



宏观专题

从 124 份预算报告看地方财政和债务的变化

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点:** 我们选择 2019-2023 年 31 省 4 年的 124 份省级政府预算报告 (2020 除外), 来研究近几年地方财政和债务形势的变化, 主要结论如下:
- **2019-2023 年, 各地区对财政形势的判断有何变化?**
 - **(1) 收入端:** ①对经济和财政形势的判断更加谨慎②疫情对财政收入的拖累, 呈“倒 U 型”③对房地产市场下行带来的财政影响重视不够。
 - **(2) 支出端: 地方政府支出责任明显扩大。**一方面体现为支出项目增加, 增加了疫情防控支出和省级“三保”兜底责任。二是原有项目的支出强度增加, 2019-2022 年, 刚性民生支出在财政支出中的占比从 34%提高到 37.8%。
 - **(3) 形势判断: “紧平衡”贯穿疫情前后。**2016 年以来, 一般公共预算支出的增速长期高于收入增速。
- **地方财政收支: 2022 压力加大, 依赖于中央转移支付**
 - **(1) 2022 年只有资源型省份的财政自给率在提高, 其他省份均在降低,**受疫情冲击较大的东北、东部沿海地区财政自给率降幅最大, 上海、吉林两省市分别降低 11.2、9.9 个点。
 - **(2) 由于财政自给压力加大, 2022 年地方财政对中央转移支付的依赖度 (转移支付/地方本级一般公共预算收入) 达到 90.1%, 为历史最高水平。**
 - **(3) 地方财政收入质量下降,**在疫情冲击和大规模减税降费的影响下, 全国税收收入占比降至 81.8%, 接近历史最低区间。
 - **(4) 土地出让收入的下降也减少了地方财政可用财力,**但由于土地出让收入的 8 成左右为成本性支出, 不宜过于高估其影响, 去年土地出让收入减少 2 万亿带来的可用财力减少幅度相当于一般预算收入的 3.7%。
- **各地怎么判断 2023 年财政形势?**

- **(1) 收入端：①两点利好：**一是经济恢复，带动财政收入回升。二是 2023 年将迎来增值税回补效应，叠加 2022 低基数，税收收入增速将更为显著。**②四个担忧：**一是经济恢复基础不稳固。二是中央可能在 2023 年继续推行部分减税降费政策，给当年财政收入增长带来压力。三是房地产市场的不确定性较大。四是盘活存量资产空间变小，拖累非税收入。
- **(2) 支出端，四个方面的压力较大：**一是债务还本付息支出，二是基层“三保”支出和对下转移支付，三是保障和改善民生等刚性支出，四是承担经济建设任务的项目支出。
- **地方政府债务形势：**
 - **(1) 地方政府名义杠杆率（即负债率）2022 年为 29%，较上年提高 2.5 个点。**分地区来看，青海、贵州超过 60%警戒线，天津、辽宁、海南、甘肃四个省市均达到 50%以上，接近警戒线。
 - **(2) 以地方政府综合财力衡量的债务率上升幅度更大。**2022 年地方政府债务率达到 123.5%，较上年提高近 20 个点，上升幅度为历年以来最大，因为 2022 年地方政府综合财力出现了首次下降。
 - **(3) 2022 年地方政府偿债率为 13.7%，相比疫情前 2019 年已经接近翻倍。**不考虑转移收入情况下，青海、吉林、云南、辽宁、黑龙江等五省偿债率超过 50%，且大多增长较快。
 - **(4) 2022 年，地方政府专项债利息负担率较高（6.0%），**部分地区出现跃升，天津等 7 个省级地区的专项债利息负担率超过 10%的警戒线。
 - **(5) 土地出让收入下降，导致专项债利息负担率上升过快，会加剧财政重整风险。**未来随着房地产市场进入存量时代，土地出让收入将带动地方政府性基金支出增速放缓，专项债利息负担率的上升速度会加快，市县的财政重整风险加大。同时，这也意味着专项债规模扩张将受到约束，不可能再现 2019-2020 年的跳升。
- **从预算报告看各地如何应对财政风险：化解隐债和基层“三保”，详见正文。**
- **风险提示：**2023 经济恢复不及预期，加大财政压力；部分市县地方债务和“三保”风险压力加大；参考海外经验，疫情可能有反弹风险，将对经济和财政形势带来不确定性。

内容目录

1. 地方财政形势变迁	4
1.1. 2019-2023: 各地区对财政形势的判断如何变化?	4
1.2. 当前地方财政收支形势	6
1.2.1. 2022 地方财政收支压力大, 依赖于中央转移支付	6
1.2.2. 各地怎么判断 2023 财政形势?	10
2. 地方财政风险	11
2.1. 地方政府债务形势	12
2.2. 从预算报告看各地区如何应对财政风险	16
2.2.1. 隐性债务: 遏制增量、化解存量	16
2.2.2. 三保: 县级为主、市级帮扶、省级兜底、中央激励	18
3. 风险提示	21

图表目录

图 1: 部分地区预算报告披露的防疫支出规模	5
图 2: “三保”和“基层”在预算报告中出现的频次	5
图 3: 刚性支出易上难下	5
图 4: 2016 年以来财政支出增速持续高于收入增速 (2021 除外)	6
图 5: 2022 年地方财政自给率继续下降	7
图 6: 地方对中央的转移支付依赖度达到历史最高	8
图 7: 财政自给率和税收收入占比正相关	9
图 8: 税收收入占比持续下降	9
图 9: 2022 年土地出让收入大幅下降	9
图 10: 除上海、海南外, 各地区土地出让收入均下降	10
图 11: 地方政府负债率 (杠杆率)	12
图 12: 地方政府债务率	12
图 13: 各地区 2022 年负债率	13
图 14: 地方政府债还本付息占综合财力比重	14
图 15: 财政资金用于地方政府债付息多于还本	14
图 16: 各地区“地方债还本付息支出/第一二本账收入和”	14
图 17: 一般债和专项债利息负担率	15
图 18: 各地区专项债利息负担率	16
表 1: 各地区财政自给率变化	7
表 2: 各地区对 2023 财政形势的判断	11
表 3: 各地区 2022 年化解隐债的措施和成效	17
表 4: 各地区 2023 化解隐债怎么做?	18
表 5: “三保”主体责任和保障范围的变化	19
表 6: 各地区 2023“三保”怎么干?	20

近期，地方债务问题成为市场关注的焦点。债务背后是地方政府财政支出责任扩大、事权与财权不匹配等原因，对此，我们选择 2019-2023 年的所有 124 份省级政府预算报告，来研究近几年地方财政和债务形势的变化（由于 2020 年各地区预算报告未能反映疫情影响，暂不纳入）。

1. 地方财政形势变迁

1.1. 2019-2023：各地区对财政形势的判断如何变化？

每年年初地方两会后，各地区会陆续发布预算报告，报告中会对当年财政形势做出判断。2019-2023 年的预算报告，涵盖了疫情前后财政形势的变化。

收入端有何变化？疫情压力减小，各地对财政收入的判断仍谨慎，但对房地产下行的影响重视不足。2019-2023 年，各地对财政收入的形势判断有三条主要变化。一是对经济和财政形势的判断更加谨慎，2019 年是“经济下行压力加大”，2021-2023 年由于疫情影响，表述都变为“经济恢复基础仍不稳固”。基于经济恢复不稳固的考虑，今年各地对财政收入的判断仍较谨慎。二是疫情对财政收入的拖累，呈“倒 U 型”。在过去两年各省均会列出疫情带来短收，但今年只有重庆、甘肃、青海、新疆等四个省份仍提及疫情影响。三是对房地产市场下行带来的财政影响重视不够。今年只有 2 个地区提及了房地产市场的不确定性对财政收入的影响（陕西、新疆），2022 年为 3 个（北京、吉林、青海），2021 年为 1 个（海南），2019 年为 5 个（北京、浙江、广西、海南、陕西），但 2019 年大多是风险提示。

财政支出方面，地方政府支出责任明显扩大。财政支出责任的扩大体现在两个方面，一是支出项目增加，二是原有项目的支出强度增加。支出项目方面，相比疫情前的 2019 年，过去几年各地区在判断财政支出形势时，新提及两项支出，一是疫情防控支出，二是基层财政“三保”支出（保基本民生、保工资、保运转），需要注意的是 2022 年疫情防控相关支出被纳入“三保”支出。

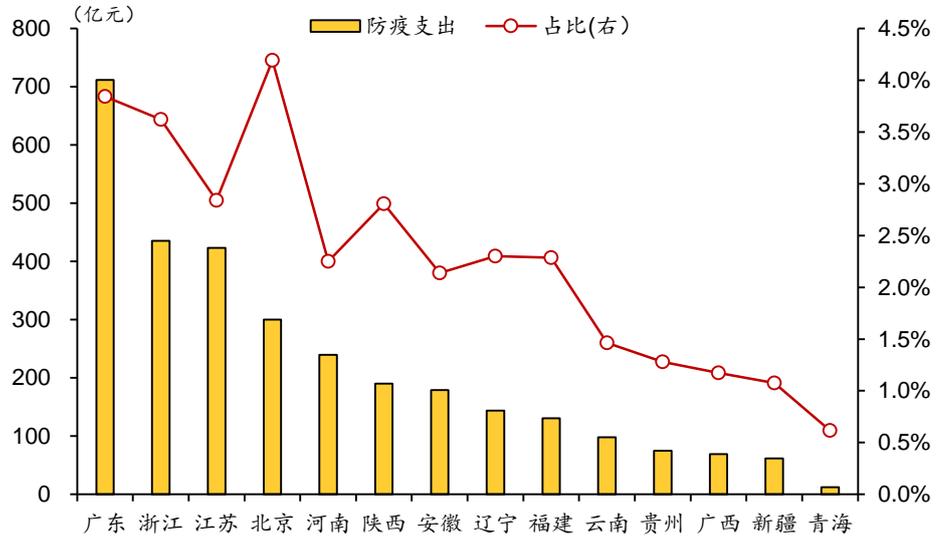
疫情防控至少增加了 2% 的直接财政支出。有 14 个省级地区披露了 2022 年疫情防控支出规模，如广东 711 亿、北京近 300 亿，分别占全省（市）一般预算支出的 3.8%、4.2%，14 个省防疫平均占比为 2.3%。但是 2023 年开始，疫情防控支出可能逐渐减少，直到疫情结束后退出，能极大缓解财政压力。

“三保”方面，我们分别统计了“三保”和“基层”这两个关键词，在历年各地预算报告“财政形势判断”这里出现的频次。整体趋势是出现频次逐年增加，2019 年“三保”和“基层”分别出现了 3 次、2 次，2023 年增加至 10 次、7 次，表明基层“三保”压力逐年加大。

从原有项目的支出责任来看，许多刚性支出强度易上难下。养老等民生保障标准只增不降，刚性支出逐年增长。我们统计了教育、社保就业、卫生健康三方面民生支出在全国财政支出和地方财政支出的占比。2019-2022 年，三项民生支出在全国财政支出中的占比从 34% 提高到 37.8%，2019-2021 年在地方财政支出占比从 38.1% 提高到 42.8%。

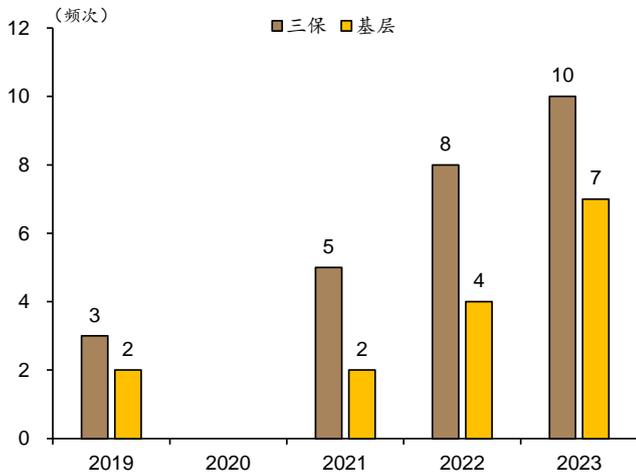
基于上述收支形势，各地区预算报告近些年来对财政形势的判断都是“紧平衡”。从数据来看，2016 年以来，几乎各年份一般公共预算支出的增速都高于收入增速（除 2021 年外），2022 年地方本级财政收入增速为 -2.1%，支出增速 6.4%，二者差距达到历年最大。未来，随着宏观经济增速换挡和刚性支出持续增长，财政“紧平衡”或将成为常态。

图 1：部分地区预算报告披露的防疫支出规模



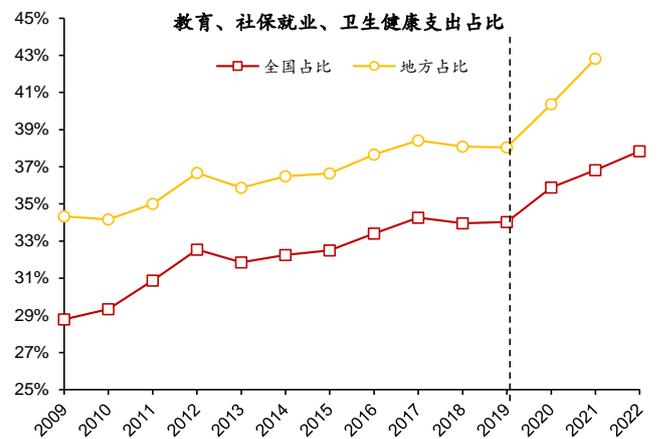
资料来源：各地区预算报告，Wind，德邦研究所

图 2：“三保”和“基层”在预算报告中出现的频次



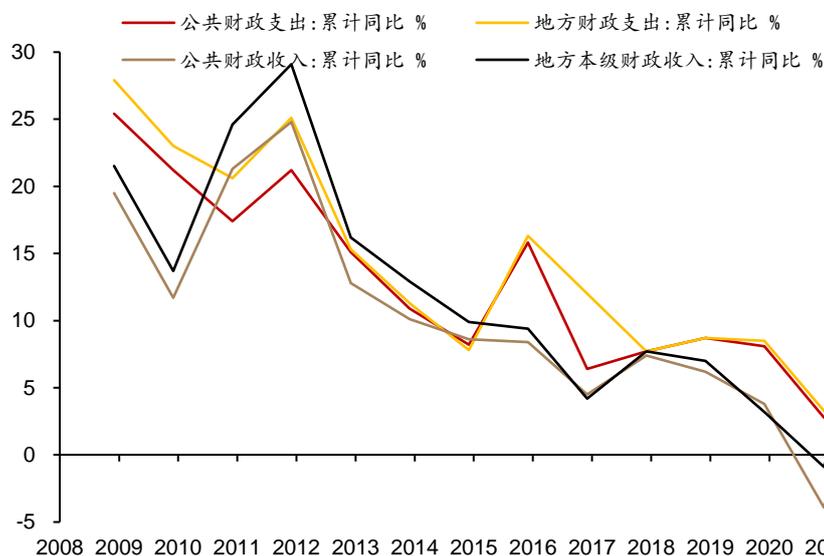
资料来源：各地区预算报告，德邦研究所

图 3：刚性支出易上难下



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2016 年以来财政支出增速持续高于收入增速（2021 除外）



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 当前地方财政收支形势

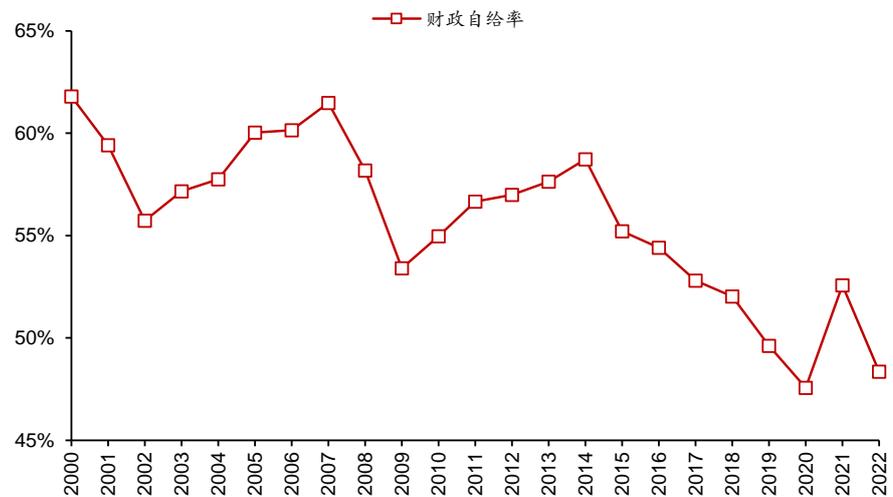
1.2.1. 2022 地方财政收支压力大，依赖于中央转移支付

地方财政自给率继续下降。我国地方财政自给率并不高（地方本级一般公共预算收入/地方一般公共预算支出），并且呈现下降趋势，2019 年为 49.6%，自 2014 年的高点降低了 9.1 个点。2022 年为 48.4%，略高于 2020 年的 47.6%，但由于土地出让金减少带来的政府性基金收入大幅下降，地方财政的实际收支压力会比 2020 年更大。

只有资源型省份的财政自给率在提高，受疫情冲击的东北、东部沿海地区降幅最大。分地区来看，山西、内蒙古、陕西、新疆四个资源型省份的财政自给率较 2021 年提高 3 个百分点左右，主要由于 2022 年大宗商品价格维持相对高位。东北和东部沿海地区的财政自给率降幅高于其他地区，其中受疫情冲击较大的上海、吉林两省市降幅最大，分别为 11.2%、9.9%。

由于财政自给压力加大，地方财政对中央转移支付的依赖度达到历史最高。2022 年年初，中央对地方转移支付预算为 9.8 万亿，同比增长 19.3%，增速是 2011 年以来最高。并且，地方财政对中央转移支付的依赖度（转移支付/地方本级一般公共预算收入）达到 90.1%，也是历史最高水平。

图 5：2022 年地方财政自给率继续下降



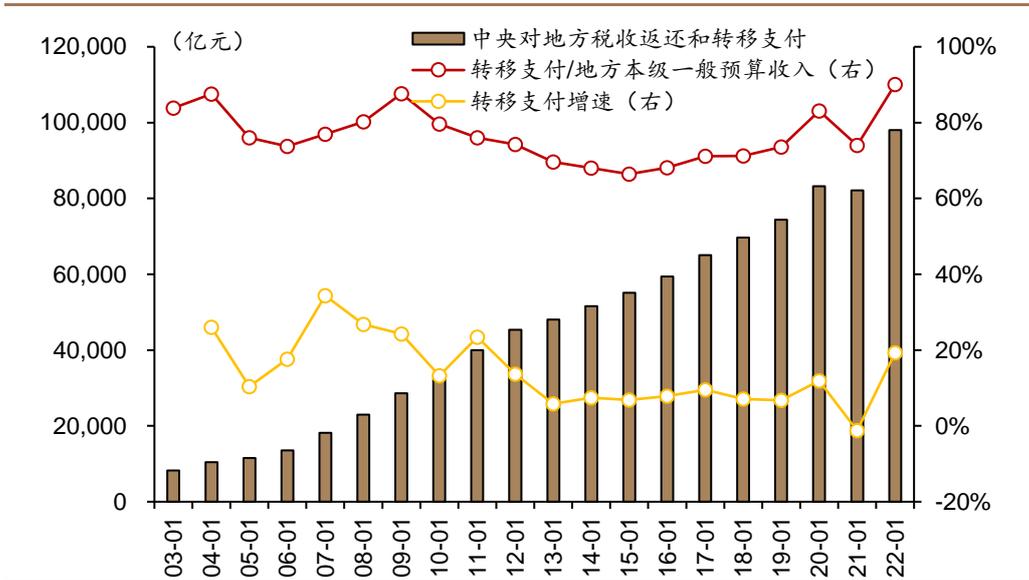
资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：各地区财政自给率变化

	2019	2020	2021	2022	趋势	2022变动
北京	78.5%	77.1%	82.3%	79.9%		-2.5%
天津	67.8%	61.0%	67.9%	67.1%		-0.8%
河北	45.0%	42.4%	47.1%	43.7%		-3.4%
山西	49.8%	44.9%	56.2%	58.8%		2.6%
内蒙古	40.4%	38.9%	44.9%	48.0%		3.1%
辽宁	46.2%	44.2%	47.0%	40.4%		-6.7%
吉林	28.4%	26.3%	30.9%	21.0%		-9.9%
黑龙江	25.2%	21.1%	25.5%	23.7%		-1.8%
上海	87.6%	87.0%	92.2%	81.0%		-11.2%
江苏	70.0%	66.2%	68.7%	62.1%		-6.5%
浙江	70.1%	71.9%	75.0%	66.9%		-8.1%
安徽	43.1%	43.0%	46.1%	42.8%		-3.2%
福建	60.1%	59.0%	65.0%	58.6%		-6.5%
江西	38.9%	37.6%	41.5%	40.5%		-1.0%
山东	60.8%	58.4%	62.2%	58.6%		-3.6%
河南	39.8%	40.2%	44.5%	40.0%		-4.5%
湖北	42.5%	29.7%	41.4%	38.0%		-3.3%
湖南	37.4%	35.8%	39.0%	34.4%		-4.6%
广东	73.2%	74.1%	77.3%	71.7%		-5.6%
广西	31.0%	27.8%	31.0%	28.6%		-2.4%
海南	43.8%	41.4%	46.7%	39.7%		-7.0%
重庆	44.0%	42.8%	47.3%	43.0%		-4.3%
四川	39.3%	38.0%	42.6%	41.0%		-1.6%
贵州	29.7%	31.1%	35.2%	32.2%		-3.0%
云南	30.6%	30.4%	34.3%	29.1%		-5.2%
西藏	10.1%	10.0%	10.6%	6.9%		-3.7%
陕西	40.0%	38.1%	45.7%	48.9%		3.2%
甘肃	21.5%	21.0%	24.8%	21.3%		-3.6%
青海	15.1%	15.4%	17.7%	16.7%		-1.1%
宁夏	29.5%	28.3%	32.2%	29.1%		-3.2%
新疆	29.7%	26.7%	30.1%	33.0%		2.9%

资料来源：各省市自治区预算报告，德邦研究所

图 6：地方对中央的转移支付依赖度达到历史最高



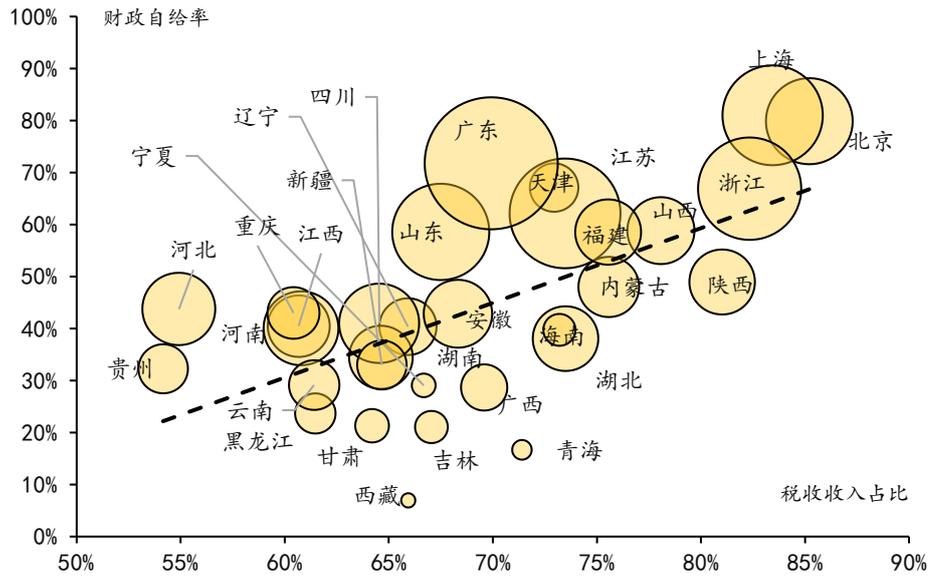
资料来源：Wind，德邦研究所

财政收入质量下降，税收收入占比降至接近历史最低区间。由于税收收入相对稳定、可持续，一般用税收收入占比衡量公共财政收入的质量。税收收入占比比较高的地区，往往财政自给率也较高（图 7）。去年进行了大规模减税降费，全国退减缓免税费超 4 万亿元，其中增值税留抵退税款达到 2.4 万亿元¹。在此影响下，全国税收收入占比降至 81.8%，接近历史最低区间。

另外，土地出让收入的下降也减少了地方财政可用财力。2022 年地方土地出让收入 6.7 万亿，较上年减少约 2 万亿，降幅 23.2%。其中，只有上海和海南实现增长，东北三省、天津、云南、甘肃降幅均超过 50%。土地出让收入的下降无疑减少了地方政府可用财力，但也不宜过于高估其影响。我们在此前报告《还需要警惕哪些房地产风险？》中曾指出，扣除成本性支出后，可用财力大约占土地出让收入的 20%。去年土地出让收入减少 2 万亿，相当于地方本级一般预算收入的 18.4%，但带来的可用财力减少幅度只有一般预算收入的 3.7%。

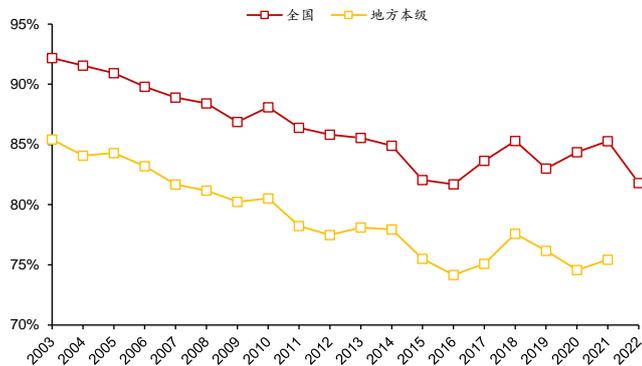
¹ 央视新年特别报道：2022 年大规模增值税留抵退税政策红利持续释放 (chinatax.gov.cn)

图 7：财政自给率和税收收入占比正相关



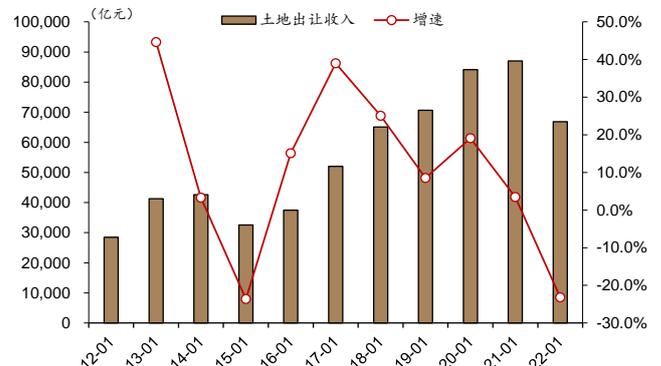
资料来源：Wind，德邦研究所
注：横纵坐标为 2022 年数据，气泡大小代表 2022 年一般预算收入规模

图 8：税收收入占比持续下降



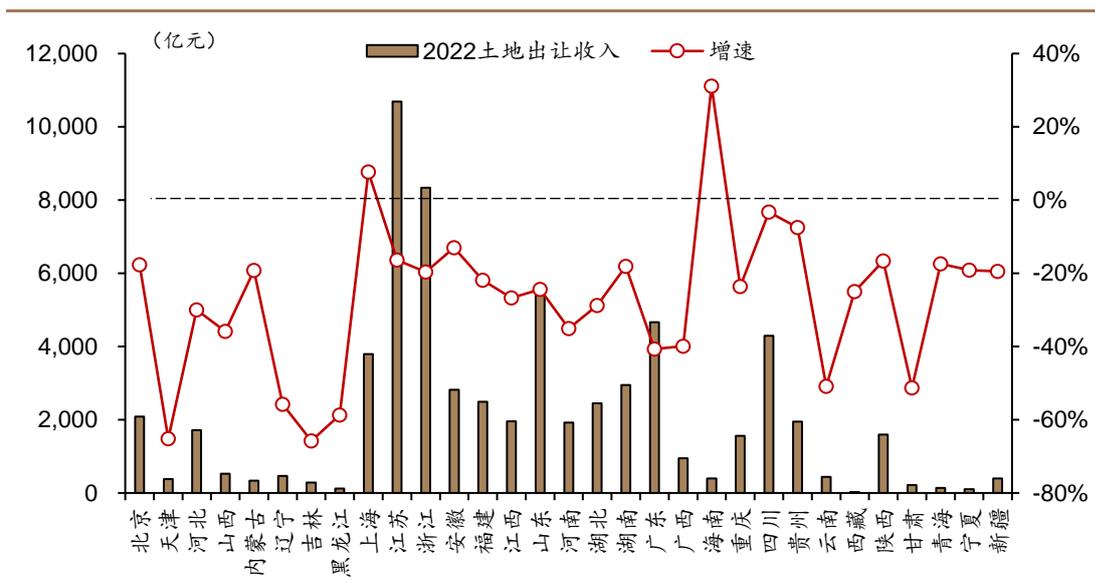
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2022 年土地出让收入大幅下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10: 除上海、海南外, 各地区土地出让收入均下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

1.2.2. 各地怎么判断 2023 财政形势?

2022 年财政形势无疑是最严峻的年份之一, 那么各地区如何看待 2023 年的财政收支形势?

财政收入端, 各地预算报告普遍提及两点利好因素。一是疫情防控优化后, 经济逐步恢复, 带动财政收入回升。二是大规模留抵退税政策结束后, 2023 年将迎来增值税回补效应, 叠加 2022 低基数, 税收收入增速将更为显著。

各地区对财政收入的担忧主要有四个方面。一是在三重压力之下, 经济恢复基础不稳固。二是中央可能在 2023 年继续推行部分减税降费政策, 会给当年财政收入增长带来一定压力。三是房地产市场的不确定性较大, 拖累土地出让收入和房地产相关税收收入。四是盘活存量资产空间变小, 拖累非税收入, 如广东省在预算报告中指出预计 2023 年“非税收入下降 21.7%, 主要是上年盘活政府资源资产等一次性收入抬高基数”。

支出端, 各地区普遍认为有四个方面的支出压力较大。一是债务还本付息支出, 二是基层“三保”支出和对下转移支付, 三是保障和改善民生等刚性支出, 四是承担经济建设任务的项目支出。青海省预算报告关于财政支出形势的表述比较具有代表性: “从支出保障看, 在财力增长有限情况下, ‘三保’支出和刚性支出有增无减, 财政面临多项增支叠加的压力。政策性增支。规范机关事业单位工资津贴补贴政策实施后配套的社保缴费将明显增长, 国家统一提高基本养老金, 以及城乡居民基本医疗保险财政补助标准, 都需财政予以保障。疫情性增支。疫情防控必要支出纳入‘三保’支出范围, 作为刚性支出优先予以保障。债务性增支。全省法定债务余额逐年攀升, 相应还本付息逐年增加, 加上如期完成既定的隐性债务化解任务都需安排大量财政资金。项目性增支。稳住经济发展需要保持必要的财政支出强度, 打造‘高地’、建设‘四地’项目资金需求旺盛, 生态保护、公共服务、区域协调发展等方面还有许多短板需要财政弥补, 财政收支矛盾日益突出。”

表 2：各地区对 2023 财政形势的判断

Table with 4 columns: 地区 (Region), 财政形势 (Fiscal Situation), 地区 (Region), 财政形势 (Fiscal Situation). Rows include Beijing, Hebei, Inner Mongolia, Jianglin, Chongqing, Sichuan, Shanghai, Xizang, Zhejiang, Shaanxi, Anhui, Gansu, Shandong, Qinghai, Henan, Ningxia, Xinjiang.

资料来源：各地区预算报告，德邦研究所

2. 地方财政风险

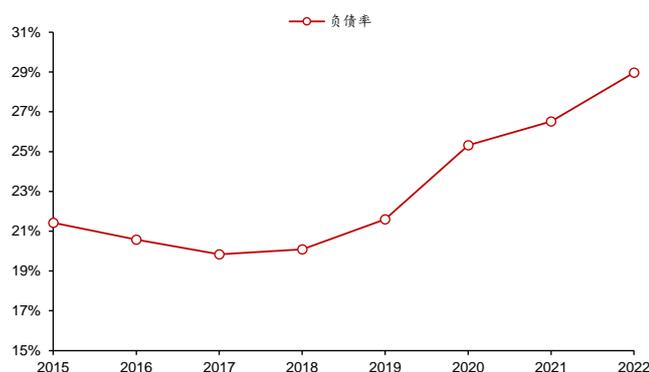
2.1. 地方政府债务形势

2022年，随着经济增速放缓，地方政府债务压力进一步加大。地方政府名义杠杆率并不高，2022年为29%，较上年提高2.5个百分点。杠杆率的提高来自债务规模的扩张，2022年使用5000多亿限额以下专项债结存空间后，累计发行项目建设专项债超4万亿，远高于前两年；另一方面，经济增速的放缓，也从分母端推升了杠杆率，2022年名义GDP增速仅为5.3%，远低于上年13.4%的增速。

分地区来看，接近60%警戒线的省份在增多。国际上通常把政府负债率突破60%作为警戒线，目前我国31个省市自治区中，青海、贵州超过该警戒线，分别达到84.3%、61.9%，而天津、辽宁、海南、甘肃四个省市均达到50%以上，接近警戒线。而疫情前2019年，还只有青海突破60%，贵州接近60%，其余29个地区均在50%之下。

以地方政府综合财力衡量的债务率上升幅度更大。综合财力=一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营收入，债务率=地方政府债务余额/综合财力，因而债务率更能反映地方政府偿债能力。2022年地方政府债务率达到123.5%，较上年提高近20个百分点，上升幅度为历年以来最大。债务率的大幅上升是因为2022年地方政府综合财力出现了首次下降，较上年减少7400亿（转移支付暂以9.8万亿预算为准），其中，地方政府性基金收入大幅减少2.1万亿。

图 11：地方政府负债率（杠杆率）



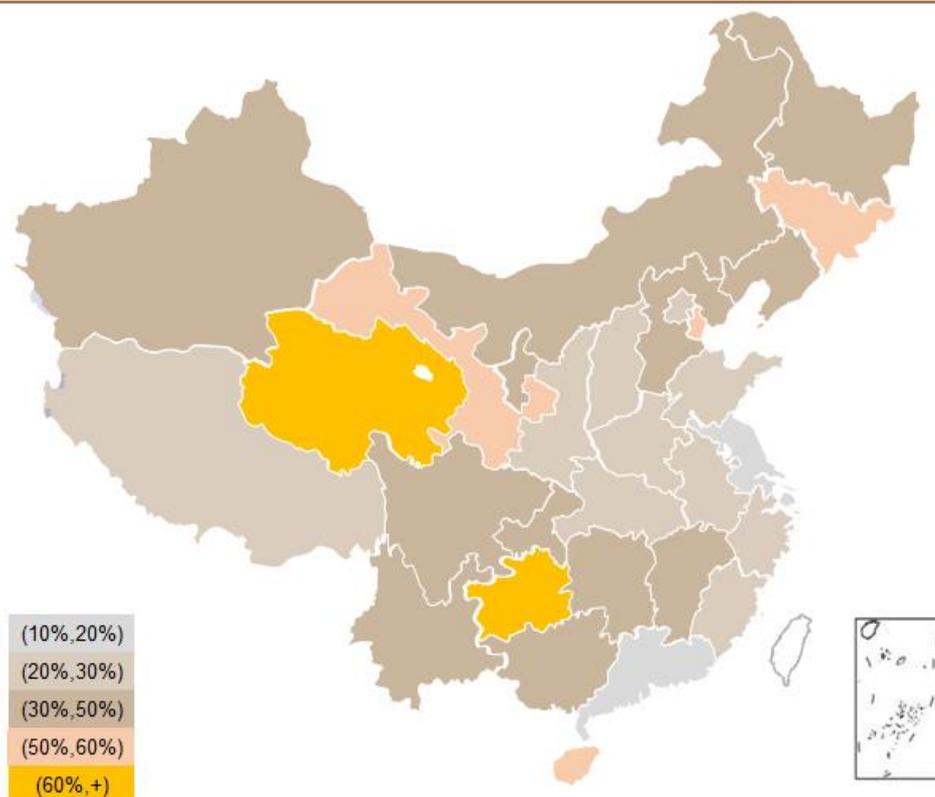
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：地方政府债务率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13: 各地区 2022 年负债率



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 不含港澳台

除了存量债务余额之外, 也可从还本付息角度考察地方财政的偿债压力。

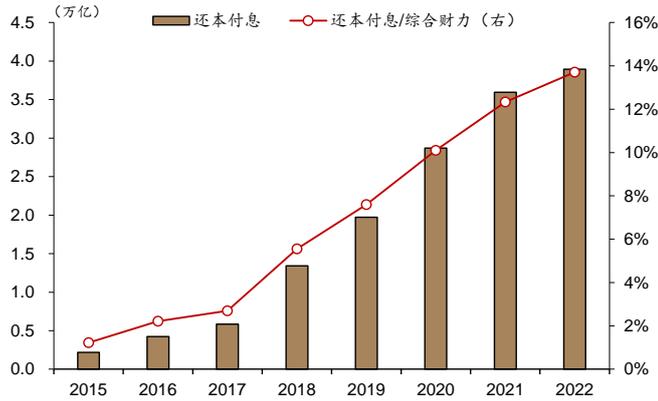
偿债率代表地方债还本付息支出占用的地方政府财力, 2022 年较 2019 年已经接近翻倍。偿债率=地方债还本付息支出/地方综合财力, 2022 年这一比例为 13.7%, 相比疫情前 2019 年的 7.6%, 已经接近翻倍。

由于各地 2022 年获得的转移性收入尚未完全披露, 我们用“地方债还本付息支出/地方本级第一二本账收入和”来计算偿债率。静态来看, 青海、吉林、云南、辽宁、黑龙江等五省的还本付息支出占财力的比例超过 50%, 说明其负债与财政汲取能力不匹配, 财政汲取能力较强的东部沿海地区, 该比例位于全国最低一档。动态来看, 2022 年该比例增长最快的是吉林、青海、云南, 吉林从 26.2% → 70.1%, 青海 50% → 80.1%, 云南 38.6% → 66.3%。共同原因是这三省在政府性基金收入大幅减少的同时, 债务还本额大幅增长, 如吉林在 2021-2022 年, 地方政府性基金收入从 938.4 亿元 → 365.7 亿元, 下降 61%, 地方债还本金额从 353.6 亿元 → 618.4 亿元, 增长 75%。

但目前各地主要通过发行再融资债券偿还本金, 短期内付息比还本带来的财政压力更大。如 2022 年, 地方政府债券到期偿还本金 27758 亿元, 其中发行再融资债券偿还本金 23910 亿元、安排财政资金等偿还本金 3848 亿元², 支付利息 11211 亿元。

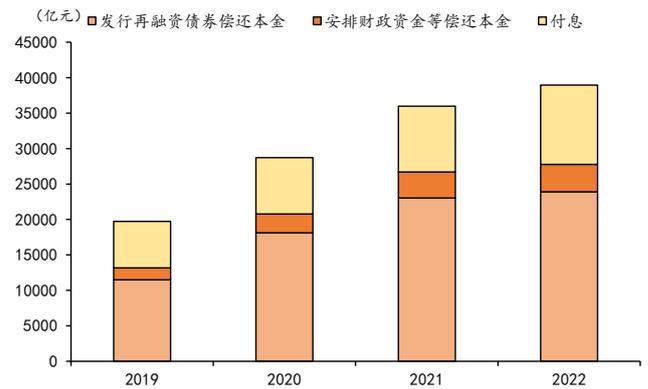
² 2022 年 12 月地方政府债券发行和债务余额情况 部门政务 中国政府网 (www.gov.cn)

图 14：地方政府债还本付息占综合财力比重



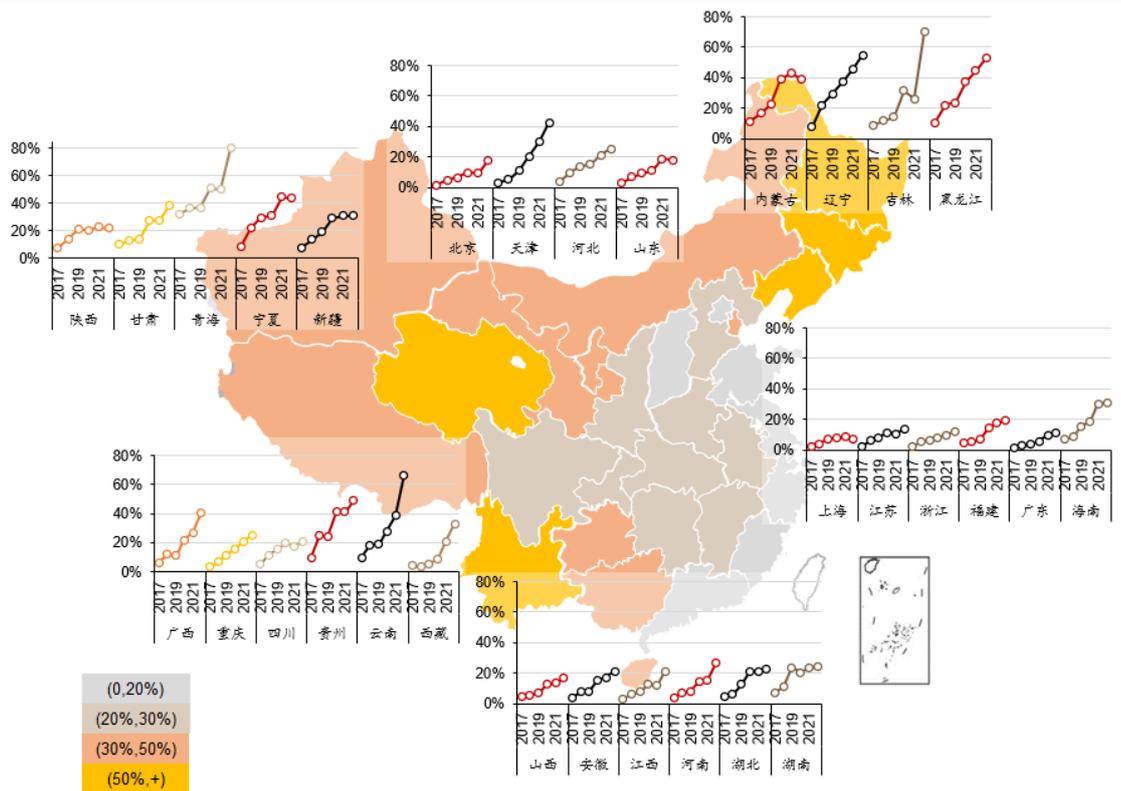
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：财政资金用于地方政府债付息多于还本



资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：各地区“地方债还本付息支出/第一二本账收入和”



资料来源：Wind，德邦研究所
注：不含港澳台；地图色块为 2022 数据

我们进一步考察各省的债务利息负担率，发现专项债利息负担率远高于一般债。分别用“一般债付息金额/一般公共预算支出”、“专项债付息规模/政府性基金支出”衡量一般债和专项债的利息负担率。2022 年，地方政府一般债利息负担率为 2.2%，较上年提高 0.1 个点；专项债利息负担率为 6.0%，较上年提高 1.7 个点。

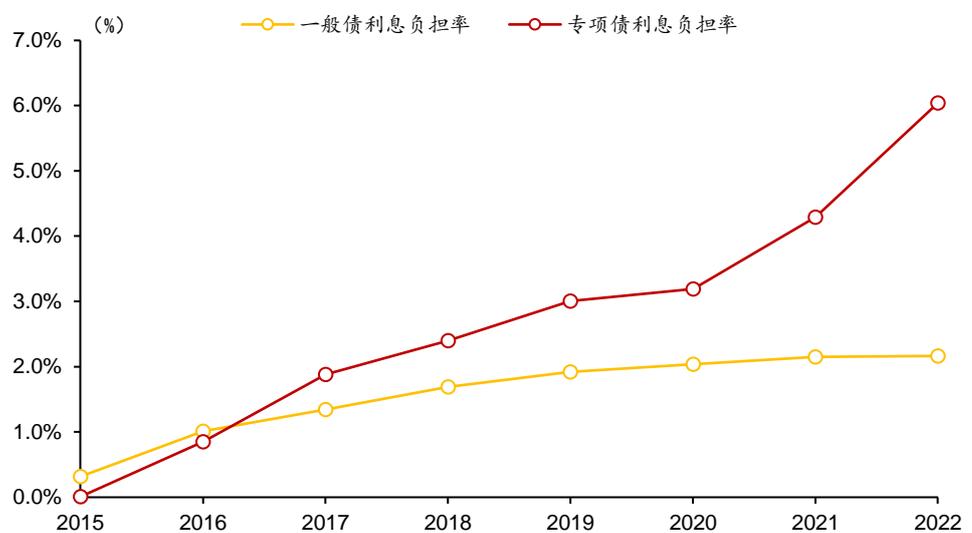
2022 年，我国有 7 个省级地区的专项债利息负担率超过 10% 的警戒线，分别是天津 18.4%、黑龙江 14.6%、内蒙古 13.9%、宁夏 13.5%、辽宁 11.8%、青

海 11.4%、云南 10.6%。其中，由于土地出让收入下降带动政府性基金支出下降，部分地区的专项债利息负担率在 2022 年出现跃升，如天津从 10%→18.4%，黑龙江 8.3%→14.6%。

国办 2016 年 11 月印发的《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知（国办函〔2016〕88 号）》指出“市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。”

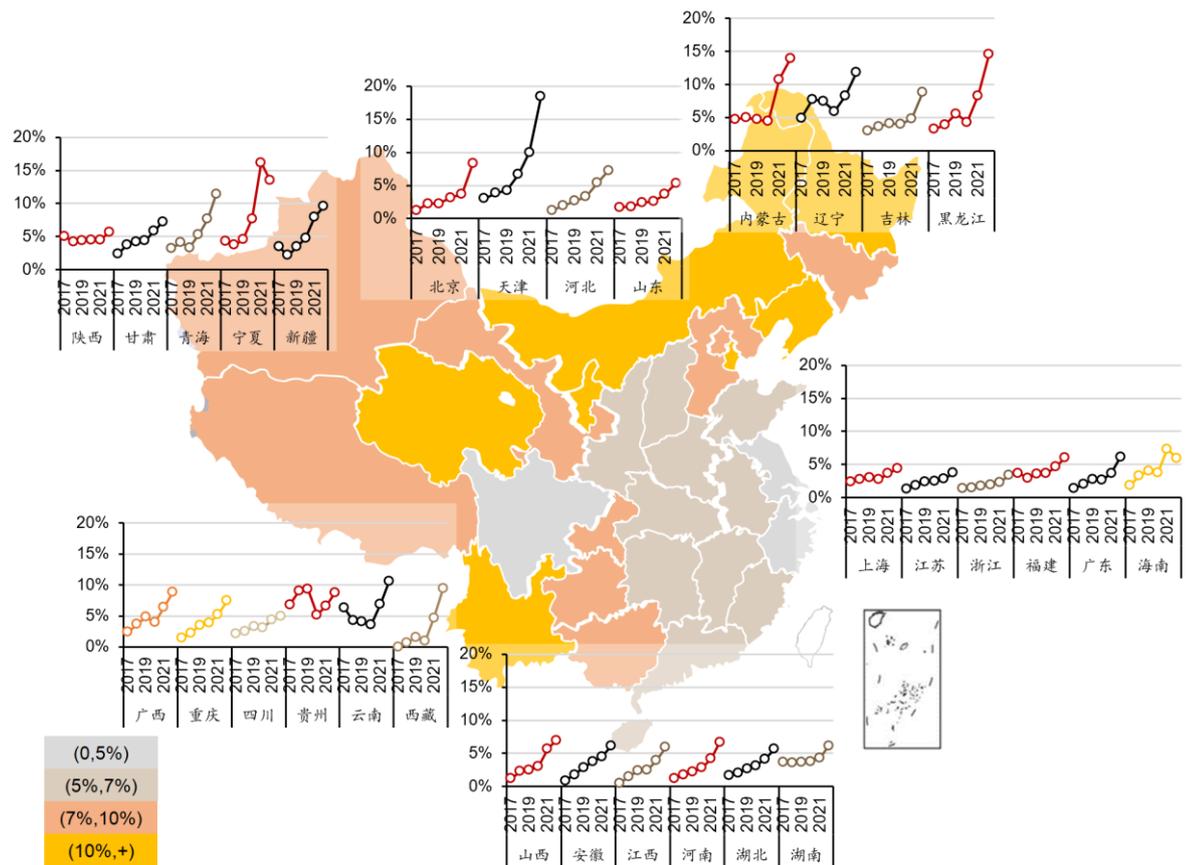
土地出让收入下降，导致专项债利息负担率上升过快，会加剧财政重整风险。未来随着房地产市场进入存量时代，土地出让收入将带动地方政府性基金支出增速放缓，专项债利息负担率的上升速度会加快，市县的财政重整风险加大。同时，这也意味着专项债规模扩张将受到约束，不可能再现 2019-2020 年的跳升。

图 17：一般债和专项债利息负担率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：各地区专项债利息负担率



资料来源：Wind，德邦研究所
注：不含港澳台；地图色块为 2022 数据

2.2. 从预算报告看各地区如何应对财政风险

各地区在今年的预算报告中强调了化解地方财政风险的问题，我们重点梳理了隐性债务和基层“三保”这两类风险的政策表述。

2.2.1. 隐性债务：遏制增量、化解存量

针对隐性债务，遏制增量、化解存量仍是 2023 年主要任务。《求是》杂志发表的总书记文章《当前经济工作的几个重大问题》专门提到地方政府隐性债务问题，“要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。”

多地强调完成化债任务。8 个省级地区提出 2022 年已完成年度化债任务，包括北京、天津、江苏、河南、广东、陕西、甘肃、青海。此外，湖北、陕西、新疆等地均强调要完成 2023 年化债任务。

我们梳理了各地区预算报告中提到的，2022 年化解隐债措施和成效，以及 2023 年进一步的化债政策，分别在表 3 和表 4 中列示。

表 3：各地区 2022 年化解隐性债务的措施和成效

地区	2022化解隐性债务成绩单	地区	2022化解隐性债务成绩单
北京	加快化解隐债，提前三个月完成中央提出的全域无隐性债务试点任务要求。	湖北	全省隐性债务增量有效遏制、存量有序化解。
天津	超进度完成既定的隐性债务化解任务，没有出现一笔逾期违约，守住了不发生系统性风险底线。	湖南	建立隐性债务化解部门责任制，塑造财政与主管部门合力化债新格局。
河北	对隐性债务风险化解进行全面核查，督促指导基层规范债务管理，确保不出现债务风险事件。	广东	如期高质量完成中央赋予的全域无隐性债务试点任务，实现存量隐性债务全部化解目标
内蒙古	统筹发债和化债，稳妥有序化解隐性债务，年度举债规模低于化债规模，推动全口径债务率进一步降低。落实“四个一批”化债措施，为49个债务高风险旗县贴息42.1亿元，推动3个旗区隐性债务清零，上划6个盟市“统贷分还”公路债务171.9亿元，积极争取中央化债政策。	重庆	指导区县规范开展存量债务展期重组，优化债务期限结构。坚决遏制隐性债务增量，持续化解存量，完善应急处置机制，建立应急周转“资金池”，守住债务风险管控底线。
辽宁	建立跨部门联合监管机制，制定地方政府隐性债务管理禁止类清单，坚决遏制隐性债务增量。推进“银政企”协作，帮助市县将非标高息或到期隐性债务进行展期或重组，缓释到期债务风险。	四川	坚决遏制隐性债务增量，逐项细化措施有序化解存量。
吉林	制定2022年度政府隐性债务化解目标及措施，积极稳妥化解隐性债务存量，加强研判、强化预警，按月调度隐性债务到期和化解情况，对隐性债务风险问题早发现早处置，坚决遏制隐性债务增量，牢牢守住不发生系统性风险的底线。	贵州	滚动监测各地隐性债务风险，分类有效妥善处置隐患，着力防范债务违约风险。推动金融机构开展存量债务展期、重组，缓释债务短期偿付风险。合法合规稳妥有序化解债务，疏堵并举降低风险等级。强化债务管理监督，坚决遏制违规新增隐性债务。
黑龙江	组织开展全省隐性债务排查和“回头看”，用好再融资、展期重组、周转金等政策工具，及时偿还到期债务本息，守住了不发生系统性风险底线。	西藏	夯实各级各部门防范化解地方政府隐性债务风险工作主体责任，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解存量，债务风险控制控制在合理区间。
江苏	持续化解存量债务，超额完成年度化债计划。	陕西	压实市县和部门偿债责任，加大督促指导力度，超额完成全年隐性债务化解任务。指导高风险地区细化化债方案，妥善处置风险隐患。
福建	积极稳妥、依法合规化解隐性债务存量，坚决遏制隐性债务增量。	甘肃	靠实隐性债务化解主体责任，积极筹措资金，稳妥化解隐性债务存量，超额完成既定的年度化解任务。
江西	出台防范化解地方政府隐性债务风险工作清单，从源头管理、过程监测、信息共享、监督问责等四个方面提出16条监管硬举措。	青海	坚持遏增量、化存量，加大新增隐性债务约谈提醒和处置问责力度……省本级超额完成年度隐性债务化解任务，全省债务风险总体安全可控。
河南	建立隐性债务问责工作闭环管理机制，保持高压严管问责态势，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解存量隐性债务。出台财政支持高校债务风险化解办法，“一校一策”制定风险化解方案，2022—2024年拟安排不低于60亿元，引导带动省属高校化解至少120亿元锁定债务，基本消除省属高校债务风险。我省超额完成2022年隐性债务化解计划，全省债务风险总体可控。	新疆	全年未发生新增违规举债等重大风险事件，全区隐性债务规模持续降低，政府债务规模合理、风险安全可控。

资料来源：各地区预算报告，德邦研究所

表 4：各地区 2023 化解隐债怎么做？

地区	2023化债怎么做	地区	2023化债怎么做
天津	坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量，用好债务缓释政策，防范逾期违约风险。	湖南	积极化解存量。督促市县通过压减一般性支出、盘活存量三资、资产证券化等方式，拓宽化债资金来源，完成化债任务。鼓励金融机构不抽贷、不停贷、减息置换存量债务，确保存量债务不断链，结构持续优化，成本持续降低。
河北	强化部门信息共享和协同监管，坚决遏制新增隐性债务，督导市县有序化解存量隐性债务。	海南	严格控制新增财政暂付款，加快暂付款清理收回。严格防范地方政府债务风险，抓实隐性债务风险化解工作，坚决遏制新增隐性债务，增强财政可持续性。
山西	建立多部门协同监管机制，压实市县主体责任，加大违法违规举债用债化债检查发现和问责处理力度，坚决遏制隐性债务增量，做到早发现、早预警、早处置，严守不发生系统性区域性风险底线。	重庆	压实各方责任，加大存量隐性债务化解力度，开展政府性债务风险防范化解行动。
内蒙古	安排资金150.8亿元，将本级政府债务还本付息资金足额列入预算，继续支持盟市、旗县化债和消化暂付款，帮助基层缓释偿债压力……坚持高压监管隐性债务，坚决遏制增量，妥善化解存量，压实地方和部门责任，加强资金供给端监管，阻断新增隐性债务路径。	四川	压紧压实市县和省级部门偿债主体责任；坚决遏制新增隐性债务，切实防范地方政府变相举债；探索隐性债务化解新路径，建立化债激励奖补机制。
辽宁	依法依规采取统筹预算资金、盘活存量资产资源等偿债措施，积极推进“银政企”协作，稳妥化解和缓释债务风险。	贵州	争取高风险建制市县降低债务风险试点等政策支持，优化地方债务结构，降低债务成本。协调金融机构支持债务重组、展期降息，积极有序缓释债务风险。压实压紧责任，依法依规稳妥有序推进化债。
吉林	合理确定全省政府隐性债务化解目标任务，夯实地方政府化债主体责任，督导各地筹措各类资金、资产、资源，积极稳妥化解隐性债务存量。坚持“开前门、堵后门”，加强融资需求端管理，坚决遏制隐性债务增量，决不允许市县新增隐性债务上新项目、铺新摊子。	云南	坚决遏制增量、化解存量，压实各级各部门化债主体责任，严格落实化债目标任务，分类施策制定债务风险化解方案，督促高风险地区尽快降低债务风险水平。加强政府债务风险预警和监测，坚决查处违法违规融资举债行为。加强国资国企运行风险分析研判，支持国有企业防风化债。
黑龙江	常态化开展隐性债务排查，坚决遏增量、减存量，推进高风险市县防范化解债务风险，坚决禁止各种违规举债、虚假化债行为	西藏	坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。完善常态化监控机制，绝不允许新增隐性债务上新项目，铺新摊子。
安徽	坚决遏制隐性债务增量，稳妥有序化解隐性债务存量，禁止各种变相举债行为	陕西	督促各级妥善化解存量债务，按期完成年度隐性债务化解任务。
福建	分类推进债务高风险地区降低风险等级，积极稳妥化解隐性债务存量，坚决遏制隐性债务增量	甘肃	抓实防范化解地方政府隐性债务风险工作，健全定期监审评估机制，靠实市县和部门责任，积极稳妥化解隐性债务存量，坚决遏制增量。
江西	贯彻落实防范化解隐性债务风险各项举措，坚决遏制隐性债务增量，积极盘活各类资金资产，稳妥化解隐性债务存量	青海	严防变相举债、虚假化债行为，持续加大问责处置力度。积极争取县级化债试点，多渠道、多手段盘活资金资产，重点化解“非标”债务风险，全力完成年度隐性债务化解任务，确保政府债务风险安全可控。
河南	抓实防范化解地方政府隐性债务风险工作，加强高风险地区风险监测预警，督促地方积极稳妥化解存量隐性债务，分类推进融资平台公司市场化转型，阻断新增隐性债务路径，完善问责闭环管理和集中公开机制，严肃查处变相举债、虚假化债行为，保持高压态势，形成震慑效应	宁夏	坚决遏制新增隐性债务，保持高压态势，落实闭环管理问责机制，对新增隐性债务严肃追责问责。硬化预算刚性约束，压实市、县（区）主体责任，将债务还本付息作为刚性支出纳入预算优先安排，稳妥化解隐性债务存量，保持债务总规模处于合理水平，债务风险等级持续下降。稳步推进政府隐性债务和法定债务合并监管，建立统一的长效监管制度框架。
湖北	严格落实常态化核查机制，坚决遏制隐性债务增量，多措并举筹集资金完成化债任务	新疆	按时足额完成隐性债务年度化解任务，鼓励有条件的地州市实现隐性债务清零。完善问责闭环管理和集中公开机制，对违规举债、隐性债务化解不实、违规使用债券资金等行为，发现一起、查处一起、问责一起、公开一起，筑牢地方政府债务管理红线底线

资料来源：各地区预算报告，德邦研究所

2.2.2. 三保：县级为主、市级帮扶、省级兜底、中央激励

“三保”历史最早可追溯到 2010 年。2010 年 9 月 21 日财政部印发《关于

建立和完善县级基本财力保障机制的意见》(财预〔2010〕443号)³，首次明确提出县级基本财力保障机制的目标是实现县乡“保工资、保运转、保民生”的“三保”表述。2013年末下发的《国务院办公厅转发财政部关于调整和完善县级基本财力保障机制意见的通知》(国办发〔2013〕112号)⁴，将部门文件提升至国家层级。

目前“三保”的正式表述和排序与十年前有所差别。2019年中央经济工作会议提出“支持基层保工资、保运转、保基本民生”，“三保”再次得到强调。2020年3月财政部发布《关于有效应对新冠肺炎疫情影响切实加强地方财政“三保”工作的通知》(财预〔2020〕12号)再次提到“支持基层政府保基本民生、保工资、保运转”的重要性。

疫情以来“三保”范围有所扩大，主体责任进一步明确为“分级负责制”。国办发〔2013〕112号文所确立的“三保”范围主要包括人员经费、公用经费、民生支出以及其他必要支出等类别，如表5，近年来又将疫苗接种、核酸检测、患者救治、防疫物资及必要生活物资保供等疫情防控必要支出纳入“三保”范围⁵。对于“三保”主体责任进一步明确为“县级为主、市级帮扶、省级兜底、中央激励”的分级责任制，省级财政和地级市分别对建制县(含县级市)和市辖区负主要责任。

关于各地区2023年如何做好基层“三保”工作，我们梳理如表6。

表 5：“三保”主体责任和保障范围的变化

时间	文件名称	主体责任	保障范围
2010/9/21	《财政部关于建立和完善县级基本财力保障机制的意见》(财预〔2010〕443号)	地方财政是建立县级基本财力保障机制的责任主体。	保障范围主要包括人员经费、公用经费、民生支出以及其他必要支出等。其中， 人员经费 包括国家统一出台的基本工资、奖金和津贴补贴，离退休人员离退休费，工资性附加支出，地方津补贴等项目； 公用经费 包括办公费等商品和服务支出，办公设备购置等其他资本性支出等； 民生支出 主要包括中央统一制定政策，涉及农业、教育、文化、社会保障、医疗卫生、科学技术、计划生育、环境保护、保障性住房和村级组织运转经费等项目的支出； 其他必要支出 包括必要的基本建设支出以及其他社会事业发展支出。
2013/12/30	《国务院办公厅转发财政部关于调整和完善县级基本财力保障机制意见的通知》(国办发〔2013〕112号)	实施县级基本财力保障机制的责任主体为省级政府。	县级基本财力的国家保障范围主要包括人员经费、公用经费、民生支出以及其他必要支出等。其中， 人员经费 包括国家统一出台的基本工资、奖金和津贴补贴，离退休人员离退休费，工资性附加支出，地方津补贴等项目； 公用经费 包括办公费等商品和服务支出，办公设备购置等其他资本性支出等； 民生支出 主要包括中央统一制定政策，涉及农业、教育、文化、社会保障、医疗卫生、科学技术、计划生育、环境保护、保障性住房和村级组织运转经费等项目的支出； 其他必要支出 包括必要的基本建设支出以及其他社会事业发展支出。

资料来源：财政部，中国政府网，德邦研究所

³ 财政部关于建立和完善县级基本财力保障机制的意见 2011年第3号国务院公报 中国政府网 (www.gov.cn)

⁴ 国务院办公厅转发财政部关于调整和完善县级基本财力保障机制意见的通知 政府信息公开专栏 (www.gov.cn)

⁵ 疫情防控必要支出列入“三保”支出 (baidu.com)

表 6: 各地区 2023 “三保” 怎么干?

地区	“三保” 表述	地区	“三保” 表述
北京	密切关注基层财政运行风险, 严格界定“三保”支出范围, 动态完善“三保”政策清单, 推动“三保”项目库标准化管理, 强化运行监测, 筑牢兜实“三保”底线; 加大财力下沉力度, 加强市区库款调度, 提升各区均衡调控能力, 更好支持基层落实助企纾困和“三保”支出。	湖北	兜牢“三保”底线。坚持“三保”支出在财政支出中的优先顺序、国家标准的“三保”支出在“三保”支出中的优先顺序。坚持财力下沉, 安排省对市县转移支付补助3810亿元, 增强基层财政“三保”能力。
天津	强化基层财政运行管理。压实“三保”保障责任, 督促各区足额安排“三保”预算, 落实“三保”支出优先保障顺序。严格执行“三保”资金专户管理, 开展财政运行预警监测, 将土地收入下降多、财力平衡压力大、债务负担重的区作为重点, 密切关注“三保”预算执行、国库库款运行情况, 加强资金调度和库款保障。健全财力长效保障机制, 建立财政可承受能力评估制度, 确保“三保”兜得住、财政可持续。	湖南	建立县级财力长效保障机制, 强化市县保障“三保”和债务付息等刚性支出、落实中央和省重大战略部署能力。加强运行监测。持续开展县区财政运行风险评估, 对高风险县区“一县一策”制定支出综合管控方案。依托预算管理一体化系统, 实时监测县区“三保”、债务付息和库款运行, 对风险早发现早预警早处置, 确保全省财政持续稳健运行
河北	把保运转摆在突出位置, 加大财力下沉力度, 省级设立均衡性转移支付, 对困难地区予以补助; 逐县(市、区)审核“三保”支出预算, 压实县级“三保”主体责任, 确保不留缺口; 加强县级“三保”运行监控, 严格执行“旬报表十日报”制度, 完善应急处置机制, 做好风险评估预警, 兜牢兜实基层“三保”底线。	广东	进一步统筹财力, 帮助基层及时解决实际困难和突发问题, 督促市县将“三保”支出足额纳入预算安排, 在执行中重点保障, 筑牢兜实基层“三保”底线。坚持尽力而为、量力而行, 在发展中保障和改善民生, 加强财政承受能力评估, 防止过度高承诺、过度保障。
山西	健全完善事前审核、事中监控、事后处置的工作机制, 逐步推动“三保”相关转移支付纳入直达资金范围, 在预算管理一体化系统中实行“三保”标识化管理, 提升“三保”保障管理的规范化、标准化水平, 确保基层“三保”不出问题。	广西	全面启用市县财政“三保”资金专户, 坚持“三保”支出在财政支出中优先地位; 建立市县财政预算审查制度, 指导市县按照预算法及其实施条例的要求编报预算收支预算, 尤其是国有土地使用权出让收入及其调入一般公共预算使用的预算, 同时完善预算执行动态监控机制, 严格按照以收定支、收支平衡的原则执行预算, 进一步兜牢兜实基层“三保”底线。
内蒙古	加强基层“三保”运行监控, 确保旗县在预算编制和执行中足额保障“三保”支出, 确保基层“三保”不出问题。	海南	指导督促市县加强执行监测, 坚持“三保”库款保障优先顺序, 切实保障“三保”支出按时足额兑付。
辽宁	优先保障“三保”支出。省市县分级落实“三保”保障责任, 开展100个县区“三保”预算编制审核, 确保预算安排足额编制、不留缺口。加大财力向基层地区、向困难地区倾斜力度, 探索建立“三保”资金直达机制, 实施库款精准调度, 增强基层财政保障能力。加强动态监控, 统一规范“三保”项目标识管理, 实现“三保”项目全流程跟踪和闭环管理, 继续实施“专人专区”日常调度, 对趋势性、苗头性问题做到早发现、早预警、早处置。	重庆	坚持有保有压, 优化支出结构。落实党政机关过紧日子要求, 从严控制一般性支出, 努力降低行政运行成本。健全县级财力长效保障机制, 完善财政资金直达机制, 持续推动财力下沉, 确保基层“三保”不出问题。
吉林	着力减轻基层财政负担, 推动健全县级财力长效保障机制, 确保兜牢兜实“三保”底线。	四川	守住安全运行底线, 最大限度下沉财力, 确保“三保”预算足额编制, 实施“三保”支出全流程管理; 持续防范化解基层国库资金运行风险, 稳步推进存量暂付款分类处置。
黑龙江	压实靠靠“三保”支出保障责任, 密切关注基层财政运行风险, 完善应急处置机制, 加大财力下沉力度, 更好支持基层落实助企纾困和“三保”支出政策。	贵州	持续推动财力下沉。加大省对下转移支付支持力度, 向困难地区和欠发达地区倾斜, 持续增强市县“三保”等重点支出保障能力。促进转移支付资金分配与公共服务成本相衔接, 增强资金分配科学性合理性。督促市县将“三保”支出足额纳入预算安排, 严防基层“三保”风险, 兜牢市县“三保”底线
上海	坚持保基本民生、保工资、保基层运转“三保”支出在财政支出中的优先顺序, 合理调整和安排预算, 坚决兜牢“三保”底线。	云南	坚持县级为主、市级帮扶、省级兜底, 全面落实基层“三保”责任, 坚持“三保”支出优先顺序, 牢牢守住不发生“三保”风险的底线。严格查处违法违规举债行为, 确保地方政府债务足额还本付息, 防范化解地方政府债务风险
江苏	加大转移支付力度, 确保基层“三保”不出问题。坚持政府过紧日子, 建立健全节约型财政保障机制, 加强一般性支出和“三公”经费预算管理。	西藏	坚持财力向基层倾斜, 提高基层财政保障水平, 筑牢兜实“三保”底线, 有效防范债务风险, 确保基层平稳运行。
浙江	筑牢兜实“三保”底线, 落实分级负责制, 实现“三保”预算审核范围全覆盖, 健全“三保”智控, 创新监测预警手段, 制定应急保障预案。	陕西	坚决兜住县区“三保”底线。省市财政要发挥好监管和帮扶责任, 加大对困难县区的财力补助, 弥补基层“三保”财力缺口。县区财政要扛起主体责任, 将“三保”支出足额纳入预算安排, 在执行中重点保障, 确保“三保”不出问题。
安徽	强化基层财政运行监测预警, 压紧压实市县“三保”责任, 防范基层财政运行风险。	甘肃	确保基层财政平稳运行。健全县级财力保障长效机制, 坚持财力下沉, 扩大省对市县转移支付规模, 兜牢兜实县级“三保”底线, 为经济运行营造良好的基础环境。
福建	严格落实“三保”主体责任, 督促各地足额安排基层“三保”支出; 省级继续实行“三保”预算事前审核全覆盖, 强化动态监测预警, 推动财力下沉, 健全县级财力长效保障机制, 筑牢兜实基层“三保”底线。	青海	防范基层财政运行风险。统筹中央转移支付和省级自有资金, 进一步下沉财力, 帮助基层及时解决实际困难和突发问题。指导基层财政部门严格落实“县级为主、市州帮扶”的保障责任, 强化“三保”支出预算管理, 坚持“三保”支出第一优先顺序, 加强对“三保”支出、库款管理等情况的监测预警, 确保“三保”不出问题
江西	坚持“三保”支出在财政支出中的优先顺序, 加大财力下沉力度, 加强动态运行监测, 落实“一县一策”风险应急处置预案, 推动“三保”项目库标准化管理。强化乡镇财政管理, 确保基层平稳运行。	宁夏	强化基层财政运行保障, 兜牢兜实“三保”底线。坚持尽力而为、量力而行, 严格执行中央和自治区明确的保障范围, 重点加强基础性、普惠性、兜底性民生保障。坚持党政机关过紧日子, 严控一般性支出, 严格“三公”经费管理。审慎出台新的增支政策, 不搞过头保障, 增强民生保障的可持续性。严格落实“三保”分级保障责任, 压紧压实县区主体责任, 健全县区“三保”预算编制机制, 督促各县区严格按照支出责任, 优先足额安排“三保”支出预算, 确保不留硬缺口, 从源头上落实保障责任。加强基层“三保”动态监测和全过程监管, 定期研判基层财政运行状况, 采取加大财力保障、紧急调度库款等方式, 及时解决实际困难和突发问题, 做到风险隐患早发现、早预警、早处置
山东	坚持“三保”支出在财政支出中的优先顺序, 完善基层“三保”财力长效保障机制, 加大对财政困难地区的支持力度, 加强基层财政运行监控分析, 指导市县加强财政管理, 确保基层“三保”不出问题。	新疆	一是压实工作责任。全面落实自治区“三保”监管责任、各地州市“三保”兜底责任和各县市区“三保”主体责任, 形成落实“三保”政策合力。二是加大转移支付力度。研究建立均衡性财力转移支付制度, 加大对基层财力性转移支付规模, 加强基层“三保”财力保障。三是加强源头管理。坚持“三保”支出在预算安排中的优先顺序, 足额编制“三保”预算。落实基层“三保”预算事前审核机制, 确保“三保”支出不留硬缺口。严格“三保”预算执行, 严禁将“三保”预算用于其他支出。四是加强库款保障。严格落实库款调度申报审核制度, 确保各地保持合理的库款规模, 保障“三保”支出。五是强化运行监测。加强对各地县、特别是财政运行红色等级县市区“三保”保障、债务还本付息、财政暂付款消化和库款管理等财政运行情况的监测, 督促各地加大财政运行红色等级县市区财政支出管控力度及时化解风险隐患, 筑牢兜实“三保”底线。
河南	落实落细“三保”三项机制, 加强“三保”运行风险研判、预警和处置, 进一步统筹财力加大省对市县财力性转移支付, 加大财力下沉力度, 常态化实施财政资金直达机制, 帮助基层及时解决实际困难和突发问题, 精准支持基层加强“三保”工作。指导市县将“三保”支出足额纳入预算安排, 在执行中重点保障, 坚持“三保”支出在预算安排和库款拨付等方面的优先顺序, 确保“三保”不出任何问题。		

资料来源: 各地区预算报告, 德邦研究所

3. 风险提示

- (1) 2023 经济恢复不及预期，加大财政压力；
- (2) 部分市县地方债务和“三保”风险压力加大；
- (3) 参考海外经验，疫情可能有反弹风险，将对经济和财政形势带来不确定性。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。