

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

地方政府与城投企业债务风险 研究报告—天津篇

联合资信 公用评级一部 | 姚 玥 郑 重 杜 晗 韩子祺



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



报告概要

天津市地理位置优越，交通便利；作为我国四大直辖市之一，天津市综合经济实力较强，人均 GDP 处于全国前列。近年来，天津市政府推动产业创新，带动产业结构升级优化，呈现出以第二三产业为主导的产业格局。2019—2021 年，天津市 GDP 排名均居于全国中下游，经济增速持续低于全国水平。天津市一般公共预算收入在全国排名中游，一般公共预算收入稳定性尚可，整体财政自给率一般，财政收支持续存在一定缺口。从政府债务看，天津市政府负债率及政府债务率处于较高水平。2021 年 6 月及 2022 年 3 月，天津市分别召开债券市场投资人恳谈会，对改善天津债券市场融资环境有一定积极影响，但需关注其效应的延续性。

天津市各区经济体量有所差异，其中滨海新区作为天津市下辖的副省级区，经济总量在各区中处于绝对领先地位。2021 年，天津市大部分地区生产总值较 2020 年均有一定程度的增长。受经济发展水平差异影响，天津市各区财政实力分化明显，其中滨海新区综合财力相对其他区域较强。2021 年，天津市大部分区一般公共预算收入均有不同程度的增长，但红桥区 and 宁河区同比有所下降，财政收入增长压力较大。同期，天津市各区财政自给水平相差较为明显，宝坻区、津南区和蓟州区财政自给能力位列天津市各区中后三位，财政自给能力较弱。天津市地方政府债务主要集中在市本级和滨海新区，核心六区政府债务余额规模相对较小；2021 年，天津市环城四区及远郊区政府债务余额明显增长，债务率整体大于核心六区，滨海新区因其较大规模的财政收入拉低了其债务率水平。

从企业层面看，天津市高信用级别的发债城投企业集中于市本级和滨海新区。各区以及市本级的城投债务规模差异较大，市本级和滨海新区城投企业有息债务规模整体高于环城四区及其他远郊区，且市本级及各区发债城投企业短期偿债能力两级分化较为明显。目前天津市发债城投企业债务未来集中兑付压力较大。地方综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力相对较弱的地区为东丽区、北辰区、静海区、宁河区、蓟州区和滨海新区，需关注面临集中偿付压力同时再融资能力受限的区域内城投企业的信用风险。

一、天津市经济及财政实力

1. 天津市区域特征及经济发展状况

天津市地理位置优越，交通便利；作为我国四大直辖市之一，天津市综合经济实力较强，人均 GDP 处于全国前列。近年来，天津市政府推动产业创新，带动产业结构升级优化，呈现出以第二三产业为主导的产业格局。2021 年，天津市地区生产总值为 1.57 万亿元，同比增长 6.6%，经济增速明显提升，但仍低于全国增速。

天津市作为我国四大直辖市之一、国家中心城市和首批沿海开放城市，是中国北方省区市对外交往的重要通道，也是中国北方最大的港口城市，是全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区和改革开放先行区。天津市土地总面积 11966.45 平方公里，其中海岸线长 153.67 公里、陆界长 1137.48 公里。天津市是中蒙俄经济走廊主要节点、海上丝绸之路的战略支点、“一带一路”交汇点、亚欧大陆桥最近的东部起点。天津市凭借优越的地理位置和交通条件，成为连接国内外、联系南北方、沟通东西部的重要枢纽。

行政区划方面，天津市现辖 16 个区，包括滨海新区、和平区、河东区、河西区、南开区、河北区、红桥区、东丽区、西青区、津南区、北辰区、武清区、宝坻区、静海区、宁河区和蓟州区。根据《2021 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2021 年末，天津市常住人口总量 1373 万人，其中城镇常住人口 1165 万人，乡村常住人口 208 万人。城镇化率为 84.88%，比上年末提高 0.18 个百分点。

自然资源方面，天津市已发现矿产资源 35 个矿种，查明资源储量的矿产有 18 种，主要有锰硼石、锰、金、钨、钼和铜等，非金属矿产主要有水泥石灰岩、重晶石和叠层石等。天津市附近海域石油天然气资源丰富，已探明石油储量超 1.9 亿吨，天然气储量 638 亿立方米；天津市是我国最大的海盐产区之一，其盐田面积 338 平方公里，海盐年产量 240 多万吨。天津市地热资源储量丰富，具有埋藏浅和水质好的特点，已发现的 10 个具有勘探和开发利用价值的地热异常区，热水总储藏量达 1103.6 亿立方米，是中国迄今最大的中低温地热田。

经济运行方面，2019—2021 年，天津市 GDP 排名均居于全国中下游（2021 年全国排名第 24 位）。同期，天津市 GDP 按可比价计算增速分别为 4.8%、1.5% 和 6.6%，持续低于全国水平。2021 年，天津市经济增速较上年明显提升，但仍低于全国增速 1.5 个百分点。从产业结构看，第二产业和第三产业是支撑天津市经济发展的主要动力，2019—2021 年，天津市三次产业结构由 2019 年的 1.3:35.2:63.5 调整为 2021 年的 1.4:37.3:61.3，产业结构升级优化，对第三产业依赖程度较高。固定资产投资方面，2019—2021 年，天津市固定资产投资（不含农户）增速波动较大，分别为 13.9%、3.0% 和 4.8%。2021 年，天津市固定资产增速提升。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资下降 45.8%，第二产业投资增长 7.8%，第三产业投资增长 4.9%。分领域看，工业投资增长 7.6%，其

中制造业投资增长 13.8%；基础设施投资增长 1.7%。

产业发展方面，近年来，天津市经济进入优化经济结构、转换增长动力阶段，有序退出落后产能，同时推动产业创新，构建“1+3+4”产业体系，即“智能科技产业”+“生物医药、新能源、新材料”三大新兴产业+“航空航天、高端装备、汽车、石油石化”四大优势产业。工业发展方面，2021 年，天津市工业增加值 5224.57 亿元，比上年增长 8.0%，工业生产保持较高增速。其中制造业增加值占地区生产总值比重为 24.1%，规模以上工业增加值增长 8.2%。规模以上工业中，分门类看，采矿业增加值增长 3.3%，制造业增长 8.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 17.9%。分重点行业看，医药制造业增加值增长 18.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业增长 22.5%。

根据天津市统计局披露的数据，2022 年 1—9 月，天津市地区生产总值为 11896.10 亿元，同比增长 1.0%。其中，第一产业增加值 148.18 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 4513.08 亿元，同比增长 0.2%；第三产业增加值 7234.84 亿元，同比增长 1.3%。同期，天津市规模以上工业增加值同比增长 0.2%，固定资产投资（不含农户）同比下降 7.9%，面临较大经济增长压力。

表 1 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月天津市主要经济数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
GDP（亿元）	14055.46	14083.73	15695.05	11896.10
GDP 同比增速（%）	4.8	1.5	6.6	1.0
三次产业结构	1.3:35.2:63.5	1.5:34.1:64.4	1.4:37.3:61.3	1.3:37.9:60.8
固定资产投资（不含农户）增速（%）	13.9	3.0	4.8	-7.9
城镇化率（%）	83.48	84.70	84.88	--

注：1. GDP 增速为按可比价计算；2. 2019 年 GDP 及增速数据已根据天津市统计局发布的关于 2019 年地区生产总值最终核实的公告进行修订
资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 2 2021 年全国各省市主要经济数据对比

项目	GDP		GDP 增速		人均 GDP	
	规模（亿元）	排名	增速（%）	排名	规模（万元）	排名
广东省	124369.67	1	7.95	14	9.83	7
江苏省	116364.20	2	8.60	5	13.70	3
山东省	83095.90	3	8.30	8	8.17	11
浙江省	73515.76	4	8.48	7	11.30	6
河南省	58887.41	5	6.29	27	5.94	22
四川省	53850.79	6	8.20	11	6.43	18
湖北省	50012.94	7	12.85	1	8.64	9
福建省	48810.36	8	7.95	14	11.69	4
湖南省	46063.09	9	7.67	16	6.94	14
上海市	43214.85	10	8.10	12	17.36	2
安徽省	42959.18	11	8.26	10	7.03	13

河北省	40391.27	12	6.50	25	5.42	27
北京市	40269.55	13	8.50	6	18.40	1
陕西省	29800.98	14	6.45	26	7.54	12
江西省	29619.67	15	8.76	4	6.56	15
重庆市	27894.02	16	8.30	8	8.69	8
辽宁省	27584.07	17	5.76	30	6.50	16
云南省	27146.76	18	7.25	18	5.77	23
广西壮族自治区	24740.86	19	7.50	17	4.92	29
山西省	22590.16	20	9.13	3	6.48	17
内蒙古自治区	20514.20	21	6.26	28	8.54	10
贵州省	19586.42	22	8.06	13	5.08	28
新疆维吾尔自治区	15983.65	23	6.96	19	6.17	21
天津市	15695.05	24	6.56	24	11.37	5
黑龙江省	14879.19	25	6.06	29	4.73	30
吉林省	13235.52	26	6.60	23	5.55	26
甘肃省	10243.30	27	6.94	20	4.10	31
海南省	6475.20	28	11.20	2	6.37	19
宁夏回族自治区	4522.31	29	6.66	22	6.25	20
青海省	3346.63	30	5.69	31	5.64	25
西藏自治区	2080.17	31	6.69	21	5.68	24

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 天津市财政实力及政府债务情况

2021 年，天津市一般公共预算收入规模在全国排名中游，财政收支持续面临一定缺口，财政自给程度一般；政府性基金收入波动下降，上级补助收入波动增长，对财政收入形成了重要补充。从政府债务看，天津市政府负债率及政府债务率处于较高水平，政府债务负担较重。

受新冠肺炎疫情冲击、减税降费政策等因素影响，2019—2021 年，天津市一般公共预算收入波动较大，同比增速分别为 14.4%、-10.2%和 11.3%。2021 年，天津市一般公共预算收入恢复增长，增速较上年明显提升，一般公共预算收入规模在全国仍排名中游水平（2021 年为第 21 位）。2019—2021 年，天津市税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 67.80%、78.00%和 75.75%，税收收入占比持续较高。2019—2021 年，天津市一般公共预算支出波动下降，2021 年，天津市一般公共预算支出 3152.55 亿元。其中由一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、卫生健康支出组成的刚性支出约 1494.19 亿元，约占一般公共预算支出的 47.40%。2019—2021 年，天津市财政收支持续面临一定缺口，财政自给程度一般。2019—2021 年，天津市政府性基金收入波动下降，主要系 2020 年受疫情冲击、经济下行压力加大以及房地产政策调控等因素叠加影响，

政府性基金收入大幅下降所致。同期，天津市上级补助收入波动增长，对财政收入形成了重要补充。

2022 年前三季度，受疫情冲击、留抵退税等减税降费政策、房地产行业下行等因素影响，天津市财政收入明显下降。2022 年 1—9 月，天津市一般公共预算收入 1366.6 亿元，扣除留抵退税因素可比口径下降 8.1%，按自然口径计算下降 17.9%。其中税收收入 976.0 亿元，非税收入 390.60 亿元，比上年同期下降 4.7%。同期，天津市一般公共预算支出 1898.8 亿元，比上年同期下降 15.0%。

表 3 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月天津市主要财政数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
一般公共预算收入（亿元）	2410.41	1923.11	2141.06	1366.60
一般公共预算收入增速（%）	14.4	-10.2	11.3	--
税收收入（亿元）	1634.35	1500.14	1621.89	976.00
税收占一般公共预算收入比重（%）	67.80	78.00	75.75	71.42
一般公共预算支出（亿元）	3555.71	3151.37	3152.55	1898.80
财政自给率（%）	67.79	61.02	67.92	71.97
政府性基金收入（亿元）	1430.79	911.93	1126.50	284.90
上级补助收入（亿元）	529.96	722.16	558.75	--
地方政府债务余额（亿元）	4959.30	6368.24	7882.00	--
负债率（%）	35.16	45.22	50.22	--
债务率（%）	113.45	179.02	205.99	--

注：1. 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2. 地方政府债务=政府一般债务+政府专项债务；3. 债务率=地方政府债务/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）*100%；4. 负债率=地方政府债务/全省地区生产总值*100%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019—2021 年，天津市政府债务余额持续增长，分别为 4959.30 亿元、6368.24 亿元和 7882.00 亿元。其中 2021 年政府债务余额较上年增长 23.77%。天津市政府债务以专项债务为主，2021 年政府债务中一般债务为 1941.80 亿元，较上年增长 13.83%，专项债务余额为 5940.20 亿元，较上年增长 27.41%；按级次分，市级债务为 2309.30 亿元，占 29.30%；区级债务 5572.70 亿元，占 70.70%。截至 2021 年底，天津市政府债务余额居全国第 21 位。同期，天津市政府负债率分别为 35.16%、45.22%和 50.22%，逐年增长；同期，天津市政府债务率分别为 113.45%、179.02%和 205.99%，持续提升。2021 年，天津市政府负债率和债务率在全国各省（自治区、直辖市）中均处于较高水平，其中债务率在全国各省（自治区、直辖市）中排名末位，整体债务负担较重。

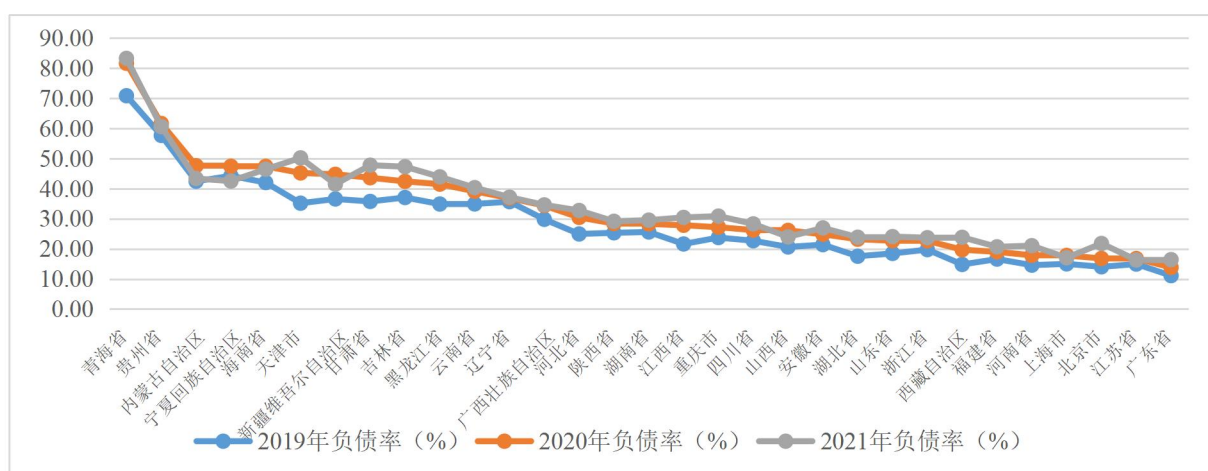
债务管理方面，2021 年 6 月，天津市召开债券市场投资人恳谈会，共同探讨债券市场发展有关问题，并提出了相关具体措施。2022 年 3 月，天津市再次召开国企与金融机构恳谈会，表示天津国资国企坚决守护好信用环境，会上多家天津市重要国企与金融机构签署了战略合作协议。上述会议开展展现了天津市政府维护市场信用环境的决心，对改善天津债券市场融资环境有一定积极影响，但需关注其效应的延续性。

表 4 2021 年全国各省市主要财政及债务数据对比

省份	一般公共预算收入		财政自给率		政府债务余额		负债率		债务率	
	规模 (亿元)	排名	自给率 (%)	排名	亿元	排名	负债率 (%)	排名	债务率 (%)	排名
广东省	14105.04	1	77.40	3	20417.41	1	16.42	2	82.15	5
江苏省	10015.16	2	68.67	5	18963.76	3	16.30	1	73.58	3
浙江省	8262.64	3	75.02	4	17426.77	4	23.70	7	81.97	4
上海市	7771.80	4	92.18	1	7356.80	22	17.02	3	58.64	2
山东省	7284.46	5	62.19	8	19992.73	2	24.06	11	107.97	14
北京市	5932.31	6	82.33	2	8770.68	17	21.78	6	89.61	7
四川省	4773.15	7	42.56	18	15237.50	5	28.30	13	99.33	9
河南省	4353.92	8	44.50	17	12395.26	8	21.05	5	95.39	8
河北省	4167.62	9	47.10	11	13226.37	7	32.75	18	120.97	19
安徽省	3498.19	10	46.08	14	11576.29	11	26.95	12	108.91	15
福建省	3383.40	11	65.01	7	10091.47	14	20.67	4	121.08	20
湖北省	3283.32	12	41.38	20	11932.22	9	23.86	9	107.50	13
湖南省	3250.70	13	39.05	21	13605.43	6	29.54	15	122.05	22
山西省	2834.47	14	56.17	9	5412.99	26	23.96	10	88.93	6
江西省	2812.23	15	41.49	19	9013.34	15	30.43	16	103.61	10
陕西省	2775.42	16	45.73	15	8687.60	18	29.15	14	107.45	12
辽宁省	2765.59	17	47.04	12	10252.53	13	37.17	20	147.64	27
内蒙古自治区	2349.95	18	44.85	16	8896.75	16	43.37	24	152.94	29
重庆市	2285.45	19	47.27	10	8610.00	19	30.87	17	126.66	23
云南省	2278.29	20	34.34	23	10951.69	12	40.34	21	151.32	28
天津市	2141.06	21	67.92	6	7882.04	21	50.22	29	206.00	31
贵州省	1969.39	22	35.23	22	11872.29	10	60.61	30	157.22	30
广西壮族自治区	1800.12	23	30.98	25	8560.71	20	34.60	19	121.91	21
新疆维吾尔自治区	1618.61	24	30.10	27	6627.10	23	41.46	22	114.01	16
黑龙江省	1300.51	25	25.48	28	6534.54	24	43.92	25	120.74	18
吉林省	1144.00	26	30.95	26	6259.36	25	47.29	27	136.44	25
甘肃省	1001.86	27	24.84	29	4895.60	27	47.79	28	106.69	11
海南省	921.16	28	46.73	13	3007.90	28	46.45	26	128.50	24
宁夏回族自治区	460.01	29	32.22	24	1922.26	30	42.51	21	118.50	17
青海省	328.76	30	17.73	30	2787.19	29	83.28	31	137.11	26
西藏自治区	215.62	31	10.64	31	495.68	31	23.83	8	20.48	1
全国中位数	2775.42	--	44.85	--	8896.75	--	30.43	--	114.01	--
全国均值	3558.11	--	46.88	--	9795.56	--	34.18	--	113.40	--

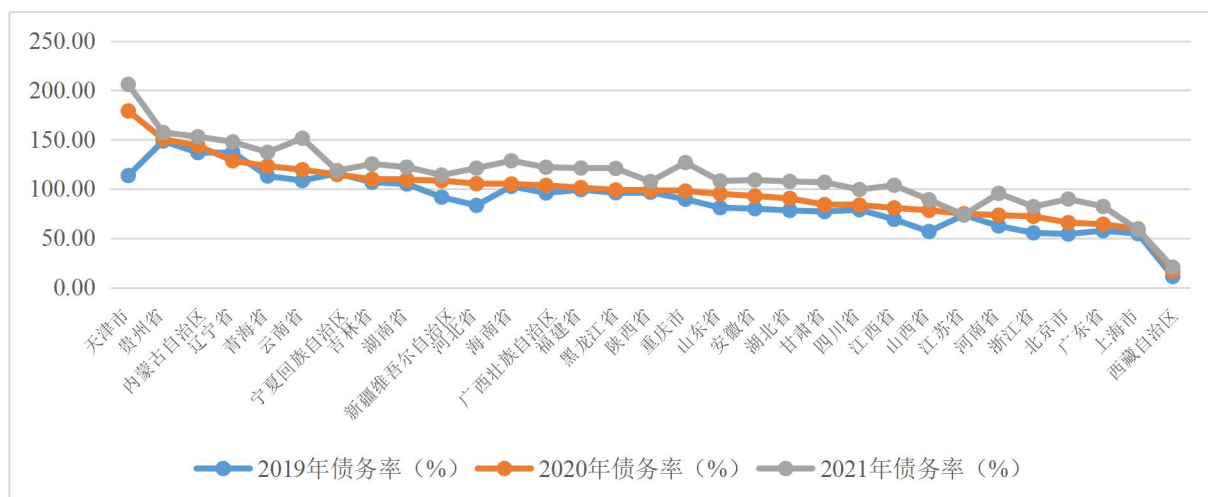
注：负债率和债务率排名分别按照债务负担从轻到重、偿债能力从强到弱排序

资料来源：联合资信根据公开资料整理



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图1 2019—2021年全国各省市政府负债率变化情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

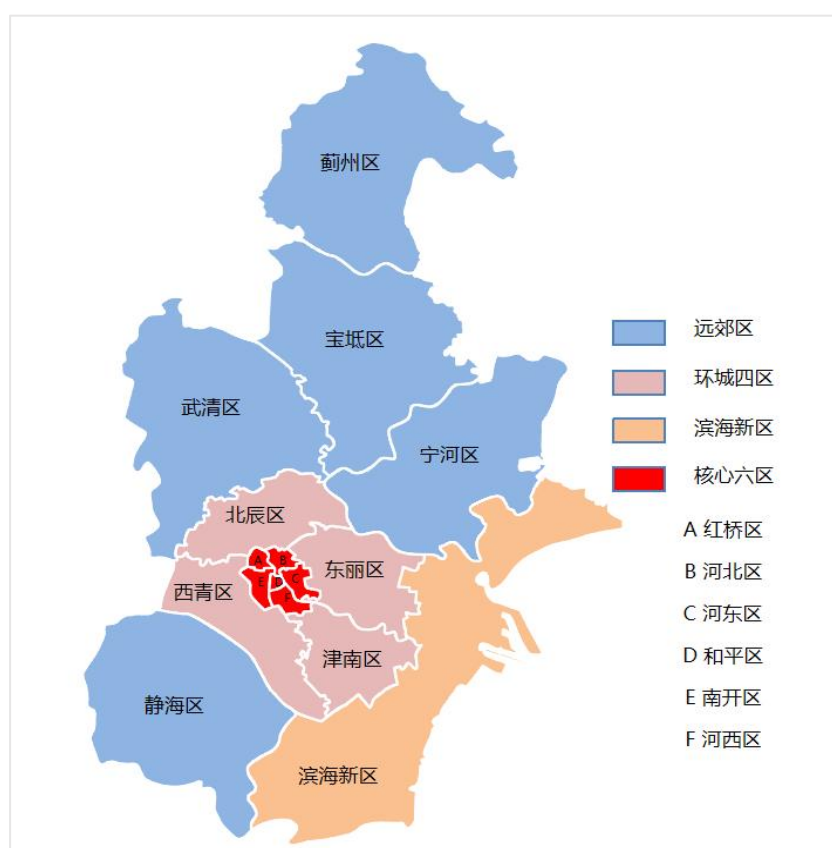
图2 2019—2021年全国各省市地方政府债务率变化情况

二、天津市各区经济及财政实力

1. 天津市各区经济发展状况

天津市各区经济实力差距较大，发展相对不均衡。其中滨海新区作为天津市下辖的副省级区，经济体量在各区中处于绝对领先地位；2021年，从已披露的经济数据看，各区地区生产总值较2020年均有一定程度的增长。

天津市共辖16个区，按区域地理位置分为核心六区（和平区、河东区、河西区、南开区、河北区和红桥区）、环城四区（东丽区、西青区、津南区和北辰区）、远郊区（武清区、宝坻区、静海区、宁河区和蓟州区）和滨海新区。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3 天津市行政区图

从地区生产总值规模来看，天津市下辖各区经济实力差异较大。滨海新区作为天津市下辖的副省级区、国家级新区和国家综合配套改革试验区，经济总量在各区中处于绝对领先地位。2020 年，滨海新区完成地区生产总值 5872.92 亿元，同比增长 2.30%，2021 年，滨海新区政府仅披露了经济增速情况。按区域划分来看，核心六区中，2021 年，河西区完成地区生产总值 1025.83 亿元，同比增长 6.80%，在已披露数据的前提下，成为天津市 GDP 超千亿的市辖区，河东区和红桥区地区生产总值在核心六区中较小，均在 400.00 亿元以下；环城四区经济总量水平相对较均衡，且规模相对较大，除津南区未披露数据外，西青区地区生产总值规模超 900.00 亿元，东丽区和北辰区均超过 600.00 亿元；远郊区中经济总量内部分化较大，其中武清区处于领先地位，为 941.88 亿元，蓟州区地区生产总值规模最小。从已披露的经济数据看，各区中生产总值较 2020 年均有一定程度的增长，其中河东区涨幅最大，增速超过 10.00%。

人均 GDP 方面，从已披露的经济数据看，核心六区 2021 年人均 GDP 整体高于其他各区，其中和平区人均 GDP 最高（22.32 万元），宝坻区人均 GDP 最低（5.84 万元）。

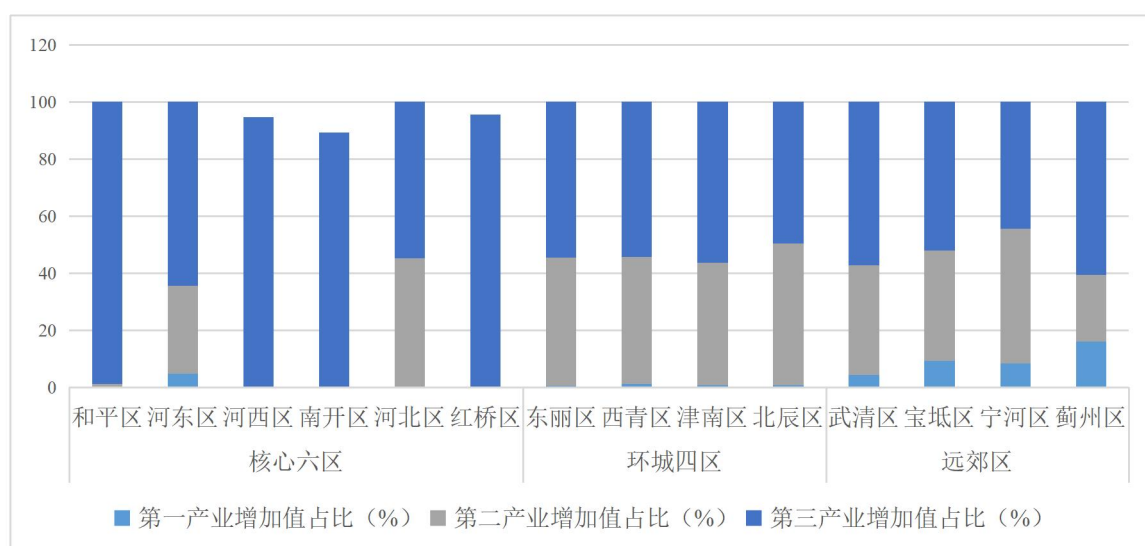
表 5 2021 年天津市各区 GDP 及增速情况

位置	区划	GDP		GDP 增速		人均 GDP	
		亿元	排名	%	排名	万元	排名

核心六区	和平区	791.25	4	4.10	11	22.32	1
	河东区	347.90	12	10.30	1	/	/
	河西区	1025.83	1	6.80	4	12.48	2
	南开区	669.44	7	6.70	5	/	/
	河北区	410.18	10	6.80	4	/	/
	红桥区	193.76	14	4.60	10	/	/
环城四区	东丽区	706.60	6	4.60	10	/	/
	西青区	932.41	3	5.70	8	/	/
	津南区	/	/	6.30	7	/	/
	北辰区	722.50	5	6.50	6	7.63	4
滨海新区	滨海新区	/	/	7.30	3	/	/
远郊区	武清区	941.88	2	5.70	8	8.27	3
	宝坻区	418.66	9	6.80	4	5.84	5
	静海区	583.38	8	5.00	9	/	/
	宁河区	359.73	11	7.40	2	/	/
	蓟州区	250.40	13	5.00	9	/	/

注：各区披露 GDP 增速为按可比价格计算得出；“/”代表数据未披露，无法获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

产业结构方面，从已披露的数据来看，天津市产业结构呈现二三产业主导的格局。核心六区主要以第三产业为主，高技术产业占比较为稳定，产业引领作用凸显。环城四区和远郊区第二产业占比较大，以装备制造、新材料、汽车等产业为主，整体工业实力较强，同时，旅游、高科技生态农业、新材料和医药等产业稳定发展，对第三产业对经济拉动作用大。



注：2021 年滨海新区三产结构为 0.4: 46.9: 52.7；未获取静海区三产结构
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4 天津市各区产业结构情况

目前，天津市已经形成滨海新区、核心六区、环城四区和远郊区四大板块，围绕

“1+3+4”重点产业，天津市积极布局各区主导产业，推动产业协同联动、集聚发展。其中滨海新区作为国家级新区，形成了“东港口、西高新、南重化、北旅游、中服务”五大产业板块，经济总量在各区中处于绝对领先地位，集中布局新一代信息技术、装备制造、生物医药、新能源、新材料、汽车（含新能源汽车）、石油化工、航空航天等一批先进制造业集群；核心六区包括和平区、河西区（市政府所在区）、南开区、河东区、河北区和红桥区，功能定位分别为“金融和平”、“商务河西”、“科技南开”、“金贸河东”、“创意河北”和“商贸红桥”，是产业融合发展核心区、高技术服务和都市产业聚集区，各区经济发展已较为成熟，非物质生产的服务性产业占比高，投资需求较小，经济增长主要依靠消费带动，经济发展可持续性相对较强，但经济总量分化较大；环城四区（东丽区、西青区、津南区、北辰区）受益于积极承接周边发达地区产业转移和功能外溢，大力发展人工智能、大数据、集成电路、智能网联车、智能制造装备、生物医药等产业，各区经济总量均处于全市中上游水平；远郊区包括武清区、静海区、宝坻区、宁河区和蓟州区，发展起步较晚，板块内经济总量分化较大，其中武清区作为京津冀三省市的交汇点，是国家“京津冀协同发展”战略的重要核心区和桥头堡，经济总量相对较大，需加快高端资源转化落地，推动产业向价值链高端升级，打造区域转型升级示范区、产业发展协同区。

表 6 天津市各区产业定位情况

	区划	主导产业
核心六区	和平区	互联网、云计算、高技术服务业
	河东区	大数据、人工智能、新能源、生物医药、高技术服务业
	河西区	人工智能、互联网、设计产业、高技术服务业
	南开区	生物医药、云计算、高技术服务业
	河北区	数字创意、人工智能、云计算、大数据
	红桥区	数字创意、检验检测认证服务、大数据
环城四区	东丽区	生物医药、新材料、装备制造、汽车、新一代信息技术
	西青区	生物医药、汽车、人工智能、5G、新一代信息技术
	津南区	先进装备制造、生物医药、新能源新材料、节能环保、新一代信息技术
	北辰区	机电、现代医药、新能源、装备制造
远郊区	武清区	电子信息、汽车零部件、生物医药、新材料、装备制造、电动车行业、纺织服装和食品饮料
	宝坻区	轻工、汽车、先进钢铁材料、新型建筑材料
	静海区	动力及氢燃料电池、资源循环利用、食品加工、制造业、服装纺织、生物制药
	宁河区	冶金、食品、化工、机械加工制造、轻工
	蓟州区	绿色工业、装备制造、新材料、文化旅游

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 天津市各区财政实力及政府债务情况

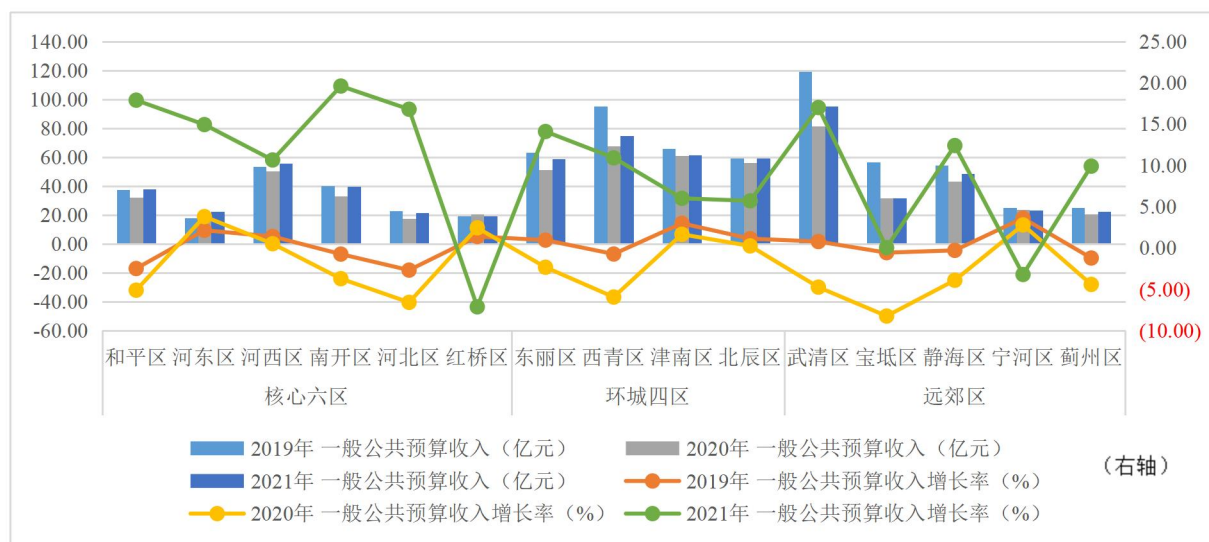
天津市各区财政实力分化明显，其中滨海新区综合财力相对其他区域较强。2021年，天津市大部分区一般公共预算收入均有不同程度的增长，但红桥区 and 宁河区同比有所下降，财政收入增长压力较大。同期，天津市各区财政自给率水平相差较为明显，宝坻区、津南区和蓟州区财政自给能力位列天津市各区中后三位，财政自给能力较弱。天津市地方政府债务主要集中在市本级和滨海新区。各区政府债务余额中，滨海新区债务余额最大。

(1) 财政收入情况

一般公共预算收入

受经济发展水平差异影响，天津市各区一般公共预算收入规模差距较大。其中，滨海新区一般公共预算收入规模较大，2021年为569.61亿元，远超其他区域；远郊区规模相对较小，且分化明显，除武清区外，其余各区一般预算收入均在50.00亿元以下，武清区一般公共预算收入超过90.00亿元，位列天津市内第二位；核心六区受区域职能定位、产业结构以及区域面积等因素影响，一般公共预算收入整体相对较小，均未超过56.00亿元；环城四区一般公共预算收入规模相对较大，均在58.00亿元以上，其中西青区一般预算收入规模领先其余区域，位列天津市内第三位。

从一般公共预算收入增速看，天津市各区一般公共预算收入增速差异较大。2021年，除红桥区 and 宁河区外，其他区一般公共预算收入增速均为正。其中，南开区、和平区、武清区和河北区一般公共预算收入增速均在16.00%以上，位列全市前四位。



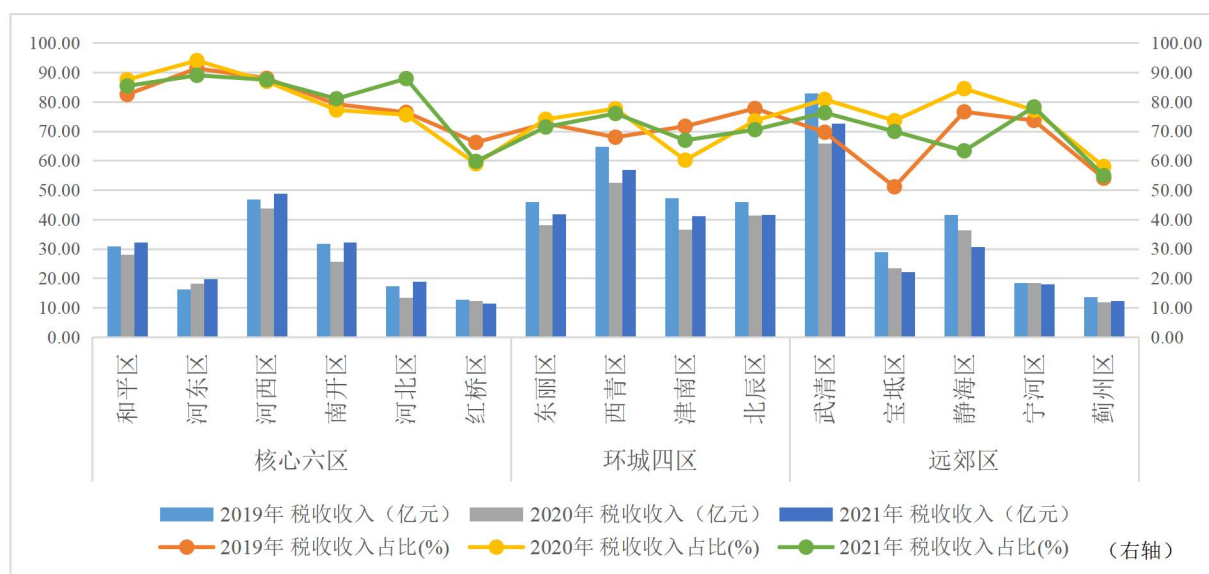
注：滨海新区2019—2021年一般公共预算收入分别为502.68亿元和515.49亿元和569.61亿元；2019—2021年，滨海新区一般公共预算收入增速分别为8.40%、2.50%和10.50%。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 2019—2021年天津市各区一般公共预算收入及增长率情况

从一般公共预算收入结构来看，2021年，天津市各区税收收入占一般公共预算收入

的比重差异较大，其中蓟州区和红桥区低于 60.00%，静海区为 63.30%，相对较低。津南区和宝坻区处于 65.00%~70.00%之间。其他各区税收收入占一般公共预算收入的比重均超 70.00%，其中滨海新区、河西区、和平区、河北区和河东区处于 85.00%~90.00%之间。总体看，天津市各区一般公共预算收入稳定性尚可。



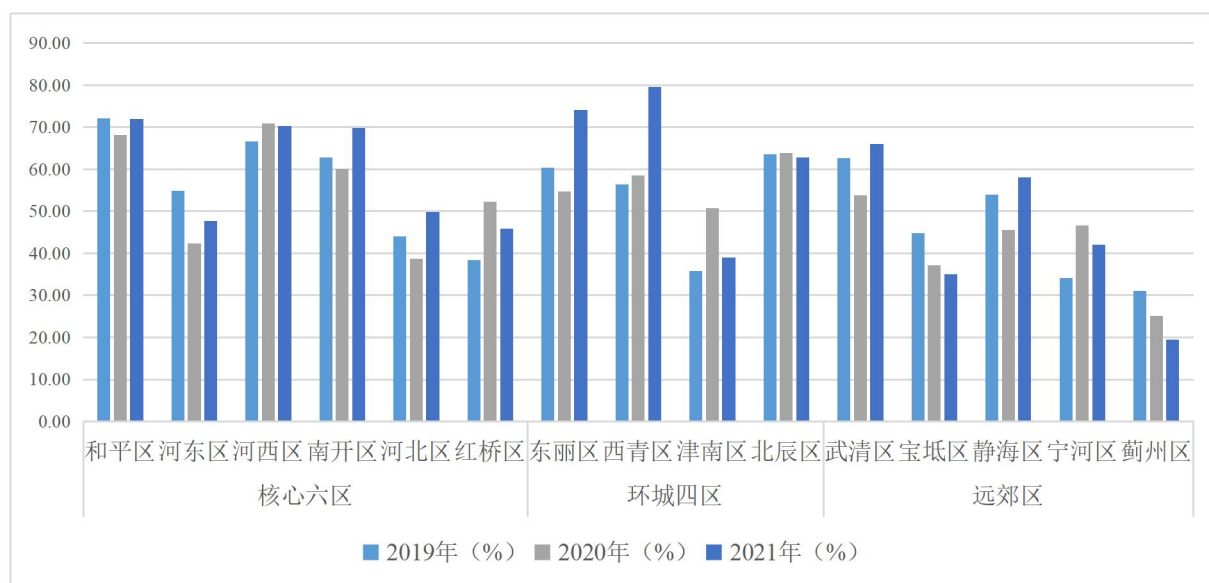
注：2019—2021 年，滨海新区税收收入分别为 444.48 亿元、452.75 亿元和 502.40 亿元，占一般公共预算收入的比重分别为 88.42%、87.83% 和 88.20%。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 6 2019—2021 年天津市各区税收收入及占比情况

财政自给率

财政自给率方面，2021 年，和平区、河西区、东丽区和西青区财政自给率在 70.00% 以上，财政自给能力较强；多数区的财政自给率在 40.00%~70.00%之间，财政自给能力尚可。津南区、宝坻区和蓟州区排在全市后三位，财政自给率在 40.00% 以下，其中，蓟州区最低，为 19.47%，财政自给能力较弱。



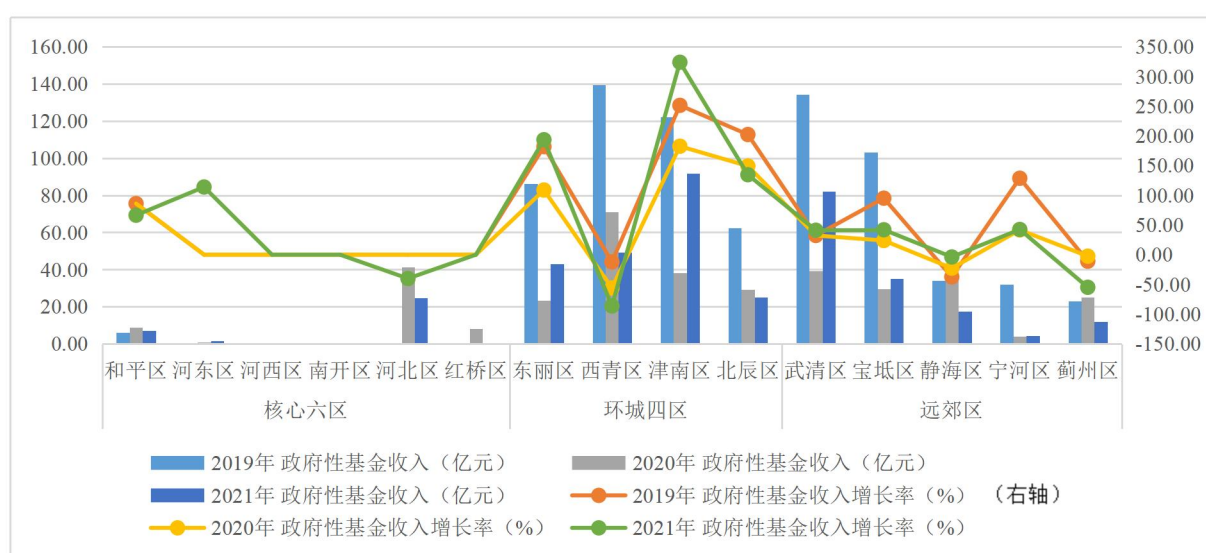
注：2019—2021 年，滨海新区财政自给率分别为 63.54%、63.91%和 73.04%。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 7 2019—2021 年天津市各区财政自给率情况

政府性基金收入

政府性基金收入方面，受当地经济发展水平及房地产市场行情等因素影响，天津市各区实现的政府性基金收入规模差别较大。由于天津市外环线内土地出让收入纳入市级财政，因此核心六区基本未实现政府性基金预算收入。2021 年，滨海新区政府性基金收入为 235.80 亿元，位居全市首位；环城四区中的津南区和远郊区中的武清区次之，规模分别为 91.89 亿元和 82.00 亿元。其他各区均小于 50.00 亿元，其中南开区和河西区未披露政府性基金收入。从政府性基金收入增速看，2021 年，除滨海新区、西青区、北辰区、和平区、蓟州区和河北区政府性基金收入增速为负，其余各区均实现了不同程度的正增长，其中津南区和河东区政府性基金收入增长率明显高于其他各区。



注：1. 部分区未披露政府性基金收入增长率，其增速以算术增长率计算得出；2. 2019—2021 年，滨海新区政府性基金收入分别为 288.20 亿元、382.37 亿元和 235.80 亿元，2019 年滨海新区政府性基金收入增长率为 35.88%，2020 年政府性基金收入增长率未披露，2021 年滨海新区政府性基金收入增长率为-38.33%。

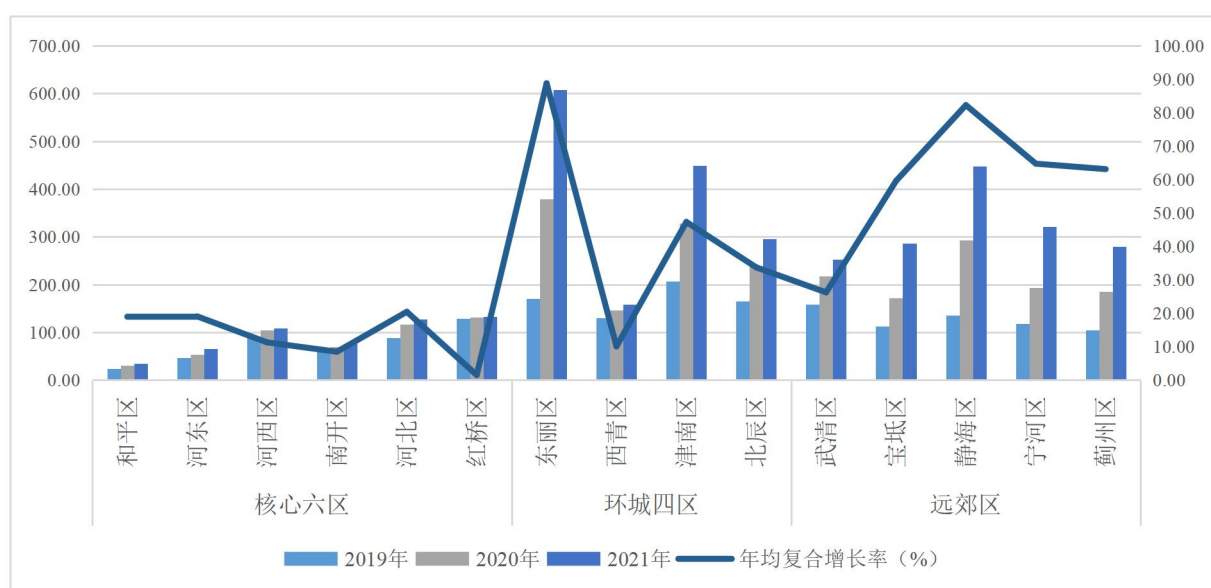
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 8 2019—2021 年天津市各区政府性基金收入情况

（2）债务情况

从债务规模层面看，天津市地方政府债务主要集中在市本级和滨海新区，截至 2021 年底，分别为 2309.3 亿元和 1881.05 亿元，合计占全市政府债务余额的 50.00%以上；其中滨海新区政府债务余额约占天津市政府债务余额的 24.00%。核心六区政府债务余额规模相对较小；2021 年环城四区政府债务余额增长明显，四区政府债务余额合计增至 1511.03 亿元，其中东丽区和津南区分别位居全市政府债务余额的第二、三位，规模分别为 607.69 亿元和 449.06 亿元；同期，远郊区政府债务余额合计 1587.26 亿元，其中静海区政府债务余额较大，为 448.40 亿元，远郊区中其他各区债务余额处于 250.00 亿元

至 330.00 亿元之间。

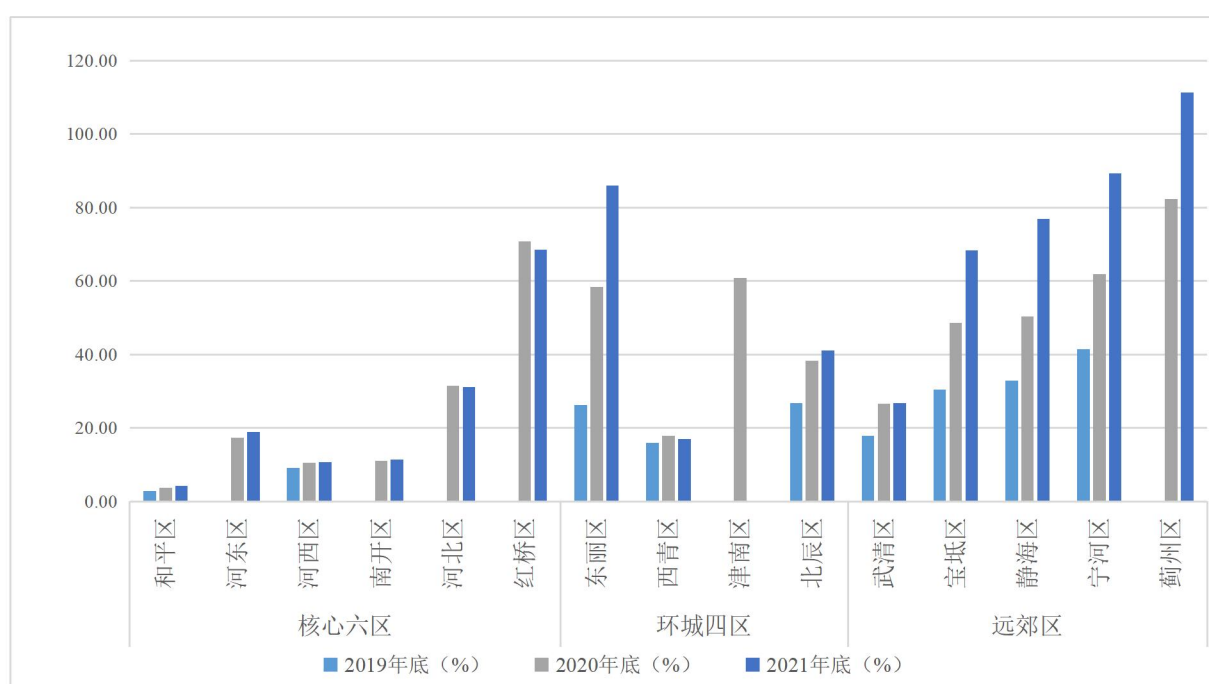


注：2019—2021年，滨海新区地方政府债务余额分别为1429.90亿元、1649.52亿元和1881.05亿元

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图9 2019—2021年底天津市各区政府债务余额情况（单位：亿元）

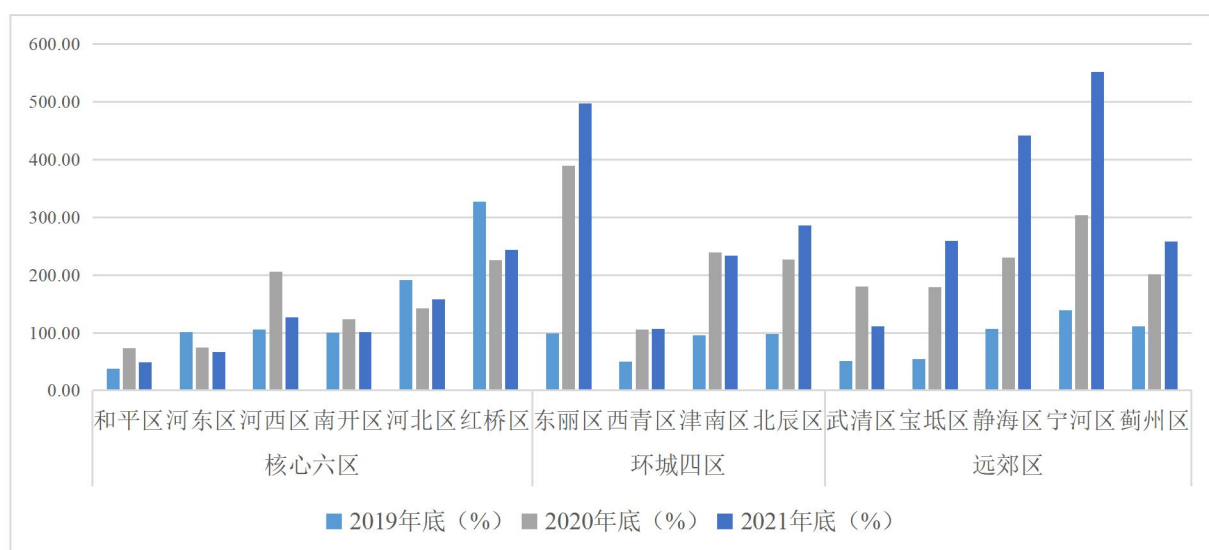
债务负担方面，从已披露的数据来看，2021年，除河北区、红桥区和西青区外，天津市其余各区政府负债率均较上年底有所增长，其中蓟州区政府负债率增长较明显，较上年底增加 29.01 个百分点。2021 年，天津市各区负债率中蓟州区政府负债率最高（111.38%），其次为宁河区（89.35%）、东丽区（86.00%）、静海区（76.86%）、红桥区（68.57%）和宝坻区（68.28%），和平区负债率最低（4.29%），其余各区负债率在 10.00%~42.00%之间。综合来看，天津市蓟州区、宁河区、东丽区、静海区、红桥区和宝坻区政府债务负担较重，其余各区债务负担部分呈加重趋势，整体相对一般。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 10 2019—2021 年底天津市各区政府负债率情况

债务指标方面，截至 2021 年底，天津市各区政府债务率相差较大；且由于 2020 年部分区财政收入数据披露不完整，致使债务率指标波动较大。根据现有数据计算政府债务率，各区中东丽区、静海区和宁河区政府债务率较上年底大幅上升，上升幅度均在 100.00 个百分点以上，其中受政府专项债务增长影响，静海区和宁河区增幅分别为 211.70 个和 248.31 个百分点，截至 2021 年底，东丽区和静海区政府债务率已超过 400.00%，宁河区政府债务率已超过 500.00%。此外，宝坻区、北辰区和蓟州区政府债务率较上年底有所上升，分别上升 80.25 个、58.55 个和 55.85 个百分点；河北区、红桥区 and 西青区政府债务率较上年底小幅增长，分别上升 15.66 个、18.38 个和 1.04 个百分点，其他各区政府债务率较上年底均有所下降。综合来看，环城四区和远郊区债务率指标整体大于核心六区，滨海新区因其较大规模的财政收入相对拉低了其债务率水平。



注：1.2019—2021 年底，滨海新区地方债务债务率分别为 134.25%、145.31%和 202.49%；

2.由于部分区未披露 2020 年上级补助收入数据，故此处部分区以 2019 年上级补助收入数据计算。由于部分区存在数据披露不完整，将造成债务率指标高估

资料来源：联合资信根据公开资料整理

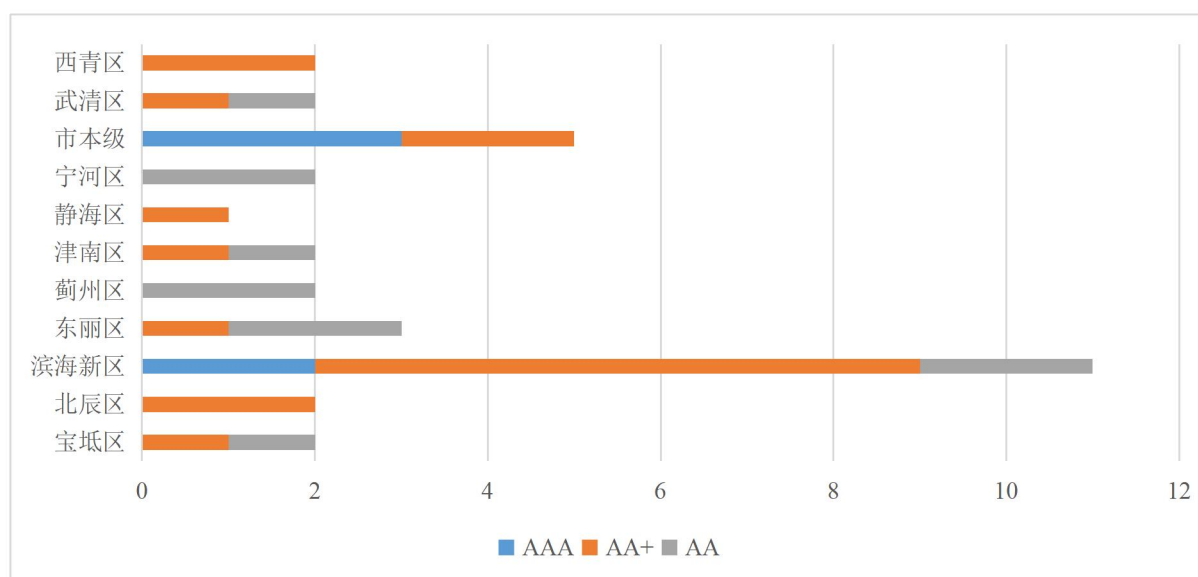
图 11 2019—2021 年底天津市各区政府债务率情况

三、天津市城投企业偿债能力

1. 天津市城投企业概况

天津市高级别的发债城投企业集中在市本级和滨海新区。

截至 2022 年 9 月底，天津市内有存续债券的城投企业共 35 家，其中市本级城投企业 5 家、区级城投企业 30 家。从区级发债城投企业数量看，滨海新区发债城投企业数量最多，为 11 家，其他各区发债主体在 1~3 家不等。总体看，市本级和滨海新区发债主体占比高。



注：上图已剔除未披露信用级别的城投企业
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 12 天津市有存续城投债且有主体级别的城投企业分布情况（单位：家）

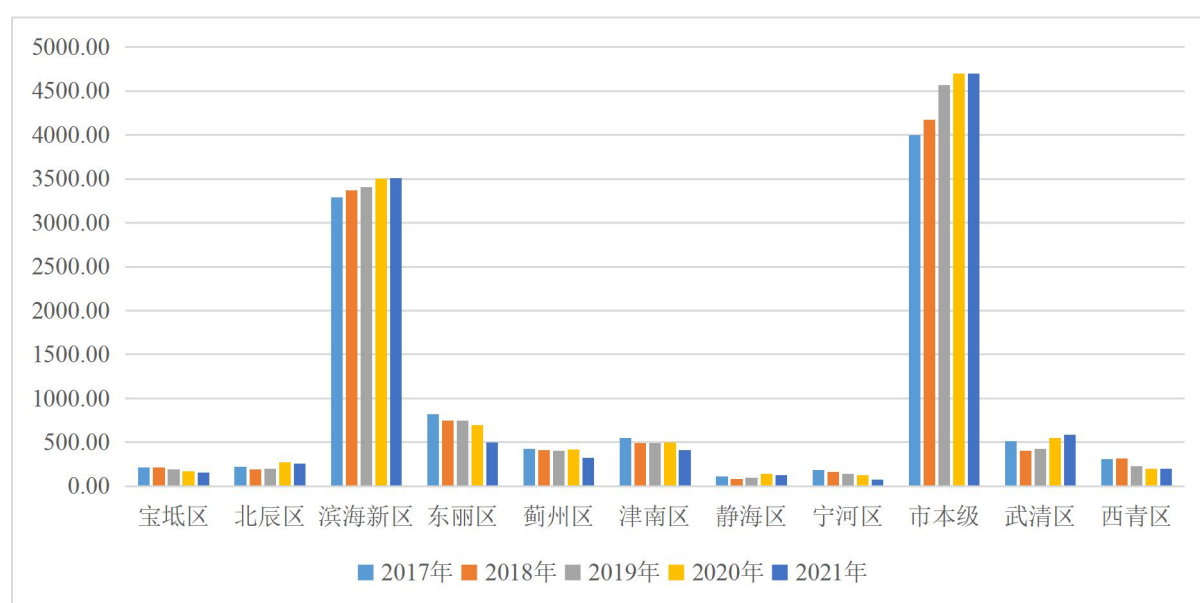
从发债城投企业信用级别区域分布看，天津市发债城投企业中 AAA 主体共 5 家，集中在市本级（3 家）和滨海新区（2 家）；AA⁺级城投企业 18 家，占天津市发债城投企业的 51.43%，主要分布在滨海新区（7 家），AA 级城投企业 11 家，占天津市发债城投企业的 31.43%。信用级别较高的发债城投企业集中在天津市本级及滨海新区。

从级别迁徙来看，2022 年 1—9 月，天津市发债城投企业主体信用级别无上调或下调变动。

2. 天津市城投企业偿债能力分析

天津市发债城投企业存量债务主要集中于滨海新区和市本级。市本级和滨海新区的城投企业未来集中兑付压力较大，但考虑到其再融资情况在天津市内相对较好，能对即期债务偿付提供一定支持。净融资额方面，2021 年，除市本级呈净流入外，其余地区净融资额均为负。

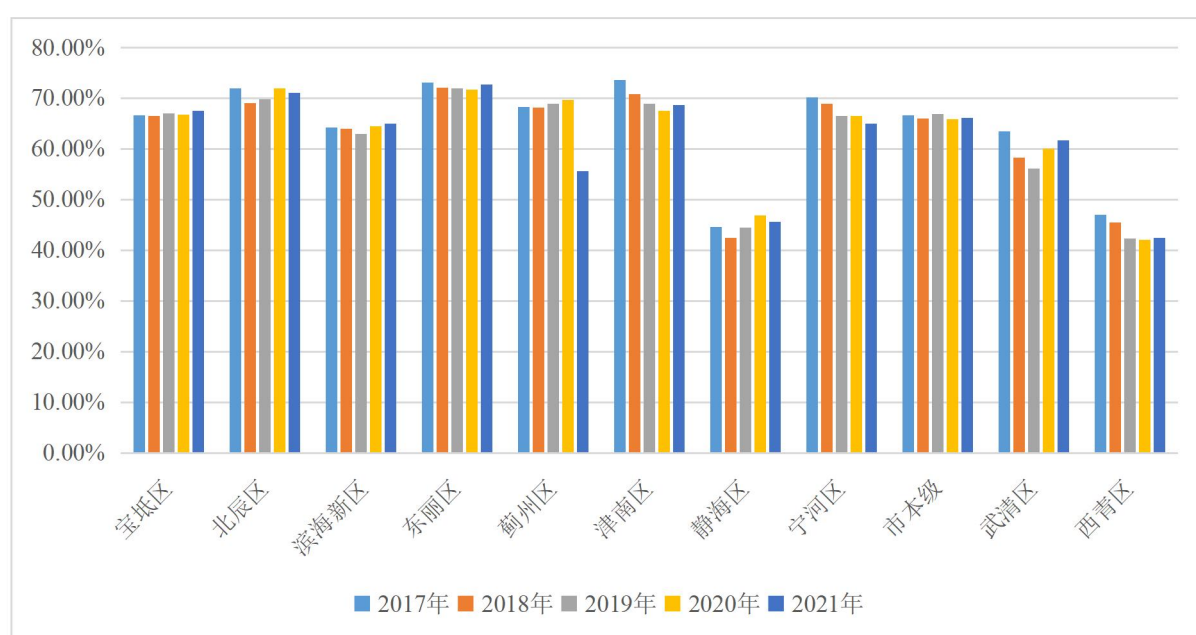
从发债城投企业存量债务余额来看，截至 2021 年底，天津市发债城投企业全部债务余额合计 10838.78 亿元，主要集中于滨海新区和市本级。其中，市本级发债城投企业全部债务余额最高，为 4697.47 亿元，占天津市发债城投企业全部债务余额的 43.34%。滨海新区发债城投企业全部债务余额为 3510.42 亿元，占天津市发债城投企业全部债务余额的 32.39%。宝坻区、静海区、宁河区和西青区发债城投企业的全部债务余额均在 200.00 亿元以下。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 13 天津市市本级及各区发债城投企业全部债务余额情况（单位：亿元）

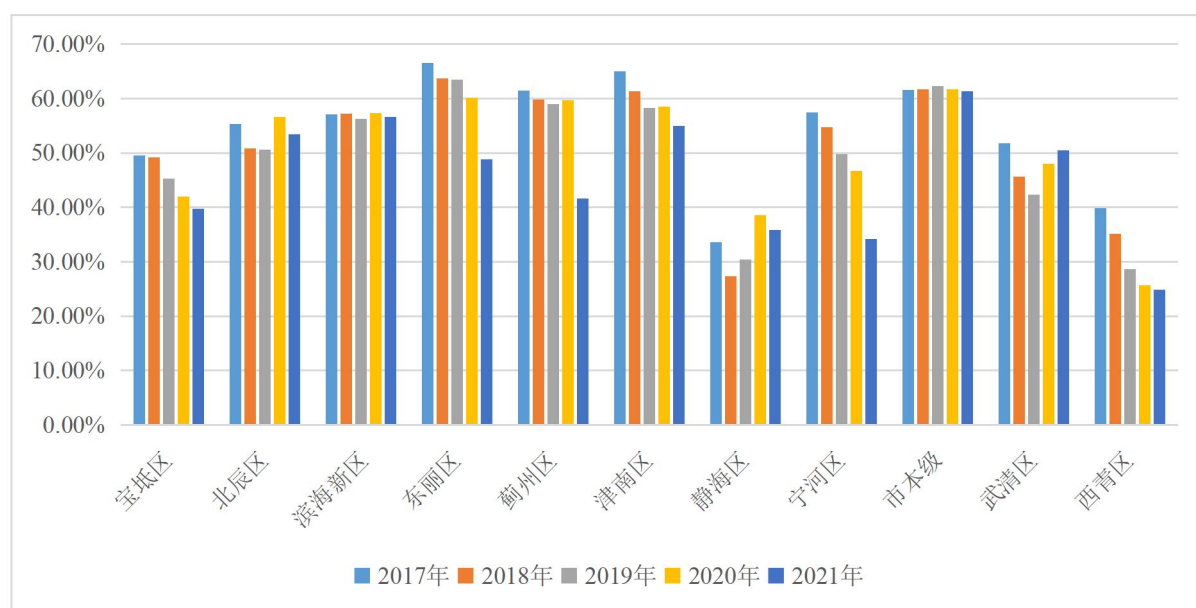
从发债城投企业债务负担来看，2017—2021 年末，除宝坻区、滨海新区和静海区发债城投企业资产负债率波动增长外，其余各区及市本级发债城投企业资产负债率均波动下降。2017—2021 年末，宝坻区、东丽区、宁河区和西青区发债城投企业全部债务资本化比率持续下降；北辰区、滨海新区、蓟州区、津南区、市本级和武清区发债城投企业全部债务资本化比率波动下降；静海区发债城投企业全部债务资本化比率波动增长。具体来看，截至 2021 年底，除蓟州区、静海区和西青区外，市本级及各区发债城投企业资产负债率均在 60.00% 以上；北辰区、滨海新区、津南区、武清区和市本级全部债务资本化比率均在 50.00% 以上，债务负担相对较重。



注：市本级及各区发债城投企业资产负债率 = $\frac{\text{市本级及各区发债城投企业负债之和}}{\text{市本级及各区发债城投企业资产之和}} \times 100\%$

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 14 天津市市本级及各区发债城投企业资产负债率变化情况



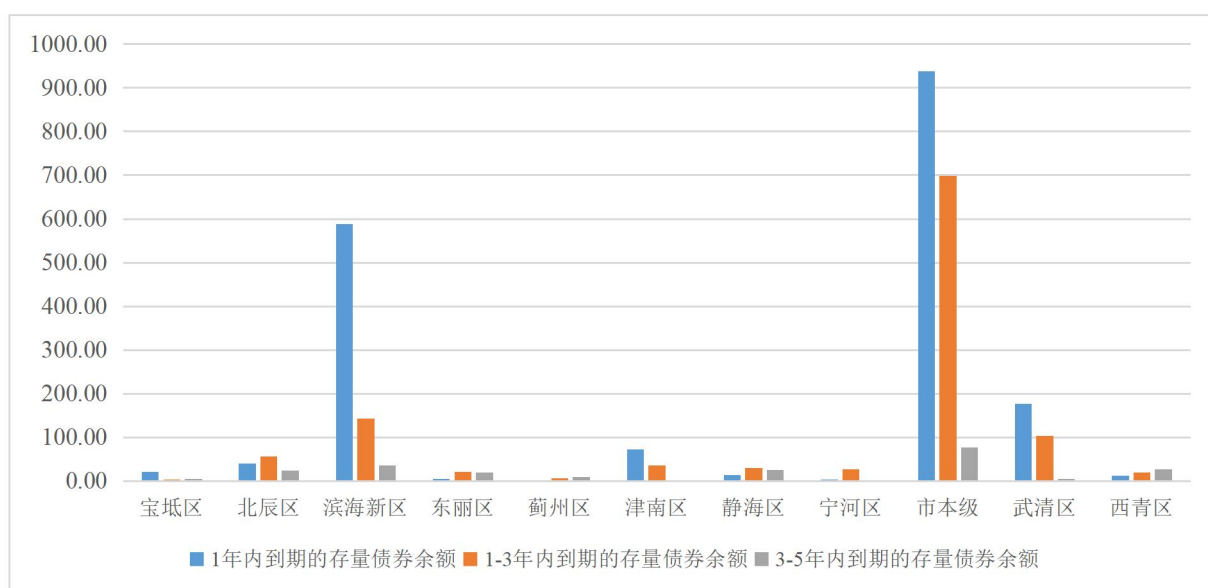
注：1.全部债务统计口径为短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券；

2.市本级及各区发债城投企业全部债务资本化比率 = $\frac{\text{市本级及各区发债城投企业全部债务之和}}{\text{市本级及各区发债城投企业全部债务之和} + \text{市本级及各区发债城投企业权益之和}} \times 100\%$

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 15 天津市市本级及各区发债城投企业全部债务资本化比率变化情况

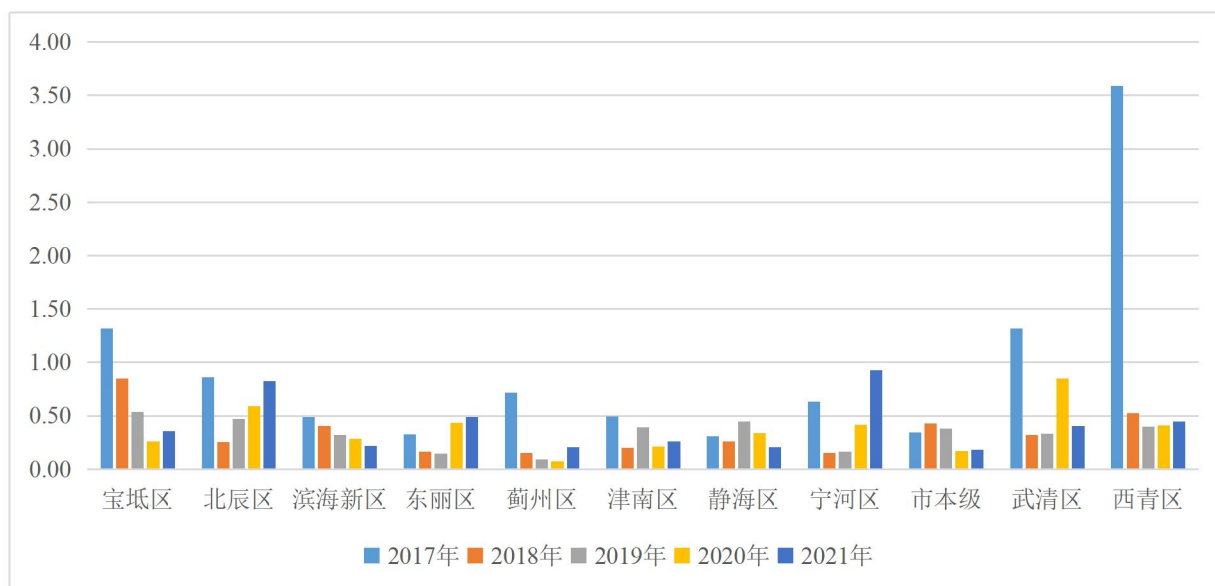
从天津市市本级及各区发债城投企业存续债券期限结构看，市本级和滨海新区的城投企业未来集中兑付压力较大，但考虑到其再融资情况在天津市内相对较好，能对即期债务偿付提供一定支持，其他区属发债城投企业到期债券规模相对较小。从 1 年内到期的存量债券余额看，市本级发债城投企业 1 年内到期的存量债券余额规模最大，为 937.60 亿元；滨海新区发债城投企业紧随其后，1 年内到期的存量债券余额为 588.40 亿元，其余各区发债城投企业 1 年内到期的存量债券余额规模较小，蓟州区发债城投企业无 1 年内到期的存量债券。从 1~3 年内到期的存量债券余额看，市本级、滨海新区和武清区发债城投企业 1~3 年内到期的存量债券余额规模大，其余各区发债城投企业 1~3 年内到期的存量债券余额规模较小。



注：到期债券规模包含回售行权部分；债券期限结构采用截至 2022 年 12 月初存量债券的余额计算
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 16 天津市市本级及各区发债城投企业债券期限结构（单位：亿元）

从天津市市本级及各区发债城投企业现金类资产对短期债务的覆盖情况来看，2017—2021 年末，滨海新区、东丽区、津南区、静海区和市本级发债城投企业的现金短期债务比持续低于 0.50 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。具体看，截至 2021 年底，除北辰区和宁河区发债城投企业现金短期债务比分别为 0.83 倍和 0.93 倍以外，其余各区和市本级发债城投企业现金短期债务比均在 0.50 倍以下。



注：市本级及各区发债城投企业现金短期债务比 = $\frac{\text{市本级及各区发债城投企业现金类资产之和}}{\text{市本级及各区发债城投企业短期债务之和}} \times 100\%$

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 17 天津市市本级及各区发债城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）

从天津市发债城投企业对外融资情况来看，考虑到政府注资和往来拆借等行为可能对城投企业融资活动现金流入及流出产生扰动影响，本报告利用“取得借款收到的现金

+发行债券收到的现金”来表示城投企业从金融机构及债券市场进行融资形成的现金流入，利用“偿还债务支付的现金”来表示城投企业偿还刚性债务形成的现金流出，更为直观地体现了城投企业自身融资能力以及金融机构及债券市场对城投企业的认可度。

2019—2021 年，天津市发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”呈现波动增长的态势，年均复合增长 3.20%。具体来看，宝坻区、滨海新区、东丽区、津南区 and 宁河区发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”波动下降。其中 2021 年宝坻区、滨海新区、东丽区、津南区 and 宁河区发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”金额占天津市发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”总额的 37.62%。2019—2021 年，蓟州区和西青区发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”呈快速下降趋势，2021 年净融资额均为净流出。2019—2021 年，北辰区、静海区和武清区发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”波动增长；市本级发债城投企业“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”持续增长。

2019—2021 年，天津市发债城投企业“偿还债务支付的现金”波动增长，年均复合增长 9.93%。具体来看，北辰区、静海区和市本级发债城投企业“偿还债务支付的现金”持续增长。其中，2021 年市本级出现较大幅度增长，支付的现金规模占天津市发债城投企业“偿还债务支付的现金”总额的 42.94%，市本级发债城投企业的净融资额持续为正。2019—2021 年，滨海新区、蓟州区和武清区发债城投企业“偿还债务支付的现金”波动增长；宝坻区、东丽区、津南区 and 宁河区发债城投企业“偿还债务支付的现金”波动下降；西青区发债城投企业“偿还债务支付的现金”持续下降。净融资额方面，2021 年，除市本级呈净流入外，其余地区净融资额均为负。

2022 年 1—6 月，天津市发债城投企业净融资额有所改善，大部分区域净融资额由负转正，融资情况有所好转。具体看，宝坻区、北辰区、蓟州区、津南区、宁河区和武清区发债城投企业净融资额均实现了由负转正。其中武清区、北辰区、蓟州区 and 宁河区改善较为明显，2022 年上半年分别净流入 57.16 亿元、10.97 亿元、9.80 亿元和 6.03 亿元。同期，市本级发债城投企业净融资额保持较大规模净流入，规模达 154.59 亿元；滨海新区净融资额虽为净流出，但规模有所收窄。

表 7 天津市发债城投企业净融资额情况（单位：亿元）

区划	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—6 月		
	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额
宝坻区	37.51	64.82	-27.31	24.26	47.43	-23.17	34.27	51.19	-16.92	13.13	10.80	2.33
北辰区	78.05	69.55	8.51	127.26	83.63	43.62	104.59	118.68	-14.09	47.17	36.20	10.97

滨海新区	1332.90	1293.38	39.52	1500.59	1522.11	-21.53	1198.44	1294.64	-96.20	594.39	603.87	-9.48
东丽区	285.18	354.09	-68.91	340.50	396.87	-56.37	170.44	303.75	-133.30	40.89	69.27	-28.38
蓟州区	190.97	233.97	-43.00	177.23	172.74	4.49	85.50	241.34	-155.83	59.86	50.06	9.80
津南区	164.86	171.09	-6.23	184.01	198.28	-14.27	87.36	144.50	-57.14	61.18	58.79	2.39
静海区	29.63	32.90	-3.27	71.06	45.98	25.08	60.75	81.59	-20.85	13.82	28.13	-14.31
宁河区	62.00	99.36	-37.37	76.53	50.93	25.60	38.71	91.42	-52.71	24.90	18.88	6.03
市本级	1386.71	1116.68	270.03	1986.20	1842.29	143.92	2066.28	1966.58	99.70	1541.80	1387.21	154.59
武清区	136.10	162.83	-26.73	336.89	224.41	112.48	169.33	207.34	-38.01	158.32	101.16	57.16
西青区	112.59	191.57	-78.98	98.30	140.06	-41.76	48.75	79.24	-30.49	16.82	32.45	-15.63
总计	3816.50	3790.25	26.25	4922.81	4724.73	198.09	4064.41	4580.28	-515.87	2572.28	2396.82	175.47

注：1. 净融资额=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 天津市各区财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

天津市各区以及市本级的发债城投企业全部债务规模差异较大，市本级和滨海新区发债城投企业全部债务规模整体高于环城四区及远郊区，地方综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力偏弱的区域集中在东丽区、北辰区、静海区、宁河区、蓟州区和滨海新区。

城投企业作为地方基础设施尤其是公益性或准公益性项目的投融资及建设运营主体，日常经营以及债务偿还对地方政府有很强的依赖，本报告通过各区财政收入对地区不完全统计债务的支持保障能力来反映本级地方政府对辖区内城投企业债务的支持保障能力。

从天津市发债城投企业全部债务规模看，由于天津市发债企业主要分布在市本级及滨海新区，因此，市本级和滨海新区发债城投企业有息债务规模整体高于环城四区及远郊区。其中，市本级发债城投企业全部债务规模最大，截至 2021 年底达 4697.47 亿元；滨海新区的发债城投企业全部债务规模紧随其后，为 3510.42 亿元；东丽区和武清区虽发债城投企业不多，但存量全部债务均在 500.00 亿元以上；其他各区发债城投企业数量少且规模相对较小。

从“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模看，市本级及滨海新区整体高于其他各区。截至 2021 年底，市本级“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模最大，滨海新区位列其后，东丽区“发债城投企业全部债务+地方政府债务”超过 1100.00 亿元，西青区和宁河区“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模相对较小，未超过 400.00 亿元。

表 8 2021 年天津市发债城投企业“发债城投企业全部债务+地方政府债务”指标
(单位: 亿元)

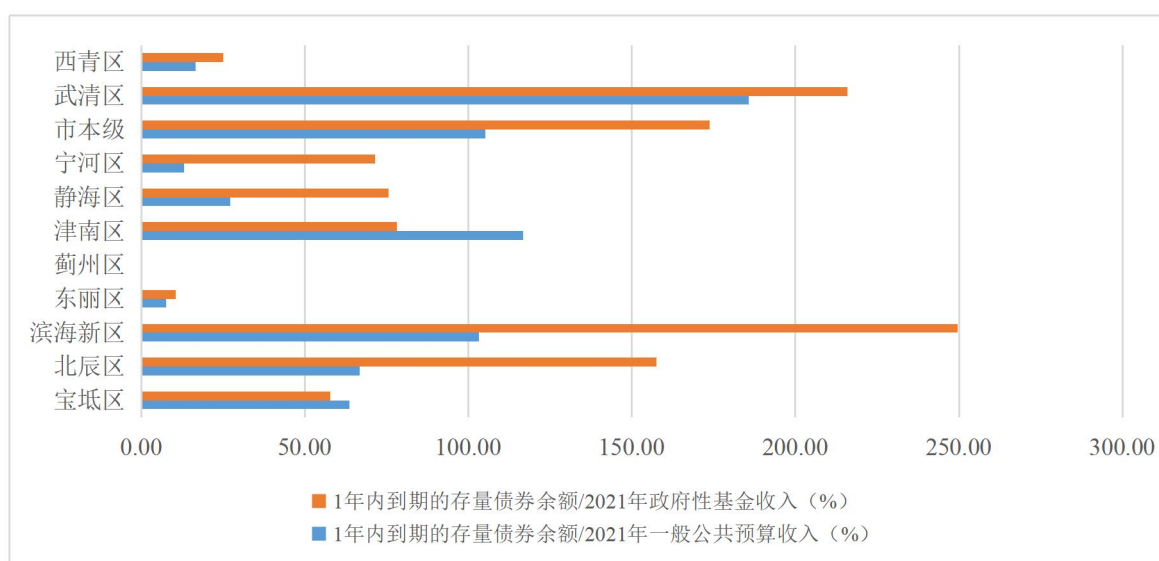
区域		发债城投企业全部债务	发债城投企业全部债务+地方政府债务	发债城投企业全部债务/（发债城投企业全部债务+地方政府债务）		（发债城投企业全部债务+地方政府债务）/GDP		（发债城投企业全部债务+地方政府债务）/一般公共预算收入		（发债城投企业全部债务+地方政府债务）/政府性基金收入		（发债城投企业全部债务+地方政府债务）/地方综合财力	
环城四区	东丽区	500.29	1107.98	45.15%	156.80%	1891.71%	2581.49%	907.29%					
	西青区	195.87	353.80	55.36%	37.94%	471.73%	715.90%	239.39%					
	津南区	408.19	857.25	47.62%	/	1393.22%	932.91%	445.07%					
	北辰区	260.45	556.80	46.78%	77.07%	942.94%	2224.54%	536.94%					
	武清区	583.93	836.61	69.80%	88.82%	877.60%	1020.26%	368.31%					
其他各区	宝坻区	155.23	441.09	35.19%	105.36%	1389.69%	1260.61%	400.70%					
	静海区	128.26	576.66	22.24%	98.85%	1189.00%	3298.99%	568.87%					
	宁河区	74.79	396.21	18.88%	110.14%	1718.17%	9433.55%	679.95%					
	蓟州区	323.88	602.78	53.73%	240.73%	2676.65%	5039.97%	556.79%					
	市本级	4697.47	7006.47	67.04%	44.64%	786.66%	1297.95%	354.65%					
滨海新区		3510.42	5391.47	65.11%	/	946.52%	2286.46%	580.36%					

注: 由于部分地区 2021 年 GDP 数据未获取, (发债城投企业全部债务+地方政府债务)/GDP 指标无法计算, 以“/”表示
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

从各区债务负担来看, 截至 2021 年底, 蓟州区、东丽区、宁河区和宝坻区债务负担较重, 西青区债务负担尚可。

从各区政府财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的保障能力来看, 地方一般公共预算收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力相对较弱的地区为东丽区、津南区、宝坻区、静海区、宁河区和蓟州区。政府性基金收入对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力相对较弱的地区为静海区、宁河区和蓟州区。地方综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”保障能力相对较弱的地区为东丽区、北辰区、静海区、宁河区、蓟州区和滨海新区。

以城投企业 1 年内到期的存量债券余额占一般公共预算收入或政府性基金收入的比重来衡量一般公共预算收入或政府性基金收入对到期债券的保障能力, 滨海新区、津南区、武清区和市本级发债城投企业 1 年内到期的存量债券余额占 2021 年一般公共预算收入的比重均高于 100%, 北辰区、滨海新区、武清区和市本级发债城投企业 1 年内到期的存量债券余额占 2021 年政府性基金收入的比重均高于 150%, 上述区域城投企业面临一定的集中兑付压力。



注：蓟州区无一年内到期的存量债券余额；到期债券包含回售行权部分；债券期限结构采用截至2022年12月初存量债券的余额计算
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 18 天津市市本级及各区发债城投企业一年内到期的存量债券余额占 2021 年一般公共预算收入及政府性基金收入比重

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。