

宏观深度报告

财税体制改革：现状、经验与展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年中央经济工作会议提出，要谋划新一轮财税体制改革，这是基于当前财政形势已发生重大变化：一是财政收入“两个比重”下滑的现象已有所突出，全国财政收入占GDP的比重已跌破20%，中央财政收入占全国财政收入的比重则从最高点的55.7%跌至46.6%，表明财政从经济增长中的汲取能力和中央财政整体宏观调控的能力有所降低。二是现有分税制对于政府间的财政分配功能转弱，税收收入占公共预算收入的比重有所下降，近年来均衡性转移支付对地方税收的“支柱性”作用形成替代效应。
- 控债务与稳增长是新一轮财税体制改革的重点关切。控债务方面：地方政府债务发行额和到期偿还额均创下历史新高，当前地方债务偿还压力在逐年加大，从各地发行再融资债券的情况来看，在全部偿还本金中再融资债券所占比重已接近90%。财政稳增长方面：从收入端来看，由于土地出让收入持续下滑程度明显，使得地方政府性基金预算收入和财政收入同比下滑；从支出端来看，地方“三保”支出压力较大，根据中央提供的县级基本财力保障机制奖补资金分配情况来看，2023年相比于2022年增长了15.9%。
- 通过对美国、英国、日本、澳大利亚四国在政府间财力分配、债务结构、转移支付情况及纵向财政失衡的分析，我们发现四国政府间的财政关系主要分为中央财政集权和财政联邦制两种模式。中央财政集权的核心在于“上收”财权和支出责任，财政联邦制的核心在于下放财政“自主权”和加强监管。但不论哪种模式，我们发现近年来各国更加倾向于通过中央政府大规模举债来改善财政纵向失衡，其基本逻辑是通过加大对地方转移支付来偿还地方债务，同时将地方债务置换为中央债务。比如，新冠疫情后美、英、日、澳通过大规模发行国债向其地方政府提供流动性支持，疫情后这些国家的地方债务比重反而相比于疫情前有所下降。此外，部分国家实行严格意义的分税制，其实质是“分税种”，而非“分收入”。我国当前以中央税、中央与地方共享税为主，纯粹的地方税种很少而且在财政收入中的比重较低，从长期来看建立地方税体系势在必行，重点是将地方经济增长和地方税收收入增长联动起来。
- 短期债务化解的关键在于货币工具和中央财政兜底，即通过债务展期、债务降息、债务置换和发行特殊再融资债券等金融方式化债，以及通过加大中央政府均衡性转移支付力度缓解地方财政压力，为化债留出空间。而长期化债的关键在于，一方面，通过改革着力解决中央与地方财政事权和支出责任划分、完善省以下财政体制改革；另一方面，激励地方政府在完善自我管理的基础上，不断培育地方的经济实力和财源根基，即建立地方经济增长和财政收入增长的联动机制，构建拉动消费、驱动投资和壮大财源之间的挂钩机制。

正文目录

一、新一轮财税体制改革已箭在弦上	4
1.1 近年来我国财政收入“两个比重”下降现象愈发突出	4
1.2 现有分税制对于政府间财政分配功能转弱	5
1.3 财政收入稳增长面临瓶颈	6
二、控债务与稳增长是新一轮财税体制改革的重点关切	7
三、他山之石：各国政府间财政关系的治理经验	9
3.1 美国模式：各级政府财政关系相对独立	9
3.2 英国模式：财权高度集中于中央政府	10
3.3 日本模式：多层次转移支付体系嵌套下的中央集权和地方自治	11
3.4 澳大利亚模式：以均衡转移支付为主体的财政联邦体制	12
3.5 各国政府间财政关系治理对我国财政稳增长和控债务的启示	13
四、对未来我国财政改革控债务和稳增长的具体展望	14
4.1 货币性金融工具和中央财政兜底仍是短期化债的核心	14
4.2 长期化债聚焦新一轮财政改革	15

图表目录

图表 1	近年来财政收入“两个比重”下降现象愈加明显	4
图表 2	税收在公共财政收入中的支柱性作用下降	5
图表 3	地方财政对中央财政纵向补给的“依赖度”提升	5
图表 4	均衡性转移支付在财力下沉中对税收形成替代效应	6
图表 5	2023 年下半年以来财政收入下行趋势明显	6
图表 6	我国城投债净融资额趋降	7
图表 7	我国地方政府显性债务偿还压力上升	7
图表 8	地方政府债务风险“积聚性”上升	8
图表 9	我国地方政府债务余额在各省的分布情况	8
图表 10	美国各级政府的财政收入分配较为平衡	9
图表 11	美国地方政府债务化解情况趋于改善	9
图表 12	美国联邦政府对地方的转移支付力度有所加大	10
图表 13	美国纵向财政失衡情况有所改善	10
图表 14	英国财政收入高度集中于中央政府	11
图表 15	英国对地方转移支付占财政收入比重下降	11
图表 16	英国政府性债务中央与地方承担比重	11
图表 17	英国财政纵向失衡度变化趋势	11
图表 18	日本财力分配相对集中于中央	12
图表 19	日本政府性债务大头由中央政府承担	12
图表 20	日本中央对地方政府转移支付规模巨大	12
图表 21	日本中央政府纵向财政失衡不容乐观	12
图表 22	澳大利亚政府间财政分配“头重脚轻”	13
图表 23	澳大利亚政府性债务主要由联邦和州承担	13
图表 24	澳大利亚州政府对联邦转移支付依赖度较高	13
图表 25	澳大利亚联邦财力状况不容乐观	13
图表 26	各省提高增值税省以下分成比例后的财政收入增量估算	16

长期以来，我国财政体制改革围绕中央与地方财政关系的调整，通过向地方政府合理分权和放权，活跃社会主义市场经济，调动参与主体积极性，从而实现资源的优化配置。改革开放后，我国财政体制历经多次改革。其中，上世纪 80 年代初期，为了赋予地方财政更大自主权，打破计划经济时代高度集中的财政管理模式，通过划分收入类别、划分支出范围和分级包干的方式，我国财政体制开始从“统收统支”向“分灶吃饭”的模式转变；直至上世纪 80 年代中期，为了调动地方组织收入的积极性，在“分灶吃饭”基础上建立更加权责明确的财政体制，我国财政体制进一步转变为“财政包干制”；1994 年以来，为适应社会主义市场经济体制下以计划为手段的直接管理为主向以市场机制为手段的间接调控为主的转变，分税制财政管理体制正式拉开历史帷幕，分税制在前期“财政包干制”的基础上实行税收机构分设，建立中央和地方税收分成和共享机制，在正确处理中央与地方财政关系的维度上，分税制改革是一次典型而成功的案例，对我国财政体制影响深远、意义非凡。

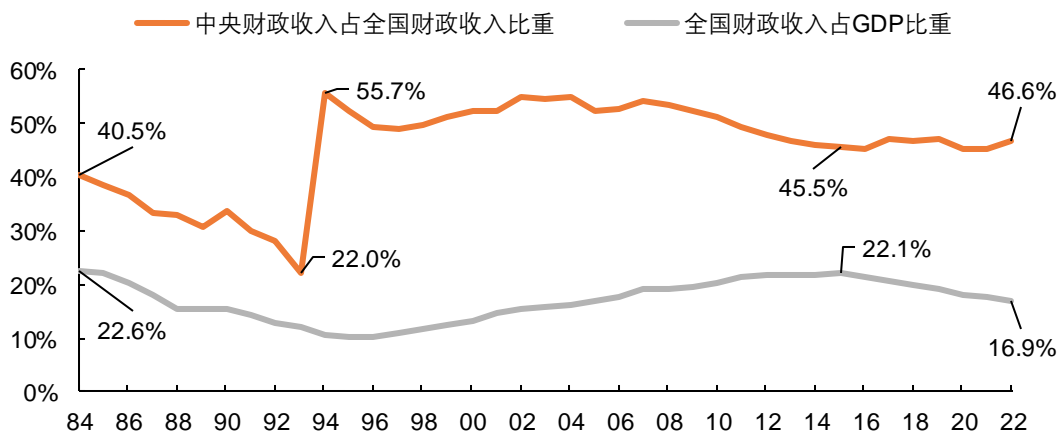
2023 年中央经济工作会议提出，要谋划新一轮财税体制改革，这表明自 1994 年以来已过去 30 年，当今财政形势已发生重大变化。特别是近年来我国财政收入“两个比重”下降的现象愈发突出，分税制对于政府间财政分配的功能有所削弱，地方财政稳增长面临瓶颈，化解地方债务形势急切。在此情形下中央与地方财政关系需要重新研判和理顺，财政嵌套在各级政府层面的分配框架需要重新审视和调整，新一轮财政改革箭在弦上、势在必行。

一、新一轮财税体制改革已箭在弦上

1.1 近年来我国财政收入“两个比重”下降现象愈发突出

1994 年开始实行的分税制财政管理体制，是我国建国以来涉及范围最大、调整力度最强、影响最为深远的一次财政体制改革，对财政运行和宏观经济产生了良好的体制效应。一是，国家财政实力不断增强。分税制财政体制基本理顺了中央与地方财政分配关系，调动了各级政府理财的积极性，建立了财政收入稳定增长机制，使财政收入保持了持续稳定的增长态势。从相对数看，分税制前的 1990—1993 年全国财政收入平均每年增长 13.2%，而分税制改革后十年内全国财政收入平均每年增长 22%，高于改革前 9 个百分点。从绝对数看，分税制前的 1990—1993 年，全国财政收入平均每年增加 200 亿—300 亿元，而分税制后十年内年均新增财政收入超过 3350 亿元，这样持续的高速增长是建国以来没有过的。二是，“两个比重”明显提高。全国财政收入占 GDP 的比重由 1994 年的 10.7% 逐渐提高到 20% 以上，中央财政收入占全国财政收入的比重也由 1993 年的 22% 跃升到 50% 以上。

图表1 近年来财政收入“两个比重”下降现象愈加明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

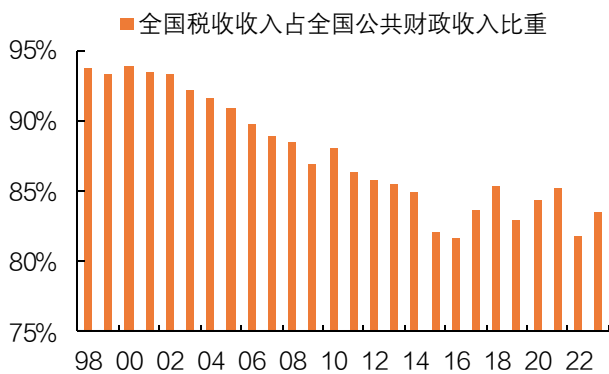
近年来，财政收入“两个比重”下滑的现象有所突出。特别是2018年以来全国财政收入占GDP的比重已跌破20%，而中央财政收入占全国财政收入的比重则从1994年以来的最高点55.7%跌至2022年的46.6%，财政从经济增长中的汲取能力和中央财政整体宏观调控的能力有所降低。一方面，与1994年分税制改革后“两个比重”上升形成反差，表明当前财政体制可能已不能适应最新的财政形势和宏观经济形势，需要从源头上优化中央与地方的分配格局；另一方面，毕竟我国财政体制内已经在很长时间内没有进行类似于分税制一样程度的改革，因此新一轮财税体制改革势在必行、呼之欲出。

1.2 现有分税制对于政府间财政分配功能转弱

分税制除中央与地方的税收分成制度外，还包括中央对地方的财政转移支付制度。近年来值得注意的是，分税制主体部分“税收收入”占公共财政收入的比重逐年下降，从分税制改革初期的93%下降到2023年的83%。与此同时，中央对地方转移支付的绝对数额逐年上升，2022年中央对地方转移支付已突破9600亿元，致使转移支付占地方财政总收入比重接近90%，远高于多年以来的平均水平。

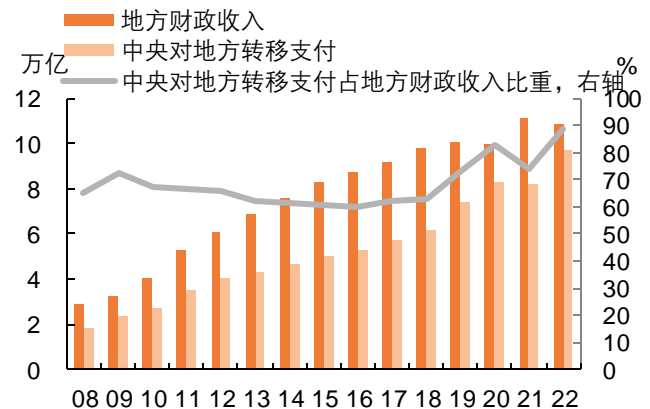
这些数据表明当前税收在财政分配中的调节能力有所减弱，更多依赖于借助纵向补给的形式实现政府间财力分配。2020年-2022年新冠疫情期间中央对地方进行了大规模的转移支付，部分转移支付属于由发行特别国债的形式直达市县基层的均衡性转移支付，其他的包括保障地方“三保”运行的县级基本财力保障机制奖补资金，这些转移支付不属于分税制的作用范围。近年来中央对地方转移支付比重上升，是分税制原有功能在分解和削弱的进一步体现。财政收入“两个比重”下降，也预示着是否过多转移支付会形成逆向激励作用，对调动地方积极性产生一些负面影响。新一轮财税体制改革如何将转移支付制度融入分税制作用体系，也是需要重新审视和进一步思考的内容。

图表2 税收在公共财政收入中的支柱性作用下降



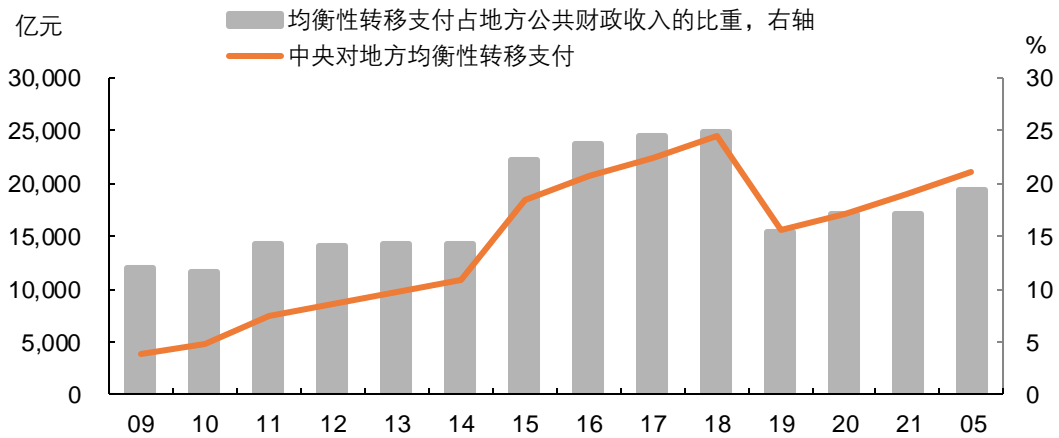
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 地方财政对中央财政纵向补给的“依赖度”提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 均衡性转移支付在财力下沉中对税收形成替代效应

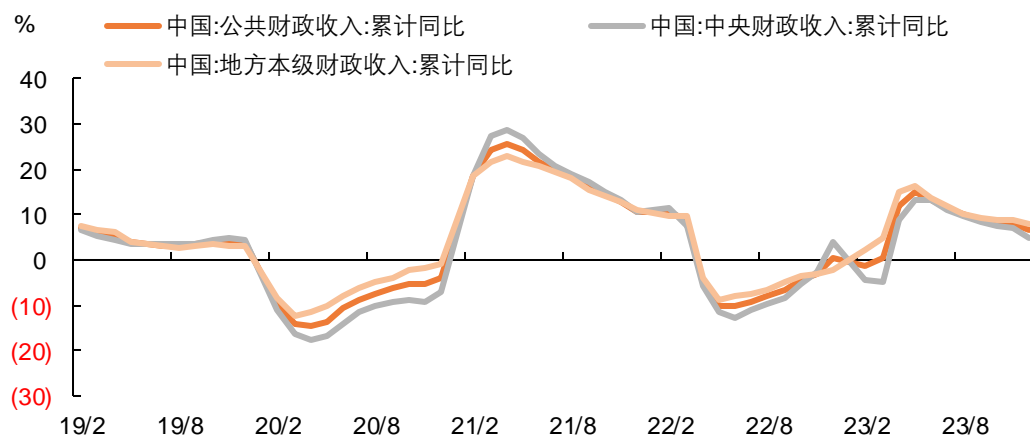


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 财政收入稳增长面临瓶颈

2021年开始,因受疫情冲击影响,我国财政收入同比增速回落比较明显。2021年4月至2021年年底,全国公共财政收入同比增速从25.5%回落至10.7%,中央财政收入同比增速从28.5%回落至10.5%,地方财政收入同比增速从23%回落至10.99%。从2022年下半年开始,由于特定国有金融机构和专营机构上缴近年结存利润以及原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入等增加,中央财政收入和地方财政收入同比增速有明显回升,分别从2022年6月的-12.7%和-7.9%回升至2022年12月的3.8%和-2.1%。2023年上半年,财政收入同比增速回升,全国一般公共预算收入119203亿元,同比增长13.3%;地方一般公共预算本级收入65319亿元,同比增长13.5%。财政收入增长,除经济恢复性增长带动外,主要是上年4月份开始实施大规模增值税留抵退税政策、集中退税较多,拉低基数。2023年下半年,中央财政收入和地方财政收入同比增速分别降至6.9%和8.7%,原因主要是留底退税的基数效应减弱和减税降费背景下财政翘尾减收,同时经济增长动能有所放缓。2023年全年财政数据显示,全国政府性基金预算收入70705亿元,同比下降9.2%。分中央和地方看,中央政府性基金预算收入4418亿元,同比增长7.1%;地方政府性基金预算本级收入66287亿元,同比下降10.1%,其中,国有土地使用权出让收入57996亿元,同比下降13.2%。

图表5 2023年下半年以来财政收入下行趋势明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

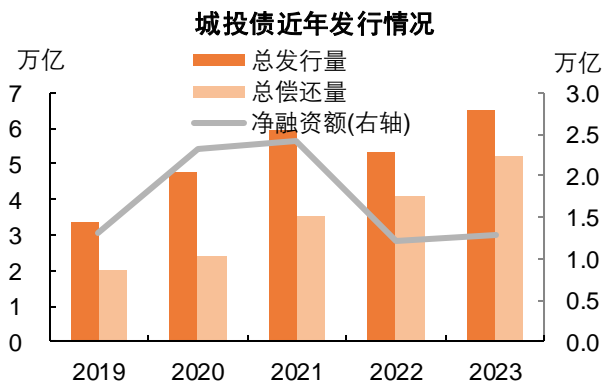
财政收入稳增长面临较大不确定性主要基于两个方面：一是促成财政收入同比增速趋势持续反转的因素尚未明朗。2023年上半年财政收入同比增速曾出现短期内的反转趋势，这是因为2023年上半年税收收入增长较快，其中作为第一大税种的增值税同比增速为96%。财政部官方对此的解释是2022年4月开始实施的大规模增值税留抵退税和集中退税较多导致基数拉低，从2023年下半年开始财政收入状况又面临新的下行压力。二是疫情以来持续推进的减税降费政策产生比较明显的减收效应，财政收入总体处于一个下降的历史区间，并未恢复到疫情前的正常水平。因此，财政稳增长遭遇瓶颈不仅成为财政工作需要着力解决的重要羁绊，也是倒逼新一轮财税改革拉开帷幕的现实背景，可以说新一轮财税改革已是箭在弦上、势在必行。

二、控债务与稳增长是新一轮财税体制改革的重点关切

2018年以来，我国地方政府债务总体呈现逐年增长的态势，2018年至2023年地方政府债务发行规模从41365亿元增长至91416亿元，增幅为120%；同时地方政府债务到期偿还本金从8389亿元大幅增长至35700亿元，增幅为325%，地方政府债务发行额和到期偿还额均创下历史新高。为了偿还大幅增加的到期地方政府债券，各地通用做法是置换债券和发行再融资债券，从各地发行再融资债券的情况来看，再融资债券规模已从2018年的0.77万亿增加到了2023年的3.18万亿，在全部偿还本金中再融资债券所占比例越来越高，已接近90%。

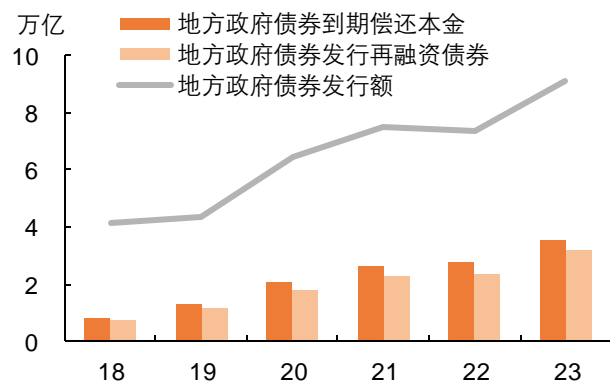
地方政府隐性债务方面，《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27号）中对于隐性债务的定义，隐性债务是指未纳入预算管理的，直接或承诺以财政资金偿还的、或违法提供担保的债务，因此城投债可以作为较好观察我国地方政府隐性债务的替代性工具。2019年以来我国城投债发行规模上涨较快，截止2023年城投债发行总量从3.4万亿元增长为6.5万亿元；到期还款债券规模从2.0万亿元增长为5.2万亿元，增长1.6倍。此外，由于当年所发行城投债券大部分用于偿还到期债券，我国城投债净融资额创下新低，2023年净融资额仅为1.28万亿元，相较于2021年下降近一半。

图表6 我国城投债净融资额趋降



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表7 我国地方政府显性债务偿还压力上升

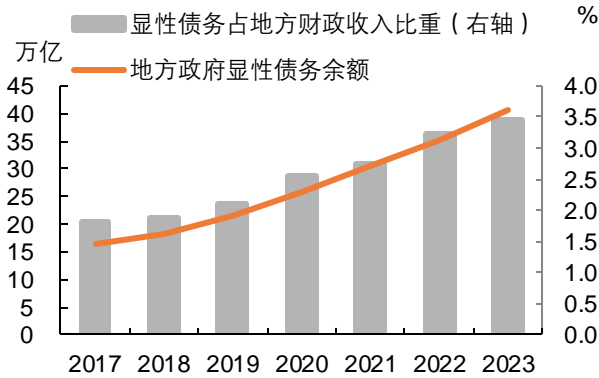


资料来源: Wind, 平安证券研究所

近年来我国地方债务到期偿还本金占债务总量比重越来越高，导致大部分当年新增发行债券基本上都用于偿还到期债券，同时地方支出压力有增无减，又不得不发行大量再融资债券，这些因素导致我国地方政府债务余额累计值持续大幅攀升，截止2023年12月，我国地方政府显性债务余额已经突破40万亿元大关，接近2023年地方本级财政公共预算收入的4倍，地方政府债务风险呈现积聚趋势。不过也要认识到，当前地方政府存量债务大幅上升背后的逻辑已发生根本变化。早期地方融资平台和影子银行兴起造成多头违规举债，且地方政府过度依赖“土地财政”以及“晋升锦标赛”的激烈追逐，于是地方债务问题在“宽松软”条件下逐渐泛滥。但从2018年开始，中央已经全面加强了对地方债务的从严监管，坚持执行“开前门”和“堵后门”的策略，在满足地方合理举债需求的前提下，加大对各类违规或变相举债行为的查处力度，并强调

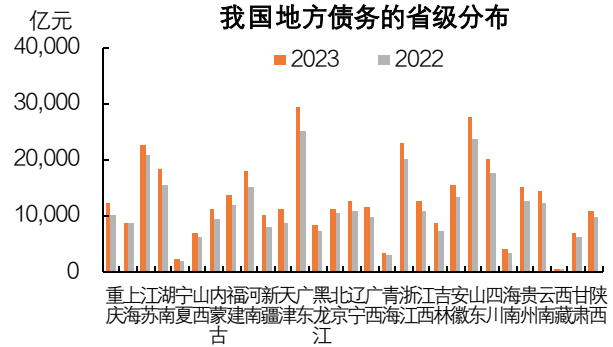
“谁家的孩子谁来抱”，指出省级政府负总责和省以下各级政府各负其责。近年来，地方债务持续上升主要是由于新冠疫情影响下各地财政收入稳增长面临瓶颈，落实地方“三保”财政支出压力显著，叠加早期已形成的债务效应累积等因素所致。从省级层面来看，2023年新疆、天津、吉林、重庆和贵州的政府性债务同比增速分列前五，且同比增速均高于20%，上海、北京、青海、江苏和陕西的政府性债务同比增速最小。

图表8 地方政府债务风险“积聚性”上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 我国地方政府债务余额在各省的分布情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从收入端来考察，我国财政稳增长的最大掣肘在于过去长期依赖的“土地财政”模式难以为继。近年来我国人口出生率大幅下降，2023年国家统计局数据显示，我国人口出生率仅为6.39%，而人口自然增长率仅为-1.48%。目前主流观点认为，我国人口老龄化高峰可能将于2030年前后到来，较低的人口增长率决定了我国未来土地市场的供需关系发生了根本性改变，国有土地出让收入下滑明显成为拖累我国政府性基金收入和地方财政收入的一个重要因素。2023年全国政府性基金预算收入70705亿元，同比下降9.2%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入4418亿元，同比增长7.1%；地方政府性基金预算本级收入66287亿元，同比下降10.1%，国有土地使用权出让收入57996亿元，同比下降13.2%。2023年下半年促进房地产市场发展的政策密集发布，2023年10月末中央金融工作会议提出，要加快“三大工程”（保障性住房、城中村改造、平急两用公共基础设施）建设。以上举措可能对当前土地市场有一定的提振作用，但具体修复效应如何仍尚待观察。

从支出端来看，近年来地方“三保”支出压力加大使得长期累积的地方债务存量难以消融。为了保障基层“三保”工作的顺利进行，中央通常做法是根据地方财力情况和实际支出需要提供相应转移支付，县级基本财力保障机制奖补资金是中央向县级基层输送财力补给的一种转移支付手段。《中央财政县级基本财力保障机制奖补资金管理办法》明确规定，县级基本财力保障机制奖补资金按照奖补结合的原则，主要根据县级“三保”等必要支出需求、省级财政调控努力程度、财政管理绩效及特殊因素等，采用因素法对省级财政分配县级基本财力保障机制奖补资金，结合按财政困难程度、“三保”支出占财力比重、人口等测算的综合系数予以补助。因此，如果奖补资金提供数额越多，那么地方“三保”支出规模可较大或“三保”支出占地方财政比重可能较高。财政部预算司公布了2022年和2023年中央对各省县级基本财力保障机制奖补资金预算分配情况，数据显示2023年县级基本财力保障机制奖补资金预算为4107亿元，相较于2022年的3541亿元增长了15.9%，表明地方“三保”支出压力继续加大。从各省情况来看，中央对河南、山东、四川、河北、广西五省分配的县级基本财力保障机制奖补资金最多。值得关注的是，地方“三保”支出占地方财政支出的比重有多大，这一数据目前没有得到官方公开，但根据全国公共财政支出在社会保障、公共服务、教科文卫以及其他民生领域的支出情况大致测算这个比重应该在70%-80%，全国层面的测算存在中和效应，因此对于地方而言这个比重可能更高。此外，我们注意到财政部在2023年11月最新的《中央财政县级基本财力保障机制奖补资金管理办法》中对“三保”的顺序做了调整，首次将“保基本民生”放到了“保工资”之前，表明地方政府在相对有限财力情况下需要做好统筹安排，优先保障重点支出领域。

三、他山之石：各国政府间财政关系的治理经验

3.1 美国模式：各级政府财政关系相对独立

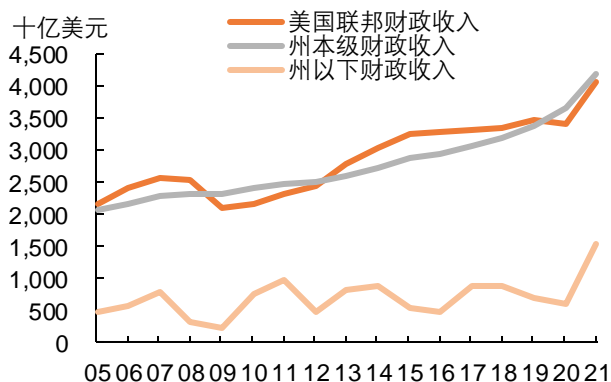
美国是典型的“财政联邦”主义国家，其财政体制的特点是：一级政权对应一级预算主体，各级预算主体相对独立、自求平衡。预算主体分为联邦、州、地方三个层级，各级财政收入划分实行分税制，政府事权范围按照政府职能边界划分，在事权范围基础上形成具体的预算支出责任。美国赋予了各州较大财政自主权，美国联邦政府对下级政府的一般性转移支付（也称“经常性转移支付”）比重较小，通常更多是采用专项拨款制度（补助金制度）对下级政府给予财政补给，这些专项拨款必须用于社会保障、医疗、基础设施建设等特定项目。

从各级政府财政收入分配比重来看，美国联邦政府和州全体基本按照 1:1 的均衡比例分配。2021 年美国联邦政府和各州政府的财政收入分别达到 4 万亿美元和 4.1 万亿美元。而具体到州和州以下层面，财力则更多集中于州政府，地方财政收入大约只占州政府财政收入的 1/4 左右。根据财力分配情况可以确定事权、支出责任集中于联邦政府和州政府，地方政府财政权限相对较小，政府间财政关系相对均衡但又不失自上而下的色彩。

从美国地方债务的情况来看，近年来美国州和地方债务余额占美国地方财政收入的比重逐年递减。地方债务化解方面取得成功的原因有两个：一是，近年来美国联邦政府加大了对下级政府的转移支付力度，特别是财政收入分配占比较低的州以下政府获得了联邦政府较多的专项拨款。2021 年美国联邦政府专项拨款总额已经突破 1.1 万亿美元大关，其中对州以下政府专项拨款超过 9700 亿美元，占比近 90%。虽然对州以下政府财力分配较少，但通过转移支付以后联邦、州和地方政府的财力分配更加均衡。二是，近年来美国州政府和地方政府的财政收入增长幅度较快而且较为持续，与此同时美国州政府和地方政府的财政支出却没有明显增加。经过多年累积性支出后，美国在基础设施、医疗卫生和社会保障等领域日趋改善，很多项目无需重复支出，在支出需求降低前提下刚性支出下降。因此，即使总体上美国地方债务的绝对水平仍在增加，但 2010 年后增速在明显放缓。州与地方政府财政收支缺口逐渐缩小导致近年来美国地方债务存量占地方财政收入的占比持续下降。

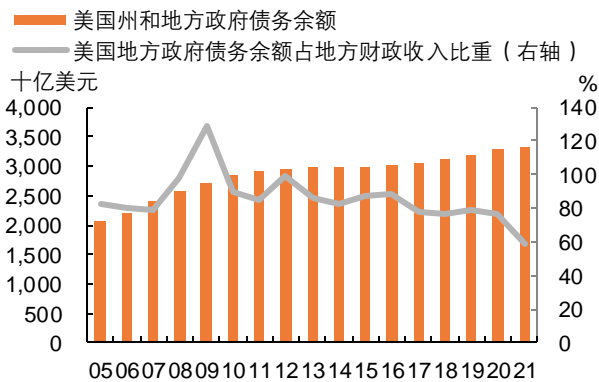
在美国联邦加大转移支付的前提下，美国州和地方政府的财力状况出现明显改善。但特别值得关注的是，美国近年联邦政府的赤字率和美债发行规模大幅上升，根据美国财政部数据显示，2023 年美国国债发行规模已近 16 万亿美元，达到历史最高水平，美国国会预算办公室预测 2024 年美国赤字率将飙升至 6.8%。此外，财政失衡度是各级政府自有财政收入和自有财政支出的比值，根据测算 2017 年来美国联邦政府的财政失衡度突然快速回复到 正轴上方。在美国联邦财政赤字规模大幅增加的前提下，财政失衡度回归正值不是表明美国联邦政府的财政状况变好，而是说明美国联邦政府财政收入的增加是通过大规模发行国债方式取得。因此，美国近年来州和地方政府财政状况改善只是一种表象，实质上是美国联邦政府通过提高自身赤字率所进行的一种结构性变换，是将地方债务联邦化的一种思路体现。

图表 10 美国各级政府的财政收入分配较为平衡



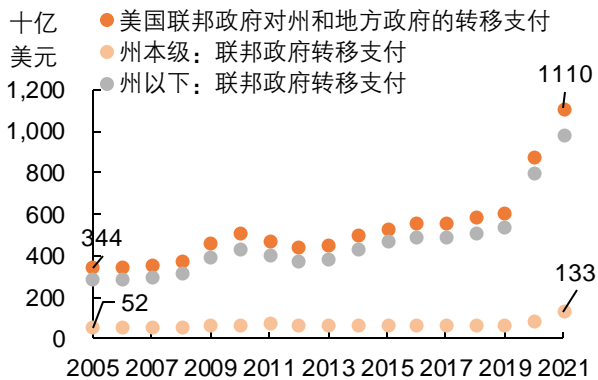
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表 11 美国地方政府债务化解情况趋于改善



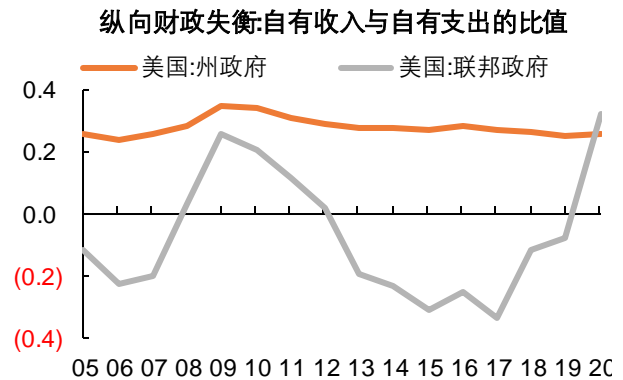
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表12 美国联邦政府对地方的转移支付力度有所加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美国纵向财政失衡情况有所改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 英国模式：财权高度集中于中央政府

英国财政体制分为中央和地方两级，其中地方财政含郡、区、教区（乡）各级财政。作为单一制国家，与联邦制国家大为不同的是，英国的财政体制具有中央高度集权化的特征，地方政府不能管理中央政府规定以外的事务，自主权较小。英国基本法对中央政府和地方政府的财政职能作了具体规定：英国实行严格的分税制，但不设共享税，只有中央税和地方税两种税种。在划分税收权限上，税权高度集中在中央，地方政府无权设置、开征地方税种。由于英国中央政府掌握全国绝大部分财政收入，地方政府大部分收入来源于中央提供的财政转移支付。

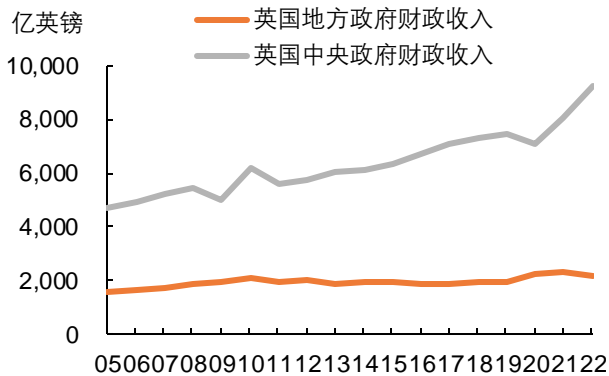
此外，英国财政体制受到其国家结构形式的影响较大。英国由英格兰、苏格兰、威尔士和北爱尔兰四个部分组成，由于英格兰人口占联合王国总人口的 80% 以上，是联合王国最主要的组成部分，因此英格兰地区地方政府和中央政府的财政关系在英国政府间财政关系中占主导地位。不同于苏格兰、威尔士和北爱尔兰，英格兰地区没有地区议会，因此该地区的地方政府直接对中央政府负责，中央政府的转移支付也直接测算到该地区的各个地方政府。苏格兰、威尔士和北爱尔兰三个地区单独设立议会及行政机构，有较大的自主权，因此中央政府只管辖地区政府一级，不直接管辖这些地区的地方政府。中央对地方的转移支付也只测算到地区政府，然后再由地区政府根据自己的偏好下拨给各个地方政府。

从中央与地方财政收入分配来看，近 90% 的财政收入都集中于中央政府。2022 年英国中央政府财政收入为 9219.3 亿英镑，地方政府财政收入为 2203 亿英镑。2020 年开始，英国中央政府财政收入大幅增长，两年内增长了 30%，而地方政府财政收入增长相对缓慢，强化了英国中央政府对于财政的高度集权。

政府债务方面，英国中央政府是政府债务的承担主体，近年来占 GDP 的比重快速攀升接近 200%，而地方政府债务规模基本保持稳定，仅占 GDP 比重的 10% 左右。转移支付方面，长期以来英国中央政府转移支付构成地方财政收入的主要来源，比重在 60%-70% 之间。2005 年-2019 年，英国中央转移支付规模从 1100 亿英镑缓慢增长至 1300 亿英镑水平，新冠疫情后英国中央政府援助力度有所加大。但自 2005 年以来英国转移支付占地方财政收入的比重不断下降。根据 IMF 数据，原因在于从 2005 年以来英国地方税收入不断增长，截止 2022 年地方税收入为 210 亿英镑，比 2005 年翻了一倍。

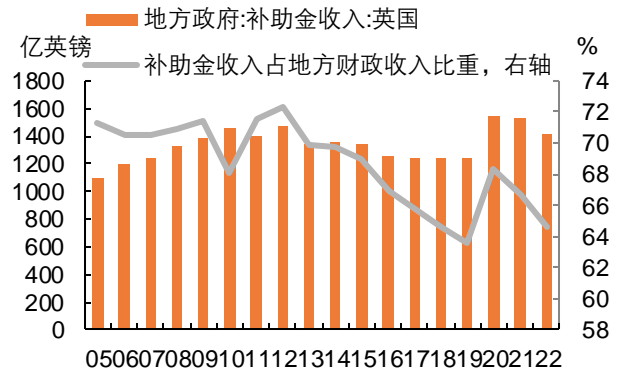
纵向财政失衡方面，英国地方财政失衡度较小，财政自有收入占自有支出的比重本就超过 7 成，加上英国中央政府足够规模的财力补给，因此也解释了英国地方债务规模为何多年来持续维持在 GDP 的 10% 左右。与美国情况相似，英国中央政府的财政失衡度近年来大幅改善，原因在于新冠疫情后中央政府大规模发行了政府性债务。IMF 数据显示英国中央政府赤字率从 2019 年的 2.2% 陡然上升为 2020 年的 13%，2021 年和 2022 年仍处于 8.2%、6.2% 的较高水平。

图表14 英国财政收入高度集中于中央政府



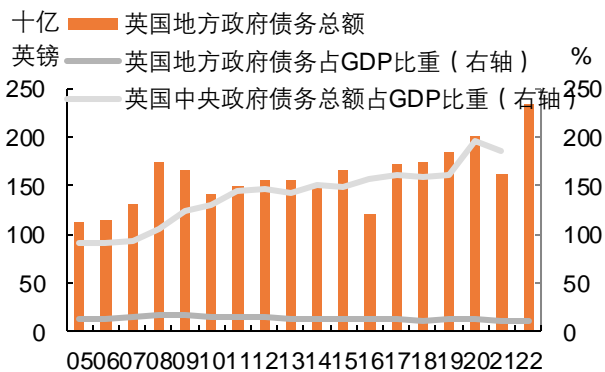
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表15 英国对地方转移支付占财政收入比重下降



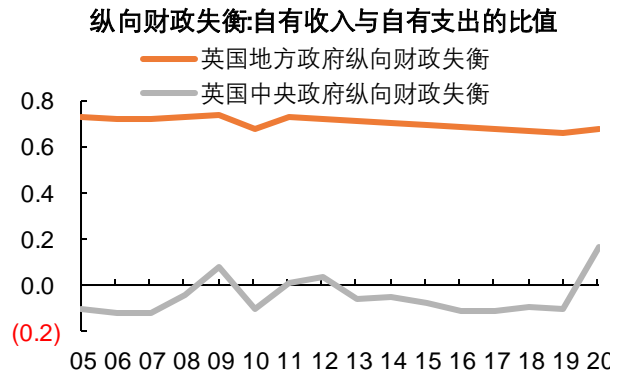
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表16 英国政府性债务中央与地方承担比重



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 英国财政纵向失衡度变化趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

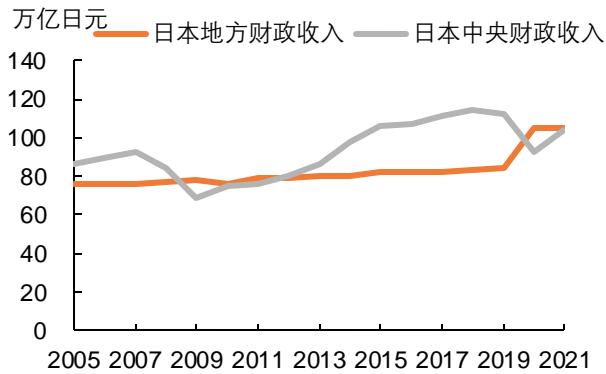
3.3 日本模式：多层次转移支付体系嵌套下的中央集权和地方自治

日本是单一制国家，政府组织由中央、都道府县和市町村三级组成，实行中央集中领导下的地方自治体制。政府间的事权划分大致为：国防、外交和公安由中央负责，市政建设、公共卫生、教育、社会福利、劳动、农林等大多由中央与地方共同负责。日本转移支付制度可以分为两类，一类是中央不指定用途的一般性转移支付，另一类是中央限定用途的专项转移支付。其主要形式是地方交付税、国库支出金和地方让与税。其中，地方交付税属于一般性转移支付，它不是一种税收，实际上是一种税收分享制度，其来源是三个主要的中央税种（所得税、法人税和酒税）收入额的一定百分比，其基本目的是在不损害地方行政自主权的前提下，努力实现各个地方政府的财源均衡。国库支出金是中央政府为实施特定的经济社会政策而对地方政府的特定项目进行补助，即专项拨款补助，一部分专门用于公共建设工程补助。按照中央承担、地方承担、中央与地方共同承担以及项目受益范围，国库支出金又具体分为国库负担金、国库委托金和国库补助金，几者在中央补助力度和负担比例上有所差异。

日本财政关系有以下几个特点：一是，财权仍集中于中央。日本财力分配按照分税制划分，原始财力配比上中央财政收入大约占到 2/3 以上。二是，日本对地方政府转移支付规模在世界多数国家中屈指可数，对地方政府转移支付的规模占到了中央财政收入的一半。2021 年日本中央预算收入为 100.5 万亿日元，对地方转移支付规模达 50 万亿日元。三是，中央与地方债务负担结构与英国较为相似，2021 年中央政府债务占 GDP 的比重达到 180%，而地方政府占 GDP 的比重常年维持

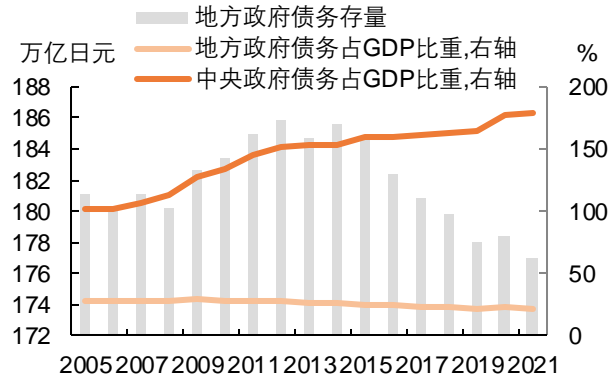
在 20% 左右。四是，中央财政纵向失衡情况不容乐观。2020 年以后日本中央政府大规模举债后其自有收入仍不能覆盖全部支出需求，但中央政府债务规模已显著提高。

图表 18 日本财力分配相对集中于中央



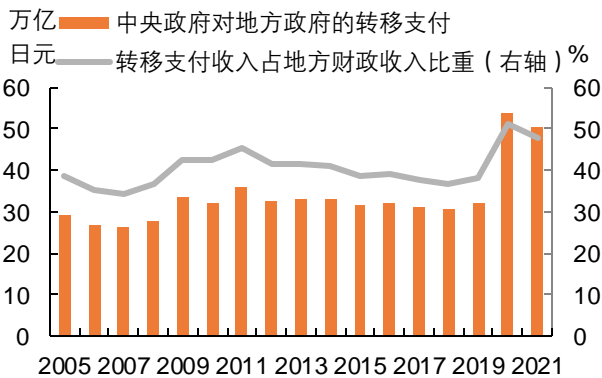
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表 19 日本政府性债务大头由中央政府承担



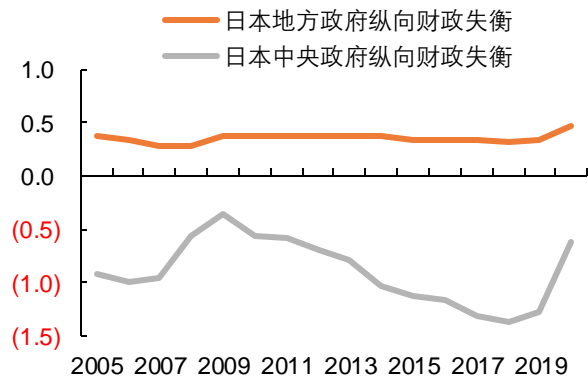
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表 20 日本中央对地方政府转移支付规模巨大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 21 日本中央政府纵向财政失衡不容乐观



资料来源: Wind, 平安证券研究所

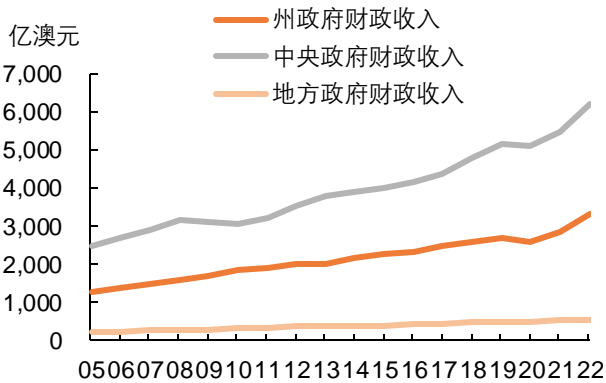
3.4 澳大利亚模式：以均衡转移支付为主体的财政联邦体制

澳大利亚是一个由联邦、州和地方三级政府构成的联邦制国家。澳大利亚与英国类似，实行严格意义上的分税制，没有共享税。联邦政府收入的一半以不同形式的转移支付分配到州和地方政府。联邦向下的转移支付包括无条件拨款和专项补助，两类拨款从用途上看，都可分为经常性项目和资本性项目。在澳大利亚，拨款总量是由联邦与各州协调决定，但对每一个州分配多少则由两套完全不同的方法和体系决定。专项拨款由联邦各职能部门与各州对口部门和财政部门磋商解决。无条件拨款是由独立于财政部门的联邦拨款委员会按照横向财政均等化原则，执行一套完整的评估制度，运用公式详细测算各州的财政能力与支出需求后，做出准确而慎重的判断，进而决定拨款分配方案。联邦拨款委员会每年测算出来的拨款需求总额与联邦政府确定的拨款总额往往有一定差距，一般按各州人口权数或拨款需求额的权数分摊此差额，进行调整。

澳大利亚政府间财政关系的特点在于：一是，财力分配相对集中于联邦政府。联邦、州和地方分配的比例大致是 6: 3: 1，与美国类似，州一级政府具有较大自主权，财力分配上行政等级比较分明。2022 年联邦、州与地方的财政收入分别达到 6218 亿澳元、3319 亿澳元和 550 亿澳元。二是，联邦政府对下级政府的转移支付主要依赖于财政均等化原则。这一点与我国的转移支付体制较为类似。均等化转移支付在澳财政转移支付中有着特殊意义，由拨款委员会提出的分配方案，具有

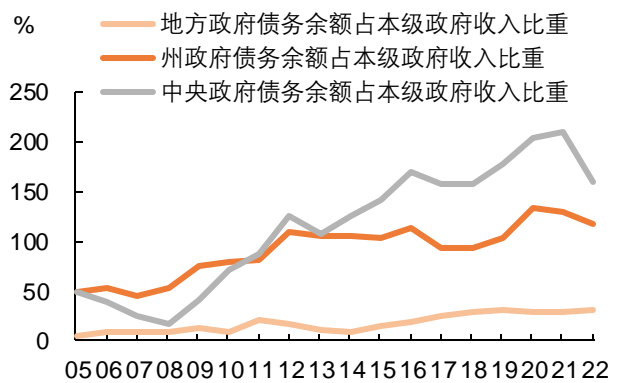
联邦和地方都能认可的中立性，可以在很大程度上缓和联邦与地方在分配中的矛盾，确保分配反映的是客观标准，而不是政治谈判的结果。从转移支付占财政收入比重来看，州政府财政收入中的 80%左右为转移支付，而这一比重在地方政府只占到了 20%，表明地方政府的财政收入基本能自给自足。三是，政府性债务占比与财力分配正相关。澳大利亚联邦政府和州政府的政府性债务相对财政收入的占比较高，地方政府债务占比较低，但近年来地方政府债务占财政收入比重有飙升趋势，从 2005 年至 2022 年增长近六倍。四是，联邦政府和州政府纵向财政失衡情况明显。近年来联邦政府纵向财政失衡度大幅改善与大规模举债有关，2020 年和 2021 年联邦政府发行国债规模分别为 900 亿澳元和 1340 亿澳元，远超正常年份。

图表22 澳大利亚政府间财政分配“头重脚轻”



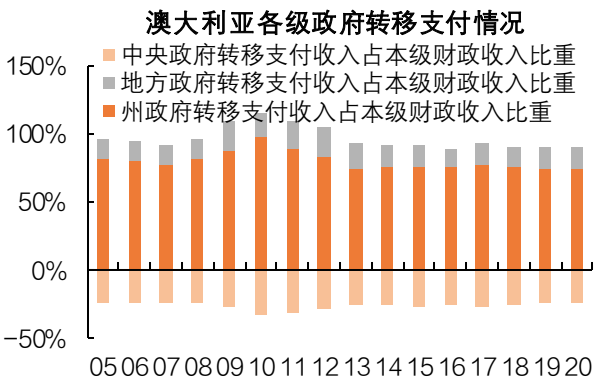
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表23 澳大利亚政府性债务主要由联邦和州承担



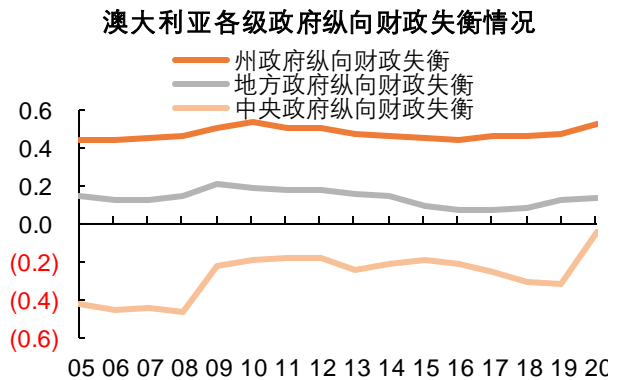
资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所

图表24 澳大利亚州政府对联邦转移支付依赖度较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 澳大利亚联邦财力状况不容乐观



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.5 各国政府间财政关系治理对我国财政稳增长和控债务的启示

总体来看，各国因为政治体制、国家结构形式以及历史因素的差异，对于政府间财力分配、转移支付体系构建及政府性债务负担会有不同的处置方式。转移支付规模较大、地方政府支出责任较小的国家，财权相对集中于中央，较少存在地方政府债务的问题，但会造成中央政府赤字率的上升和债务转嫁；财政联邦制国家，地方自主权较大进而支出范围庞杂，极易形成地方债务积累，需要借助严格的法律程序和高度法制化的环境约束和规范地方财政行为，否则容易滋生财政风险问题。因此，债务问题和财政失衡问题总是不可避免，关键在于主要矛盾如何取舍以及一旦问题产生如何化解。各国财政体制没有绝对的制度完美和孰优孰劣之分，由于各国国情的巨大差异，我国不可能照搬别国的制度和模式，而应甄别和借鉴国外在权衡政府间财政关系和化解地方政府债务中的一些巧妙思路。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

我们认为，如下思路值得借鉴：

一是，短期化债依靠货币性金融工具。短期化债的前提是指形势急切，到期债务还本付息压力大，地方政府在偿还债务后不能完成基本支出任务。政府债务产生的原因是由于突发外部情况导致，并非是地方政府自身管理不当产生。比如在新冠疫情后美、英、日、澳通过大规模发行国债向其地方政府提供流动性支持，疫情后这些国家的地方债务比重反而相比于疫情前有所下降。我国短期化债的关键在于提供适时和充分的流动性支持，比如债务展期、债务降息、债务置换和央行紧急抵押贷款等金融手段，又如发行特别再融资债券、以补给地方财力为目的而发行的特殊债券等。

二是，中期化债需要有效的财力补给机制。中期化债的关键在于遏制地方政府债务增量，逐步消融存量。如上文所述，我国地方债务问题是由早期依赖“土地财政”模式所形成的债务累积，叠加新冠疫情后财政稳增长面临瓶颈，以及地方“三保”支出压力加大所导致，因此只要能够遏制住新增债务增量，在存量债务上“先还后发”，就能不断降低已有债务存量。应以均衡地区间财力为基础进一步完善政府间转移支付体系，类似于美国近年来加大对财力薄弱地区的转移支付，地方政府债务增速便得到了明显控制。

三是，长期化债培元才能固本。长期化债的关键在于构建财政事权与支出责任相匹配的政府间财政关系，在于培育地方的经济实力和壮大地方的财政根基。美国、英国、日本及澳大利亚模式表明，财政事权可以集中在中央政府，但相应地支出责任也应上移；如果赋予地方较大自主权，则应加强对地方政府的预算硬约束。此外，部分国家实行严格意义的分税制，严格意义分税制的实质是“分税种”，而非“分收入”。我国当前以中央税、中央与地方共享税为主，纯粹的地方税种很少而且在财政收入中的比重较低。从长期来看建立地方税体系势在必行，重点是将地方经济增长和地方税收收入增长联动起来，从根源上化解债务。

四、对未来我国财政改革控债务和稳增长的具体展望

4.1 货币性金融工具和中央财政兜底仍是短期化债的核心

金融化债方面：当前我国短期化债的货币化方式主要包括债务展期、债务降息、债务置换和发行特殊再融资债券等。2023年7月中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。2023年10月，中断一年半左右的特殊再融资债券发行再度重启。特殊再融资债券之所以特殊在于它的发行目的是为了直接偿还存量债务，这与普通再融资债券的发行是为了偿还到期债务相区别。截至2023年12月底，全国累计发行特殊再融资债券近1.4万亿元。贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、吉林、辽宁等债务负担较重的省市成为本轮特殊再融资债券的发行主力，发行规模分别为2263.808亿元、1286.33亿元、1256亿元、1122亿元、1067亿元、892亿元、870.42亿元。北京、上海、广东、西藏等省区市尚未发行特殊再融资债券。2024年1月26日，贵州省财政厅发布消息，将于2月2日发行特殊债约325亿元，这也是今年首个发行特殊债省份。贵州作为化债重点省份，今年在发行特殊再融资债券的时间节点上有所提前，意味着今年特殊再融资券将继续支持重点省份化债。同时，考虑到2024年到期与回售规模或将超过6万亿，地方政府偿还债务压力将进一步加大，预计2024年特殊再融资发行规模在1.6万亿-1.8万亿左右。

中央兜底化债方面：一是，中央转移支付力度持续加大。虽然中央向地方提供的转移支付并不构成化债资金，但为减轻地方“三保”支出压力释放了流动性，间接地为化债提供了空间。根据今年两会发布的《关于2023年中央和地方预算执行情况2024年中央和地方预算草案的报告》，2024年中央对地方转移支付1.02万亿元，相较于2023年同比增长了4.1%。值得注意的是，2024年地方财政赤字为7200亿元，与2023年基本持平，但2024年地方一般公共预算支出却同比增长了3%，这表明地方政府在新一般政府债务规模不变的前提下实现了合理的支出增长，中央转移支付对分担地方财政压力和缓释地方财政风险起到了至关重要的作用。同时，2022年和2023年中央对各省提供的县级基本财力保障机制奖补资金分别为3541亿元和4107亿元，2023年相较于2022年同比增长了15.9%。2024年随着地方“三保”压力加大，预计中央对地方的均衡性转移支付力度和直达市县基层的资金补给力度会持续加大。

二是，广义财政空间拓宽传递积极信号。2024年除财政赤字规模从去年年初的3.88万亿元提升至4.06万亿元，新增专项债规模从2023年的3.8万亿元扩大至2024年的3.9万亿元，同时2024年还拟发行1万亿元的超长期特别国债，加上从预

算稳定调节基金、国有资本经营预算调入资金及使用结转结余安排 2.09 万亿，2024 年的广义财政赤字空间约达到 11 万亿元。广义财政空间的拓宽充分体现了在当前财政形势下中央在保障地方财政平稳运行方面积极有力，通过优化财政支出结构和赤字规模内在结构，降低了政府因支出结构不合理引致的债务风险，也为地方政府提供了充分的流动性支持。截止 2024 年 2 月底，财政部目前已提前下达地方债务限额 2.7 万亿元，其中一般债限额 0.432 万亿元，专项债限额 2.28 万亿元，提前下达的地方债限额已达到顶格下发标准。

三是，**超长期特别国债的发行有助于熨平风险周期**。超长期特别国债是指发行周期在 10 年以上，专款专用、并用于特殊领域的国债。通过发行超长期特别国债，能够缓解短期内政府的偿债压力，通过更长的偿还周期来熨平短期内因经济波动而产生的债务风险。当前我国 10 年期国债的利率已降至 2.3% 附近，其融资成本的显著下降，有利于降低偿还债务利息的压力。今年两会报告中提及，将连续几年发行超长期特别国债，今年先发行一万亿元，表明本次特别国债的发行规模和力度空前，甚至超过 1998 年和 2007 年。并且本次发行的超长期特别国债将用于国家重大战略任务，类似于 1998 年所发行的项目国债，能够分担地方政府直接投资项目的财政压力，甚至本次特别国债可能将完全承担这些战略项目。

4.2 长期化债聚焦新一轮财政改革

新一轮财政改革如何推进是市场关注的焦点，我国财政改革的核心是构建财政事权与支出责任相匹配的政府间财政关系，总体来看中央与省之间的财政关系是基本明晰的，即严格按照中央税、地方税和共享税来实现中央与省之间的收入划转，同时中央对地方的转移支付机制、省级政府发行地方债务的权限及债务管理机制也都相应明确。财政事权与支出责任不匹配的主要矛盾在于省级政府与市、县级政府之间的财政关系还不够明晰，因此新一轮财政改革首先应关注省以下的财政体制改革。

2024 年 1 月贵州省发布的《省人民政府关于进一步推进省以下财政体制改革工作的实施意见》，或可作为未来财政改革方向和具体内容的参照样本。省以下财政体制改革主要针对当前地方政府存在财政事权和支出责任划分不尽合理、收入划分不够规范、部分转移支付定位不清、部分地方“三保”压力较大、基本公共服务均等化程度有待提升等问题。《实施意见》指出，未来省以下财政体制改革的重点内容包括：

一是，合理划分省以下各级财政事权，明晰界定省以下各级财政支出责任。根据基本公共服务受益范围清晰界定省以下各级财政事权，明确将社会治安、市政交通、城乡建设、农村公路、公共设施管理等基本公共服务确定为市县级财政事权。推动建立省以下共同财政事权保障标准，并考虑市县经济发展水平、财力状况及现有政策规定，差别化确定共同财政事权省、市、县三级支出责任分担比例。逐步推进同一市县不同领域的财政支出责任分担比例统一。

二是，明确省、市、县收入划分，要求除省级固定收入外，主体税种省、市、县三级执行规范统一的收入分享比例。其中，增值税在省、市、县三级按“23:19:58”比例分享；企业所得税及个人所得税、煤炭资源税及其他资源税、城镇土地使用税、环境保护税在省、市、县三级按“20:20:60”比例分享。

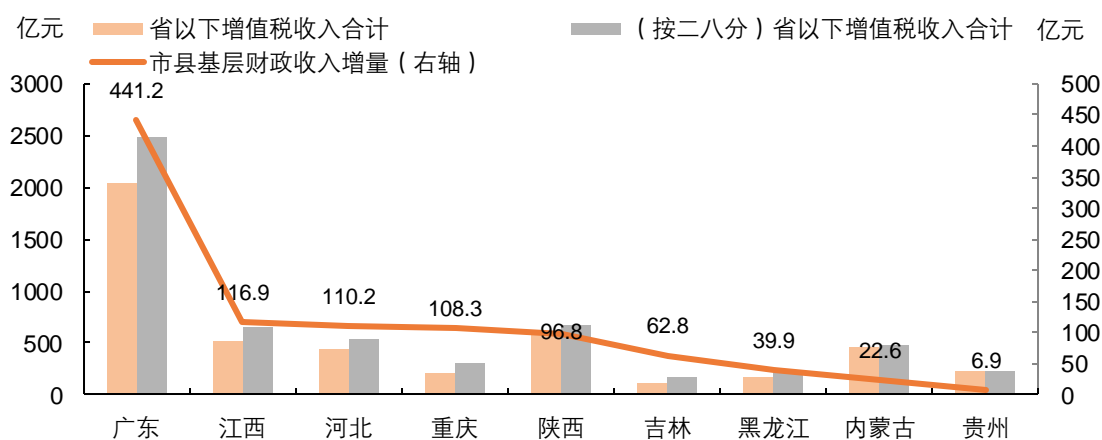
三是，完善省对市县转移支付制度，精准制定省对市县转移支付分配办法以及科学分配省对市县转移支付资金。建立健全省以下转移支付体系，根据财政事权属性，加大对财力薄弱地区的支持力度，一般性转移支付用于均衡区域间基本财力配置，向革命老区、民族地区、边疆地区、欠发达地区等重要区域倾斜。共同财政事权转移支付与财政事权和支出责任划分改革相衔接，用于履行本级政府应承担的共同财政事权支出责任。采用因素法分配的，要用公式测算，赋予不同因素相应权重或标准，结合实际情况运用财政困难程度、支出成本差异、绩效评价结果等系数调节。采用项目法分配的，统筹考虑项目成熟度、可行性、预期效益、实施计划、项目评审和绩效等情况。

进一步需要关注的是，未来改革对于增加地方财力可能带来多大效果。我们以省以下财政体制改革关于增值税分成比例的调整为例，对改革效果进行模拟评估。在评估前需要对各省增值税在省、市、县现行比例做一个摸排和测算，经过对各省增值税收入在省级和省以下的实际分成比例的测算后发现，**目前我国半数以上省份在省以下的增值税分成比例低于 80%，即低于本次贵州省财政体制改革提出的省级政府与市县政府增值税分成比例。**我们剔除了北京、上海和天津三个直辖市，原因是从地域面积和行政区划来考虑不符合省以下财政改革的基本背景。江苏、浙江作为财政大省，市县一级财力较为雄厚，省级政府增值税的实际留成比例已经低于 10%，即市县实际留成比例高于了 90%，固亦不在我们的讨论范围之内。山

东、河南、安徽三省增值税在市县的实际留成比例也高于了 90%，原因是三省对增值税在市县的留成比例做出了特殊规定。其余各省份中，吉林和重庆增值税省与市县留成比例为五五分，广西增值税省与市县留成比例为四六分，陕西、海南、广东、四川、河北、江西、黑龙江、贵州为三七分，云南、山西、湖南和内蒙古为二八分。

若各省参照贵州省改革方案明确增值税在省、市、县收入划分比例，并按照省与市县 2:8 的留成比例进行分配，以 2022 年各省财政决算数据为基准，全国市县基层预计将新增 1100 亿财政资金，其中广东新增超过 440 亿税收收入，其余四川、河北、江西、重庆也将超过 100 亿。以上仅是对财政改革中关于增值税分成比例变动的测算，并且仅限于增值税省以下实际分成比例低于 80% 省份的讨论。其他省以下财力分配机制的改革还涉及到个人所得税、企业所得税等共享税种、非税收入以及土地出让金等，如果在全国范围内推进省以下不同预算类别财政收入的分配机制改革，那么对于新增地方财力的效果是不言而喻的。

图表 26 各省提高增值税省以下分成比例后的财政收入增量估算



资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面，构建化解地方债务长效机制的关键在于，激励地方政府在完善自我管理的基础上，不断培育地方的经济实力和财源根基，即建立地方经济增长和财政收入增长的联动机制，构建拉动消费、驱动投资和壮大财源之间的挂钩机制：

一是逐步建立地方税体系未来可期。当前我国税收收入构成以中央税、中央与地方共享税为主，纯粹的地方税种很少且在财政收入中的占比较低。因此不利于调动地方在发展自身经济和实现财政收入增长方面的积极性，也易造成地方在财力短缺的条件下引致新的债务风险。未来地方税体系的建立可能有两种模式，其一是直接设立新的地方税种，比如现在正在广泛讨论或正在研究开征的房地产税、碳税等税种；其二是按照税基覆盖面大小、地域性特征是否突出、税源流动性的强弱以及是否容易征收和管理，可以将现行税种中的部分税目进行切割，比如可以考虑将增值税和消费税中部分与地方经济关联性较强的税目切割后进行合并，建立新的零售税。

二是完善国有资本预算管理和上交机制的改革如火如荼。2024 年 1 月，国务院发布了关于《进一步完善国有资本经营预算制度的意见》的文件，对扩大国有资本经营预算覆盖范围、健全国有企业收益上交机制和加强国有资本经营预算管理做了比较详细的规定。未来通过进一步完善国有资本预算管理和上交机制，有利于加强地方政府对地方国有企业的经济联系，激励地方政府对国有企业加强约束和管理，从而通过壮大国有资本进一步夯实地方财政实力。近年来“茅台化债”成为了利用国有资本进行地方化债的经典案例，地方政府可以直接购进优质国有企业股权来注入盈利资产，也可以让国有企业来参与投资地方政府主导的一些基建项目，或者让国有企业中具有投资属性的子公司来购买地方政府发行的固定收益类有价债券。

三是推动地方融资平台转型势在必行。长期以来融资平台是地方政府隐性债务产生的重要载体，其发行的融资产品债务关系复杂、期限结构混乱且隐蔽性强，使得地方融资平台举债不易被全面监管和穿透式监管，因此融资平台成为地方政府变相举债或被违规担保的“天然工厂”。未来推动地方融资平台转型的核心就是要打破所谓的“城投信仰”，即打破地方城投

公司发行的城投债不会发生违约以及能够保持刚性兑付的传统理念。应积极推动地方融资平台转型，对于有经营性资产且运营能力较强的融资平台应向国有企业转型，有利于消除这些地方融资平台在举债过程中的信用加持和信用混同问题；对于运营能力较弱、风险隐患较大的融资平台，应剥离其政府融资职能，通过资产重组和接管方式控制其风险外溢。

五、风险提示

- 1) 若稳增长政策落地效果不及预期，或房地产行业进一步下探，将制约财政收入的增长。
- 2) 若地方债务风险进一步加大，或金融机构参与度过高，需警惕财政风险引发金融风险。
- 3) 转移支付的调整涉及中央与地方财政分配平衡，推动落地仍有阻力。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层