

中印财政债务透视

——从举债模式到风险结构的制度差异

2026 年 7 月 2 日

要点

制度框架：

- 印度实行“三级自治+法定财政委员会”的制度化分权模式，地方享有相对独立税权；
- 中国则实行“五级行政+中央统筹”模式，依赖大规模转移支付调节地方财力差异。

收支结构与赤字特征差异：

- 印度财政收入高度依赖税收且弹性不足，支出端高度刚性（经常性支出超 80%，利息占比约 23%），需靠举债弥补收支缺口。受益于经济持续高增长，税收收入快速扩张，一定程度上消化了高利息负担。
- 与印度不同，中国法定政府债务严格对应资本性支出，严禁用于日常运转。财政收入端，除税收外，土地出让金等非税收入构成重要补充，长期用于弥补收支缺口与支撑基建。但近年来，税收放缓与土地收入收缩形成叠加效应，地方财政承压。

债务风险差异：

- 从总量和杠杆率看，截至 2025 年末，中国政府债务余额约 13.6 万亿美元，约为印度的 4 倍；同期中国 GDP 约为印度的 5 倍，两国债务占 GDP 比重分别为 68.5%和约 82%。
- 印度政府债务透明度较高，但利息负担沉重（约占财政收入的 23%），叠加长期较高的资金成本，持续挤占基建与民生支出空间。中长期来看，杠杆管控与资本性支出扩张之间的矛盾有待平衡。
- 中国法定债务杠杆适中，但纳入隐性债、城投债后总杠杆率显著攀升。过去，城投平台依托土地抵押与政府信用背书大量开展表外融资，在驱动基建扩张的同时积累了规模庞大的隐性债务。中国正加大化债资源投入，严控地方债务无序扩张，依托大规模债务置换、国家信用及银行体系深度参与，债务结构透明度提升，债务风险有所缓释。

研究员

邓灵

北京

+86-10 6516 6054

Ling.deng@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

当前印度以较高 GDP 增速增长，市场常将其与高速增长期的中国相提并论。2024-25 财年，印度实现 GDP 约 3.8 万亿美元；而中国 2025 年 GDP 约 19.6 万亿美元，体量约为印度的 5 倍。经济体量差距悬殊，但两国的财政与债务表现究竟有何异同？

本报告从财政体制、收支结构、赤字成因、债务规模与资金用途等维度切入，对比中印两国财政体系的运行逻辑，以及债务风险的实质差异。

1. 中印财政体制比较：制度架构与央地财权配置

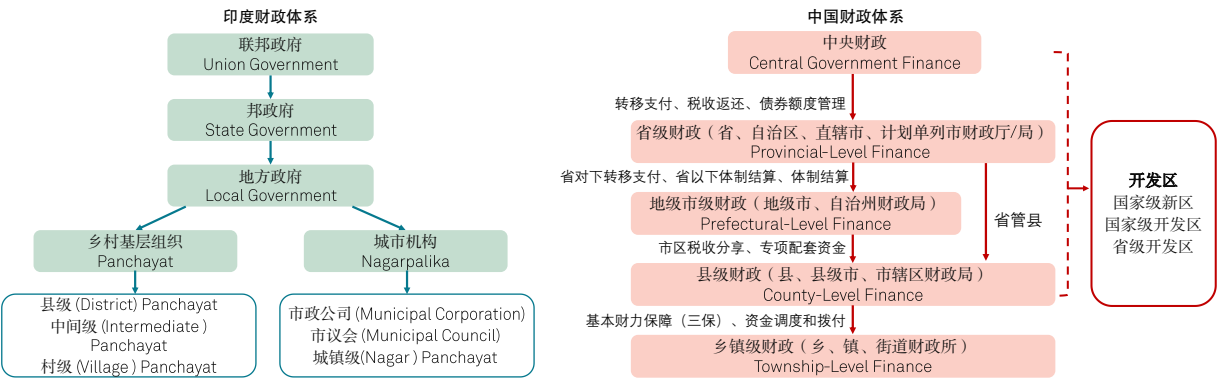
印度与中国均实行中央—地方分税制，但两国财政在层级架构、税收权限、财政平衡机制上存在根本性不同，直接决定了地方财政的运行模式、自主空间与风险约束逻辑。

1.1. 财政层级架构：三级联邦自治体系 VS 五级行政隶属体系

印度实行联邦、邦和地方三级财政体制。印度行政区划分为三个主要层级：第一层为联邦政府（Union Government），即中央政府（为便于区分，本文将联邦政府统一称为“中央政府”）；第二层为邦级政府，包含 28 个邦、8 个中央直辖区（含德里首都辖区），拥有高度自治权，是印度财政运行的核心中间主体；第三层为地方政府，按城乡二元结构划分，城市地区依次设有市政厅、自治市及基层自治市（Nagar Panchayats），乡村地区则由约 24.7 万个乡村地方实体（潘查亚特）构成，其中绝大多数坐落于农村地区。

图1

中印财政体系构成



资料来源：公开资料
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国实行“中央—省—市—县—乡镇”五级行政财政体系，地方政府自上而下行政隶属，无宪法层面的独立自治权，城乡财政统筹管理，基层政府主要承接上级政策落地，财政自主性弱于印度邦级政府。在实际运行中，“一级政府一级预算”的原则在乡镇层级实行特殊安排。中央（总库）、省（分库）、市（中心支库）、县（支库）四级均设有独立国库，而乡镇由于财政规模小、管理力量薄弱，普遍推行“乡财县管”模式。乡镇虽为一级政府，但往往不设独立金库与总预算，其收支由县级财政直接统管核算，乡镇财政所主要承担报账与执行职能。

此外，中印都设有开发区（园区），但二者的运行机制、行政权限与财政体制存在差异。印度设置了 SEZ（Special Economic Zone，经济特区）、NIMZ（National Investment & Manufacturing Zone，国家投资制造区）、工业走廊（Industrial Corridors）、邦级工业园区（State Industrial Parks）等园区，但其不具备独立财权。

中国各类经开区、高新区等开发区是财政与行政体系中的特殊功能主体，其不属于行政区划，不设立独立一级政府，但拥有政府派出管理机构（管委会），其依据授权行使行政管理职权，并可按授权享有相应财政管理权限。财政体制层面，实行独立财政管理体制的开发区，虽非一级政府，但在财政收支和资金管理上参照一级财政运作，各类预决算纳入本级政府总预算并报本级人民代表大会审查批准；未单独设立财政机构的，其预决算则直接纳入同级政府部门预算中单列管理。

1.2. 印度与中国的税权分配与地方财力平衡：从央地分成到转移支付

中央与地方之间的税权划分和财力分配，是理解两国地方财政行为逻辑的起点。中印两国在这一点上既有相似之处——均实行中央与地方的税收分配制度，且中央层面均集中了流动性强、增收潜力大的税种（如所得税和关税），地方则主要依赖与本地经济活动关联度较高的税源（如印度的印花税、土地收入税，中国的房产税、土地增值税等）。但从制度设计看，两国的运行逻辑存在根本性差异。

两国地方财政自主空间不同：印度税权相对分立、邦政府拥有自主税基与税率调整权，中国则税权集中于中央、地方无税收立法权。

印度：联邦分权框架下的税权划分。印度依托联邦制宪法框架，构建了中央与地方税权相对分立的财政体系。中央政府与邦政府税源边界清晰，中央政府掌控全国约 65% 的税收收入，涵盖公司所得税、个人所得税、关税、商品与服务税（GST）等全国性税种，体现对宏观经济调控与跨区域税基的管理权。邦政府则主要依托酒类消费税、印花税、车辆税、邦级 GST 等地方性税种，不仅拥有稳定的自主税源，且对部分税率具有调整权限。

中国：中央统筹下的税权分配。中国地方政府在财政体系中无任何实质税收立法权，仅承担税收征管理权。中央税、共享税及地方税的设立、税率确定与分配机制，均通过国家统一立法明确，地方税源由中央严格管控，税收政策调整空间有限。

表1

中印地方政府和中央税收来源对比

项 目	印 度	中 国
中央政府	直接税：个人所得税、公司所得税 间接税：关税、商品和服务税（GST 中央部分） 其他：非税收入（如储备银行分红）	关税、消费税（部分）、车辆购置税； 共享税（主要来源）：增值税（50:50 分成）、企业所得税（60:40 分成）；个人所得税（存款利息部分）、资源税、城市维护建设税、印花税归中央部分
邦/地方政府	商品和服务税（GST 地方部分）、印花税、土地税、车辆税	房产税、城镇土地使用税、土地增值税、契税、车船税等，及增值税、个人所得税、企业所得税、资源税、城市维护建设税、印花税地方部分

资料来源：公开资料，标普信评整理

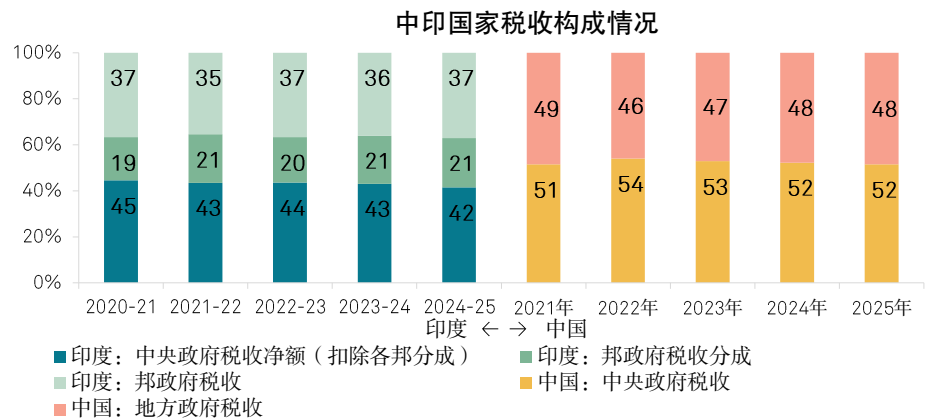
两国税收规模与结构差异同样显著，同时，印度财政收入对税收的依赖程度更高，而中国除税收外，非税收入（如土地出让金等）在平衡区域财力中亦占据重要地位。印度 2024-2025 财年国家税收收入合计约 60 Lakh Crore 卢比（约 7,100 亿美元），中国 2025 年国家税收收入合计为 17.6 万亿元人民币（约 24,700 亿美元），中国税收收入约为印度的 3.5 倍。

但从税收占 GDP 比重看，相较于印度税收占当年 GDP 的比值分别为 18.9%，中国税收占 GDP 比重较低为 12.6%——税收对中国国民经济的贡献度处于相对较低水平，非税收入（如土地出让金、其他收入）在平衡区域财力中发挥重要作用。

从税种结构看，中国以增值税（流转税）为主，企业所得税次之，个人所得税和消费税则分列第三、四位。土地、房产相关税种构成地方收入重要补充。印度则以商品与服务税（GST）与所得税并重，个人所得税、公司税、GST 为前三大税种。

从中央和地方的税收收入比例上看，印度地方在税收分配中的占比更高。根据我们测算，印度中央政府直接征收的税收占比约为 63%~64%，约 20% 的中央税收以“税收分成”形式返还各邦（Shareable Taxes），综合自有税源与中央返还，邦政府实际可支配的税收收入约占全国税收总额的 56%~58%。相较之下，中国地方政府税收收入则约占全国税收不到 50%。这是因为中国以中央集权立法与转移支付为核心的分配体系，侧重“全国一盘棋”的统筹管理，确保政策执行一致性与区域财力均衡。

图2



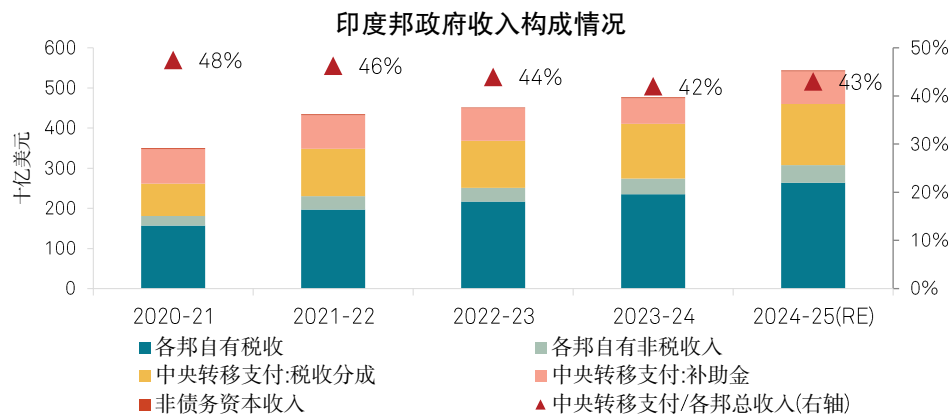
注：印度邦政府2024-25数据系预算修正数（RE, Revised Estimates）。印度 RE依托财年前三季度财政实收数据修正年初预算（BE, Budget Estimates），是贴近财年结果的修正预测值，但并非经审计最终决算执行数（Actuals）
资料来源：iFinD，印度《RECEIPT BUDGET 2026-2027》《ANNUAL FINANCIAL STATEMENT OF THE CENTRAL GOVERNMENT FOR 2026-2027》等公开资料
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

两国共性：中央与地方的财力再分配机制

税收归属与支出责任之间的错配，是两国的共性问题。中央集中了主要税源，地方却承担了大部分民生与基建支出。为此，两国均建立了大规模的中央对地方转移支付机制，以弥合地方财政收支缺口。

在印度邦级财政体系中，收入端呈现以经常性收入（Revenue Receipts，含各邦自有税收、非税收入及中央转移支付）为绝对主导的结构特征。2024-2025 财年，各邦收入账户收入合计 45.8 万亿卢比（约 5,400 亿美元），占 GDP 的 14%。其中自有税收收入 22.3 万亿卢比（约 2,600 亿美元），中央转移支付高达 19.8 万亿卢比（约 2,300 亿美元），占邦级总收入约 43%。转移支付中，税收分成约 12.9 万亿卢比（占比 28%），补助金约 6.9 万亿卢比（占比 15%）（见图 3），反映出中央转移支付对基层财力的重要托底作用。

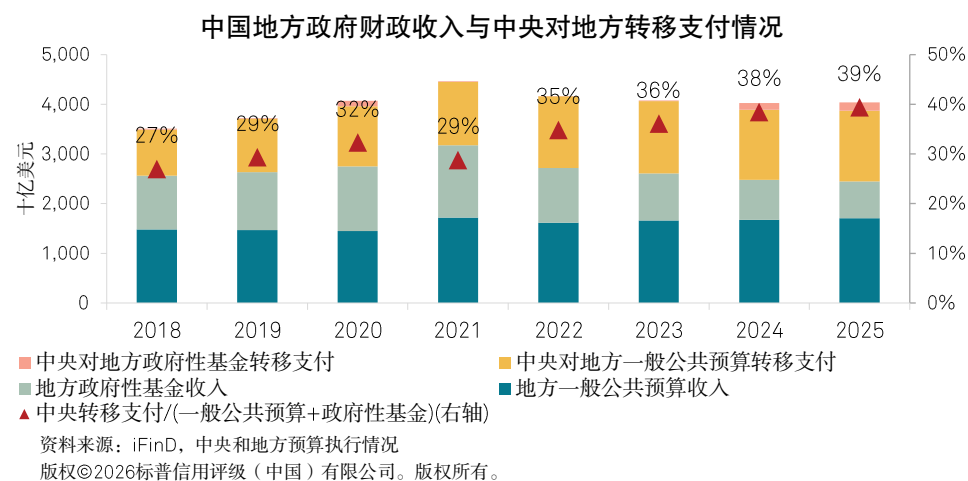
图3



注：2024-25(RE)指Revised Estimates（预算修正数）。
资料来源：印度《RECEIPT BUDGET 2026-2027》
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相较之下，中国同样面临中央集中核心税源、而地方承担主要民生保障与基建支出的情况，中央对地方转移支付成为弥补地方财力缺口的核心工具之一。2025 年，该项转移支付规模预计达 10.19 万亿元（约 1.4 万亿美元）。特别是在当前土地出让收入下滑、地方本级税收增长承压的背景下，若纳入政府性基金等综合财政口径测算，转移支付占地方综合财政收入的比重正整体呈上行态势。它已成为除地方政府债券外，维持地方财政平稳运行的最重要支撑力量。

图4



两国地方政府对转移支付均有较高依赖，但在财政平衡调节机制上路径迥异。印度通过宪法设立的独立财政委员会，每五年由总统任命，负责制定央地税收分成与转移支付规则，不受行政干预。第14届委员会（2015-2020）将邦级税收分成比例从32%提至42%，显著增强地方自主性；第15届委员会（2020-2025）维持该比例，同时取消对赤字邦的兜底补助，意在强化各邦财政纪律、控制债务规模。

中国则采取中央行政统筹模式，由中央财政通过一般性均衡转移支付和专项转移支付调节区域差距，预算方案经全国人大审批后执行，以行政调控为主；中央同时通过债务限额管理、财政绩效考核等行政手段约束地方财政行为，强化全国财政统一性。

两种调节机制的本质差异在于：印度通过宪法程序将财力分配规则固化，减少行政干预空间；中国则依托行政体系保持财政调控的灵活性与执行力。

2. 中印政府财政赤字与收支平衡：两种不同的举债逻辑

中印两国财政赤字的形成机制与债务资金的使用效能存在根本性差异。印度形成了“举债保运转”的财政惯性——债务资金大量被经常性支出和利息消耗，资本性投入空间受限；中国则构建了“收支稳运转、举债搞建设”的路径——法定债务专项用于资本性支出，通过扩大有效投资拉动经济增长，以增量财力支撑债务偿还。

2.1. 印度：双账户核算与举债保运转的财政惯性

印度政府财政核算将收支分为收入账户（Revenue Account）与资本账户（Capital Account）。两者共同决定邦政府的年度财政资金缺口，并受《财政责任与预算管理法》及各邦财政责任立法的约束。收入账户记录不形成资产或不减少负债的经常性收支，包括税收、非税收入、利息支付、补贴及日常行政费用等；资本账户则核算形成资产或减少负债的资本性活动，包括借款、撤资、基础设施投资、国有企业注资及贷款本金偿还等。

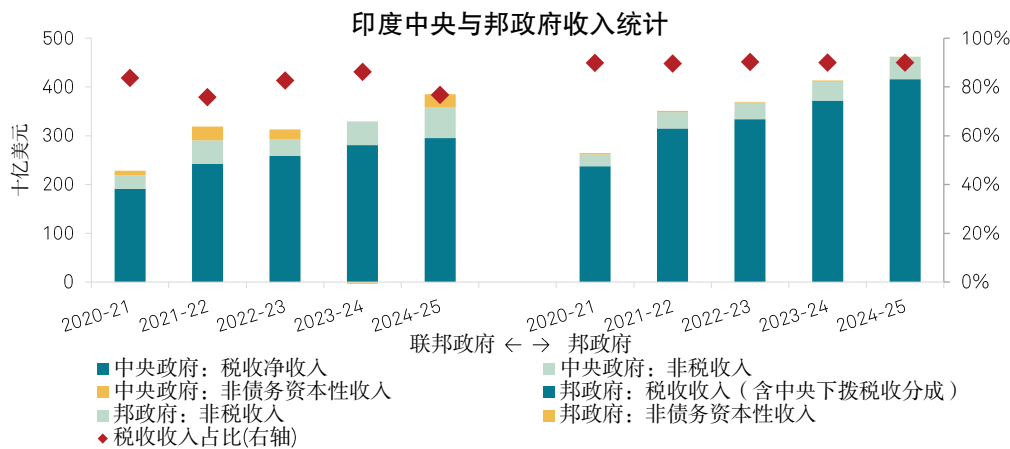
印度各邦政府遵循与中央基本一致的会计架构。邦级收入账户记录本级税收、非税收入及来自中央的经常性转移支付；资本账户管理借款、贷款发放与回收、资产处置及资本性转移支付。

收入端高度依赖税收。印度财政收入以经常性收入（Revenue Receipts）为主导，其中税收占比超80%。分央地来看，中央税收净收入占总收入比重常年维持在80%左右，而邦级政府（含中央税收分成）的税收依赖度更高，占比稳定在90%左右。相比之下，非税收入和非债务资本性收入占比极低，后者在邦级收入中常年仅占2%左右。

我们认为，印度对税收的高度依赖本身并不必然构成财政脆弱性，其制度的透明度与可预测性较高。在GDP持续高增长的背景下，税收主导的收入结构能够提供稳定且可预期的财政现金流，足以支撑

其财政运转。然而，这种单一的收入结构也意味着，印度政府需倚重债务来填补收支缺口并支撑经济建设。一旦经济波动或税收增长放缓，其财政将因缺乏足够的缓冲空间而面临调整压力。

图5



注：为避免收入重复计算，仅统计中央政府收入和邦政府自有收入和受到中央税收分成收入，不统计中央转移支付中的补助金
资料来源：印度《RECEIPT BUDGET 2026-2027》
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

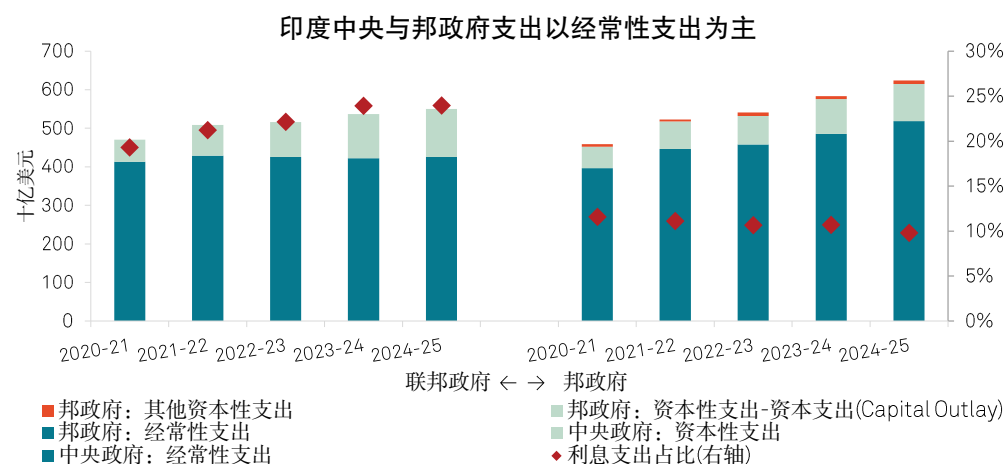
支出端刚性支出占比较高，利息负担沉重。若要准确衡量印度各级政府用于基础设施建设和固定资产形成的实际投入，应优先参考资本性支出（Capital Expenditure），特别是其中的资本支出（Capital Outlay）部分。按账户划分，中央政府的收入账户支出与资本性支出占比分别为 77.87%和 22.13%。

邦政府支出结构偏向非资本建设领域。从总量看，邦政府支出在各级政府总支出中的占比呈逐年上升趋势。至 2025-26 财年，中央与邦政府的预算支出预计分别约为 50 万亿卢比（约 6,700 亿美元）和 64 万亿卢比（约 7,300 亿美元），邦政府占全国总支出的比重约为 56%，已超过中央政府，成为财政资源的主要使用主体。

从支出结构上看，邦政府经常性支出（即收入账户支出）占总支出的比重常年维持在 80%以上，2024-25 财年约为 81.9%；资本性支出（Capital Outlay）仅占总支出的 15%左右，即便计入其他资本性支出，合计占比亦不足 18%。反映出印度地方财政资源大量被日常运转所消耗，真正用于基础设施建设、设备购置等资本性投入的比例明显偏低。

与此同时，利息支出对中央与邦政府财政空间的挤压不可忽视。2020-21 至 2024-25 财年间，印度中央政府利息支出占总支出的比重从 19%持续攀升至 24%；邦政府该比例则在 10%-12%之间。若以利息支出/总收入的口径衡量，2024-25 财年中央与邦政府合计的利息支出已占其总收入的约 23%，财政收入中近四分之一被利息支出所消耗。叠加本就偏高的经常性支出，印度两级政府的可支配财政空间进一步收窄。

图6



资料来源：印度《RECEIPT BUDGET 2026-2027》
 版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

赤字与收支平衡：高利息与刚性支出形成赤字，债务弥补缺口，债务非生产化与资本开支受限。我们认为，印度财政运行方式导致收支失衡并对资本开支形成掣肘：收入结构以税收为主导，非税与资本性收入规模有限，调整空间不足；支出端刚性支出与利息负担长期高企，经常性账户持续赤字，迫使政府依赖债务融资维持运转，进而导致债务呈现非生产化特征，并对资本开支空间形成挤压。

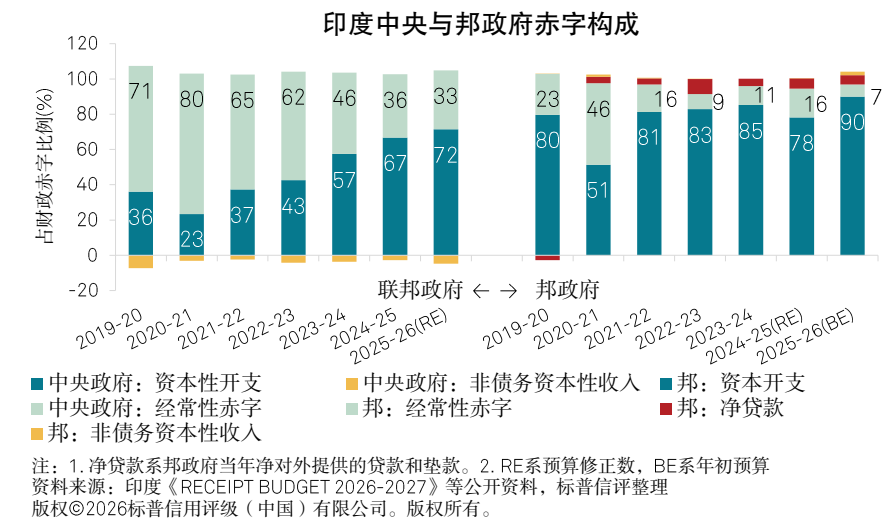
在测算财政赤字时，印度会剔除债务性收入，即：财政赤字 = 收入账户赤字（Revenue Deficit）+ 资本账户开支（Capital Expenditure）- 非债务资本性收入（Non-Debt Capital Receipts）。

由于收入账户支出对财政资源的过度占用，印度非债务性财政收入无法覆盖全部经常性支出，导致印度形成了**通过举债来弥补日常运转缺口的模式**（收入账户赤字）。这种收支结构导致印度财政呈现明显的“债务非生产化”特征：一方面，绝大部分非债务性收入被用于维持日常运转；另一方面，部分债务资金也被用于填补收入账户赤字和支付利息，而非投入基础设施或产业升级。这使得印度的资本性开支在很大程度上依赖于赤字融资，而非真实的财政盈余。

近年来这种现象得到改善：从中央政府层面看，收入账户赤字占 GDP 的比重已从 2019-20 财年的约 7.1% 逐步收窄至 2025-26 财年预算估计的约 3.3%，同期资本性开支占 GDP 的比重从约 3.6% 提升至约 7.2%——收入账户赤字的改善得以转化为资本性支出的扩张。

然而，我们注意到，印度非债务资本性收入持续较小甚至为负，资本性开支来源过度依赖赤字，限制了其增长空间。同时，前期累积的高额债务导致整体赤字率和债务率持续突破法定红线。按照印度《财政责任与预算管理法》（FRBM）的规定，邦级财政赤字合理红线为 GSDP 的 3%，公共债务合理阈值为 GDP 的 20%。然而，近年来邦级财政持续偏离这一临界点，财政调整压力不断加大，导致政府在扩大资本开支时面临债务约束与合规压力。

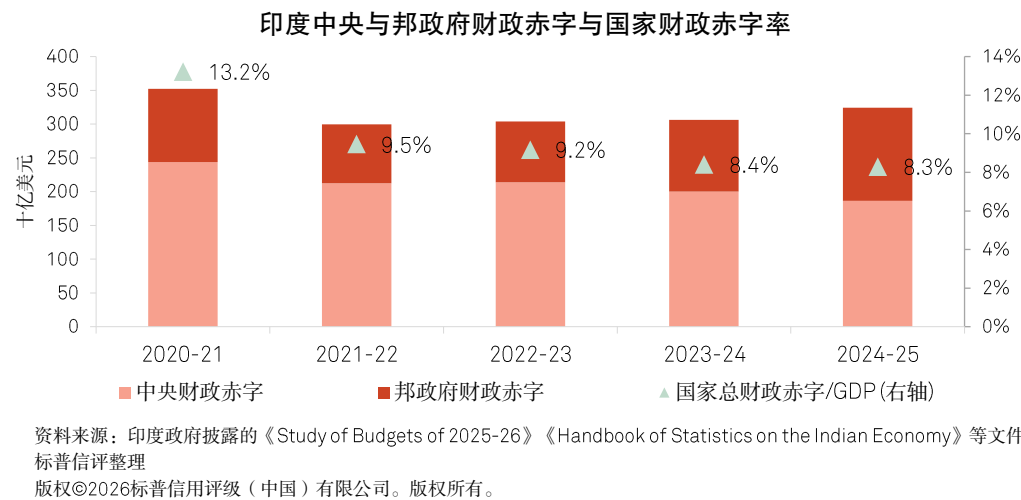
图7



我们加总中央与邦政府财政赤字，测算印度国家财政平衡状况。数据显示，印度广义财政赤字率自 2020-21 财年疫情冲击峰值（约 13.2%）后持续回落，至 2024-25 财年已降至约 8.3%，四年累计收窄近 5 个百分点，从绝对规模看，国家总财政赤字从 2020-21 财年的 26.3 万亿卢比仅略增长 4% 至 2024-25 财年的 27.4 万亿卢比（约 3,200 亿美元）。这是印度政府经济复苏带动税收增长、优化支出结构并强化财政纪律的综合结果。

中央政府财政赤字率持续稳步下行，但邦级财政赤字近年来有所增长，持续对冲中央财政整固成效。中央政府财政赤字从 2020-21 财年的 18.2 万亿卢比（约 2,400 亿美元）逐步收窄至 15.7 万亿卢比（约 1,900 亿美元），邦政府财政赤字则从 8.1 万亿卢比（约 1,100 亿美元）扩大至 11.7 万亿卢比（约 1,400 亿美元），五年间增长近 30%。中央凭借更强的税基和统筹能力率先去杠杆，而邦政府受制于支出刚性和有限的增收空间，财政压力仍在累积。

图8



2.2. 中国：法定债务对应资本性支出

与印度财政收入主要用于维持日常运转、债务资金需兼顾资本积累与运转补缺的模式不同，中国地方政府法定债务严禁用于日常运转支出，通过扩大有效投资拉动经济增长，再以增量财力反哺债务偿还。

在地方层面，中央转移支付与地方政府债券共同构成弥补收支缺口的两大支柱；在全国口径下，财政收支缺口则主要依靠国债和地方政府债券弥补。

中国实行包含一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算及社保基金预算在内的“全口径四本账”制度，但财政分析通常聚焦于前两个账户：

一般公共预算账户：该账户以税收和非税收入为主，主要用于保障和改善民生、推动经济社会发展、维护国家安全及维持国家机构正常运转。在收支平衡机制上，其收支差额构成了中国官方公布的“财政赤字”，并通过发行国债与地方政府一般债券来弥补。值得注意的是，与印度等国严格区分“收入账户（收入账户支出）”与“资本账户（资本账户支出）”的核算方式不同，中国的一般公共预算不仅涵盖政府日常运转的收入账户支出，还包含了大量公益性项目建设与基础设施投资等资本性支出。因此，中国官方公布的赤字口径，实际上已包含了部分资本性支出。

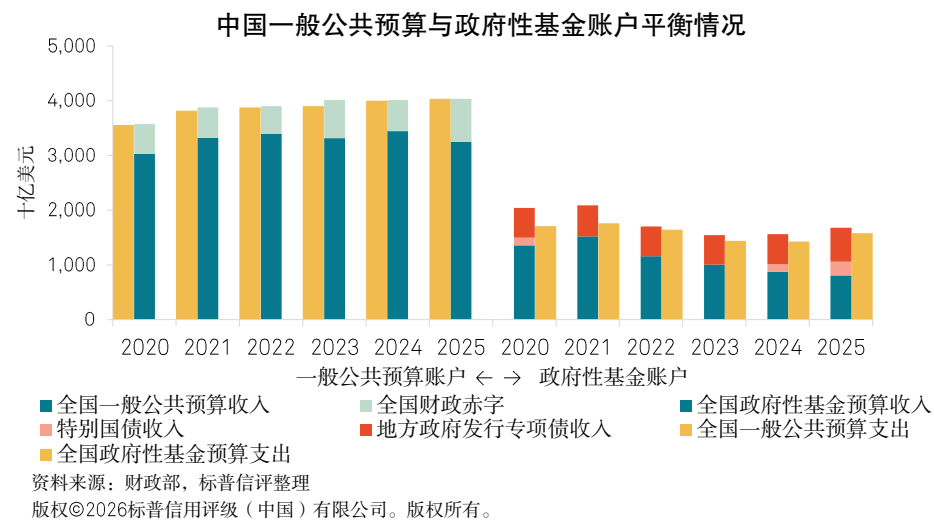
政府性基金预算账户：该账户依照法律法规，向特定对象征收或筹集资金（如土地出让收入等），专项用于特定公共事业发展和基础设施建设。在收支平衡机制上，该账户严格遵循“以收定支”原则，主要依靠特定基金收入与发行专项债券实现自求平衡，不编制赤字。

下图展示了两个账户收支平衡方式。以 2025 年预算执行数据为例，两大账户的收支平衡情况如下：

一般公共预算账户：全国一般公共预算收入总量为 23.2 万亿元，约 3.2 万亿美元（主要来源于占比约 76% 的全国税收、占比约 17% 的非税收入及其他调入资金）；全国支出总量为 28.8 万亿元，约 4.0 万亿美元。收支相抵后，全国财政赤字为 5.66 万亿元（约 7,900 亿美元）。其中，中央财政赤字 4.86 万亿元（约 6,800 亿美元），通过发行国债弥补；地方财政赤字 8,000 亿元（约 1,100 亿美元），通过发行地方政府一般债券弥补。

政府性基金预算账户：全国政府性基金收入为 5.77 万亿元，约 8,000 亿美元（其中地方国有土地使用权出让收入占比约 72%）。叠加 1.8 万亿元（约 2,500 亿美元）特别国债收入与 4.4 万亿元（约 6,200 亿美元）地方政府专项债券募集收入，该账户的资金总量能够基本覆盖全国政府性基金预算支出（11.3 万亿元，约 1.6 万亿美元），实现自求平衡。

图9



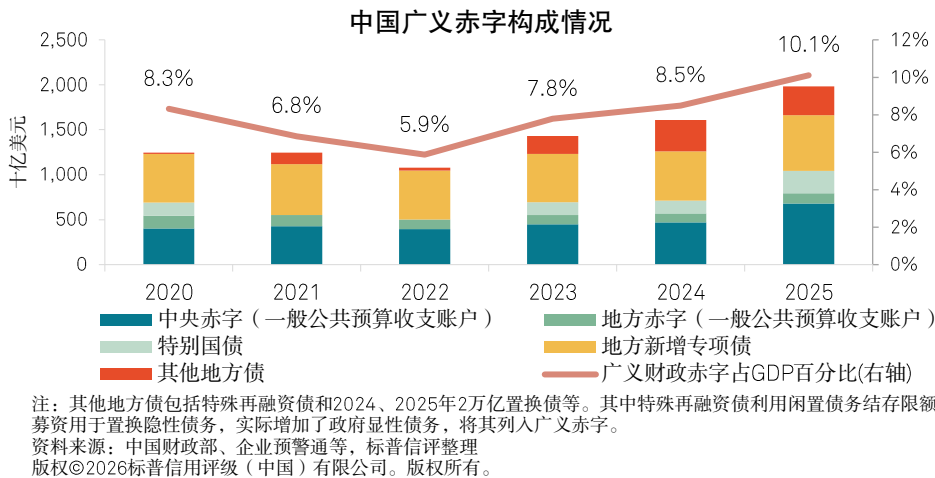
与印度财政收入高度依赖税收的模式不同，中国财政收入的显著特征在于其多元化——除税收收入外，土地出让金、国有资本经营收入等非税收入亦构成重要补充，这也使得中国在资本开支方面拥有更为丰富的资金来源。当然，从实践来看，当经济面临下行压力时，无论收入来源多少，财政收入最终都会受到系统性影响——税收随经济活动放缓而下滑，土地出让金随房地产市场调整而萎缩，当前中国正承受土地出让金持续下跌带来的财政压力。

此外，与印度不同，中国地方政府在法定预算框架内对债务资金的使用有严格限制：**地方政府举借的债务只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出**——债务资金直接转化为交通、水利、市政等实体资产，通过扩大有效投资拉动经济增长。尽管从实践来看，部分专项债项目存在收益不实、资产闲置等问题，债务资金形成实物资产后能否有效转化为偿债现金流仍是现实挑战，但总体来看，这一举债搞建设的模式在支撑地方基础设施建设、带动经济增长方面发挥了重要作用，为地方财政运行提供了基本面支撑。

为便于对比，我们计算中国广义财政赤字（包含政府性基金收支账户）。数据显示，广义财政赤字率自 2022 年 5.9% 的低点后持续抬升，至 2025 年已达 10.1%，四年间上升逾 4 个百分点。从结构看，中央一般公共预算赤字是主要推手——从 2022 年的 2.65 万亿元（约 3,900 亿美元）扩大至 2025 年的 4.86 万亿元（约 6,800 亿美元），四年增长逾七成，与减税降费、民生与基建刚性支出扩张的趋势一致。广义口径下的扩张还受到地方政府专项债和置换债券发行的推动。2025 年地方新增专项债 4.4 万亿元（约 6,200 亿美元），为近年高点；其他债券发行 2.31 万亿元（约 3,200 亿美元），主要用于隐性债务置换和存量债务化解，进一步推高了广义收支缺口。

我们认为，中国广义赤字率上行并不等同于财政风险抬升。本轮化债实质是存量隐性债务显性化，转化为合规地方政府法定债券，政府债务统计透明度显著改善；同时当前地方政府债发行利率中枢大幅低于此前城投非标、高息隐性债务的融资成本，债务整体利息负担持续回落，长期优化政府债务付息结构。

图10



3. 中印不同举债逻辑下的优劣势：债务规模、利息负担与债务风险

前文梳理了中印财政收支与赤字背后不一样的举债逻辑，我们将从债务存量层面进一步对比两国债务规模、融资成本及债务结构。

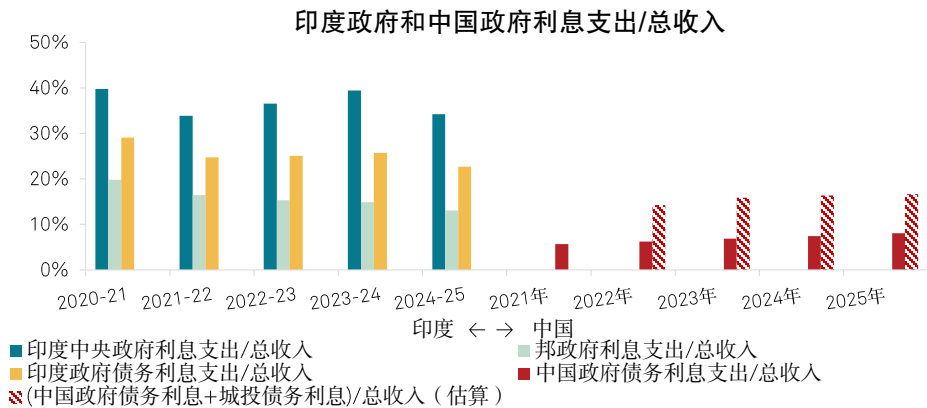
3.1. 规模与成本对比

在债务总量层面，截至 2025 年末，中国政府债务余额约 13.6 万亿美元，印度约 3.2 万亿美元，中国约为印度的 4 倍，而中国 2025 年 GDP（约 19.6 万亿美元）约为印度（2024-25 财年约 3.9 万亿美元）的 5 倍，印度广义债务率略高于中国——两国政府债务占 GDP 比重分别为 68.5%和约 82%。

两国利息负担差异明显。2022-23 财年以来，印度中央政府利息支出占总收入的比重在 34.3%~39.4% 之间，邦政府约为 13.0%~15.3%；2024-25 财年，印度各级政府合计利息支出占其总收入的比重约为 23%。高额利息支出持续挤压基建与民生空间，叠加印度长期维持较高的政策利率中枢，存量债务滚续成本居高不下。

中国方面，政府法定债务利息支出占财政总收入的比重从 2023 年的约 6.9% 升至 2025 年的约 8.1%；若将城投债务利息纳入测算，广义政府利息支出占比约为 15%~17%。即便在广义口径下，中国利息负担仍低于印度，但城投债务利息理论上可由经营性收入覆盖，不完全等同于政府直接付息义务。

图11



注：中国政府总收入=一般公共预算收入总量+政府性基金预算收入。中国隐债和城投债务按照4.5%平均利率估算。
资料来源：印度政府《Receipt Budget 2026-2027》、中国财政部，标普信评整理
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

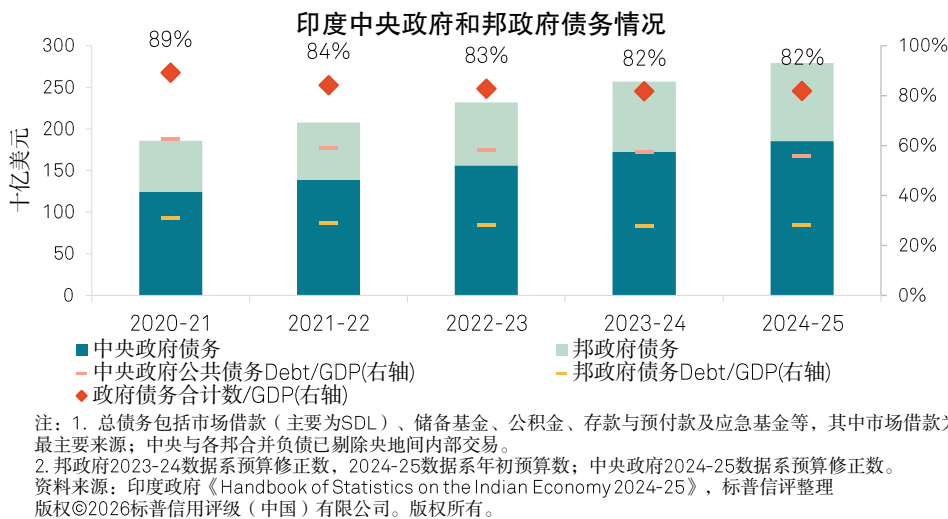
我们认为，印度高利息支出比例的背后，是资金成本的结构性高企。印度 10 年期国债收益率为 6.73%，政府长期借款成本高于 6%。这一高利率环境的根源在于印度的通胀结构——CPI 篮子中食品权重较高，使整体通胀对供给侧冲击高度敏感。为锚定通胀预期，RBI 被迫维持较高的政策利率水平。

相比之下，中国的通胀结构不同（食品权重较低），10 年期国债收益率为 1.74%，政府融资成本显著低于印度。这使得印度实际承担的利息负担也远高于中国，高资金成本问题是印度财政可持续性的关键脆弱点。

在印度模式下，总债务规模被控制在一定区间内，但债务资金不仅用于资本性积累，也要弥补政府运转缺口。在高债务率背景下，利息负担持续累积，也导致真正可用于形成有效资本的举债空间受到挤压。中长期来看，印度债务杠杆管控目标与经济发展所需的资本性支出扩张之间形成矛盾。

近年印度中央与邦级债务总量（采用全口径广义负债统计，除政府债务外，还包括小额储蓄、公积金、养老基金、各类储备基金、财政存款及对外负债等政府刚性兑付义务）持续增长，但受益于名义 GDP 较快增长，总债务/GDP 比率已从 2020-21 财年的 89% 降至 2024-25 财年的约 82%，财政状况有所修复。截至 2025 年 3 月末，印度广义政府总债务规模约为 267 万亿卢比（约 3.2 万亿美元）。然而，当前约 82% 的杠杆率仍显著偏离《财政责任与预算管理法案》（FRBM）设定的 60% 中长期合理目标，财政去杠杆仍面临一定压力。

图12



中国法定债务杠杆适中，但纳入隐性债务和城投债务后总杠杆率显著攀升。依托国家信用、银行体系深度参与及大规模债务置换，风险正稳步缓释，融资平台债务持续收缩，债务结构透明度有所提升，风险处于可控区间。

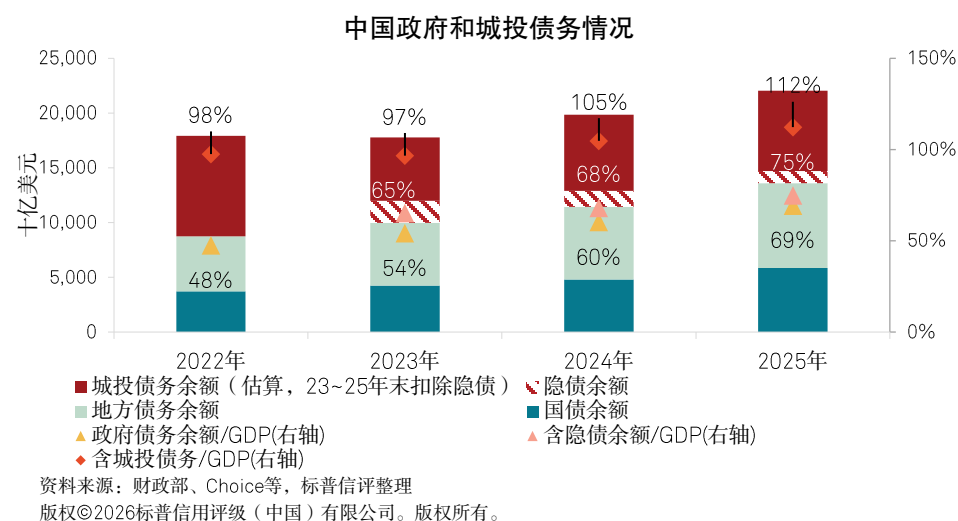
中国实行中央统一管控的财政债务体系，地方政府无独立税收立法权和自主举债权，赤字率、债务余额均由全国人大设定限额、严格管控，全国财政秩序统一规范。这一管控虽然严格控制了政府债务规模，但地方政府财权与事权不匹配，导致中国催生了大量城投类地方政府融资平台，形成规模化表外融资体系。分税制改革后，地方直接举债受限，各地通过设立国有城投平台，注入土地、国有资产抵押，从银行贷款或发行债券获取资金，专项用于城市基建、园区开发及民生建设。这一模式长期游离于预算约束之外，在推动中国基建发展的同时，也累积了较大规模表外债务。据中国政府统计，截至2024年末，政府负有偿还责任的隐性债务规模约为10.5万亿元（约1.5万亿美元）。

我们将中国债务分为三个层级：国债与地方政府债构成的法定债务、政府隐性债务，以及地方平台除隐性债以外的其他债务。从总量看，截至2025年末，中国政府债务余额为96万亿元人民币（约13.6万亿美元），约为印度的4倍（印度2025年3月末约267万亿卢比，约3.2万亿美元）。

从变化趋势看，中国政府法定债务余额从2020年的约46.6万亿元（约7.1万亿美元）增至2025年的96.1万亿元（约13.6万亿美元），其中地方政府债务余额从25.7万亿元（约3.9万亿美元）增至54.8万亿元（约7.8万亿美元），是主要增量来源；同期政府债务余额占GDP比重从45.0%升至68.5%。

在隐性债务方面，2023年末隐性债务规模约14.3万亿元（约2万亿美元），占GDP约11个百分点；至2024年末已压降至10.5万亿元（约1.5万亿美元），2025年末进一步降至约7.7万亿元（约1.1万亿美元）。纳入隐性债务后，2025年末中国债务率约74%，较法定口径上升约5.5个百分点。IMF等机构在计算中国政府债务水平时还会采用更宽口径，把城投债务计算在内，据我们估算，包含城投净债务在内的总债务/GDP将超过100%。

图13



中国广义存量债务体量较大，但依托国家信用、制度化的治理框架及债务置换机制，债务风险具备长期缓释、有序出清的基础，整体风险可控。中国债务风险主要表现为系统性存量风险，具有规模大、覆盖面广的特征。但地方政府债务具有体制性信用背书属性，信用定价长期锚定国债收益率，历史上未发生违约事件。城投平台公开市场债券保持“零实质性违约”记录，但非标、票据、境外债等品种偶有违约。

当前，中国政府正通过“6+4”十万亿化债工具置换存量隐性债务，截至 2026 年 4 月末已累计发行约 7.6 万亿元，有效降低了地方融资成本、优化了期限结构。与此同时，融资平台治理同步推进——截至 2025 年末，全国融资平台数量及对应债务规模较 2023 年初降幅均超过 70%，城投债净融资额转负，债务显性化成效显著，广义债务风险持续收敛。

此外，银行是中国债务体系的重要参与者——无论是地方政府债务、城投银行贷款，还是城投发行的债券，大部分均持有于银行体系内，因而具备较强的债务滚续能力和成本控制能力。即便城投面临阶段性流动性紧张，通常也能与地方金融机构协商获得过桥资金或还款宽限期。

3.2. 中印地方融资机制对比

在分析地方债务风险时，各地方政府的融资机制是另一关键维度。我们注意到，中印两国的地方政府存在一个共性特征——中印两国地方政府融资均在一定程度上受益于中央信用背书，经济实力悬殊的地区之间，融资成本差距并不大。原因在于地方政府举债制度安排：

印度邦发展贷款（State Development Loan, SDL）体系下，SDL 债券由印度储备银行统一组织拍卖，中央政府通过配额管控各邦的发行额度。更为关键的是，在债券到期结算时，RBI 实际承担了先行垫付的职能——央行先向投资者支付本息，随后从邦政府在 RBI 的专门账户中回笼资金。若邦政府账户余额不足以支付，还可通过透支安排与 RBI 进行日均余额结算，延后清偿。这一制度安排使得市场投资者将 SDL 债券实质上视为主权债务，各邦债券利率因此几乎不存在信用利差。我们注意到，印度各邦市场借款（Market Loans）主要为 SDL，且各邦之间的发行利率差异并不显著。

中国省级政府债券同样由中央政府实施额度管理，与印度 SDL 体系存在高度的制度相似性——地方政府债券利率趋同、缺乏信用区分度。这意味着，两国的地方政府均受益于中央政府的制度性信用背书，使其在融资层面获得了与主权信用相当的信用支撑。

尽管如此，两国地方政府信用质量仍然存在差异。印度各邦财政收入高度依赖税收与中央转移支付，支出端刚性较强，叠加利率持续处于较高水平，高赤字、高债务、高利息负担构成其财政的共性脆弱性。相比之下，中国大部分省份流动性状况较充足。我们认为，这一差异的主要原因在于两国经济发展水平的差距，同时中国地方政府通过土地财政和地方国企收入，亦获得了重要的现金流补充。

3.3. 中印举债模式差异的成因

中印两国地方政府弥补收支缺口、撬动建设资金的路径截然不同。中国地方财政长期依托土地财政与城投市场化融资的双支柱模式扩充财力、支撑基建扩张；伴随近年土地市场调整与城投监管趋严，专项债逐步承接财力缺口，成为稳投资、补短板的核心工具。印度由于缺乏资产型财政来源，财政缺口依赖政府直接举债弥补，在灵活度方面弱于中国。但得益于印度邦政府拥有 SDL 等较充足的融资渠道，且债务均计入政府资产负债表，透明度较高。

底层根源：中国土地财政决定地方融资基础

土地财政体系是两国地方财力与债务扩张差异的核心原因。中国实行城乡土地二元制度——城市土地归国家所有，农村土地可由地方政府征收转为国有建设用地，政府垄断土地一级市场，通过出让土地使用权获取出让金。长期以来，土地出让金是地方核心财力支柱，峰值阶段占全国财政收入比重曾超 40%，形成“土地抵押—平台举债—基建开发—土地增值偿债”的闭环，为地方大规模加杠杆提供支撑。

此外，中国拥有体系化、规模化的地方融资平台体系。在城镇化快速推进阶段，城投平台承接了大量基建投融资职能，快速撬动社会资本、放大建设杠杆，支撑了国内数十年的高速城镇化进程。但与此同时，平台市场化举债的隐性属性，也使得存量债务逐步累积，导致当前地方财政面临化解债务压力。

相比之下，印度以私有土地产权为主，政府无法垄断土地一级市场，也难以通过低价征地、溢价出让获利，不存在中国式土地出让金模式。印度邦级政府土地相关收入仅为交易类税收（印花税及注册费）和土地收入税。受制于土地产权制度，印度邦政府无法形成可持续的土地资产收益，土地不具备抵押融资属性，难以作为基建投融资和债务还本付息的支撑。这也导致印度财政高度依赖税收收入，缺乏资产型财力补充渠道，收入弹性不足。有限的财政收入难以覆盖基建投资，甚至无法覆盖公共服务等刚性支出，地方资本性支出相对受限。

我们认为，两种模式各有利弊：印度政府的所有债务均在资产负债表上清晰列示，较高的透明度使市场能清晰评估其债务规模与资金用途。但制度灵活性不足导致印度也缺乏中国式土地财政带来的较强资本投资能力。相比之下，中国通过土地财政和 LGFV 模式实现了快速的基础设施建设和城市化进程，但融资平台债务的表外运行使市场难以准确评估实际风险敞口。

3.4. 谁的债务风险更高？

上述分析从债务规模、利息负担、举债模式三个维度拆解了两国债务风险的差异。而国际评级机构的主权评级，提供了一个直观的判断标尺。截至目前，标普全球评级维持中国主权信用评级为“A+”（展望稳定），穆迪评级为“A1”（展望稳定），惠誉评级为“A”（展望稳定）。同期，印度的标普主权信用评级为“BBB”（展望稳定），穆迪“Baa3”（展望稳定），惠誉“BBB-”（展望稳定）。直观反映了国际市场对两国信用状况的不同评估。

印度方面，债务风险在于高债务率与高利息负担的双重挤压。印度的举债模式下总债务规模相对较小，且政府债务高度透明——中央政府及各邦政府的负债均在资产负债表上清晰列示，市场投资者清楚知道债务规模和资金用途。这种透明度是印度财政体系的制度优势，有助于市场进行风险定价和早期预警。

然而，印度的结构性短板同样突出：印度政府债务占 GDP 约 82%，虽然快速增长的经济对债务比率有一定缓和作用，但基础设施建设高度依赖举债，债务规模难以实质性压降。更关键的是，利息支付消耗了印度政府约 23% 的财政收入，严重限制了财政灵活性。尽管印度正在实行渐进的财政整固，且持续高增长，广义政府赤字在未来数年内有望逐步收窄。债务率可能在较长时间内维持高位，但快速增长的经济将有助于稳定债务/GDP 比率。

中国方面，财政状况因房地产去杠杆和土地出让收入下滑而明显弱化，地方财政持续承压，但中国在债务管理方面拥有较强的政策工具和明确的化债路径，且财政空间充裕，具备较强的缓冲能力。中国的举债模式创造了大规模基础设施资产和快速城市化，但也伴随着更大的债务存量、边际回报下降以及部分领域的无序扩张——这正是 LGFV 体系长期运行所累积的隐性成本。

需要看到的是，早期中国土地市场的持续景气为这一融资体系提供了有效支撑，抵消了部分风险；而当前中央政府正通过一系列制度化的政策工具，有序化解存量债务。近年来，中央政府通过 10 万亿元化债方案置换地方政府隐性债务，政策效果已初步显现，债务平均利息成本有所下降；同时城投改革加速推进，许多平台已逐步转向市场化业务，在一定程度上改善了债务透明度，并减轻了政府直接负担城投债务的压力。此外，中国政府债利息支出占财政支出比重远低于印度，债务滚续成本可控，为财政整固提供了更充裕的空间。

两种制度代表了不同的制度均衡和发展路径选择。中国面临的核心挑战是存量债务的消化与管理，而中国拥有较高的储蓄率、充裕的外汇储备和较强的政府与银行协调能力，为债务化解提供了资金与制度保障。印度面临的核心挑战在于债务可持续性高度依赖持续的高增长——收支结构叠加利息负担，使其财政空间有限，但其金融市场深度较好，为债务滚续提供了一定支撑。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。