长诉求下对居民加杠杆的路径依赖。美国 1993-2000 年居民杠杆率上升放缓的经验告诉我们,科技创新等导致企业盈利能力增强后,企业加杠杆的意愿和能力上升,



有助于放慢居民加杠杆的步伐。

四、关注地方政府债务的局部风险

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。

（一）隐性债务的规模测算

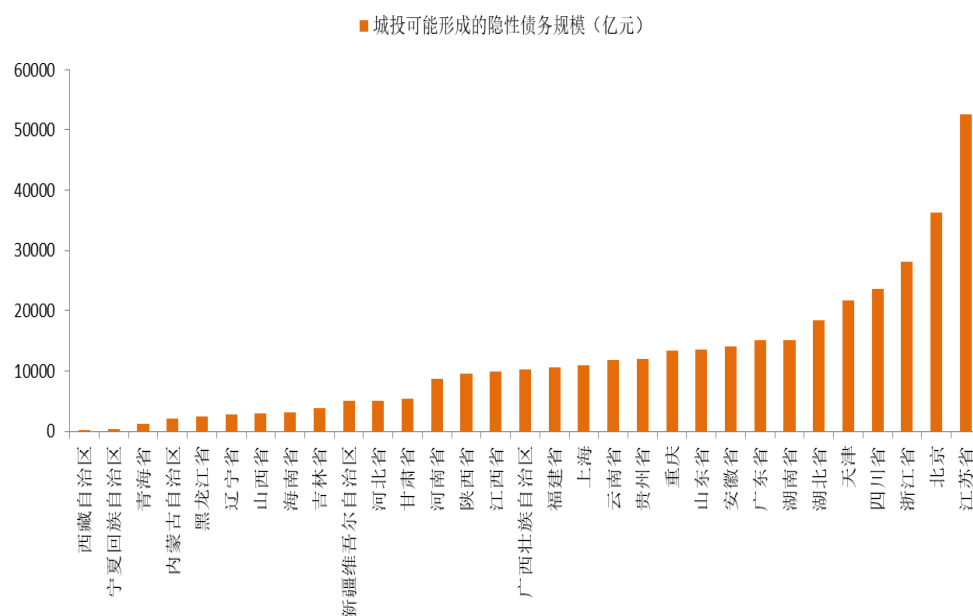
目前主流的隐性债务测算方法有三种，分别是资金运用的角度、从资金来源的角度、从举债主体的角度计算。由于从资金运用的角度测算，尽管方法从原理上讲具有一定的科学性，但实施起来困难重重，容易造成大的误差，因此我们没有使用这种方法测算，而是使用后面两种方法。

综合两种方法的结果来看，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。加上 18.3 万亿的显性债务，合计共有 55.3 万亿的债务余额。

（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，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。

图表 30：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。

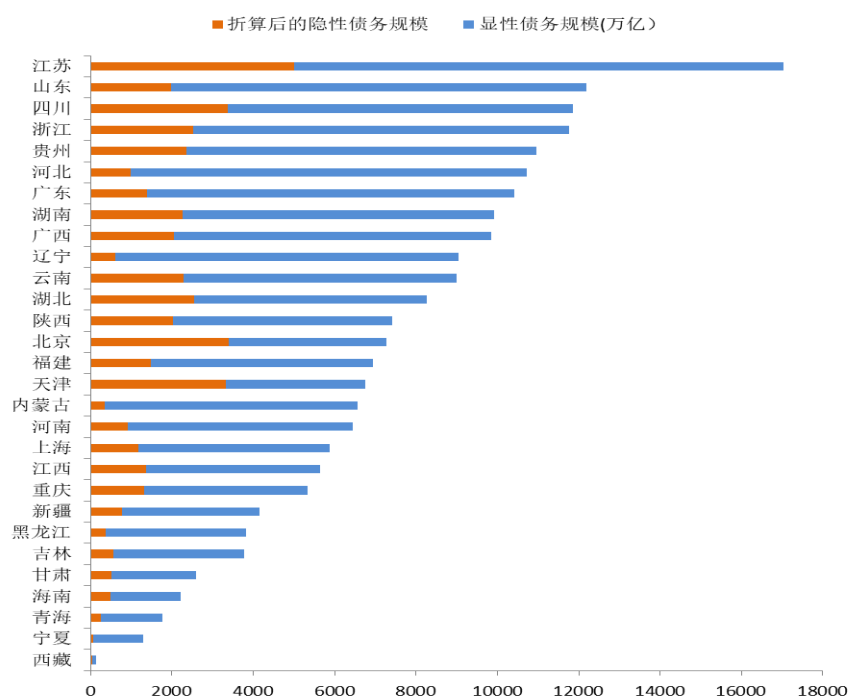
前两者的概念和数据清晰，比较陌生的是折算后的债务概念。我们在计算时，可以根据显性债务率（显性债务/地方政府综合财力），先将各省分组，然后每组给予不同的折算系数。

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 31 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 31：考虑折算系数的地方政府债务一览



资料来源：联讯证券，wind



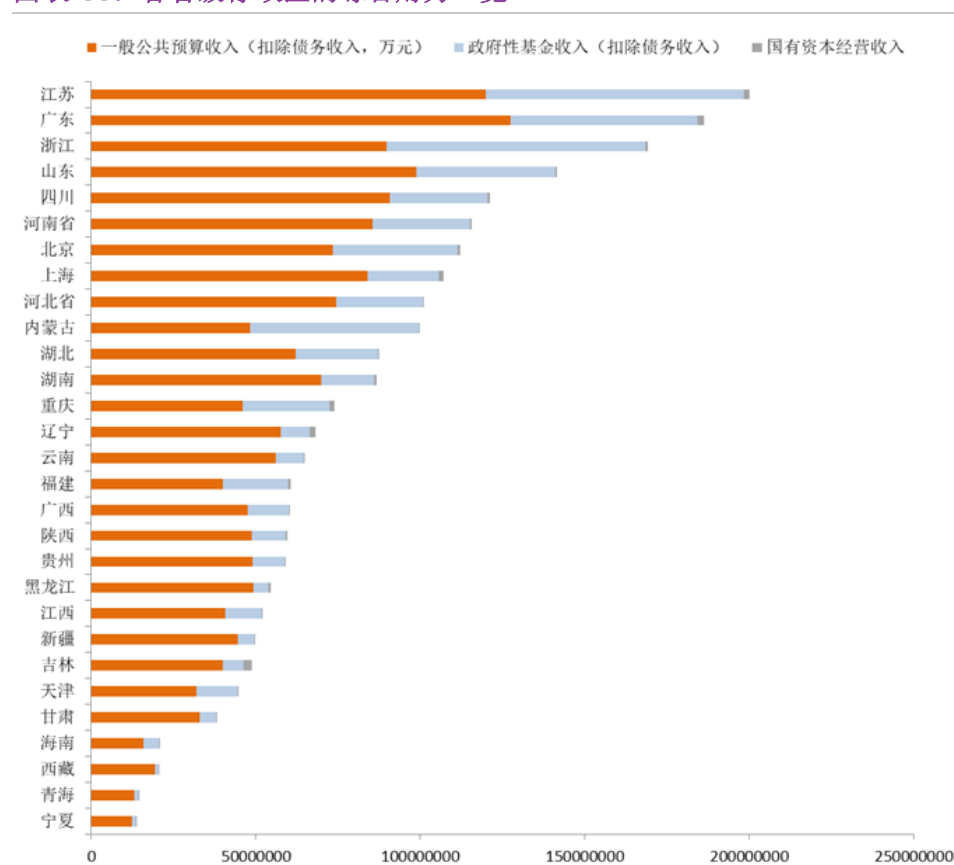
分母项，地方政府综合财力包括一般公共预算收入（扣除债务收入）、政府性基金收入（扣除债务收入）、国有资本经营收入三本账，计算方式列在图表 32 中，计算结果如图表 33 所示，具体数据来源于全省/市/自治区的财政决算表。

图表 32：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 33：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 34）。

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 34：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 35 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 35：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
一般公共服务	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%。

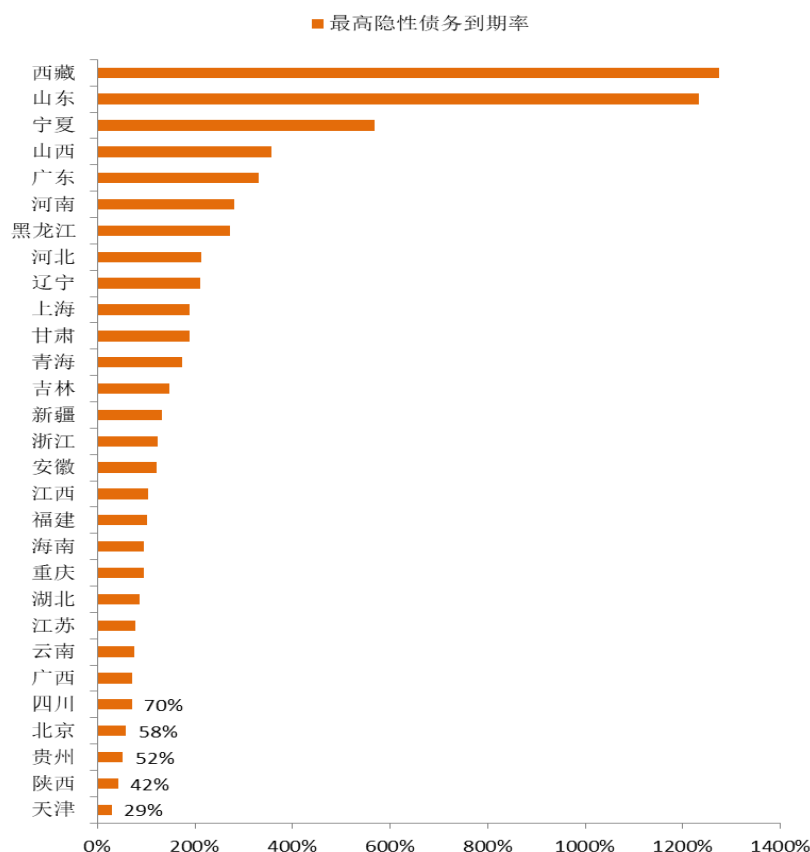
因此简单来看，政府性基金预算支出（不含专项债务还本支出）中可供地方政府偿还隐性债务的规模大约是（政府性基金预算收入*85%*20%），再加上一般公共预算支出中的非刚性支出，即可得到可用于偿还隐性债务的财政支出规模。

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 36）。

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 36：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

（三）结论与政策建议

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市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。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任高级宏观研究员，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@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