

# 非金融企业信用债 市场分析报告

2025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



# 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信用等级和A+国际主体长期信用评级。

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2025年3月末，中豫信增资产总额178.57亿元，债券增信余额275.52亿元，总投资余额156.81亿元。

## 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、信用管理服务等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

## 2025 年第一季度

### 内容摘要:

1、一季度 GDP 同比增长 5.4%，好于市场预期，且超出年内经济增长目标 0.4 个百分点，为后续三个季度的经济增长减轻压力。

2025 年一季度在“抢出口”和内需政策效应持续显现的背景下，多数经济指标环比回暖，生产维持韧性，需求端受“两重两新”支撑，投资、消费结构性亮点突出，楼市小阳春支撑地产销售持续回暖，地产新开工跌幅明显收窄，民间投资实现由负转正。但外部环境进一步承压，出口依赖型制造业仍面临潜在压力，内生性消费和投资仍有待进一步修复，伴随中美关税博弈外部新变量的线索逐渐清晰，扩内需、稳民生成为二季度宏观政策的首要任务。考虑到当前消费、投资意愿较低，后续货币政策或更多配合财政政策，共同形成合力。

2、一季度全国信用债发行规模、净融资额环比增长，发行利率普遍上行，信用债市场仍处于低利率、高波动的趋势。

2025 年一季度全国信用债发行总额 3.20 万亿元、净融资额 4,341.52 亿元，净融资环比增长；其中，城投债发行总额 1.47 万亿元、净融资额 821.58 亿元，产业债对信用债发行形成支撑，带动整体信用债净融资额规模上升。信用债发行利率走势普遍上行，但仍处于较低水平。展望后续，全国信用债融资仍有韧性，受到美国关税政策加剧避险情绪、降准预期升温及机构配置需求释放驱动，叠加债市“科技板”落地优化结构，预计 2025 年信用债发行量在 16.3-16.7 万亿元，二季度发行量或在 4.30-4.32 万亿元。

3、一季度河南省信用债净融资额同比降幅较大，但信用债发行对专业增信（担保）的需求明显提高。

2025 年一季度河南省信用债共发行 156 只，募集资金 914.40 亿元，同比增速 4.66%，高于全国信用债-9.49%的平均水平；信用债净融资额 151.80 亿元，同比下降 22.81%，降幅较大。一季度省内由专业机构增信（担保）的信用债发行规模 63.40 亿元，占到全省信用债发行规模的 8.97%，占比较上季度明显提高。在当前一揽子化债背景下，弱资质的城投企业融资持续承压，信用债发行对专业



增信（担保）的需求明显提高。省内存量债券中，城投债占比较高，截至一季度末，城投债在全部非金融企业信用债中的比例保持在 85%以上，二季度到期规模较大，存在一定的集中兑付压力，但考虑到河南省作为城投债发行大省，城投债到期偿付风险整体可控。但在收入端下滑掣肘下地方财政收支矛盾进一步凸显，仍面临还本付息压力，同时部分区域城投非标债务的置换和化解仍存在一定难度，仍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

<b>第一部分 宏观经济情况 .....</b>	<b>1</b>
一、 基本面相关情况.....	1
二、 宏观政策相关情况.....	9
<b>第二部分 全国信用债市场概况 .....</b>	<b>23</b>
一、 信用债发行情况.....	23
二、 城投债情况.....	27
三、 增信（担保）发行情况.....	31
四、 信用债市场交易情况.....	34
五、 高收益债市场情况.....	37
六、 债券市场违约总结.....	42
<b>第三部分 河南信用债市场概况 .....</b>	<b>43</b>
一、 信用债发行情况.....	43
二、 城投债情况.....	46
三、 增信（担保）发行情况.....	48
四、 信用利差变化分析.....	50
<b>第四部分 他山之石 .....</b>	<b>51</b>
一、 城投公司信用事件.....	51
二、 城投政策回顾及影响分析.....	52
三、 当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势.....	55
四、 城投行业重组整合特征分析——以江苏省为例.....	66
<b>第五部分 中豫信增动态 .....</b>	<b>72</b>
一、 中豫信增经营动态.....	72
二、 中豫信增机构对接动态.....	74
<b>第六部分 下季度展望 .....</b>	<b>76</b>
一、 宏观经济情况展望.....	76
二、 信用债展望.....	77

## 第一部分 宏观经济情况

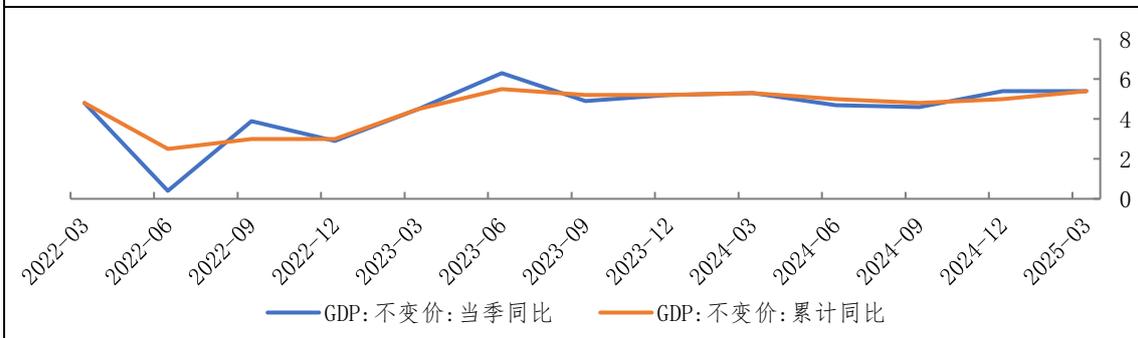
### 一、基本面相关情况

#### (一) 经济增长情况

2025 年一季度经济表现超预期，为全年实现经济目标打下坚实基础。2025 年一季度国内生产总值 318,758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%，较去年上升 0.4 个百分点，且超出年内经济增长目标 0.4 个百分点，为后续三个季度的经济增长减轻压力。从主要统计指标来看，一季度在“抢出口”和内需政策效应持续显现的背景下，多数经济指标环比回暖，生产维持韧性，需求端受“两重两新”支撑，投资、消费结构性亮点突出，楼市小阳春支撑地产销售持续回暖，地产新开工跌幅明显收窄，民间投资实现由负转正。但外部环境进一步承压，出口依赖型制造业仍面临潜在压力，内生性消费和投资仍有待进一步修复，伴随中美关税博弈外部新变量的线索逐渐清晰，扩内需、稳民生成为二季度宏观政策的首要任务。

从三大产业来看，第一产业增加值 11,713 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 111,903 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 195,142 亿元，增长 5.3%。第二产业增速加快，一、三产业放缓；三次产业 GDP 增速分别较去年四季度下降 0.2、上升 0.7、下降 0.5 个百分点，对 GDP 增速拉动分别下降 0.23、上升 0.15、上升 0.08 个百分点。

图 1.1: GDP 累计同比和当季同比 (%)

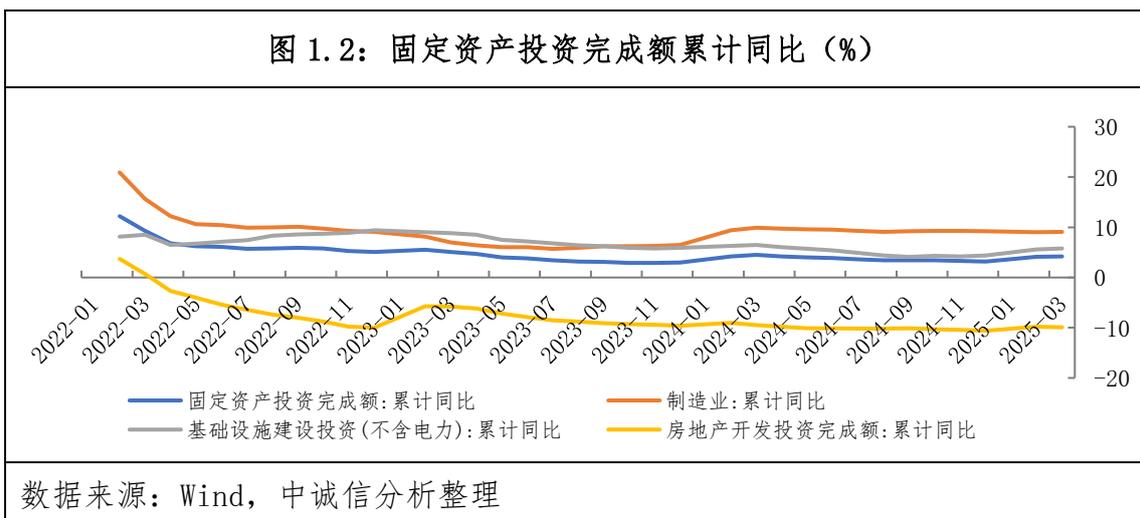


数据来源: Wind, 中诚信分析整理

从投资端来看，“两重两新”支撑投资开局良好，财政政策前置发力下基建

投资对固定资产投资的拉动效果显著。投资开局良好，2025 年一季度固定资产投资完成额累计同比增速为 4.2%，高于 1-2 月累计增速 4.1%，整体与去年同期（4.2%）持平；从季调环比看，前三个月固定资产投资环比增速分别为 0.61%、0.55%和 0.15%，较去年同期明显改善。分结构看，一季度狭义基建投资增速为 5.8%，较 1-2 月进一步抬升 0.2 个百分点，广义基建投资增长较快，一季度同比增长 11.5%，较 1-2 月加快 1.5 个百分点；一季度制造业投资累计同比增长 9.1%，较 1-2 月回升 0.1 个百分点，其中，铁路、船舶等运输设备和汽车制造业投资分别录得 37.9%和 24.5%，高出整体制造业增速超过 15 个百分点，计算机、通信和其他电子设备制造业增速为 10.5%，较 1-2 月提升 0.9 个百分点，装备制造业和高技术制造业投资仍是主要拉动；一季度房地产开发投资累计同比增速为-9.9%，降幅较 1-2 月小幅扩大 0.1 个百分点，但整体相较去年年底跌幅明显收窄，地产投资整体企稳。

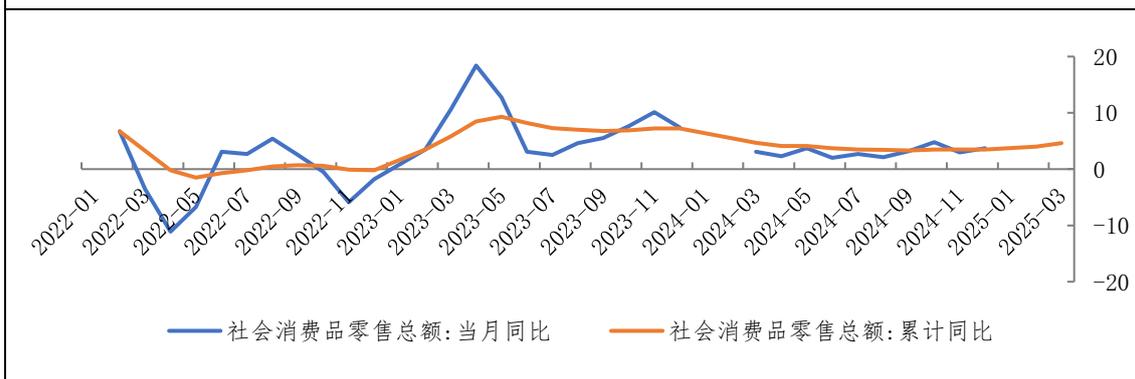
图 1.2：固定资产投资完成额累计同比（%）



提振消费专项行动效果显著，一季度商品消费复苏态势持续向好，但服务消费仍有待改善。随着消费品以旧换新政策持续落地显效，通讯器材、文化办公用品、家具、家用电器等政策重点支持领域产品零售额均实现超 18%的高速增长，带动 2025 年一季度社会消费品零售总额累计同比增长 4.6%，较前两月加快 0.6 个百分点，其中 3 月社会消费品零售总额增速录得 5.9%，环比增加 1.9 个百分点，创 2024 年以来新高；与此同时，一季度社零季调环比增长维持 0.6%左右，明显高于去年同期（0.18%），消费复苏态势持续向好。从消费结构看，一季度消费复苏主要受“以旧换新”和“国补”支撑，商品消费增长好于服务消费。一季度商品零售、服务零售累计同比增速分别为 4.6%和 5.0%，其中商品零售较去

年全年提升 1.4 个百分点，3 月商品零售单月同比增长 5.9%，为 2023 年 11 月以来的最高水平；而服务零售较去年回落 1.2 个百分点，餐饮服务收入虽单月环比改善，但一季度增速仍落后去年全年增速水平。分行业看，政策补贴驱动消费的结构特征明显，内生消费有待改善。2025 年一季度“消费补贴”覆盖的通讯器材、家用电器、家具增速位居前列，而与地产链挂钩的建筑材料以及地产后周期属性的医药、食品饮料消费增速相对落后，内生性消费需求仍有待改善。

图 1.3：社零总额当月和累计同比 (%)



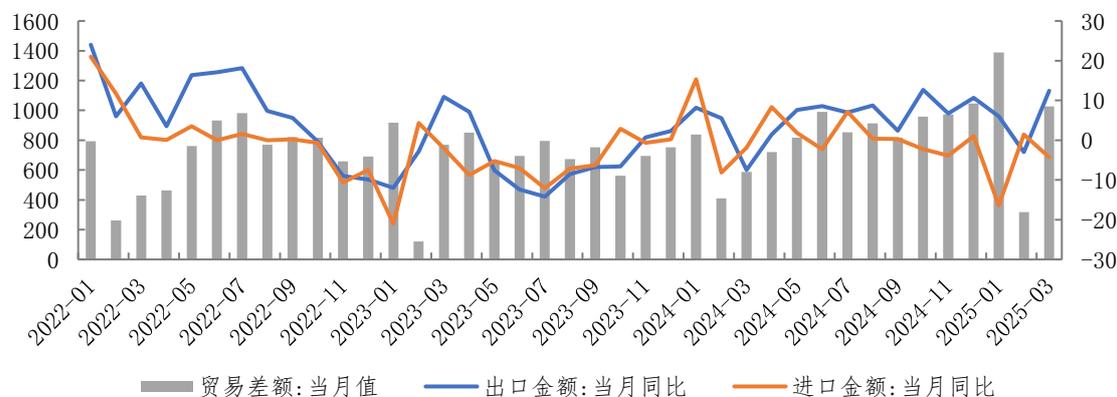
数据来源：Wind，中诚信分析整理

海外需求景气度维持高位和“抢出口”支撑下，出口表现亮眼。2025 年一季度我国以美元计价出口金额累计同比增长 5.8%，较前两月上升 3.5 个百分点，其中 3 月以美元计价出口金额同比增长 12.4%，较去年同期大幅上升 20 个百分点。出口表现总体强于季节性，其原因有三：一是受海外需求支撑。2025 年开年以来海外多数经济体制造业 PMI 保持回暖态势，其中，欧元区制造业 PMI 延续回升，亚洲制造业 PMI 持续维持在扩张区间，非洲制造业 PMI 则重回扩张区间。二是“抢出口”再现。3 月制造业 PMI 新出口订单指数较 1-2 月延续回升，表明美国连续两次加征关税导致 3 月关税预期较 2 月份重新升温，3 月“抢出口”再现。三是受低基数影响，出口增速大幅反弹。

在内需疲弱和中国对美关税反制措施影响下，进口增速同比下降。2025 年一季度我国以美元计价进口金额累计同比下降 7%，较前两月收窄 1.4 个百分点，其中 3 月以美元计价进口金额同比下降 4.3%，进口增速由正转负，内需疲弱仍然是进口增速走弱主要原因。具体来看，在美国连续加征 10% 关税后，我国针对部分美国农产品、能源产品等采取反制措施，受此影响，3 月农产品、煤炭进口金额分别同比下降 18% 和 29.7%，拖累进口增速 1.33 和 0.43 个百分点；集成电

路、机电产品等资本品进口仍维持正增长。

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

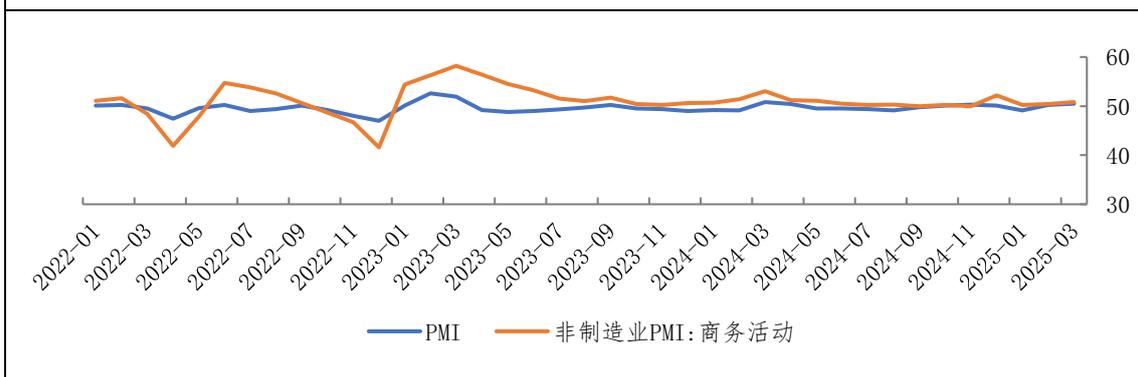
今年以来制造业景气向好，制造业 PMI<sup>1</sup> 连续回升，但总体仍弱于季节性表现。

今年以来制造业 PMI 连续两月回升至扩张区间，3 月录得 50.5%，较上年末提升 0.4 个百分点，一季度制造业景气向好的趋势基本确认。由于春节效应消退企业开始复工复产，3 月制造业 PMI 往往呈季节性回升，考虑到过去四年（2021-2024 年）的 3 月份制造业 PMI 均值为 51.0%，3 月回升仍然弱于季节性。

非制造业商务活动指数连续 2 个月上升，建筑业 PMI 升至去年 6 月份以来高点，服务业 PMI 环比上行。3 月非制造业商务活动指数较上年末下降 1.4 个百分点至 50.8%，但已连续 2 个月回升，其中业务活动预期分项升至 57% 以上，非制造业经营活动仍保持扩张，企业对未来市场预期维持乐观。服务业商务活动指数为 50.3%，较上年末下降 1.7 个百分点，但服务业新订单指数环比改善 1.2 个百分点，业务活动预期指数延续两月回升至 57.5%，多数服务业企业对近期市场发展预期持乐观态度；建筑业商务活动指数较上年末回升 0.2 个百分点至 53.4%，为去年 6 月份以来的新高。

<sup>1</sup>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。

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

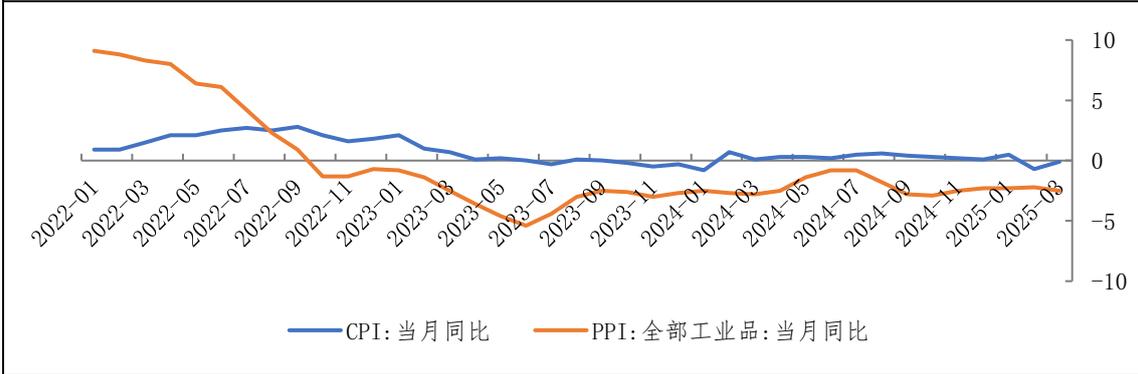
一季度 CPI<sup>2</sup>同比由正转负, 但 3 月 CPI 同比和环比降幅收窄, 核心 CPI 由负转正, 供需结构边际改善, 整体物价仍处于温和回升态势。2025 年一季度 CPI 同比下降 0.1%, 较上季度下降 0.3 个百分点, 一方面受到国际油价下行的影响, 另一方面还受季节性因素的拖累。考虑春季天气转暖鲜蔬鲜果价格回落、旅游淡季出行人数减少等季节性因素, 通常而言一季度 CPI 均会有所回落。值得注意的是, 3 月 CPI 同比下降 0.1%, 较上月边际改善 0.6 个百分点, 环比降幅小于季节性, 或反映出提振消费需求等政策效应显现、供需结构边际改善。此外, 3 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 由负转正, 同比增长 0.5%, 较上月改善 0.6 个百分点, 环比由负转平, 也反映出居民消费动能或有所恢复。

受上游能源等原材料价格以及部分出口行业价格下行因素影响, PPI<sup>3</sup>同比跌幅进一步走扩, 仍处于深度收缩区间。2025 年一季度 PPI 同比下降 2.3%, 降幅较上季度扩大 0.1 个百分点; 3 月 PPI 同比下降 2.5%, 降幅较上月走扩 0.3 个百分点, 环比下降 0.4%, 降幅较上月也进一步扩大。这也与制造业 PMI 中主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均较前值回落的走势相一致。3 月 PMI 主要原材料购进价格、出厂价格分别环比下降 1.0、0.6 个百分点至 49.8%、47.9%, 皆处于收缩区间。

<sup>2</sup>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。

<sup>3</sup>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。

图 1.6: CPI、PPI 当月同比

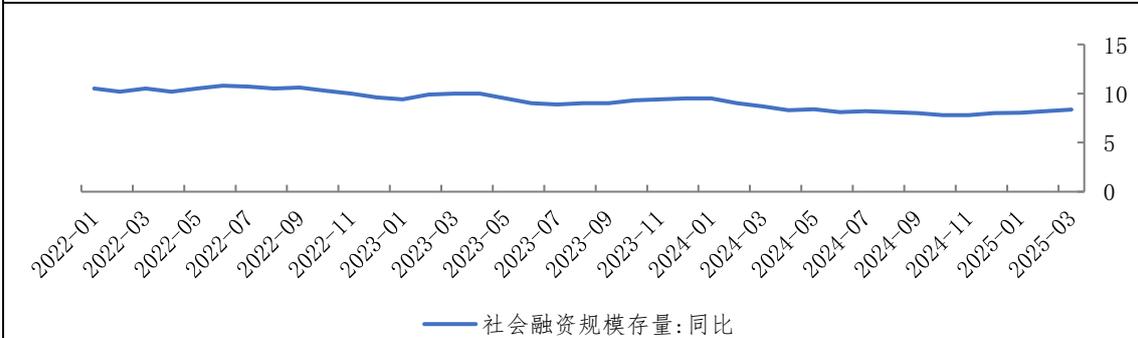


数据来源: Wind, 中诚信分析整理

#### (四) 资金面相关情况

一季度新增社融<sup>4</sup>多增, 社融存量增速延续环比上升、同比下降。2025 年一季度新增社融 15.18 万亿元, 较上年同期多增 2.25 万亿元; 3 月新增社融 5.89 万亿元, 同比多增 1.05 万亿, 与历年同期相比为历史最高点。存量角度看, 3 月社融存量同比为 8.4%, 较上月上升 0.2 个百分点, 政府债券发行保持高位、融资需求边际回暖带动信贷回升, 共同支撑社融延续改善。

图 1.7: 社融存量同比



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

M1<sup>5</sup>增速边际回升, M2<sup>6</sup>增速环比持平、同比下降, M1、M2 的剪刀差收窄。2025 年 3 月 M1 同比增长 1.6%, 较上年末回升 3 个百分点, 增速回升的主要支撑或来自于微观主体流动性的改善, 今年以来政府债发行后资金逐步下拨至微观主体, 微观主体现金流有所改善。此外特朗普上台以来美国先后大幅加征关税, 随着外

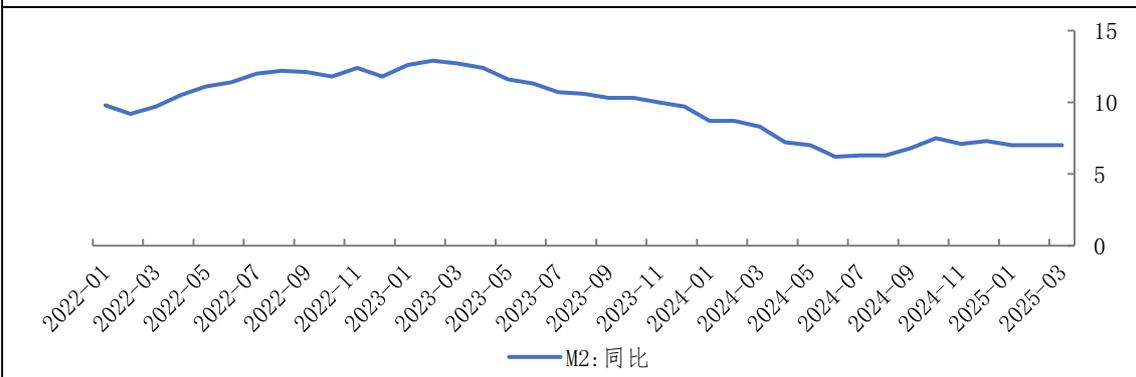
<sup>4</sup>社会融资规模: 是指一定时期内实体经济从金融体系中获得的全部资金总额, 可以反映实体经济的融资需求情况。

<sup>5</sup>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。

<sup>6</sup>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。

部不确定性上升，外贸企业对活期存款的偏好可能也出现阶段性升高。2025年3月M2同比增长7%，较上年末下降0.3个百分点，环比持平，同比下降1.3个百分点。从新增存款来观察，3月居民和企业存款分别同比多增2600、7675亿元，是M2的主要支撑，非银存款多减1.26万亿，是M2的主要拖累项，或受非银同业存款利率自律机制落地影响，同时3月理财、股市收益震荡调整，或也使得部分非银存款外流。伴随M1增速上行，M1-M2剪刀差由上年末的-6.1%收窄至-5.4%，资金活化程度边际改善。

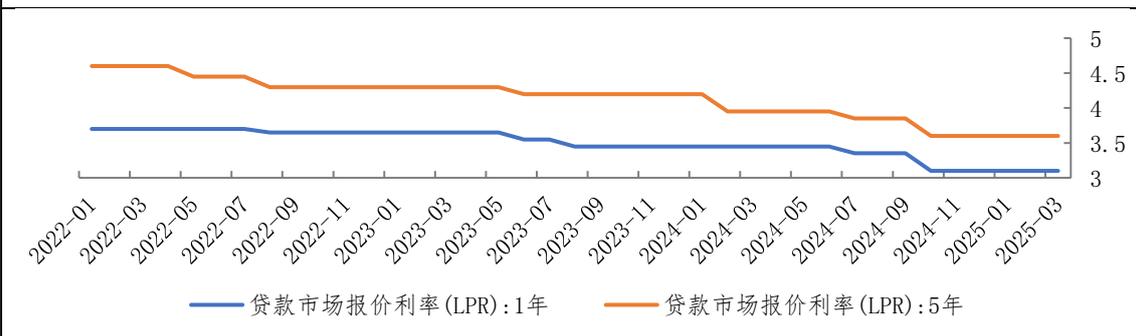
图 1.8: M2 同比



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

2025年3月1年期LPR<sup>7</sup>为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，延续了2024年10月以来的报价。去年2月以来LPR报价一路下调，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

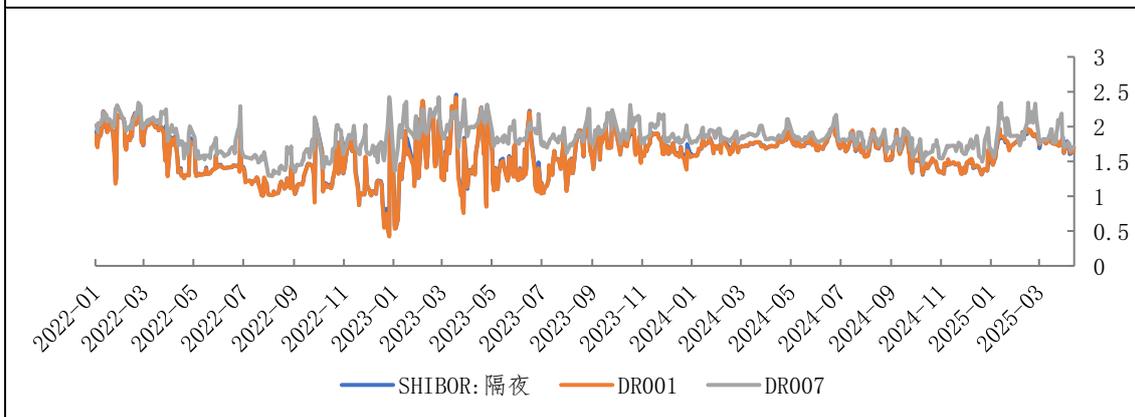


数据来源: Wind, 中诚信分析整理

<sup>7</sup>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。

2025年3月末，SHIBOR<sup>8</sup>隔夜利率 1.74%，DR001<sup>9</sup>利率 1.80%，DR007 利率 2.19%。一季度 DR007 的中枢为 1.68%，较前一季度上升了 27BP：从走势来看，一季度 DR007 在 1.56%和 2.34%之间小幅震荡，最大振幅为 78BP，高于上一季度 53BP 振幅。

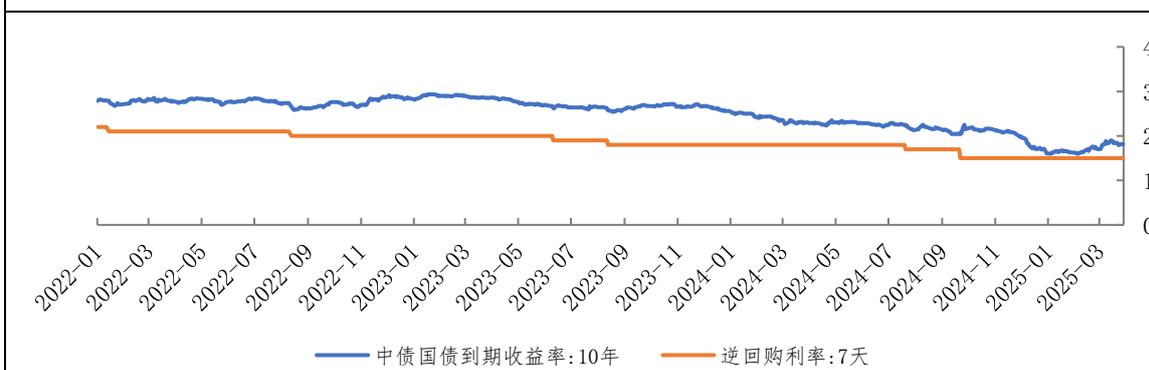
图 1.10：SHIBOR、DR001、DR007 走势



数据来源：Wind，中诚信分析整理

一季度债市收益率有所上行，以 10 年期国债收益率为例，2025 年 3 月末为 1.8129%，较去年 12 月末上行 13.77BP；一季度收益率中枢为 1.7114%，环比下行 29.28BP。

图 1.11：国债、逆回购 (%)



数据来源：Wind，中诚信分析整理

<sup>8</sup>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。

<sup>9</sup>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。

## 二、宏观政策相关情况

### (一) 2025 年政府工作报告的八大关注点

2025 年 3 月 5 日上午 9 时，十四届全国人大三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三次会议作政府工作报告（以下简称“报告”）。我们认为本报告有以下八点值得关注：

#### 1、维持经济增长 5% 的目标，坚持经济发展为先

2025 年政府工作报告延续去年底中央经济工作会议“稳中求进、以进促稳”的总基调，同时更加强调目标导向和灵活调控。中央对当前经济形势与重点工作任务做出了清晰准确的判断与规划，正视经济下行压力，指出“外部环境更趋复杂严峻，可能对我国贸易、科技领域造更大冲击，国内经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力”等，同时也肯定了中国经济长期向好的趋势不变，提出“我国具有显著的制度优势、来自市场、产业和人才资源等诸多优势条件，有效治理机制和广阔的增量空间”。政策基调上，本次会议首次提出“根据形势变化动态调整政策”，意味着在外部环境不确定性加深的背景下，宏观调控总体将更加灵活、因时度势，同时报告强调“注重目标引领，把握政策取向，将求时机力度，强化系统思维，提高宏观政策的实施效能”，更加注重目标引领和政策出台的“时效度”，意味着 2025 年宏观调整更多是主动作为而非被动应对，对稳定预期，提振信心具有积极作用。

5% 的 GDP 增速目标“兼顾需要和可能”，体现了以经济发展为先的总思路，有助于稳定市场预期。报告将 2025 年经济增速目标设定为 5% 左右，在面临外部压力增大、内部困难增多的挑战下，2024 年我国 GDP 同比增长顺利实现 5% 的目标，特别是四季度以来，一揽子增量政策支持下，经济运行积极因素持续增多，供需两端均有改善，为 2025 年开局奠定良好基础。尽管从地方两会提出的经济增长目标看，超半数省份下调了 GDP 增速目标，但 7 个经济大省加权平均增速与 2024 年持平，此外，今年经济稳中向好有多重支撑，在稳增长政策持续发力、化债对于经济增长的约束改善、房价企稳带动投资降幅收窄、各部门资产负债表延续修复的背景下，我国经济有望实现 5% 的增长。

就其他经济目标看，城镇新增就业人数和失业率目标基本维持不变，CPI 增

速目标首次从 3%左右下调为 2%左右，目标设置更加务实。近两年来我国价格水平持续在低位徘徊，2%的目标设置更加务实，同时也反映出政策对价格的关注程度有所提升。此外，考虑到经济活动和政策落地都需要传导至微观主体才能生效，微观主体信心不振会弱化宏观政策的实际效果，建议在关注实际增长率的同时加强对名义增长率的重视。后续看，政策支撑下消费回暖、内需改善或带动 CPI 延续温和回升态势，但在供需结构性失衡未见明显好转情况下，物价大幅回升动能不足，实现 2%左右的目标还需“通过各项政策和改革共同作用”，特别是在需求端加强刺激。此外，报告延续了去年 9 月以来将资产价格纳入宏观调控体系，强调“稳住楼市股市”，有助于更好修复微观主体资产负债表，提升市场信心。

## 2、全方位扩大内需居首位，提振消费是核心

报告延续中央经济工作会议将“全方位扩大国内需求”置于首位的安排，强调“使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。扩大内需尤其是提振消费对于释放经济增长潜力、推动经济回归潜在增长路径具有重要意义。开年以来多项扩内需政策已落地，如放松专项债项目审批、允许部分地区自审自发、“两新”政策扩围，下达首批 810 亿元超长期特别国债资金，各地加快“两重”项目开工实施等，后续针对投资和消费端的政策举措或将靠前发力、持续发力，形成消费和投资相互促进的良性循环。

提振消费是扩大内需的核心，政策着力点可逐渐由商品消费向服务消费拓展。本次报告细化了提振消费专项行动的部署，一是“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”，通过提升收入预期刺激居民的消费倾向，二是安排超长期特别国债 3,000 亿元支持消费品以旧换新，资金规模较去年增加一倍，乘用车、家电、消费电子等政策支持领域仍将持续支撑今年的商品消费；此外值得注意的是，两会对于服务消费的政策笔墨增多，提出“从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”，“创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展”，“落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力”等多方面工作要求。根据国际经验，人均 GDP 突破 1 万美元往往是各国消费结构从商品消费主导转向服务消费为主的关键节点，2024 年我国人均 GDP 达到 1.3 万美元，已经进入消费结构转型的关键阶段，但与美日等发达国家相比，我国服务

消费占比为 46%，低于日美等发达国家水平，因此此次消费政策着力点拓展至服务领域是因势而动、顺势而为。

提高投资效益方面，“两重”仍然是投资的主要支点，对于支持和鼓励民间投资发展的提法进一步升级。对于投资领域，仍需要发挥好各类政府投资工具作用，进一步提升财政资金的投入产出效率，优化财政支出结构，两会报告指出今年中央预算内投资拟安排 7,350 亿元，较 2024 年预算安排增加 350 亿元，在“更大力度支持‘两重’建设”的总体要求下，预计各地方重大项目仍是投资的主要支点。另一方面，与 2024 年政府工作报告相比，本次报告对于民间投资的表述从“着力稳定和扩大民间投资，鼓励民间资本参与重大项目建设”变为“支持和鼓励民间投资发展，引导更多民间资本参与重大基础设施、社会民生等领域建设”，对于民间投资的提法进一步升级。今年 2 月国家发改委明确提出“将尽快修订出台新版市场准入负面清单”，预计针对民间资本投向领域准入限制将进一步放松，后续将持续推进基础设施竞争性领域、国家重大科研基础设施等向民营企业公平开放，以支持民间资本在国家重大战略实施和重点领域安全能力建设方面进一步发挥作用，催生出新的投资增长极。

### 3、因地制宜发展新质生产力，科创赋能是关键

促进新动能积厚成势，两会多方位落实“人工智能+”行动。年初以来 DeepSeek、宇树科技等为代表的企业凭借硬科技成为全球科技的关注焦点，我国科技创新和产业创新融合发展在不断加快。本次报告进一步落实推进“人工智能+”行动，在下游应用领域，报告提出“支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”；在基础设施方面，提出“扩大 5G 规模化应用，加快工业互联网创新发展，优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群，加快完善数据基础制度”。我们认为，我国 AI 产业正处于关键节点，“人工智能+”的不断拓展也催生了服务场景的新领域和新业态，2025 年或将是中国“人工智能+”应用发展的黄金时期，建议加大基础研究投入，建立“政产学研用”协同创新平台，推动国家级实验室与龙头企业联合攻关芯片制造、AI 大模型等领域，扩展人工智能的应用领域场景，将人工智能的经济效益发挥到最大化。

政策资源分配更趋多元化，后续或进一步加大对高技术领域的资源倾斜。对

于新兴产业和未来产业方向，本次两会重点提及“推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展，建立未来产业投入增长机制，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业”顺应了全球产业链变革对高技术产业自主可控的总体要求。地方两会的部署中各省在强调传统产业、推进产业升级的同时，对于新兴产业布局多集中在新一代信息和通信技术、工业母机、人形机器人、低空经济、新材料等行业，与中央布局方向一致。预计后续会进一步加大财政、货币和产业政策对高技术领域的资源倾斜，超前布局重大科技项目，推动政策资源分配更趋多元化。我们建议设立国家战略科技专项基金，重点支持未来产业前沿领域，扩大政府引导基金规模，探索知识产权证券化等工具，降低科创企业融资成本，对硬科技企业实施上市“绿色通道”，通过推动耐心资本投资为科技企业提供良好的融资保障。

#### 4、优化营商环境，进一步激发民营经济活力

促进民营经济发展是今年两会的重点，此次《报告》提出“扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施，切实依法保护民营企业和民营企业合法权益，鼓励有条件的民营企业建立完善中国特色现代企业制度”“加力推进清理拖欠企业账款工作”“支持个体工商户发展，开展规范涉企执法专项行动，集中整治乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封，坚决防止违规异地执法和趋利性执法”，均反映出对民营经济的重视进一步凸显。民营经济作为推进中国式现代化的生力军，对于激发市场主体活力以及经济修复具有重要作用。最新数据显示，我国民营企业数量占企业总量的 92%以上；国家高新技术企业中，民营企业占比扩大至 92%以上。虽然民营企业在经济发展中发挥了重要作用，但由于在融资、市场竞争、市场准入等方面仍有门槛，限制了民营企业的发展空间。并且在发展、三保等诉求下地方流动性仍然承压，地方政府支持及回款能力受限，拖欠账款问题依然比较突出。对于民营企业面临的这些问题，中央高度重视，去年以来国家出台了一系列举措，去年 10 月司法部、国家发改委出台《民营经济促进法》草案征求意见稿，明确了民营企业及其经营者的人身权利、财产权利等合法权益受法律保护。今年 2 月习近平总书记在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话，这是自 2018 年以来中央再次专门召开民营企业座谈会，进一步释放出支持民营经济发展壮大的积极信号，有助于提振微观主体信心和市场风险偏好。后续来看，应着力改善民

营企业经营环境，拓展民营企业发展空间，提振民间资本投资预期，激发民营企业内生动力。一是要加快《民营经济促进法》的落地落实，在产权保护、公平竞争等民营企业关注的重点领域，填补专门立法的空白；二是进一步优化营商环境，继续下大气力解决民营企业融资难融资贵问题和拖欠民营企业账款等问题；三是融资支持制度，通过专项信贷、债券融资工具试点、纾困基金等缓解融资难题，鼓励银行提高民企首贷、信用贷比例。

## 5、外部环境风险不确定性加剧，保持稳固外贸基本盘的政策定力

**面对外部环境新变局，中央保持稳外贸、稳外资、积极对外开放的政策定力。**本次报告特别强调我国外部环境面临的新变化，即“单边主义、保护主义加剧，多边贸易体制受阻，关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定”。2月特朗普上任以来多次签署行政令，包括对进口自中国的商品加征10%的关税、实施贸易伙伴对等关税备忘录等，关税和实体清单制裁等措施的落地将对2025年中国企业出口和关键原材料进口造成制约；此外，全球产业链、供应链仍将不断调整，墨西哥作为中国的重要贸易伙伴和中转站同样受到美国关税政策的威胁，全球产业链重构进一步提升了中国企业面临的外贸风险。报告强调“无论外部环境如何变化，始终坚持对外开放不动摇，稳步扩大制度型开放，有序扩大自主开放和单边开放，以开放促改革促发展”，体现了政策为应对外部环境变化、反制单边主义制裁和坚持对外开放的政策决心。

**巩固外贸外资基本盘，发展中间品贸易、深化多双边合作，拓展服务贸易、数字贸易作为外贸的新增长点。**从政策部署看，针对商品贸易领域，报告提出“拓展境外经贸合作区功能，发展中间品贸易，开拓多元化市场”的总体工作任务，2017年到2023年，中国出口中间品占比从42%提升到46%，我国中间品出口优势不断提升，高附加值中间品贸易不仅是我国应对美西方“脱钩断链”威胁的有效举措，也是我国由贸易大国向贸易强国迈进的关键所在；贸易合作方面，报告提出“推动高质量共建‘一带一路’走深走实”“深化多双边和区域经济合作”，以扩大全球经贸合作领域来规避美国的关税冲击；贸易增长点方面，今年2月国常会研究服务贸易和服务消费有关工作，指出发展服务贸易是稳外贸的重要抓手，本次政府工作报告进一步提出“推动服务贸易创新发展，提升传统优势

服务竞争力，鼓励服务出口，扩大优质服务进口，培育绿色贸易、数字贸易等新增长点”，预计关于支持服务贸易的指导性文件或加快落地，如实施跨境服务贸易负面清单制度，通过“对外开放、对内放开”的办法构建服务需求内外双循环，在数字贸易领域扩大制度性开放，制定数字贸易标准进，提升中国数字贸易治理的话语权。

## 6、稳住股市楼市，加大重点领域风险化解

去年四季度以来，宏观调控首次将资产价格纳入调控体系，明确提出“稳住楼市股市”。《报告》延续此前提法，再次强调“稳住楼市股市”，可以看出稳定资产价格已成为宏观政策关键着力点之一。资产价格的稳定对扩大居民部门的财富效应、畅通企业部门的融资渠道甚至缓解地方政府的债务压力，都具有积极作用。资本市场领域，《报告》提出“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。改革优化股票发行上市和并购重组制度”。

**房地产领域**，房地产作为当前经济运行中的核心问题，既是稳定资产价格的重要组成部分，也是防范化解重点领域风险的关键之一。“持续用力推动房地产止跌回稳”的核心逻辑仍然是推动供需相对平衡，具体来看，需求侧政策包括“因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力”；供给侧则主要提出“优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房”，并且强调了“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”，旨在提高地方政府在收储上的主观能动性。财政部在1月10日国新办新闻发布会上表示，在2025年新增发行的专项债额度内，地方可根据需要，统筹安排用于收购存量商品房用作保障性房的专项债项目。本次《报告》也提出专项债重点支持收购存量商品房，拓宽保障性住房再贷款使用范围。目前来看，商品房收储仍面临结构性供需失衡、成本收益不匹配、双向激励机制不健全等难点，建议地方用好用足保障性住房再贷款和专项债等支持政策，满足广大中低收入人群的住房需求，同时支持地方政府回收符合条件的闲置存量土地，发挥土地储备“蓄水池”功能。2月24日，广东省率先发行307亿专项债用于土地储备。土储专项债的重启有助于盘活闲置土地，优化土地供应结构，促进房地产市场止跌回稳，加速房地产

市场的出清。但是也需要注意，土储专项债需要合理确定收购价格、妥善处理债权债务关系，合理规划专项债项目涉及地块范围和用途调整，保障专项债项目收益与成本的平衡。在金融支持政策方面，房地产融资协调机制仍然是化解房地产项目融资难题的关键政策抓手。通过有效调动各方资金力量，优化融资结构，为房地产企业提供了稳定的资金保障。同时，通过完善融资政策体系，进一步提升了金融机构对房地产行业的支持力度，有助于推动房地产市场的平稳健康发展。

本次政府工作报告继续强调防范化解三大领域风险，并提出“坚持在发展中逐步化解风险”。地方债务风险方面，会议提出“实施和完善一揽子化债方案”，去年11月财政部出台了“6+4+2”组合拳并快速落地，当前6万亿置换进度过半并取得一定成效。截至3月4日，用于置换存量隐性债务的特殊再融资专项债发行(含计划发行)规模达30,887.05亿元、完成6万亿置换额度的进度过半，其中2024年2万亿元、2025年10,887.05亿元。但债务化解过程中仍面临一些挑战。一方面地方财政收支矛盾凸显，债务还本付息压力仍较突出；另一方面，化债资金及释放的增量资金的效率有待提升。后续来看，在当前经济下行压力下，地方债务风险化解仍需坚持“在发展中化债、在化债中发展”。尤其值得注意的是，会议还提出“优化考核和管控措施，调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”。2024年12月“99号文”出台，对地方政府退出重点省份的标准、程序、进度及后续安排等做了详细说明。后续来看，重点省份在退名单、谋发展动机下将进一步用好用足各项政策资源，加快化债与城投转型进程，成功退出后有望带动基建投资与经济修复加速。与此同时，按照科学分类、精准置换的原则，有序推进隐性债务置换，加强跟踪监督，推动地方融资平台市场化转型和债务风险化解，助力缓释地方债务风险，同时也将更加重视政府流动性及信用问题，加快解决政府对于企业的欠款问题，推动相关投资主体好转，避免企业动力不足、信心不足的长期化，也为经济发展营造良好的信用环境。

金融领域风险方面，《报告》提出“按照市场化、法治化原则，一体推进地方中小金融机构风险处置和转型发展”。近年来，随着经营环境变化、不良资产增加，部分中小金融机构劣变为高风险机构，金融监管总局已连续两年将推进中小金融机构改革化险作为首要任务。考虑到房地产和地方债务风险暴露及大型企业、普惠金融不良资产增加，中小金融机构风险化解任务仍然繁重。中小金融机

构从重组化险到改革发展，无论在整体还是个体层面，都将是较为长期的过程。

## 7、加强宏观政策“时、度、效”与经济走势的配合

货币政策“适度宽松”基调依旧，更加注重精准协同。《政府工作报告》延续了中央经济工作会议的提法，提出“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”，值得注意的是，报告首次提出“根据形势变化动态调整政策”，尽管货币政策“适度宽松”的基调不变，但政策节奏和力度可能会适时调整。央行的货币政策目标是相对多元的，包括经济增长、通货膨胀、国际收支、商业银行稳健经营等多方面的考量。去年年底的中央经济工作会议提出“适时降准降息”、2024年12月27日召开的货币政策委员会例会提出“择机降准降息”、《2024年四季度货币政策执行报告》提出“择机调整优化政策力度和节奏”。结合最新表述看，货币政策可能在稳汇率与降成本之间权衡，但后续来看，考虑当前微观主体实际利率仍然偏高，降准降息仍有空间。此外，《报告》还提出“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”，这对于推动资产价格企稳、提振内需至关重要。

财政政策更加积极，加力提效。财政赤字率首度“破四”，广义赤字更加给力、接近14万亿元。报告明确提出提高赤字率至4%，增加赤字规模至56,600亿元，这一突破性的调整较好地回应了国内需求收缩、预期转弱的现实压力，并由中央承担95%新增赤字，中央赤字占比同比抬升3.6个百分点至85.9%，为历史最高水平，有利于降成本、提信心、扩需求，更好发挥统筹调控职能，同时减轻地方发展包袱，激发地方活力。从广义赤字看，特别国债进一步增加至1.8万亿元，新增专项债增加至4.4万亿元，估算广义赤字规模将达13.86万亿元（含2万亿元置换隐性债务的专项债额度），较上年增加2.9万亿元，广义赤字率同比提升1.7个百分点至9.8%，为历史最高水平，将为稳增长、调结构提供更多支撑。

此外，财政支出提质增效要求并未放松，支出结构进一步优化，更加注重惠民生、促消费、增后劲。一方面，聚焦消费尤其是服务消费，提升财政发力的“民生含量”。综合运用相关财税政策工具提振消费，如加快推动3,000亿元超长期

特别国债支持“两新”等；同时也看到，当前消费不足主要体现在服务消费不足，加大财政支持数字、智能、文旅、体育等消费新热点的力度，还需注意的是，其背后也折射出我国基本公共服务水平与均等化不足、社会保障体系仍待完善等问题，将进一步加强民生财政投入，着重解决医疗、教育、养老、托幼等短板问题，结合报告数据，今年社保就业支出增速预计达到 4.7%，小幅高于一般公共预算支出目标增速，有望强化基本公共服务托底作用，提升居民消费意愿。另一方面，积极扩大有效投资，提高投资效益，发挥政府带动作用。十四五收官之年将加快重要项目储备和建设，落实好专项债“负面清单”“自审自发”等新机制，尽早形成实物工作量，提高投资效益。对于经济转型发展中的重点领域及未来产业，如新型城镇化、新基建、绿色低碳等，也将进一步加强配套基础设施建设、加大财税补贴力度；对于传统基建领域仍存在的区域发展不均衡、城市更新不充分等问题，财政也将加力补足短板项目，并继续支持“两重”建设，改善经济发展的基础条件。此外，将加强财政与金融的配合，发挥好政府投资的杠杆作用，带动更多社会资本参与。与此同时继续助力房地产等重点领域风险化解，加快落实财政支持稳地产的举措。加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力，全面推进地方政府专项债券用于土地收储和收购存量商品房用作保障房，并在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，尽快扭转市场预期和低迷态势。

## 8、推进标志性改革举措落地生效

二十届三中全会通过的 300 多项重要改革举措要在 2029 年完成，去年中央经济工作会议提出“发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效”，此次《政府工作报告》进一步贯彻相关安排部署，在经济体制改革、财税体制改革、统一大市场等方面率先推动标志性改革措施落地，有助于支撑中长期经济增长。

**国企改革方面**，2025 年是国企改革三年行动的收官之年，《报告》强调“高质量完成国有企业改革深化提升行动，实施国有经济布局优化和结构调整指引，加快建立国有企业履行战略使命评价制度”，未来要推动国有企业向关系国家安全、国民经济命脉和国计民生的重要行业和关键领域布局，为实现国家战略发挥更大作用。同时，还可推动央国企合并重组，优化资源配置，提高经营效率，提

升企业竞争力，以更好地应对国际挑战。此外，在化债政策引导下，加速城投企业转型。此前的地方两会报告，有 19 省明确指出要加快推进城投退平台和市场化改革转型。后续城投转型可依托国企改革深化重组整合、完善管理体系、增强市场化竞争能力。但在转型过程中需注重与地方经济发展相衔接，因地制宜明确转型角色定位，同时把握好转型节奏，注重内生造血能力。政府支持需更加市场化、规范化，并设置转型风险监测期以平滑应对政府支持力度骤降后的经营风险与融资压力。

**财税体制改革方面**，统筹推进财税体制改革、进一步理顺央地关系仍是解决债务深层次问题的关键，此前各省两会也普遍将推进财税体制改革作为 2025 年的重要目标。《报告》提出，“开展中央部门零基预算改革试点，支持地方深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新”，这也是今年财税体制改革的重点方向之一。在当前财政收支矛盾加剧的背景下，零基预算改革有助于缓解财政紧平衡状态，通过优化支出结构，提高财政资金的使用效益。后续来看，一方面，地方可持续深入推进省以下财税体制改革，通过适当上移事权、合理分配财权、加大省以下转移支付对薄弱地区和基层政府支持力度等，提升市县财事权匹配程度，缓解基层财政收支矛盾。另一方面，需结合中央部署，抓好地方税和税制改革落实，如费改税、消费税后移下划等，增强地方财政自主财力。同时，当前非税高增，占比和增速均创新高，需强化非税收入管理，优化财政收入结构，避免对营商环境产生不利影响。此外，还需探索零基预算改革，坚持以零为基、以事定钱，科学合理安排预算，提升财政有限资源的配置效率。

**统一大市场改革方面**，自党的二十大报告提出“构建全国统一大市场”以来，要素市场化改革效果初现，但要彻底破除地方保护和市场分割壁垒，还需进一步优化深层次的体制机制。《报告》提出“纵深推进全国统一大市场建设，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争”，此前的地方两会也有七成省份提出“积极融入全国统一大市场”。后续来看，要加快要素市场化改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，提升劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等要素的配置效率。同时，畅通要素流通渠道，破除地方保护和市场壁垒，推动商品和要素在更大范围内自由流动，促进资源的优化配置，为

各类市场主体打造公平竞争的市场环境。

## （二）关注货币政策报告释放的五大信号

2025年2月13日，央行发布《2024年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《报告》”），认为当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在，但我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。在此背景下，货币政策将保持适度宽松，在稳增长、稳汇率诉求均较强的背景下，考虑到我国货币政策仍有一定空间，后续或继续通过降准降息、加大结构性工具使用力度等为经济修复营造良好的货币金融环境，但政策操作节奏也将综合考虑海外因素，择机调整优化。同时，本次《报告》新增“增强宏观政策协调配合”表述，或更加注重货币政策和财政政策形成合力，发挥逆周期调节的重要作用。此外，《报告》强调“降成本”，后续或通过持续推动存款利率改革等促进企业融资和居民信贷成本下降。

### 1、货币政策适度宽松，根据国内外形势择机调整优化政策力度和节奏

本次《报告》延续去年底中央经济工作会议的货币政策基调，依然强调“适度宽松”，同时表示“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”。从国内经济看，经济修复依然面临需求不足、风险隐患依然较多等挑战，1月制造业PMI回落虽然有春节假期等季节性因素扰动，但与春节在1月的年份（2014、2017、2020和2023年）相比，回落幅度相对较高，需求不足等问题仍存，在此背景下，货币政策需保持一定力度保持经济平稳运行。从海外环境看，《报告》强调“当前外部环境变化带来的不利影响加深”，与三季度“当前外部环境的不确定性增多”表述相比，对外部环境隐忧仍存。1月美联储议息会议暂停降息，且在利率声明中删去了“通货膨胀率朝着委员会设定的2%的目标迈进”的表述，同时鲍威尔在新闻发布会中表示，美联储不急于调整货币政策立场。从数据看，2024年12月美国当月新增就业人数达到25.6万人，高于前值以及市场预期，同时失业率小幅下降至4.1%；12月CPI同比增速上升0.2个百分点至2.9%，考虑美国经济、就业仍有韧性且近期通胀上行，美联储降

息节奏或放缓。同时，近期特朗普宣布对进口自中国的商品加征 10% 的关税，且不排除进一步加征关税的可能性，人民币汇率或仍承压。《报告》延续四季度货币政策委员会例会三个“坚决”表述<sup>10</sup>，且继续强调“稳定市场预期”，稳汇率的诉求依然较强。因此，在稳增长、稳汇率诉求均较强的背景下，考虑到我国货币政策仍有一定空间，后续或继续加大操作力度为经济修复营造良好的货币金融环境，但同时政策操作节奏也将综合考虑海外因素。

## 2、货币政策框架改革逐步推进，政策工具箱持续丰富

本次《报告》专栏部分对货币政策操作框架、货币政策工具箱等进行了详细阐述。从货币政策框架看，去年下半年以来，央行明确了主要政策利率（即 7 天逆回购利率），增加临时正、逆回购操作，利率分别在 7 天期逆回购操作利率的基础上加减点确定，进一步突出 7 天逆回购利率的政策利率地位，持续推动货币政策向价格型调控转型，有利于向市场传递更加清晰的利率调控目标信号。同时将国债买卖、买断式逆回购纳入货币政策工具箱，并创设证券、基金、保险公司互换便利支持资本市场，货币政策工具箱不断丰富，为我国经济修复、资本市场发展提供了良好的支持。除新工具外，《报告》还强调了再贷款等传统工具在我国经济发展和结构转型、金融资源配置优化等方面中发挥的重要作用，比如与财政贴息政策相互配合、形成合力，支持市场化资金参与意愿较为的薄弱领域；但同时，《报告》也表示“再贷款可以增强银行信贷投放和货币创造能力，但无法替代银行贷款”，预计后续或通过加强重点领域信贷考核、提供资金优惠、建立完善奖惩制度等引导银行等金融机构加强对薄弱领域和重点缓解的支持力度。

## 3、加强货币、财政政策协调配合，或进一步加大降准等操作力度

与三季度报告相比，本次《报告》新增“增强宏观政策协调配合”表述，或更加注重货币政策和财政政策形成合力，发挥逆周期调节的重要作用。在当前经济修复仍面临多重挑战、社会预期依然偏弱的背景下，加强政策协同、形成政策合力对于提振信心、改善内需等均具有重要作用，尤其是货币政策和财政政策，作为稳增长的重要抓手，应发挥出“1+1 大于 2”的效果。从历史看，经济下行

<sup>10</sup>坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险。

压力较大、流动性扰动较多等时期，货币政策通常会加强与财政政策协调配合。比如 2008 年受金融危机冲击，我国财政政策基调由“稳健”切换为“积极”，且四万亿计划催生了大量地方债务；为满足实体融资需求、降低融资成本，货币政策配合大幅度降准降息，2008 年 9 月-12 月共计 4 次下调 1 年期贷款基准利率、下调幅度共 189BP，并多次降准操作。2015 年也同样处于经济下行压力较大时期，积极财政政策持续发力，预算赤字率较 2014 年增加 0.2 个百分点至 2.3%，同时第一轮债务置换开启，地方债大规模发行，叠加外汇占款下滑，流动性需求边际上升，货币政策多次降准降息，5-12 月共计调降 7 天逆回购利率 3 次（幅度共计 120BP），降准 2 次（幅度共计 1 个百分点）。目前看，中国人民银行与财政部已建立联合工作组，后续需继续发挥好联合工作组的重要作用，通过优化工作组机制等，加强货币财政协调联动；在我国经济修复依然承压下，财政政策将更加积极，货币政策需适度宽松，注重金融资源和财政资源在重点领域和薄弱环节的配合，同时在当前大规模债务置换持续推进下，央行也将通过运用各类货币政策工具，配合地方化债顺利推进，叠加赤字率、特别国债额度等或仍较高，部分流动性压力较大时点或通过降准、加大国债买卖、买断式逆回购操作等方式进行调节；考虑到降准释放长期、稳定的资金，有利于缓解净息差压力，后续进一步下调仍可期。

#### 4、《报告》强调“降成本”，将通过持续推动存款利率改革等促进企业融资和居民信贷成本下降

本次《报告》将三季度报告表述中的“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”改为“推动企业融资和居民信贷成本下降”，对降成本的诉求更为强烈。事实上，伴随近年来我国货币政策多次降准降息、持续推进利率市场化改革，企业和居民融资成本已经在持续下行，本次《报告》数据显示去年 12 月，新发放贷款加权平均利率为 3.3%左右，同比下降约 0.6 个百分点，且处于历史低位。但由于当前价格水平相对较低，实际利率仍偏高，且当前企业投融资、居民加杠杆动力均较为不足，实体融资需求依然低迷，降成本具有一定必要性。从降成本的方式看，除了调降政策利率、财政贴息外，持续推进存款利率市场化改革、疏通利率传导堵点也是其中一个重要方式。根据金融监督管理总局数据，2024 年三季度商业银行净息差为 1.53%，处于历史低位，商业银行面临较大的净息差压力，

其原因之一在于货币政策持续降息但存款利率调整滞后贷款利率、存款成本较为刚性等。目前我国已经历多轮存款利率调降，且去年底发布存款自律定价新规，将有利于缓解银行净息差压力，但目前来看银行净息差压力尚未得到明显缓解。在当前降成本仍有一定诉求的背景下，若仅通过调降政策利率降成本，或难以充分发挥货币政策效果，后续仍需进一步推动存款利率下降疏通利率传导堵点，也能为降息提供更多空间。

## 5、把握好信贷存量与增量的关系，更加注重养老金金融

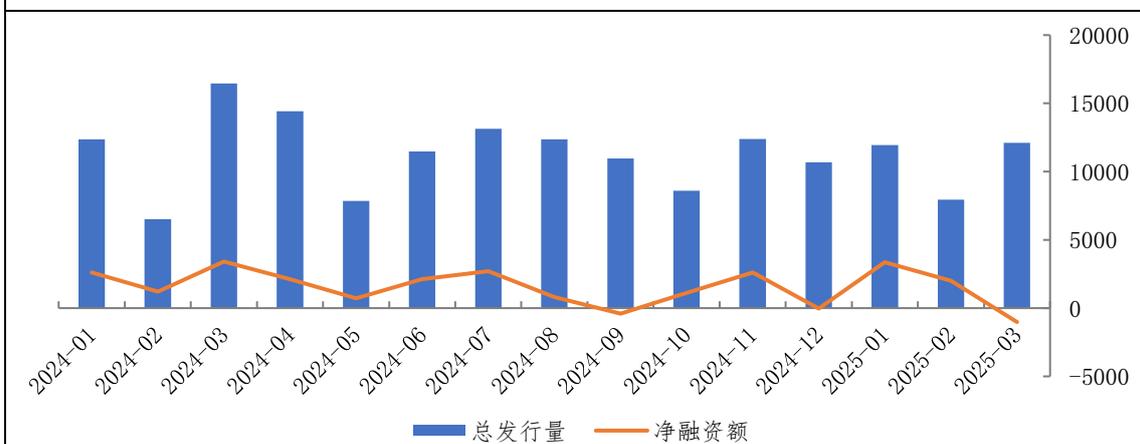
与三季度报告相比，本次《报告》更加强调“更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率”。一方面，将通过加快不良资产处置、资产证券化、资产重组等方式盘活存量低效或无效的金融资产，加快释放金融资源效能，提升整体资金使用效率；另一方面，对于新基建、新能源、科技创新、绿色发展等新兴领域，将持续加大金融资源投入，尤其是当前社会领域参与较低、发展潜力较大的行业，货币政策或进一步倾斜，注重新动能的培育，为我国经济发展和结构转型提供必要支持。此外，《报告》专栏还介绍了构建养老金金融发展长效机制，在我国人口结构趋于老龄化、发展养老金金融具有一定必要性、以及银发经济具备较大空间的背景下，养老领域也将是后续货币政策关注的重点领域，将进一步“加大养老金金融供给力度”“创新金融产品和服务”等，或通过增加普惠养老专项再贷款工具额度等方式引导商业银行加大信贷投放。

## 第二部分 全国信用债市场概况

### 一、信用债发行情况

2025 年一季度，资金面超预期收紧叠加权益风险偏好快速回暖，债市调整明显，净融资额同比下降，产业债依旧为供给主力，城投债融资政策持续偏紧。一季度全国信用债<sup>11</sup>共发行 3,830 只，募集资金 3.20 万亿元，同比下降 9.49%，环比增长 1.04%。净融资方面，净流入 4,341.52 亿元，环比增长 17.68%。月度发行方面，1 月、2 月净融资额为正，3 月净融资额转负。

图 2.1：全国信用债月度净融资（亿元）

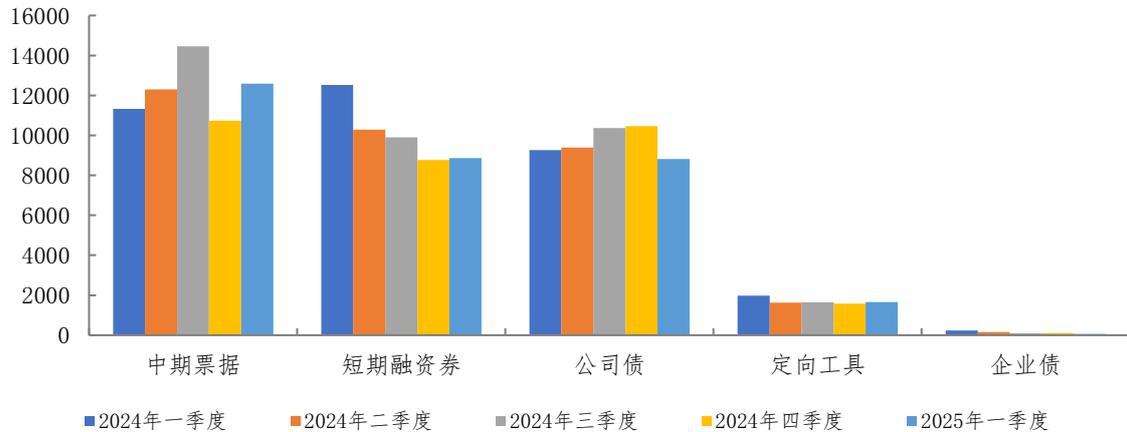


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行券种来看，一季度各券种发行量环比涨跌不一，其中中期票据、定向工具和短期融资券发行量环比分别增长 17.36%、4.63%和 0.99%，企业债、公司债发行量下行，环比分别下降 46.65%、15.68%。各品种中，仅中期票据同比增长 11.23%，企业债、短期融资券、定向工具和公司债同比均下降，分别下降 73.88%、29.27%、16.74%和 4.88%。本季度券种占比方面，环比来看，中期票据占比增加 5.47 个百分点，公司债占比减少 5.47 个百分点，其他券种占比变化不大；同比来看，中期票据、公司债占比分别增加 7.33、1.33 个百分点，短期融资券占比减少 7.75 个百分点，债券发行长期化趋势明显。

<sup>11</sup>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。

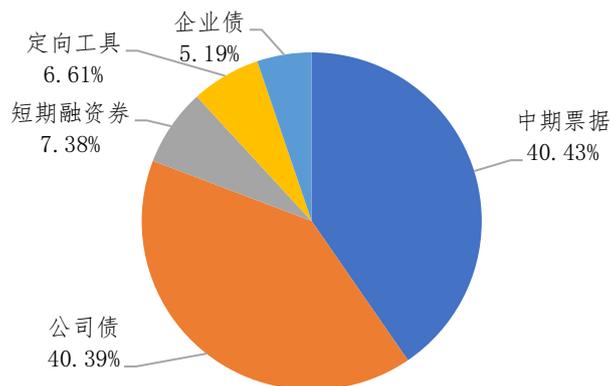
图 2.2：全国信用债发行券种（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

截至 2025 年 3 月末，全国信用债存量规模为 28.85 万亿元，其中公司债、中期票据分别占比 40.39%、40.43%。《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 2025 年 3 月末，企业债在存量信用债中的占比为 5.19%。近年来企业债呈规模逐渐缩小的趋势，从本季度发行情况来看，企业债占信用债总发行额的比重 0.19%，同比减少 0.47 个百分点，发行规模同比下降 73.88%。

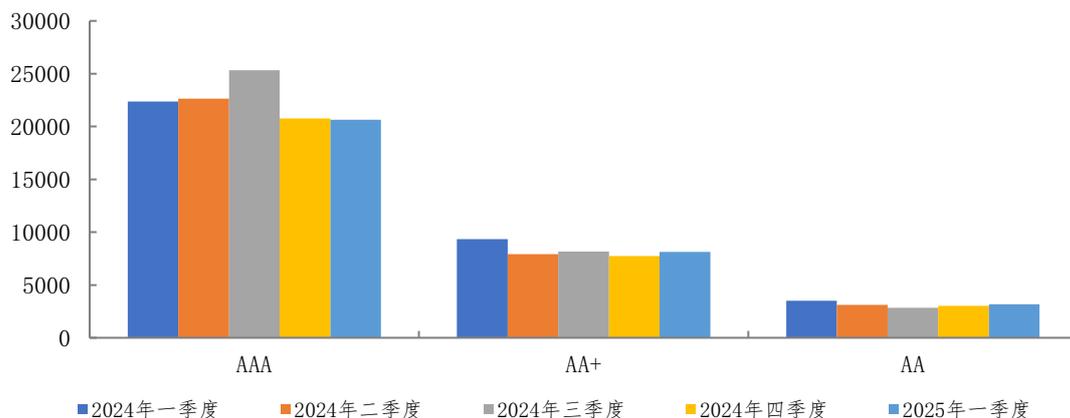
图 2.3：2025 年 3 月末全国信用债存量情况



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涨跌不一，发行主力仍为 AAA 级主体，发行规模同比下降 7.66%、环比下降 0.65%；AA+级主体同比下降 13.02%、环比增长 5.00%，AA 级主体同比下降 10.07%、环比增长 5.06%。

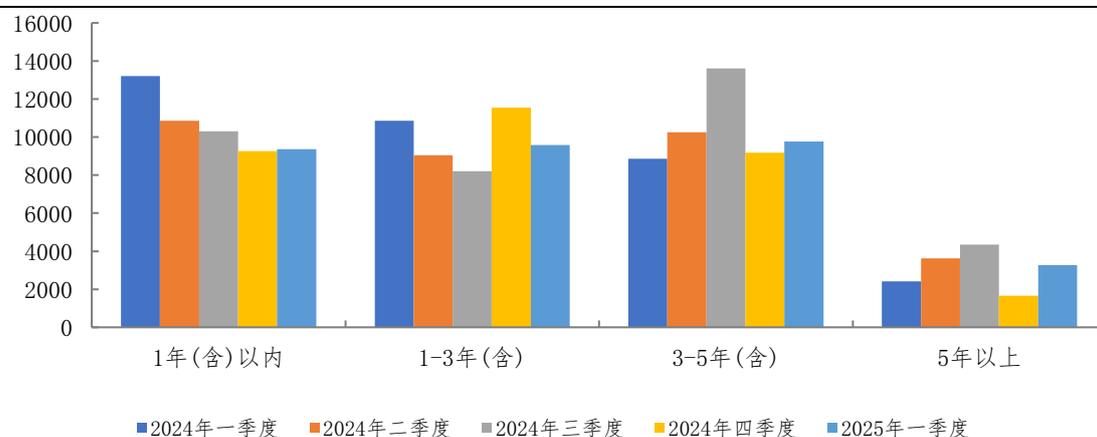
图 2.4：全国信用债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，信用债期限结构仍以中短期为主，一季度信用债发行中，3年期及以内的占比 59.23%，环比减少 6.52 个百分点，同比减少 8.83 个百分点。此外，3-5 年（含）期发行占比 30.52%、环比增加 1.52 个百分点，5 年期以上发行占比 10.25%、环比增加 5.01 个百分点；同比来看，3-5 年（含）期、5 年期以上发行占比分别增加 5.43、3.40 个百分点，发债长期化趋势明显。

图 2.5：全国信用债发行期限（亿元）

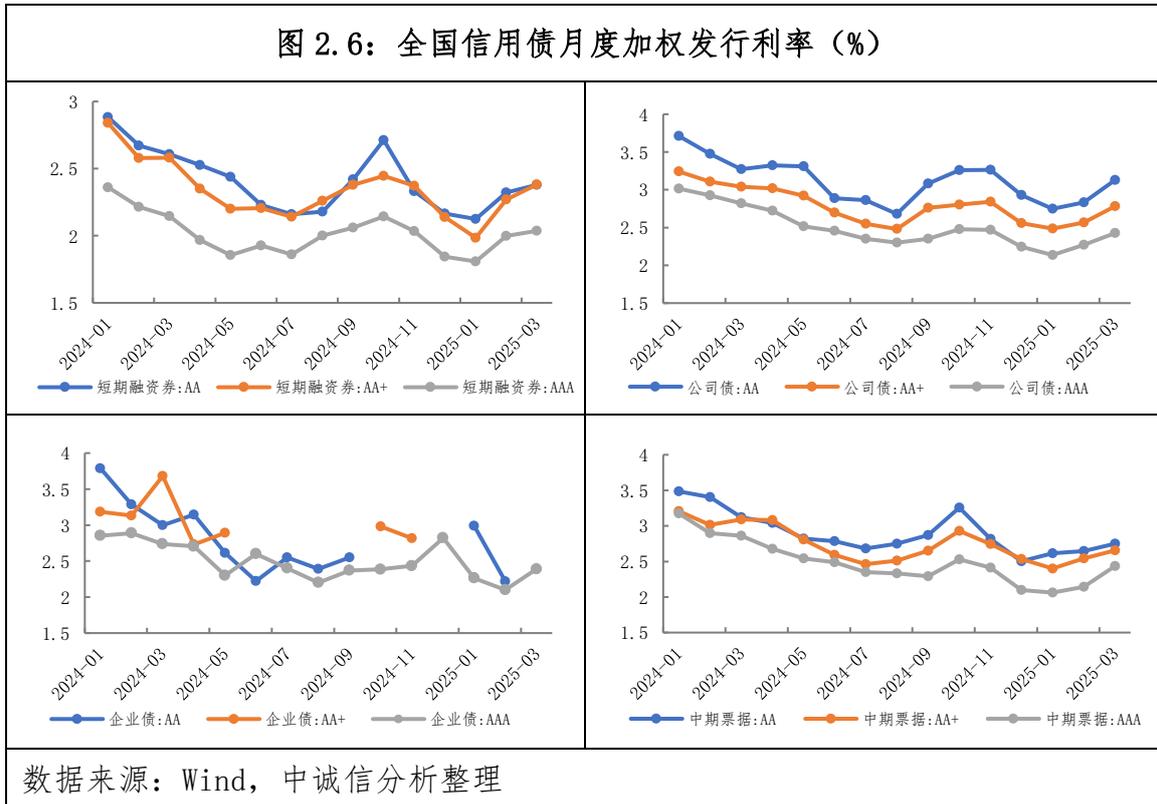


数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行利率来看，一季度信用债不同等级发行利率普遍上行。从月度来看，1 月，不同品种信用债平均发行利率有涨有跌，1 年期不同级别短融平均发行利率全面上行 10-12BP；3 年期不同级别中期票据和公司债平均发行利率涨跌互现，变化幅度为 3-13BP 之间。2 月，不同品种信用债平均发行利率多数上行，除 3 年期 AA 级别中票平均发行利率下行 3BP 外，其他品种债券平均发行利率均有所上

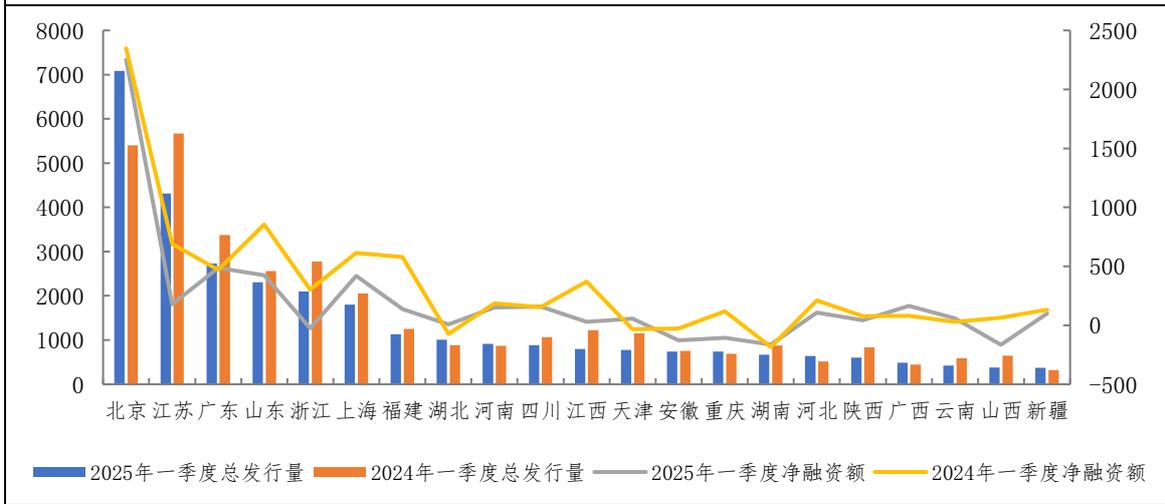
行，其中AA+级3年期公司债由于样本数量较少，受特殊值影响，发行利率上行幅度最大为96BP。3月，不同品种信用债平均发行利率多数上行。具体来看，以短融、中票和公司债为例，除3年期AA+级别公司债平均发行利率下行外，其他品种债券平均发行利率均有所上行，幅度在7-34BP之间，其中AAA级3年期中票发行利率上行幅度最大为34BP。

图 2.6：全国信用债月度加权发行利率（%）



从区域来看，一季度北京、江苏、广东、山东和浙江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，其中，北京、广东、山东和上海净融资规模在 400 亿元以上，江苏、广西、四川、河南、福建、河北和香港净融资规模在 100 亿元以上；重庆、安徽、湖南和山西净融资规模在 -100 亿元及以下。

图 2.7：2025 年一季度各省信用债发行情况（亿元）



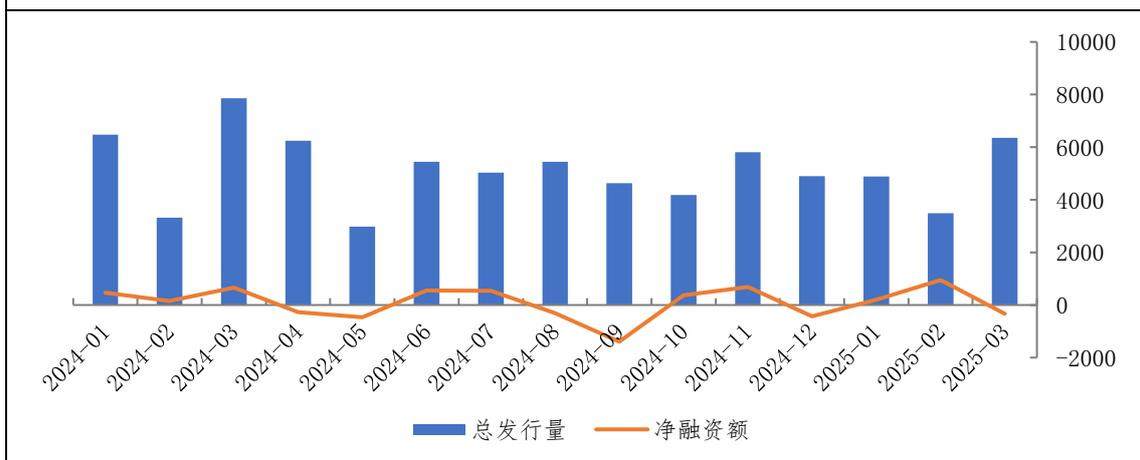
数据来源：Wind，中诚信分析整理

注：最新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

2025 年以来城投债市场延续“控增化存”主基调，城投企业新增发债难度仍大，随着地方债务化解工作持续推进，“借新还旧”仍是城投债市场发行主要用途。在政策延续“控增化存”主基调不变的背景下，受市场到期规模下降以及城投自身的转型需求等因素影响下，一季度发行总额和净融资额同比大幅下降，存量城投债供给持续收紧。发行规模方面，一季度城投债发行总额 1.47 万亿元，同比下降 16.55%、环比下降 1.07%；净融资方面，城投债净融资额 821.58 亿元，同比下降 35.96%、环比增长 31.21%，明显低于信用债整体净融资规模 4,341.52 亿元，反映城投债净融资水平低于产业债，产业债仍是信用债净融资的主要动力。月度发行方面，3 月发行规模最高，发行量达 6,349.82 亿元；月度净融资额来看，仅 3 月净融出，为 -330.53 亿元，1 月、2 月净融资额分别为 202.29 亿元、949.82 亿元。

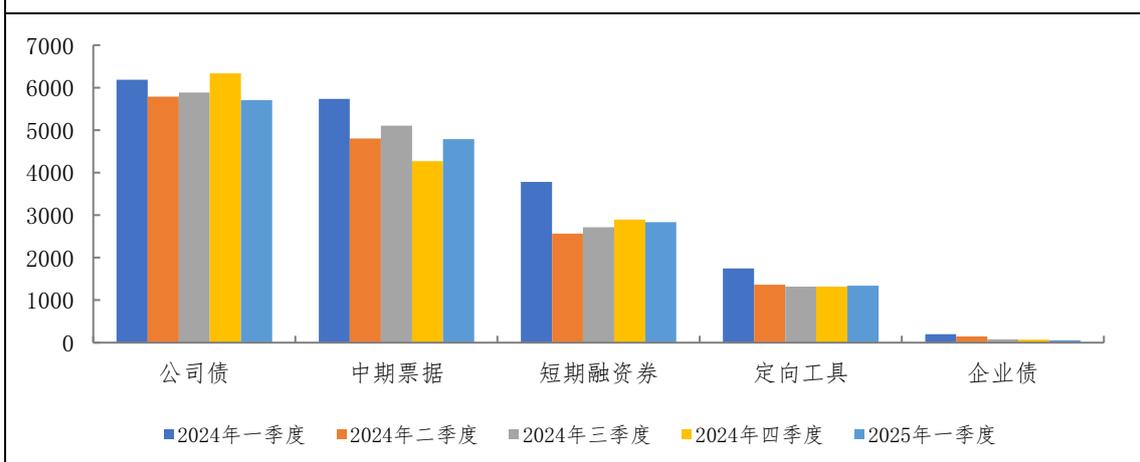
图 2.8：全国城投债月度净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行券种来看，一季度城投债发行仍以公司债和中期票据为主，合计占总发行规模的 71.26%，环比增加 0.07 个百分点。

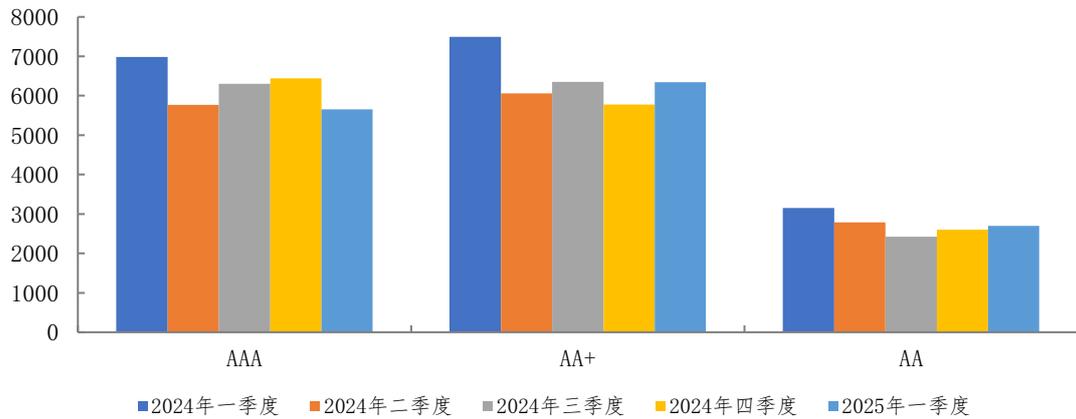
图 2.9：全国城投债发行券种（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从评级来看，AA 级别的城投企业净融资缺口仍较大，成为带来城投债缩量的最大因素。发行总额方面，AAA、AA+、AA 级城投发行人同比分别下降 19.03%、15.37%和 14.22%；AA+、AA 级主体发行总额环比分别增加 9.77%、3.70%，但 AAA 级主体减少 12.22%。净融资额方面，AA 级主体净融资缺口仍较大，且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。

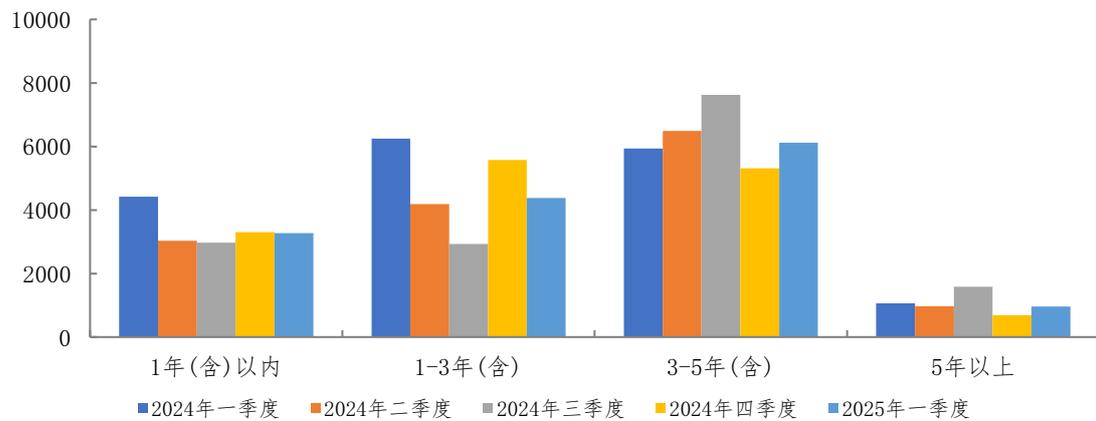
图 2.10：全国城投债发行主体评级（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从期限来看，城投债期限结构仍以中长期为主，一季度城投债发行中，1年及以内的占比 22.21%，同比减少 2.81 个百分点、环比持平；在 3 年以上的占比 48.04%，同比增加 8.43 个百分点、环比增加 7.72 个百分点。

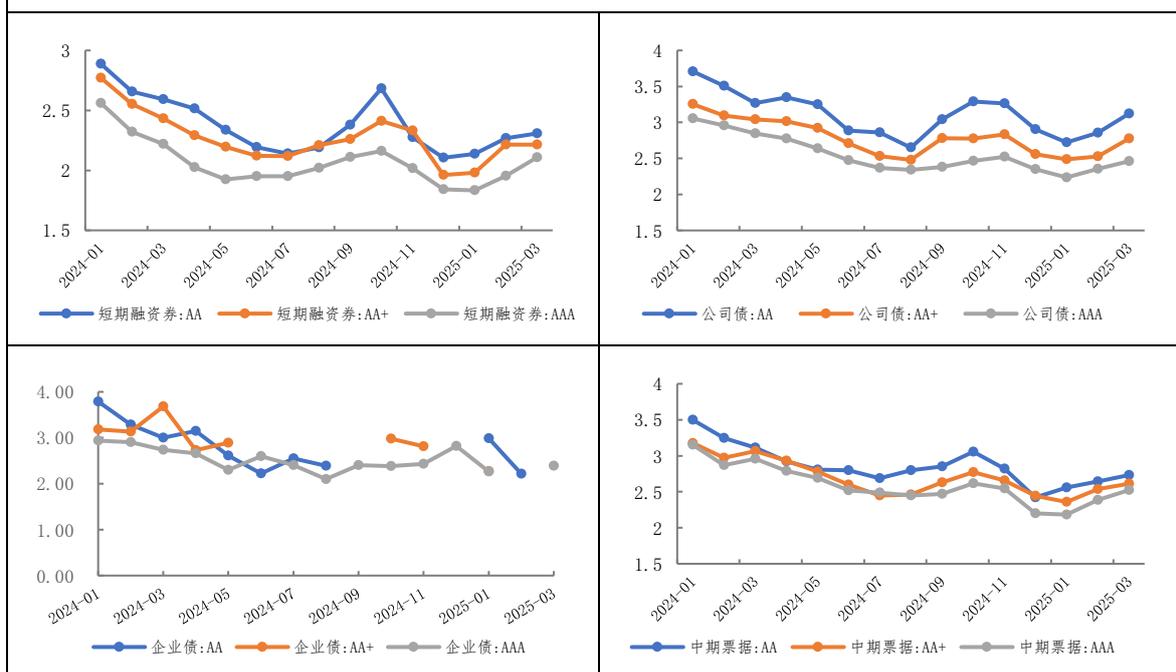
图 2.11：全国城投债发行期限（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从发行利率来看，一季度城投债发行成本先降后升。10月，城投债发行利率环比微降，各期限级别发行成本走势分化，以下行为主。11月，城投债发行利率环比上升，各期限级别发行成本普遍上行。12月，城投债发行利率环比上升，各期限级别发行利率普遍上行。

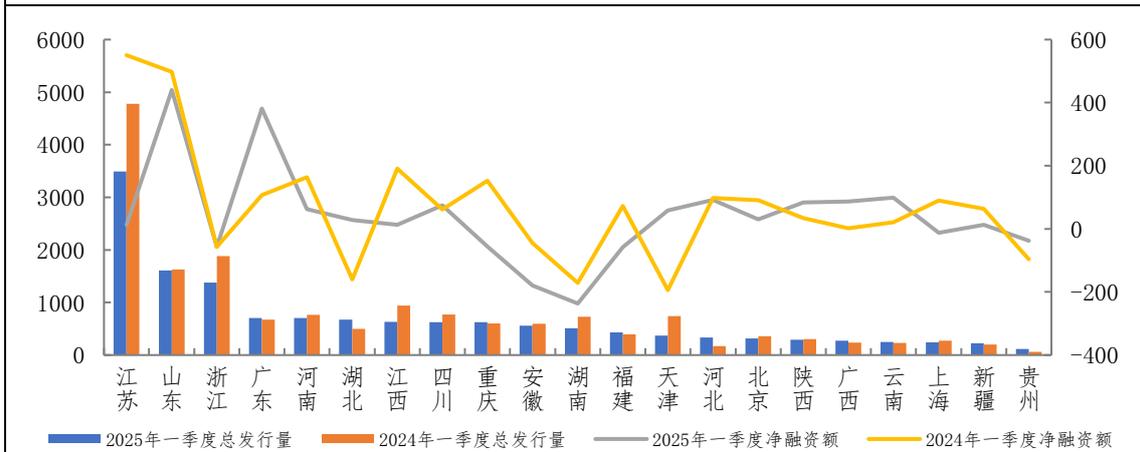
图 2.12：全国城投债月度加权发行利率（%）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从区域来看，一季度多数省份城投债发行规模同比有所增长。在发行量超过 100 亿元的省份中，河北、贵州发行规模增幅明显，而湖北、广西和新疆次之；天津、江西、湖南、江苏和浙江发行规模降幅明显，而四川、北京和上海次之。发行规模方面，江苏超过 3,000 亿元排名第一，山东、浙江也超过 1,000 亿元，广东、河南、湖北、江西、四川和重庆均超过 600 亿元。净融资方面，发行规模前三位中，山东净融入超过 400 亿元，江苏小规模净融入，浙江小规模净融出；净融入区域中，仅广东净融入超过 100 亿元，云南、河北、广西、陕西、四川、河南和天津均超过 50 亿元；净融出区域中，湖南、安徽净融出均超过 100 亿元，福建、浙江和重庆超过 50 亿元，此外，贵州、上海净融资额均为负。

图 2.13: 2025 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

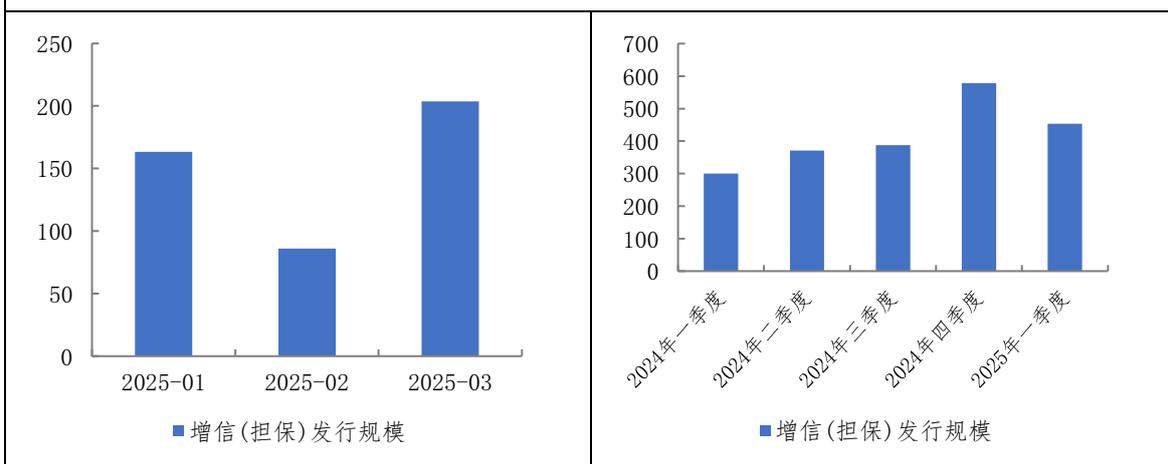
注: 最新季度城投债总发行量不足 100 亿元的省级区域未做展示。

### 三、增信（担保）发行情况

#### （一）增信（担保）发行规模环比下降、同比增长

一季度，在全国信用债发行环比有所增长的背景下，专业机构增信（担保）的信用债发行规模趋于下降，发行规模 453.18 亿元，环比下降 21.57%，但同比增长 51.16%。

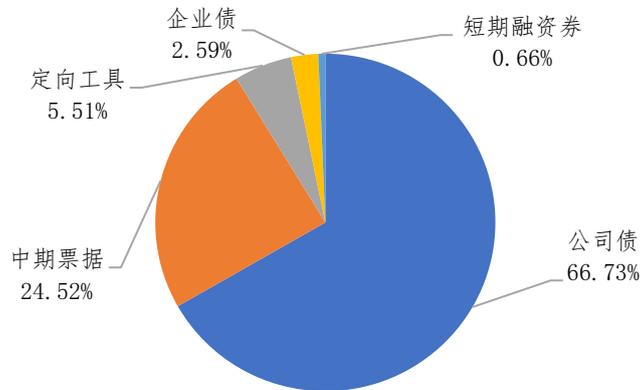
图 2.14: 全国信用债增信（担保）发行规模 (亿元)



数据来源: Wind, 中诚信分析整理

从发行券种来看，一季度全国专业机构增信（担保）的信用债发行以公司债为主，占比 66.73%，其次是中期票据占比 24.52%。

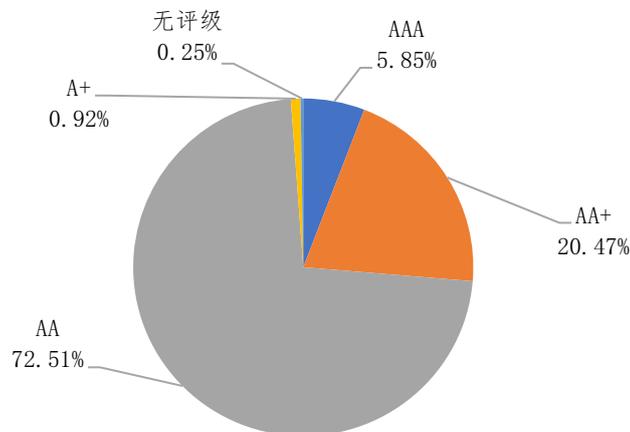
图 2.15：2025 年一季度全国信用债增信（担保）发行券种



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）的信用债发行主体仍以 AA 评级为主，占比 72.51%，其次是 AA+ 评级占比 20.47%。

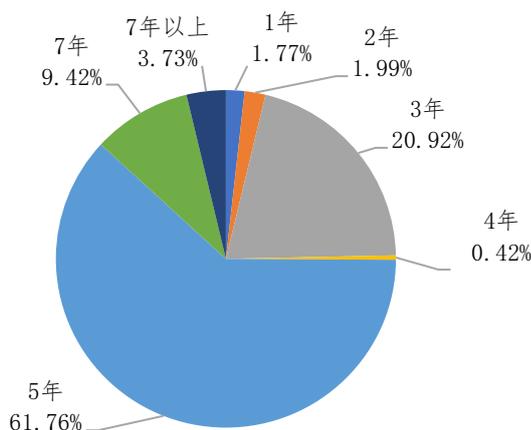
图 2.16：2025 年一季度全国信用债增信（担保）发行主体评级



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）的信用债发行以中期限为为主，其中 5 年期占比 61.76%，3 年占比 20.92%；此外，7 年及以上占比 13.15%，环比增加 8.39 个百分点，担保发行期限逐渐长期化。

图 2.17：2025 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 2025 年 3 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，2025 年 3 月末前十名单与 2024 年 12 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 12 月末	2025 年 3 月末	增幅%
1	江苏省信用再担保集团有限公司	上升	719.67	726.55	0.96
2	中债信用增进投资股份有限公司	上升	715.13	717.53	0.34
3	湖北省融资担保集团有限责任公司	下降	724.45	686.48	-5.24
4	安徽省信用融资担保集团有限公司	不变	701.09	649.03	-7.43
5	天府信用增进股份有限公司	不变	617.19	596.30	-3.39
6	重庆三峡融资担保集团股份有限公司	不变	495.44	463.36	-6.47
7	中国投融资担保股份有限公司	不变	447.83	418.63	-6.52

序号	企业名称	排名变动	2024年12月末	2025年3月末	增幅%
8	重庆兴农融资担保集团有限公司	不变	397.93	353.42	-11.19
9	中证信用融资担保有限公司	上升	267.77	307.55	14.85
10	四川发展融资担保股份有限公司	下降	291.64	282.32	-3.20

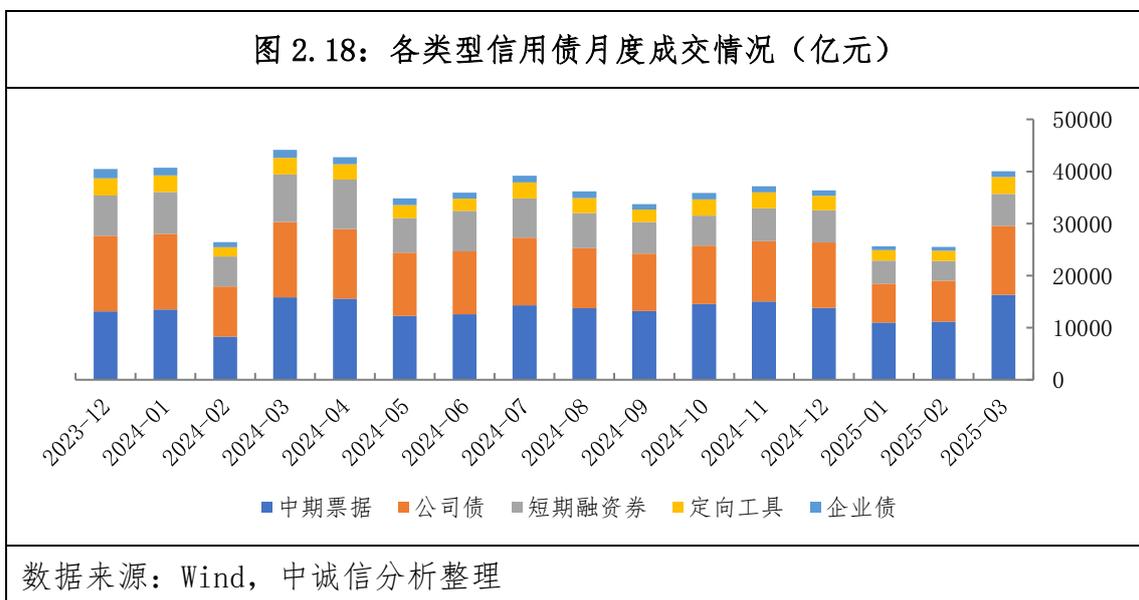
数据来源：Wind，中诚信分析整理

## 四、信用债市场交易情况

### （一）交易活跃度大幅回落，券种以中票、公司债、短融为主

从成交活跃度来看，2025年一季度信用债供给同、环比均大幅回落，成交总额9.12万亿元，同比下降18.05%、环比下降16.62%。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42.15%、31.33%和15.77%。月度成交方面，1、2月同、环比均有所下降，3月仅环比有所上升。

图 2.18：各类型信用债月度成交情况（亿元）

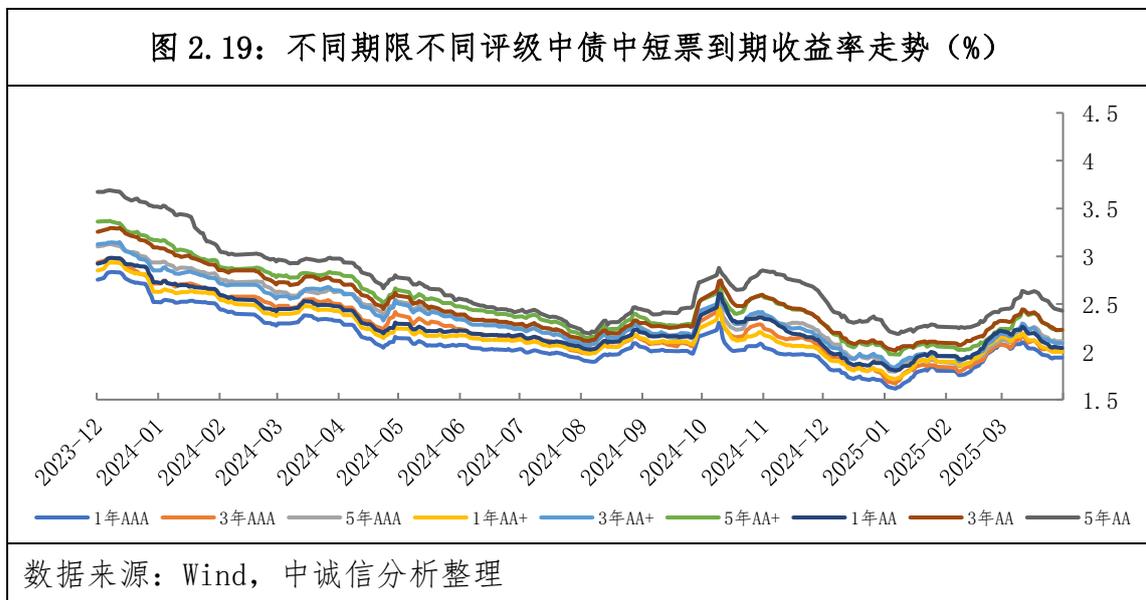


### （二）到期收益率波动上行

从中短期票据到期收益率来看，2025年一季度信用债收益率普遍上行。从月度来看，各期限等级中短期票据收益率先上行后下行。1月信用债收益率有涨有跌，债券市场多空因素交织，一方面月内公布的内生增长动能较弱问题仍存，

消费、房地产市场修复情况的不确定性较大；另一方面 14 日央行表示要落实好适度宽松的货币政策，但说法调整为“择机调整优化政策力度和节奏”表明央行或更注重流动性投放时机和节奏，叠加央行暂停公开市场国债买入操作，市场对流动性预期或有所调整；1 年期不同等级信用债收益率全面上行 2-12BP，3、5 年期限信用债收益率有涨有跌，变动幅度在 1-10BP 之间。2 月信用债收益率全面上行，债市调整幅度有所加大，各期限债券收益率多数上行。一方面月内公布的社融增速超预期，制造业 PMI 回升至荣枯线上方，基本面修复、股市升温等扰动投资情绪；另一方面央行月内净回笼资金，资金面整体呈现紧平衡态势，对债市形成一定压力；1 年期不同等级信用债收益率全面上行 23-28BP，幅度相对更大；3、5 年期信用债收益率上行幅度在 15-24BP 之间。3 月信用债收益率多数下行，国债收益率先升后降，中上旬出现较明显的上行调整，一方面资金面边际收紧，对市场形成一定扰动，受地方债发行加速以及央行操作偏谨慎等因素影响，短期流动性环境较此前略显紧张；另一方面股债跷板效应再度显现，股市活跃度回升，特别是在科技、地产及部分高景气板块推动下，资金从债市向股市切换，进一步加剧债券收益率上行，后随着央行加大流动性呵护力度，债券收益率转为下行；各期限等级中短期票据收益率多数下行，幅度在 1-18BP 之间。

图 2.19：不同期限不同评级中债中短票到期收益率走势（%）



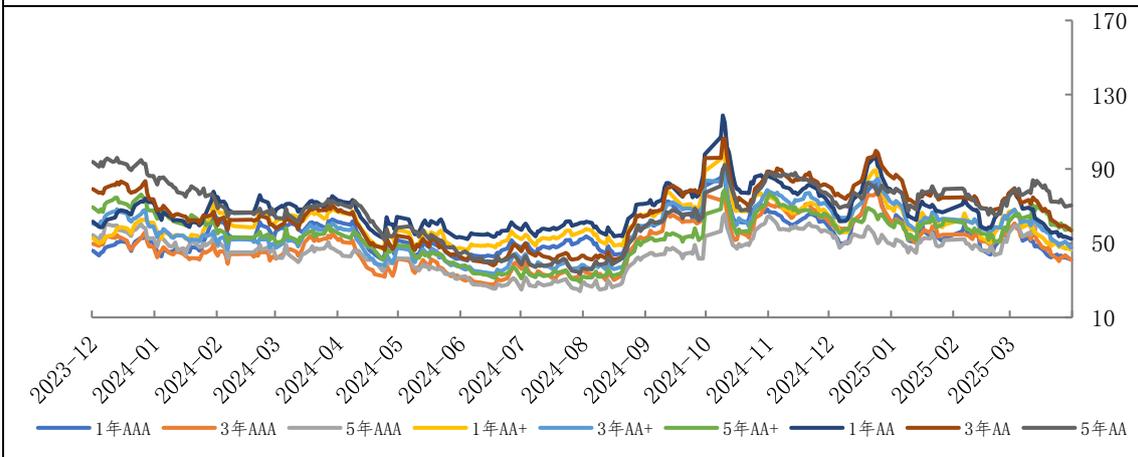
### （三）信用利差波动下行

从信用利差来看，2025 年一季度信用利差普遍下行。从月度来看，各期限等级信用利差先收窄、再走阔、再收窄。1 月信用利差被动收窄，利率债收益率

走势总体在低位震荡，特别是元旦后资金面偏向宽松，短端收益率总体下行，而信用债收益率表现较平稳，利差短暂走阔；但随后央行货币政策主要目标转向稳汇率，资金面有所收紧，短端利率债收益率上行，而信用债收益率调整幅度不及利率债，信用利差被动收窄；以中短期票据为例，除5年期AAA和AA+等级债券信用利差小幅走扩外，其他各期限等级债券信用利差均有所收窄，幅度在2-19BP之间。2月信用利差先被动收窄再走阔，中上旬节后资金面未如预期放松，反而在央行公开市场操作谨慎背景下持续收紧，短端信用债收益率持续调整，信用债收益率跟随调整但幅度不及利率债，各等级信用利差至中旬普遍收窄；下旬债市激烈调整引发一定赎回，信用债收益率明显上行，各等级信用利差较月中最低点均出现扩张；1、3年期各等级债券信用利差多数走扩，幅度在2-12BP之间；5年期各等级债券信用利差普遍收窄，幅度在1-2BP之间。3月信用利差持续压缩，上旬赎回扰动仍存及两会增量政策对债市情绪压制，收益率继续上行，但利率债调整较信用债更剧烈，信用利差小幅被动压缩；中旬随着税期影响消退，资金面有所缓和，收益率回落，赎回有所放缓，信用利差继续压缩；除5年期AA-等级信用利差小幅走扩外，其他各期限等级信用利差普遍收窄，幅度在6-26BP之间。

城投债方面，一季度城投债信用利差波动下行。月度方面，1月，信用利差多数收窄，长短期分化，1、3年期城投债交易利差普遍收窄，5年期普遍走阔；2月，信用利差多数走阔，1、3年期城投债交易利差普遍走阔，5年期多数收窄；3月，信用利差普遍收窄，各期限等级城投债交易利差普遍收窄。

图 2.20：不同期限不同评级城投债信用利差走势（BP）

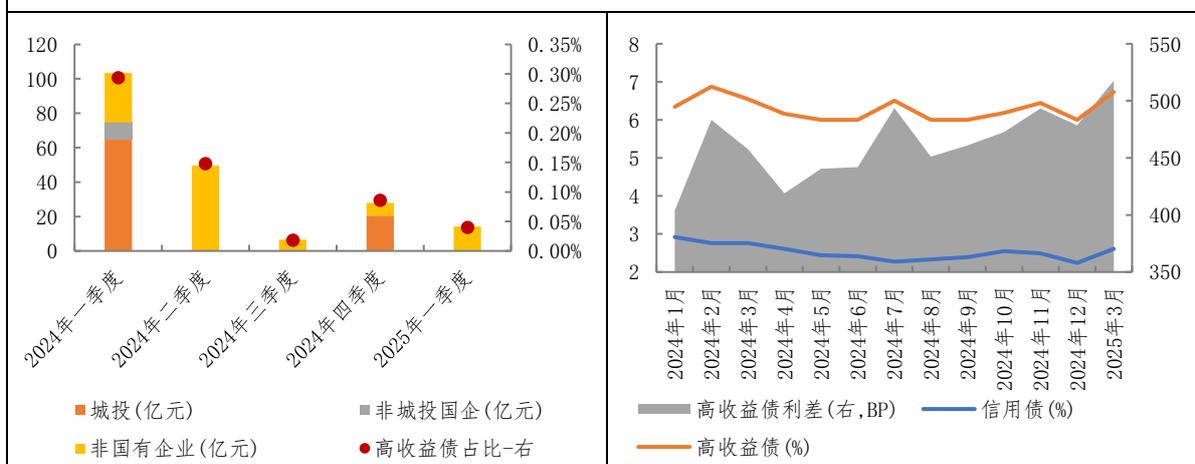


数据来源：Wind，中诚信分析整理，信用利差=到期收益率-国债收益率

## 五、高收益债<sup>12</sup>市场情况

一季度高收益债发行人均为民企，发行利差处于高位水平。一季度高收益债共发行3只，规模合计14.10亿元，规模环比、同比分别减少49.62%和86.36%；新发高收益债规模占信用债总发行规模的比重为0.04%，处于较低水平；从发行时点来看，高收益债均发行于3月，前两个月未有高收益债发行；从发行人来看，新发高收益债发行人均为民企；从发行成本来看，一季度高收益债发行利率整体有所上行，个券发行利差均超过450BP。

图 2.21：高收益债发行规模、利率及利差



数据来源：Wind，中诚信分析整理

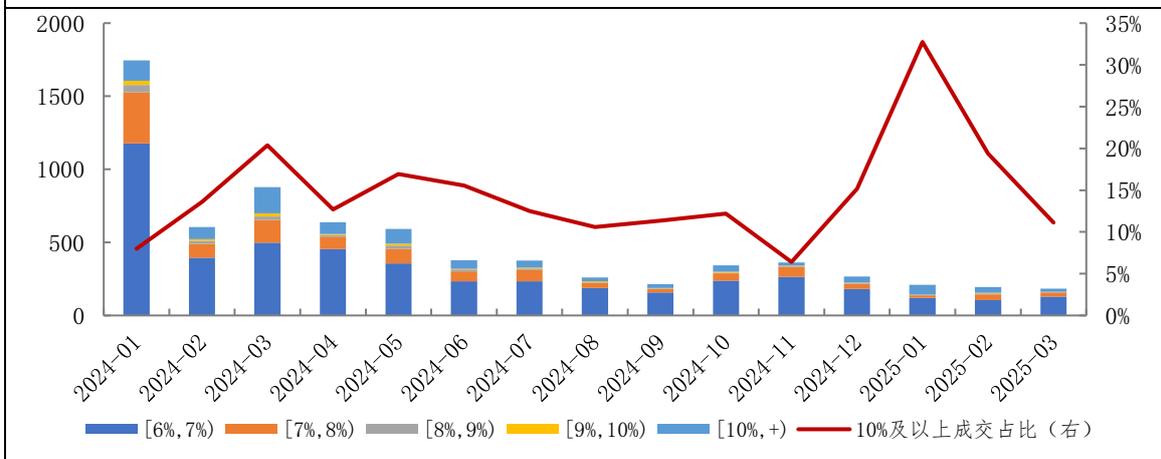
**债券发行期限偏短，均系公募发行。**行业分布方面，一季度新发行高收益债涉及3家发行主体，分别属于轻工制造、有色金属和综合行业。发行期限方面，高收益债集中在中短期，债券期限均不超过3年，其中，有2只债券发行期限不足1年。从发行方式来看，新发的高收益债均为公募发行；分券种来看，共涵盖超短期融资券和公司债两类品种，其中超短期融资债占比为64.54%。

**成交规模下降，尾部成交情况有所改善。**一季度高收益债成交587.19亿元，环比减少39.55%，区间交易量/平均存量规模为5.99%，较去年四季度减少1.85个百分点，成交延续降温；从10%及以上收益率的尾部成交来看，一季度累计成交20.32亿元，较去年四季度减少45.90%，尾部成交占比为11.12%，环比减少8.27

<sup>12</sup>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债占比相近，且具有相似信用特征。

个百分点；分月度来看，1月50-80元区间成交占比大幅增加至41.82%、尾部成交情况较多，基本来自未出险地产债；2月、3月尾部成交情况有所改善。

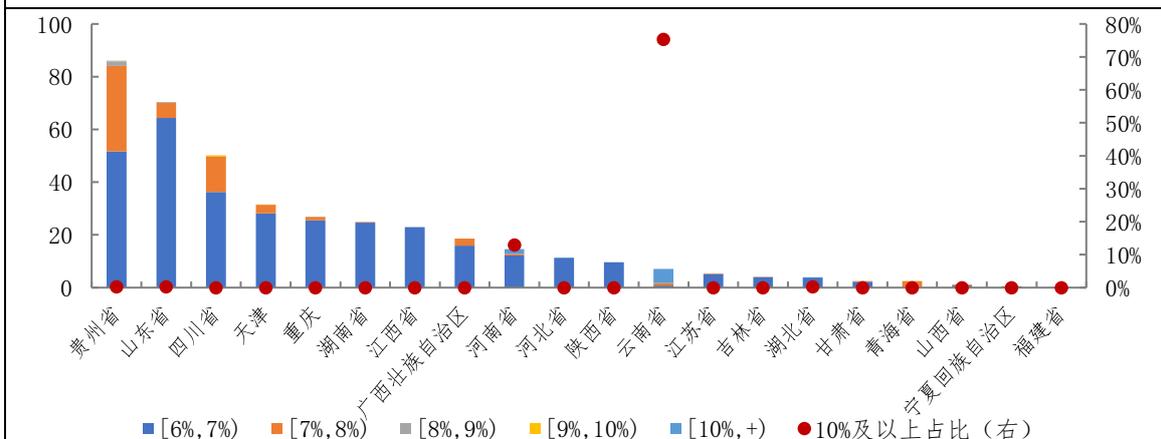
图 2.22：高收益债成交收益率分布（亿元）



数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

高收益城投债成交占比有所下降。结合主体属性看，一季度城投主体成交394.15亿元，环比减少47.52%；高收益城投债交易规模占高收益债成交的67.15%，虽较2024年四季度减少10.17个百分点，但仍占主要位置。分区域来看，贵州、山东、四川成交规模较高，均超过60亿元，前述区域成交规模占高收益城投债交易规模的55.91%，其他区域成交均不足50亿元。10%及以上的尾部成交规模约7.63亿元，同比减少88.84%，多分布于云南、河南、贵州等地。活跃主体中，双龙开投、渤海国资、遵义交旅投成交规模超过15亿元，成交相对活跃。

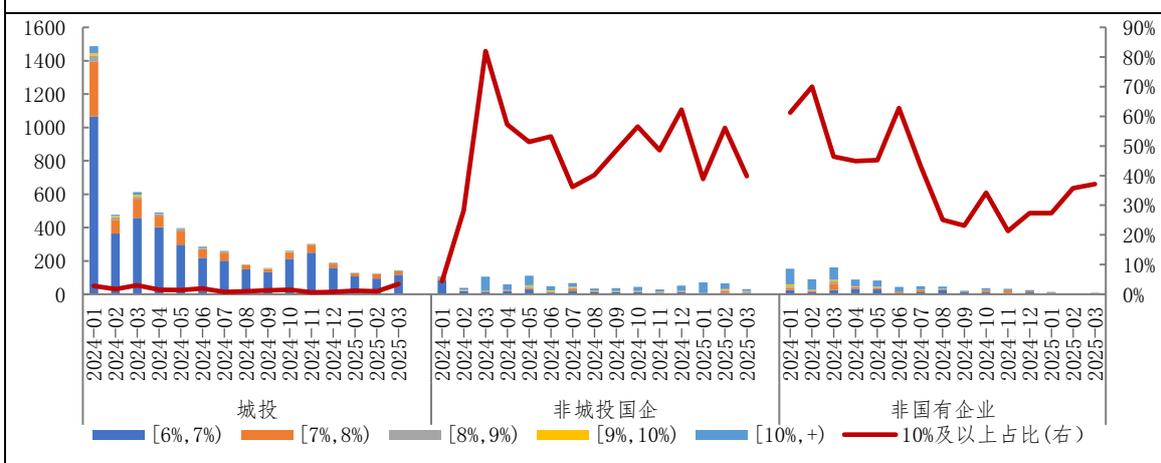
图 2.23：2025 年一季度高收益城投债成交规模区域分布（亿元）



数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

超高收益债集中于地产板块。非城投国企成交 167.07 亿元，同比减少 32.40%，其中房地产行业成交规模最大，为 147.48 亿元，且明显高于其他行业；非城投国企尾部成交规模约 110.92 亿元，其中万科成交 109.73 亿元在尾部成交中占据多数，仍是市场博弈热点；其余企业中咸阳金控、陕旅集团分别成交 7.71 亿元和 4.25 亿元，成交相对活跃。非国有企业成交规模为 25.96 亿元，同比减少 93.56%，其中，房地产行业成交占比 66.76%；10%及以上的尾部成交 8.30 亿元；活跃主体中，龙湖、金地集团、东阳光成交规模均超过 3.50 亿元。

图 2.24：各类高收益债主体成交收益率情况（亿元）

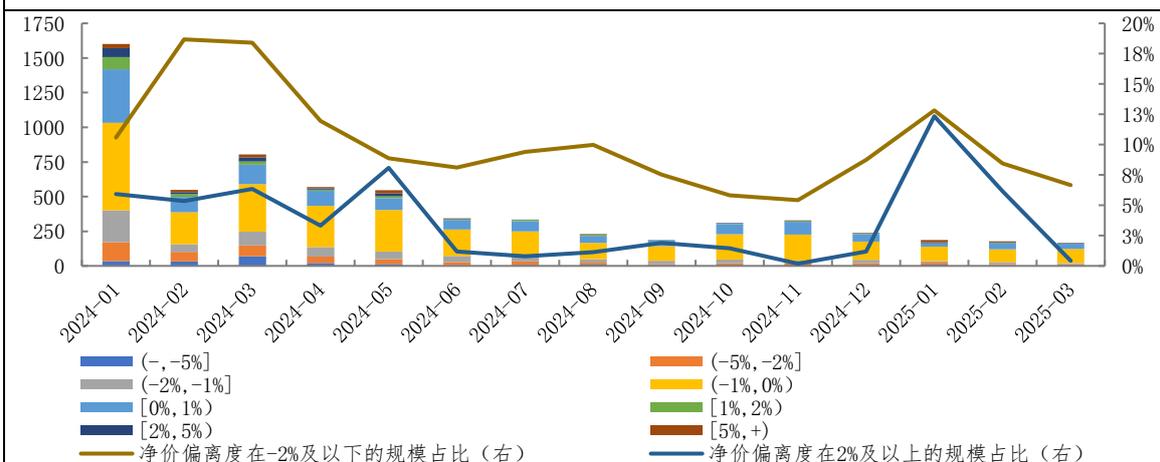


数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

估值偏离情况增多。2025 年一季度，净价偏离度<sup>13</sup>绝对值在 2% 及以上的异常成交占比为 15.99%，较 2024 年四季度上升 7.46 个百分点；从具体趋势来看，异常低估价和异常高估价成交占比均逐月降低。

<sup>13</sup> 由于大幅折价券，中债估价收益率有效性下降，故本报告采用净价偏离度衡量成交估值偏离情况，净价偏离度指（净价收盘价-前一交易日中债估价净价）/前一交易日中债估价净价\*100%。

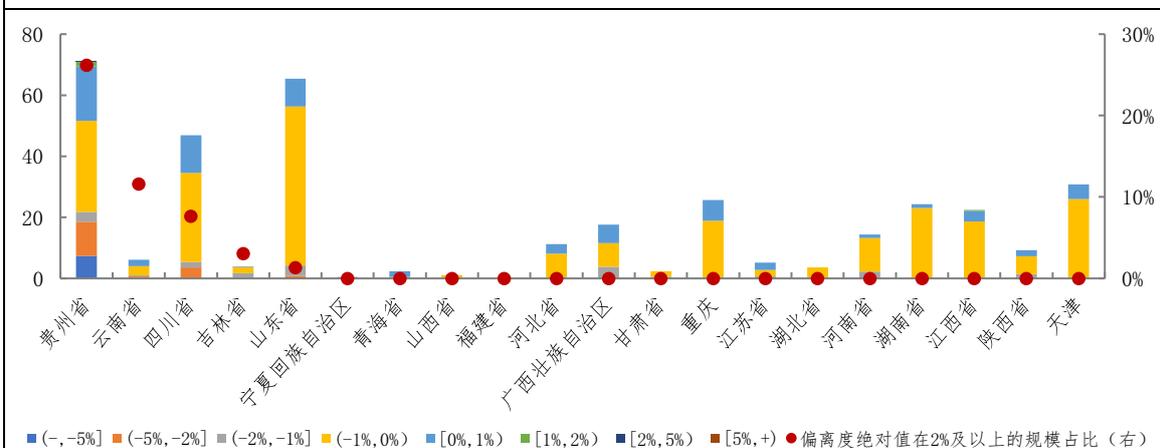
图 2.25：高收益债成交估值偏离度分布（亿元）



数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

城投主体中，-2%及以下的异常低价成交占比先升后降，主要集中在贵州、四川等地区，其中，双龙开投成交规模超过 10 亿元，其余企业异常低价成交规模均未超过 4 亿元；2%及以上的异常高估价交易较少，仅在 1 月有少量成交，有关主体包括安顺投资、黔东南开发、遵义和平，成交规模均不足 1 亿元。

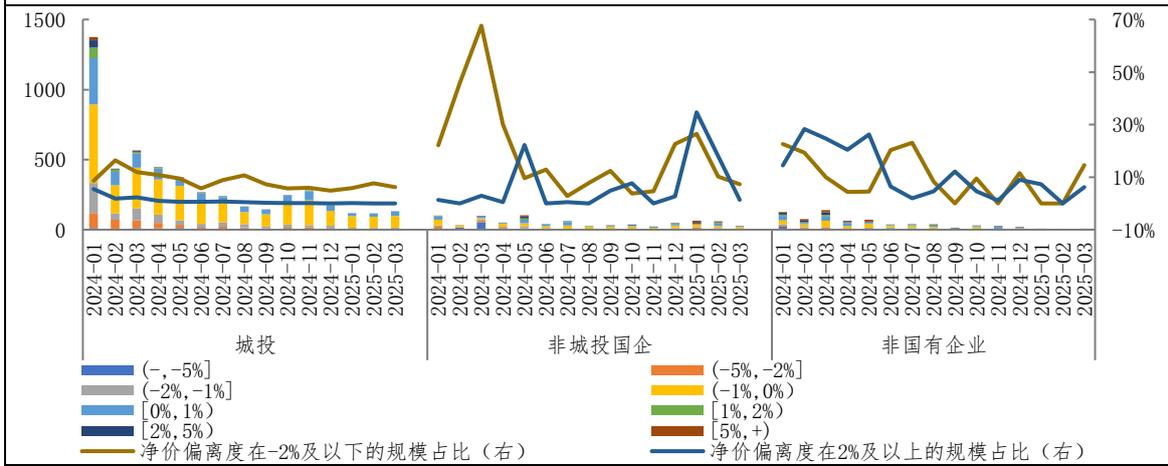
图 2.26：2025 年一季度高收益城投债分区域净价偏离情况（亿元）



数据来源：Wind，大智慧，choice，中诚信分析整理

非城投国企异常低价成交占比逐月下降，从1月的26.53%降至3月7.35%，主要系市场对万科定价仍然分歧较大；异常高估价成交占比也呈逐渐降低趋势，3月占比仅为1.32%，异常高估价成交均来自万科。非国有企业异常成交占比波动，1-2月无异常低价成交，3月异常低价成交占比升至14.65%；1月和3月异常高估价成交占比分别为7.34%和6.23%，2月无异常高估价成交，各企业估值偏离成交规模均未超过1亿元。

图 2.27：各类高收益债主体净价偏离度情况（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，2025 年一季度债券市场共有 5 家主体违约，涉及 1 家批零主体、1 家化工主体、2 家房地产主体和 1 家金融主体，分别为广汇汽车、鸿达兴业、荣盛发展、阳光城和国厚资产，其中广汇汽车和国厚资产为首次违约主体。从违约原因看，荣盛发展、阳光城和国厚资产等主体主要因经营业绩和外部融资环境恶化，导致无法按期偿付债务而发生实质性违约；广汇汽车受传统燃油汽车市场需求减弱影响，传统燃油汽车业务受到明显冲击，业务规模持续下滑，进而影响公司偿债能力；鸿达兴业在烧碱和 PVC 产品价格下降影响下，经营业绩大幅下行，加之化工项目扩产累积大量债务、流动性压力较大，无法兑付回售本息，最终发生实质性违约。

债券展期方面，广州时代、禹洲宏图、上海宝龙、富通集团、国美电器、融信投资、鑫苑置业共有 7 家主体债券展期，多为房地产行业出险主体债券二次展期，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。其他主体展期多为业务转型进展受阻、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。其中，富通集团受主营业务开展不畅等原因影响，公司经营活动现金流也出现大幅下滑，且债务规模较大，偿债支出较高；国美电器受市场商品零售需求走弱、房地产市场下行以及家电销售、零售行业竞争加剧等因素影响，公司多家线下门店关店，经营状况持续下滑，在此背景下公司融资渠道也有一定受阻。

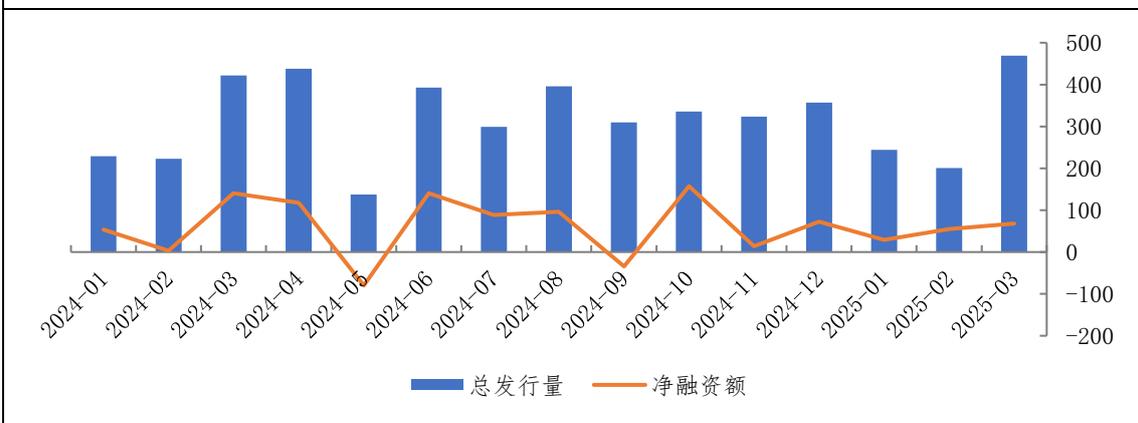
一季度发生债券违约或展期的主体，仍以房地产企业为主，虽然房地产支持政策持续发力，但目前行业仍在底部运行，房地产公司项目销售遇冷，签约销售面积出现明显下滑，整体看市场需求恢复仍面临较大压力。在市场景气度仍不佳的背景下，房地产企业销售回款状况不佳、资金筹措困难，并且近年来累积大量有息债务，集中到期压力较大，仍存在较大偿债压力。

## 第三部分 河南信用债市场概况

### 一、信用债发行情况

2025年一季度，河南省信用债共发行156只，募集资金914.40亿元，同比增长4.66%，高于全国的-9.49%。净融资方面，本季度河南省信用债净融资额151.80亿元，同比下降22.81%；从月度来看，1、2、3月均为净流入，其中3月净流入最高、为67.67亿元。

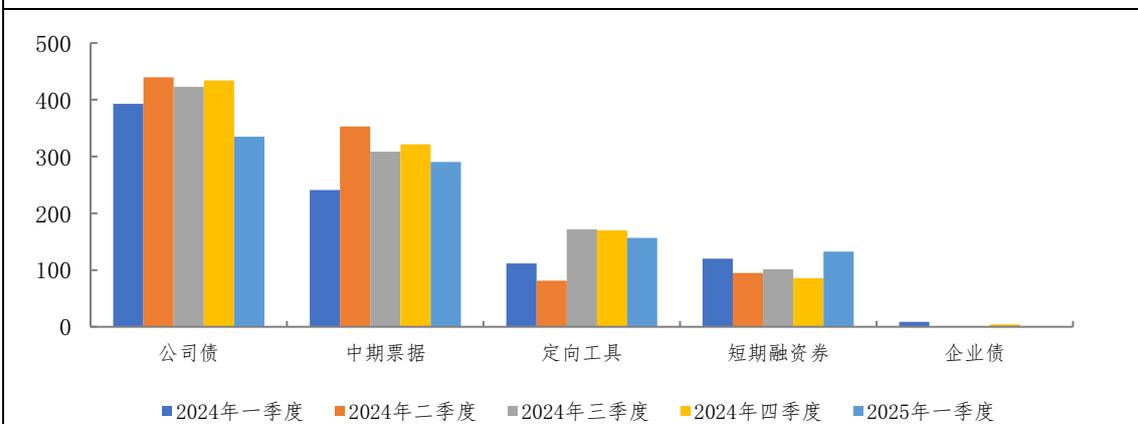
图 3.1：河南省信用债月度净融资（亿元）



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36.62%、31.76%；短期融资券占比14.49%、同比增加0.75个百分点，定向工具占比17.12%、同比增加4.36个百分点，未发行企业债。

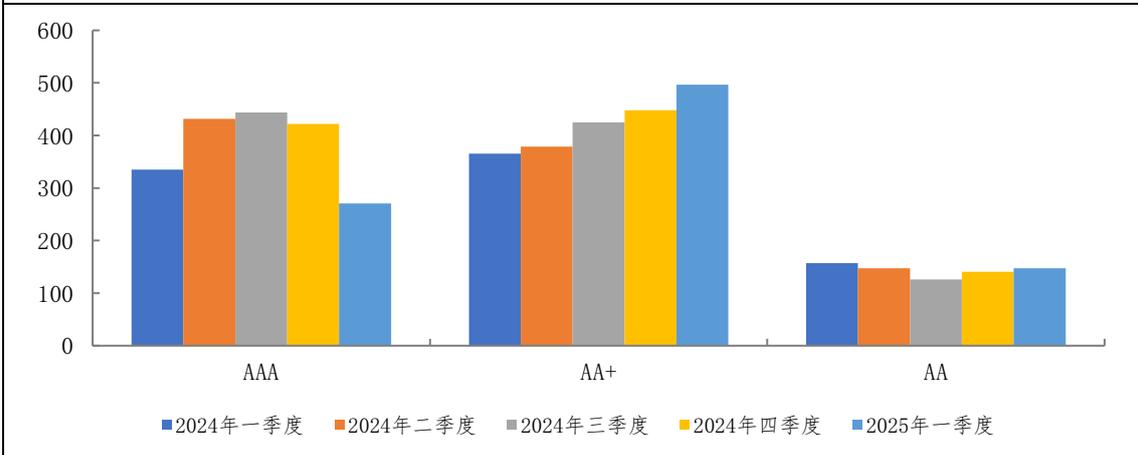
图 3.2：河南省信用债发行券种（亿元）



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以 AAA、AA+ 评级为主，占比分别为 29.58%、54.31%；不同等级主体发行规模环比方面，AAA 级下降 35.92%，AA+ 级增长 10.84%，AA 级增长 4.74%。

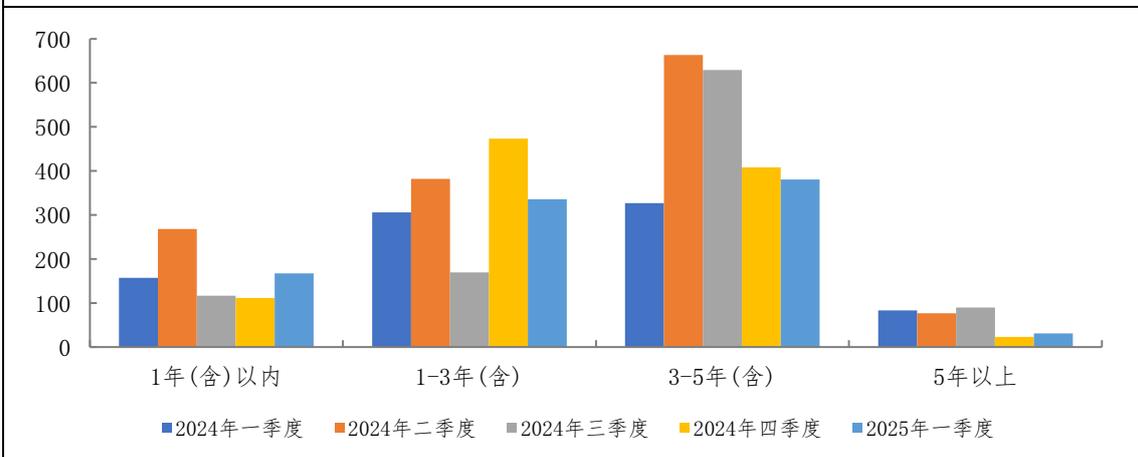
图 3.3：河南省信用债发行主体评级（亿元）



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、3-5 年期的中长期债券为主，分别占比 36.71%、41.60%，1 年期（含）以内占比 18.32%。

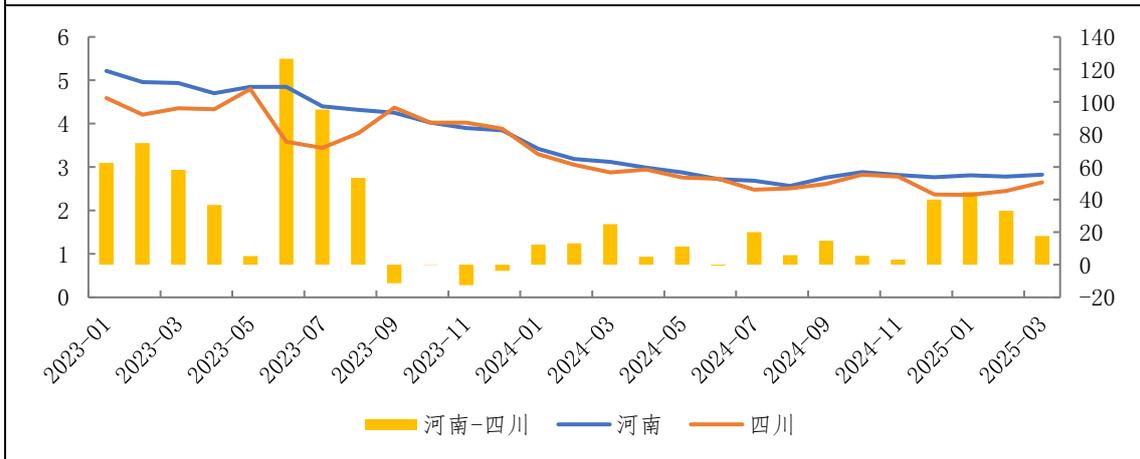
图 3.4：河南省信用债发行期限（亿元）



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经历了 2022 年 12 月大幅抬升，2023 年以来整体呈下降趋势，2024 年四季度略有抬升后保持平稳趋势，相较于四川省，河南省趋势更平稳，2025 年 2 月以来两省发行利差转为收窄。

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 429.98 亿元（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，尾部三名为三门峡市、鹤壁市、济源市（省直辖县级市）；郑州市净融资额在省内占比最大、达到 36.55%，其次平顶山市、南阳市分别占比 19.00%、17.47%；此外，驻马店市、三门峡市、洛阳市、济源市和商丘市信用债均呈现净流出状态。

表 3.1：2025 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	429.98	57.31	4,494.84	52.20
洛阳市	110.37	-10.23	934.37	10.85
平顶山市	75.23	29.79	428.21	4.97
商丘市	48.24	-1.81	365.30	4.24
许昌市	29.48	5.28	257.19	2.99
南阳市	27.40	27.40	161.60	1.88
周口市	27.30	14.10	338.43	3.93
安阳市	25.70	17.70	113.68	1.32
新乡市	25.60	7.90	211.98	2.46

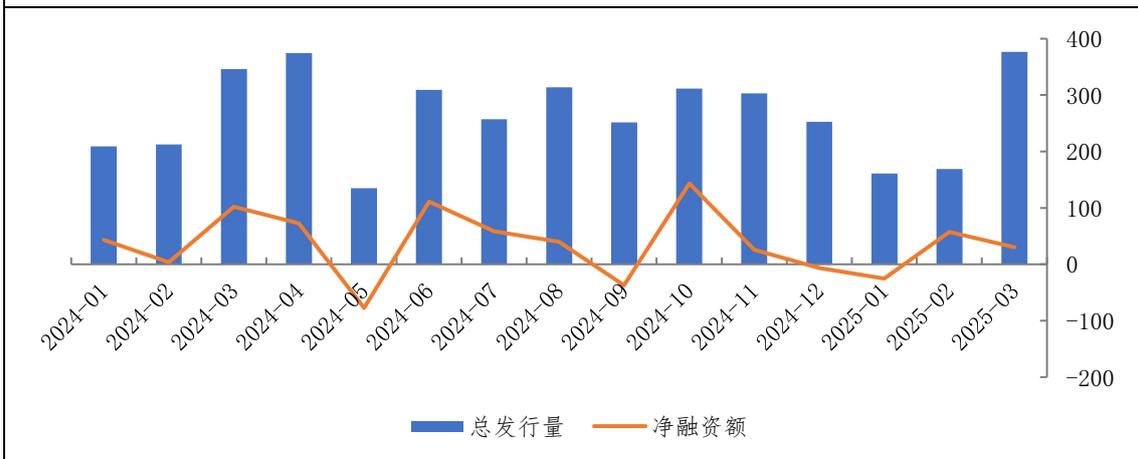
地市	总发行量	净融资额	债券余额	余额占比
开封市	22.10	6.60	333.17	3.87
漯河市	21.30	6.30	139.12	1.62
信阳市	18.07	15.07	159.33	1.85
驻马店市	17.01	-12.19	193.85	2.25
焦作市	16.40	5.00	145.60	1.69
济源市	9.94	-5.65	82.66	0.96
鹤壁市	6.48	6.13	53.91	0.63
三门峡市	3.80	-11.90	197.90	2.30
总计	914.40	156.80	8,611.14	100.00

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，2025年一季度，河南省城投债发行规模706.70亿元、同比下降7.94%、环比下降18.52%，净融资额62.30亿元、同比下降58.10%、环比下降61.51%；月度发行规模分别为161.15亿元、169.03亿元和376.52亿元，净融资额分别为-25.31亿元、57.34亿元和30.27亿元。

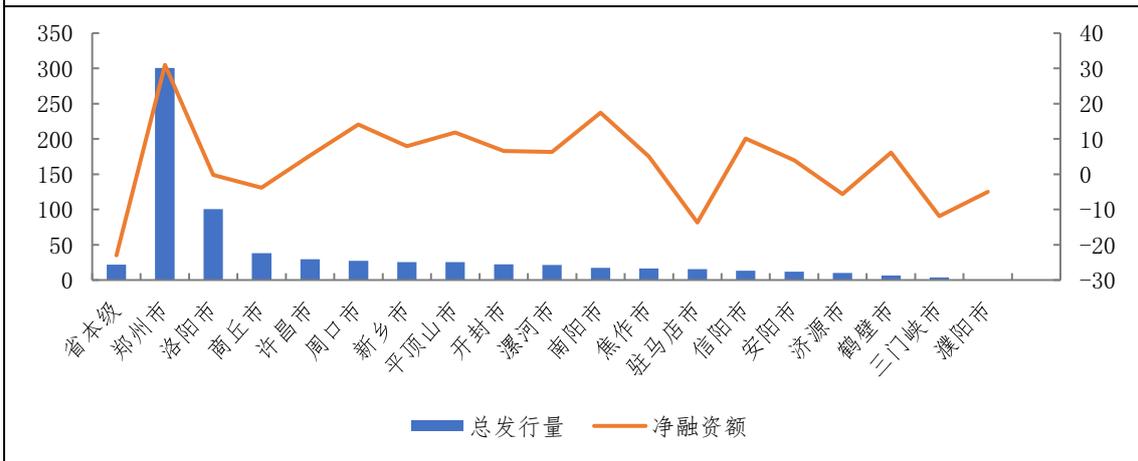
图 3.6：河南省城投债月度净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

分地市来看，一季度河南省多数地市及省本级均有城投债发行，其中郑州市城投债发行规模 300.48 亿元，排名首位，占全省的 42.52%；洛阳市则处于第二梯队，占全省的 14.20%；商丘市和许昌市则处于第三梯队，占比均在 4%以上。净融资方面，净融入规模前三名的郑州市、南阳市和周口市均在 14 亿元以上，平顶山市、信阳市也均超过 10 亿元；净融出规模最大的省本级为 23.00 亿元，驻马店市、三门峡市次之，分别为 13.69 亿元、11.90 亿元。

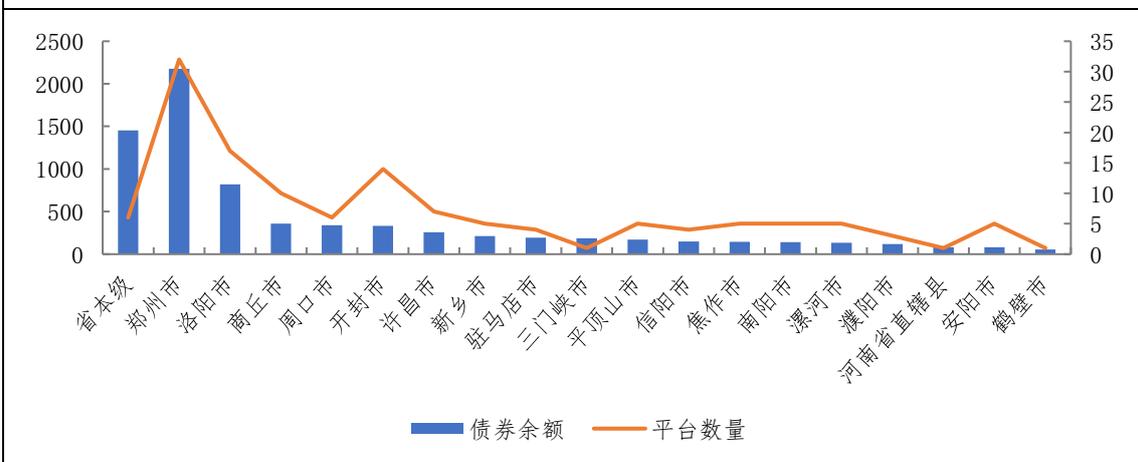
图 3.7：2025 年一季度河南省各地市城投债净融资（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

截至 2025 年 3 月末，河南省存续城投债余额 7,413.01 亿元，涉及的城投平台 136 家。从区域分布来看，城投债余额规模前三名的郑州市、省本级、洛阳市分别为 2,178.25 亿元、1,454.30 亿元和 820.37 亿元，占全省城投债余额的比重分别为 29.38%、19.62%和 11.07%，合计占比 60.07%。

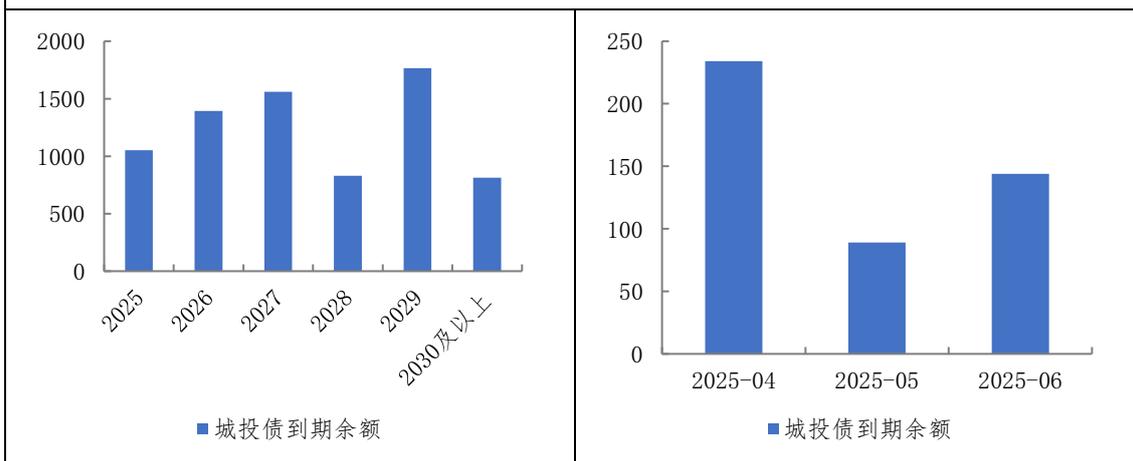
图 3.8：2025 年 3 月末河南省各地市城投债余额（亿元）



数据来源：Wind，中诚信分析整理

从到期情况来看，2025年3月末，河南省城投债余额到期主要集中在2025-2027和2029年，分别需要偿还1,052.64亿元、1,392.70亿元、1,560.20亿元和1,766.63亿元；二季度需要偿还466.88亿元，主要集中在郑州市、洛阳市、省本级，分别为133.20亿元、59.50亿元和48.00亿元，同时开封市、商丘市、周口市也超过30亿元，二季度到期规模仍较大，存在一定的集中兑付压力。

图 3.9：2025 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

2025年一季度河南省专业机构增信（担保）的信用债发行规模63.40亿元，占全省信用债发行规模的8.97%，高于同口径下全国1.42%的平均水平。

一季度全国专业机构增信（担保）的信用债发行规模453.18亿元，其中，河南省占比13.99%；而信用债整体发行规模方面，河南省占比2.86%，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。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，反映出了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。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年专业机构增信（担保）的信用债发行规模降幅较大。2025年以来有所恢复，一季度省内专业机构增信（担保）的信用债发行规模同比增幅较大。发行利率方面，一季度省内专业增信（担保）机构继续发挥降低企业融资成本的作用，1-3年（含）期、3-5年（含）期由专业机构增信（担保）的信用债发行利率分别低于无增信（担保）发行利率的61.48BP、29.06BP。

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	统计区间	专业担保发行 平均利率	无担保发行 平均利率	利差（BP）
1-3 年（含）	2021 年	5.48	6.26	77.79
	2022 年	5.66	5.70	3.88
	2023 年	5.55	5.94	39.06
	2024 年	2.99	3.60	61.22
	2025 年	/	/	/
	第一季度	2.97	3.58	61.48
3-5 年（含）	2021 年	5.18	7.52	234.77
	2022 年	4.80	5.76	95.60
	2023 年	5.22	5.77	54.28
	2024 年	3.49	3.73	24.04
	2025 年	/	/	/
	第一季度	3.14	3.43	29.06

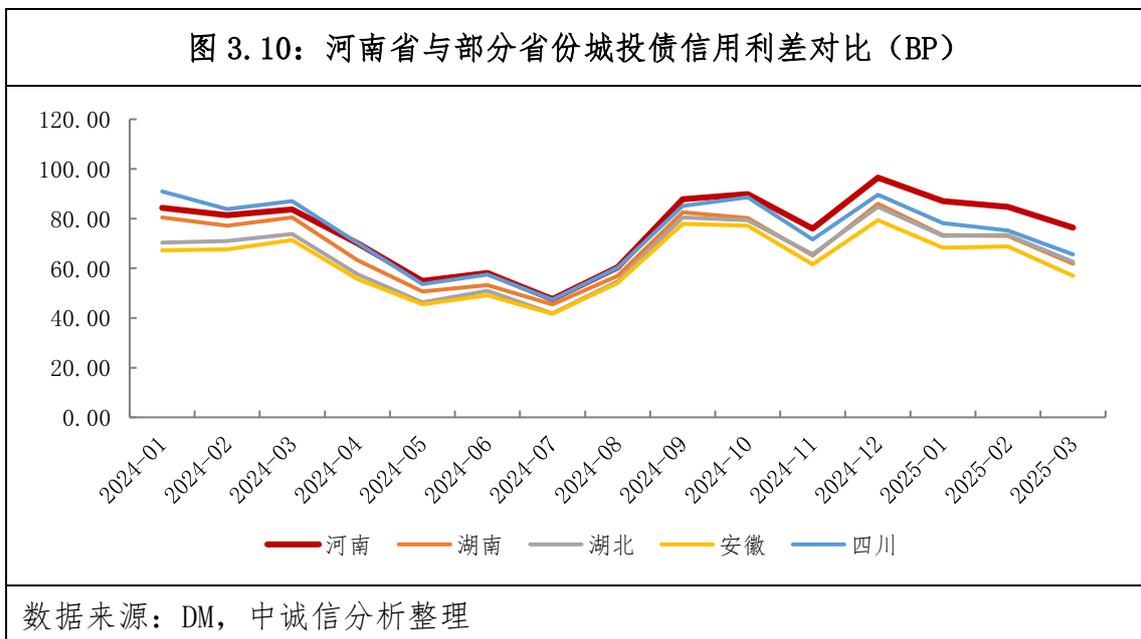
数据来源：Wind，中诚信分析整理

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，2025年1月，各省份城投债利差均呈现较大程度的收窄，环比收窄均超过9BP，但河南幅度最小；2月，各省份城投债利差涨跌不一但幅度均不大，除河南、四川信用利差环比收窄均超过2BP，其他三省涨跌幅不超过0.5BP；3月，各省份城投债利差均呈现较大程度的收窄，环比收窄均超过8BP，但河南幅度最小。一季度整体来看，各省信用利差呈现较大程度的收窄，3月末较去年12月末收窄均超过20BP，其中，河南幅度最小、为20.11BP，明显低于其他四省，反映出在债券收益率高波动下，河南区域及主体的敏感程度偏低。

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，2025年一季度非标逾期的发债城投平台2家，从区域及行政层级分布来看，来自山东省潍坊市和云南省红河哈尼族彝族自治州。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，其中山东、陕西和贵州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西安市、四川的成都市等，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，2025年一季度票据持续逾期的96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李沧区、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，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，2025年1月2日消息，据投资人反馈，其购买的“红水投债权资产6号”产品，今年未付息，到期产品展期一年。据资料显示，产品发行方为红河哈尼族彝族自治州水利水电投资有限公司。2025年2月8日消息，据投

资人反馈，“2021年潍坊滨城投资开发有限公司债权收益权二期”已逾期。据公开资料显示，产品发行人为**潍坊滨城投资开发有限公司**。

票据逾期方面，根据2025年1、2、3月名单，**洛阳古都发展集团有限公司**（洛阳老城区，15次）、**登封市建设投资集团有限公司**（郑州市登封市，8次）、**洛阳国苑投资控股集团有限公司**（洛阳市，5次）、**辉县市豫辉投资有限公司**（新乡市辉县市，4次）出现票据持续逾期，除了**洛阳国苑投资控股集团有限公司**有公告澄清票据逾期且已结清外，其他均无公告澄清。

从上述非标和票据逾期事件可看出，一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

2025年一季度，城投债市场延续2024年政策主线，置换债、特殊再融资债、债务重组等政策持续深化，债务“控增化存”主基调不变，短期内提升了中短期城投债的安全性；但长期来看，城投债刚兑预期仍强，高压监管下，城投融资渠道受限，部分区域流动性压力未完全缓解。城投企业产业化转型进度加快，但在地方财政收入增长承压，财政收支矛盾凸显的背景下，部分区域仍面临防风险与稳增长的“两难”问题，各地债务化解进度分化加剧，非标风险已向经济强省的部分区域蔓延并持续发酵。展望未来，预计隐性债务化解和“退平台”计划将加快推进，城投企业产业化转型将进一步提速，但需持续关注转型过程中潜在的风险动态变化，尤其是“双弱”主体的风险暴露。同时需聚焦转型阶段三大核心环节：政企关系的系统性重构、存量债务的实质性化解以及新旧业务的有效衔接。此外，应特别防范形式化转型、激进化转型两类转型隐患。

第一、2025年以来城投债市场延续2024年的政策主线，持续助力“化存”的同时，监管“控增”力度仍强，地方债务化解和城投转型仍在进一步提速。2025年一季度城投债监管政策以“控增量、化存量、促转型”为核心，“一揽子化债政策”逐步调整完善。“134号文”“150号文”实施细则落地后，债务重组展期周期最长可延至15年，非标债务置换范围首次纳入经营性债务，但置换比例

需与地方财政承受能力挂钩。根据 2025 年政府工作报告，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，拟发行特别国债 5,000 亿元，用于补偿商业银行资本金，叠加前期 6 万亿元存量隐性债务置换额度，地方化债资金池进一步扩容。新修订的《土地储备管理办法》推动专项债用于土地收储，广东省 15 城一季度拟收储住宅用地超 680 万平方米，收储价格按评估价七至九折执行，为城投盘活存量土地提供新路径。与此同时，沪深交易所发布《公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号（2025 年修订）》，通过细化信息披露和审核标准强化风险防控；交易商协会延续名单制管理并推动区域化债。总的来看，当前的化债政策助力部分区域城投企业缓释短期存量债务压力，但同时也对城投企业新增融资形成制约，高评级主体融资优势凸显。考虑到城投企业目前仍然面临较大的存量债务压力及发展需求，多重政策导向下城投债务真正的“控增化存”和城投企业长期健康发展仍任重道远，仍需持续推动城投企业转型。

**第二、各地债务化解进度进一步分化，部分区域已逐步达到退出重点省份标准，但部分区域城投非标债务的置换和化解仍存在一定难度，非标风险呈现“双蔓延”特征，还需警惕“双弱”主体风险进一步释放。**2025 年 3 月 6 日，宁夏财政厅厅长孙志表示“对照国家标准，宁夏回族自治区已符合退出债务高风险省份的条件，前期宁夏已向国务院提出申请”，宁夏成为第二个公开表态“退重点地区”的高风险省份，另一个是内蒙古，表示“有望率先退出高风险省份”，随着化债工作的持续推进，后续各省份“退重点地区”进度或将提速。与此同时，非重点省份债务化解在“134 号文”支持下加速推进，但高息债务压降仍面临挑战，整体化债政策落地速度仍落后于重点省份。目前银行贷款置换非标债务成为主流模式，但受地区金融资源禀赋、非标债务属性清晰度、银行自身风险考量等因素影响，银团置换参与地方化债的程度仍有限；同时，监管机构“控增”力度未减，金交所定融清退、信托窗口指导等政策导致非标新增渠道收窄，弱资质城投融资成本被动抬升，非重点省份非标舆情仍需关注。根据企业预警通数据，2025 年一季度全国共发生城投非标风险事件（按照首次违约日期算）10 起，其中，山东省 6 起、贵州省 3 起、云南省 1 起，区县级平台为主要违约主体。山东省虽属于传统经济强省，但其局部地区债务压力突出且非标占比高，近两年高息债务压降提速，但非标负面舆情仍频繁出现。可见一方面非标风险已向经济强省的部分

区域蔓延，且仍在持续发酵。另一方面，部分区域因无法新增融资且不符合转型条件，陷入“借新还旧停滞-非标违约-银行抽贷”的恶性循环。城投非标风险呈现“双蔓延”特征力。

总的来看，虽然各省根据中央政策指导意见均在大力推动高息债务压降和非标债务化解，但各区域实际情况与金融机构谈判化解方案均有不同，实际进展和成效各异，化债进度差距进一步拉大。目前，各区域积极探索化债新路径，如韩城市通过结构化债务重组实现区域信用修复的实践，为债务高风险地区提供了可参照的操作方案。但后续仍需持续关注各地化债措施变动及政策落地情况，也需警惕财务状况与经营能力双重薄弱主体风险进一步释放。

**第三、城投企业转型进程加速但质量分化，预计其“退平台”与产业化转型仍将进一步提速，但转型质量参差不齐，需关注其转型过程中的政企关系重塑、存量债务化解、新旧业务衔接风险，此外需警惕部分主体“伪转型”带来的潜在风险。**随着地方隐性债务化解政策的进一步推进，城投企业退平台进度提速，同时城投企业转型工作加速推进，声明“退平台”及“市场化经营主体”数量激增，城投企业转型呈现数量多、质量参差不齐、产业化路径分化、“伪转型”风险暴露等特点。具体来看，根据各区域地方政府工作报告、2025年预算草案、地方政府部门工作安排等披露，2025年一季度多省市多个区域新增声明将于2025年全面完成退出平台名单任务，预计2025年“退平台”城投企业数量将大幅增长。但值得关注的是，大部分退平台声明后的城投或仍将承担政府类业务，政企信用切割进展有限。同时监管趋严，如交易商协会明确“退平台”城投企业发债需通过经营性现金流覆盖债务本息以证明自身造血能力、交易所要求产业类主体需满足“50%以上利润来源于非政府补贴”等要求，新增发行难度仍大。目前，产业类主体呈现强区域集聚特征，长三角、珠三角产业类主体数量占比较高，同时新兴业务探索呈现多元化，如合肥市建设投资控股(集团)有限公司通过“反向混改”引入战略投资者、南京建邺国有资产经营集团有限公司将智慧停车数据资产入表获取授信等。但部分主体“伪转型”风险暴露，如西南某省80亿古城景区空置率超60%，山西省50亿影视城日均客流不足百人等。应特别防范两类转型隐患：一是部分主体仅停留于形式化转型，未脱离传统路径依赖；二是过度追求激进转型策略，导致业务脱实向虚或资源错配风险上升。

根据企业预警通数据，2025 年一季度首发亮相的新产业类主体仍呈现强区域、高层级、高级别的特征，职能定位及业务属性主要包括以股权投资、基金投资为主业之一的国有资本投资、运营平台；以水务、燃气为主要资源，服务民生事业工程的城市资源运营平台；依托园区建设运营打造的园区开发及产业培育主体；整合当地文旅资源打造的自营性质的文旅平台等。从股权关系及政府支持等角度来看，上述几类产业平台与地方政府之间关系仍然紧密，在后续进一步深化转型的过程中，必将面临与政府关系逐步弱化的局面，需关注转型过程中政企关系重塑、市场化实体经营落实进展；从业务属性来看，产业类主体业务布局主要为市场化业务，现金流来源主要依靠自身经营性收入，但市场化业务的开展面临一定外部挑战，需关注平台转型中新旧业务衔接可能产生的经营性风险。此外，产业类主体并非需要对传统的城建业务“一刀切”，部分城建业务主体亦可通过政策联动和融资工具创新来实现债券新增，通过资产证券化盘活存量资产。

**展望后市**，2025 年二季度城投行业仍面临较大的债务压力，需警惕流动性挤兑风险，政策层面需关注化债工具创新。长期看，具备产业造血能力的转型主体有望成为区域经济发展新引擎，“城投+REITs”“城投+产业基金”等创新模式值得重点研究，但仍需警惕部分城投企业表面转型、激进转型带来的潜在风险。

### 三、当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势

#### （一）6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点

**第一、隐性债务 10 年化解进程已过 2/3，“6+4+2”化债组合拳推进近半。**2018 年，中央作出“5-10 年内化解隐性债务”的重要指示，在此要求下各地积极推进隐性债务化解，到目前 10 年化债的时间进程已过三分之二，隐性债务化解也取得一定进展，根据财政部，截至 2023 年末隐性债务规模已经减少一半。2024 年以来，受外部环境变化和内需不足等因素影响，财政收支矛盾突出，化解存量隐性债务难度增大；为确保完成 2028 年底前隐性债务全部化解完毕的目标任务，国务院出台了“6+4+2”化债组合拳，通过一次性增加大规模地方债务限额进行隐性债务置换，减轻存量债务压力。根据中诚信国际研究院统计，2024 年以来全国共发行 4.8 万亿各类用于化债的地方政府债券，“6+4+2”组合拳推进

进程近半，其中置换隐性债务的特殊再融资债发行 3.3 万亿、完成 6 万亿置换额度的进度已经过半；今年一季度共发行 1.4 万亿用于化债的地方政府债券，值得注意的是，为让路大规模置换债券发行，一季度新增专项债发行进度相对偏慢、仅完成全年限额的 21.8%。

**第二、经济大省获得置换额度较多、投融资出现边际改善，多地申请退出高风险名单、支持打开新的投资空间。**从用于置换存量隐性债务的特殊再融资债来看，除广东、上海外，其余 29 省均获得 6 万亿置换额度，不同于 2023 年债务置换中以化债重点省份为主的分配方式，本轮置换额度分配以经济大省为主，江苏、山东、河南获得额度较多；从实际发行进度看，今年一季度已有 13 省完成 2025 年置换额度的发行，发行节奏相对较快。**从未披露“一案两书”、用于化债的特殊新增债来看**，本轮置换中，除北上广外的其余 28 省均发行了用于化债的特殊新增专项债，江苏、河南等经济大省发行规模较大，或与其存量政府投资项目较多有关。伴随化债思路转变及化债组合拳落地，各地也更加注重“在发展中化债”，地方投融资出现边际改善，部分省份申请退出债务高风险省份名单，支持打开新的投资空间。今年一季度，经济大省城投债净融资有所改善，重点省份及经济大省之外的其他非重点省份固定资产投资逐步改善、增速大幅加快，这有助于今年经济增长目标的实现；同时，2025 年《政府工作报告》也强调“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”，各地加快退重点省份、退平台进程，其中宁夏、内蒙古等地有望率先退出债务高风险省份。

**第三、本轮地方债置换呈现期限延长、成本下行、范围扩大三个特点。**一是**发行期限大幅拉长**。此前几轮化债所发行地方债的期限相对较短，2024 年以来，用于化债的地方债大幅延长，加权平均发行期限超过 15 年、10 年及以上期限占比达九成，远高于此前历次置换，更大程度地“以时间换空间”，助力缓释地方债务流动性风险。二是**发行成本整体下行**。低利率环境下，2024 年来债务置换成本进一步下行，今年一季度用于化债的地方债加权平均发行利率进一步下降至 2.02%，为历史最低水平，积极助力“以低息换高息”、降低政府部门债务成本；但需注意，伴随几轮债务置换深入推进，当前债务成本压降空间已逐步收窄。三是**发行省份数量增加**。2015-2018 年大规模置换期间，除西藏外的全国 30 省发行了地方置换债；2019-2021 年建制县化债试点期间，全国有 26 省发行了地方

置换债和特殊再融资债；2021-2022 年全域隐性债务清零试点期间，仅北上广三地发行了特殊再融资债，而在本轮化债中，全国 31 省均发行了用于化债的地方债，发行省份数量大幅增加、范围进一步扩大。

**第四、隐性债务化解取得积极成效，债务规模下降、结构优化、成本下行，融资平台转型加快，风险阶段性缓释。**伴随大规模置换持续推进，隐性债务化解已取得积极成效，风险出现阶段性缓释。**地方隐性债务规模有所下降**，根据中诚信国际研究院估算，考虑 2.8 万亿地方债置换以及地方年均自行化解的规模后，2024 年末隐性债务规模或下降至 11 万亿左右。**地方债务成本也有所下行**，财政部指出，去年发行的 2 万亿元置换债券，利率水平下降平均超过 2.5 个百分点，部分地区下降更为明显，预计这部分置换债券 5 年利息减少 2,000 亿元以上，极大减轻地方资金压力和利息支出；同时，根据中诚信国际研究院估算，作为隐性债务主要载体的城投企业的债务融资成本也持续下行。城投企业债务结构进一步优化，非标占比持续压降，根据中诚信国际研究院估算，2024 年城投企业存量非标占比同比下降约 0.4 个百分点至 5.9%。**城投企业转型进程加快**，财政部表示“置换政策实施后平台减少 4,680 家，占全年减少总数的三分之二以上”，央行提出“约有 40% 的融资平台通过市场退出、市场化转型等方式，退出了融资平台的序列”，根据中诚信国际研究院统计，2023 年 11 月以来，已有 429 家城投企业声明为“市场化经营主体”、约占发债城投数量的 12%，但需关注城投转型的真实性和可持续性。

## （二）隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题

**第一、今年流动性压力仍较大，关注后续置换节奏及省以下额度分配的问题。**经中诚信测算，未来几年中，今年流动性压力仍然较大，同时今年也是本轮化债承上启下、深入推进的关键年份，动态调整后续置换节奏具有较大必要。从财政收支压力来看，收入增长承压、支出有增无减的背景下，今年财政“紧平衡”态势依然严峻，收支缺口或进一步加大，且内外多重挑战下今年通过财政支出发力走出经济底部的重要性和必要性要远高于未来年份；从债务到期规模来看，今年仅地方政府债券及城投债券的到期规模就接近 7 万亿、为未来几年最高水平，地方债务滚动的需求将高于未来年份，流动性压力不容忽视；从债务付息压力来看，

近年来债务付息压力持续上升，2025 年地方债务付息支出占地方广义财政收入比重或达 28.5%、处于较高水平，而未来几年，伴随大规模化债深入推进，地方债务结构优化、成本压降，全口径付息压力或边际减轻。同时，今年以来，用于置换存量隐性债务的特殊再融资债发行超 1.4 万亿、已完成全年 2 万亿额度的七成，约半数省份已完成今年额度的发行；同时考虑到稳增长压力下新增债发行节奏大概率前置，四季度地方债发行尚有窗口，提前安排下一年度置换债发行具有一定可行性。此外，当前省级层面的债务置换额度分配已经确定，但省以下各市县额度分配仍有一定优化调整空间。

**第二、利息是衡量债务可持续的重要指标，关注政府债务大规模扩容下的付息压力。**利息是衡量债务可持续的重要指标之一，国际上广泛使用的债务付息水平衡量指标包括利息支付率和利息负担率，以利息负担率为例，IMF 口径下，2023 年我国公共债务付息支出占财政收入比重为 3.5%，低于发达国家和新兴市场国家平均水平，也低于 IMF 和世界银行的警戒阈值，我国债务付息支出占比处于较低水平。但需注意，近年来我国政府债务付息支出规模攀升、压力持续加大。根据中诚信国际研究院统计，近年来我国政府债务付息支出占广义财政收入及 GDP 的比重逐年抬升，尤其是在经济下行压力加大、地方财政收支矛盾凸显的背景下，能够有效推进大规模债务化解的渠道较为单一，化债对地方政府债券置换的依赖有所加深，“以债化债”或进一步加大未来财政预算资金刚性偿还压力。根据中诚信国际研究院估算，今年地方政府债券付息支出或超 1.4 万亿元、占地方广义财政收入的比重或达 8.1%，若再考虑城投有息债务付息，债务付息规模将超 5 万亿、占地方广义财政收入比重将升至 28.6%。后续看，伴随大规模债务置换深入推进，地方政府债券付息规模或进一步攀升，财政收支矛盾凸显的背景下，需关注付息规模上升下财政预算资金的刚性偿还压力。

**第三、宏观效率走低背景下，关注财政资金的整体使用效率。**债务的规模固然重要，但结构和效率同样重要，近年来我国宏观运行效率进一步走弱，特别是政府资金带动全社会有效投资的作用有待充分发挥，这已成为制约债务可持续性的重要因素，需关注财政资金的整体使用效率。一方面，需重点关注化债资金及置换腾挪出的增量资金的使用效率。债务置换的额度已向各地下达，在实际使用中需防范出现资金闲置、资金挪用等问题，严防政策执行走偏；同时，根据中诚

信国际研究院测算，本轮化债每年或释放 2.5 万亿左右的增量财政空间，相当于增加接近 GDP2%的财政支出，后续需避免腾挪出的空间再度被浪费，使增量资金能够充分发挥稳增长、促投资、惠民生的重要作用。另一方面，在当前宏观效率走低的背景下，其余各类财政资金使用效率也有待提升。近年来，诸如政府引导基金等政府类投资投向重复、资金“趴在账上”等现象较为突出，同时，2024 年各地审计报告也披露了部分地区存在专项债资金挪用闲置、项目收益能力较差、政府投资基金违规使用资金等问题，或表明财政资金在使用及管理过程中存在一定疏漏，将影响政府资金促发展、调结构等作用的有效发挥，需关注各类财政资金的投向和效率，落实《政府工作报告》“投资于人”“提高投资收益”的要求。

**第四、隐性债务利息、城投经营性债务、政府拖欠账款等问题仍然不容忽视。**当前化债已取得一定成效，但隐性债务相关利息、城投经营性金融债务以及政府拖欠账款问题仍较为突出，需持续关注。参照以往经验，债务置换大多针对债务本金，本轮大规模置换可能包含部分利息及政府欠款，但剩余大量利息负担仍面临能否纳入置换的博弈，“舍”则加大道德风险，“不舍”则继续掣肘地方发展，面临两难抉择。过高的付息压力也易加剧债务滚动压力，部分地区出现了高成本融资以偿付利息的“利息本金化”现象，不断推升经营性债务。央行披露，2024 年末城投经营性金融债务规模约 14.8 万亿元，虽较 2023 年初下降 25%左右但整体规模仍然较大，根据中诚信国际研究院测算，2024 年城投有息债务规模达 59.8 万亿元，尽管近年来增速持续下行但较大的规模仍不容忽视。此外，地方流动性压力较大背景下，政府拖欠款现象也愈加突出，2025 年《政府工作报告》指出“部分企业生产经营困难，账款拖欠问题仍较突出”，根据中诚信国际研究院估算，政府拖欠款规模大致 4.5 万亿元、占 GDP 的比例超过 3%，拖欠账款问题不仅与企业等市场主体相关，也关乎政府信用及经济良性循环，需多措并举加力推进清理拖欠企业账款工作。

**第五、治标与治本需兼顾，关注债务形成机制的转变和深层次问题的解决。**本轮大规模化债“组合拳”对于短期内缓释流动性、减轻地方债务包袱有积极作用，但从中长期来看，最终效果及持续性仍然取决于债务形成机制的转变和深层次体制问题的解决。一方面，央地间财权事权匹配问题是地方债务形成的起源和关键，尤其自 2008 年后，地方事权责任持续增加，即使考虑了中央转移支付

的广义地方收入仍难覆盖支出，2024 年覆盖程度仅 86%，央地间关系仍待进一步理顺，有限政府与有为政府关系的平衡也有进一步提升的空间。另一方面，约束激励机制是地方主体能否在经济建设中发挥主动性的关键，这对当前经济发展和经济建设非常重要。2015 年广义财政支出占 GDP 比重达到高点 35.9%，近几年持续回落，目前仅为 28.6%，地方支出占比回落尤为明显，这既与地方政府财力状况有关，也与约束激励机制仍有改善空间有关。此外，近年来城投转型加速，但目前各相关方对城投转型最终目标的理解有待深化，更多是为了突破融资约束、完成政策要求的被动转型，仍需要更加关注城投转型与地方经济发展、产业转型的衔接以及市场化进程。

### （三）隐性债务化解及地方债务管理的趋势

**第一、坚持以时间换空间，推动在发展中化债。解决债务问题的关键还是要推动经济增长、做大分母，以时间换空间，在长期发展中解决债务问题。**国内一季度宏观经济表现超预期，但有效需求不足、部分行业产能过剩等问题仍然存在，叠加关税博弈等外部冲击，我们要坚持“做好自己的事”，扩大内需，加强经济发展的内生动能。除消费领域外，公共投资领域仍有空间，当前传统基建领域尤其是消费和民生领域仍存在短板，数字经济、新型城镇化等新兴产业也有新增空间，可进一步加强对国家战略重点领域和短板领域的支持力度，推动扩内需、稳增长。此外，房地产仍是短期影响经济下行的的重要因素，去年以来的一系列政策有助于改善市场供需失衡问题、提振市场信心，但仍需择机推出地产收储专项基金等增量支持性政策，支持房地产平稳运行。**同时，针对极端关税冲击需要加大财政政策力度。**根据中诚信国际研究院估算，假设美国对中国严格执行当前税率，中美贸易将基本停滞，或拖累中国 gdp 增速 2 个百分点左右，或需要 1.5-2.9 万亿的增量财政资金。与美、日等海外经济体相比，我国中央政府具有较大加杠杆空间，可加大“央进”力度，优先通过增发超长期特别国债等方式弥补资金缺口，并进一步优化财政支出结构，加快从投资为主转向投资消费并重，从“投资于物”转向“投资于人”，尤其是需要推动商品消费向服务消费转变，同时注重发挥好政府投资带动作用。此外，从债务化解来看，**仍要坚持“以时间换空间”，推动长期化、制度化化债。**根据发达国家经验，城镇化的推进往往伴随着政府债务的

快速扩张，但农业转移人口市民化加快、城镇发展质量提高，能够持续释放消费潜力、激发有效投资，在一定程度上消弭债务风险，当前我国城镇化还有较大空间，要坚持“以时间换空间”，推动形成债务与经济增长的良性循环。

**第二、化债政策将适时动态调整，支持地方打开投资新空间。**2025年两会《政府工作报告》明确提出了“优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单”。一是“**名单制管理**”需动态细化。该模式避免了高风险省份债务风险进一步累积，但以省为单位容易“误伤”辖区内其他资质相对较好的区域，要从保障融资循环和经济发展的角度考虑，建议将融资约束政策的适用范围由省级细化至地市级，适当放开对重点省份中经济财政水平较好、债务压力较小地市的融资限制，合理满足其投融资和经济发展需要，同时优化进入及退出约束名单的动态机制。二是**地方债务率考核标准需动态优化**。2019年起财政部开始推行地方政府债务风险等级评定制度，以债务率为考核标准将不同区域划分为“红橙黄绿”四档并在债务风险管控工作中区别对待，多地也自发设定了债务率警戒线，作为政府投资、企业融资、政绩考核的重要参考依据。为了兼顾化债与发展，有必要对债务率考核标准动态调整。根据近期调研信息，2025年用于项目建设的新增专项债券或不计入地方政府债务率测算范围，此举有望激发地方政府开展项目建设的积极性，支持打开新的投资空间。长期来看，出于监管有效性及债务可持续角度，应探索建立更科学、合理的考核机制，侧重于动态调整考核标准，结合我国经济发展阶段、债务水平变化等，因时因势放宽地方债务率考核要求，如优化“红橙黄绿”债务率分档标准等，保障债务风险明显压降地区或主体合理融资需求。

**第三、用好存量化债工具，加大财政与金融、地方等资源统筹。**财政化债仍是主要手段，要发好用好置换类地方债，有序推进本轮地方债置换。一是**扩大置换范围**。可在分类甄别的前提下将部分隐债关联利息纳入，此外2024年财政已安排地方政府债务结存限额消化政府拖欠企业账款，需进一步用好特殊再融资债、特殊新增债等偿还拖欠账款。二是**优化发行节奏**。加快特殊再融资债发行节奏、及时拨付使用，尽早减轻地方财政压力并降低利息。同时，可适当前置债务置换，研究按照“2-3-1”安排6万亿额度或一次性发行完毕的可行性，以免债务问题长期积累和恶化。三是**提升置换资金效率**。额度分配上要区分轻重缓急、统筹好

置换优先序,精准分配额度、投向最需要的地方;资金使用上要加强全流程跟踪、全链条监管,确保资金专款专用,避免资金挪用或闲置;绩效管理上要定期评估资金到位情况与置换成效,奖优罚差;预警监督上要强化信息披露、畅通交流渠道,提高置换透明度、稳定市场预期。除了用好置换类地方债资金,还需要积极发挥其他财政手段,如结合房地产市场发展,依托棚改扩围、土地收储等政策机遇,因地制宜合理利用土地资源、增厚财政收入;另外,各级地方财政可继续出资设立应急周转金制度,解决较为紧急的短期流动性问题。

化债过程中还需加大货币政策与财政政策的联动配合。根据新阶段债务可持续理论,应重点关注利率变化下的实际偿债负担,近年来在支持性货币政策持续发力下,我国政府债务融资成本持续下行,考虑到当前经济修复依然承压,后续仍需继续维持低利率环境,保障债务可持续;同时也需注意,2024年四季度大型商业银行净息差已降至1.44%,进一步降息或面临一定约束,且低息债券置换银行高息贷款或进一步加剧银行净息差压力,需做好利率管理,防止化债过程中产生新的金融风险。另一方面,在去年打击手工补息、市场利率定价自律机制发布两项倡议后,银行负债均面临一定压力,近期虽有所缓解,但由于4-10月1.8万亿特别国债集中发行、新增专项债发行节奏或加快,后续政府债券供给压力或较大,综合考虑汇率等,可适时降低存款准备金率、加大公开市场操作力度(如买断式逆回购等)保持流动性合理充裕。此外,应继续用好央行应急流动性贷款工具,为地方债务风险化解提供资金支持。

对于经营性债务,尤其是经营性债务中的金融债务,要市场化、法治化的开展债务展期置换。目前多地已与政策性银行、商业银行展开战略合作,对成本较高的存量地方隐性债务降息、展期置换,后续可继续以大行为主推进金融化债。根据我们测算,政策性银行理论上最多可参与不到2万亿元城投债务置换,可考虑分批增加政策性开发性金融工具专项支持地方化债;从商业银行看,在不突破现有资本规模及监管指标的前提下,最多可参与6-10万亿政府性债务重组,需注意当前商业银行净息差压力较大,或是影响商业银行参与地方化债的主要因素,后续仍需稳妥推进,以防参与过多影响商业自身安全。此外,AMC也可作为后续增量化债政策的储备选项之一。近两年部分AMC探索通过债务置换、债务重组、资产重组、债转股、资产证券化等途径参与化债。目前全国和地方AMC的总资产

规模合计约 6 万亿，其不良资产处置业务板块的资产规模合计约 2 万亿，与庞大的地方债务规模相比，其体量相对较小、处置和运作能力有限，可在资金实力、风控水平均较高的全国性 AMC 中先行先试，地方 AMC 酌情参与。

此外，还需进一步发挥地方国资作用，加大国有资产资源盘活力度并提升效率。近年来地方国有企业资产负债规模不断扩张，但资产收益率、盈利能力总体低于规模以上工业企业，也低于民营企业，如果能提高国企资产收益率与利润上缴比例，将有望缓解债务流动性压力；同时，上市国企资源丰富的地区还可以合理划拨上市公司股权并变现以支持化债；此外，地方国企还可以出资成立信保基金、债务化解基金等，但需注意防止风险传导。2024 年多地文件里出现了“砸锅卖铁”字眼，强调盘活国有“三资”用以化债，行政类资产、交通基础设施类资产、自然资源类资产均为重点待盘活领域，数据资产、特许经营权等无形资产也具有较高盘活潜力。后续来看，各地需分类施策、因地制宜，综合采取租赁、出售、引入社会资本合作等方式，肥瘦搭配、打包盘活，实现存量资产整体增值。可创新运用资产证券化模式，加大 REITs、ABS 等盘活存量资产的力度，我国适合作为 REITs 投资标的的基础设施资产规模超 30 万亿，而截至 2025 年 3 月我国 REITs 累计募集资金仅 1,700 亿元，基建资产盘活仍有较大空间。

最后，还要积极运用财政金融资源，加快清理政府拖欠款、健全清欠长效机制。一是加快政府拖欠账款摸排、确权和顺序确定。具有全局性、外溢性的领域应由中央承担；区域性事务形成的拖欠款则由地方承担，并遵循“重要性、紧迫性”原则，区分轻重缓急、分类处理。二是用好用足财政和金融资源，积极争取各类资金支持。财政方面，参照 2019 年化解 6,600 亿元的水平，再考虑到目前特殊地方政府债券中已有部分用于偿还政府拖欠款，可安排每年约万亿特殊地方政府债券来支持清欠，其中以项目为载体的可由特殊新增债支持。还可争取超长期国债（含特别国债）额度用于“两重”“两新”领域，减少政府拖欠款形成的可能。金融方面，可研究设立央行 SPV、创新清欠行动专项再贷款等，适当推动政策行、商业银行投放低利率、长期限的专项贷款。三是进一步盘活政府资产和企业应收账款。探索推进应收账款 ABS/ABN、应收账款质押融资、保理等增强自身流动性，还可探索链接政府部门、债权企业，以及上下游供应商、担保机构等的供应链金融产品。四是建立健全清欠长效机制，如优化激励约束机制、提高财

政透明度、强化信息披露、建立健全政务失信记录和惩戒制度等，加强政府拖欠账款的“社会约束”。

**第四、融资平台改革转型持续推进，提升地方化债和发展的内生性。**在平衡化债与发展的背景下，城投企业市场化转型的必要性进一步上升，而 150 号文、99 号文、上交所 3 号指引等政策倒逼城投企业加速“真转型”。2025 年 3 月上交所在“一揽子化债”方案大规模开展以来首次修订上市审核指引（上一次是 2023 年 10 月 20 日），明确要求城建类地方国企发债应充分披露资产结构、收入结构、利润结构指标，加强了发债城投贸易业务、多元化经营情况的信息披露要求，新增了更多财务指标类评估标准。3 号指引堵住了城投企业虚假转型、数据转型的路径，未来资产质量差、付息负担重的弱资质城投发债难度将加大，倒逼城投企业降低对政府性资源的依赖、切实提升自身盈利能力与偿债能力。后续来看，城投企业需结合自身属性及职能定位分类布局，以国企改革“商业一类、商业二类、公益类”功能分类为参考，因地制宜明确转型角色定位、把握好转型节奏，审慎参与经营难度较高的业务领域，重视新旧业务衔接融合、防范盲目与激进转型风险，注重内生造血能力提升；此外要加强内外协调，缓解政企关系重塑下的转型风险，地方政府可作为股东提供资源、资金支持，但业务委托需更加市场化、政府支持更加规范化，并设置转型风险监测期以平滑应对政府支持力度骤降后的经营风险与融资压力。

**第五、推动建立地方资产负债表，构建“资产-债务”可持续管理机制。**中国经济发展已度过了高速增长增量扩张阶段，逐步转向以经济结构调整、质效提升为核心的“存量时代”，新形势下建立完善政府资产负债表是盘活存量、做大增量，形成存量资产与新增投资良性循环的基础。无论短期化债还是长期发展，不仅要掌握债务体量，还需摸清摸透资产并加强债务对应项目的资产管理，为债务化解和后续发展提供更有价值的参考。从“资产-负债”视角看，考虑资产端保障后我国地方债务风险尚可，更多是流动性风险，需加快构建并完善地方债务可持续管理机制，维持债务可持续运转。通过对比研究美国、日本、中国的地方债务管理机制，我们认为可借鉴主流国家成熟的地方债务管理经验，一是美、日均针对地方债务专门立法，我国需加速推进“规范政府债务”相关立法进程。二是三国均有较完备的地方债券信息披露制度，我国需加大对发行人地区基本信息

以及当地财务情况的披露,并注重加强全口径债务信息披露、适当提高披露频率。三是美、日均建立了完善的财政债务风险预警机制,我国可因地制宜设定更符合现阶段债务特点的风险监测指标和模型,如引入利息类指标等,加强对流动性风险的动态监测,并加强数字化穿透式监测、引入常态化压力测试。四是美国已形成成熟的债务重组和破产保护、偿债准备金制度,日本各地也均设立了偿债基金,我国要加快建立偿债保障机制建设,如从财政预算资金中预留、非税及土地出让收入中提取偿债准备金,优先用于付息以减轻流动性压力,同时研究建立未使用资金管理 & 投资机制,减少资金闲置损失,还可继续试点财政重整。

**第六、加快推进财税体制改革,助力构建债务管理长效机制。**深化财税体制改革是推动债务形成机制转变、构建长效机制的关键之一,核心在于激励体系的重构,从而激发地方活力和积极性,带动地方政府行为模式改变。**一是要进一步理顺央地关系,优化央地事权责任划分、完善转移支付。**目前我国地方财政支出占财政总支出比重超七成,高于美国、日本,其中教育、医疗、社保等短板领域地方支出比例在45%以上。可适当加强中央事权、提高中央支出比例,逐步上移具有较强外部性领域的地方支出责任,缓解地方财政压力。同时,近年来中央对地方转移支付力度较大,已连续三年超过10万亿,需进一步完善转移支付制度,提高转移支付的质量和效率。**二是研究同新业态相适应的税收制度,加快地方税建设,增厚地方自主财力。**建议适当提高共享税地方分享比例,深化地方附加税改革研究,加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方,增加地方自主财力;同时持续深化新旧动能转换,因地制宜培育壮大税源,建立与新业态相适应的税收制度;规范税收优惠政策以及非税收入管理,确保财政收入结构的合理性。**三是要推进省以下财税体制改革,**建议在更多区域、更深层次推进,通过适度上移事权、理顺财权、完善转移支付等提升市县财权匹配程度,增强基层财政运行保障。此外,还需深化零基预算改革,在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新,提升财政资源配置效率和资金使用效益。

## 四、城投行业重组整合特征分析——以江苏省为例

### （一）江苏省城投行业重组整合特征

近年江苏省城投企业重组整合的节奏继续加快，随着方式转变其强度和烈度持续上升，并逐渐体现出企业的未来发展方向；同时，省内城投企业主要通过专业化路径实现重组整合，且低级别、低层级城投企业的重组整合力度更大，但在具体的方式选择上各地级市间存在较大差异，采用股东变更或实控人变更方式进行整合重组的城投企业，主要分布于苏中、苏北<sup>14</sup>的区县。

近年江苏城投企业的重组整合保持高频且节奏继续加快，并带来一定量的空壳城投企业注销。2014年以来江苏省城投企业的整合<sup>15</sup>动作不断加快，整合数量迅速增多，并在2023年达到了历史高峰。根据企业预警通口径，截至2024年11月21日，江苏省城投企业共计943家（同期全国7,902家），其中发债城投681家（同期全国3,896家），从2014年以来注销城投企业共计34家（同期全国683家），2022年以来注销企业数合计21家，占注销总量的比重达到61.76%。考虑到融资平台“退平台”等一系列政策持续推进，未来2~3年城投整合将进一步推进，并维持在较高的频率，整合后的空壳平台注销亦将维持在一定规模。

股权及资产划转是江苏发债城投企业最常用的重组整合方式，但自2022年以来涉及股东和实控人变更的重组整合明显增加，城投整合的强度和烈度持续上升，且逐渐体现出企业的未来发展方向。从整合方式来看，股权、资产划转是江苏省发债城投企业最常用的整合方式，其次是股东变更但实控人不变的整合，少部分涉及实控人的变更。股权和资产划转包括划入和划出两个方向的整合变动，但通常发债城投企业公告多为划出事项，多涉及在新设平台过程中区域国有资源的重新配置。同时，若股权或资产划转达到一定规模，会触发债券持有人会议，增大划转事项达成的不确定性，因此城投企业单次划转的规模普遍较小，但可能出现年度间或跨年度的多次划转，这也一定程度上抬升了该整合类型的数量。此外，伴随城投企业子公司股权或资产的划出，其股东或政府还有可能通过划入资

<sup>14</sup> 苏北包括徐州、淮安、盐城、连云港、宿迁，苏中包括扬州、泰州、南通，苏南包括苏州、无锡、常州、南京、镇江。

<sup>15</sup> 统计方法为计算发债城投平台公告标签中含有“实际控制人变更”“划转”“控股股东变更”等内容的公告，截止日为2024年11月12日，同一事件只统计一次。

产、股权或注入资金等方式，对其进行弥补，以维持公司资产体量和盈利规模。通过变更股东进行的整合，多数是在上级新设或平级合并整合的过程中，将发债城投装入另一城投主体，导致其股权层级下移，虽短期内对其整体影响有限，但长期来看，其更多将成为某一类或几类业务的经营实体，且面临企业内部资源进一步被整合的可能。实控人变更更多发生在跨级合并中，多将城投企业股权上划至上级政府或其实际控制的国有企业。从近年江苏省城投企业重组整合形式年度间的变化来看，相对影响较小的股权、资产划转虽为主要方式，但涉及股东变更甚至是实控人变更的整合正在加快，城投重组整合的强度和烈度正持续上升。同时，当前城投企业重组整合，逐渐体现出企业的未来发展方向，传统城投企业被统一划到城投企业，而具备产业属性和市场化运营条件的资产或股权划正逐步划入产投企业。

**江苏省城投企业的重组整合路径多为区域内的专业化整合，产业化重组整合相对较少。**江苏省城投企业在重组整合路径选择上，多开展专业化整合，涉及到产业化重组整合的企业相对较少，主要包括 2019 年 6 月江苏省南通产业控股集团有限公司完成收购金陵通（证券代码 300091）、2019 年 8 月无锡市建设发展投资有限公司完成收购康欣新材（证券代码 600076）、2021 年 10 月徐州市新盛投资控股集团有限公司完成收购维维股份（证券代码 600300）。江苏省城投企业的重组整合路径相对单一，产业化重组整合相对较少，且被整合企业多数面临经营困境、流动性风险，存在一定纾困民营企业的意图，自身产业资源的实际整合效果有限。

**省内低级别、低层级城投企业的重组整合力度更大。**从重组整合城投企业的主体信用级别分布来看，较低级别的企业，其重组整合更为频繁，且为积极争取更多资源，常涉及股东或实控人变更；主体信用级别为 AAA 的城投企业，其重组整合多涉及下属企业股权、资产的划转，实控人变更主要为不同政府部门之间的变更，如从 XX 市人民政府变更为 XX 市人民政府国有资产监督管理委员会。同时，从重组整合城投企业的行政层级分布来看，区县级城投企业的重组整合力度更大，除股权、资产划转外，股东变更和实控人变更类型的重组整合亦占据较高比重。

省内各地城投企业的重组整合方式选择差异较大。2021年5月江苏省政府办公厅发布《关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》（苏政传发（2021）94号），明确要求重点关注县（市、区）、各类开发区和乡镇（街道）融资平台公司债务规模。随着债务管控的不断趋严，省内各地级的城投整合力度整体加大的同时，不同地市根据自身城投债务压力及城投企业分布情况，开展不同形式的整合。在实控人变更方面，盐城、淮安、连云港、泰州、扬州、徐州和常州主要进行区县城投股权上划至市级政府或其下属城投企业，其中泰州、徐州、扬州和盐城的实控人变更占当地城投企业数的比重较大；苏州、南京、无锡、南通、镇江尚未有区县城投股权向市级上划的安排。在股东变更方面，苏州、扬州、无锡绝对数靠前，在结合各市城投企业数量后，扬州、连云港、宿迁和镇江的占比相对较高。股权和资产划转方面，常州、南京、南通的次数和占比全省领先，而镇江、无锡、连云港、宿迁和泰州的次数和占比相对较少。

江苏省城投企业无论是新设还是合并形式的重组整合都有较多典型案例，相较于平级的新设和合并，2023年以来上级新设、跨级合并逐渐常态化，同时平级新设更多体现为产投类主体。

**平级新设。**平级新设的直接作用是增加城投企业的数量，在区域债务处于扩张期时较为常见，2023年以来，平级新设多为新增地方产投类主体，但无论是新设城投还是产投，都可能涉及从老城投中划出资产或资源，对老城投可能存在一定削弱。平级新设有利于拓宽区域融资渠道，在区域债务处于扩张期时较为常见，随着债务管控的不断收紧，尤其2023年以来融资平台和参照融资平台管理的城投企业，其新增融资受到严格限制后，省内各地市已较少平级新设城投企业，平级新设更多体现为整合区域产业资源，平级新设产投类主体。例如，扬州新盛投资发展有限公司将其持有的扬州市新城人才服务有限公司100%股权无偿划转给扬州市万福城市投资发展有限公司，将其持有的扬州市启盛后勤服务有限公司100%股权无偿划转给扬州市凤凰岛投资发展有限公司。

**上级新设。**在上级新设中，新确立的区域重要城投企业作为母公司，将原有城投企业的股权划转至旗下，新城投与老城投的管控关系以“一套人马N块牌子”最为常见。2023年以来，江苏省涉及控股股东变更的企业数大幅增加，除南通外，其他12个地级市均有涉及，其中镇江、连云港、盐城、宿迁等地的城投企

业涉及较多的上级新设形式的重组整合。例如，2024 年镇江市为进一步深化国有企业改革，优化国有资本布局，服务镇江全市高质量发展和产业强市发展战略，先后在原市级平台的基础上组建了镇江城市投资控股集团有限公司（以下简称“镇江城控”）（涉及整合的主要市级城投为镇江城市建设产业集团有限公司）、镇江产业投资控股集团有限公司（以下简称“镇江产投”）（涉及整合的主要市级国企/城投为镇江国有投资控股集团有限公司和镇江交通产业集团有限公司）和镇江产业发展控股集团有限公司（以下简称“镇江产发”）（涉及整合的主要市级城投为江苏瀚瑞投资控股有限公司），镇江城控、镇江产投和镇江产发均由镇江市人民政府国有资产监督管理委员会 100%直接持股，并通过将原市属企业 100%股权的划入实现整合，其中镇江城控和镇江产投已在公开市场发债。

**平级合并。**在平级合并中，原来平级的两家或几家城投企业，以一家为主体，将其他几家企业股权划转至旗下，完成后可减少同层级城投平台的数量，利于区域债务集中管控，以及提升合并主体的评级；相对劣势是被合并主体由一级平台变为二级平台，城投平台地位可能会相应削弱。江苏省涉及平级合并的城投企业平均分布于 2019 至 2023 年间，涉及区域亦较为分散，但相关案例相对不多。例如，句容福源农业旅游发展有限公司与合并主体江苏句容福地生态科技有限公司（以下简称“句容福地”），原均为句容市国资办下属企业，2020 年整合后前者 100%股权被划转至句容福地，当地区县一级城投企业数量下降。

**跨级合并包括市级平台吸收合并区县平台、区县平台股权上划、区县平台吸收合并镇级平台三种方式。**其中，市级平台吸收合并和区县平台股权上划，便于市级平台、市级政府在融资、担保等方面向区县平台提供支持，一定程度上有助于缓解弱区县平台的融资压力，但多数跨级合并中，被合并的区县企业融资和经营仍由区政府实际管辖，多数属于并表不并管的情形；区县平台吸收合并镇级平台，有利于缓解街镇平台投融资压力，且相较于前两者的整合，多数被合并主体的投融资和经营管理权将上收至区级平台，被合并主体在完成存量资产、负债、人员以及业务的处理后，后续或将进行注销处理。为满足债务统一管控以及城投转型发展的需要，2023 年以来江苏省城投企业跨级合并的案例数增长较快。在市级平台吸收合并区县平台中，主要发生在 2023 年之前，淮安、扬州等均有相关案例，其中 2012 年淮安投控子公司淮安新城投资开发有限公司吸收合并 2 家

区级平台，2014年淮安投控吸收合并原属淮阴区政府的区县平台淮阴区城市资产经营有限公司。在区县平台股权上划上级政府中，泰州、扬州、盐城、连云港、常州和徐州均有相关案例，且2022年以来上述操作较为频繁。在区县平台吸收合并镇级平台中，江苏各镇街一级拥有大量城投平台，且普遍存在债务负担重、市场规模小、经营能力差等问题，同时，随着江苏省委巡视巡察工作的推进，省政府高度重视镇街平台的债务风险，2023年镇江扬中区印发实施《市融资平台公司整合方案》，全面取消乡镇平台，经整合后形成城投集团、绿洲新城集团、大航集团3家集团；同时，2023年盐城市大丰区、淮安市清江浦区政府部门相继发布公告称，将镇级融资平台全部整合至区县一级，或是全面取消乡镇平台。

## （二）城投重组整合面临的挑战

当前城投企业正在加速推进重组整合，但在此过程中，需要持续厘清并深入解决政企的权责界限、整合有效性，以及重组整合前后企业内部管控和公司治理等方面的问题。

城投企业重组整合涉及资源、资产的分配、债务处理、员工配备和安排等多方面，需要自上而下的规划布局并推进实施，同时在实际的重组整合过程中，依然存在合法合规压力，需要厘清并深入解决下述几方面问题：

一是，明确政府与城投企业的权责界线。当前的城投公司重组整合，必然要与其市场化转型升级同步考虑、共同推进，无论以是新设身份还是以合并身份整合的城投企业，在坚决遏制新增隐性债务、不承担政府融资职能的“铁的纪律”要求下，城投企业经营发展的前提是要重塑自身与地方政府的关系，明确两者的权责关系，改变城投企业的业务模式和投融资模型。

二是，提升城投企业整合有效性。现阶段地方城投企业整合多数是形式整合，尚未深入并做到真正的资源有效配置。只有通过真正的整合，才能积聚区域内有效资源，并运用市场化经营手段对资源、资产进行专业化、规模化运营，从而提升整合后城投公司的整体运营实力和持续发展能力。同时，通过收并购市场化经营主体，实现市场化转型的城投企业，被收购主体的业绩状况及后续的资源整合，都对城投企业的投资眼光和产业资源调配能力有很高的要求。

三是,加强内部管控和公司治理。城投企业整合后,多数将发展为采用“1+N”架构下的集团企业,在明确集团整体的定位、主责主业和战略规划的基础上,集团要制定各子公司(N)的主责主业,形成有序的业务板块运营公司。同时,在战略、财务、人力资源、投融资、风控等各个方面形成分工合作,明确母公司与子公司的权责分配机制。

### (三) 结论

在规范地方政府融资行为,防范债务风险的过程中,城投公司正加快剥离政府融资职能,积极推进市场化、专业化发展。城投重组整合作为一种有效措施,有助于企业适应融资监管政策、优化城投企业业务,亦可引导区域融资成本下行;同时,部分区域通过平台整合,提升了区域内平台企业间的关联性,利于推进区域债务管理“一盘棋”;此外,通过城投整合,利于实现区域资源的重新配置,为城投企业后续转型发展创造必要的基础条件。因此,我国的城投行业重组整合已开展多年,但相比以往,在“一揽子化债方案”推进下,2023年以来江苏省城投行业的重组整合呈现新特征。首先,上级新设、跨级合并已步入常态化,亦是本轮城投企业实现做大做强、降低融资成本、统一债务管理的主要途径。其次,股权及资产划转仍是最常见的重组整合方式,但能逐渐体现出企业的未来发展方向,传统城投企业通常被统一到城投企业,而具备产业属性和市场化运营条件的资产或股权正逐步划入产投企业。最后,重组整合依然存在合法合规压力,需持续关注并解决政企关系、整合有效性及公司治理等问题。

## 第五部分 中豫信增动态

### 一、中豫信增经营动态

2025 年一季度，中豫信增聚焦国企改革深化提升行动重点任务，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，以高质量金融服务助力河南债券市场高质量发展。

#### （一）全力推进主责主业，有效服务实体经济

2025 年以来，公司持续发挥省级增信机构作用，不断创新业务品种，加大中小微企业集合债、科创债、两新债等产业类债券增信力度，支持优质资产盘活，加大类 REITS 等资产证券化产品支持，落地首笔由多个核心企业构成的基础资产保理 ABS，支持河南能源创新发行黄河流域生态保护贴标 ABS 等，。全力支持降低融资成本、优化融资结构。截至 2025 年 3 月末，公司新增增信业务 18 笔，金额 65.13 亿元，为实体经济发展注入了金融活水。

#### （二）召开 2024 年工作总结暨经营分析会

1 月 24 日上午，公司成功召开了 2024 年度工作总结暨经营分析会。会议全面回顾了 2024 年工作，深入分析了当前形势，对 2025 年的工作进行了部署，号召全体员工继续以昂扬斗志和务实作风，推动公司持续发展。

在省委省政府的正确领导下，2024 年公司全体干部员工奋勇争先、砥砺前行，深入学习贯彻中央和省委经济工作会议精神，紧紧围绕中央和省委、省政府重大决策部署，坚决履行“化解信用风险、服务产业发展、支持科技创新”的职责使命，以“增信+投资”双轮驱动，多措并举修复改善省内信用环境，支持企业降低融资成本，增信主业实现逆势上涨，各项工作取得了跨越式发展。新的一年，公司将深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，坚决落实中央和省委省政府决策部署，秉持“争做全国一流的信用增进机构、以增信业务为基础的投行机构、省市县三级国有企业综合金融服务商”三大愿景，真抓实干、锐意进取，为河南省“十五五”规划开局之年贡献更大“信增力量”。

### （三）国家审计署课题组赴中豫信增开展调研

3月25日，国家审计署供应链金融审计课题组成员、河南省审计厅企业审计局审计一处处长王庆山一行赴公司开展调研。本次调研旨在深化供应链金融领域的风险管控与审计监督，探索国有企业如何通过数字化手段优化供应链金融服务体系，防范系统性金融风险，并为审计工作提供实践参考。

公司总经理岳思正对课题组的到来表示热烈欢迎，他介绍了中豫信增的组建背景和发展历程，同时对公司供应链金融业务开展、风险防控及内部审计等情况作了详细介绍。他表示，中豫信增自组建以来不断建立健全制度体系，完善内部控制管理，塑造全员风险防控意识，以保障企业稳健发展。

王庆山对中豫信增长期以来在维护河南信用环境方面所做的工作表示肯定，并向与会人员介绍了供应链金融审计监管、大数据审计探索运用等方面的情况。双方还就供应链金融审计重点、防范化解各类风险隐患、促进国有企业效益提升等方面开展了深入交流。

### （四）荣获“年度最佳担保增信机构” 并参与发起“全国担保集团联盟”

为积极响应国家金融服务实体经济的战略方针，加快境内外资本与实体经济的深度融合，3月28日，由青岛市人民政府指导、中华（澳门）金融资产交易股份有限公司联合主办的“2025 境内外资本赋能青岛实体经济高质量发展大会暨国际债券市场会议”在青岛成功举行。会议旨在深入探索跨境融资合作和新兴离岸债券市场创新模式，为境内外合作交流向纵深发展创造更多机遇。会上，中豫信增获得“年度最佳担保增信机构”殊荣，公司总经理岳思正受邀发表题为“创新驱动聚力赋能——构建境外债担保新生态”的演讲，分享了中豫信增在境外债担保领域的创新实践与前瞻思考。公司将以此为契机，更加坚定“化解信用风险、服务产业发展、支持科技创新”三大职责使命，持续创新金融服务工具，拓展多元金融朋友圈，为现代化河南建设贡献更多信增力量。

## 二、中豫信增机构对接动态

为切实提高广大群众对非法金融活动的防范意识和识别能力，根据省政府国资委关于做好 2025 岁末年初防范非法金融活动宣传教育工作安排，2 月 6 日，公司开展以“普及金融知识、防范金融风险”为主题的宣传活动。期间，中豫信增联合首创证券河南分公司共同举办“防范非法集资、警惕洗钱风险宣传在身边”活动，通过案例分享、交流讨论等，以多样化的形式普及金融知识，提升证券公司客户的金融素养，推动和谐金融环境的建设。

2 月 21 日，中豫信增受邀至光大银行郑州分行进行拜访交流。公司总经理岳思正、金融总监樊鼎之，光大银行郑州分行党委书记、行长黄劲翔参加座谈。岳思正表示，中豫信增作为河南唯一一家省级信用增进机构，以“化解信用风险、服务产业发展、支持科技创新”为使命，以打造“全国一流信用增进机构，以增信业务为基础的投行机构，河南省县两级国有企业综合金融服务商”为愿景，持续探索为省内重点企业提供优质、多层次的金融服务。他希望以此次交流为契机，深化双方合作，创新金融服务产品，为建设“信用河南”贡献力量。

2 月 24 日，公司总经理岳思正会见了中共新郑市委书记马宏伟一行，双方就业务合作、共促区域发展等方面进行了深入交流。岳思正对马宏伟一行的来访表示热烈欢迎，他介绍了中豫信增在维护河南地区信用稳定、服务产业发展和支持科技创新方面所做的工作和未来规划。他表示，中豫信增致力于打造以增信业务为基础的投行机构，除了履行化解信用风险的职责使命外，也为省内重点企业的高质量发展提供全方位、多层次的综合金融服务，中豫信增和新郑市在产业方面合作前景广阔，未来希望通过引资、增信等方式助力新郑地区的全面发展。

3 月 25 日，上海证券交易所债券业务中心一行莅临中豫信增座谈交流，公司总经理岳思正及相关部门负责人参加了座谈。岳思正对上交所一行的到来表示热烈欢迎，并介绍了中豫信增在债券增信、债券投资交易及创新业务等领域的发展情况与发展规划。岳思正表示，河南省拥有丰富的资源禀赋和独特的产业优势，中豫信增作为河南省级信用增进机构，将持续发挥自身优势，引入低成本资金，优化河南存量债务结构，降低地方企业负担，在创新产品方面积极探索，在融入新发展格局和全国统一大市场建设上奋勇争先，助力河南省债券市场高质量发展。

双方就河南省债券市场的现状及未来发展方向进行了深入探讨。上交所相关负责人表示，将立足新发展阶段，贯彻新发展理念，激发市场创新发展动力，推进债券市场高质量发展，更好服务构建新发展格局，不断增强服务国家战略和实体经济的质效。

## 第六部分 下季度展望

### 一、宏观经济情况展望

**2025 年一季度开局经济表现超预期，为全年实现经济目标打下坚实基础。**

一季度 GDP 增速好于市场预期，且超出年内经济增长目标 0.4 个百分点，为后续三个季度的经济增长减轻压力。一季度在“抢出口”和内需政策效应持续显现的背景下，多数经济指标环比回暖，生产维持韧性，需求端受“两重两新”支撑，投资、消费结构性亮点突出，楼市小阳春支撑地产销售持续回暖，地产新开工跌幅明显收窄，民间投资实现由负转正。但外部环境进一步承压，出口依赖型制造业仍面临潜在压力，内生性消费和投资仍有待进一步修复，伴随中美关税博弈外部新变量的线索逐渐清晰，扩内需、稳民生成为二季度宏观政策的首要任务。

**政策方面，为应对冲关税战的短期扰动，年内扩内需、稳增长政策需进一步发力，政策节奏和力度均有望提升。**财政政策方面，财政政策更加积极，“加大支出强度、加快支出进度，赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间”，为后续应对外部压力留有充足的后手。政策对经济基本面改善的支撑仍将持续，二季度注资特别国债和超长期特别国债开始发行，新增专项债发行会加快，预计财政对投资和消费的支撑力度不减，“两重两新”将对补贴覆盖领域的商品消费以及设备工器具投资形成持续的支撑，财政前置发力下基建投资仍是经济的主要承托项。**货币政策方面，货币政策“适度宽松”基调延续，全面降准或率先落地。**今年的《政府工作报告》表示货币政策“适度宽松”，央行一季度货币政策例会“建议加大货币政策调控强度”，后续货币政策将会继续加强逆周期调节，根据国内外经济金融形势，择机降准降息。后续货币政策或更多配合财政政策，形成合力。**从政策操作看**，二季度特别国债启动发行且供给规模较高、专项债发行或有所加快、银行缺负债等背景下，考虑到降准释放积极政策信号有利于提振市场信心，因此在当前形势下全面降准必要性相对更高、或于上半年落地，既能提供长期流动性，也能降低银行负债成本。**从降息看**，若贸易战对我国出口形成较大冲击、经济修复压力较大，央行或适时启动全面降息。**从结构性工具看**，后续对科技创新、绿色发展、养老等重点领域仍将保持较大支持力度，或通过扩大规模、降低再贷款利率等支持重点领域，同时也将创设新工具促消费、稳外贸。

## 二、信用债展望

一季度我国经济延续筑底企稳态势稳步回升，部分经济指标明显改善，结构性亮点突出。在经济金融数据超预期、资金面紧平衡和股市波动的影响下，春节过后债券利率波动加剧，窄幅波动转向宽幅震荡，在一定程度上干扰信用债发行节奏，取消发行现象短期内增多，融资规模小幅收缩，但仍具韧性，融资结构上呈现期限结构优化、创新品种扩容、产业债融资稳步增长等亮点，但城投债融资收紧、民企债融资低迷等问题仍存在。展望后市，低利率环境下的成本优势叠加科创债、产业债融资发力，或支撑信用债融资回暖；收益率方面，关税博弈带动避险情绪升温对收益率的短期影响基本被消化，后续仍需回归经济基本面和货币政策走向的判断。信用债融资仍有韧性，受到美国关税政策加剧避险情绪、降准预期升温及机构配置需求释放驱动，叠加债市“科技板”落地优化结构，信用债市场有望迎来供需错配下的修复窗口。基于社融增速假设以及信用债到期压力的测算，我们仍维持2025年全年发行规模约16.3-16.7万亿元的预测，同比增长约3%-6%，处于温和增长区间，二季度发行规模或在4.30-4.32万亿元。考虑到各季度到期压力情况，预计发行高峰或在三季度。

城投债方面，一季度城投债市场延续2024年政策主线，置换债、特殊再融资债、债务重组等政策持续深化，债务“控增化存”主基调不变，短期内提升了中短期城投债的安全性；但长期来看，城投债刚兑预期仍强，高压监管下，城投融资渠道受限，部分区域流动性压力未完全缓解。城投企业产业化转型进度加快，但在地方财政收入增长承压，财政收支矛盾凸显背景下，部分区域仍面临防风险与稳增长的“两难”问题，各地债务化解进度分化加剧，非标风险已向经济强省的部分区域蔓延并持续发酵。展望未来，预计隐性债务化解和“退平台”计划将加快推进，城投企业产业化转型将进一步提速，但需持续关注转型过程中潜在的风险动态变化，尤其是“双弱”主体的风险暴露。同时需聚焦转型阶段三大核心环节：政企关系的系统性重构、存量债务的实质性化解以及新旧业务的有效衔接。此外，应特别防范形式化转型、激进化转型两类转型隐患。

河南省存量债券中，城投债占比较高，截至一季度末，城投债在全部非金融企业信用债中的比例较四季度末基本持平，仍保持在85%以上，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、洛阳市、省本级等，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，到期偿付风险整体可控。但财政在“收入下滑，支出刚性”的情况下收支矛盾进一步凸显，同时地方仍面临较大的还本付息压力，部分区域城投非标债务的置换和化解仍存在一定难度，仍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% 为荣枯分界线。
- 3、CPI：消费者物价指数，是反映一定时期内城乡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。