



宏观研究

# 【粤开宏观】化债可能路径的利弊和可行性分析——从过去两轮化债看未来

2023年08月21日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367

## 近期报告

《【粤开宏观】政治局会议的新提法与信号》2023-07-24

《【粤开宏观】财政收入恢复性增长的背后——上半年财政形势分析与展望》2023-07-30

《【粤开宏观】防范化解债务风险：当前形势与14条应对举措》2023-08-01

《【粤开宏观】7月PPI同比企稳回升，预计2024年下半年回正》2023-08-09

《【粤开宏观】从疫后经济恢复全局理解当前经济下行压力》2023-08-15

## 摘要：

一、隐性债务“野火烧不尽春风吹又生”，根本原因是政绩考核机制和近乎无限责任政府职能，城镇化进程只是催生因素，更不在于分税制

在GDP单一考核目标以及进入到多元目标考核后，地方政府的事权和支出责任不断扩张，债务融资需求不断上升。伴随经济发展和城镇化的快速进程，地方政府主导成立了各类融资平台，2008年金融危机后隐性债务快速积累。

但是在经历其后两轮化债后，近年来隐性债务再度攀升，具有形式多样、隐蔽性高、无序扩张的特点，根源在于政府与市场关系、中央与地方关系未理顺，前者意味着政府承担了较多的职能，后者意味着地方承担了较多的职能，“上面千条线、下面一根针”的问题愈演愈烈。伴随大规模减税降费和宏观税负下行，债务更是攀升。

截至2022年底，我国地方政府显性债务余额35.1万亿元，城投平台带息债务规模达到55.0万亿元，合计规模为90.1万亿元。考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义债务率和广义负债率分别达到320.4%和74.4%，处于较高水平。分省份来看，广义债务率超过300%的省份有18个。

## 二、当前我国已经经历了两轮隐性债务化解

### （一）隐性债务化解1.0——“债券”置换“非债券”

2015-2019年，全国范围内集中发行地方政府债券，置换存量隐性债务。但由于隐性债务产生的土壤没有发生根本变化，在2015-2018年置换期间，大量地方政府隐性债务继续滋生，为下一轮隐性债务高企埋下伏笔。

国发〔2014〕43号文和财预〔2014〕351号文，明确对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行政府债券置换。截至2014年底，地方政府存量债务余额15.4万亿元，其中1.06万亿元为债券形式，14.34万亿元为非债券形式存量债务，需要在3年左右的时间置换为政府债券。截至2018年末，非债券形式存量政府债务仅3151亿元。

### （二）隐性债务化解2.0——控增化存、省级统筹

第二轮隐性债务化解工作开始于2018年底，以“严控增量、化解存量”为主线并逐步趋严，预计持续至2028年。

随着隐性债务化解工作的持续推进，中央层面先后推出建制县隐债化解试点、特殊再融资债券、全域无隐债试点等方案。2019年，湖南、贵州、云南、辽宁、内蒙古、甘肃6个省份的部分建制县纳入试点，通过发行地方债置换部



分隐性债务；2020年底，部分再融资债券的资金用途从此前的“偿还到期政府债券”变成了“偿还政府存量债务”，开启了“特殊再融资债”置换隐债的起点；广东、北京、上海纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，启动试点工作。

**各地基于中央5-10年内化债要求，根据自身经济实力及债务状况因地制宜制定计划积极开展隐性债务化解工作，主要沿着两条主线进行：**

#### **主线一：严控隐性债务增量，杜绝“化旧债又生新债”局面**

**一是**开好前门，做好地方政府债券的“借、用、管、还”，发挥好地方政府债券尤其是专项债资金的撬动作用。

**二是**规范政府性投资项目决策和立项，根源上遏制盲目上项目、铺摊子，杜绝过度举债。湖南省称，决不允许地方政府新增隐性债务上新项目，政府投资项目无资金来源不立项、无预算不开工，探索实行高风险地区政府投资项目上级财政开工核准制。

**三是**规范不合规的融资方式，规范PPP、政府投资基金的运作机制，规范政府购买服务实施范围，做到先有预算后购买服务等。

#### **主线二：化解存量隐性债务，包括债务偿还、债务置换、债务转化、破产重组或清算以及辅助性措施**

**一是债务偿还。**安排财政资金偿还，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有产权权益偿还债务。

**二是债务置换和重组。**1) 通过发行再融资债券置换高成本债务。2) 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。例如，贵州城投遵义道桥前10年仅付息不还本，后10年分期还本。早前，镇江也通过银行贷款置换存量贷款和非标，同时压降高成本存量债务，“融资成本削峰”，降低利息支出和融资成本。

**三是债务转化。**重庆、湖南、陕西、山东、甘肃等各地印发的融资平台公司转型方案大多都提出要控制融资平台数量、加强融资平台治理、防止地方国有企事业单位平台化、促进融资平台市场化转型、剥离储备土地、公益性资产等不合规资产、剥离政府融资功能，减少财政依赖。

#### **四是破产重组或清算。**

**五是辅助性化债措施。**1) 完善应急机制，建立偿债准备金、应急周转“资金池”、纾困资金等，守住不发生系统性风险的底线。2) 开展座谈会、恳谈会改善投资者信心，优化融资环境。近年来，天津、贵州、河南等多地召开债券投资人恳谈会，以维护市场信心和融资环境。3) 建立问责和奖励机制。

2022年预算执行报告显示，广东、北京已实现隐性债务清零，广西、宁夏、江苏、天津、陕西、甘肃、河南、青海8个省份超额完成2022年度化债计划，上海、江苏、青海、内蒙古等地实现局部清零。

### **三、隐性债务化解下一步：对市场期望和地方实践化债路径的利弊与可行性分析**



未来的化债更有可能采取“一揽子”、组合拳的形式，动用一切可以动用的资源，我们在《防范化解地方政府债务风险：当前形势与 14 条综合应对举措》中做了短期和中长期的分析，现主要对市场期望和地方实践中的 7 条化债路径进行利弊分析。

一是安排财政资金偿还，但地方财政可腾挪空间相对有限。财政资金偿还是化解隐性债务最直接的方式，然而财政资金总体呈现“开源困难、节支有限”的局面。2023 年上半年一般公共预算收入增速在低基数作用下持续上升，两年平均增速仅为 0.9%，国有土地使用权出让收入在全年减少超两万亿元的基数上同比下降 20.9%。地方政府能做的更多是厉行节约过紧日子，削减部分培训费、会议费等非必要支出，但社保就业、教育、卫生健康等大头的民生性支出刚性程度上升，能“省”下的资金有限。同时存在一个悖论，可通过财政资金偿还的区域，自身财力雄厚，过度融资甚至违规举债现象较少，债务负担较轻。而债务负担较重的区域，往往其债务积累的过程伴随着地方财力的下降。

二是出让政府持有的股权，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务。最为典型的案例是贵州的“茅台化债”，但未必各地都有如此优质资产。2019 年 12 月，茅台集团将 5024 万股、4%的贵州茅台股份无偿划转至贵州省国资运营公司，开启“茅台化债”之路，随后还采用低息发债收购贵州高速、购买贵州各级政府城投债的方式助力贵州化债。但这种方式难以复制到其他区域，并非所有的地方都有“贵州茅台”这样得天独厚国企资源，资产规模、资产质量及可变现性无法与贵州茅台相比，甚至还可能是“贵州高速”这类需要地方级政府输血的国企。同时，还涉及国有资产流失问题及层层问责机制。

三是利用现有债务限额空间进行债务置换，可以优化债务期限结构、降低债务利率，实际操作最容易，但这种做法不减少债务总额，而且限额空间与隐性债务规模比太小。目前广东、北京通过特殊再融资债券推动隐性债务化解工作，为其他省份提供借鉴，多个省份也积极争取纳入“建制县隐性债务风险化解试点”，寄希望发行地方政府再融资债务置换部分隐性债务。但使用以前年度结存额度并不从根本上解决隐性债务，需要增加债务限额并在省际间进行调剂，主要原因如下：

一是从额度上看，截至 2022 年末，全国地方政府债务余额为 35.06 万亿元，限额为 37.65 万亿元，理论上最大发债空间为 2.59 万亿元。但与 55.0 万亿的城投平台有息债务规模相去甚远，仅相当于其 4.7%。

二是区域间分布不均衡，集中在上海、江苏、北京等债务压力较小的省份。从 2022 年底各省份债务限额与余额的缺口来看，上海、江苏、北京发行再融资债置换隐债的空间较大，分别为 2765.5 亿元、1900.1 亿元以及 1637.1 亿元。

四是金融化债，加强与金融机构协商沟通，支持债务重组、展期降息。但需注意的是金融化债的本质是将地方隐性债务风险向金融系统转移，大面积的展期降息将导致银行尤其是地方城商行、农商行盈利能力下降、不良资产率提高，引发财政金融风险共振。同时金融机构作为市场化主体，也面临安全性、流动性、盈利性的考核压力。遵义道桥宣布债务展期后，贵阳银行对其授信达 70 亿元，不良贷款率迅速提升。因贵阳银行的基础资产主要是地方政府平台，招商银行认为当地有整体暴雷的危险，存在系统性、区域性风险，



已经暂停对贵阳银行的同业授信业务。贵阳银行的第一大股东为贵州省财政厅，地方财政承担着一定的兜底或关联责任，金融风险最终又向财政风险传导，产生恶性循环。

五是由资产管理公司（AMC）购买地方城商行、农商行的城投债，以相对市场化的方式剥离金融机构对地方政府的债权。但 AMC 参与隐性债务化解的空间相对有限。一方面，相对于庞大的地方隐性债务而言，AMC 体量较小，难以提供充足的流动性支持。另一方面，AMC 作为经营性主体，有其盈利性要求，不会全盘接受地方隐性债务，而是选择优质的地方债务风险化解项目。

六是在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务。但破产重组或清算对投资者的负面效应极强，可能对金融市场和舆论造成较大冲击，是最后的选择。

七是市场预期必要时由中央政府加杠杠，增发国债置换地方政府债务，但是我们认为要解决系统性风险和道德风险的问题，否则容易滋长地方躺平、打击积极化债区域的积极性。中央总体坚持“谁家的孩子谁家抱”，同时设定出手救助的前提条件，包括债务风险的严重性程度和债务投向形成资产的外部性程度，以及救助与问责同步进行，避免道德风险。

**风险提示：**外部冲击超预期、经济下行压力超预期



## 目 录

一、何为隐性债务？ .....	6
二、如何化解隐性债务？ .....	8
（一）隐性债务化解 1.0——“债券”置换“非债券” .....	8
（二）隐性债务化解 2.0——控增化存、省级统筹 .....	10
三、隐性债务化解下一步：对市场期望和地方实践化债路径的利弊与可行性分析 .....	15

## 图表目录

图表 1： 城投平台有息债务规模及增速 .....	7
图表 2： 历年城投平台有息债务余额与政府债务余额 .....	7
图表 3： 2022 年分省份地方政府债务率与负债率情况 .....	8
图表 4： 截至 2013 年 6 月底，政府负有偿还责任的债务举债主体类别 .....	9
图表 5： 2015-2019 年，地方政府置换债集中发行 .....	10
图表 6： 部分地方政府隐性债务化解方案 .....	12
图表 7： 部分省份披露的隐性债务化解进度及措施 .....	13
图表 8： 截至 2022 年底，各省尚未使用地方政府债务额度 .....	16



## 一、何为隐性债务？

隐性债务“野火烧不尽春风吹又生”，根本原因是政绩考核机制和近乎无限责任政府职能，城镇化进程只是催生因素，更不在于分税制。

在 GDP 单一考核目标以及进入到多元目标考核后，地方政府的事权和支出责任不断扩张，债务融资需求不断上升。伴随经济发展和城镇化的快速进程，地方政府主导成立了各类融资平台，2008 年金融危机后隐性债务快速积累。伴随经济发展和城镇化的快速进程，为了绕开旧《预算法》“除经批准外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务”的限制，地方政府主导成立了各类融资平台。2008 年金融危机后，中央提出进一步扩大内需、促进经济增长十大措施。2009 年，央行、原银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，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”。此后，城投平台如雨后春笋般在全国爆发式涌现，这一期也是隐性债务快速积累的阶段。2008-2014 年，城投平台有息债务从 3.1 万亿元增加至 16.7 万亿元，年均增速达到 32.5%。2014 年 10 月，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（下文简称国发〔2014〕43 号文），明确要剥离融资平台公司的政府融资职能，“不得通过企事业单位等举借”政府债务，标志着隐性债务问题监管趋严，中央逐步建立起解决地方政府隐性债务的债务甄别、风险预警和应急处置机制。

但是在经历其后两轮化债后，近年来隐性债务再度攀升，具有形式多样、隐蔽性高、无序扩张的特点，根源在于政府与市场关系、中央与地方关系未理顺，前者意味着政府承担了较多的职能，后者意味着地方承担了较多职能，“上面千条线、下面一根针”的问题愈演愈烈。伴随大规模减税降费和宏观税负下行，债务更是攀升。

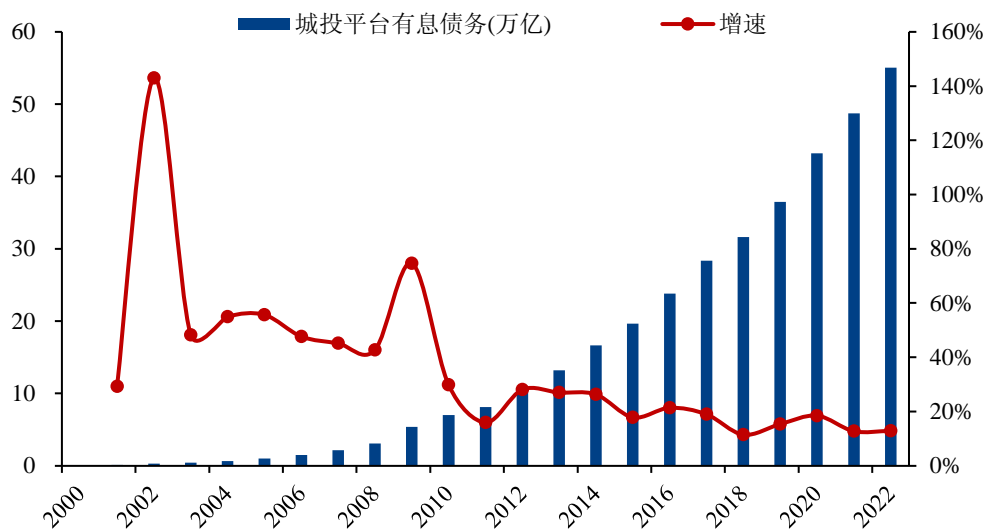
隐性债务，是指地方政府在法定政府债务预算之外，直接或承诺以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。法定地方政府债务纳入预算管理，属于显性债务，规模受限、用途明确，总体风险可控。而隐性债务不受预算约束，具有形式多样、隐蔽性高、无序扩张的特点，一旦暴雷，容易引发系统性财政、金融风险，是我国经济运行的一大“灰犀牛”。“当前地方政府债务如同一座冰山，上面是显性债务，水面下的就是隐性债务”。

地方隐性债务的表现形式复杂多样，主要包括国有企业事业单位替政府举借、由政府以财政资金偿还或提供担保的贷款，以及在设立政府投资基金、PPP、政府购买服务等过程中，约定回购投资本金或承诺保底收益等“明股实债”形成的地方政府偿债责任。目前市场上关于隐性债务的认定标准、统计口径、测算方法尚未达成一致。2018 年财政部督促各地对隐性债务进行摸底，但未公布具体数据。从融资主体角度来看，地方政府主要通过城投平台违法违规举债，形成隐性债务。截至 2022 年底，我国地方政府债务余额 35.1 万亿元，城投平台带息债务规模达到 55.0 万亿元（剔除母子公司重复计算部分，但未剔除已经成功转型为普通国有企业的债务，不包括尚未披露年报的城投公司），合计规模为 90.1 万亿元。考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义债务率和广义负债率分别达到 320.4% 和 74.4%，处于较高水平。

分省份来看，广义债务率超过 300% 的省份有 18 个，其中天津、重庆、江苏和云南 4 地超过 400%，分别为 774.2%、469.7%、444.1% 和 415.4%；12 个省份广义债务率在 150%-300% 之间，西藏小于广义债务率低至 46.2%。

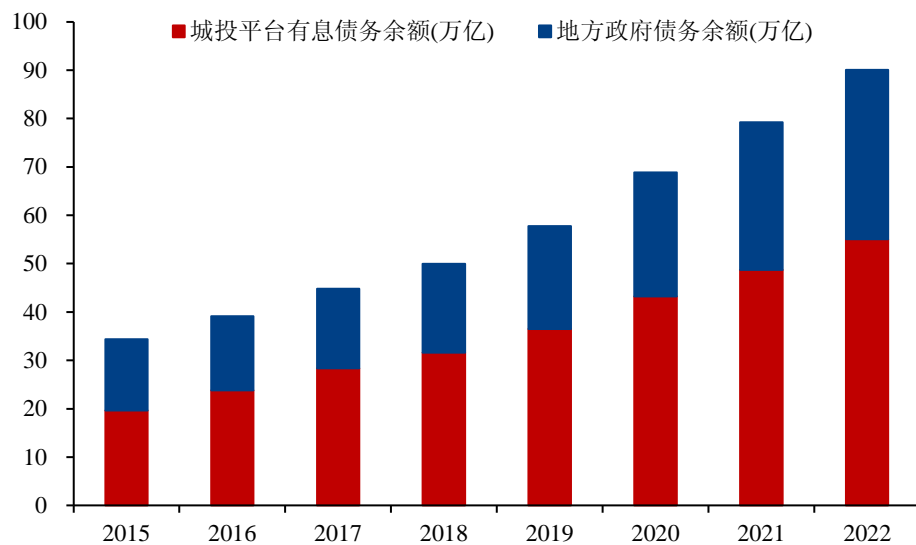


图表1：城投平台有息债务规模及增速



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表2：历年城投平台有息债务余额与政府债务余额



资料来源：财政部官网、企业预警通、粤开证券研究院


**图表3：2022年分省份地方政府债务率与负债率情况**

省份	地方政府债务余额 (亿元)	城投平台有息债务 (亿元)	综合财力 (亿元)	债务率	广义债务率	GDP (亿元)	负债率	广义负债率
天津	8645.5	14037.3	2929.9	295.1%	774.2%	16311.3	53.0%	139.1%
重庆	10071.0	19275.1	6248.1	161.2%	469.7%	29129.0	34.6%	100.7%
江苏	20694.1	82629.4	23267.3	88.9%	444.1%	122875.6	16.8%	84.1%
云南	12098.3	17118.0	7032.5	172.0%	415.4%	28954.2	41.8%	100.9%
浙江	20168.8	58296.5	19742.4	102.2%	397.4%	77715.4	26.0%	101.0%
山东	23588.0	39726.9	16928.9	139.3%	374.0%	87435.1	27.0%	72.4%
湖北	13900.1	25307.4	10615.8	130.9%	369.3%	53734.9	25.9%	73.0%
贵州	12470.1	15257.0	7601.8	164.0%	364.7%	20164.6	61.8%	137.5%
湖南	15405.1	24375.5	11036.3	139.6%	360.5%	48670.4	31.7%	81.7%
广西	9714.2	14123.3	6751.7	143.9%	353.1%	26300.9	36.9%	90.6%
四川	17705.4	39031.7	16185.2	109.4%	350.5%	56749.8	31.2%	100.0%
江西	10859.5	19005.6	8547.5	127.0%	349.4%	32074.7	33.9%	93.1%
福建	11901.7	13147.9	7739.0	153.8%	323.7%	53109.9	22.4%	47.2%
陕西	9782.2	16931.1	8546.5	114.5%	312.6%	32772.7	29.8%	81.5%
安徽	13304.1	20340.1	10795.8	123.2%	311.6%	45045.0	29.5%	74.7%
甘肃	6087.5	7835.2	4494.7	135.4%	309.8%	11201.6	54.3%	124.3%
北京	10565.3	18894.2	9533.2	110.8%	309.0%	41610.9	25.4%	70.8%
河南	15103.8	22173.4	12146.0	124.4%	306.9%	61345.1	24.6%	60.8%
吉林	7167.6	5239.1	4143.7	173.0%	299.4%	13070.2	54.8%	94.9%
河北	15749.1	10840.3	10527.2	149.6%	252.6%	42370.4	37.2%	62.8%
辽宁	10979.8	4870.2	6417.9	171.1%	247.0%	28975.1	37.9%	54.7%
广东	25082.3	26361.8	21133.6	118.7%	243.4%	129118.6	19.4%	39.8%
新疆	7852.7	7131.9	6366.6	123.3%	235.4%	17741.3	44.3%	84.5%
青海	3044.3	774.1	2035.5	149.6%	187.6%	3610.1	84.3%	105.8%
内蒙古	9339.8	2714.5	6588.8	141.8%	183.0%	23158.7	40.3%	52.1%
黑龙江	7290.9	2430.8	5682.0	128.3%	171.1%	15901.0	45.9%	61.1%
山西	6285.8	5095.6	6653.5	94.5%	171.1%	25642.6	24.5%	44.4%
宁夏	1996.3	1031.0	1785.5	111.8%	169.5%	5069.6	39.4%	59.7%
海南	3486.6	148.8	2395.0	145.6%	151.8%	6818.2	51.1%	53.3%
上海	8538.6	10818.9	12801.2	66.7%	151.2%	44652.8	19.1%	43.4%
西藏	567.9	693.8	2729.5	20.8%	46.2%	2132.6	26.6%	59.2%

注：地方综合财力=本级一般公共预算收入+中央一般公共预算补助收入-地方一般公共预算收入上解+本级政府性基金预算收入+中央政府性基金预算补助收入-地方政府性基金预算上解。因地方一般公共预算上解和地方政府性基金预算上解数据缺失较多且体量较小，本处在计算时暂未考虑。

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

## 二、如何化解隐性债务？

### （一）隐性债务化解 1.0——“债券”置换“非债券”

2015-2019年，全国范围内集中发行地方政府债券，置换存量隐性债务。随着前期隐性债务风险不断积累，中央开始意识到隐性债务蕴含的巨大风险，监管层面陆续发布系列文件对地方政府融资“开前门、堵后门”，并将存量债务纳入预算管理。国发〔2014〕43号文后，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），进一步明确地方政府存量债务纳入预算管理相关工作细则，标志着首轮政府债务化解工作开启。两份文件明确，此次清理甄别工作按照先清理、后甄别的顺序开展，以2013年全国政府性债务审计结果为基础（截至2013年6月30日），结合审计后（2013年6月30日至2014年12月31日）债务增减变化情况，对地方政府性债务存量进行甄别。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





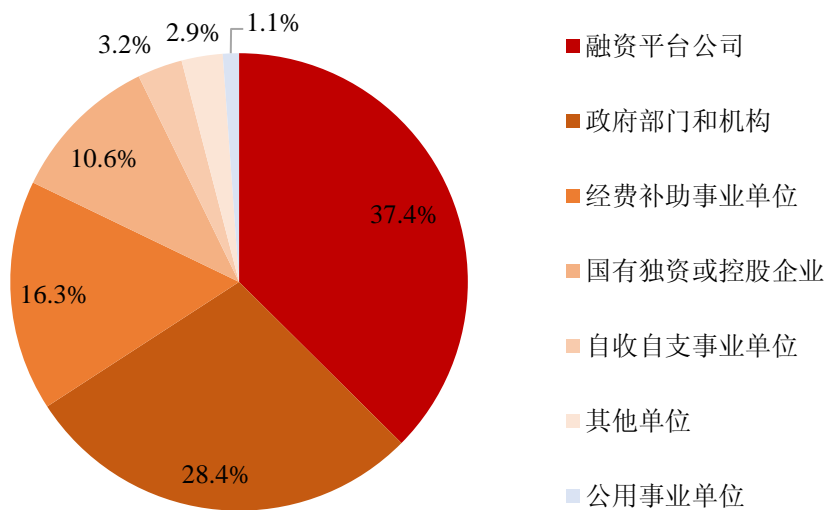
降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设。

审计署 2013 年全国性债务审计结果显示，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务 108859.17 亿元，负有担保责任的债务 26655.77 亿元，可能承担一定救助责任的债务 43393.72 亿元。从举借主体来看，融资平台公司、政府部门和机构是主要举借主体，负有偿还责任的债务余额分别为 40755.54 余元和 30913.38 亿元，占比分别为 37.4% 和 28.4%；经费补助事业单位、国有独资或控股企业债务余额占比分别为 16.3% 和 10.6%。截至 2014 年底，地方政府存量债务余额 15.4 万亿元，其中 1.06 万亿元为债券形式，14.34 万亿元为非债券形式存量债务，需要在 3 年左右的时间置换为政府债券。

随后 2015-2018 年，全国集中发行地方政府置换债置换存量债务，分别发行 3.2 万亿元、4.9 万亿元、2.8 万亿元和 1.3 万亿元地方政府置换债券，合计 12.2 万亿元。考虑到部分存量债务已核减或以财政资金等方式偿还，截至 2018 年末，非债券形式存量政府债务仅 3151 亿元。

这一轮隐性债务置换很好地解决历史遗留下的隐性债务问题，但由于隐性债务产生的土壤（地方财政收支矛盾、GDP 竞赛）没有发生根本变化，在 2015-2018 年置换期间，地方政府仍然通过城投融资平台、政府投资基金、PPP、政府购买服务等方式，变相甚至违法违规举债，大量地方政府隐性债务继续滋生，为下一轮隐性债务高企埋下伏笔。

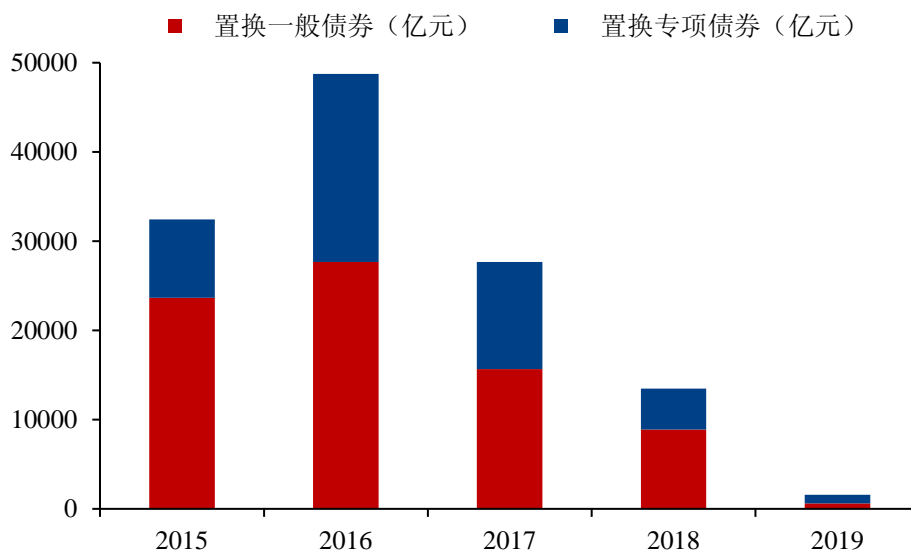
图表4：截至 2013 年 6 月底，政府负有偿还责任的债务举债主体类别



资料来源：审计署、粤开证券研究院



图表5：2015-2019年，地方政府置换债集中发行



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

## （二）隐性债务化解 2.0——控增化存、省级统筹

第二轮隐性债务化解工作开始于 2018 年底，以“严控增量、化解存量”为主线并逐步趋严，预计持续至 2028 年。随着地方政府隐性债务风险越演越烈，中央层面开始高度重视。2018 年 8 月份，中共中央印发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号），明确隐性债务范围，要求地方政府在 5-10 年内完成隐性债务化解工作。随后，《地方政府隐性债务问责办法》（中办发〔2018〕46 号文）出台，强调对地方政府“终身问责、倒查责任”，要求各地方政府依规对隐性债务进行填报。为了准确掌握全口径政府性债务数据并及时建立风险预警机制，财政部于 2018 年 10 月发布了《地方政府隐性债务统计监测工作指引》、《地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等相关文件，并在《地方全口径债务清查统计填报说明》中列举了六种化债方式：1) 安排财政资金偿还；2) 出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还；3) 利用项目结转资金、经营收入偿还；4) 合规转化为企业经营性债务；5) 通过借新还旧、展期等方式偿还；6) 采取破产重组或清算方式化解，为地方政府化债提供参考。

随着隐性债务化解工作的持续推进，中央层面先后推出建制县隐债化解试点、特殊再融资债券、全域无隐债试点等方案。2019 年，湖南、贵州、云南、辽宁、内蒙古、甘肃 6 个省份的部分建制县纳入试点，通过发行地方债置换部分隐性债务；2020 年底，市场发现部分再融资债券的资金用途从此前的“偿还到期政府债券”变成了“偿还政府存量债务”，开启了“特殊再融资债”置换隐债的工作；广东、北京、上海纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，启动试点工作。

各地方政府基于中央 5-10 年内化债要求，根据自身经济实力及债务状况因地制宜制定计划积极开展隐性债务化解工作，主要沿着两条主线进行：

### 主线一：严控隐性债务增量，杜绝“化旧债又生新债”局面

一是开好前门。近年来，地方政府收支不平衡日益加剧，支出责任刚性程度上升，所以要“堵后门”遏制隐性债务增量，必须开好“前门”，做好地方政府债券的“借、用、管、还”，发挥好地方政府债券尤其是专项债资金的撬动作用。



二是规范政府性投资项目决策和立项，根源上遏制盲目上项目、铺摊子，杜绝过度举债。要求地方官员树立正确的政绩观和纪律意识，严控新增项目，加强政府投资项目管理，落实每一个项目的偿债资金来源，实现举债计划、融资的统一审批。同时量入而出，投资计划、举债计划要与财政收入、土地收入相匹配。例如，湖南省称，决不允许地方政府新增隐性债务上新项目，政府投资项目无资金来源不立项、无预算不开工，探索实行高风险地区政府投资项目上级财政开工核准制。

三是规范不合规的融资方式，规范 PPP、政府投资基金的运作机制，规范政府购买服务实施范围，做到先有预算后购买服务等。

**主线二：化解存量隐性债务，包括债务偿还、债务置换、债务转化、破产重组或清算以及辅助性措施**

**一是债务偿还。**地方政府化解隐性债务最重要的手段之一是直接清偿隐性债务。安排财政资金偿还，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有资产权益偿还债务。主要措施包括：各地方政府开源节流，厉行节约过紧日子，压降培训费、会议费等非必要支出；盘活存量“三资”，全面清查各类国有资产资源，能用则用、不用则售、不售则租、能融则融，将“沉睡资产”变为“增收活水”；加大结转结余等存量资金清收盘活力度。海南、山东、湖北等多地化债计划均指出，将压降一般性支出、盘活存量资金资产，用于债务化解。

**二是债务置换和重组。**地方政府与债权人平等协商，基于市场化法制化手段将原有融资成本较高的债务置换为较低的债务，达到优化债务期限结构、较少利息支出的目的，主要形式有：贷款置换贷款、贷款置换非标、信用债置换非标等。1) 通过发行再融资债券置换高成本债务。特殊再融资券用于建制县隐性债务化解试点、偿还纳入政府预算的存量债务、全域无隐性债务试点等，已成为隐性债务清零的重要配套措施，多地纷纷提出要争取隐性债务化解试点。2) 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。例如，贵州城投遵义道桥 2022 年 12 月 30 日发布公告推进银行贷款重组，涉及债务规模为 155.94 亿元，贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3%/年至 4.5%/年，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。早前，镇江也通过银行贷款置换存量贷款和非标，同时压降高成本存量债务，“融资成本削峰”，降低利息支出和融资成本。

**三是债务转化。**在划清政企责任，推动融资平台公司市场化，使得隐性债务显性化，政府性债务和企业债务分离，部分债务合规转化为企业经营性债务。例如重庆、湖南、陕西、山东、甘肃等各地印发的融资平台公司转型方案大多都提出要控制融资平台数量、加强融资平台治理、防止地方国有企事业单位平台化、促进融资平台市场化转型、剥离储备土地、公益性资产等不合规资产、剥离政府融资功能，减少财政依赖。

**四是破产重组或清算。**在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务，避免风险传递引发区域性系统性风险。湖南省在化债相关文件中提出要清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，加快推进市场化转型，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。

**五是辅助性化债措施。**1) 完善应急机制，建立偿债准备金、应急周转“资金池”、纾困资金等，守住不发生系统性风险的底线。2) 开展座谈会、恳谈会改善投资者信心，优化融资环境。近年来，天津、贵州、河南等多地召开债券投资人恳谈会，以维护市场信心和融资环境。3) 建立问责和奖励机制，将化债加入政绩考核，对化债成绩突出的予以奖励；对于违规举债、化债不力、化债不实的进行严肃问责，追究相关部门和人员责任。


**图表6：部分地方政府隐性债务化解方案**

时间	地区	文件名	主要内容
2018年5月	青海省黄南 藏族自治州	《黄南藏族自治州人民政府办公室关于化解政府隐性债务的通知》	扶贫贷款：整合涉农资金和本级预算安排；棚户区改造项目贷款：出售公共租赁住房 and 狠抓房租收入等；其他建设项目贷款：争取上级专项和本级预算安排
2018年7月	海南省海口市	《海口市2018-2019年政府性债务化解规划方案通知》（海府〔2018〕67号）	做大做强经济、发展产业，增加财政收入、提升偿债能力。强化预算管理，严控债务规模和增量。积极争取省级支持，适度下沉财力。强化长期支出责任管理：规范创新棚改融资模式，规范PPP模式。压缩经常性支出，盘活存量资金，盘活土地资源，加大土地出让力度，加快债务置换，优化债务结构，节约利息支出。深度开发城市国有资源，增加国有资产经营收入。经营性资产和资源必须全部移交市国资公司进行管理，市国资公司按照市场化机制进行运营。
2018年8月	湖北省黄石市	《县人民政府办公室关于印发阳新县防范化解政府债务风险攻坚战工作实施方案的通知》（阳政办发〔2018〕24号）	全面清理政府债务。清理内容：一是公益性项目债务；二是经营性项目债务；三是运转保障性债务；四是单位资产情况，分为债务项目资产和非债务项目资产。
2018年10月	山东省济南市	《关于济南市长清区政府隐性债务化解风险开展情况》（2018年10月）	狠抓财政收入，做好项目引进，保障化债资金来源。合理调整建设投资，保障当年债务归还，视土地出让收入调整投资计划。统筹预算安排，防止违约。优化支出结构，压减一般性支出、整合资产，集中办公，优化资产配置，加大闲置资产处置转让、租赁。积极申请政府债券进行置换调整，加快土地出让收入良性循环，规范举债渠道，保障合理融资需求，加强源头管控、严控新增政府债务。
2020年6月	浙江省温州市	《乐清市人民政府关于进一步加强政府性债务管理的实施意见》（乐政发〔2020〕39号）	通过推动融资平台公司市场化转型、利用项目自身收益、盘活存量资金资产资源、合规转化为企业经营性债务和压缩一般性支出等多种渠道筹措资金逐步消化，确保在规定的时间内完成隐性债务化解工作。
2020年9月	河南省濮阳市	《关于印发范县2020年政府债务风险化解规划的通知》（范政办〔2020〕36号）	保障重点支出，节流偿债。调整债务结构，争取政府债券额度，积极申请政府再融资债券偿还存量债务。清理未实施的项目。提升地方政府债务承受能力。全面清理政府资产，统筹组织财政收入，壮大可偿债财力规模；积极培植财源，促进财政增收，认真落实支持产业发展政策措施，加快培育一批稳定性强、税源基础广、贡献力度大的产业，增加地方政府自身偿债能力；积极争取中央支持，提高一般性转移支付比重，合理划分政府支出责任，增强地方偿债能力。
2021年3月	湖北省潜江市	《浩口镇防范和化解政府性债务风险工作方案》	通过压减一般性公共支出、盘活存量资金和国有资产，千方百计筹措资金偿还债务化解存量，确保全镇政府性债务在2020年全部偿清不新增债务。通过缩减一般性公共支出，科学调度资金，镇全额兜底，逐一摸排，建立偿还台账，采取一对一协商谈判的方式，通过减少债务额等方式缓解偿债压力、实施一次性偿还。杜绝举债建设。
2021年11月	湖南省	《湖南省人民政府关于进一步深化预算管理制度改革的实施意见》（湘政发〔2021〕14号）	妥善处置和化解隐性债务存量，坚决遏制隐性债务增量，决不允许地方政府新增隐性债务上新项目，政府投资项目无资金来源不立项、无预算不开工，探索实行高风险地区政府投资项目上级财政开工核准制。金融机构要审慎合规经营，尽职调查、严格把关，严禁要求或接受地方党委、人大、政府及其部门出具担保性质文件或者签署担保性质协议。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，加快推进市场化转型，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。健全市场化、法治化的债务违约处置机制，切实防范恶意逃废债。完善风险应急处置机制，分类施策，及时响应，防止风险累积形成系统性风险。加强督查审计问责，严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制。
2022年7月	湖南省湘潭市	《湘潭市人民政府关于印发《当前及今后一段	积极争取中央降低债务风险等级试点。加强与银行等金融机构协调对接，提升投融资平台公司信用，激活债券发行，加快长期低息贷款、债券等标准化产品置换



时间	地区	文件名	主要内容
		《时期整肃财政管理规范财经秩序深化预算改革的若干措施》的通知》(潭政发〔2022〕11号)	高息短期非标债务,优化债务结构,降低利息负担。推进“财政整肃、园区升级、平台转型”三大制度变革,实施“土地市场逆周期调节、资产证券化”两项资产运作,重组债务、实现债务平滑,重组资产、实现优化配置,重组平台、实现去杠杆,长短结合、标本兼治,趟出一条“债务缩减、效益改善、资产负债结构不断优化”的化债新路子。加强问责。
2023年3月	湖南省	《湖南省财政厅关于印发<服务打好“发展六仗”若干财政政策措施>的通知》(湘财预〔2023〕57号)	严禁新增隐性债务,对化债力度大、进度快、债务风险等级“创绿”和隐性债务“清零”的地区给予奖励。激励引导银行等金融机构“替接他盘”、续本降息,推进隐性债务防断链、优结构、降成本。加强融资平台公司综合治理,防范国有企事业单位“平台化”。深化违规举债、虚假化债专项监督,加强常态化债务风险监测预警,牢牢守住不发生区域性系统性风险底线。

资料来源:地方政府官网、粤开证券研究院

2022年预算执行报告显示,广东、北京已实现隐性债务清零,8个省份超额完成偿债化解任务,上海、江苏、青海、内蒙古等地实现局部清零。经国务院批准,广东、北京、上海经济体量大、财政实力强的地区,率先开展全域无隐性债务试点工作。继广东在2021年底实现全域隐性债务清零目标后,北京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,成为全国第二个实现隐性债务清零的省份。

广西、宁夏、江苏、天津、陕西、甘肃、河南、青海超额完成2022年度化债计划。其中,广西已完成截至2022年末政府隐性债务累计化解计划的150%以上;宁夏2022年全区化解隐性债务213亿元,隐性债务规模较峰值下降50%,连续5年超额完成隐性债务化解任务。

同时,还有部分省份无法实现整省隐性债务清零,先通过实现个别市县清零,达到以点带面的效果。根据公开资料整理,已有上海、江苏、青海、内蒙古等省份实现局部清零。例如,内蒙古提出,2022年落实“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“统贷分换”公路债务171.9亿元,积极争取中央化债政策。以上结论是通过对各省份预算执行报告梳理得出的结果,其他未提及省份并不代表未完成化债任务。

图表7:部分省份披露的隐性债务化解进度及措施

省份	相关表述
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。严格在法定债务限额内举债,坚决遏制新增隐性债务
北京	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。主动调控新增债务,合理控制再融资比例,全市整体债务率控制在“绿”区内,风险总体可控。
广西	进一步加强政府隐性债务管理。指导市县优化政府隐性债务化解计划,鼓励有条件的地区提前化解存量政府隐性债务。定期评估全区各级政府债务状况,有序降低高风险地区政府债务风险。组织开展政府隐性债务问题线索核实问责,坚决遏制政府隐性债务增量。稳妥化解政府隐性债务存量,全区完成截至2022年末政府隐性债务累计化解计划的150%以上。
宁夏	债务管理成效明显。全区政府全口径债务总额较2021年底减少139亿元,总体债务率较2020年下降17个百分点。2022年,全区化解隐性债务213亿元,隐性债务规模较峰值下降50%,连续5年超额完成隐性债务化解任务。
江苏	三是大力防范化解债务风险。持续化解存量债务,超额完成年度化债计划。
天津	积极加强与金融机构协调沟通,对高息债务开展“削峰”管理,依法合规做好债务缓释,优化期限结构、降低利息负担。在全市共同努力下,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。



省份	相关表述
陕西	压实市县和部门偿债责任，加大督促指导力度， <b>超额完成全年隐性债务化解任务</b> 。指导高风险地区细化化债方案，妥善处置风险隐患。严格执行政府举债融资负面清单，加大对违规举债的通报与问责力度，坚决遏制新增隐性债务。加强常态化债务风险监测预警，做到风险早发现早处置。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。严格按政府债务管理规定举债融资，坚决遏制隐性债务增量。推进融资平台市场化转型改革，逐步剥离政府融资功能，建立现代企业制度，切实防范平台债务风险向政府传导。
甘肃	督促市县和部门落实还本付息主体责任，通过预算安排、项目单位收益及发行再融资债券及时偿还到期债券本息，应付本息全部偿还。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， <b>超额完成既定的年度化解任务</b> 。
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。积极运用“八个一批”等方式、再融资债券等工具， <b>连续5年完成隐性债务化解计划</b> 。
青海	合理制定地方政府债务还本付息偿付计划，足额拨付还本付息资金， <b>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</b> 。全覆盖、多层次、拉网式开展各类财经秩序整治行动，跟踪落实问题整改，加大隐性债务化存量、遏增量力度，完善“压、调、降、禁、清、保”过紧日子措施。严格落实“借、用、还、管”相统一的政府债务管理机制，坚决制止违法违规举债行为，严防变相举债、虚假化债行为，持续加大问责处置力度。 <b>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</b> 。
内蒙古	落实“四个一批”化债措施， <b>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</b> ，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。
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。
山西	分类采取针对性缓释风险举措，盘活资金资产有序化解存量债务，避免项目资金链断裂。
辽宁	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。
黑龙江	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。
浙江	强化政府债务风险管控，实施政府投资项目立项前财政承受能力和债务风险评估，坚决遏制新增隐性债务。稳妥有序化解存量隐性债务。
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；推进政府债务信息公开，提高政府债务透明度，加强地方政府融资平台公司治理，防范国有企业事业单位“平台化”。
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。
江西	“一地一策”“一企一策”推进融资平台优化升级，精准拆弹、缓释风险进一步完善政府债务管理制度，规范政府适度举债融资行为。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。
湖北	坚决遏制隐性债务增量，多措并举筹集资金完成化债任务，稳步推进融资平台优化升级，加大风险缓释力度，防范处置风险的风险。
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。规范政府性投资项目决策和立项，构建从源头遏止盲目上项目、铺摊子新机制。严格执行省委省政府厉行节约过紧日子规定，近三年省直部门培训费、会议费等一般性支出预算下降24%，其中运行维护费下降51%。盘活存量“三资”。全面清查各类国有资产资源，能用则用、不用则售、不售则租、能融则融，将“沉睡资产”变为“增收活水”。加大结转结余等存量资金清收盘活力度，近三年累计盘活223亿元。推进融资平台公司转型发展，



省份	相关表述
	防范国有企事业单位“平台化”，把财政承受能力评估嵌入项目决策和立项管理流程，清除新增隐性债务上项目土壤。开展违规举债专项监督，用好审计、巡视、财政监督等检查结果，推动问责结果常态化公开，做到问责一个、警醒一片、促进一方。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。
海南	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
重庆	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。运用改革方法、市场化机制，规范开展债务展期重组，接续到期政府债务，化解存量隐性债务，守住财政风险底线。
四川	坚决遏制隐性债务增量，逐项细化措施有序化解存量。探索隐性债务化解新路径，建立化债激励奖补机制。
贵州	系统谋划防范化解债务风险体制机制。 <b>通过争取中央支持、金融机构展期降息、盘活资源资产等方式</b> ，推动各地将债务利息足额纳入预算，为基层财政秩序回归正常、提高在资本市场信用奠定基础，力争用3—5年时间，建立健全系统解决和防范化解政府债务风险体制机制，逐步推动地方发展进入良性轨道。分类防范化解风险。强化法定政府债务管理，严格落实政府债券本息偿付约束机制。 <b>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。</b>

资料来源：各地方政府官网、粤开证券研究院

### 三、隐性债务化解下一步：对市场期望和地方实践化债路径的利弊与可行性分析

未来的化债更有可能采取“一揽子”、组合拳的形式，动用一切可以动用的资源，我们在《防范化解地方政府债务风险：当前形势与14条综合应对举措》中做了短期和中长期的分析，现主要对市场期望和地方实践中的7条化债路径进行利弊分析。

一是安排财政资金偿还，但地方财政可腾挪空间相对有限。财政资金偿还是化解隐性债务最直接的方式，然而财政资金总体呈现“开源困难、节支有限”的局面。2023年上半年一般公共预算收入增速在低基数作用下持续上升，两年平均增速仅为0.9%，国有土地使用权出让收入在全年减少超两万亿元的基数上同比下降20.9%。地方政府能做的更多是厉行节约过紧日子，削减部分培训费、会议费等非必要支出，但社保就业、教育、卫生健康等大头的民生性支出刚性程度上升，能“省”下的资金有限。同时存在一个悖论，可通过财政资金偿还的区域，自身财力雄厚，过度融资甚至违规举债现象较少，债务负担较轻。而债务负担较重的区域，往往其债务积累的过程伴随着地方财力的下降。

二是出让政府持有的股权，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务。最为典型的案例是贵州的“茅台化债”，但未必各地都有如此优质资产。2019年12月，茅台集团将5024万股、4%的贵州茅台股份无偿划转至贵州省国资运营公司，开启“茅台化债”之路，随后还采用低息发债收购贵州高速、购买贵州各级政府城投债的方式助力贵州化债。但这种方式难以复制到其他区域，并非所有的地方都有“贵州茅台”这样得天独厚国企资源，资产规模、资产质量及可变现性无法与贵州茅台相比，甚至还可能是“贵州高速”这类需要地方级政府输血的国企。同时，还涉及国有资产流失问题及层层问责机制。



三是利用现有债务限额空间进行债务置换，可以优化债务期限结构、降低债务利率，实际操作最容易，但这种做法不减少债务总额，而且限额空间与隐性债务规模比太小。目前广东、北京通过特殊再融资债券推动隐性债务化解工作，为其他省份提供借鉴，多个省份也积极争取纳入“建制县隐性债务风险化解试点”，寄希望发行地方政府再融资债务置换部分隐性债务。但使用以前年度结存额度并不从根本上解决隐性债务，需要增加债务限额并在省际间进行调剂，主要原因如下：

一是从额度上看，截至 2022 年末，全国地方政府债务余额为 35.06 万亿元，限额为 37.65 万亿元，理论上最大发债空间为 2.59 万亿元。但与 55.0 万亿的城投平台有息债务规模相去甚远，仅相当于其 4.7%。

二是区域间分布不均衡，集中在上海、江苏、北京等债务压力较小的省份。从 2022 年底各省份债务限额与余额的缺口来看，上海、江苏、北京发行再融资债置换隐债的空间较大，分别为 2765.5 亿元、1900.1 亿元以及 1637.1 亿元。

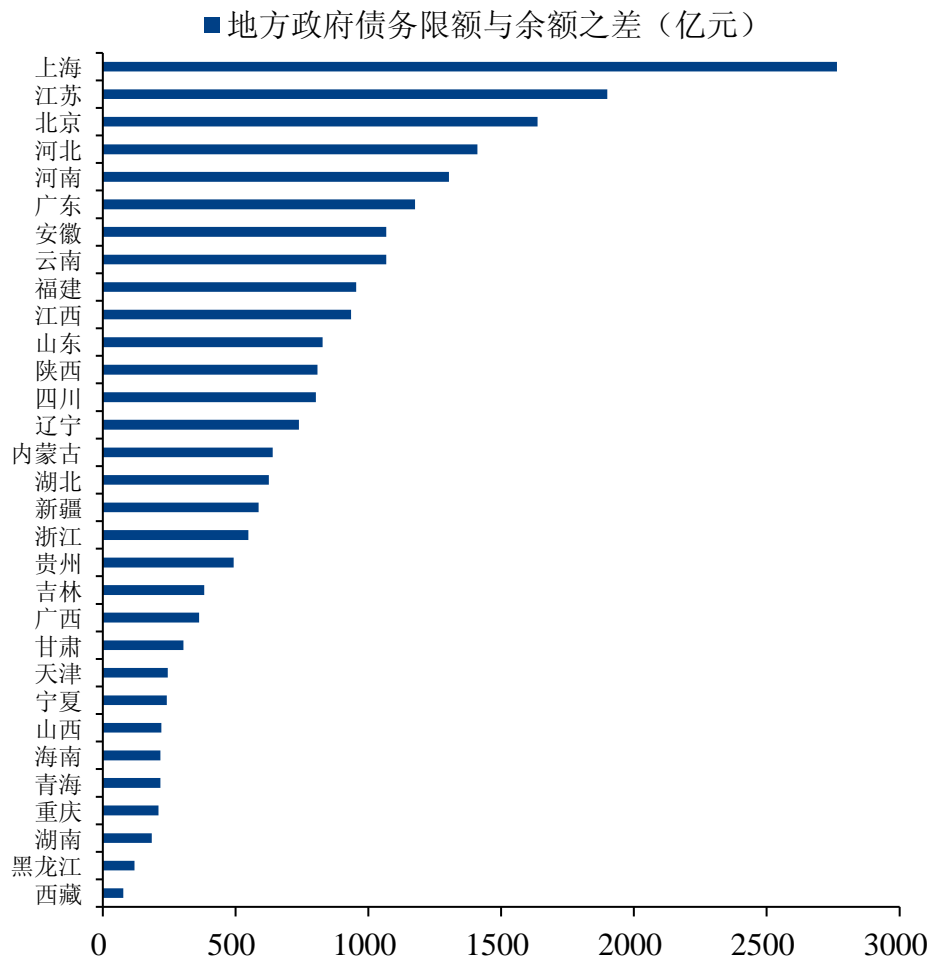
四是金融化债，加强与金融机构协商沟通，支持债务重组、展期降息。但需注意的是金融化债的本质是将地方隐性债务风险向金融系统转移，大面积的展期降息将导致银行尤其是地方城商行、农商行盈利能力下降、不良资产率提高，引发财政金融风险共振。同时金融机构作为市场化主体，也面临安全性、流动性、盈利性的考核压力。遵义道桥宣布债务展期后，贵阳银行对其授信达 70 亿元，不良贷款率迅速提升。因贵阳银行的基础资产主要是地方政府平台，招商银行认为当地有整体暴雷的危险，存在系统性、区域性风险，已经暂停对贵阳银行的同业授信业务。贵阳银行的第一大股东为贵州省财政厅，地方财政承担着一定的兜底或关联责任，金融风险最终又向财政风险传导，产生恶性循环。

五是由资产管理公司（AMC）购买地方城商行、农商行的城投债，以相对市场化的方式剥离金融机构对地方政府的债权。实际上，目前已有多家 AMC 参与地方债务化解。2023 年 4 月，中国信达与贵州省政府签署战略合作协议，随后发文称，将通过组建 50 人金融专家团，围绕防范化解风险、助力国企改革等方面与贵州开展合作；5 月，中国信达也与山东省金融监管局对接，称将集中公司专业能力，组建服务山东金融专家团，重点围绕风险化解、服务实体经济、国企改革、新旧动能转换等领域开展合作。但 AMC 参与隐性债务化解的空间相对有限。一方面，相对于庞大的地方隐性债务而言，AMC 体量较小，难以提供充足的流动性支持。另一方面，AMC 作为经营性主体，有其盈利性要求，不会全盘接受地方隐性债务，而是选择优质的地方债务风险化解项目。六是在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务。但破产重组或清算对投资者的负面效应极强，可能对金融市场和舆论造成较大冲击，是最后的选择。目前尚未有城投平台破产的先例，只有少数城投的子公司如沈阳盛京能源宣布破产。

七是市场预期必要时由中央政府加杠杠，增发国债置换地方政府债务，但是我们认为要解决系统性风险和道德风险的问题，否则容易滋长地方躺平、打击积极化债区域的积极性。中央总体坚持“谁家的孩子谁家抱”，同时设定出手救助的前提条件，包括债务风险的严重性程度和债务投向形成资产的外部性程度，以及救助与问责同步进行，避免道德风险。

图表8：截至 2022 年底，各省尚未使用地方政府债务额度





资料来源：审计署、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

## 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

粤开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

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

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)