

非金融企业信用债 市场分析报告

2024年第一季度

- 宏观经济情况
- 全国信用债市场概况
- 河南信用债市场概况
- 他山之石
- 中豫信增动态
- 下季度展望



河南中豫信用增进有限公司
HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO.,LTD



中诚信
CCX

公司简介

河南中豫信用增进有限公司

中豫信增是在中国人民银行支持下,经河南省委财经委会议研究同意、省政府国资委批准,由中原豫资投资控股集团有限公司牵头组建的河南首家省级信用增进机构,有效填补了中原地区信用增进工具的空白。公司注册资本120亿元,实控人为河南省政府国资委;已荣获六大国内权威机构评定的AAA信用等级。

中豫信增打造涵盖“债券增信+债券投资+债券交易及处置”的全周期债券信用投资服务模式,围绕河南省重大战略、重要区域、重点产业进行重点支持,业务横跨银行间市场、交易所市场,品种涵盖债券、信托、基金、股权、衍生品等多种类别,满足AA及以上信用级别主体发债融资需求,为省内企业债券流动性及价格稳定提供支持,降低企业融资成本,服务实体经济稳健运行。

截至2024年一季度末,中豫信增资产总额134.12亿元,一季度利润总额1.72亿元;总增信业务余额142.85亿元,总投资余额127.57亿元。

中诚信集团

中诚信集团创始于1992年10月8日,经中国人民银行总行批准成立,是中国第一家全国性的从事信用评级、金融证券咨询和信息服务、征信服务、信用管理服务业务的信用服务综合提供商,中诚信下设信用评级、征信、信用管理、投资四大业务板块。其中信用评级为集团核心业务,主要从事银行间市场、交易所市场及海外市场(中诚信亚太拥有香港证监会颁发的第十类牌照)资信评级业务,是国内规模最大、全球第四大评级机构;业务范围广泛、信誉良好、资质最完备,在中国市场各类评价始终保持第一。



中豫信增



中诚信

编委会

Editor Committee

(按姓氏笔画排序)

孔令强 张英杰 张翔飞 邵家毅 孟礼迁 郑兆坤 高卫涛 袁海霞 梁 顺

编委会主任 **President of Editor Committee**

孙浩辉 Sun Haohui

编委会副主任 **Vice President of Editor Committee**

马险峰 Ma Xianfeng

岳思正 Yue Sizheng

主编 **Editor in Chief**

樊鼎之 Fan Dingzhi

本期责任编辑 **Executive Editor**

李晓鹏 Li Xiaopeng

吴依金 Wu Yijin

美术编辑 **Art Editor**

代雅兰 Dai Yalan

非金融企业信用债市场分析报告

2024 年第一季度

内容摘要：

1、一季度我国经济边际复苏强度较去年四季度略有增强，2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，环比增长 0.1%。

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，显著超出市场预期的 4.6% 左右增速水平，边际复苏强度较去年四季度有所提升。展望二季度，经济或继续修复但仍面临多重制约，稳妥实现全年 5% 的预期增速目标仍需政策加大配合，叠加宏观债务风险仍处于高位、实际利率较高、地方化债仍需低利率环境配合等，后续货币政策或继续保持一定力度，降准降息仍有可能。财政政策延续前置发力，支持基建投资维持较快增长水平，以有效对冲房地产投资下滑的影响，推动经济良好运行。

2、全国信用债发行规模同、环比增加，融资净流入，发行利率多数下行。

2024 年一季度全国信用债发行总额 3.53 万亿元、净融资额 7,250.05 亿元，净融资同比、环比增加；其中城投债发行总额 1.76 万亿元、净融资额 1,282.87 亿元。从信用债市场表现来看，发行情绪提升，发行规模有所增加，净融资同、环比上升；信用债发行利率多数下行，有效发挥降成本的作用。后期，化债仍是重点，预计 2024 年 4-12 月净融资规模或在 0.4 万亿元左右，发行规模或在 4.5-4.9 万亿元之间，发行利率或将延续下行。

3、河南继续作为发债大省，增信（担保）机构助力企业融资持续发力。

2024 年一季度河南省信用债发行 116 只，募集资金 873.65 亿元，同比增速 2.55%，低于全国平均水平。净融资方面，一季度省内信用债净融资额 196.67 亿元，同比减少 45.63%，净融资方面表现一般。一季度省内专业机构增信（担保）信用债发行规模 41.5 亿元，占到全省信用债发行规模的 5.41%，持续高于全国的平均水平，反映出河南省在借助专业增信（担保）机构增信支持发债方面持续发力。河南省存量债券中，城投债占比较高，截至 3 月末，城投债占全部非金融企业信用债余额的比例仍超过 85%，同时 2024 年二季度城投债到期规模较大，存在一定集中兑付压力。考虑到河南仍作为发债大省，到期偿付压力整体可控。但一揽子化债方案推进下区域和城投基本面改善仍有待观察，城投债务滚动

压力仍存，特别是河南省内区县平台发行总量占比较低且净融资方面尚未改善，警惕尾部风险持续释放。

目录

第一部分 宏观经济情况	1
一、 基本面相关情况	1
二、 宏观政策相关情况	10
第二部分 全国信用债市场概况	19
一、 信用债发行情况	19
二、 城投债情况	23
三、 增信（担保）发行情况	27
四、 信用债市场交易情况	30
五、 高收益债市场情况	32
六、 债券市场违约总结	36
第三部分 河南信用债市场概况	38
一、 信用债发行情况	38
二、 城投债情况	41
三、 增信（担保）发行情况	43
四、 信用利差变化分析	44
第四部分 他山之石	46
一、 城投公司信用事件	46
二、 城投政策回顾及影响分析	47
三、 “14 号文”重点区域扩围、多省“1+N”方案点评	51
四、 地区化债案例分析	54
五、 城投行业化债及行业展望	59
第五部分 中豫信增动态	61
一、 中豫信增党群动态	61
二、 中豫信增经营动态	61
三、 中豫信增机构对接动态	63
第六部分 下季度展望	65
一、 宏观经济情况展望	65
二、 信用债展望	66

第一部分 宏观经济情况

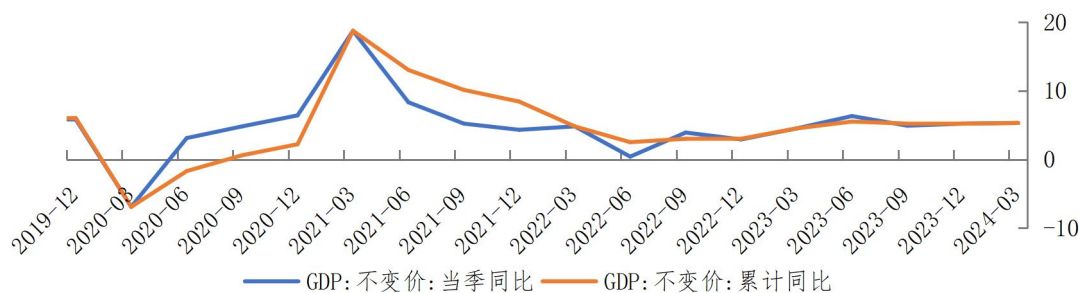
一、基本面相关情况

(一) 经济增长情况

一季度 GDP 同比增长 5.3%，较去年四季度加快 0.1 个百分点，显著超出市场预期的 4.6% 左右的增速水平，GDP 环比增长 1.6%，高出去年四季度 0.4 个百分点，边际复苏强度有所提升。从生产的角度来看，工业生产较去年四季度有所加快，服务业生产边际走低。其中工业对于经济增长的贡献率达到 37.3%，约拉动 GDP 增长 2 个百分点，增长贡献率显著高于去年四季度。从需求的角度来看，固定资产投资与出口增速较去年四季度有所改善，但社零额增速较去年四季度有所走低。整体上来看，一季度经济运行起步平稳，但生产的增长依然好于终端消费，供需失衡矛盾仍存之下价格水平持续低位运行。

从三大产业来看，第一、二、三产业累计同比分别增长 3.3%、6.0%、5.0%，工业产业保持较快增长。

图 1.1: GDP 累计同比和当季同比 (%)

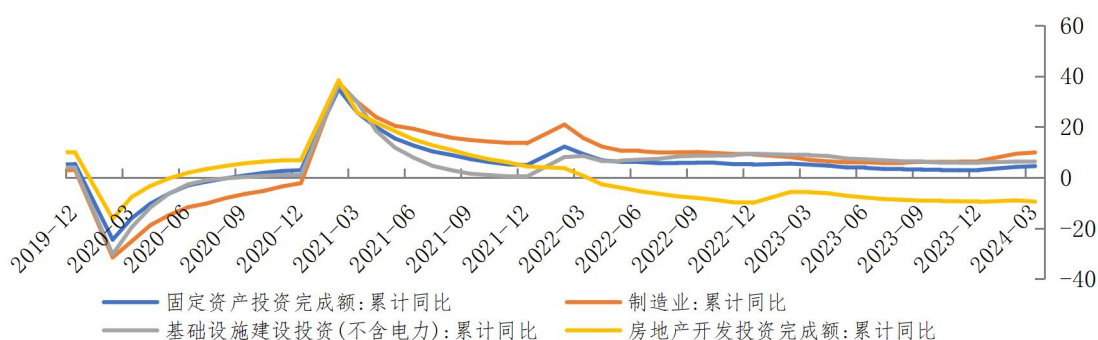


数据来源: Wind, 中诚信分析整理

固定资产投资累计同比增速保持上涨,基建投资与制造业投资在政策及出口支撑下保持高增长,房地产投资增速依然显著下滑。2024 年一季度,基建投资(不含电力)累计同比增长 6.5%,较去年四季度提升 0.6 个百分点,财政支出加快对于保持基建投资增速起到了支撑作用。制造业投资同比增长 9.9%,较去年四季度加快 3.4 个百分点,制造业投资与制造业生产同样都受到出口改善以及大规模设备更新政策的拉动,其中航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 42.7%、11.8%,固定资产投资中的设备工器具投资增

速达 17.6%。一季度房地产投资同比下降 9.5%，相较 1-2 月回落 0.5 个百分点。基建投资与制造业投资的较高增长部分对冲掉了房地产投资的增速下滑，一季度固定资产投资累计同比增长 4.5%，较去年四季度提高 1.5 个百分点。但是我们也注意到，一季度公布的固定资产投资规模比去年同期低 7,240 亿元，可比口径的调整或将去年的一部分投资项目剔除出了固定资产投资的统计范围。此外，投资短期来看是需求，但是中长期来看形成的是供应能力，投资加快或无助于供需失衡的矛盾缓解。

图 1.2：固定资产投资完成额累计同比（%）

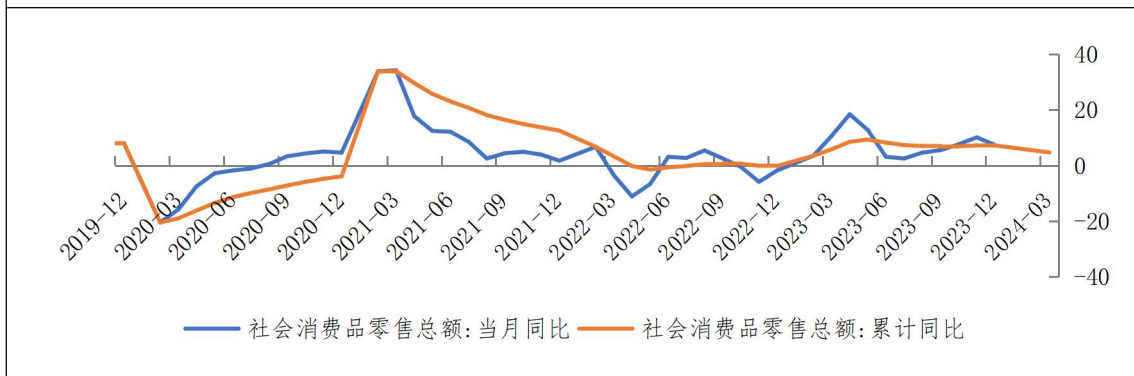


数据来源：Wind，中诚信分析整理

消费恢复性增长的势头有所减弱，服务零售额的回落幅度较为显著，消费走弱的背后是居民收入缺口仍存和财富缩水效应的拖累。2024 年 3 月，社会消费品零售总额¹累计同比增长 4.7%，较去年四季度回落 2.5 个百分点。其中商品零售、服务零售额、餐饮收入累计同比分别增长 4%、10%与 10.8%，较去年四季度分别回落 1.8、10.0 与 9.6 个百分点，商品零售增长持续疲弱，餐饮等接触型消费的增长势头显著放缓。同时也应当注意到，部分升级类商品销售较快增长，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额分别增长 14.2%、13.2%，较去年四季度有所加快。消费走弱的背后是居民收入缺口仍存和财富缩水效应的拖累，一季度居民人均可支配收入同比增长 6.2%，超过 GDP 增速，假设全年都是按照 6.2%的增速来估算，相较常态增长趋势线依然有超过 6%的收入缺口。除此之外，受制于房地产下行对于居民财富和政府财政的拖累，一季度居民的财产净收入、转移净收入同比增速仅为 3.2%与 4.8%，较去年四季度分别回落 1.0 个与 0.6 个百分点。

¹社会消费品零售总额：指企业(单位)通过交易售给个人、社会集团，非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。该指标可以反映全社会实物商品的消费情况。

图 1.3：社零总额当月和累计同比（%）



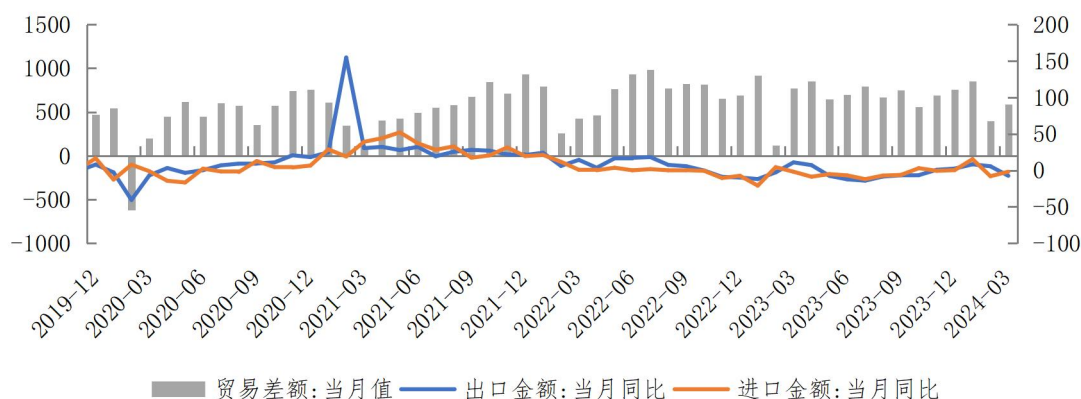
数据来源：Wind，中诚信分析整理

全球制造业回升拉动出口温和走高,虽然对美国与欧盟的出口增速依然在下
降，但全年出口有望实现正增长。

3月我国出口同比-7.5%，较上月回落13.0个百分点；进口同比-1.9%，较上月收窄6.2个百分点，贸易顺差585.51亿美元，较去年3月顺差770.57亿美元有所收窄，环比增长47.8%。从出口国别来看，一季度对共建“一带一路”国家进出口增长5.5%，占进出口总额的比重为47.4%，其中对东盟、拉丁美洲出口金额同比增长4.1%与9.3%，相较去年四季度分别加快9.1与11.7个百分点。对美国及欧盟出口金额同比增长为-1.3%与-5.7%，但出口金额的下降幅度相较去年四季度显著收窄。从出口产品来看，一季度集成电路、船舶、通用机械等装备制造类产品，以及家具、家电等消费制造出口的增长贡献较大，此外汽车出口增速依然保持在33.2%的较高增速，但相较去年四季度增速回落24.7个百分点。整体上来看，去年全球制造业以及半导体产业的低迷状况在今年得到显著缓解，或支撑我国出口保持正增长态势。

图 1.4：进出口当月同比（%，亿美元）

图 1.4：进出口当月同比（%，亿美元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

（一）生产端相关情况

供需两端双双回暖，制造业 PMI²重回扩张区间，原材料产成品库存指数回升。3 月制造业 PMI 为 50.8%，比上月上升 1.7 个百分点，结束上月的回落态势，时隔 5 个月重回扩张区间，供需关系进一步修复。从生产端来看，春节假期影响消退各地全面复工复产，加之设备更新改造以及以旧换新政策对相关制造领域的推动，企业生产活动加快，生产指数较上月上升 2.4 个百分点至 52.2%，重回扩张区间。库存方面，产成品库存较上月上升 1 个百分点至 48.9%，原材料库存较上月上升 0.7 个百分点至 48.1%，采购量指数上升 4.7 个百分点至 52.7%。此外，制造业生产经营活动预期指数为 55.6%，较上月上升 1.4 个百分点，仍位于扩张区间，制造业企业对于市场仍有较高期待。从需求端看，出口改善拉动新订单及新出口订单指数均走高。3 月新订单指数为 53%，较上月上升 4 个百分点，结束了连续 5 个月运行在荣枯线以下的状态。3 月新出口订单指数为 51.3%，较上月上升 5 个百分点，时隔 11 个月后重回扩张区间，也体现出一季度出口增速将较去年四季度显著改善。

价格方面，制造企业“以价换量”或仍延续，企业利润空间仍承压。3 月，大宗商品价格回暖，带动我国制造业原材料价格回升，主要原材料购进价格指数为 50.5%，较上月上升 0.4 个百分点。出厂价格指数未能延续上月回升态势，较上月下降 0.7 个百分点至 47.4%。原材料购进价格指数已连续 10 个月高于出厂

²PMI：采购经理指数，是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，分为制造业 PMI、服务业 PMI，PMI 指数能够反映经济的变化趋势，以 50%为荣枯分水线。

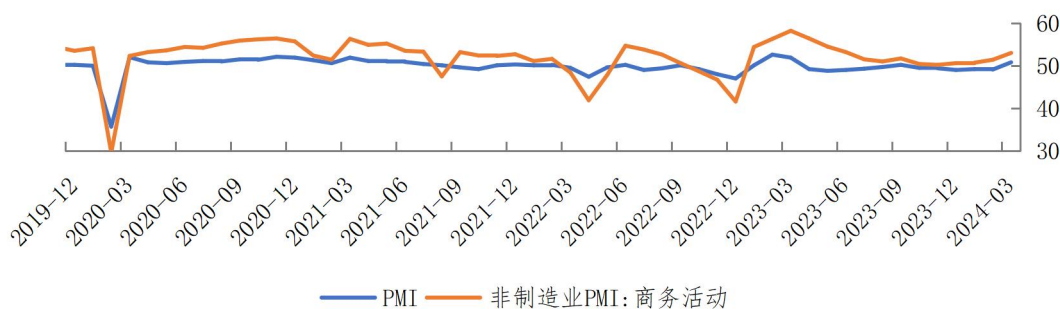
价格指数，本月走势进一步分化，购进价格指数与出厂价格指数间的差值扩大至 3.1 个百分点，显示企业原材料成本压力依旧较大，也反映出市场需求回暖依然有所不足，部分行业生产的改善或主要通过“以价换量”，中下游企业的利润压力空间仍受到制约。

非制造业 PMI 回升，气候转暖及节后开工带动，生产性服务业及建筑业景气度均回升。3 月非制造业商务活动指数延续回升态势，较上月上升 1.6 个百分点至 53%。服务业商务活动指数较上月回升 1.4 个百分点至 52.4%，连续三个月回升，服务业扩张步伐加快。随着气候转暖和节后集中开工，各地建筑工程施工进度加快，建筑业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 2.7 个百分点，建筑业总体扩张加快。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 59.8%，高于整体较多，是建筑业 PMI 指数的主要支撑。

制造业 PMI 重回扩张区间，一季度宏观经济起步平稳，但 PMI 与部分高频数据表现并不一致，供需平衡能否延续改善仍需观察。节后开工、出口好转，以及大规模设备更新和消费品以旧换新的政策效应见效，制造业产需两端重返扩张区间，产需水平回升幅度好于季节性均值。其中小企业景气度结束连续 5 个月下行，经济复苏范围或有所扩大。后续看，加快新质生产力政策促进，以及新一轮设备更新和消费品以旧换新政策的推动下制造业依然将保持较高增长，有利于制造业景气度的改善，出口短期保持韧性也为制造业提供一定的外部需求支撑。此外，优化房地产政策，保交楼、因城施策、三大工程均对房地产形成一定助力，对建筑业景气度的回升形成支撑。同时应当注意，高频数据并没有如 PMI 一般体现出较全面的改善，3 月以来工业生产的高频指标表现分化，中下游汽车半钢胎、纺织相关开工率表现较强，但上游钢材、水泥及主要化工品生产大多弱于季节性，特别是房地产依然处于显著收缩区间，3 月以来新房日均成交面积同比回落跌幅较 1-2 月扩大 8 个百分点至-44%，二手房日均面积同比为-28%。在此背景下供需平衡能否延续改善仍需观察，PMI 持续改善的基础仍需筑牢。

图 1.5: PMI 走势

图 1.5: PMI 走势



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

(二) 消费端相关情况

一季度 CPI³同比、环比均呈先升后落之势，消费需求仍偏弱。

一季度 CPI 同比与环比均呈先升后落之势，累计同比与前值持平为 0%，核心 CPI⁴累计同比为 0.7%，仍位于低位区间。其中 3 月节后消费需求回落以及市场供应较为充足，食品价格降幅边际扩大，对 CPI 的拖累加大，服务价格和消费品价格同比均较前值回落，服务价格同比上涨 0.8%，涨幅回落 1.1 个百分点，环比价格由正转负，整体回落幅度较大，这与服务零售的增速回落走势一致。整体来看，消费需求仍偏弱，通缩压力依然存在。

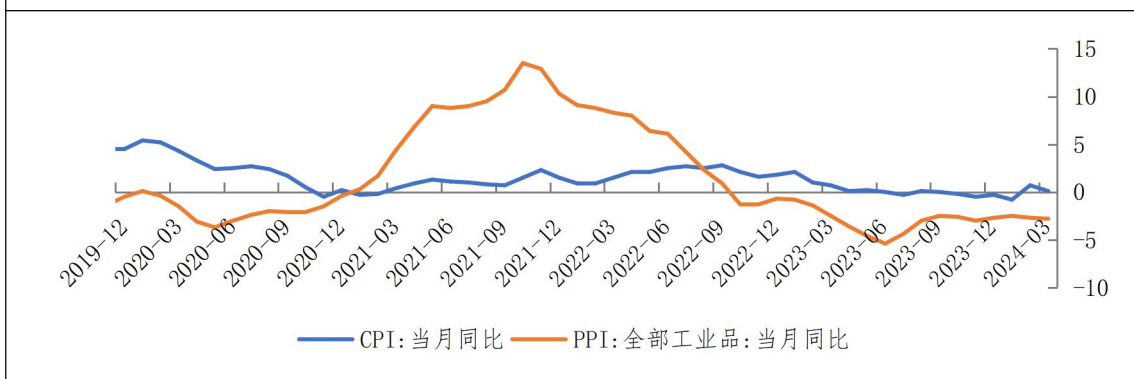
企业周转流通速度以及资金流通速度依然偏慢，PPI⁵同比降幅呈逐月扩大之势。一季度 PPI 同比降幅呈逐月扩大之势，由 1 月的-2.5%回落至 3 月-2.8%，其中，3 月同比下降 2.8%，降幅较上月走阔 0.1 个百分点；一季度累计同比下降 2.7%，低于上年同期 1.1 个百分点，与国际大宗商品价格回暖趋势背离，表明当前我国经济供需结构性失衡之下工业品价格承压较大，预计短期内，“价”的因素仍将是工业企业利润修复的主要制约。整体来看，一季度价格数据表明通缩压力依然存在。此外，1-2 月工业企业产成品周转天数上行至 22.1 天，应收账款回收期上行至 71 天，皆较去年 12 月显著走高，与此同时 M1 同比增速仅有 1.1%。上述数据说明居民终端消费依然偏弱，工业企业或仍在以价换量，生产虽有加快但销售流通并未同等加快。

³CPI：消费者物价指数，是反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势和程度的相对数。

⁴核心 CPI：食品和能源价格通常比较波动，剔除食品和能源价格因素后的核心 CPI 更能反映整体的通货膨胀水平。

⁵PPI：工业生产者出厂价格指数，反映一定时期内全部工业产品第一次出售时出厂价格总水平的变动趋势和变动幅度的相对数。

图 1.6: CPI、PPI 当月同比



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

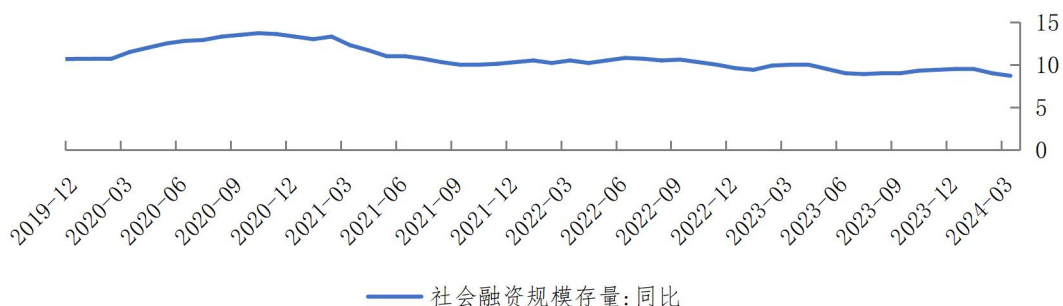
(一) 资金面相关情况

信贷同比少增是新增社融⁶规模同比下降的主要因素, 政府债券发行节奏偏慢进一步拖累社融改善。3月新增社融4.87万亿, 同比少增5,075亿元; 存量社融增速为8.7%, 较上月回落0.3个百分点。从一季度整体来看, 1-3月新增社融12.93万亿, 较上年同期少增1.59万亿, 考虑到较高基数新增融资规模并不差, 为历史同期次高水平。在结构方面, 从表内融资看, 本月社融口径新增人民币贷款3.29万亿, 同比少增6,576亿, 一季度新增人民币贷款9.11万亿, 同比少增1.59万亿, 或由基数较高所致, 也与央行要求引导信贷合理增长、均衡投放等因素有关。从直接融资看, 3月政府债券净融资额为4,642亿元, 同比少增1,380亿元, 截至3月底, 地方债共发行1.57万亿, 同比下降25%, 发行节奏偏慢。从一季度整体来看, 1-3月政府债券净融资规模均同比少增, 表明一季度政府债券发行节奏与去年相比整体偏慢。居民和企业部门新增贷款规模双双回落, 居民部门融资需求依然偏弱, 尚未恢复至疫情前水平, 企业部门融资表现较好, 贷款规模为历史次高水平, 这也体现了目前经济供需失衡的结构性矛盾。3月新增信贷3.09万亿元, 同比少增8,000亿元, 从一季度度情况来看, 1-3月新增信贷9.46万亿, 同比少增1.14万。从居民部门来看, 3月居民贷款增加9,406亿元, 同比少增3,041亿元。企业部门贷款新增2.34万亿, 同比少增3,600亿元。一季度居民部门贷款增加1.33万亿, 同比大幅下降3,800亿元, 降幅超20%, 企业部门贷款新增7.77万亿, 同比少增1.22万亿, 企业部门短期贷款和中长期

⁶社会融资规模: 是指一定时期内实体经济从金融体系中获得的全部资金总额, 可以反映实体经济的融资需求情况。

贷款新增规模均为历史次高。目前经济运行中工业生产的韧性较强，加之大规模设备更新政策效应的持续释放，企业中长期贷款有望保持较高的新增规模。

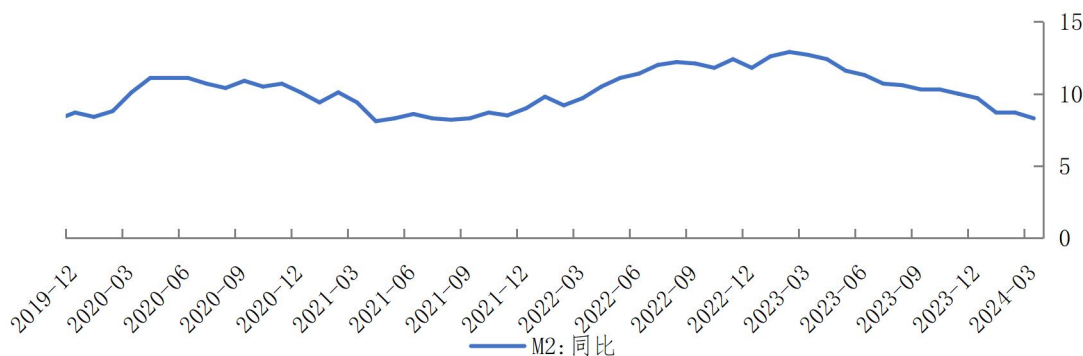
图 1.7：社融存量同比



数据来源：Wind，中诚信分析整理

M1⁷增速跌至历史低位，资金活化程度仍有待加强；M2⁸增速小幅下降，或由信贷增速放缓所致。3月M1同比增速为1.1%，较上月下降0.1个百分点，基本保持平稳；M2同比增速为8.30%，比上月下降0.4个百分点。M2与M1同比的剪刀差为7.2%，环比、同比分别下降0.3和0.4个百分点，目前资金活化程度虽仍较弱，但高于去年下半年的整体水平。3月贷款余额增速为9.6%，环比下降0.5个百分点，是M2增速同比下降的重要原因。融资需求延续结构性分化，居民端信贷需求偏弱，企业端融资需求显示出一定韧性，资金活化程度有待改善，需进一步呵护流动性、引导宽信用。

图 1.8：M2 同比



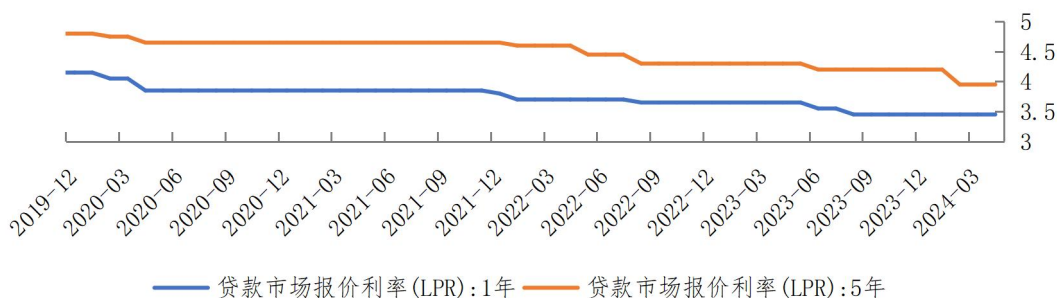
数据来源：Wind，中诚信分析整理

⁷M1：也叫狭义货币，由银行体系外流通的现金(M0)和银行内的活期存款组成。

⁸M2：又称广义货币，由银行体系外流通的现金加上活期存款(M1)，再加上定期存款、储蓄存款和其他存款。

2024 年 3 月 1 年期 LPR⁹ 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 3.95%，其中，5 年期以上 LPR 较上期下降 25 个基点，此次 LPR 调整是在 2 月，1 年期 LPR 保持不变，而 5 年期以上 LPR 下调 25 个基点，本次下调幅度为历史上 LPR 最大调整幅度，调降幅度超预期，一方面是此前的存款利率下调为 LPR 下调留出了空间，另一方面，在经济基本面修复仍然偏弱的背景下，LPR 的超预期、非对称下调体现了政策对房地产行业的支持。但在目前房地产市场预期尚未扭转的背景下，房地产市场销售修复仍需时间，或需更多政策支持，后续仍存在继续调降 5 年期及以上 LPR 利率以及进一步放松限购政策的可能。

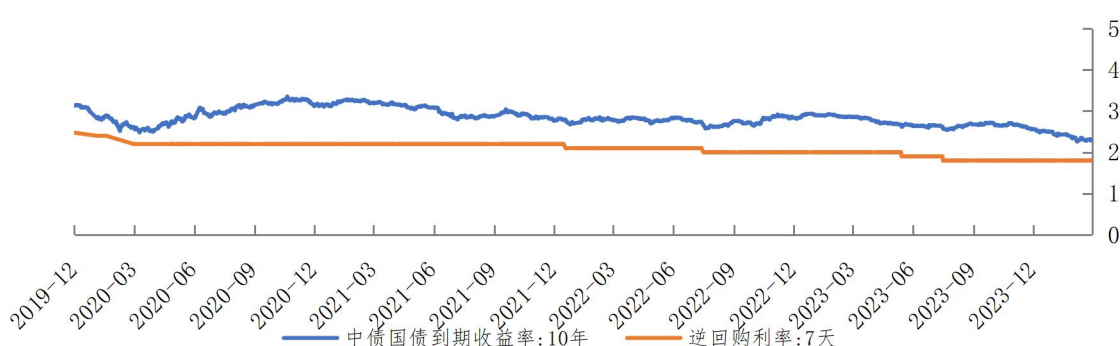
图 1.9：LPR 走势



数据来源：Wind，中诚信分析整理

2024 年一季度国内债券利率整体走低，10 年期国债收益率由年初的 2.56% 下行至 3 月末的 2.29%（-27BP）。10 年期国债收益率从年初一路下行至 3 月上旬，季度内最低点为 3 月 6 号的 2.26%，随后小幅震荡，收于 3 月底的 2.29%。第一季度 7 天逆回购利率 1.80%，与上期保持一致。

图 1.10：国债、逆回购 (%)

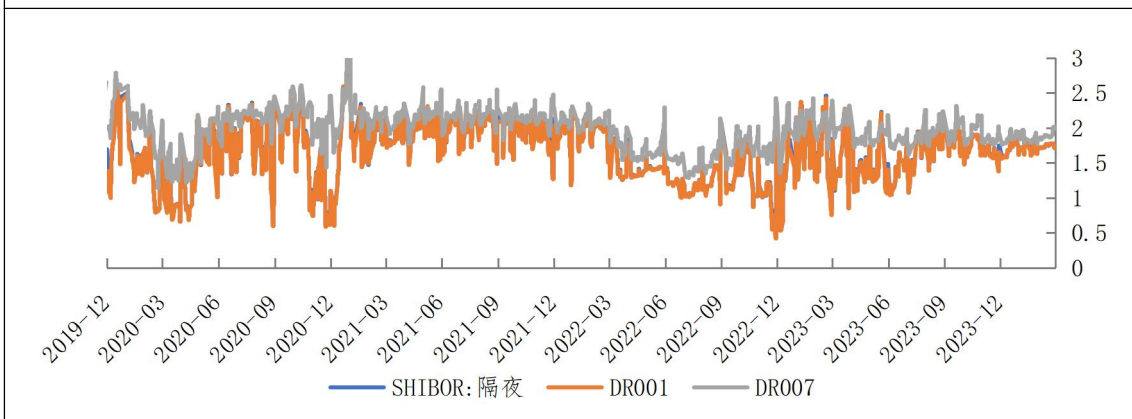


数据来源：Wind，中诚信分析整理

⁹LPR：贷款市场报价利率，由各报价行按公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价，由全国银行间同业拆借中心计算得出，为银行贷款提供定价参考，包括 1 年期和 5 年期以上两个品种。

2024年3月末，SHIBOR¹⁰隔夜利率1.72%，DR001¹¹利率1.71%，DR007利率2.01%。第一季度DR007的中枢为1.87%，较前一季度降低了6BP；从走势来看，第一季度DR007在1.76%和2.01%之间小幅震荡，最大振幅仅为25BP，显著低于前一季度55BP的振幅。

图 1.11：SHIBOR、DR001、DR007 走势



数据来源：Wind，中诚信分析整理

二、宏观政策相关情况

（一）政府工作报告六大关注点

2024年3月5日，十四届全国人大二次会议在人民大会堂开幕，国务院总理李强代表国务院向十四届全国人大二次会议作政府工作报告。我们认为本次报告有以下六点值得关注：

政策解读：

第一，5%左右的增速目标有助于稳定市场预期与信心，实现增速目标也有一定的支撑，符合“稳中求进、以进促稳”的基调和要求。5%的经济增长目标与我们此前建议的增速目标一致，我们认为，在经济运行的各项矛盾与问题中，预期不稳是引发需求不足、产能过剩和国内经济循环存在堵点的重要原因，2023年两年复合增速仅4.1%，在此背景下若预期增速目标相比上一年出现回调，或会进一步影响市场信心与底气。在基数走高背景下，增速目标相较上年不调低，有助于稳定市场预期。另一方面，我们认为今年经济稳中向好有多重支撑：一是

¹⁰SHIBOR：上海银行间同业拆放利率，以位于上海的全国银行间同业拆借中心为技术平台计算、发布并命名，是由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，是单利、无担保、批发性利率。

¹¹DR001、DR007：银行间存款类金融机构以利率债为质押的1、7天期回购利率。

工业生产仍有韧性，特别是装备制造业近年保持较快增长，占工业增加值的比重稳中有升；二是房地产投资拖累有望减轻，各地“因城施策”加大落地，“三大工程”建设也将为房地产投资提供增量空间；三是服务消费依然保持较快增长，加之大规模消费品以旧换新政策对商品消费形成的提振，消费延续改善也有一定空间；四是宏观政策稳增长的空间依然较为充分。从工业与服务业生产，消费、投资、出口等方面宏观统计来看，中性情形下可支撑实现 5% 的 GDP 增长，各地两会公布的 GDP 加权增速目标为 5.4%，总体来看 5% 也是可以完成的目标。

第二，扩内需将与供给侧结构性改革紧密融合，统筹消费和投资对经济拉动作用。实现 5% 的目标增速离不开“有潜能的消费”和“有效益的投资”，形成消费和投资相互促进的良性循环。中央经济工作会议提出需要“形成消费和投资相互促进的良性循环”，本次报告对中央经济工作会议对于扩大内需的要求进行细化部署。我们此前多次呼吁需要加大供给侧结构性改革与稳消费、促消费政策的有机融合，提升高质量产品供给及养老、医疗等短板领域的产品与服务供给，不仅有利于扩展消费需求，也有助于缓和供需失衡的矛盾；拓展有利于扩大消费的公共领域和产业领域的投资空间，不仅有助于扩大有效投资，也有助于改善消费环境；当前制约经济良性循环的重要原因在于最终消费需求不足，而消费需求的改善为投资扩张提供动力与空间。**从促进消费稳定增长来看**，本次报告首先提出通过“增加收入”激发消费潜能。提振消费的关键依然在于提升居民收入水平与预期，我们建议通过发放现金补贴与数字货币等方式帮助居民修复资产负债表、提振居民消费信心。**从扩大有效投资来看**，一方面需要更好发挥政府投资的带动作用，进一步提升财政资金的投入产出效率，优化财政支出结构。另一方面需要重点加大“科技创新、新型基础设施、节能减排降碳”等“有资金效益”领域中的投资，进一步释放新产业、新业态、新模式对于其他领域的辐射带动作用。

第三，着力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，努力提升全要素生产率。推进现代产业体系建设与发展新质生产力为重点任务之首。本次政府工作报告将“大力推进现代化产业体系建设、加快发展新质生产力”作为 2024 年首要工作任务。主要目标以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，不断塑造发展新动能新优势。当前我国经济已由高增长阶段转向高质量发展阶段，传统的经济增长红利和动能有所趋缓，对生产力质量提出新

的要求。新质生产力是总书记于 2023 年 9 月在东北调研时首次提出，随后被写入中央经济工作会议公报，是指以科技创新为经济增长新引擎、以新兴产业和未来产业为载体，符合高质量发展要求的新型生产力，是推动构建现代化产业体系的关键力量。从功能来看，新质生产力主要表现为全要素生产率的提升，可以提高经济运行的增长中枢。我国目前的全要素生产率在近年来有所走低，相距美国等发达经济体仍有较大差距，在制度与技术创新领域还存在一定短板与不足，发展新质生产力是我国提升全要素生产率的必然选择。此外，本次报告也在现代产业体系建设方面首先提出产业链供应链的优化升级，这要求加快工业经济与制造业的高端化、智能化、绿色化转型，加大对传统产业改造的投资力度。

第四，财政政策以“适度加力、提质增效”为总基调，赤字率虽未突破 3%，但财政政策力度有所增强。加大财政支出、调增新增专项债规模及发行特别国债是用好财政政策空间主要手段，财政政策力度有所加强。本次政府工作报告延续 2023 年中央经济工作会议及政府工作报告关于财政加力的总基调，但并未突破 3% 的赤字率安排。报告指出，一是通过税收恢复性增长及调入资金增加 1.1 万亿一般公共预算支出，二是安排地方政府专项债券 3.9 万亿较上年增加 1000 亿，三是发行 1 万亿超长期特别国债并将连续几年发行。我们认为破 3% 赤字率体现“用好现有财政政策空间”的取向，也为后续赤字率调整留下一定的空间。地方政府专项债规模的调增或将使得 2024 年地方政府杠杆率较上年上升 1 个百分点左右，有助于缓解地方政府财政收支压力，也有助于提振地方政府稳增长的能力与意愿。连续发行超长期特别国债超出预期，此前并未出台过特别国债连续发行数年的政策，尽管 1 万亿超长期特别国债不纳入赤字，但特别国债持有人可以是中央银行，且部分地区已经在为超长期特别国债储备项目，这有助于财政发力的空间进一步打开，也有助于“强化国家重大战略任务和基本民生财力保障”。

第五，货币政策延续稳健基调，并更加注重提升结构性政策工具的效能。从“发挥双重功能”到“加强双重调节”，货币政策需要进一步加强调节经济运行的实际效果。不同于 2023 年中央经济工作会议提出的“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”，本次报告提出“加强总量和结构双重调节”。我们认为从发挥功能到加强调节，体现出本次报告对货币政策效果的强调。由于居民消费、购房以及企业部门特别是民营企业部门的投资动力或存在不足，市场自发的融资

需求偏弱，一度出现广义货币供给 M2 同比增速高于社融规模存量同比的现象，宽货币向宽信用的传导存在阻滞，十年期国债收益率持续下行并探至低位，出现一定“资金沉淀空转”的现象。中央经济工作会议提出保持社融、M2 同经济增长和价格水平预期目标相匹配，将“价格水平预期目标”纳入明年货币供给与融资增速考量范围，体现出 2024 年货币政策的“锚”有所变化，将维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，本次政府工作报告延续该提法，这也更符合现阶段我国经济社会发展的实际诉求。我们认为当前价格水平低位运行、实际利率偏高，化债需求也需要低利率环境支持，继 2 月 LPR 报价下调后，后续降准降息可能性仍存，本次报告也再次提及“促进社会综合融资成本稳中有降”。

第六，守住风险底线，“标本兼治”防范化解房地产、地方债、中小金融机构三大领域风险。从房地产风险来看，本次政府工作报告指出“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”。我们认为，当前房地产行业最核心的风险问题仍是流动性问题和债务处置问题，一视同仁给予融资需求支持，推动落实城市房地产融资协调机制，加快项目建设及交付，有助于房地产市场在发展中化解处置债务风险。从地方债务风险来看，本次报告延续中央经济工作会议“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，兼顾债务风险化解与经济增长的平衡，体现要在发展中化解地方债务风险的思路。我们认为，短期来看落实一揽子化债方案需充分调动地方财政、金融机构、地方国企三种资源，缓释流动性风险。一是增加特殊再融资债额度，缓解区域流动性风险。二是继续引导加大金融化债力度，包括稳妥推进商业银行贷款置换、探索政策性金融工具置换等，同时央行应急流动性金融工具有望落地。三是在土地财政弱化下股权财政或进一步发挥作用，地方国资化债模式或有序推进，进一步利用好地方国企资源、基础设施 REITS 等因地制宜稳妥化债。中长期来看地方债务问题需在发展中解决，促进形成机制转变并构建长效机制。

（二）“两会”后积极财政三大看点

结合《政府工作报告》和《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》，我们认为 2024 年积极财政有如下三大看点：

政策解读：

第一，赤字率下调但积极财政基调未改，推动中央加杠杆优化债务结构。综

合考虑发展需要及财政可持续后，今年狭义赤字率虽大幅低于去年增发万亿国债后的 3.8% 水平，但积极财政基调未改，通过优化政策工具组合、小幅提升专项债限额、增发超长期特别国债等继续发力，根据中诚信国际测算，今年广义赤字规模将较去年考虑万亿增发国债后的 8.68 万亿增加 0.28 万亿至 8.96 万亿，广义赤字率为 6.6%，虽小幅低于去年约 0.2 个百分点，但依然是近年来较高水平，积极财政依然积极。

第二，地方政府专项债投向将合理拓宽，扩大有效投资、提升“债务-资产转化效率”。2024 年我国经济稳增长压力难言减轻，为实现 5% 的 GDP 增速目标，积极财政在加大力度的同时需提升效能，切实发挥政府投资带动效应，《政府工作报告》也提出，“合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围有效投资”“统筹用好各类资金，防止低效无效投资”。作为积极财政的重要抓手，地方政府专项债在规模扩容的同时，将进一步精准投向、拓宽支持范围、强化常态化严监管，积极推动扩大有效投资，发挥稳增长、补短板、惠民生的重要作用。

第三，财政支出加力度、优结构，进一步推动财力下沉。2024 年在积极财政“适度加力、提质增效”的导向下，财政支出规模保持一定强度，且支出结构将进一步优化，同时中央对地方转移支付力度较高，积极兜牢基层“三保”底线，此外结构性减税降费政策将更注重政策效果，着力推动科技创新和制造业发展，进一步提升财政政策的可持续性、精准性和连续性。

（三）央行“45 号文”影响浅析¹²

2 月 29 日，中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》（银发〔2024〕45 号）（以下简称“通知”），自 5 月 1 日起施行。《通知》一是明确柜台业务品种和交易方式；二是优化对投资者开户的管理规则；三是境外投资者可通过柜台渠道投资。3 月 13 日，中国人民银行召开柜台债券业务座谈会，研究部署落实相关工作。会议指出，柜台债券业务作为中国债券市场的重要组成部分，有利于做好普惠金融大文章，提升直接融资比重，优化金融体系结构，推动多层次债券市场建设。柜台债券业务发展空间大，是一项长期的系统性工作，希望各家机构密切配合，完善柜台债券业务规则，做好柜台债券交易、托管、结算、做市等系统建设和内部协同，加快形成市场效应。

¹² 本章节内容主要引用《“45 号文”影响浅析》，作者：中豫信增马璐。

1、“45 号文”解读

《通知》把柜台债券业务定位为银行间债券市场向零售金融和普惠金融的延伸，与 2016 年《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》（以下简称“办法”）相比，主要有以下三点变化：

（1）明确柜台业务品种和交易方式

此前，我国柜台市场交易的债券品种主要为国债、地方政府债和政策性银行债，《通知》扩大了债券品种，增加了**金融债、公司信用类债券**，即在遵守投资者适当性的前提下，个人投资者、企业和金融机构可通过柜台业务开办机构投资国债、地方政府债、金融债券、公司信用类债券等银行间债券市场全部债券品种。且已在银行间债券市场交易流通的各类债券品种通过柜台投资交易，不需要经发行人认可。柜台业务开办机构与金融机构通过柜台开展**债券回购、债券借贷、衍生品**等交易时，可在适用银行间债券市场统一主协议基础上，双方协商签订补充双边协议，也可直接一对一签订双边协议。

（2）优化对投资者开户的管理规则

柜台业务开办机构应当为投资者开立债券账户和办理债券登记、托管、结算等业务。已在银行间债券市场登记托管结算机构开立账户的投资者，可在柜台业务开办机构开立债券账户，**不需要经中国人民银行同意**。《通知》优化了对投资者开户的管理规则，鼓励个人投资者、企业参与柜台交易，有助于提升债券市场活跃性，优化投资者结构。

（3）境外投资者可通过柜台渠道投资

获准进入银行间债券市场的境外投资者，可通过柜台业务开办机构和境内托管银行开立债券账户。目前，全国有 30 家商业银行开办了柜台债券业务，投资者可通过柜台业务开办机构的营业网点或电子渠道申请开立柜台债券账户，柜台开办机构可为各类投资者提供债券托管、做市、担保品管理、清算结算一体化等各种灵活多元的综合性服务，提升市场活跃性，促进市场分层。

2、政策目的分析

从表面看，《通知》通过进一步扩大柜台债券投资品种，放宽投资者限制等，旨在优化债券市场交易结构、拓展居民投资渠道、增加居民财产性收入。在目前

储蓄率过高、投资与消费疲软、地方债务压力亟待减轻的背景下，政策出台的深层目的或为进一步绑定居民资产与政府信用。

（1）引导居民储蓄参与直接融资

我国居民投资渠道有限，且近年理财打破刚兑，收益下行，股市与房地产不景气，投资、消费热情低迷，我国居民资产配置的首选仍为储蓄存款。截至 24 年 1 月末，我国本外币存款余额 295.62 万亿元，同比增长 8.9%。《中国居民投资理财行为调研报告（2023）》显示，银行存款类、公募基金和债券类资产仍然是 2023 年居民投资比例最高的三项资产，其中债券类资产在 2022 年取代股票成为居民配置最多的三类资产之一后，2023 年继续增加 6 个百分点，达到 27%，可见居民对债券投资的需求较大。柜台债券市场的开放将引导居民储蓄直接参与债券投资，在拓展居民投资渠道、增加居民财产性收入的同时，深度绑定居民资产与政府信用。

（2）进一步缓解地方债务压力

近年来，地方政府显性债务率持续上升，包含隐性债务在内的广义债务规模庞大，且融资成本较高，一揽子化债政策出台之后，新增融资审核收紧，金融机构化债推进缓慢，同时土地出让金收入大幅下跌，地方政府和融资平台的债务负担较重。若更多类型的投资者直接参与债券投资，可为债券市场带来增量资金，有助于二级市场交易活跃度提升，引导投资者在一级市场竞价时接受更低的发行利率，有利于降低城投债融资成本，缓解债务压力。

3、影响分析

（1）对债券市场

优化融资结构，提升市场配置效率。截至 2023 年末，我国债券市场余额 158 万亿元，是全球第二大债券市场，但贷款融资仍然占企业融资较大比重。加快发展柜台债券业务，对于盘活存量存款，促使资金有效流向资本市场有积极意义，有利于提升市场配置效率，促进直接融资发展，优化金融体系结构。

提高债券交易活跃度，或将增大债市波动。据中国人民银行有关负责人介绍，柜台债券业务是银行间债券市场向零售金融和普惠金融的延伸，发展柜台债券业务有利于提升市场活跃性，促进市场分层。相对于机构投资者的专业性、投资逻

辑的趋同性，个人投资者和企业较为分散，投资具有较强的主观性，在为市场带来增量资金和提升债券二级市场交易活跃度的同时，可能增大债券市场波动。

“资产荒”格局或难扭转，债券供需矛盾更加突出。债券的投资收益较存款有一定的优势，同时利率债安全性较高，广受个人投资者青睐。东吴证券固收团队认为，扩大个人投资者投资范围、减少机构投资者与境外投资者进入柜台交易的限制，整体上将增加债券直接投资需求，未来债券供需矛盾可能更加突出，或加剧目前的“资产荒”格局。

边际削弱稳健类理财产品需求，冲击资管领域。我国个人投资者和企业直接投资债券规模较小，但通过基金、理财等间接参与了一定规模的债券投资，随着 45 号文的施行，将提升个人投资者和企业直接参与债券投资的比重，相应通过理财产品进行间接投资的需求可能减弱。申万宏源证券研究所认为，《通知》或边际削弱资管机构稳健类理财产品需求，而债券类资管产品作为我国资管机构的核心支柱，或受到一定冲击，后续需重点关注柜台市场债券规模变化。

（2）对地方城投

《通知》推动将储蓄转化为债券投资，居民储备向资本市场流动，在一定程度上将拓宽城投债的资金来源。同时，不少专家认为信用债柜台化也间接预示了城投债的风险属性进一步降低，可将其视为无风险利率产品。在鼓励全民投资的大背景下，地方城投融资成本将进一步降低，流动性增强，有利于地方城投债务化解。

（3）对个人投资者

丰富投资渠道。目前我国居民资产配置的首选依然是储蓄存款，直接持有债券规模较小。随着 5 月 1 日 45 号文的施行，债券的相对中低风险属性和同银行存款相比略高的收益率或将吸引一部分居民将部分储蓄转化为城投债等中低风险的债券投资，丰富个人投资者投资渠道，增加居民财产性收入。华泰证券资深研究员认为，45 号文仅适用于银行间债券市场，且短期来看，信用债市场收益持续下行，居民或更倾向于配置国债，形成市场效应需要相应的时间。

深度绑定居民资产和政府信用。过去银行柜台债券品种仅包括国债、地方政府债此类无风险利率品种，《通知》开放信用债投资银行柜台化意味着信用债将

走进千家万户，一位金融领域专业人士表示，继居民资产与房地产深度绑定后，居民资产或将与城投债务进一步深度绑定。

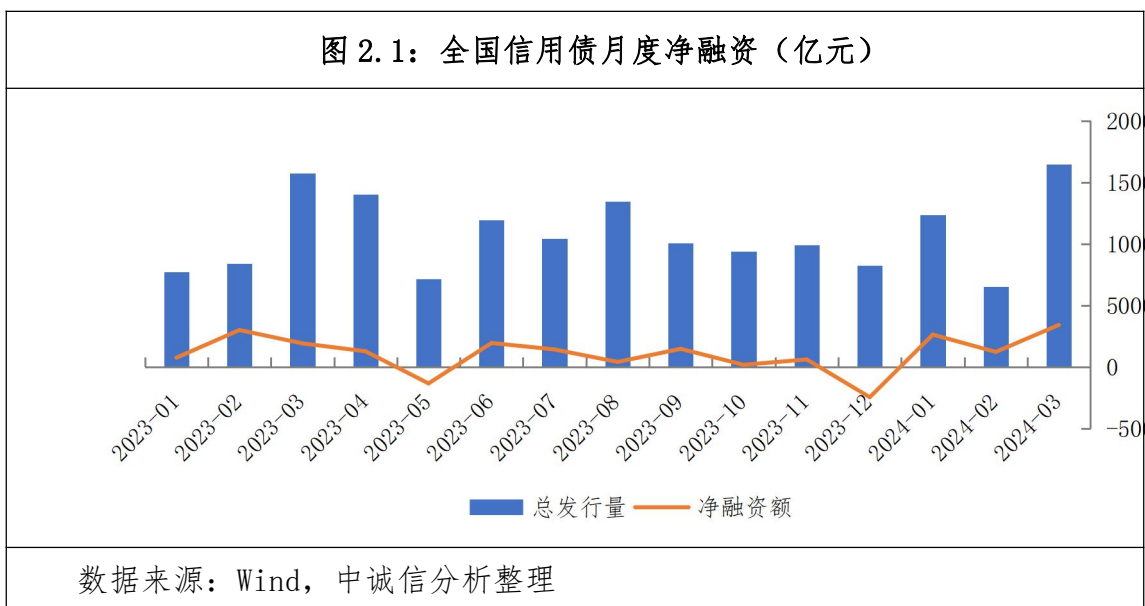
股市投资者转向债市投资。一般来说，股票市场与债券市场行情存在负相关关系，在股市“熊长牛短”、外资不断撤出、且经济增长乏力的大背景下，部分投资人会转移投资阵地，选择收益相对较为确定的债券市场，减弱股市配置，一定概率对股市形成下行压力。

第二部分 全国信用债市场概况

一、信用债发行情况

2024年一季度，在投资需求增长背景下，信用债发行有所增加。全国信用债（仅包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具，如无特殊说明，下文口径保持一致）共发行4,071只，募集资金3.53万亿元，同比增长10.86%，环比增长28.40%。净融资方面，净流入7,250.05亿元，较去年四季度大幅增加。月度发行方面，1月、2月和3月的净融资均为正，其中3月净融资额较大。

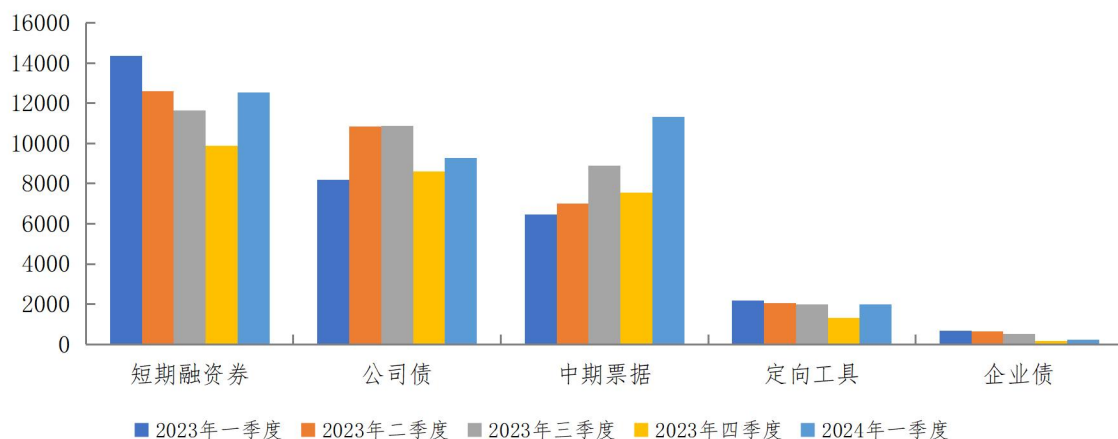
图 2.1：全国信用债月度净融资（亿元）



从发行券种来看，一季度各券种发行量环比均呈不同程度增加态势，中期票据、短期融资券、定向工具、公司债、企业债发行量环比分别增加50.03%、26.67%、50.77%、7.68%、46.34%。公司债、中期票据发行量同比均有不同程度增加，分别同比增加13.01%、75.51%，但短期融资券、定向工具、企业债同比下降，分别下降12.76%、9.36%和65.40%。相比2023年四季度，一季度中期票据的占比增加4.62个百分点，公司债的占比下降5.05个百分点，定向工具小幅增加0.83个百分点，企业债占比增加0.08个百分点，短期融资券占比下降0.49个百分点，债券发行短期化趋势减缓。

图 2.2：2024年一季度全国信用债发行券种（亿元）

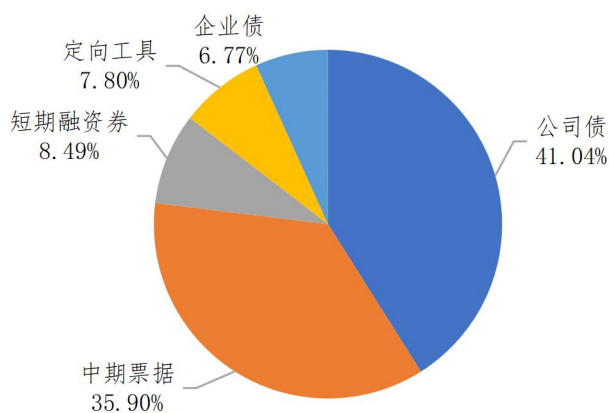
图 2.2：2024 年一季度全国信用债发行券种（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

截至 2024 年 3 月末，全国信用债存量规模为 273,056.60 亿元，其中公司债占比最高 41.04%，其次为中期票据占比 35.90%。值得关注的是，2023 年 3 月 10 日，《国务院机构改革方案》提出将企业债发行审核职责划入证监会，对企业债未来发行趋势影响显著，截至 2024 年 3 月末，企业债在存量信用债中的占比为 6.77%。近年来企业债呈现审批严格，规模逐渐缩小的趋势，从一季度发行情况来看，企业债占信用债总发行额的比重 0.66%，环比增加 0.08 个百分点，发行规模同比减少 1.45 个百分点。此外，企业债发行人以城投平台为主，城投债占比超过 60%，同时城投企业债集中于浙江、江西、江苏、福建、北京，合计占比近 80%，此变化对其他省份影响或相对小一些。

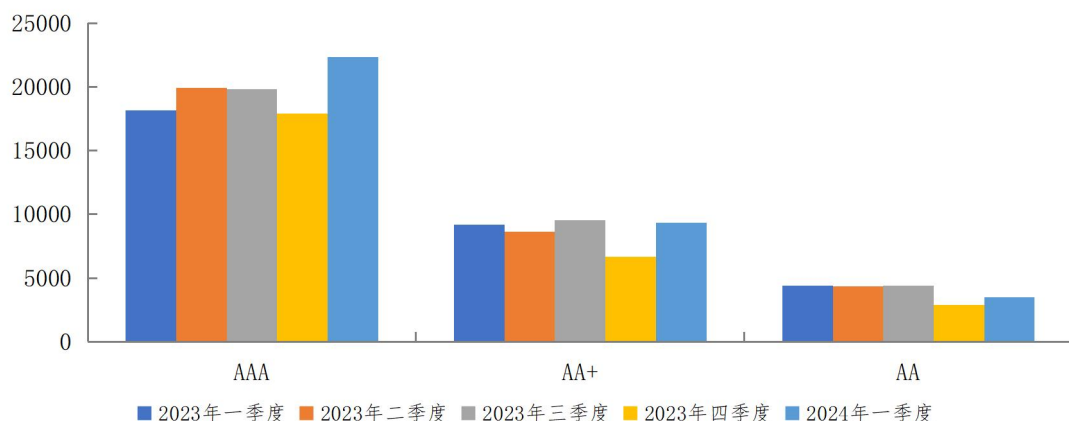
图 2.3：2024 年 3 月末全国信用债存量情况



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，一季度信用债各级别发行规模环比均有增长，发行主力仍为AAA级主体，发行规模环比增长24.97%、同比增长23.08%；AA+级主体环比增长40.16%，同比增长1.54%，AA级主体同比减少19.82%，环比增长21.73%。

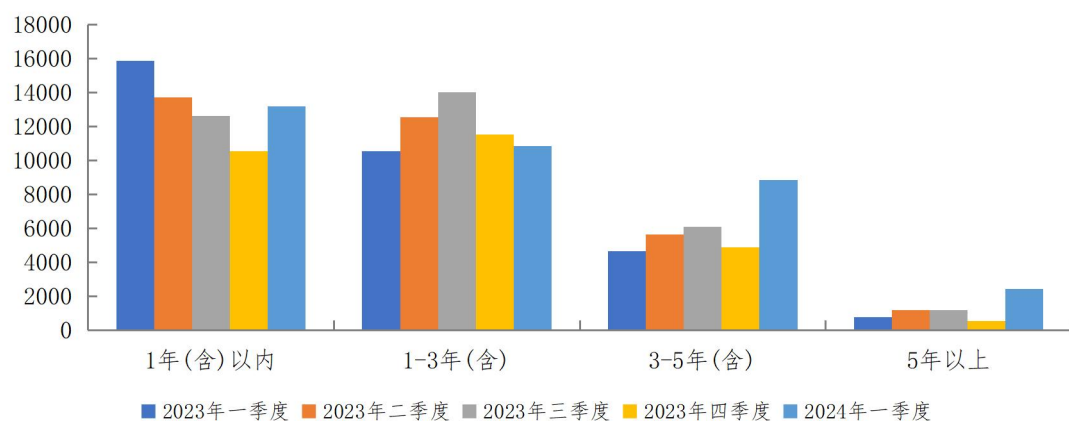
图 2.4：2024 年一季度全国信用债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，信用债期限结构依旧以中短期品种为主，一季度信用债发行中3年期及以内的占比68.06%，较四季度减少12.25个百分点，其中，1年期（含）以内发行占比37.35%，环比减少1.05个百分点。3-5年（含）期发行占比环比增加7.35个百分点，5年期以上发行占比环比增加4.89个百分点、同比增加4.40个百分点，发债短期化趋势减弱。

图 2.5：2024 年一季度全国信用债发行期限（亿元）

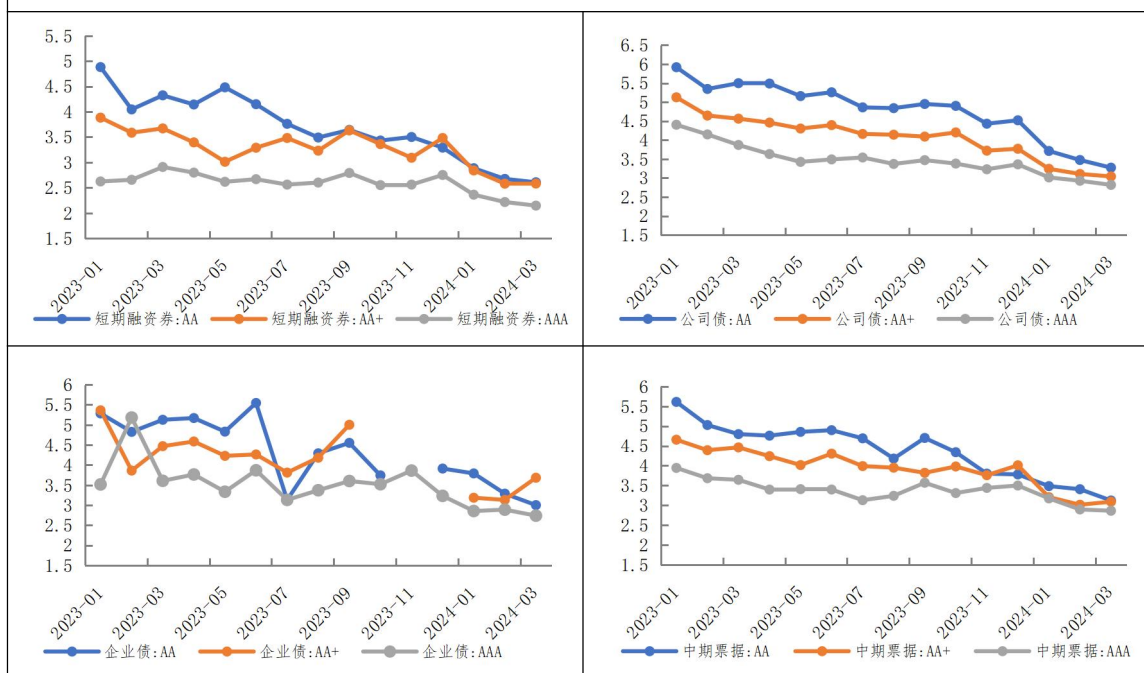


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行利率来看，一季度信用债不同等级发行利率走势多数下行。从月度来看，1月，不同等级信用债平均发行利率普遍下行。具体来看，除1年期AA+级

短期融资券发行利率较前一月上行外，其他各期限品种信用债发行利率均有所下行，幅度最大为 81BP。2 月，不同等级信用债平均发行利率多数下行。具体来看，除 1 年期 AAA 级短期融资券发行利率较前一月上行 2BP，3 年期 AA+级中期票据发行利率较前一月上行 53BP 外，其他各等级 1 年期短融、3 年期中票和 3 年期公司债发行利率较前一月下行 8-42BP。3 月，不同品种信用债平均发行利率涨跌互现。具体来看，1 年期短期融资券和 3 年期中期票据发行利率较前一月多数下行，幅度在 6-66BP 之间；而 3 年期各等级公司债发行利率较前一月上行 1-25BP。

图 2.6：2023 年以来全国信用债月度加权发行利率（%）

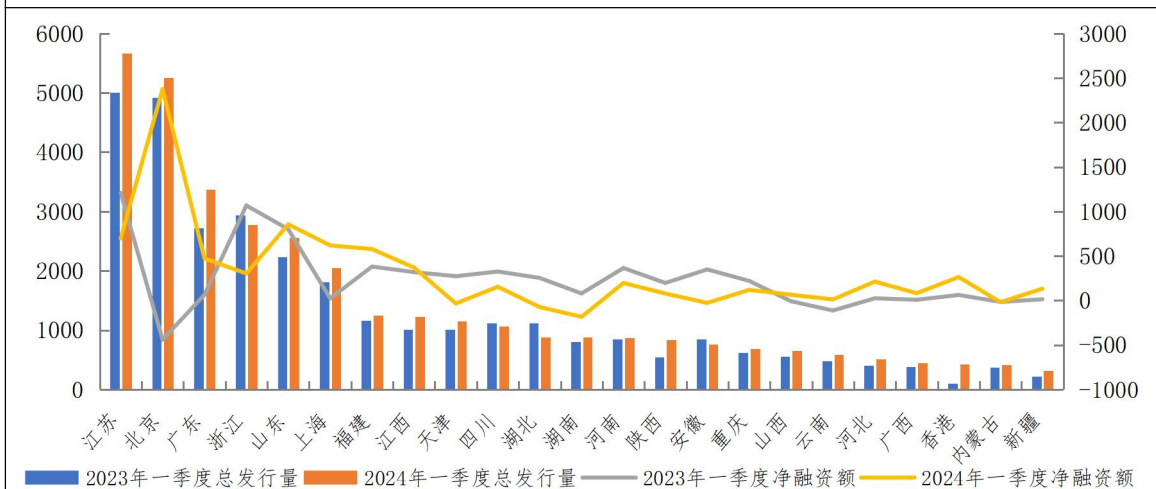


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从区域来看，一季度北京、江苏、广东、浙江、山东地区信用债发行规模相对较高，均超过 2,500 亿元。净融资方面，多数地区净融资为正，北京、山东、江苏、上海、福建、广东、江西、浙江净融资规模在 300 亿元以上，香港、河北、河南、四川、新疆、重庆净融资为正，且净融资额在 100 亿元以上。

图 2.7：2024 年一季度各省信用债发行情况（亿元）

图 2.7：2024 年一季度各省信用债发行情况（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

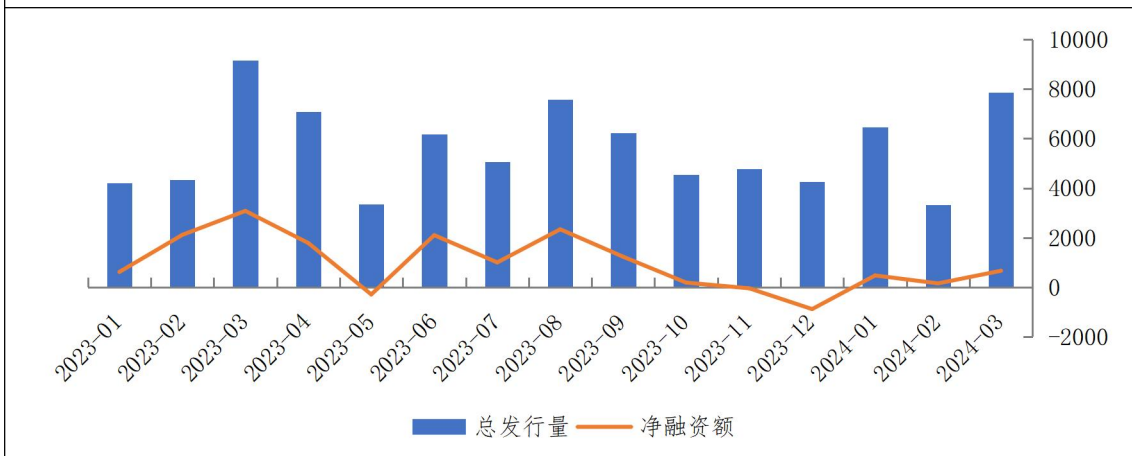
注：2023 年四季度信用债总发行量不足 200 亿元的省级区域未做展示。

二、城投债情况

2024 年一季度，伴随“一揽子化债方案”推进，以及“35 号文”“47 号文”“14 号文”等化债文件陆续出台，控增化存监管趋严，城投发债审核保持收紧态势，募集资金用途受限叠加到期规模较高下净融资额规模同比大幅回落。城投债发行规模呈同比下降、环比增长趋势，净融资额同比减少、环比增加。一季度城投债发行总额 1.76 万亿元，同比-0.27%，但环比 29.95%。净融资方面，一季度城投债净融资额 1,282.87 亿元，同比-77.90%，环比增加 270.18%，净融资规模缩减趋势有所减缓。一季度城投债比全部信用债净融资规模低 5,967.18 亿元，而去年同期比全部信用债净融资规模高出 151.89 亿元，反映一季度城投债净融资水平低于产业债，产业债净融资是一季度信用债净融资恢复的主要动力。月度发行方面，3 月发行规模最高，发行量达 7,855.69 亿元；月度净融资额均为正，3 月净融资额为 661.30 亿元，净融入规模最大。

图 2.8：全国城投债月度净融资（亿元）

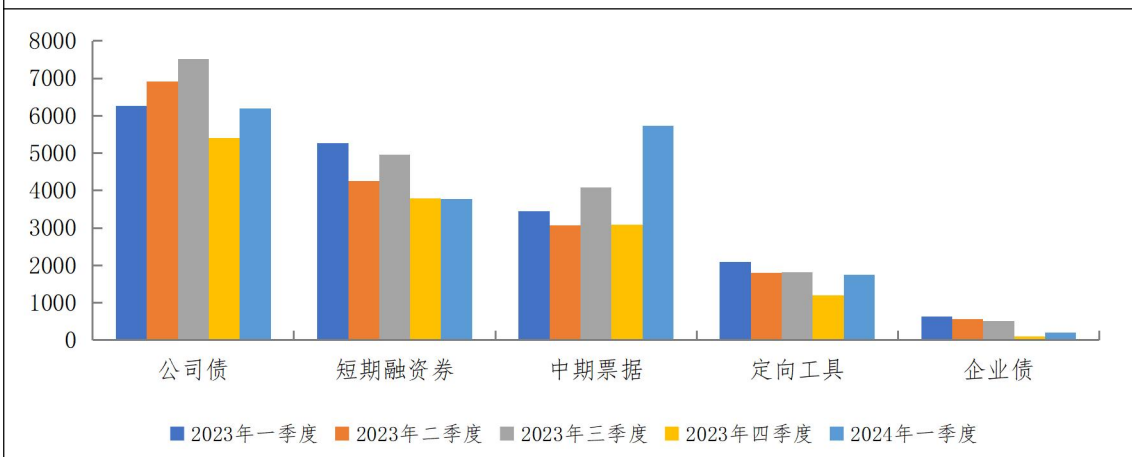
图 2.8：全国城投债月度净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行券种来看，一季度城投债发行以公司债和中期票据为主，合计占总发行规模的 67.56%，环比增加 4.97 个百分点。

图 2.9：2024 年一季度全国城投债发行券种（亿元）

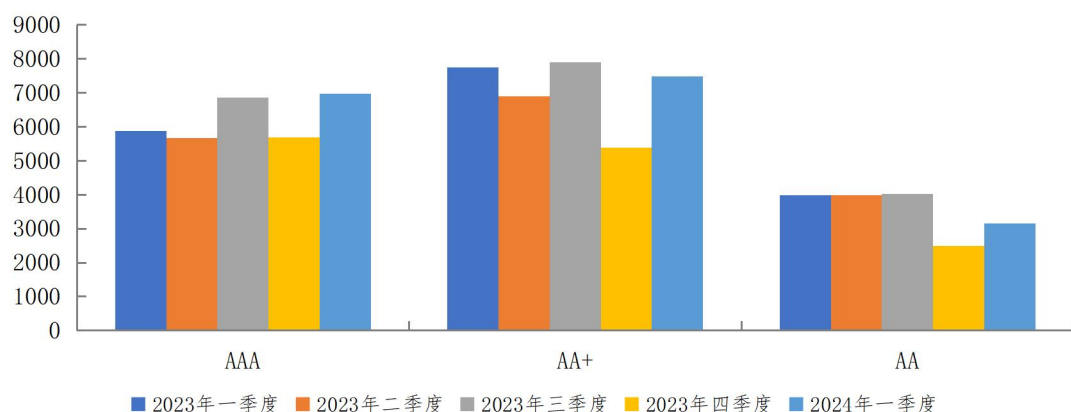


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，一季度各级别城投发行人发行总额仅 AAA 级主体发行规模同比增长，增幅 18.77%，AA+级、AA 级主体同比分别-3.41%、-20.94%；各级别城投发行人的发行总额环比均增加，AAA 级、AA+级和 AA 级主体分别增长 22.60%、39.29%和 26.63%，弱资质城投企业融资压力有所缓解。

图 2.10：2024 年一季度全国城投债发行主体评级（亿元）

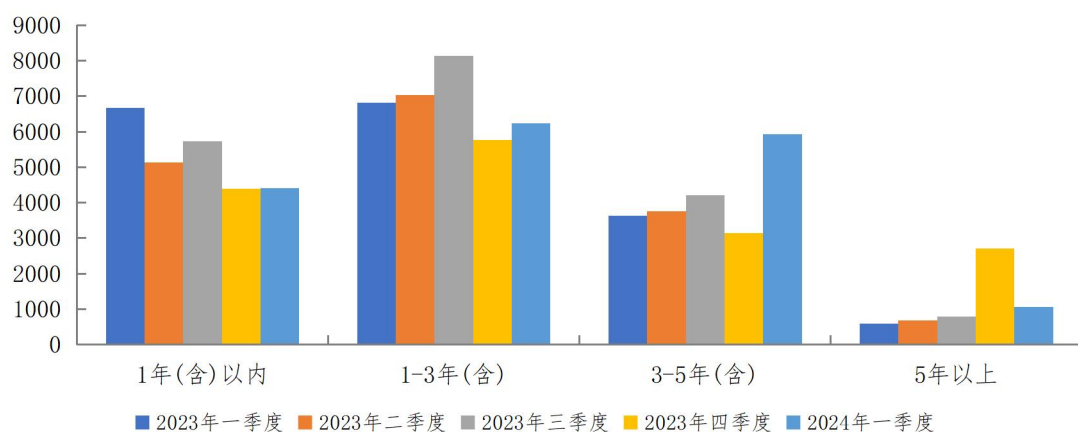
图 2.10：2024 年一季度全国城投债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，一季度城投债发行期限在 1 年及以内的占比 25.02%，同比减少 12.63 个百分点、环比减少 2.46 个百分点；3 年以上的占比 39.61%，同比增加 15.77 个百分点、环比增加 3.13 个百分点；相较于去年四季度，一季度发行趋于长期化，从同比来看，短期化趋势减缓。值得注意的是，城投债发行短期化趋势自 2020 年开始持续，或是源于期限较长的债券发行难度有所增加，也反映出城投企业借短还长、平滑到期压力的诉求，自去年三季度开始城投债发行短期化趋势减缓，3 年以上的城投债发行占比增加。

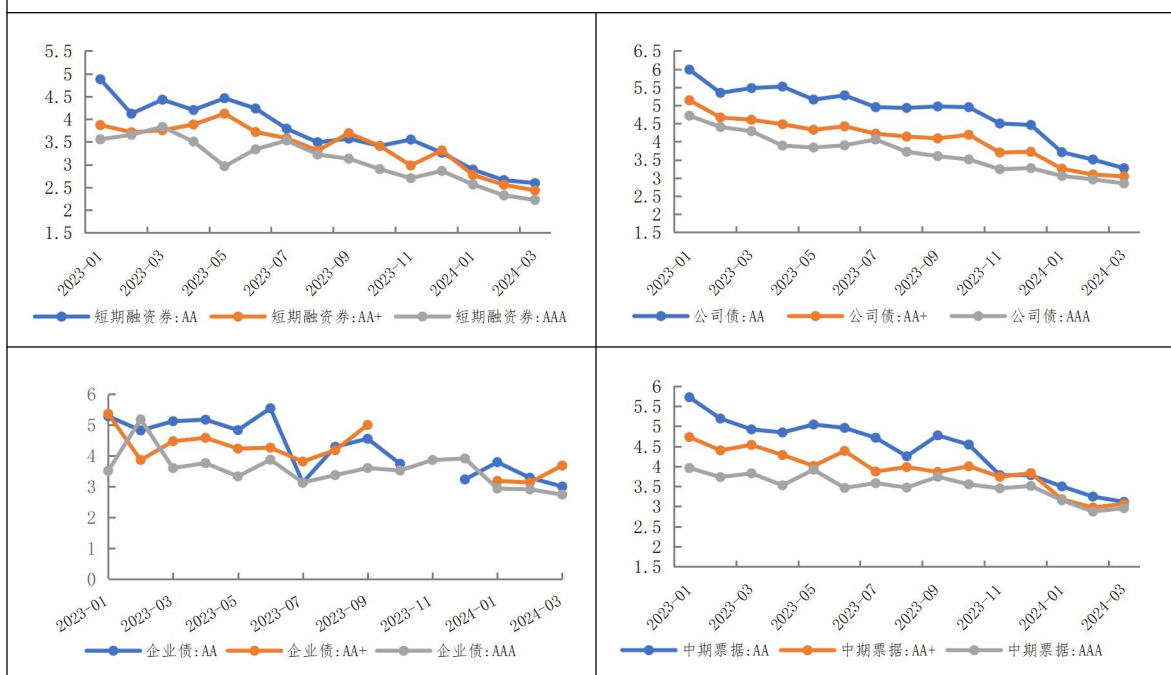
图 2.11：2024 年一季度全国城投债行期限（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行利率来看，与全部信用债类似，一季度城投债发行成本较去年四季度普遍下行。年内受利率中枢整体下移、优质城投债需求上升及期限结构短期化等因素影响，一季度城投债发行利率波动下行。

图 2.12：2023 年以来全国城投债月度加权发行利率（%）

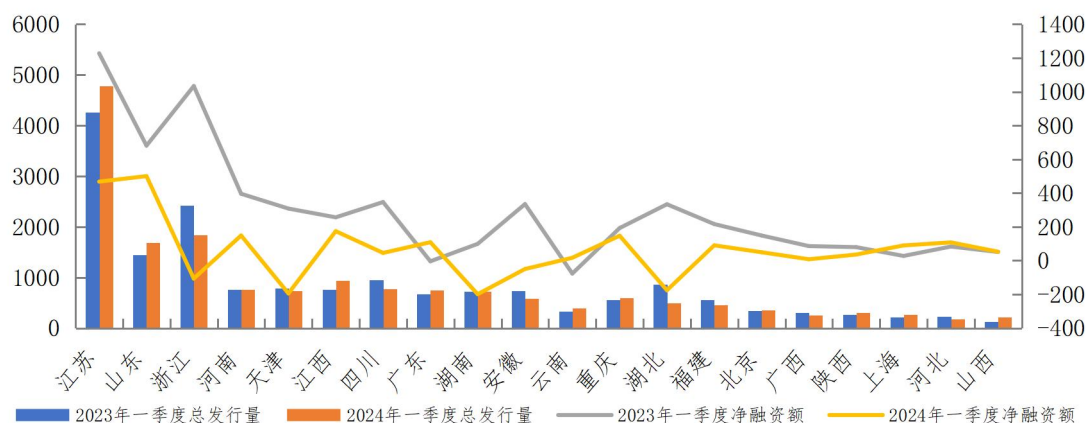


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从区域来看，一季度大多数的省份城投债发行规模改善，同比有所上涨，山西、新疆、上海、江西和云南发行规模上涨幅度明显，山东、陕西、江苏、广东、重庆和北京次之，值得注意的是，湖北、吉林、浙江、河北、安徽、四川、福建、广西、天津、湖南和河南发行规模下降幅度较大。发行规模方面，排名第一的江苏超过 4,700 亿元，超过 1,000 亿元的还有浙江、山东，其他排名靠前的江西、四川、河南、广东、天津、湖南和重庆均超过 600 亿元。净融资方面，发行规模前三位的江苏、山东和浙江均呈现净融资同比下降趋势，江苏、浙江和山东净融资额均同比下降 61.89%、26.52%和 110.27%，净融资改善的有广东、云南、上海、河北、山西和新疆，其中广东净融资额涨幅明显，再融资环境有改善。净融资表现为负的有浙江、天津、湖南、湖北、安徽、吉林，多为经济较为发达或政府再融资债券支持力度较大的区域。

图 2.13：2024 年一季度各省份城投债发行情况（亿元）

图 2.13：2024 年一季度各省城投债发行情况（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

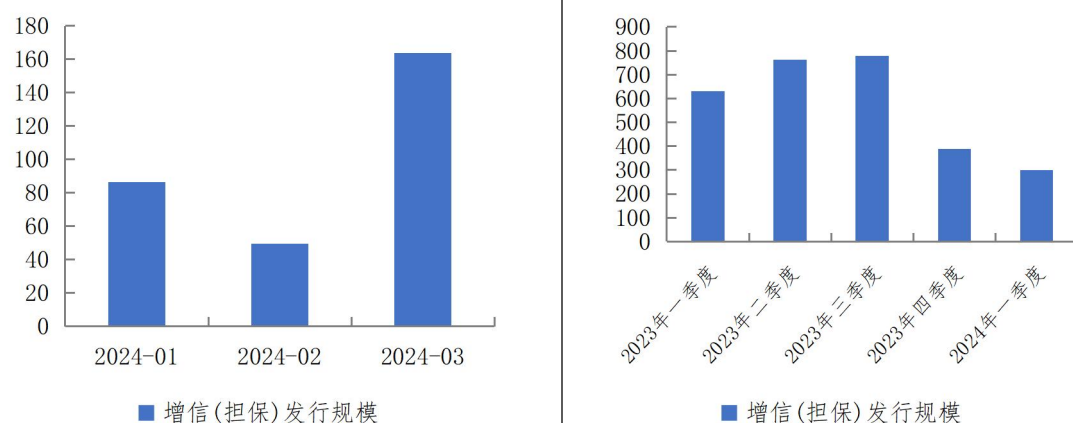
注：2023 年四季度城投债总发行量不足 100 亿元的省级区域未做展示。

三、增信（担保）发行情况

（一）增信（担保）发行规模同、环比均呈下降态势

2024 年 3 月，虽然全国信用债发行环比略有提升，但专业机构增信（担保）信用债发行规模趋于下降，一季度信用债增信（担保）发行规模 299.81 亿元，环比、同比分别-23.04%、-52.54%，均呈现下降态势。

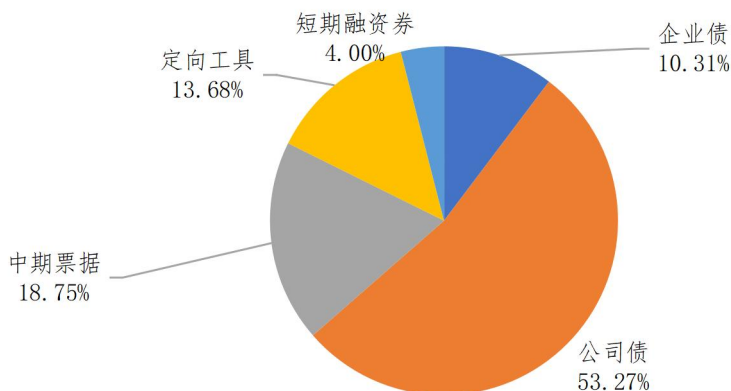
图 2.14：2024 年一季度全国信用债增信（担保）发行规模（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行券种来看，全国专业机构增信（担保）信用债发行以公司债、中期票据为主，分别占比 53.27%、18.75%。

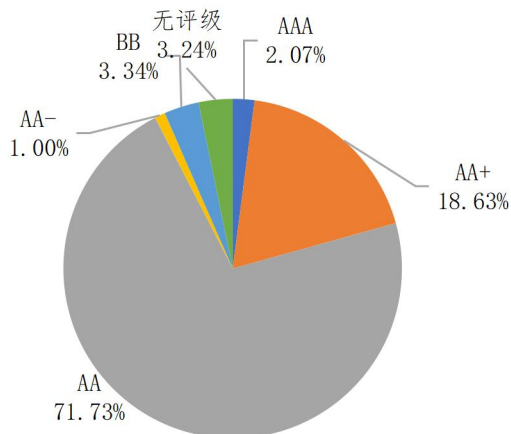
图 2.15：2024 年一季度全国信用债增信（担保）发行券种



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，一季度全国专业机构增信（担保）信用债发行主体以 AA 评级为主，占比 71.73%，其次是 AA+ 评级占比 18.63%。

图 2.16：2024 年一季度全国信用债增信（担保）发行主体评级

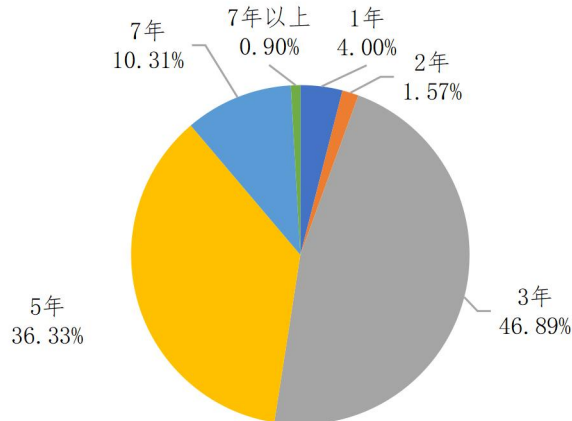


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，一季度全国专业机构增信（担保）信用债发行以中长期限为主，其中 3 年期占比 46.89%，发行期限短期化趋缓。

图 2.17：2024 年一季度全国信用债增信（担保）发行期限

图 2.17：2024 年一季度全国信用债增信（担保）发行期限



数据来源：Wind，中诚信分析整理

（二）行业集中度较高，头部机构竞争激烈

截至 2024 年 3 月末，全国共有 46 家专业信用增进和融资担保机构有存续增信（担保）信用债，其中，专业信用增进机构 10 家、融资担保机构 36 家。从增信（担保）债券余额来看，前十家机构增信（担保）债券余额占比保持在 65%以上，行业集中度较高，同时行业前十排名机构相对稳定，2024 年 3 月末前十名名单与 2023 年 12 月末保持一致，排名未发生变动。

表 2.1：全国前十大增信（担保）机构增信（担保）债券余额情况

序号	企业名称	排名变动	2023 年 12 月末	2024 年 3 月末	增幅
1	江苏省信用再担保集团有限公司	不变	881.06	852.62	-3.2
2	中债信用增进投资股份有限公司	不变	821.33	794.93	-3.2
3	湖北省融资担保集团有限责任公司	不变	730.58	747.83	2.4
4	安徽省信用融资担保集团有限公司	不变	719.01	720.81	0.3
5	天府信用增进股份有限公司	不变	680.30	677.53	-0.4
6	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	不变	620.39	595.99	-4.5
7	重庆兴农融资担保集团有限公司	不变	540.29	507.92	-6.0

序号	企业名称	排名变动	2023 年 12 月末	2024 年 3 月末	增幅
8	中国投融资担保股份有限公司	不变	519.21	499.95	-3.7
9	四川发展融资担保股份有限公司	不变	331.87	328.38	-1.1
10	湖南省融资担保集团有限公司	不变	331.80	308.58	-7.0

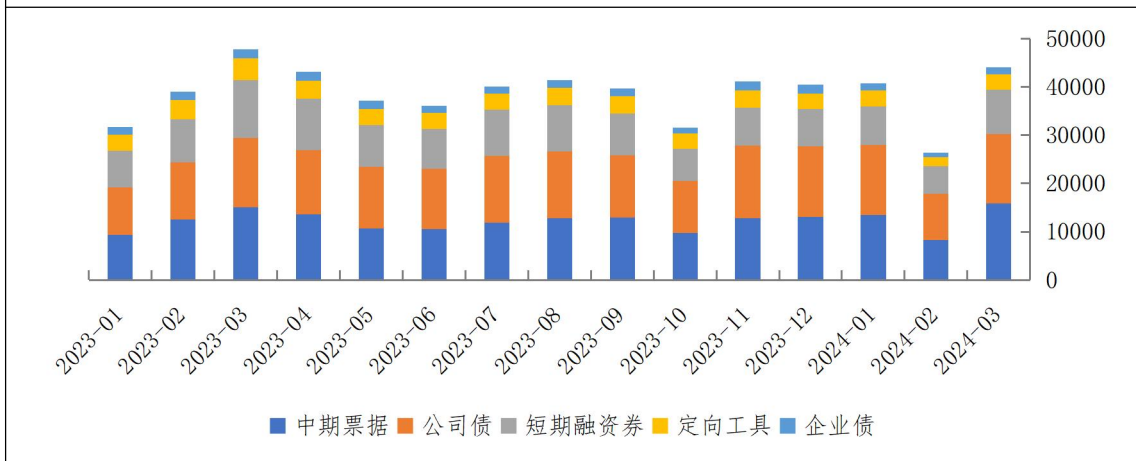
数据来源：Wind，中诚信分析整理

四、信用债市场交易情况

（一）交易活跃度同比、环比均有所回落，券种以中票、公司债、短融为主

从成交活跃度来看，2024 年一季度，信用债供给同、环比均有所回落，成交总额 11.13 万亿元，同比减少 6.12%，环比减少 1.62%。信用债成交券种以中期票据、公司债及短期融资券为主，占比分别为 33.80%、34.68% 和 20.55%。月度成交方面，1 月同比上升、环比下降，2 月同比下降 32.22%，3 月出现成交高峰，环比增长 66.93%。

图 2.18：2023 年以来各类型信用债月度成交情况（亿元）



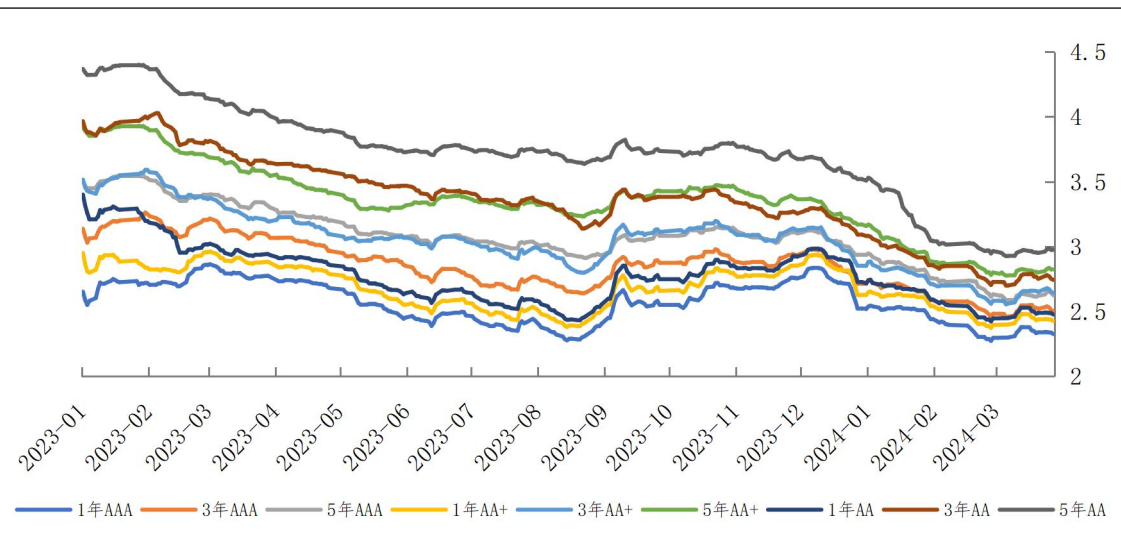
数据来源：Wind，中诚信分析整理

（二）到期收益率延续下行态势

从中短期票据到期收益率来看，2024 年一季度债券市场收益率波动下跌，

收益率曲线整体趋于下行。一季度看，各等级、各期限的中短票收益率下行。受利率中枢整体下移、优质城投债发行需求上升、弱区域弱资质城投发行受阻等因素影响，收益率中枢持续下行。1月收益率全面下行，不同期限等级中短期票据均不同程度下行，其中5年期各等级较上月下行最为明显；2月，受央行降准、5年期及以上LPR下调25BP等债市利好因素支撑，不同期限等级信用债收益率均有不同程度下行；3月不同等级信用利差走势分化，各期限AA-等级信用利差收窄18-27bp，其他等级信用利差则均有所走扩，幅度在3-15bp之间。等级间利差方面，AAA与AA+等级间利差较上月多数上行。

图 2.19：不同期限不同评级中债中短票到期收益率走势（%）



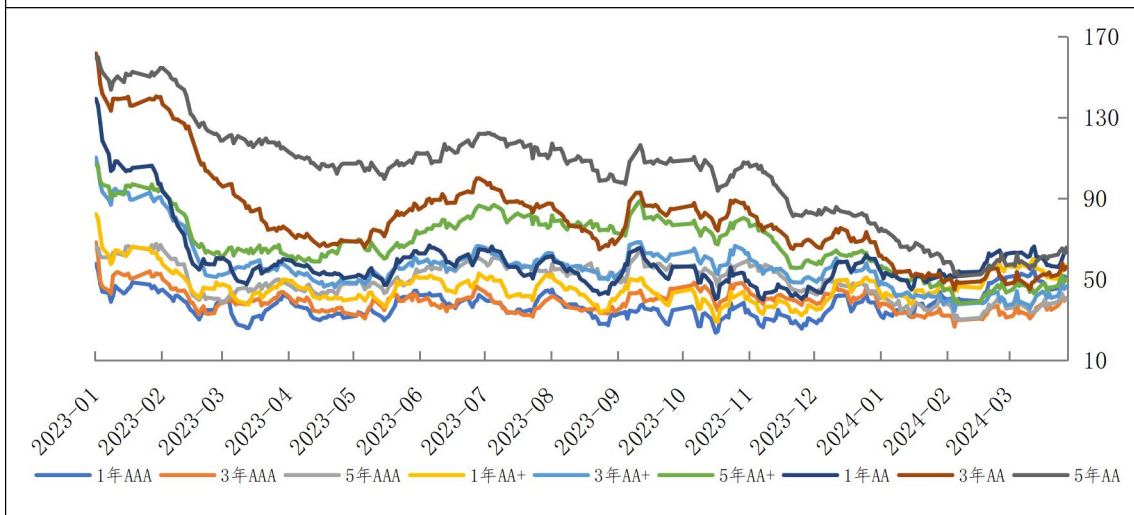
数据来源：Wind，中诚信分析整理

（三）信用利差明显收窄后有所走阔，整体处于较低水平

从信用利差来看，2024年一季度信用债交易保持活跃，交易利差多数走阔。一季度看，1月不同期限信用债利差走势分化，等级利差全面收窄，收窄幅度在1BP至17BP之间，其中5年期收窄幅度相对最大，2月不同期限等级信用利差全面收窄，其中1年期各等级信用利差全面收窄9-20BP，收窄幅度最大。等级利差涨跌互现，变化幅度在1BP至11BP之间，其中1年期AA与AA-等级间利差收窄幅度相对最大，为11BP，3月不同等级信用利差走势存在分化，各期限AA-等级信用利差收窄18-27BP，其他等级信用利差则均有所走扩，幅度在3-15BP之间。等级间利差方面，AAA与AA+等级间利差较上月多数走扩，幅度最大为4BP；AA+与AA级、AA与AA-级之间利差多数收窄，其中AA与AA-等级间利差收窄幅

度相对较大，均在 27BP 以上。城投债方面，“一揽子化债方案”提振市场情绪，结构性资产荒下市场对城投债偏好整体抬升，交易利差保持较低水平，同级别较长期限债券利差压缩幅度较大，其中 AA 级 5 年期城投债交易利差压缩幅度最大。一季度利差整体先是明显收窄后再有所走阔，其中，1 月信用利差分化，2 月份全面收窄，3 月信用利差走阔，整体位于较低水平。

图 2.20：不同期限不同评级城投债信用利差走势（BP）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

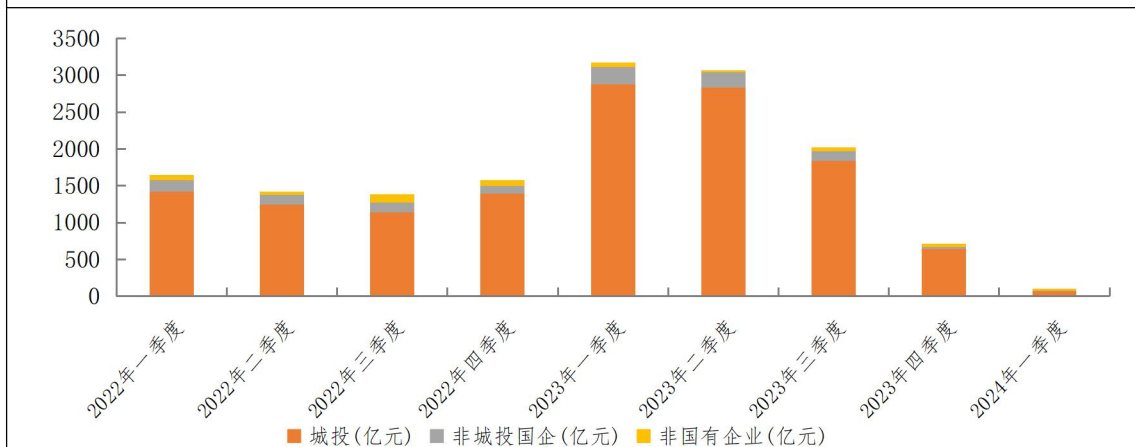
五、高收益债¹³市场情况

一季度高收益债发行规模大幅减少。化债背景下高收益城投债发行利率持续下行；同时高收益房企再融资受阻、民企融资难有起色，新增高收益债供给规模大幅收缩，一季度仅发行高收益债 18 只，合计发行规模 103.39 亿元，同、环比分别下降 97%、86%。

图 2.21：高收益债发行情况

¹³参照中诚信国际的界定标准，范围包括发行时票面利率或交易日加权平均到期收益率在 6% 及以上的信用债。由于目前中国高收益债市场尚不成熟，无官方明确界定标准，海外高收益债界定标准在中国债券市场本土化应用不佳。参考投机级中资美元债信用资质、风险调整后收益等因素，并考虑到中国债券一级市场存在明显的断层，票面利率 8% 及以上发行的债券占比极少，故将高收益债研究范围扩大到具有一定再融资能力但存在较高风险溢价的债券上，采取票面利率或到期收益率不低于 6% 的债券为样本。该标准下，存量高收益债占比与美国高收益占比相近，且具有相似信用特征。

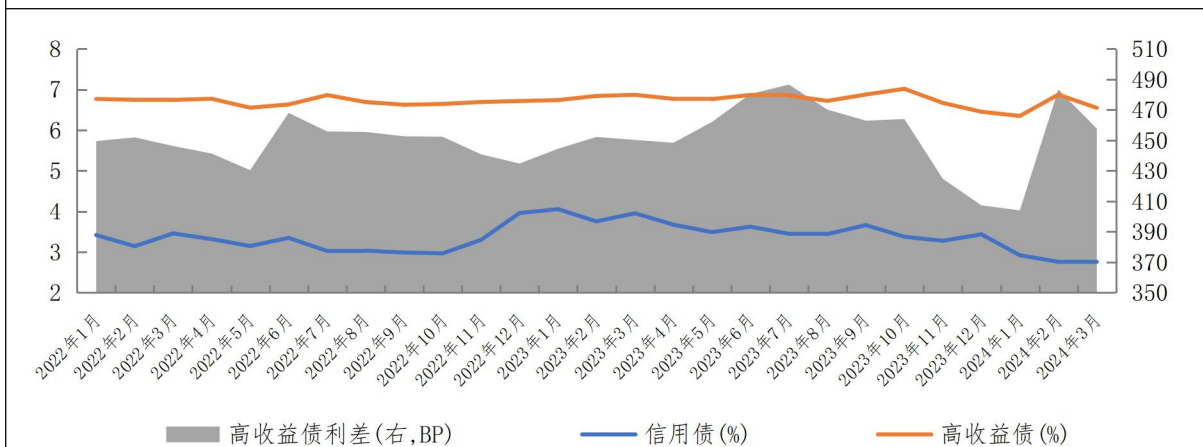
图 2.21：高收益债发行情况



数据来源：Wind，中诚信分析整理

一季度高收益债的发行利差有所上行。高收益债加权发行利率 6.51%，加权信用利差 437BP；受部分高利率民企债影响，一季度高收益债发行利差明显走高。分主体看，城投、非城投国企、非国有企业占高收益债发行规模的比例分别为 63%、10%、28%。

图 2.22：高收益债发行利率及利差

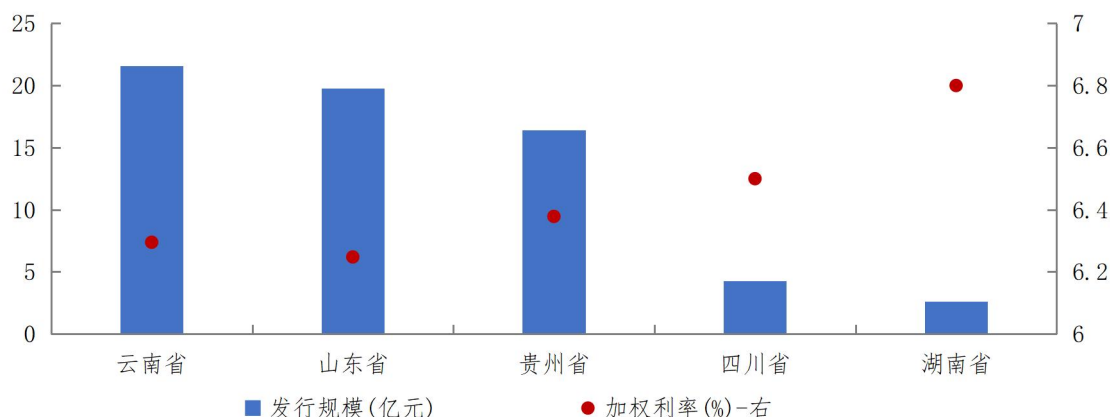


数据来源：Wind，中诚信分析整理

云南、山东、贵州区域城投债发行规模靠前。行业分布看，一季度高收益债发行涉及 8 个行业，以基础设施投融资为主，规模占比为 53.86%，较前期明显回落；批发和零售业、房地产、公用事业等行业发行均不足 20 亿元。从城投债区域分布来看，一季度新发高收益城投债仅涉及 5 个省份，其中，云南、山东、贵州发行规模靠前，分别为 21.59 亿元、19.76 亿元、16.40 亿元。

图 2.23：一季度高收益城投债区域分布（亿元）

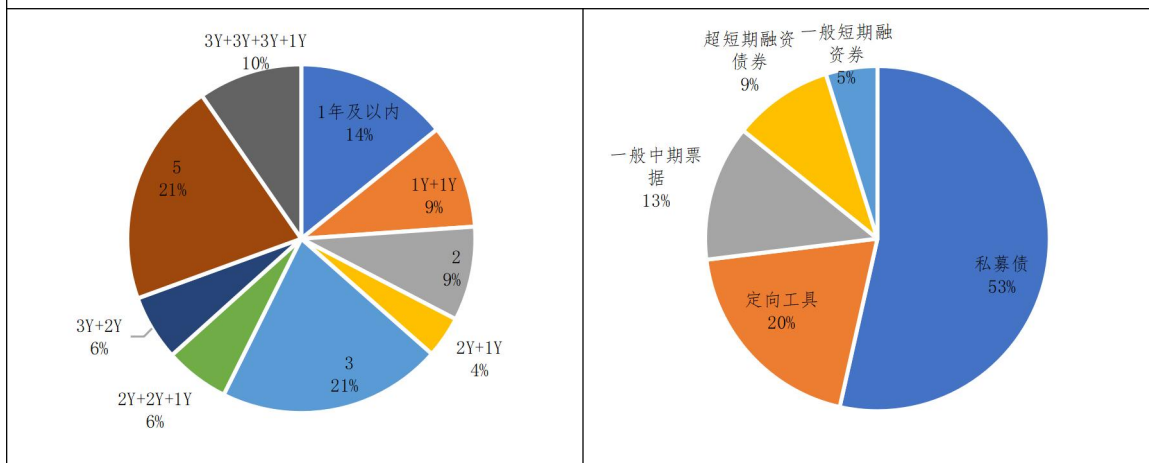
图 2.23：一季度高收益城投债区域分布（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

短久期品种迅速下降，私募类债券占比较高。从发行期限结构来看，一季度高收益债发行期限结构有所延长，以5年期、3年期品种为主，规模占比分别为33%、25%。券种结构方面，高收益债以私募公司债（53%）、定向工具（20%）及一般中期票据（13%）为主，超短期融资券和一般短期融资券占比降幅较为显著。

图 2.24：高收益债发行期限和券种分布

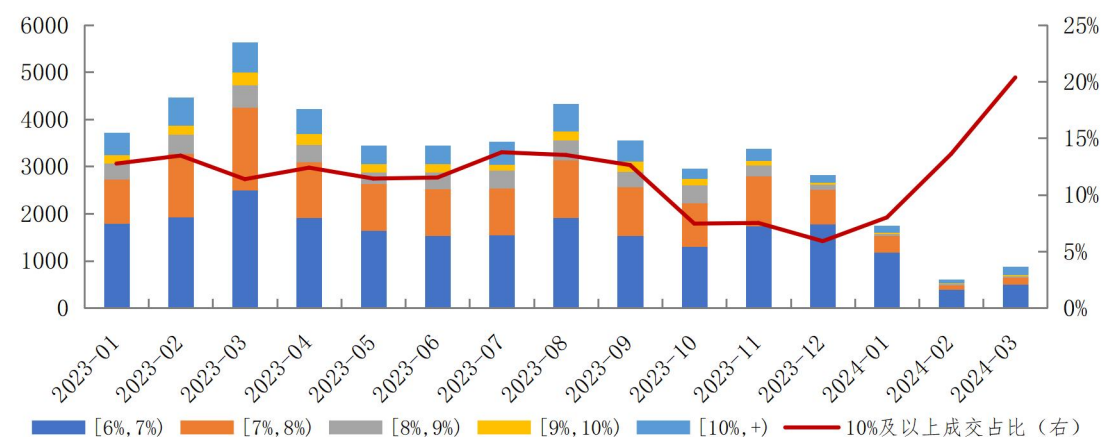


数据来源：Wind，中诚信分析整理

一季度交投活跃度明显回落，尾部成交占比持续走高。在资产荒行情推动下信用债收益率持续下行，一季度高收益债累计成交额 3,227.70 亿元，同、环比分别减少 76.65%、64.75%，区间交易量/平均存量规模为 16.59%，较上年四季度减少 21.07 个百分点；3 月高收益债仅成交 878.39 亿元，是 1 月交易量的一半，二级市场交易活跃度明显回落。10%及以上的尾部成交来看，一季度累计成交 400.51 亿元，环比减少 37.41%，但尾部成交占比逐月走高，3 月增至 20.36%，

为统计期内最高值；价格分布来看，3 月 50-80 元区间成交占比走高至 45.10%，以未出险地产债为主，50 元以下的低价成交占比明显下降，3 月仅有 3.59%。

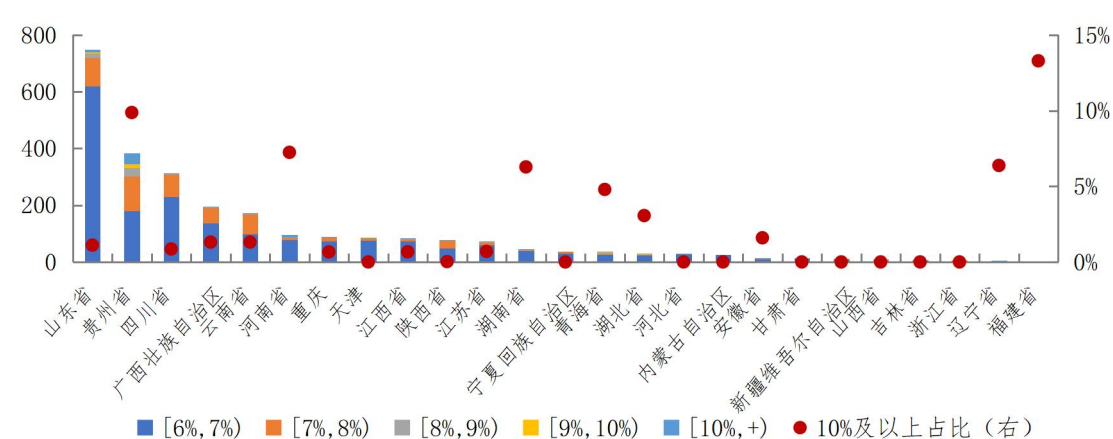
图 2.25：高收益债成交收益率分布（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

区域分布来看，一季度市场交易热点集中在鲁、贵、川区域城投债和未出险地产债。结合主体属性看，一季度城投主体成交 2,577.20 亿元，同、环比分别减少 78.85%、68.15%，占高收益债成交的 79.85%，较 2023 年四季度减少 8.54 个百分点，其中山东、贵州、四川区域成交靠前，分别为 748.92 亿元、384.18 亿元、314.08 亿元，合计占比 56.20%；10% 及以上的尾部成交 68.35 亿元，成交占比较去年四季度减少 1.23 个百分点至 2.65%，约 2/3 来自于贵州、山东区域。

图 2.26：2024 年一季度高收益城投债成交规模区域分布（亿元）

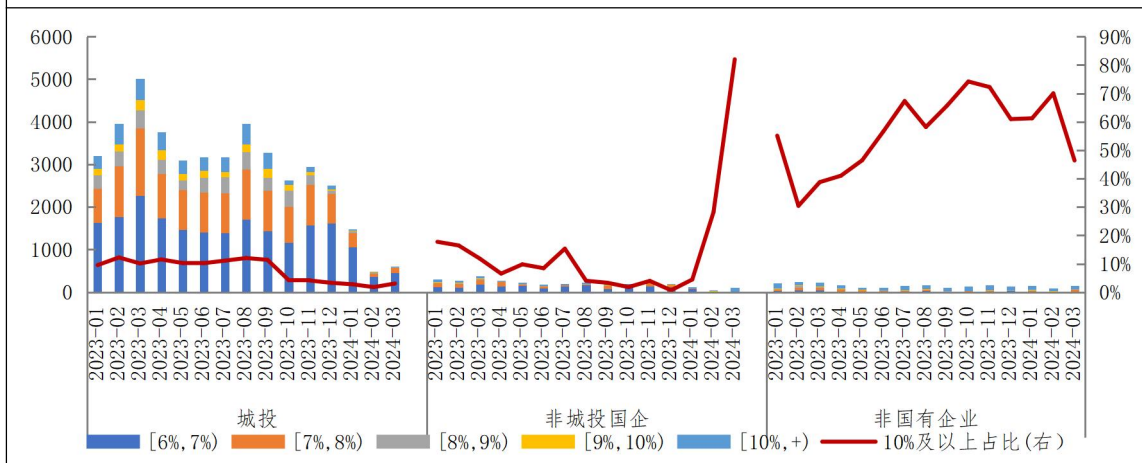


数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

非城投国企成交 247.15 亿元，同、环比分别减少 74.26%、59.84%，其中，房地产、商业与个人服务、轻工制造、综合行业成交靠前，分别为 131.34 亿元、

33.62 亿元、20.10 亿元、18.40 亿元；一季度尾部成交 101.12 亿元，3 月占比增至 81.99%，主要系万科受到负面舆情影响债券出现大规模抛售。非国有企业成交 403.35 亿元，同、环比分别减少 40.31%、9.94%，其中房地产占比 81.58%，市场博弈热点集中在未出险房企；10%及以上的尾部成交占比在 3 月明显回落，金地集团、龙湖、普洛斯中国尾部成交规模超 30 亿元。

图 2.27：各类高收益债主体成交收益率情况（亿元）



数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

六、债券市场违约总结

债券违约方面，2024 年 1-3 月债券市场共有宝龙地产、荣盛发展、搜于特、三盛宏业、世茂股份、新力地产、阳光城、上海宝龙实业等 8 家主体违约，其中首次违约的 3 家主体为搜于特、新力地产、上海宝龙实业，搜于特集团股份有限公司属于纺织服装行业的民企，此前已发生过违约的主体主要为房地产开发企业，主要是行业融资环境收紧、经营业绩恶化、业务扩张激进等。

债券展期方面，中南建设、旭辉集团、俊发集团、远洋中国、华闻传媒、广州天建、绿地控股、国厚资产、雏鹰农牧等 9 家主体进行债券展期，房地产行业主体占据多数，大多因行业景气度下降导致销售回款状况不佳，资金筹措困难，且近年来累计大量有息债务，集中到期压力较大，进而暴露兑付风险。

一季度发生债券违约或展期的主体，仍以房地产企业为主，虽然房地产调控政策进一步优化，但是在市场景气度仍不佳的背景下，房地产企业销售回款状况

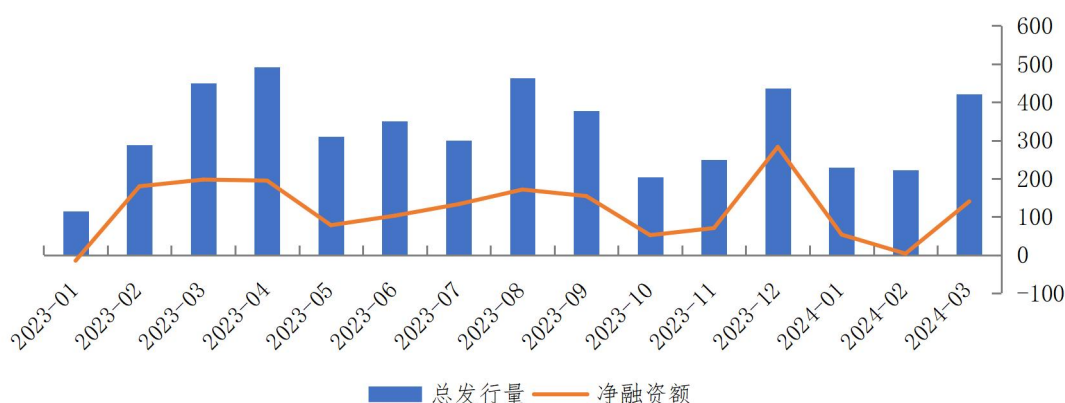
不佳、资金筹措困难，且近年来累积大量有息债务，集中到期压力较大，仍存在较大偿债压力。

第三部分 河南信用债市场概况

一、信用债发行情况

2024 年一季度，河南省信用债总共发行 116 只，募集资金 873.65 亿元，同比增速 2.55%，低于全国平均水平。净融资方面，一季度河南省信用债净融资额 196.67 亿元，同比减少 45.63%，从月度来看，1、2、3 月均为净流入。

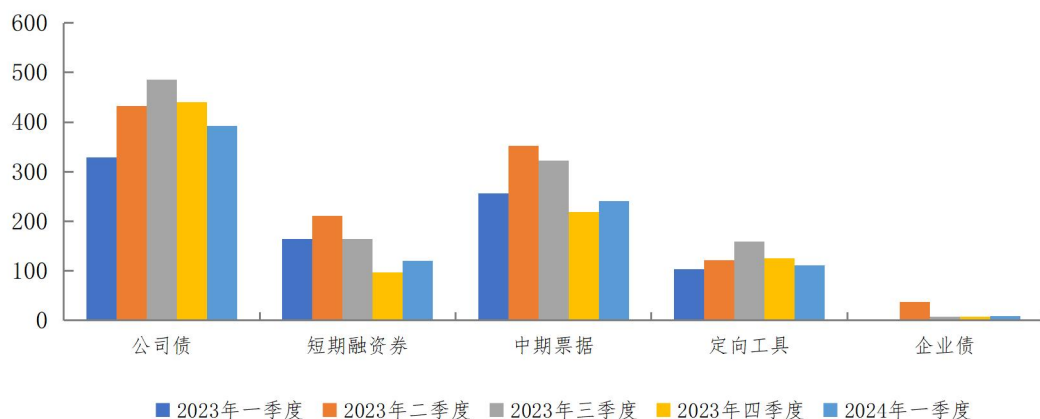
图 3.1：河南省信用债月度净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从品种来看，一季度河南省信用债发行以公司债、中期票据为主，分别占比 44.95%、27.57%，短期融资券发行占比 13.74%，同比下降 5.48 个百分点，企业债发行占比 0.97%。

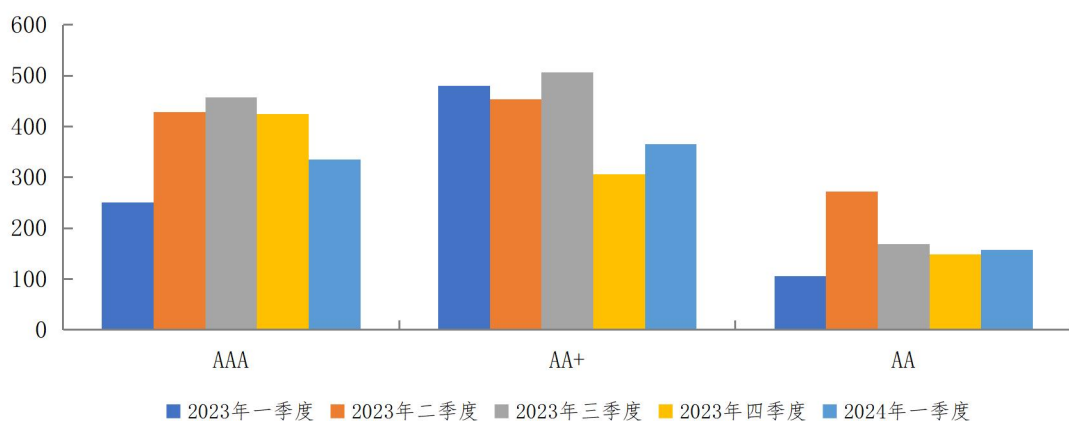
图 3.2：2024 年一季度河南省信用债发行券种（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，一季度河南省信用债发行主体仍以 AAA、AA+ 评级为主，占比分别为 38.34%、41.86%，较去年四季度 AAA 等级评级发行规模出现下降，AAA 级主体发行规模环比降达 21.00%，AA+、AA 级主体发行规模环比有所提升，AA+ 级主体环比增幅 19.25%，AA 级主体环比增幅 5.54%。

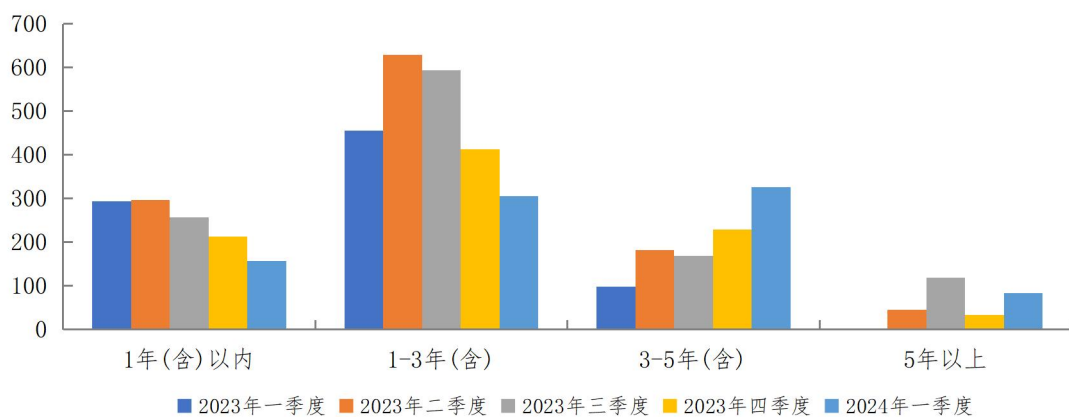
图 3.3：2024 年一季度河南省信用债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，一季度河南省信用债发行以 1-3 年期、1 年期（含）以内的中短期债券为主，占比为 35.01%、18.03%，3-5 年期占 37.41%。

图 3.4：2024 年一季度河南省信用债发行期限（亿元）

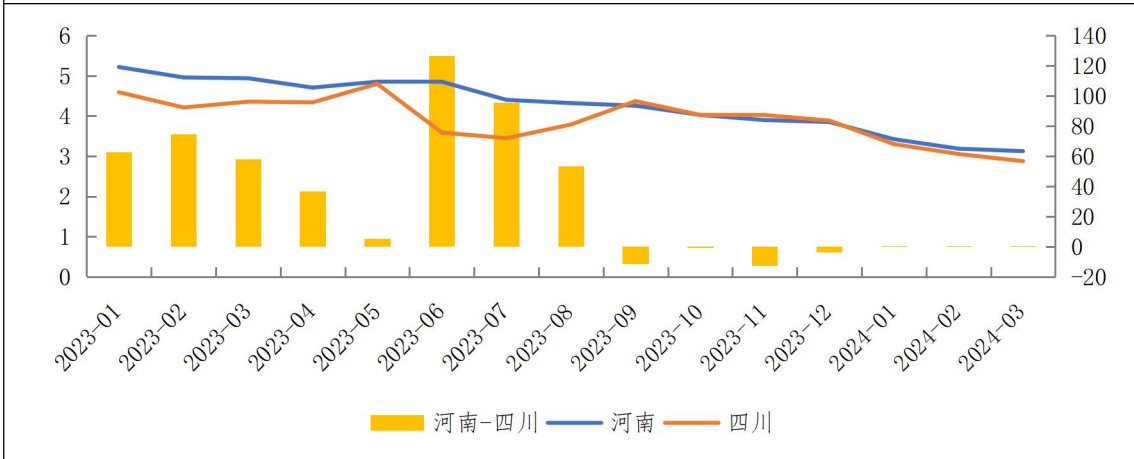


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从利率来看，河南省信用债发行利率从 2022 年 12 月大幅抬升以来，保持在较高水平，相较于四川省一季度信用债发行利率，河南省略有抬升。

图 3.5：河南省与四川省信用债加权发行利率对比（%）

图 3.5：河南省与四川省信用债加权发行利率对比（%）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从区域分布来看，郑州市信用债发行规模保持在省内领先水平，一季度发行规模 498.29 亿元，其中包括较多省级平台公司的发行规模；2023 年第四季度发行规模位列第三的洛阳市上升至第二位；此外，省内经济基础相对较弱的地市信用债发行规模普遍较小，焦作市、南阳市一季度新发行债券规模处于末尾。一季度河南省驻马店市、周口市、三门峡市、安阳市、南阳市、焦作市信用债呈现净流出状态。郑州市净融资额在河南省中占比最大，达到 50.40%

表 3.1：2024 年一季度河南省各地市信用债发行
及净融资情况（亿元）

地市	总发行量	净融资额	债券余额	余额占比
郑州市	498.29	108.12	4038.97	50.4
洛阳市	58.00	11.90	840.65	10.5
商丘市	39.75	5.98	374.65	4.7
开封市	32.00	13.50	343.72	4.3
驻马店市	30.38	-14.62	218.92	2.7
许昌市	27.30	13.50	255.39	3.2
周口市	25.60	-15.70	313.53	3.9
平顶山市	25.00	23.66	377.65	4.7
信阳市	23.20	6.20	128.38	1.6

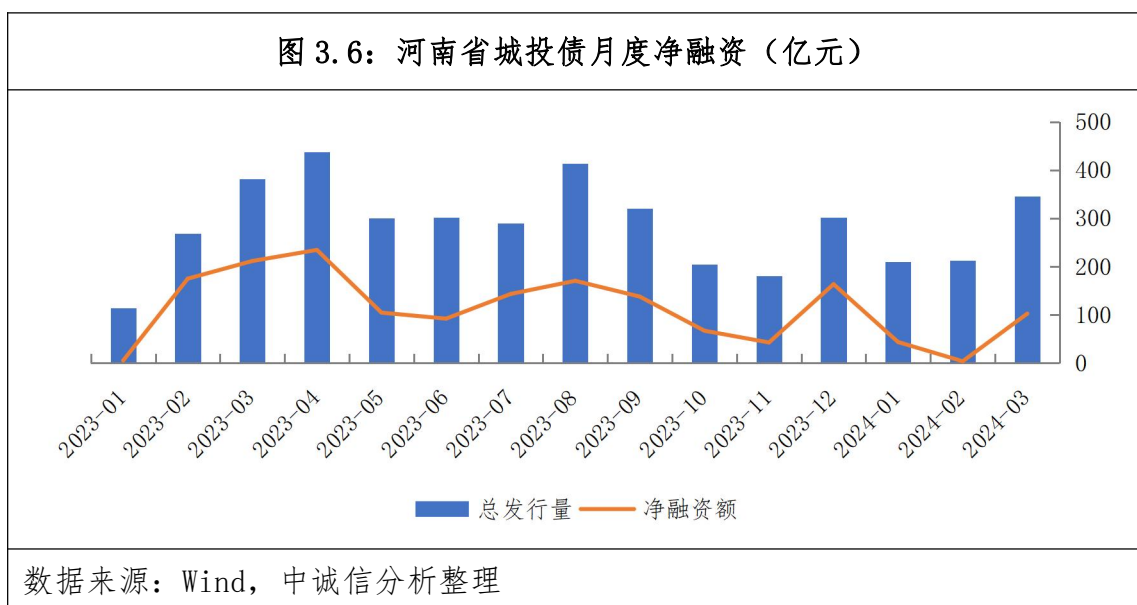
地市	总发行量	净融资额	债券余额	余额占比
漯河市	22.50	18.90	146.54	1.8
濮阳市	19.00	19.00	124.36	1.6
新乡市	14.94	2.44	186.84	2.3
三门峡市	14.00	-0.90	186.00	2.3
济源市	13.00	12.60	86.65	1.1
安阳市	11.19	-4.81	71.98	0.9
鹤壁市	8.50	8.50	47.78	0.6
南阳市	6.00	-1.00	131.50	1.6
焦作市	5.00	-10.60	138.30	1.7
总计	873.65	196.67	8011.80	100.0

数据来源：Wind，中诚信分析整理

二、城投债情况

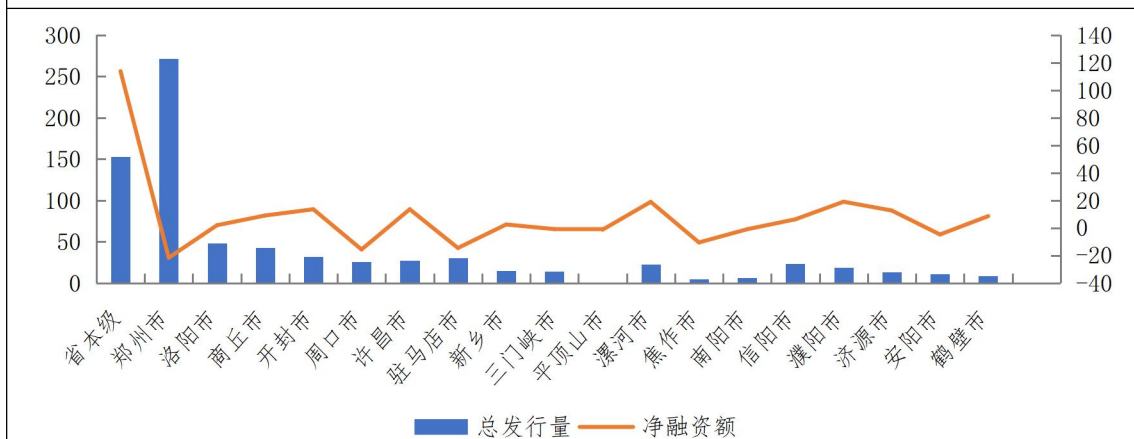
根据中诚信分析的城投平台名单统计，2024年一季度，河南省城投债发行规模767.65亿元，同比增加0.62%、环比增加11.75%，月度发行规模分别为209.21、212.49、345.95亿元，净融资额分别为43.15、3.37、102.15亿元。

图 3.6：河南省城投债月度净融资（亿元）



分地市来看，一季度各地市及省本级均有城投债发行，其中郑州市发行规模271.29亿元，排名首位，占全省城投债发行规模的35.34%，省本级、洛阳市、商丘市、开封市的发行规模则处于第二梯队，占全省城投债发行规模的比重均在4%以上。

图 3.7：河南省各地市城投债一季度净融资（亿元）

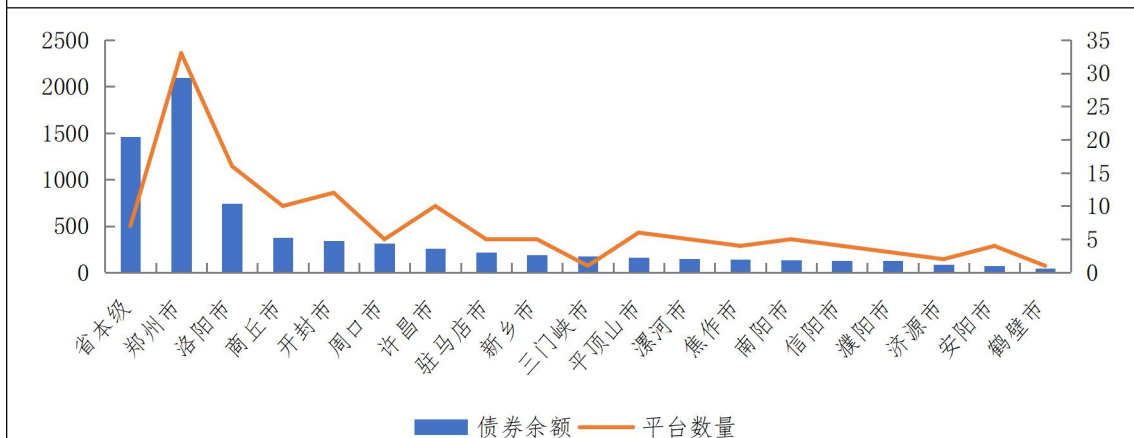


数据来源：Wind，中诚信分析整理

截至2024年3月末，河南省存续城投债余额7,205.32亿元，涉及的城投平台138家。

从区域分布来看，郑州市、省本级、洛阳市城投债余额规模排名前三，分别为2,097.57、1,461.40和739.15亿元，占全省城投债余额的比重分别为29.11%、20.28%、10.26%，合计占比59.65%。

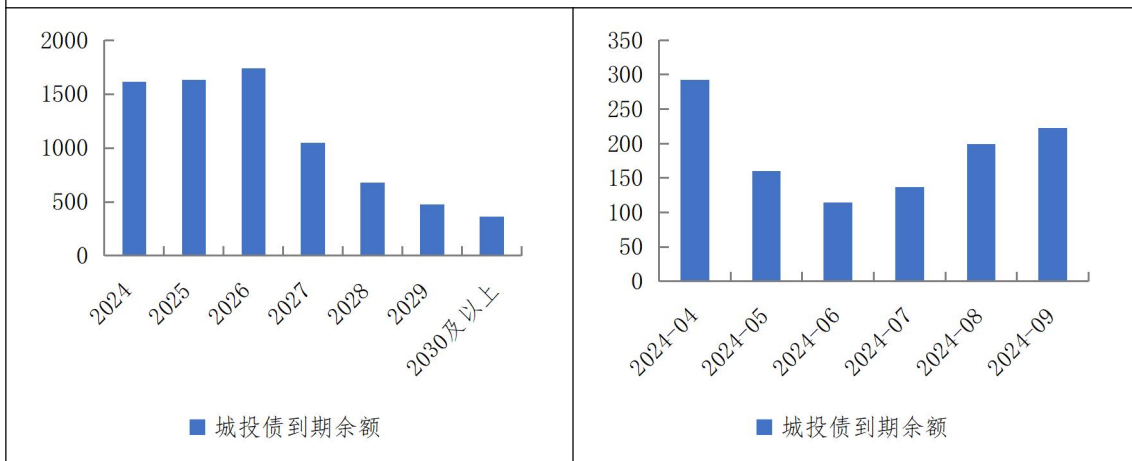
图 3.8：2024年3月末河南省各地市城投债余额（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从到期情况来看，2024年3月末，河南省城投债余额到期主要集中在2024-2026年，分别需要偿还1,614.54、1,633.16和1,738.55亿元；2024年二季度需要偿还567.70亿元，其中，二季度城投债到期主要集中在郑州市、商丘市、开封市、周口市、许昌市，到期债券规模分别为217.8、51.6、48.1、41.8和30.7亿元，二季度到期规模较大，存在一定的集中兑付压力。

图 3.9：2024 年 3 月末河南省城投债到期年度情况（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

三、增信（担保）发行情况

2024年一季度，河南省专业机构增信（担保）信用债发行规模41.5亿元，占全省信用债发行规模的5.41%，高于同口径下全国0.85%的平均水平。

一季度全国专业机构增信（担保）信用债发行规模299.81亿元，其中河南省占比为13.84%。信用债整体发行规模方面，河南省占比2.17%，反映出在借助专业增信（担保）机构增信方面，河南省整体情况好于全国。

一季度河南省内增信（担保）发行的债券品种主要集中在私募债、定向工具。由于区域层级和经济水平、信用资质和企业实力等方面相对较弱，AA级主体是全省增信（担保）债券最主要的发行群体，反映出省内中低评级主体的债券发行对增信（担保）服务的需求较大。

从发行利率看，2021年以来省内由专业机构增信（担保）的信用债发行利率普遍低于无增信（担保）发行利率，充分体现专业增信（担保）机构在助力企业降低融资成本方面发挥了有效作用。

表 3.2：2021 年以来河南省 AA 级增信（担保）

信用债发行利差（%）

期限	无担保发行平均利率	专业担保发行平均利率	利差（BP）
1 年（含）以内	5.09	4.17	92.17
1-3 年（含）	5.78	5.46	32.23
3-5 年（含）	4.97	5.01	-3.41
5 年以上	6.70	5.83	85.59

数据来源：Wind，中诚信分析整理

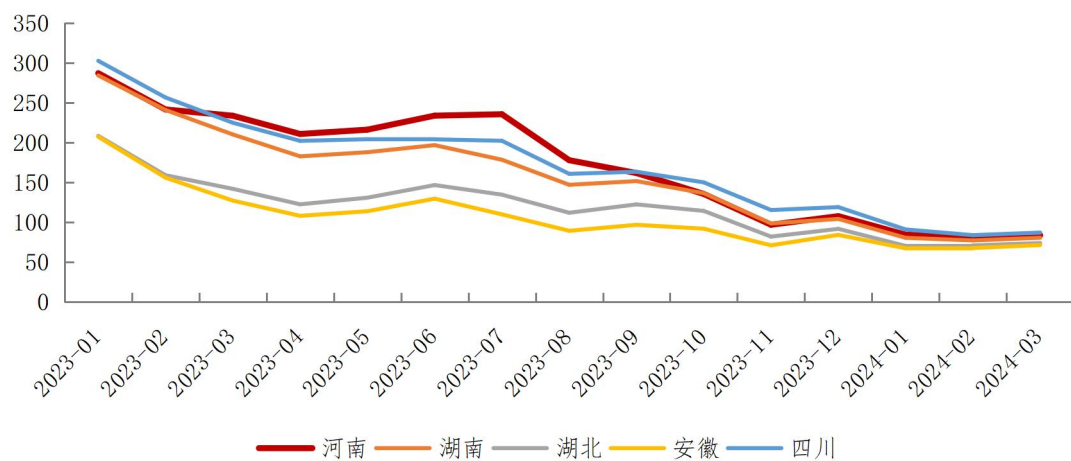
注：1 年期以内的债券通过担保增信的较少，而 5 年期以上的债券通常需要担保增信，因此，发行利率的对比主要集中在部分资质较差的 AA 评级主体发行的 1-5 年期债券。

四、信用利差变化分析

从信用利差来看，2024 年 1 月，各省城投债利差均呈现不同程度的收窄，河南省的信用利差收窄幅度较 12 月减少 23.22 个 BP 至 84.36BP，城投债市场修复强于湖北省、安徽省；2 月，河南省、湖南省和四川省城投债利差均呈现不同程度的收窄，分别收窄 3.03BP、3.31BP 和 7.15BP，但湖北省、安徽省城投债利差略有走阔，较 1 月分别走阔 0.63BP、0.34BP；3 月，各省份城投债利差均呈现不同程度走阔，河南省的信用债利差走阔 2.39BP 至 83.72BP，走阔幅度最小。一季度，相较于其他省份，河南省各月的信用利差在收窄后略有走阔，但走阔幅度最小，反应市场对河南省区域及主体的认可程度提升。

图 3.10：河南省与部分省份城投债信用利差对比（BP）

图 3.10：河南省与部分省份城投债信用利差对比（BP）



数据来源：DM，中诚信分析整理

第四部分 他山之石

一、城投公司信用事件

（一）国内信用事件及影响

非标违约方面，根据不完全统计，2024 年一季度非标违约的发债城投平台 29 家，从区域及行政层级分布来看，主要在山东、贵州、四川、河南等省，特别是青岛、成都等地的区县或功能区。2024 年以来涉及城投的非标逾期事件并未明显减少，反映出弱区域弱资质城投平台的流动性仍面临较大的压力。

票据逾期方面，自 2023 年 1 月 1 日起，上海票据交易所按照新的统计口径发布持续逾期名单，票据范围从商业承兑汇票扩大到商业汇票；同时持续逾期的判定标准收紧（基于 6 个月内 3 次以上承兑人逾期）。分行政层级来看，2024 年一季度票据持续逾期的 75 家城投平台主要集中在区县或功能区。分省份来看，持续逾期的城投平台主要分布在山东、贵州、云南，其中山东潍坊和青岛李沧、贵州贵阳、云南昆明涉及的平台较多。

总体来看，去年一揽子化债政策加速落地以来，城投负面事件并没有减少，尤其突出体现在区县级城投平台层面，反映出当前监管政策下的行政层级偏弱的城投平台流动性仍然承压的困境。

（二）河南省信用事件及影响

非标逾期方面，2024 年 1 月 23 日根据网传信息，“平安信托宏泰七百七十六号集合资金信托计划”到期未兑付，1 月 24 日消息显示已全额偿付，担保方为周口市城建投资发展有限公司（周口）；3 月 1 日投资者称，其购买的“许昌东兴基建 2 号”定融产品违约已半年，融资方为许昌市东兴建设开发有限公司（许昌）；3 月 6 日投资者反馈，其认购的定融产品到期未兑付，融资方为洛阳高新实业集团有限公司（洛阳）；截至 3 月 7 日，“洛阳古城建设集合资金信托计划”未按时兑付，担保方为洛阳城乡建设投资集团有限公司（洛阳）；3 月 29 日投资人称，其认购的“郑州路桥集团高速改建工程债权计划项目”逾期未兑付，4 月 3 日公告已全额兑付，融资方为郑州路桥建设投资集团有限公司（郑州）。

票据逾期方面，根据 2024 年 1、2、3 月名单，洛阳古都发展集团有限公司（所属区域洛阳老城，历史累计 7 次，下同）、新安县发达建设投资集团有限公司（洛阳新安，9 次）、洛阳商都城市投资控股集团有限公司（洛阳偃师，10 次）、濮阳投资集团有限公司（濮阳，10 次）、郑州路桥建设投资集团有限公司（郑州，8 次）、开封城市建设投资集团有限公司（开封，6 次）出现票据持续逾期，除了洛阳古都、郑州路桥近期公告澄清票据逾期，其他均未澄清。

从上述非标和票据逾期事件可看出，2024 年一季度省内城投平台非标舆情较多，反映出省内区县、功能区等部分弱资质平台存在一定的流动性压力，在城投监管政策偏紧的背景下，需关注尾部城投债务偿付压力和信用风险。

二、 城投政策回顾及影响分析

（一）一季度城投行业政策回顾

城投行业政策松紧周期随着经济环境的变化而有所调整，2023 年在“一揽子化债”政策的指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为抓手，多部门联动加大存量债务化解力度。2024 年一季度，城投行业政策延续“控增化存”的主基调，强调化债与发展的统筹兼顾，政策要求进一步深化落实，主要表现为化债政策补充细化，实施措施稳中有进，以及城投行业、企业高质量发展稳步推进。

在经济下行压力加大、土地市场持续低迷等因素导致地方财政收支矛盾和债务风险加剧的背景下，2023 年城投行业政策再次聚焦于债务化解，本轮化债有以下四个特点：第一，继续强调不同地区因地制宜探索化债路径，明确 12 个重点省份，并给予适当的政策倾斜；第二，银行参与地方债务置换成为政策新的发力点，国务院密发“35 号文”对金融机构支持化解存量债务提出具体要求，倡导多种新的化债手段，并在重点省份率先实施；第三，特殊再融资置换债券重启，截至年末合计发行 1.39 万亿元；第四，强化对政府债务管理机制的优化，强调建立与高质量发展相适应的长效化债和债务管理机制，并纳入立法。

2024 年一季度以来，城投行业的政策主基调延续了 2023 年“一揽子化债”政策“控增化存”的总体要求，2024 年全国政府工作报告指出：“要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风

险、严防新增债务风险；同时要建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型”。城投行业政策围绕化债和转型进一步深化落实，具体体现在以下方面：

第一，化债政策进一步补充和细化。2023 年 12 月和 2024 年 3 月，国务院办公厅先后发布“47 号文”和“14 号文”，前者要求 12 个重点省份在地方债务风险降低至中低水平之前，要严控新建政府投资项目，包括地方高速公路项目、棚户区改造项目、省级以下产业园区项目及部分市政基础设施项目等，针对总投资完成率不足 50% 的项目要求缓建，不足 30% 的要求停建，后者要求 12 个重点省份外的 19 个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照 12 个重点省份的政策化债；此外，2024 年 3 月以来，国家发改委叫停了区县级城投企业境外债的新发审批，原则上只允许借新还旧，审核标准向境内债市场看齐，城投行业境外债融资政策收紧，但与此同时，在符合监管政策要求的前提下，国家发改委也鼓励行业地位显著、信用优良、对促进实体经济高质量发展具有带动引领作用的优质企业借用外债。

第二，实施措施稳步推进，化债新手段逐步亮相。2023 年“一揽子化债”的措施主要包括发行特殊再融资债券和金融机构参与化债，2024 年一季度以来，上述化债措施继续深化实施，并在此基础上拓展了“35 号文”鼓励使用的“统借统还”“央行 SPV”等化债手段，其中：2 月 2 日，贵州省再度发行 324.58 亿元特殊再融资债，特殊再融资债券延续发行；3 月中下旬，银川市完成了宁夏回族自治区首单第一批共 26.14 亿元的银行贷款置换存量债券和非标债务工作，金融机构参与化债有序推进；2 月 23 日，贵州省安顺市新增发债主体贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司首次发行 18.00 亿元 5 年期的“24 宏建 01”公司债券，用于偿还同区域发债城投企业安顺市西秀区黔城产业股份有限公司的存续债券“18 西秀 01”、“19 西秀 01”的本金，首次实现“35 号文”鼓励的区域内债券统借统还化解债务；3 月，广西壮族自治区柳州市落地了首笔央行应急流动性支持（SPV）资金 46 亿。

第三，城投行业、企业的转型和高质量发展稳步推进。国务院、国家发改委等多个重要相关部门在 2024 年一季度的多次会议中着重强调要切实推进城投企业的转型和高质量发展，2024 年政府工作报告提出“完善全口径地方债务监测

监管体系”“分类推进地方融资平台转型”，以支持优质的转型城投企业开展融资。在“一揽子化债”政策的指导和影响下，2023 年末以来，城投行业转型主体陆续亮相债券市场。此外，2024 年一季度以来，各地城投企业的数据资产、特许经营权资产入表案例频出，城投行业、企业的转型和高质量发展在政策指导下稳步推进。

表 4.1：2023 年末以来基础设施投融资行业相关政策的会议、文件和事件

时间	主要内容
2023. 12	中央经济工作会议强调要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，特别提出经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济做出更大贡献。
2023. 12	全国财政工作会议提出严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。
2023. 12	国务院办公厅印发《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）的通知》（国办发〔2023〕47 号），要求 12 个重点省份在地方债务风险降低至中低风险水平之前，严控新建政府投资项目，包括地方高速公路项目、棚户区改造项目、省级以下产业园区项目及部分市政基础设施项目等，项目总投资完成率不足 50% 的要求缓建，不足 30% 的要求停建。
2024. 3	两会召开，提出“进一步落实一揽子化债”“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。在处置存量债务风险的同时注重构建长效管理机制。短期内，充分调动地方财政、金融机构等资源，以时间换空间、以低息换高息的债务置换重组方式仍将是“一揽子化债”的主要方向；未来地方债务管理措施将更加全面、系统，同时或有更多常态化、制度性的举措出台，通过改革推动地方债务可持续发展。
2024. 3	国务院办公厅印发《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（国办发〔2024〕14 号），提出 12 个重点省份外的 19 个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照 12 个重点省份的政策化债。
2024. 3	多省财政厅长披露 2023 年财政运行情况和化债进展，提到各地进行多次摸底，制定了“1+N”化债方案，通过债务置换、设立应急周转基金、加大资金统筹、推动平台转型升级等缓释地方债务风险，部分地区实现存量隐性债务规模减少甚至清零。
2024. 3	国家发改委已叫停区县级城投的境外债（包括美元债和点心债）新发审批，原则上只允许借新还旧。同时提出，积极支持行业地位显著、信用优良、对促进实体经济高质量发展具有带动引领作用的优质企业借用外债。
2024. 3	国务院召开防范化解地方债务风险会议，强调压降融资平台数量推动分类转型、健全防范拖欠账款长效机制。

时间	主要内容
2024.2~3	特殊再融资债券延续发行，金融机构参与化债有序实施，“35号文”提及的重点省份发债统借统还和央行SPV参与化债手段首次亮相。2月2日贵州省再度发行324.58亿元特殊再融资债；3月中下旬宁夏（银川）落地首批26.14亿元的银团置换债券和非标；2月23日，贵州安顺新增发债主体发行18.00公司债券用于偿还区域内其他城投企业到期债券；3月，广西（柳州）落地央行首笔应急流动性支持（SPV）资金46亿。

资料来源：公开资料，中诚信国际、中诚信分析整理

（二）一揽子化债政策影响分析

1、城投企业融资成本延续下行趋势，弱资质城投企业流动性压力得以阶段性缓释。随着一揽子化债政策的持续落地，加之结构性资产荒下市场对城投债偏好整体抬升，2024年一季度全国城投债发行利率和发行利差仍延续下行趋势，其中贵州、辽宁、宁夏、黑龙江、广西、云南、青海等弱区域利差收窄尤为明显，而市场认可度高的广东、北京、上海、福建、江苏、浙江等地近期利差变动较小。同时，随着2024年新一轮特殊再融资债发行助于区域隐性债务化解，以及金融化债力度的加大和逐步落地，具体包括地方政府与金融机构协商存量债务展期逐步落地，政策性银行发放中长期贷款缓解到期压力，各地更加注重建立化债长效机制等，城投企业尤其是弱资质城投企业的流动性压力在短期内得以一定程度的缓释。

2、城投企业新增融资渠道全面收紧，利息偿付压力仍较大。根据“35号文”相关指导思想，本轮化债中各监管部门和金融机构对城投企业融资实行名单制管理，严控名单内企业和参照名单管理企业的新增融资审批，部分重点省份明确再融资仅可用于债务本金的借新还旧。同时，基于各地成本压降及风险把控等要求，信托贷款、融资租赁以及定融业务等非标产品新增难度不断加大，另据市场传言的发改委境外债新规，绝大多数将无法通过境外债券融资模式新增融资，城投企业新增融资渠道全面收紧。而同时，相关主体利息支出的偿付压力仍未缓解，结合Choice披露的中诚信国际口径全市场发债城投企业的财务指标¹⁴来看，2022年发债城投企业整体净利润对利息支出的覆盖倍率不足0.3倍，多数省份现金等价物净增加额无法保障利息支出，发债城投企业期末整体存量资金理论上仅能够

¹⁴利息支出取发债城投企业2022年报现金流量表“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”，评价指标包括“净利润/利息支出”、“现金等价物净增加额/利息支出”和“期末现金等价物余额/利息支出”。

保障约 2 年的利息支出，考虑用于债务本金偿付和项目支出的储备之后，付息保障或更为紧张。

3、各地化债进度及成效出现分化，弱区域非标融资及境外融资滚续承压，非重点省份负面舆情及再融资环境亦值得关注。2024 年以来，各省进一步大力整顿地方金交所融资和各类高成本非标项目，要求城投企业限时压降和清理定融、信托等非标融资，部分重点省份城投企业的非标融资主要依靠协商展期来保障滚续，非标融资纠纷和负面舆情频现，本轮化债暂未对非标融资的清理化解做出明确安排，各省根据政策指导意见和区域实际情况与机构谈判化解方案，进展和成效各异，重点省份银行牵头置换借款及非标融资工作推进进度各异。重庆市于 2023 年 12 月初率先落地首笔非标债务置换，整体进度较快；宁夏回族自治区银川市于 2024 年 3 月完成了第一批共 26.14 亿元的银行贷款置换存量债券和非标债务工作；截至 2024 年 3 月末，云南省、贵州省等部分重点省份非标置换仍未传出明显成绩，且区域内城投企业负面舆情仍在延续。化债进度及成效出现一定的分化，弱区域弱资质城投企业的非标融资仍面临较大的滚续压力。同时，由于境内新增融资需求难以满足，部分城投企业只能转向境外债等高成本融资，“35 号文”流出后的四季度，境外债火爆行情愈演愈烈，发行支数及规模创新高，但境外债融资成本却持续抬升，与同期境内债信用利差持续压缩的趋势相背离。而境外债政策的收紧使得已发行城投企业滚续难度加大，其偿债付息压力不容忽视。与此同时，由于城投行业新增融资渠道全面收紧，非重点省份负面舆情亦值得关注，2024 年一季度以来，陕西省、河南省等地非标舆情频出，尤其突出体现在区县城投企业层面，反映出当前监管政策下的行政层级偏弱的城投企业流动性仍然承压的困境。

三、“14 号文”重点区域扩围、多省“1+N”方案点评

（一）“14 号文”重点化债区域扩围

“一揽子化债”以来，各省份化债工作有序推进，尤其是“35 号文”落地后，重点省份平台债务管控已取得一定成效。包括特殊再融资债券额度、金融化债支持，以及近期城投债统借统还的探索创新等在内的一系列化债政策和资源支

持主要向重点 12 省倾斜，在一定程度上有助于其流动性风险缓释。但对于非重点省份，仍有部分区域化债压力较大，化债资源不足。

此背景下，“14 号文”将“35 号文”划定的重点化债范围由 12 个重点省份进一步延伸至其余 19 省债务负担较重区域，主要以非重点省份的地级市为单位。申报主要关注如下内容：一是区域债务率的高低；二是地级市所辖融资平台的金融债务情况，以截至 2023 年 3 月 31 日上报的数据为准；三是地级市平台金融债务的绝对规模，以及占该市 GDP 的相应比重。此外，申报不设硬性指标，即不要求 19 省份中每个省份至少选报一个地级市作试点。

在新一轮重点化债区域扩容过程中，非重点省份中债务压力较大、负面舆情较多的地级市或率先被纳入试点范围，后续仍需充分评估关注此轮申报的双面效应：一方面，将债务负担较大的非重点省份的地级市纳入化债试点，相关区域有望获取增量化债渠道及资源支持，或能申请债券统借统还，助力区域债务风险缓释；另一方面，获批区域或参照“35 号文”和“47 号文”管理，可能面临债务增量和政府投资双受限，或对地方经济发展、城投企业融资产生一定制约。

（二）多省份制定“1+N”化债方案

近期多省财政厅厅长发文总结当地 2023 年财政运行情况，并披露了地方债务化解的进展。根据各省财政厅厅长披露，各地先后进行了多次债务摸底，制定了“1+N”化债方案。甘肃、陕西、河南等地先后 3 次摸底排查全省政府债务、融资平台债务、政府拖欠企业账款等情况，在核查债务底数的基础上，各地结合自身实际情况制定了“1+N”化债方案，其中“1”指化债总方案、“N”指化债子方案。如：甘肃省提出，对标国家化债要求，制定防范化解政府债务风险、过紧日子、“砸锅卖铁”筹措资金、应急保障等“1+10”化债方案，细化分解年度债务风险控制目标，推动化债任务落实；陕西制定了“1+5”一揽子化债方案，聚焦高风险地区，明确债务规模和债务率“双降”任务目标。具体来看，化债手段包括债务置换、设立应急周转基金、加大资金统筹、推动平台转型升级等。

1、债务置换方面，内蒙古提出积极争取支持化债的再融资债券额度并在全国率先发行，为基层化债提供流动性支持，同时有效避开各省债券发行高峰，债券存续期内可节约利息支出约 90.2 亿元；陕西提出协调金融机构采取展期、重组、置换等方式，缓释融资平台债务风险。

2、设立应急周转基金方面，甘肃财政厅出资 10 亿元设立首期 50 亿元的省级应急周转金，通过“过桥”方式缓释到期债务风险；陕西也提出设立债务风险化解储备金，撬动更多金融资源参与化债，探索出一条“政府+市场”协同化债的新路子；重庆、吉林也分别表示建立健全应急备付金制度，解决临时性资金周转问题；整体看，应急周转基金主要由省级财政出资，同时引入地方国企、金融机构等资金，重点保障部分城投企业偿债资金的周转，确保城投债券正常兑付。

3、加大资金统筹力度方面，内蒙古提出压实各级政府偿债主体责任，多措并举筹集资金，统筹各类资金、资产、资源和资本，落实每笔化债资金；甘肃专门制定“砸锅卖铁”筹措资金的化债子方案，同时建立化解债务风险奖补机制，激励市县化解债务、控增减存；湖南也提出多渠道筹集资金，有效运用化债政策，有序化解存量隐性债务。

4、推动平台转型升级方面，陕西建立评估体系，对全省融资平台逐一研判、精准识别，“一企一策”制定方案，推动向市场化、专业化、规范化转型；河南指导市县开展融资平台公司风险摸底，制定转型方案，建立风险监测处置机制。

伴随各地“1+N”化债方案落地实施，部分省份债务化解工作取得明显进展。河南提出累计争取 22 个县市入选财政部隐性债务风险化解试点，连续 5 年完成隐性债务化解计划，风险总体可控，同时全省融资平台数量有序压减；内蒙古表示全面清理偿还政府拖欠企业账款，实现无分歧账款清零，存量隐性债务规模大幅下降，高风险地区数量持续减少，地方债务风险逐步缓释，截至 2023 年底，11 个地区实现隐性债务清零，一批地区风险降级。

表 4.2：部分省份财政厅厅长关于地方债务化解的表述

省份	化债相关表述
湖南	严控政府债务风险。加强部门协调配合，建立全口径地方债务监测机制，构建防范化解地方债务长效机制。强化重大政府投资项目资金来源评估和提级审核，防止超出财力铺摊子上项目。多渠道筹集资金，有效运用化债政策，有序化解存量隐性债务，逐步降低风险。严肃查处违规举债行为，防止一边化债、一边新增。完善专项债券管理制度，加强项目穿透式监管，健全项目收入归集制度，确保按时偿还、不出风险。
陕西	统筹推进重点地区风险化解。设立债务风险化解储备金，撬动更多金融资源参与化债，探索出一条“政府+市场”协同化债的新路子。通过加大转移支付力度、争取隐性债务风险化解试点、投放储备金等措施，重点地区债务风险实现平稳过渡，全省债务风险总体可控。 稳妥防范融资平台债务风险。建立评估体系，对全省融资平台逐一研判、精准识别，

省份	化债相关表述
	“一企一策”制定方案，推动向市场化、专业化、规范化转型。协调金融机构采取展期、重组、置换等方式，缓释融资平台债务风险。
吉林	加强政府债务的全口径管理，严控新增债务，确保债务率下降。建立应急备付金制度，解决临时性资金周转问题。
河南	持续有效防范化解各类风险，运行更加稳健。全面摸排地方债务情况，把政府拖欠企业账款作为化解地方债务风险重点和债务风险“解扣”的关键，研究起草防范化解地方债务风险实施方案以及“1+6”化债方案，累计争取22个县市入选财政部隐性债务风险化解试点，连续5年完成隐性债务化解计划，风险总体可控。指导市县开展融资平台公司风险摸底，制定转型方案，建立风险监测处置机制，全省融资平台数量有序压减。
内蒙古	全力化解政府债务。抓实抓细地方债务风险化解，全面摸清债务底数，制定实施一揽子化债方案，锚定化债目标，把握关键时间节点，统筹各类资金、资产、资源和资本，落实每笔化债资金。积极争取支持化债的再融资债券额度，并在全国率先发行，为基层化债提供流动性支持，同时，有效避开各省债券发行高峰，债券存续期内可节约利息支出约90.2亿元。压实各级政府偿债主体责任，多措并举筹集资金，全面清理偿还政府拖欠企业账款，实现无分歧账款清零。存量隐性债务规模大幅下降，高风险地区数量持续减少，地方债务风险逐步缓释。截至2023年底，11个地区实现隐性债务清零，一批地区风险降级，极大增强了各地化债信心。
甘肃	债务风险防范化解持续加力。对标国家化债要求，制定防范化解政府债务风险、过紧日子、“砸锅卖铁”筹措资金、应急保障等“1+10”化债方案，细化分解年度债务风险控制目标，推动化债任务落实。建立化解债务风险奖补机制，激励市县化解债务、控增减存。出资10亿元，设立首期50亿元的省级应急周转金，通过“过桥”方式缓释到期债务风险。建立责任清单、统计监测等“六项”工作机制，推动隐性债务管理制度化规范化。严格落实违规举债终身问责机制，防止一边化债一边新增。研究出台PPP存量项目分类处理方案，稳妥处置已运营、在建和未开工项目，有效防范风险。

资料来源：《中国财经报》，中诚信国际、中诚信分析整理

四、地区化债案例分析

（一）广西落地央行应急流动性贷款

据媒体报道，近期，央行“中央应急流动性贷款”资金落地广西柳州，目前落地的首批额度为46亿元，通过抵质押省级未来转移支付实现，预计货币金融体系将持续推进地方债务化解工作，或有其他化债压力较大地区申请央行应急流动性贷款缓释城投流动性风险。

2023 年 11 月 8 日,中国人民银行行长潘功胜在金融街论坛上表示“必要时,中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”。考虑到《人民银行法》规定央行不能直接向地方政府或城投公司发放贷款,央行应急流动性贷款支持工具或以“过桥”式专项借款的形式进行,即在地方政府统筹区域资产确定无法及时解决债务问题的情况下,央行或通过商业银行为陷入债务困境的融资平台提供资金支持。根据媒体报道,作为 12 个重点省份的广西在 2023 年底就向央行申请了中央应急流动性贷款支持,近期额度正式获批,此次获得应急流动性贷款的资金池设在自治区级,各城投平台根据需求向自治区申请,第一年利率 3%,若展期至第二年则利率上调为 4%,区内柳州市获得首批 46 亿元的额度;根据中诚信国际统计,截至 2024 年 3 月末,广西全区及柳州市存量城投债的加权平均利率分别为 5.34%、7.20%,远高于应急流动性贷款省级资金池利率,同时,2024 年年内及 2025 年,柳州市仍有 266 亿元城投债到期,规模位居自治区各地市内首位,到期压力仍然较大,柳州申请应急流动性贷款支持有助于降低存量城投债务成本、减轻短期偿债压力、缓释流动性风险。

根据政策要求,省级政府借用 SPV 时需提供合格质押品,媒体报道本次广西提供的合格质押品为未来的省级转移支付收入。在国务院防范化解地方债务风险工作视频会议强调“持续深入化解地方政府债务风险,加快化债方案推进实施,下更大力气化解融资平台债务风险”的要求下,各地将进一步推进地方债务化解工作,部分重点地区在前期各类手段已充分使用但债务化解仍面临较大压力的情况下,或考虑申请央行应急流动性贷款缓释城投债券及非标的流动性风险;“省负总责”的原则及“强化系统观念”的要求下,省级政府或加强财政金融配合,加大财政担保力度,地方财政收入承压的背景下或更多以省级转移支付作为合格抵押品申请应急流动性贷款,同时部分上市公司资源丰富、土地资产充足的地区也可考虑利用上市公司股权及土地资产作为合格质押品。

但需注意,央行应急流动性贷款主要用于缓释短期流动性风险,为避免道德风险,整体规模或不会太大;同时,将未来中央对省级财政转移支付收入作为质押品,也易加深地方化债对于中央财政的依赖,并且对未来地方财力或产生一定影响,高风险区域仍应充分挖掘自身潜力、统筹用好区域各类化债资源,并更多着眼中长期,在高质量发展中推进债务风险化解。

（二）贵州探索“统借统还”平台化债

1、“统借统还”在本轮化债中的应用背景

统借统还模式过去常见于企业集团内部，或应用于重大交通、棚改、扶贫等特定投资领域。根据《财政部国家税务总局关于全面推开营业税改增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号）规定，统借统还由一家企业担任统借主体，向金融机构借款或对外发行债券，并将取得的资金转借给其他主体，向其他主体收取债务本息。这是在财务集中管理背景下提升企业集团资金使用效率、降低企业集团整体融资成本的举措。在这种情况下，借款方和用款方通常存在股权关系，常见为母贷子还、子贷母还或联营、合营企业之间的统借统还，在集团化管理企业日常经营中的应用也较为普遍。此外，统借统还也会应用于重大交通、棚改、扶贫等特定基础设施投资领域，由辖区内高层级、强信用实力的企业作为贷款主体向政策性银行申请贷款，然后再转贷给相关实施主体，债务到期时由贷款主体归集资金统一偿还，此时借款方和用款方之间可能没有股权关系，主要通过政策引导、政府协调来统筹资金的使用和偿付。

“35号文”允许重点省份无股权关系的城投平台通过统借统还进行借新还旧，是对统借统还的一次突破，为本轮地方化债开辟了新路径。与企业集团内部的统借统还不同，“35号文”提出，“12个重点省份可在年度债券发行额度内进行统借统还，支持资质较好的融资平台承接弱资质融资平台借新还旧债券发行额度，允许省级城投发债偿还区县级平台的债券”，这是首次从政策层面明确了统借统还可以应用于无股权关系的城投平台的借新还旧，是对统借统还的一次突破，为地方化债开辟了新的路径。这意味着，理论上在城投平台债务总量不变的情况下，省内债券发行额度可以得到充分利用，发债困难的弱资质平台在强资质平台的支持下也可以借新还旧。但政策出台以来，除贵州省安顺市西秀区的新增发债主体贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司（以下简称“宏应达建筑”）于2024年2月23日发行18.00亿元5年期的“24宏建01”，用于偿还同区域平台安顺市西秀区黔城产业股份有限公司（以下简称“西秀黔城”）的存续债券“18西秀01”“19西秀01”本金以外，其他重点省份暂未出现类似的发债案例，统借统还在本轮化债中尚未被快速广泛地运用。

下面将从“24 宏建 01”的发行入手，从评级视角重点讨论“35 号文”允许的统借统还模式在平台化债中的应用及推广可行性。

2、“统借统还”案例分析及在本轮化债中的关注点

“24 宏建 01”的发行反映出统借统还参与化债的顺利实现依赖于政策支撑、发行方或增信方的强信用实力以及政府高度协调管控等要素特征，其实质是政府主导下的全省或区域内资源的整合及再分配利用。具体来看，“24 宏建 01”的案例呈现出以下特征：第一，是在政策支撑和引导下进行的统借统还。不同于以往企业集团内部的统借统还，此次借款方宏应达建筑和用款方西秀黔城之间并无股权关系，两者的资金关系是在“35 号文”的支撑和引导下发生的。从结果来看，2023 年 6 月末西秀黔城存续债券尚余 21.49 亿元，而到 2024 年 3 月 7 日时其存续债券已全部偿还完毕，债券违约风险得到化解。第二，借款方的历史履约记录相对较好，用款方则发债困难。用款方西秀黔城的债务负担较重且负面舆情缠身，近年来多次出现主体信用级别和展望下调的情况，基本丧失债券市场再融资能力；而借款方宏应达建筑存续债务和负债规模较小，财务杠杆处于较低水平，且过往无不良履约记录，理论上具备一定的偿债能力和融资能力。第三，由高信用等级省属企业提供增信措施。“24 宏建 01”由主体信用级别为 AAA 的贵州省省属企业贵州省国有资本运营有限责任公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保，此举进一步降低了“24 宏建 01”的违约风险。第四，统借统还工作由地方政府高度协调管控。“24 宏建 01”的参与各方均有当地政府实际控制，由省属企业提供担保、同区域平台发债和拆借资金，因此“24 宏建 01”的发行是在贵州省政府和西秀区政府的统筹和协调下开展的。第五，融资成本大幅下降。“24 宏建 01”的票面利率仅为 4.80%，远远低于“18 西秀 01”的 7.80%和“19 西秀 01”的 7.50%，是以低成本的融资置换高成本的融资，从而降低了西秀区平台的整体融资成本。

“24 宏建 01”的成功发行证明统借统还模式在本轮化债中具有可行性。首先，统借统还可以弥合用款方信用水平与债券投资方风控需求之间的差距；其次，借助强资质平台和增信方的信用实力，可以降低弱资质平台的融资成本，缓解其付息压力；第三，统筹全省债券发行，便于债券集中管理，从而降低弱资质平台到期债券的兑付风险；第四，“35 号文”还允许省级平台发债偿还区县级平台

的债券，利好区县级平台的化债。从实质来看，“35 号文”提到的统借统还是在政府主导下对全省或区域内资源的整合和再分配利用，一方面债券额度可以在省内不同平台之间进行分配调剂，更多地由资质较优的平台承接发债额度，避免额度浪费，优化全省债务结构；另一方面，债券额度在主体之间的调整也带动省内其他资源的流动，为了助力债券的顺利发行，各类资源或将向借款方倾斜。

但是，由于借款方和用款方不一致，从评级视角来看理论上弱资质平台的信用风险可能发生传递和蔓延，因此针对“35 号文”允许的统借统还在化债中的应用，还需关注以下几点：

第一，参与主体间的协调管控情况。统借统还需要多方主体进行协作，并对资金使用、收回、期限匹配等具有较高要求。因此，为降低治理管控的难度，过去借款方更倾向于将资金拆借给子公司或关联方，而无股权关系的主体间的统借统还则主要应用于扶贫、棚改等有政策加持的特殊场景。本轮化债中的统借统还，是将无股权关系的平台之间的资金关系进一步拓展到债券的借新还旧中，因此更需要加强政府对参与各方的协调管控，防范资金风险。

第二，债务主体关系的认定。一般认为，存续债券是发行人的有息债务，但是在统借统还中借款方发行债券是为了偿还用款方的到期债务，其本息通常也约定由用款方实际偿还，加之借款方和用款方之间可能并不存在股权关系，债务不能在合并层面加以抵销，所以为准确反映地区和平台的实际债务压力，避免债务重复计算，应当对统借统还过程中的债权债务关系加以厘清。

第三，统借统还的潜在附加条件。如上分析，此次统借统还主要由借款方公开发债承接无股权关系的用款方的债务，可能面临治理管控、债务认定等问题，为降低违约风险、避免损失，投资人可能希望债券添加增信措施，部分借款方和增信方则可能会以一定的附加条件作为开展统借统还的前提，因此需要关注具体的附加条件及其实现难度，考察附加条件和增信措施是否会实际增加地方政府和用款方的压力。

3、“统借统还”在本轮化债中的应用展望

统借统还过去常见于企业集团内部，或公路建设、棚改、扶贫等特定投资领域。“35 号文”将统借统还的应用拓展至无股权关系的城投平台间的借新还旧，是对这一模式的一次突破，为地方化债提供了新的思路。“24 宏建 01”的发行

证明了这一路径的可行性。统借统还助力地方化债的顺利实现依赖于多项要素的支撑，其实质是政府主导的全省或区域内资源整合及再分配利用，理论上信用风险可能在参与主体间传递和蔓延，因此需关注各方的协调管控情况、债务主体关系的认定及潜在附加条件。展望统借统还的推广使用，在本轮化债中其具有特定的适用条件，暂时不适合大范围推广，应主要作为现有化债手段的补充，其开展需要地方政府统筹资源并妥善协调安排，对借款方的履约能力有较高的要求，且应关注其带来的平台整合情况，避免滥用。此外，根据“35 号文”，允许 12 个重点省份的城投平台“统借统还”，对于非重点省份，可根据“14 号文”要求，以地级市为单位，自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，获批后参照重点省份的“统借统还”等政策化债。

五、 城投行业化债及行业展望

1、一揽子化债政策延续且细节将进一步落实，未来地方债务管理措施将更加全面化和系统化。

预计 2024 年城投行业仍将延续“控增化存”的主基调，严控隐性债务新增，同时中央一揽子化债政策空间延续，特殊再融资置换债券政策持续发力，银行等金融机构参与经营性债务置换的政策细则将逐步落地，各地尤其是重点关注省份城投公司债务结构调整进程或将加快。同时，《政府工作报告》提及要“建立全口径债务监管体系”，在处置存量债务风险的同时注重构建长效管理机制。短期内，充分调动地方财政、金融机构等资源，以时间换空间、以低息换高息的债务置换重组方式仍将是“一揽子化债”的主要方向；未来地方债务管理措施将更加全面、系统，同时或有更多常态化、制度性的举措出台，通过改革推动地方债务可持续发展。

2、城投企业转型速度加快，对企业自身提出更高的要求，转型中的政企关系需动态审视。

在名单制长效监测机制和监管机构对于名单内企业新增债券的严格限制下，城投行业的发债主体数量和债券存量或将逐步萎缩，部分城投企业或加快退出债券市场，进一步推动城投行业转型，迫使城投企业剥离传统城投业务、压缩与政府相关的现金流等，加速整合既有或拓展新的经营性业务。近期，各地国资主要

通过资产划转或收并购等方式整合资源设立“产业类国资公司”的转型主体，尝试以市场化的业务经营方式来打通融资渠道。新组建企业的业务实质、资本结构和治理管控水平对于其信用风险的影响或将更为重要，政策对转型企业自身实力提出了更高的要求；此外，城投企业转型中与地方政府的关系演化亦有必要动态审视，公益性职能的减少不意味着城投企业与地方政府的疏远，转型主体的核心业务与地方政府当前多元化政策目标重心的一致程度或仍是审视二者联系紧密度的重要标准。

3、城投企业将进一步分化发展，弱资质主体风险缓释依赖于当前政策的执行力度和持续时间。

政策对城投企业传统的融资发展模式形成了较为明显的制约，未来城投企业转型和发展或因区域环境及产业资源禀赋的差异而加速分化，转型资源较好区域的城投企业预计将优先获得资本市场青睐，未来一段时间内能够吸引并承载更多的新增资金流入；承担政策和资金重点聚焦的交通、水利、农业和“三大工程”相关领域投资的城投企业或将能够取得业务和资金保障，迎来一定的发展机遇，城投企业过往未完成基础设施投资项目的后续推进和资金衔接安排亦值得关注。尽管近期化债政策阶段性缓释了城投行业的流动性，但应关注到，当前化债政策系中央、地方政府、金融机构、城投企业等多方博弈的结果，短期化债政策的“利好”与长期基本面的“羸弱”之间的冲突仍较为突出。后续化债政策执行力度和持续时间将对城投企业具有重要影响，而各地化债的进度和成果将影响下一步政策的走向，区域差异可能将逐步再次影响城投债。在城投企业加速分化发展的趋势之下，弱区域弱资质城投企业或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

综上所述，2024 年二季度城投行业政策主基调预计将延续，政策将会加速驱动城投企业转型，未来城投企业发展或将因资源禀赋和政策差异而加速分化，弱资质主体的信用风险缓释更多地依赖于当前政策的执行力度和持续时间。

第五部分 中豫信增动态

一、中豫信增党群动态

2月29日，中豫信增党支部组织开展法治题材电影《第二十条》观影活动。通过观影活动，全体党员纷纷表示，共产党员要带头传承中华优秀传统文化法律文化，引导全体人民做社会主义法治的忠实崇尚者、自觉遵守者、坚定捍卫者。

为深入贯彻落实党的二十大精神，进一步强化党员同志的责任感和使命感，充分发挥党员先锋模范作用和带头作用，3月初，中豫信增党支部开展“亮身份、树形象、做表率”活动，引导全体党员主动亮出身份、自觉接受监督、履行党员承诺、争当先锋模范。一是亮身份，自觉接受监督，深入践行“阳光透明，实事求是”的企业文化，不断强化党员主人翁意识，充分激发党员干事创业热情。二是树形象，忠诚履职尽责，引导党员进一步牢记党员身份、展示党员风采，切实擦亮共产党员这块“金字招牌”。三是做表率，争当先锋模范，评选“优秀党员先锋岗”，大力宣传先进典型，挖掘优秀事迹，在公司范围内形成学先进、赶先进、当先进的良好氛围。

为深入贯彻落实习近平总书记关于网络强国的重要思想，进一步规范党员同志网络行为，积极营造健康向上、风清气正的网络环境，3月25日，中豫信增党支部组织党员同志专题学习《中国共产党党员网络行为规定》，进一步教育引导全体党员同志自觉规范网络行为，旗帜鲜明、态度坚决地反对各种错误网络行为，积极践行社会主义核心价值观，促进形成健康向上、风清气正的网络环境。

二、中豫信增经营动态

2024年一季度，中豫信增深入落实中央金融工作会议、中央经济工作会议及省委经济工作会议、省委金融工作会议精神，明确“化解信用风险、服务产业发展、支持科技创新”三大使命，全力服务实体经济发展，助力金融强省建设。截至2023年3月末，公司资产总额134.12亿元，净资产123.82亿元，利润总额1.72亿元；落地增信业务4笔、金额26亿元。

（一）持续完善公司治理

2月4日，中豫信增召开2023年经营分析会，总结2023年公司经营情况和重点工作，分析研究当前经济及公司经营形势，探讨2024年经营方向，并对2024年重点工作进行了安排部署。2023年是中豫信增成立后的第一个完整年度。在省政府国资委和豫资控股集团党委的正确领导下，公司深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，紧紧围绕中央和省委省政府重大决策部署，坚决履行服务“信用河南”历史使命，以“增信+投资”双轮驱动，多措并举支持省内企业融资，修复改善省内信用环境。截至2023年底，公司资产总额134亿元，全年利润总额3.5亿元，较上年增长190%，经营发展持续向好。

2月中旬，公司以非现场形式召开公司第二届董事会2024年第一次会议，对《关于申报发行定向债务融资工具》《关于申报发行公司债券》以及《关于修订〈河南中豫信用增进有限公司评审委员会议事规则〉》等事项进行审议。

3月25日，中豫信增召开2024年公司第2次临时股东会非现场会议，向所有股东寄送股东会会议决议文件原件。本次股东会具体审议《关于公司2024年度融资计划》议题。

（二）支持河南能源发债“火爆出圈”

3月18日-19日，由我司全额增信支持的河南能源10亿元PPN成功发行，获得了市场的高度关注，发行规模10亿元，期限2+1年，全场投标金额227亿元，全场倍数22.7，创我省2015年以来全场倍数、全场资金总量新高，且票面利率较河南能源破冰首发降低120BP，对河南省债券资本市场高质量发展具有里程碑式的意义。

（三）全力服务省内产业高质量发展

公司深入落实中央金融工作会议、省委金融工作会议精神，重点支持省内产业主体债券融资。为此，2024年1月和3月，我司分别牵头组织了河南能源集团、平煤神马集团、牧原集团、红旗渠集团等10余家产业类主体，分两批“走进上交所”“走进深交所”，2024年还将组织河南产业类主体走进交易商协会和北交所，积极搭建产业主体与监管机构、投资机构“面对面”的沟通渠道。

（四）不断擦亮“河南信增”品牌

1月3日，中债金融估值中心发布通知，河南中豫信用增进有限公司（以下简称“中豫信增”）在中债指数用户综合评价中荣获2023年度“创新引领先锋机构”，是本次榜单唯一获评的信用增进机构。作为河南省唯一一家省级信用增进机构，中豫信增为扩大河南省信用债投资群体，联合中债估值中心，研究创设中债-中豫信增河南信用债指数，逐步探索指数挂钩产品，从而有效提升河南省信用债流动性，降低企业融资成本。这对于提升河南资本市场形象，助力企业发债融资、推动实体经济发展有着重要意义。本次荣获“创新引领先锋机构”，反映了业内权威机构对中豫信增指数业务创新能力的充分认可。

1月初，中证鹏元评级正式向我司出具评级报告，我司信用等级为“AAA”，评级展望稳定。截至目前，中诚信、东方金诚、联合资信、大公国际、中证鹏元等5家国内权威评级机构均已正式向我司出具评级报告，信用等级均为“AAA”，评级展望稳定。这也充分彰显了我司良好的信用资质，体现了权威评级机构对我司资产质量、战略布局、治理能力及管理水平等综合实力的高度认可。

三、中豫信增机构对接动态

1月3日，中豫信增总经理岳思正会见了河南铁投资本控股有限公司董事长胡立恒一行，双方围绕维护区域信用稳定，助推实体经济高质量发展达成了一系列共识。

2月2日，中豫信增总经理岳思正一行赴民生证券股份有限公司总部拜访了民生证券总裁熊雷鸣。会上，双方就债券市场发展情况、下一步合作方向进行了深入探讨，希望借此契机加强双方在债券投资、股权投资等多领域的合作，在携手发展中实现互利共赢。

3月7日，中豫信增与浦发银行郑州分行举行战略合作签约仪式。此次与浦发银行战略合作协议的成功签署，既是双方友好关系的进一步深化，也将为更深层次合作开辟广阔空间。未来双方将携手为河南省打造健康稳健的信用环境充分赋能，共同打造“信用河南”。

3 月 13 日，中豫信增总经理岳思正会见了平安银行郑州分行党委书记宋涛，郑州分行行长助理李梦方及平安理财风险总监胡晓平等一行，双方就深化全方位合作达成了共识。

为贯彻落实中央金融工作会议精神，“坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”，加强与金融机构交流与合作，提升公司金融服务水平，3 月 26 日至 3 月 29 日，公司总经理岳思正、金融总监樊鼎之一行赴深圳开展拜访交流活动，先后拜访了 Ratingdog（YY 评级）、建信理财、平安证券、深圳市高新投融资担保有限公司、万和证券等重点机构，并参加中证信用增进股份有限公司举办的“中证信用 2024 信用服务年会”。

第六部分 下季度展望

一、宏观经济情况展望

2024年一季度经济增速超出预期，工业生产回升幅度相对更大，但需求偏弱等问题仍存。二季度经济增速或难以大幅上行。具体来看，工业生产与制造业投资加速下2024年经济起步平稳，但生产与投资的改善主要来自出口和政策的驱动，市场自发的需求仍有欠缺，终端消费需求依然偏弱，一季度社零额同比增速较去年四季度下滑，供需失衡矛盾仍存。同时，房地产行业仍存在较大的不确定性，房地产行业深度调整态势未改，“价格下降-信心不足-销售低迷-资金受限-投资下滑”的负向循环尚未完全打破，制约房地产修复，房地产或对经济依然形成一定拖累。此外，近年来基建过剩、过度投资等问题持续存在，基建投资效率边际下降，固定资产投资转化为最终资本形成的效率持续降低，叠加新旧动能的转换仍需时间，经济修复仍面临多重约束，且在预期偏弱、需求不足背景下价格水平仍处于低位，经济名义增速或难以大幅上行。

政策方面，2024年经济工作仍需要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，并且需要加快稳增长政策的效力释放与效果显现。财政政策方面，二季度宏观政策将转入观察期，财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降，但二季度专项债发行规模会明显增加，同时今年安排的1万亿超长期特别国债即将开始发行，短期内基建投资还有加速空间，财政政策将延续稳增长取向。货币政策或继续保持一定力度，降准降息仍有可能，降准仍有一定空间，时间或位于年中左右；稳增长、降成本诉求下，降息存在一定必要性，但由于银行净息差已降至历史低位，降息幅度或受一定约束，后续或更有可能通过进一步疏通货币政策传导机制、继续推进存款利率市场化改革等降低实体融资成本。

二、信用债展望

随着宏观经济逐步恢复向好，微观主体融资或继续回升，加之资产荒背景下信用债需求仍高，信用债再融资压力上升，信用债发行有望继续恢复。基于社融增速假设以及信用债到期压力的测算，预计 2024 年全年发行规模约 15.8-16.2 万亿元，其中二季度发行规模或在 3.9-4.0 万亿元，较去年增幅约 3%；下半年发行规模或在 8.5-8.7 万亿元水平，较去年同期增长约 19%，其中发行高峰或在三季度。一、二级市场利率在流动性、市场供需等支撑下有望继续下行，但空间或有限；风险释放维持平稳，加资产荒格局下对信用债需求依然较高，预计 2024 年二季度信用利差中枢仍有收窄支撑，但目前主要等级信用利差已处于历史较低水平且在一季度达到历史最低值，预计后续利差下行空间或有限。

城投债方面，2024 年以来，在“标本兼治防范化解地方政府债务风险”要求下，控增化存更加严格，城投债发行审核有所收紧，叠加到期规模居于高位，净融资同比大幅收缩、环比回正，同时在“35 号文”影响下城投债借新还旧比例进一步抬升，14 省借新还旧比例高达 100%。后续看，化债仍是工作重点，预计 4-12 月净融资规模或在 0.4 万亿元左右，发行规模或在 4.5-4.9 万亿元之间。同时，需关注化债约束下重点区域融资收紧后区域投资与经济发展压力，关注到期压力增大、借新还旧高位下的付息压力；“统借统还”短期有助于缓释弱平台流动性风险但需关注区域整体债务风险演化；城投转型持续推进下还需关注可能面临的问题与风险。此外，境内监管趋严下城投境外发债增多，关注因监管政策、汇率波动等引发流动性风险。

河南省存量债券中，城投债占比较高，截至 3 月末，城投债在全部非金融企业信用债中的比例超过 85%，2024 年二季度到期规模较大，存在一定的集中兑付压力，主要集中在郑州市、商丘市、开封市、周口市、许昌市等，后续仍需进行现有债券滚动续接，预计城投平台将保持较高的发债需求，但考虑到河南省经济、财政总量位居全国前列，近年来河南省政府多举措加强债务风险管控，区域信用修复持续推进，仍作为城投债发行大省，到期偿付压力整体可控。但一揽子化债方案推进下区域和城投基本面改善仍有待观察，城投债务滚动压力仍存，特别是省内区县平台发行总量占比较低且净融资方面尚未改善，警惕尾部风险持续释放。

附录

主要名词解释

- 1、社会消费品零售总额：指企业（单位）通过交易售给个人、社会集团，非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。该指标可以反映全社会实物商品的消费情况。
- 2、PMI：采购经理指数，是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，分为制造业 PMI、服务业 PMI，PMI 指数能够反映经济的变化趋势，以 50%为荣枯分水线。
- 3、CPI：消费者物价指数，是反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势和程度的相对数。
- 4、核心 CPI：食品和能源价格通常比较波动，剔除食品和能源价格因素后的核心 CPI 更能反映整体的通货膨胀水平。
- 5、PPI：工业生产者出厂价格指数，反映一定时期内全部工业产品第一次出售时出厂价格总水平的变动趋势和变动幅度的相对数。
- 6、社会融资规模：是指一定时期内实体经济从金融体系中获得的全部资金总额，可以反映实体经济的融资需求情况。
- 7、M1：也叫狭义货币，由银行体系外流通的现金（M0）和银行内的活期存款组成。
- 8、M2：又称广义货币，由银行体系外流通的现金加上活期存款（M1），再加上定期存款、储蓄存款和其他存款。
- 9、LPR：贷款市场报价利率，由各报价行按公开市场操作利率（主要指中期借贷便利利率）加点形成的方式报价，由全国银行间同业拆借中心计算得出，为银行贷款提供定价参考，包括 1 年期和 5 年期以上两个品种。
- 10、7 天逆回购利率：是央行短期政策利率，央行通过每日公开市场操作，持续释放短期政策利率信号。逆回购指中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期，将有价证券卖给一级交易商的交易行为，向市场上投放流动性的操作。
- 11、SHIBOR：上海银行间同业拆放利率，以位于上海的全国银行间同业拆借中心为技术平台计算、发布并命名，是由信用等级较高的银行组成报

价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，是单利、无担保、批发性利率。

12、DR001、DR007：银行间存款类金融机构以利率债为质押的 1、7 天期回购利率。

13、高收益债：参照中诚信国际的界定标准，范围包括发行时票面利率或交易日加权平均到期收益率在 6% 及以上的信用债。由于目前中国高收益债市场尚不成熟，无官方明确界定标准，海外高收益债界定标准在中国债券市场本土化应用不佳。参考投机级中资美元债信用资质、风险调整后收益等因素，并考虑到中国债券一级市场存在明显的断层，票面利率 8% 及以上发行的债券占比极少，故将高收益债研究范围扩大到具有一定再融资能力但存在较高风险溢价的债券上，采取票面利率或到期收益率不低于 6% 的债券为样本。该标准下，存量高收益债占比与美国高收益占比相近，且具有相似信用特征。