区域研究之财政篇——

深挖地方财政变化，警惕债务上升风险

郑斌

博士后研究员

☎：0755-83167467

✉：rthreezhengbin@cmbchina.com

程伟波

区域与行业研究员

☎：0755-83146635

✉：chengweibo@cmbchina.com

- 本报告考察了中国地方政府财政和债务现状及变化，评估了地方政府综合财力、收支平衡性以及债务负担和风险。通过对各省市财政和债务状况加以分类，构建了地方政府财政和债务区域分析框架。
- **头部地区的综合财力规模优势进一步增长。**广东、江苏、浙江、山东等省份的综合财力规模超 1.5 万亿，宁夏和青海的综合财力规模不足 2000 亿元，较 2017 年相比，头部省份的综合财力占比提升明显，与尾部省份的差距进一步拉大。
- **各地区综合财力结构存在显著差异。**东部地区主要依靠税收和土地，北京、上海和广东的税收收入占比高，浙江、江苏、天津和山东的政府性基金收入占比高；中部各项收入占比结构均衡，西部和东北补助收入依赖性强，青海、甘肃、黑龙江、宁夏、新疆、吉林等省补助收入占比超 55%。从综合财力变化来看，天津、吉林、黑龙江、青海等综合财力水平增幅较大的地区，主要源于土地收入的大幅增长。
- **西部地区财政赤字存在失衡风险。**赤字率较高的省份主要集中在西部地区，青海、甘肃、新疆和宁夏存在失衡风险。东部地区虽然赤字规模较大，但赤字率水平整体可控。从赤字率变化来看，绝大部分省份的赤字率出现了增长，仅陕西出现了下降，河北、江西、北京以及西部大部分省份赤字率上升幅度较大。
- **地方政府债规模大的省份主要在东部发达地区，西部和东北地区债务负担重。**江苏、山东、浙江和广东等省份政府债余额均在 1 万亿以上，政府债规模低的省份主要在西部地区。从债务率来看，东中部地区债务率整体较低，西部和东北地区债务率较高，贵州、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、吉林、云南等省份超过了 100%的国际警戒线。从地方政府债变化来看，各省的债务规模都在增长，安徽、甘肃、海南等省增幅超过了 70%，除浙江的债务率下降外，其他省份的债务率都在增长，黑龙江、宁夏、吉林和重庆的债务率增加超 30%。
- **东部地区平台债务规模高**，江苏、浙江、北京、山东、广东等东部省份的平台债务规模较高，其中江苏遥遥领先其他省份。分区域看，东部、中部和西部平台的债务率分化明显，部分省份的债务负担较高，债务率在 150%以上，其中江苏、北京、天津等省份的平台债务率超过了 250%。从平台债务变化来看，大部分省份的平台债务规模在增长，仅天津、内蒙古、青海、辽宁等省份债务规模有所下降；北京、四川、重庆、江西、江苏等省份平台债务率上升较快，天津、辽宁、云南、青海等省份下降明显。

目 录

1．地方政府综合财力 1
1.1 综合财力规模：头部地区优势进一步增长 1
1.2 综合财力结构：东部依靠税收和土地，中部结构均衡，西部和东北补助收入依赖性强 2
1.3 综合财力水平变化：土地收入是短期变化的关键变量 3
2．地方政府收支平衡情况 5
2.1 赤字率：东部赤字水平可控，西部存失衡风险 5
2.2 赤字率变化：冀赣京和西部上升幅度大 5
3．地方政府债务 6
3.1 地方政府债：东部发达省份规模大，西部欠发达地区负担重 7
3.2 地方政府债变化：债务规模和债务率上升，仅浙江债务率下降 9
3.3 融资平台债务：东部地区债务规模高，各区域债务率分化明显 10
3.4 融资平台债务变化：风险突出地区债务负担被动下降 11
4．结语 12

图目录

图 1：2019 年各省市综合财力规模与综合财力水平（亿） 2
图 2：2019 年地方政府综合财力结构 3
图 3：2017-2019 年综合财力水平比较 3
图 4：2017-2019 年税收收入、政府性基金收入和补助收入变化 4
图 5：2019 年各省市赤字规模及赤字率 5
图 6：2019 年各省市赤字率相较 2017 年的变化 6
图 7：2019 年各省市地方政府债余额（亿） 7
图 8：2019 年政府债余额和负债率 8
图 9：2019 年政府债余额和债务率 8
图 10：2019 年较 2017 年政府债和债务率变化 10
图 11：2019 年融资平台有息债务规模及债务率 11
图 12：2019 年 融资平台有息债务规模及债务率较 2017 年的变化 12

表目录

表 1：2019 年末各省市举债空间和赤字规模（亿元） 9
表 2：地方财政债务分析总表 13

1. 地方政府综合财力

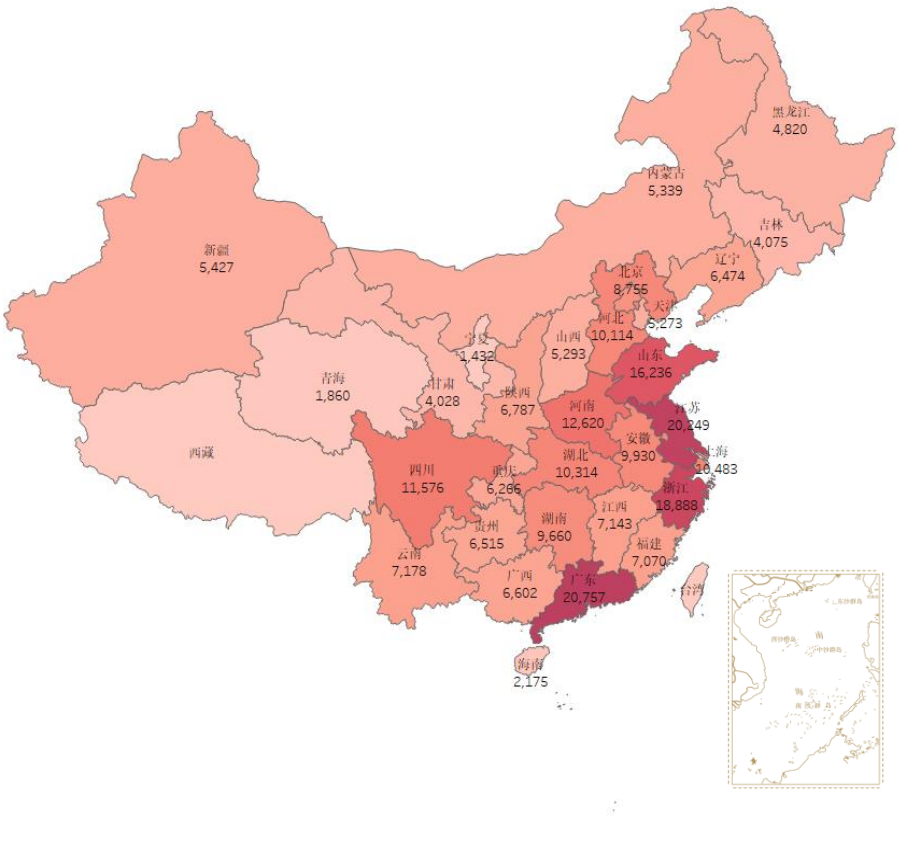
“地方政府综合财力（简称综合财力）”是评价地方政府财政实力的主要指标，考察地方政府财政实力是推动银行政信类业务的认知基础，本部分研究对各省及主要地市的财政情况进行梳理和分析。

1.1 综合财力规模：头部地区优势进一步增长

考察地方综合财力规模，这里依据《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预[2017]35号）定义，即“一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助-上解上级”。总体上，地方政府综合财力规模与地区 GDP 规模呈线性正比关系，分区域观察，2019年继续保持东-中-西梯级分布，东部地区的政府综合财力最强，有很强的头部效应，中部次之，西部和东北相对较差。广东、江苏、浙江、山东四个东部经济大省的综合财力超过 1.5 万亿元，其中，广东和江苏的综合财力规模首次超过 2 万亿元，遥遥领先于其他省市；超过 1 万亿的有 5 个省份，分别是东部的上海和河北，中部的河南和湖北，西部的四川，其中，上海、湖北和河北首次突破 1 万亿元；西部宁夏和青海的综合财力不足2000亿元。数据上看，头部地区的综合财力规模不断提升，广东、江苏、浙江这三个省份综合财力占全国地方政府综合财力的24%，较2017年上升1个百分点，与尾部区域省份的差距进一步拉大。

从各地综合财力水平（综合财力/GDP）看，西北等欠发达地区较高，青海为 62.7%，甘肃为 46.2%；东部广东（19.3%）、江苏（20.3%）、福建（16.7%）、山东（22.8%）等经济发达地区财力水平相对较低。这主要源于中央转移支付的影响，欠发达地区的综合财力水平远高于地区经济发展水平。

图 1：2019 年各省市综合财力规模与综合财力水平（亿）



青海	0.63
甘肃	0.46
海南	0.41
新疆	0.40
贵州	0.39
宁夏	0.38
天津	0.37
黑龙江	0.35
吉林	0.35
广西	0.31
山西	0.31
内蒙古	0.31
云南	0.31
浙江	0.30
江西	0.29
河北	0.29
上海	0.27
安徽	0.27
重庆	0.27
陕西	0.26
辽宁	0.26
四川	0.25
北京	0.25
湖南	0.24
河南	0.23
山东	0.23
湖北	0.23
江苏	0.20
广东	0.19
福建	0.17

资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

1.2 综合财力结构：东部依靠税收和土地，中部结构均衡，西部和东北补助收入依赖性强

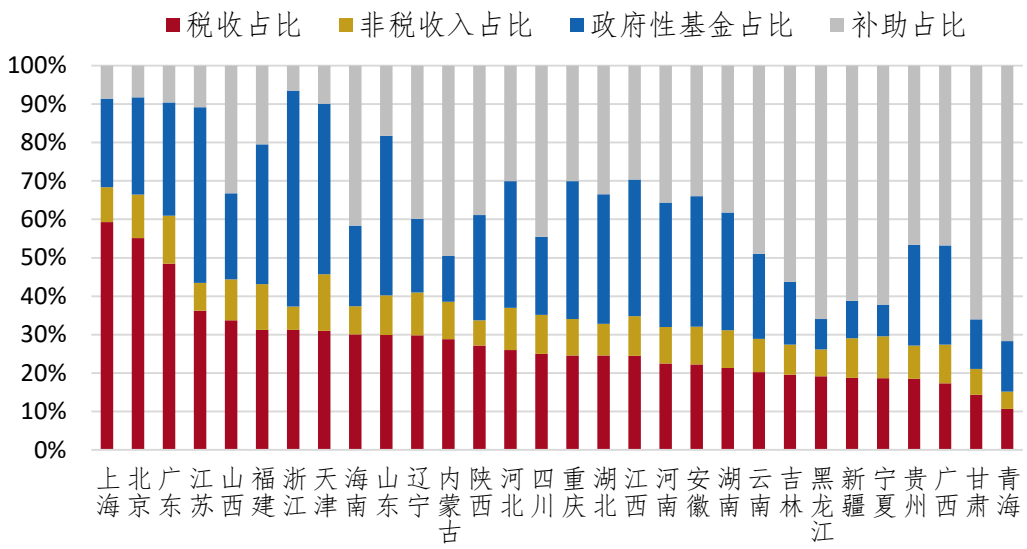
分解地方政府财政收入，主要包括四个部分，即税收收入、非税收入、政府性基金收入和补助收入。对于东部经济发达地区，东部除河北外，税收占比均高于 30%，税收的支撑力领先于其他地区，部分省市如北京、上海、广东税收收入占比分别达到 59.3%、55.1%和 48.5%。部分省份对土地收入依赖性强，有浙江、江苏、天津和山东，政府性基金收入占比均在 40%以上，最高的浙江占比高达 56.2%。

中部地区财力收入结构比较均衡，除山西和海南外，中部各省的一般公共预算收入占比介于 30-35%之间，税收收入占比介于 20%-25%之间，政府性基金收入占比介于 30-36%之间，补助占比介于 33%-39%之间。西部和东北地区对中央财政补助收入的依赖度较大，青海、甘肃、黑龙江、宁夏、新疆、吉林等省

敬请参阅尾页之免责声明

份的补助依赖度超过 55%，最高的青海占比达 71.7%，还有内蒙古、云南、广西、贵州等省份补助收入占比在 45%-50%之间。

图 2：2019 年地方政府综合财力结构

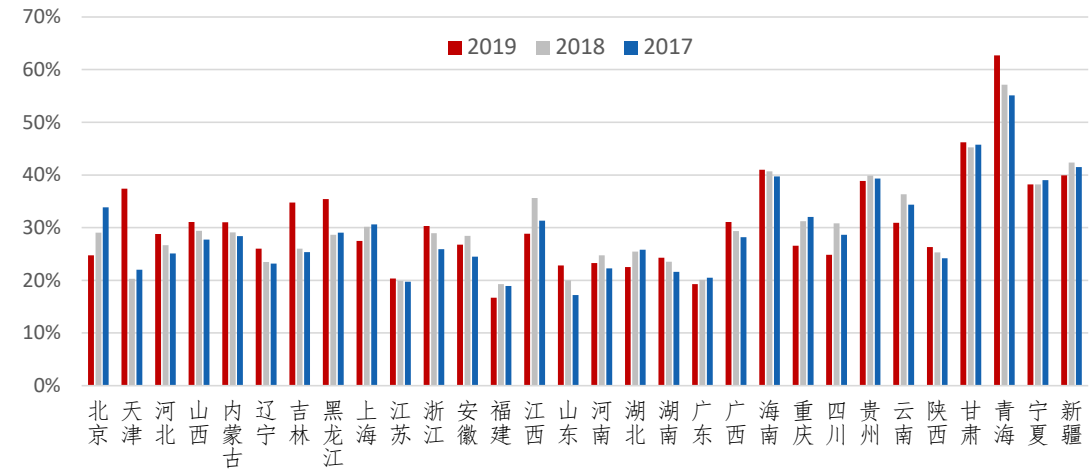


资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

1.3 综合财力水平变化：土地收入是短期变化的关键变量

进一步观察财力水平较 2017 年变化，增幅较大的地区包括天津、吉林、黑龙江、青海。下滑的地区包括北京、上海、福建、江西、湖北、广东、重庆、四川、贵州、云南、宁夏、新疆。

图 3：2017-2019 年综合财力水平比较

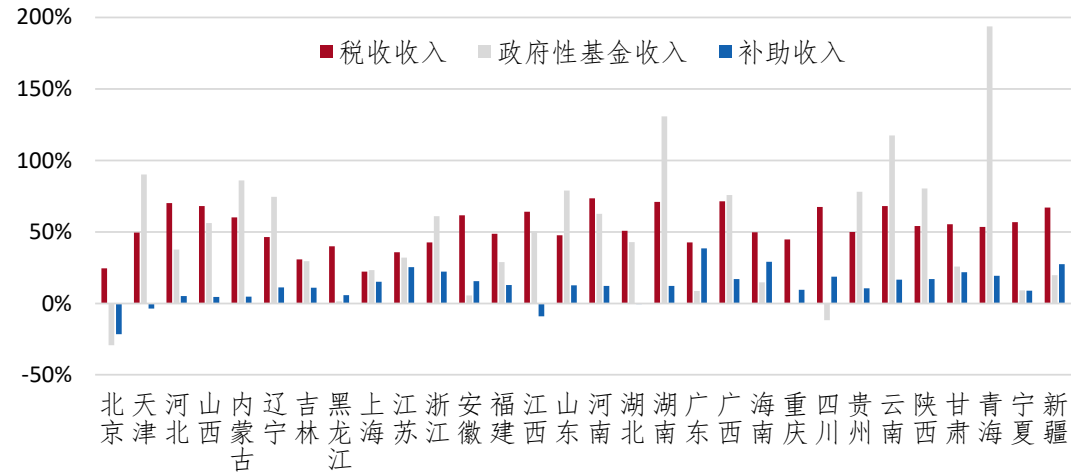


资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

值得关注的是，2019年在减税降费的背景下，部分地区综合财力依然快速上升，这就需要从综合财力的结构去观察这一变化。这里对2017-2019年各地税收收入、政府性基金收入和补助收入的变化进行分析。可以看到尽管减税政策持续推进，但地区税收收入依然保持快速增长，主要是由于一般公共预算收入逐渐规范化，部分非税收入转入税收收入所致。补助收入增长变化差异明显，这可以反映出中央政府地区财政资源分配上的调整。北方地区（京津冀、山西、内蒙古）和东北地区整体增幅较小，长三角、广东地区补助增长较快，国家加大地区的资源倾斜力度。当然这些沿海发达地区补助收入基数较少，其对财力水平的影响并不显著。西部地区保持快速增长，这些地区补助依赖度高、基数大，扶持力度有增无减。总体看，可以认为国家在保持西部欠发达地区扶持的同时，有意将财政资源向南方地区倾斜，这是国家区域战略思路调整的体现。

除了补助收入外，另一个值得关注的是政府性基金收入变化。增幅较大的地区包括天津（90%）、内蒙古（86%）、辽宁（74%）、浙江（60%）、山东（79%）、河南（63%）、湖南（131%）、广西（76%）、海南（147%）、云南（117%）、陕西（80%）和青海（194%）。负增长的地区为北京（-29%）、重庆（-0.1%）、四川（-12%）。引起变化的因素众多，主动性因素可能居于首位，如户籍政策的放松，导致城市落户人口激增，部分地区（天津、浙江、陕西、海南等）土地收入大幅增长，当然如北京疏解非首都功能及严控房地产的政策导致了土地收入大幅下滑。

图 4：2017-2019 年税收收入、政府性基金收入和补助收入变化



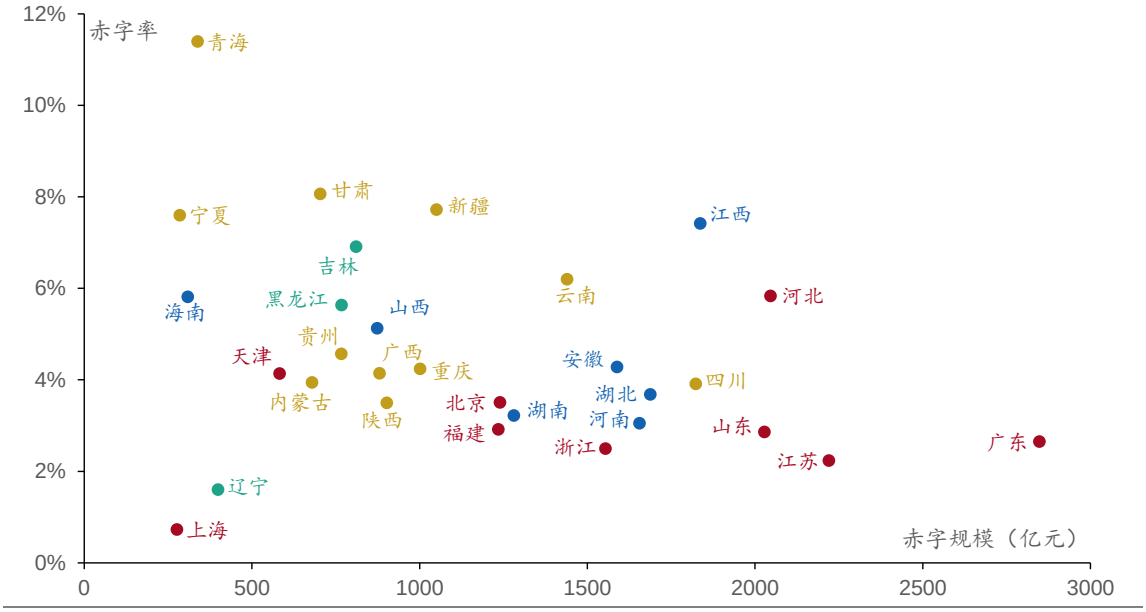
资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

2. 地方政府收支平衡情况

2.1 赤字率：东部赤字水平可控，西部存失衡风险

延续 2019 年财政篇的赤字率计算公式，并以此来评估地方政府财政收支的平衡性。分区域来看，东部地区部分省份的赤字规模较大，广东、江苏、河北、山东等省份的赤字规模超 2000 亿元，最高的广东逾 2800 亿；中部的江西和西部的四川也有较大的赤字规模，超 1800 亿元。赤字规模大体决定了该省每年政府债调剂资金规模（新增政府债、预算外收入补助、调入调节基金等手段可以弥补赤字）。尽管东部地区政府赤字规模大，但赤字率水平整体不高。赤字率较高的地区主要集中于西部省份，青海赤字率高达 11.4%，甘肃、新疆、宁夏的赤字率超过了 7%，在大量中央补助的支持下，这些省份的地方财政收支依然存在较大缺口。值得注意的是，赤字规模较大的江西省，其赤字率也较高，达到了 7.4%。

图 5：2019 年各省市赤字规模及赤字率



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

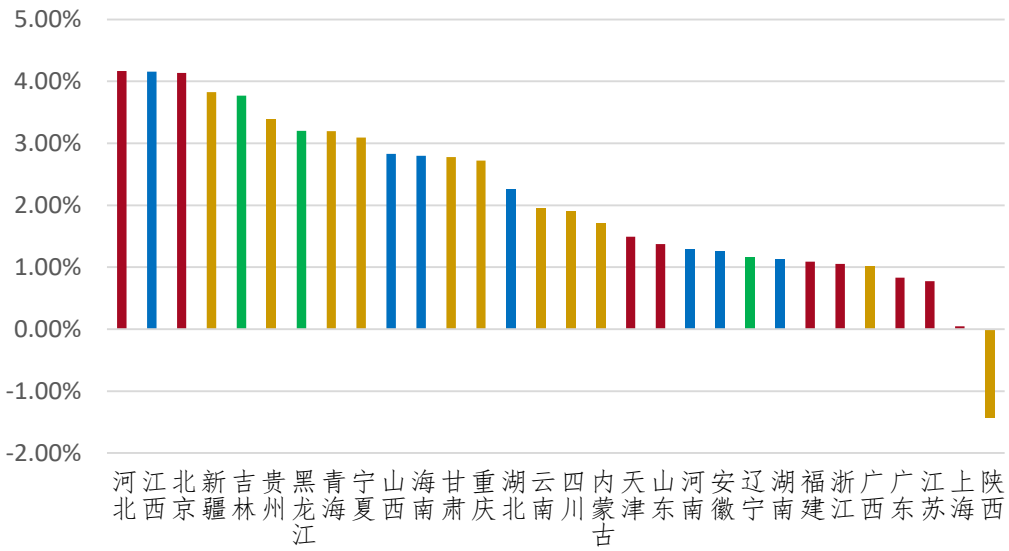
注：红色为东部，蓝色为中部，黄色为西部，绿色为东北

2.2 赤字率变化：冀赣京和西部上升幅度大

进一步观察各地赤字率的增减。下图为各省市赤字率较 2017 年的变化值，各地中只有陕西赤字率有所下降，分析各成分的增长，主要得益于政府性基金

收入的上升。从 4 大区域增长情况看，西部地区和东北的吉林、黑龙江的赤字率上升幅度大，东中部赤字率上涨较少，但河北、江西、北京位居前三。赤字率抬升反映财政收支缺口的增大，这一缺口是否会形成失衡取决于地方政府债务负担和举债空间。

图 6：2019 年各省市赤字率相较 2017 年的变化



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

3. 地方政府债务

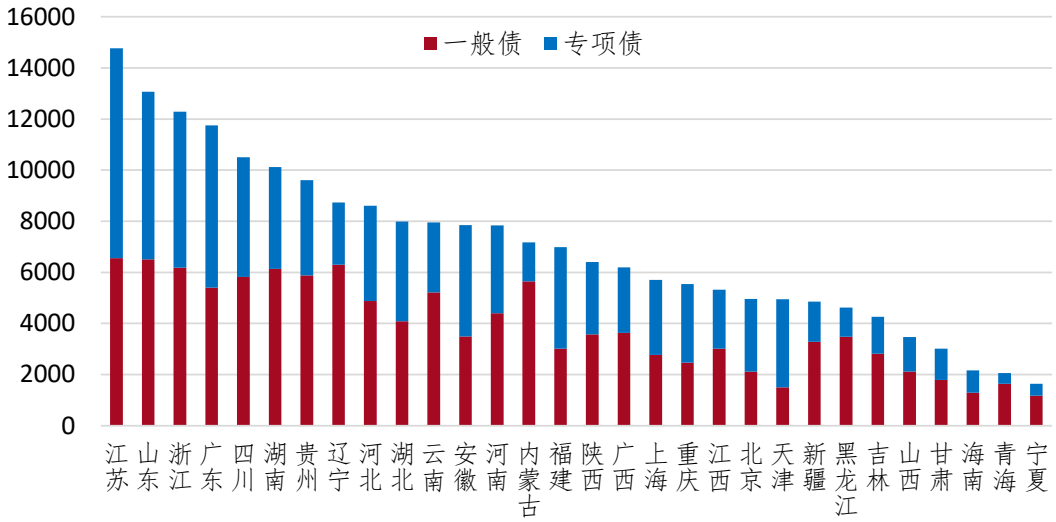
地方政府债务包括狭义债务和广义债务，狭义债务为政府发行的一般债和专项债，即政府债；广义债务除政府债外，还包括了各级政府及其部门、融资平台公司、国有企业、事业单位等以非政府债券方式举借的债务。

2018 年 27 号文对广义债务构成进行分解和界定，包括显性债务、隐性债务和经营性债务。显性债务与狭义债务相对应；隐性债务指法定政府债务限额之外直接或者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，包括地方国有企事业单位等替政府举债，由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务；政府投资基金、开展 PPP、政府购买服务等过程中，通过约定回购资本金、承诺保底收益等形式的中长期支出事项债务。隐性债务在法律上不属于政府债务，但地方政府又化解债务的责任；经营性债务主要为现金流能够覆盖本息的准公益性项目的负债，其偿还责任为融资平台或国有企业。由于隐性债务的界定属于政府保密事项，因此本文通过地方融资平台有息债务来各地观察隐性债务的规模。

3.1 地方政府债：东部发达省份规模大，西部欠发达地区负担重

首先探讨显性债务的情况。图中可见，债务规模大的省份主要在东部地区，有江苏、山东、浙江和广东等省份，中部的湖南和西部的四川债务规模也较大，政府债余额均在 1 万亿以上，最高的江苏逾 1.47 万亿。债务规模较低的省份主要在西部和东北地区，宁夏的规模最小，为 821 亿。一般债和专项债的比例与各地财政收入结构相关，一般公共预算占比越高，一般债占比越高。可以看到东部地区由于政府性基金收入占比较高，其专项债占比也高于其他地区。

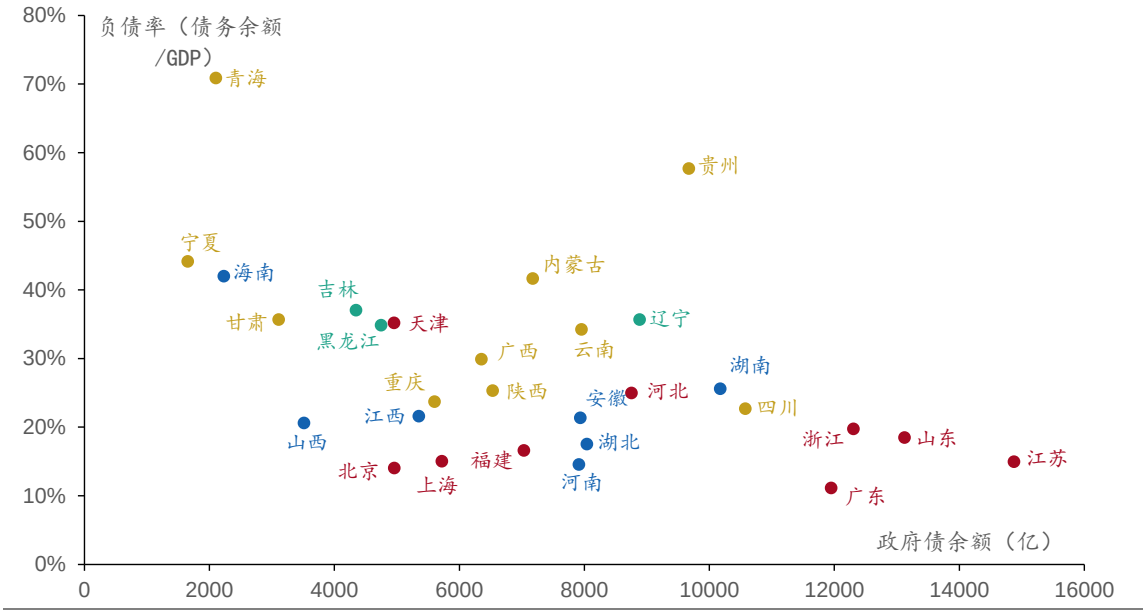
图 7：2019 年各省市地方政府债余额（亿）



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

采用负债率（政府债余额/GDP）指标观察地方政府债务压力。可以看到除青海外，其他地区均未超过 60%的国际警戒线。贵州债务压力较大，接近 60%的警戒线。从区域分布看，东-中-西-东北负债率依次上升，欠发达地区债务压力最大，东部发达地区的债务压力较小，最低的广东仅为 11%。考虑到今年新冠疫情的影响，一季度 GDP 已出现负增长，财政收入出现较大幅度下滑。财政缺口下地方债发行力度加大，叠加 GDP 增长放缓，预想负债率指标会出现跃升的情况。

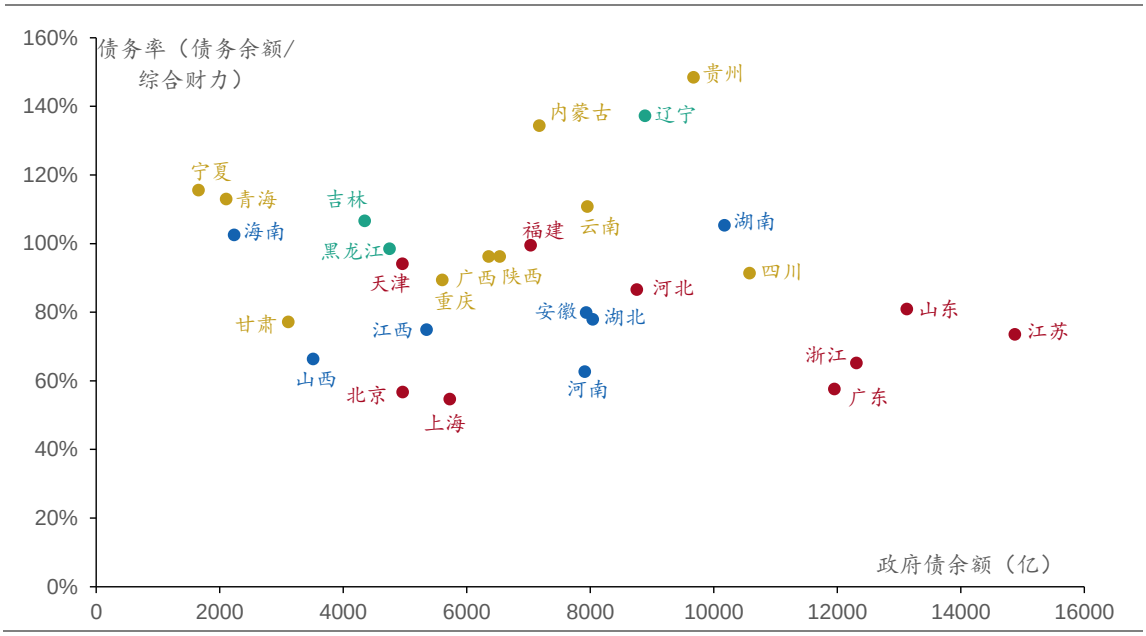
图 8：2019 年政府债余额和负债率



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

采用债务率指标（政府债余额/综合财力）观察地方政府偿债压力。从各地债务率情况看，东中部地区债务率整体较低，具有较大的举债空间。西部和东北空间较小，贵州、辽宁、内蒙古、宁夏、青海、吉林、云南等地超过了100%的国际警戒线，存在较大的债务偿付压力。

图 9：2019 年政府债余额和债务率



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

那么地方政府还有多少法定举债空间呢？简单以债务率100%的警戒线作为标准测算各地空间的阈值。比较各地阈值和年度赤字规模可以看到，过半数地

敬请参阅尾页之免责声明

区举债空间低于当年赤字额，北京、上海、江苏、浙江、广东等东部发达省份还有较大的举债空间。2020 年中央下发 3.15 万亿的专项债规模正在推高举债规模。综合财力下滑和举债规模增长会进一步缩小各地的空间。

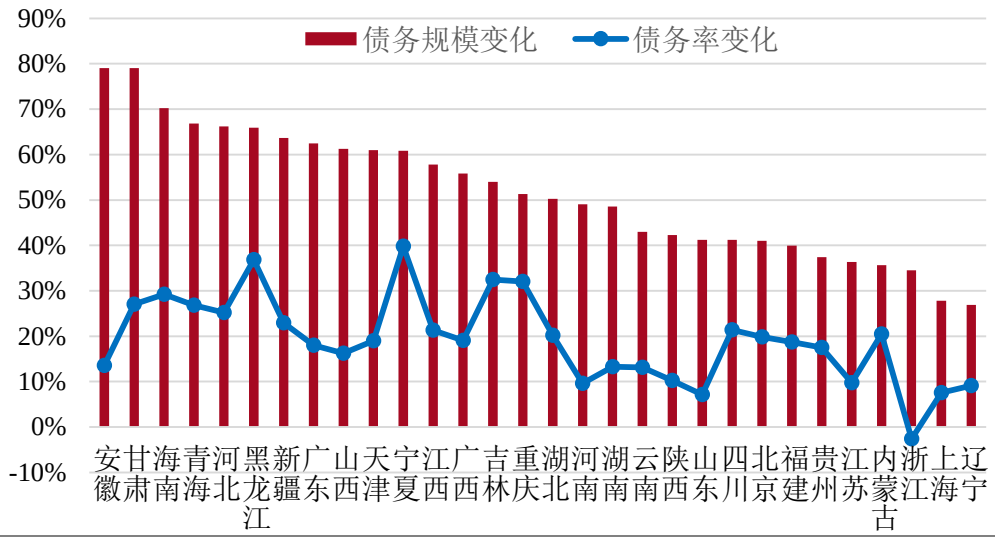
表 1：2019 年末各省市举债空间和赤字规模（亿元）

地区	北京	天津	河北	山西	内蒙古	辽宁	吉林	黑龙江	上海	江苏
举债空间	3792	314	1359	1780	-1835	-2412	-270	71	4760	5374
赤字规模	1240	583	2046	873	679	399	810	767	276	2220
地区	浙江	安徽	福建	江西	山东	河南	湖北	湖南	广东	广西
举债空间	6580	1995	37	1793	3110	4709	2275	-512	8805	248
赤字规模	1554	1588	1235	1837	2028	1656	1687	1281	2848	880
地区	海南	重庆	四川	贵州	云南	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
举债空间	-56	662	999	-3157	-776	254	919	-242	-223	799
赤字规模	309	1001	1823	766	1439	902	703	338	285	1050

3.2 地方政府债变化：债务规模和债务率上升，仅浙江债务率下降

进一步观察债务规模及债务率的变化，下图为 2017 年至 2019 年末政府债务增幅。各地债务增幅均超过 20%，辽宁和上海增幅最低，分别为 27%和 28%。安徽、甘肃、海南等地增幅较高，均超过了 70%。从债务率变化看，总体呈上升趋势，反映出地方政府偿债负担加重。其中黑龙江、宁夏、吉林、重庆债务率增加超 30%。河南、陕西、山东、江苏、上海、辽宁的债务率增幅低于 10%。浙江下降 3%，得益于政府性基金收入的快速增长。

图 10：2019 年较 2017 年政府债和债务率变化



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

3.3 融资平台债务：东部地区债务规模高，各区域债务率分化明显

融资平台债务包括了地方政府隐性债务和经营性债务，隐性债务地方政府具有化解责任，经营性债务主要依靠平台自身的现金流进行偿还。2018 年中央下发了 27 号文和 40 号文，严禁新增地方政府隐性债务。其后融资平台新增的债务均为经营性债务。

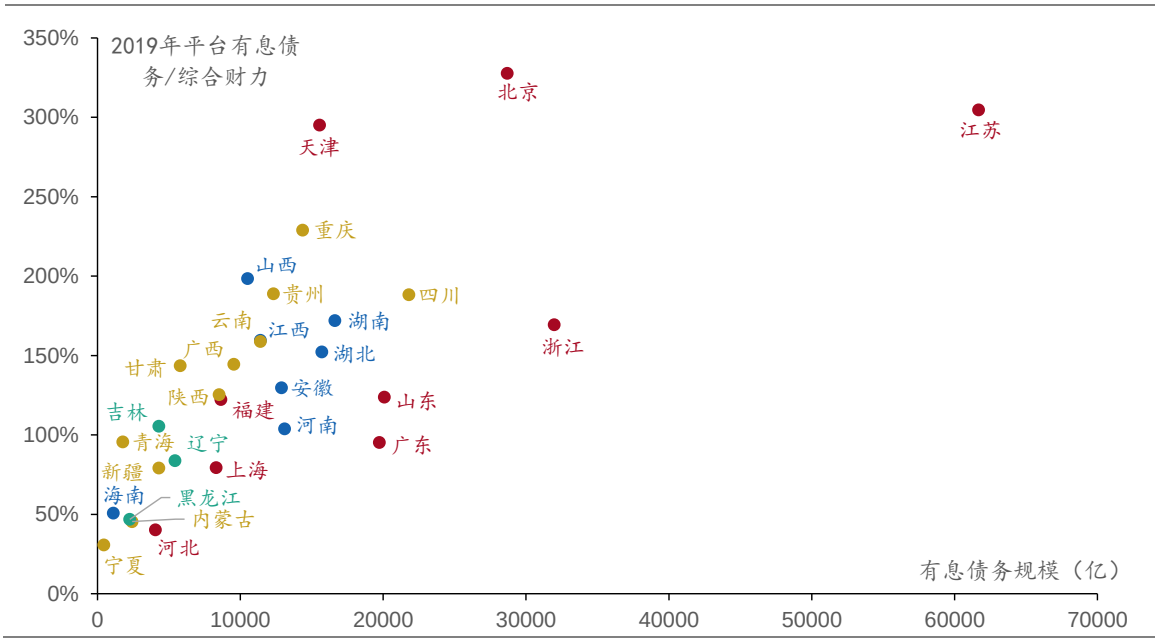
从各省平台有息债务规模看，债务规模较高的省份主要在东部地区。江苏省债务规模最高，达 6.17 万亿，北京、浙江位居二三位，但仅为江苏的一半（2.87 万亿和 3.20 万亿）。中部地区债务规模分布较为集中，除海南外，其他省份的平台债务规模在 1-1.7 万亿之间。西部地区分化明显，四川超过 2 万亿，宁夏仅为 441 亿。东北地区债务规模整体偏低，这与其平台融资能力不足（或市场对平台的认可度低）有关。

从债务率来看（测算采用“平台债务规模/政府综合财力”），北京、江苏、天津、重庆、山西、贵州、四川、云南、湖南、浙江等省份的债务负担较高，都在150%以上。分区域看，东部、中部和西部平台的债务率分化明显，东北三省的债务率较低。东部地区的北京、江苏、天津比值超过250%，广东、山东、上海、福建、河北偏低；中部地区最高的山西达 200%，最低的海南仅为

敬请参阅尾页之免责声明

51%；西部地区最高的重庆达 229%，最低的宁夏仅为 31%，这种分布与平台融资能力存在一定的关联性，其背后驱动力是地区经济和财政实力。

图 11：2019 年融资平台有息债务规模及债务率

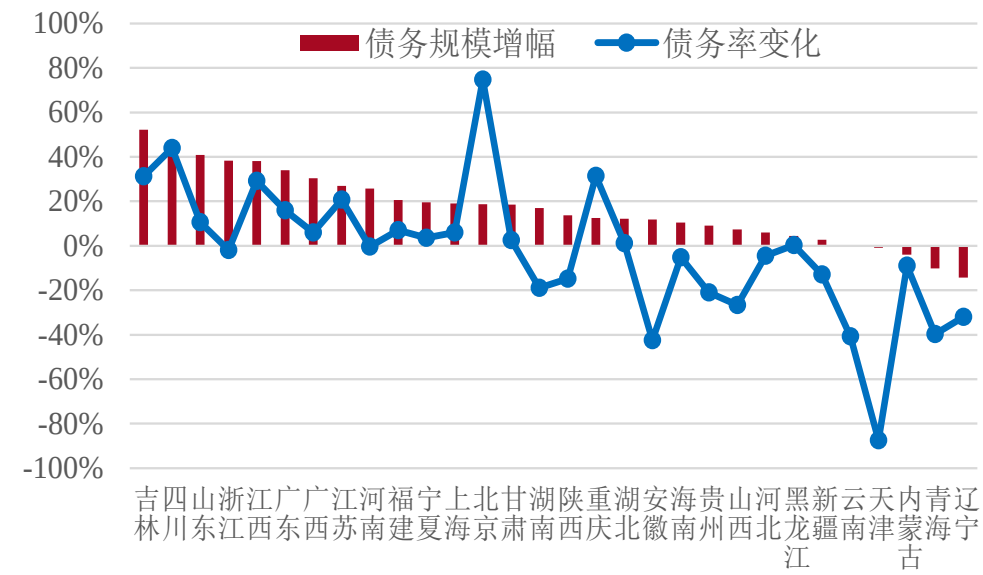


资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

3.4 融资平台债务变化：风险突出地区债务负担被动下降

进一步观察平台有息债务规模及债务率的变化，大部分省份的平台债务规模在增长，其中，吉林、四川、山东等省份债务规模增幅较高，超过 40%。仅天津、内蒙古、青海、辽宁等省份债务规模有所下降。从债务率变化看，半数省份平台债务率上升，半数下降。增长最快的北京，增幅高达 75%，四川（44%）、重庆（31%）、江西（29%）、江苏（21%）等地增长较快。天津（-88%）、辽宁（-32%）、云南（-41%）、青海（-40%）等地的平台债务率出现了下降，这些地区平台债务风险突出，在风险累积和非标融资监管趋严的外部环境下，平台融资能力受限，债务规模和债务率出现被动性下降。值得关注的是，湖南、陕西、安徽等地在平台有息债务保持两位数增长的同时，债务率保持较大的降幅，反映出随着地区财力的迅速增长，平台债务负担有所下降。

图 12：2019 年融资平台有息债务规模及债务率较 2017 年的变化



资料来源：地方财政部门、大智慧财汇、Wind、招商银行研究院

4. 结语

本报告考察地方政府财政和债务现状及变化，通过对地方政府综合财力规模和结构、收支平衡性、地方政府债务负担和风险等指标进行分类，展现了地方政府财政和债务的全局性图景。

财力规模以 5000 和 10000 亿为阈值分为规模小、中、大三类，分别用红色、黄色、绿色标识。财力水平变化是以综合财力水平（综合财力/GDP）变动百分比为指标，以 0，5%为阈值分为下降、平稳增长、快速增长三类，同样以红黄绿三色标识。

财力结构主要考察税收支撑力（税收收入占比）、土地关联性（政府性基金收入占比）以及补助依赖度（补助收入占比）。税收收入占比以 25%，40%为阈值分为低、中、高三类，收入占比越高财政收入结构越健康；政府性基金收入占比以 20%，35%为阈值分为低、中、高，政府性基金收入占比越高，未来财政收入稳定性越差；补助收入占比以 20%、40%为阈值，补助收入占比越高的地区自身财政实力越差，越依赖于中央转移支付。

收支平衡性考察围绕赤字率指标，赤字率划分采用 3%和 5%为阈值，分为低、中、高；赤字率变化则以 0 和 2%为阈值，赤字率下降或持平的地区仅有陕西和上海，其他地区均保持上升态势。增长较快的地区包括北京、河北、江西，增幅超 4%。

对债务考察包括地方政府债务和平台债务。由于债务率与综合财力挂钩，直接反映政府的偿付能力。这里采用的指标为政府债务率及变化量，平台债务率及变化量。政府债务率以 60%和 100%为阈值，各地债务负担可以此分为低、中、高三档。政府债务率变化则以 10%和 20%阈值划分为平稳（包括下降）、小幅上升、大幅上升三档。可以看到随着专项债发行的加速，各地债务率保持较快增长，届时更多地区将超过 100%的国际警戒线；平台债务率则以 100%和 150%为阈值进行划分，依次分为低、中、高三档，平台债务负担较大的地区主要为京津、江浙、两湖、西南等地区。以 0 和 20%的变化值为阈值，其中北京、江苏、重庆、四川平台债务保持较快增长。

表 2：地方财政债务分析总表

省及直辖市	综合财力					收支平衡		债务			
	财力规模	财力水平变化	税收支撑力	土地关联性	补助依赖度	赤字率	赤字变化	政府债务率	政府债务率变化	平台债务率	平台债务率变化
北京	中	下降	高	中	低	中	较快增长	低	大幅上升	高	大幅上升
天津	中	较快增长	中	高	低	中	小幅增长	中	小幅上升	高	下降
河北	大	平稳增长	中	中	中	高	较快增长	中	大幅上升	低	下降
山西	中	平稳增长	中	中	中	高	较快增长	中	小幅上升	高	下降
内蒙古	中	平稳增长	中	低	高	中	小幅增长	高	大幅上升	低	下降
辽宁	中	平稳增长	中	低	中	低	小幅增长	高	平稳	低	下降
吉林	低	较快增长	低	低	高	高	较快增长	高	大幅上升	中	大幅上升
黑龙江	低	较快增长	低	低	高	高	较快增长	中	大幅上升	低	小幅上升
上海	大	下降	高	中	低	低	持平	低	平稳	低	小幅上升
江苏	大	平稳增长	中	高	低	低	小幅增长	中	小幅上升	高	大幅上升
浙江	大	平稳增长	中	高	低	低	小幅增长	中	下降	高	下降
安徽	中	平稳增长	低	中	中	中	小幅增长	中	小幅上升	中	下降
福建	中	下降	中	高	中	低	小幅增长	中	小幅上升	中	小幅上升
江西	中	下降	低	高	中	高	较快增长	中	大幅上升	高	大幅上升
山东	大	较快增长	中	高	低	低	小幅增长	中	平稳	中	小幅上升
河南	大	平稳增长	低	中	中	中	小幅增长	中	小幅上升	中	小幅上升
湖北	大	下降	低	中	中	中	较快增长	中	大幅上升	高	小幅上升
湖南	中	平稳增长	低	中	中	中	小幅增长	高	小幅上升	高	下降
广东	大	下降	高	中	低	低	小幅增长	低	小幅上升	低	小幅上升
广西	中	平稳增长	低	中	高	中	小幅增长	中	小幅上升	中	小幅上升
海南	低	平稳增长	中	中	高	高	较快增长	高	大幅上升	低	下降
重庆	中	下降	低	高	中	中	较快增长	中	大幅上升	高	大幅上升
四川	大	下降	低	中	高	中	小幅增长	中	大幅上升	高	大幅上升
贵州	中	平稳增长	低	中	高	中	较快增长	高	小幅上升	高	下降
云南	中	下降	低	中	高	高	小幅增长	高	小幅上升	高	下降
陕西	中	平稳增长	中	中	中	中	下降	中	小幅上升	中	下降
甘肃	低	平稳增长	低	低	高	高	较快增长	中	大幅上升	中	小幅上升

青海	低	较快增长	低	低	高	高	较快增长	高	大幅上升	低	下降
宁夏	低	下降	低	低	高	高	较快增长	高	大幅上升	低	小幅上升
新疆	中	下降	低	低	高	高	较快增长	中	大幅上升	低	下降

资料来源：招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇