



郭張德美
大中華區定息產品
投資研究部主管



潘晶晶
中國定息產品研究部董事

雖然亞洲信貸市場表現波動和疲弱，尤其是中國房地產市場急劇下滑，但離岸市場的投資級別中國地方政府融資平台¹板塊表現相對強韌，年初至今的淨發行量大幅增加。在今期投資通訊，大中華區定息

產品投資研究部主管郭張德美及中國定息產品投資研究部總監潘晶晶強調這個中國信貸市場亮點背後的正面動力。

地方政府融資平台 — 中國信貸市場的亮點

由於全球利率飆升，固定收益市場近期面對重重挑戰：加上中國房地產業波動令亞洲信貸長時間持續低迷，投資者可能正積極發掘區內具吸引力的投資選擇。

中國地方政府融資平台幾乎遍布每個地區，合共約 10,000 家，但這些平台可能不像其他資產類別般廣為人知或被接受（有關地方政府融資平台的背景資料，請參閱附錄）。過去數年，部份發行人缺乏透明度，加上到期日陸續臨近，令人憂慮，可能使部份投資者卻步。

不過，基於以下多個原因，我們相信全球投資者應重新審視地方政府融資平台。在艱難的經濟環境下，投資級別地方政府融資平台債券在 2022 年初至今表現

強韌，更成為唯一淨發行量錄得按年增長的企業發行人。我們認為這項資產類別今後有望受惠於若干短期政策利好因素。

- 表現強韌

如圖 1 所示，中國投資級別地方政府融資平台債券年初至今的總回報為 -2.9%，相對美國國庫債券的超額回報為 1.16%，是表現最好的中國投資級別債券。年初至今，地方政府融資平台債券的息差亦收窄超過 40 點子，接近 2017 年底和 2018 年初的水平。²

¹最初，中國地方政府不獲批准以本身名義發行債券，因此設立了地方政府融資平台，以代表其自身在市場籌集資金。

²巴克萊研究，2022 年 5 月 12 日。與美國國庫債券之間的息差。

圖 1：按領域劃分中國投資級別債券年初至今表現³

中國	總回報 (%)			超額回報 (點子)		
	年初至今	季初至今	月初至今	年初至今	季初至今	月初至今
地方政府融資平台	-2.88	-0.49	0.16	116	13	-25
其他非核心國有企業	-5.31	-1.26	0.17	-35	-16	-24
核心國有企業	-8.15	-2.29	-0.04	-107	-2	-30
金融	-5.26	-1.15	0.16	-46	-22	-27
非國有企業	-12.71	-4.11	-0.67	-389	-92	-91
房地產	-14.15	-4.75	-3.22	-895	-355	-363

展望 2022 年下半年及之後，我們預期投資級別地方政府融資平台債券將繼續表現出色，可能受到在岸和離岸市場的息差以及國有企業債券供應不足導致中國投資者需求殷切所支持。

● 淨發行量顯著增長

綜觀中國投資級別企業發行人，投資級別地方政府融資平台債券錄得淨發行量按年大幅增長：2022 年首四個月為 120 億美元，對比去年同期為 30 億美元。這與投資級別民營企業債券形成鮮明對比：後者在

2022 年首四個月錄得 10 億美元淨贖回金額，對比去年同期的淨發債金額為 120 億美元⁴。

另一方面，亞洲美元債券市場在 2022 年首四個月的淨發行量下降 91%至 70 億美元，其中，中國內地的淨贖回金額為 110 億美元，與 2021 年首四個月的淨發行量 300 億美元形成強烈對比。

地方政府更依賴地方政府融資平台，預期將加推政策支持

整體來說，投資級別地方政府融資平台債券繼續受到經濟和政策環境支持：金融機構加大支持力度、中央對地方轉移支付增加、基建開支增加令盈利改善，以及加快發行地方政府專項債券等，應能緩減土地出讓收入減少的影響。儘管如此，我們認為控制地方政府「表外債務」⁵的任務不變，因為部份債務規模過大，而且具有戰略性意義，根本不可能倒下。

● 地方政府財政收入料將下降

我們認為 2022 年地方政府綜合財政收入可能會下降。在 2022 年，31 個省政府的綜合預測⁶是綜合財政收入增長 3%（一般財政預算收入增長 5%、中央對地方轉移支付增長 18%⁷、政府性基金收入下降 10%）。

³巴克萊研究，2022 年 5 月 12 日。

⁴另一方面，高收益地方政府融資平台債券在 2022 年首四個月錄得 4.21 億美元淨贖回金額，對比去年同期的淨贖回金額為 3.13 億美元。

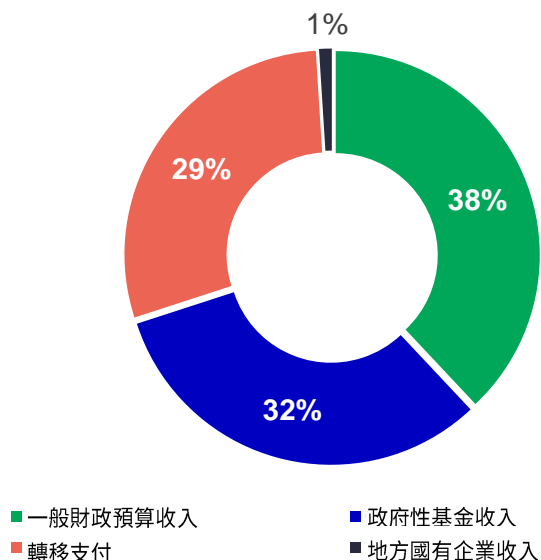
⁵地方政府融資平台籌集的部份債務尚未計入地方政府的資產負債表，但附帶政府的隱性償債擔保。

⁶地方政府披露每年的財政收入預測。

⁷根據政府工作報告，今年中央對地方轉移支付將急增 18%至 9.8 萬億元人民幣，是過去十年內最大的按年增長之一。

由於上述估計是在上海實施封城措施之前進行，因此可能偏向樂觀。

圖 2：2022 年地方政府收入來源



• 土地出讓收入下降令地方政府面對財政壓力

去年，政府對房地產開發商融資實施限制，並收緊拍賣規則，削弱地方政府的一項重要收入來源（圖 2），導致中國過半省份在 2021 年的土地出讓收入減少。

於 2022 年，地方政府的土地出讓收入增長可能會保持低水平（我們的基本情況預測土地出讓收入按年下降 20%）⁸。這將削減地方政府的重要收入來源，令地方政府不得不更依賴中央轉移支付，並進一步籌集債務，為反周期基建開支融資。由於提供支持的資金來源減少，部份地方政府可能需要更依賴地方政府融

資平台，為基建投資融資。此外，對經濟多元化程度較低和較倚賴固定資產投資的地區來說，土地出讓收入減少將帶來重大影響。鑑於對城鎮土地的需求減少，土地出讓收入下降亦將打擊人口持續外流的地區。⁹

• 預期為地方政府融資平台加推政策支持

土地出讓轉弱和清零防疫政策令各地財政收入不足，我們認為可以透過以下方式填補有關短缺：

- 1) 國家和地方金融機構提供融資支持
- 2) 削減財政開支甚至出售政府資產
- 3) 可能透過再度發行中央政府專項債券，進一步加大中央對地方轉移支付的力度
- 4) 透過加快發行地方政府專項債券，為額外的基建開支提供部份資金，或可增加地方政府的稅收。

面對困難的經濟狀況，為確保實現 2022 年國內生產總值目標，地方政府融資平台去槓桿的措施很可能會在今年餘下時間暫時擱置。

• 基建開支增加可能有利地方政府融資平台

雖然今年第一季中國經濟增長放緩至 4.8%（對比 2022 年國內生產總值增長目標為 5.5%「左右」），但基建投資增長在同期加快至 8.5%（對比 2021 年的

⁸31 個省政府的 2022 年土地出讓收入預算為 7.7 萬億元人民幣，按年下降 11%。在土地出讓收入最多的省份之中，估計浙江較 2021 年下降 23%，江蘇下跌 19%，廣東則持平。

⁹ 中國沿海發展較成熟的省份和省會城市受到的影響較小，因為有關地方政府可利用的財政收入範圍較廣闊。表現最脆弱的省份是內蒙古、山西、甘肅、黑龍江、吉林和遼寧。

0.4%)。我們預期 2022 年基建相關預算支出和信貸，將會通過加快發行地方政府專項債券而實現雙位數增長，推動基建投資增長超過 10%。

總結

過去，在中國信貸領域的其他替代投資選項中，地方政府融資平台的風險回報水平似乎相對欠缺吸引力，伴隨中國經濟環境迅速轉變，地方政府融資平台年初至今的表現穩健，加上該板塊重要性日益提升，而且獲利好政策因素支持，或可讓一些投資者發掘「深藏不露」的投資機遇。

附錄：地方政府融資平台的背景資料

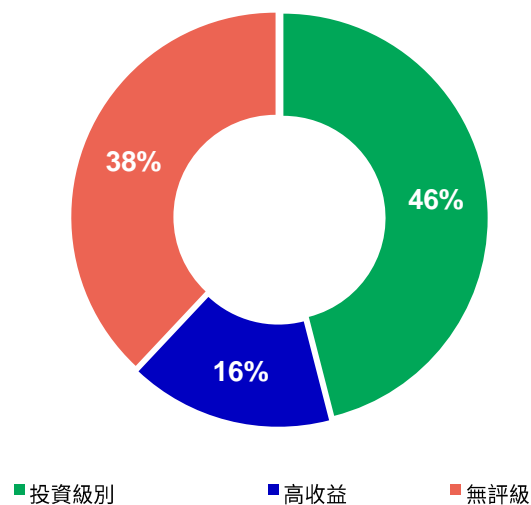
• 何謂地方政府融資平台？

地方政府融資平台最初成立的目的是為地方政府的基建升級項目提供資金，並準備將土地出讓給房地產開發商。融資平台隨後擴展至與城鎮發展相關的其他業務領域，例如交通、公用事業和社會住房，近年甚至涉足更多商業公司，包括貿易、房地產開發、工業和金融。時至今天，約 3,000 個地方政府發行人民幣債券；另有 166 個地方政府在離岸市場發行美元債券。

• 地方政府融資平台有多少債務？

根據地方政府融資平台的財務報告，截至 2020 年，債券發行人的已發行付息債務約為 45 萬億元人民幣，相當於 2020 年中國國內生產總值的 41%，高於 2016 年的 33%。截至 2021 年 12 月，地方政府融資平台已發行債券規模為 12.6 萬億元人民幣，相當於中國人民幣企業債券的 52%，高於 2016 年的 35%。此外，現時地方政府融資平台在亞洲美元債券市場佔相當大的份額，包括投資級別、高收益和無評級債券（見圖 3）。截至 2022 年 3 月 7 日，已發行債券總值 670 億美元，由 166 家主要地方政府融資平台美元債券發行人發行（約 6% 亞洲美元債券和 13% 中國美元債券）。

圖 3：地方政府融資平台債券評級¹⁰



¹⁰滙豐研究，2022 年 3 月

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

554803