

中国地方政府尝试多元化的融资支出

2020 年 11 月 22 日

要点速览

- 2020 年前 9 个月中国地方政府发行了 5.7 万亿元人民币（合 8,600 亿美元）债券，地方政府债务规模达历史记录。
- 政府支出更趋多元化，从重点关注土地开发到将支出更多地用于能给经济带来长期效益的投资，如高铁和 5G 网络等新基建项目。
- 部分地方政府或需努力管理其债务负担，但中国经济复苏应有助于控制债务增长。

本报告不构成评级行动。

中国地方政府债务规模达历史记录，且融资支出更趋多元化。为了推动疫情后的 GDP 增长，政府将融资投向经济的许多方面，如交通运输和基础设施。这意味着，随着政府激进融资，政府正考虑更广泛的资金用途，以将经济影响最大化。标普全球评级认为，在疫情消退后，该有效模式应会长期持续。

2020 年前 9 个月地方政府发行了 5.7 万亿元人民币（合 8,600 亿美元）债券，其中约 3/4 为新增债券（即非再融资债券；见图 1）。我们预测今年新增债券中约 80% 为专项债，主要用于资本支出。

主分析师

朱素微

香港

(852) 2912-3055

susan.chu

@spglobal.com

其他联系人

Felix Ejgel

伦敦

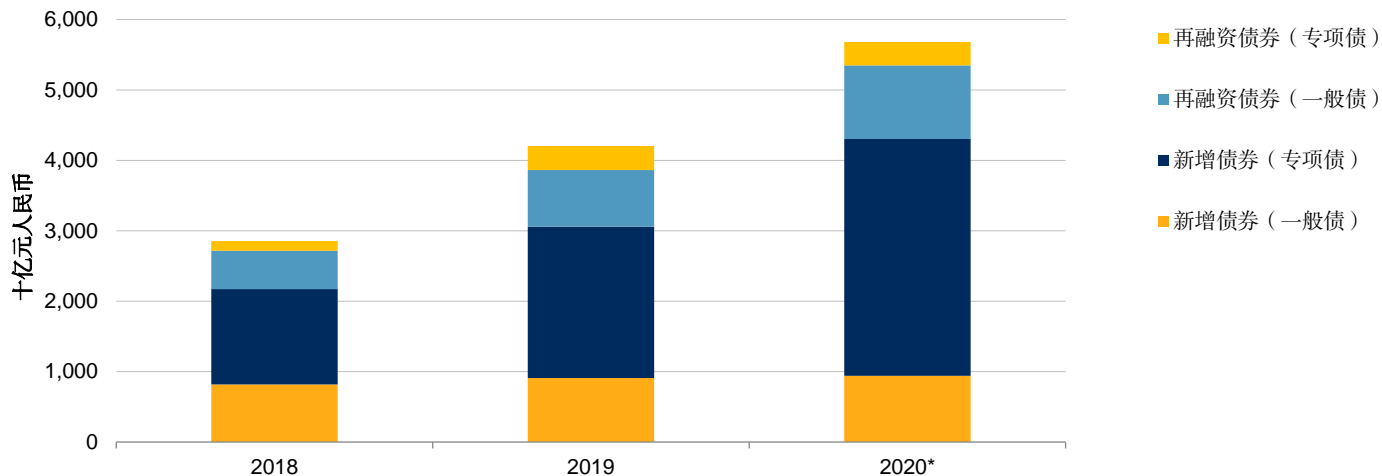
+ 44 20 7176 6780

felix.ejgel

@spglobal.com

图 1

专项债推动2020年地方政府债务增长 地方政府专项债和一般债的年度发行量



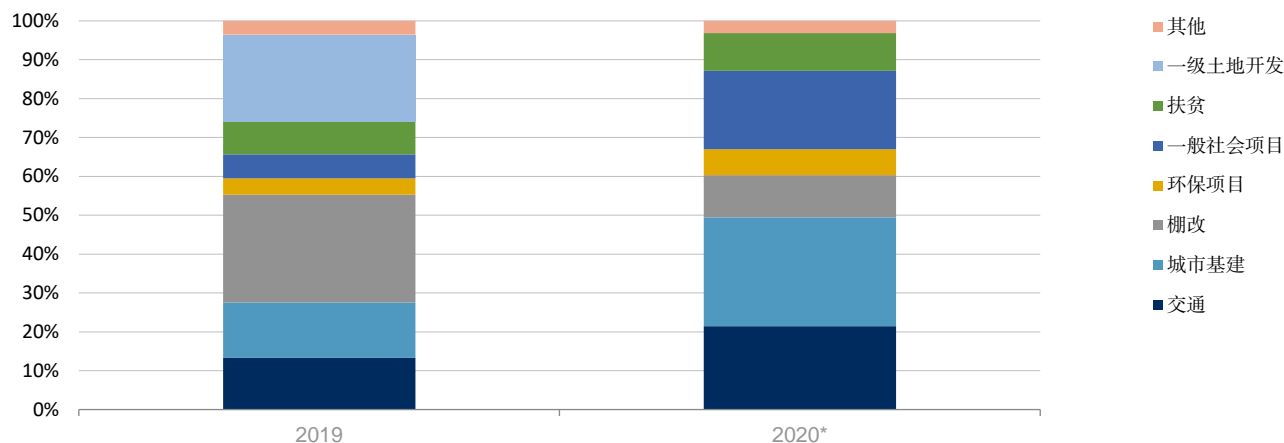
*截至2020年9月30日。资料来源：财政部，标普全球评级。
版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

地方政府关注刺激措施的质量，而非数量

地方政府越来越多地将举债融资用于各种公共服务。2020年前9个月地方政府新增债券中约一半用于交通基建项目和城市开发项目（见图2）。

图 2

地方政府扩大用于城市开发和交通的举债融资
按资金用途划分的地方政府新增债券发行



*年初至9月30日。资料来源：财政部，标普全球评级。
版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

房地产相关项目（主要是一级土地开发和棚户区改造）的融资在 2020 年急剧减少。

中国政府亦赋予地方政府更大的灵活性，可将专项债作为杠杆工具。例如，从 2019 年 6 月开始，地方政府可将债券通过国有企业用作重大基建项目的新增资本。这样，国企能增加其资产或权益。另一方面，地方政府无需全额支付项目费用，或对项目进行完全并表。

2020 年 7 月，地方政府专项债可用于支持中小银行补充资本金。

地方政府的关注已发生转变，这体现在其支出用途。政府越来越关注将其融资用于刺激企业和居民的需求。

部分地方政府已迅速削减土地开发项目的支出，源于其直接经济效益较小。如将出让土地使用权作为指标，2020 年前 9 个月土地开发支出在地方政府总资本支出中的占比下降至 62%。此前，该比率一直保持在 85% 以上。

在经济持续低迷之际，政府希望提供更多能够支撑增长的公共服务。这包括新基建项目的支出，如 5G 网络、电动汽车充电桩、高铁等的投资（见图 3 及 2020 年 9 月 22 日发布的《疫情过后，中国能源转型趋于停滞》“China's Energy Transition Stalls Post-COVID”）。

图 3

到2025年末，中国的新基建投资将达到人民币10万亿元



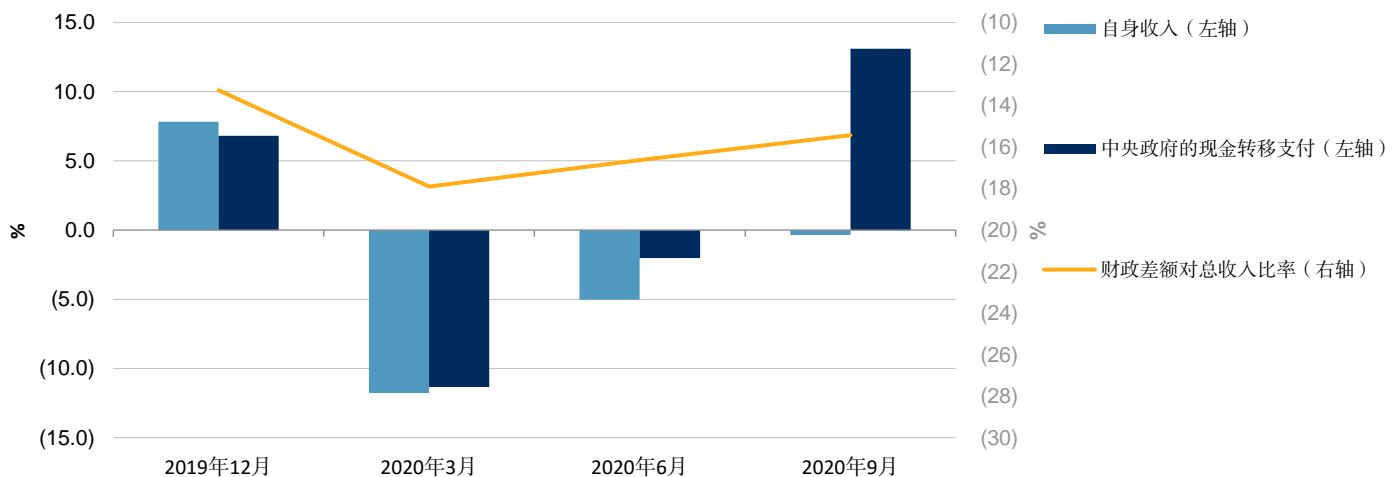
资料来源：Wind，标普全球评级。
 版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

随着经济稳定，新增债券将恢复常态

我们认为 2020 年中国地方政府新增债券发行量上升是逆周期的暂时现象。随着中国经济复苏，我们认为地方政府举债以缓解财政赤字的压力将减小（见图 4）。

图 4

疫情爆发后，地方政府赤字扩大
同比增长



注：所有地方政府的累计数据。资料来源：财政部，标普全球评级。
 版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

中国地方政府尝试多元化的融资支出

地方政府的收入增长已超出我们的预期。这主要归因于 2020 年前 9 个月中央政府的现金转移支付增长 13%，以及土地出让收入增长 10%。上述两项收入来源合计占地方政府总收入的近 2/3。

然而支出增长一定程度上低于我们此前的假设。地方政府将更多支出用于缓解经济低迷状况，同时亦注重其他成本控制。例如，土地开发通常占地方政府总支出的约 1/4，但 2020 年前 9 个月该项支出同比下降 8%。

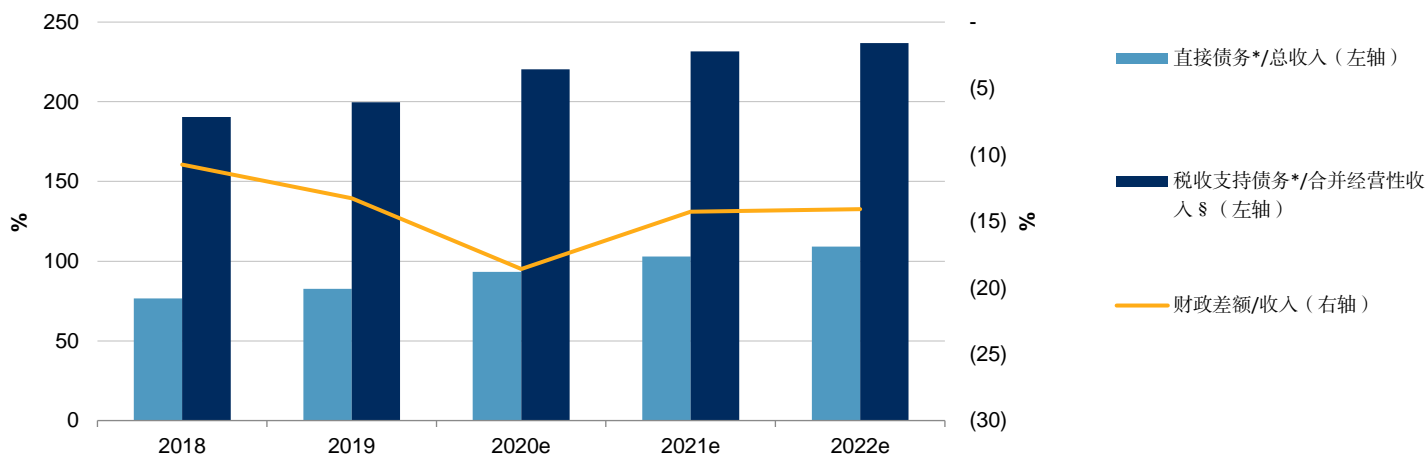
鉴于地方政府的土地开发相关收入同期增长了 10%，显然政府并不认为增加此类项目的支出至关重要。

2020 年地方政府合并赤字对总收入的比率应约为 20%。未来两年该比率应会恢复至疫情前约 15% 的水平。我们已调整关于地方政府赤字水平的基本假设，优于此前我们的预计，即支出将超出收入的约 1/4。这反映了地方政府收入的快速复苏和有效的成本控制。

因此，2021 年和 2022 年地方政府或将放慢发行新增债券的节奏，以控制债务余额的快速增长（见图 5）。

图 5

疫情消退后，地方政府赤字应会缩小，且债务累积应会放缓
若未指明，为全年数据



*数据截至年底。§ 地方政府经营性收入加上国有企业收入。税收支持债务为地方政府承担偿付责任的所有债务，包括地方政府的直接债务存量和国有企业的预算外借贷。e-预测。资料来源：财政部，标普全球评级。

版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

部分地方政府在接近借贷规模的上限

随着中国经济趋于稳定，我们认为中央政府将重新关注控制地方政府债务的增长。我们假设中国的 GDP 在 2020 年和 2021 年分别增长 2.1% 和 6.9%。2020 年的预估增速强于我们之前预测的 1.2%（参见 2020 年 9 月 24 日发布的报告 Asia-Pacific's Recovery: The Hard Work Begins）。

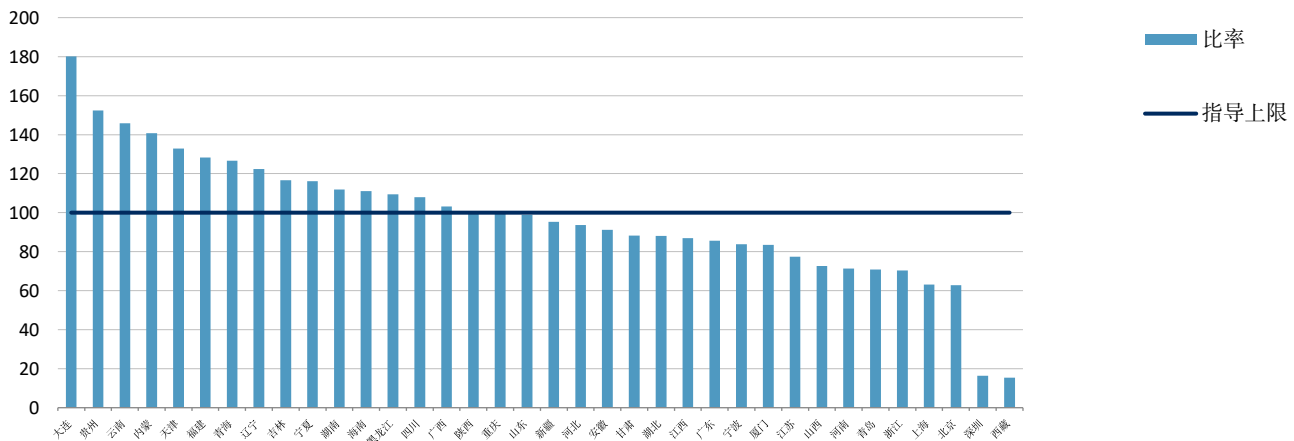
中国地方政府尝试多元化的融资支出

与政府的杠杆指导相符，我们预计未来两年地方政府累计新增债务将达 4-6 万亿元。前提是在此期间政府官员能坚持地方政府杠杆目标的非硬性规定，如地方政府债务余额对收入的比率等指标。2021-2022 年，地方政府总收入（含中央政府转移支付）或将每年增长约 5%。

新增借贷规模并不均等分摊给所有地方政府。如果未能找到扩大收入基础的其他方法，那么我们认为部分地方政府即将达到中央政府指导的借贷上限（见图 6）。

图 6

几乎半数地方政府的债务与收入比率都超过中央政府指导上限 直接债务与总收入之比



注：中国政府要求地方政府的债务与收入比率低于100%。

在截至2021年9月30日的直接债务存量的基础上，除以我们对2020年全年收入的预估。

资料来源：财政部，标普全球评级。

版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

预算外债务扩张增速将放缓

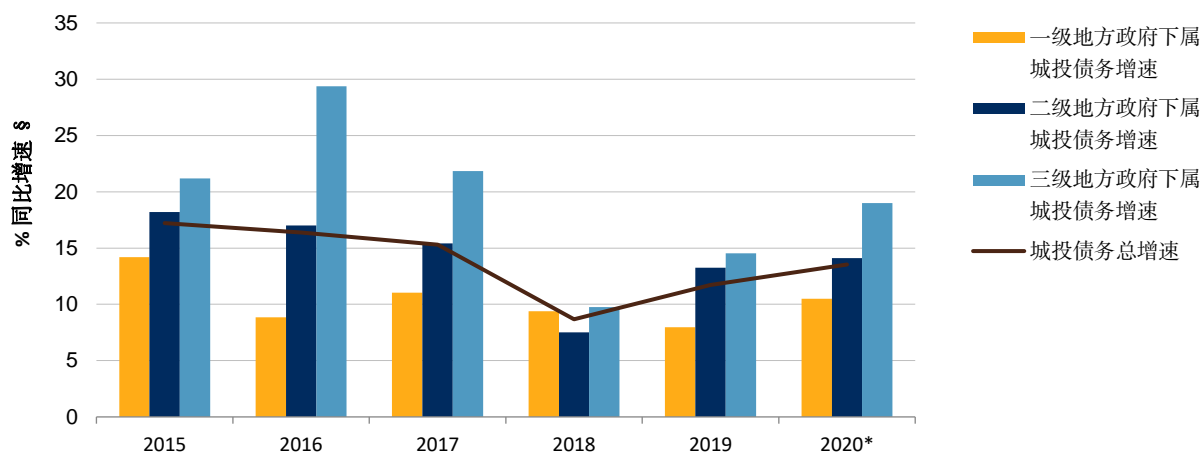
我们预计地方政府将继续利用国有企业来为公共服务买单。这或许也是国有企业使用预算外借款的另一种方式。我们主要根据中国数据提供商 WIND 的数据来估算此类预算外借款，我们亦将这部分借款描述为城投债。

自 2019 年以来，下级地方政府就在不断扩张所辖国有企业（包括城投）的资产负债表，而 2020 年期间所有级别的地方政府都在加速扩张资产负债表（见图 7）。而央行的货币宽松政策则在新冠疫情导致的经济下行期间确保了融资的低成本。

图 7

一段间歇期后，城投的债务增速开始再度攀升

城投的债务增速（按级别*）



* 级别按中国的财政等级划分，一级通常指省级政府或同等级政府，二级通常指市级政府，三级指县级政府。

§ 截至2020年9月30日。

资料来源：Wind，标普全球评级。

版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

不过，由于疫情最糟糕的时期已然过去，我们预计中国政府将再度重视国企业的去杠杆问题。多数地方政府现在可能会重新实施控制城投风险的措施。

地方政府对待债务的财务纪律各有不同。那些借贷规模接近极限（根据中央政府的非硬性规定）的地方政府可能更希望下属城投增加债务。但要注意的是，近期青海和辽宁等省份发生备受瞩目的国企违约事件后，这些省份的城投已遭遇了举债难题。

广东和山东等多数省份则在推进国企改革。措施包括将城投与高度商业化的企业进行合并。合并后实体的收入不断增加，应能逐渐化解城投债扩大所带来的风险。

这些省份在投资者和中央政府间的信誉度较高，因而可通过下属城投提高借贷规模。

相关研究

- Asia-Pacific's Recovery: The Hard Work Begins, 2020 年 9 月 24 日
- 中国省级政府风险指标, 2020 年 9 月 22 日
- 疫情后的中国债务: 扩张之后, 再控规模, 2020 年 6 月 4 日
- 在引入更多财政刺激措施下, 中国地方政府赤字率或上升至 25%, 2020 年 5 月 26 日
- 中国较弱地方政府的财政状况将因新冠疫情承压, 2020 年 3 月 27 日
- 地方国企获得纾困是否将减少? 2020 年 2 月 3 日

(注: 中文版本系根据英文版本翻译, 若与原英文版本有任何分歧, 概以英文版本为准。)

阅读英文版请点击:

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=11742516&ArtRevId=1&sid=&sind=A&>

版权©2020, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可, 严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容(包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理(以下统称“标普各方”)并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏(无论成因), 使用内容得到的结果, 或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证, 包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证, 或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下, 标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失(包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本)负责, 即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述, 或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息, 但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的, 监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级, 标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任, 也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开, 从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此, 标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程, 以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬(通常从发债人、承销商或债务人处收取)。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析: www.standardandpoors.com (免费网站), 及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com (收费网站), 及 www.spcapitaliq.com (收费网站), 及并可能通过其他渠道进行发布, 包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息, 请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S, S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。