

非金融企业信用债 市场分析报告

2024年第三季度

- 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年三季度末,中豫信增资产总额161.05亿元,利润总额4.93亿元;总增信业务余额166.62亿元,总投资余额148.37亿元。

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 年第三季度

内容摘要：

1、第三季度我国经济运行进一步走弱，GDP 同比增速 4.6%，基本符合市场预期，主要经济指标延续边际走弱的趋势。

2024 年前三季度 GDP 同比增速 4.8%，体现出内需走弱的压力进一步加大，第三季度增速 4.6%，低于第一、二季度的 5.3%、4.7%，消费、投资等主要经济指标延续边际走弱的趋势。展望四季度，当前宏观经济运行失衡的主要堵点仍在于微观主体的扩表意愿偏低，实现全年“保五”的目标仍需努力，增量政策效果仍需加快释放。政策方面，近期支持性的货币、财政等政策密集出台，政策协同发力凸显当下宏观政策的一致性和针对性，释放出积极信号，有助于提振信心、稳定预期，对于当前基本面企稳具有重要意义。

2、全国信用债发行规模同、环比增长，但净融资环比下降，发行利率有所回升但仍处于低位，有效发挥降成本作用。

2024 年三季度全国信用债发行总额 3.65 万亿元、净融资额 3,110.34 亿元，净融资环比下降；其中城投债发行总额 1.51 万亿元、净融资额-1,161.2 亿元，产业债净融资是三季度信用债净融资为正的主要动力。信用债发行利率走势有所回升，但仍处于低位，有效发挥降成本作用。后续来看，城投债融资政策仍保持谨慎，全年城投债净融资大概率为负，或在-150 亿元左右；四季度发行规模或在 1.34-1.43 万亿之间，净融资 100 亿元左右。

3、三季度河南省信用债净融资额同比大幅下滑，且信用债发行对专业增信（担保）的需求有所弱化。

2024 年三季度河南省信用债发行 137 只，募集资金 1,004.61 亿元，同比增速-11.82%，远低于全国信用债 7.48%的平均水平。净融资方面，三季度省内信用债净融资额 151.05 亿元，同比减少 67.04%，同比大幅下滑。三季度省内专业机构增信（担保）的信用债发行规模 19.50 亿元，占到全省信用债发行规模的 1.29%，较上季度变化不大，在当前一揽子化债背景下，信用债发行成本整体明显下降，发行期限拉长，导致信用债发行对专业增信（担保）的需求有所弱化。

省内存量债券中，城投债占比较高，截至三季度末，城投债在全部非金融企业信用债中的比例保持在 90%左右，2024 年四季度到期规模较大，存在一定的集中兑付压力，但考虑到河南省仍作为城投债发行大省，到期偿付压力整体可控。三季度以来，“一揽子化债”多项细化政策及具体化债手段持续调整及完善，债务“控增化存”主基调延续，但收入端下滑掣肘下地方财政收支矛盾进一步凸显，仍面临严峻的还本付息压力，还需警惕存在舆情或弱区域、弱资质主体风险进一步释放。

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	12
第二部分 全国信用债市场概况	21
一、 信用债发行情况	21
二、 城投债情况	25
三、 增信（担保）发行情况	29
四、 信用债市场交易情况	32
五、 近期债市调整情况	35
六、 债券市场违约总结	39
第三部分 河南信用债市场概况	40
一、 信用债发行情况	40
二、 城投债情况	43
三、 增信（担保）发行情况	45
四、 信用利差变化分析	46
第四部分 他山之石	48
一、 城投公司信用事件	48
二、 城投政策回顾及影响分析	49
三、 当前“一揽子化债”成效	57
四、 非重点省份化债分析-以河北为例探究城投产业转型	64
五、 城投行业化债及行业展望	71
第五部分 中豫信增动态	74
一、 中豫信增党群动态	74
二、 中豫信增经营动态	75
三、 中豫信增机构对接动态	76
第六部分 下季度展望	78
一、 宏观经济情况展望	78
二、 信用债展望	79



第一部分 宏观经济情况

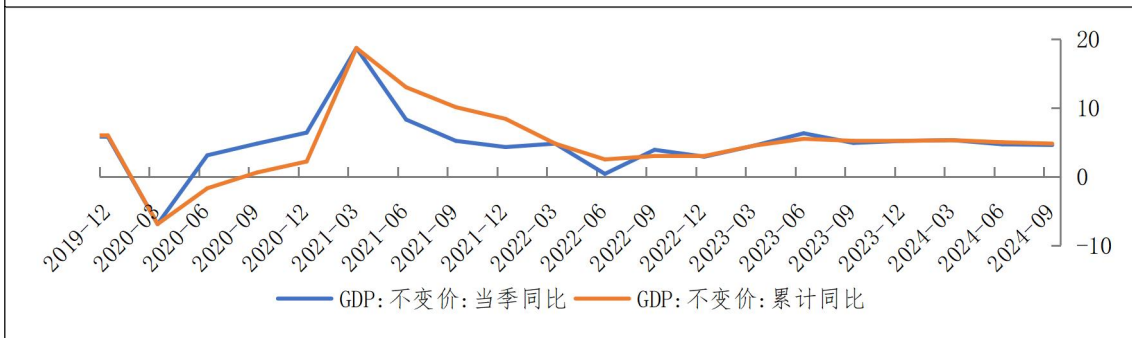
一、基本面相关情况

(一) 经济增长情况

2024年前三季度GDP增长前快后慢，增速较去年同期有所放缓，主要经济指标大多边际走弱。前三季度GDP累计同比增长4.8%，较去年同期5.0%有所放缓，其中一季度同比增长5.3%，二季度同比4.7%，三季度同比增长4.6%。当季名义GDP同比增长4.6%，较二季度下滑0.1个百分点，季度环比增长0.9%。总体来看，三季度经济增速低于二季度，仍呈现出显著的边际走弱特征，这也印证了此前我们对于经济运行的担忧正在显现，即终端消费的增速走低将对生产和投资带来压力。展望四季度，宏观经济政策能否在稳投资、扩消费，特别是在稳地产领域能否取得实质性进展将变得尤为重要，实现5%的增速目标仍需努力。

从三大产业来看，三季度第一、二、三产业同比分别增长3.2%、4.6%、4.8%，前三季度同比分别增长3.4%、5.4%和4.7%，工业产业保持较快增长。

图 1.1: GDP 累计同比和当季同比 (%)

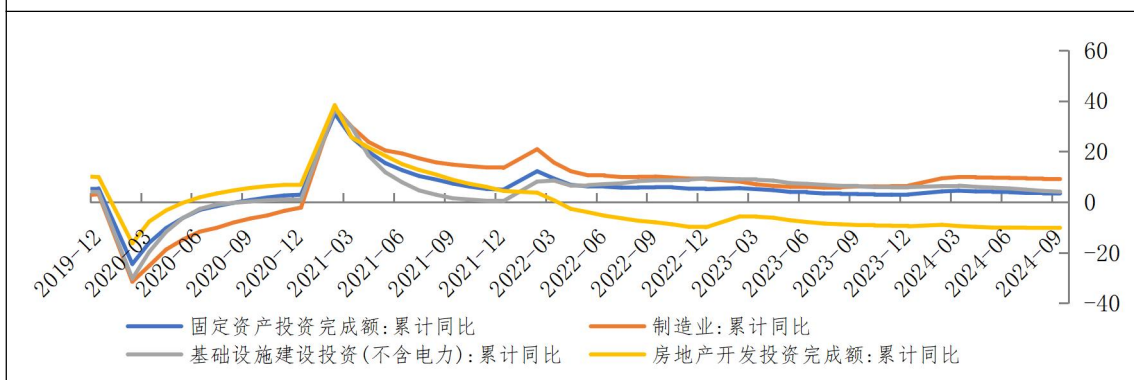


数据来源: Wind, 中诚信分析整理

房地产投资依然大幅下滑，拖累固定资产投资边际下行，固定资产投资累计同比增速进一步回落。2024年9月，基建投资（不含电力）累计同比增长4.1%，较上月下降0.3个百分点，为2022年初以来新低；包含电力的基础设施建设投资同比增长9.26%，较上月提升1.48个百分点。从广义基建投资和狭义基建投资背离可以看出，以电力消耗为主的新能源、新基建等领域投资增速有所提升，为当前基建投资提供重要支撑。受地方债发行较慢、化债重点省份政府投资受限，

以及专项债资金到落地投资存在一定时滞性影响，狭义基建投资增长仍边际走弱。但考虑到后三个月各地共有 2.3 万亿元专项债券资金可安排使用，实物工作量表现有望改善。9 月下旬以来政策层面利好不断，国内权益及商品市场价格持续走强，随着多部委协同布局一揽子增量政策，后续基建投资增速有望企稳，短期有望加快形成实物工作量。制造业投资累计同比增长 9.2%，相较上一季度回落 0.3 个百分点，仍保持较高增速水平。房地产投资同比下降 10.1%，与前值持平，拖累固定资产投资下行至 3.4%，较前值回落 0.5 个百分点。对于未来地产的政策脉络，仍需把握 9 月政治局会议提出的主线，“止跌回稳”是主要目标，其中价格的企稳可能更为重要；“严控增量、优化存量、提高质量”是核心手段，从供需两端来看，供给端的压缩优化可能是未来价格企稳更重要的发力点，地产投资可能持续负增长。

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

消费走弱压力加快凸显，社会消费品零售总额环比由负转正、服务零售增速持续下行。2024 年 9 月，社会消费品零售总额¹累计同比增长 3.3%，较二季度回落 0.4 个百分点；当月同比增长 3.2%，比上月加快 1.1 个百分点；环比增长 0.39%，较上月由负转正。从消费结构来看，服务消费依然好于商品消费，但二者增速均边际放缓，1-9 月商品零售额和服务零售额分别同比增长 3.0%和 6.7%，均较前值进一步下降。商品消费中，汽车、家电等商品销售向好，9 月份限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长 20.5%、12.3%、10.0%，汽车类、家具类商品零售额均增长 0.4%，增速由负转正。服务消费则延续今年以来持续放缓势头，增速连续 7 个月回落，其中前三季度餐饮业

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。

零售额增速仅 6.2%。当前国内需求的持续低迷与外需的持续改善形成鲜明对比，9 月以美元计价出口金额同比增长 1.6%，进口金额同比下降 0.5%。后续来看，中央财政和地方财政仍需进一步加大对耐用消费品“以旧换新”的政策支持力度，提振消费者信心，加快居民消费的修复。

图 1.3：社零总额当月和累计同比（%）



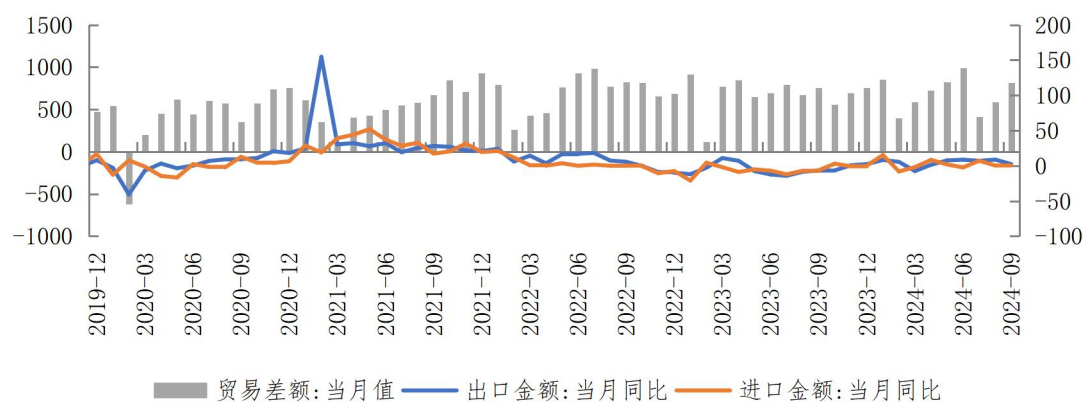
数据来源：Wind，中诚信分析整理

天气等短期因素扰动叠加外需放缓，出口增速大幅回落，价格偏弱仍制约出口改善；内需偏弱进口增速低位运行。出口方面，9 月出口金额 3,037.1 亿美元，同比增长 2.4%，增速较前值大幅回落 6.3 个百分点；环比下降 1.6%，2018 年以来当月环比增速首次转负，显著弱于季节性。中诚信国际出口高频指数从 8 月的 -0.27 回落至 9 月的 -0.43，也指向本月出口增速放缓。出口增速回落或受天气等短期因素扰动以及外需放缓影响，9 月台风频繁袭击我国南部和东部沿海区域，导致深圳港、广州港、上海港、宁波舟山港停运，货物周转受到较大影响；本月中国 PMI 新出口订单指数为 47.5%，较上月下降 1.2 个百分点；全球制造业 PMI 连续三月回落至 48.8%。从前三季度来看，受去年较低基数影响以及在消费电子行业周期性上行、“抢出口”带动下，以美元计价出口金额累计同比增长 4.3%，较上年末大幅提升。从全国出口重点商品的量值关系来看，多数商品出口数量增速显著强于出口金额增速，量的增长是今年以来出口增速提升的主要支撑。进口方面，受去年较高基数以及内需偏弱影响，9 月以美元计价进口金额小幅回落，同比增长 0.3%，较上月回落 0.2 个百分点；环比增速为 2.01%，小幅快于近三年平均水平（1.46%）。后续看，考虑欧美国家海外经济景气度有所回落，欧美经济面临一定下行压力，9 月份美联储下调今年经济增长预期 0.1 个百分点，全球制造业 PMI 连续三月回落并处于荣枯线下方，外需或面临回落风险。此外随着美

国大选以及欧盟对华电动车加征关税结果的临近，出口面临的政策不确定性有所提升，叠加去年末基数小幅回升，四季度出口增长。

从出口国别来看，东盟作为我国第一大贸易伙伴，前三季度对其出口金额累计同比增长 10.2%，拉动出口增速 1.65 个百分点；但 9 月当月对东盟出口同比增长 5.48%，较前值下降 3.5 个百分点，或受相关国家需求边际走弱影响，9 月越南制造业 PMI 大幅下降 5.1% 至 47.3%。二季度以来中国对欧美国家出口在“抢出口”带动下持续改善，1-9 月对美国出口金额同比增长 2.8%，对欧盟出口增长 0.9%，但是 9 月当月中国对美国和欧盟的出口增速均有所回落，分别下降 2.8 和 12.1 个百分点，或与欧美制造业走弱以及天气因素扰动有关，9 月欧元区制造业 PMI 回落 0.8 个百分点至 45.0% 的低位。本月中国对俄罗斯的出口大幅改善，同比增长 16.6%，较前值大幅提升 6.3 个百分点，或与前期贸易结算扰动因素缓和有关。从出口金额占比来看，中国对欧盟和美国出口比重从 3 月的 14.55% 和 13.67% 提升至 9 月的 14.69% 和 14.56%；对俄罗斯、墨西哥等国出口占比小幅提升，分别从 4 月的 2.99% 和 2.55% 升至 9 月的 3.18% 和 8 月的 2.64%，但对俄罗斯出口金额占比相较于去年同期（3.25%）和去年末（3.28%）均有所回落；对东盟、越南等新兴市场的占比被动边际走低，其中对东盟出口金额占比从 4 月的 16.93% 回落至 9 月的 16.22%，对越南出口金额占比从 4 月的 4.64% 回落至 4.51%。总体来看，外需放缓背景下，我国对欧美、东盟出口均有所回落，对俄罗斯出口小幅提升。

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

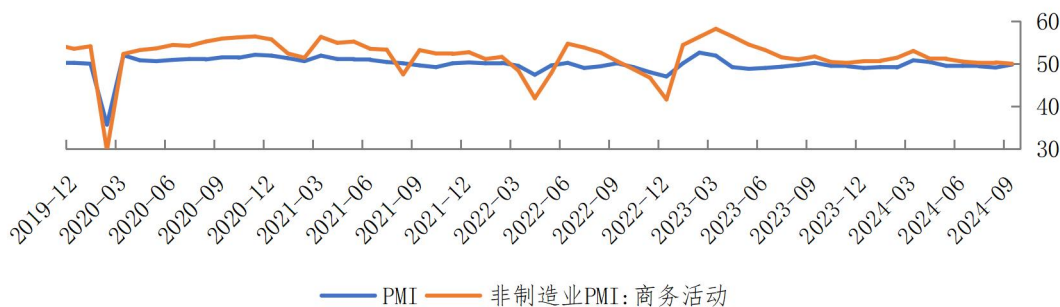
（二）生产端相关情况

供需两端双双转弱，产需缺口小幅收窄。9月制造业 PMI²49.8%，较上月上升 0.7 个百分点，结束了连续 4 个月的下行趋势。其中，生产指数为 51.2%，新订单指数为 49.9%，分别较上月上升 1.4 和 1 个百分点，生产和需求均在回升生产回升状况好于需求。另外，9 月非制造业 PMI 为 50%，较上月下降 0.3 个百分点；综合 PMI 为 50.4%，较上月上升 PMI 超预期上行、可 0.3 个百分点。或与以下两个因素有关：一是“两新政策落地见效，9 月高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 53%和 52%，分别较上月上行 1.3 和 0.8 个百分点；二是消费品供给回升，1-8 月，消费品制造业投资增长 14.9%，带动消费品制造业回升，9 月消费品行业 PMI 为 51.1%，较上月上行 1.1 个百分点，对推动 PMI 整体上行也有积极作用。从财新 PMI 来看，9 月财新 PMI 录得 49.3，重回荣枯线以下，较 8 月下降 1.1 个百分点，并创下 2023 年 8 月以来的最低值主要原天在干雪求收缩明显。与官方 PMI 样本相比，财新 PMI 的样本更多反映外向型企业生产经营情况，因此，9 月财新 PMI 与官方 PMI 的背离，反映出 9 月出口增速的回落：受外需放缓、前期抢出口等因素影响，9 月份我国出口商品 3,037 亿美元，增速为 2.4%，大幅低于 8 月的 8.7%。从需求端看，内需仍边际走弱，外需相关行业仍为当前需求端主要支撑。9 月新订单指数 49.9%，较上月上升 1 个百分点，回升至荣枯线附近，意味着内需呈现积极动向，但仍低于 50%的荣枯线，说明认为市场需求不足的制造业企业比重依然较高。根据中国物流信息中心数据显示，9 月反映市场需求不足的制造业企业比重 59.4%，较上月下降 3 个百分点，仍处于较高水平。新出口订单指数 47.5%，与上月基本持平，反映出外需仍是当前需求端的主要支撑，但同时新出口订单连续两月位于荣枯线以下，海外环境不确定性增加下外需放缓趋势值得关注。

图 1.5：PMI 走势

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。

图 1.5: PMI 走势



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

(三) 消费端相关情况

三季度 CPI³同比、环比均呈回落趋势，消费需求仍偏弱。

三季度 CPI 同比、环比均呈回落趋势，累计同比上涨 0.3%，涨幅比上半年扩大 0.2 个百分点。其中 9 月 CPI 同比增速 0.4%，较上月跌 0.2 个百分点；环比持平；核心 CPI⁴同比上涨 0.1%，较上月跌 0.4 个百分点。具体来看，9 月食品 CPI 环比增速季节性放缓，主要由于 8 月极端天气影响对农产品供给侧的扰动有所消退，也反映出内需回升动能有待进一步夯实；9 月非食品 CPI 同比较 8 月份的 0.2% 转负至 -0.2%，主要因交通通信、生活服务与教育文化娱乐同比降幅扩大。整体来看，消费市场运行总体平稳，价格基本稳定，反映出消费市场的供需关系相对平衡，没有出现大幅波动，通胀压力较小；但 9 月 CPI 及核心 CPI 同比均回落，消费增速下滑，需求仍偏弱。

三季度 PPI⁵整体呈下降趋势，但 9 月环比降幅有所收窄。主要受国际大宗商品价格波动及国内市场有效需求不足等因素影响，三季度 PPI 同比降幅由 6 月的 0.8% 走阔至 9 月的 2.8%。具体到 9 月份，PPI 同比下降 2.8%，环比下降 0.6%，同比降幅比上月扩大 1.0 个百分点，环比降幅比上月收窄 0.1 个百分点。

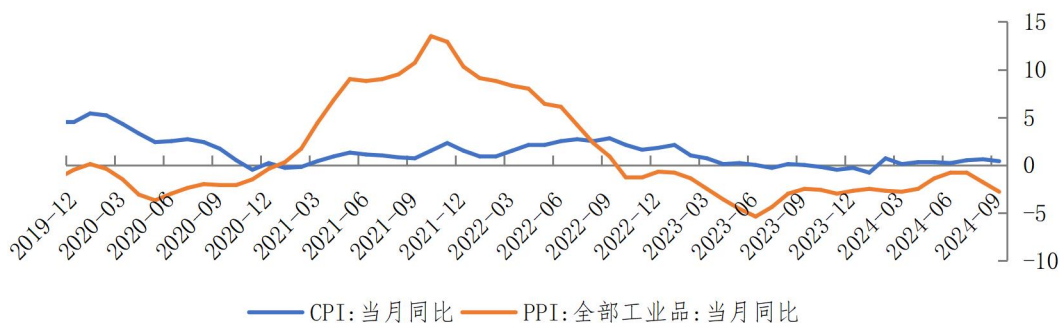
图 1.6: CPI、PPI 当月同比

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

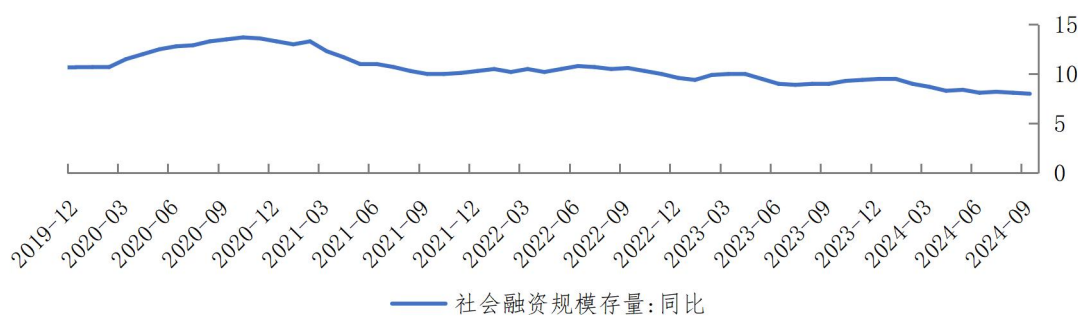
(四) 资金面相关情况

政府债券支撑新增社融⁶高于此前 3 年均值。9 月社融增加 3.76 万亿, 同比少增 3,566 亿元; 社融存量增速为 8%, 较上月回落 0.1 个百分点, 同比下行 1 个百分点。结构方面, 从表内融资看, 9 月社融口径新增人民币贷款同比增加 1.97 万亿, 同比少增 5,634 亿元, 是本月社融的主要拖累项。从表外融资看, 9 月末贴现银行承兑汇票增加 1,312 亿元, 同比少增 1,084 亿元; 信托贷款增加 6 亿元, 同比少增 397 亿元; 委托贷款增加 392 亿元, 同比多增 184 亿元。从直接融资看, 9 月政府债券净融资额为 1.54 万亿, 同比多增 5,408 亿元, 是新增社融的主要支撑; 企业债券净融资额-1,926 亿元, 同比少增 2,588 亿元, 是本月新增社融的另一主要拖累项; 股票融资新增 128 亿元, 同比少增 199 亿元, 连续 15 个月同比少增。从 9 月数据来看, 虽然新增人民币贷款拖累 9 月新增社融同比少增, 但政府债券净融资支撑 9 月新增社融高于此前 3 年均值。2021-2023 年, 9 月新增社融均值为 3.52 万亿, 其中, 新增人民币贷款均值为 2.30 万亿, 政府债融资净额均值为 7,847 亿元, 而 2024 年 9 月上述数据分别为 3.76 万亿、1.97 万亿和 1.54 万亿。季度数据体现了相同的特征, 2021-2023 年, 三季度新增社融均值为 7.15 万亿, 其中, 新增人民币贷款均值为 4.04 万亿, 政府债融资净额均值为 1.94 万亿, 而 2024 年三季度上述数据分别为 7.56 万亿、2.94 万亿和 3.84 万亿。信贷端贷款余额增速同比持续下行, 票据冲量特征延续。9 月新增信贷 1.59 万亿, 同比少增 7,200 亿元; 贷款余额增速为 8.1%, 环比下降 0.4 个百分点,

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。

同比大幅下降 2.8 个百分点，连续 13 个月同比下行。从居民部门来看，9 月居民贷款增加 5,000 亿元，同比少增 3585 亿元，其中，居民短期贷款增加 2700 亿元，同比少增 515 亿元，居民消费复苏情况仍然较弱；受房地产持续低迷影响，居民中长期贷款增加 2,300 亿元，同比少增 3,170 亿元。9 月企业部门贷款新增 1.49 万亿，同比少增 1,934 亿元，其中，企业短贷新增 4,600 亿元，同比少增 1,086 亿元；中长期贷款新增 9,600 亿元，同比少增 2,944 亿元，企业融资意愿持续减弱；票据融资增加 686 亿元，同比少减 2,186 亿元，票据冲量特征延续。从季度数据来看，今年三季度新增人民币贷款 2.75 万亿，分项中仅有新增票据融资高于 2023 年三季度以及 2021-2023 年三季度的均值，表明私人部门信贷需求持续萎缩，票据冲量特征明显。

图 1.7：社融存量同比



数据来源：Wind，中诚信分析整理

M1⁷增速降幅收窄、M2⁸增速企稳回升。9 月 M1 同比增速为 -7.4%，但下滑速度放缓，仅较上月下降 0.1 个百分点；M2 同比增速为 6.8%，较上月上升 0.5 个百分点，呈现企稳回升态势。M2 与 M1 同比的剪刀差为 14.2%，环比上升 0.6 个百分点，同比上升 6 个百分点。9 月 M2 增速触底回升，其原因有四：一是 9 月底一揽子政策后权益市场大幅提振，导致理财资金重新回表，同时证券客户保证金增加，二者共同导致 9 月非银金融机构存款逆季节增加 9,100 亿元，同比多增 1.58 万亿，带动 M2 上行；二是 9 月财政支出力度加强，财政存款减少 2,358 亿元，同比多减 231 亿元；三是企业部门存款增加 7,700 亿元，低基数下同比多增 5,690 亿元，是自今年 2 月以来的首次同比多增；四是货币政策较为宽松，9 月

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。

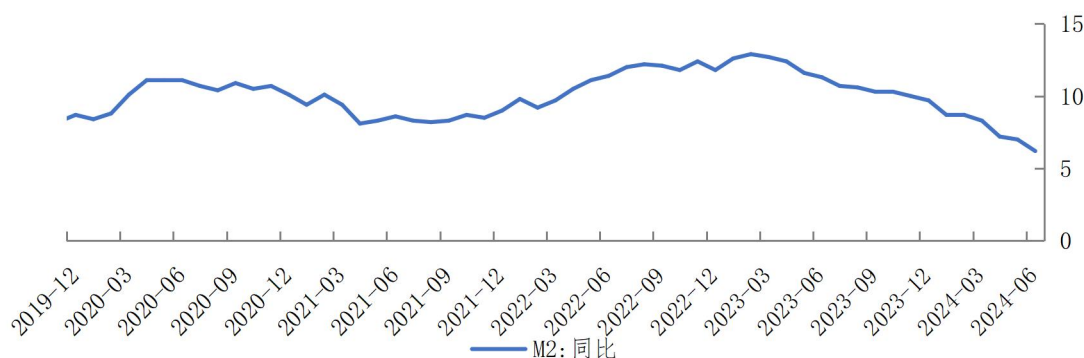
⁸M2：又称广义货币，由银行体系外流通的现金加上活期存款(M1)，再加上定期存款、储蓄存款和其他存款。

27 日央行宣布降准 0.5 个百分点，同时 7 天逆回购利率由 1.7% 下降至 1.5%，宽松的货币政策也有助于 M2 企稳回升，但由于时间较短，货币政策对 M2 的影响或较为有限。

整体来看，9 月 M2 出现拐点，一揽子增量政策作用下，后续金融数据有望延续改善。9 月底以来，一揽子增量政策密集出台。9 月 27 日，央行宣布将公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.70% 调整为 1.50%，在市场利率传导机制作用下，有望带动实体融资成本下行，提升实体部门融资意愿；同时，宣布下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，向市场释放流动性。房地产方面，央行宣布了多项房地产支持措施，包括降低个人住房贷款最低首付款比例、降低存量房贷利率、完善商业性个人住房贷款利率定价机制、延长部分房地产金融政策期限、优化保障性住房再贷款等；9 月政治局会议首提“促进房地产市场止跌回稳”，明确对房地产市场的支撑信号；财政部明确从允许专项债券用于土地储备等三方面入手，出台有利于房地产平稳发展的政策措施；北上广深四大一线城市均放松或放开限购，对房地产市场提振作用显著。这些措施或将降低房贷提前偿还压力，提振房地产市场信心，提升居民购房意愿，带动居民部门住房贷款上行。资本市场方面，9 月，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，10 月 10 日，5,000 亿互换便利落地，3,000 亿的股票回购、增持再贷款等待落地，政策加持下，上证综指站上 3,200 点，最高达到 3,600 点。股市的提振或将带动资金由理财产品重回表内，有助于支撑 M2 持续回升。另外，一揽子政策出台，能够改善市场预期，增强市场信心，提升私人部门消费、投资意愿，或能够支撑金融数据改善。后续仍需关注两点：一是财政政策的力度，可关注 10 月底或 11 月初全国人大常委会新增债务限额具体规模；另外还要关注政策出台后各项宏观数据的改善情况，经济持续回升向好将带动金融数据不断改善。

图 1.8: M2 同比

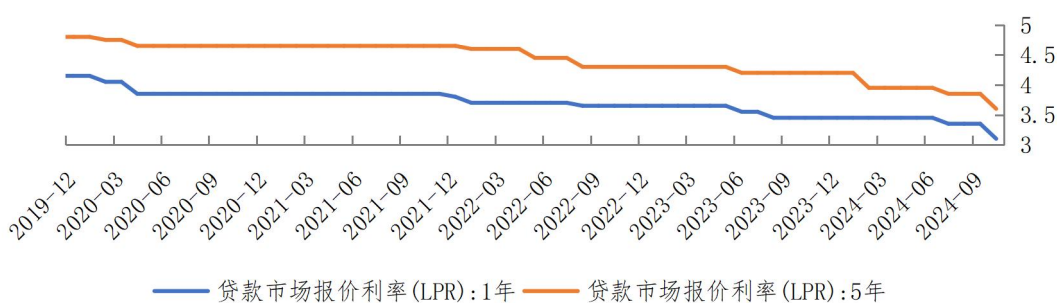
图 1.8: M2 同比



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

2024 年 9 月 1 年期 LPR⁹为 3.35%，5 年期以上 LPR 为 3.85%，两者较上季度均下调 0.1 个百分点。在 2 月 LPR 报价大幅调降后，近期进一步下调，有助于降低融资成本，支持信贷需求回升，进一步增强消费和投资增长动能。

图 1.9: LPR 走势



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

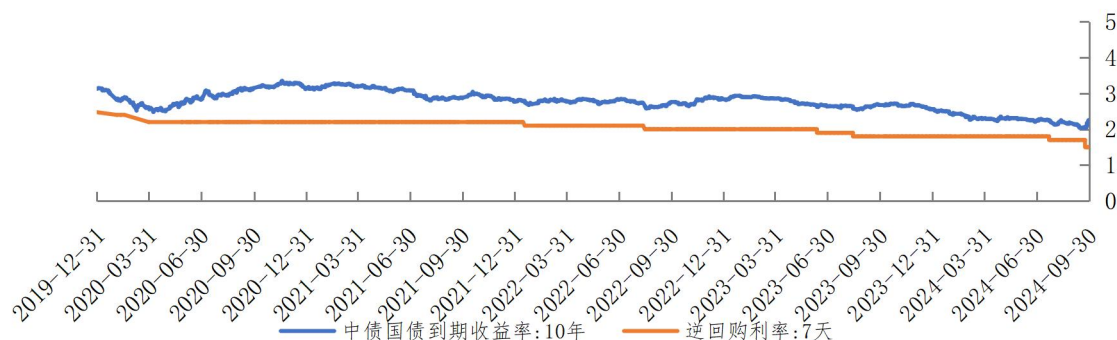
2024 年三季度国内债券利率整体走低，10 年期国债收益率波动下行至 9 月末的 2.15%。10 年期国债收益率从 7 月初一路下行至 8 月上旬，随后小幅震荡，季度内最高点为 8 月 12 日的 2.25%，后波动下行至 9 月 14 日的 2.04%（季度最低点），随后再次震荡上行至月内最高点 2.25%（9 月 29 日），收于 9 月底的 2.15%。第三季度 7 天逆回购利率¹⁰由 6 月末的 1.8%逐步下降至 9 月末的 1.50%。

图 1.10: 国债、逆回购 (%)

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。

¹⁰7 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，将有关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。

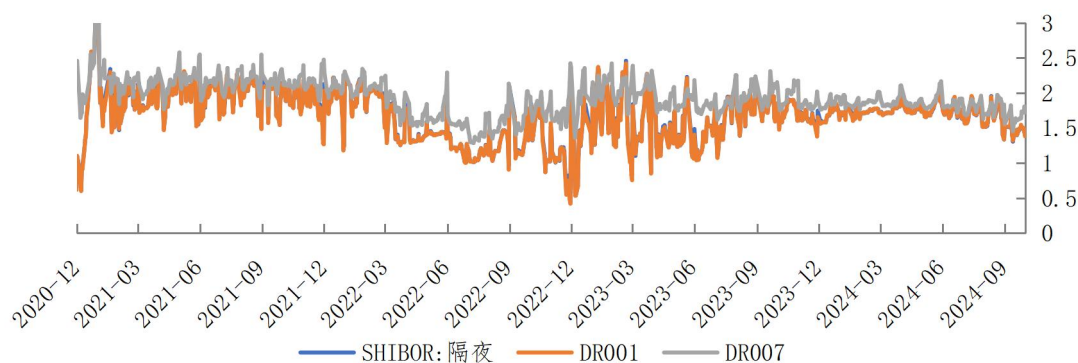
图 1.10：国债、逆回购（%）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

2024 年 9 月末，SHIBOR¹¹隔夜利率 1.51%，DR001¹²利率 1.52%，DR007 利率 1.56%。第三季度 DR007 的中枢为 1.78%，较前一季度下降了 19BP；从走势来看，第三季度 DR007 在 1.56%和 1.97%之间小幅震荡，最大振幅为 35BP，低于前一季度 39BP 的振幅。

图 1.11：SHIBOR、DR001、DR007 走势



数据来源：Wind，中诚信分析整理

¹¹SHIBOR：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。

¹²DR001、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。

二、宏观政策相关情况

（一）9.24 金融支持高质量发展新闻发布会——第一波增量政策的五大关注点

9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办发布会上宣布“一揽子政策”。一是降低存款准备金率 and 政策利率。近期将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。二是降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点；统一首套房、二套房的房贷最低首付比例，将后者由当前的25%下调到15%等。三是创设两项新的货币政策工具。创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款两项货币政策工具，支持股票市场稳定发展。

政策解读：

上述会议释放了财政政策积极信号，有助于提振信心、稳定预期，在“强政策”合力下预计经济基本面有望企稳：

第一，经济承压下降准降息具有必要性，美联储降息也为本次操作打开空间。从近期经济数据看，8月宏观经济数据较7月边际走弱，需求疲弱对于生产的拖累延续显现，并且拖累幅度有所加大。从需求端看，基础设施建设投资增速边际走低，8月基础设施投资（不含电力）累计同比增长4.4%，较前值走低0.5个百分点；房地产开发投资跌幅尚未收窄，8月房地产开发投资累计同比下降10.2%，房地产市场的深度调整仍在延续；第三产业固定资产投资增速连续3个月为负，且跌幅扩大；社会消费品零售总额增速未能延续7月份的改善态势，商品零售同比增速再次降至2%以下。从供给看，8月工业增加值较7月回落0.6个百分点，终端消费对于生产端的拖累或在加大；在此背景下，四季度“保五”的压力较大。从价格水平看，8月PPI当月同比跌幅有所扩大，较前值扩大1个百分点至-1.8%，CPI同比增速较前值回升0.1个百分点至0.6%，仍处于历史较低水平，价格水平持续低位。在经济修复承压背景下，支持性货币政策仍需继续发力，为实体经济

复苏提供适宜的金融环境，此时降准降息具有一定必要性。此外，8 月以来，英国、加拿大、欧洲央行等相继降息，全球货币政策转向宽松；9 月美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调为 4.75%至 5%，即降息 50 个基点，这是美联储自 2020 年 3 月以来的首次降息，为我国货币政策进一步宽松提供了一定空间，此时降准降息或是较为合适的窗口期。

第二，超预期降息释放积极政策信号，进一步推动实体融资成本下行。此前市场普遍预期降准即将落地，此次宣布降准 50BP 且下调 OMO 利率 20BP，降息幅度为 2021 年以来最大降幅，超出市场预期，释放积极政策信号，有利于提振市场信心，进一步刺激实体融资需求，并继续降低企业和居民融资成本。从金融数据看，8 月社融增加 3.03 万亿元，同比少增 902 亿元；社融存量增速为 8.1%，较上月回落 0.1 个百分点，同比下行 0.9 个百分点，“信贷拖累新增社融，政府债券支撑新增社融”格局持续，实体融资需求低迷态势依然延续，此时降准降息释放积极政策信号，有利于提振市场信心，刺激实体融资需求。同时，此前央行在 8 月金融数据解读中表示，将“进一步降低企业融资和居民信贷成本，保持流动性合理充裕”，房地产、地方化债、重点领域风险化解仍需低利率环境配合，降成本或仍是央行货币政策操作的重要目标。但从银行净息差来看，二季度商业银行净息差为 1.54%，远低于“《金融机构合格审慎评估标准（2023 年版）》净息差 $\geq 1.80\%$ 时，该项考核可得 100 分”的标准，商业银行仍面临的一定的净息差压力，实体融资成本继续下降或存在一定的堵点。此次 OMO 利率下降后，将会带动 MLF 利率下调大概在 0.3 个百分点，LPR、存款利率等也将随之下行 0.2 到 0.25 个百分点，有利于降低银行负债成本，进一步推动企业和居民资金成本下行。

第三，降准释放万亿长期资金，有助于缓解银行资金压力，平抑后续增量政策可能带来的流动性波动。4 月监管打击“手工补息”以来，银行存款搬家现象明显，银行缺负债压力逐步显现，4-8 月银行新增存款为 1.64 万亿元，较去年同期下降超 3 万亿元；同时，从资金利率看，DR007 和 R007 利差有所收窄，二季度利差较一季度收窄 19.25BP 至 6.66BP，7-8 月利差月度均值仍保持在 6.6BP、9.1BP 的低位，叠加近期同业存单利率有所上行，一定程度上也反映出银行存款向理财等非银机构流动，银行面临一定的缺负债压力，此次降准 0.5 个百分点、

释放长期资金约万亿元，为银行提供了长期稳定的资金来源，有利于缓解存款搬家而带来的负债压力。同时，截至 8 月底新增专项债完成 66%，后续地方债仍有一定供给压力，或对银行间流动性形成一定扰动；7 月政治局会议表示，“宏观政策要持续用力、更加给力”“要加强逆周期调节”“及早储备并适时推出一批增量政策举措”等，后续（准）财政政策也有望继续发力，年内或仍调整预算赤字率、增发特别国债、增加政策性金融工具等可能性，此时宣布降准、并视时进一步再下调 0.25-0.5 个百分点，也有利于平抑财政政策发力带来的流动性扰动。

第四，调降存量房贷利率和统一首付比例，释放稳楼市稳预期信号。在房贷方面，央行宣布将降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。近两年央行推动商业银行有序降低存量房贷利率，而部分存量贷款利率受制于加点等，利率下降幅度有限，在新发放贷款利率减点幅度扩大的情况下，新老房贷利率差异较大，尤其是北上广深等一线城市。此次央行拟指导将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。这有利于进一步降低借款人房贷利息支出，减轻资金压力，对促进消费和投资有一定支撑作用；同时也有利于减少提前还贷行为，缓和银行资产端和盈利面临的压力。银行同时还宣布统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%，进一步降低改善性需求的购房门槛，向改善性住房需求释放政策暖意，有利于加快释放潜在购房需求。整体来看，此次央行再次释放稳楼市、稳预期的积极信号，或有助于提振市场情绪、推动房地产市场行情改善；同时有利于引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债表，规范住房信贷市场秩序。

第五，创设新货币政策工具，提升资本市场流动性，有望带动盘活存量债券资产。值得关注的是，央行提出要创设两项新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，这也是央行第一次创新结构性货币政策工具支持资本市场。其中，央行提出创设的证券、基金、保险公司互换便利这一工具，可以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，通过这项工具所获取的资金用于投资股票市场。互换便利首期操作规模为 5000 亿元，未来将视情况扩大规模。一方面，新的货币政策工具有望促进机构资金获取能力的提升，以债券作为抵押资产将有助于盘活存量债券流动性。通过与央行

“以券换券”，非银机构可以获得更高质量和更高流动性的资产，央行也通过互换便利创设直达非银机构的投放渠道，也有助于提高相关机构的资金获取能力。这也体现了央行对资本市场的呵护，有着较强的信号意义，有助于促进相关机构加大投资、提高资本市场的活跃程度。目前央行尚未明确可以抵押的债券范围等操作细则，不排除会将中高等级信用债纳入其中，这或盘活存量债券，拓展信用债的应用场景，对符合条件的信用债需求有一定支撑。另一方面，也有助于加强股债联动，通过创新型工具推动机构融资方式的多元化程度，加大各类证券在融资中的应用，助力提升资本市场效能、助力经济的高质量发展。

（二）10.12 财政部新闻发布会——增量财政政策的六大关注点

10月12日，财政部部长蓝佛安在国新办发布会上宣布将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措。一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，有利于提升国有大行风险防御和信贷投放能力。三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。四是加大对重点群体的支持保障力度，惠民生、促消费仍是后续财政政策关注重点。同时，本次会议表示“用足用好各类债务资金”，尤其强调“要研究扩大专项债券使用范围，健全管理机制”，将更好的发挥政府投资带动作用。此外，会议表示将通过采取综合性措施实现收支平衡，完成今年预算目标，并指出中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空。

第一，化债政策及时雨，拟一次性增加较大规模限额置换存量隐性债务，积极缓释流动性风险、为地方发展腾挪空间。发布会强调“加力支持地方化解政府债务风险”，并提出“除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”，为市场释放极大利好。作为即将出台的四项增量财政政策举措之一，新增债务限额具体规模或将在10月全国人大常委会审议通过后披露，同时财政部指出，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施。2015年来我国共进行了三轮较大规模的债务置换，预计本次新增加债务限额规

模或超过前一轮 1.5 万亿特殊再融资债规模，在年内调赤字概率不大的情况下，将以调增专项债限额为主，有助于缓释短期流动性风险、优化政府债务结构、提振市场情绪，助力“一揽子化债”的推进。

第二，发行特别国债补充国有大行核心一级资本，缓解资本补充压力，提升信贷投放能力，也为金融化债提供更多空间。国有大行作为金融体系的重要组成部分，在稳增长、防风险等中需发挥重要作用：一方面通过债务置换展期等助力地方债务风险化解，缓解融资平台短期流动性压力；另一方面，通过持续降低贷款利率，包括企业贷款利率、房贷利率等，为实体经济修复提供良好的金融环境。但银行负债端较为刚性，虽然多次下调存款利率，但在存款长期化等背景下，净息差持续下行，2024 年二季度国有大行净息差仅有 1.46%，叠加监管打击手工补息等，存款搬家现象也较为明显，银行负债面临成本和规模双重压力，或在一定程度上影响内生资本能力。同时，国有大行税收贡献相对较大，且国有大行利润上缴或是财政收入的重要组成部分，若不下调分红率，在净息差持续收窄、利润承压、二永债发行难度加大等背景下，国有大行资本压力或较大，考虑到我国中央政府仍有较大加杠杆空间，通过发行特别国债补充国有大行资本具有一定必要性。

从历史看，我国通过发行特别国债补充银行资本并非首次，早在 1998 年，为应对国内商业银行资产质量恶化，财政部面向工、农、中、建四大行定向发行 2700 亿特别国债，全部用于补充银行资本金，同时央行降准释放资金约 2400 亿，为银行认购国债做准备。此次会议表示发行特别国债用于补充国有大行资本，有利于提高金融系统稳定性，进一步提升国有大行抗风险和信贷投放能力，更好的支持实体经济修复，同时在金融化债持续推进下，也利于保障银行自身经营安全性，为国有大行继续参与融资平台债务置换、展期等提供更多空间。此外，参考历史发行情况并结合“924”国新办发布会央行行长潘功胜讲话，后续或存在进一步降准的可能性，并通过加大国债买卖操作等保持流动性合理充裕。

第三，再提推动房地产市场止跌回稳，通过专项债、税收等手段加快优化存量住房与盘活闲置土地，体现财政发力配合稳地产的重要意图。在财政部拟推出的一揽子有针对性增量政策举措中，房地产相关政策占据重要篇幅，凸显房地产行业平稳运行对当前经济的重要影响。会议坚持“严控增量、优化存量、提高质

量”的原则，提出要“叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳”。具体来看，主要包含三方面内容：**一是允许专项债券用于土地储备。**考虑到当前各地闲置未开发的土地相对较多，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。此前自然资源部已经发文明确，对于收回收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持。本次财政部进一步明确允许专项债用于土地储备，既有助于调节土地市场的供需关系，减少闲置土地，增强对土地供给的调控能力，又有利于缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力。**二是支持收购存量房，优化保障性住房供给。**一方面，用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房；另一方面，继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。此前，用于收储的资金来源主要是央行 3000 亿元保障性住房再贷款，本次财政部明确地方政府专项债和保障性安居工程补助资金可用于收购存量商品房、消化存量房，引导更多资金用于收储，既能有效消化存量商品房，加大“去库存”力度，又能优化保障房供给，满足广大中低收入人群的住房需求。**三是及时优化完善相关税收政策。**财政部正在抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，细则仍需明确，通过税收政策调整降低居民购房

第四，加大对重点群体的支持保障力度，将促消费与惠民生相结合。发布会提出，要加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。今年以来我国以更大力度支持基本民生保障，各级财政严控一般性支出，腾出资金用于保基本民生、保工资、保运转（后文称“三保”）和重点领域支出。发布会提出，当前我国基层“三保”呈现总体平稳、局部偏紧的态势，局部地区受财政收入增长放缓、土地出让收入下滑以及地方政府债务负担等影响，“三保”压力增大。后续将积极构建长效机制，筑牢兜实基层“三保”底线，发布会提出了五条具体措施，可以归纳为三个方面：**一是加强“三保”支出、增强地方财力，**将持续加大中央对地方财力性转移支付力度，拓展地方税源、适当扩大地方税收管理权限，补充和支撑地方财力。**二是完善相关管理机制，**压实各方责任、强化库款

调度、加强动态监测，优先满足“三保”支出需要。三是通过增量化债措施缓解地方债务压力，为地方腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层“三保”。

第五，专项债用途进一步扩围，允许用于土储、收购存量房及化债，并强调健全管理机制，更好发挥政府投资带动作用。本次发布会明确专项债用途扩围，可用于收购存量住房用于保障性住房，以及化解存量政府投资项目债务，前者有助于促进房地产市场止跌回稳、减轻房企现金流压力，后者有助于缓解旧项目续建或结算资金不足问题。同时财政部提出，“要研究扩大专项债券使用范围，健全管理机制，保持政府投资力度和节奏，合理降低融资成本，切实推动高质量发展”。具体包括三点：1、扩范围。财政部提出“研究完善专项债券投向清单管理，增加用作项目资本金的领域”，后续需进一步优化并合理拓宽专项债支持范围，可交由地方自主选择需要放开的领域，也可研究“负面清单”管理模式。同时，逐步放开专项债可用作资本金的投向领域限制，建议先和专项债的募投领域打通、各领域专项债均可用作项目资本金，而后再继续放开限制，赋予地方决定权，由地方自主判定和选择适宜领域或项目，更加精准有效地发挥政府投资带动作用。此外，财政部还提出“用好专项债券支持收购存量商品房用作保障性住房”“合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施”，我们此前就提出，当前我国广义基础设施建设仍有较大空间，经济转型发展中的重点领域仍需地方政府债券加大支持，如新型城镇化、以数字经济为代表的新基建领域等，后续可进一步向这些领域倾斜。2、强机制。财政部提出，研究完善项目管理机制，打通在建项目“绿色通道”，推动项目谋划储备和建设实施的有效衔接，10月8日发改委在新闻部发布会上也表示，研究开展项目审核自主权试点，实施续建项目“绿色通道”等，尽快出台优化完善地方政府专项债管理的新举措。我们在此前就提出需优化专项债报批机制、开辟“绿色通道”，伴随相关举措落地专项债项目申报使用全流程效率有望提升，有助于加快专项债发行使用和项目建设进度，加快形成实物工作量，推动稳增长效应及时发挥。3、严管理。其一，完善专项债券“借用管还”全生命周期管理，后续需不断完善专项债项目穿透式监测机制、违规使用处理处罚机制、绩效管理机制，落实、落细常态化监管。其二，财政部提出“健全完善专项债券项目资产台账，分类管理项目资产，确保政府负债和项目资产平

衡”，或表明除负债端管理外，财政部门更加重视资产端的管理，促进政府负债和项目资产平衡，这也与我们此前多次提出的建立完善政府资产负债表的初衷相一致。其三，我们此前多次提出应**加快建立地方政府偿债备付金机制**，并就偿债备付金制度设计提出建议，本次发布会再度强调“探索专项债券提前偿还，研究建立健全偿债备付金制度”，后续可根据项目收益水平、区域财力水平等因素，因地制宜地制定相关规则，同时还可建立相应的约束激励机制。

第六，中国财政仍有韧性，将通过采取综合性措施完成全年预算目标。增量政策未完待续，中央财政仍有较大举债空间及赤字空间，建议视宏观调控需求适时加大“央进”力度。此次会议向市场传递财政政策积极信号，本轮一揽子增量政策中最重要的一块拼图已大致显现，财政、货币、内需等政策的协同发力凸显了当下宏观政策的一致性和针对性，对于当前基本面企稳具有重要意义。本次会议除了短期增量政策明确化解风险提高各市场主体积极性，还明确指出“逆周期调节不仅包括已进入决策程序的政策，还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，预计后续或通过进一步加大政府部门尤其是中央加杠杆力度支持实体经济修复。

我国长期以来对于赤字率的安排较为谨慎，近年来仅 2020 年、2023 年大幅超过 3%，政府部门杠杆率也显著低于美国、日本等海外经济体，而中央政府杠杆率仅 26.2%，这一水平在全球主要经济体中更是显著偏低，无论是财政联邦体系下的美国，还是财政中央集权与地方自治相结合的日本，中央政府杠杆率都超过 100%，教育、卫生、养老等公共支出责任也更多由中央承担。因此，在当前在整体宏观效率有所走低，微观主体扩表意愿不够强烈，地方财政压力进一步加大等背景下，后续我国财政政策的酝酿可进一步加大中央加杠杆力度，提振社会信心、扩大有效需求，同时有利于优化政府债务结构、整体宏观债务成本也会趋于最小化，尤其考虑到目前经济发展与转型涉及到的重大战略及关键领域的项目大多具有较强的外部性，需要中央政府持续发力，也能为地方政府减负，增强地方活力。中央政府加杠杆发力的形式可以是提升狭义的赤字率（包括发行国债、长期建设国债等），也可以通过发行特别国债等提升广义赤字来实现，对于现阶段实际效果而言，考虑到专项债大幅发行但逐步趋于“一般化”，土地财政弱化拖累地方可用财力、基层三保压力逐步凸显等情况，建议优先考虑调升预算赤字，

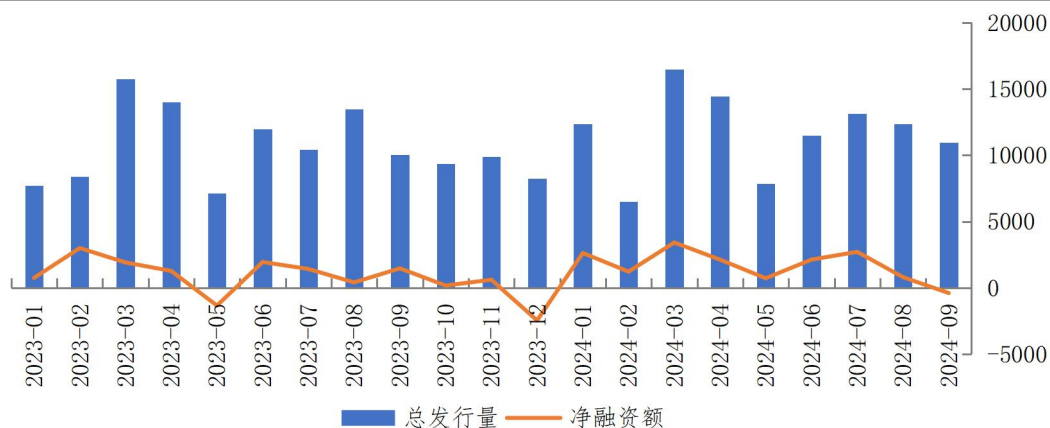
提升国债及一般债占比，用于基建、消费、化债、补充银行资本金等。根据中诚信国际测算，若 2025 年预算赤字率上升至 3.8%，或增加政府部门杠杆率约 1.5 个百分点，叠加本轮拟增发的大规模债务置换额度、特别国债额度，以及明年常规新增专项债、超长期特别国债额度，明年底我国政府部门杠杆率或增加 6-7 个百分点至 67.4% 左右，但仍低于全球主要经济体及发展中国家水平，风险整体可控。

第二部分 全国信用债市场概况

一、信用债发行情况

2024年三季度，城投债在发行审核趋严和高到期压力下融资同比收缩，但产业债对信用债发行形成支撑，带动整体信用债发行规模上升。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3,944只，募集资金3.65万亿元，同比增长7.48%，环比增长7.95%。净融资方面，净流入3,110.34亿元，较二季度环比下降37.33%。月度发行方面，7月、8月净融资为正，9月净融资额转负。

图 2.1：全国信用债月度净融资（亿元）

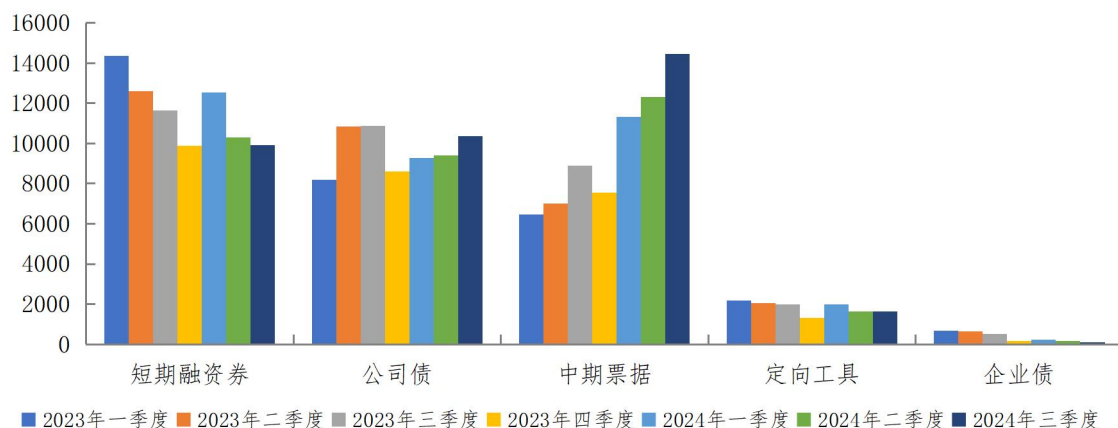


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行券种来看，三季度各券种发行量环比涨跌不一，其中中期票据、公司债和定向工具发行量环比分别增加17.52%、10.26%和0.55%，短期融资券、企业债发行量下行，环比分别下降3.69%、40.21%。各品种中仅中期票据发行量同比分别增加62.71%，短期融资券、公司债、定向工具、企业债同比均下降，分别下降14.84%、4.69%、16.89%和81.77%。相比2024年二季度，三季度中期票据占比增加3.23个百分点，公司债占比增加0.6个百分点，定向工具占比下降0.33个百分点，企业债占比下降0.21个百分点，短期融资券占比下降3.28个百分点，债券发行短期化趋势继续减缓。

图 2.2：2024年三季度全国信用债发行券种（亿元）

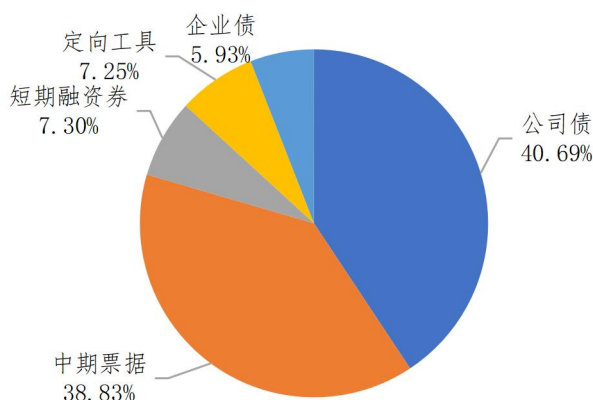
图 2.2：2024 年三季度全国信用债发行券种（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

截至 2024 年 9 月末，全国信用债存量规模为 28.07 万亿元，其中公司债占比最高 40.69%，其次为中期票据占比 38.83%。《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后，企业债发行规模呈显著下降趋势，截至 2024 年 9 月末，企业债在存量信用债中的占比为 5.93%。近年来企业债呈现审批严格，规模逐渐缩小的趋势，从三季度发行情况来看，企业债占信用债总发行额的比重 0.26%，环比减少 0.21 个百分点，发行规模同比减少八成以上。此外，企业债发行人以城投平台为主，城投债占比超过 80%，同时城投企业债集中于北京、广东、山东、四川四省，合计占比超 80%，此变化对其他省份影响或相对有限。

图 2.3：2024 年 9 月末全国信用债存量情况

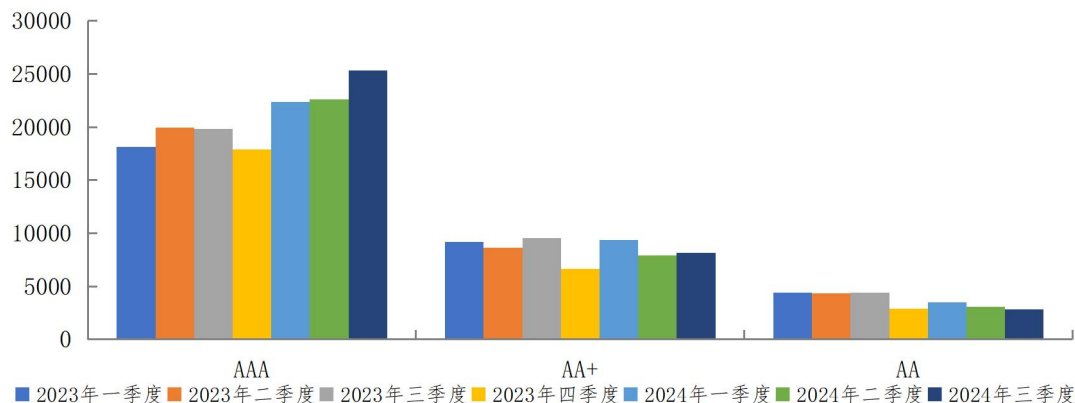


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，三季度信用债各级别发行规模环比涨跌不一，发行主力仍为

AAA 级主体，发行规模同、环比分别增长 11.93%、27.92%；AA+级主体同比下降 14.31%、环比增长 2.99%，AA 级主体同、环比分别下降 35.81%、8.29%。

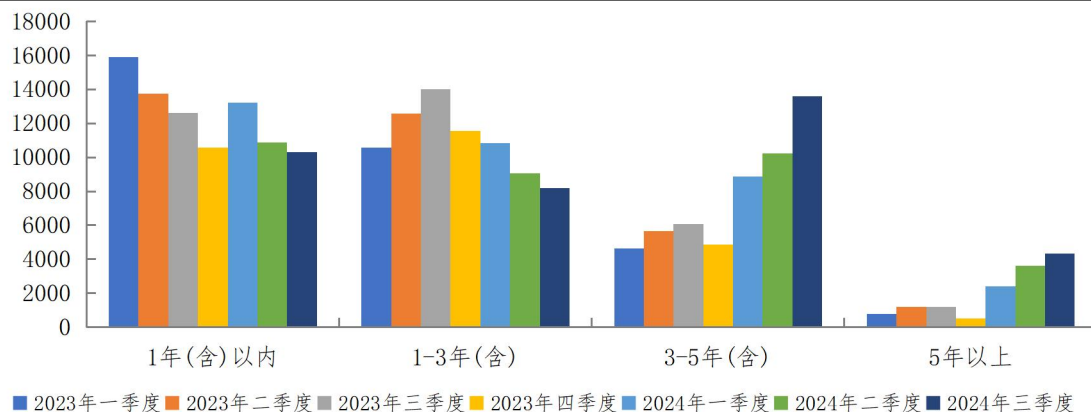
图 2.4：2024 年三季度全国信用债发行主体评级（亿元）



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，三季度信用债发行中 3 年期及以内的占比 50.78%，较二季度减少 8.16 个百分点，其中，1 年期（含）以内发行占比 28.28%，环比减少 3.86 个百分点。3-5 年（含）期发行占比 37.32%，环比增加 6.97 个百分点，5 年期以上发行占比 11.90%，环比增加 1.19 个百分点、同比增加 8.4 个百分点，发债短期化趋势显著减弱。

图 2.5：2024 年三季度全国信用债发行期限（亿元）

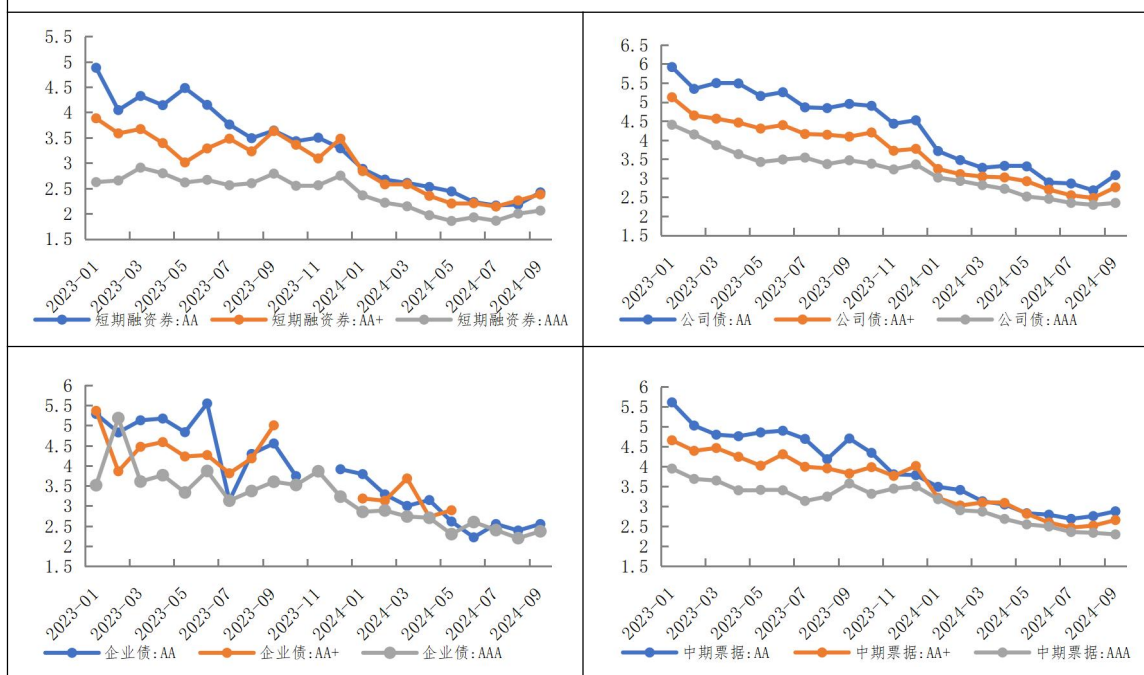


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行利率来看，三季度信用债不同等级发行利率走势有所回升。从月度来看，7 月，不同等级信用债平均发行利率普遍下行。具体来看，除 AAA 级企业债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 20BP。8 月，不同等级信用债平均发行利率多数上行。具体来看，AA、AA+ 和 AAA 级公司债发行利率较前一月下行 5-18BP，AA 和 AAA 级企业债发行利率较前一月下行 16-20BP，AAA 级中票发行利率较前一月下行 2BP，其他各等级信用债发行利率较上月有所回升。9 月，多数品种信用债平均发行利率上行。具体来看，除 AAA 等级中票发行利率较前一月下行 4BP 以外，其余各等级各品种信用债平均发行利率均上行。

图 2.6：2023 年以来全国信用债月度加权发行利率（%）

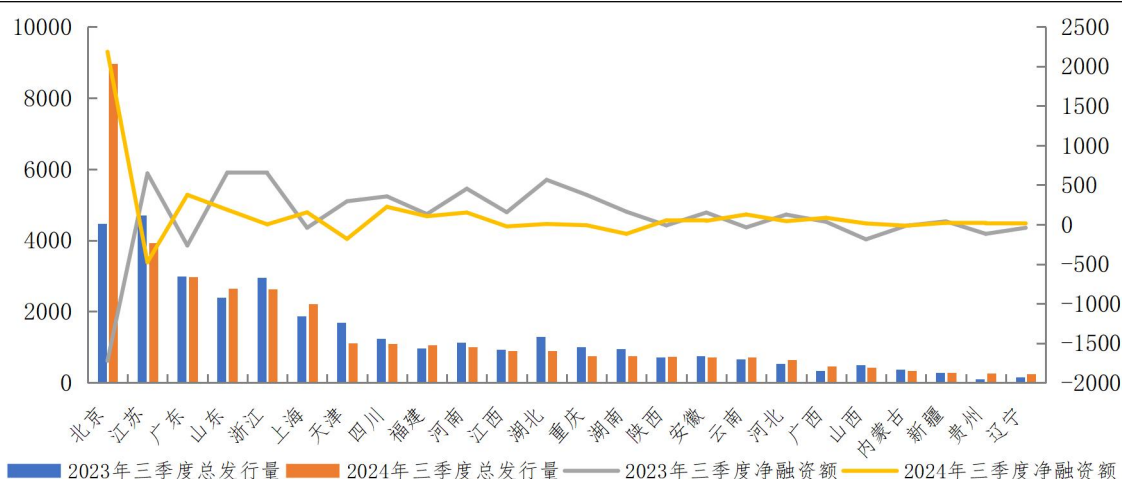


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从区域来看，三季度北京、江苏、广东、山东、浙江和上海地区信用债发行规模相对较高，均超过 2,000 亿元。净融资方面，多数地区净融资为正，北京和广东净融资规模在 300 亿元以上，四川、山东、上海、河南、云南、福建净融资为正，且净融资规模在 100 亿元以上，湖南、天津和江苏净融资规模在-60 亿元及以下。

图 2.7：2024 年三季度各省信用债发行情况（亿元）

图 2.7：2024 年三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：2024 年三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 年三季度，“一揽子化债”的多项细化政策及具体化债手段持续调整及完善，债务“控增化存”主基调延续，城投债刚兑预期进一步加强。但在收入端下滑掣肘下，地方财政收支矛盾进一步凸显，同时债务总量仍很大，地方仍面临严峻的还本付息压力，各地债务化解进度出现明显分化，“控增化存”仍是行业监管主基调。第三季度，城投债发行规模、净融资额同、环比均呈下降趋势。三季度城投债发行总额 1.51 万亿元，同比下降 19.94%、环比回升 3.03%。净融资方面，三季度城投债净融资额-1,161.2 亿元，同比下降 125.5%（净融资由正转负）、环比净偿还增加 533.6%，净融出规模扩大趋势明显。三季度城投债比全部信用债净融资规模低 4,271.54 亿元，而去年同期比全部信用债净融资规模高出 1,276.54 亿元，反映三季度城投债净融资水平低于产业债，产业债净融资是三季度信用债净融资恢复的主要动力。月度发行方面，8 月发行规模最高，发行量达 5,447.49 亿元；月度净融资额来看，仅 7 月为净融入，为 538.49 亿元，8 月、9 月为净融出，分别为-309.31 亿元、-1390.39 亿元。

图 2.8：全国城投债月度净融资（亿元）

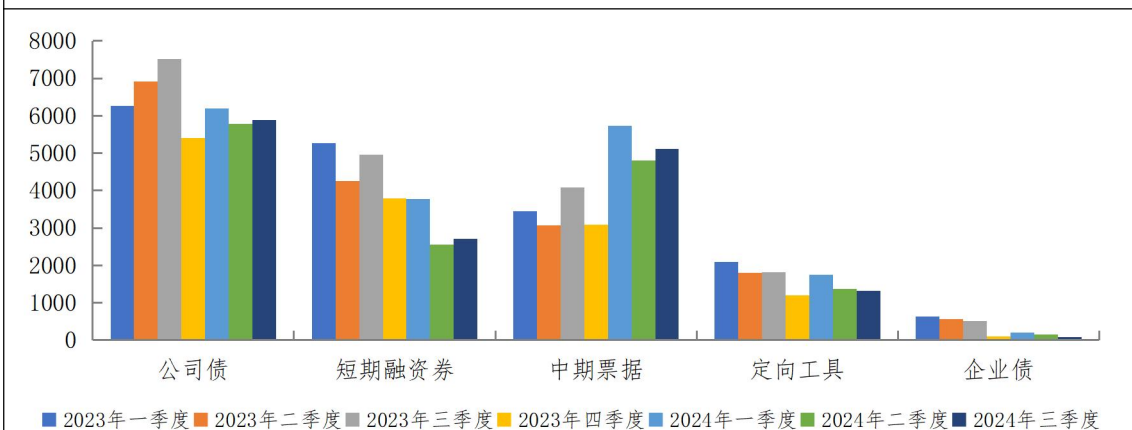
图 2.8：全国城投债月度净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行券种来看，三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72.77%，环比增加0.54个百分点。

图 2.9：2024 年三季度全国城投债发行券种（亿元）

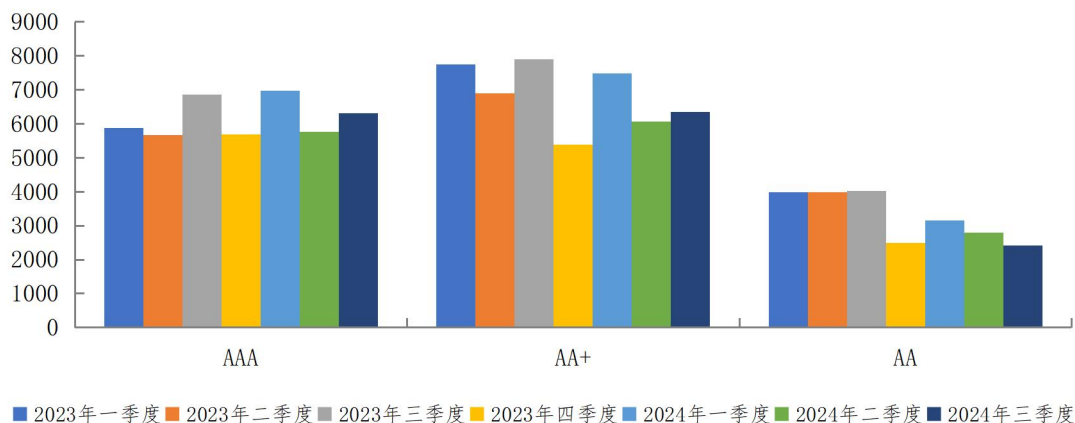


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，AA+和AA级别的城投企业净融资缩量最为明显，或成为带来城投债缩量的最大因素。AAA级、AA+级、AA级主体同比分别减少8.01%、19.53%、39.62%；AAA级和AA+级别城投发行人的发行总额环比分别增加9.32%和4.74%，AA级主体减少12.94%，AA级别城投债净融资缺口继续扩大且仍为各级别主体净融资额表现最弱的类别，弱资质城投企业面临的融资压力较为明显。

图 2.10：2024 年三季度全国城投债发行主体评级（亿元）

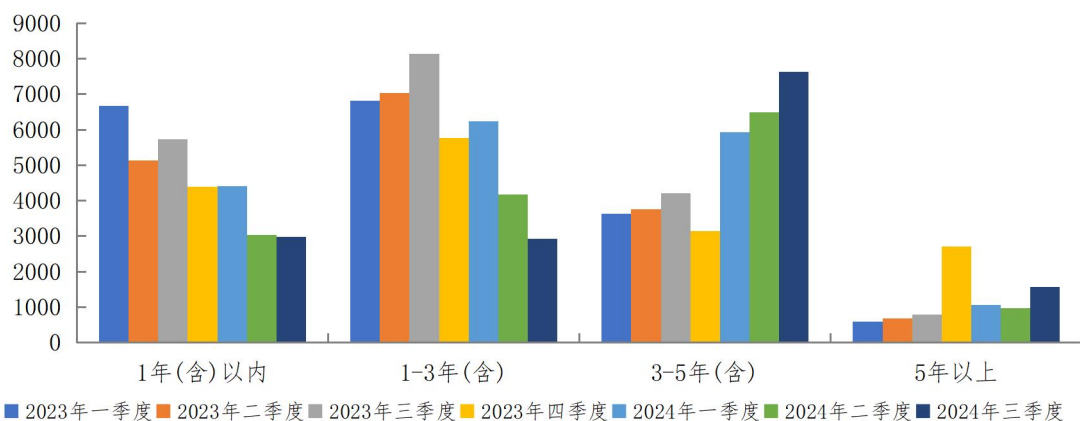
图 2.10：2024 年三季度全国城投债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，三季度城投债发行期限在1年及以内的占比19.69%，同、环比分别减少10.67个百分点、0.95个百分点；3年以上的占比60.90%，同、环比分别增加10.06个百分点、34.35个百分点；相较于二季度，三季度发行短期化趋势继续减弱。城投债发行短期化趋势自2020年开始持续，反映出城投企业借短还长、平滑到期压力的诉求，自去年三季度开始这一趋势有所减缓，3年以上的城投债发行占比持续增加。2024年以来，随着债券收益率的下行，城投企业债券发行期限进一步拉长，三季度超长期信用债券发行量明显增加。

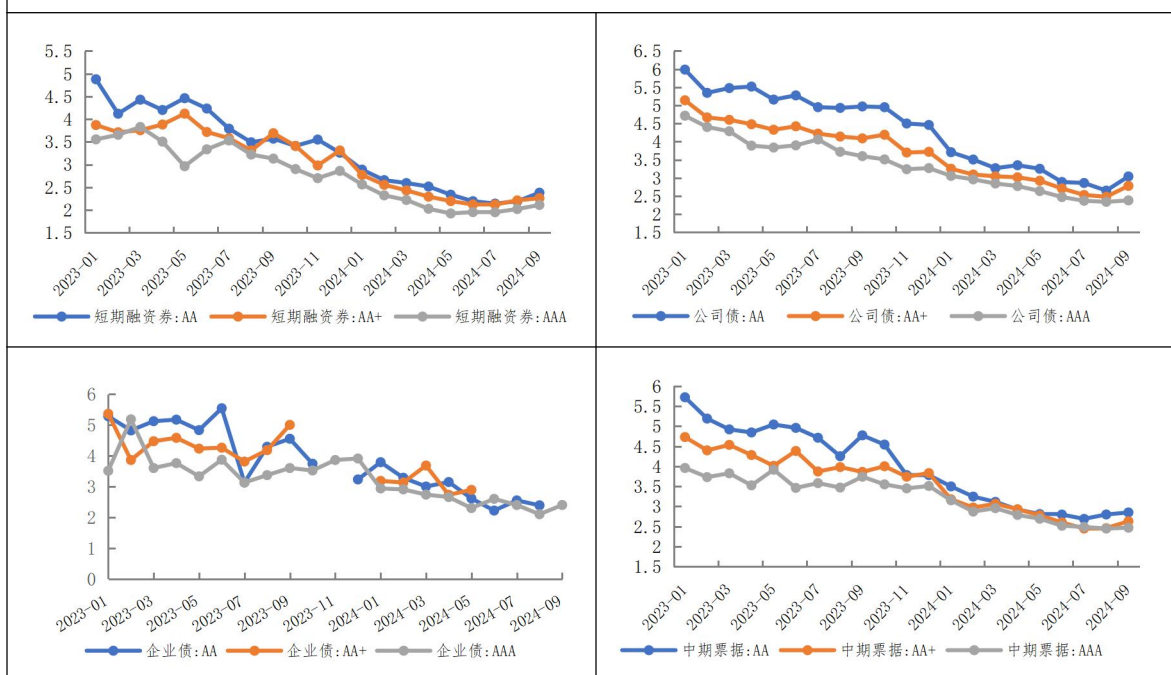
图 2.11：2024 年三季度全国城投债行期限（亿元）



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，三季度城投债发行成本较二季度仍有所下降，但三季度后半段发行成本有所上行，主要体现在存在舆情或经济财政实力偏弱区域、弱资质主体。

图 2.12：2023 年以来全国城投债月度加权发行利率（%）

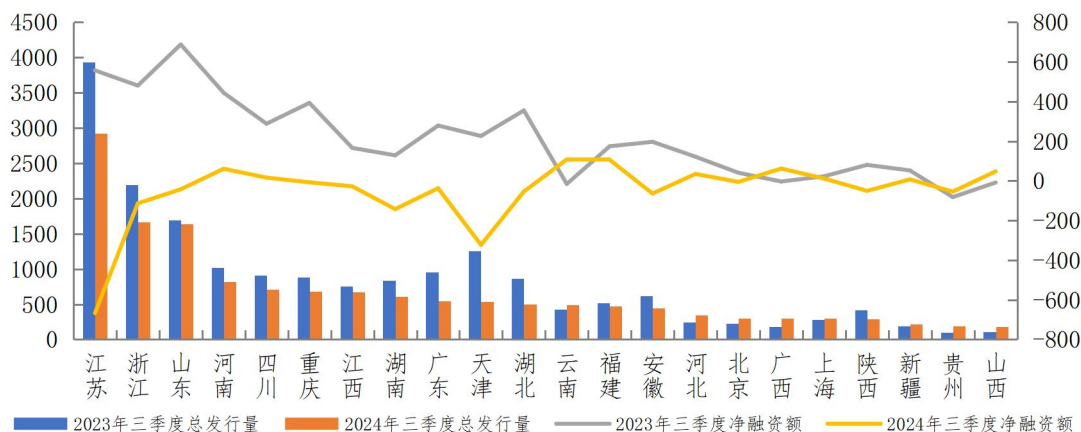


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从区域来看，三季度多数省份城投债发行规模同比有所下降，天津、广东、湖北发行规模下降幅度明显，陕西、安徽、湖南、江苏、浙江、四川、重庆次之。而发行量超过 100 亿元的省份中，贵州、广西、河北、北京、云南、新疆和上海发行规模同比上升。发行规模方面，排名第一的江苏超过 2,900 亿元，超过 1,000 亿元的还有山东、浙江，其他排名靠前的河南、四川、重庆、江西和湖南均超过 600 亿元。净融资方面，发行规模前三位的江苏、山东和浙江净融资均由正转负，分别同比下降 219.69%、123.57%和 106.16%，除云南、广西和贵州以外，其余省份净融资同比均有所下降。第三季度，净融资表现为负的区域较多，除江苏、山东和浙江外，重庆、江西、湖南、广东、天津、湖北、安徽、北京、陕西和贵州净融资均为负。

图 2.13：2024 年三季度各省城投债发行情况（亿元）

图 2.13：2024 年三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

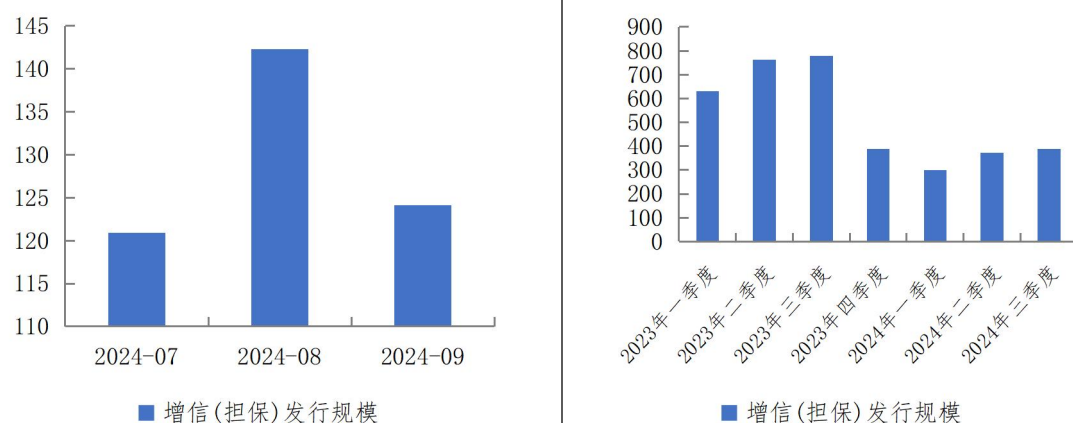
注：2024 年三季度城投债总发行量不足 100 亿元的省级区域未做展示。

三、增信（担保）发行情况

（一）增信（担保）发行规模呈同比下降、环比增加态势

三季度，在全国信用债发行环比略有减少的背景下，专业机构增信（担保）的信用债发行规模趋于上升，总发行规模 387.34 亿元，环比增长 4.3%；但同比下降 50.28%，降幅较大。

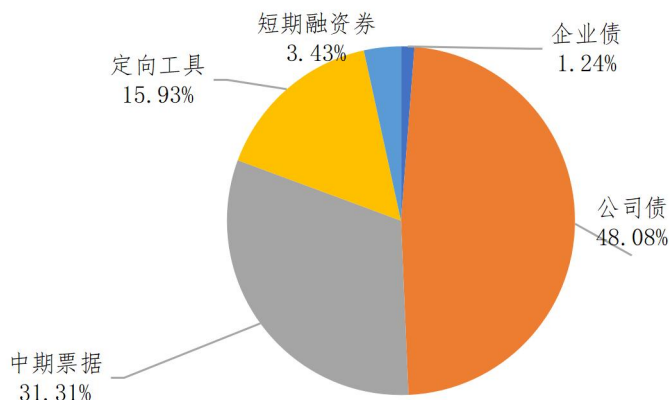
图 2.14：2024 年三季度全国信用债增信（担保）发行规模（亿元）



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）的信用债发行以公司债、中期票据为主，分别占比 48.08%、31.31%。

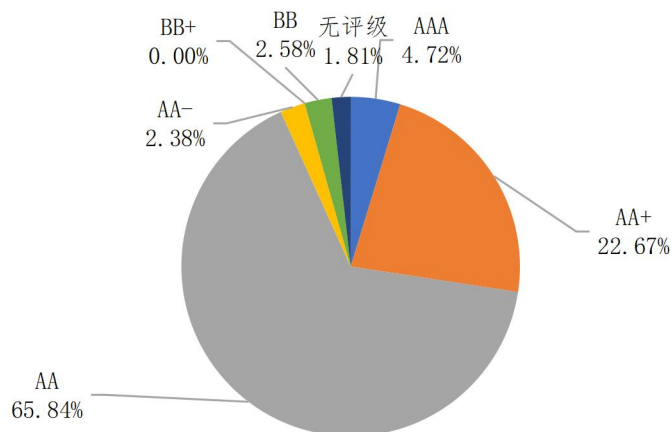
图 2.15：2024 年三季度全国信用债增信（担保）发行券种



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，三季度全国专业机构增信（担保）的信用债发行主体以 AA 评级为主，占比 65.84%，其次是 AA+ 评级占比 22.67%。

图 2.16：2024 年三季度全国信用债增信（担保）发行主体评级

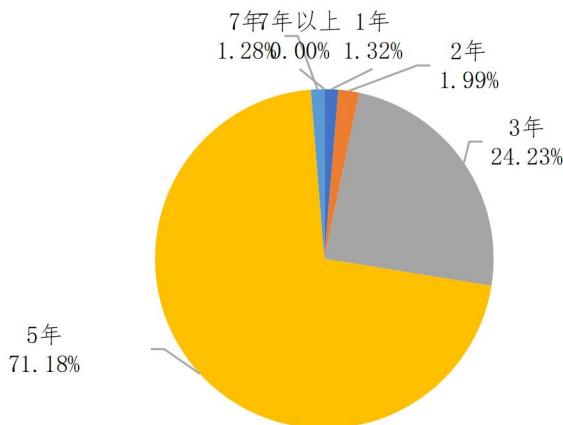


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，三季度全国专业机构增信（担保）的信用债发行以中长期限为主，其中 5 年期占比 71.18%，3 年占比 24.23%，发行期限逐渐长期化。

图 2.17：2024 年三季度全国信用债增信（担保）发行期限

图 2.17：2024 年三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 9 月末，全国共有 55 家专业信用增进和融资担保机构有存续增信（担保）的信用债，其中，专业信用增进机构 11 家、融资担保机构 44 家。从增信（担保）债券的余额来看，前十家机构增信（担保）的债券余额占比有所下降，但仍保持在 60%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 9 月末前十名单与 2024 年 6 月末保持一致，但余额普遍下降。

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	2024 年 6 月末	2024 年 9 月末	增幅%
1	江苏省信用再担保集团有限公司	不变	813.06	761.18	-6.38
2	安徽省信用融资担保集团有限公司	上升	740.63	734.15	-0.87
3	中债信用增进投资股份有限公司	下降	785.95	730.83	-7.01
4	湖北省融资担保集团有限责任公司	下降	757.85	720.56	-4.92
5	天府信用增进股份有限公司	不变	646.74	633.19	-2.10
6	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	不变	550.29	520.51	-5.41
7	中国投融资担保股份有限公司	上升	483.93	469.33	-3.02

序号	企业名称	排名变动	2024 年 6 月末	2024 年 9 月末	增幅%
8	重庆兴农融资担保集团有限公司	下降	493.24	449.15	-8.94
9	四川发展融资担保股份有限公司	不变	320.44	319.34	-0.34
10	中证信用融资担保有限公司	不变	272.63	252.93	-7.23

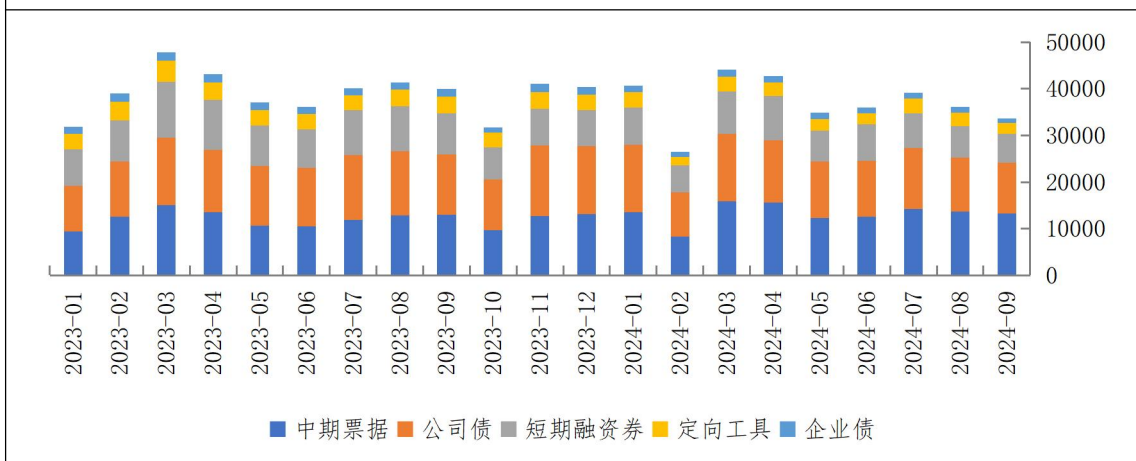
数据来源：Wind，中诚信分析整理

四、信用债市场交易情况

（一）交易活跃度同比、环比均有回落，券种以中票、公司债、短融为主

从成交活跃度来看，2024 年三季度信用债供给同比和环比均有回落，成交总额 10.91 万亿元，同比减少 10.23%，环比减少 3.96%。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 37.79%、32.59% 和 18.65%。月度成交方面，仅 7 月环比上升 9.06%，8 月、9 月同、环比均有所下降。

图 2.18：2023 年以来各类型信用债月度成交情况（亿元）



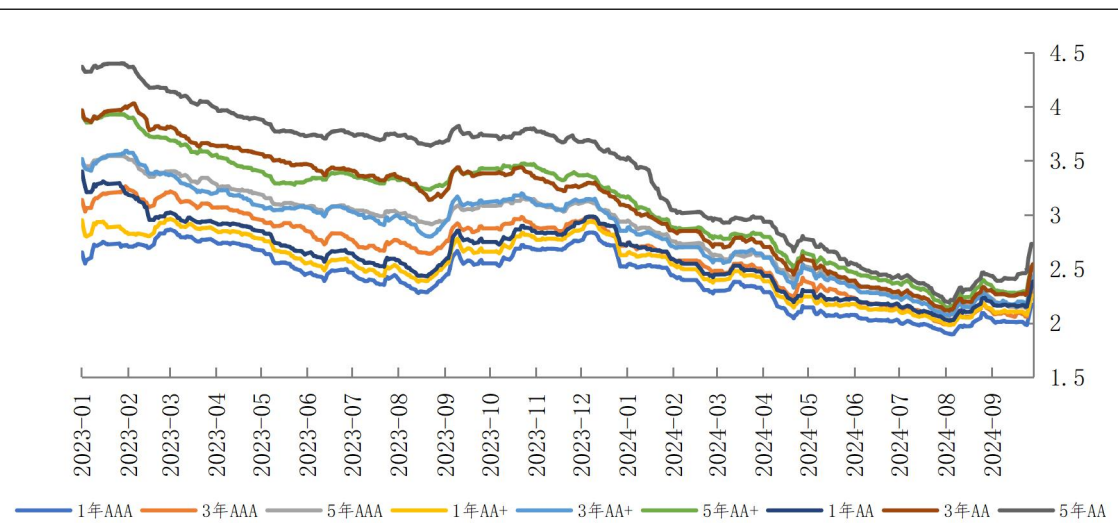
数据来源：Wind，中诚信分析整理

（二）到期收益率普遍下行

从中短期票据到期收益率来看，2024 年三季度债券市场收益率波动回升。三季度看，各等级、各期限的中短票收益率先下行后上行。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。7 月在经济数据不及预期和央行降息利好因素下，债市投资者信心有所提振，资产荒格局延续下信用债收益率持续下行，中短期票据收益率下行幅度在 8-43BP 之间，其中各期限中 AA-级中票下行幅度最大，均超过 35BP，各期限等级信用债收益率普遍降至历史最低水平。8 月债市因监管压力加大、通胀数据超预期上涨及政府债券供给增加等因素影响，收益率普遍上行，随着交易商协会发声稳定市场情绪、资金面缓和，收益率出现一定回落但仍较上月末普遍上行；不同期限等级信用债收益率全面上行，中短期票据收益率上行幅度在 5-30BP 之间，其中 AA 等级中票上行幅度最大，均超过 16BP。9 月收益率先降后升，进入 9 月后，在央行表态降准仍有空间等因素推动下，债券收益率先有所下行，后随着股市行情改善、债券投资受到扰动，债券收益率出现明显调整；不同期限等级信用债收益率全面上行，中短期票据收益率上行幅度在 6-40BP 之间，其中各期限 AA-等级中票上行幅度最大，均超过 29BP。

图 2.19：不同期限不同评级中债中短票到期收益率走势（%）



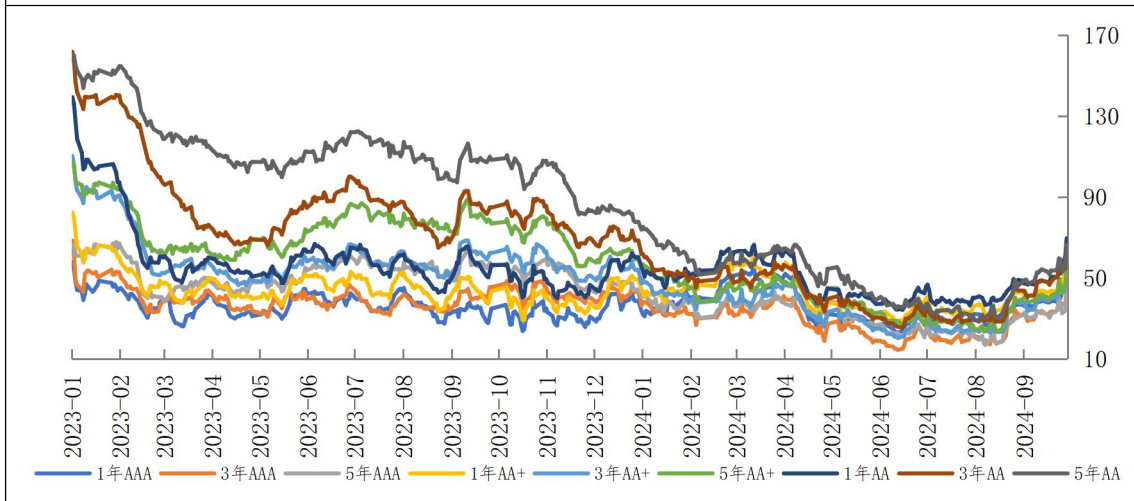
数据来源：Wind，中诚信分析整理

（三）信用利差全面收窄后走势略有分化，整体处于较低水平

从信用利差来看，2024 年三季度信用债交易保持活跃，交易利差小幅收窄后普遍走阔。7 月信用利差普遍收窄，中短期票据除 1 年期中高等级利差小幅走扩外，其他各期限等级信用利差普遍收窄，幅度在 5-33BP 之间，其中 AA-级信用利差收窄幅度相对较大，幅度在 24-33BP 之间；等级间利差方面，等级间利差

多数收窄，其中各期限 AAA 与 AA+级、AA 与 AA-级等级间利差较上月全面收窄，其中由于月内 AA-级收益率大幅下行，AA 与 AA-等级间利差收窄幅度相对较大，幅度最大为 27BP；AA+与 AA 等级间利差多数与上月持平。8 月信用利差全面走扩，中短期票据不同期限等级信用利差均有所走扩，幅度在 4-21BP 之间，其中 AA 级信用利差扩张幅度相对较大，幅度在 9-21BP 之间；等级间利差方面，不同等级间利差走势分化，其中各期限 AAA 与 AA+级、AA+与 AA 级等级间利差较上月多数走扩；而由于月内 AA-级收益率上行幅度较小，AA 与 AA-等级间利差收窄，幅度最大为 17BP。9 月信用利差全面走扩，中短期票据不同期限等级信用利差均有所走扩，幅度在 15-50BP 之间，其中 AA 级信用利差扩张幅度相对较大，幅度在 38-50BP 之间；等级间利差方面，不同等级间利差多数走扩，幅度在 4-15BP 之间，而 1 年和 3 年期 AAA 与 AA+级等级间利差与上月持平。**城投债方面**，三季度利差整体有所上扬，先是小幅收窄后普遍走阔，其中 7 月信用利差有所收窄，8-9 月信用利差普遍上行。受一揽子化债政策影响，城投债投资热度提高，信用级别影响程度有所弱化，三季度不同级别城投债交易利差差异继续缩小。

图 2.20：不同期限不同评级城投债信用利差走势（BP）

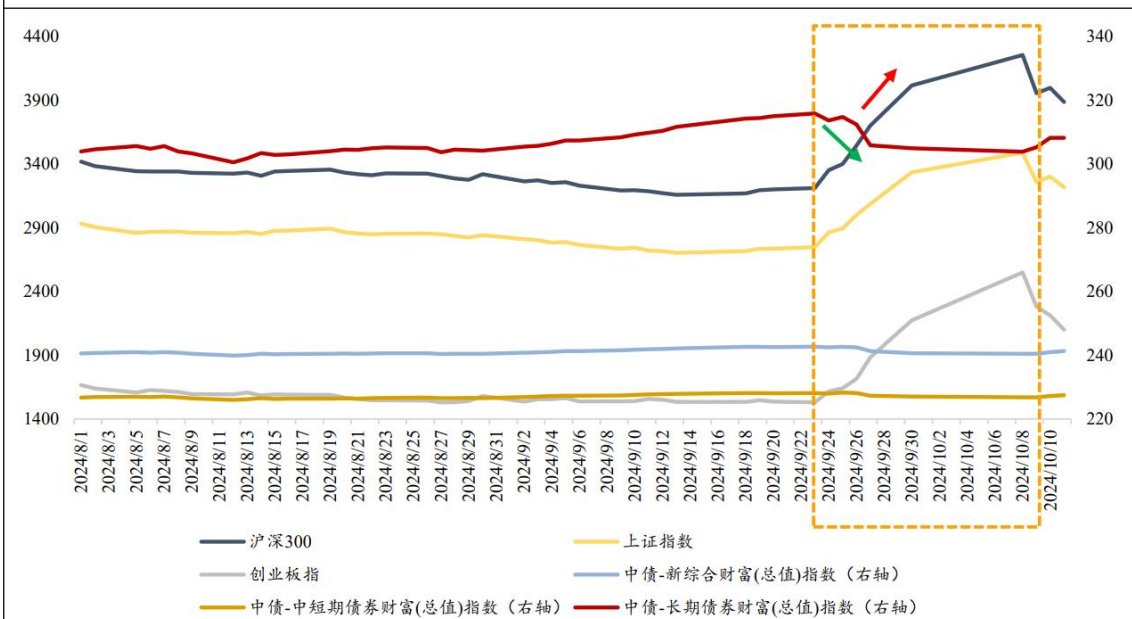


数据来源：Wind，中诚信分析整理

五、近期债市调整情况

自 2024 年 9 月 24 日，国务院新闻办公室举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会，一系列积极政策的出台扭转市场预期，大量资金由债市流向股市，权益市场数据亮眼，而债券市场行情走弱，“股债跷跷板”迹象显现。从具体数据层面分析，权益市场反应迅速，主要指数由 9 月 24 日开始明显走高，并在此后数日直至国庆假期前维持涨势，其中 9 月 30 日权益市场单日涨幅最为显著，上证指数、沪深 300、创业板指涨幅分别达 8.06%、8.46%、15.36%；而债券市场主要指数则在 9 月 24 日当天转为下行，尽管因久期不同而跌幅不同，中债新综合财富指数、中债中短期债券财富指数、中债长期债券财富指数单日跌幅分别为 0.10%、0.07%、0.69%，直至国庆假期之前总体呈现下行趋势，交易情绪受权益市场影响明显走弱。

图 2.21：近期权益市场、债券市场指数走势（单位：点）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

回顾 2020 年以来出现“股债跷跷板”的时期，主要有两次，一是 2020 年 3 月~2021 年 2 月，二是 2022 年 10 月~2023 年 5 月。如果再将这两次时间段的股债情况进行细分，可以再分为三个阶段，其中第二阶段为最明显的“股债跷跷板”阶段。

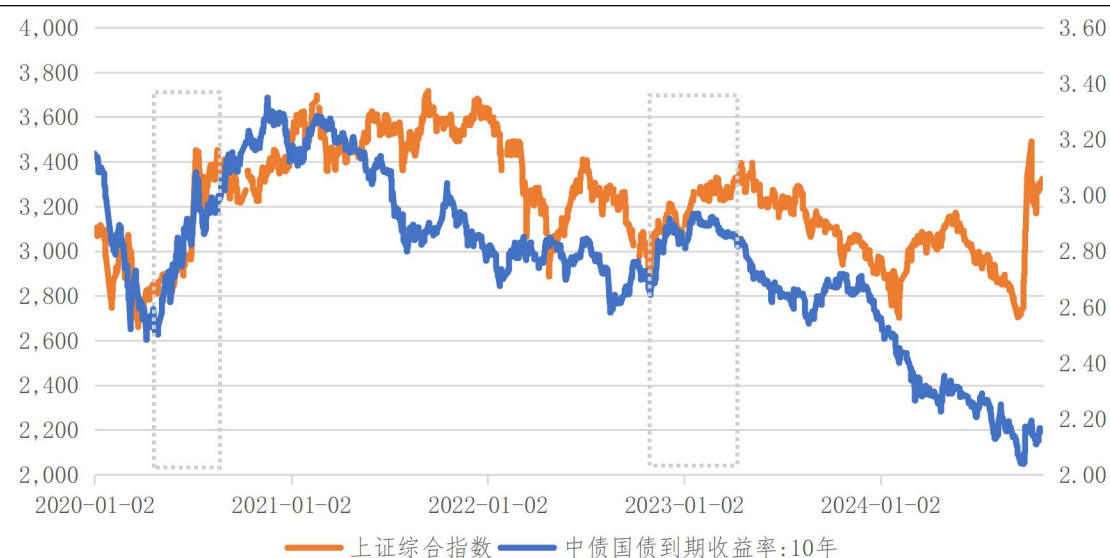
第一次“股债跷跷板”期间：（1）阶段一中上证指数于 2020 年 3 月 23 日

落入最低点 2660.17 点，随后触底反弹，而 10 年期国债收益率的最低点在 2020 年 4 月 8 日出现，为 2.4824%，呈现出“股市先上涨，债市后下跌”的特征；（2）阶段二是 2020 年 4 月 8 日至 2020 年 7 月 9 日，上证指数一路飙升至 3450.59 点，10 年期国债收益率随之上升到 3.0809%，该阶段是“股债跷跷板”效应最明显的阶段，持续时长大约 3 个月；（3）阶段三中股市波动上行，在 2021 年 2 月 19 日到达 3696.17 点，在此期间 10 年期国债收益率在 2020 年 11 月 19 日达到高点 3.3487%。在股市震荡期间，债券收益率依然坚定上涨，并且在拐点上呈现出“债市先上涨，股市后下跌”的特征。本次权益多头市场主要源于 2020 年 3 月，央行采取降准、增加货币供应量等宽松货币政策以修复新冠疫情对于经济的负面影响，政策面利好显著提振投资者对市场经济复苏的信心，股市参与者情绪高涨，资金大量进入股市，推动指数不断攀升。

第二次“股债跷跷板”期间：（1）阶段一中 2022 年 10 月 31 日，上证指数下跌至低点 2893.48 点，随后反弹，10 年期国债收益率在同日达到低点 2.6433%，股市和债市的拐点同日出现；（2）阶段二中 10 年期国债收益率在 2023 年 1 月 20 日上升至本次“股债跷跷板”中的最高点 2.9331%，同日的上证指数为 3264.81 点。与上一次类似，本次“股债跷跷板”最明显的阶段持续时长同样大约为 3 个月；（3）阶段三中上证指数仍然震荡上行，于 2023 年 5 月 8 日达到最高点 3395 点，而此时 10 年期国债收益率已经下行至 2.7484%，和上一次类似，在拐点上“债市先上涨，股市后下跌”。本次权益多头市场同样主要源于多项政策利好措施的密集发布，包括央行持续回笼货币、防疫政策调整优化、房地产供给端政策放松等，股市持续虹吸债市资金并导致债市陷入“净值下跌-赎回-净值再下跌”的大面积赎回潮，债市波动被动放大、收益率快速上行。

图 2.22：上证指数和 10Y 国债收益率间的“股债跷跷板”（单位：点、%）

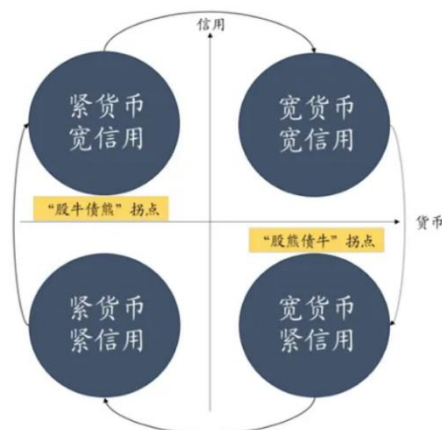
图 2.22：上证指数和 10Y 国债收益率间的“股债跷跷板”（单位：点、%）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

通过回顾上述两轮“股债跷跷板”时期的资产表现可以发现两个规律：（1）“股债跷跷板”最明显阶段的持续时间均大约为 3 个月；（2）从调整的拐点来看，在转向股票上涨，债券下跌，即“股牛债熊”时期时，股票通常先上涨，而后债券再出现下跌。反之，当转向“股熊债牛”时期时，债券通常先上涨，而后股票再下跌。针对其中的第二点规律，可以嵌套着“货币信用周期”理解。通常而言，伴随着实体经济的起伏，相关部门会随之调整政策，最基础的便是货币政策和财政政策，从而形成了“货币信用周期”。当经济较弱时，央行会采取宽松的货币政策，但由于实体经济融资需求不强，形成了“宽货币+紧信用”的组合。随后由于宽松货币政策带来的利率低位，令融资需求回升，周期切换到“宽货币+宽信用”的阶段。当出现这一现象时，央行为了防止经济过热，会收紧货币政策，进入到“紧货币+宽信用”，最后紧缩由货币传导到信用。进入“紧货币+紧信用”，至此一轮完整的“货币信用周期”结束。“股牛债熊”的拐点通常出现在“紧货币+宽信用”阶段，“股熊债牛”的拐点出现在“宽货币+紧信用”阶段。一方面，债券对于流动性的变动更加敏感，因此对于“宽货币”的感知更明显，在“股熊债牛”的拐点上切换更快。另一方面，债券更加忠实于基本面，在“股牛债熊”的拐点上需要更多确实进入“宽信用”阶段的数据验证，因此收益率上行将较股指上行更加滞后。

图 2.23：货币信用周期与股债拐点图示



数据来源：公开市场，中诚信分析整理

这两个拐点规律在两轮“股债跷跷板”中均有所体现，但在“股牛债熊”后续的走势上出现了分化。（1）“股熊债牛”拐点：第一轮中“股熊债牛”的利率向下拐点出现在 2020 年末，彼时为了应对永煤违约事件，央行加大了在公开市场上 MLF 的投放量，对于流动性变化反应更明显的债券收益率率先向下，而上证指数则在 2021 年初才从上行转为震荡。第二轮中“股熊债牛”的利率向下拐点在 2023 年 1 月，流动性保持宽松，银行间质押式回购的成交量开始从每日 4 万亿元左右的低位攀升，而上证指数直到 2023 年 5 月才转为下行。（2）“股牛债熊”拐点：第一轮中“股牛债熊”的上证指数上行拐点出现在 2020 年 3 月，在经历了 2 月的疫情高峰后，新增确诊病例逐步平稳，股票市场率先反应，在 3 月 23 日触底反弹，而债券市场则在 4 月初等来了超预期的社融和进出口数据，以及短期内最后一项宽松货币政策（降准）在 4 月 7 日的落地后，在 4 月 8 日走出了利多出尽的逻辑，进入熊市拐点，随后“宽信用”也通过社融存量同比的上行得到了验证，因此利率上行一直延续到 2020 年末，长达 9 个月。第二轮中“股牛债熊”的上证指数上行拐点出现在 2022 年 10 月，伴随着防疫政策和房地产政策的双重优化，市场风险偏好抬升，存在“宽信用”的预期，同时出现了理财产品的“负反馈”。但随着社融存量同比的持续下行，债券的交易逻辑回归基本面，这一轮的债券熊市仅仅持续了约 3 个月。正是由于股和债在拐点上所存在的时滞，在转向“股牛债熊”和“股熊债牛”时，均会有大约一段“股债双牛”的时期，特别是转向“股熊债牛”的跷跷板阶段时，这一时期将有 3-4 个月。

展望后市：从 9 月末开始，资本市场主要呈现的是“股债跷跷板”的“股牛

债熊”阶段，根据此前两次经验，需要验证是否实现“宽信用”，这决定了“股牛债熊”阶段的长短，从而决定了何时将切换到“股熊债牛”阶段，并且可以抓住切换前的3-4个月的“股债双牛”期。从目前的数据来看，我们预计此次“股债跷跷板”的特点类似于2022年末，将持续3个月左右，而后进入到对股票和债券均有利的时期。

六、债券市场违约总结

债券违约方面，2024年三季度债券市场共有红星控股、西安建工、中静新华资管、世茂建设、上实融资、当代科技、当代产业、哈尔滨工新科技、宝龙实业、泛海控股、岭南股份、蓝盾信安、福晟集团、荣盛房地产、奥园集团等15家主体违约，大多仍为此前已出现过债券展期或违约的主体，主要为房地产产业链企业，主要是行业融资环境收紧、经营业绩恶化、业务扩张激进、陷入债务危机及经营危机，巨额债务逾期未偿还等。其中，西安建工集团为国企，主营业务为工程施工，客户以中小房企和西北地区政府相关部门为主，2023年因业务收缩，施工收入同比大幅下滑六成以上，经营获现能力急剧恶化，同时授信缩减，外部融资渠道近乎断裂，回款压力持续增大，最终发生债券实质违约。

债券展期方面，厦门中骏、亿利洁能、杉杉集团、启迪环境、雅居乐、福建星远置业、上实融资、宝龙实业、山东三星集团、太阳鸟控股、旭辉集团、益田集团等12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，偿债能力承压。其他主体展期原因包括业务转型进展受阻、经营情况较差导致主营业务收入减少、短期债务压力较重等。

三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年三季度河南省信用债总共发行137只，募集资金1,004.61亿元，同比增速-11.82%，低于全国的7.48%。净融资方面，三季度河南省信用债净融资额151.05亿元，同比减少67.04%，从月度来看，7、8月为净流入，9月为净流出。

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，三季度河南省信用债发行以公司债、中期票据为主，分别占比42.11%、30.70%，短期融资券发行占比10.11%，同比下降4.33个百分点，未发行企业债。

图 3.2：2024年三季度河南省信用债发行券种（亿元）

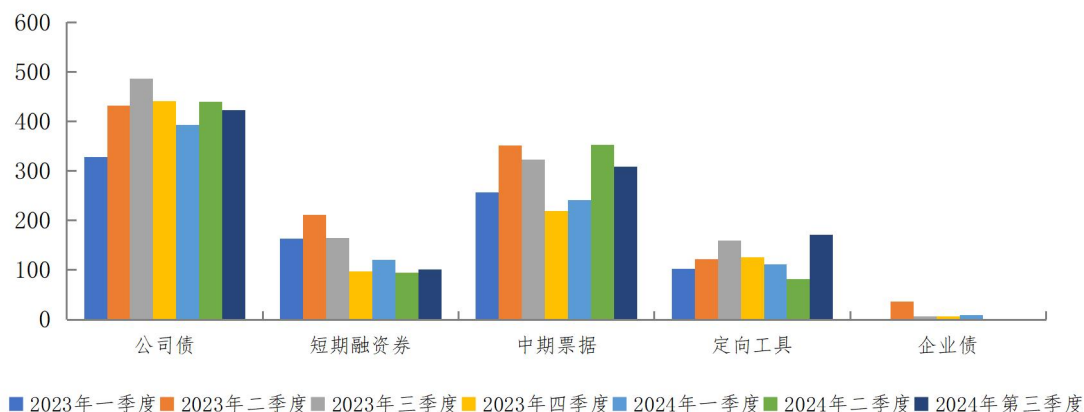
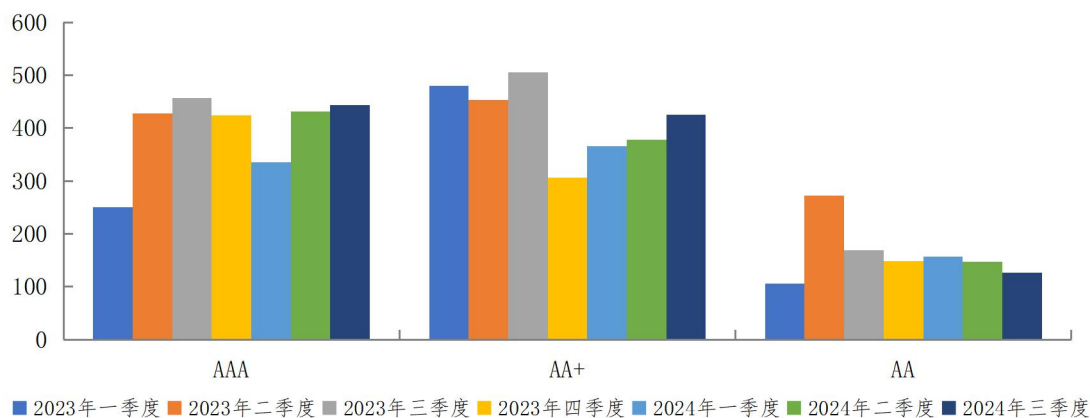


图 3.2：2024 年三季度河南省信用债发行券种（亿元）

数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，三季度河南省信用债发行主体以 AAA、AA+ 评级为主，占比分别为 44.59%、42.74%，相较二季度，AAA 级主体发行规模环比增长 2.69%，AA+ 级主体环比增长 12.28%，AA 级主体环比下降 14.65%。

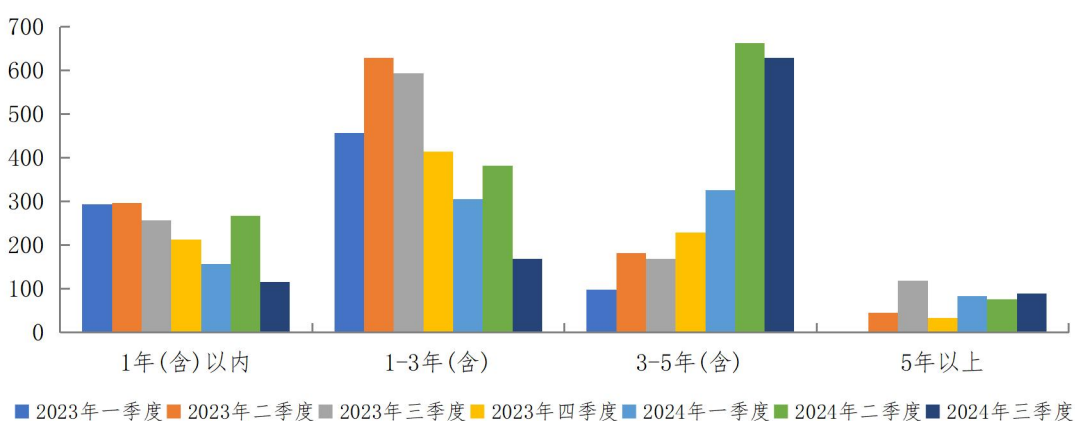
图 3.3：2024 年三季度河南省信用债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，三季度河南省信用债发行以 1-3 年期、3-5 年期的中长期债券为主，占比为 16.87%、62.64%，1 年期（含）以内占 11.58%。

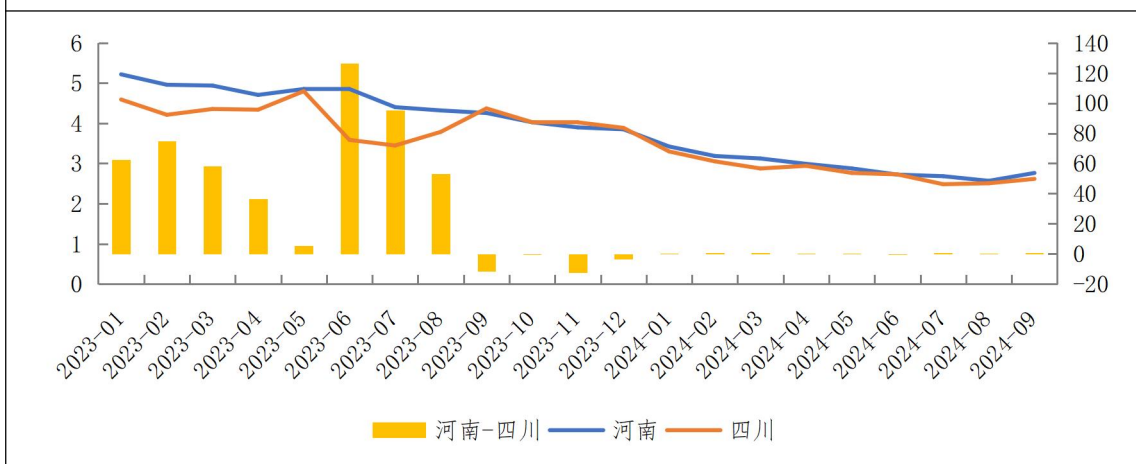
图 3.4：2024 年三季度河南省信用债发行期限（亿元）



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，三季度延续下降态势，相较于四川省，河南省降势更平稳，两省发行利差整体收敛。

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，三季度发行规模 543.08 亿元（其中包括较多省级平台），省内经济基础相对较弱的地市信用债发行规模普遍较小，三季度焦作市、南阳市、新乡市发行债券规模处于末尾。三季度郑州市净融资额在河南省中占比最大，达到 83.72%；商丘市、周口市、濮阳市、开封市、济源市和焦作市信用债呈现净流出状态。

表 3.1：2024 年三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	543.08	126.43	4301.10	51.96
洛阳市	102.20	19.58	896.03	10.82
许昌市	55.67	14.81	256.24	3.10
商丘市	46.02	-5.88	377.64	4.56
平顶山市	45.60	12.20	401.52	4.85
周口市	34.50	-16.50	297.23	3.59
濮阳市	31.97	-11.59	126.17	1.52

地市	总发行量	净融资额	债券余额	余额占比
驻马店市	25.25	8.25	212.72	2.57
三门峡市	22.00	1.00	183.90	2.22
开封市	17.30	-20.72	321.57	3.88
信阳市	15.47	5.47	138.54	1.67
济源市	15.05	-5.34	88.31	1.07
安阳市	12.00	12.00	85.98	1.04
漯河市	11.50	3.00	126.64	1.53
焦作市	11.00	-0.20	140.80	1.70
南阳市	9.00	4.50	130.20	1.57
新乡市	7.00	4.00	193.84	2.34
总计	1004.61	151.01	8278.43	100.00

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年三季度，河南省城投债发行规模822.11亿元，同比减少19.60%、环比增加0.39%，月度发行规模分别为256.92、313.63、251.56亿元，净融资额分别为58.4、39.70、-37.19亿元。

图 3.6：河南省城投债月度净融资（亿元）

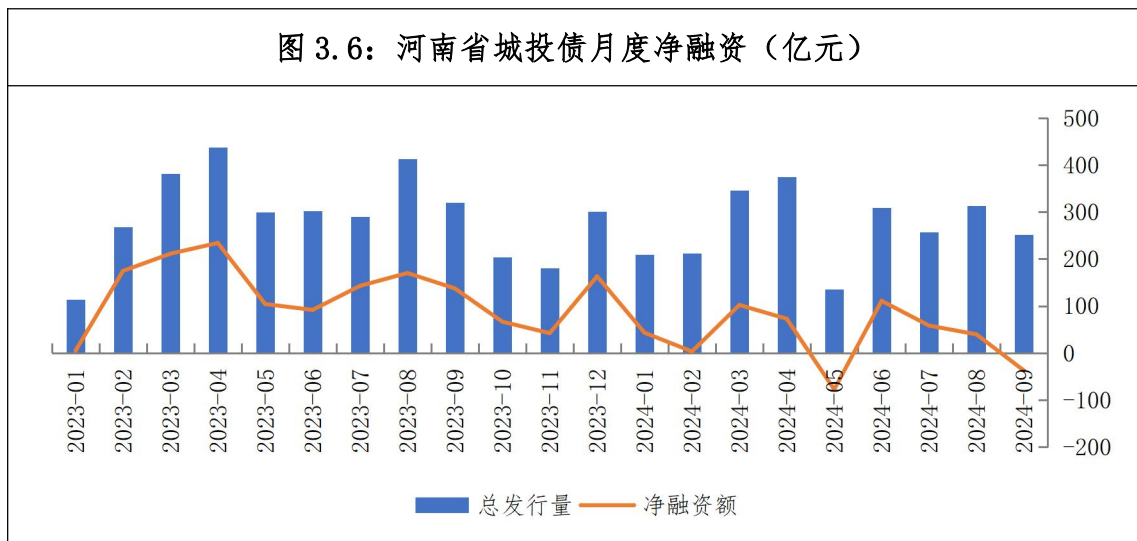
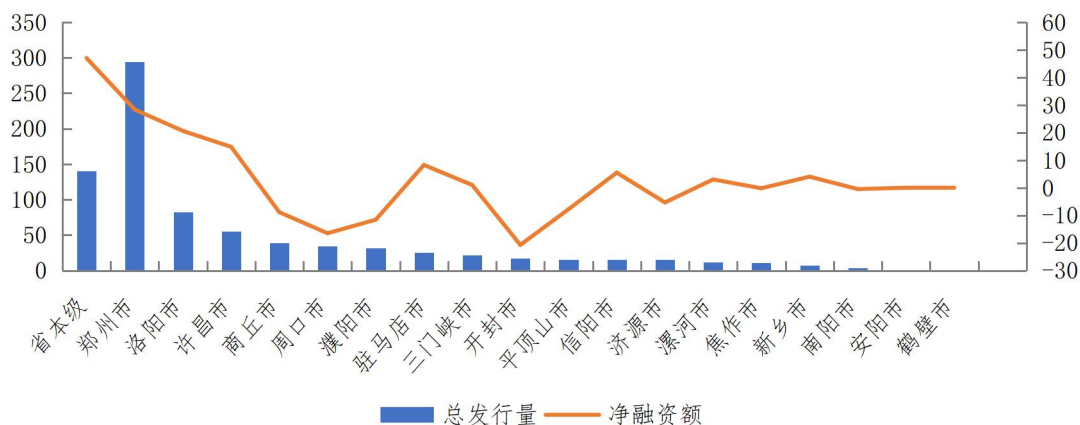


图 3.6：河南省城投债月度净融资（亿元）

数据来源：Wind，中诚信分析整理

分地市来看，三季度河南省多数地市及省本级均有城投债发行，其中郑州市发行规模 294.58 亿元，排名首位，占全省城投债发行规模的 32.39%，省本级、洛阳市和许昌市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 5%以上。

图 3.7：河南省各地市城投债三季度净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

截至 2024 年 9 月末，河南省存续城投债余额 7,361.405 亿元，涉及的城投平台 137 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 2,118.60、1,601.70 和 781.53 亿元，占全省城投债余额的比重分别为 28.77%、21.76%、10.62%，合计占比 61.15%。

图 3.8：2024 年 9 月末河南省各地市城投债余额（亿元）

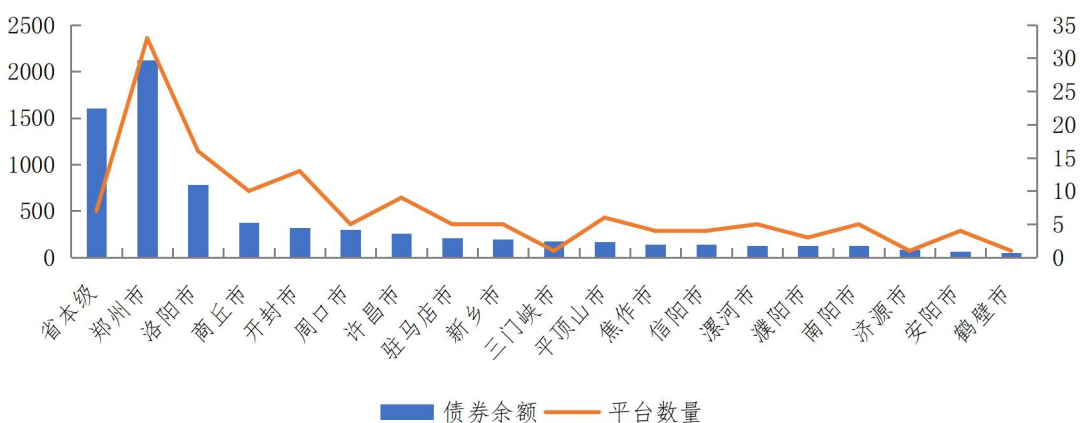
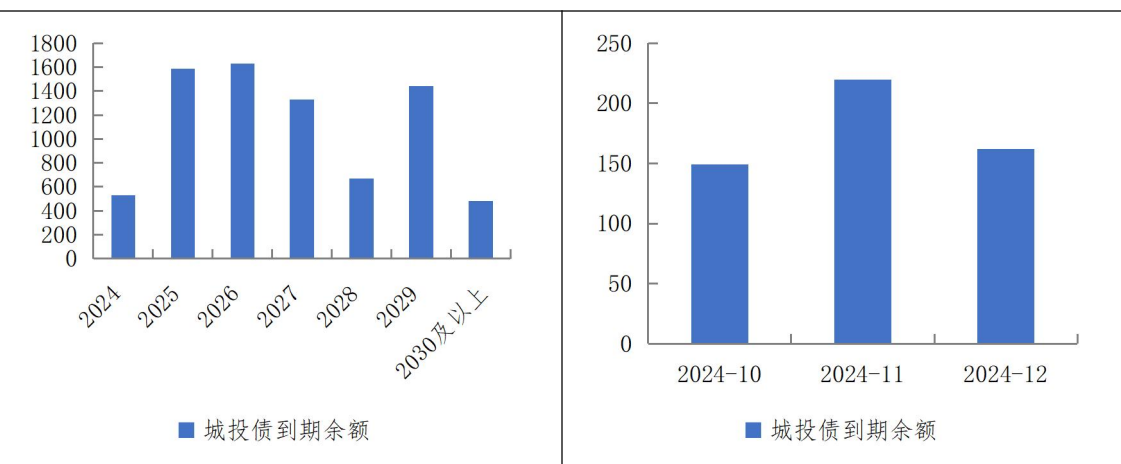


图 3.8：2024 年 9 月末河南省各地市城投债余额（亿元）

数据来源：Wind，中诚信分析整理

从到期情况来看，2024 年 9 月末，河南省城投债余额到期主要集中在 2025-2027 年，分别需要偿还 1,584.36、1,629.92 亿元和 1330.8 亿元；2024 年四季度需要偿还 530.49 亿元，其中，四季度城投债到期主要集中在郑州市、省本级、洛阳市、商丘市，到期债券规模分别为 104.9、118.6、62.45 和 60.01 亿元，四季度到期规模仍较大，存在一定的集中兑付压力。

图 3.9：2024 年 9 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 年三季度河南省专业机构增信（担保）的信用债发行规模 19.50 亿元，占全省信用债发行规模的 1.29%，高于同口径下全国 1.06% 的平均水平。

三季度全国专业机构增信（担保）的信用债发行规模 387.34 亿元，其中，河南省占比 5.03%；而信用债整体发行规模方面，河南省占比 2.76%，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。

三季度河南省内增信（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。此外，三季度河南能源集团有限公司（BB 级）在省内增信（担保）机构助力下，继续成功发行债券。

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。一揽子化债背景下，城投企业发债成本整体明显下降、发行期限有所拉长，导致信用债发行对专业增信（担保）的需求有所弱化，2024年以来专业机构增信（担保）的信用债发行规模同比降幅较大。同期河南省内专业机构增信（担保）的信用债发行规模同比降幅也较大，其中仅2只债券发行期限在3年以上，因此省内专业增信（担保）机构主要在3年期及以内的信用债发行方面，发挥降低企业融资成本的作用。

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	4.71	4.17	53.98
1-3 年（含）	5.64	5.35	28.95
3-5 年（含）	4.38	4.95	-56.55
5 年以上	6.70	5.83	86.59

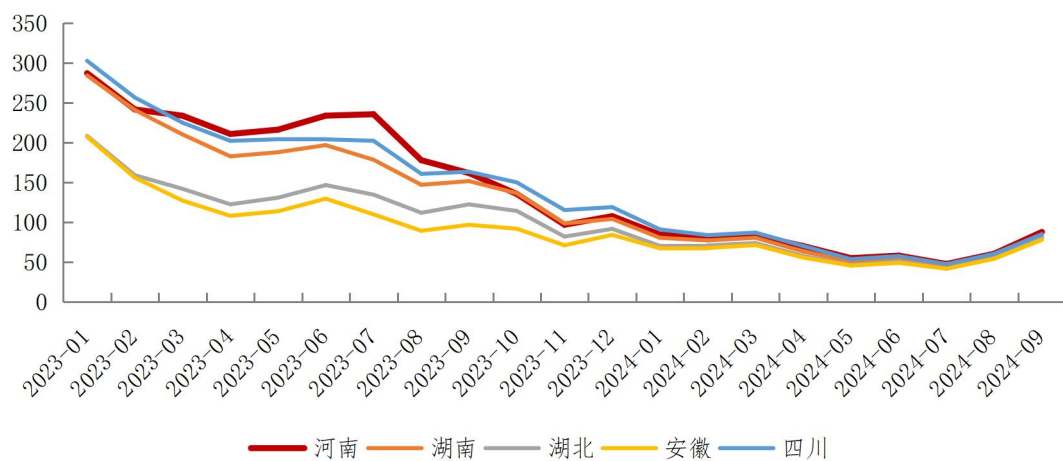
数据来源：Wind，中诚信分析整理

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 7 月，各省城投债利差均呈现不同程度的收窄，河南信用利差收窄幅度较 6 月减少 10.51 个 BP 至 47.58BP，收窄幅度最大；但 8-9 月，各省份城投债利差均呈现较大程度的走阔，9 月较 7 月走阔均超过 36BP，其中河南幅度最大，走阔 40.21BP 至 87.79BP，主要是在 9 月 24 日一揽子金融政策出台影响下明显走阔，目前已有所回落，但仍高于政策出台前。三季度整体来看，各省信用利差均呈现较大程度的走阔，其中河南幅度最大，与湖南、湖北接近，但略高于四川（6 月利差与河南接近），但 10 月以来回落幅度亦最大，反映出在政策影响下，市场对河南区域及主体的敏感程度更高。

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

非标逾期方面，根据不完全统计，2024 年三季度非标逾期的发债城投平台 9 家，从区域及行政层级分布来看，主要在山东、贵州、四川、陕西、河南，特别是青岛、西安、洛阳等地的区县。2024 年以来涉及城投的非标逾期事件并未明显减少，风险事件仍屡见不鲜，其中贵州、山东和陕西非标风险事件数量排名前三，除了贵州属于重点省份、经济财政实力偏弱之外，山东属于经济强省，陕西经济财政实力亦处于全国中等水平，但两省局部地区债务压力突出且非标占比高，近两年多出现非标负面舆情，比如山东的潍坊、青岛李沧区以及陕西的曲江新区、西咸新区等，可见非标风险已经逐步向经济强省的部分区域蔓延。

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 年三季度票据持续逾期的 76 家城投平台主要集中在区县或功能区，其中山东涉及的地市级平台较多。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、河南，其中山东潍坊和青岛、河南洛阳和郑州、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，这或与短期内城投基本面未得到实质性改善，债务压力仍大有关。从区域来看，非标占比高的弱区域往往风险更大，但 2024 年以来重点省份非标债务风险整体呈收敛趋势，且逐步向经济强省的部分区域蔓延。

（二）河南省信用事件及影响

非标逾期方面，2024 年 9 月 4 日据投资人反馈，其认购的伊川财源实业投资有限责任公司发行的“伊川财源实业投资有限责任公司债权资产转让 01”定融产品违约。该投资人认购一笔 10 万，于 2023 年 8 月 30 日成立计息，2024 年

8 月 29 日应到期兑付本金，截止目前已超过 3 个工作日，依然未兑付；2024 年 9 月 12 日据投资人反馈，其购买的“五矿信托-恒信国兴 626 号-融泰 37 号集合资金信托计划（第 20 期）”于 2024 年 8 月 19 日到期，至今未兑付。该产品规模 1 亿元，期限 2 年，分期发行，融资人为伊川财源实业投资有限责任公司（洛阳伊川），担保人为洛阳城市发展投资集团有限公司（洛阳）。

票据逾期方面，根据 2024 年 7、8、9 月名单，郑州路桥建设投资集团有限公司（所属区域郑州，历史累计 14 次，下同）、洛阳古都发展集团有限公司（洛阳老城区，9 次）、登封市建设投资集团有限公司（郑州登封市，5 次）、洛阳西苑国有资本投资有限公司（洛阳涧西区，3 次）、郑州市金水控股集团有限公司（郑州金水区，1 次）、洛阳国苑投资控股集团有限公司（洛阳涧西区，1 次）、河南省新惠建设投资有限公司（开封，1 次）、三门峡市投资集团有限公司（三门峡，1 次）、长葛市金财国有资产经营有限公司（许昌长葛市，1 次）出现票据持续逾期，除了洛阳古都发展集团有限公司、洛阳西苑国有资本投资有限公司和郑州市金水控股集团有限公司未有公告澄清票据逾期，其他均有公告澄清。

从上述非标和票据逾期事件可看出，三季度省内城投平台非标舆情仍较多，反映出省内尤其郑州和洛阳市的区县、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，仍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）三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 年以来多项细化政策及具体化债手段相继实施，2024 年三季度以来，“一揽子化债”的多项细化政策及具体化债手段持续调整及完善，债务“控增化存”主基调延续，各项增量支持政策陆续出台，对此前化债政策执行中出现的新情况作出进一步调整和优化，

亦更加突出化债与发展的平衡。城投行业政策围绕化债和发展两大主题不断深化落实，具体体现在以下方面：

第一、政策持续加码，近年来最大化债利好释放，中央加杠杆给地方腾挪发展空间。中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议指出要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。9 月 14 日，《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》发布，提出下一步财政重点工作安排包括统筹好风险化解和稳定发展；9 月 26 日，中央政治局会议上强调，要加强财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。9 月 24 日，中国人民银行、金融监管总局、证监会联合出台一揽子金融政策，促进房地产市场企稳回升，提振资本市场，关注民生、就业和企业压力等方面，政策力度远超预期，全力促进经济企稳回升。9 月 26 日，中央政治局会议上强调，要加强财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。10 月 8 日，国家发展改革委主任郑栅洁在国新办举行的新闻发布会上表示，目前 7,000 亿元的中央预算内投资已经全部下达，用于“两重”建设。“两重一新”的 1 万亿超长期特别国债已经全部下达到项目和地方。明年要继续发行超长期特别国债，并优化投向，加力支持“两重”建设；要保证必要的财政支出，加快支出进度，加大对经济发展的积极促进作用，加力支持地方开展债务置换，化解债务风险。10 月 12 日，财政部部长蓝佛安在国新办新闻发布会上表示，拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。财政部指出，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施。可见，财政政策持续加码，刺激力度持续加大，中央在强调化债的同时也更加注重财政政策逆周期调节的力度，为地方政府减轻压力以腾挪出更多资源支持经济发展。

第二、非标债务风险或将缓释，退平台流程逐渐明晰。网传“134 号文”和“150 号文”相继出台，其中“134 号文”扩大了非标债务的置换范围且明确了置换原则，并且允许以发行境内债来偿还境外债。“35 号文”之后，城投债便走向了利率快速下行之路，在债券利率下行到低点的同时，很多地方城投非标出

现违约，“134 号文”的出台作为“35 号文”的补充，无疑是在帮助城投缓释当下非标债务风险以及降低城投债务成本。随后“150 号文”要求在 2027 年 6 月末前完成退平台，与“134 号文”中化债时间范畴一致，侧面反映本轮化债可能以 2027 年 6 月末为截点，现阶段城投债刚兑预期或进一步加强。同时，网传“150 号文”对退出平台名单提供了具体流程和判断标准，**退出平台名单应征得 2/3 债权人同意：债权人同意退平台不用举证；债权人不同意退平台应出具相关证据，“并由地方政府审核证据、给出判定意见”，相关证据就是要么证明企业还有隐债，要么证明企业还承担政府融资职能，“150 号文”规定由省级政府接手逾期未退出的平台，借助政府行政力量继续申请退出平台名单，该解决方式也传递出坚决完成退平台的明确信号。此外“150 号文”明确了退名单是新增发债的必要而非充分条件，能否发债仍需监管部门按规定审批，对于引导融资平台“真转型”、“真发展”有长远的积极作用。**

第三、严格监管地方债务，防范债务化解风险。9 月 14 日，全国人大财经委和预工委的《关于 2023 年度政府债务管理情况的监督调研报告》中提到政府债务风险总体可控，但当前政府债务管理和风险防范化解还存在“局部地区存在风险隐患、政府债务预算管理有待加强、市场化约束机制不够健全、法律约束和追责问责需加大力度”四大问题，同时也提出了“合理安排国债期限结构，完善国债收益率曲线，更好发挥其在金融市场上的定价基准作用，健全专项债投资项目科学决策机制；做实优质项目储备，杜绝脱离实际、超出财政承受能力和资金来源不落实的投资行为”等系列建议。9 月 19 日，财政部通报了第四批《财政部关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，问责行动体现了中央对于隐性债务问题终身问责、倒查责任的坚定决心以及对违法违规行为零容忍的态度。这都实质上反映中央政府对地方政府债务的高度关注和严格监管，有利于推动政府债务规范管理，防范债务化解风险。

第四、化债措施因地制宜，成效明显分化。目前各地政府因地制宜推行多类化债手段，但在化债措施执行与实质性落地层面，区域间分化仍较为明显，具体来看，江苏省财政厅发布《关于江苏省 2024 年上半年预算执行情况的报告》披露，江苏省按照“省负总责、市县尽全力化债”原则，组织编制涵盖法定债务、地方政府隐性债务、融资平台经营性债务风险防控的一整套化债方案，上报国务

院并获得批复；广西柳州市东城投资开发集团有限公司于 2024 年 7 月 12 日披露，经过与某租赁公司的协商沟通，同意将本金 8.5 折结清；同月，通过定向贷款置换方式，广安发展建设集团有限公司完成全市首笔非标债务置换，成本压降 2.28%；此外，山东省拟采用“1+N+M”的组织模式设立百亿互助增信基金，重点支持市县城投和国企化解流动性风险。9 月 14 日，贵州省财政厅公告，拟于 9 月 24 日招标发行 2024 年第八批贵州省地方政府债券，本批债券招标总量为 431.3327 亿元，其中 2024 年贵州省地方政府再融资一般债券（十五期）、2024 年贵州省地方政府再融资专项债券（七期），两笔债券计划发行总额为 45.2096 亿元，募资用途为偿还存量债务，为特殊再融资债券。而据相关报道，个别地区甚至存在“化债杯水车薪、难以为继”的困难，重庆璧山区成立“砸锅卖铁”工作专班，这也充分反映了相关区域在财政刚性支出和债务化解中面临的多重压力。整体看来，非重点省份各方面化债政策落地速度不及重点省份，化债推进程度愈加分化。

第五、政策利好产业化转型。今年 8 月，五部委联合发布《关于开展学习运用“千万工程”经验加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，明确提出“引导符合条件的主体通过发行公司信用类债券和资产支持证券等工具，拓宽市政公用设施延伸、城乡道路客运一体化发展等新型城镇化领域的资金来源”、“支持符合条件的涉农企业发行资产支持证券、乡村振兴票据、乡村振兴公司债券等融资工具”等指导意见。随后央行等八部委联合发布《关于进一步做好金融支持长江经济带绿色低碳高质量发展的指导意见》，提出“支持金融机构加大对长江黄金水道、交通基础设施互联互通及进港铁路等集疏运体系建设、综合立体交通走廊、城市管网、水网建设、生态保护修复、乡村文化旅游等重点领域的支持力度”等多项指导意见并配套相应保障措施。在新一轮政策推动下对于进一步打通乡村振兴领域融资渠道如债券发行市场机制的完善、城投企业乡村振兴相关资源的盘活、传统城投转型绿色基建业务等方面均存在一定利好因素。9 月 25 日，上海证券交易所举办产业债发展专场培训，上交所目前从融资审核端、投资端、信息披露端和产品端等四方面，建立了一系列配套审核和优化发行机制，多举措共同推动产业债发展，上交所按照“有保有压、扶优限劣”的思路，对城投债“调结构、控增量、盘存量”，同时引导优质产业企业发行公司债券，支持优质省市级城投企业合理融资。上交所和地方政府建立了产业债地方增信机制，分

享陕西增进近期产业债增信业务展业实践及上交所专项品种债券发行案例为传统城投主体后续业务转型和实现融资提供借鉴意义。

表 4.1：2024 年三季度以来城投行业相关政策的会议、文件和事件

时间	主要内容
2024. 07	中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议审议通过了《中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称“《决定》”）。《决定》共提出 300 多项重要改革举措，涉及体制、机制、制度等层面。
2024. 07	中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议指出要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。
2024. 07	国务院日前印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，对未来五年推进新型城镇化建设的总体要求、重点任务、政策措施和组织实施等作出部署。
2024. 07	网传 134 号文出台，其内容包括将化解债务的到期时间延至 2027 年 6 月，“双非”债务允许置换或重组，不允许新增 1 年期限以内境外债、允许境外债以境内债借新还旧，城投退平台后需进行至少 1 年风险监测等。
2024. 07	江苏省财政厅发布关于江苏省 2024 年上半年预算执行情况的报告。报告披露，江苏省按照“省负总责、市县尽全力化债”原则，组织编制涵盖法定债务、地方政府隐性债务、融资平台经营性债务风险防控的一整套化债方案，上报国务院并获得批复；广西柳州市东城投资开发集团有限公司于 2024 年 7 月 12 日披露，经过与某租赁公司的协商沟通，同意将本金 8.5 折结清；通过定向贷款置换方式，广安发展建设集团有限公司完成全市首笔非标债务置换，成本压降 2.28%。
2024. 08	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、财政部、农业农村部联合发布《关于开展学习运用“千万工程”经验加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，明确提出“引导符合条件的主体通过发行公司信用类债券和资产支持证券等工具，拓宽市政公用设施延伸、城乡道路客运一体化发展等新型城镇化领域的资金来源”、“支持符合条件的涉农企业发行资产支持证券、乡村振兴票据、乡村振兴公司债券等融资工具”等指导意见。
2024. 08	中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，要求健全绿色低碳发展机制，加快经济社会发展全面绿色转型。
2024. 08	中国人民银行、国家发改委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合发布《关于进一步做好金融支持长江经济带绿色低碳高质量发展的指导意见》，提出支持金融机构加大对长江黄金水

时间	主要内容
	道、交通基础设施互联互通及进港铁路等集疏运体系建设、综合立体交通走廊、城市管网、水网建设、生态保护修复、乡村文化旅游等重点领域的支持力度等多项指导意见并配套相应保障措施。
2024. 08	财政部、住房城乡建设部、工业和信息化部、公安部、交通运输部和水利部等六部委联合印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》（财资[2024]108号），特别提到“政府投资建设的市政基础设施资产应当依法严格履行基本建设审批程序，落实资金来源，加强预算约束，防范政府债务风险。严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，不得增加隐性债务。”
2024. 09	中国人大网公开了全国人大财经委和预工委的《关于2023年度政府债务管理情况的监督调研报告》，报告提到“我国政府债务风险总体可控，但当前政府债务管理和风险防范化解还存在不少困难和问题，一、局部地区存在风险隐患；二、政府债务预算管理有待加强；三、市场化约束机制不够健全。”
2024. 09	财政部通报了第四批《财政部关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》。
2024. 09	中国人民银行、金融监管总局、证监会联合出台一揽子金融政策
2024. 09	网传央行、财政部、发改委、证监会联合发布“150号文”，其内容包括1. 退平台不晚于2027年6月末，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单。2. 退出平台名单应征得2/3债权人同意，债权人同意退平台不用举证；债权人不同意退平台应出具相关证据，“并由地方政府审核证据、给出判定意见”，相关证据就是要么证明企业还有隐债，要么证明企业还承担政府融资职能。3. 退名单是新增的必要而非充分条件，能否发债仍需经监管机构审批，符合产业类平台条件才能新增。
2024. 09	上交所举办产业债发展专场培训，旨在加强各市场机构对债券市场的认识理解，传递政策动态，推动市场机构更好参与交易所债券市场，支持产业企业债券融资。
2024. 10	国家发展改革委主任郑栅洁在国新办举行的新闻发布会上表示，目前7,000亿元的中央预算内投资已经全部下达，用于“两重”建设。“两重一新”的1万亿超长期特别国债已经全部下达到项目和地方。明年要继续发行超长期特别国债，并优化投向，加力支持“两重”建设；要保证必要的财政支出，加快支出进度，加大对经济发展的积极促进作用，加力支持地方开展债务置换，化解债务风险。
2024. 10	财政部部长蓝佛安在国新办新闻发布会上表示，拟一次性增加中较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化债风险。

资料来源：公开资料，中诚信国际、中诚信分析整理

（二）近期政策影响分析

1、“退平台”进程加快，仍需持续关注退平台后所获化债政策支持情况，并审慎评估新老平台在自上而下化债框架中的风险变化。2024 年前三季度，由地方政府或公司公开发布公告表示“退出政府融资平台”或“不再承担政府融资职能”的平台数量超过 280 家，总体数量持续走高，主要位于江苏、浙江、山东、河南和重庆等区域，其中江苏在债务管控及“退平台”数量方面一直领先全国，而重庆在二季度集中出现了超过 20 家公告“退平台”的城投公司，或与重庆市政府推动从 12 个化债重点省份中率先“摘帽”的动作有关。但是可以看到在 150 号文下发之前，退平台工作依然是无序的，没有公开的统一的规范性文件可依。150 号文下发后，绍兴市四家城投（柯桥城建，上虞经开投，袍江经开投，绍兴高新产投）及当地政府分别发布的征求金融债权人是否同意公司退平台声明，第一次明确提出是按照“上级关于融资平台转型退出工作相关规定”，而且退平台条件“公司隐性债务已清零但经营性金融债务尚有存续”清晰且“征求金融债权人意见”流程严谨。但根据 134 号文，城投退出地方融资平台名单后，地方政府对该主体进行至少 1 年的风险监测，150 号文亦明确退名单是新增发债的必要而非充分条件，能否发债仍需监管部门按规定审批。因此，为了缓解短期流动性压力，各地新包装的“产业类主体”不断涌现，后续需审慎评估新老平台在自上而下化债框架中的风险变化。前期“35 号文”核心指导思想是在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，且提到“要求支持重点省份融资平台今明两年债务存量化解”并鼓励使用“统借统还”、“央行 SPV”等化债手段。若重点省份城投公司按照“150 号文”的要求退平台名单后，其今明两年存量债务化解能否继续获得上述政策支持仍需持续关注。

2、近年最大化债利好释放，存量隐性债务余额有望进一步压降，中央加杠杆为地方发展腾挪空间。2024 年 10 月 12 日，财政部部长蓝佛安在国新办发布会上提出除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，相关政策待履行法定程序后再向社会做详尽说明。新增债务限额具体规模或将在 10 月全国人大常委会审议通过后披露，同时财政部指出，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施。

目前隐性债务存量规模大、成本高、涉面较广、在当前低利率的环境下，通过地方政府债券置换存量隐性债务有助于降低存量债务的付息压力，优化地方债务结构，同时缓解地方阶段性流动风险。此外，地方财政持续承压的背景下，较大规模置换有助于减轻地方化债压力，地方可将有限的财政资源腾挪用于经济建设、“三保”等，缓解化债带来的“收缩效应”。2015 年来我国共进行了三轮较大规模的债务置换，预计本次新增加债务限额规模或超过前一轮 1.5 万亿特殊再融资债规模。财政部披露，截至 2023 年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务比 2018 年摸底数减少了 50%，伴随新一轮债务置换开展，存量隐性债务余额有望进一步减少，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。

3、城投企业流动性压力得以阶段性缓释，但债务规模仍处于高位，地方还本付息压力仍然较大。从城投债发行端来看，2024 年以来城投债发行成本从 1 月的平均成本 3.17% 下降到 9 月的 2.56%，且 2024 年前三季度发行成本较高和较低区域之间的差异为 191bp（2023 年 7 月化债以来到 2023 年末，发行成本较高和较低区域之间差异为 284bp），区域之间的发行利差显著收窄。同时，随着债券收益的下行，3 月以来，超长期信用债频现，继 5 月超长期特别国债发行之后，城投企业债券发行期限进一步拉长。前三季度 10 年期以上城投债发行了 315 只，其中三季度发行了 139 只，三季度长期限城投债发行数量明显增加。Choice 口径下，三季度城投债发行规模 15,582.02 亿元，较二季度的 15,001.82 亿元小幅增长，但净融资额由二季度的 -292.71 亿元大幅下降至三季度的 -1,257.40 亿元，净融资缺口明显扩大；其中重点省份和非重点省份前三季度发行总额分别同比下降 12.46% 和 11.35%，同期，净融资均表现为净流出，其同比分别下降 182.33% 和 92.08%，重点省份城投债净融资压降明显，大多数重点省份存量债券规模环比有所下降。此外，近年来全国城投平台有息债务增速呈下降趋势，相比 2022 年（8.56%），2024 年 6 月末有息债务同比增速放缓至 5.22%，城投利息支出规模增加，但综合融资成本（利息支出/总债务）下降明显，部分城投企业的流动性压力在短期内得以一定程度的缓释。但受当前财政收支矛盾仍较大、土地市场行情下行，地方政府对城投企业现金支持能力弱化等因素影响，现阶段一揽子化债措施更多起着优化债务结构及融资成本的作用，非实质性偿还，当前债务总量仍很大，仍需加强地方债务监管，防范债务化解风险。

4、134 号文推动城投非标债务置换进程且全面叫停“364 境外债”，仍需关注弱资质城投非标融资及境外债到期兑付压力。2024 年 7 月，“134 号文”重点规定了城投非标债务化解的内容，大大拓展了非标债务置换的范围，一是将适用地区从重点地区拓展到非重点地区，二是将非标债务拓展到“双非债务”同时明确了置换原则。随后，四川省广安市成功置换 4 笔共计 7,440 万元融资租赁非标债务，是“134 号文”后首例非重点地区“双非债务”成功置换案例；文山市人民政府于 2024 年 9 月 3 日披露《文山市 2023 年地方财政决算报告》，明确涉及国企平台“非标”类债务全部化解完毕；根据重庆市涪陵区人民政府官网于 2024 年 8 月 29 日披露的信息，区域内压减有息债务 23.1 亿元、非标债务 39.4 亿元，置换高息债务 41.7 亿元。但我们也注意到，非标债务集中在流动性高风险地区弱资质城投身上，即便在政策层面倾斜力度加大了，银行置换的时候也不可能不考虑城投非标产品底层资产的质量和城投的偿债能力，因此，城投存量非标债务置换大面积落实情况仍有待观察。此外，由于境内新增融资需求难以满足，此前“364 天境外债”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。因境内融资受限从而转向政策偏松的境外市场的城投企业普遍存在资质偏弱、潜在信用风险偏高等问题，出于防范化解境外债务风险的考量，今年 1 月，监管部门为了解决部分企业利用政策漏洞大规模高成本举债的问题，限制部分省份发行“364 境外债”，而“134 号文”则全面禁止“364 境外债”发行，并且允许以发行境内债来偿还境外债，监管部门此举或全面收紧债务风险较高区域、低层级弱资质城投境外融资。由于 2025~2026 年城投境外债到期压力较大，需持续关注境外债兑付情况。

三、当前“一揽子化债”成效

一揽子化债措施推行以来，全国各地取得了阶段性化债成效，2023 年末全国纳入政府债务信息平台的隐性债务比 2018 年摸底数减少了 50%，但地方债务风险隐患不容忽视。以下从政策推进力度、城投债务基本面及流动性变化、产业转型和资产盘活三个角度，分别分析当前化债成效。

（一）政策推进力度角度

在中央政策积极引导下，地方“组合拳式精准化债”方案相继推出，相关工作因地制宜有序推进。本轮特殊再融资债券突破 1.48 万亿，发行额度向债务负担重的地区倾斜；重点省份银团债务置换领先于非重点省份，有助于高风险区域债务付息压力的边际减轻。但受限于地方政府举债空间、金融资源协调能力以及企业自身条件等因素，各地化债措施执行效果分化明显，且地方普遍面临着化债与发展双重目标的平衡难题。

从 2023 年以来各省公布的预算执行情况报告来看，全国大部分省份有效利用支持性政策，积极推进银企合作，取得了阶段性化债成效，但完成情况各异（如附表 2）。重点省份中，天津、内蒙古、吉林、黑龙江、青海和宁夏六省/自治区均圆满完成 2023 年度化债目标，其中内蒙古、吉林两省/自治区及青海西宁市等超额完成，宁夏化债力度和额度为历年最大，重庆市部分区县，如渝中、黔江、合川等顺利完成 2024 年上半年化债目标；非重点省份中，江西仍保持全国唯一债券零违约省份，湖北主动偿还比例和规模均居全国前列、中部第一，湖南亦超额完成年度化债目标。

各省政府还通过发行特殊再融资债券作为地方隐债置换的主要资金来源。内蒙古自治区政府于 2023 年 10 月 9 日发行 663.20 亿元特殊再融资债券，正式拉开 2023 年首轮化债帷幕。据统计，自 2023 年 10 月首发以来，截至 2024 年 9 月末，全国 27 个省/自治区政府累计发行 140 期特殊再融资债券，发行金额合计 14,812.21 亿元，其中重点省份发行额占比逾七成，贵州省以 2,888.79 亿元遥遥领先；非重点省份中，湖南省以 1,122 亿元位居首位，几乎两倍于第二名的安徽省。本轮特殊再融资债券发行规模大、节奏密、见效快，地方隐性债务规模随之下降。据中诚信国际估算，本轮 1.48 万亿特殊再融资债置换或可节省利息超 400 亿元，在一定程度上有助于区域债务付息压力的边际减轻，但现阶段累计发行总额仍与全国总隐性债务规模相去甚远，且各区域分化较为明显。

各省政府根据政策指导意见和区域实际情况，牵头组织当地城投企业与金融机构洽谈债务化解方案，重点省份领先于非重点省份，重点地区银团开展存量债务置换，并实现最终资金投放的时间相对更早。如重庆市在退出化债重点地区的总体要求下，完成化债指标的执行力较强，同时中央及本级政府给予的政策配套

较为完善，金融机构认可度较高，整体债务置换进展快，于 2023 年 12 月初率先落地首笔 5,000 万元非标债务置换；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；广西壮族自治区柳州市于 2024 年 4 月落地第一笔政策性银行置换非标债务的专项贷款 2.3 亿元，并于同年 6 月落地首笔本金打折的非标债务置换。非重点省市中，受地区政策支持力度、金融资源禀赋、银行参与意愿等因素影响，银团置换参与整体有限，目前落地速度较为缓慢，如四川省于 2024 年 7 月在广安市成功置换 4 笔共计 7,440 万元融资租赁非标债务，是“134 号文”后首例非重点地区“双非债务”成功置换案例。

与此同时，在财政收入增长放缓、政府性基金收入显著滑坡、地方刚性支出难以压缩等多因素影响下，地方面临着化债与发展双重目标的平衡难题。当前地方财政持续承压，尤其近年来地方政府承担了大量宏观调控及公共服务职责，保民生刚性压力较大。同时，地方债务监管趋严，地方政府项目投资、新增融资管控收紧，在名单制管理下重点化债省份新增投融资面临更大限制，即使地方政府有一定投资意愿，但短期内受财政压力和化债约束制约，地方投资或有所放缓，从而对地方经济发展产生制约。从实际表现上看，多地 2024 年经济增速及固定资产投资目标下调，2024 年上半年，全国经济增速与固定资产投资增速均同比有所放缓，重点化债省份相较于非重点省份放缓更为显著。中央政治局会议提出“地方政府需要在债务化解与地方经济发展之间找到平衡点”的要求，各地仍面临着探索同高质量发展相适应的投资模式和债务管理体制的巨大挑战。

此外，受限于地方政府举债空间、金融资源协调能力以及企业自身条件等因素，各地化债进度和措施执行效果分化明显。目前各地政府因地制宜推行多种化债手段，但在化债措施执行与实质性落地层面，区域间分化仍较为明显，具体来看，财政化债主要受制于地方政府的剩余举债空间；金融化债受制于地区金融资源丰富程度和协调能力；而转型化债对企业自身条件以及可获取到的外部支持提出了较高要求。其中，分化最为明显的当属当下主流的金融化债，整体呈现出重点地区落地多、非重点地区落地少；“一对一式”解决方案多、“整体打包式”解决方案少；国有大行和政策行参与多、地方金融机构参与少的特征，且尚未形成标准化、流程化的处理模式，究其原因，非重点省份普遍缺少政策指导，地方

金融机构出于对自身预期收益减少和潜在风险加剧的考量，主动与城投企业洽谈债务置换、展期降息的意愿十分有限，同时金融机构开展债务置换更多是受政策引导承担社会责任，或降低了原有的风控标准，同时挤压了利润空间，过多地方债务积累会削弱自身资本实力、加大系统性风险敞口，因此需警惕地方债务风险向金融机构转移。

（二）城投债务基本面及流动性变化角度

2024 以来城投债发行成本显著下降，债券期限拉长；地方新增债务更多由政府层面承担，城投有息债务增速小幅回落，债务无序扩张势头得到遏制且融资结构有所优化。但债务总量仍维持在高水平，主要受自身盈利和获现能力弱化影响，城投企业货币资金保有量整体有所下降，对财政补助和企业间往来拆借的依赖程度增加；此外，标债顺利接续的同时，非标风险却加速释放。整体来看，长期基本面尚未得到实质性改善。

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 年上半年全国城投债发行利率和发行利差呈现明显下行趋势，其中弱区域、AA 级别城投债的发行利差收窄尤为明显；同时，城投债发行期限进一步拉长，10 年期以上的城投债发行规模和发行只数大幅度超出往年情形，据统计，2024 年 1~9 月，10 年期以上的城投债发行规模合计 110 亿元，较去年同期增长 439.22%。若结合发债城投企业的相关数据来看，化债推进下作为隐性债务主要载体的城投企业资产负债规模增速均收敛于社融增速以下，包含隐性债务在内的地方广义债务增长放缓，2023 年中诚信国际口径地方广义债务增速由 11% 回落至 8%；自今年上半年伴随化债持续推进，城投债发行利差和加权票面利率均显著压降，重点省份城投发债成本下降幅度更大。

从发行规模来看，2023 年城投债和地方政府债发行金额均呈增长态势，而城投债发行增速不及地方政府债；2024 年 1~9 月因发行端收紧，城投债和地方政府债发行均缩量，但城投债发行降幅略大于地方政府债，可见地方新增债务更多依靠政府部门承担。从城投存量债券余额来看，其增速呈快速下滑态势。同时，2024 年 1~8 月，城投债发行规模 2.78 万亿元，同比小幅下降 2.58%，且在募集资金用途受限下超九成资金用于借新还旧；净融资规模为-2,315.24 亿元（去年

同期为 9,796.56 亿元)。分省份看,截至 2024 年 8 月末,大多数重点省份存量债券规模环比有所下降,江浙等城投大省的城投债券亦呈现环比净偿还的趋势。

从城投财务指标表现视角来看,伴随城投融资政策边际趋紧,城投主体,尤其名单内主体新增融资面临严格限制,近年来全国城投平台有息债务增速呈下降趋势,相比 2022 年(8.56%),2024 年 6 月末有息债务同比增速放缓至 5.22%,城投利息支出规模增加,但综合融资成本(利息支出¹³/总债务)下降明显。相较于全国其他省份,重点省份城投企业偿债指标明显偏弱,货币资金/短期债务在 0.5~0.6 的水平,且 2024 年 6 月末该指标较上年同期进一步下降。城投融资渠道方面,受地方政策影响,2023 年末非标和债券占比分别同比下降 1.56 个百分点和 1.21 个百分点,刚性兑付压力及高成本债务占比压降,企业融资结构有所优化。但同时,非标风险在一揽子化债以来未得到明显缓释,部分省份负面舆情不降反增。据统计,2023 年城投非标风险事件累计发生 72 起,远高于 2022 年的 17 起;2024 年以来,截至 10 月 9 日已达到 70 起,亦超出了去年同期水平,主要分布在贵州、山东、陕西、云南和广西等地,呈现出存量债券和银行贷款顺利接续置换,而非标风险加速释放的局面,系多重原因综合所致,其一弱地区弱资质城投企业流动性仍普遍偏紧,债务结构中非标占比若高,则进一步加剧刚兑压力;其二非标产品成本高、偿付次序远不及债券融资和银行贷款,城投企业在资金紧张时易出现重视程度低、兑付不及时的情形;其三非重点省份金融机构因政策细则落地缓慢,缺乏主动置换非标的动力,且对底层资产要求很高,置换进度缓慢且不确定性较大。

此外,2024 年上半年,城投企业净利润同比下降,对财政补贴的依赖程度提升;收现比指标同比减少,而其他与经营活动有关的现金净流入由负转正、显著回升。在当前背景下,城投部分经营性业务板块及相关资产因区域内打造产业投资主体而无偿划出之情形较为常见,企业整体盈利能力可能因上述原因表现弱化,同时主营业务回款和经营获现减少,故账面货币资金保有量整体有所下降,流动性缓释及债务偿还有赖于财政补贴、企业间临时性往来拆借等外部支持途径。

整体而言,目前城投企业债务化解更多以改善期限结构为主,并非实质性偿还,债务总量仍维持在高水平,现金流创造能力受限。现阶段一揽子化债措施,

¹³ “利息支出”用现金流量表中的“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”来核算。

诸如以特殊再融资债券发行为主的财政化债，以银团贷款置换、展期为主的金融化债方式，均主要以“时间换空间”为抓手，更多起着优化债务结构及融资成本的作用，而并非实质性偿还，目前债务总量仍很大，加之部分国有资产创造现金流的能力有限，相比高企的城投有息债务及利息支出，部分国有资产盘活收入体量较小，且该类收入多数为一次性收入，仅能在短期内起到一定支持作用，此外，各地国有资产在资产类型、运作模式等方面存在一定同质性，长期来看，平台利息偿付仍有负担，城投企业基本面并未得到实质性改善。

（三）产业转型和资产盘活角度

部分区域城投企业转型提速，同时各地资产盘活亦加快推进，2023年重庆、天津等重点省份国有资本经营收入增幅尤为明显，资产盘活阶段性成效有所显现。但仍存在较多形式转型、表面转型情况，政企关系难以完全厘清，且资产盘活创收力度有限，对于化债纵深推进，即治标如何转为治本之难题仍有待解决。

在“一揽子化债”政策背景下，城投企业转型工作加快推进，部分区域已结合自身资源禀赋特征推进“产业类国资公司”整合工作。据中诚信国际统计，2023年11月至2024年6月末，已有逾200家城投企业声明转型为市场化经营主体，同时，2024年1~7月，实现新增首发的城投产业化主体超过50家。资产盘活方面，近年来，各地盘活国有资产进程明显加快。根据各省2022、2023年预算执行报告，2023年70%以上的省份国有资本经营收入同比增速为正，60%以上的省份非税收入中的国有资源（资产）有偿使用收入同比增速为正，重点省份中，重庆、内蒙古、青海、吉林等地增幅尤为明显。2024年以来，多地地方文件里出现“砸锅卖铁”相关字眼，强调盘活国有“三资”，反映出地方盘活资产为化解债务的重要措施。从各省份措施看，包括重庆市开展国有资产调查摸底，对房屋、土地、大型仪器设备等经济价值或社会价值较高的资产进行精细化管理和盘活处置利用；四川开展起底式清查工作，实现各类资源、资产、资金优化配置和统筹盘活利用；广西通过盘活存量资金资产资源、资产证券化等方式，拓宽化债资金来源；云南通过提高工业用地利用效率、将存量土地用于重点文旅项目开发等方

式，降低土地资产闲置率等。但从资源盘活效果来看，相比接近 50+ 万亿的城投有息债务、2+ 万亿的利息支出¹⁴，部分国有资产创造现金流的能力有限。。

但在城投转型加速推进过程中，仍存在较多形式转型、表面转型情况。据中诚信国际统计，2023 年 11 月至 2024 年 6 月末，已有逾 200 家城投企业声明转型为市场化经营主体，但其中绝大部分仍实质为传统城投；同时为了进一步满足“335”¹⁵融资要求、提高发债成功率，各地“产业类”平台搭建加速，但这一过程中需警惕部分主体表面转型、激进转型带来的潜在风险。如，各地频繁划转股权资产，治理与管控面临挑战；在当前城投转型产投的背景下，可能涉足与主责主业或区域招商引资相关的股权投资、基金投资业务，但是城投对从事上述投资类业务的专业水平和管理能力较为不足，风险认知能力不够，项目投资失败的风险很高，可能会增加地方政府债务；部分企业为增加规模，划入部分有争议性的资产，其资产评估价值的合理性需要关注。

除此之外，目前政企关系难以完全厘清，对于化债纵深推进，即治标如何转为治本之难题仍有待解决。如前所述，财政化债和金融化债仅能缓释眼下最迫切的流动性危机，而从长远来看，化债依然需要依靠城投转型，在各级政府和金融机构已争取到的有限时间内有效提升自身造血功能，形成适度杠杆推动企业发展壮大、发展所得经济效益偿还债务本息的良性循环，与此同时还要引导城投企业整合出清、实现与政府的信用剥离，从根本上厘清债务属性，确保在 2027 年 6 月退出平台名单。随着更多配套政策与指引出台、未来经济动能转换、更多城投转型成功案例涌现，化债或逐步从“治标”进入“治本”阶段，形成短期治标和长期治本相结合发展的良好局面。

¹⁴中诚信口径测算

¹⁵根据“35 号文”，仅第三类普通国有企业在债券融资方面不受限制，国有企业应按照“产业类”的定位谋求发展，并在资产、收入、利润三方面满足“335 要求”：即非经营性资产（城建类资产）占总资产比重不超过 30%；非经营性收入（城建类收入）占总收入比重不超过 30%；财政补贴占净利润比重不得超过 50%。

四、非重点省份化债分析-以河北为例探究城投产业转型

（一）非重点省份城投平台转型进展及案例分析

城投平台转型同时面临监管严控债券新增和新一轮国企改革两大契机，非重点省份转型难度相对较小；以河北省为例，以唐山为首的经济财力水平较好的地级市平台已开始转型，区县级平台已有完成转型的个例；从转型方式来看，河北省地级市平台倾向于收购上市公司参与地方主导产业，或收购外地上市公司为地方引入产业资源，达到优化业务组合、调整资产、收入及现金流结构等的目的，满足监管机构对产投主体的认定标准，区县级或园区类平台则倾向于在原有城投主体体系内，将经营性资产聚集单独成立产投平台，并开拓与地方产业相符的市场化业务。

城投平台在本轮转型过程中，同时面临两大契机，一方面，“35 号文”提出对城投平台实行名单制管理，名单内企业或参照名单管控的企业在债券和非标等融资渠道方面受到较大影响，城投平台在现有传统城投业务模式下新增融资难度加大，从企业自身来看，平台转型动力较强；另一方面，2023 年末以来，我国多次会议均提出“深入实施国有企业改革深化提升行动”，且 2024 年 1 月，国务院国资委在京召开的地方国资委负责人会议上明确提出新一轮三年国企改革行动下，“国有企业将围绕优化资源配置、完善体制机制和健全制度保障三大方面深化改革”，从外部环境来看，城投平台作为国有企业，需顺应改革发展。

从转型进展来看，经过 2020~2022 年三年国企改革行动后，各省（市）地方国企平台已通过压缩区域内国企数量及层级、合并同主业及同定位国企、盘活有效经营性资产等方式，优化国资国企格局。从职能定位看，在此阶段，城投平台由原先单纯的“城市建设主体”转向“城市综合运营商”或“国有资产运营主体”；

从国资布局看，地方国资委按照“大城市、大交通、大金融”等主业对区域内国企进行重组整合，组建城市发展集团、交通建设集团、金融控股集团或国有资本投资集团，明确各国企平台的主责主业；从整合资源看，地方国资委主要摸排、梳理的资源主要包括公用事业资源、金融牌照资源、交通类资源、产业园区资源、运营类保障房资源，以及原设计院等事业单位事改企后带来的工程施工及相关业务等。

下一步转型方向上，根据国务院国资委要求，本轮转型将大力推进功能性改革、增强国有企业核心竞争力，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中；在重点布局领域方面，要优先布局地方公共服务、城乡基础设施及地方优势产业领域，强化国有企业在医药医疗、健康养老、应急保障等民生领域有效供给，提升水、电、气、暖、通信等公共服务体系支撑保障能力。根据交易所及交易商协会等监管机构要求，其仅允许符合“335”指标或“33”指标的产业类主体新增债券。结合上述两点来看，城投转型需在承担保障民生的基础上，向引导地区优势产业转型发展、或结合地区优势培育新兴产业等方面转型。

对比重点省份，非重点省份债务负担较小、产业资源禀赋相对良好，转型难度相对更小。以河北省为例，河北经济财政实力居全国中上游，且省内拥有较强的钢铁资源；2023 年 10 月以来，区域内已有部分地方平台实现产业转型，并以产业主体身份实现债券新增。目前河北省城投转型产业化主体进展较快的为唐山控股发展集团股份有限公司（以下简称“唐控发展”）、衡水市城市投资控股集团有限公司（以下简称“衡水城投”）、任丘市经发产业投资集团（以下简称“任丘产投”）和河北省国营中捷友谊农场集团有限公司（以下简称“中捷公司”），上述公司在 wind 统计口径内均已认定为“非城投”企业。

其中，唐控发展探索转型产业化相对较早。唐控发展原为唐山国际旅游岛的运营主体，早期以土地使用权转让和景区建设运营为主营业务，2018 年以公司自有资金出资收购上市公司康达新材料（集团）股份有限公司（上市代码：002669.SZ，以下简称“康达新材”）24.99%股权，成为康达新材控股股东。康达新材是国内高端胶粘剂的龙头企业，生产产品广泛应用于风电叶片制造、软材料复合包装、轨道交通、海军船舶工程、汽车等领域，近年来陆续布局进入电子信息材料、医药和新能源材料等领域。收购上市公司不仅为唐控发展的营业收入及利润提供有力支撑，同时公司亦引导上市公司在唐山地区建厂，2021 年 10 月，康达新材通过定增募集资金在唐山市丰南区新建 3 万吨/年胶粘剂及上下游新材料项目，待项目投产后，可带动唐山经济及税收增长的同时，解决部分就业人口。2024 年 2 月以来，唐控发展再次出资收购江苏省上市公司常熟风范电力设备股

份有限公司（以下简称“风范股份”，证券代码：601700.SH）股权并成为其控股股东。风范股份是“输电铁塔龙头”，在超高压和特高压输电线路铁塔领域处于国内领先地位，是国内为数不多能够生产最高电压等级 1000kV 输电线路铁塔及拥有自主知识产权生产复合材料绝缘杆塔的企业之一，拥有领先的技术优势和品牌影响力，2023 年风范股份以收购股权的形式布局切入光伏产业。唐控发展收购风范股份，一方面，可借助控股上市公司布局输电及光伏产业，为后续引导相关产业落地唐山储备资源，另一方面，公司亦可凭借自身国资体系的资源禀赋优势，在钢材采购、分布式电站资源导入方面对上市公司进行赋能。唐控发展代表了一类城投主体向产业转型的方式，即通过收购并表上市公司，以调整资产、收入、利润、现金流结构及业务布局，进而满足目前交易所对“产业主体”的认定标准。同样，2024 年 4 月实现首发债券的衡水城投，旗下亦持有实体产业上市公司河北衡水老白干酒业股份有限公司（证券代码：600559.SH）。

河北省按照类似路径转型的还有唐山国控集团有限公司（以下简称“唐山国控”）和河北沧州交控集团有限责任公司（以下简称“沧州交控”）。其中，唐山国控成立于 2022 年 4 月 25 日，是唐山市资产体量最大的综合性市属大型国有企业，持有曹妃甸国控投资集团有限公司等公司股权，但目前唐山国控尚未公开发债。从公开披露信息来看，2023 年 12 月，唐山国控通过股权无偿划转形式间接取得上市公司唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”，证券代码：600309.SH）44.72%股权，并对其实现并表。三友化工是唐山市曹妃甸区的纳税大户、河北省省属国有重点骨干企业、全国纯碱和化纤行业的排头兵，唐山国控入股可为三友化工提供政策、资源等多方面生产要素，进一步带动地方化工产业发展壮大。沧州交控是沧州市级平台，旗下持有沧州交通发展（集团）有限责任公司股权，目前也未公开发债。2024 年 7 月，沧州交控与河北沧州东塑集团股份有限公司（简称“东塑集团”）签署股份转让框架协议，拟以协议转让方式受让东塑集团持有的上市公司沧州明珠塑料股份有限公司（以下简称“沧州明珠”，证券代码：002108.SZ）11%的股份。若上述股份转让最终实施完成，沧州交控将成为沧州明珠的控股股东。沧州明珠主要产品有 PE 管道、BOPA 薄膜及锂离子电池隔膜产品，其中，在锂电池隔膜产品方面，沧州明珠是国内少数几家同时掌握湿法、干法、涂覆隔膜关键工艺、设备技术的隔膜生产企业。根据《2023 年中

国锂电池行业隔膜年度竞争力品牌榜单》，沧州明珠排名第 10，在细分领域内拥有较强竞争力。可以看出，河北省部分新组建的市级平台，正在尝试通过收购在细分领域内拥有核心竞争力的本土上市企业，与上市公司相互赋能，优化自身业务布局，实现产业化转型。

任丘产投定位为沧州市任丘县重要的产业投资主体，其母公司为任丘市建设投资集团有限公司（以下简称“任丘建投”）。根据企业预警通，2024 年 7 月，任丘产投完成 2024~2026 年债务融资工具的注册，并于当月以产投主体身份首次发行 1 支额度为 5.00 亿元的 PPN。从合并范围看，任丘产投持有任丘供水公司、任丘市水利建筑工程公司、任丘建投盛世置业发展有限公司、任丘建硕房地产开发有限公司、任丘市华北油田久久工贸有限公司（以下简称“久久化工”）等股权，上述股权均由其母公司划转而来；从业务构成来看，任丘产投重点发展工程施工、水务和化工等业务，其中化工业务主要由久久化工开展，任丘产投从母公司承接 7.135% 股权后，又出资收购久久工贸 27.03% 股权，进而实现并表，“石油化工”是任丘县的主导产业之一，并表久久化工是公司扶持地方产业发展的重要举措；从收入构成来看，2023 年工程施工、城乡供水和房产销售业务收入分别占公司营业总收入的比重为 46.92%、20.89% 和 21.46%。任丘产投的成功发行为城投公司提供了另一种转型路径，即在原城投平台下搭建新产业主体，将原城投体系内的公共事业类（水、气、热）、交通类、经营性房产（保障房或商业）、产业园区类、文旅类、工程施工类等资产装入新主体，与城建类资产隔离，同时布局其他符合地方产业政策导向的业务。

中捷公司定位为中捷产业园区重要的国有资产运营主体，根据企业预警通统计，2023 年 9 月公司完成首期额度为 1.40 亿元的私募公司债注册，并于同年 11 月成功发行，随后 2024 年 6 月注册完成 2024~2026 年债务融资工具，并于 8 月在银行间市场发行首支 PPN，且上述债券均为乡村振兴债。中捷产业园是沧州渤海新区黄骅市的五大功能园区之一，基于其拥有的 10 万亩耕地，重点发展现代农业等产业。从合并范围看，中捷公司持有中捷友谊农场集团有限公司、河北盛鼎永基市政工程有限公司和沧州渤海新区城市建设投资有限公司；从收入构成来看，农产品及盐业销售、工程施工和人力资源服务及物业服务业务，分别占公司营业总收入的比重为 27.99%、24.19% 和 12.42%。总结中捷公司的特点来看，其

主营业务均为市场化业务，且公司重点发展业务与地区主导产业相符。从2023年10月以来新发债进度来看，河北省以产投主体实现新发债券的案例相对较少，但并不意味着河北省城投转型产业化的进展缓慢，从沧州交控、唐山国控等案例可以看出，经济水平在省内相对较高的几个地市级平台已经在转型方面作出积极尝试，部分区县平台也已经借助地方资源及政策推动转型工作。此外，从案例中可以看出，河北省地级市平台倾向于通过并购上市公司优化其业务及财务结构，区县级或园区平台倾向于在原有城投平台下单独成立产投主体，通过划转体系内有效经营性资产、持股地方主导或特色产业运营主体，实现国有资本向产业化集中的布局，进而达到转型目的。

（二）针对城投转型产业化主体的思考

城投转型产业在业务布局方面可考虑地方特色产业、地方优势产业或政府鼓励的新兴产业，目前河北省部分新组建产投主体正在探索新能源、低空经济和康养产业等，但布局新兴产业需应对专业人才需求、行业壁垒等难点；在转型路径方面，选择收购上市公司亦面临众多挑战，是否通过该路径转型仍要结合城投企业自身经营实力、是否匹配地方产业发展等因素综合评估。

在产业布局方面，城投公司可以考虑两类方向，一是开拓以服务地方主导产业、特色产业、优势产业，或是扶持地方实体经济发展为主的传统产业，例如河北省沧州市区县经济发达，地方政府亦提出“推动县域特色产业集群高质量发展”，沧州市城投平台可通过股权投资、基金投资或提供配套服务等方式，与区县特色产业下的优质企业合作，提升县域特色产业集聚水平；唐山市以“一港双城”为发展战略，港口经济相对发达，地方城投可结合港口发展物流运输、商品贸易等业务。二是探索布局国家鼓励发展的新兴产业，例如新能源、新一代电子信息技术等，例如秦皇岛、张家口拟打造新型能源强市，可围绕新能源产业及上下游进行布局，如新能源装备制造、新型储能设备制造等。在业务模式方面，城投公司可通过自主或合作开发推动固定资产类项目落地，通过运营实现相关收入，或是通过出资参控股产业运营主体、上下游产业链企业，实现市场化业务收入或形成投资收益。

从河北省来看，目前区域内部分新组建产投主体正在探索新能源、康养和低空经济产业。新能源产业方面，河北省城投目前主要以新能源充电桩、新能源综合场站、抽水蓄农项目、光伏发电建设及运营为主。在积极推动能源转型和绿色发展的大背景下，城投公司作为地方国企布局相关业务拥有一定优势，例如在投资建设项目的过程中，可优先享受地方政府提供的土地、税收、融资等各类优惠政策；同时，由于与地方政府联系紧密，在新能源项目的推进过程中，能够有效协调和执行相关政策；此外，亦可凭借国企资源整合和协同效应，将新能源产业与智慧城市、乡村振兴等多个领域结合，增加盈利点，形成协同效应并促进综合效益提升。2024 年 8 月，河北省发展和改革委员会下达河北省 2024 年风电、光伏发电年度开发建设方案第一批项目，邯郸市级平台下的新能源投资主体邯郸市交建新能源有限公司和邯郸建投新能源有限公司分别获得市场化风电指标 257.4MW 和 450MW。一方面，企业可直接将获批的风电指标出售在短期内快速变现，另一方面，也可以通过自主或合作方式修建发电设备，产生长期稳定的收益。但值得注意的是，城投公司在开展新能源产业方面也面临一定难点，包括应对新能源产业快速变化的市场需求，以及新能源行业壁垒高导致对专业人才的储备需求等。

康养产业方面，从 2023 年国家统计局公布数据来看，我国已连续两年出现人口负增长。随着人口老龄化加剧，养老、医疗、康养等领域的需求快速增长，国家和地方政府高度重视康养产业的发展。2022 年 4 月，河北省公布了《河北省人民政府关于印发河北省养老服务体系“十四五”规划的通知》，该规划旨在促进养老服务设施的合理布局和资源整合，要求各地加强养老服务设施建设，鼓励社会资本参与康养产业；2023 年 3 月，河北省出台了《河北省人民政府办公厅关于印发加快建设京畿福地、老有颐养的乐享河北行动方案（2023-2027 年）的通知》，该行动方案提出创新发展养老产业，包括推进高品质养老服务项目和相关产业链的发展，支持文旅康养特色小镇、医药综合体等项目建设，推动康养与旅游、生态等产业的融合发展；2024 年 5 月，河北省进一步印发《河北省人民政府办公厅关于印发河北省支持康养产业发展若干措施的通知》（冀政办字〔2024〕30 号），在“强化财政金融支持”方面，要求“各银行机构将房地产转型康养产业项目纳入重点领域，优化审批流程，最大限度满足融资需求”。在

产业需求日益突出和地方政策引导的背景下，河北省部分城投公司包装了康养地产、商业康养社区、康养旅游等项目，拟达到布局康养产业的目的。城投公司可借助自身在基础设施建设、公共服务运营等方面积累的丰富经验，更好的将养老产业融入城市发展规划中，形成系统布局，同时也可整合自身在医疗、休闲娱乐、地产等方面的资源，打造综合性的养老服务体系。但同时，城投公司选择布局养老产业，也要面对盈利模式复杂、社会责任压力、以及如何平衡养老服务的收费标准与市场接受度等问题，特别是在目前房地产行业持续低迷的环境下，养老地产项目能否实现盈利也有待考证。

低空经济产业方面，2024 年 3 月，国家多部委联合印发的《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030 年）》提出，到 2030 年要推动低空经济形成万亿级市场规模，产业前景极其广阔。2024 年以来，已有北京、南京、安徽、深圳、苏州、沈阳、太仓、武汉、天津、山东、长沙、漳州等十余个省市，发布了围绕低空经济相关的行动方案或相关征求意见稿，重庆、安徽省、江西共青城、苏州、广州、武汉、贵州等多个省市，则陆续推出了低空经济产业基金，激励产业发展，全国多地都在抢跑“低空经济”的赛道。从河北省来看，河北省在航空制造领域有一定基础，同时在低空应用场景差异化开发、二次开发上优势明显，在与京津相比空域受限少，应用场景更丰富，在发展低空观光旅游、极限运动、农业喷洒灌溉、短途客货运运输、航空教培、森林防火、应急救援等方面空间广阔。在此背景下，河北省部分城投公司拟将低空经济通过与地方旅游、物流、医疗等产业相结合，打造综合性的低空经济产业链。值得注意的是，无人机、低空载人机等航空器的核心零部件、整机制造及管理系统研制等领域，行业壁垒高，城投公司直接切入难度较大，目前城投公司开展低空经济业务多为场景应用服务，相关收入未成规模，同时该业务发展易受空域管理政策、市场需求、飞行安全等因素影响。

此外，在转型路径方面，收购上市企业是城投公司调整收入、资产结构以符合“335”指标的重要手段，也是协助地方政府培育产业、增加税收、促进就业、提高 GDP 增速的途径之一。但同时，城投公司通过该路径转型也面临多方挑战，第一，收购工作持续时间较长，收购上市公司需要经过多个监管机构审批，如果审批受阻，收购可能会失败或延迟；第二，优质投资标的的不易寻找，业务发展稳

健、资金链良好的上市公司，其股东方出售股权的意愿较低；第三，或存在管理风险，上市公司原多为民企，自身经营管理体制灵活，而城投平台作为国企，其管理经验是否适用于市场化主体的经营发展仍有待探究，对于域外上市公司还可能面临管理成本的增加；第四，或造成流动性压力，如果公司在交易过程中支付对价过高、形成较大规模商誉，一旦上市公司后续经营情况不佳，或需计提商誉减值损失，进而侵蚀公司合并口径利润总额，更有甚者，上市公司若出现资金紧张、债务负担加剧等问题，反而需要城投公司为其输血、纾困或提供债务担保，或将直接影响城投公司的流动性。因此，是否通过并购上市公司实现产业化转型，需结合多方因素综合评估，切勿盲目收购。

总而言之，城投主体向产业化转型，不管是“大转型”还是“小转型”，均存在不同程度挑战。布局新兴产业虽有较大发展潜力、可获得较强政策支持，但亦面临专业人才需求、行业壁垒等问题，均需集合企业自身资源优势和地方产业发展情况，能够为公司带来新的盈利增长点，增强抗风险能力和市场竞争力，但如何进行资源配置、增强市场化运作、培育核心竞争力，仍是城投公司不可避免的挑战。

五、城投行业化债及行业展望

1、债务风险严监管基调不变，在隐债化解时限要求下，化债进度会进一步加速推进；当前地方债务风险整体相对可控，但不排除部分区域仍然面临较大的债务压力。

2024 年三季度“控增化存”仍是城投行业债务风险监管主基调，一系列增量政策推出，化债政策不断细化强化。财政进一步发力，近年最大化债利好释放，在隐债清零时限要求下，化债进度会进一步加速推进。当前地方债务整体相对可控，但化债进度和债务风险存在区域间差异，目前部分区域由于叠压区域财力下滑以及债务集中到期压力等因素，存在债务化解难度加大的困境，仍不排除存在后续风险释放的可能，具体可能表现为非标商票等舆情风险的释放等；此外，基于 35 号文对于标债的认可度，部分区域短期内可能会面临一边标债信用加持但一边区域舆情反复出现的割裂局面，这是化债走向纵深过程中，在部分区域化债资源空间有限的情况下，面临不同类型的到期债务是区域分化的结果。

2、城投企业退平台和产业化转型加速，未来或将建立更加清晰的政企关系，同时需关注企业盲目多元化发展、激进转型带来的风险。

一方面，在名单制长效监测机制和监管机构对于名单内企业新增融资的严格限制下，有条件的企业积极寻求退平台及产业化转型；另一方面，150 号文对退平台时限以及具体流程和判断标准有了明确规定，叠加隐债化解时限要求，退平台也是化债成果的体现，未来 2~3 年将迎来城投退平台的高峰期。城投退平台主要是为了厘清与政府的债务关系，防范地方政府隐债风险，不一定意味着与政府关系的疏远，后续仍与政府存在股权、关联方及公共政策管理等关系，仍将承担一定促进区域产业发展、保障民生等职能。当前各地国资主要通过资产划转或收购等方式整合资源设立“产业类国资公司”，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。随着城投企业转型工作持续推进，未来或将建立更加清晰的政企关系，在业务委托、政府支持等方面市场化、规范化程度更高，但同时需关注企业盲目多元化发展、激进转型带来的风险。同时，需看到制约地方政府以及企业债务化解的症结仍在，不排除随着隐债清零时代到来后进一步的综合解决方案会出台以达到“治本”的目的。

3、更加突出化债与发展的平衡。

当前“一揽子化债”阶段性缓释了地方债务流动性风险，但也出现了地方投资收缩问题，2024 年 1~8 月财政减收持续承压，财政支出力度较弱、节奏偏慢，当前我国经济延续修复仍面临诸多挑战，预计未来财政政策将保持延续性，更加突出化债与发展的平衡。一方面，较大规模置换政府存量隐性债务有助于减轻地方化债压力，地方可将有限的财政资源腾挪用于经济发展；另一方面，扩大专项债使用范围，新增地方政府专项债用于土地收储、支持存量房收储和保障型住房供给，保持政府投资力度和节奏，更好发挥地方政府投资带动作用。同时，扩大发行使用超长期特别国债，加大中央对地方转移支付力度，持续充实地方财力，加力支持地方化债和推动经济发展。

综上所述，2024 年三季度城投行业债务风险严监管基调不变，各项增量政策陆续出台，近年最大化债利好释放，存量隐性债务余额有望进一步压降，化债政策不断扩容的同时，更加注重财政政策逆周期调节的力度，中央财政加杠杆为

地方腾挪发展空间。随着化债措施走向纵深，城投企业流动性风险阶段性缓解，三季度城投债发行成本延续下行态势，区域之间的发行利差显著收窄，债券净融资缺口明显扩大，受监管政策区域差异化影响，重点省份城投债净融资压降明显，但债务总量仍维持较高水平，弱资质城投非标融资及境外债到期兑付压力不容忽视；150号文下发后，预计未来2~3年将迎来城投退平台的高峰期，地方在化债的同时组建产业化主体的进展或进一步加快，但需关注城投企业盲目多元化发展、激进转型带来的风险，仍需审慎评估新老平台在自上而下化债框架中的风险水平。

第五部分 中豫信增动态

一、中豫信增党群动态

7月1日，豫资控股集团党委召开“七一”表彰大会，中豫信增党支部荣获2023-2024年度“先进基层党组织”称号。中豫信增党支部自成立以来，在省政府国资委党委和豫资控股集团党委的坚强引领下，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的二十大精神为指导，带动支部全体党员坚决履行服务“信用河南”历史使命，基层党组织的战斗堡垒作用得到有效发挥。

7月18日，中豫信增党支部拍摄作品《第一百三十一条》在省政府国资委官方微信公众号“党纪学习教育视频展播”专栏发布。该视频以《中国共产党纪律处分条例》第131条为主旨，全体员工共同参演，通过三段故事情节，深刻诠释了中豫信增员工在日常工作中如何敢于斗争、担当作为，通过新颖的表现形式，使“面对困难，要敢于斗争、敢于担当”的观念更加深入人心。

为全面贯彻落实党的二十大和党的二十届三中全会精神，深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，坚定党员干部理想信念，进一步激发和弘扬党员爱国情怀和奋斗精神，8月29日下午，中豫信增党支部开展主题党日活动，通过组织党员观看红色电影《解密》为学习载体，推动党纪学习教育走深走实、入脑入心。

9月中下旬，中豫信增党支部组织各党小组分批开展学习《中国共产党不合格党员组织处置办法》活动。全体党员同志对照《中国共产党不合格党员组织处置办法》划定的红线和底线，把自己摆进去、把工作摆进去、把职责摆进去，筑牢知敬畏、存戒惧、守底线的思想根基。大家纷纷表示，将时刻以党性为“镜”，经常性进行自我反省、自我批评、自我教育，把党员意识全部融入到灵魂、血脉之中，深入到精神、信仰之中，练就共产党人的钢筋铁骨。

为热烈庆祝中华人民共和国成立75周年，弘扬爱国主义精神，深化社会主义核心价值观建设，增强民族自豪感和向心力，中豫信增党支部组织开展“盛世华诞·举国同庆——我为祖国送祝福”主题党日活动。活动中，大家将对祖国的祝福语写在定制的五角星卡片上，然后悬挂在绘有祖国版图的定制展板上，为伟大祖国送上真挚的祝福。

二、中豫信增经营动态

2024 年三季度，中豫信增紧抓国有企业改革深化提升行动重要契机，顺应宏观和市场趋势变化，积极履行“化解信用风险，服务产业发展，支持科技创新”职责使命，以高质量金融服务赋能我省实体经济。截至 2024 年 9 月末，公司资产总额 161.05 亿元，净资产 125.44 亿元，1-9 月实现利润总额 4.93 亿元；1-9 月共计落地债券增信业务 13 笔、金额 59.77 亿元。

（一）圆满召开 2023 年年度股东会

8 月 14 日，中豫信增 2023 年年度股东会在郑州圆满召开。豫资城乡一体化、省企信保基金、平煤神马集团等 19 家股东单位相关负责人，豫资控股集团党委书记、董事长秦建斌、澳交所、中诚信等机构相关负责人，中豫信增公司董事、监事出席会议，公司经营管理层及员工参加会议。会上，股东代表共听取并审议了《2023 年度董事会工作报告》《2023 年度监事工作报告》《2023 年 8-12 月利润分配方案》三项议题。本次会议由符合法律及章程规定的股东数量出席并全票表决通过以上三项议题。各位股东代表充分肯定了中豫信增 2023 年以来稳健务实的经营思路，对中豫信增未来发展方向和规划充满信心，并表示将一如既往地支持与陪伴公司共同发展。

（二）2024 年第二期定向债务融资工具成功发行

8 月 8 日，公司完成 2024 年第二期定向债务融资工具（PPN）发行工作，发行规模 5 亿元，期限 3 年，认购倍数 4.2 倍，发行票面 1.95%，创全国同期限同品种债券发行利率历史新低，同时也创下河南省同期限全品种债券发行利率历史新低。

（三）持续推进股权投资工作

为培育和发展新质生产力，加大战略新兴产业和未来产业的布局力度，帮助省内城投企业探索市场化转型路径，中豫信增发起设立河南信增股权投资基金。截至目前，信增母基金已经集团董事会审议通过并完成工商注册事项，9 月 5 日

实现基金业协会备案，相关储备项目正在有序推进中；同时继续对相关地市国企，加强储备项目研判，通过共同投资赋能产业转型。

（四）成功申报信用衍生品业务相关资质

为推动我省信用风险分散分担机制建设，创新信用增进服务产品，公司开展信用衍生品业务相关工作，于 7 月 18 日获取上海证券交易所信用保护合约核心交易商、信用保护凭证创设机构资质；于 8 月 6 日成功取得深圳证券交易所信用保护合约核心交易商及信用保护凭证创设机构资质。截至目前，公司已成功申请成为银行间市场交易商协会“信用风险缓释工具（CRM）”一般交易商、上海证券交易所“信用保护合约”核心交易商、“信用保护凭证”创设机构及深圳证券交易所“信用保护合约”核心交易商、“信用保护凭证”创设机构，能够为省内重点企业债券提供更加丰富的信用保护服务，提升债券市场活跃度，助力河南省债券市场与实体经济高质量发展。

三、中豫信增机构对接动态

7 月 3 日，中豫信增总经理岳思正、金融总监樊鼎之会见了恒丰银行郑州分行党委书记、行长凌勇，郑州分行党委委员、副行长杨阳一行。双方围绕综合授信、债券发行、债券投资及创新融资等方面进行了充分交流，就进一步深化全方位合作达成了共识。

7 月 4 日，中豫信增总经理岳思正、金融总监樊鼎之会见了浦银理财有限责任公司副总裁孙俊、浦发银行郑州分行副行长张杭烽一行。双方就综合授信、债券投资及创新融资等方面展开了充分交流，并就下一步合作方向进行了深入探讨。

8 月 2 日，中豫信增总经理岳思正在公司会见了来访的开封市委常委、兰考县委书记陈维忠一行。双方表示将以此为契机进一步加深全方位合作，加大对兰考县更多关注与支持。

9 月 19 日，中豫信增总经理岳思正会见了兴业银行郑州分行行长助理孟立新一行。与会双方就综合授信、债券投资、信用衍生品及创新融资等方面展开了充分交流，均表示期待双方的携手合作，为河南省打造健康稳健的信用环境充分赋能，共同建设“信用河南”。

第六部分 下季度展望

一、宏观经济情况展望

2024 年三季度经济体现出内需走弱的压力进一步加大，全年“保五”仍需努力，期待增量政策效应加快释放。第三季度 GDP 当季增速 4.6%，较第二季度进一步走弱。第三季度总需求增长对投资和净出口的依赖性增强，最终消费对总需求拉动的贡献下降，但出口的亮眼表现基本填补消费的缺口；房地产投资仍是拖累投资的主要因素，基建投资和制造业投资成为支撑投资的主要来源。消费、投资等主要经济指标延续边际走低的趋势背景下，近期各部委出台“一揽子”增量政策。展望四季度，当前宏观经济运行失衡的主要堵点仍在于微观主体的扩表意愿偏低，预计“一揽子”增量政策对经济的推动作用有望加大，期待政策效应能够加快释放，实现全年“保五”的目标仍需努力。

政策方面，9 月底以来政策密集出台，面对稳增长的重要性和迫切性，要求“有效落实存量政策，加力推出增量政策”，推动经济持续回升向好。财政政策方面，10 月 12 日国新办发布会上财政部部长蓝佛安宣布陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，同时会议表示“用足用好各类债务资金”，尤其强调“要研究扩大专项债券使用范围，健全管理机制”，将更好的发挥政府投资带动作用；此外，会议表示将通过采取综合性措施实现收支平衡，完成今年预算目标，并指出中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间；整体而言，本次会议释放财政政策积极信号，有助于提振信心、稳定预期，在“强政策”合力下预计经济基本面有望企稳。货币政策方面，近期货币政策稳增长力度增强，9 月 24 日国新办发布会上宣布“一揽子政策”，包含降低存款准备金利率、政策利率、引导存贷款利率同步下行等，为实体经济复苏提供适宜的金融环境。9 月 26 日政治局会议再次强调“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，较 7 月政治局会议“稳健的货币政策”表述更加积极，体现坚持支持性货币政策的立场、加大货币政策逆周期调节力度的决心。此外，10 月 9 日央行与财政部成立联合工作组，有助于提升货币和财政政策协同性，充分发挥宏观政策逆周期调节作用。

二、 信用债展望

2024 年三季度经济修复承压，宽松支持政策持续出台。在当前债务化解的背景下，三季度城投债在发行审核趋严和高到期压力下融资同比收缩，但产业债对信用债发行形成支撑，带动整体信用债发行规模上升；信用债收益率普遍降至历史最低水平后波动上行，同时在 9 月底随着股市行情改善、债券投资受到扰动出现明显调整，股牛是否可持续仍待经济数据检验。

城投债方面，严监管与到期高峰下，前三季度城投债净融出、融资规模同比大幅下降，二、三季度连续净融出且融出量逐季增加，9 月创历史单月净融出最高值，主要源于严监管下发行规模偏低导致；结构性分化持续存在，AA 级及以下主体净融资显著下滑，低层级、弱资质城投融资更加受限。后续来看，“一揽子化债”推进下新增融资保持严控态势、城投债发行审核仍然较严，预计 10-12 月城投债净融资规模将继续大幅度同比下滑，全年城投债净融资大概率为负，或在 -150 亿元左右，四季度净融资规模小幅转正、或达 100 亿元左右。考虑到目前存续城投债中约 1.03 万亿元将于年内到期，另有约 0.46 万亿元将进入回售期，整体再融资需求仍较高，预计 10-12 月城投债发行规模在 1.34 万亿元至 1.43 万亿元之间。随着“退名单”进程的加速，若四季度有较多发债主体退出城投主体范畴，城投债发行、到期规模均将进一步减少。发行结构方面，城投债借新还旧比例或继续高位抬升，重点区域融资主体层级或继续上移。当前融资政策仍限制新增融资，12 个高风险重点省份原则上只能借新还旧，在城投基本面未有明显改善、债务滚动压力仍存的背景下，城投债借新还旧比例或进一步抬升；此外，受城投企业转型整合后评级提升、“统借统还”逐步推开、弱资质平台不断清退等因素影响，后续重点区域低层级、弱资质平台融资主体数量及存续债券规模或大概率下滑，城投债融资主体层级将继续上移。

河南省存量债券中，城投债占比较高，截至三季度末，城投债在全部非金融企业信用债中的比例保持在 90% 左右，2024 年四季度到期规模较大，存在一定的集中兑付压力，主要集中在郑州市、省本级、洛阳市、商丘市等，后续仍需进行现有债券滚动续接，预计城投平台仍有一定的发债需求，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。三季度以来，“一揽子化债”多项细化政策及具体化债手段持续调整及完善，债务“控增化存”主基调延续，但收入端下滑掣肘下地方财政收支矛盾进一步凸显，仍面临严峻的还本付息压力，还需警惕存在舆情或弱区域、弱资质主体风险进一步释放。

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。