

非评级行动短评：中国正重塑公共财政的债务结构

众望所归，中央扛起加力实施积极财政政策的大旗，将成为主要加杠杆主体

我们预计，未来中国公共部门的债务结构演化将呈现出：**中央政府主动增加债务、地方政府适当增加显性债务、严控和化解地方隐性债务**的总体格局。截至 2024 年一季度，中国政府直接负债率为 56.7%，广义负债率¹推测在 100%以上，在国际上达到中高水平。虽然总量可控，但债务结构较不合理，其中高利息，短期限的隐性债务占比偏高，而中央债务占比偏低。在当前经济增长相对疲弱，内需不足的背景下，加力实施积极财政政策、政府部门加杠杆是大势所趋。

中央超长期特别国债将成为中央加杠杆的重要工具，预计长期提升中央杠杆率 5 个百分点左右。根据 2024 年全国财政预算，一般公共预算支出预算 28.5 万亿元，同比增 4%，政府性基金支出预算 12 万亿，同比大增 18.6%，全口径赤字规模将达到 11.1 万亿，较上年大增 25%，体现了本年度积极财政政策的力度（图 1）。从赤字来源来看，上年结转收入和调入资金约 2.1 万亿元，计划新增中央和地方政府债务总额约 8.96 亿元（国债 4.34 亿，地方债 4.62 亿），中央承担比例约为 48.4%，是近几年最高的比例（图 2）。我们认为中央加力举债将为未来持续实施积极财政政策奠定基础。2024 年中央开始发行超长期特别国债，本年度先发 1 万亿，拟连续几年发行，我们预计中央超长期特别国债连续发行期在 5-10 年，长期提升中央杠杆率 5 个百分点左右。中国中央杠杆率当前处于较低水平，仍有较大的举债空间。另外国债的发行利率相对地方债低，有利于结构性降低政府债务成本，优化政府部门债务结构。长期资金的投放也有利于匹配实体经济中战略性、长周期的领域。

图 1: 全国财政收支情况 (万亿)

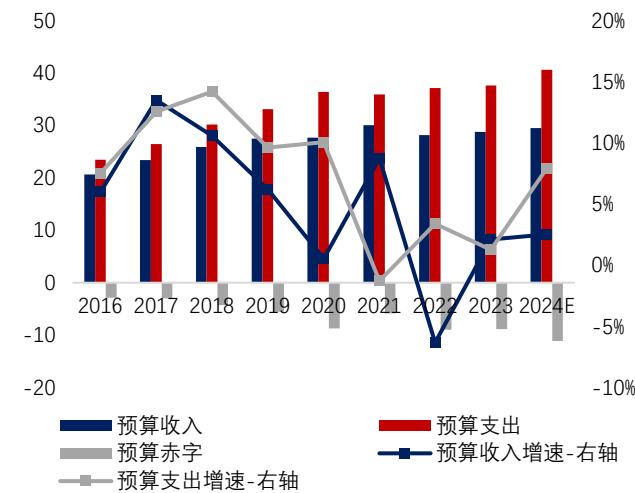
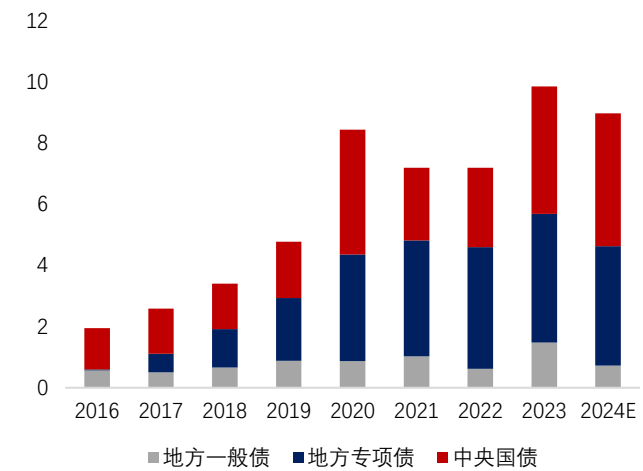


图 2: 新增政府债务结构 (万亿)



备注：预算收入和支出包括一般公共预算和政府性基金预算；数据来源：财政部，地方政府部门，中证鹏元国际预测

地方政府直接债务保持一定增速，财税体制改革是长效改善地方收支平衡的关键

地方财政收支将维持紧平衡，赤字和债务压力不减。2023 年中央加大对地方财政转移支付力度给予地方财政修生养息的机会，为 2024 年地方政府新一轮的财政扩张预留空间。我们预计 2024 年减税降费政策将转变为结构性减税降费，力度较 2023 年 2.2 万亿有所减轻，有利于稳定宏观税负，保障政府财力。但名义 GDP 增速的放缓和房地产市场的持续疲弱仍将拖累地方政府的财政收入增长，2024 年地方政府的财政扩张有赖于中央超长期特别国债发行和加大地方债发行。2024 年中央对地方的转移支付收入预算安排 10.2 万亿，同口径增 4.1%，2024 年发行的超长期特别国债亦会有 5,000 亿转移支付给地方政府使用，转移支付在地方财政收入中的占比持续提升，支持地方政府保持收支平衡（图 3）。同时，本年新增 4.6 万亿的地方债将进一步提升地方政府债务率，其中新增地方政

¹ 包括直接债务和估算的隐性债务

府专项债 3.9 万亿用于“提质增效”，专项债额度提前下达并加快专项债发行使用进度，以保持必要的财政支出强度。预计 2024 年地方政府的直接债务增速为 11.3%，直接债务率将升至 151%（图 4）。

我们认为，短期地方政府的收支矛盾和债务压力需要依赖开源节流和中央转移支付解决，中长期关键在于财税体制改革。中央经济工作会议也提出“谋划新一轮财税体制改革”，后续有望进一步理顺中央政府和地方政府的责任，避免地方政府支出责任持续扩张。比方中央上收部分事权和支出责任，规范转移支付，扩大地方政府税源等。

图 3: 地方政府财政资金来源结构

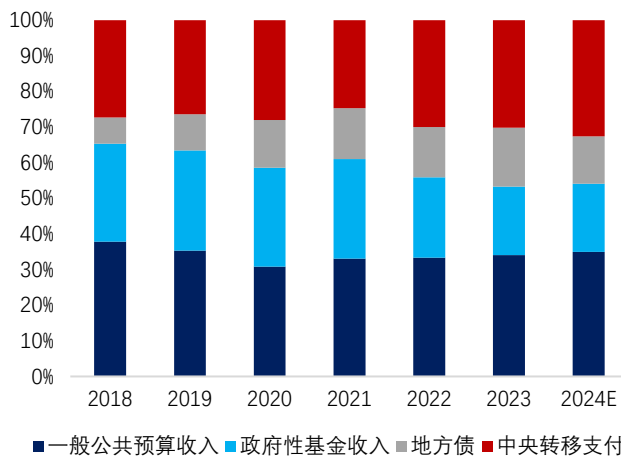
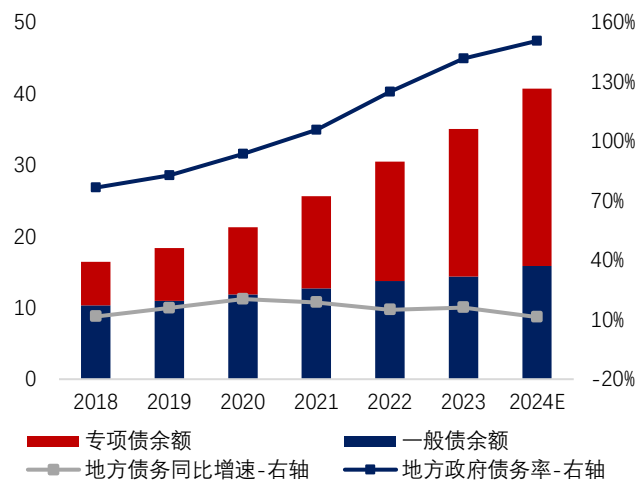


图 4: 地方政府债务率持续攀升 (万亿)



备注：地方政府债务率=地方政府直接债务/预算收入；数据来源：财政部，地方政府部门，中证鹏元国际预测

政府隐性债务化解进入新常态，城投流动性风险得以缓释，央地博弈仍将持续

央地博弈长期处于紧平衡状态是化债的基础。我们测算到 2023 年底城投公司的有息负债规模在 60-70 万亿之间，这部分债务有期限短，利率高，区域间不平衡的特点，债务化解压力较大。在当前中央和地方财政博弈和地方政府土地财政的变局之下，地方政府的债务化解需要自上而下的整体安排，2023 年 7 月开始实施的“一揽子化债方案”则是中央为地方债务纾困的主动作为。我们认为该举措有利于优化地方政府债务结构，降低地方政府广义债务的利息成本，从而缓解地方财政压力。然而化债措施的反面是容易滋生道德风险，助长地方政府的“机会主义”。截至 2024 年 4 月，共 1.48 万亿的特殊再融资债券发行，从发行省份可以看出，特殊再融资债券的发行相对集中，前五名省份占比超过了 50%，包括贵州，天津和云南。可见过去举债较为激进地区所获得的债务置换额度较大，而隐性债务管控较好地区则获得较少的债务置换额度。长远来看，中央和地方各司其职，中央在关键时刻托底防风险稳增长，地方政府需积极谋发展，压降隐性债务，自上而下的压力传导及自下而上的资源争取相辅相成，是长效化债的基础。

“一揽子化债方案”增强了政府对广义债务的管理责任，被市场普遍认为是“城投信仰”充值。因此，方案实施后，城投债的信用利差有明显收窄，城投流动性风险确得以缓释。实际上，2014 年和 2018 年均进行过地方政府隐性债务化解，之后均出现了城投债信用利差的整体下行。但前两轮化债后城投债的规模并未减少，反而持续增加，成为了化债政策的前车之鉴。因此，本轮化债“化存量，遏增量”中如何“遏增量”，显得尤为重要。从近期的城投债务管控措施可以看出，中央本次加强了新增城投债的管控力度，体现了中央本轮“遏增量”的决心。

央地博弈仍将持续，产业化国企或将成为加杠杆主力。我们认为未来城投的新增融资难度加大，但政府对城投债务管理的加强将使存量城投的整体的信用状况维持稳定，持续的“化存量、遏增量”严监管背景叠加区域经济增长动能转换将推动城投进行市场化转型，促使地方培育和做强产业化主体。中央和地方政府直接加杠杆和宽松的货币环境将支撑未来的基建投资，但地方政府持续的转型发展和稳增长的需求强烈，地方财权事权不匹配的矛盾仍在，中央和地方的财政博弈仍将持续。我们预计未来会有越来越多的地方产业化国企出现在资本市场，产业化国企与城投的界限有望逐渐明晰，风险特征也将有所不同，信用分析维度可能将被重塑。

联系我们

主分析师

左一鸣, FRM

+852 3615 8341

jameson.zuo@cspi-ratings.com

分析师

林思琪

+86 755 83210225

siqi.lin@cspi-ratings.com

媒体联系

media@cspi-ratings.com

评级服务联系

魏伦

+852 3615 8324

allen.wei@cspi-ratings.com

若欲获取进一步的信息, 敬请访问 www.cspi-ratings.com

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。

本公司保留其在本公司网站、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。