

## 贵州化债加力，吹响新一轮化债号角？

年初以来，央地化债举措陆续出台、落地，近期贵州化债政策力度再加码。这是否意味着地方化债提速？当前化债与以往有何异同？本文梳理，可供参考。

### ■ 一问：地方债务化解，现状如何？债务压力攀升，政策加大化债支持力度

伴随着地方债务的持续增长、财政收入的大幅下滑等，地方债务压力在上半年加快凸显。稳增长加力下，上半年地方显性债务加快增长，隐性债务持续累积、东北地区甚至有所加速。同时，财政收入在土地财政拖累与疫情冲击下大幅下滑，前8月广义财政完成度仅57%、较前5年平均进度下滑8个百分点。债务不断累积而财政收入下滑，加剧了地方债务压力、2022年地方广义债务率或超300%。

今年以来，央、地采取加强监管、强化问责等多举措防范债务风险；近期，中央支持地方化债再度加码。上半年，中央及部委各类政策多次强调遏制隐性债务增量、化解存量等。对于债务率较高、城投非标违约较多的贵州，近期财政部发布114号文支持其高风险地区化债；相较年初支持贵州化债的国发2号文，114号文明确加强对贵州的财政支持、扩大金融机构机制化债范围、降低债务成本等。

### ■ 二问：近期化债较以往有何异同？尾部风险凸显、高风险地区或需更多支持

回顾过往，2014年、2018年开始的两轮化债，分别主要采取地方债置换和市场化化债两类方式。2014年开始的首轮化债主要采取将存量债务纳入预算管理、通过发行置换债将其“显性化”等方式。2015-2018年，地方发行超12万亿元置换债，基本将2014年底的不规范存量债务置换完毕。2018年开始的第二轮化债则更侧重化解隐性债务，且多采用市场化方式。财政部提出的化债方式中，项目结转资金偿还、转为经营债务、借新还旧、破产清算等均为市场化化债方式。

近期，地方化债仍以地方债置换和市场化方式为主；但尾部风险凸显下，高风险地区化债或需更多政策支持。2020年以来，除了鼓励市场化方式化债，政策亦加强对部分地区的地方债置换支持力度。对于财政实力较好、隐性债务较少的地区，地方债置换提速或促使其隐性债务加速清零；对于债务压力较大的地区，地方债置换政策加码或可有效降低解其债务风险。当下，高风险地区化债仅凭地方财政及市场融资或不足以缓解当前风险、或需加大地方债置换等政策支持力度。

### ■ 三问：以史为鉴，不同化债方式的影响？地方债置换对高风险地区或更有效

以史为鉴，市场化方式化债对不同地区影响分化，对化解高风险地区的债务风险作用或有限。第二轮市场化化债期间，债务风险较高的贵州虽积极采取一些市场化化债举措，如与金融机构协商置换、“茅台化债”等，但其城投债信用利差未有明显收窄、2020年末仍维持390BP左右的较高水平；与之不同，山西城投债信用利差在市场化化债期间则有所收窄、2020年末较化债初期收窄近70BP。

相比之下，地方债置换等方式对降低高风险地区债务风险或更有效，后续或需跟踪相关政策举措。观察辽宁、湖南城投债信用利差走势，可以发现，两地披露其部分地区纳入中央建制县隐性债务化解试点后，其城投债信用利差在较长时间内呈收窄态势，或指向地方债置换等方式对提振高风险地区的债市信心更为有效。因此，是否加大高风险地区化债的地方债置换等支持力度，或是后续跟踪重点。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

侯倩楠 联系人  
houqiannan@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 贵州化债加力，吹响新一轮化债号角？ .....   | 4  |
| 1.1、一问：地方债务化解，现状如何？ .....    | 4  |
| 1.2、二问：近期化债较以往有何异同？ .....    | 7  |
| 1.3、三问：以史为鉴，不同化债方式的影响？ ..... | 9  |
| 2、政策跟踪 .....                 | 11 |
| 2.1、中央政策会议跟踪： .....          | 11 |
| 2.2、重要文章及新闻发布会： .....        | 12 |
| 2.3、各类文件和法规： .....           | 14 |
| 风险提示： .....                  | 15 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1：2022 年地方显性债务明显提速 .....             | 4  |
| 图表 2：2022 年上半年东北地区隐性债务加速累计 .....        | 4  |
| 图表 3：2022 年前 8 月财政收入进度处于较低水平 .....      | 4  |
| 图表 4：2022 年地方广义债务率提升 .....              | 4  |
| 图表 5：去年底以来化债政策强调遏制增量、化解存量 .....         | 5  |
| 图表 6：财政部年内两度通报违规举债典型案例 .....            | 5  |
| 图表 7：地方审计报告对政府债务管理重视度提升 .....           | 6  |
| 图表 8：多省市发行特殊再融资券置换存量债务 .....            | 6  |
| 图表 9：近期，财政部发文支持贵州化解债务风险 .....           | 6  |
| 图表 10：近年贵州省广义债务率较高 .....                | 7  |
| 图表 11：近年贵州省城投违约数量较多 .....               | 7  |
| 图表 12：两轮地方债务化解主要政策 .....                | 7  |
| 图表 13：历年置换债发行规模 .....                   | 8  |
| 图表 14：财政部提出六大化债方式 .....                 | 8  |
| 图表 15：2022 年部分地区出台化债专项方案 .....          | 8  |
| 图表 16：2022 年贵州省部分化债举措 .....             | 8  |
| 图表 17：2022 年上半年地方财政收入大幅回落 .....         | 9  |
| 图表 18：上半年，多地城投债借新还旧比例达 100% .....       | 9  |
| 图表 19：2022 年各地财政预算执行报告更强调局部地区债务风险 ..... | 9  |
| 图表 20：2022 年上半年地方显性债务控制住限额之内 .....      | 10 |
| 图表 21：2022 年上半年地方隐性债务增速放缓 .....         | 10 |
| 图表 22：贵州、广西等地城投债尾部风险较高 .....            | 10 |
| 图表 23：宁夏、青海等地债务偿付压力较高 .....             | 10 |
| 图表 24：2018 年以来，贵州城投非标违约数量大幅领先 .....     | 10 |
| 图表 25：市场化化债方式或对高风险地区化债影响有限 .....        | 10 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 26: 地方债置换等举措或可更有效提振市场信心..... | 11 |
| 图表 27: 近期政中央政策、会议.....          | 12 |
| 图表 28: 近期重要文章及新闻发布会.....        | 13 |
| 图表 29: 近期重要文件、法规等.....          | 15 |

年初以来，央地化债举措陆续出台、落地，近期贵州化债政策力度再加码。这是否意味着地方化债提速？当前化债与以往有何异同？本文梳理，可供参考。

## 1. 贵州化债加力，吹响新一轮化债号角？

### 1.1、一问：地方债务化解，现状如何？

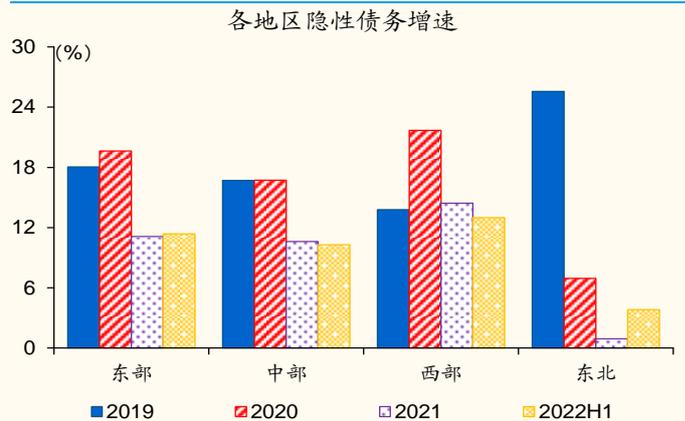
伴随着地方债务的持续增长、财政收入的大幅下滑等，地方债务压力在上半年加快凸显。稳增长加力下，上半年地方显性债务加快增长，隐性债务持续累积、东北地区甚至有所加速。同时，财政收入在土地财政拖累与疫情冲击下大幅下滑，前8月广义财政完成度仅57%、较前5年平均进度下滑8个百分点。债务不断累积而财政收入下滑，加剧了地方债务压力、2022年地方广义债务率或超300%。

图表 1：2022 年地方显性债务明显提速



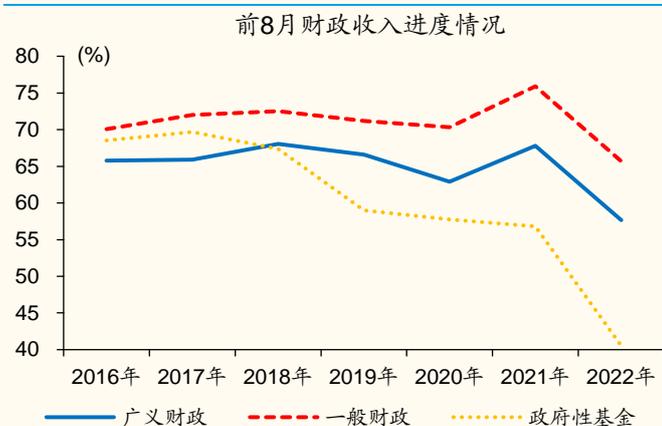
来源：Wind、财政部、国金证券研究所

图表 2：2022 年上半年东北地区隐性债务加速累计



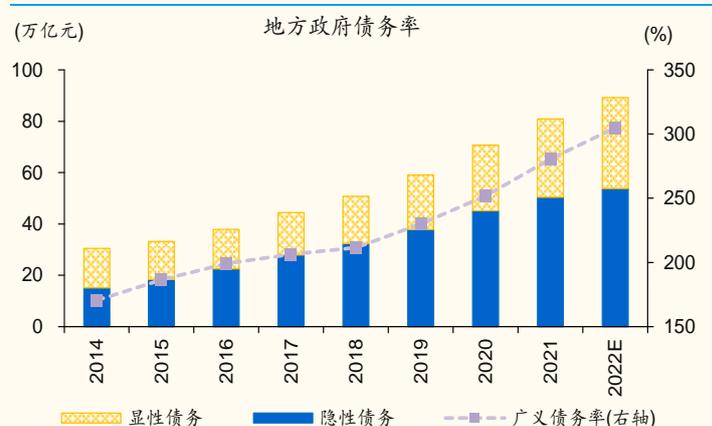
来源：Wind、财政部、国金证券研究所

图表 3：2022 年前 8 月财政收入进度处于较低水平



来源：Wind、财政部、国金证券研究所

图表 4：2022 年地方广义债务率提升



来源：Wind、财政部、国金证券研究所

今年以来，央、地采取加强监管、强化问责、加速化债等多举措防范债务风险。年初以来，中央及部委的各类政策多次强调“坚决遏制隐性债务增量”、“加强政府债务管理”等；财政部更是年内两度通报十余起地方隐性债务问责案例；地方近期披露的审计报告也显示各地对政府债务风险重视度持续提升。同时，隐性债务化解也在逐步推进，多省市发行特殊再融资券置换存量债务；广东、上海、北京等财政实力较强的地区则进一步开展全域无隐性债务试点。(详见《地方审计报告，透露的信息？》)

**图表 5: 去年底以来化债政策强调遏制增量、化解存量**

| 类型       | 时间      | 文件/会议                     | 主要内容   |
|----------|---------|---------------------------|--|
| 遏制新增隐性债务 | 2021/12 | 国务院政策例行吹风会                | ①完善常态化监测机制。②坚决遏制隐性债务增量...决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。③稳妥化解隐性债务存量。④推动平台公司市场化转型。⑤健全监督问责机制。 |
|          | 2022/3  | 政府工作报告                    | 有序推进地方政府债务风险防范化解, 稳妥处置重大金融风险事件。  |
|          | 2022/5  | 《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》  | 坚决遏制新增地方政府隐性债务, 严禁银行保险机构配合地方政府通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子                                  |
|          | 2022/6  | 《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》 | 加强地方政府债务管理。落实省级政府责任...通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险...                                    |
| 加速化解存量债务 | 2021/10 | 广东省政府常务会议                 | 广东省全域无隐性债务试点工作正式启动, 依法依规全面清理存量隐性债务, 确保按期完成试点任务。                                  |
|          | 2021/10 | 上海市政府常务会议                 | 经国务院批准, 正式启动“全域无隐性债务”试点工作。   |
|          | 2022/5  | 北京市人大常委会会议                | 加强政府债务全流程管理, 推进全域无隐性债务试点工作, 防范化解政府债务风险。  |

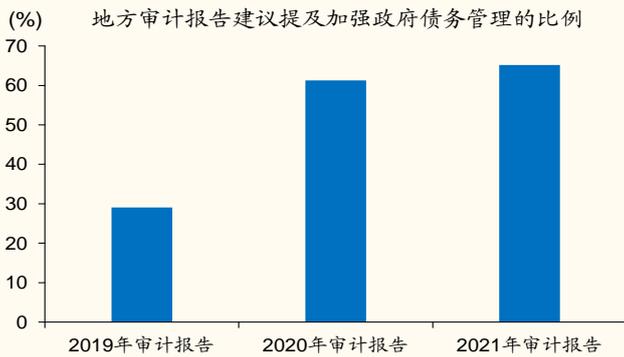
来源: 政府网站、财政部、各地政府网站、国金证券研究所

**图表 6: 财政部年内两度通报违规举债典型案例**

| 问责通报时间               | 问责企业/组织                            | 通报违规内容                                    |
|----------------------|------------------------------------|---|
| 2022 年 5 月 13 日      | 安徽省安庆市同安控股有限责任公司                   | 将已用于质押融资的原棚户区改造政府购买服务项目协议的合同额进行变更造成化债不实   |
|                      | 河南省信阳市浉河区区政府                       | 区政府假借医院采购药品名义新增隐性债务                       |
|                      | 贵州省兴义市龙达交通建设投资集团有限公司               | 通过国有企业举债融资, 用于应由财政预算安排的扩建工程项目建设, 造成新增隐性债务 |
|                      | 江西省贵溪市政府、江西省贵溪市城市建设投资开发公司          | 通过融资平台公司募集资金用于市政建设支出新增隐性债务                |
|                      | 湖南省宁乡市城发投资控股集团有限公司, 宁乡市国投资控股集团有限公司 | 新增隐性债务、化债不实                               |
|                      | 河南省孟州市孟州市国投贸易有限公司                  | 借政府购买服务名义新增隐性债务                           |
|                      | 浙江省湖州经济技术开发区管理委员会                  | 通过占用国有企业资金方式新增隐性债务                        |
|                      | 甘肃省兰州市七里河区区政府                      | 欠付公益性项目工程款新增隐性债务                          |
|                      | 陕西省延安市新区投资开发建设有限公司、延安新区市政公用有限公司    | 通过代政府借款等方式违法违规融资                          |
|                      | 黑龙江省牡丹江市城市投资集团有限公司                 | 通过政府承诺方式违法违规融资                            |
| 2022 年 8 月 1 日       | 贵州省遵义市新区建投集团有限公司                   | 通过政府部门担保方式违法违规融资                          |
|                      | 江苏省原洪泽县城市资产经营有限公司                  | 通过抵押公益性资产发债方式违法违规融资                       |
|                      | 安徽省池州金达建设投资有限公司                    | 通过质押政府服务协议约定的应收账款方式违法违规融资                 |
|                      | 山东省原沂南县城建设发展有限公司                   | 通过以财政资金为还款来源发债方式违法违规融资                    |
|                      | 江西省乐平市古戏台投资管理有限公司、原乐平市国有资产经营管理有限公司 | 通过抵押储备土地和公益性资产方式违法违规融资                    |
| 重庆市黔江区城市建设投资(集团)有限公司 | 通过财政担保方式违法违规融资                     |   |

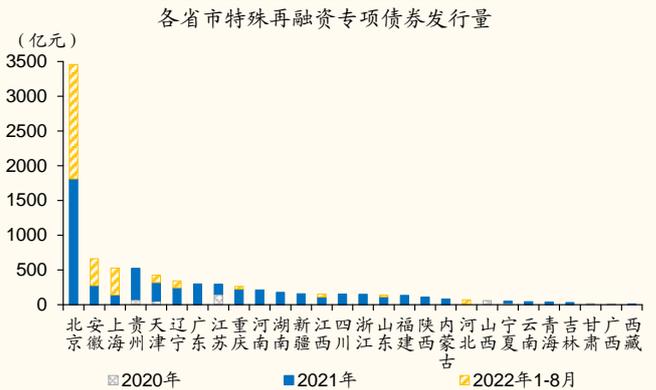
来源: 财政部、国金证券研究所

图表 7: 地方审计报告对政府债务管理重视度提升



来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表 8: 多省市发行特殊再融资券置换存量债务



来源: Wind、国金证券研究所

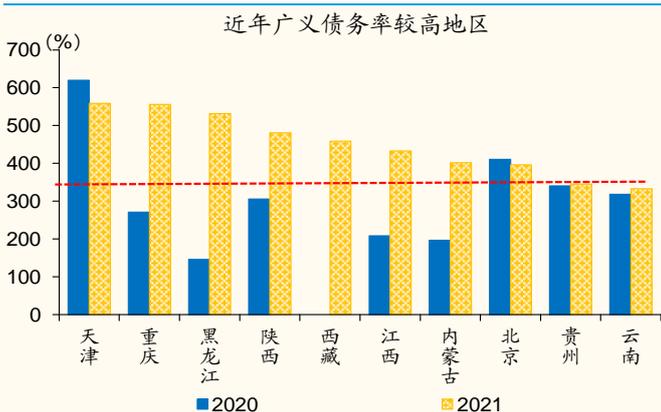
近期, 财政部发文进一步支持贵州化债, 明确指出将加强对贵州高风险地区化债的支持力度。对于广义债务率较高、城投非标违约数量占比居前的贵州省, 财政部于 9 月 9 日发布 114 号文进一步支持其化债工作。与年初发布的国发 2 号文相比, 114 号文明确继续加大对贵州省的财政支持力度, 且在金融机构支持化解政府债务风险方面, 删除“符合条件的存量隐性债务”的限制性表述、新增“降低债务利息成本”, “适度分配新增地方政府债务限额”变为“科学分配新增地方政府债务限额”, 或指向后续贵州化债重点举措或在加强财政支持、扩大金融机构支持化债范围及降低债务成本等方面。

图表 9: 近期, 财政部发文支持贵州化解债务风险

| 类别         | 《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》   | 《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》   |
|------------|--|---|
| 财政支持       | <ul style="list-style-type: none"> <li>①继续加大均衡性转移支付, 提升贵州整体发展能力和水平。</li> <li>②规范安排共同财政事权转移支付, 推进贵州省内基本公共服务均等化。</li> <li>③强化专项转移支付导向作用, 提升地方政府承担特定事项的财力水平。</li> <li>④将易地扶贫搬迁新增城镇人口纳入中央财政“人钱挂钩”相关政策予以支持。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>①中央财政继续加大对贵州均衡性转移支付和国家重点生态功能区、县级基本财力保障、民族地区、革命老区等转移支付力度。</li> </ul>  |
| 防范化解政府债务风险 | <ul style="list-style-type: none"> <li>①严格落实专项债券负面清单管理要求。</li> <li>②加大财政资源统筹力度, 积极盘活各类资金资产</li> <li>③允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转, 降低债务利息成本。</li> <li>④完善防范化解地方政府债务风险的考核和问责机制</li> <li>⑤科学分配新增地方政府债务限额, 积极支持贵州符合条件的政府投资项目建设。</li> <li>⑥支持贵州高风险地区开展降低债务风险等级试点。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>①严格政府投资项目管理, 遏制新增隐性债务。</li> <li>②加大财政资源统筹力度, 积极盘活各类资金资产</li> <li>③允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务, 与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转。</li> <li>④完善地方政府债务风险应急处置机制。</li> <li>⑤对贵州适度分配新增地方政府债务限额</li> <li>⑥支持在部分高风险地区开展降低债务风险等级试点。</li> </ul> |

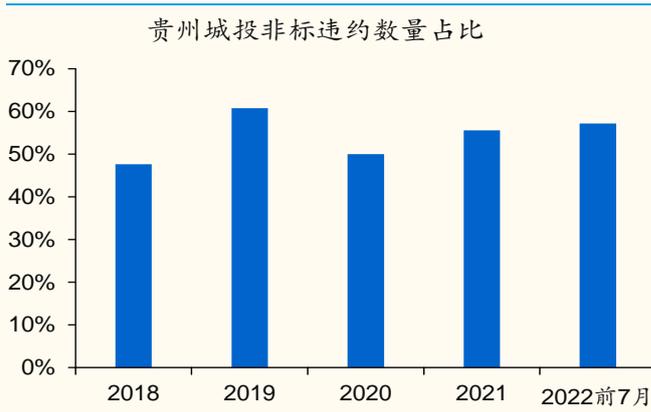
来源: 政府网站、财政部、国金证券研究所

图表 10: 近年贵州省广义债务率较高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 近年贵州省城投违约数量较多



来源: Wind、国金证券研究所

### 1.2、二问：近期化债较以往有何异同？

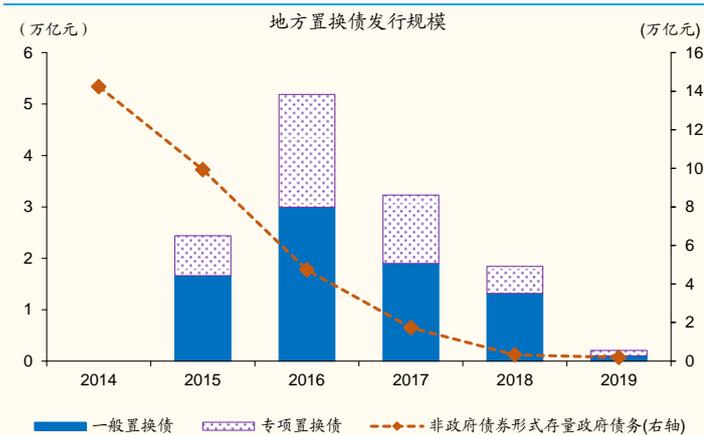
回顾过往，2014 年、2018 年开始的两轮化债，分别主要采取地方债置换和市场化化债两类方式。2014 年开始的首轮化债主要采取将存量债务纳入预算管理、通过发行置换债将其“显性化”等方式。2015-2018 年，地方发行超 12 万亿元置换债，基本将 2014 年底的不规范存量债务置换完毕。2018 年开始的第二轮化债则更侧重化解隐性债务，且多采用市场化方式。财政部提出的化债方式中，项目结转资金偿还、转为经营债务、借新还旧、破产清算等均均为市场化化债方式。

图表 12: 两轮地方债务化解主要政策

| 类型        | 日期          | 文件/会议                            | 内容  |
|-----------|-------------|----------------------------------|---|
| 债务限额内置换   | 2014 年 9 月  | 关于修改《中华人民共和国预算法》的决定              | 经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。                              |
|           | 2014 年 10 月 | 关于加强地方政府性债务管理的意见                 | 对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换，以降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设。                             |
|           | 2015 年 8 月  | 关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案的说明    | 对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务，通过三年左右的过渡期，由地方在限额内安排发行地方政府债券置换。                                     |
|           | 2016 年 10 月 | 地方政府性债务风险应急处置预案                  | 对非政府债券形式的存量政府债务，债务人为地方政府及其部门的，必须置换成政府债券，地方政府承担偿还责任。   |
| 更多市场化化债举措 | 2018 年 7 月  | 国常会                              | 要有效保障在建项目资金需求。督促地方政府盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台的合理融资需求，对必要的在建项目避免资金断供、工程烂尾。                    |
|           | 2018 年 8 月  | 关于印发地方全口径债务统计填报说明                | 地方债务偿还方式主要有：1、安排财政资金偿还；2、出让政府股权与经营性国有产权权益；3、利用项目结转资金、经营收入偿还；4、合规转化为经营性债务；5、借新还旧，展期；6、破产清算。      |
|           | 2018 年 10 月 | 关于保持基础设施领域补短板                    | 金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。                        |
|           | 2019 年 6 月  | 关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见    | 允许金融机构发放贷款以置换政府融资平台的隐性地方政府债务  |
|           | 2021 年 7 月  | 银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见 | 银行保险机构配合地方政府化解地方融资平台公司到期存量隐性债务，以市场化方式合规、适度向融资平台公司提供化债融资。短期偿债压力较大的到期地方政府隐性债务，可适当延长期限，探索降低债务利息成本。 |

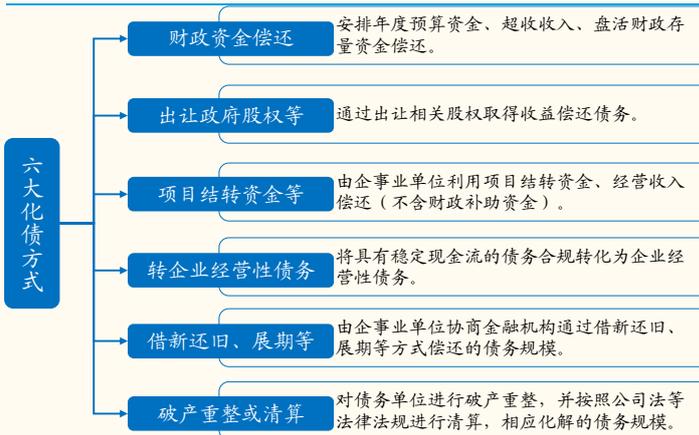
来源: 政府网站、财政部、国金证券研究所

图表 13: 历年置换债发行规模



来源: Wind、财政部、国金证券研究所

图表 14: 财政部提出六大化债方式



来源: 财政部、国金证券研究所

与过往两轮化债相同, 今年地方债务化解仍以财政资金偿还及市场化方式为主。年初以来, 面对攀升的债务压力, 浙江、安徽、湖南等多地推出地方债务化解专项方案; 其中, 财政资金偿还、盘活地方存量资产等仍是各地化解存量债务的主要选择, 而债务置换、展期、降息等市场化化债方式亦是重要补充。除各地的专项化债方案外, 通过贵州省今年以来部分债务化解举措可以看出, 金融机构为地方债务化解提供了展期、降息、重组等诸多支持。

图表 15: 2022 年部分地区出台化债专项方案

| 省/市 | 区/县/市  | 财政资金 | 盘活存量资产 | 拓宽财源渠道 | 债务置换或再融资 | 展期降息 |
|-----|--------|------|--------|--------|----------|------|
| 浙江  | 金华市婺城区 | ✓    | ✓      | ✓      |          |      |
| 安徽  | 马鞍山市   | ✓    | ✓      |        | ✓        |      |
| 湖南  | 株洲市    | ✓    | ✓      | ✓      | ✓        | ✓    |
| 江西  | 江西永修县  | ✓    |        |        |          |      |
| 江西  | 宜春宜阳新区 | ✓    |        |        | ✓        | ✓    |
| 贵州  | 兴仁市    | ✓    | ✓      | ✓      |          | ✓    |
| 贵州  | 遵义市务川县 | ✓    | ✓      |        |          |      |
| 云南  | 昆明市    | ✓    | ✓      |        | ✓        |      |

来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表 16: 2022 年贵州省部分化债举措

| 地区   | 时间              | 文件/公告                                 | 内容  |
|------|-----------------|---------------------------------------|---|
| 黔东南州 | 2022 年 4 月 25 日 | 关于支持黔东南自治州“黎从榕”打造对接融入粤港澳大湾区“桥头堡”的实施意见 | 按照市场化、法治化原则, 在黔东南州落实化债责任和不新增隐性债务的前提下, 允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务, 与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转      |
| 遵义市  | 2022 年 6 月 23 日 | 遵义市人民政府办公室关于成立遵义市金融工作领导小组的通知          | 推动一系列展期重组。协调开展各类市场主体银行类、非标类债务展期、重组、降息工作   |
| 贵州省  | 2022 年 7 月 8 日  | 金融机构座谈会                               | 就金融助推贵州高质量发展提出五点希望, 其中之一是全力支持防范化解风险。通过展期、降息、续贷等多种方式支持化解债务风险, 持续完善公司治理, 提升风险管理水平, 坚决防范系统性金融风险。 |
| 遵义市  | 2022 年 7 月 11 日 | 银行类债权展期                               | 遵义道桥在推进债务重组过程中对于银行类债权人进行本金展期, 期限延至 20 年。  |

来源: 各地政府网站、国金证券研究所

与过往不同的是, 债务增速和财政收入的加速“背离”下, 高风险地区化债或需更多政策支持。年初以来, 多地财政预算执行报告即强调局部地区债务违约风险较高。今年上半年, 土地财政拖累与留抵退税的影响使地方财政收入

大幅下滑，推动促使地方化债的结构性问题更加凸显。天津、吉林、青海等地财政收入下滑的同时，城投债偿债压力亦明显较大、上半年借新还旧比例近100%。当下，高风险地区化债仅凭地方财政及市场融资或不足以缓解当前风险、或需加大地方债置换等政策支持力度。

图表 17: 2022 年上半年地方财政收入大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 上半年, 多地城投债借新还旧比例达 100%



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 2022 年各地财政预算执行报告更强调局部地区债务风险

| 省/市 | 时间        | 文件                                       | 内容   |
|-----|-----------|--|--|
| 陕西  | 2022/1/19 | 陕西省 2021 年财政预算执行情况和 2022 年财政预算草案的报告      | 部分县区“三保”支出与偿还政府债务等刚性支出叠加, 收支矛盾比较突出, 个别县偿债压力较大                      |
| 湖北  | 2022/2/8  | 关于湖北省 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告        | 少数市县债务负担较重, 债务风险不容忽视, 需要积极采取措施加以解决。                                |
| 贵州  | 2022/2/10 | 贵州省 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告          | 部分县区债务风险等级仍然较高, 化债资金来源相对单一, 偿债能力弱                                  |
| 内蒙古 | 2022/2/11 | 内蒙古自治区政府 2022 年度预算                       | 部分盟市、旗县债务负担重, 财政收支矛盾突出, “三保”支出压力加大。                                |
| 天津  | 2022/2/25 | 关于天津市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告        | 部分区进入偿债高峰期, 债务还本付息负担重, 财政运行面临较大压力, 风险隐患不容忽视                        |
| 江西  | 2022/7/25 | 江西省人民政府关于 2021 年省级决算和 2022 年上半年预算执行情况的报告 | 地方政府法定债务还本付息进入高峰期, 存量隐性债务化解任务仍然艰巨, 局部地区风险不容忽视                      |
| 重庆  | 2022/8/5  | 重庆市人民政府关于 2022 年 1—6 月预算执行情况的报告          | 随着政府债务规模不断扩大, 还本付息压力持续上升, 考虑到土地收入不确定、融资政策收紧, 财力弱、还本付息任务重的区县违约风险较高。 |

来源: 各地政府网站、国金证券研究所

### 1.3、三问：以史为鉴，不同化债方式的影响？

经历了两轮债务化解，地方总体债务压力已趋于缓解；但土地市场低迷等加剧地区分化，或促使部分地区的尾部风险加速凸显。上半年，地方显性债务虽有提速、但总规模仍控制在全国人大批准额度范围内，而隐性债务新增放缓，或指向地方债务总体压力可控；但分地区来看，贵州、广西等地更容易受土地市场拖累的同时，明年弱资质城投债到期占比较高；而天津、贵州、甘肃等地今年上半年城投债偿债压力较高、且再融资能力较差；或指向本轮地方化债重点在于防范尾部风险暴露。

图表 20: 2022 年上半年地方显性债务控制住限额之内



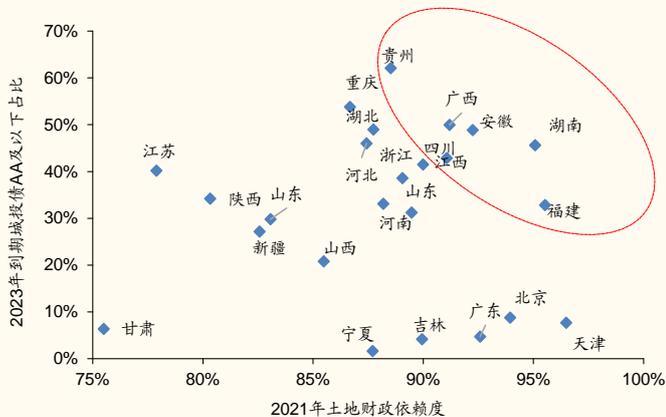
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 2022 年上半年地方隐性债务增速放缓



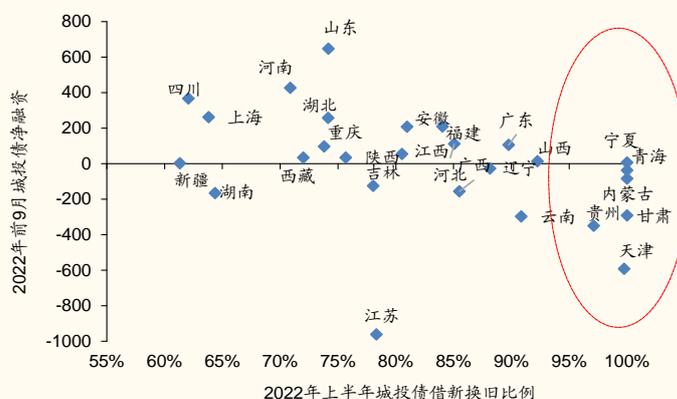
来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 贵州、广西等地城投债尾部风险较高



来源: Wind、国金证券研究所

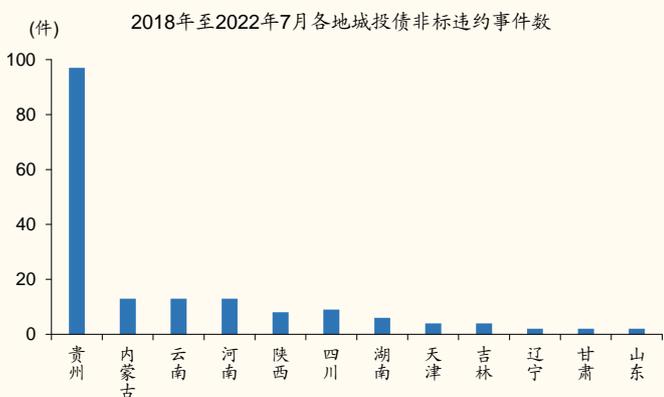
图表 23: 宁夏、青海等地债务偿付压力较高



来源: Wind、国金证券研究所

以史为鉴，市场化方式化债对不同地区影响分化，对化解高风险地区的债务风险作用或有限。第二轮市场化化债期间，债务风险较高的贵州虽积极采取一些市场化化债举措，如与金融机构协商债务置换、“茅台化债”等，但其城投债信用利差未有明显收窄、2020 年末仍维持 390BP 左右的较高水平；相比之下，山西省城投债信用利差在第二轮市场化化债中则有所收窄、2020 年末较化债初期收窄近 70BP。

图表 24: 2018 年以来，贵州城投非标违约数量大幅领先



来源: Wind、国金证券研究所

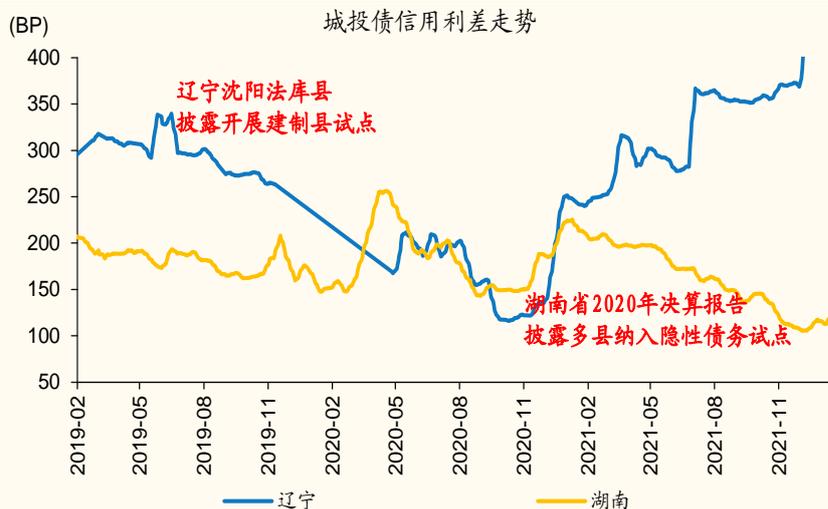
图表 25: 市场化化债方式或对高风险地区化债影响有限



来源: Wind、国金证券研究所

相比之下，地方债置换等方式对高风险地区降低债务风险或更有效，后续或需跟踪相关政策举措。观察辽宁、湖南省城投债信用利差走势，可以发现，两地在披露其部分地区纳入中央建制县隐性债务化解试点后，其城投债信用利差在较长时间内呈收窄态势，或指向地方债置换等方式对提振高风险地区的债市信心更为有效。因此，是否加大高风险地区化债的地方债置换力度，或是后续跟踪重点。

图表 26: 地方债置换等举措或可更有效提振市场信心



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- (1) 伴随着地方债务的持续增长、财政收入的大幅下滑等，地方债务压力在上半年加快凸显。年初，央、地采取加强监管、强化问责等多举措防范债务风险；近期，财政部更是发布 114 号文加大支持贵州高风险地区降低债务风险。
- (2) 回顾过往，2014 年、2018 年开始的两轮化债，分别主要采取地方债置换和市场化化债两类方式。与过往相同，近期地方化债仍以地方债置换和市场化方式为主；不同的是，尾部风险凸显下，高风险地区化债或需更多政策支持。
- (3) 以史为鉴，市场化方式化债对不同地区影响分化，对化解高风险地区的债务风险作用或有限。相比之下，地方债置换等方式对降低高风险地区债务风险或更有效，后续或需跟踪相关政策举措。

## 2、政策跟踪

### 2.1、中央政策会议跟踪：

近期（9 月 15 日- 10 月 7 日），国务院新闻办就 2022 年 8 月份国民经济运行情况举行发布会；李克强总理召开国务院常务会议，在放管服、稳产业链供应链、规范行政权力三方面部署了新任务，并确定了对个人养老金实行个人所得税优惠；国务院召开稳经济大盘四季度工作推进会议。

(1) 9 月 22 日，李克强总理主持召开国务院常务会议。

本周，李克强总理召开国务院常务会议，听取国务院第九次大督查情况汇报，要求重点推进财税金融支持基础设施重点项目建设等政策的落实，并在放管服、稳产业链供应链、规范行政权力三方面部署了新任务：确定推动“一件事一次办”改革；强化对交通物流行业的政策支持。

**图表 27：近期政中央政策、会议**

| 事件                               | 时间       | 主要内容  |
|----------------------------------|----------|---|
| 国务院新闻办就 2022 年 8 月份国民经济运行情况举行发布会 | 9 月 16 日 | 国民经济延续恢复发展态势，主要表现在以下几个方面：生产供给稳中有升；国内市场需求改善；就业物价总体稳定；新动能继续成长；民生保障有力有效。   |
| 李克强同越南总理通电话                      | 9 月 19 日 | 中方愿同越南拓展经贸合作，确保边境口岸通关畅通，扩大进口优质农产品，在做好防疫工作前提下便利人员往来，增加直航航班。着眼大局，管控分歧，同东盟国家早日达成“南海行为准则”。  |
| 李克强主持召开国务院常务会议                   | 9 月 21 日 | 下一步要将大督查发现的问题转地方和部门整改。各稳住经济大盘督导和服务工作组要与督查整改衔接，协调解决问题，重点推进支持基础设施建设、设备更新改造等扩投资促消费政策落实。各地要扛起稳经济保民生责任，经济大省要挑大梁，共同巩固经济企稳基础、促进回稳向上。 |
| 李克强同日本经济界代表举行高级别视频对话会            | 9 月 22 日 | 李克强表示，中国坚持对外开放基本国策不动摇，将继续深化“放管服”改革，打造市场化法治化国际化营商环境，明确透明稳定可预期的监管规则，严格保护知识产权。欢迎日本经济界积极拓展中国市场，更好实现互利共赢。                          |
| 李克强主持召开国务院常务会议                   | 9 月 27 日 | 决定对部分行政事业性收费和保证金实行阶段性缓缴 进一步帮助市场主体减负纾困；确定对政策支持商业化运营的个人养老金予以税收优惠，满足多样化需求等。  |
| 国务院召开稳经济大盘四季度工作推进会议              | 9 月 28 日 | 一是用好政策性开发性金融工具，根据地方项目需求合理确定额度投放，加快资金使用和基础设施项目建设，在四季度形成更多实物工作量。二是用好专项再贷款、财政贴息等政策，加快推进制造业、服务业、社会服务等领域设备更新改造，尽早形成现实需求。           |

来源：政府网站、国金证券研究所

### (2) 9 月 27 日，李克强总理主持召开国务院常务会议。

本周，李克强总理召开国务院常务会议，听取国务院第九次大督查情况汇报，要求重点推进财税金融支持基础设施重点项目建设等政策的落实，并在放管服、稳产业链供应链、规范行政权力三方面部署了新任务：确定推动“一件事一次办”改革；强化对交通物流行业的政策支持；通过《中华人民共和国行政复议法（修订草案）》。

### (3) 9 月 28 日，国务院召开稳经济大盘四季度工作推进会议。

会议强调四季度经济在全年份量最重，要推动政策举措全面落地、充分显效，确保经济运行在合理区间。当前，项目资金及落地堵点已通过使用专项债结存限额、新增金融工具等方式基本解决。因此，近期稳增长重心转向推动政策“全面落地、充分显效”。8 月底以来，政策多次强调要形成更多实物工作量；四季度工作推进会议延续近期政策思路，强调“实物工作量”与“现实需求”。

## 2.2、重要文章及新闻发布会：

近期（9 月 15 日- 10 月 7 日），中国人民银行发表《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》；国家发改委召开 9 月新闻发布会；银保监会相关部门负责人介绍第五次全国金融工作会议要求的防范化解相关风险工作进展；国家发改委召开新闻发布会介绍重大基础设施建设有关情况。

### (1) 9 月 19 日，国家发改委召开 9 月新闻发布会。

发布会介绍了在扩大有效投资、稳外资、稳物价、助企纾困等方面的下一步工作安排，提出抓紧推动出台《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》，强调了下一步将着力用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具，做好项目筛选和推荐，加快资金投放。

### (2) 9 月 23 日，银保监会相关部门负责人介绍第五次全国金融工作会议要求的防范化解相关风险工作进展。

银保监会相关部门负责人介绍防范化解重大金融风险攻坚战取得重要阶段性成果，具体表现在金融杠杆率明显下降；银行业不良资产认定和处置大步推进；影子银行风险持续收敛；房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转；地方

政府隐性债务风险得到稳妥处置等八个方面。负责人还强调下一步将持续完善房地产金融管理长效机制。

**图表 28：近期重要文章及新闻发布会**

| 类别   | 领域 | 事件                                      | 时间    | 主要内容  |
|------|----|---|-------|---|
| 重要文章 | 经济 | 中国人民银行发表《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》       | 9月16日 | 下一步，人民银行将实施好稳健的货币政策，坚持以我为主、稳中求进，兼顾稳就业和稳物价、内部均衡和外部均衡，不搞大水漫灌、不透支未来。   |
|      |    | 财政部发表《财政支持稳住经济大盘政策措施问答》                 | 9月16日 | 财政部分类梳理了2022年以来出台的相关政策措施，形成了《财政支持稳住经济大盘政策措施问答》，主要包括留抵退税、加跨财政支出进度、专项债券、政府性融资担保、社保费缓缴、促进民间投资、促进汽车家电消费等政策。   |
|      |    | 中国人民银行发表《深入推进利率市场化改革》                   | 9月20日 | 目前我国真实利率略低于潜在实际经济增速，处于较为合理水平，是留有空间的最优策略。当前我国的经济增长、物价水平、就业状况、国际收支平衡等货币政策调控目标均运行在合理区间。  |
|      |    | 中国人民银行发表《完善中国特色宏观审慎政策框架 筑牢系统性金融风险防线》    | 9月22日 | 下一阶段，将持续完善宏观审慎政策框架，逐步扩大宏观审慎管理覆盖领域；加强对系统重要性银行的监测分析和风险评估，推动其持续满足附加资本和杠杆率要求...   |
| 发布会  | 经济 | 国家发改委召开9月新闻发布会                          | 9月19日 | 国家发改委新闻发言人孟玮表示，将充分发挥推进有效投资重大项目协调机制作用，按照“资金、要素跟着项目走”的要求，采取有力措施，提高要素保障力度和效率，加快推动第一批3000亿元政策性开发性金融工具尽早形成实物工作量。                                     |
|      |    | 发改委财金司组织召开基层财政形势专题座谈会                   | 9月20日 | 为研究进一步推动地方财政“节支增效”，财金司邀请吉林省、福建省、江西省、青海省、广西壮族自治区发展改革委负责同志参会。会议分析了当前基层财政运行基本情况，并就进一步推动地方财政“开源节流”、增强基层“三保”财力保障提出相关意见建议。                            |
|      |    | 发改委财金司组织召开经济形势分析企业座谈会                   | 9月20日 | 财金司召开经济形势分析企业座谈会，邀请能源、钢铁、房地产、平台经济、高新技术制造、服装外贸等领域企业代表参会并作交流发言。与会人员就今年前三季度不同行业领域总体运行情况、存在的问题困难、助企纾困政策落实情况进行了深入讨论。                                 |
|      |    | 商务部召开9月例行新闻发布会                          | 9月22日 | 下一步，商务部将推进实施自贸区提升战略，有效联通国内国际两个市场两种资源，为高水平对外开放提供机制性保障。进一步提升水平。进一步提高货物贸易零关税比例，放宽服务贸易和投资市场准入，积极参与数字经济、环境保护等新规则议题谈判。                                |
|      |    | 银保监会相关部门负责人介绍第五次全国金融工作会议要求的防范化解相关风险工作进展 | 9月23日 | 银保监会积极推动支持“保交楼、稳民生”9月22日，国家开发银行已向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款，支持辽宁“保交楼”项目；房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。下一步将持续完善房地产金融管理长效机制。                                      |
|      |    | 国家发改委召开新闻发布会介绍重大基础设施建设有关情况              | 9月26日 | 下一步将以“十四五”规划102项重大工程以及“十四五”现代综合交通运输体系发展规划等项目清单为重点，坚持适度超前推进重大工程建设。充分发挥中央预算内投资引导带动作用。用好中长期贷款、地方政府专项债、政策性开发性金融工具等，加大对新型基础设施建设的支持力度，增强社会资本参与投资的积极性。 |
|      |    | 央行货币政策委员会召开2022年第三季度例会                  | 9月29日 | 今年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，最大程度稳住经济社会发展基本盘。稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，切实服务实体经济，有效防控金融风险。   |
| 产业   |    | 国新办举行我国维护产业链供应链韧性与稳定工作新闻发布会             | 9月15日 | 下一步将全力稳定工业经济运行。一是认真落实国务院稳住经济大盘工作部署，落实落细稳经济一揽子政策及接续政策措施。二是保障产业链供应链稳定畅通。加强对重点地区、重点行业、重点企业运行情况监测调度等。   |
|      |    | 工业和信息化部举行“新时代工业和信息化发展”系列主题新闻发布会第九场      | 9月20日 | 下一步，工业和信息化部将加强行业统筹规划，加快推动光伏产业高质量发展。一是持续引导行业健康发展。实施“十四五”相关产业规划、光伏制造行业规范条件、智能光伏创新行动计划、光伏产业链供应链协同发展等政策，引导产业持续转型升级。                                 |

来源：政府网站、国金证券研究所

(3) 9月26日，国家发改委召开新闻发布会介绍重大基础设施建设有关情况。

发改委表示下一步将适度超前推进重大工程建设。用好中长期贷款、地方政府专项债、政策性开发性金融工具等，加大对新型基础设施建设的支持力度。同时将持续实施中西部地区中小城市基础网络完善工程，支持5G、人工智能、大数据等新技术融入民生设施，弥合数字鸿沟，促进新型基础设施提质升级。

(4) 9月29日，央行货币政策委员会召开2022年第三季度例会。

例会对海外经济形势判断延续谨慎，国内边际好转、强调“经济总体延续恢复发展态势”。与二季度例会一致的是，三季度对全球经济增长放缓、高位通胀运行，地产政治冲突持续的担忧延续，对国内的经济形势判断由原先的“任务仍然艰巨”，转变为“国内经济总体延续恢复发展态势”，但仍然面临“三重压力”，需要强化跨周期和逆周期调节。

### 2.3、各类文件和法规：

近期(9月15日-10月7日)，国务院办公厅印发《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，进一步深化“放管服”；基础设施投资基金基本投放完毕；自然资源部印发《关于用地要素保障接续政策的通知》等。

(1) 9月15日，国务院办公厅印发《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》。

《意见》提出了降低市场主体准入成本、规范涉企收费、优化涉企服务、加强公正监管、规范行政权力五方面要求，强调了全面实施市场准入负面清单管理、鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费等，整合落实了6月15日以来国常会提出的一系列“放管服”举措。

(2) 9月28日，第二批基础设施投资基金基本投放完毕。

政策性、开发性金融工具投放再提速，向交通水利、经济大省倾斜。政策性开发性金融首批3000亿元已于8月26日投放完毕；第二批金融工具也于9月28日基本投完；交通水利、市政和产业园等是其重点支持领域；农发行第二批1000亿基础设施投资基金中，投向市政及产业园、交通水利资金占比分别达为43%、36%；进出口银行500亿元基础设施投资基金中，约66%投向交通项目、12%投向能源水利项目。

(3) 9月30日，财政部、人民银行接连推出稳地产政策。

9月30日财政部发文减免居民换购住房个人所得税，进一步提振二手房交易。二手房交易中，若房屋“满五唯一”，则无需缴纳个人所得税；若房屋不满足“满五唯一”，房屋个人所得税税额按照房屋交易总额1%或两次交易差的20%征收。财政部此次政策了免除“满五唯一”要求，只要出售并在1年内重新买房，都予以退税，比例根据新购住房和原有住房金额对比而定。

同时，继货币政策委员会例会释放“稳地产”信号，地产行业定向“降息”政策接连出台。其中，2022年6-8月新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，可在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。除下调住房贷款利率下限外，还下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。此举是继2015年以来的首次下调、也是历史最低水平。

**图表 29: 近期重要文件、法规等**

| 领域    | 部门            | 时间    | 文件/法规                             | 主要内容   |
|-------|---------------|-------|-----------------------------------|--|
| 金融    | 农发行           | 9月19日 | 农发基础设施基金第二期投放完成1000亿元             | 仅用10天时间,基金第二期投放达到1000亿元  |
|       | 国开行           | 9月22日 | 国开基础设施投资基金新增额度已投放1500亿元           | 截至9月20日,国开基础设施投资基金已投放资本金3600亿元,支持项目超800个,其中8月24日国务院常务会议宣布的新增额度已投放1500亿元,支持项目421个;优先支持“十四五”规划内、前期工作成熟、三季度能够尽快开工的基础设施重点领域项目, |
|       | 进出口银行         | 9月28日 | 进银基础设施基金投放完成500亿元                 | 向港口、铁路、公路等领域投放332亿元,占比66.4%;向能源及水利基础设施领域投放62亿元,占比12.4%;向集成电路领域投放53亿元,占比10.6%。  |
| 地产    | 人民银行          | 9月30日 | 阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限               | 对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市,在2022年底前,阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。                            |
|       | 人民银行          | 9月30日 | 下调首套个人住房公积金贷款利率                   | 自2022年10月1日起,下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点,5年以下(含5年)和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。                                   |
|       | 国家税务总局<br>财政部 | 9月30日 | 《支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》            | 自2022年10月1日至2023年12月31日,对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人,对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。  |
| 产业    | 国务院办公厅        | 9月15日 | 《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》     | 2022年10月底前,各地区各部门对带有市场准入限制的显性和隐性壁垒开展清理,并建立长效排查机制。深入实施外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度,推动出台全国版跨境服务贸易负面清单,鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费等。       |
|       | 国务院办公厅        | 9月23日 | 《关于深化电子电器行业管理制度改革的意见》             | 《意见》提出,将安全风险较高的锂离子电池、电源适配器/充电器纳入强制性认证管理,将卫星互联网设备、功能虚拟化设备纳入进网许可管理。加大对基础电子产业升级及关键技术突破的支持力度,支持符合条件的基础电子企业上市融资。                |
|       | 财政部等三部门       | 9月26日 | 《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》           | 对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车,继续免征车辆购置税   |
| 保市场主体 | 国家税务总局<br>财政部 | 9月18日 | 《关于制造业中小微企业继续延缓缴纳部分税费有关事项的公告》     | 自2022年9月1日起,按照《国家税务总局 财政部关于延续实施制造业中小微企业延缓缴纳部分税费有关事项的公告》已享受延缓缴纳税费50%的制造业中型企业和延缓缴纳税费100%的制造业小微企业,其已缓缴税费的缓缴期限届满后继续延长4个月。      |
|       | 人社部等四部委       | 9月23日 | 《关于进一步做好阶段性缓缴社会保险费政策实施工作有关问题的通知》  | 进一步扩大缓缴政策实施范围,覆盖本地区所有受疫情影响较大、生产经营困难的中小微企业、以单位方式参保的个体工商户、参加企业职工基本养老保险的事业单位及各类社会组织。允许企业在2023年底前采取分期或逐月等方式补缴缓缴的社会保险费。         |
| 其他    | 自然资源部         | 9月24日 | 《关于用地要素保障接续政策的通知》                 | 地方政府根据职责权限,对国务院推进有效投资重大项目协调机制项目中已签订银行投资意向书或投资合同、需报国务院批准用地的交通、能源、水利类单独选址建设项目相关用地事项作出承诺后,可向自然资源部申请项目先行用地。                    |
|       | 商务部           | 9月27日 | 《关于印发支持外贸稳增长若干政策措施的通知》            | 出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施,统筹利用外经贸发展专项资金等现有资金渠道,共同支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。   |
|       | 银保监会          | 9月29日 | 《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知(征求意见稿)》 | 保险公司应认真贯彻落实个人养老金相关制度要求,有效发挥优势、合理控制成本,持续提升能力,做到运营安全、回报稳健、服务便捷,向人民群众提供长期保值增值、条款简明易懂的商业养老保险,满足日益增长的多样化养老需求。                   |

来源: 政府网站、国金证券研究所

### 风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放,资金滞留在金融体系;疫情潜在反复风险,对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度,不排除疫情局部反复的可能。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402