

2024年中国地方政府信用展望

目录

概述.....	1
各省 2023 年名义 GDP 增速差距扩大 2	
2024 财政扩张力度料将扩大.....	3
地方政府债务水平将继续攀升.....	4
地方政府信用展望.....	6

概述

2024 年资产价格温和上升有望提升各省名义 GDP 增速

过去一年由于内需和外需相对疲软，产出品价格有所下跌，全国名义 GDP 增速为 4.6%，罕见地低于实际 GDP 增速 0.6 个百分点。需求不足直接导致各省的名义 GDP 增速差距拉大，且仅 7 个省级地区的名义 GDP 增速高于实际 GDP 增速，包括西藏、海南、新疆、上海、广东、浙江和北京，均为旅游、农业经济驱动型地区或是经济发达的消费驱动型地区。而名义 GDP 增速大幅落后于实际 GDP 增速的地区多为资源或重工业驱动型省份，如山西、江西和吉林等。部分大宗商品和工业产品价格的下跌拖累了这些地区的名义 GDP 增速，进而影响当地的居民收入和税收收入增速等方面。预计 2024 年随着消费的持续复苏，基建投资的加力，支持工业经济发展政策的落实，叠加欧美等发达经济体工业企业进入补库存周期，总需求有望回暖，中国 PPI 降幅可能收窄，有利于工业大省经济的提振。预计 2024 年大部分省份名义 GDP 增速将重新超过实际 GDP 增速，经济增长的实体感受有望增强。

2024 年财政扩张有望加力，地方政府债务率将持续上升

2023 年虽然受土地市场不景气的影响，地方政府的财政收入复苏力度一般，但中央的持续财政支持和相应收缩的财政支出使得大部分地方政府财政上得以修生养息，赤字水平有所下降。我们测算 2023 年地方政府的平均赤字预算收入比率（财政赤字/财政预算收入）¹由 2022 年的 17%下降至 15%，其中赤字预算收入比率收窄较多的省级地区包括甘肃、吉林、黑龙江和新疆。这类地区一方面受益于持续增加的中央财政支持，另一方面受土地市场低迷的影响较小。我们认为 2024 年地方政府的自身财政收入增收压力仍存，政府性基金收入可能持续受房地产市场掣肘。因此中央进一步加杠杆，支持地方财政将是今年积极财政政策的重要抓手。预计地方政府的财政发力将使其整体赤字压力有所抬升，同时进一步推高地方政府的债务水平。2023 年“一揽子化债方案”的实施使得地方政府直接债务增幅较大，但特殊再融资债的发行有利于地方政府降低广义债务的平均利率和优化广义债务结构。我们预计 2024 年地方政府有可能继续发行一定量特殊再融资债券。

地方政府信用水平料将维持平稳

2023 年，虽然稍弱的名义 GDP 增长表现使得地区经济发展的差距拉大，但财政的休养生息，中央增加的财政支持和“一揽子化债方案”，使得地方政府赤字水平有所降低，流动性状况略有改善，整体信用状况得以夯实。2024 年，随着总需求的边际回暖，资产价格有望温和回升，进而提升各地区的经济增速，各地区的财税收入增长有望保持稳定，但低迷的土地市场和增加的财政支出强度可能加大地方的财政压力。预计地方政府的债务水平仍将攀升，而宽松货币政策带来的政府债利率下降，能够使地方政府的付息压力保持合理水平。从城投层面看，稳定的政府信用和落实的化债方案有望在中短期支持城投信用，而融资管控政策的加强则会限制部分高负债、低层级区域城投的新增融资，2024 年仍需关注尾部风险。

联系我们

主分析师

姓名 左一鸣, FRM

职衔 联席董事

电话 +852 3615 8341

邮箱 jameson.zuo@cspi-ratings.com

分析师

姓名 林思琪

职衔 分析师

电话 +86 755 8321 0225

邮箱 siqi.lin@cspi-ratings.com

¹ 财政赤字=广义财政预算支出-收入；财政预算收入=一般公共预算收入+上级转移支付+政府性基金收入

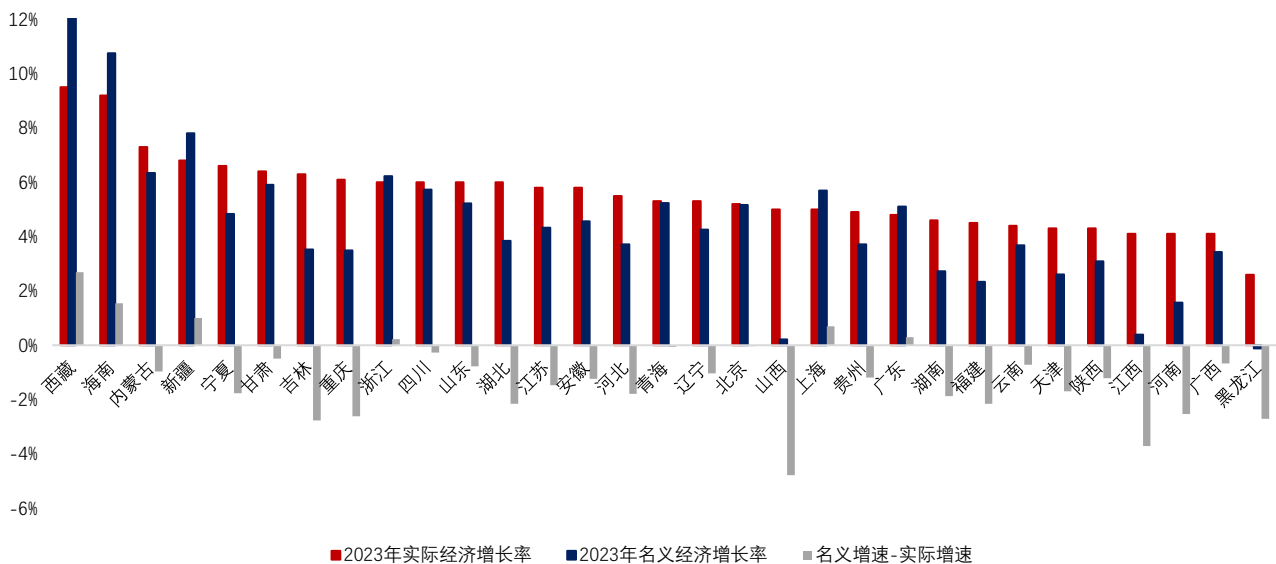
各省 2023 年名义 GDP 增速差距较大

2023 年资源和重工业主导型省份的名义 GDP 增速疲弱

2023 年，全国 GDP 实现 126 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。而名义 GDP 增速则为 4.6%，名义 GDP 增速和实际 GDP 增速出现罕见倒挂，为过去 20 年首次。因为物价上涨原因，按可变价格计算的名义 GDP 增速通常高于按不变价计算的实际 GDP 增速，两者倒挂则体现了产出品价格的下降以及总体需求的疲软。

从各省情况来看，17 个省的实际 GDP 增速超过全国水平，西藏，海南，内蒙古和新疆受旅游、农业等产业或固定资产投资的推动，GDP 增速最快。黑龙江、广西和河南 GDP 增速排名靠后，反映出其产业转型升级过程中的困难和挑战。另一方面，各省名义 GDP 增速差距较大，其中西藏名义 GDP 增速达 12.2%，而黑龙江则出现 -0.1% 的负增长。仅 7 个省级地区的名义 GDP 增速高于实际 GDP 增速，包括西藏、海南、新疆、上海、广东、浙江和北京，均为旅游、农业经济驱动型地区或是经济发达的消费驱动型地区。而名义 GDP 增速大幅落后于实际 GDP 增速的地区多为资源或重工业驱动型省份，如山西、江西和吉林等。部分大宗商品和工业产品价格的下跌拖累了这些地区的名义 GDP 增速，进而影响当地的居民收入和税收收入增速等方面。

图 1：省级地区 2023 实际和名义 GDP 增速



数据来源：国家统计局，地方政府部门，中证鹏元国际整理

2024 年需求不足的情况有望缓解，提升各省名义 GDP 增速

2023 年受出口疲弱、房地产投资下滑的影响，消费对经济的贡献度显著提升。预计 2024 年消费仍将是经济增长的重要推动力，主要经济发达省份的经济发展将维持稳定。固定资产投资仍将被房地产开发投资下降所拖累，基建投资将持续为固定资产投资托底，各省的基建投资规模仍将保持高位。

2023 年全国居民消费价格指数 (CPI) 微涨 0.2%，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 则同比下跌 3%。预计后续随着支持工业经济发展政策的落实，叠加欧美等发达经济体工业企业进入补库存周期，需求有望回暖，PPI 降幅可能收窄，有利于工业大省经济的提振。预计 2024 年大部分省份名义 GDP 增速将超过实际 GDP 增速，经济增长的实体感受有望增强，促使各省名义 GDP 增速提升。从 2024 年各省的经济增长目标来看，大部分省份维持或下降 2024 年的经济增速目标，2024 年的经济发展以稳增长为主，但经济增长的质量有望提高，有利于地方财政预算收入的增长。

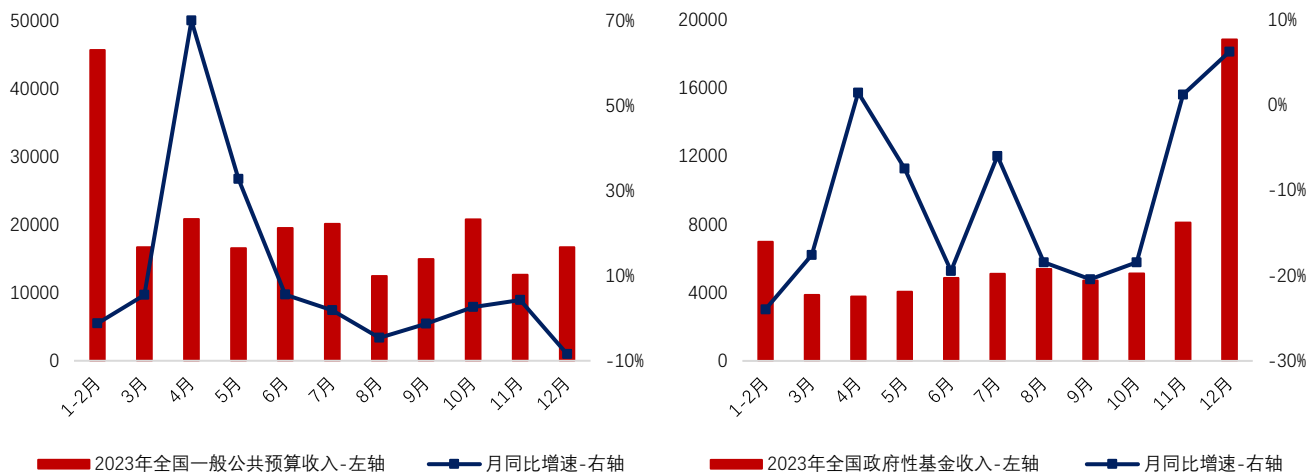
2024 年财政扩张力度料将增强

2023 年下半年地方政府收入端压力增大

2023 年全国一般公共预算收入同比增长 6.4%，其中增值税受前一年留抵退税的低基数影响，同比大增 45.3%，而其他主要税种和非税收入同比下降，拖累了整体一般公共预算收入的复苏力度。一般公共预算支出同比增 5.4%，增幅较上年有所收窄。2023 年一般公共预算的收支缺口约为 5.8 万亿，较 2022 年基本持平，一般公共预算的收支压力维持稳定。全国政府性基金收入同比下降 9.2%，支出下降 8.4%，收支缺口收窄至 3.1 万亿元（2022 年为 3.3 万亿）。据此，我们测算 2023 年全国广义财政收入同比增长 2.1%，广义财政支出同比增长 1.3%，大幅低于经济增速，体现了去年实质上财政整体扩张力度一般。

从每个月的收入变动来看，全国一般公共预算收入 4、5 月受 2022 年留抵退税政策开始实施的低基数影响出现较大的同比增幅，但 6 月之后增幅开始收敛。2023 年下半年的全国一般公共预算收入同比下降 5.4%，体现了下半年财税收入较大的压力和实体经济偏弱的走势。2023 年政府性基金收入受房地产市场持续不景气的影响，全年保持低迷，但下降幅度较 2022 年有所缓和，11、12 月可能得益于政府年末加大土地集中出让力度，政府性基金收入实现了同比回升，但增长的持续性有待观察。

图 2：2023 年全国财政收入月度变动趋势（亿元）

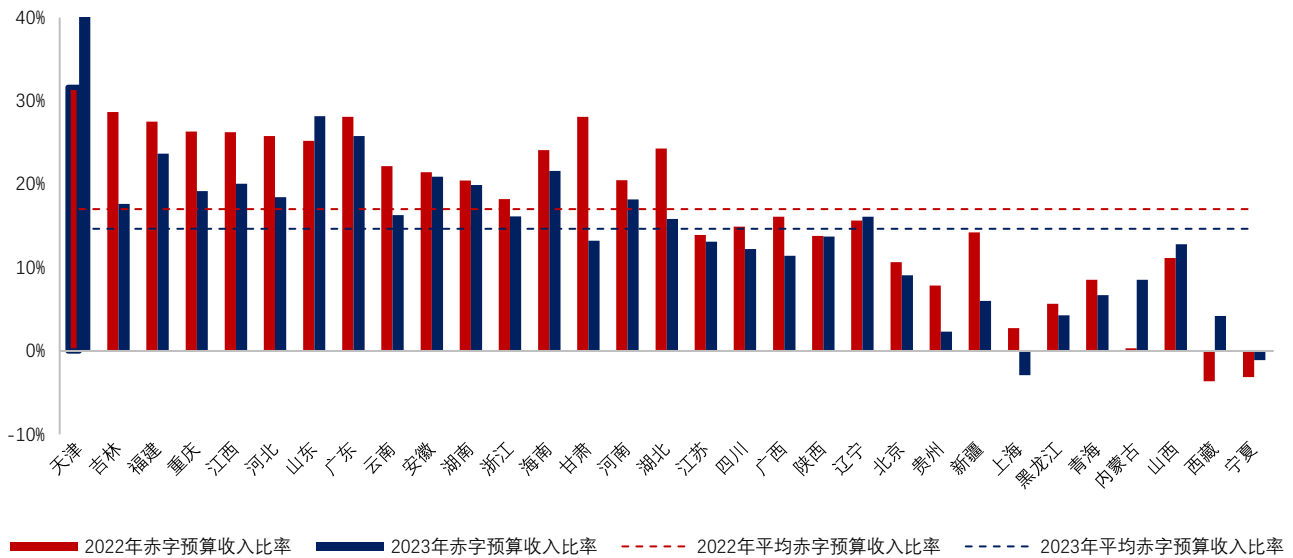


数据来源：财政部，中证鹏元国际整理

2023 年大部分省级地区赤字预算收入比率下降

2023 年虽然受土地市场的影响，地方政府的财政收入复苏力度一般，但中央的持续财政支持和相应收缩的财政支出使得大部分地方政府财政上得以休养生息，财政赤字水平有所下降。我们测算 2023 年地方政府的平均赤字预算收入比率（财政赤字/财政预算收入）由 2022 年的 17% 下降至 15%。其中赤字预算收入比率收窄较多的省级地区包括甘肃、吉林、黑龙江和新疆。这类地区的财政收入较依赖中央的财政补助，而对土地出让收入的依赖度较低，因此受益于 2023 年持续增加的中央财政支持且受土地市场低迷的影响较小，财政收入增长良好。相反，天津、山东、河南等受土地市场影响程度较深，且财政支出压力较大的地区 2023 年的赤字水平有进一步提升。

图 3：省级地区 2023 年平均赤字预算收入比率下降



备注：1.赤字预算收入比率=财政赤字/财政预算收入 2.财政预算收入包含一般公共预算收入、转移支付收入及政府性基金收入；3.财政预算支出包含一般公共预算支出及政府性基金支出；4.河北、福建、陕西、内蒙古、黑龙江和甘肃 2023 年财政数据为估算值。
数据来源：财政部，地方政府部门，中证鹏元国际预测

2024 年地方政府的财政扩张力度将有所加强

我们认为 2024 年地方政府的自身收入压力仍然不小。一般公共预算收入的增长有望随着经济的持续回暖保持温和增长，政府性基金收入可能仍将受房地产市场低迷掣肘，但预计降幅将进一步收窄，相对发达地区的土地出让情况将好于欠发达地区。

目前中国经济复苏情况整体偏弱，复苏基础尚未稳固，财政的进一步积极作为显得尤为重要。2024 年财政政策为“适度加力、提质增效”，加大均衡性转移支付力度。在地方收入可能持续受到制约的情况下，中央进一步加杠杆，支持地方财政将是今年积极财政政策的重要抓手。

中央 2023 年四季度增发 1 万亿国债，并在 2024 年初下达给地方政府，将有力支撑地方政府上半年的财政支出。我们预计 2024 年中央将进一步加大对地方财政的支持，提高地方财力保障水平，预计地方政府的中央转移支付收入保持较快的增长，这将使对中央财政依赖度较高的地区持续收益。

从支出端来看，虽然 2023 年中国坚持积极财政政策，但实际上 2023 年的财政扩张力度一般，广义财政支出仅同比增长 1.3%，财政上是相对收缩的一年。2024 年，在持续的经济下行压力之下，为了稳增长，稳信心，政府的财政支出力度将进一步加强，地方政府的整体赤字规模能有所扩大。

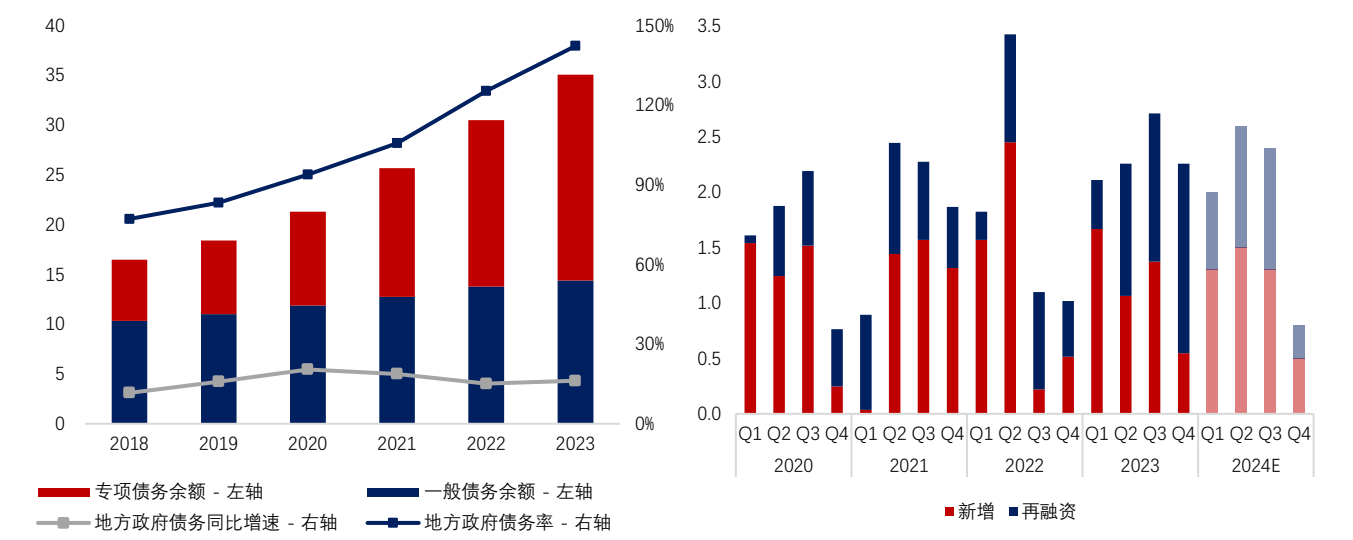
地方政府债务水平将继续攀升

2024 年地方政府直接债务率将持续温和上升，发行节奏保持前高后低

2023 年全国新增地方政府债券 4.66 万亿元，新增债券发行规模较 2022 年略有减少，但以置换隐性债务为主的特殊再融资债券大量增长使得地方政府直接债务余额到年底达到 40.7 万亿元，直接债务余额同比增 16.2%，增幅超过 2022 年。而 2023 年整体地方政府综合财力较上年同比仅微增 2%。我们估算地方政府的整体直接债务率（直接债务/财政预算收入）在 2023 年底达 142%，较上年抬升较多，但考虑到其中超万亿为置换地方政府隐性债务的新增债务，地方政府的广义债务压力并未提升太多。

从发行节奏看，2023 年四个季度的地方债总发行量相对均衡，前三季度新增债券较多，第四季度受“一揽子化债方案”的推动，再融资债券发行大幅增加。2024 年预计债券发行节奏保持前置，一二季度地方债供给量较大。我们预计 2024 年新增地方债限额在 4.6 万亿左右，其中专项债 3.8 万亿左右，一般债 8000 亿元左右。

图 4：地方政府债务率及发行节奏（万亿元）



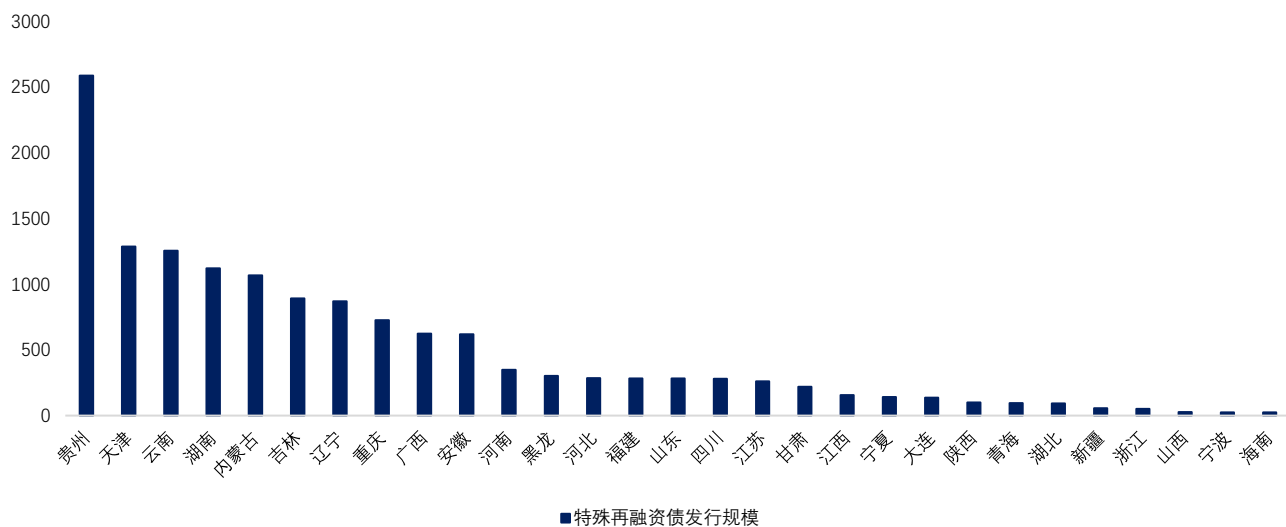
数据来源：财政部，Wind，中证鹏元国际整理

化债力度较大地区的直接债务增速较快

2023 年 7 月，中央提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，开始推动了地方政府债务化解。从 10 月开始，各省级政府开始发行特殊再融资债券，主要用于置换隐性债务，我们认为该举措有利于优化地方政府广义债务结构，降低地方政府广义债务的利息成本，从而提高地方政府流动性。虽然化债计划本身对地方政府的隐性债务的压降能力有限，但传递的中央支持的信号有利于提升金融市场对地方政府信用的展望预期。

截至 2024 年 2 月，地方政府已发行特殊再融资债超过了 1.4 万亿，其中贵州发行规模最高达 2588 亿元，是第二名天津的两倍，特殊再融资债发行较高的均为近年债务压力较大的省份。同时，特殊再融资债规模较为集中，发行规模前五名的省份合计占比超过 50%，体现了本次化债的针对性。截至 2023 年底，地方政府尚有 1.4 万亿的可用债务限额空间，预计未来两年仍有进一步发行特殊再融资债的可能。

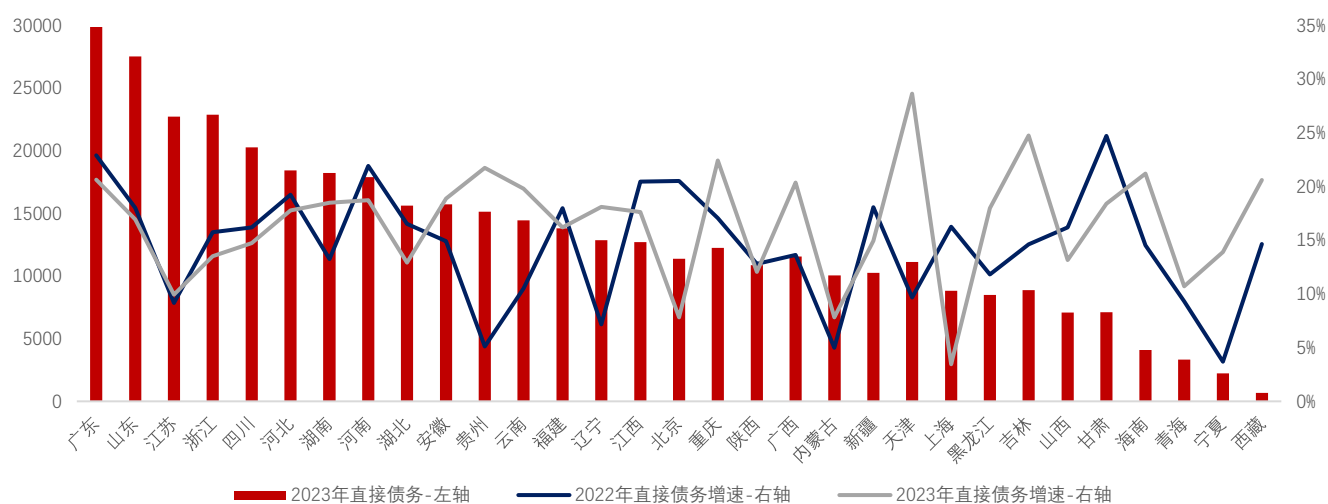
图 7：截至 2024 年 2 月底各省特殊再融资债发行规模



数据来源：Wind，中证鹏元国际整理

受“一揽子化债方案”实施的影响，2023 年地方政府直接债务的同比增幅较 2022 年整体略有上升。化债力度较大地区直接债务增速较快，如贵州、天津和湖南。其余大部分省级地区的直接债务增速保持了近年来的增长惯性，发达地区的 2023 年直接债务同比增速较 2022 年有所下降，如北京、上海、广东和浙江。预计 2024 年地方政府债仍将保持较高增速。

图 5：各省级地区 2023 年直接债务增速（亿元）



数据来源：地方政府部门，财政部，中证鹏元国际整理

地方政府信用展望

2024 年中国地方政府信用展望稳定

2023 年，虽然名义经济增速表现一般，地方政府的经济发展差距有所扩大，但财政的休养生息，中央增加的财政支持和“一揽子化债方案”，使得地方政府赤字水平有所降低，流动性状况略有改善，整体信用水平得以夯实。

2024 年，预计随着总需求的边际回暖，资产价格有望温和回升，促进名义经济增速提升，经济增长的质量有望加强，带动各地区的财税收入保持稳定增长。但本年低迷的房地产市场和增加的财政支出强度可能会加大地方的财政压力。预计本年中央将保持对地方政府较高强度的财政支持，支持地方的财政扩张，使地方的财政压力维持在合理范围。

本年地方政府的债务水平仍将继续攀升，而宽松货币政策带来的政府债利率下降能够使地方政府的付息压力保持在合理水平，从而使地方政府的流动性保持稳定。总体而言，预计 2024 年中国地方政府整体信用水平将保持平稳。

预计城投信用整体保持稳定

一方面，在化债政策的推动下，部分高息城投债务被低息的地方政府债置换，政府支持预期的增强使得城投的市场认可度提升，城投的整体再融资风险有所缓释，融资成本有一定下降。另一方面，监管部门对城投新增债务的管控力度加强，城投的融资渠道进一步收窄，新增融资的难度加大。我们认为 2024 年城投融资的监管压力仍保持高位，“化存量，遏增量”的态势不变。

虽然 2024 年预计地方政府信用维持稳定，但经历过过去两年土地出让收入的下滑，弱区域、低层级的城投的基本面仍不乐观。特别是债务压力较大，“一揽子化债方案”惠及不多，前期为提振经济和稳定房地产市场资金投入量较大的城投的流动性风险仍不容忽视。

免责声明

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“本公司”）按照既定的内部流程拟备不同的信用研究和相关评论（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何信息的权利。

研究适用于免责声明和限制。**研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能反映/针对任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。**

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和信息作出。为了本研究的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性信息。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何信息进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开信息的遗漏、错误或不一致性负责任。

本公司不对以任何形式对其提供的任何信息的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的信息所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2024 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。