



中国东方
CHINA ORIENT



东方金诚
GOLDEN CREDIT RATING

中国东方资产管理股份有限公司
旗下信用服务机构

2024 东方信用研究

系列 1 宏观债市篇

东方金诚信用风险展望系列报告

GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL CO., LTD

守正立信 持诚致远

关于我们

东方金诚国际信用评估有限公司（简称“东方金诚”）是中国主要的信用评级机构之一。公司成立于2005年，注册资本为1.25亿元人民币，控股股东为中国东方资产管理股份有限公司。总部位于北京，在全国主要城市建立了完善的信用服务网络，并组建了面向境外发行人与投资人的专业化国际服务团队。

公司业务资质完备，已完成向中国人民银行和中国证券监督管理委员会的备案，获得了国家发展和改革委员会、中国银行保险监督管理委员会及中国银行间市场交易商协会等债券市场全部监管部门和自律机构的认可。评级服务涵盖了地方政府、金融机构、非金融机构、结构融资等业务类型，可为境内外发行人在中国债券市场发行的所有债券品类开展评级、为境内外投资人参与中国债券市场提供服务。作为评级行业国有力量代表，东方金诚恪守公正之评级初心，以专业信用服务发挥信用价值；坚持担当之国企使命，以实际行动助力实体经济发展；秉持至诚之服务理念，与债券市场各方一同行稳致远。

编委会

编委会主任：崔磊

撰稿：王青 冯琳 瞿瑞 白雪 于丽峰 姚宇彤 徐嘉琦 唐晓琳
翟恬甜 卢宏亮 郑慧 贾圆圆 段莎 乔艳阳 葛新景 朱文雅
任志娟 王璐璐 刘鸣 蒋林益 汪欢 宋馨 薛梅 谷建伟
郭哲彪 侯艳华 何阳 李倩 王宏伟 张琳琳 李柯莹 杨雯
朱萍萍 魏洋 潘维妙 张文玲 贺佳 侯珏 周丽君 唐骊
刘梦楠 马芮 马霁竹 朱宁迪 朱超然 李慧 刘红娟 刘云甲
杨丹 高美琪 赵安然 戴修远 时恒艳 张若茜 高敬一 王静怡
刘亚宁 张伊君 王惠婷 卢宝泽 王佳琪 吴芳 纪炜 王子一
张绮微 江彤瑶 王超毅 白晨 张晨曦 庞文静 赵迪 王傲雪
张伟 侯颖 (以上排名不分先后 按撰写报告顺序排序)

审校：李晓峰 王嘉禹

编辑：何星 王蓓雪 牛晓峰

美编：何星

印制：闫骏 何星

编者按

东方金诚国际信用评估有限公司作为国有评级力量代表，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想及党的二十大精神为指引，坚决贯彻落实中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，锚定集团智库“定位”，充分发挥“三个服务”功能，努力践行“宏观意识、市场感觉、专业判断”研究标准，以国有评级机构之使命担当，不断深耕各相关领域研究，发挥并扩大宏观研究优势，强化深度研究输出，以专业信用服务发挥信用价值，为服务实体经济高质量发展建言献策。

近年来，东方金诚在中央电视台、新华社、四大证券报等各大主流媒体高频率输出专业研究成果，媒体关注度及报道频次均在业内遥遥领先。公司多篇专题研究报告获专业期刊刊载及权威媒体全文发表，市场认可度不断上升。除传统宏观研究外，东方金诚亦紧跟市场需求，在研究领域的深度和广度方面进一步发力，在科创债、科创票据、城投债、地方政府化债等热点领域的研究均有所突破。同时，公司还持续响应监管号召，积极承接多项大型监管课题研究。

该汇编精选了公司 2024 年宏观、行业和产品等展望研究共 56 篇，以供读者参考。唯望读者能够以此为桥梁，与我们共享并交流专业观点，并对我们的研究工作提出宝贵意见。

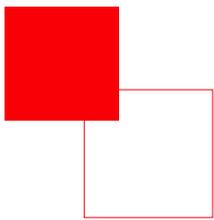


66

2024

东方金诚信用风险展望系列报告

宏观经济与债市篇



目录 Contents



系列 1：宏观经济与债市篇

1	“以进促稳” ——2024 年 GDP 增速有望保持在 5.0% 左右，还需持续关注房地产	006
2	利率中枢仍趋下移 —— 2024 年利率债市场展望	019
3	2024 年美国宏观经济与美债收益率展望	029
4	城投债新增融资难度加大，产业债净融资缺口走阔 —— 2023 年信用债发行情况回顾	044
5	化债行情下，2024 年城投债市场还有哪些机会？ —— 2023 年城投债市场回顾与 2024 年展望	058
6	城投转型的底层逻辑、基本原则和现实路径	078
7	“双轨制”发展模式确立 房地产行业迈向新征程？ —— 2023 年地产债回顾与展望报告	086
8	详解科创债	100
9	详解科创票据	113



/ 守 / 正 / 立 / 信 / / 持 / 诚 / 致 / 远 /
Golden Credit Rating International Co., Ltd

“以进促稳”

—— 2024 年 GDP 增速有望保持在 5.0% 左右，还需持续关注房地产

王青 冯琳

核心观点

- 2024 年，宏观经济将进一步向常态化运行回归，鉴于房地产行业还将处于低位运行状态，宏观政策将保持稳增长取向。
- 12 月 8 日召开的中央政治局会议首次提出“以进促稳”，意味着政策面短期内无意弃守 5.0-6.0% 的增长区间，2024 年经济增长目标会继续设定在“5.0% 左右”，保持中高速增长受到进一步重视。
- 2024 年财政政策将在稳增长、防风险方面重点发力，目标财政赤字率将设定在 3.5% 左右，新增地方政府专项债额度会在 4 万亿左右，均较上年有所提高，主要是为了对冲土地出让金收入下滑对地方政府财政的影响，推动基建投资保持较高增速；2024 年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还会大规模发行，以“展期降息”为核心的城投平台债务重组和债务置换会大规模推进。
- 货币政策方面，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年政策利率和存款准备金率有可能分别下调 1 次，针对房地产行业的定向降息将持续推进；2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增。
- 2024 年 GDP 同比增速有望达到 5.0% 左右，实际增长动能将“前低后高”，居民消费还有修复空间，基建投资和制造业投资会保持较快增长水平；“三大工程”推进过程中，房地产投资下滑幅度有望收窄，但房地产行业出现“V 型”反弹的可能性也不大；外需对经济增长的贡献将由负转正。
- 2024 年 CPI 同比涨幅中枢将小幅上移至 1.3% 附近，通缩风险进一步弱化，物价水平偏低状态仍将持续，政策面促消费政策空间较大。预计 2024 年 PPI 会结束同比负增长，但平均涨幅仅将在 1.0% 左右。
- 2024 年宏观经济最大不确定因素是房地产行业何时回暖，以及中美关系等外部环境波动可能带来的影响。

2024 年宏观经济指标预测

指标	单位	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 F
全球 GDP	实际同比, %	-3.1	6.3	3.5	3.0	2.9
中国 GDP	实际同比, %	2.2	8.1	3.0	5.3	5.0
工业增加值	实际同比, %	2.8	9.6	3.7	4.3	4.6
社会消费品零售总额	名义同比, %	-3.9	12.6	-0.4	7.6	6.0
固定资产投资	名义同比, %	2.9	4.9	5.1	3.2	4.5
基建投资 (宽口径)	名义同比, %	3.4	0.2	11.5	8.3	7.0
房地产开发投资	名义同比, %	7.0	4.4	-10.0	-9.5	-5.0
制造业固定资产投资	名义同比, %	-2.2	13.5	9.1	6.2	7.0
出口金额 (美元)	名义同比, %	3.6	28.0	6.9	-4.2	4.0
进口金额 (美元)	名义同比, %	-0.6	29.7	1.0	-5.4	3.0
CPI	同比, %	2.5	0.9	2.0	0.3	1.3
PPI	同比, %	-1.8	8.1	4.1	-3.1	1.0
政策利率 (1 年期 MLF 利率, 年末)	%	3.0	3.0	2.8	2.5	2.4
存款准备金率 (加权平均, 年末)	%	—	8.4	7.8	7.2	7.0
M2 (年末)	同比, %	10.1	9.0	11.8	10.3	10.0
新增社融规模	万亿	34.8	31.4	32.0	35.5	36.0
新增信贷规模	万亿	19.6	20.0	21.3	23.4	23.5
目标财政赤字率	%	3.6	3.2	2.8	3.8	3.5
新增专项债规模	万亿	3.75	3.65	4.15	3.8	4.0

注：1、E 代表估计值，F 代表预测值；

2、2023 年政府工作报告中设定的目标财政赤字率为 3.0%，当年 11 月决定增发 1 万亿国债，上调目标赤字率 0.8 个百分点；

3、2022 年政府工作报告中决定新增地方政府专项债 3.65 万亿，当年 8 月决定动用结存专项债限额的部分，加发 5000 多亿专项债。

数据来源：WIND，IMF，东方金诚。

一、宏观经济运行环境及 2024 年经济发展目标

（一）2024 年房地产行业对宏观经济运行还会有一定影响，政策面将保持稳增长取向。

在各项支持政策持续发力推动下，2024 年房地产行业有望探底回稳，对宏观经济的拖累效应将有所减弱，房地产市场风险外溢将继续得到有效遏制；但楼市出现“V 形”反转的可能性不大，整体上将继续处于调整过程，房地产投资也将延续下滑。这意味着宏观经济将在一定程度上继续面临需求不足、信心偏弱、风险较多等问题。着眼于引导经济运行向常态化水平回归，宏观政策将继续实施适度的逆周期调节。

（二）2024 年全球经济增速将进一步放缓。美欧大幅加息的滞后影响会进一步显现，其中美国经济减速没有悬念，是否会出现短期衰退值得重点关注。俄乌冲突等国际地缘政治事件难以平息，也将给全球经济带来下行风险。2024 年全球高通胀状况趋于缓和，但难以回落至主要央行目标水平。

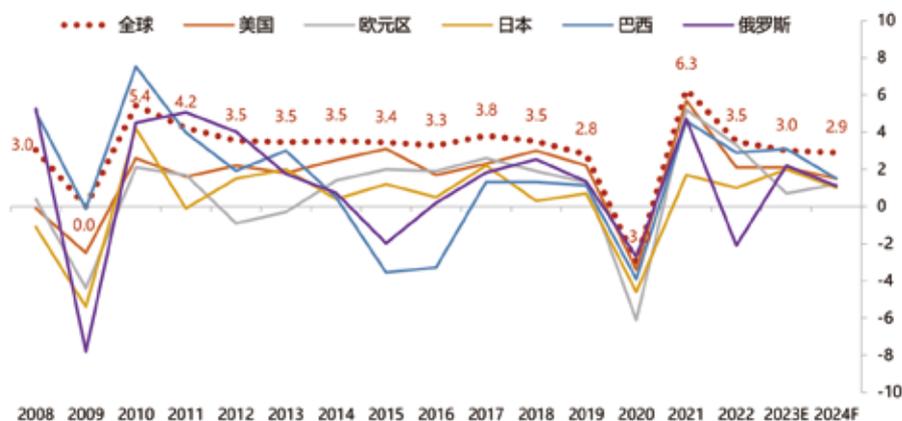
根据国际货币基金组织（IMF）2023 年 10 月的最新预测，2024 年全球 GDP 增速将放缓至 2.9%，较 2023 年进一步下行 0.1 个百分点，远低于疫情前 20 年平均 3.8% 的增长水平。主要原因是尽管 2023 年四季度美欧央行先后暂停加息，显著放缓了货币政策收紧步伐，但当前其政策利率已达到很高的限制性水平，对消费、投资的抑制效应将在 2024 年进一步显现。这意味着即使 2024 年年中前后主要央行转向降息，高利率仍将对全球经

济形成较强的下行压力。其中，IMF 预计 2024 年美国 GDP 增速将降至 1.4%，较上年大幅回落 0.6 个百分点；可以说，2024 年美国经济增长已几乎没有悬念，当前市场普遍关心的是美国经济是否会最早在 2024 年上半年出现短期衰退，进而通过国际贸易等渠道引发全球性冲击。2024 年全球经济增速延续低位，意味着外需对国内经济增长的拉动力总体上将较为有限。

受高利率压制需求、能源价格大幅下跌等影响，2023 年美欧高通胀经历了一个明显放缓过程。其中，2023 年美国 CPI 同比涨幅将从 2022 年的 8.0% 放缓至 4.1% 左右。但当前美欧 CPI 同比涨幅仍远高于央行目标水平，而且 2024 年通胀率进一步下行的难度加大。这意味着 2024 年即使主要央行为避免经济衰退而转向降息，但降息幅度也将有限。不过，海外主要央行转向降息，对国内稳增长政策发力的掣肘会进一步弱化。

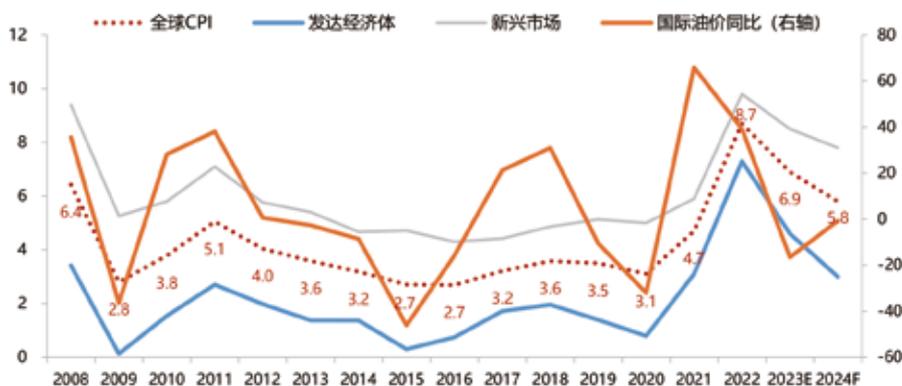
展望 2024 年，国际地缘政治风险居高难下。其中，俄乌冲突和平解决的概率很低，始终存在升级扩散风险，中东等其他热点区域也有爆发新冲突的可能。这些都将是 2024 年全球经济运行带来不容小觑的下行风险。另外，在中美进入战略对峙格局下，即使诸多风险点得到有效管控，国际产业链也将延续分化重组势头，这也会继续削弱全球经济增长动能。

图 1 2023 年全球经济增速下滑明显，2024 年还将低位下行



数据来源：Wind，东方金诚整理

图 2 2024 年全球高通胀有望进一步缓解，但仍难以降至主要央行目标水平 (%)



数据来源：IMF，东方金诚。

值得注意的是，“后疫情”时代的全球经济增速正在越来越明显地呈现出“下一个台阶”的趋势，即年均增速将从疫情前 20 年的年均 3.8% 降至 3.0% 左右。其中，国际产业链重组带来的全球贸易增速下降是一个主

要原因。继此前的中美贸易战之后，持续三年的疫情也在驱动全球产业链转向本地化、区域化和分散化，由此将阻碍经济资源的全球优化配置，其标志就是国际贸易增速将会下降。这与 2001 年中国加入 WTO 后，对全球经济增长产生重大推动作用的积极效果正相反。此外，目前尚难以看到在可预见的将来，在全球范围内可能出现大幅提升劳动生产率的重大技术进步的迹象。最后，当前主要经济体仍将不可逆转地延续老龄化进程，这也会对全球经济增长起到抑制作用。

值得一提的是，2020 年中美贸易战告一段落后，当前中美关系已进入全面战略对峙格局，以“高端芯片封锁”为代表的中美科技战正在逐步升级。2023 年中国出口商品在美国的市场份额显著下降，接下来中美经贸关系逐步冷却、部分脱钩的潜在风险仍不容低估，甚至在一些热点领域存在突发重大风险事件的可能。

（三）2024 年我国 GDP 增长目标将继续设定在“5.0% 左右”，宏观政策会保持稳增长取向；引导房地产实现软着陆，推进高质量发展将在政策议程中占据核心位置。

2023 年 12 月 8 日召开的中央政治局会议在继续强调“稳中求进”的基础上，首次提出“以进促稳”。这意味着保持中高速增长水平受到进一步重视，2024 年两会政府工作报告将继续设定“5.0% 左右”的经济增长目标，不会下调。一方面，当前我国具备 5.0%-6.0% 的经济增长潜力，同时，这也是在 2021-35 年“实现经济总量或人均收入翻一番”的基本要求。更重要的是，当前保持中高速增长水平，能够为保障民生就业、维护金融稳定、化解地方债务风险提供基础保障，为加快建设现代产业体系，扎实推进高质量发展提供有利的环境。

我们判断，在 2024 年宏观经济管理目标中，除了要引导经济运行在中高速增长水平外，还有三个重要政策目标：一是要尽快推动房地产行业实现软着陆。这不仅与稳增长相关联，更是 2024 年防控重大经济和金融风险的主要发力点，迫切性很强。二是在经济运行进一步向常态化回归过程中，建设现代化产业体系会更受重视，统筹发展与安全，同时还将加快构建以内需为主的新发展格局，着力推进高质量发展。三是 2024 年围绕促进民营经济发展壮大、切实推进要素市场化改革、着力提振消费以促进国内经济大循环等，各部门有望出台一批具体措施。这是缓解市场信心偏弱问题的一个重要发力点。

二、2024 年宏观政策走向

着眼于推动经济实现潜在增长水平，对冲房地产行业低迷带来的影响，2024 年宏观政策将保持一定稳增长力度。这尤其会在 2024 年上半年得到较为充分的体现。可以看到，12 月中央政治局会议强调，着眼于“巩固和增强经济回升向好态势”，2024 年要继续“加大宏观调控力度”。我们判断，这主要是指疫情“疤痕效应”全面消退还需要一段时间，2024 年房地产行业企稳回暖也需要一个过程，因此宏观政策还会保持稳增长取向，着力扩大内需。这意味着宏观政策将保持连续性和稳定性，将有助于改善社会预期、提振市场信心。

不过，本次会议要求，“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，与 7 月中央政治局会议部署“加强逆周期调节和政策储备”相比有一定变化，主要是指在 2024 年外需有望回暖，房地产低迷对宏观经济的拖累效应趋于缓和，以及居民消费持续修复的前景下，稳增长需求会有所下降，宏观政策逆周期调节力度将低于 2023 年，会更加注重长短兼顾、坚决不搞大水漫灌，以免为将来留下高通胀和金融风险隐患。事实上，本次会议对货币政策和财政政策均强调“适度”——分别是“灵活适度”和“适度加力”，也印证了这一点。

（一）2024 年货币政策定调“灵活适度、精准有效”，将继续为经济运行提供有利的货币金融环境，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年政策利率和存款准备金率有可能分别下调 1 次，而针对房地产的定向降息将持续推进；我们判断，2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增。

2023 年经济复苏过程较为曲折，二季度之后房地产行业再现调整，居民消费修复偏缓，需求不足现象突出，客观上要求宏观政策加大逆周期调节力度。为此，央行实施两次政策性降息、两次全面降准，超出年初市场普

遍预期。这也表明，近年来超预期因素冲击仍频，货币政策的前瞻性有所减弱，更多强调“相机抉择”。

展望 2024 年，12 月中央政治局会议要求，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，与 2022 年同期会议定调的“稳健的货币政策要精准有力”相比，继续强调货币政策要根据实际经济运行状况灵活调整，整体保持稳增长取向，引导金融资源流向重点领域和薄弱环节；而以“适度”取代“有力”，或意味着站在当前时点，2024 年货币政策宽松程度将低于 2023 年，主要指降息降准的幅度将小于 2023 年。

我们判断，在房地产行业还将处于调整阶段的前景下，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年央行有可能分别实施 1 次降息和降准。同时考虑政策需要前置发力，上半年落地的可能性较大。结合降息预期，2024 年市场利率中枢有进一步小幅下行的潜力，整体会上持续处于政策利率附近，以配合财政发力，稳定市场预期。综合支持经济中高速增长、盘活存量贷款、着力化解地方债务风险等各类影响因素，2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增，有望分别达到 23.5 万亿和 36 万亿，同比分别多增 0.1 万亿和 0.5 万亿。

结构方面，2024 年结构性货币政策工具将受到进一步倚重，引导更多金融资源流向科技创新、先进制造、绿色发展、小微企业及房地产行业等重大战略、重点领域和薄弱环节。我们判断，着眼于为平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等“三大工程”提供长期低成本资金，2024 年 PSL 有可能再出江湖，或由央行创设新的定向支持工具。

需要指出的是，2024 年货币政策的一个重点将是引导房地产行业尽快实现软着陆，带动商品房销量、房地产投资和土地市场企稳回暖。可以看到，自 2021 年下半年以来，房地产低迷一直是国内经济下行压力的一条主线。我们判断，下一步政策支持空间依然较大，特别是最新数据显示，2023 年 9 月新发放居民房贷利率仍高达 4.02%，仅略低于此前 2009 年 9 月 4.34% 的历史低点，而当前的经济增速和通胀水平都与 2009 年前后相距甚远。

展望未来，除了继续落实以“三支箭”为代表的房企金融支持政策外，后期政策“工具箱”在放宽购房条件、下调居民房贷利率方面还有较大空间。其中，引导 5 年期以上 LPR 报价进一步下调，持续降低居民房贷利率是关键所在。这意味着即使 2024 年政策利率（MLF 利率）保持稳定，但针对房地产的定向降息会持续推进。我们判断，2024 年年中前后，房地产市场有望出现趋势性回暖，这将结束行业约三年的下行周期。这一方面是当前“要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险底线”的要求，同时也能从根本上改善 2024 年下半年的经济增长动能。

（二）2024 年目标财政赤字率会设定在 3.5% 左右，新增地方政府专项债规模会达到 4 万亿上下。这一方面是为了在房地产投资下滑过程中，保持基建投资持续处于较高水平，同时也可适当对冲土地出让金收入下滑给地方政府财政带来的压力。

2023 年经济复苏过程曲折，地方债务风险升温。为此，四季度财政政策全面发力，主要包括：（1）增发 1 万亿国债，目标赤字率由此上调 0.8 个百分点，此次增发的国债重点用于防灾减灾抗灾项目建设，这会在短期内对基建投资增速形成支撑；（2）各省市大规模发行用于置换各类地方政府隐性债务的特殊再融资债券——这有助于缓解地方政府隐性债务还本付息压力，缓解地方债务违约风险；（3）今年新增专项债券在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金在 10 月底前使用完毕。以上措施为支撑四季度经济保持修复势头发挥了重要作用。

展望 2024 年，宏观经济依然面临房地产低迷、内需不振等下行扰动。为引导经济运行向常态化回归，2023 年 12 月中央政治局会议明确要求，2024 年“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。首先，这意味着 2024 年财政政策还将继续“加力”，保持稳增长取向。其次，与 2022 年 12 月中央政治局会议定调 2023 年“积极的财政政策要加力提效”相比，2024 年财政政策还强调要“适度”，这意味着接下来在“一揽子化债方案”落地、逆周期调节需求有所减弱前景下，2024 年财政政策加力程度会更为温和，重点将放在推进地方债务风险化解方面。

我们预计，为保持必要的财政支出强度，2024年目标财政赤字率将设定在3.5%左右，较2022年年初目标上调0.5个百分点，但较年末经调整的赤字率目标低0.3个百分点；新增地方政府专项债规模也会达到4万亿左右，较上年上调0.2万亿。以上主要是为了保持基建投资增速继续处于较高水平，以稳定宏观经济运行，对冲房地产行业低迷对地方政府财政收支造成的影响。

2024年财政政策的一个突出特征将是中央加杠杆、地方降风险。为此，3.5%的赤字率将主要由中央财政承担，而且中央向地方政府的转移支付规模会有进一步扩大。化解地方债务风险将是2024年财政政策的一个关键点。为此，在2023年四季度特殊再融资债券大规模发行的背景下，预计2024年发行规模有可能进一步扩大，重点关注2024年地方政府债务限额调整情况，以及地方政府土地出让金收入变化。与此同时，2024年监管层还会引导商业银行对现有平台经营性债务进行大规模重组，核心是展期降息，全面弱化地方债务风险对金融稳定和经济运行的潜在影响。我们判断，2024年若需要为基建投资提供必要的资金支持，准财政性质的政策性开发性金融工具额度有可能在原有7399亿的基础上进一步上调，这将带动更多银行配套融资跟进。

三、2024年宏观经济运行展望

（一）2023年房地产延续下行，外需放缓，经济复苏过程曲折复杂，整体呈现“前高、中低、后稳”走势，全年经济增速有望达到5.3%左右，体现实际经济运行强度的GDP两年平均增速为4.2%，低于潜在经济增长水平。2023年经济运行的强点有两个：一是居民服务消费出现报复性反弹，二是投资“似弱实强”；但经济运行中也存在两块明显短板：一是房地产行业持续低迷对宏观经济产生了全局性影响，二是外需对经济增长形成较强的负向拉动。

2023年前三季度，GDP累计同比增速为5.2%，较上年同期和上年全年均加快2.2个百分点。预计四季度GDP增速将达到5.5%左右，全年经济增速将为5.3%，较上年全年加快2.3个百分点。不过，这主要是受上年低基数效应影响；剔除低基数效应，2023年GDP两年平均增速为4.2%，明显低于潜在经济增长水平。这也是2023年宏观政策显著加大逆周期调节力度的原因。

图3 2023年经济复苏过程曲折复杂，GDP增速估计会在5.3%左右，两年平均增速不及潜在增长水平



数据来源：Wind，东方金诚，虚线代表预测值

从具体进程上看，2023年前三季度经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响。由此，7月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策全面发力，经济复苏动能转强。不过，临近年末楼市依然处于调整阶段。

除房地产外，2023年制约经济修复的原因还有两个：一是受美联储快速加息、国际地缘政治冲突等影

响，全球经济增速下滑明显，国际贸易明显减速，外需对国内经济修复形成较大拖累，其中前三季度净出口下拉 GDP 增速达 0.7 个百分点，而去年同期为正向拉动 1.0 个百分点。伴随四季度全球电子行业走出周期低谷，加之上年同期基数大幅下沉，2023 年四季度外需的负向拉动将明显减弱，预计全年净出口对经济增长的负向拉动率为 0.5 个百分点。

二是受三年疫情带来的“疤痕效应”，2023 年经济复苏过程较为曲折，居民收入增长受到一定影响，特别是二季度以来房地产市场再度转弱冲击消费信心等因素影响，2023 年居民商品消费整体偏弱，1-10 月社会消费品零售总额累计同比增长 6.9%，剔除低基数影响，两年平均增速为 3.4%，尚不及疫情前 2018-19 年常态增长水平的一半。尽管 2023 年 CPI 同比涨幅较上年回落 1.6 个百分点，对社零名义增速产生下拉作用，但居民商品消费恢复偏缓仍是一个不争的事实。预计在低基数及各地促消费政策发力推动下，2023 年底社零增速将显著上行，全年累计同比增速将在 7.6% 左右，但两年平均增速仍仅为 3.4%。这意味着后期居民商品消费还有很大修复空间。

图 4 2023 年居民商品消费修复偏缓，两年平均增速尚不及常态增长水平的一半 (%)



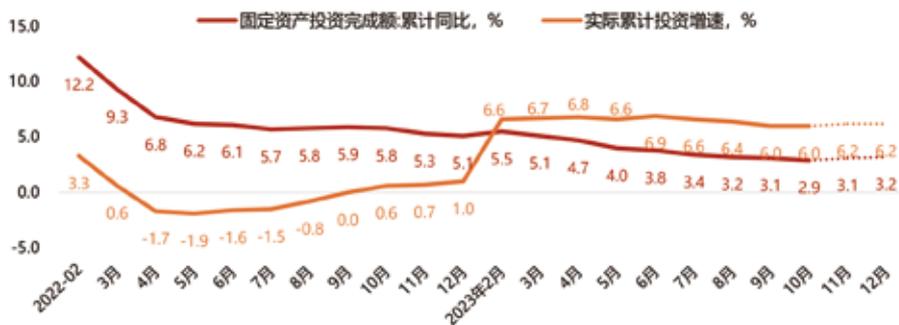
数据来源：Wind，东方金诚，虚线代表预测值

2023 年宏观经济运行中也有两个较为突出的亮点。首先是以旅游、出行为代表，居民服务消费出现“报复性”反弹，1-10 月服务零售额累计同比高增 19.0%，前三季度服务业 GDP 累计同比增长 6.0%，高出整体经济增速 0.8 个百分点，服务业修复成为拉动经济增长的主力军。这一方面与上年同期低基数直接相关，同时也意味着现阶段居民消费转型升级潜力巨大。

其次是 2023 年投资“似弱实强”。1-10 月固定资产投资累计同比增速为 2.9%，较上年同期和上年全年分别大幅放缓 2.9 和 2.1 个百分点。主要原因是房地产投资降幅接近两位数，以及受上年同期基数抬高等因素影响，基建投资和制造业投资较上年也有明显减速。不过需要指出的是，固定资产投资统计的是名义值，1-10 月 PPI 累计同比下降 3.1%，而上年同期为增长 5.2%。这意味着当前固定资产投资实际增速要显著高于名义增长水平。根据国家统计局公布的数据，前三季度名义固定资产投资同比增长 3.1%，PPI 累计同比为 -3.1%，剔除价格因素的实际增速达到 6.0%，对经济增长的拉动作用依然较强。

2023 年稳增长政策发力，基建投资保持较快增长，实际增速接近两位数，显著高于上年同期水平；政策面加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，这有效缓解了 PPI 通缩、制造业利润下滑等带来的影响，带动制造业投资增速保持较高水平。以上两大投资板块保持强势增长，对冲了房地产投资下滑带来的影响，是 2023 年前三季度投资对经济增长拉动力显著增强的主要原因。

图 5 2023 年固定资产投资“似弱实强” (%)



数据来源：Wind，东方金诚，虚线代表预测值

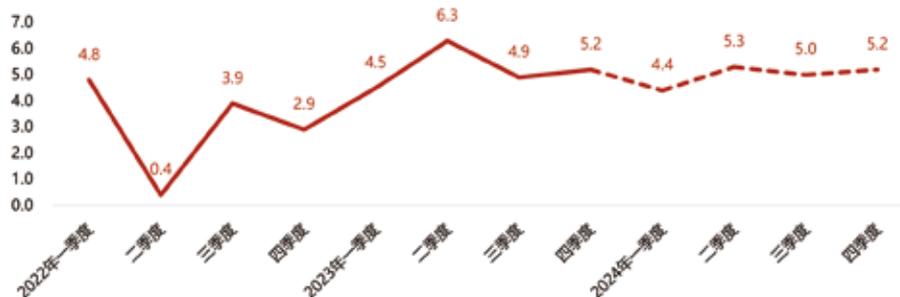
(二) 展望 2024 年，GDP 同比增速有望达到 5.0% 左右，进一步向常态化水平回归，经济增长动能将“前低后高”，主要拉动力是居民商品消费还有较大修复空间，以及政策面还会保持一定稳增长力度。2024 年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时回暖。此外，2024 全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。

2024 年支持经济增长的主要因素包括：（1）2024 年疫情“疤痕效应”会进一步消退，居民商品消费还有较大修复空间；消费转型升级推动下，以旅游、出行为代表的服务消费有望继续保持较高增长水平。（2）政策面会继续“加大宏观调控力度”，基建投资有望保持较快增长水平，制造业投资有可能进一步提速。（3）在“先立后破”原则下，2024 年房地产支持政策将持续加码，加之“三大工程”全面推进，房地产投资下滑幅度将明显缓和；在针对房地产的定向降息等各项政策调整到位驱动下，2024 年年中前后楼市有望走出为期三年的低迷，房地产投资和涉房消费对经济增长的拖累效应有望缓和。（4）2024 年美欧央行将转入降息过程，全球电子行业将进一步走出周期低谷，这意味着全球贸易环境有望回暖，以美元计算，我国出口增速会由负转正，外需对国内经济增长将形成小幅正向拉动。

2024 年经济运行最大的不确定性仍然来自房地产，外部环境波动也值得关注。至少在 2024 年上半年之前，房地产行业还会处于低迷状态，其标志就是房价下跌、商品房销量下降以及房地产投资负增，并继续对上下游行业及全社会的消费和投资信心形成拖累。在很大程度上，2024 年房地产行业走向将决定宏观经济表现，以及政策面逆周期调节的强度。2024 年我国经济运行仍将面临动荡的外部环境，其中俄乌冲突正在走向长期化，升级扩散风险始终存在，而美国又将进入大选年，中美关系有可能面临更大考验。2023 年中美科技战加剧，我国商品出口在美市场份额显著下降。这些趋势有可能在 2024 年延续，而台海、南海等热点区域局势也存在升温风险，有可能对国内经济运行形成阶段性冲击。

综合考虑居民消费、房地产行业运行态势等因素，我们判断 2024 年经济增长动能将“前低后高”。其中，受实际基数偏高、房地产行业下行等影响，一季度 GDP 同比增速有可能再度低于 5.0%，后期伴随稳增长政策发力显效，居民消费持续修复，特别是房地产行业有望企稳回暖，季度 GDP 增速有望持续运行在 5.0% 上方。预计全年 GDP 增速将在 5.0% 左右，接近潜在经济增长水平。

图 6 2024 年宏观经济将向常态化运行回归，GDP 增速有望保持在 5.0% 左右，整体走势“前低后高”（%）



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

(1) 消费：2024 年伴随疫情“疤痕效应”进一步消退，居民实际消费强度有望继续修复，社会消费品零售总额同比有望达到 6.0% 左右，服务消费将继续保持较快增长水平。不过，考虑到房地产低迷对消费信心还会有一定影响，2024 年消费增长动能整体上依然会偏弱，政策面促消费力度有望加大。

展望 2024 年，伴随疫情“疤痕效应”进一步消退，居民消费存在一定内生修复动能，社会消费品零售总额同比有望达到 6.0% 左右，剔除低基数影响的实际消费增长水平明显高于 2023 年。我们判断，可选消费有望持续引领消费复苏。服务消费方面，居民旅游、出行消费有望继续保持较高增速水平，这是未来消费转型升级的主导方向。不过，考虑到 2024 年房地产市场仍将在大部分时间内处于调整状态，资产价格缩水会继续对居民消费信心形成一定抑制效应。这是 2024 年社零增速依然会明显低于疫情前的主要原因。

政策方面，2023 年 12 月中央政治局会议首次提出，“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，或意味着宏观调控思路正在发生转换。具体而言，在 2024 年稳增长政策发力过程中，各部门对促消费或将更加重视，特别是财政投放力度有可能加大，包括各地更大规模发放消费券和消费补贴等。这在短期内符合逆周期调节需求，长期来看则有助于推动经济增长方式从投资依赖向消费驱动转换。另外，当前及未来一段时间，我国物价水平都会处于温和偏低状态，这也为促消费政策发力提供了空间。

图 7 2024 年商品消费有望继续修复（%）



数据来源：Wind，东方金诚；E 为估计值，F 为预测值

(2) 投资：在继续“加大宏观调控力度”背景下，2024 年固定资产投资增速有可能小幅加快，其中，在“三大工程”全面推进等带动下，基建投资将继续保持较快增长水平，房地产投资下滑幅度将显著收窄，而在诸多有利因素推动下，制造业投资内生动能有望增强。

在目标财政赤字率上调、新增专项债额度有望达到 4 万亿左右，以及平急两用基础设施建设力度增强，2023 年增发 1 万亿国债中将有 5000 亿在 2024 年投放使用等因素推动下，2024 年基建投资将保持较快增长。

全年基建投资（宽口径）同比增速有望达到 7.0% 左右，较 2023 年估计约 8.3% 的增长水平小幅回落，这一方面显示 2024 年宏观政策延续稳增长取向，同时也显示 2024 年经济内生增长动能有望增强，稳增长需求相应回落。另外，考虑到 2024 年地方政府土地出让金收入有可能再降 10% 左右，加之伴随化债进程加快推进，城投平台新增融资会受到限制，2024 年基建投资来源有可能需要进一步拓宽，不排除政策性开发性金融工具额度上调的可能。

房地产投资方面，2023 年 11 月以来，监管再度要求加大对房企融资支持力度，强调要对不同所有制房企“一视同仁”，但政策传导到投资端还需要一段时间。10 月以后楼市再度转冷，施工数据多现下行。这样来看，年底前房地产投资还将处在两位数下行状态，全年房地产投资累计同比将在 -9.5% 左右，与 2022 年全年 -10.0% 的名义降幅基本相当，对宏观经济仍有较大拖累效应。这是 2023 年在疫情防控转段后，宏观政策依然需要在稳增长方向发力的主要原因。事实上，自 2021 年下半年以来，房地产低迷一直是宏观经济下行压力的一条主线。

展望 2024 年，在房地产支持政策持续加码、“三大工程”建设全面推进拉动下，房地产投资降幅有望收窄至 -5.0% 左右。但这也意味着 2024 年房地产行业出台强刺激措施的必要性在减小。我们预计，2024 年房地产销售面积将在 2023 年下降 7.0% 左右的基础上，续降 4.0% 左右，这意味着房地产行业将继续处于调整阶段。这也是 12 月 8 日中央政治局会议强调，2024 年要继续“加大宏观调控力度”的一个原因。

2024 年制造业投资有望延续 2023 年四季度以来的稳中有升势头，估计全年增速将达到 7.0% 左右，高于上年的 6.2%，显示经济内生增长动能改善。其中，高技术制造业投资将保持两位数高增状态，这是政策面支持建设现代产业体系，重点推动先进制造业发展的具体体现。推动 2024 年制造业投资提速的主要因素包括：央行数据显示，2023 年前三季度工业中长期贷款余额 21.05 万亿元，同比增长 30.9%，增速比各项贷款余额高 20.7 个百分点。这表明政策面在继续加大对制造业转型升级、解决卡脖子问题的支持力度。另一方面，2023 年下半年以来，工业产能利用率开始止跌回升、PPI 降幅总体趋于收窄、10 月规上工业企业利润连续 3 个月实现月度同比正增长，特别是受企业贷款利率持续下行带动，当前工业企业资产利润率持续高于贷款利率，制造业内生投资动能也在增强。我们判断，以上因素将在 2024 年得以保持或进一步强化。2024 年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。

最后，着眼于弥补民生短板，推动高质量发展，2024 年三大投资板块之外的教育、医疗等社会领域投资有望继续保持接近两位数的较快增长水平。整体上看，2024 年固定资产投资增速有望从上年的 3.2%，进一步加快至 4.5% 左右。

图 8 2024 年基建投资将会减速，房地产投资降幅有望收窄



数据来源：Wind，东方金诚；E 为估计值，F 为预测值

(3) 净出口：2024 年外需有望回暖，净出口对经济增长的拉动作用将小幅转正。

2024 年推动外需回暖的因素主要包括：（1）美欧央行将转向降息，全球电子行业也将持续走出周期低谷，这些因素都将推动全球贸易回升。根据世界贸易组织 (WTO) 于 2023 年 10 月发布的最新预测，2024 年全球商品贸易增速将由 2023 年的 0.8% 回升至 3.3%。（2）2023 年美元升值强度明显减弱，2024 年伴随美联储转入降息、美国经济增长相对欧洲的优势下降，不排除美元出现一定幅度贬值的可能，这也会对推动全球贸易回升起到重要作用。以 IMF 第一副总裁、曾任哈佛大学经济学教授的吉塔·戈皮纳斯为代表人物的一批新的实证研究发现，国际贸易主要以美元计价，美元每升值 1 个百分点，对美国之外的全球贸易的冲击是 -0.8 至 -0.6 个百分点。由此，2023 年全球贸易大幅减速，除受全球经济减速、需求不振及地缘因素影响外，美元连续两年大幅升值 15.0% 所起的作用也不容忽视。

我们判断，作为全球头号贸易国，我国出口增速（以美元计价）有望受 2024 年全球贸易环境回暖带动实现转正，预计增速在 4.0% 左右，较上年加快 8.2 个百分点。2024 年我国出口面临的主要不利因素是美欧会继续推行对华“去风险化”，降低对中国商品的依赖，2023 年中国出口在美国市场的份额就有明显下降。不过在出口方向上，2023 年美欧日等发达经济体在我国出口总额中的占比明显下降，而受贸易便利化合作升级等因素推动，“一带一路”沿线国家在我国出口中的占比持续上升，1-10 月达到 46.5%。这显示我国出口市场结构进一步优化，抗外部冲击能力增强。

进口方面，主要受内需不振、大宗商品价格下跌等影响，2023 年我国进口同比降幅（以美元计价）估计为 -5.4%。展望 2024 年，在美欧央行降息等因素推动下，国际大宗商品价格有望回稳，国内经济运行将进一步向常态化回归，进口需求也会相应扩大。最后，我国对外贸易存在“大进大出”特征，加工贸易占比仍在 30% 的略高水平，2024 年出口增速加快也会带动进口回升。综上，我们预计 2024 年进口增速（以美元计价）有望达到 3.0%，较上年加快 8.4 个百分点。由此，2023 年贸易顺差将再度扩大，实际商品净出口有望显著增加，这将抵消居民出境旅游逐步恢复导致的服务贸易逆差扩大影响，带动 2024 年净出口对经济增长的拉动力由负转正。但我们也预计，2024 年外需对经济增长的正向拉动作用将低于 0.5 个百分点。

图 9 2024 年全球贸易环境回暖，我国出口增速有望由负转正



数据来源：Wind，东方金诚。

四、2024 年物价走势展望

2023 年 CPI 意外走低，消费不振是主要原因。2024 年消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，或将推高 CPI 同比涨幅中枢至 1.3% 左右；2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及国内房地产投资下滑、消费不振带来的影响，2024 年以上影响因素减

弱，PPI 同比有望回升至 1.0% 左右。整体上看，2024 年物价水平继续处于偏低状态，将为稳增长政策发力提供较大空间。

2023 年全球高通胀退潮，但物价水平依然明显偏高。与此同时，国内 CPI 同比意外大幅走低，下半年多个月份出现同比负增长，成为 2023 年国内外宏观经济最大的差异点。这也为 2023 年美欧央行大幅加息，而我国央行连续降息降准提供了政策空间。2023 年国内物价水平偏低，一方面源于消费不振，“猪周期”处于价格探底阶段，以及原油等国际大宗商品价格大幅下跌向国内传导，另一方面也与此前数年国内货币政策操作较为谨慎有关。展望 2024 年，在居民消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，以及国际原油价格有望回稳等因素带动下，CPI 同比中枢有望从 2023 年的 0.3% 回升至 1.3%，通缩风险会进一步弱化。不过，2024 年全球高通胀有望进一步退潮，国内货币政策主基调为“灵活适度”，这意味着国内物价涨幅难现大幅反弹，将为政策面促消费提供较大空间。

2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及房地产投资下滑，带动国内主导的钢铁、煤炭、水泥等大宗商品价格出现较大降幅，另外，消费不振也对生活资料 PPI 涨幅形成明显拖累。展望 2024 年，国际原油价格有望回稳，房地产投资降幅收窄对国内主导的大宗商品价格的抑制作用减弱，PPI 累计同比有望回升至 1.0% 左右。不过，考虑到当前 M1 增速仍在底部，而 M1 增速对 PPI 有 6 个月左右的领先，预计 2024 年上半年 PPI 同比转正后仍将低位运行。整体上看，2024 年物价水平将继续处于偏低状态。

图 10 2024 年将延续低通胀 (%)



数据来源：Wind，东方金诚。

五、总结

2024 年宏观政策定调“以进促稳”，意味着政策面不会为了推动高质量发展而轻易弃守 5.0-6.0% 的增长平台，保持中高速增长水平将受到进一步重视。与此同时，在支持政策继续发力前景下，2024 年房地产行业有望探底回稳，对宏观经济的拖累效应减弱，但楼市出现“V 形”反转的可能性也不大，整体上将处于调整过程。这意味着宏观经济将在一定程度上继续面临需求不足、信心偏弱、风险较多等问题。这是 2024 年宏观政策将继续保持稳增长取向的主要原因。

着眼于继续“加大宏观调控力度”，预计 2024 年财政政策将在稳增长、化风险方面继续发力，物价水平延续低位运行前景下，货币政策也有降息降准空间。不过，2024 年财政、货币政策均强调“适度”，意味着宏观政策稳增长力度或将弱于上年。

2024 年 GDP 同比增速有望达到 5.0% 左右，进一步向常态化水平回归，经济增长动能将“前低后高”，主要拉动力是居民商品消费还有较大修复空间，以及在继续“加大宏观调控力度”背景下，固定资产投资增速有可能小幅加快，其中，在“三大工程”全面推进等带动下，基建投资将继续保持较快增长水平，房地产投资下

滑幅度将显著收窄，而在诸多有利因素推动下，制造业投资内生动能有望增强。接下来全球贸易环境将会继续回暖，2024 年以美元计价，我国出口增速将由负转正，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024 年宏观经济最大不确定因素是房地产行业何时回暖，以及中美关系等外部环境波动可能带来的影响。

2023 年 CPI 意外走低，消费不振是主要原因。2024 年消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，或将推高 CPI 同比涨幅中枢至 1.3% 左右。2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及国内房地产投资下滑、消费不振带来的影响。2024 年以上影响因素减弱，PPI 同比有望回升至 1.0% 左右。整体上看，2024 年物价水平继续处于偏低状态，将为稳增长政策发力提供较大空间。

利率中枢仍趋下移

—— 2024 年利率债市场展望

冯琳 王青 瞿瑞

核心观点

- 2024 年实际 GDP 增速将达到 5.0% 左右，同时考虑到政策发力、需求渐进修复和低基数效应有利于通胀中枢抬升，预计名义 GDP 增速将达到 6.2%，高于 2023 年的 4.6%（估计值）。传统上，名义 GDP 增速被认为是主导长端利率走势的核心因素，但从历史数据看，名义 GDP 增速加快并不必然带来长端利率中枢的抬升。这一方面源于经济环比变化对债市的影响要重于同比读数，因为后者常常受到基数因素扰动；另一方面，也因政策面对利率走势有更为直接的影响。
- 鉴于短期内房地产市场出现“V 形”反转的可能性不大，整体上还将继续处于调整过程，房地产投资也将延续下滑，经济运行将在一定程度上继续面临需求不足、信心偏弱、风险较多等问题，因此，着眼于引导经济运行向常态化水平回归，2024 年宏观政策将继续实施适度的逆周期调节。其中，货币政策将配合财政扩张维持宽松取向，降准、降息将会持续。这意味着，2024 年债市仍有政策博弈空间，整体将继续处于牛市环境。
- 近两年 10 年期国债收益率持续围绕相应政策利率（1 年期 MLF 利率）波动，上下偏离幅度仅在极个别时间段超过 20bp。基于此，结合 2024 年 1 年期 MLF 利率有望下调 10bp 至 2.4% 判断，2024 年 10 年期国债收益率高点将在 2.7% 左右，低点有可能下探至 2.2%。同时考虑到 2024 年名义 GDP 增速预期抬升、财政扩张、债市供需格局边际转弱且利率债供给节奏不均将带来资金面的阶段性偏紧等利空因素，预计 2024 年 10 年期国债收益率多数时间将运行在政策利率上方，由此推断其核心波动区间将在 2.4%-2.7% 之间，全年波动中枢将在 2.6% 左右，低于 2023 年的 2.7%。

一、2023 年利率走势回顾

2023 年影响利率走势的核心主线是“强预期”和“弱现实”的纠结以及由此带来的政策博弈。从长端利率走势看，1-2 月债市经历一波调整，但自 3 月起，长端利率开启趋势性下行，至 8 月中旬债市整体处于牛市环境；8 月下旬起，债市陷入回调，长端利率转为上行，但进入四季度，长端利率上行遇阻，经过一段时间的窄幅震荡后，在年底再度转为下行。全年看，长端利率整体走低。短端利率走势与长端利率基本同步，个别时间段有所分化——即短端利率因资金面收紧而快速上行，但长端利率因基本面偏弱而有所下行——全年看短端利率表现不及长端。

整体上，截至 12 月 25 日，10 年期国债收益率较上年末下行 27bp，1 年期国债收益率较上年末上行 13bp，10Y-1Y 期限利差较上年末收窄 40bp，收益率曲线明显平坦化。从中枢水平看，截至 12 月 25 日，10 年期国债收益率均值为 2.73%，较上年全年均值小幅下降 4bp；1 年期国债收益率均值为 2.11%，较上年全年均值抬升 13bp。

图 1 2023 年利率及期限利差走势



数据来源：Wind，东方金诚

1 月（春节前）：随着疫情好转，居民生活快速恢复，春节前出行消费大幅回升，加之稳地产政策落地，市场对经济复苏的预期持续升温。同时，春节前资金面略收紧，且机构持券过节意愿不强。多重利空影响下，这一阶段长短端利率均有所上行，长端利率上行幅度更大，10 年期国债收益率最高升至 2.93%。

春节至 2 月：年初信贷投放力度较大，跨年后资金面继续偏紧，带动短端利率持续上行，长端利率则因基本面进入真空期而窄幅震荡，期限利差快速收敛。

3 月-6 月中旬：3 月起基本面修复放缓，特别是房地产市场再度转弱，“弱现实”开始主导债市情绪；同时，3 月底央行超预期全面降准，4 月底开始银行纷纷调降各类存款利率，6 月央行又下调了 OMO 和 MLF 利率等，在强化货币宽松信号的同时，也带来了资金面的持续宽松。加之股市下跌、海外风险事件引发避险情绪升温等利好因素，这一阶段债市持续走牛，收益率曲线陡峭化下移，10 年期国债收益率最低下行至 2.62%。

6 月下旬至 8 月中旬：这一阶段长端利率在“强预期”和“弱现实”的纠结中震荡下行。6 月中旬国常会提出“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，推升稳增长政策预期，加之机构止盈需求升温，债市有所回调，10 年期国债收益率一度回升至 2.69%。但随后因基本面持续偏弱且政策不及预期，利率又转而下行。7 月 24 日中央政治局会议释放稳增长信号，再度引发债市回调，但进入 8 月后，由于 7 月经济、金融数据不及预期，“弱现实”再占上风，加之央行意外降息，利率快速下行，10 年期国债收益率在 8 月 21 日降至 2.54%

的年内最低点。这一阶段资金面先宽松后边际收敛，带动短端利率先下后上，收益率曲线先陡后平。

8月下旬至10月：8月下旬起，“稳增长”政策力度持续加大，债市预期转向，长端利率开始回调。9月以来，受稳地产政策逐步落地，经济金融数据超预期，特殊再融资债巨量发行带动资金面持续偏紧，以及增发1万亿国债影响，长端利率持续回升，10年期国债收益率最高上行至2.72%。同期，资金面收紧亦驱动短端利率快速上行，且上行幅度大于长端，债市呈现“熊平”行情。

11月-12月：11月起，受经济再现下行波动，宽货币预期持续升温，以及股市下跌等因素提振，长端利率转而下行，截至12月25日，10年期国债收益率已降至2.57%，接近8月超预期降息后达到的年内最低点。短端利率走势则先上后下，11月至12月上旬，资金价格持续居于高位，特别是同业存单利率在政策利率上方持续上行，债市短端利率继续冲高，但自12月中旬起，央行资金投放增加，当月MLF大幅加量续作，带动资金面转松，短端利率开始回落。这一阶段，随短端利率走势切换，收益率曲线先延续平坦化、后有所走陡。

二、2024年经济基本面展望¹

（一）经济增长

2023年前三季度，GDP累计同比增速为5.2%，预计全年增速将为5.3%，较2022年加快2.3个百分点。但2023年GDP同比读数抬升主要受低基数拉动，剔除基数扰动，GDP两年平均增速仅为4.2%，明显低于潜在经济增长水平，这也是宏观政策显著加大逆周期调节力度的原因。

展望2024年，2023年12月8日召开的中央政治局会议在继续强调2024年要坚持“稳中求进”的基础上，首次提出“以进促稳”。这意味着保持中高速增长水平受到进一步重视。我们判断，2024年两会政府工作报告不会下调经济增长目标，将继续设定在“5.0%左右”。其一，当前我国具备5.0%-6.0%的经济增长潜力，这也是在2021-2035年“实现经济总量或人均收入翻一番”的基本要求。其二，更重要的是，当前保持中高速增长水平，能够为保障民生就业、维护金融稳定、化解地方债务风险提供基础保障，为加快建设现代产业体系，扎实推进高质量发展提供有利的环境。

由此，预计2024年GDP同比增速有望达到5.0%左右，进一步向常态化水平回归，主要拉动力是居民商品消费还有较大修复空间，政策面还会保持一定稳增长力度，以及外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024年国内宏观经济运行面临的最大不确定因素仍是房地产行业何时回暖。

2024年支持经济增长的主要因素包括：（1）疫情“疤痕效应”会进一步消退，居民商品消费还有较大修复空间，且在消费转型升级推动下，以旅游、出行为代表的服务消费有望继续保持较快增长水平。（2）政策面会继续“加大宏观调控力度”，基建投资将维持较高强度，制造业投资有可能进一步提速。（3）在“先立后破”原则下，2024年房地产支持政策将持续加码，加之“三大工程”全面推进，房地产投资下滑幅度将明显缓和；在针对房地产的定向降息等各项政策调整到位驱动下，2024年年中前后，房地产市场有可能走出为期三年的低迷，房地产投资和涉房消费对经济增长的拖累效应将得到缓解。（4）2024年美欧央行将转入降息过程，全球电子行业将进一步走出周期低谷，这意味着全球贸易环境有望回暖，我国出口增速（以美元计价）会由负转正，外需对国内经济增长将形成小幅正向拉动。

2024年经济运行最大的不确定性仍然来自房地产，外部环境波动也值得关注。我们判断，至少在2024年上半年之前，房地产行业还会处于低迷状态，其标志就是房价下跌、商品房销量下降以及房地产投资延续负增，并继续对上下游行业及全社会的消费和投资信心造成拖累。2024年，房地产市场走向仍将在很大程度上决定宏观经济表现，以及政策面逆周期调节的强度。此外，2024年我国经济运行依然面临动荡的外部环境，其中俄乌

1 更多分析详见东方金诚研报《“以进促稳”——2024年GDP增速有望保持在5.0%左右，还需持续关注房地产（2024年宏观经济展望）》

冲突正在走向长期化，升级扩散风险始终存在，而美国又将进入大选年，中美关系有可能面临更大考验。2023 年中美科技战加剧，我国出口商品在美国市场中的份额显著下降。这些趋势在 2024 年将会延续，而台海、南海等热点区域局势也存在升温风险，有可能对国内经济运行造成阶段性冲击。

表 1 2024 年宏观经济指标预测

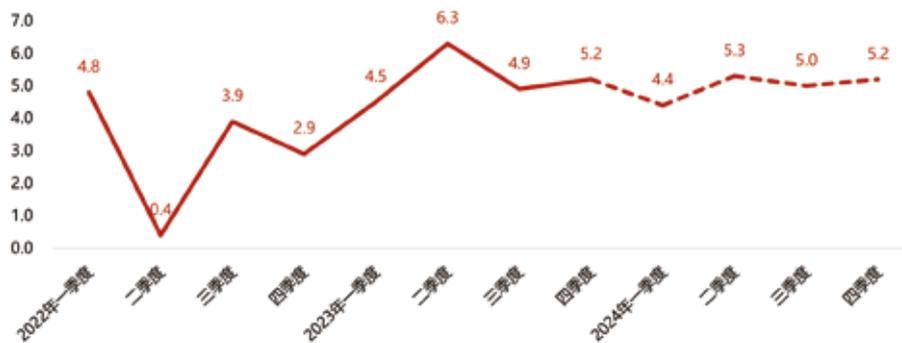
指标	单位	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 F
全球 GDP	实际同比, %	-3.1	6.3	3.5	3.0	2.9
中国 GDP	实际同比, %	2.2	8.1	3.0	5.3	5.0
工业增加值	实际同比, %	2.8	9.6	3.7	4.3	4.6
社会消费品零售总额	名义同比, %	-3.9	12.6	-0.4	7.6	6.0
固定资产投资	名义同比, %	2.9	4.9	5.1	3.2	4.5
基建投资 (宽口径)	名义同比, %	3.4	0.2	11.5	8.3	7.0
房地产开发投资	名义同比, %	7.0	4.4	-10.0	-9.5	-5.0
制造业固定资产投资	名义同比, %	-2.2	13.5	9.1	6.2	7.0
出口金额 (美元)	名义同比, %	3.6	28.0	6.9	-4.2	4.0
进口金额 (美元)	名义同比, %	-0.6	29.7	1.0	-5.4	3.0

注：E 代表估计值，F 代表预测值；

数据来源：WIND，IMF，东方金诚

综合考虑居民消费、房地产行业运行态势等因素，预计 2024 年经济增长动能将“前低后高”。其中，受实际基数偏高、房地产行业下行等影响，一季度 GDP 同比增速有可能再度低于 5.0%，后期伴随稳增长政策发力显效，居民消费持续修复，特别是房地产行业有可能企稳回暖，季度 GDP 增速有望持续运行在 5.0% 上方。

图 2 2024 年宏观经济将向常态化运行回归，GDP 增速有望保持在 5.0% 左右，整体走势“前低后高” (%)



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

(二) 物价走势

2024 年 CPI 和 PPI 同比中枢均具备回升基础，GDP 平减指数同比料实现回正——2023 年前三季度 GDP 平减指数累计同比下降 0.8%，预计 2024 年累计增速将反弹至 1.2% 左右。在此前景下，如果 2024 年实际 GDP 增速达到 5.0% 左右，那么名义 GDP 增速将达到 6.2% 左右，高于 2023 年的 4.6%（估计值）。不过，2024 年物价水平仍处偏低状态，低通胀局面并未逆转，这意味着物价环境将继续为稳增长政策发力提供较大空间。

图 3 2024 年将延续低通胀 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

2023 年 CPI 意外走低，消费不振是主要原因。2024 年消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，或将推高 CPI 同比涨幅中枢至 1.3% 左右。

2023 年全球高通胀退潮，但物价水平依然明显偏高。同时，国内 CPI 同比意外大幅走低，下半年多个月份出现同比负增长，成为 2023 年国内外宏观经济最大的差异点。这也为 2023 年美欧央行大幅加息，而我国央行连续降息降准提供了政策空间。2023 年国内物价水平偏低，一方面源于消费不振，“猪周期”处于价格探底阶段，以及原油等国际大宗商品价格大幅下跌向国内传导，另一方面也与此前数年国内货币政策操作较为谨慎有关。

展望 2024 年，在居民消费进一步修复、“猪周期”转入价格上升阶段，以及国际原油价格有望回稳等因素带动下，CPI 同比中枢有望从 2023 年的 0.3% 回升至 1.3%，通缩风险会进一步弱化。不过，2024 年全球高通胀将进一步退潮，国内货币政策主基调为“灵活适度”，这意味着国内物价涨幅难现大幅反弹。

2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及国内房地产投资下滑、消费不振带来的影响，2024 年以上影响因素减弱，PPI 同比有望回升至 1.0% 左右。

2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及房地产投资下滑，带动国内主导的钢铁、煤炭、水泥等大宗商品价格出现较大降幅，另外，消费不振也对生活资料 PPI 涨幅构成明显拖累。展望 2024 年，国际原油价格有望回稳，房地产投资降幅收窄对国内主导的大宗商品价格的抑制作用减弱，PPI 累计同比有望回升至 1.0% 左右。不过，考虑到当前 M1 增速仍在底部，而 M1 增速对 PPI 有 6 个月左右的领先，因此，预计 2024 年上半年 PPI 同比转正后仍将低位运行。

三、2024 年宏观政策展望

2023 年 12 月召开的中央政治局会议强调，着眼于“巩固和增强经济回升向好态势”，2024 年要继续“加大宏观调控力度”。我们判断，这主要是指疫情“疤痕效应”全面消退还需要一段时间，2024 年房地产行业企稳回暖也需要一个过程，因此宏观政策还会保持稳增长取向，着力扩大内需。这尤其会在 2024 年上半年得到较为充分的体现。

不过，本次会议要求“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，与 7 月政治局会议部署“加强逆周期调节和政策储备”相比有一定变化，主要指在外需有望回暖，房地产低迷对宏观经济的拖累效应趋于缓和，以及居民消费持续修复的前景下，2024 年稳增长需求会有所下降，宏观政策逆周期调节力度将低于 2023 年。事实上，本次会议对货币政策和财政政策均强调“适度”，分别是“灵活适度”和“适度加力”，也印证了这一点。

（一）财政政策：2024 年财政政策将继续“加力”，预计目标财政赤字率会设定在 3.5% 左右，新增地方政府专项债规模会达到 4 万亿上下。

2023 年经济复苏过程曲折，地方债务风险升温。为此，四季度财政政策全面发力，主要包括：（1）增发 1 万亿国债，2023 年目标赤字率由此上调 0.8 个百分点至 3.8%；（2）各省市大规模发行用于置换各类地方政府隐性债务的特殊再融资债券；（3）2023 年新增专项债券在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金在 10 月底前使用完毕。以上措施为支撑四季度经济保持修复势头发挥了重要作用。

2024 年宏观经济依然面临房地产低迷、内需不振等下行扰动。为引导经济运行向常态化回归，2023 年 12 月中央政治局会议要求，2024 年“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。首先，这意味着 2024 年财政政策还将继续“加力”，保持稳增长取向。其次，与 2022 年 12 月中央政治局会议定调 2023 年“积极的财政政策要加力提效”相比，2024 年财政政策还强调要“适度”，这意味着接下来在“一揽子化债方案”持续推进、逆周期调节需求有所减弱前景下，2024 年财政政策加力程度会更为温和，重点将放在推进地方债务风险化解方面。

我们预计，为保持必要的财政支出强度，2024 年目标财政赤字率将设定在 3.5%；新增地方政府专项债规模将达到 4 万亿，较 2023 年小幅增加 0.2 万亿。以上主要是为了保持基建投资增速继续处于较高水平，以稳定宏观经济运行，对冲房地产行业低迷对地方政府财政收支造成的影响。

图 4 2024 年目标财政赤字率和新增专项债额度预测



数据来源：Wind，东方金诚；F 为东方金诚预测值

2024 年财政政策的一个突出特征将是中央加杠杆、地方降风险。为此，3.5% 的赤字率将主要由中央财政承担，而且中央向地方政府的转移支付规模会有进一步扩大。化解地方债务风险将是 2024 年财政政策的一个关键点。为此，在 2023 年四季度特殊再融资债大规模发行的背景下——截至 12 月 25 日，本轮特殊再融资债已发行 13885 亿元——预计 2024 年还会继续发行，重点关注 2024 年地方政府债务限额调整情况，以及地方政府土地出让金收入变化。同时，2024 年监管层还会引导商业银行对现有平台经营性债务进行大规模重组，核心是展期降息，全面弱化地方债务风险对金融稳定和经济运行的潜在影响。

（二）货币政策：2024 年货币政策定调“灵活适度、精准有效”，将继续配合财政发力，为稳增长提供有利的货币金融环境。

2023 年经济复苏过程较为曲折，需求不足现象突出，客观上要求宏观政策加大逆周期调节力度。为此，央行实施两次政策性降息、两次全面降准，超出年初市场普遍预期。展望 2024 年，2023 年 12 月中央政治局会议要求，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，与 2022 年 12 月会议定调的“稳健的货币政策要精准有力”相比，继续强调货币政策要根据实际经济运行状况灵活调整，整体保持稳增长取向，引导金融资源流向重点领域和薄弱环节；而以“适度”取代“有力”，或意味着站在当前时点看，2024 年货币政策宽松程度将低于 2023

年，主要指降息降准的幅度将小于 2023 年。

我们判断，在房地产行业还将处于调整阶段的前景下，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，2024 年央行有可能分别实施 1 次降息和 1 次降准，且考虑到政策需前置发力，上半年落地的可能性较大。同时，2024 年结构性货币政策工具将受到进一步倚重，引导更多金融资源流向科技创新、先进制造、绿色发展、小微企业及房地产行业等重大战略、重点领域和薄弱环节。此外，着眼于为平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等“三大工程”提供长期低成本资金，2024 年 PSL 有可能再出江湖，或由央行创设新的定向支持工具。

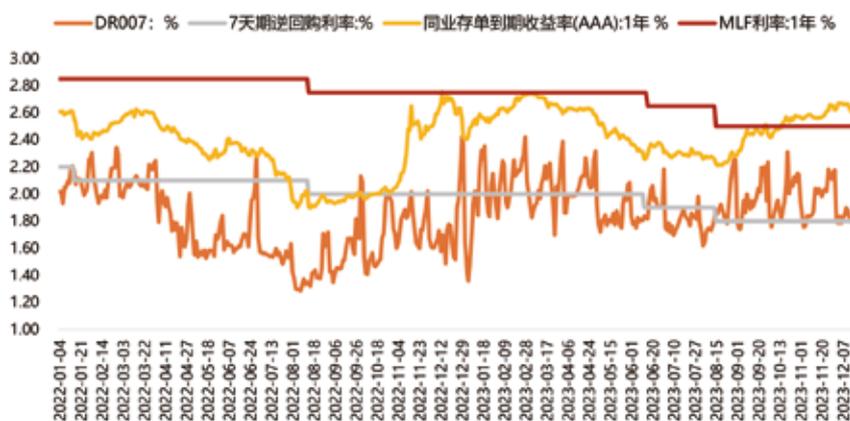
表 2 2024 年货币金融指标预测

指标	单位	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 F
政策利率（1 年期 MLF 利率，年末）	%	3.0	3.0	2.8	2.5	2.4
存款准备金率（加权平均，年末）	%	—	8.4	7.8	7.2	7.0
M2(年末)	同比，%	10.1	9.0	11.8	10.3	10.0
新增社融规模	万亿	34.8	31.4	32.0	35.5	36.0
新增信贷规模	万亿	19.6	20.0	21.3	23.4	23.5

注：E 代表估计值，F 代表预测值；数据来源：WIND，东方金诚

于资金面而言，截至 12 月 25 日，2023 年 DR007 和 1Y 同业存单（AAA 级）利率均值分别为 1.94% 和 2.50%，比 2022 年全年均值上行 18.0bp 和 18.7bp，其中四季度以来资金面持续收紧，资金利率和同业存单利率持续运行在政策利率上方。主要原因是 10 月以来特殊再融资债券放量发行带动政府债券大规模供给，而央行降准并未如期而至，导致商业银行资金压力较大且对后续资金面的预期偏紧。

图 5 2023 年政策利率下调，但市场利率中枢抬升



数据来源：Wind，东方金诚

由于岁末年初信贷投放将给银行表内资金带来不小压力，以及政策前置发力要求下，2024 年 1 月新增专项债即有望开闸发行，因而年初资金面仍将较为紧张。但着眼于降低实体融资成本，推动广谱利率下行，2024 年资金面持续收紧的可能性并不大。我们判断，2024 年一季度降准即有望落地，降息的可能性也无法排除，届时资金面预期将得到扭转，市场利率将向政策利率回归并在年内多数时间围绕政策利率波动，全年利率中枢不会明显偏离政策利率水平，且将较 2023 年有所下移。

从广义流动性角度看，综合支持经济中高速增长、盘活存量贷款、着力化解地方债务风险等各类影响因素，2024 年新增信贷和社融规模会比上年有小幅多增，有望分别达到 23.5 万亿和 36 万亿，同比分别多增 0.1 万亿和 0.5 万亿（见表 2），对应年末贷款余额和社融存量同比增速分别为 9.9% 和 9.5%，而 2023 年 11 月末这两个

指标的同比读数分别为 10.8% 和 9.4%。这意味着，从总量角度看，2024 年广义流动性难有明显扩张。但从价格角度看，为“推动实体经济融资成本稳中有降，着力为实体经济稳定增长营造良好的货币金融环境”，2024 年贷款利率还将继续走低，而为引导贷款利率下降，需要下调政策利率和存款利率，以降低银行负债端成本，缓解净息差压力。因此，2024 年宽信用的政策基调将延续，但实际效果可能有限，尤其是表内信贷仍需“以价换量”。我们认为，价格层面而非总量层面的广义流动性宽松，对债市而言并非利空。

图 6 2023 年贷款利率持续走低，信贷“以价换量”现象突出



数据来源：Wind，东方金诚

四、2024 年债市供需格局展望

供给方面，2024 年财政政策将继续“加力”，对债市而言，需要关注的是利率债供给压力仍将较大。

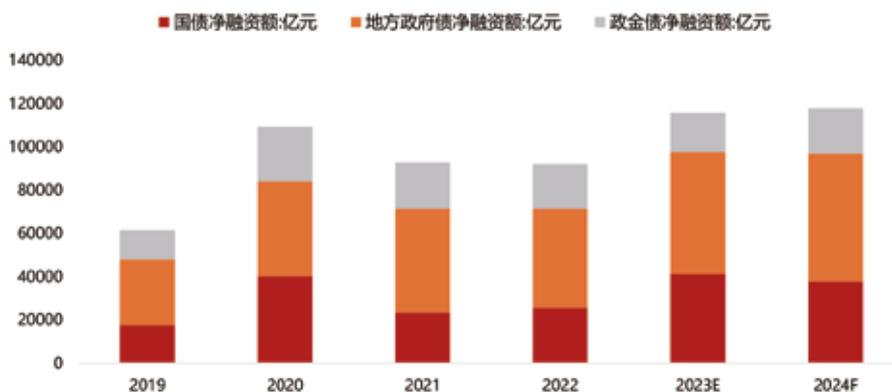
（一）国债方面，按照 2024 年预算财政赤字率将设定在 3.5%、2023 年和 2024 年名义 GDP 增速分别为 4.6% 和 6.2% 测算，2023 年财政赤字规模约为 4.7 万亿。近年中央财政赤字占比明显上升，2023 年为 81.4%（年底增发 1 万亿国债后，中央财政赤字占比升至 85.2%），考虑到中央加杠杆空间较大，预计 2024 年中央财政赤字占比仍将不低于 80%，估计在 83% 左右。由此，2024 年中央财政赤字约为 3.9 万亿，对应国债净供给约 3.8 万亿。

（二）地方债方面，预计 2024 年地方财政赤字规模为 0.8 万亿，对应新增一般债额度 0.8 万亿，加上 4 万亿的新增专项债额度，新增地方债规模达 4.8 万亿。再融资债券方面，2024 年地方债到期量为 3.0 万亿，参考过去几年地方债到期的再融资比例，预计 2023 年用于偿还到期债券的再融资债发行量将为 2.6 万亿，这意味着在这方面会出现约 0.4 万亿的净偿还；2023 年用于置换隐债的特殊再融资债超预期放量发行，年内发行量近 1.4 万亿。预计随着本轮化债持续推进，2024 年特殊再融资债还将继续发行，但规模存在不确定性，估计仍将在 1.5 万亿左右。综上，2024 年地方债净融资额约为 5.9 万亿。

（三）政金债方面，参考历年末政金债余额同比增速，预计 2024 年末政金债存量同比增速将在 8.5% 左右（2023 年末约为 8.0%），对应全年政金债净融资额约为 2.1 万亿。

综合来看，2024 年利率债净供给规模约为 11.8 万亿，较 2023 年小幅增加约 2000 亿，与往年相比处于较高水平。其中，国债和地方政府债净供给约为 9.7 万亿，较 2023 年小幅减少约 1000 亿。

图7 2024 年利率债净供给压力仍处较高水平



数据来源：Wind，东方金诚；E 代表估计值，F 代表预测值

需求方面，需要关注银行体系参与化解隐债的影响。在“一揽子化债”方案下，银行体系除了是特殊再融资债的主要承接力量外，还需要发挥用表内信贷置换非标融资甚至是标准化债券的作用。对于银行来说，承接城投非标等其他类别债务入表，会增加其资本占用，挤占配债额度，于需求角度而言对债市偏不利。

不过，就目前而言，银行更加倾向于参与城投在本行存量贷款的展期或借新还旧，对于用新增贷款来置换城投其他类别债务仍存迟疑，尚未大规模开展，后续实际置换规模还存在较大不确定性。同时考虑到在城投新增融资受到严格监管、地产信用待修复、实体经济融资需求相对较弱的背景下，2024 年债市仍将面临高息资产供给不足的“资产荒”局面。基于此，对于银行参与化债对债市需求端的影响暂无需过度担忧。

五、2024 年利率走势展望

2024 年实际 GDP 增速将达到 5.0% 左右，同时考虑到政策发力、需求渐进修复和低基数效应有利于通胀中枢抬升，预计 2024 年名义 GDP 增速将高于 2023 年。传统上，名义 GDP 增速被认为是主导长端利率走势的核心因素，但从历史数据来看，名义 GDP 增速加快并不必然带来长端利率中枢的抬升。这一方面源于经济环比变化对债市的影响要重于同比读数，因为后者常常受到基数因素扰动；另一方面，政策对利率走势有更为直接的影响。因此，鉴于短期内房地产市场出现“V 形”反转的可能性不大，整体上还将继续处于调整过程，房地产投资也将延续下滑，经济运行将在一定程度上继续面临需求不足、信心偏弱、风险较多等问题，故而着眼于引导经济运行向常态化水平回归，2024 年宏观政策将继续实施适度的逆周期调节。其中，货币政策将配合财政扩张维持宽松取向，降准、降息将会持续。这意味着，2024 年债市仍有政策博弈空间，且整体上仍将处于牛市环境。

图8 名义 GDP 增速和 10 年期国债收益率有一定相关性，但并非完全同步



数据来源：Wind，东方金诚

2023 年债市延续低波动特征，全年 10 年期国债收益率在 2.54%-2.93% 区间内震荡，高点和低点之间的振幅仅 39bp。近年来利率波动空间下降的背后是宏观经济波动性减弱，这一方面伴随着潜在经济增速的放缓以及利率波动中枢的下移，另一方面也与政策层面不再走以往“大开大合”的路子有关。从这两个角度来看，2024 年利率波动空间仍然不会太大。

图 9 近两年 10 年期国债利率持续围绕 1 年期 MLF 利率波动



数据来源：Wind，东方金诚

我们关注到，近两年 10 年期国债利率持续围绕相应政策利率（1 年期 MLF 利率）波动，上下偏离幅度仅在极个别时间段超过 20bp。基于此，结合 2024 年 1 年期 MLF 利率有望下调 10bp 至 2.4% 判断，2024 年 10 年期国债收益率高点将在 2.7% 左右，低点有可能下探至 2.2%。同时考虑到 2024 年名义 GDP 增速预期抬升、财政扩张、债市供需格局边际转弱且利率债供给节奏不均将带来资金面的阶段性偏紧等利空因素，预计 2024 年 10 年期国债收益率多数时间将运行在政策利率上方，由此推断其核心波动区间将在 2.4%-2.7% 之间，全年波动中枢将在 2.6% 左右，低于 2023 年的 2.7%。这意味着，10 年期国债收益率在 2.65% 以上，即处于较好的配置时点。

从年内走势来看，近年利率波动性下降、趋势性减弱，加剧了判断利率走势的难度。从目前的情况来看，2024 年利率走势仍取决于预期和现实的纠结以及预期差带来的政策博弈，同时，政府债券供给节奏、资金面变化等也会给利率造成阶段性影响。我们判断，受稳增长政策发力而宏观数据处于真空期，以及信贷“开门红”和新增地方债开闸发行导致资金面偏紧影响，年初利率易上难下；其后随基本面预期差出现、资金面转松、政策博弈窗口打开，“两会”后利率有望转为下行。下半年利率走势面临较大不确定性，核心在于基本面修复情况——其中关键看房地产市场能否趋势性回暖——以及相应的政策应对。如果房地产销售端能够在年中附近如期回暖，则利率上行风险大于下行可能。但鉴于短期内房地产市场出现“V 型”反转的可能性不大，下半年利率走势比较可能呈现在纠结中震荡抬升的态势，总体上行幅度有限。

2024 年美国宏观经济与美债收益率展望

白雪 冯琳

核心观点

- 2023 年美国宏观经济韧性超出预期，主因财政扩张力度较强，对经济的托底效果突出。展望 2024 年，随着财政支出退坡、对经济的托底作用减弱，劳动力市场降温，以及高利率对经济的压制作用进一步显现，美国私人消费与投资增速均将承压，经济增速面临放缓。不过，考虑到美国居民资产负债表稳健、财政“三大法案”对经济仍有支撑，以及住宅投资有望企稳，短期内美国经济难现失速风险，预计 2024 年全年 GDP 增速将从 2023 年的 2.5% 降至 1.5% 左右，有望实现经济“软着陆”。
- 2024 年，在能源与食品价格继续下行、核心服务通胀缓步回落助推下，加之基数走高，美国总体通胀水平仍将延续缓和。预计到 2024 年年末，美国 CPI 与核心 CPI 通胀同比增速将分别降至 2.4% 和 2.6%。
- 美联储加息周期已基本结束，2024 年美联储将大概率降息三次，累计降息幅度为 75bp，降息节奏并不连贯，可能在二季度先开启“预防性降息”，下半年再降息两次。2024 年美联储缩表还会持续一段时间，三季度开始，美联储可能放缓缩表，并在 2025 年一季度停止缩表。
- 受通胀进一步回落、经济下行压力加大，以及货币政策即将转向影响，2024 年 10 年期美债收益率下行趋势较为确定。但受制于美联储降息幅度有限、美债供给压力仍然较大，以及市场降息预期可能存在反复等因素，下行幅度料将有限，且下行过程将面临阶段性波动。预计全年 10 年期美债收益率震荡区间将在 3.0%-4.3% 左右，中枢水平在 3.6% 左右，较 2023 年中枢下行约 36bp。考虑到下半年经济下行压力加大、降息较为确定，年内走势大概率将“前高后低”。

一、2023 年美债收益率走势回顾

2023 年，10 年期美债收益率总体经历了先震荡冲高，后快速回落的过程。年初（1 月 3 日，下同）至年末（12 月 29 日，下同），10 年期美债收益率累计仅上行 9bp，但震荡中枢大幅抬升至 3.96%，较 2022 年的 2.95% 上移近 100bp。

图 1 2023 年，10 年期美债收益率震荡冲高后陡峭回落，震荡中枢较上年大幅上行



数据来源：iFinD，东方金诚

第一阶段（1-10月中旬）：这一阶段 10 年期美债收益率波动上行，截至 10 月 19 日已升至 4.98%，与年初相比，累计上行幅度达 119bp。背后主要由以下几方面因素推动：

一是美联储货币政策在此期间持续收紧。2023 年，美联储在 2 月、3 月、5 月和 7 月连续加息，累计上调政策利率 100bp 至 5.25%-5.5% 的历史高点，且大部分时间释放出利率将“更高，更持久”这一偏鹰的政策立场。这奠定了美债收益率在此期间总体上行的基础。

二是美国经济基本面与通胀韧性持续超预期，“美国衰退论”被证伪。2023 年，美国经济表现出消费数据韧性超出预期、劳动力市场降温缓慢，失业率依然稳定在历史低位，同时通胀下行速度不及预期，尤其是服务通胀韧性超预期等特征，也对美债收益率形成向上支撑。从具体数据看，2023 年美国实际 GDP 增速为 2.5%，并未出现经济失速；2023 年 12 月，美国 CPI 和核心 CPI 同比分别上涨 3.4% 和 3.9%，虽较上年 12 月的 6.5% 和 5.7% 明显回落，但在 3% 以上的高通胀水平上展现出较强“粘性”。

三是供需失衡推升美债期限溢价水平，这也是 2023 年下半年 10 年期美债收益率快速冲高的主要推手。一方面，自 6 月美国新一轮债务上限协议达成后，在财政赤字扩大、TGA 账户回补等压力下，财政部明显加大了国债发行力度，推升美债供给¹；另一方面，美联储持续缩表、银行业危机浮现后，美国商业银行资产负债表整体呈缩减趋势，吸纳美债能力下滑，加之欧央行不断加息、日本央行调整收益率曲线控制（YCC）上限，以及美元指数冲高加剧新兴经济体汇率贬值压力等，都降低了海外投资者对美债的需求。

需要说明的是，在这一阶段总体上行的过程中，10 年期美债收益率在 1 月初-1 月中下旬以及 3 月初-4 月初出现两波较为明显的下行。前者主因非农与 CPI 通胀数据降温导致美联储紧缩预期弱化，后者则因美国银行业危机触发市场避险情绪以及对暂停加息预期的升温。

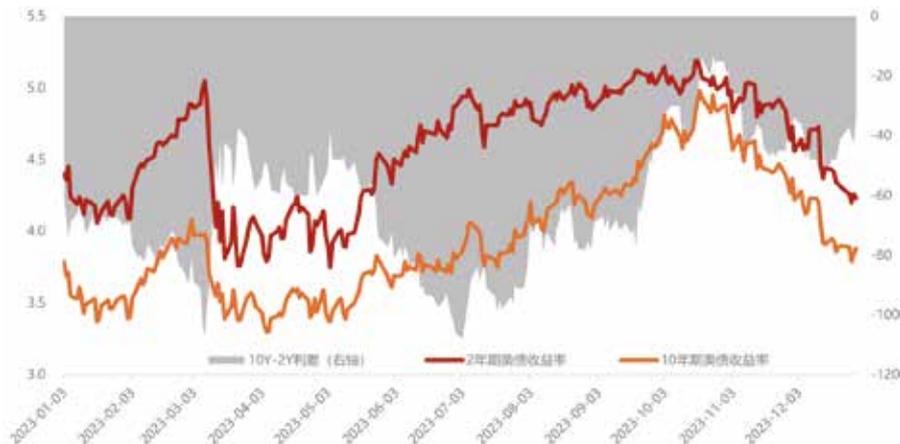
第二阶段（10 月下旬至年末）：这一阶段 10 年期美债收益率从高位快速回落至年初水平。主要原因在于，这一时期发布的美国通胀、就业等数据先后验证经济放缓趋势，同时美债收益率高企也带来金融市场流动性过度紧缩的担忧，美联储此前的鹰派政策态度因此出现软化，开始释放暂停加息信号。12 月议息会议上，美联储

¹ 7 月再融资会议公布的第三季度美债净发行规模明显上升为 1.007 万亿美元，较 5 月的预测高出了 2740 亿美元。同时，3 季度美债净发行额较 2 季度增加约 3800 亿美元。

明确表示降息已开始纳入讨论，市场降息预期迅速升温，推动 10 年期美债收益率快速下行。

收益率曲线方面，2023 年美债收益率曲线仍处倒挂状态，但倒挂程度有所收敛：以 2 年期美债收益率为代表的短端利率从年初的 4.40% 累计下行 17bp 至年末的 4.23%，而同期以 10 年期美债收益率为代表的长端利率则累计上行 9bp，这使得 10Y-2Y 期限利差倒挂幅度从年初的 61bp 收窄至年末的 35bp。

图 2 2023 年美债收益率曲线倒挂幅度有所收敛（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚

具体来看，2023 年 10Y-2Y 美债收益率倒挂幅度先后经历了在 1 月 -3 月初大幅扩大、3 月迅速收窄、5-6 月再度走阔、7-10 月再度震荡收敛至仅约 20bp，又在 11-12 月扩大的波动过程。其中，1-3 月和 5-6 月的两次倒挂幅度加深，均由短端利率较大幅度上行导致，反映出上半年美债收益率曲线形变主要由政策预期引导；而 7 月之后的收益率曲线形变，则主要由长端利率的变化主导，反映出下半年美债供需因素对于收益率曲线的形变起到关键影响。

二、2024 年美国宏观经济展望

2023 年，得益于财政扩张力度加大，美国经济增长在高利率环境下表现出超预期的韧性，全年实际 GDP 增速达到 2.5%，比 2022 年高出 0.6 个百分点。展望 2024 年，随着财政支出退坡、私人消费增速承压、高利率对经济的压制作用进一步显现，美国经济将温和下行，预计全年 GDP 增速将放缓至 1.5% 左右。

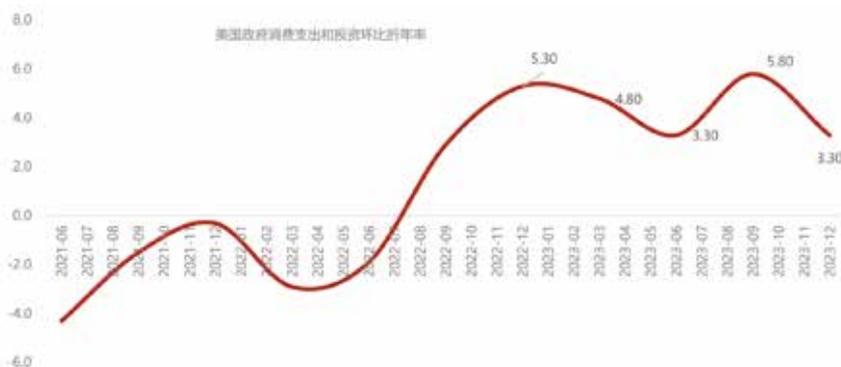
（一）2024 年美国财政扩张力度将边际减弱，对经济的托底效应也将相应弱化。

2023 年美国经济增长超预期，主要原因是财政扩张力度较大，对经济的托底效果突出。受益于 2021 年底签字落地的基建法案逐步形成实物投资，以及 6 月国会两党就债务上限阶段性达成共识，2023 年美国财政支出强度仍然较大，2023 财年美国联邦赤字率为 6.3%，较上年大幅扩大了 0.9 个百分点。截至 2023 年四季度，美国实际政府支出已连续五个季度环比折年率高达 3%-6%（图 3），全年同比增速高达 4%——这与 2022 年 0.9% 的同比负增形成鲜明对比。政府消费及投资对 2023 年实际 GDP 增速的拉动率为 0.68%，拉动作用明显（图 4），成为除消费以外美国经济增长的第二大动力。除直接拉动效应外，财政扩张也通过提振私人消费和企业投资，对经济增长产生间接拉动。

私人消费方面，得益于疫情以来直接向居民发放大规模补贴的财政刺激手段，美国居民积累了大量超额储蓄（约 2.5 亿美元），这在很大程度上对冲了高利率导致的私人信用收缩，加之 2023 年劳动力供需失衡支撑薪资增速维持高位，以及通胀下行提振实际收入增速，2023 年美国私人消费表现偏积极，成为经济韧性的重要支

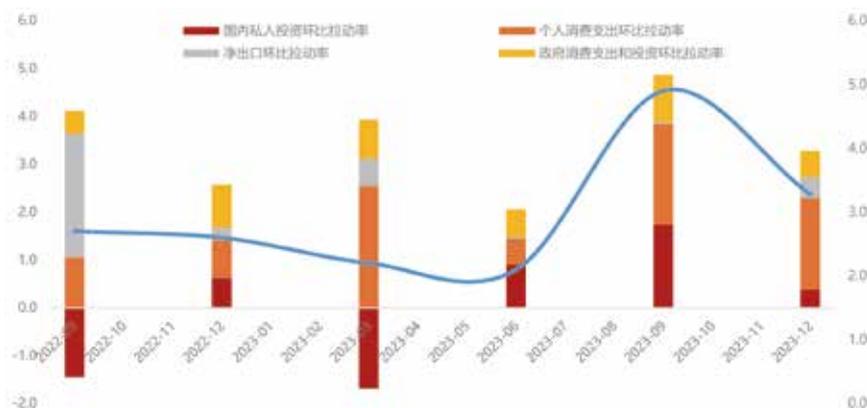
撑。企业投资方面，2021-2022 年拜登政府先后通过《基础设施投资与就业法案》、《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》等三大法案，向基建、半导体、新能源等行业提供巨额补贴，有效提振了企业投资，尤其是基建领域投资——2023 年美国基建投资实现两位数增长（11%），对冲了高利率对制造业投资的抑制作用。

图 3 2023 年，美国财政支出扩张力度显著扩大（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚

图 4 2023 年，政府消费支出与投资对 GDP 的拉动作用明显（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚

不过，2024 年美国财政支出将难以在 2023 年基础上持续发力，这主要受两方面因素制约：

一是联邦债务规模快速增长、债务利息支出负担加重，挤压财政扩张空间。截至 2023 年末，美国联邦债务规模已达 34 万亿美元，占 GDP 的比重升至 138.5%。考虑到未来两年将是美国国债的偿债高峰期——根据纽约联储的数据，预计 2024 年和 2025 年，美国财政部需要偿还的债务总额分别达到 6008 亿美元和 4832 亿美元。同时，高利率水平将进一步加剧美国财政付息压力。2023 财年，美国联邦政府未偿债务加权平均利率为 2.97%，为 2011 年以来最高水平，比 2022 财年高出 90bp。这导致，2023 财年，美国国债净利息支付总额²达到 6590 亿美元，相比 2022 财年大幅增长 39.3%，与 GDP 之比为 2.5%，为 1998 年以来最高。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，2024 年国债净利息支出将继续大幅增加 12.2%，占 GDP 的比重将升至 2.7%。

二是两党在 2024 年大选年的政治博弈将约束财政支出。2023 年 6 月债务上限谈判通过的《财政责任法案》，已经削减了 2024 财年自主性支出上限，尤其是将非国防支出上限大幅调降³，对 2024 年的财政支出扩张形成了

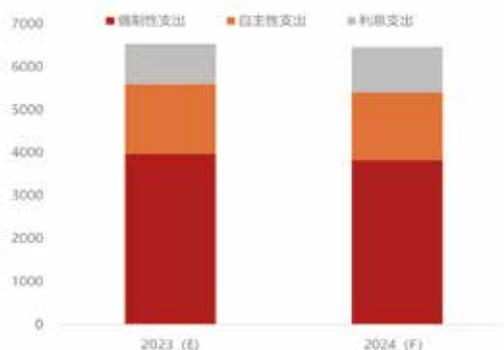
² 指扣除政府内部信托基金转移支付后的利息支出。

³ 将 2024 年自主性支出上限设置为 1.59 万亿美元，其中国防支出 8860 亿美元，相比 2023 年增长 3%，而非国防支出将被限制在 7040 亿美元（2023 年为 7670 亿美元）。

较大约束。而考虑到 2024 年还是美国大选年，两党围绕财政支出的政治博弈将进一步加剧，尤其是共和党有较大大意愿要求削减新财年的财政支出预算，这将对 2024 年美国财政支出的扩张形成更大制约。

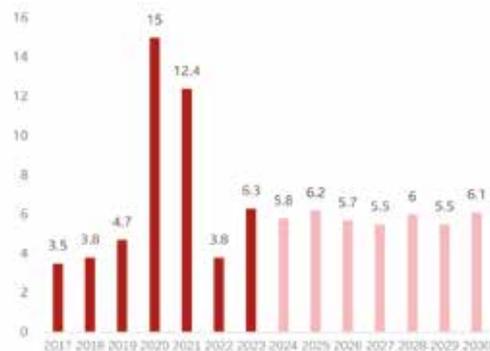
基于上述两方面因素，2024 年美国财政扩张力度料边际退坡。我们预计，2024 财年美国自主性财政支出和非利息支出相比 2023 财年都将出现下滑，总财政支出下降 1.2% 左右（图 5）。根据美国财政部和国会预算办公室（CBO）的测算，2024 财年美国财政赤字规模将从 2023 财年的 1.7 万亿美元收窄至不足 1.6 万亿美元，赤字率将降低 0.5 个百分点至 5.8%（图 6）。这意味着，从总量角度看，2024 年美国财政支出将难以在 2023 年的基础上持续发力，对经济增长的拉动作用也将相应减弱。

图 5 2024 年美国财政支出预测（单位：十亿美元）



数据来源：WIND，FRED，东方金诚

图 6 美国财政赤字率及预测（单位：%）

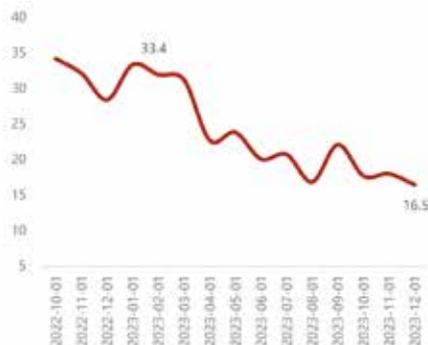


数据来源：CBO，东方金诚

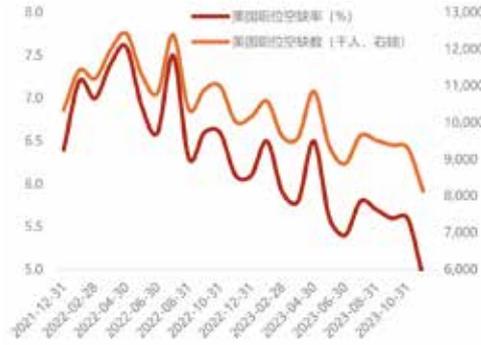
（二）2024 年，伴随劳动力市场延续降温、收入增速放缓、超额储蓄高位回落，作为美国经济增长主要动能的私人消费增速将有所放缓。

2023 年，美国劳动力市场已经出现持续走软迹象。主要体现在非农新增就业连续 3 个月移动平均值从年初的 33.4 万人降至年末的 16.5 万人（图 7），JOLTS 职位空缺数与职位空缺率均震荡下行（图 8），以及薪资同比增速缓慢回落（图 9）。2023 年，美国新增就业主要集中在教育与医疗、休闲与酒店、专业和商业服务、政府等部门，其他行业新增就业规模则接近停滞或陷入萎缩。同时，基于 24 个劳动力市场变量编制⁴的“美国劳动力市场状况指数（LMCI）”在 2023 年处波动下降，截至 11 月已处于 2021 年 9 月以来的最低点（图 10），印证了美国劳动力市场的降温趋势。

图 7 2023 年美国非农新增就业明显下降（单位：万人） 图 8 2023 年美国职位空缺数、职位空缺率震荡下行



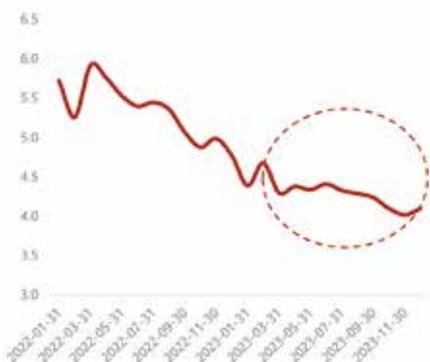
数据来源：WIND，东方金诚



数据来源：WIND，东方金诚

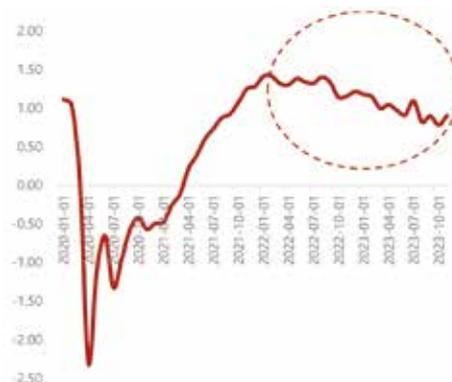
4 包括 U3、U6 失业率、劳动市场参与率、就业人口比例、职位空缺数、离职率、失业率及平均薪资、初次申请失业救济金等就业数据。

图 9 2023 年美国非农薪资同比增速缓慢回落 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 10 2023 年美国劳动市场状况指数 (LMCI) 波动下降



数据来源：WIND，东方金诚

展望 2024 年，美国劳动力市场还将总体处于降温通道：从需求来看，一方面，2023 年 8 月以来美国 ISM 服务业 PMI 指数明显下滑，显示服务业景气转弱，其中的就业分项指数下行更为明显（图 11）——这意味着，接下来作为美国就业市场主力的服务业就业韧性将难以长时间持续；另一方面，非服务业就业也在放缓，尤其是高利率环境导致房地产、建筑业相关市场需求下滑，这些行业的就业形势将持续疲弱。预计 2024 年美国新增非农就业月均值将降至 12-15 万人左右，大幅低于 2023 年月均 20 万人以上的水平，2024 年年末总职位空缺数将下降至 720 万人左右，基本持平于疫情前（2019 年）的均值水平。从供给来看，伴随居民储蓄消耗与收入压力上升，劳动力人口供给有望增加。由此，伴随需求放缓、供给增加，2024 年美国劳动力市场将逐步由“供不应求”走向供需基本平衡，预计全年失业率将升至 3.8%-4.2% 的区间。

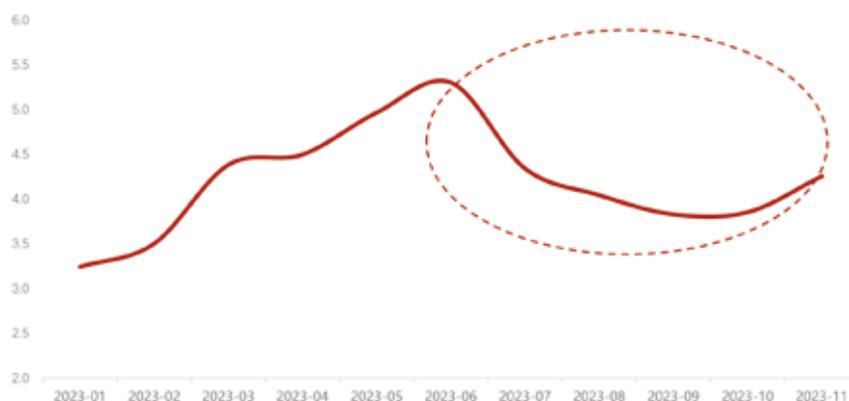
图 11 2023 年下半年以来，美国 ISM 服务业 PMI 和其中的服务业就业分项均出现明显下滑



数据来源：WIND，东方金诚

伴随劳动力市场降温，2024 年薪资增速将延续放缓，美国居民可支配收入将受到进一步拖累——2023 年下半年以来，美国居民实际可支配收入同比增速已现明显放缓（图 12）——这将抑制私人消费需求。此外，伴随通胀回落，2024 年美国居民个税起征点将从 7% 下调为 5.5%，也会对居民可支配收入造成不利影响。

图 12 2023 年下半年以来，美国居民实际可支配收入同比增速放缓（%）

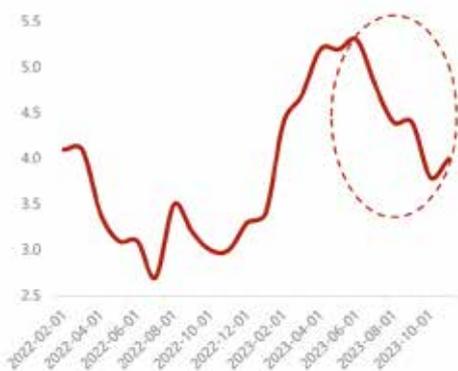


数据来源：WIND，东方金诚

此外，2024 年，储蓄、消费信贷对消费的拉动作用也将明显降低，从而进一步削弱消费增长动力。当前，美国居民的超额储蓄已经从高点回落，各机构普遍预测超额储蓄将在 2024 年前三季度消耗完毕。2023 年下半年开始，美国个人储蓄率即处于下降趋势（图 13），截至 2023 年 11 月（4.1%）已明显低于疫情前水平，这也从侧面反映出超额储蓄的快速消耗。这意味着，后续超额储蓄这一“缓冲垫”对消费的支撑作用将明显减弱。此外，在当前就业市场仍旧偏紧、薪资增速尚可的背景下，美国居民部门的短贷违约率却在不断升高，银行消费贷款和信用卡拖欠率都呈现明显上行趋势（图 14），其中信用卡违约率在 2023 年三季度末已逼近 3%，创 20 年以来新高。这预示着，后续消费信贷增长将明显承压，从而难以对消费需求形成正向拉动。

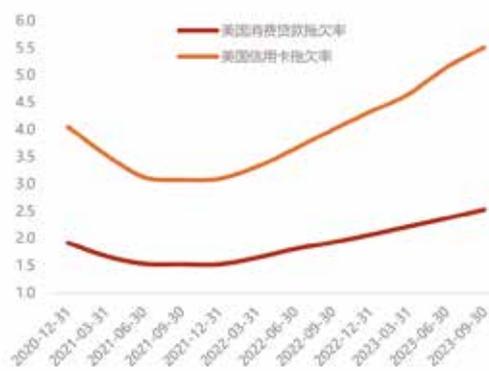
综合以上，2024 年美国劳动力市场将延续降温、居民可支配收入增速料将下滑，加之超额储蓄高位回落以及消费信贷承压，预计美国居民消费增长动能将进一步减退，对基本面韧性的支撑作用也将相应减弱。

图 13 2023 年下半年美国个人储蓄率明显下滑（%）



数据来源：WIND，东方金诚

图 14 2023 年美国消费贷款及信用卡拖欠率明显上行（%）



数据来源：WIND，东方金诚

（三）2024 年，高利率的滞后效应会继续显现，这将压制私人投资。不过，由于降息预期已带动市场利率先行下行、住宅供给不足等因素有望支撑住房投资，将在一定程度上对冲高利率导致的私人投资萎缩。

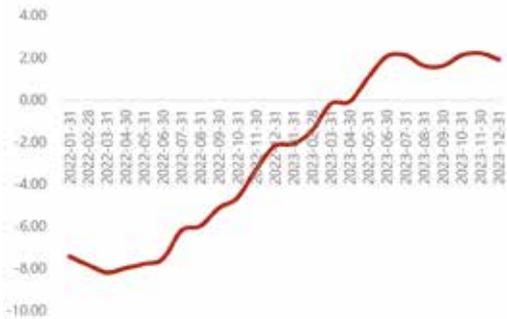
2023 年美联储持续加息，带动名义利率维持高位，加之通胀缓步下行，实际利率⁵不断抬升。截至 2023

5 以名义政策利率 - CPI 通胀率计算。

年 12 月末，美国实际利率水平已达到 2% 左右（图 15），商业银行个人贷款利率和企业债利率等市场利率也随之持续攀升（图 16）。

实际利率的抬升，以及银行业危机后银行普遍收紧信贷，已开始对经济活动形成压制。2023 年以来，美国商业银行信贷余额逐步萎缩（图 17）。其中，工商业贷款、房地产贷款、消费贷款余额同比增速均呈明显下行趋势，特别是工商业贷款余额整体萎缩（图 18）。这对私人投资，尤其是制造业投资产生了明显的负面影响。

图 15 2023 年美国实际利率水平不断抬升 (%)



数据来源：WIND，东方金诚计算

图 16 2023 年，美国企业债与个人贷款利率持续攀升



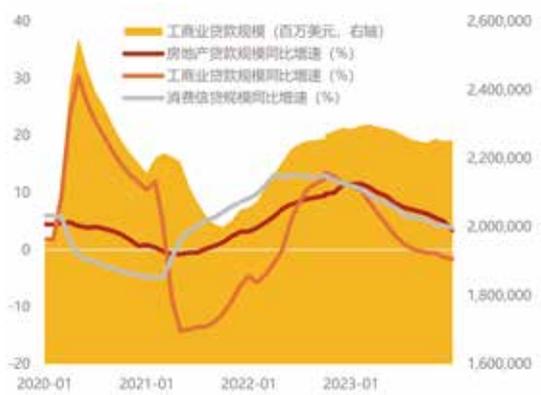
数据来源：WIND，东方金诚计算

图 17 美国商业银行信贷余额逐步萎缩，同比增速大幅放缓



数据来源：iFinD，东方金诚

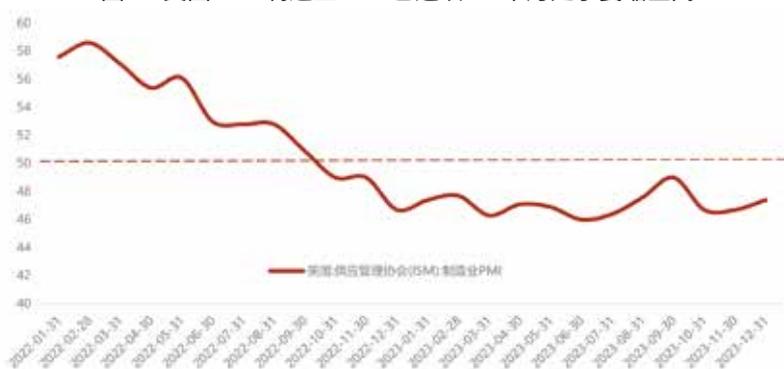
图 18 房地产贷款、工商业贷款及消费信贷余额同比增速下行，工商业贷款余额整体萎缩



数据来源：iFinD，东方金诚

2023 年 12 月，美国 ISM 制造业 PMI 指数录得 47.4，已连续第 15 个月处于萎缩区间（图 19）。同时，非制造业景气度也在明显回落。截至 2023 年 12 月，非制造业 PMI 指数已从年初的 55.2 降至 50.6，仅略高于荣枯线（图 11），反映出高利率对非制造业的压制在不断加深。

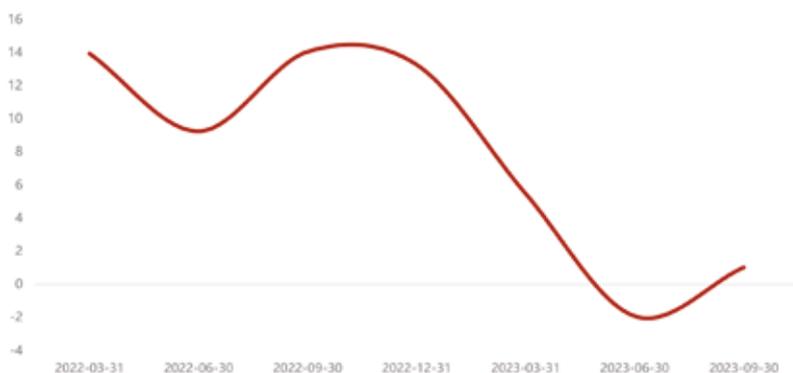
图 19 美国 ISM 制造业 PMI 已连续 15 个月处于萎缩区间



数据来源：WIND，东方金诚

展望 2024 年，按照累计降息 75bp 至 4.75%、通胀率回落至 2.5% 左右预测，实际利率水平仍将总体处于 2% 上方，这意味着 2024 年金融条件的紧缩趋势仍将持续，加之银行信贷紧缩的影响还将延续，私人投资增速将继续承压。此外，2024 年正值大量企业债到期，到期规模将从 2023 年的约 911 亿美元大幅升至 4148 亿美元，这意味着此前在低利率时期大量发行的低息固定利率债务需要置换为高息债务。这在加大企业再融资压力的同时，也会挤占企业部门利润空间。2023 年美国非金融企业利润增速就已出现明显下滑，三季度虽有所反弹，但增速仅为 1.02%（图 20）。企业利润增长低迷，主要源于在通胀下行阶段，企业产品出厂价格会因需求走弱而先行降价，但员工薪资水平还在高位停留，导致企业利润被侵蚀。由此，2024 年，企业部门债务负担加重，叠加盈利能力受损，将抑制企业资本开支意愿，从而拖累私人部门投资增速。

图 20 2023 年美国非金融企业利润增速显著放缓（单位：%）

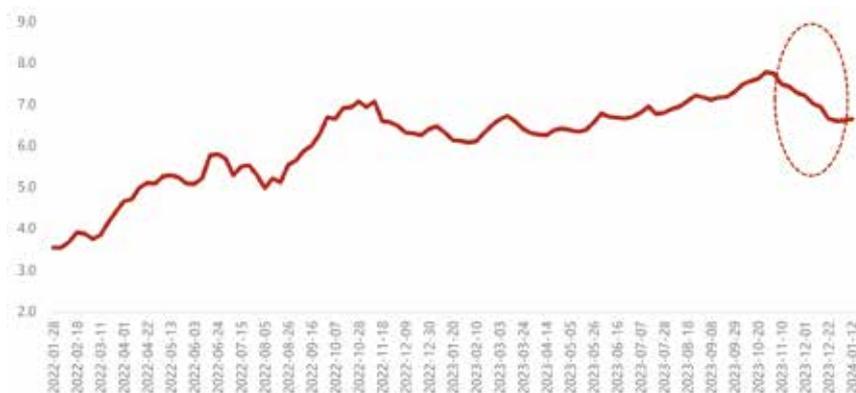


数据来源：iFinD，东方金诚

不过，2024 年，受益于降息预期带动市场利率高位下行，住宅供给不足，以及政府财政“三大法案”的支出力度有望继续加码，住宅投资增速或将得到阶段性支撑。其中，由于住宅投资对利率较为敏感，而随着 2023 年年末以来对市场降息预期不断升温，美债收益率大幅走低，带动 30 年期抵押贷款利率从近 8% 的高位开始下行（图 21），这可能会阶段性提振住房需求，从而带动住宅投资。同时，美国住宅供给不足的问题依然存在。自美联储加息以来，利率“锁定效应”⁶ 导致二手房供给大幅下滑，迫使购房者转向新屋市场，造成新屋供不应求并推升房价。这会对住宅投资中的新建住房投资形成支撑。由此，预计 2024 年住宅投资增速有望企稳，这将在一定程度上对冲对非住宅投资增速的下滑。

6 指当房贷利率偏高时，房主因害怕失去其锁定的低利率，普遍不愿意卖出其持有的二手房。

图 21 美国 30 年期抵押贷款固定利率在 2023 年年末开始下行



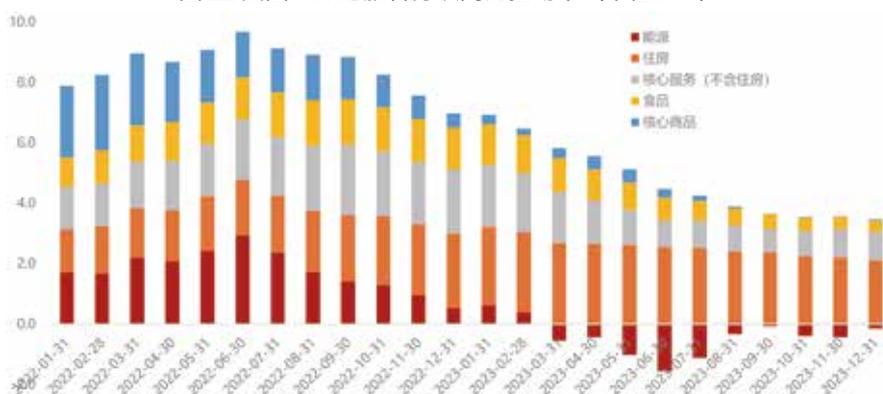
数据来源：iFinD，东方金诚

总体来看，2024 年财政支持力度减弱、劳动力市场降温，以及高利率下政策紧缩的滞后效应进一步显现，将同时抑制美国私人消费与投资增长动能，从而拖累美国经济增长下行。但考虑到居民资产负债表依然稳健、财政“三大法案”对经济仍有支撑，以及住宅投资有望企稳，短期内美国经济增长仅将温和回落，难现失速风险。预计 2024 年美国 GDP 增速将降至 1.5% 左右，有望实现经济“软着陆”。

三、2024 年美国通胀展望

2023 年美国整体通胀显著回落，CPI 同比增速从 2022 年 12 月的 6.5% 降至 2023 年 12 月的 3.4%，同期核心 CPI 同比从 5.7% 降至 3.9% 以下。这主要得益于国际原油和食品价格下行，以及供应链压力持续缓解带来供给端改善，进而带动核心商品价格走低。同时，从 2023 年下半年开始，此前较为顽固的核心服务通胀也开始回落（图 22），这意味着随着政策利率水平进入限制性区间，需求侧对通胀的支撑开始减弱。

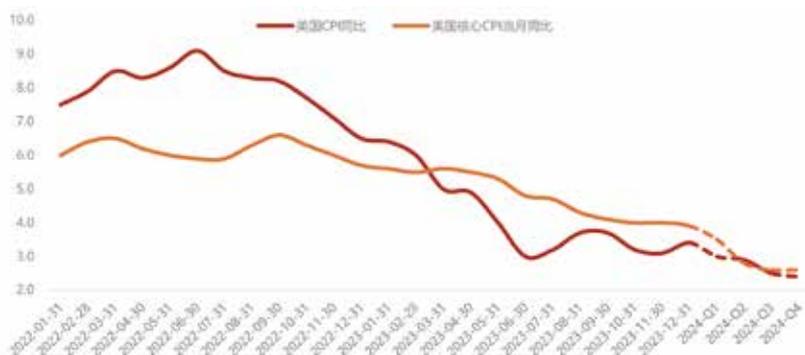
图 22 美国 CPI 通胀各分项同比拉动力率（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚

展望 2024 年，在能源和食品价格继续下行、核心服务通胀缓步走低的助推下，加之基数抬升，美国总体通胀水平将延续回落趋势。预计到 2024 年年末，美国 CPI 与核心 CPI 通胀同比增速分别有望降至 2.4% 和 2.6%（图 23）。

图 23 2024 年美国 CPI 与核心 CPI 预测 (单位: %)



数据来源: WIND, 东方金诚

(一) 2024 年能源和食品价格仍将震荡走低。

能源通胀方面, 2024 年, 尽管地缘政治风险, 以及 OPEC+ 加大减产力度, 可能推动原油价格出现阶段性反弹, 但伴随全球尤其是欧美经济增速进一步放缓, 国际原油市场供过于求的局面料难以逆转, 原油价格总体还将下行。2023 年末, 布伦特原油现货价降至 78 美元 / 桶附近, 较 2022 年末下降了 4.4%; 全年均值为 82.8 美元 / 桶, 较 2022 年均值大幅下降 18.4%。我们预计, 2024 年布伦特原油价格中枢将进一步下移至 75-80 美元 / 桶左右。

食品通胀方面, 考虑到联合国粮农组织食品价格指数对于美国 CPI 食品分项具有领先意义——截至 2023 年底, 该指数仍处持续下行过程, 因此, 预计短期内美国食品通胀将延续回落趋势, 但回落速度将略有放缓, 下半年可能出现小幅回升。

图 24 2023 年布伦特原油价格中枢大幅下移 (%)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 25 2023 年国际食品价格的大幅走低 (%)



数据来源: FRED, WIND, 东方金诚

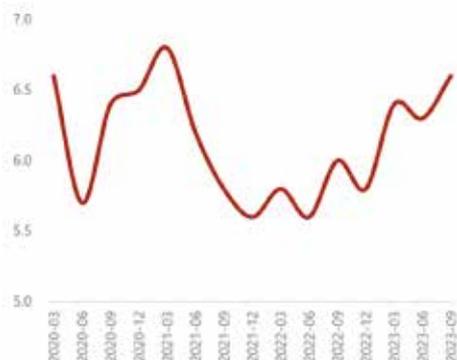
(二) 预计 2024 年美国核心商品通胀将延续下行, 核心服务将缓慢降温, 由此带动核心通胀持续回落, 但斜率或较为平坦。

2024 年美国核心商品通胀将延续下行。2024 年, 随着全球供应链进一步正常化、消费增速放缓以及企业持续去库存, 预计美国核心商品通胀将维持小幅通缩状态。我们关注到, 作为核心商品通胀的重要分项——二手车通胀的领先指标, 近期 Manheim 二手车指数持续回落, 也从侧面印证了核心商品通胀下行趋势还将延续。

核心服务通胀作为当前美国通胀的主要支撑项, 2024 年大概率将继续缓坡下行。其中, 住房租金 (在 CPI 中的权重高达 35%) 及其主要分项——业主等价租金同比增速, 均在 2023 年二季度见顶后持续回落。往后看,

出租房空置率上升（图 26）意味着租房供给将会持续增加，这有助于抑制房租涨价势头。此外，作为通胀住房分项走势的领先指标，反映市场新签约房租价格的 Zillow 房租指数涨幅已回落至疫情前水平（图 27），这一趋势将逐步反应到住房通胀中，也预示后续住房通胀将延续震荡回落，并带动核心服务通胀降温。不过，由于 Zillow 房租指数在 2023 年年末拐头向上，加之美国房价（标普 /CS 房价指数）在 2023 年下半年同比增速触底回升，这可能带动住房通胀在 2024 年年末出现一定程度反弹，从而掣肘核心服务通胀下行势头。

图 26 美国出租房空置率持续上升 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

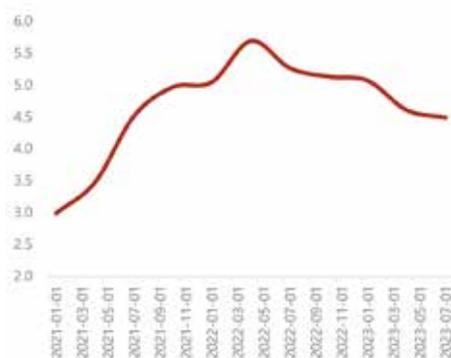
图 27 新签房租价格显示 CPI 房租通胀仍将继续下行 (%)



数据来源：FRED，WIND，东方金诚

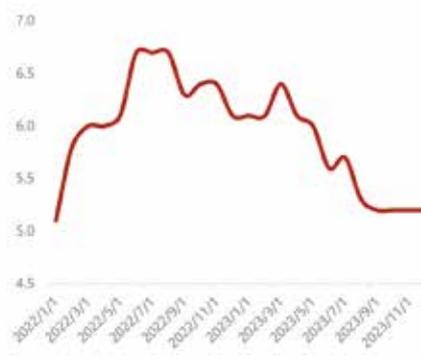
与薪资增速直接挂钩的非住房核心通胀——即美联储最为关切的“超级核心通胀”，是影响后续美国核心通胀能否顺利回落的关键。当前美国劳动力市场仍然较为紧张，工资增速仍高于与 2% 的通胀目标相匹配的水平。但往后看，2024 年美国劳动力市场将保持降温态势，这将有助于劳动密集型核心服务通胀增速回落。目前，除非农薪资增速外，衡量薪资水平的其他指标，包括美国劳动力成本指数（ECI，图 28）、亚特兰大联储 Wage Growth Tracker（图 29）等，均指向薪资增速将延续下行。后续薪资增速下行带动核心服务通胀回落的趋势较为确定。不过，考虑到劳动力市场降温将较为温和，2024 年美国核心服务通胀的下行速度可能较为缓慢。

图 28 美国劳动力成本指数（ECI）同比增速（单位：%）



数据来源：FRED，东方金诚

图 29 亚特兰大联储薪资同比增速（单位：%）



数据来源：亚特兰大联储，东方金诚

四、2024 年美联储货币政策展望

美联储加息周期已基本结束，2024 年将启动降息，全年大概率将降息三次，累计降息幅度为 75bp，降息节奏料不连贯，可能在二季度先开启“预防性降息”，下半年再降息两次。

鉴于美国通胀已处于稳定下行通道，劳动力市场趋弱，以及各项经济指标指向美国经济动能开始放缓，我

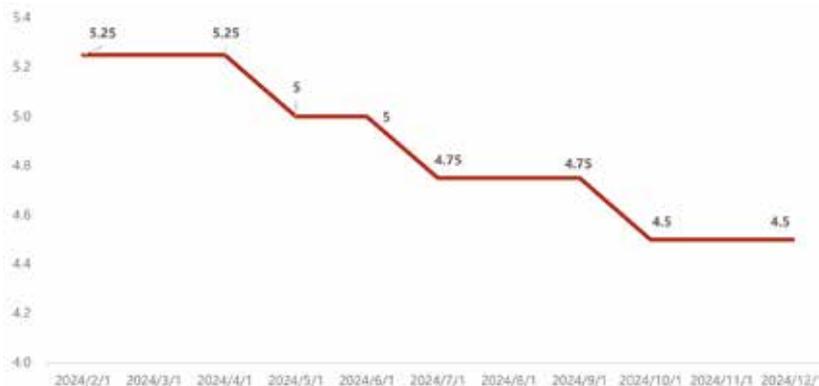
们基本可以判定，美联储加息周期已经结束。当前，美联储已将降息纳入政策议程。预计 2024 年累计降息幅度在 75bp 左右，至年末政策利率将降至 4.5-4.75%。这主要是考虑到，从实际利率角度看，名义政策利率降至这一区间，扣除 2.4% 左右的通胀率后，对应实际政策利率为 2.2%，基本符合美国实际 GDP 中长期增长水平（2011-2019 年美国 GDP 平均增速为 2.4%）。换言之，2024 年降息 75bp 左右，是能够实现“降低经济增长负担”与“避免对经济和通胀产生不必要刺激”之间平衡的较为合意的选择。

降息时点方面，我们判断，出于预防性降息的考虑，美联储可能在 2024 年二季度开启首次降息，下半年再降息两次，这意味着降息节奏并不连贯。

通胀走势与经济基本面并不支持美联储在 2024 年一季度就快速启动降息。从历史上美联储首次降息的背景来看，大多数情况下需要满足“失业率高于自然失业率”或“通胀率低于 2%”中的一个条件。从这个角度分析，目前美国核心通胀环比增速仍然偏高，短期内很难快速降至美联储政策目标；同时，劳动力市场降温较为温和，短期内快速恶化、失业率大幅上行的可能性也很低。因此，若金融环境不发生剧烈波动，美联储在 2024 年一季度就启动降息的紧迫性和必要性并不强，过早降息反而有重燃通胀动能的风险。

我们判断，美联储最早可能在 2024 年二季度（5 月或 6 月）降息一次，下半年再降息两次。历史上看，美联储曾多次在经济走弱信号增多时选择“预防式”降息，以防止经济过快降温⁷。此外，预防式降息能够避免经济超预期下滑，令降息周期更加平缓，从而使高利率可以维持相对更长时间，也有助于继续遏制通胀反弹风险。2023 年 12 月议息会议上，美联储主席鲍威尔就曾传达出“预防式降息”的理念。他表示，经济走弱、甚至“弱于趋势的增长”都不是降息的必要条件，降息可能是货币政策正常化的需要，会在通胀回落至 2% 以前降息以避免紧缩过度。

图 30 2024 年美联储政策利率走势展望 (%)

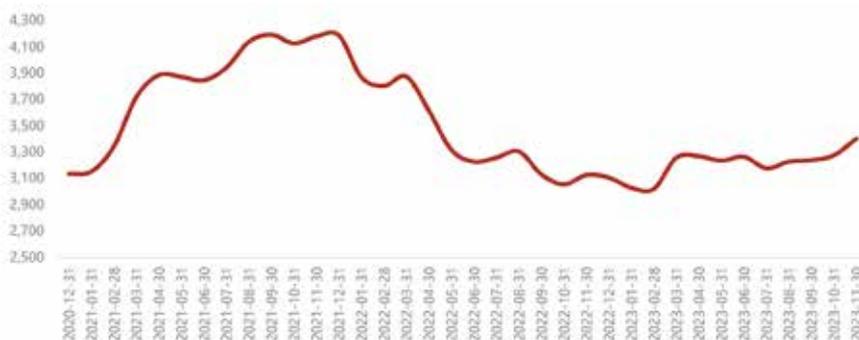


数据来源：东方金诚预测

缩表方面，2023 年 12 月议息会议纪要显示，部分美联储官员认为，在准备金余额下降到略高于充足准备金水平时，可以放缓缩表节奏并最终结束缩表，但并未给出具体时间。目前，美联储资产负债表中的银行准备金余额仍高达 3.5 万亿美元左右（图 31），远高于美联储 2022 年开始缩表时的水平。因此，基准情形下，2024 年美联储缩表还会持续一段时间，2024 年三季度开始，美联储可能放缓缩表，并可能在 2025 年一季度停止缩表。但考虑到近期担保隔夜融资利率 (SOFR) 等融资市场基准利率出现高波动，且美联储隔夜逆回购工具的用量在 2024 年伊始已迅速缩水至约 7200 亿美元，因此，若短期流动性持续紧张，也不排除美联储将放缓缩表的时间提前至 2024 年二季度的可能性。

⁷ 如 1989 年、1995 年和 2019 年等。

图 31 美国存款机构准备金余额（单位：十亿美元）



数据来源：WIND，东方金诚

五、2024 年美债收益率走势展望

2024 年，受通胀进一步回落、经济下行压力加大，以及货币政策即将转向等因素影响，10 年期美债收益率下行趋势较为确定。但受制于政策利率降幅有限、美债供给压力仍存，以及市场降息预期可能存在反复，下行幅度料将有限，下行过程也将面临阶段性波动。预计全年 10 年期美债收益率震荡区间在 3.0%-4.3%，中枢水平在 3.6% 左右。

（一）2024 年，受通胀进一步回落、经济下行压力加大，以及货币政策即将转向等因素影响，10 年期美债收益率下行趋势较为确定。

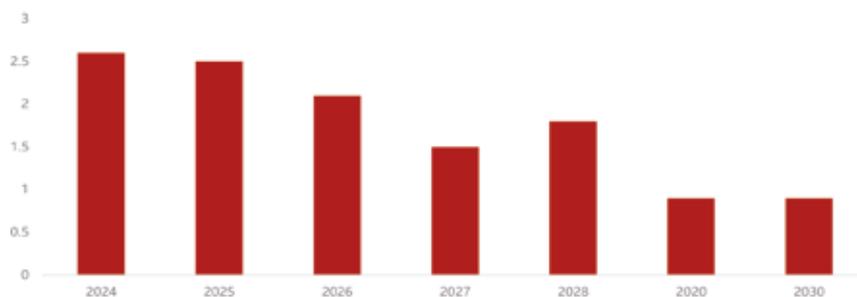
2024 年美国通胀将延续降温、经济下行压力将加大，经济基本面与通胀预期将进一步回落——2024 年 1 月密歇根消费者长期通胀预期已降至 2.8%，低于过去两年平均 3.1% 左右的水平。由此，市场对经济与通胀走弱的预期将对 10 年期美债收益率形成下行压力。同时，伴随经济增长动能回落，美联储也将开启降息，政策利率下移将直接带动 10 年期美债收益率下行。此外，全球地缘政治冲突仍在持续，潜在金融风险、大选等不确定性事件扰动增多，可能带来避险情绪的阶段性升温，强化市场对长期美债的需求，这同样有利于 10 年期美债收益率的下行。因此，2024 年，10 年期美债收益率在 2023 年年末基础上进一步下行的趋势较为确定，预计全年震荡中枢将在 3.6% 左右，较 2023 年中枢下移约 36bp。

（二）2024 年美债供需料延续供大于求格局，这可能会推升期限溢价，从而制约 10 年期美债收益率的下行空间。

由于美国 2024 财年财政支出法案迟迟未定，迫使美国财政部在 2023 年四季度放缓了发债进度⁸。2024 年，尽管财政赤字率降低有助于美债供给压力边际缓解，但若综合考虑到到期量，根据 2023 年末存续的付息国债计算，2024 年到期的付息国债规模预计将达到 2.6 万亿美元左右的较高水平（图 32），高于 2023 的 2.1 万亿美元，这意味着 2024 年美债将面临较大的再融资压力。

⁸ 根据 2023 年四季度再融资会议，10-12 月融资 7760 亿美元，低于 7 月计划的 8520 亿美元，较 7-9 月的近 1 万亿美元也明显回落。

图 32 美国付息国债到期规模估算（单位：万亿美元）

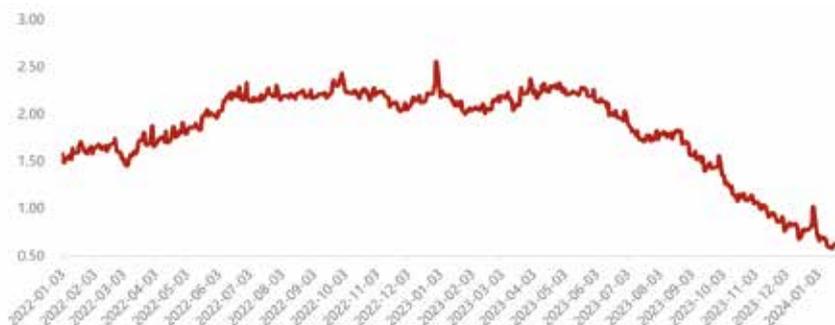


数据来源：Bloomberg，美国财政部，东方金诚

当前，对 2024 年美国付息国债发行量的测算有包括白宫、财政部、CBO 及一级交易商等多个口径。我们判断，受“大选年”两党政治博弈、债务可持续性考量以及付息压力等因素影响，2024 年美债实际发行量大幅突破财政部预测口径上限的可能性不大。根据财政部的预测，2024 年美国付息国债净发行量⁹将在 1.4 万亿美元左右，供给压力依然处于历史偏高水平。尤其是一季度美债集中发行，将强化年初美债供给冲击。

在美债供给压力依然较大的同时，2024 年市场对美债的需求料却减弱，美债供需失衡或将制约 10 年期美债收益率下行空间。美联储作为美债境内最重要的持债人，2024 年还仍将在大部分时间内推进缩表，流动性收紧不利于市场承接大规模的美债供给。当前，美联储隔夜逆回购规模已从 2022 年末接近 2.6 万亿美元的高点大幅降至 2024 年 1 月下旬的仅 6500 亿美元（图 33），表明市场流动性已较此前明显收紧。一级交易商作为义务性的美债买方，受制于监管要求，扩表相对缓慢，也限制了其承接大量美债的能力。海外方面，考虑到央行仍保持政策紧缩，日本央行预期将退出负利率，海外投资者对于美债的需求也将边际下降。由此，2024 年美债供需失衡局面料延续，这虽然无法逆转美债收益率的下行趋势，但会在一定程度上制约其下行空间。

图 33 美国隔夜逆回购规模已从高点大幅回落（单位：万亿美元）



数据来源：WIND，东方金诚

此外，2024 年美联储降息幅度有限、市场降息预期可能有所反复，也将约束 10 年期美债收益率的下行幅度。当前市场普遍预期美联储将在 2024 年降息 125 个基点，但我们判断，实际降息幅度将大幅低于市场预期，首次降息时点也将迟于市场预期的 3 月。由此，在美联储首次降息落地之前，市场预期可能还将反复调整，从而对美债收益率形成一定支撑——可以看到，2024 年年初以来，市场此前激进的降息预期已有所回调，引发 10 年期美债收益率阶段性反弹。

综合以上，我们判断，2024 年 10 年期美债收益率将进一步下行，全年震荡区间将在 3.0%-4.3% 左右，中枢水平在 3.6% 左右。考虑到下半年经济下行压力加大、降息较为确定，年内走势大概率将“前高后低”，年初在降息预期回落、供给冲击等因素影响下，出现阶段性反弹的可能性较大。

9 测算 2024 年付息国债发行量的方法为“2024 年预期美债余额 * 付息国债占比 - 2023 年付息国债余额”。

城投债新增融资难度加大，产业债净融资缺口走阔

—— 2023 年信用债发行情况回顾

于丽峰 冯琳

核心观点

- 2023 年，在发行利率中枢上行、“一揽子化债”政策实施背景下，非金融企业信用债发行量虽同比小幅增长至 12.6 万亿元，但净融资大幅下滑至 7950 亿元，创 2018 年以来新低。同期金融类信用债发行量 4.11 万亿元，净融资 1.64 万亿元，均创历史新高，净融资规模连续第二年超过非金融企业信用债。
- 2023 年城投债融资监管进一步收紧，弱资质城投发债难度增大，叠加特殊再融资债发行等“一揽子化债”政策持续落地，四季度城投债提前兑付节奏明显加快，城投债净融资在 2022 年大幅下降的基础上仅现小幅增长：2023 年城投债发行量为 6.54 万亿元，同比增加 1.44 万亿元；净融资额 1.37 万亿元，较 2022 年仅回升 1689 亿元。
- 2023 年信用债加权平均发行利率较 2022 年小幅上行，而贷款利率持续走低，信贷融资性价比提升叠加央企主动降杠杆，产业类企业债券融资意愿下降，2023 年产业债发行量同比减少 7089 亿元至 6.07 万亿元，净融资缺口扩大 3573 亿元至 -5744 亿元。其中央企债净融资缺口扩大至 -5056 亿元，地方国企债净融资为正但小幅下降，广义民企债净融资缺口收窄。
- 分评级看，2023 年信用债净融资主要由 AA+ 级主体贡献，AAA 级和 AA 级净融资均转负。其中，AAA 级净融资为负主要受央企信用债净融资大幅转负影响，AA 级净融资为负则与 AA 级城投债净融资大幅收缩有关。“控增化存”背景下，低评级城投债发行难度增加、提前兑付节奏加快，四季度 AA 级城投债净融资缺口超千亿元。分券种看，2023 年公募品种发行量整体下降，仅中票发行量有所增长；而受城投私募发行占比抬升影响，私募债发行量和净融资均大幅增加。
- 2023 年城投债发行区域分化依然显著，长三角、部分中部省份发行量和净融资增幅较大，隐债清零的广东、上海、北京净融资降幅明显，东北、西北、西南等欠发达区域城投债融资延续净流出。2023 年多数省份城投债发行量同比有所回升，同时区域集中度上升——发行规模最大的江苏、浙江、山东、

天津和河南五省发行量合计占全部城投债发行量的 54%，同比增长 36%，远超全市场增幅。2023 年有 19 个省份城投债净融资同比增长。其中，净融资规模最大的江苏、浙江、山东三省净融资均有所回升，但仍明显低于 2020 年和 2021 年水平；中部省份河南和湖北净融资逆势增长，且超过 2021 年水平；东北、西北、西南等欠发达区域城投债发行规模较小，叠加部分地区城投债提前偿还加速，城投债融资延续净流出状态。

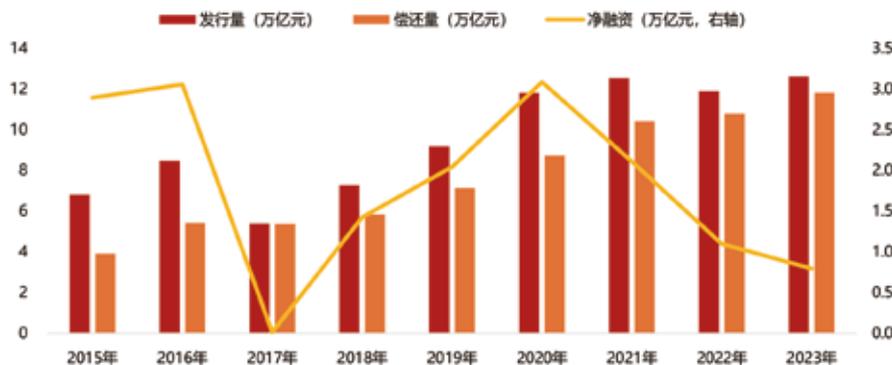
- 产业债分行业看，2023 年 27 个申万一级行业中仅有 6 个行业信用债净融资为正，为非银金融、通信、建筑材料、建筑装饰、综合和房地产；其他行业净融资均为负，11 个行业净融资缺口较 2022 年扩大，其中，公用事业、化工、交通运输、商业贸易和食品饮料等行业净融资降幅较大。截至 2023 年，11 个行业已连续四年净融资为负，四年累计存续债券减少规模超过 1000 亿元的行业包括采掘、商业贸易、有色金属、化工和汽车。
- 2023 年，地产行业支持政策不断加码，新增违约发行人数量减少，但民营房企债券发行难度仍高。2023 年房地产行业信用债发行以央国企为主，其中，地方产业类国企发行量和净融资规模均较 2022 年有所增长；央企地产公司因信贷融资支持力度较大、贷款利率明显下行，2023 年信用债发行量有所下降，但仍处历史较高水平；广义民企地产债发行量连续第三年下滑，全年仅 14 家发行债券，但因到期高峰已过，净融资缺口较 2022 年明显收窄。
- 金融债分券种看，2023 年商业银行普通债、次级债和证券公司债发行规模均超万亿，商业银行普通债和次级债净融资贡献了金融债净融资规模的 84%；股份行和城商行调整负债结构、主题债券大规模发行推动商业银行普通债券融资保持在历史高位，而二永债主要为国有大行为满足 TLAC 考核及支持实体经济需要补充资本金缺口而发行；证券公司债和保险公司债净融资规模均较 2022 年明显增长。

一、主要受信用债发行利率中枢上行、贷款相对债券融资性价比提升，以及城投债融资监管收紧叠加化债背景下四季度城投债提前偿还加速等因素影响，2023 年信用债净融资创 2018 年以来新低。

2023 年，非金融类信用债¹发行量共计 12.6 万亿元，同比增长 6.2%，但偿还量增幅更大，同比增长 9.5% 至 11.8 万亿元，导致全年净融资同比大幅下降 27.6% 至 7950 亿元，为连续第三年下降，并创 2018 年以来新低。一方面，2023 年城投债融资监管进一步收紧，弱资质城投债发行难度增大，叠加特殊再融资债券发行等“一揽子化债”政策持续落地，四季度城投债提前兑付节奏明显加快，城投债净融资仅小幅增长：2023 年城投债发行量为 6.54 万亿元，较 2022 年增加 1.44 万亿元；净融资额 1.37 万亿元，仅较 2022 年增加 1689 亿元，较 2020 年和 2021 年的净融资规模低 36%。另一方面，由于央企信用债净融资在贷款利率走低和主动降负债背景下大幅减少，民企债券发行难度仍高，2023 年产业债发行量大降，净融资缺口走阔：2023 年产业债发行量为 6.07 万亿元，同比减少 7089 亿元；净融资 -5744 亿元，融资缺口较 2022 年扩大 3573 亿元。

¹ 含企业债、中票、短期融资券、公司债（含私募债）和定向工具，下文简称“信用债”。

图表 1 2023 年非金融类信用债发行量小幅增长，净融资规模创 2018 年以来新低



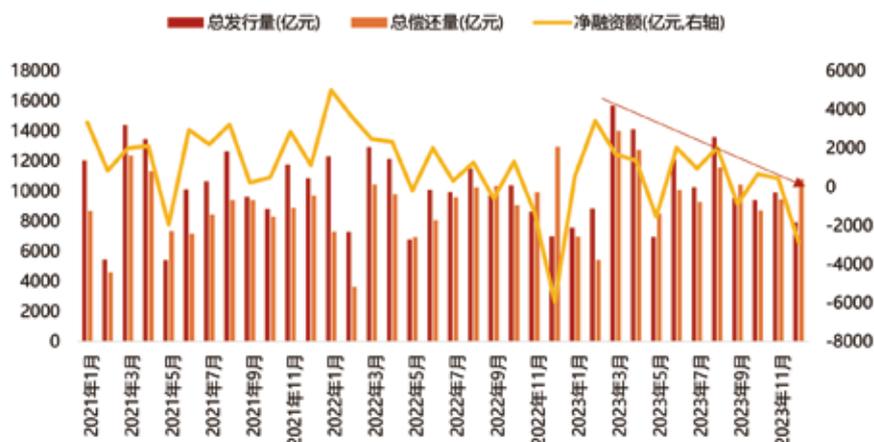
数据来源：Wind，东方金诚；注：发行数据按照发行起始日统计，非金融类信用债统计口径包含企业债、中票、短期融资券、公司债和定向工具；统计时间 2024 年 1 月 3 日，下同

图表 2 2023 年城投债发行占比继续上行，产业债净融资缺口较 2022 年扩大



数据来源：Wind，东方金诚

图表 3 2023 年 3 月以后，信用债月度净融资呈现下滑态势，四季度降幅最为明显



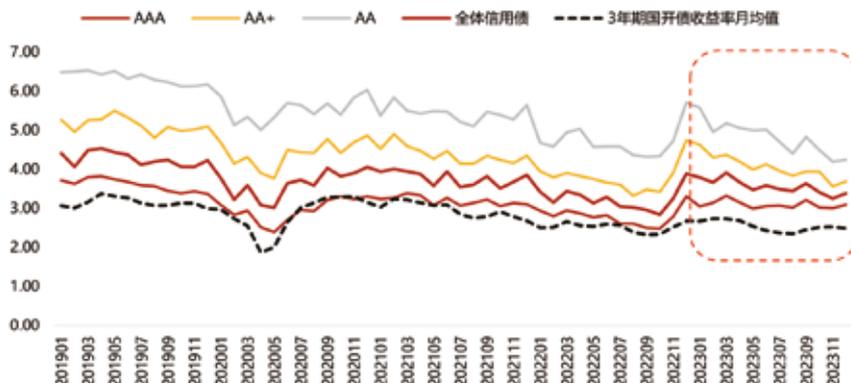
数据来源：Wind，东方金诚

2022 年信用债发行利率前高后低，中枢较 2022 年抬升：由于 2022 年 11-12 月债市大幅调整引发理财赎回负反馈，信用债发行利率陡升，2023 年初信用债发行利率较高。此后，随着理财产品“赎回潮”退去，信用债投资需求逐步修复，叠加年内信用债净供给偏少，资产荒持续演绎，2023 年信用债发行利率波动下行。2023 年 12 月信用债整体及 AAA 级、AA+ 级和 AA 级信用债平均发行利率分别为 3.39%、3.10%、3.69% 和 4.25%，较

2022年12月分别下行50bps、21bps、105bps和147bps，中低评级下行幅度更大。

不过，从全年平均水平来看，2023年信用债发行利率中枢仍较2022年有所上移——2023年全年信用债整体及AAA级、AA+级和AA级信用债平均发行利率分别为3.58%、3.11%、4.07%和4.83%，较2022年分别上升35bps、33bps、32bps和13bps。这与2023年资金利率以及中短端利率债收益率波动中枢高于2022年相一致。

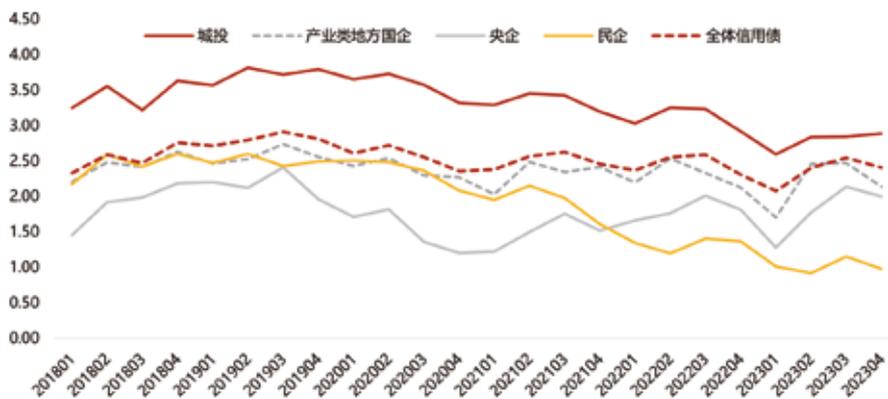
图表4 2022年各等级信用债加权平均发行利率前高后低（%）



数据来源：Wind，东方金诚

2023年信用债加权平均发行期限较2022年小幅缩短0.10年至2.36年。2023年信用债发行期限随发行利率的下降而逐渐拉长，表现出“前低后高”的特点，但全年平均发行期限要短于2022年。分企业性质看，2023年各类型企业信用债发行期限均较2022年缩短，其中，城投、央企、产业类地方国企和广义民企债券加权平均发行期限分别为2.79年、1.80年、2.20年和1.01年，分别较2022年缩短0.33年、0.01年、0.11年和0.32年。从年内走势看，三季度各类型企业信用债发行期限较上半年明显拉长，四季度主因发行利率上行而有所缩短，其中，四季度城投、央企、产业类地方国企信用债发行期限仍长于上半年，但民企债平均发行期限降至0.98年的历史极低水平。

图表5 2023年信用债发行期限前低后高（年）



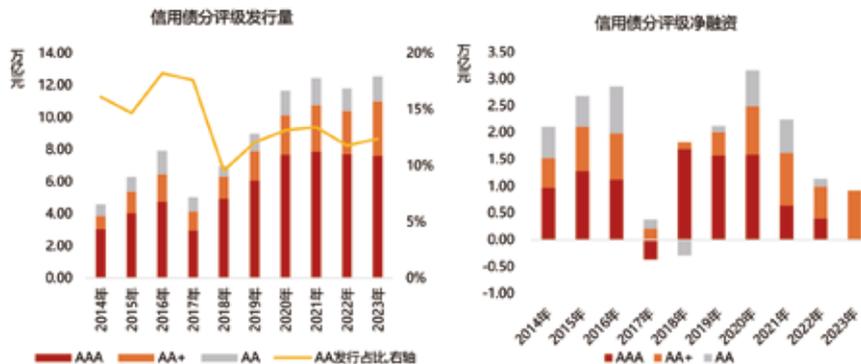
数据来源：Wind，东方金诚

二、从融资结构看，2023年AAA和AA级主体信用债净融资均为负，新增融资主要由AA+级主体贡献；产业债中，地方国企债净融资小幅下降，央企债券净融资缺口扩大，广义民企债券融资缺口延续收窄；分券种看，公募品种发行量整体下降，仅中票发行量有所增长，私募债发行量和净融资均大幅增加。

从主体评级结构看，2023 年 AAA 级信用债发行量同比下降，AA+ 和 AA 级信用债发行量有所增长。2023 年，AAA 级主体信用债发行量同比下降 1.2% 至 7.62 万亿元，AA+ 和 AA 级主体信用债发行量则分别增长 25.4% 和 11.7% 至 3.38 万亿元和 1.56 万亿元。2023 年信用债净融资主要由 AA+ 级主体贡献，AAA 级和 AA 级信用债净融资均转负。2023 年 AAA 级和 AA 级主体信用债净融资额分别为 -23 亿元和 -165 亿元，同比大幅减少 4073 亿元和 1600 亿元，而 AA+ 级主体净融资则较 2022 年增加 3342 亿元至 9236 亿元。

2023 年 AAA 级主体信用债净融资为负，主要与 AAA 级产业债发行人（主要是大型央企国企）在信用债发行利率上行、贷款利率下行背景下转换融资渠道有关；AA 级主体信用债净融资为负则主要源于 AA 级城投债净融资大幅收缩至仅有 136 亿元，未能抵消 AA 级产业债 301 亿元的净融资缺口——“控增化存”持续推进下，2023 年低评级城投债发行难度增加、提前兑付节奏加快，四季度 AA 级城投债净融资缺口达到 1252 亿元，导致全年 AA 级城投债净融资规模大幅收缩。

图表 6 2023 年信用债净供给增量主要来自 AA+ 级



数据来源：Wind，东方金诚

图表 7 2023 年分评级城投债和产业债发行量及净融资情况

	发行量 (亿元)		净融资 (亿元)	
	2023 年	较 2022 年变化	2023 年	较 2022 年变化
信用债	126127	7355	7986	-1884
其中：城投债	65421	14444	13730	1689
其中：AAA	22262	5353	4786	846
AA+	28402	7322	9268	2932
AA	14540	1839	136	-1839
产业债	60706	-7089	-5744	-3573
其中：AAA	53979	-6312	-4809	-4919
AA+	5426	-473	-32	410
AA	1023	-210	-301	238

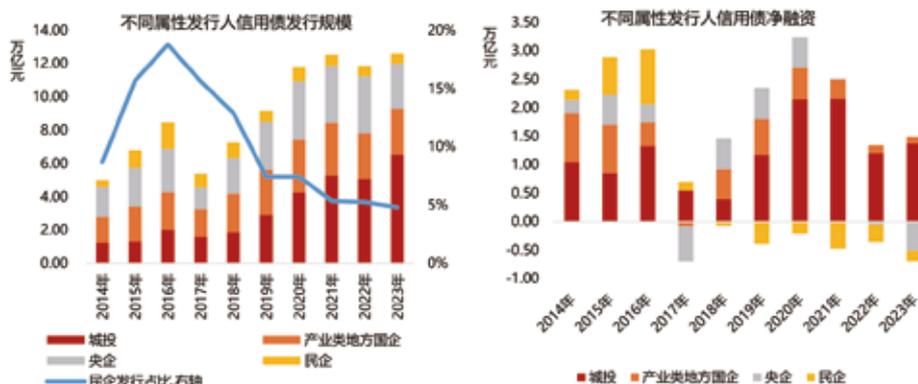
数据来源：Wind，东方金诚

从发行人企业性质看，2023 年城投债和产业类地方国企债发行量较 2022 年有所增长，央企和广义民企债发行量下降。2023 年城投、央企、产业类地方国企和广义民企信用债发行量分别为 6.54 万亿元、2.71 万亿元、2.75 万亿元和 0.61 万亿元，其中城投和产业类地方国企信用债发行量同比分别增加 1.44 万亿元和 240 亿元，央企和广义民企信用债发行量分别减少 7152 亿元和 177 亿元，民企债券发行占比从 2022 年的 5.3% 进一步下滑至 4.8%。

净融资方面，2023 年城投债净融资同比增加，民企债净融资缺口收窄，央企和产业类地方国企债净融资下降，其中，央企债净融资大幅为负。2023 年城投、产业类地方国企、央企和广义民企信用债净融资分别为 1.37 万亿元、

1234 亿元、-5056 亿元和 -1921 亿元，其中城投债净融资同比增加 1689 亿元，产业类地方国企和央企债净融资分别下降 171 亿元和 4572 亿元，广义民企债净融资缺口较 2022 年收窄 1170 亿元。截至 2023 年，广义民企债发行量已连续第 4 年下降，净融资连续第 6 年为负，但净融资缺口连续第 2 年缩小，原因在于：近年监管机构多措并举支持民企债券融资，民企债发行量降幅连续第三年收窄，同时，伴随着弱资质民企逐步退出债券市场，民企债到期量不断下降，共同推动了民企债净融资缺口的收缩。

图表 8 2023 年仅城投债净融资较 2022 年有所增长

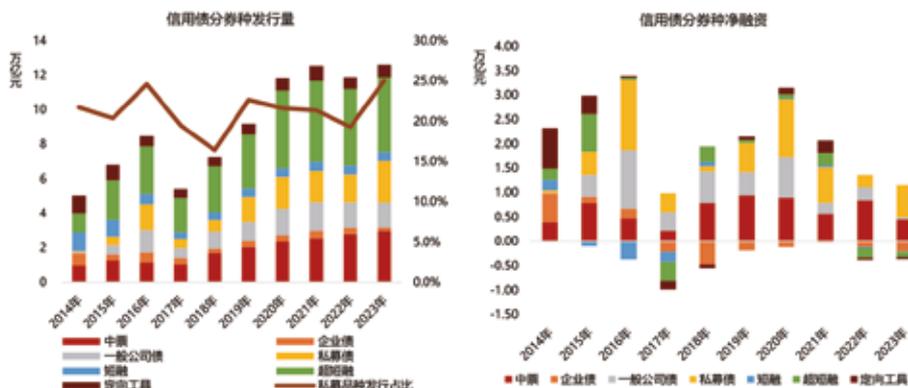


数据来源：Wind，东方金诚

分券种看，2023 年公募品种发行量整体下降，仅中票发行量有所增长；私募债发行量大幅增加，私募品种（私募债+定向工具）发行占比升至 25% 的历史高位。2023 年发行量最大的券种为（超）短融（4.84 万亿元）、中票（2.97 万亿元）和私募债（2.41 万亿元），其中（超）短融发行量同比下降 2.3%，私募债和中票发行量则创历史新高，同比分别增加 7912 亿元和 1716 亿元。其他券种方面，2023 年一般公司债发行量同比下降 1.5% 至 1.45 万亿元，企业债发行量因发行审核职责划转而大幅减少 45.4% 至 2008 亿元，定向工具发行量增长 11.1% 至 7514 亿元。

净融资方面，与 2022 年类似，2023 年仅私募债（6696 亿元）、中票（4485 亿元）和一般公司债（439 亿元）净融资为正。其中，私募债净融资同比大幅增长 158%，主因城投融资监管持续收严背景下私募债发行占比明显提升；而中票和一般公司债净融资同比分别下降 46.7% 和 83.35%，主因 AAA 级债券净融资大幅收缩。其他券种方面，2023 年企业债和定向工具净融资缺口分别走阔 919 亿元和 53 亿元至 -2074 亿元和 -453 亿元；（超）短融净融资缺口收窄 1110 亿元至 -1098 亿元。

图表 9 2023 年私募债发行量和净融资增幅较大，私募品种发行占比升至 25%



数据来源：Wind，东方金诚

三、分区域看，2023 年多数省份城投债发行量和净融资回升，但区域分化依然显著，长三角、部分中部省份城投债发行量和净融资增幅较大，隐债清零的广东、上海、北京城投债净融资降幅明显，东北、西北、西南等欠发达区域城投债融资延续净流出。

2023 年城投融资政策延续了 2022 年相对偏紧的基调，城投债整体净融资在 2022 年大幅下降的背景下仅有小幅回升。分区域看，2023 年城投债发行呈现以下特征：首先，多数省份发行量较 2022 年有所增长，其中 17 个省份增幅在 20% 以上，发行规模最大的江苏、浙江、山东、天津和河南五省市合计发行 3.54 万亿元，同比增长 36%，占全部城投债发行量的 54%；仅 3 个省份发行量下降，为上海、黑龙江和内蒙古。

其次，2023 年有 21 个省份城投债净融资为正，有 10 个省份净融资为负，比 2022 年增加 1 个，主要集中在东北、西北、西南等区域。2023 年有 19 个省份城投债净融资较 2022 年有所增长，其中，净融资额最高的江苏、浙江、山东三省净融资均较 2022 年有所回升，但仍明显低于 2020 年和 2021 年水平；有 12 个省份城投债净融资较 2022 年减少，包括隐债清零的广东、上海和北京，弱资质区域贵州、黑龙江、辽宁等地净融资缺口进一步扩大，广西、宁夏净融资转负，另有四川、湖南、江西、海南等地净融资同比有所下降。

图表 10 分省份城投债发行和净融资情况（按照 2023 年发行量排序）

	城投债发行（亿元）					城投债净融资（亿元）				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 增速	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年较 2022 年变化
江苏	10010	13948	12118	14601	20.5%	4510	5399	1675	1950	275
浙江	5069	7102	5738	8409	46.6%	3620	4915	2012	2272	260
山东	3468	4074	3946	5678	43.9%	2567	2526	1587	1942	355
天津	1601	1778	2369	3526	48.8%	130	-769	-6	183	189
河南	1015	1210	1868	3222	72.5%	587	618	822	1445	623
四川	2469	2786	2601	3007	15.6%	1783	1636	988	926	-61
湖北	1502	1793	2083	2839	36.3%	974	804	676	1021	345
江西	1438	1860	2044	2671	30.6%	965	1060	621	619	-2
湖南	1874	2426	2212	2577	16.5%	936	1015	444	310	-135
重庆	1651	2256	1863	2508	34.6%	686	888	393	769	376
安徽	1410	2040	2133	2341	9.8%	628	728	632	765	133
广东	1838	2315	2302	2335	1.4%	863	794	835	507	-329
福建	1427	1659	1698	2138	25.9%	615	610	556	703	147
上海	920	1397	1652	1500	-9.3%	557	708	642	228	-414
云南	1228	708	1080	1424	31.8%	199	-225	-295	-105	190
北京	903	1129	1113	1412	26.8%	194	40	151	134	-17
陕西	1105	755	962	1301	35.2%	615	393	341	410	69
广西	981	973	748	895	19.7%	429	242	32	-54	-86
河北	466	537	653	814	24.8%	170	189	266	286	21
新疆	490	626	545	642	17.9%	167	71	71	107	36
山西	270	395	358	426	19.2%	91	123	117	143	26
贵州	629	348	164	268	63.1%	312	-26	-223	-368	-145
吉林	275	149	210	247	17.8%	-17	-21	-149	-66	83
宁夏	46	21	38	114	201.6%	5	5	17	-2	-19
甘肃	186	140	53	110	109.4%	96	-56	-137	-57	80
西藏	45	95	78	82	5.5%	40	50	31	44	13
黑龙江	145	82	73	63	-14.4%	-68	-39	-7	-91	-84
辽宁	111	63	56	57	1.5%	-87	-148	-26	-73	-47
海南	51	40	16	42	162.5%	22	17	15	11	-5
青海	50	49	28	31	9.9%	-1	1	-76	-57	19
内蒙古	2	22	3	0	-100%	-109	-35	-20	-8	12

数据来源：Wind，东方金诚

分主体评级看，2023年多数省份AA+级城投债发行占比明显提升，AA级净融资以压缩为主。2023年有23个省份AAA级城投债净融资为正，且多数较2022年有所增加。其中，浙江、河南、天津、湖北、山东等省市净融资明显增加，广东、上海、北京净融资减少，弱资质区域净融资出现分化：广西、贵州净融资转正，吉林净融资缺口收窄，青海、宁夏净融资转负，另有黑龙江、辽宁和内蒙古等地净融资为0。2023年有22个省份AA+级城投债净融资为正，其中，14个省份同比增幅超20%，或因AA级平台融资难度加大，AA+级平台承担了更多融资职能。2023年有15个省份AA级城投债净融资为负，18个省份AA级净融资同比下降，其中，发行量前10的省份AA级净融资全线走低，合计较2022年减少1735亿元，降幅达到105%，仅安徽、广东、上海、北京、山西、新疆等省市AA级净融资为正且较2022年有所增长。

图表 11 各省份分评级城投债净融资情况（亿元，按照 2023 年发行量排序）

	AAA 级净融资			AA+ 级净融资			AA 级净融资		
	2022 年	2023 年	2023 年 -2022 年	2022 年	2023 年	2023 年 -2022 年	2022 年	2023 年	2023 年 -2022 年
江苏	651	648	-3	592	1388	795	433	-86	-519
浙江	272	636	364	1329	1641	312	425	9	-416
山东	600	792	193	792	1114	322	207	58	-149
天津	-64	184	248	39	37	-2	18	-39	-57
河南	74	346	272	529	915	386	221	194	-27
四川	328	265	-63	509	543	34	162	146	-16
湖北	206	409	203	387	625	238	116	26	-90
江西	263	243	-19	339	394	55	44	19	-25
湖南	2	-59	-61	509	691	182	-18	-288	-270
重庆	90	227	137	274	679	406	37	-129	-166
安徽	36	64	29	383	494	111	196	208	11
广东	506	66	-440	243	290	46	87	149	63
福建	189	365	176	165	166	1	203	172	-31
上海	480	110	-370	171	112	-60	-9	6	16
云南	57	65	7	-275	-128	147	-73	-36	37
北京	86	4	-82	68	124	56	6	16	9
陕西	123	199	76	143	106	-37	80	112	32
广西	-16	97	112	61	-31	-91	-9	-117	-109
河北	14	60	46	172	238	67	81	-12	-93
新疆	18	20	2	71	86	15	-18	1	19
山西	53	34	-20	78	120	42	3	-6	-10
贵州	-22	30	52	-43	-182	-139	-105	-146	-42
吉林	-42	-25	16	-44	0	44	-64	-41	23
宁夏	20	-1	-21	-2	1	3	-1	-1	0
甘肃	0	38	38	-133	-84	49	-3	-11	-7
西藏	0	0	0	21	34	13	10	10	0
黑龙江	0	0	0	3	-51	-53	-9	-40	-31
辽宁	8	0	-8	0	-34	-34	-28	-33	-5
海南	9	2	-8	6	6	0	0	3	3
青海	0	-31	-31	-51	-26	25	0	0	0
内蒙古	0	0	0	-1	0	1	-18	-8	10

数据来源：Wind，东方金诚

四、产业债分行业看，2023年多数行业信用债净融资为负，采掘、化工等周期性行业连续第四年出现净融资缺口；地产债净融资小幅回落，其中民企地产债净融资缺口因到期量下降而有所收窄。

2023 年产业债发行量同比下降，净融资缺口进一步扩大，27 个申万一级行业中仅 9 个行业信用债发行量有所增长，包括建筑装饰、非银金融²、通信、传媒、汽车、计算机、国防军工、轻工制造和家用电器等，其他行业信用债发行量均有所回落。

2023 年仅 6 个行业信用债净融资为正，分别为非银金融、建筑装饰、房地产、综合、通信和建筑材料，其他行业净融资均为负。净融资为正的 6 个行业中，非银金融、通信和建筑材料 3 个行业净融资由负转正，建筑装饰、综合和房地产 3 个行业净融资则较 2022 年有所下降。净融资为负的 21 个行业中，有 11 个行业净融资缺口较 2022 年进一步扩大，其中，公用事业、化工、交通运输、商业贸易和食品饮料等行业净融资降幅较大，其他 10 个行业净融资缺口收窄，收窄幅度较大的行业包括钢铁、汽车、机械设备等。

截至 2023 年，有 17 个行业信用债净融资已连续三年为负，其中有 11 个行业净融资已连续四年为负，四年累计存续债券减少规模超过 1000 亿元的行业包括采掘（-3671 亿元）、商业贸易（-1875 亿元）、有色金属（-1786 亿元）、化工（-1138 亿元）和汽车（-1096 亿元），以周期性行业为主。这一方面源于经济下行压力仍存，叠加“双碳”目标下部分行业扩产难度大，企业投融资需求较弱；另一方面，贷款利率持续下行，推动部分发行人转向信贷融资，导致信用债融资需求下降。

图表 12 2022 年产业债分行业融资情况

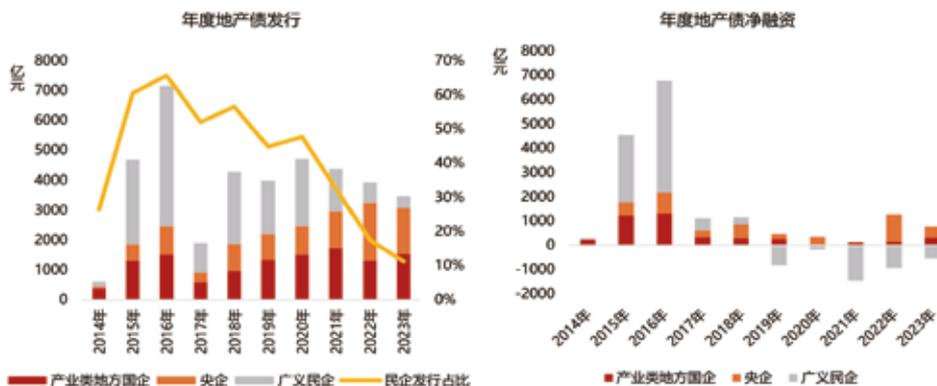
	产业债发行（亿元）					产业债净融资（亿元）				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年增速	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年较 2022 年变化
公用事业	12363	15082	12983	9758	-25%	2166	2329	-293	-2422	-2129
交通运输	11293	12582	10445	9363	-10%	2406	1716	250	-230	-480
建筑装饰	6393	6666	6441	6733	5%	1829	1072	507	382	-124
综合	7592	8124	7519	5770	-23%	1336	738	1439	140	-1299
非银金融	3483	2679	2772	4133	49%	1231	-116	-106	775	881
房地产	4718	4374	3932	3459	-12%	181	-1335	348	256	-92
采掘	6994	3939	3656	3016	-18%	-286	-1191	-1114	-1079	35
商业贸易	2640	1819	2108	1777	-16%	-221	-826	-261	-568	-307
食品饮料	1342	1341	1846	1769	-4%	36	-82	-65	-338	-273
钢铁	2886	2260	1781	1757	-1%	324	-856	-460	-267	193
通信	435	552	960	1733	81%	-28	-125	-27	115	143
有色金属	1629	1575	1534	1037	-32%	-520	-323	-467	-476	-9
化工	1937	2021	2215	889	-60%	21	-198	-110	-850	-741
医药生物	946	885	788	682	-13%	-238	-232	-205	-176	29
建筑材料	881	649	503	646	28%	-155	-55	-234	5	239
机械设备	1750	1489	877	621	-29%	-62	-322	-265	-154	111
传媒	354	357	314	322	3%	97	-48	-34	-85	-51
电气设备	179	279	336	322	-4%	-37	-35	-15	-51	-36
休闲服务	941	248	297	237	-20%	-1	47	17	-17	-34
汽车	697	159	223	230	3%	24	-343	-452	-325	127
农林牧渔	216	147	229	153	-33%	37	-43	11	-91	-102
电子	380	242	303	137	-55%	-181	-260	-31	-167	-136
计算机	143	76	90	99	10%	-5	-155	-152	-70	82
国防军工	155	141	51	87	70%	-88	-64	-232	-170	63
纺织服装	121	43	77	71	-8%	-37	-41	-54	-30	24
轻工制造	45	25	7	15	114%	-84	-80	-43	-13	31
家用电器	550	343	107	14	-87%	60	-45	-42	-5	37

数据来源：Wind，东方金诚

² 发行人主要为中央或地方国企金融控股公司、资产管理公司、租赁公司等。

2023年，房地产行业支持政策不断加码，新增违约发行人数量减少，但民营房企债券发行难度仍高。2023年房地产行业信用债发行以央国企为主，其中地方产业类国企发行量和净融资规模均较2022年有所增长，央企地产公司信用债发行量有所下降，或因信贷融资支持力度较大、贷款利率明显下行，但仍处历史较高水平。2023年广义民企地产债发行量连续第三年收缩，全年仅14家广义民企发行债券，但因到期高峰已过，净融资缺口较2022年明显收窄。

图表 13 2023 年央企地产债发行量和净融资降幅较大，民企地产债净融资缺口收窄



数据来源：Wind，东方金诚

五、2023 年金融类信用债³ 发行量和净融资创历史新高，净融资规模连续第二年超过非金融企业信用债。受股份行和城商行调整负债结构、主题债券继续大规模发行以及国有大行为满足 TLAC 考核补充资本金需求驱动，商金债和“二永债”贡献了金融类信用债净融资的 84%；证券公司债和保险公司债净融资规模均较 2022 年有所增长。

2023 年金融债发行放量，当年发行量和净融资额分别为 4.11 万亿元和 1.64 万亿元，同比分别增长 13.9% 和 42.8%，均创历史新高。截至 2023 年，金融债净融资额已连续五年超万亿元，且已连续两年超过非金融信用债净融资额。2017 年以来，金融债存量增速持续超过非金融信用债。截至 2023 年末，金融债存续规模已达 12.85 万亿元，是 2015 年末的 3.73 倍，达到非金融信用债存续规模的 55.1%。

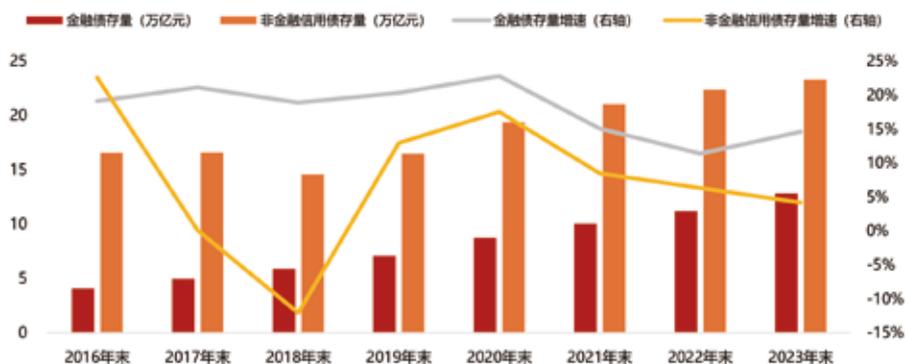
图表 14 2023 年金融类信用债发行量和净融资规模创历史新高



数据来源：Wind，东方金诚；注：金融类信用债统计口径包含商业银行普通债、商业银行二级资本债和永续债、商业银行次级债、证券公司债、证券公司短期融资券、证券公司次级债、保险公司债和其他非银金融机构债券等；

³ 金融类信用债统计口径包含商业银行普通债、商业银行二级资本债和永续债、商业银行次级债、证券公司债、证券公司短期融资券、证券公司次级债、保险公司债和其他非银金融机构债券等，以下简称金融债。

图表 15 2017 年以来金融债存量增速持续高于非金融类信用债



数据来源：Wind，东方金诚

分券种看，2023 年商业银行普通债（简称“商金债”）和次级债贡献了金融债净融资的 83.6%。2023 年，商金债、商业银行次级债和证券公司债发行量均超万亿元。其中，商金债和商业银行次级债净融资额较大，分别达到 6513 亿元和 7191 亿元，前者同比下降 1363 亿元，后者增长 1908 亿元；证券公司债因到期量较大，净融资规模仅为 2946 亿元，但同比增加 4135 亿元。此外，保险公司债和证券公司短期融资券净融资分别为 327 亿元和 100 亿元，规模较小。

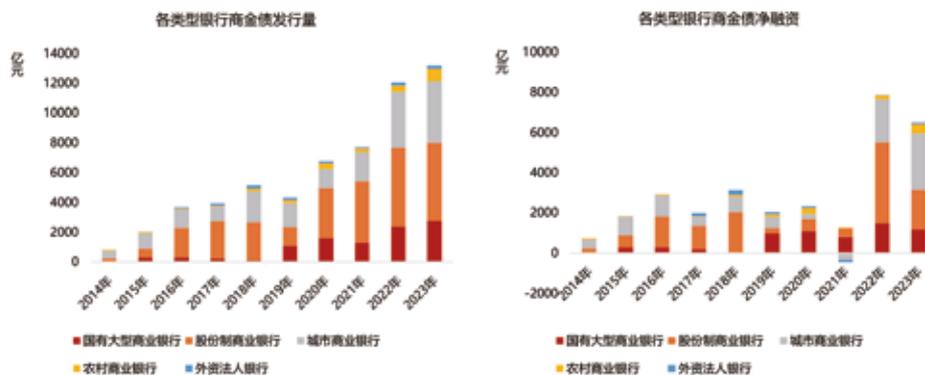
图表 16 各类型金融债融资情况



数据来源：Wind，东方金诚

2023 年商金债净融资规模处于历史高位，城商行和股份行贡献了商金债净融资额的 73.4%，绿色、小微等主题债券发行占比超 4 成。2023 年，商金债发行量同比增长 9.4%，净融资下降 20.9%，但仍处历史较高水平。其中，国有大行、股份行、城商行和农商行净融资额分别为 1180 亿元、1975 亿元、2807 亿元和 461 亿元。近两年，股份行和城商行为调整负债结构、拉长负债久期，商金债净融资大幅增长，同期同业存单净融资则明显减少。

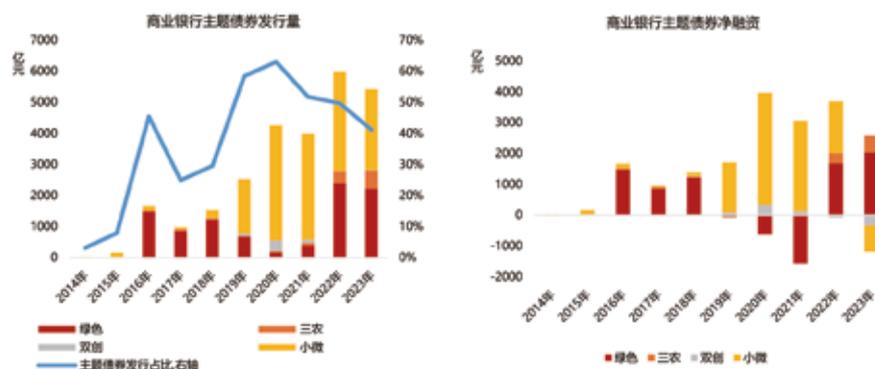
图表 17 各类型银行商金债融资情况



数据来源：Wind，东方金诚

为支持相应领域贷款投放，近年来商业银行主题债券（含绿色、小微、三农和双创主题债券）净融资保持高位，2023年绿色和三农债券净融资规模同比增长，三小微和双创债券净融资转负。2023年商业银行主题债券共发行5432亿元，占商业银行普通债发行量的41.2%，其中绿色、小微、三农和双创主题债券发行量分别为2218亿元、2617亿元、592亿元和5亿元，净融资分别为2039亿元、-856亿元、542亿元和-330亿元。绿色和三农主题债券净融资规模较2022年分别增长358亿元和213亿元，小微主题债券在2020-2022年连续三年净融资大幅为正，2023年因到期量较大，净融资转负。

图表 18 商业银行主题债券融资情况



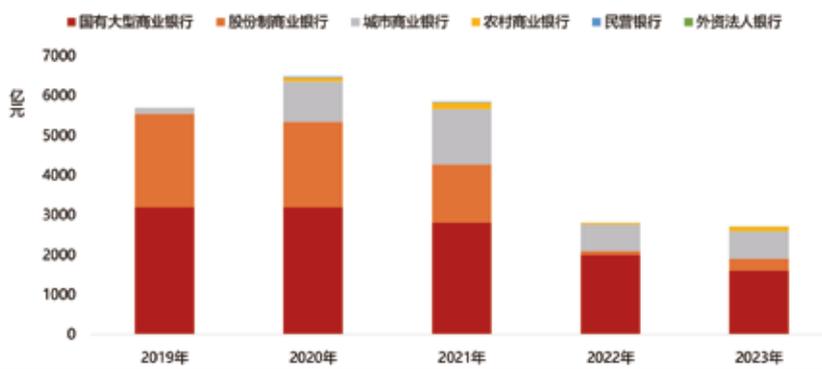
数据来源：Wind，东方金诚

2023年商业银行二级资本债和永续债净融资以国有大行为主，股份行、城商行和农商行永续债发行量同比有所增长。2023年，商业银行二级资本债共发行8436亿元，同比减少692亿元，但仍处历史较高水平，净融资4439亿元，同比增加26亿元。其中，国有大行净融资4870亿元，超过全体银行净融资额。一方面，四大行作为全球系统重要性银行，需在2025年初满足TLAC（总损失吸收能力）监管要求，近年来主要通过发行二永债，特别是二级资本债补充资本缺口；另一方面，近期信贷支持实体经济和城投化债也需要国有大行进一步补充资本，因此带来了二永债融资的放量。作为补充其他一级资本的重要工具，商业银行永续债自2019年开始发行，至2021年期间年均发行规模在6000亿左右，由于永续债对发行人资质要求较高，难以持续大幅扩容，2022年以来发行量明显下滑。2023年，国有大行发行永续债1600亿元，同比减少400亿元，股份行、城商行和农商行分别发行永续债300亿元、688亿元和124亿元，较2022年分别增加200亿元、27亿元和79亿元。

图表 19 各类型银行二级资本债发行规模

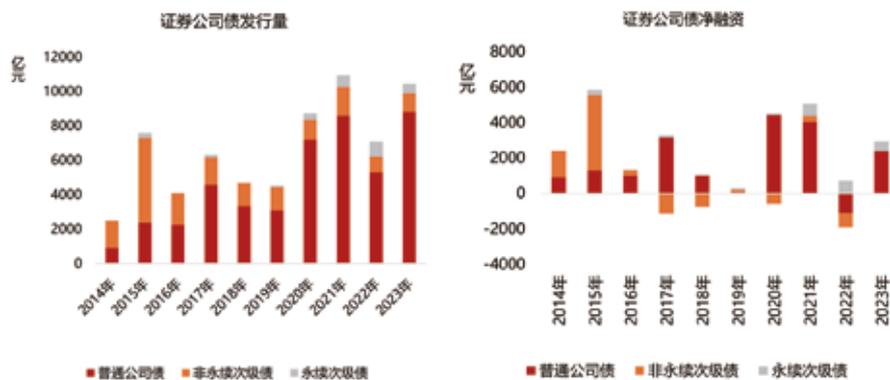


图表 20 各类型银行永续债发行规模



2023 年券商扩大业务规模、补充流动资金以及资本补充等需求提升，带动证券公司债发行量同比大幅增长，净融资转正。其中，普通公司债发行规模 8817 亿元，净融资 2414 亿元，分别较 2022 年增加 3497 亿元和 3523 亿元；非永续次级债发行规模 1115 亿元，较 2022 年增加 200 亿元，但净融资仍为负；永续次级债发行难度相对较大，2023 年发行量和净融资均为 534 亿元，分别较 2022 年减少 340 亿元和 190 亿元。

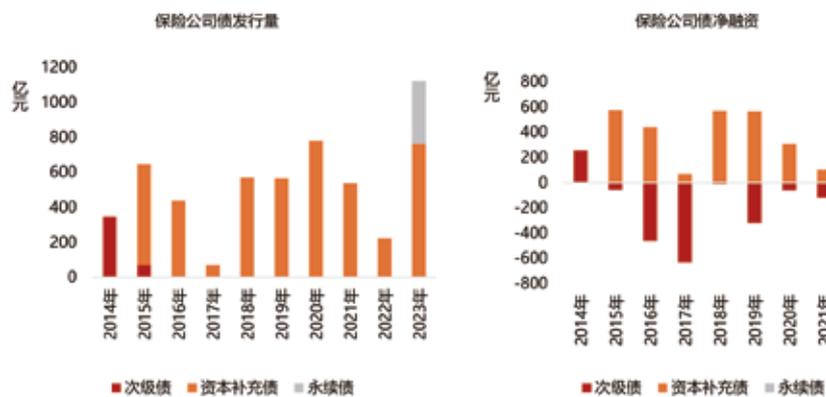
图表 21 证券公司不同类型债券融资情况



2023 年保险公司债券发行量和净融资也出现较大增幅，发行规模创历史新高。2022 年“偿二代”落地后，因资本认定更加严格，风险因子大幅提升，保险公司进行资本补充的需求提高。2023 年保险公司资本补充债发

行量 764 亿元，同比增加 540 亿元，净融资 189 亿元，与 2022 年基本持平。同时，2022 年 8 月，央行和原银保监会联合印发《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，允许符合条件的保险公司发行永续债补充核心二级资本。2023 年保险公司永续债正式落地，全年多家险企发行永续债，发行量共计 358 亿元。

图表 22 保险公司不同类型债券融资情况



数据来源：Wind，东方金诚

化债行情下，2024 年城投债市场还有哪些机会？

—— 2023 年城投债市场回顾与 2024 年展望

姚宇彤 徐嘉琦 冯琳 于丽峰

核心观点

- 2023 年城投债市场回顾：2023 年债市“资产荒”延续，叠加城投化债行情演绎，主要期限、评级城投债收益率和信用利差整体下行，8 月后受政策影响快速压缩，至年末均位于历史较低水平；“短久期 + 下沉资质”策略成为市场共识，弱资质、短久期城投债收益率和利差压缩幅度较大。
- 2024 年城投债市场环境展望：地方财政收支矛盾将继续缓和但压力仍存；2024 年仍将是地方债务风险的化解之年，特殊再融资债会继续发行，同时，金融机构对地方化债的支持力度有望加大，通过展期、降息等手段全面弱化地方债务风险对经济金融稳定的潜在影响。
- 2024 年城投债市场展望：2024 年城投债市场供不应求或将延续。由于城投监管依然严格，城投债供给收缩，提前兑付节奏加快，城投债将进入存量市场，加之包括地产在内等产业债供给仍将较弱，“资产荒”或持续演绎。考虑到资产荒和化债将会延续，叠加无风险利率中枢下移，2024 年城投债收益率和信用利差总体上具备维持低位的基础。但鉴于利差保护不足，后续需密切关注政策执行力度和实际效果，警惕政策预期差导致的估值调整风险。
- 2024 年城投债投资策略展望：（1）短久期下沉策略仍具有合理性，但需考虑策略容量和估值风险；（2）基于目前的政策表述及政策发力后地方债务压力缓解的效果延续性，预计 2025 年之前到期的城投债安全性或亦有一定保障，因此，当前时点上部分区域可结合基本面和平台资质适当拉长久期至 2 年左右；（3）在政策尚不明朗的情况下，进一步拉长久期至 2 年以上应回归到对地方经济财政基本面和平台资质的分析上；（4）关注名单内外城投债不同的投资策略。

一、2023 年城投债市场行情回顾

2023 年债市“资产荒”延续，叠加城投化债行情演绎，主要期限、评级城投债收益率整体下行，且下行幅度超过相同期限国开债，信用利差几乎全面收敛。截至 12 月 31 日，主要评级、期限城投债收益率均位于历史较低水平，其中，“中高等级 + 长久期”品种和“低等级 + 短久期”品种收益率已降至近 10 年历史最低点（见表 1）；同时，主要评级、期限城投债信用利差也已降至历史较低水平，仅 5 年期 AA- 级城投债利差高于近 10 年历史中位数（见表 2）。从年内走势看，全年城投债市场行情大致可划分为三个阶段：

第一阶段：理财“赎回潮”后的修复行情（1-4 月）

2022 年四季度理财“赎回潮”冲击后，年末主要期限、等级城投债收益率和利差均处于相对高位。进入 2023 年，理财赎回风波渐退，城投债收益率和利差逐步回落。同时，地方化债预期在年初隐约浮现——1 月 7 日，时任银保监会主席郭树清在接受新华社采访时提到“有序开展地方政府债务置换”，加之流动性宽松提振城投债配置需求放量，但融资监管导致供给偏紧，引发债市“资产荒”再现，以及 3 月中旬降准落地、4 月经济基本面再度转弱等因素带动各类市场利率下行，也助推了城投债收益率和利差的压缩。

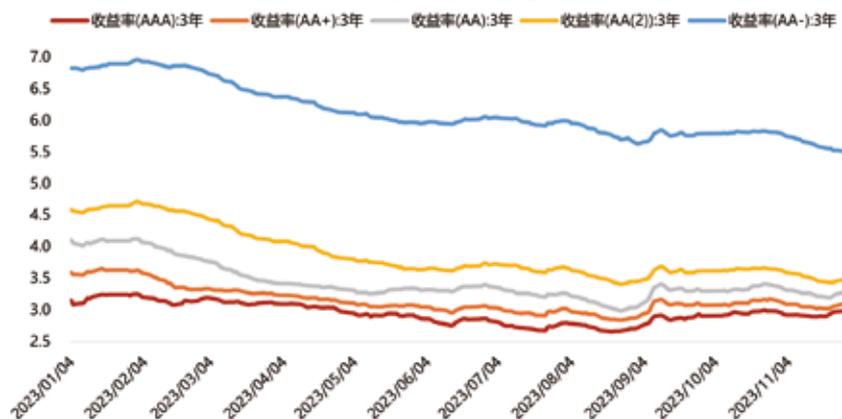
第二阶段：基本面和负面舆情带来的风波插曲（5-6 月）

进入二季度，房地产市场再度转弱，经济下行压力加大，土地出让金下滑导致地方财政持续紧张，市场对城投基本面走弱的担忧升温，普遍担心下半年城投债集中到期压力会否引发风险暴露。同时，这一阶段弱区域城投负面舆情频发，进一步加剧市场担忧情绪。在此背景下，城投债市场经历回调，主要等级、期限城投债利差多数走阔。

第三阶段：化债政策引发“抢券”行情（7 月至 12 月）

7 月 24 日，中央政治局会议提出制定实施“一揽子化债”方案，带动市场对城投债的情绪转向乐观，城投债收益率和利差快速收缩。同时，部分地区出现“抢券”潮，城投债发行利率亦大幅下行。8 月下旬以后，稳增长政策加码，信用债跟随利率债调整，信用利差走阔，10 月，万亿级特殊再融资债集中发行，城投债短期安全边际提升，利差再度收窄，“短久期 + 下沉资质”策略成为市场共识，弱资质、短久期城投债收益率和利差压缩幅度较大。12 月，受存款利率调降、宽货币预期升温影响，债市收益率整体走低，城投债收益率亦随之延续下行。

图 1 2023 年城投债收益率走势（%）



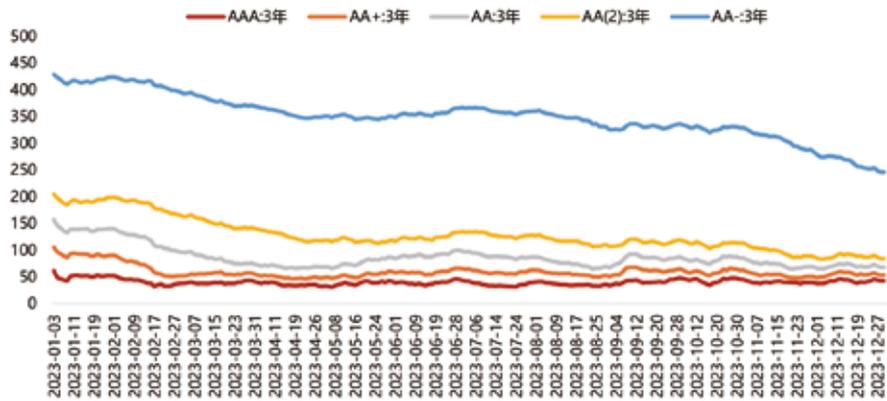
数据来源：Wind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级

表 1 2023 年城投债收益率波动状况及年末历史分位数

评级	期限	收益率 (%)		收益率波动 (bp)											
		当前收益率	历史分位数	1.31 较 12.31	2.28 较 1.31	3.31 较 2.28	4.30 较 3.31	5.31 较 4.30	6.30 较 5.31	7.31 较 6.30	8.31 较 7.31	9.30 较 8.31	10.31 较 9.30	11.30 较 10.31	12.31 较 11.30
AAA	1Y	2.59	12	-11	10	-4	-11	-15	-3	-4	-8	21	15	5	-22
	3Y	2.77	6	-3	-8	-7	-12	-9	-6	-4	-9	20	6	0	-20
	5Y	2.93	0	5	-23	-3	-6	-13	2	-1	-11	12	5	-6	-19
AA+	1Y	2.69	13	-18	3	-7	-10	-17	1	-7	-8	22	12	6	-18
	3Y	2.88	5	-7	-30	-8	-11	-6	-3	-2	-15	20	6	-6	-20
	5Y	3.08	0	-9	-27	-12	1	-15	9	-4	-11	10	6	-13	-19
AA	1Y	2.80	13	-36	-24	-9	-9	-15	0	-10	-9	27	8	6	-16
	3Y	3.03	4	-8	-32	-38	-9	0	4	-11	-23	26	7	-11	-24
	5Y	3.26	0	-3	-26	-18	-13	-14	5	-5	-20	16	2	-17	-24
AA(2)	1Y	2.92	12	-27	-44	-32	-14	-8	5	-15	-17	31	8	1	-13
	3Y	3.19	3	7	-21	-41	-26	-19	8	-4	-23	17	1	-17	-28
	5Y	3.70	3	7	-15	-21	-21	-23	2	-6	-22	14	3	-18	-21
AA-	1Y	3.14	0	-11	-15	-54	-34	-39	-24	-7	-26	9	0	-47	-11
	3Y	4.81	11	8	-15	-43	-24	-17	7	-4	-35	14	1	-35	-65
	5Y	5.94	21	9	-11	-23	-19	-22	2	-6	-26	14	3	-21	-22

数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 信用等级采用中债市场隐含评级, 历史分位数统计自 2014.1.1

图 2 2023 年城投债信用利差走势 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 信用等级采用中债市场隐含评级

表 2 2023 年城投债利差变动及年末历史分位数

评级	期限	信用利差		利差波动 (bp)											
		当前利差 (bp)	历史分位数 (%)	1.31 较 12.31	2.28 较 1.31	3.31 较 2.28	4.30 较 3.31	5.31 较 4.30	6.30 较 5.31	7.31 较 6.30	8.31 较 7.31	9.30 较 8.31	10.31 较 9.30	11.30 较 10.31	12.31 较 11.30
AAA	1Y	39	22	-18	-7	4	-11	13	-2	2	-12	2	4	-7	8
	3Y	43	38	-21	-17	7	-10	9	3	-6	-3	9	2	-8	3
	5Y	44	21	-1	-27	8	-1	4	9	-6	-1	3	3	-13	0
AA+	1Y	49	24	-25	-14	1	-10	11	2	-1	-12	3	1	-7	12
	3Y	54	27	-25	-39	6	-9	12	6	-4	-9	9	2	-13	3
	5Y	59	16	-15	-31	-1	6	2	16	-9	-2	1	4	-21	0

AA	1Y	60	22	-43	-41	-1	-9	13	1	-4	-13	8	-3	-7	14
	3Y	68	20	-26	-41	-24	-7	18	13	-13	-17	15	3	-18	-1
	5Y	78	8	-9	-30	-7	-8	3	12	-10	-11	7	-0	-25	-5
AA (2)	1Y	72	17	-34	-61	-24	-14	20	6	-9	-21	12	11	-26	17
	3Y	84	12	-11	-30	-27	-24	-1	17	-6	-17	6	-8	-19	-5
	5Y	122	12	1	-19	-10	-16	-6	9	-11	-13	5	-24	-2	-2
AA-	1Y	94	1	-18	-32	-46	-34	-11	-23	-1	-30	-10	3	-74	19
	3Y	246	47	-10	-24	-29	-22	1	16	-6	-29	3	-8	-37	-42
	5Y	346	63	3	-15	-12	-14	-5	9	-11	-17	5	-24	-5	-3

数据来源：Wind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，历史分位数统计自 2014.1.1

二、2024 年城投债市场环境展望

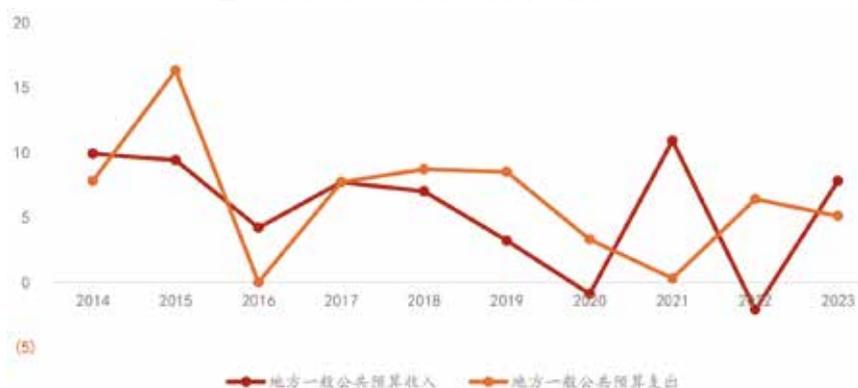
（一）基本面：2024 年地方财政收支矛盾将有所缓和但压力仍存

1. 地方财政

2023 年地方财政收支矛盾依然突出。2023 年经济转入疫后修复过程，加之上年同期大规模留抵退税造成的低基数，地方财政收入较快增长。全年全国地方一般公共预算收入 11.72 万亿元，同比增速为 7.8%，大幅高于 2022 年的 -2.1%，但剔除基数影响后的两年平均增速仅为 2.7%，背后是 2023 年基本面修复过程较为曲折，税基扩张缓慢。从支出角度看，由于 2023 年财政政策仍需发挥逆周期调节作用，地方财政支出保持了一定强度。全年全国地方一般公共预算支出为 23.64 万亿元，同比增长 5.1%，但两年平均增速达 5.8%，明显高于同期收入端两年平均增长水平，显示地方财政收支矛盾依然突出——2023 年地方财政收支缺口达到 11.91 万亿元，为历史最高。

2024 年地方财政收支矛盾有望边际缓和。2023 年 12 月中央政治局会议要求 2024 年“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，指向 2024 年财政支出仍需保持一定强度，地方财政压力仍存。不过，从收入端来看，在稳增长政策发力、消费修复和外需改善拉动下，2024 年实际 GDP 增速有望达到 5.0%，加之 CPI 和 PPI 同比中枢均具备回升基础，GDP 平减指数同比料实现回正，预计 2024 年名义 GDP 增速将达 6.2%，高于 2023 年的 4.6%。这将带动可比口径下的地方一般公共预算收入增速加快，从而一定程度上缓解地方财政收支矛盾。

图 3 地方一般公共预算收支同比增速 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

2. 土地市场

2023 年房地产市场持续调整，土地市场低温运行。全年全国土地成交额共计 4.62 万亿元，同比下降 10.7%。其中，有 21 个省份土地成交额同比有所下降；从两年平均看，除海南、内蒙古外，其余省份土地成交额两年平均增速均为负增长。土地市场低迷导致地方政府性基金收入持续下滑，在 2022 年下降 21.6% 的基础上，2023 年同比下降 13.2%，这进一步加剧了地方政府面临的财政困境。

在针对房地产的定向降息等各项政策调整到位驱动下，2024 年中前后房地产市场有可能走出为期三年的低迷，土地市场亦有望企稳，加之低基数效应，土地成交额下滑趋势将明显缓和。但短期内楼市出现“V 形”反转的可能性并不大，且考虑到房企资产负债表修复需要一个过程，因而短期内土地成交额将难有明显增长。预计 2024 年地方政府性基金收入将与 2023 年大致持平。

从土地成交额对城投利息支出的覆盖情况看，2022 年各省市土地成交额对城投利息支出的覆盖程度均有明显下降；2023 年土地市场低温运行下，多数省份土地成交金额继续同比下降，对城投利息支出的覆盖程度继续下行，前三季度青海和云南土地成交额对城投利息的保障倍数不足一倍。而天津、吉林、黑龙江、宁夏保障倍数略有提升，或由于受化债利好政策支持，存量债务付息成本下降。我们判断，随着一揽子化债政策持续落地，2024 年城投债务融资成本将继续下降，叠加土地市场企稳，土地成交额对城投利息的保障倍数将整体提升。

表 3 各省市土地成交额对城投利息的保障倍数

省份	土地成交额（亿元）			2023 年土地成交额增速（%）		土地成交额对城投利息的保障倍数		
	2021 年	2022 年	2023 年	同比增速	两年平均增速	2021	2022	2023 年 1-9 月
江苏	11796	8876	8428	-5	-15	9.82	7.12	4.08
浙江	9855	6700	5531	-17	-25	9.31	5.63	4.36
山东	6031	4230	3204	-24	-27	6.90	4.26	1.94
广东	7037	4088	3168	-23	-33	16.05	7.23	4.97
四川	3723	3262	2718	-17	-15	4.71	3.34	1.84
上海	3314	2265	2424	7	-14	11.88	7.71	5.73
福建	2614	1953	2011	3	-12	10.97	6.79	4.87
北京	2421	1783	1974	11	-10	2.44	1.93	2.15
河北	2141	1662	1862	12	-7	10.07	6.00	5.44
湖北	3074	1841	1807	-2	-23	10.78	6.14	2.46
安徽	2814	2311	1759	-24	-21	7.19	5.27	3.15
湖南	3007	2043	1649	-19	-26	13.89	9.08	4.13
河南	2885	1884	1453	-23	-29	6.47	3.60	1.89
江西	2069	1667	1425	-15	-17	6.03	4.09	2.69
陕西	1728	1495	1330	-11	-12	7.28	5.98	4.32
贵州	2030	1084	988	-9	-30	13.64	6.77	1.90
重庆	1880	734	726	-1	-38	9.50	3.62	2.11
天津	1116	396	621	57	-25	4.18	1.51	1.72
山西	826	508	472	-7	-24	15.74	7.92	4.50
广西	1028	654	427	-35	-36	4.53	3.64	1.73
海南	239	327	406	24	30	28.67	17.92	15.16
云南	483	367	354	-4	-14	1.36	1.19	0.88
内蒙古	315	263	328	25	2	-	-	-
辽宁	1059	452	316	-30	-45	17.41	9.85	4.91
新疆	567	324	280	-14	-30	5.02	2.72	1.96
吉林	809	193	265	38	-43	6.28	1.54	1.58
甘肃	454	174	142	-19	-44	7.78	2.63	-
黑龙江	244	67	84	26	-41	11.14	3.15	4.12
宁夏	109	95	78	-17	-15	5.11	3.82	4.48
青海	148	65	8	-88	-77	3.75	1.73	0.14
西藏	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind, iFind, 东方金诚；2023 年 Q3 缺失数据由已有平台同期增长率推算得出

（二）政策环境：2024 年化债仍是重点工作

近年来，经济承压和房地产市场下行导致地方财政收入明显下降而支出责任加重，地方化债空间受到挤压，债务问题不断深化，部分经济财政实力较弱的高债务率地区债务风险快速积聚，完全依靠自身能力化解债务风险的难度很大。这导致城投信用基本面恶化，2023 年城投非标违约等负面舆情多发。据不完全统计，2023 年首次出现信用风险舆情事件的城投企业超过 158 家，主要集中在山东、贵州、云南、河南、湖南等省份。

在此背景下，2023 年 7 月，中央政治局会议首提“制定实施一揽子化债方案”，为地方化债工作提供了新的指引。8 月，央行联合金融监管总局和证监会召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议，重申统筹协调金融支持地方债务化解工作，细化工作内容；10 月，中央金融工作会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制”；12 月，中央经济工作会议提出，要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省挑起大梁。

表 4 2023 年 7 月以来中央层面化债相关政策表述不完全统计

时间	政策	主要内容
2023/7/24	中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
2023/8/18	金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	重申统筹协调金融支持地方债务化解工作，细化工作内容，提出三点指引：（1）丰富防范化解债务风险的工具和手段；（2）强化风险监测、评估和防控机制；（3）推动重点地区的风险处置。
2023/8/28	人大常委会审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》	明确提出从以下三个方面防范化解地方政府债务问题：一是制定实施一揽子化债方案；二是中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性措施来逐步缓释债务风险；三是加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为。
2023/8/30	《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》	坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量，严格查处问责违法举债行为。
2023/10/24	全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议	中央政府将在今年四季度增发 2023 年国债一万亿元，作为特别国债管理。此次特别国债主要支持灾后恢复重建和提升防灾减灾的项目建设。
2023/10/30	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。
2023/11/6	财政部通报 2022 年以来查处的 8 起隐性债务问责典型案例	湖北省部分地区要求省属国有企业垫资建设新增隐性债务；广西柳州市要求国有企业垫资建设应由财政预算安排的项目新增隐性债务；陕西省西安市通过国有企业举债融资新增隐性债务；河南省许昌市鄢陵县要求代理银行垫付资金且长期未清算新增隐性债务；四川省成都市彭州市以预期土地出让收入等作为项目投资回报来源要求国有企业垫资建设新增隐性债务；江西省景德镇市以国有企业为主体融资借新还旧并作为化债处理造成化债不实；农发行陕西省分行违法违规向地方政府及其部门提供融资及相关服务新增隐性债务；农业银行芜湖分行及辖区内相关支行违法违规向地方政府及其部门提供融资及相关服务新增隐性债务。
2023/11/8	国家发改委、财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》的通知	规范实施政府和社会资本合作新机制，充分发挥市场机制作用，拓宽民间投资空间，坚决遏制新增地方政府隐性债务，提高基础设施和公用事业项目建设运营水平，确保规范发展、阳光运行。政府和社会资本合作项目应聚焦使用者付费项目，明确收费渠道和方式，项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报，不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任。政府付费只能按规定补贴运营、不能补贴建设成本。
2023/11/8	央行行长潘功胜在出席 2023 金融街论坛年会时的讲话	总的看，我国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平，中央政府债务负担较轻。地方政府债务有两个特点。一是主要用于基础设施投资，一般有实物资产支持，对当地经济发展产生了较好的正外部性。二是大部分地方政府债务主要集中于经济规模较大、经济增长较快的省份，他们有能力自行化解债务。三是金融管理部门出台相关政策，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制。必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。四是支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型成为不依赖政府信用、财务自主可持续的市场化企业。

2023/12/11-12	中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
2023/12/21-22	全国财政工作会议	要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

1. 本轮化债的主要特点

(1) 本轮化债仍由地方承担主责，但更加重视中央、地方和金融机构在化债过程中的配合。本轮化债过程中，中央对地方化债的支持力度加大，主要体现在以下方面：一是重启特殊再融资债发行，统筹各地债务限额，给予高债务负担地区更多发行特殊再融资债以置换隐债的额度；二是拟通过设立化债 SPV 等措施，支持银行参与存量隐债置换和展期；三是增发国债，由中央加杠杆并加大对地方的转移支付力度，缓解地方财政收支矛盾，为地方债务风险化解腾挪财政空间。不过，中央对地方化债给予适当支持，并不代表直接为地方债务风险兜底，本轮化债仍由地方承担主责，以避免引发道德风险。

此外，作为隐性债务的债权人，金融机构也是一揽子化债方案的重要参与者。在支持城投化债的过程中，监管要求金融机构坚持“保本微利”、“让利为先”原则，以市场化、法制化方式，参与存量债务的展期或置换，同时确保不新增隐性债务。

图 5 中央、地方和金融机构三个维度落实一揽子化债政策



资料来源：公开资料，东方金诚整理

(2) 债务化解范围扩大。2023 年 7 月中央政治局会议将债务风险防范化解的口径从“地方政府债务”扩大至“地方债务”。这意味着除了被认定的隐性债务以外，城投平台的经营性债务、拖欠企业的账款等也将全部纳入风险防范化解的范围。

(3) 建立长效机制。2023 年 10 月中央金融工作会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制”，这主要是指切实防范“一边化债一边新增”，在化解存量的同时严防新增。为此，一方面要建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，不断优化地方政府债务结构；另一方面，要推动平台企业转型，从根本上控制地方债务增长，真正实现地方财政治理的现代化。

2. 一揽子化债方案的具体举措

(1) 特殊再融资债重启发行

2023 年 9 月底，募集资金用于置换隐债的特殊再融资债重启发行，标志着一揽子化债方案的落地实施。截至 2023 年 12 月 31 日，已有 27 个省份和计划单列市发行特殊再融资债券，合计金额 13885.14 亿元。其中，贵

州发行规模达 2263.81 亿元，天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁（含大连市）的发行规模也已超千亿元。需要说明的是，特殊再融资债潜在发行空间主要依赖于地方债务剩余限额，但 2023 年多个省市发行规模超出 2022 年底本省地方政府债务限额空间，如贵州、天津、湖南、吉林、重庆等。主要原因是中央会收回各省一定比例的债务限额进行全国统筹，向高债务风险地区予以倾斜。

表 5 截至 2023 年 12 月 31 日，本轮已发或待发特殊再融资债情况（亿元）

地区	分类型		分发行期限					总计	债务空间 - 发行总额
	一般债	专项债	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	30 年期		
贵州	1,605.76	658.05	80.16	823.90	972.14	197.21	190.40	2,263.81	-1,774.31
天津	681.67	604.66		681.67		604.66		1,286.33	-1,041.74
云南	1,076.00	99.50		561.50	694.50			1,256.00	-189.27
湖南	501.60	620.40	562.70	559.30				1,122.00	-937.75
内蒙古	892.80	174.20	363.20	335.20	368.60			1,067.00	-427.60
吉林	537.00	355.00			338.00	199.00	355.00	892.00	-510.53
辽宁（不含大连）	729.42	141.00			259.28	470.14	141.00	870.42	-127.12
大连	110.18	25.40			75.86	34.32	25.40	135.58	52.66
重庆	421.90	304.10			349.17	376.83		726.00	-516.00
广西	349.80	273.20	73.20	249.80	75.00	225.00		623.00	-252.91
安徽	277.20	342.80		620.00				620.00	447.00
河南	155.60	192.40		348.00				348.00	982.20
黑龙江	128.80	174.20				232.80	70.20	303.00	-183.30
福建	126.10	155.90				282.00		282.00	673.48
山东	126.10	155.90			282.00			282.00	545.58
四川	125.20	154.80			125.20		154.80	280.00	521.60
河北	123.80	153.20		277.00				277.00	1,133.41
江苏	116.70	144.30			116.70		144.30	261.00	1,638.95
甘肃	186.30	33.70				220.00		220.00	83.30
江西	69.70	86.30				156.00		156.00	778.94
宁夏	124.40	16.60			61.00	80.00		141.00	98.90
陕西	44.70	55.30			100.00			100.00	703.25
青海	54.00	42.00			96.00			96.00	120.70
湖北	41.10	50.90			41.10	50.90		92.00	533.18
新疆	25.00	31.00				56.00		56.00	542.87
浙江	23.20	28.80				52.00		52.00	496.53
宁波	11.20	13.80			11.20	13.80		25.00	130.85
山西	12.50	15.50		28.00				28.00	192.00
海南	10.70	13.30				10.70	13.30	24.00	192.00
总计	8,573.45	5,116.21	1,079.26	4,429.39	3,905.75	3,261.36	1,094.40	13,885.14	3,906.87
合计占比	62.57%	36.85%	7.77%	32.30%	28.56%	23.56%	7.88%	100.00%	

数据来源：Wind，东方金诚整理

（2）金融机构支持化债

2023 年中央多次提及金融支持地方化债，“引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务”。9 月末，国务院办公厅下发《关于金融支持融资平台债务化解相关工作的指导意见》，指导商业银行参与地方债务化解。市场将这份文件称为“35 号文”，各大行基于“35 号文”制定本行参与化债的具体方案。同时，上半年各地政府已成立化债工作小组，牵头摸排存量债务，形成地方政府融资平台清单（即网传“3899”名单），商业银行的存量债务置换主要基于

该清单进行。

就目前来看，商业银行对城投在本行的存量贷款进行降息展期的意愿相对较高，但参与债务置换的实际进展缓慢，或与其中存在的一些难点有关，包括对城投主体的认定、置换债务范围的认定、债权债务关系是否清晰等。但随着一揽子化债方案持续实施，在“35号文”指导下，2024年银行体系支持城投存量债务化解工作有望加速推进。

2019年以来，银行就已参与到城投债务的置换中。在上一轮化债过程中，本地城商行先介入，随后四大行才跟进。主要原因是城投贷款在当时是优质资产，因而银行参与置换，既能增加信贷投放，又有不错的回报。但在本轮债务置换中，国有大行和政策性银行预计将成为化债主力。一是因为中小银行所发放的贷款在当地城投存量贷款中占比较高，降息展期的压力较大；二是中小银行的资金成本较高，难以在满足化债要求的同时实现自身盈利。

我们用区域存贷比（贷款余额 / 存款余额）来衡量区域对外部金融资源的依赖程度，从2022年末的数据来看，存贷比超过100%的省份共有9个，分别为贵州、广西、云南、天津、宁夏、福建、重庆、甘肃、江西，其中有7个位列12个化债重点省市。这也反映出，这些省市债务杠杆较高，对外部金融资源依赖度高，依靠本省金融资源有效化解债务风险的难度较大，需要中央在特殊再融资债额度等方面给予更大支持。

表 6 2022 年末各省市存贷比数据

地区	各项存款余额	各项贷款余额	存款余额 - 贷款余额	存贷比
贵州	32,761.05	40,223.09	-7,462.04	123%
广西	40,032.65	44,197.23	-4,164.58	110%
云南	39,441.11	42,338.62	-2,897.51	107%
天津	39,342.70	41,650.30	-2,307.60	106%
宁夏	8,465.31	8,885.35	-420.05	105%
福建	70,859.00	74,128.73	-3,269.74	105%
重庆	48,218.18	49,365.86	-1,147.68	102%
甘肃	24,826.50	25,281.00	-454.50	102%
江西	52,864.10	52,629.10	235.00	100%
浙江	191,009.80	188,117.10	2,892.70	98%
江苏	212,225.20	203,925.53	8,299.67	96%
青海	7,613.50	7,044.80	568.70	93%
湖北	78,973.94	72,735.74	6,238.20	92%
安徽	74,492.70	67,048.40	7,444.30	90%
新疆	30,737.21	27,413.92	3,323.30	89%
湖南	69,770.10	62,072.10	7,698.00	89%
海南	12,182.15	10,506.18	1,675.97	86%
西藏	6,356.24	5,416.17	940.06	85%
山东	143,590.55	121,533.28	22,057.27	85%
内蒙古	32,313.63	26,918.95	5,394.68	83%
四川	110,274.84	90,963.29	19,311.55	82%
河南	92,548.40	75,528.50	17,019.90	82%
吉林	32,595.37	26,313.82	6,281.55	81%
陕西	61,575.56	48,631.59	12,943.97	79%
广东	312,286.48	239,605.98	72,680.50	77%
河北	99,818.34	76,291.66	23,526.68	76%
辽宁	74,534.38	53,809.16	20,725.22	72%
山西	53,279.59	37,406.25	15,873.34	70%
黑龙江	38,610.20	25,263.10	13,347.10	65%
上海	180,627.65	96,492.58	84,135.08	53%
北京	212,446.73	95,496.89	116,949.83	45%

资料来源：Wind，东方金诚整理

(3) 严控城投新增债务

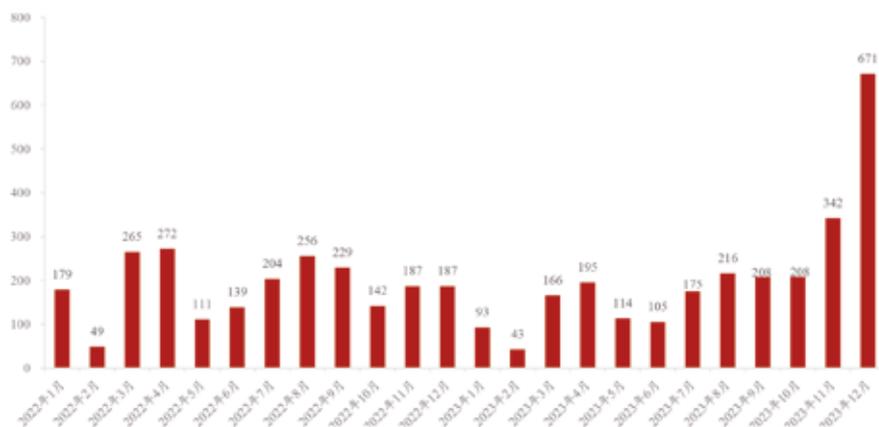
本轮化债过程中，在出台相应措施支持地方化解存量债务的同时，为严控新增隐债，夯实化债成果，“35号文”对地方国企进行了分类管理和限制。从交易所和交易商协会目前的执行口径来看，名单内和名单外的城投新增债券融资难度都明显加大。同时，随着特殊再融资债资金到位，城投债提前兑付规模明显放量。受这两方面因素影响，2023年10月起，城投债发行量和净融资额逐月递减，11月净融资额转负至-332亿元，12月发行量和净融资额持续下降，当月净融资缺口扩大至-1032亿元。

图 6 城投债月度发行和净融资走势（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

图 7 城投债本金提前兑付统计（亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

表 7 各省市 2023 年城投债净融资额及同比变动情况（亿元）

发行人地域	2023 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年累计	累计同比
重庆	48.78	-84.02	763.75	365.99
天津	-162.69	-210.25	182.51	191.92
宁夏	0.00	-13.10	-1.60	-23.70
内蒙古	-0.50	0.00	-8.50	13.25
甘肃	3.80	4.00	-56.80	80.36
青海	3.00	-8.00	-57.00	19.08
广西	52.86	-66.61	-58.52	-58.25
吉林	-63.80	-3.90	-74.09	77.21
辽宁	-6.00	-28.28	-77.14	-50.17

黑龙江	-51.62	-2.49	-92.28	-84.34
云南	-19.76	29.21	-99.31	199.92
贵州	-175.24	-48.23	-384.51	-153.18
重点省市合计	-371.17	-431.65	36.52	578.09
浙江	-162.30	-95.60	2,293.71	-73.86
江苏	-170.74	-75.46	1,994.80	212.51
山东	20.50	46.06	1,910.11	249.19
河南	131.44	7.84	1,451.79	478.08
湖北	0.49	-113.86	982.20	275.89
四川	-146.10	94.19	928.23	-59.99
安徽	-62.53	65.88	756.19	100.45
福建	-0.60	57.00	682.78	98.72
江西	-51.95	29.96	624.66	8.24
广东	10.50	19.80	500.65	-359.26
陕西	19.23	38.65	401.53	74.69
湖南	-183.82	-58.95	313.74	-115.05
河北	13.20	5.10	286.23	-16.92
上海	-20.00	-17.35	228.20	-453.37
山西	-12.30	45.10	142.92	23.06
北京	-56.80	65.00	134.32	-21.84
新疆	6.00	-13.96	120.09	21.84
西藏	5.00	0.00	43.75	13.03
海南	0.00	0.00	10.64	-4.71
非重点省市合计	-660.78	99.40	13,806.54	450.70
全部地区合计	-1,031.95	-332.25	13,843.05	1,028.78

资料来源：Wind，东方金诚整理

3. 一揽子化债方案对城投债市场的影响

2023 年下半年，一揽子化债方案的提出和落地实施，带来市场对城投债短期流动性风险担忧的缓解，城投债市场走出独立行情，收益率和信用利差明显压缩，其中化债重点省份利差压缩更为极致（见表 8）。这一乐观情绪传导至一级市场，再加上监管收紧导致城投债供给减少，加剧债市“资产荒”，城投债一级新发出现“抢券”行情，推动城投债发行利率明显下行。2023 年 6 月，城投债加权平均发行利率为 4.36%，11 月平均发行利率降至 3.57%，下行幅度达 79bps。12 月平均发行利率略有上升，主因整体发行期限有所拉长（见图 8）。

表 8 2023 年区域城投利差波动

区域	利差			利差波动 (bp)											
	当前利差 (bp)	较去年末变动 (bp)	历史分位数 (%)	1.31 较 12.31	2.28 较 1.31	3.31 较 2.28	4.30 较 3.31	5.31 较 4.30	6.30 较 5.31	7.31 较 6.30	8.31 较 7.31	9.30 较 8.31	10.31 较 9.30	11.30 较 10.31	12.31 较 11.31
青海	421	-595	59	-11	-37	-68	-81	-43	9	1	-7	-39	-36	-134	-149
云南	247	-361	36	7	-26	-31	-40	-6	-23	34	-17	20	-39	-248	8
天津	93	-360	6	6	81	-8	-18	19	16	-6	-378	-17	-46	-36	27
黑龙江	169	-263	2	-8	-31	-35	-18	-3	-4	-15	-100	-16	-11	-26	3
辽宁	148	-257	0.1	-19	-82	-15	-5	-60	-26	-10	-12	-9	8	-24	-3
广西	130	-256	1	-81	-43	-22	-11	-22	28	-10	-28	-22	-15	-31	1
甘肃	97	-242	18	17	-6	-134	-32	8	-3	-3	-24	5	-9	-60	-2
贵州	404	-212	28	13	-10	-55	-15	-4	-13	-3	-12	-1	17	-107	-22
陕西	89	-182	2	-12	-31	-23	-23	4	2	-16	-48	8	5	-55	8
河南	96	-166	15	-1	-54	-14	-25	12	18	-11	-28	-17	-19	-38	11

吉林	125	-162	20	27	-49	-34	15	7	2	1	-43	9	-6	-81	-9
内蒙古	79	-161	3	-17	-72	-47	-18	16	1	-12	0	22	-9	-47	21
重庆	86	-150	1	-12	-46	-12	-20	-2	21	-17	-19	4	-13	-31	-1
新疆	79	-144	4	-15	-46	-30	-25	0	17	-11	-25	8	-10	-16	9
山西	84	-141	4	-19	-63	-20	-29	13	11	-6	-18	10	1	-25	3
安徽	73	-130	9	-16	-58	-22	-17	9	14	-18	-16	11	-5	-21	9
湖南	83	-122	2	-14	-39	-16	-13	5	18	-9	-26	7	-7	-28	0
河北	76	-120	8	-18	-68	-14	-12	13	10	-13	-17	4	0	-17	10
湖北	81	-111	11	-25	-48	-16	-9	9	17	-9	-17	9	-3	-25	6
江苏	68	-107	13	-24	-46	-20	-10	12	10	-10	-17	10	-4	-16	10
西藏	80	-102	58	-2	-37	-44	4	12	19	-19	-18	14	1	-29	-5
四川	66	-98	4	-16	-45	-19	-10	7	12	-9	-11	7	2	-17	1
山东	85	-98	12	-23	-28	-2	-8	2	18	-10	-18	6	-4	-32	2
江西	77	-95	11	-9	-42	-19	-18	9	14	-8	-18	13	-1	-25	8
海南	73	-95	6	-23	-40	-25	-4	22	9	-13	-11	14	-2	-20	-2
浙江	67	-93	14	-20	-42	-20	-7	11	12	-10	-14	10	1	-19	5
福建	59	-85	14	-37	-34	-5	-5	7	6	-4	-16	9	0	-16	9
宁夏	109	-61	66	-24	-55	-5	-13	25	13	-13	-20	10	386	-274	-91
北京	57	-58	29	-24	-27	0	-7	3	6	-4	-6	8	-2	-10	5
上海	52	-52	29	-18	-34	4	-8	10	2	-4	-9	6	1	-10	8
广东	49	-45	30	-20	-20	2	-9	8	3	-1	-9	7	3	-13	4

数据来源：iFinD，东方金诚

图 8 不同等级城投债加权平均发行利率 (%)



资料来源：Wind，东方金诚整理

4. 2024 年化债政策展望

2024 年仍将是地方债务风险的化解之年。预计 2024 年化债的重点是落实既定化债举措，其中包括，2024 年特殊再融资债会继续发行，发行量可能会在 1 万亿至 1.5 万亿元之间，可重点关注 2024 年地方政府债务限额调整情况，以及地方政府土地出让金收入的变化情况。同时，2024 年金融机构对地方化债的支持力度有望加大。预计在“35 号文”指导下，在政策性银行、各类商业银行全面参与下，银行将对重点区域的城投平台存量债务进行大规模重组，通过展期、降息等手段全面弱化地方债务风险对经济金融稳定的潜在影响。

在化债政策呵护下，加之目前地方政府各个方面力保债券刚兑的态度较为明确，短期内城投公开债发生违约的可能性很小，2024 年行权到期的城投债安全边际仍然较高。但无论是特殊再融资债，还是金融支持化债，

都是短期内缓解地方流动性风险的手段。从中长期来看，要从根本上解决地方债务问题，还需要在稳定地区经济增长、加速城投平台市场化转型的同时，推进财税体制改革，清晰、合理地划分中央与地方政府之间的财权和支出责任，形成可持续的央地财政关系。

三、2024 年城投债市场展望

2024 年城投债收益率和信用利差具备维持低位的基础。首先，2024 年经济运行仍面临下行扰动，宏观政策需要保持稳增长取向，其中货币政策将配合财政扩张维持宽松，降准、降息将会持续。这意味着，2024 年流动性环境将保持合理充裕，债市仍有政策博弈空间，且整体上仍将处于牛市环境。预计全年无风险利率中枢有望下移，其中 10 年期国债收益率均值将从 2023 年的 2.7% 降至 2.6% 左右。其次，在一揽子化债方案持续推进支持下，城投平台短期流动性风险得到明显缓释，市场对短期内城投债不太可能发生违约的预期较为一致。最后，“资产荒”背景下市场对城投债的配置需求依旧较强，叠加监管趋严带来的供给收缩，城投债市场供不应求的状态或将持续。

综上，2023 年推动城投债市场行情的两大因素——资产荒和化债——在 2024 年将会延续，叠加无风险利率中枢下移，城投债收益率和信用利差总体上具备维持低位的基础。但需注意的是，2024 年地方财政收支矛盾虽有望边际缓解但压力仍存，同时监管政策收紧导致城投新增融资难度加大，城投信用基本面本身并未出现明显改善，市场担忧情绪缓释主要仰仗化债支持政策。但化债政策力度和持续时间存在不确定性，且政策落地效果也可能存在预期差，加之当前城投债收益率和利差均已处于历史较低水平，因此，后续需密切关注政策执行力度和实际效果，警惕政策预期差导致的估值调整风险。

四、2024 年城投债投资策略展望

（一）短久期资质下沉仍具合理性，但需考虑策略容量和估值风险

2023 年 8 月以来，化债政策驱动的城投债行情超出市场预期，短久期下沉策略成为市场共识。背后是考虑到政策面和基本面因素，城投短期偿债风险可控但中长期偿债能力存在不确定性，短久期高票息品种性价比凸显，成为市场重点抢配的资产，特别是化债重点省市 2Y 以内的城投债利差大幅收窄。展望 2024 年，化债政策支持下，年内到期行权的城投债安全边际仍高，短久期下沉策略仍具合理性。但在弱资质地区短久期城投债利差压缩幅度较大、收益空间缩水的情况下，2024 年短久期资质下沉策略需要考虑策略容量和估值风险。

策略容量方面，2024 年城投债短久期下沉的择券空间正在收缩。截至 2023 年底，将于 2024 年到期偿还的城投债共 6013 只，到期偿还规模合计 40475 亿元。随着时间的推移，短久期存续债券会逐渐减少，除因存续债到期再融资后的到期期限大概率超出 2024 年底外，更为主要的是，2024 年城投债整体供给将会收缩，且当前新发的城投债大多试图拉长期限，2024 年发行且当年到期的城投债规模预计较少。估值风险方面，截至 2023 年 12 月 31 日，1 年期 AA- 级城投债收益率已降至十年内历史最低点，利差十年分位数位于 1%，已经难以获得高额收益，且因信用利差保护已不足，利率波动和行情边际变化引发估值调整的可能性较大，需要防范估值风险。

从区域来看，各省市短久期城投债收益率集体下行，择券空间不断压缩。截至 2024 年 1 月 30 日，短久期城投债平均估值收益率在 4% 以上的仅有辽宁省，但具体到个券，仅有一只 PPN；估值在 3.5%-4% 区间内的仅有云南省，个券收益率 3% 以上的规模超过 150 亿元，集中于昆明市；估值在 3%-3.5% 区间的有甘肃、广西、山东，其中，山东省个券收益率 3% 以上的规模达到 274.3 亿元，值得重点关注。此外，江苏省虽然整体平均收益率偏低，但一年以内到期城投债规模较大，且区域内经济发展不平衡，收益率在 3% 以上的债券余额有 138 亿元，仍有参与空间。同时，河南、江西两省收益率在 3% 以上的债券余额均超过 100 亿元，也可适当挖掘。

表 9：各省短久期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
安徽	2.72	10.00					2.73	4.00	2.71	6.00	2.75	
北京	2.62				2.58		2.71					
福建	2.62		2.51		2.57		2.61		2.71			
甘肃	3.02	5.00					3.02	5.00				
广东	2.48		2.48				2.54					
广西	3.29	27.50					2.69				3.81	21.92
贵州	2.80								2.80			
海南												
河北	2.80	24.70					2.64		2.78	6.00	2.85	18.70
河南	2.98	165.40			2.52		2.76		2.95	111.40	3.46	54.00
黑龙江	2.79								2.79			
湖北	2.79	42.50			2.60		2.76		2.88	42.50	2.76	
湖南	2.76	13.79					2.65		2.80	9.79	2.82	4.00
吉林	2.85								2.85			
江苏	2.72	138.30	2.52		2.57		2.63		2.77	96.74	2.88	41.56
江西	2.82	105.54			2.52		2.63		2.88	72.45	3.06	33.09
辽宁	5.28	12.00									5.28	12.00
内蒙古												
宁夏	2.83										2.83	
青海												
山东	3.15	274.30			2.62		3.11	50.00	3.04	118.40	4.25	105.90
山西	2.65						2.65		2.61		2.71	
陕西	2.89	71.65					2.62		2.82	10.00	3.16	52.65
上海												
四川	2.86	56.19			2.53		2.63		2.90	44.19	3.23	12.00
天津	2.73	41.67					2.63		2.76	5.00	2.81	36.67
西藏	2.70						2.70					
新疆	2.48								2.48			
云南	3.87	182.11							3.17	10.00	3.85	146.67
浙江	2.67	25.30	2.44		2.60		2.63		2.78	25.30		
重庆	2.79	42.67	2.58				2.63		2.78	10.00	2.89	32.67

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

我们以山东和江苏两省为例，梳理了未来一年内这两个省份城投债仍存在超额收益空间的地区。

受特殊再融资债券发行以及近期城投债券市场估值大幅度回落影响，截至 2024 年 1 月 30 日，山东省各地级市短久期城投债收益率已下降至较低水平，平均估值在 4% 以上的有淄博、枣庄，但可选平台较少，择券空间较小；平均估值在 3.5%-4% 区间的有潍坊、济宁、威海，其中，潍坊受非标违约等舆情影响，AA- 级个券到期收益率中位数达到 4.84%，但在本轮化债中，潍坊受到山东省特殊再融资债资源倾斜，可根据平台资质及化债情况适当挖掘；平均估值在 3%-3.5% 区间的有青岛、聊城、菏泽，其中，青岛个券收益率超过 3% 的规模为 131.4 亿元，或与之前曾发生信用风险事件有关，短久期策略或将获得较好收益，可重点关注区域内核心平台。

表 10：山东省内短久期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
济南	2.62				2.62							
青岛	3.00	131.10			2.62		2.89	25.00	3.09	90.40	3.23	15.70
淄博	4.09	5.00							4.09	5.00		
枣庄	4.77	5.00							4.77	5.00		
东营												
烟台	2.70						2.70					
潍坊	3.84	61.40							2.81		4.84	61.40
济宁	3.60	25.80							2.77		3.92	25.80
泰安	2.74								2.74			
威海	3.97	25.00					4.38	15.00	3.19	7.00	3.74	3.00
日照	2.70								2.70			
临沂												
德州												
聊城	3.45	10.00					3.45	10.00				
滨州												
菏泽	3.33	11.00							3.33	11.00		

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

截至 2024 年 1 月 30 日，江苏省各地级市短久期城投债收益率也已下降至较低水平，但多个地市仍有 3% 以上收益率债券，其中泰州、常州、徐州、扬州个券收益率 3% 以上的债券规模超过 15 亿元，泰州、常州、宿迁 AA（2）3% 以上收益率的债券余额超过 10 亿元，可以结合化债进度和平台资质进行挖掘。

表 11：江苏省内短久期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
泰州	2.80	31.88			2.65		2.64		2.84	27.88	2.82	4.00
南京	2.68	8.90			2.55		2.62		2.73	8.90	2.71	
常州	2.71	16.00			2.55		2.62		2.75	16.00	2.88	
苏州	2.63		2.52		2.60		2.63		2.71			
淮安	2.76	11.36					2.77		2.76	8.00	2.78	3.36
无锡	2.62				2.55		2.64		2.70			
宿迁	2.78	11.11					2.60		2.83	11.11		
镇江	2.77								2.76		2.81	
南通	2.73	7.00			2.49		2.60		2.77	7.00		
盐城	2.76	6.00					2.62		2.78		2.84	6.00
徐州	2.72	15.50			2.57		2.62		2.75	8.00	3.13	7.50
连云港	2.81	11.35							2.79	4.85	3.13	6.50
扬州	2.74	19.20			2.55		2.62		2.73	5.00	3.24	14.20

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

（二）部分区域可结合基本面和平台资质适当拉长久期

综合考虑目前的政策表述及政策发力后地方债务压力缓解的效果延续性，我们认为 2025 年之前到期的城投债安全性或亦有一定保障。因此，在短久期下沉策略增厚收益难度较大的背景下，当前时点上可适当拉长久期

至 2 年左右。

分区域来看，1-2 年内到期的城投债平均估值收益率在 4% 以上的省份仅有甘肃和贵州，且债券存量规模较小；收益率在 3.5%-4% 区间的有湖南、青海、山东、四川、云南，其中，山东省个券收益率 3% 以上的余额接近 500 亿元；收益率在 3%-3.5% 区间的有安徽、广西、河南、湖北、江苏、江西、陕西、西藏、新疆、重庆，其中，河南和江苏个券收益率 3% 以上的余额均超过 400 亿元。聚焦山东、江苏和河南三省，结合化债进度、收益率和城投债供给水平，1-2 年期城投债投资策略建议关注山东省潍坊、济宁、威海，江苏省盐城、徐州及河南开封的 AA（2）与 AA- 级债券投资机会。

表 12：各省 1-2 年期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
安徽	3.22	69.94							3.13	50.00	3.76	19.94
北京	2.90	5.00			2.70		2.92	5.00				
福建	2.94	52.30					2.86	4.00	2.93	38.90	3.19	9.40
甘肃	5.60	4.42									5.60	4.42
广东	2.87								2.87			
广西	3.43	25.00							3.43	25.00		
贵州	7.41	44.20									5.53	12.90
海南	2.80						2.80					
河北	2.93	18.10							2.99	7.50	2.88	10.60
河南	3.22	485.37					2.90		3.16	321.20	3.49	164.17
黑龙江												
湖北	3.34	194.76					2.90		3.20	129.70	3.67	65.06
湖南	3.53	185.68					2.80		3.50	77.25	3.49	94.69
吉林												
江苏	3.02	724.87			2.72		2.85	26.10	3.00	333.03	3.19	365.74
江西	3.09	313.77			2.76		3.04	23.42	3.06	169.26	3.27	121.09
辽宁												
内蒙古												
宁夏	2.95	2.00									2.95	2.00
青海	3.51	13.50									3.51	13.50
山东	3.98	498.10			2.80		3.22	48.40	3.56	193.85	4.93	255.85
山西	2.86						2.73		2.89			
陕西	3.26	237.90							2.98	114.30	3.90	123.60
上海												
四川	3.97	79.65			2.72		2.81				3.93	42.15
天津	2.93	292.25					2.79	124.80	2.97	25.00	3.42	142.45
西藏	3.29	10.00							3.29	10.00		
新疆	3.36	78.32							3.10	31.00	3.84	47.32
云南	3.93	148.10							3.65	39.85	3.99	81.26
浙江	2.95	33.10					3.01	10.10	2.93	23.00		
重庆	3.45	158.47							3.20	37.20	3.60	121.27

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

表 13：山东省内 1-2 年期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
济南	3.08	6.00			2.86				4.84	6.00		
青岛	3.24	134.90			2.65		3.24	35.90	3.31	99.00		
淄博	4.36	34.95							4.04	10.00	4.49	24.95
枣庄	3.62	3.00							3.62	3.00		
东营												
烟台	2.92						2.92					
潍坊	4.80	104.00							3.91	28.50	5.14	75.50
济宁	4.55	92.90							3.15	13.00	4.77	79.90
泰安	3.48	7.00									3.48	7.00
威海	5.23	69.80					3.22	12.50	4.87	19.30	6.07	38.00
日照	3.94	11.60							3.65	6.00	4.52	5.60
临沂	3.55	16.40							3.44	3.50	3.59	12.90
德州												
聊城							3.45	10.00				
滨州												
菏泽	4.30	17.55							4.13	5.55	4.37	12.00

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

表 14：江苏省内 1-2 年期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
泰州	3.07	71.02			2.72				3.13	46.15	3.00	24.87
南京	2.94	48.80					2.81		2.93	22.80	3.47	26.00
常州	2.94	18.60							2.94	18.60		
苏州	2.78	33.07			2.68		2.77	17.00	2.90	14.07	3.27	2.00
淮安	3.01	83.75							2.94	43.25	3.29	40.50
无锡	2.91	11.00			2.86		2.92		2.93	11.00		
宿迁	3.12	21.20					2.72		3.23	8.20	3.17	13.00
镇江	3.07	80.76					4.20	9.10	3.02	49.05	2.99	22.61
南通	2.93	14.01					2.85		2.94	14.01		
盐城	3.23	144.67							3.17	37.10	3.25	107.57
徐州	3.14	148.51							3.03	31.26	3.23	117.25
连云港	3.06	21.94					2.98		2.92	10.00	3.47	11.94
扬州	3.03	27.54					2.77		3.12	27.54	2.70	

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

表 15：河南省内 1-2 年期存量城投债平均收益率及个券收益率 3% 以上规模（%、亿元）

区域	全部评级		AAA		AA+		AA		AA(2)		AA-	
	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模
安阳	3.51	26.00							3.51	26.00		
鹤壁												
济源	3.20	12.00									3.20	12.00
焦作	3.18	5.00							3.18	5.00		
开封	3.66	88.27							3.87	49.00	3.41	39.27

洛阳	3.28	27.00							3.15	14.00	4.23	13.00
漯河	3.29	48.80							2.98	6.00	3.37	42.80
南阳	4.15	4.00							4.15	4.00		
平顶山	3.34	24.00							3.39	11.00	3.26	13.00
濮阳	3.16	5.00									3.16	5.00
三门峡												
商丘	3.34	49.30							3.12	42.20	4.78	7.10
新乡	2.92					2.90					2.95	
信阳												
许昌	3.77	27.00							3.81	25.00	3.32	2.00
郑州	2.99	123.50							2.95	103.50	3.91	20.00
周口	3.13	25.50							3.19	15.50	3.04	10.00
驻马店	4.02	20.00							4.02	20.00		

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级，统计时间截至 2024.1.30

地方债务问题的根源在于中央和地方财权和事权的分配，以及房地产市场下行周期背景下，土地财政难以为继，导致地方债务风险提升。城投公司作为地方政府的融资平台，其偿债能力很大程度上依靠政府支持，目前对于剩余存续期在 2 年以上的城投债相关政策还不明朗，进一步拉长久期的策略需谨慎选择。在政策尚不明朗的情况下，长期来看，城投债投资还应回归到对地方经济财政基本面和平台资质的分析上。

对于地区经济财政基本面的分析可细分为经济发展状况、财政实力和债务负担三个部分。我们通过对经济状况和财政实力指标进行排序赋分，得到了各地区经济和财政实力的综合得分情况，根据得分可将各省市分为三个梯队。

第一梯队：综合得分在 7 分以上，包括江苏、广东、浙江、上海、山东、北京和福建。这些省份都位于东部地区，是我国的经济大省，GDP 总量规模大，财政自给率水平较高，产业发展、金融支持都较为成熟。

第二梯队：综合得分在 5-7 分区间，包括四川、安徽、湖北、河南、重庆、天津等 11 个省份。这些省份有一定经济实力，有支柱性产业或产业转型发展较好，财政自给率尚可，但整体实力明显弱于第一梯队的经济大省。

第三梯队：综合得分在 5 分以下，包括内蒙古、辽宁、云南、贵州、甘肃等西部和东北地区的省份。这些省份经济发展水平相对落后，财政自给率低，对中央的转移支付依赖度较高。

表 16：2022 年全国各省市经济状况、财政实力和债务负担

省份	GDP(亿元)	人均 GDP (万元)	社会消费品零售总额 (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	政府性基金收入(亿元)	财政自给率(%)	土地出让收入(亿元)	综合评分	地方政府 债务率(宽口径, %)	地方政府 负债率(宽口径, %)
	15%	20%	10%	15%	10%	20%	10%			
江苏	122,875.62	14.44	42,752.12	9,258.88	11,478.58	62.13	10,690.40	9.42	1,128.73	85.05
广东	129,118.58	10.19	44,882.92	13,260.88	5,111.17	71.55	4,665.58	9.29	347.44	35.68
浙江	77,715.40	11.85	30,467.20	8,039.85	10,050.48	66.90	8,336.15	9.02	999.63	103.41
上海	44,652.80	17.99	16,442.14	7,608.20	4,041.50	81.00	3,798.70	8.66	222.69	37.94
山东	87,435.10	8.60	33,236.16	7,104.10	5,868.15	58.57	5,396.25	8.35	892.46	72.51
北京	41,610.90	19.03	13,794.25	5,714.36	2,209.18	76.51	2,100.79	8.02	380.77	52.29
福建	53,109.85	12.68	21,050.12	3,339.21	2,631.32	58.67	2,492.79	7.68	844.95	53.12
四川	56,749.81	6.78	24,104.64	4,880.55	4,646.92	40.96	4,281.00	6.92	1,184.40	101.86
安徽	45,045.02	7.36	21,518.41	3,589.10	3,091.00	42.83	2,822.25	6.77	877.61	69.93
湖北	53,734.92	9.21	22,164.80	3,281.13	2,713.84	38.05	2,452.75	6.60	1,165.87	71.19
河南	61,345.05	6.21	24,407.41	4,250.35	2,217.45	39.92	1,930.70	6.11	879.36	60.93

湖南	48,670.37	7.36	19,050.66	3,101.80	3,192.00	34.50	2,952.20	6.06	1,257.63	80.15
陕西	32,772.68	8.29	10,401.61	3,311.57	1,955.64	48.98	1,592.26	6.05	787.80	79.60
重庆	29,129.03	9.07	13,926.08	2,103.42	1,753.95	42.99	1,561.86	5.66	1,405.93	101.52
山西	25,642.59	7.37	7,562.73	3,453.99	628.98	58.78	503.56	5.63	255.95	34.48
江西	32,074.72	7.09	12,853.49	2,948.30	2,252.00	40.45	1,959.90	5.53	1,017.83	93.56
河北	42,370.40	5.70	13,720.11	4,056.30	1,949.11	43.59	1,720.35	5.40	645.03	61.75
天津	16,311.34	11.92	3,571.99	1,846.69	408.91	67.65	378.97	5.19	1,159.00	131.22
内蒙古	23,158.65	9.65	4,971.40	2,824.39	384.37	47.97	323.21	4.90	418.69	51.06
辽宁	28,975.10	6.88	9,526.25	2,525.07	518.55	40.33	425.55	4.44	553.76	48.26
云南	28,954.20	6.17	10,838.84	1,949.46	534.92	29.10	445.88	3.65	1,447.23	97.44
贵州	20,164.58	5.23	8,507.14	1,886.41	2,022.26	32.24	1,949.55	3.50	1,450.59	135.70
新疆	17,741.34	6.86	3,240.48	1,688.00	399.87	29.55	347.24	2.97	813.67	77.42
广西	26,300.87	5.22	8,539.09	1,687.72	1,111.34	28.64	947.55	2.92	1,289.40	82.74
海南	6,818.22	6.66	2,268.35	832.43	468.86	39.69	399.56	2.71	504.48	61.59
宁夏	5,069.57	6.98	1,338.44	460.15	118.42	28.98	103.20	2.00	543.24	49.31
黑龙江	15,901.00	5.11	5,210.04	1,290.66	144.18	23.67	108.28	1.71	668.63	54.27
吉林	13,070.24	5.53	3,807.72	851.00	333.10	21.04	289.40	1.63	1,420.72	92.50
甘肃	11,201.60	4.50	3,922.22	907.65	344.99	21.32	214.56	1.47	1,314.43	106.51
青海	3,610.10	6.07	842.08	329.10	77.69	16.66	67.59	1.03	1,024.32	93.38
西藏	2,132.64	5.84	726.52	179.63	32.69	6.93	29.77	0.71	677.77	57.09

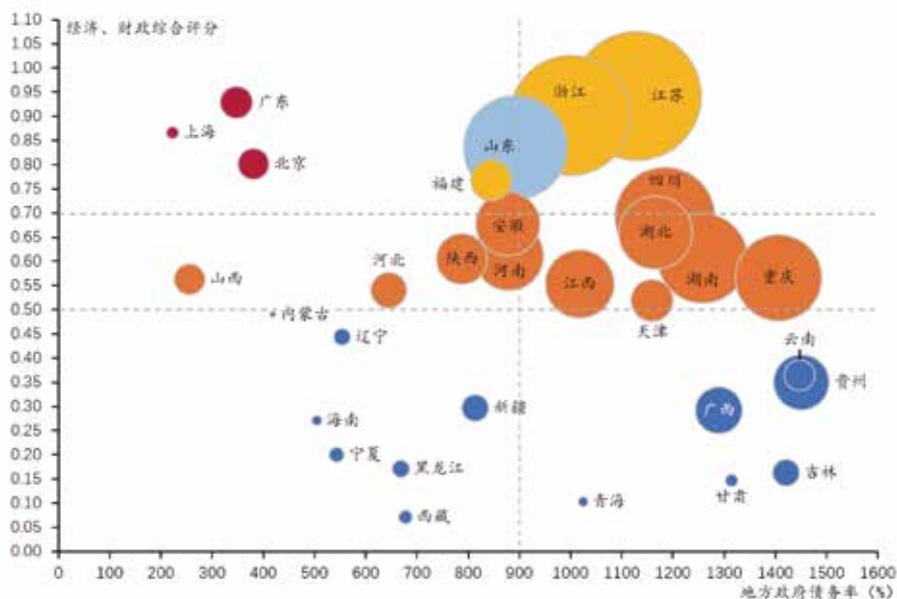
资料来源：iFind，东方金诚整理；综合评分根据各省经济和财政各项指标在全国排名百分比决定，每项分数范围 0-10，分数越高，经济、财政实力越强

结合债务负担情况来看，在第一梯队中，北京、上海、广东的政府债务负担低，这三个地区在上一轮化债过程中基本实现全域无隐债试点，因而高收益城投债存量规模很小，投资空间有限。江苏、浙江和山东 2 年期以上且收益率在 3% 以上的城投债存量规模位列全国前三。其中，江苏省内经济、财政有所分化，整体呈现南强北弱的格局。镇江、淮安、宿迁、连云港财政实力相对较弱，这些区域拉长久期存在一定风险。浙江省城投债主要集中在湖州、嘉兴、绍兴、杭州、宁波等市，城投等级以区县级为主。区县的资源禀赋和经济财政实力相对有限，如湖州和绍兴等地区县的债务余额相较其经济财政实力而言规模偏大，仍存在一定的偿债风险。山东省因省内约四成地市存在商票、非标和定融舆情，对市场信心和区域信用环境产生负面影响；“一揽子化债”政策实施以来，潍坊、青岛等地采取积极债务管控措施，传达出一定的积极信号，但化债效果仍有待观察，对于出现过负面舆情的地市还需谨慎拉长久期。

第二梯队的省份中，四川、湖南、重庆、湖北、江西、河南、安徽、陕西等地的高收益城投债存量规模较大。总体来看，这些省份经济实力处于我国的中上游水平，经济增速较快，财政实力较强，虽出现过非标违约和票据逾期等负面舆情，但数量较少；省内各地级市间差异较大，省会城市在经济总量、财政实力、区域金融资源丰富程度、城投债市场认可度等多个维度均超越省内其他城市。对于这些省份的城投债投资，我们建议可以首选省级及省会城市的城投平台拉长久期；对于风险偏好中等、对收益率有较高要求的投资机构，可适当选择这些省内产业基础较好、债务管控能力较强地市级优质平台。

第三梯队的省份中，除海南和西藏外，均属于 12 个化债重点省市，目前对于这些省市未来的城投债发行政策尚不明晰，也不能保证 2 年后中央的支持力度，且这些省份自身的经济、财政实力较弱，不建议投资者在这些省份选择较长期限的城投债进行投资。

图 9：2022 年全国各省经济、财政实力和债务负担气泡图



资料来源：Wind，东方金诚整理；气泡面积代表 2 年期以上收益率在 3% 以上的存量城投债规模

（三）关注名单内外策略差异

2023 年各地政府为推进化债工作，已形成地方政府融资平台清单（网传“3899”名单），对于名单内的城投，只允许借新还旧；对于名单外的城投，结合主体情况进行具体分析，严格控制新增债务。因此，名单内外的城投也应关注不同的投资策略。

短期来看，名单内城投借新还旧受到政策支持，安全性较高，但收益率中枢下移至较低区间，择优的逻辑被打破，定价中枢将贴近地方政府债，难以做出高收益策略。但长期看，该部分城投基本面没有得到根本性改善，经济回暖时政策对城投债务风险化解的支持力度还有待商榷，刚兑信仰不宜过强。

名单外的城投主要包含两种类型。一是以城建类业务为主营业务的平台，这类城投仍需要以传统城投逻辑进行择券；二是以产业类业务为主营业务的平台，这类城投需要用类似产业债的投资思路进行择券。从监管导向来看，名单外的城投平台实际定位将逐步转变为非城投，需要在信仰消退、借新还旧的窗口期进行“风险自担”的市场化转型。监管鼓励城投平台围绕科技创新和乡村振兴进行转型，支持地级市平台整合区县资产，以带动区域经济发展、产业升级和未来反哺财政。目前，多地正在规划方案，通过整合经营性资产，新设类似产投的主体。我们认为，2024 年将会有更多城投平台加快推进市场化转型，转型或新设的产投类主体将是新增债务的主要载体，其中的投资机会值得关注。

城投转型的底层逻辑、基本原则和现实路径

冯琳

摘要：2024 年政府工作报告明确提出，要“分类推进地方融资平台转型”，其中“分类推进”是指根据城投公司是否具备实质性经营活动和市场竞争能力，采取“注销一批、整合一批、转型一批”的方式进行处置。也就是说，当前城投公司正面临着“非改即消”的二选一境地，为谋求生存和可持续发展，后续市场化转型步伐将进一步加速。转型过程中的债务重组、资产业务重组、资本运作、实质性重组等，为资产管理公司提供了潜在的主业业务机会。为捋清后续城投市场化转型的主要思路 and 方向，本文从宏观趋势出发，在理解城投转型底层逻辑和基本原则的基础上，结合微观实践经验，总结出未来城投市场化转型的六大主流路径。

关键词：城投转型、底层逻辑、基本原则、主要路径

一、城投转型的底层逻辑

城投平台的产生及其职能定位逐渐集中为地方政府的投融资平台，平台属性远远大于企业属性，是时代变革中多重因素叠加的必然产物，即城投在特定历史阶段顺势而为的结果。而现在市场化转型迫在眉睫，根本原因就在于地方经济社会发展的底层逻辑发生了变化——此前支撑城投快速扩张和持续经营的因素变得不可持续了。那么底层逻辑发生了哪些变化？又产生了哪些新的趋势？

图表 1 推动城投平台融资职能不断放大的主要因素



资料来源：东方金诚

（一）地方经济增长模式正在经历深刻变化

我国经济增长长期依赖投资驱动，投资驱动的背后是债务扩张，由此形成了“债务 - 投资 - 增长”的发展模式。由于地方政府自身财力不足以支持项目资本支出，因此需要城投承担起融资职能。但城投债务的可循环性有赖于投资创造的外部收益能够覆盖其举债成本，否则就容易造成债务的“滚雪球”式扩张。当前我国城市建设已达到一定水平，部分地区基建投资已有前置迹象，增量空间狭窄，同时，招商引资的竞争和拓宽税基的压力导致重复投资问题突出，由此造成各地产业结构趋同并加剧产能过剩。在此背景下，近年来固定资产投资边际回报率明显下降，“债务 - 投资 - 增长”发展模式的可持续性面临挑战。这就要求地方加速转变经济增长模式，通过产业发展和消费增长来培育新的经济增长潜力。

（二）土地财政遇困，地方政府需寻找新的财政收入增长点

土地财政是在分税体系下，地方事权和财权不匹配倒逼的产物。地方政府卖地收入可用于弥补财政收支缺口，给予地方积极发展经济、推进城市化建设的资金和灵活支配这些资金的权利。但随着我国城市化和工业化水平边际提升速度放缓，从中可以取得的红利开始衰竭，土地红利也开始衰竭。这种衰竭不仅在于土地出让收入的大幅缩水，也在于土地资本化和金融化的基础发生了很大变化。随着土地红利消解，以土地作为抵押品所形成的城投债务，以及债务积累过程中的不规范和隐性特征，加剧了地方债务问题的深化。

图表 2 2022-2023 年地方政府土地出让收入连续大幅收缩



数据来源：Wind，东方金诚

在土地财政遇困的情况下，近两年关于股权财政的探讨增多。何为股权财政？我们认为应至少涵盖两层含义：一是通过提高国有资产收益率或国有资本投资回报率来增加地方财政收入；二是从外部性角度看，通过产业引导基金等形式，发挥国有资本的引领和放大作用，带动地区产业升级和发展，以此重塑产业结构和税基。因此，要实现从土地财政到股权财政的转型，核心还是要推动经济转型，以此实现税收和经济的同步性。

（三）未来城镇化率的边际提升需要城市建设、产业发展和公共服务协同推进

城投在支持我国城镇化进程方面发挥了重要作用。目前我国城镇化率已超 65%，虽然与欧美 80% 的水平相比还有上升空间，但进一步上升的难度加大。未来城镇化率的边际提升已经很难仅靠城市建设来完成，而是需要产业发展和公共服务等各方面协同推进。这不仅需要以经济转型发展为基础，也要求社会治理和公共服务模式转型升级的配合。

图3 随着绝对水平提升，我国城镇化率边际上升速度趋于放缓



数据来源：Wind，东方金诚

综上，当前城投正站在地方经济社会转型升级的关键节点上，这是城投转型背后最根本、最核心的底层逻辑。理解这一底层逻辑的目的在于，只有从经济社会发展的逻辑变化出发，将转型从政策倒逼的被动应对转变为顺应底层逻辑变化的主动的适应性变革，才能找到真正具有可持续发展价值的转型方向。

二、城投转型的基本原则

（一）城投转型应首先重塑自身功能定位

对于城投公司来说，转型需要解决的无非是做什么、怎么做的问题。城投由地方政府出资设立，通常承担着维护地区稳定和经济发展的重任。这导致城投多聚焦“地方政府指令性融资”的功能性定位，形成了土地储备与一级整理、债权融资执行、建设项目代管等堆砌的业务模式。因此，城投要推进真正的市场化转型，首先需要重塑自身功能定位，即要明确“做什么”，核心在于寻找“有效履行社会职能+企业良性运营”之间的平衡点。

结合地方经济社会发展底层逻辑的变化，以及城投转型后要平衡好社会职能和企业经营的要求，我们认为，从功能定位角度来看，未来城投公司应当成为地方重要的产业培育平台、国资运营平台、城市服务平台、金融发展平台和乡村振兴平台。

图4 城投转型的主要目标定位

产业培育平台	城市服务平台	金融发展平台	国资运营平台	乡村振兴平台
<ul style="list-style-type: none"> • 担当区域产业培育发展和产业布局优化的“强引擎” 	<ul style="list-style-type: none"> • 打造“高质量城市综合服务”提供商，做保障区域社会民生的“压舱石” 	<ul style="list-style-type: none"> • 提高多元化融资能力，发挥金融资本撬动作用 	<ul style="list-style-type: none"> • 优化国有资产结构布局，保持国有资产保值增值 	<ul style="list-style-type: none"> • 发挥城乡建设主力军作用，积极参与农村土地整治、乡村建设和乡村产业

资料来源：东方金诚

（二）城投转型并非与地方政府的完全脱钩

城投转型的根本任务是要解决政企关系问题。在原有的管理模式中，地方政府以出资人身份干涉企业内部决策，严重的政企不分导致城投缺乏自主经营决策权，其投融资决策多数情况下体现的是政府意志。因此，城

投市场化转型要取得实质性进展，就需要打破政企不分、政资不分的桎梏，在战略制定、投融资决策和业务经营等方面改变对地方政府的依附，向市场端靠拢。

从地方政府角度看，由于城投与地方政府之间千丝万缕的关系，其转型应该是一个自上而下的过程，需要在地方政府认同并推动“去行政化”的前提下，让城投获得自主决策的空间。如果还是维持政企不分的思路，那么转型就只能算是形式意义上的调整。

不过，厘清政企关系并不意味着城投要与地方政府完全脱钩，能够“背靠政府、面向市场”是城投的优势，也是城投转型初期应当借力的基础。在缺乏基础的情况下，城投贸然进行完全的市场化转型，很难得到投资者的认可，这会影响到后续融资并压缩进一步转型的空间。

因此，城投应将自身优势和政府资源相结合，思考如何用市场化方式把政府注入的资源用好。以往城投更多将资源作为信用基础进行融资，但在市场化转型思路下，需关注如何通过整合、盘活和市场化运作，让资源变得更有价值，能够产生经营性的现金流，把原来沉淀在政府或者城投报表上的资源转变成有收益的经营性资产。

（三）城投转型应遵循投资和融资相结合的原则

城投过往定位集中为地方政府的投融资平台，融资职能不断放大，投资端则承担着大量的政府性任务，主要承接现金流创造能力很弱的公益性或准公益性项目，很难认真思考项目回报是否合理，是否有利于企业自身的长远发展。这导致企业经营性业务不足，整体盈利能力较弱。同时，城投债务融资规模的快速增长，一方面源于地方政府资本性支出的扩大，另一方面也与企业自身缺乏市场化运营能力，需要依靠借新还旧来维持债务滚续和企业运转有关。

我们认为，城投市场化转型需要遵循投资和融资相结合的理念，从聚焦融资环节延伸至“募投管退”各个阶段，追求长期收益和运营效率的提升。城投公司应在充分了解市场行情和自身资源的基础上，认真思考融资端的压力该匹配怎样的投资理念，以及在该投资理念下如何进行资源整合，最终达到转型的目的。这样也可以形成投资端对融资端的正向促进，即在传统的债务融资模式以外，通过打造真正有价值的产业板块来吸引外部资金注入，打通以股权融资为代表的长期性、低成本的多元化融资渠道。

三、城投业务转型的主要路径

近年来，有很多城投公司采取各种手段进行市场化转型的探索，从实际效果来看，目前已经出现一些转型成功的典型案例。基于此，我们遵循城投转型的底层逻辑和基本原则，并结合已有的转型实践，总结提炼了未来城投转型的六大主流路径。

（一）城市资产运营 / 城市综合服务运营商

城投公司长期开展基础设施投融资和建设业务，在城市建设、公用事业等领域积累了部分资源与业务能力，也积累了大量国有资产。因此，在思考市场化转型路径时，可以考虑将这部分资源和业务能力利用起来，核心理念是要把业务触角从基础设施建设向资产运营延伸，通过运营发挥资产优势，激发更多资产价值。这是城投未来转型发展方向的一个共识，城投有这方面的基础，也能够借此发挥出助力国有资产保值增值的作用。案例1即为向资产运营要收益的转型方向，通过由建设向运营和服务延伸，拓展新的业务机会，以此形成比较稳定的市场化经营性收入。

案例 1：A 公司是某市轨道建设和投融资平台，其市场化转型方案主要包含两个部分：（1）从基本的投融资职能向后端运营和服务延伸，将该市地铁运营公司纳入合并报表范围，在新地铁建成后委托给运营公司执行实际运营，运营所得的票款收入成为公司营业收入的重要来源。在此基础上，公司还整合和开发了文化传媒产业，通过开发站台、车厢、电梯两侧等位置的众多广告位资源，进一步丰富收入来源。（2）由于轨道交通投资回收

期较长，公司依托轨道交通的投融资和资本运营，以及自身在该市轨道交通领域的垄断优势，通过布局轨道交通沿线土地一级开发、房地产开发、地下空间开发等业务，丰富收益来源，实现了房地产板块对城市轨道交通的反哺。

除特定板块的城市资产运营外，城投公司还可以借助自身定位优势，从城市服务终端需求出发，向当地政府进一步争取更多特许经营权的置入和物管等资产运营服务项目，让自身发展与城市建设和市民服务紧密捆绑，形成“基础设施建设→基础设施改造→基础设施运营→城市服务供给”的升级，逐步转型成为城市综合服务运营商，承担城市及辐射区域经济发展、城市运营、民生保障等职能。

案例 2：B 公司以城市大管家为定位，将城市公共服务作为主要战略发展方向，近年来大力拓展城市公共服务板块业务，将市政设施建设、老旧小区改造、三无小区物业管理、水务、市政道路维护、环卫保洁、垃圾分类、园林绿化等可经营性资源一体纳入“城市大管家”业务范畴，有效延伸了城市管理产业链。公司旗下除水务、环卫、市政等板块的多家专业子公司外，还设立了一家全资子公司，全面负责各项“城市大管家”业务，搭建智慧管家数字化管理平台，以此联动相关政府部门和服务供应商，形成“行政力量+智慧平台+专业服务”的城市一体化管理模式。

（二）公用事业的产业化运作

供水电热气、公共交通等公用事业具有规模效应和较高的准入门槛，且一般伴有特许经营权的下发。城投公司在区域内经营公用事业具有天然优势，可以通过对相关资源和零散企业的整合，成立全区域性质的公用事业公司。如果整合得当，可以发挥出规模优势，提高成本管控能力，便于盈利提升和再融资。同时，由于公用事业关系民生，城投也有优势争取财政补贴等政府支持，以保障公司的正常运营。

不过，向公用事业产业化运作方向转型对城投及其所在区域的资源禀赋提出了要求。一方面，要求城投在区域内拥有专营地位以及较强的成本管控能力；另一方面，城投所在城市需有一定规模，保证业务具有潜在盈利空间。另外，从补贴等政府支持角度看，也对区域财力提出了一定要求。

案例 3：C 公司是当地最大的公用事业经营主体。公司围绕着与民生保障相关的公用事业业务，深入开展资本运作，并将其进行多元化的延伸。一方面，通过实质整合，并在财务、业务和管理层任命上制定相关政策并严格履行，公司对子公司进行穿透式管理，获得并保持了电力、水业、气业等方面的专营优势，收入和利润规模稳步上升。另一方面，除了传统的水、电、气等基础公用事业，公司积极发展新兴产业，寻找新的业务增长点，经过几年发展，再生资源回收板块已成为公司收入占比最高的业务。

（三）产业园区深度运营商

城投平台转型为产投平台是目前城投转型的主流方向之一。在产投平台模式下，一些以往主要负责产业园区基础设施建设的城投，可依托园区内的产业资源进行转型，负责园区的运营类工作，并逐步提供附属周边服务，拉长为入住园区企业服务的链条。同时，一些产投平台还会参与园区重点企业投资，以此获取产业资源，培育园区优质企业，在丰富自身业务结构的同时，深度参与区域产业培育和发展。

城投转型参与园区深度运营，符合新形势下城投担当区域产业培育发展和产业布局优化“强引擎”的目标定位，且具有三大优势：一是能够获得地方政府支持，从而有效导入政府资源、落实地方政府区域产业发展规划；二是能够面向市场，促进地方政府的资源进入市场，形成“资源→资产→资本→资金”的良性循环，反哺区域经济增长；三是作为地方政府国有资本运作的载体，可以通过园区开发和运营，发挥国有资本的整体优势和示范带动作用，促进区域产业聚集，实现国有资本的保值增值。

案例 4：D 公司是所在经开区唯一基础设施建设主体。经开区定位为当地招商引资和产业发展的孵化器和培育地，公司在深度参与经开区基础设施和重点项目建设之外，也为入住园区内的企业提供场地服务、辅助服务、

培训服务、融资对接服务、申报服务、共享技术服务、人才引进服务等全方位的一条龙式服务。同时，公司还通过股权投资形式积极参与园区重点企业投资，在配合招商引资之外，通过长期持有股权获得投资收益或通过转让股权退出等方式实现收益。此外，公司还与其他市场化投资机构或招商引资重点企业合作设立基金，支持园区内企业发展。

（四）国有资本投资 / 运营公司

国有资本投资 / 运营公司是从事国有资本市场化运作的专业平台。其中，国有资本投资公司以对战略性核心业务控股为主，通过开展投融资、产业培育和资本运作等，发挥投资引导和结构调整作用，推动产业集聚和转型升级。国有资本运营公司的功能定位是以财务性持股为主，通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展，实现国有资本的合理流动和保值增值。

图表 5 国有资本投资公司和国有资本运营公司的主要区别

	国有资本投资公司	国有资本运营公司
功能定位	以产业资本投资为主，主要是投资实业，以投资融资和项目建设为主	以资本运营为主；运营对象是持有的国有资本（股本），包括国有企业的产权和公司制企业中的国有股权
管控模式	主要按战略管控方式管理控股企业和参股企业，对日常经营进行监管	主要按财务管控方式管理控股和参股企业，不深入参与控股和参股企业的日常经营
设立目标	培育产业竞争力，将若干支柱产业和高科技产业打造成为优强民族产业，推动国民经济结构优化调整	推动国有资本合理流动，改善国有资本分布和质量，提高社会资源配置效率，推动国有资本在运作中的增值
发展方式	侧重于政府引导纠正和弥补市场失灵，通过产业资本与金融资本的融合，提高国有资本流动性，实施国家对经济的引导，实现政府特殊的公共目标；侧重做“加法”	侧重于发挥市场机制的作用，通过兼并或分立，成立合资公司、培育上市公司、产权转让置换等开展股权运营，行使股权管理权利，在资本市场通过资本运作有效组合配置国有资本；国资有进有退，但侧重做“减法”

资料来源：《新一轮国企改革的思考与操作实务》

案例 5：E 公司通过对区域内重点企业的前期培育，转型为投资控股型的集团公司。公司以参股运营方式，遴选一批与当地转型发展目标相契合的中小企业进行前期培育和进一步整合，成为当地优质中小企业的孵育者。同时，公司还以股权投资突破地域发展限制，采取财务性持股方式，投资不在当地的优质企业。

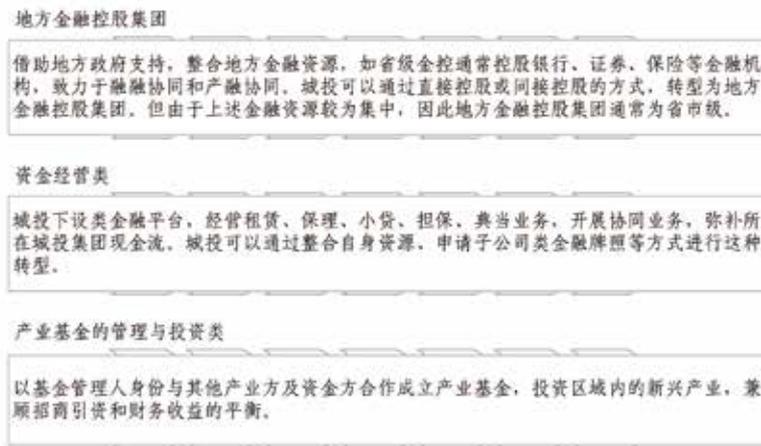
（五）类金融平台

类金融平台开展得是资产负债表右侧的业务，也就是债权和股权，债权类多以小贷和担保为主，承载着扶持当地民企或者其他较弱平台公司的职能；股权类涵盖面则很广，包括产业基金、创投基金等，目的是扶持当地产业发展，助力产业转型升级。

类金融平台主要有三种模式：地方金融控股集团，资金经营类、产业基金的管理和投资类。这三种模式在公司定位和特色、股东特征、业务多样性和成长性方面有所不同。其中，前两种模式对应债权类，第三种模式对应股权类。但这三种模式的界线并非完全泾渭分明，实践中经常看到几种模式的结合。

城投转型为类金融平台的尝试已有较长时间，最初从前两种模式开始。但从发展趋势来看，第三种模式或者第三种兼第二种，是未来城投向类金融平台转型的主导方向——即立足于服务当地招商引资和产业发展，围绕当地主导产业或重点培育的产业开展市场化投资，引导社会资本对区域内主导产业和科创企业投资，并通过担保、租赁、保理、小贷等子公司提供其他配套的金融服务。

图表 6 城投平台转型类金融平台的三种模式



资料来源：东方金诚整理

案例 6：F 公司坚持金融服务实体经济，重点围绕专精特新“小巨人”、高新技术企业、“隐形冠军”和本地纳税大户等优质企业精准投放。公司不断拓展业务范围，开发了大宗商品贸易、工程款反向保理、经营性租赁、非政策性担保等新业务，拓展了半导体行业融资租赁业务，探索套期保值贸易供应链模式等，逐步完善全生命周期金融服务生态链。

案例 7：G 公司产业投资业务主要由旗下创投子公司负责。创投公司主要开展股权投资、基金管理、资本运作、金融创新等业务，通过与专业化投资机构合作成立基金，投资于区域内和区域外发展前景较好的公司。截至 2020 年末，创投公司自主管理、参与管理和财务性投资的基金共 26 只，这不仅为地区产业发展提供了直接的资金支持，也有效发挥了对社会资本的撬动作用和对区域产业的支持效应。

（六）乡村振兴公司

城投在城市建设和运营方面积累了丰富的经验。在转型大势下，不少城投公司业务范围从城市延伸到乡镇，将转型方向与乡村振兴战略紧密结合。从目前城投实施乡村振兴战略的案例来看，主要有两种模式：一是将乡村振兴相关业务作为集团公司的一个业务板块，与其他业务板块实现产业互补，成为城投完整产业链中的一个部分；二是地方政府成立新的乡村振兴公司，专门开展乡村振兴相关业务，本质上是独立的运营公司，是区域内专门负责农村业务的新“城投”，专业化程度较高。

城投参与乡村振兴业务，可以与其城市建设和运营业务实现协同。例如，农村地区的基础设施建设业务通常与城区的基础设施建设业务共同开展；农村地区的土地整治业务与城区的土地整治也有相似度；城投的园区招商引资业务也可以延伸至农村地区产业园；部分城投还根据地方特色打造文旅产业，包装升级乡村景点，并开发配套相关商业设施。此外，实践中，也有部分城投拓展农村金融投资业务、农业生产设备制造、农产品加工销售等业务，大多通过间接投资的方式参与其中。

案例 8：H 公司是当地专业开展乡村振兴业务的公司。公司通过控股、参股等形式充实了自身在农产品营销、数字经济产业园运营、供应链物流等方面的业务实力，不仅发展了智慧农业，打造智慧农牧小镇，还运作了集农业观光、农事体验、休闲采摘、农技推广、现代农业示范等诸多功能为一体的乡村生态旅游文化景区。

四、总结

城投转型方向应遵循经济社会发展底层逻辑的变化，转型后的功能定位应平衡好有效履行社会职能和企业

良性运营之间的关系。结合已有转型成功案例，我们总结提炼出当前及未来城投平台市场化转型的六大主流路径，即城市资产运营/城市综合服务运营商、公用事业的产业化运作、产业园区深度运营商、国有资本投资/运营公司、类金融平台和乡村振兴公司。

我们认为，无论以何种路径完成转型，城投公司都需要解决三个方面的突出问题：一是城投资产规模大，但资产收益率低、流动性差，有效盘活存量资产，特别是将存量资产转化成经营性资产并产生稳定现金流的难度很大；二是城投历史债务包袱重，阻碍了其市场化转型的顺利推进，多措并举化解存量债务并重塑信用基础迫在眉睫；三是为实现“去行政化”以及支撑市场化业务的发展，城投公司需要进行彻底的体制机制改革，建立起现代化的法人治理结构和业务导向的组织模式。

城投转型是地方化债和国企改革两大任务的叠加，给资产管理公司提供了较大的主业发展机遇。资产管理公司可以利用自身在提供债务化解解决方案、盘活问题资产等方面的经验、资源以及成熟多样的金融工具，积极参与城投转型过程中涉及的债权收购、债务重组以及资产的处置、运营和盘活等方向，同时也可探索叠加金融解决方案提供商、财务投资人、资源整合者等定位，参与城投平台的实质性重组。

参考文献：

李奇霖，王言峰，李云霏，《城投再来——地方融资平台如何转型》[M].北京：华夏出版社，2017年。

施能自，洪延安，李鹏，吴芙蓉，《新一轮国企改革的思考与操作实务（第二版）》[M].北京：中国经济出版社，2019年。

徐嘉，《解构城投》[M].北京：中国金融出版社，2022年。

“双轨制”发展模式确立 房地产行业迈向新征程？

—— 2023 年地产债回顾与展望报告

唐晓琳

核心观点

- 市场回顾：2023 年，中央对房地产行业定调出现重大转折，房地产政策延续边际宽松，需求端政策明显加力，其中全国层面对住房金融政策的放松力度显著提高，尤其是下半年北京、上海等一线城市在首付比例、房贷利率等触及购房成本的核心政策方面作出较大调整，向市场释放出积极信号。然而，从全年楼市表现来看，2023 年全国商品房销售面积进一步回落至 11 亿方水平，一季度楼市回暖趋势未能得以延续，二季度后楼市再度转弱，市场预期随之扭转。债券市场方面，2023 年境内外债券发行规模继续大幅收缩，净融资缺口较 2022 年进一步扩大。销售端和融资端的双重压力再度引发行业信用风险事件发生，下半年部分头部房企出险对市场形成较大冲击，避险情绪下市场表现出对地产债的无差别对待，优质房企亦遭遇市场错杀，大幅推高民企二级市场利差，防风险需求迫在眉睫，四季度行业政策再次转向供给端，强化金融机构对房企的支持力度。
- 政策展望：基于对房地产行业供求关系的最新研判，以及本轮房地产调整对宏观经济下行压力的影响，预计 2024 年房地产政策仍将以“防风险”“稳预期”为主，保持温和刺激力度推动房地产实现“软着陆”，逐步引导房地产行业向“提质降速”方向转变。供给端政策，继续以“三支箭”为主要抓手，稳定房企信贷、债券、股权融资渠道，着重改善房企信贷融资状况，对重点房企实行“一司一策”，提升供给端管理强度，避免新增违约事件对市场产生较大冲击。需求端政策，鉴于当前房地产行业症结仍在需求不振，因此仍需需求端刺激政策持续发力，与供给端政策形成合力促进楼市回暖和市场预期的转变，预计 2024 年需求端将持续推出温和刺激政策，居民房贷利率有望进一步下调。
- 行业展望：2024 年房地产行业大概率维持筑底企稳态势，下半年在政策力度到位、政策效果逐渐显现的情况下，销售端会有所好转，预计全年房地产投资和销量增速在 -5.0% 左右，降幅较 2023 年分别收窄 4.6 和 3.5 个百分点左右。
- 地产债市场展望：2024 年境内地产债发行规模或将较 2023 年小幅下降，其中国企业仍是发行主力。与 2023 年不同的是，由于到期规模的显著下降，2024 年地产债净融资缺口会显著收窄，尤其是下半年各月净融资额大概率将回归正值区间。2024 年境内地产债兑付风险显著下降，不排除少数房企违约事件的发生，但对市场冲击程度总体可控，且前期已出险房企将会加快速度推进债务重组，部分头部房企将重新回归正常经营。

图表 2：新政前后一线城市首付比例

城市	首套			二套		
	新政前		新政后	新政前		新政后
	普宅	非普宅	普宅 + 非普宅	普宅	非普宅	普宅 + 非普宅
北京	35%	40%	30%	60%	80%	城六区外 40%； 城六区内 50%；
上海	35%		30%	50%	70%	非差异化政策区域 50%； 差异化政策区域 40%； ³
广州	30%		30%	50%	70%	40%
深圳	30%		30%	70%	80%	40%

数据来源：公开资料，东方金诚整理

图表 3：新政前后一线城市房贷利率

城市	首套房		二套房	
	新政前	新政后	新政前	新政后
北京	LPR+55bp	城六区内 LPR+10bp； 城六区外 LPR+0bp	LPR+105bp	城六区内 LPR+60bp； 城六区外 LPR+55bp
上海	LPR+35bp	LPR-10bp	LPR+105bp	非差异化政策区域 LPR+30bp； 差异化政策区域 LPR+20bp
广州	LPR	LPR-10bp	LPR+60bp	LPR+30bp
深圳	LPR+30bp	LPR-10bp	Lpr+60bp	LPR+30bp

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2) **解除行政限制措施。**2023 年，一二线城市在解除限购区域、放宽限购套数、调整人才落户门槛等方面作出较大改变。目前，多数城市均已放开限购措施，少数一二线城市虽未完全解除限购，但对限购区域亦有所优化，多数仅保留了核心区域限购措施。

3) **税收减免政策。**各城因地制宜纷纷出台关于阶段性换房个税返还、契税减免等优惠政策，这些辅助政策有助于进一步降低购房成本，一定程度上提升“卖一买一”的重置意愿。

2. 年内信用风险事件对市场形成较大冲击，四季度政策再度转向供给端，强调金融机构对房企的融资支持。

2023 年，供给端继续落实“三支箭”政策，但部分头部房企暴雷显示房企流动性仍处高压状态，且违约风险进一步向央国企蔓延。鉴于此，11 月金融机构座谈会进一步加强供给端政策力度，从信贷、债券和股权等渠道全面加强对房企合理融资支持，特别强调金融机构要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷”，并提出“三个不低于”，强化金融机构对非国有房企信贷融资支持力度。

二、楼市变化

1. 销售端表现：全国商品房销售面积回落至 11 亿方水平，年内需求端政策的加码未能带动楼市趋势性回暖。

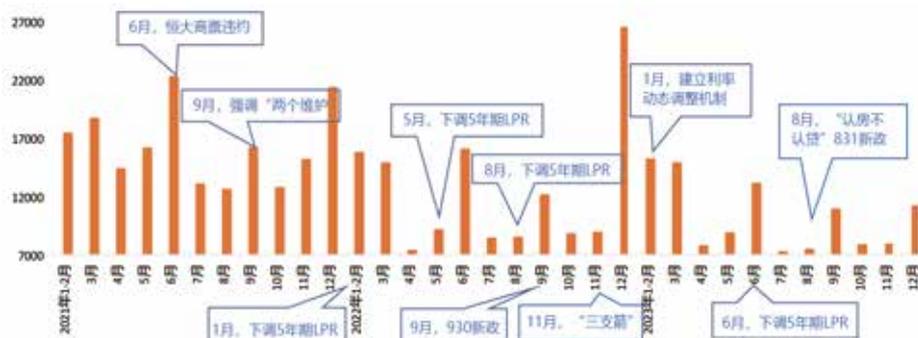
2023 年，全国商品房销售面积、销售额分别为 111735.0 万平方米和 116622.0 亿元，同比下降 8.5%、6.5%（去年同期基数为 135836.89 万平方米和 133307.84 亿元），跌幅较上一年度收窄 15.8 和 20.2 个百分点，年内除 3、

³ 差异化调整区域对应上海市住房城乡建设管理委、市房屋管理局、市规划资源局、市财政局、市税务局联合印发《关于调整本市普通住房标准的通知》中的“为支持推进‘五个新城’和南北转型重点区域高质量发展，促进产城融合、职住平衡，在自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域实行差异化政策”，下文同。

4月份外，其余各月销售面积同比增速均为负值。

从各月表现来看，受政策提振及前期积压需求释放等因素共同影响，一季度楼市迎来“小阳春”，3月销售面积达14812.90万平方米，同比增速回正；4月销售面积大幅下降，次月同比增速转为负值，此后各月降幅均保持双位数。除6、9、12月受季节性因素影响，销售面积绝对水平有所回升外，其余月份销售面积均在7000-9000万平方米范围内波动。

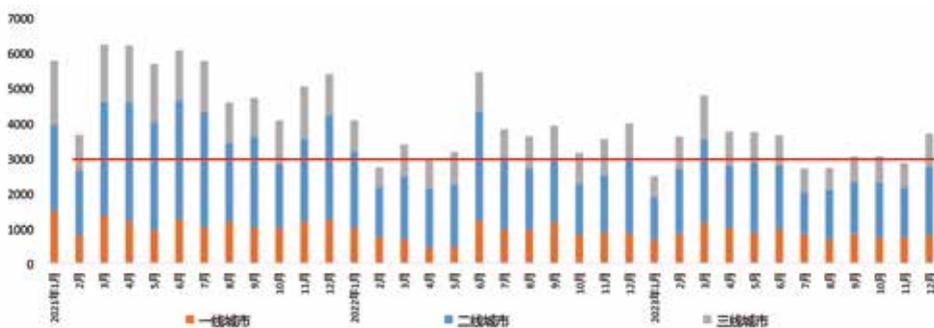
图表 4：全国商品房销售面积单月值（单位：万平方米）



数据来源：Wind，东方金诚整理

30大中城市商品房销售情况表现出相同趋势。除3月日均成交量超过4000套外，其余月份日均成交量均在3000套上下波动。其中，1-3月30大中城市商品房日均成交套数环比显著增长，3月达到日均4791套；但4月上涨趋势打破，4-6月保持日均3700套左右水平，7月进一步降至2704套，此后各月基本在日均2700-3100套水平波动，仅12月因季节性因素影响日均成交套数回升至3710套。

图表 5：30大中城市商品房日均成交套数（单位：套）



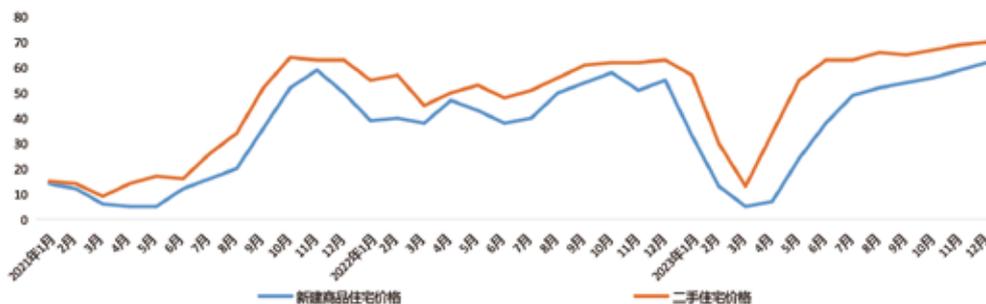
数据来源：Wind，东方金诚整理

从TOP100房企（按照全口径销售额排名，下同）销售情况来看，各层级房企销售额出现不同程度缩水，整体销售情况不容乐观。中指研究院数据显示，2023年TOP100房企销售总额为62791.0亿元，同比下降17.3%。全年销售额超千亿元和百亿的房企数量较2022年分别减少4家和14家，降至16家和116家。其中，TOP10房企销售额均值为2744.0亿元，同比下降11.7%；TOP11-TOP30房企销售额均值为851.1亿元，同比下降17.8%；TOP31-TOP50房企销售额均值为420.6亿元，同比下降19.0%；TOP51至TOP100房企销售额均值为198.3亿元，同比下降28.2%。

2. 价格表现：价格走势与销售表现基本一致，4月房价出现向下拐点，此后下行压力逐渐增加。

2023 年，新建商品房及二手房价格也表现出前高后低特征，4 月房价出现向下拐点。从 70 城二手住宅价格变动城市数量来看，2023 年前三月二手房市场表现为量价齐升，70 城中环比上涨城市数量由 1 月的 13 城增加至 3 月的 57 城，4 月价格走势出现逆转，环比下跌城市数量逐月增多，12 月 70 城价格均为环比下跌。70 城新建商品住宅价格下跌城市数量走势和二手房高度一致，12 月共计 62 城新建商品住宅价格环比下跌。

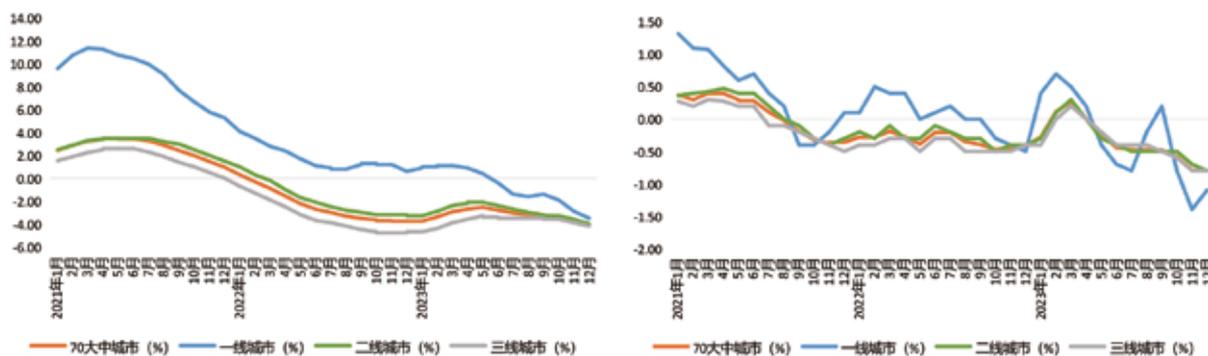
图表 6：70 大中城市新建商品住宅价格和二手住宅价格环比下降城市数量变化（单位：个）



数据来源：iFind，东方金诚整理

从 70 城二手住宅价格指数变化看：同比方面，1-5 月同比跌幅逐月收窄，由 3.76% 缩小至 2.55%，但 6-12 月同比跌幅逐月扩大，由 2.79% 走扩至 4.07%；环比方面，仅 2-4 月环比增速回正，分别为 0.12%、0.26% 和 0.01%，此后环比跌幅持续扩大，12 月环比跌幅为 0.79%，其中一线城市 11-12 月环比跌幅均在 1% 以上。

图表 7-8：70 大中城市二手住宅价格同比和环比变化（左图为同比，右图为环比）

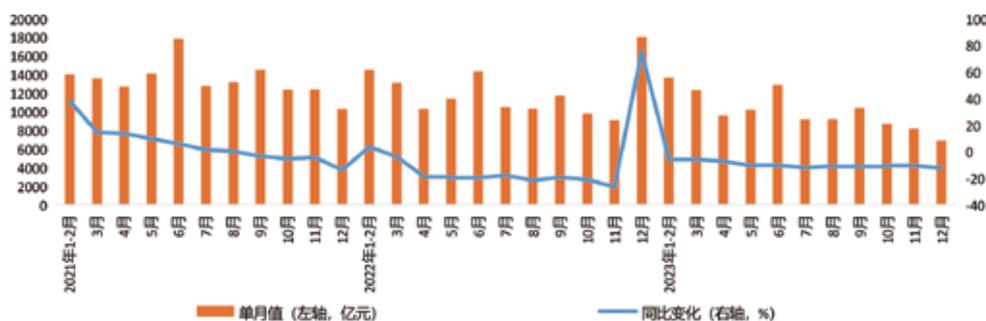


数据来源：iFind，东方金诚整理

3. 投资端表现：销售端压力持续向投资端传导，年内投资端依然萎靡，新开工和施工面积增速双降。

2023 年，全国房地产开发投资完成额为 110913.0 亿元，同比下降 9.6%。年内各月增速均为负值，5 月后降幅扩大至两位数，带动全年各月累计增速持续下行。

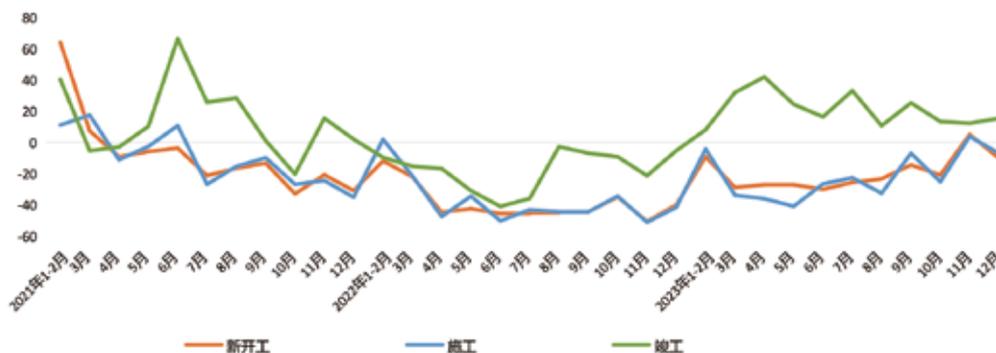
图表 9：各月全国房地产开发投资完成额及同比变化



数据来源：iFind，东方金诚整理

继 2022 年新开工、施工面积大幅萎缩，2023 年新开工和施工面积继续双降，仅竣工面积增速较为稳定。具体看，2023 年全国房屋新开工、施工面积累计值分别为 95376.00 万平方米和 838364.00 万平方米，同比分别下降 20.4% 和 7.2%（基数为 120587.07 万平方米和 904999.26 万平方米），除 11 月因低基数作用新开工和施工面积同比正增，其余各月增速均为负值，降幅最大达到 30.29% 和 41.20%；“保交楼”政策压力下，竣工面积累计值为 99831.00 万平方米，同比增长 17.0%（基数为 86222.22 万平方米），年内“保交楼”政策推进平稳。

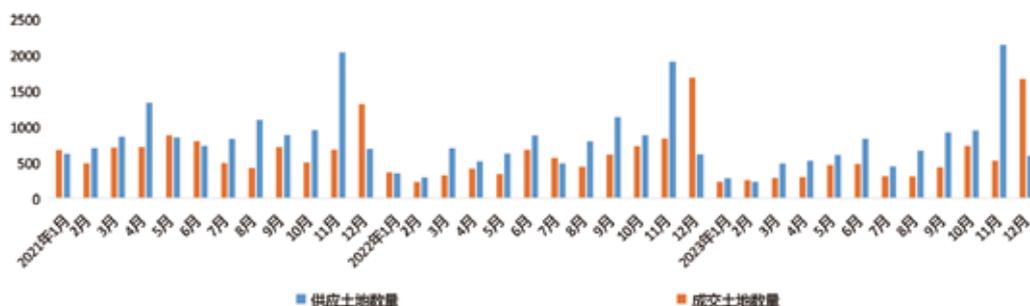
图表 10：全国房屋新开工、施工和竣工面积单月同比变化（单位：%）



数据来源：iFind，东方金诚整理

土地市场供求失衡状态未见好转。2023 年 100 大中城市供应土地 8692 宗，较去年同期减少 529 宗；成交土地 6000 宗，同比减少 1230 宗；整体成交率为 69.03%，较 2022 年同期下降 9.38 个百分点。从结构来看，一二三线城市供应数量分别为 214 宗、2358 宗和 6120 宗，成交土地数量分别为 181 宗、1627 宗和 4129 宗，成交率分别为 84.58%、69.00% 和 68.50%，一线城市土地成交情况明显好于二三线城市。这主要系本轮行业调整过程中，高能级城市表现出更强的去化能力，导致房企项目布局普遍向高能级城市集中。此外，9 月自然资源部建议取消土地拍卖中的地价限制后，许多城市重回“价高者得”或放宽地价上限后，土地市场热度进一步分化，多数城市的多数地块仍为底价成交或流拍，但不乏一些热门地块的溢价率不断攀升。

图表 11: 100 大中城市土地供应和成交情况 (单位: 宗)



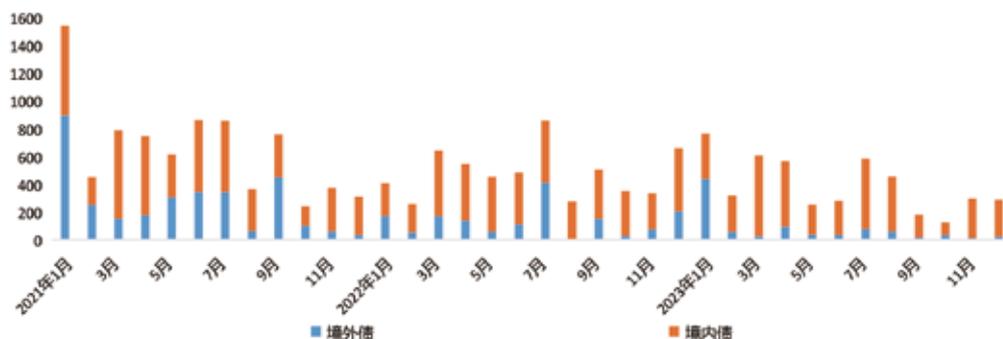
数据来源: iFind, 东方金诚整理

三、地产债市场表现

1. 发行及净融资: 2023 年房企境内外债券发行规模继续大幅收缩, 净融资缺口较 2022 年进一步扩大。

2023 年境内外地产债合计发行规模为 4752.55 亿元, 较 2022 年下降 18.17%; 境内外地产债到期规模为 8730.63 亿元人民币, 净融资缺口 3978.08 亿元, 较 2022 年净融资缺口扩大 1170.13 亿元。

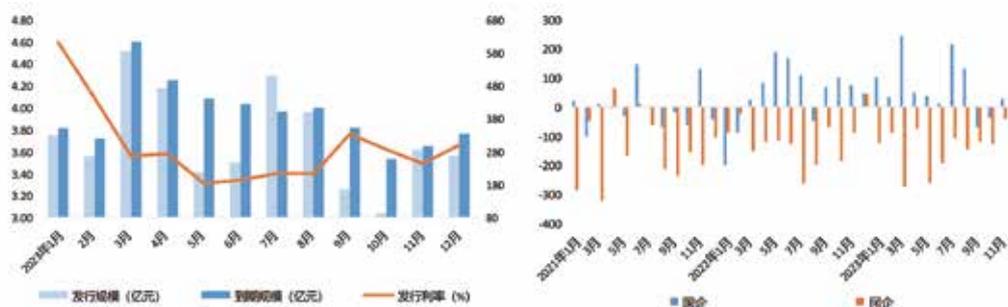
图表 12: 境内外地产债发行情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

境内债方面, 2023 年共计 73 家房企发行境内地产债 385 只, 发行规模为 3841.30 亿元 (占债券融资总量的 80%), 同比分别下降 2.67%、3.99% 和 9.03%; 同期到期规模为 4711.01 亿元人民币, 净融资缺口为 869.71 亿元人民币。年内各月发行规模差距较大, 其中 3、4、7、8 月发行规模显著高于其他月份: 一是到期规模较大导致房企债务接续需求增加; 二是发行利率下降在一定程度上提升了房企债券融资意愿; 三是与补年报、半年报效应有一定关联。

图表 13-14: 境内地产债发行、到期规模 (左图) 和净融资缺口 (右图, 单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

从发行主体来看, 国企仍是地产债发行主力, 发行规模占总量九成。具体看, 2023 年国企、民企发行规模分别为 3423.92 亿元和 417.38 亿元, 较 2022 年分别下降 1.86% 和 43.11%。其中, 民企年内各月发行规模均未超过百亿, 且对政策依赖度较高——年内发行的 51 只民企地产债中有 24 只债券由中债增进或地方担保公司提供增信, 共涉及 12 家房企, 包括碧桂园地产、雅居乐、厦门中骏、新城控股、新希望五新实业、合景控股、金辉集团、美的置业、深圳卓越高管、新湖中宝、重庆华宇集团和重庆龙湖。

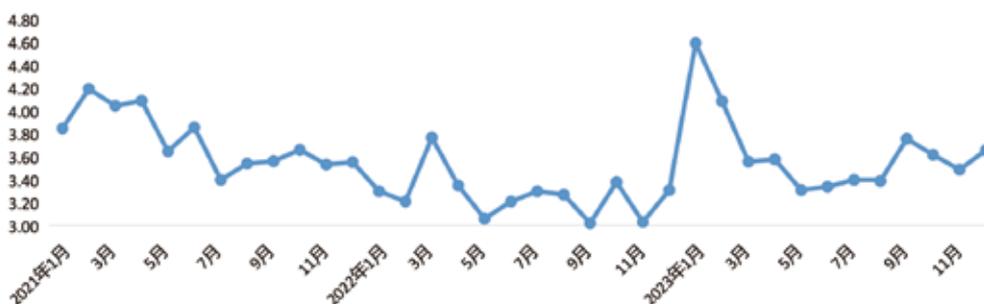
图表 15: 境内地产债发行结构

年度	发行人数量 (个)		发行债券数量 (只)		发行规模 (亿元)		净融资额 (亿元)	
	国企	民企	国企	民企	国企	民企	国企	民企
2021 年	57	47	258	193	2933.77	1821.23	-20.08	-1724.04
2022 年	59	16	338	63	3488.97	733.72	1324.84	-1389.47
2023 年	58	15	334	51	3423.92	417.38	709.19	-1578.90

数据来源: Wind, 东方金诚整理

从发行利率来看, 全年发行利率在 3.31%-4.6% 范围波动, 整体表现为前高后低, 与信用债融资利率变化趋势大体一致。受样本量限制, 我们重点跟踪了三年期 AAA 级债券加权平均利率。具体看, 1-5 月融资利率大幅下行 129bp, 主要是理财赎回潮影响逐渐消退后信用债融资利率的整体回落; 8 月下旬起, 稳增长政策力度加大, 地产支持政策加码, 债市收益率显著上行, 带动发行利率走高; 10 月后经济下行压力再现, 宽货币预期升温, 债市收益率整体波动下行, 同时受到“一揽子化债”政策下城投债风险下降且供给偏少导致的“资产荒”影响, 推动利率整体下行; 12 月, 受年底资金面紧张等因素作用, 利率再次上行。

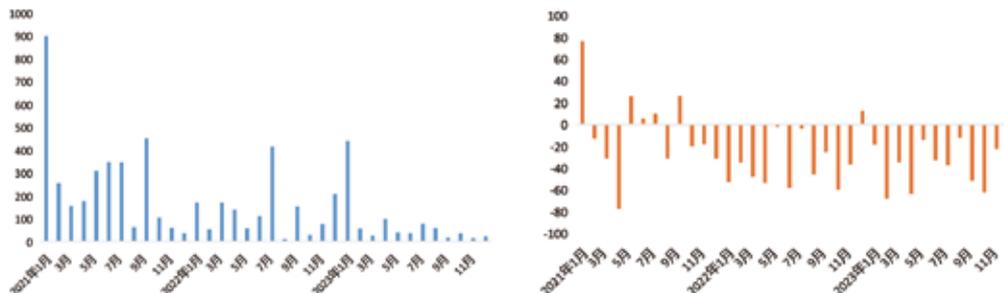
图表 16: 境内地产债融资利率 (3 年期 AAA 级, 单位: %)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

境外债方面，2023 年共计发行 95 只境外地产债，发行规模为 131.72 亿美元，同比分别下降 13.64% 和 44.48%；同期境外债到期规模为 573.88 亿美元，净融资缺口为 442.16 亿美元，是房企债券融资缺口的主要来源。

图表 17-18：境外地产债发行规模（左图，单位：亿美元）和净融资缺口（右图，单位：亿美元）

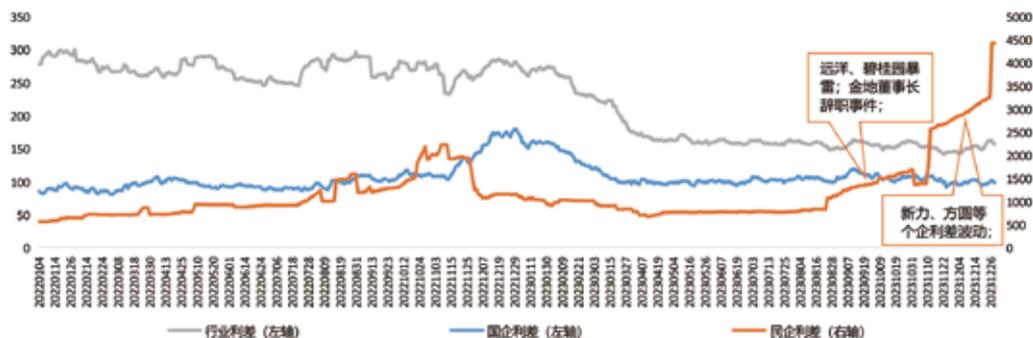


数据来源：Wind，东方金诚整理

2. 二级市场利差及价格变化情况：2023 年行业利差整体延续下行趋势，但下半年部分头部房企信用风险事件引发地产债二级市场价格剧烈波动，民企利差和国企利差走势出现分化，民企利差上行幅度逐渐陡峭。

2023 年行业利差延续下行趋势，全年合计下行幅度超 118bp，其中 2-4 月利差下行走势最为显著。具体看，利差在 1 月小幅震荡后，在 2-4 月出现大幅下行，从 2 月初 273.13bp 收窄至 162.96bp，合计下行 110.17bp；5 月至年底，利差在 141.69bp-171.02bp 区间震荡。我们认为，2-4 月利差大幅下行主要受两点因素影响：一是年初楼市出现企稳回升迹象，市场预期有所调整；二是房企信用风险趋于稳定，近期末发生对市场形成较大冲击的风险事件。

图表 19：境内地产债利差走势（单位：bp）



数据来源：大智慧，东方金诚整理

民企利差与国企利差走势分化明显。国企利差与行业利差走势趋同，全年利差合计下行 75.01bp；民企利差自 8 月后进入上行区间，且上行曲线逐渐陡峭，全年合计上行幅度达 3321.31bp。具体看：

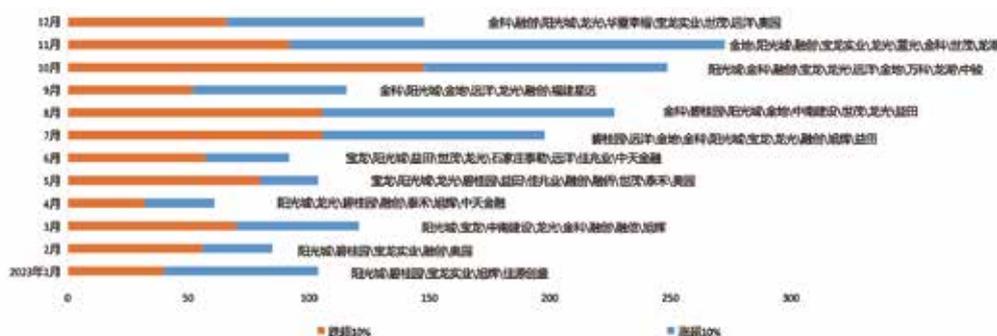
8-10 月：头部房企信用风险事件引发民企利差由 777.29bp 大幅上行至 1682.72bp。二季度楼市转弱导致房企销售端压力加大，行业信用风险有所提升，三季度部分头部房企相继发生违约、展期等信用风险事件，引发市场对房地产行业悲观预期加深，负面情绪不断发酵。在此背景下，10 月金地集团宣布董事长凌克辞职一事被市场直接做出负面解读，行业信用风险进一步升级。同时，部分外资的恶意做空导致龙湖、万科等安全系数较

高的房企也被推上风口浪尖，民企地产债遭遇市场无差别对待，大幅推高二级市场利差。

11-12月：民企利差由1681.20bp迅速上行至4434.07bp。民企利差上行趋势进一步陡峭主要有以下几点原因：一是前期头部房企信用事件对市场的负面影响犹在，市场信心极度脆弱、避险情绪较浓；二是10-11月楼市下行压力进一步加大，对行业的预期较为悲观；三是房企信用风险仍在发酵，新力地产、方圆地产、天津地产、厦门中骏等房企利差的剧烈波动对民企利差走势产生较大影响。

2023年二级市场地产债价格异动频次共计1778次，较2022年下降30.11%。具体看，价格异动主要发生在下半年，受部分头部房企负面舆情冲击影响，7月、8月和10月债券下跌频次显著增多。11-12月，金地、万科和龙湖等房企的积极反馈在一定程度上消除了市场的猜测，债券价格有所回升。

图表 20：地产债二级市场价格异动频次统计（单位：次）⁴

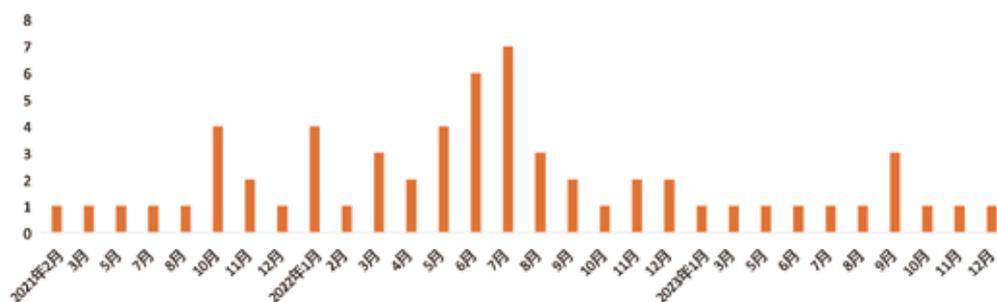


数据来源：iFind，东方金诚整理

3. 信用风险变化情况：2023年行业信用风险较2022年进一步下降，年内违约主体和展期主体数量显著减少，主要是部分头部房企出险再次对市场形成较大冲击。

截至2023年末，本轮房地产下行周期以来（2021年7月至2023年12月）共新增58家境内外债券违约及展期主体，其中2023年新增12家，较2022年少增25家。

图表 21：境内外债券合并口径下新增违约及展期主体数量（单位：个）



数据来源：DM，Wind，东方金诚整理

境内债方面，2023年共计新增4家违约主体，分别为荣盛、恒大、世茂和佳源创盛，与上年同期持平；新增6家展期主体，分别为旭辉、景瑞、远洋、深圳益田、碧桂园和中南建设，同比少增16家。从规模来看，新增违约和展期债券的规模分别为196.35亿元和1705.75亿元，前者同比下降33.69%，后者同比增长10.48%，主要源于前期已违约和展期信用风险的进一步暴露。

⁴ 图表 20 中的文字部分为当月债券价格跌幅超 30% 的主体名单。

境外债方面，2023 年共计新增 10 家违约主体，同比少增 21 家；新增 2 家境外债展期主体，为万达商管和华南城。从规模来看，新增违约和展期债券规模分别为 405.80 亿美元和 38.03 亿美元，同比分别下降 34.83% 和 25.21%。

整体来看，2023 年已进入本轮违约潮后半阶段，新增违约主体和展期主体数量较 2022 年显著减少，如剔除前期（2022 年及以前）已发生境内外违约或展期的主体，全年新增 10 家信用风险主体。

图表 22: 境内外地产债新增违约及展期主体数量统计⁵

日期	境内债				境外债				境内外合并口径新增信用风险主体数量
	违约		展期		违约		展期		
	数量	明细	数量	明细	数量	明细	数量	明细	
2021-07	1	蓝光	1	泛海	1	四川蓝光	-	-	1
2021-08	1	泛海	-	-	1	阳光 100 中国	-	-	1
2021-10	-	-	1	新力	4	中国地产\当代置业\花样年\新力	-	-	4
2021-11	-	-	2	花样年\阳光城	2	恒大\福建阳光	-	-	2
2021-12	-	-	1	鸿坤伟业	-	-	-	-	1
2022-01	-	-	1	恒大	4	奥园\大发\禹洲\祥生	-	-	4
2022-02	2	福建阳光\广西万通	-	-	1	国瑞健康	-	-	1
2022-03	-	-	2	正荣\龙光	2	景瑞\正荣	-	-	3
2022-04	-	-	2	富力\融创	1	鸿坤伟业	-	-	2
2022-05	-	-	2	金科\世茂	3	融创\佳源\中梁	-	-	4
2022-06	1	鸿坤伟业	1	融侨	5	大唐\领地\中南建设\天誉\鑫苑	-	-	6
2022-07	-	-	6	奥园\融信\宝龙\冠城大通\佳源\禹洲	7	融信\俊发\三盛\世茂\宝龙\上坤\方圆	1	富力	7
2022-08	-	-	4	中天金融\节能置业\佳兆业\泰勒	2	弘阳\龙光	-	-	3
2022-09	-	-	1	广州时代控股	1	力高	-	-	2
2022-10	1	金科	1	俊发	1	旭辉	-	-	1
2022-11	-	-	1	鑫苑	2	海伦堡\粤港湾	-	-	2
2022-12	-	-	1	荣盛	2	德信中国\金科	-	-	2
2023-01	1	荣盛	-	-	2	汇景控股\时代中国	-	-	1
2023-03	1	恒大	-	-	1	银城国际	-	-	1
2023-05	1	世茂	2	旭辉\景瑞	1	合景泰富	-	-	1
2023-06	-	-	-	-	1	建业地产	-	-	1
2023-07	1	佳源	-	-	1	绿地控股	1	宝龙	1
2023-08	-	-	-	-	1	远洋控股	-	-	1
2023-09	-	-	3	益田\远洋\碧桂园	1	正商集团	-	-	3
2023-10	-	-	-	-	2	中骏\碧桂园	1	绿地	1
2023-11	-	-	1	中南建设	-	-	1	万达	1
2023-12	-	-	-	-	-	-	1	华南城	1
合计	10	-	33	-	49	-	5	-	58

数据来源：DM, Wind, 东方金诚整理

5 图表 22 展示了房企境内外债券违约情况，其中“境内外合并口径新增信用风险主体数量”一列所示统计结果与本小节正文首段对应，统计规则为：1. 同一主体多次发生境内外债券展期、违约，计为新增 1 家；2. 对同一母公司的违约、展期主体合并统计，例如福建阳光和阳光城计为同一主体；图表 22 中“境内债”“境外债”列所示统计结果是对境内外债券违约及展期情况的分别统计，与本小节正文二、三段对应，统计规则为：1. 在统计境内债违约主体数量时，对于已发生境外债违约或展期的主体仍认定为新增境内债违约（或展期）主体。对境外债的统计同理；2. 同一主体先展期后违约属于信用风险的进一步暴露，分别计入新增展期和新增违约；同一主体先违约后展期只记为新增违约。另，图表 22 中红标处为最后一列的明细项。

四、展望

1.2024 年政策将走向何方？

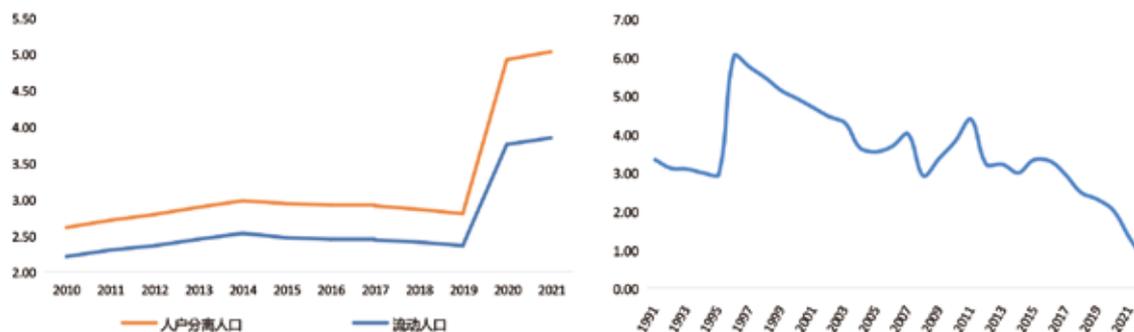
基于对房地产行业供求关系的最新研判，以及本轮房地产调整对宏观经济下行压力的影响，预计 2024 年房地产政策仍将以“防风险”“稳预期”为主，保持温和刺激力度推动房地产实现“软着陆”，逐步引导房地产行业向“提质降速”方向转变。供给端政策，继续以“三支箭”为主要抓手，稳定房企信贷、债券、股权融资渠道，着重改善房企信贷融资状况，对重点房企实行“一司一策”，提升供给端管理强度，避免新增违约事件对市场产生较大冲击。需求端政策，鉴于当前房地产行业症结仍在需求不振，因此仍需需求端刺激政策持续发力，与供给端政策形成合力促进楼市回暖和市场预期的转变，预计 2024 年需求端将持续推出温和刺激政策，居民房贷利率有望进一步下调。

2.2024 年楼市能否企稳回升？

我们判断，2024 年房地产行业大概率维持筑底企稳态势，下半年在政策力度到位、政策效果逐渐显现的情况下，销售端会有所好转，预计全年房地产投资和销量增速在 -5.0% 左右，降幅较 2023 年分别收窄 4.6 和 3.5 个百分点左右。

一方面，需求端政策仍有较大空间。最新数据显示，2023 年 9 月全国个人住房贷款加权平均利率为 4.02%，已低于此前于 2009 年 6 月创下的 4.34% 的历史低点。但综合当前的经济增速、物价水平，特别是房地产行业运行状况，该指标仍有较大的下行空间，尤其是高能级城市政策空间较大；另一方面，近年来人户分离、人房分离现象普遍，高能级城市刚性需求较大，同时随着家庭人口增加、居民收入提升，居民对住房面积、户型结构、居住环境等有了新的要求，“置换”和“改善”需求较为突出。

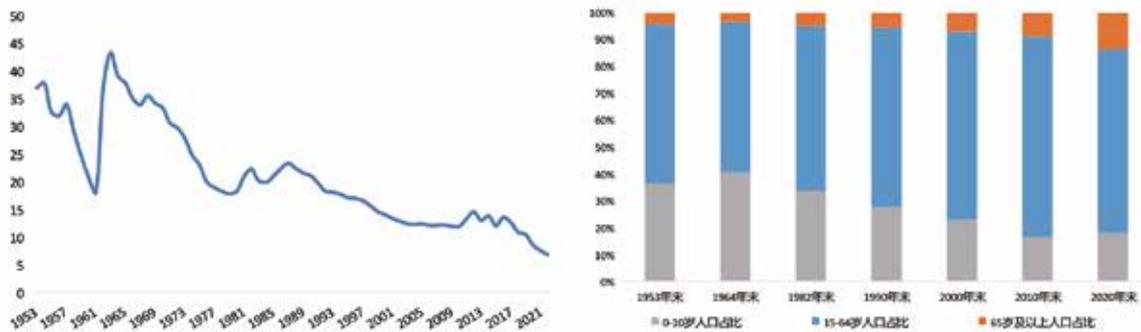
图表 23-24：全国流动人口（左图，单位：亿人）和全国城镇化率增长率（右图，单位：%）



数据来源：iFind，东方金诚整理

长期来看，在人口规模下降、住房需求减少的趋势下，房地产行业发展速度放缓是必然结果，提质降速是必然选择。一方面人口红利优势逐渐消退。2016 年以来我国人口出生率连续下降，人口基数对房地产行业快速发展的支撑作用将逐渐减弱；同时，我国人口呈现加速老龄化趋势，购房主力群体数量大幅下降；另一方面基于现有人口的新增住房需求亦有所减少。房地产行业快速发展的 20 年已带来住房条件发生较大改善，住房套户比和人均居住面积都有显著提升；再者，截至 2022 年底我国城镇化率已超过 65%，且近几年增速显著放缓，意味着劳动力迁移带来的新增住房需求也将逐渐减少。

图表 25-26：全国人口出生率（左图，单位：%）和各年龄段人口占比（右图）

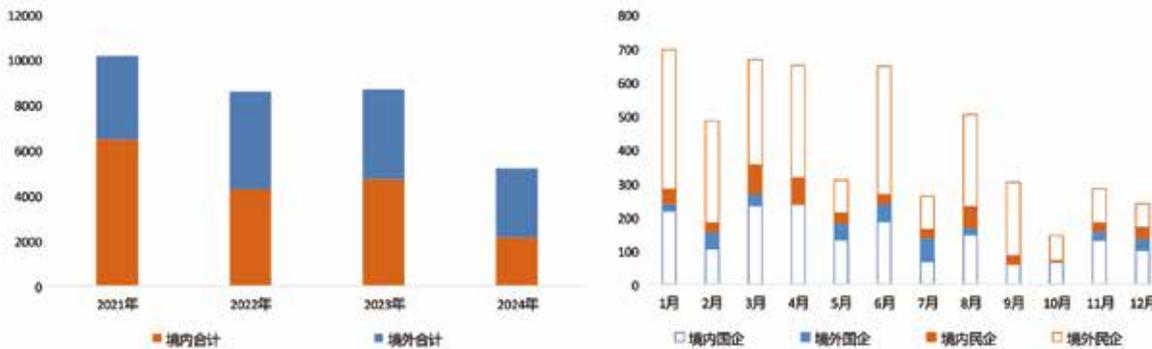


数据来源：iFind，东方金诚整理

3. 地产债信用风险将如何演化？

2024 年债券到期规模显著下降，民营房企和国有房企的债务接续需求存在不同程度下降，整体偿债压力较 2023 年有所缓释。2024 年境内外地产债合计到期规模为 5212.56 亿元，其中境内外债券到期量分别为 2153.35 亿元和 430.64 亿美元，整体偿债规模有所下降且偿债压力主要集中于上半年。分企业性质来看，下行周期以来许多民企境外债陆续展期导致偿付压力后置，2024 年民企仍面临较大境外债偿还压力。近两年民企境内债发行量大幅萎缩叠加前期待偿债券大多已完成兑付，2024 年境内债到期规模显著下降，仅占民企总到期规模一成左右——约 454.52 亿元；与之相反，近两年国有房企境外债发行减少叠加前期债券已完成兑付，2024 年境外债到期规模大幅下降至 51.2 亿美元，国企偿债压力更多来源于境内债，2024 年境内债到期总量达 1698.83 亿元。

图表 27-28：境内外地产债到期规模（左图为年度对比，右图为 2024 年各月；单位：亿元）⁶



数据来源：Wind，东方金诚整理

新增融资需求：房企债券融资修复情况主要取决于 2024 年楼市回暖进程。当前，市场对房地产行业的预期仍偏悲观，避险情绪较为浓重，房企尤其是民营房企的自主融资能力受到显著制约。并且，销售端压力持续向投资端传导，房企投资意愿受到抑制。因此，在房地产行业销售投资未出现显著回暖迹象前，房企新增债券融资难有明显起色。

供给端政策发力：2024 年“第二支箭”仍将持续发力，但融资成本的差异或将对债券融资规模产生较大影响。目前民营房企对中债增进等增信方式高度依赖，然而其对民企发债支持力度存在一定局限性——集中于大型优质民营房企，对民营房企整体债券发行规模的提振效果有限；另一方面，去年 11 月的“三支箭”中信贷政策力

⁶ 2024 年境外债到期数据以 2023 年 12 月平均汇率为基础计算，汇率数据来源为中国外汇交易中心网站。

度明显强于其他，叠加监管持续引导信贷资金利率下行以降低实体融资成本，2024年不排除部分房企切换融资渠道——加大信贷资金利用、降低债券融资规模。

信用风险演化：2024年房地产行业信用风险出清已进入尾部，预计房企违约主体数量及地产债违约规模将进一步下降。一方面，经过前期持续暴雷，目前未出险房企大多为安全系数较高主体，抗风险能力普遍较强。另一方面，我国针对房地产行业的政策空间仍然较大，稳增长压力下2024年房地产刺激政策还将继续加码，行业筑底企稳大环境下房企外部流动性压力或有缓和，尤其是在“一司一策”强监管下，预计行业信用风险会继续下降，少数房企违约事件对市场冲击程度可控。

此外我们关注到，当前出险房企处理债务违约的方式不再局限于单只债券展期，更多为整体债务重组。主要手段包括延长债务期限、利息资本化、本金分期摊销、追加额外增信措施、债转股等。2023年，已有部分房企完成境内或境外的债务重组，相比之下，境外债重组难度较大，是房企债务重组进程中的难点。借鉴前期房企债务重组的成功经验，预期2024年房企在债务重组方面会取得更大进展，推动更多大型房企重新步入经营正轨。

综上我们判断，2024年境内地产债发行规模或将较2023年小幅下降，其中国有企业仍是发行主力。与2023年不同的是，由于到期规模的显著下降，2024年地产债净融资缺口会显著收窄，尤其是下半年各月净融资额大概率将回归正值区间。2024年境内地产债兑付风险显著下降，不排除少数房企违约事件的发生，但对市场冲击程度总体可控，且前期已出险房企将会加快速度推进债务重组，部分头部房企将重新回归正常经营。

详解科创债

翟恬甜 冯琳

科创债是指发行主体为科技创新领域相关企业或者募集资金主要用于科技创新领域的公司债券。2021年3月，沪深交易所启动科技创新公司债券（简称“科创债”）试点工作，在创新创业公司债券（简称“双创债”）框架下，引导优质企业发行科创用途公司债券。2022年5月20日，沪深交易所分别发布了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券》和《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第6号——科技创新公司债券》（统称《指引（2022年）》），标志着科创债在前期试点基础上正式落地。科创债的推出，有助于引导高质量科技型企业发债融资，推动交易所债券市场资金精准高效流入科技创新领域，更好发挥债券市场在服务国家创新驱动发展战略和产业转型升级中的积极作用。



一、科创债发行要求及相关制度安排

2023年10月20日，沪深北交易所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——专项品种公司债券》、《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第7号——专项品种公司债券》和《北

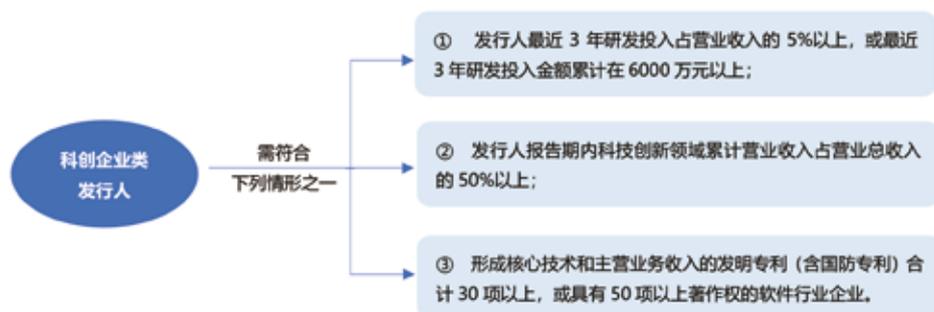
京证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——专项品种公司债券》(统称《指引(2023年修订)》),对科创债发行要求及相关制度安排进行了修订。

(一) 科创债发行条件

科创债是特定品种公司债券,发行人除需满足公司债一般规定外,其相关业务、募集资金用途还应符合国家科技创新相关发展规划和政策文件要求。科创债发行人分为四类,分别是科创企业类(上交所和北交所称“科创企业类”,深交所称“科技创新类”,以下统称“科创企业类”)、科创升级类、科创投资类和科创孵化类。交易所要求科创债发行人具备良好的偿债能力,最近一期末资产负债率原则上不高于80%。对于不同类别发行人,还应满足相对应的、不同的发行条件:

1、科创企业类发行人

科创企业类发行人需具有显著的科技创新属性,并符合下列情形之一:



资料来源:《指引(2023年修订)》

交易所鼓励“科改示范企业”、“制造业单项冠军企业”、“全国重点实验室企业”等国家有关部委认定的科技型样板企业发行科创债——即便未达到这些标准,但科技创新能力突出并有明确依据的企业,也可以发行科创债。此外,交易所未对科创企业类发行人主体或债项评级作出要求。

2、科创升级类发行人

交易所对科创升级类发行人本身科创属性并无要求,也未对主体或债项评级作出要求,但对募集资金用途有明确限定,要求募集资金用于助推自身或者相关科创领域升级现有产业结构,提升创新能力、竞争力和综合实力,促进新技术产业化、规模化应用,推动科技创新领域产业加快发展。

3、科创投资类发行人

科创投资类发行人包括两类主体,一类是符合《私募投资基金监督管理暂行办法》、《创业投资企业管理暂行办法》等相关规定,向科技创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金、私募股权投资基金管理机构和创业投资基金管理机构;另一类是信用状况良好,报告期内创投业务累计收入(含投资收益)占总收入超30%的企业。对于第二类主体,《指引(2023年修订)》删掉了《指引(2022年)》中“主体或债项评级在AA+级及以上”的硬性要求。

4、科创孵化类发行人

科创孵化类发行人是指信用状况良好,主营业务围绕国家级高新技术产业开发区运营,且创新要素集聚能力突出,科创孵化成果显著的重点园区企业。与《指引(2022年)》相比,《指引(2023年修订)》删掉了发行人“主体评级在AA+级及以上”的硬性要求。交易所支持科创孵化类发行人通过股权、债权和基金等形式支

持园区内孵化的科技创新企业，或用于科技创新产业园区或孵化基地的基础设施新建、扩容改造、系统提升、建立分园、收购等。科创孵化类发行人可发挥科创类产业园区辐射带动作用，助力孵化期科创企业集群发展。

（二）科创债募集资金用途

由于科创企业类发行人本身即为具有显著科创属性的科技型企业，交易所未对科创企业类发行人发行科创债的募集资金用途进行限制，从实践来看，多用于偿还存量债务或补充流动资金。而对于其他三类发行人，交易所明确要求募集资金投向科技创新领域的比例应不低于 70%，其中用于产业园区或孵化基础设施相关用途的比例不得超过 30%（这一点主要针对科创孵化类发行人）。具体来看，科创债募集资金可以通过以下方式投向科技创新领域：



资料来源：《指引（2023 年修订）》

可以看出，交易所虽规定了科创债募集资金投向科创领域的最低比例，但对于投向科创领域的方式包容度较强。发行人既可将募集资金对内直接投入科创相关项目研发，或置换 12 个月内的科创领域投资支出，也可对外通过股权投资或基金出资等形式投向科创企业，或作为产业链核心企业，通过权益出资、供应链金融等形式支持上下游企业等。值得一提的是，交易所允许科创债募集资金用于置换发行前 12 个月内的科创领域相关投资支出，相较双创债允许的可置换发行前 3 个月内的双创投资，科创债募集资金使用的灵活度更高。

（三）科创债信息披露要求

科创债发行人应当在募集说明书中披露是否符合科创债主体范围及募集资金投向的相关要求，信息披露要求较为细致。

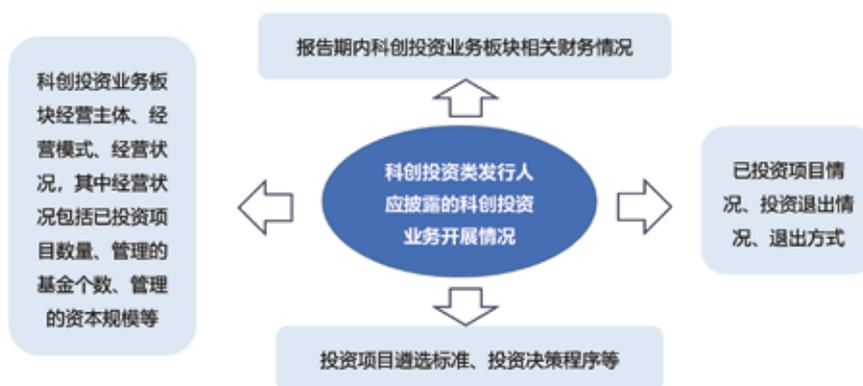
1、发行主体范围相关披露要求

科创企业类发行人应当在募集说明书中披露符合“具有显著的科技创新属性”这一条件的依据，包括其所属的科创领域、自身科创属性及相关政策依据、所持有创新技术先进性及具体表现、正在从事的研发项目及进展情况、保持持续技术创新的机制和安排等。

适用情形②“报告期内科技创新领域累计营业收入占营业总收入的 50% 以上”的科创企业类发行人，应当从拥有的核心关键技术、推动关键核心技术攻关、承担国家重大科技项目、形成的主要产品实现进口替代等方面说明是否符合科创企业类相关要求。

科创投资类发行人需要披露自身科创投资业务开展情况（具体披露内容如下图所示），且应在发行前披露拟投资企业或拟出资基金的相关信息，在发行备案文件中披露拟投资项目是否具有科创属性，确保资金投向科

创领域。在申报阶段暂无具体投资企业名单或拟出资基金的，应当披露拟投资项目遴选标准、投资决策程序和投资领域，并通过披露发行人报告期内的投资规模及经验、未来投资规划等内容，合理匡算募集资金实际需求。



资料来源：《指引（2023年修订）》

另外值得一提的是，交易所规定，园区经营企业或地方国有资本投资运营公司发行科创债，应承诺符合地方政府性债务管理相关要求，不新增地方政府债务规模。

2、募集资金支持领域相关披露要求

科创债发行人需在募集说明书与定期报告中披露募集资金的规划与实际使用情况。针对募集资金投向科创领域的不同方式，交易所明确了不同的信息披露要求（见表1）。在债券存续期间，发行人还应通过定期报告披露科创债募集资金使用情况、科创项目进展情况、促进科技创新发展效果等内容，设立或认购基金份额的需披露基金产品的运作情况。

表 1 对于科创债募集资金投向科创领域不同方式的信息披露要求

投向科创领域方式	信息披露要求
用于科技创新项目	应披露募投项目的基本情况、募投项目实施促进科技创新的方式和依据、募投项目与现有业务或发展战略的关系等。
用于研发投入	应披露研发投入的主要内容、技术可行性、研发预算及时间安排、目前研发投入及进展、已取得及预计取得的研发成果等。
用于购买知识产权	应披露知识产权保护期、评估价值（如有）、技术先进性、预计经济效益等。
用于科技创新相关股权投资	应参照科创债发行主体范围相关披露要求，披露投资标的的科创属性、所属重点支持领域及判断依据。 用于投资企业或储备项目库的，应列出拟投资企业名单，以列表形式披露拟投资企业情况； 用于基金出资的，应披露基金基本情况，包括但不限于基金备案情况、各方认缴金额及出资比例、基金投向、风控措施、已投项目等。

资料来源：《指引（2023年修订）》

（四）科创债配套措施及支持政策

为鼓励优质企业发行科创债，交易所提出一系列优化审核措施。《指引（2022年）》规定优化审核措施适用对象为“符合相关要求，最近一年末总资产大于1000亿元、最近一年总资产报酬率高于3%的发行人”，《指引（2023年修订）》将优化审核措施适用对象调整为“资产负债率不高于同行业平均水平，且具有行业领先地位的发行人”。为此，发行人应结合所属行业、同行业可比企业情况、竞争优势、市场认可度等，对自身具有行业领先地位出具专项说明，并提供相关依据。但需注意的是，发行人报告期内存在经营和财务情况重大不利变化或对偿债能力产生重大影响的情形的，不适用相关优化审核措施安排。

表 2 《指引》对符合条件企业发行科创债作出的优化审核措施安排

审核时限	不存在需重点关注的负面情形的，审核时限原则上不超过 15 个工作日。
统一申报	发行人可以就科创债单独编制申请文件并单独申报，也可与一般公司债、其他专项品种公司债编制统一申请文件并统一进行申报。
延长财务报告有效期	发行人可以申请适当延长年度、半年度财务报告有效期。年度财务报告有效期最多延长至当年 8 月末，半年度财务报告有效期最多延长至次年 4 月末。已披露季度财务报表的，应当同步披露主要季度财务数据。
优化信息披露	发行人按照《指引（2023 年修订）》要求加强科技创新属性针对性信息披露，在注册批复有效期内进行后续发行时，如经营和财务情况无重大不利变化或不存在对偿债能力产生重大影响的事项，可适当简化募集说明书中发行人基本情况、财务会计信息等相关章节信息披露内容。
简化签章文件	发行人董事、监事、高级管理人员在债券项目申请阶段按照规定对债券发行文件签署书面确认意见，并承诺认可各期发行文件、履行规定职责的，每期债券发行前无需另行签署书面确认意见。

资料来源：《指引（2023 年修订）》

除上述优化安排外，交易所针对科创债提出的配套措施和支持政策还包括：

① 发行人可以在前次科创债的注册批复或者挂牌转让无异议函有效期届满前 3 个月内，申报发行新的科创债。相较《指引（2022 年）》，《指引（2023 年修订）》将提前申报期限从“1 个月内”延长至“3 个月内”。

② 对于在推动关键核心技术攻关、承担国家重大科技项目、推动产业转型升级等方面具有引领和示范作用的发行人，即便成立不满一个完整会计年度，也可以非公开发行科创债。

③ 鼓励发行人对发行方式、期限结构、利率确定和计算方式、还本付息方式、赎回或转换选择权、增信方式及促进债券交易等方面进行创新。创新方式包括但不限于设计预期收益质押担保、知识产权质押担保、可转换为被投资标的股权、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等条款。鼓励科创企业类发行人非公开发行可转换科创债。

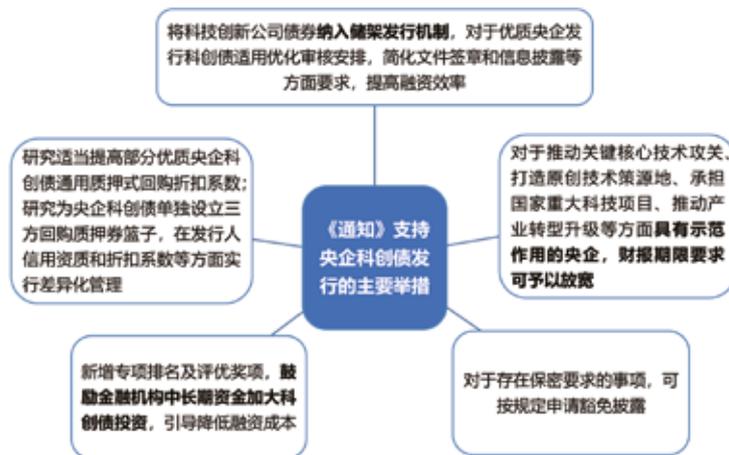
④ 鼓励发行人根据预期投资回收周期发行长期限债券，匹配长期资金使用需求。鼓励发行人利用信用保护工具、内外部信用增进等方式，降低融资成本。鼓励发行人根据自身特点有针对性地设置多样化的偿债保障条款。

除《指引（2022 年）》和《指引（2023 年修订）》外，2022 年 11 月发布的《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》和 2023 年 4 月发布的《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》，也强化了政策层面对科创债市场发展的支持力度。

1、《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》

央企是创新发展的主力军，也是集聚科技创新要素的重要载体。科创债是交易所债市支持科创领域央企融资需求的重要抓手。2022 年 11 月 11 日，证监会和国务院国资委联合发布《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》（简称《通知》），旨在更好发挥央企科技创新引领示范作用。这也是国务院国资委首次为单一债券品种发文。

《通知》通过优化市场服务运行机制、监管考核标准、融资决策程序等方式，多措并举支持央企发行科创债（主要举措如下图所示）。《通知》鼓励央企加大研发投入，引导央企发挥产业链“链长”作用或通过股权投资、建设科创孵化园区等方式，支持科创领域中小企业发展，服务产业转型升级。《通知》支持央企开展基础设施领域 REITs 试点，重点支持新基建项目发行 REITs，鼓励回收资金用于科创领域投资。此外，《通知》还鼓励央企子公司探索利用资产担保、无形资产质押或者由中央企业集团提供外部增信等方式发行科创债，并积极支持符合条件的持续发行科创债融资的央企子公司上市融资。



资料来源：《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》

2、《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》

2023年4月28日，证监会发布《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》（简称《工作方案》），从五方面部署了18项举措（见表3）。《工作方案》提出，实行科创企业“即报即审、审过即发”的“绿色通道”政策，这有利于满足科创企业的快速融资需求，帮助科创企业高效获取资金，推动科创项目进展与成果转化。《工作方案》针对提升科创债交易流动性部署了多项举措，包括将优质企业科创债纳入基准做市品种等，交易流动性的提升有利于增强科创债对投资者的吸引力，从而降低债券发行成本。此外，《工作方案》还将科创债承销情况纳入证券公司评价考核体系，这有助于引导证券公司提升服务积极性与服务质效，助力科创债市场高质量发展。

表3 《工作方案》部署推动科创债高质量发展的具体举措

优化融资服务机制	<ul style="list-style-type: none"> 实行科创企业“即报即审、审过即发”的“绿色通道”政策； 允许符合条件的科创企业参照适用知名成熟发行人制度； 大幅缩短科创债审核注册时限，提升科创债全链条业务服务质效等。
扩大科技创新新资金供给	<ul style="list-style-type: none"> 持续发挥中央企业示范引领作用； 加大对优质企业发行科创债的支持力度； 推动科技创新领域企业发行REITs。
提升科创债交易流动性	<ul style="list-style-type: none"> 将优质企业科创债纳入基准做市品种； 研究推出科创债ETF； 给予优质科创债通用质押式回购融资最高档折扣系数等。
健全科创债评价考核制度	<ul style="list-style-type: none"> 将科创债承销情况纳入证券公司履行社会责任专项评价； 将科创债承销情况纳入证券公司公司债券业务执业能力评价指标； 单独设置科创债评优机制等。
加强工作协同配合	<ul style="list-style-type: none"> 建立健全与国务院国资委等相关部委的沟通会商机制； 加强与地方政府相关部门工作协同，对科创债融资主体、中介机构、投资机构、增信机构等提供政策支持。

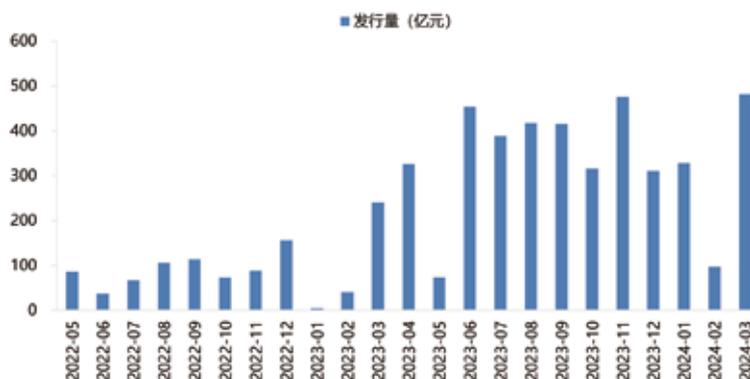
资料来源：《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》

二、科创债发行情况

（一）截至 2024 年 3 月底，科创债发行量逾 5100 亿元，发行企业以中高等级主体为主，AAA 级企业数量占比超 6 成。

我们根据债券名称中是否含有科创债标识作为筛选标准，对 2022 年 5 月科创债正式推出至 2024 年 3 月底的发行情况进行了统计梳理。截至 2024 年 3 月底，交易所债市累计发行科创债 465 只，发行规模合计 5102.0 亿元，共涉及发行企业 229 家。其中，2023 年以来，科创债发行明显提速，全年月均发行量为 288.9 亿元，是 2022 年 5-12 月月均发行量的 3.2 倍。2024 年 1-3 月，科创债月均发行量为 302.6 亿元。

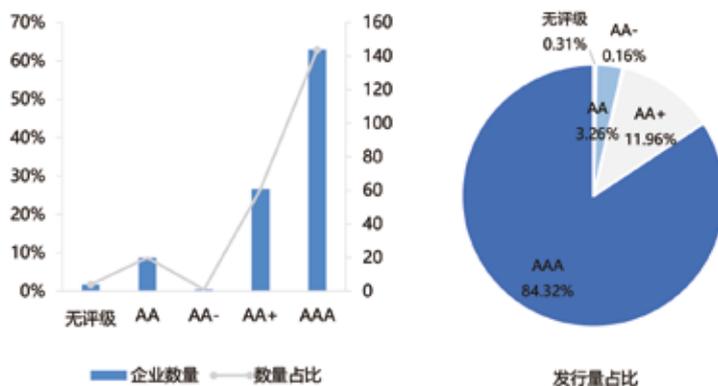
图 1 2023 年以来，科创债月均发行量大幅提升



数据来源：Wind，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月底，共计 229 家科创债发行企业中，主体评级 AAA 级企业 144 家，占比 62.9%，发行量 4301.8 亿元，占比 84.3%；AA+ 级企业 61 家，占比 26.6%，发行量 610.3 亿元，占比 12.0%；AA 级企业 20 家，占比 8.7%，发行量 166.3 亿元，占比 3.3%。总体来看，科创债发行人以高信用等级主体为主。根据以往发行经验，AA 级主体发行科创债通常需要采取一定的增信措施。

图 2 截至 2024 年 3 月底，科创债发行主体以 AAA 级企业为主



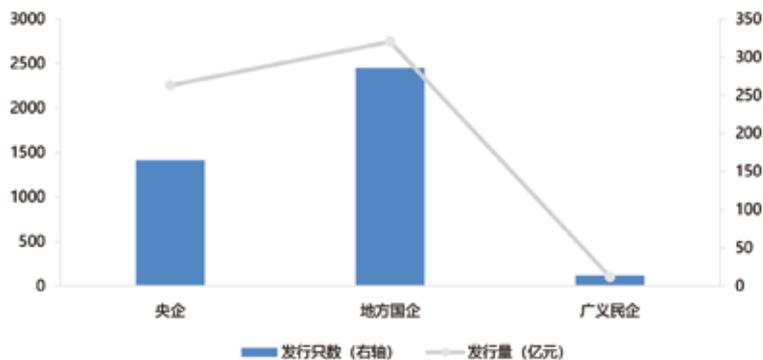
数据来源：Wind，东方金诚整理

另外值得一提的是，已发行科创债以公募债为主。截至 2024 年 3 月底发行的科创债中，公募债共计 353 只，发行量 4321.8 亿元，占比 84.7%；私募债共计 112 只，发行量 780.2 亿元，占比 15.3%。这与科创债发行人超六成成为资质最优的 AAA 级企业相匹配。

（二）央企为科创债发行绝对主力，发行量合计占比达 98%。

从企业性质看，央企为科创债发行绝对主力。截至 2024 年 3 月底，共计 229 家科创债发行企业中，地方国企 160 家，发行量 2745.4 亿元；央企 57 家，发行量 2253.5 亿元；广义民企仅 12 家，发行量 103.1 亿元，其中民营企业 7 家，发行量 45.1 亿元。从占比看，央企和地方国企发行量占比为 44.2% 和 53.8%，合计占比达到 98.0%；广义民企发行量占比仅为 2.0%，低于同期广义民企公司债发行量占交易所债市全部公司债发行量的比重（2.9%）。

图 3 截至 2024 年 3 月底，央企在科创债发行中占绝对主导

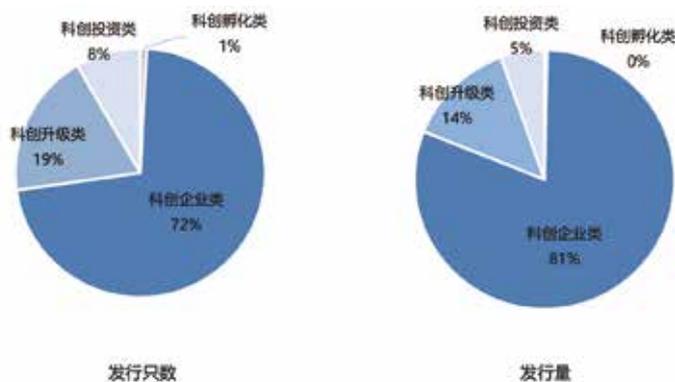


数据来源：Wind，东方金诚整理

（三）从发行人类型看，科创企业类发行人在科创债发行中占主导。

截至 2024 年 3 月底，在公开发行的科创债中（由于私募债未披露募集说明书，故此仅统计公募产品），发行人类型为科创企业类的债项共 256 只，发行量 3504.1 亿元，占同期公开发行科创债发行量的 80.7%；发行人类型为科创升级类的债项共 67 只，发行量 587.5 亿元；发行人类型为科创投资类的债项 30 只，发行量 236.5 亿元；发行人类型为科创孵化类的债项仅 3 只，发行量 15.9 亿元。

图 4 截至 2024 年 3 月底，已发行科创债发行人以科创企业类为主



数据来源：Wind，东方金诚整理

观察不同类型发行人主体资质，截至 2024 年 3 月底，科创企业类发行人公开发行的 256 只科创债中，主体评级 AAA 级、AA+ 级和 AA 级债项数量分别为 240 只、15 只和 1 只，AAA 级占比达到 93.8%——这一比重明显高于其他类型发行人，显示科创企业类发行人主体资质最优。主要原因在于，科创债对于科创企业类发行人的

募集资金用途没有做出明确限制，叠加其他鼓励政策正向加持，由此吸引了大量科创属性显著的优质科技型企业试水科创债发行。

表 4 截至 2024 年 3 月底，科创企业类发行人主体资质最优

		主体评级 AAA 级	主体评级 AA+ 级	主体评级 AA 级	合计
科创企业类	债券只数	240	15	1	256
	占比	93.75%	5.86%	0.39%	100.0%
科创升级类	债券只数	54	9	4	67
	占比	80.60%	13.43%	5.97%	100.0%
科创投资类	债券只数	21	4	5	30
	占比	70.00%	13.33%	16.67%	100.0%
科创孵化类	债券只数	2	1	0	3
	占比	66.67%	33.33%	0.00%	100.0%

数据来源：Wind，东方金诚整理；

注：仅统计公开发行的科创债；科创孵化类主体发行科创债数量较少，故表格中统计结果可能不具备代表性

进一步观察各类型发行人构成，**科创企业类发行人主要为央企**（央企发行只数占比 57.2%），如中国葛洲坝集团、中国电建集团、中国华能集团等；**科创升级类发行人主要为地方国企**（地方国企发行只数占比 82.3%），多为**各类国有金控集团、产业投资公司**，如成都产业投资集团、山东新动能基金、杭州市国有资本投资运营有限公司、广州金控集团等；**科创投资类发行人亦主要为地方国企**（地方国企发行只数占比 60.9%），如上海国有资产经营有限公司、鲁信创业投资集团、苏州元禾控股等。而**科创孵化类发行人仅有上海张江高科技园区开发股份有限公司和珠海市高新建设投资有限公司两家企业**，共计发行 3 只科创债。科创孵化类主体明确指向国家级高新技术产业开发区运营企业，符合条件的该类企业可积极探索科创债发行机会。

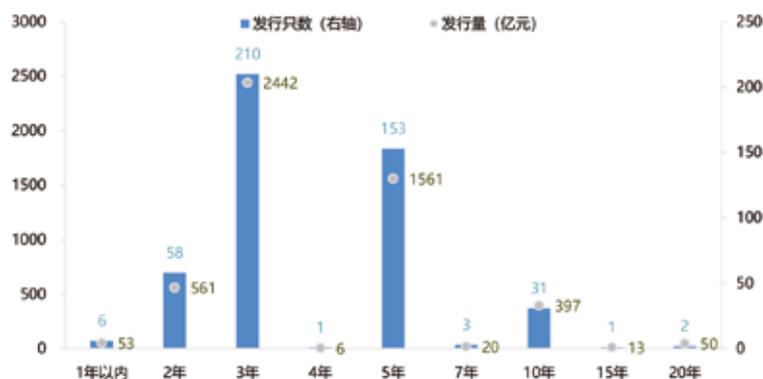
以珠海市高新建设投资有限公司（简称“珠海高新建投”）为例，珠海高新建投主体评级为 AA+ 级，主业为国家级产业园区运营，在国家高新区综合评价指标体系中单项排名 20+，其运营的港湾 1 号科创园被评为 2021 年国家级科技企业孵化器广东省内综合型第一，获评国家级孵化器资质，且发行前最近一期资产负债率为 52.06%（低于 80%）。因此，珠海高新建投符合科创孵化类发行人需要满足的“信用状况良好，主营业务围绕国家级高新技术产业开发区运营，且创新要素集聚能力突出，科创孵化成果显著的重点园区企业”等主体资质要求。

值得一提的是，与科创债发行人以科创企业类为主相匹配，**科创债募集资金用途以偿还存量债务或补充流动资金为主**。我们汇总了截至 2024 年 3 月底发行的 465 只科创债的募集资金用途，结果显示：募集资金明确为主要用于偿还存量债务或补充流动资金的共有 280 只，占比 60.2%，发行量合计 3717.2 亿元，占比 72.9%；募集资金明确为主要通过投资科技创新公司股权或基金出资、投入科创属性项目建设、置换 12 个月内科创属性出资等方式，投向科技创新领域的科创债有 185 只，占比 39.8%，发行量合计 1384.8 亿元，占比 27.1%。

（四）已发行科创债以中长期债券为主，有利于增加债券市场对科创企业和科创领域的长期资金供给。

从科创债发行期限看，**中长期债券占比超 9 成**，这与科创投入周期和科创企业发展周期更为匹配。截至 2024 年 3 月底，科创债金额加权平均发行期限为 4.2 年。其中，期限超过 1 年的中长期债券共 459 只，发行量 5049.0 亿元，占比高达 99.0%。各期限中，3 年期和 5 年期债券占比最高，发行量分别为 2441.8 亿元和 1560.6 亿元，占科创债总发行量的比重分别为 48.4% 和 30.9%。

图5 截至2024年3月底发行的科创债期限集中在3年期和5年期



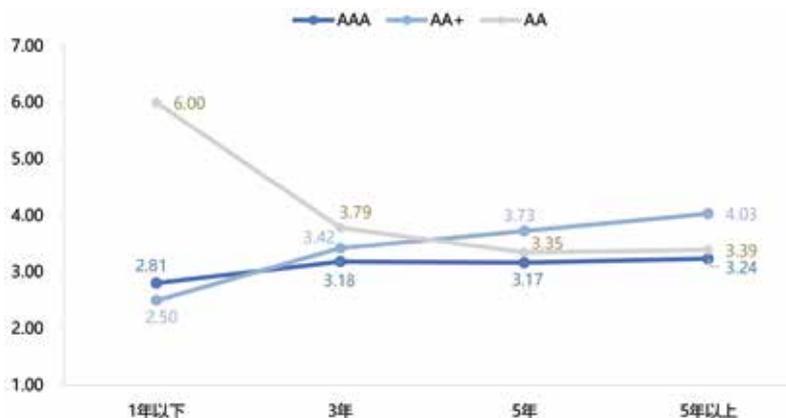
数据来源：Wind，东方金诚整理

与此同时，截至2024年3月底发行的科创债中，永续债有168只，占比达到36.0%，而同期所发行公司债中，永续债只数占比仅为22.8%。科创债中永续债占比较高，与科创债发行主体集中于高等级央国企有关。我们认为，发行永续债不仅可以满足企业的中长期资金需求，同时因永续债可计入权益科目，还能降低企业账面杠杆率，优化财务报表，这一独特优势对于优质央国企发行人来说有一定的吸引力。

（五）科创债发行利率基本跟随全市场公司债发行利率波动。

发行利率方面，截至2024年3月底，主体评级AAA级、AA+级和AA级科创债金额加权平均发行利率分别为3.2%、3.7%和3.6%。分期限看，5年及以上期限科创债发行利率出现级别倒挂，主要有两点原因：一是主体评级AA级的科创债发行只数少，易受到个别值影响；二是主体评级AA级的科创债均采用了增信措施，从而压低了票面利率。另外，主体评级AA级科创债发行利率还出现期限倒挂，1年期发行利率反而最高，主要原因是各个期限上的发行只数都很少，数据量少导致代表性不足——例如，AA级主体发行的1年期科创债仅1只，发行人为民营企业且为私募债，故发行利率偏高。

图6 截至2024年3月底，各主体评级、关键期限科创债加权平均发行利率（%）

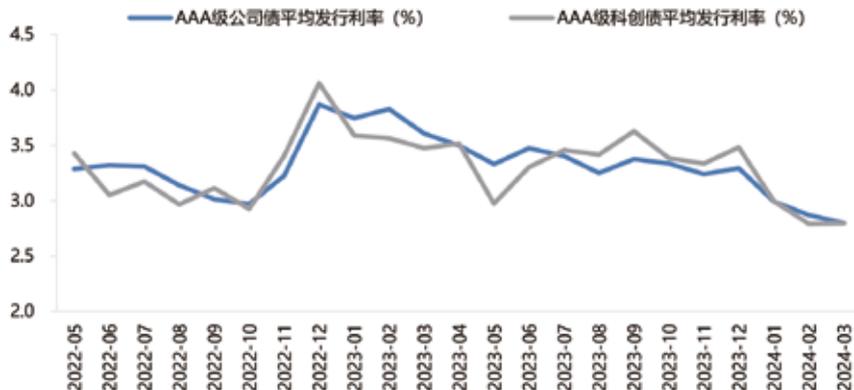


数据来源：Wind，东方金诚测算

由于科创债发行主体级别以AAA级为主，因此我们选择主体评级AAA级的科创债为代表来对比科创债发行利率走势和全市场公司债发行利率走势。数据显示，主体评级AAA级科创债加权平均发行利率走势与全市场AAA级公司债加权平均发行利率走势具有较强一致性。2023年7月前，多数月份AAA级科创债平均发行利率要

低于全市场 AAA 级公司债平均发行利率；但 2023 年 7 月及以后，AAA 级科创债平均发行利率整体上要高于全市场 AAA 级公司债平均利率。

图 7 主体评级 AAA 级科创债发行利率走势与全市场对比



数据来源：Wind，东方金诚测算

(六) 北京作为央企集中注册地，科创债发行量和发行只数远超其他省市，地方国企和广义民企科创债发行集中在江苏、广东等东部沿海省份。

截至 2024 年 3 月底，科创债发行人共覆盖全国 26 个省市。其中，发行量居前五位省市分别为：北京（1804.0 亿元）、广东（411.9 亿元）、山东（403.0 亿元）、湖北（390.0 亿元）和上海（379.3 亿元）。发行只数方面，北京共发行科创债 136 只，数量远超第二名广东的 46 只。**北京作为央企集中注册地，科创债发行量和发行只数远超其他省市**——期间北京地区央企发行科创债 115 只，占央企科创债发行只数的 69.7%。

从地方国企和广义民企科创债发行情况来看，截至 2024 年 3 月底，地方国企发行的 286 只科创债中，有 6 个省市贡献了 20 只以上的发行只数，分别为江苏 40 只、广东 38 只、山东 29 只、浙江 28 只、上海 23 只、北京 21 只，主要为东部沿海省市；而广义民企发行的 14 只科创债也多数来自沿海经济大省，分别为山东 4 只、广东 3 只、江苏 3 只。

另一方面，宁夏、河南、广西、湖南、吉林、黑龙江等省份科创债发行数量均低于 3 只，发行量不超过 50 亿元；西藏、甘肃、内蒙古、贵州等地暂无科创债发行。综上，科创债发行情况与地区经济发展水平与科技创新能力直接相关，东部和中部省份科创债发行有优势，东北和西部地区科创债发行表现较弱。

表 5 截至 2024 年 3 月底，科创债发行集中在北京和东中部省份

	发行只数	发行量：亿元	发行量占比
北京市	136	1804	35.36%
广东省	46	411.9	8.07%
山东省	33	403	7.90%
湖北省	27	390	7.64%
上海市	32	379.3	7.43%
陕西省	15	247.5	4.85%
河北省	15	235.5	4.62%
浙江省	29	225.62	4.42%
江苏省	44	198.89	3.90%
安徽省	19	170.7	3.35%

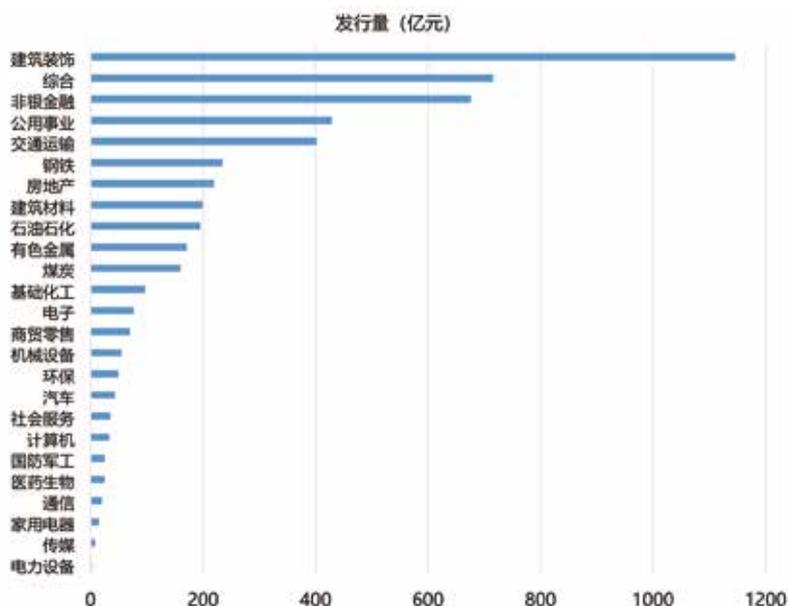
四川省	16	146.5	2.87%
江西省	8	94	1.84%
重庆市	11	87	1.71%
山西省	6	85	1.67%
福建省	9	66	1.29%
天津市	7	57.6	1.13%
辽宁省	2	50	0.98%
新疆维吾尔自治区	2	11	0.22%
香港特别行政区	1	8	0.16%
开曼群岛	1	7	0.14%
黑龙江省	1	6	0.12%
吉林省	1	5	0.10%
湖南省	1	3.5	0.07%
广西壮族自治区	1	3	0.06%
河南省	1	3	0.06%
宁夏回族自治区	1	3	0.06%

数据来源：Wind，东方金诚整理

（七）从发行人所处行业看，科创债有效支持了建筑业、高端制造业、新能源、社会服务业等领域的转型升级和创新发展。

从发行人证监会行业分类来看，截至 2024 年 3 月底，科创债发行量与发行只数排名前十的行业分别为建筑装饰、综合、非银金融、公用事业、交通运输、钢铁、房地产、建筑材料、石油石化和有色金属（发行量和发行只数排名不完全一致）。其中，建筑装饰（1146.0 亿元，96 只）、综合（715.3 亿元，68 只）、非银金融（676.4 亿元，99 只）发行量排名居前三位。

图 8 截至 2024 年 3 月底，科创债发行主体证监会行业分布



数据来源：Wind，东方金诚整理

三、总结

科创债自推出以来，已支持 200 余家企业融资逾 5100 亿元，募集资金主要投向集成电路、人工智能、高端制造等前沿领域，助力科技成果加速向现实生产力转化。科创债是在双创债基础上进一步创新出的债券品种，符合我国创新驱动发展战略，政策支持力度很大。对于企业来说，发行科创债具有以下优势：

- 科创债产品设计和募集资金在使用上贴合科技创新领域投融资特征，对科创企业更加包容，募集资金投向科创领域的方式更加灵活，尤其与央企发挥创新引领和孵化作用更为契合，有助于增强企业自主创新内在动力，推动科技成果转化和产业化应用。
- 发行科创债可以提高发行人作为科创企业或科创投资、孵化企业在资本市场的辨识度，将自身的科技属性和创新价值充分显性化，以此获得债券投资者的更高认可，有助于降低债券融资成本。
- 监管机构对科创债发行的政策支持力度大，特别是通过设立发行备案“绿色通道”等方式便利科创债申报发行，以及多措并举提升科创债交易流动性等，有利于提升科创债融资效率，降低融资成本。

展望后续，2024 年《政府工作报告》将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”放在今年工作任务首位，明确提出要“充分发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，不断塑造发展新动能新优势，促进社会生产力实现新的跃升”。加快发展新质生产力必须坚持以科技创新为引领，科创债是债券市场服务科技创新和新质生产力的重要抓手。预计随着债券市场对科技创新支持力度不断加大，以及科创债产品设计、发行条款、增信措施等方面不断创新，未来科创债市场还有很大的发展空间。

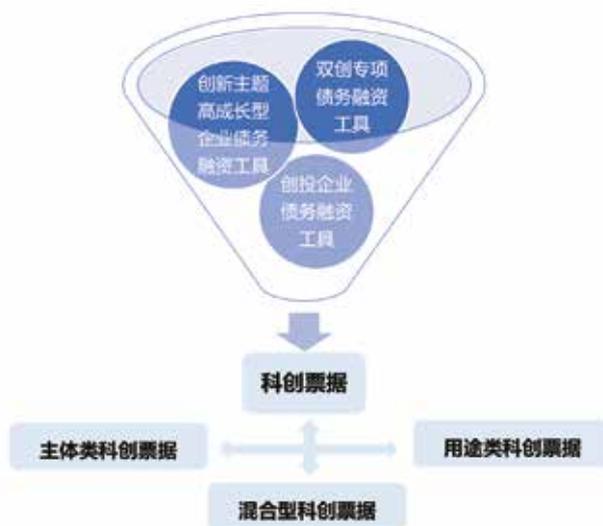
从发行企业来看，预计后续科创债发行主力仍将以央企（含央企子公司）和地方国企（主要为各类国有金控集团、产业投资基金、国有资本投资运营公司等）为主，这也与债券投资者对稳定现金流的偏好相匹配。不过，尽管目前民营企业科创债发行占比很小，但通过让信用状况良好的央企发行科创债融资，再将资金投入中小型科创企业，也能够实现债券市场间接为科创类民营企业提供融资支持。另外，随着可转债市场运行机制不断健全，投资人对可转债的认可度提升，可转换科创债也将为民营企业加快推进科技创新和融入新质生产力发展提供重要融资支持。

详解科创票据

翟恬甜 冯琳

2022年5月20日，中国银行间市场交易商协会（简称“协会”）发布了《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》，将科创类融资产品工具箱升级为科创票据，鼓励科技创新企业新增注册各类债务融资工具，完善发行人科创票据新增注册及既有额度管理，并开辟对应的注册评议“绿色通道”。

科创票据指科技创新企业发行或募集资金用于科技创新领域的债务融资工具，分为主体类科创票据和用途类科创票据。科创票据的推出，强化了银行间债券市场对科创企业和科创用途的精准支持及资金直达，其独特优势与实践价值得到了发行人和投资者的广泛认可。在科创票据基础上，2023年7月20日，协会创新推出混合型科创票据，通过浮动利率、收益权转让等结构设计，引导债券投资人参与科技型企业发展，进一步拓宽了科创金融服务的深度和广度。



一、科创票据发行条件

（一）主体类科创票据

主体类科创票据发行人需具备至少一项科技创新称号，包括但不限于国家企业技术中心、高新技术企业、制造业单项冠军、专精特新“小巨人”、技术创新示范企业或智能制造示范工厂（优秀场景）等。协会对主体

类科创票据的募集资金用途未作严格限制，可用于企业正常生产经营活动。从已发行主体类科创票据来看，募集资金基本用于偿还企业存量债务或补充流动资金。

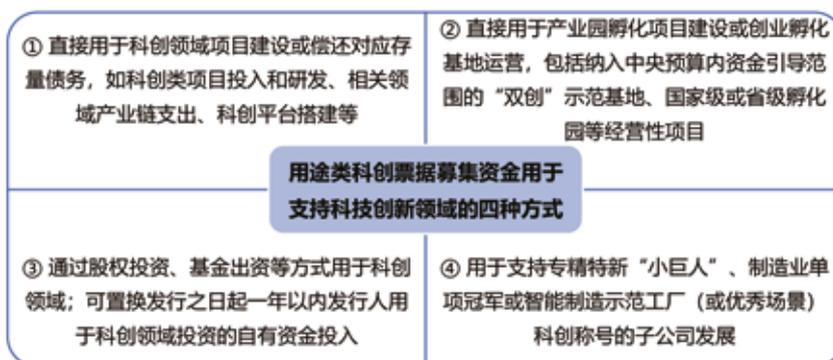
（二）用途类科创票据

用途类科创票据要求募集资金中应有不低于 50% 的部分用于支持科技创新领域，投向应符合“十四五”规划以及《国家创新驱动发展战略纲要》等相关文件要求。为确保专款专用，针对募集资金中用于科技创新领域的部分，发行人应设立监管账户或专项账户，并严格按照发行文件中所约定的用途使用。存续期内发行人若需变更募集资金用途，应报协会备案，且变更后原则上仍应符合科技创新用途要求，确需变更为常规用途的，除报协会备案外，还应召开债券持有人会议，并经持有人会议审议通过。



资料来源：交易商协会官网

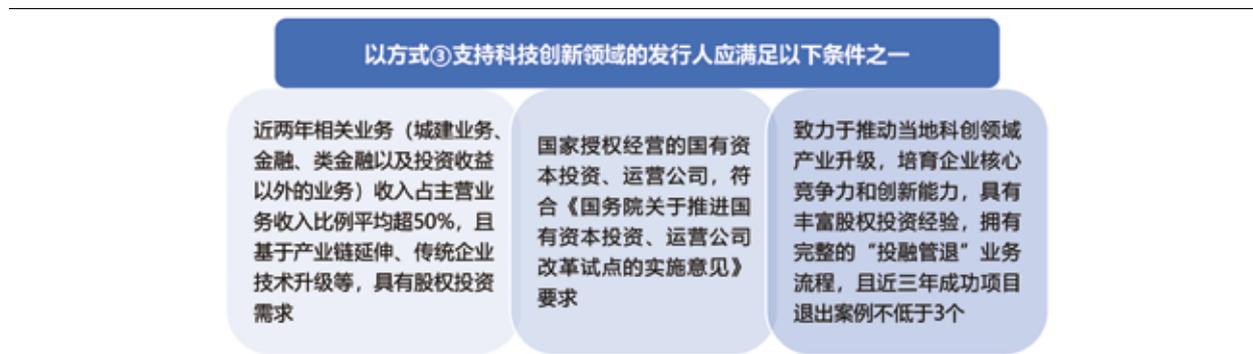
协会列明了用途类科创票据募集资金用于支持科技创新领域的四种具体方式，并对发行主体要求做出明确规定——发行人应信用资质良好、经营状况稳定且具备相应经验，但不要求发行人必须具备科技创新称号。



资料来源：交易商协会官网

对于方式③，协会进一步要求，募集资金用于股权投资的部分，单笔股权投资金额不超过对该企业总投资的 60%；募集资金用于基金出资的部分，基金类型仅限于创业投资基金和政府出资产业投资基金，且不超过发行人已认缴规模的 60%，其中，募集资金用于政府出资产业投资基金的，发行人不得代替政府进行出资。同时，协会还要求，以方式③支持科技创新领域的发行人，资产负债率需在主管部门企业绩效评价标准中处于行业较

差值以上、总资产不低于 100 亿元（有担保除外），且还应满足以下三个条件之一：



资料来源：交易商协会官网

二、科创票据注册发行要求

科创票据是在协会债务融资工具“基础产品”（如超短期融资券、短期融资券、中期票据、定向工具 PPN、资产支持票据 ABN 等）序列基础上，因特殊发行主体、特殊募集资金用途而发展出的“专项产品”。因此，科创票据的注册发行首先需满足债务融资工具“基础产品”的常规要求。在此前提下，协会根据主体类科创票据和用途类科创票据的特点，补充了不同的注册发行文件要求、信息披露要求和法律意见要求。

表 1 科创票据注册发行补充要求

	主体类科创票据	用途类科创票据
特殊要件	发行人相关科创称号的专项尽调报告	<ul style="list-style-type: none"> 募集资金用途符合科创票据要求的专项尽调报告 发行人与资金监管行签署的募集资金监管协议
信息披露要求	在募集说明书的重要提示章节披露企业具备的科创称号相关情况，并披露与科技称号相关的核心竞争优势	<ul style="list-style-type: none"> 在募集说明书中披露支持科创的具体领域及方式并承诺符合科创票据相关要求，同时按相关表格体系要求披露发行主体、募集资金用途等内容 以方式①支持科创领域的，应披露科创项目基本情况、科创相关特征、未来发展规划及资金支出安排等
法律意见要求	对科创企业获得相应称号的合法合规性及有效性发表相应法律意见	<ul style="list-style-type: none"> 以方式②支持科创领域的，需对募集资金用途符合相关创业孵化管理办法的合法合规性情况发表法律意见 以方式③支持科创领域的，需对业务合法合规性发表意见 以方式④支持科创领域的，需对子公司科创企业获得相应称号的合法合规性及有效性发表相应法律意见

资料来源：交易商协会官网

三、科创票据配套措施

科创票据不设单独文号，企业发行各类债务融资工具满足科创票据相关要求的，统一在发行阶段添加“（科创票据）”专项标识。在发行主体或募集资金用途符合条件的情况下，企业还可发行“科创票据+X”的双贴标或多贴标债券，已发行案例中“科创票据+绿色债券”、“科创票据+乡村振兴”较为常见，在支持科技创新的同时助力绿色发展或乡村振兴。此外，实践中也有“科创票据+绿色债券+乡村振兴”、“科创票据+碳中和债”、“科创票据+可持续发展挂钩”、“科创票据+革命老区”等发行案例。

为支持企业发行科创票据，协会在注册或既有额度管理方面提出两项配套措施：一是发行人可新增注册主体类或用途类科创票据，亦可使用既有注册额度发行科创票据，且鼓励科创企业新增注册各类债务融资工具，

这有利于增加科创企业发债额度，扩大科创企业发债规模；二是协会为科创票据注册评议开辟了绿色通道，可以提高科创票据注册服务工作效率，节约发行时间。

在存续期管理配套措施方面，协会规定，科创票据发行人应当严格按照发行文件约定的用途使用募集资金，加强存续期信息披露管理，提高募集资金使用透明度。针对主体类科创票据和用途类科创票据的存续期信息披露，协会提出了不同的特殊要求。



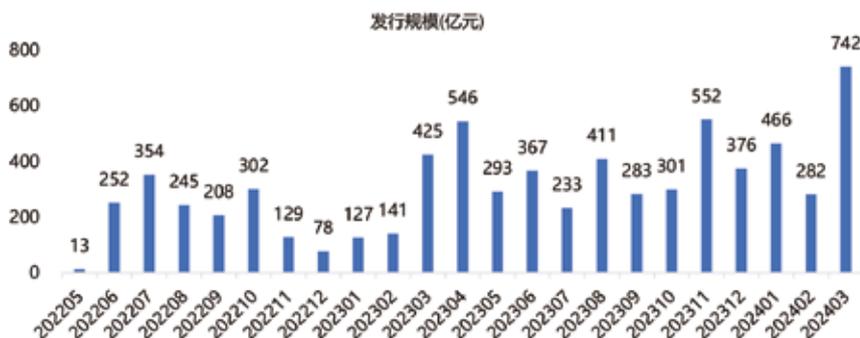
资料来源：交易商协会官网

四、科创票据发行情况

（一）截至 2024 年 3 月底，科创票据发行量逾 7100 亿元，其中主体类科创票据发行量占比超 9 成。

自 2022 年 5 月科创票据正式推出至 2024 年 3 月底，银行间债市累计发行科创票据 812 只，发行规模合计 7124.8 亿元，共涉及发行企业 211 家。从趋势上看，自推出以来，科创票据发行热度不断提升，2022 年 5-12 月、2023 年、2024 年 1-3 月月均发行量分别为 197.5 亿元、337.9 亿元、496.8 亿元。

图 1 自推出以来，科创票据发行热度不断提升



数据来源：Wind，东方金诚整理

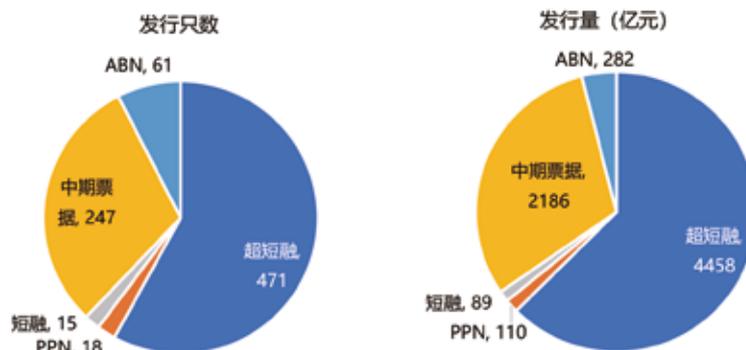
我们根据募集资金用途以及发行人是否具备相关科技创新称号，对已发行科创票据进行了分类统计（由于私募发行的 ABN 和 PPN 未披露募集说明书，故此处仅统计公开发品种）。截至 2024 年 3 月底，主体类科创票据共发行 711 只，发行规模达到 6547.5 亿元，用途类科创票据共发行 46 只，发行规模仅 307.8 亿元。

（二）已发行科创票据中约六成为超短期融资券，发行期限较短。

截至 2024 年 3 月底，已发行科创票据涵盖了债务融资工具“基础产品”序列各主要券种。其中，超短期融

资券 471 只，发行量 4458.4 亿元，占比 62.6%；中期票据 247 只，发行量 2185.5 亿元，占比 30.7%；ABN 共 28 单 61 只，发行量 282.3 亿元；PPN 18 只，发行量 109.7 亿元；短期融资券 15 只，发行量 89.0 亿元。

图 2 截至 2024 年 3 月底，已发行科创票据以超短期融资券为主



数据来源：Wind，东方金诚整理

已发行科创票据中约六成成为超短期融资券，发行期限较短，这实际上与主体类科创票据募集资金主要用于偿还存量债务或补充流动资金，因而发行人所需为短期周转资金有关。根据我们测算，已发行科创票据金额加权平均发行期限为 1.42 年，而同期（2022 年 5 月 -2024 年 3 月）银行间债市全部债务融资工具加权平均发行期限为 1.77 年。但需说明的是，由于用途类科创票据募集资金中至少 50% 要投向科创领域，需要较长期限的资金以匹配投资周期，故而发行期限相对较长，券种以中期票据为主。

图 3 截至 2024 年 3 月底，已发行科创票据期限以 1 年期以内为主

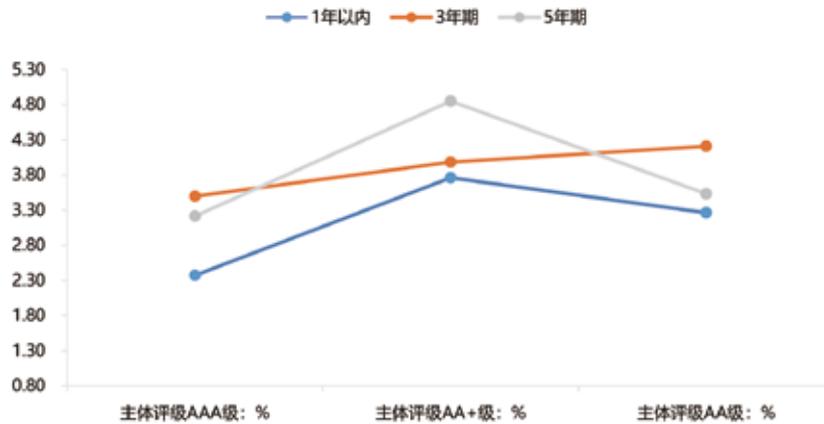


数据来源：Wind，东方金诚整理

（三）科创票据发行利率基本跟随全市场波动；AA+ 级与 AA 级发行利率出现倒挂，主因后者发行只数较少且含多只担保债券。

发行利率方面，截至 2024 年 3 月底，主体评级 AAA 级、AA+ 级和 AA 级科创票据加权平均发行利率分别为 2.72%、3.95% 和 3.70%。AA+ 级和 AA 级发行利率出现倒挂，主要原因是后者发行只数较少且部分为担保债券——截至 2024 年 3 月底，主体评级 AA 级的科创票据共有 16 只，其中 6 只为担保债券。

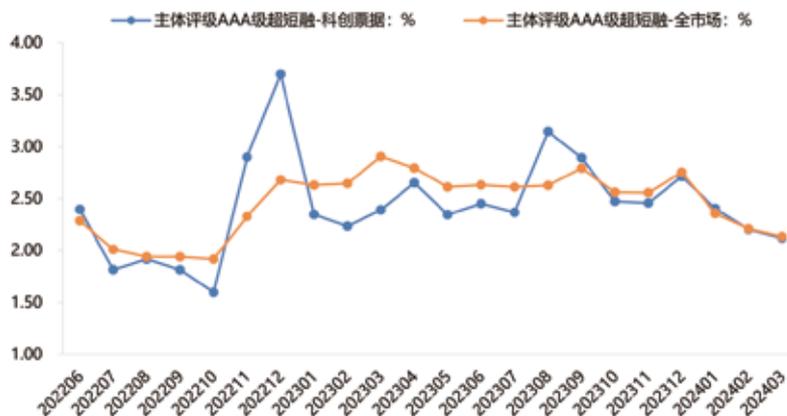
图 4 截至 2024 年 3 月底，各主体评级、关键期限科创票据加权平均发行利率



数据来源: Wind, 东方金诚测算

此外,我们以主体评级 AAA 级(超)短融¹为代表观察科创票据发行利率走势,并与全市场平均利率²进行对比。截至 2024 年 3 月底发行的科创票据中,主体评级 AAA 级(超)短融发行量 3897.3 亿元,占科创票据发行量的 53.9%,具有较强的代表性。测算结果显示,自 2022 年 6 月以来,AAA 级(超)短融-科创票据加权平均发行利率基本跟随全市场波动,且多数月份低于全市场平均水平。

图 5 从主体评级 AAA 级(超)短融观察科创票据发行利率与全市场平均利率对比情况



数据来源: Wind, 东方金诚测算; 注: 各月利率为当月金额加权平均发行利率

(四) 科创票据发行主体评级多数为 AAA 级, 发行主力为地方国企和央企, 但在支持民营企业债券融资方面也发挥了积极作用。

截至 2024 年 3 月底, 已发行科创票据共涉及发行企业 211 家, 剔除 ABN 发行人后, 共有发行企业 194 家, 发行规模 6842.6 亿元。我们对这 194 家企业的主体评级和企业性质进行了统计。

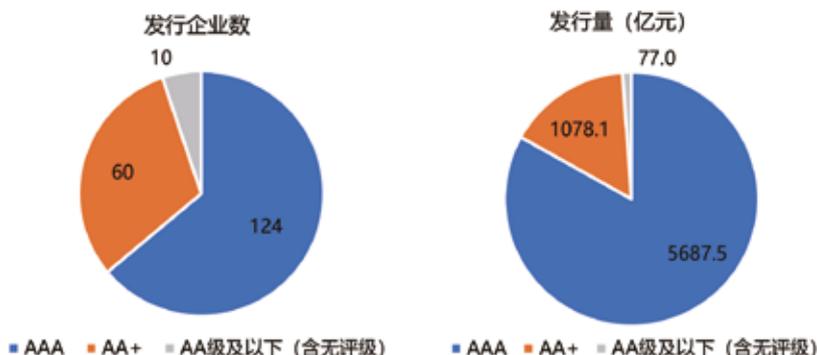
从主体评级³来看, AAA 级企业 124 家, 占比 63.9%, 发行量 5687.5 亿元, 占比 83.1%; AA+ 级企业 60 家, 占比 30.9%, 发行量 1078.1 亿元, 占比 15.8%; AA 级及以下(含无评级)企业 10 家, 占比 5.2%, 发行量 77.0 亿元, 占比 1.1%。可见, 科创票据发行以 AAA 级企业为绝对主力, 且单一 AAA 级企业发行规模要超过 AA+ 级和 AA 级。另外, 券种为 ABN 的科创票据中, 优先级债项评级除 1 只无评级外, 其余均为 AAA 级。

1 包括短期融资券和超短期融资券

2 即全市场 AAA 级(超)短融加权平均发行利率

3 此处统计的是企业首次发行科创票据时的主体评级。

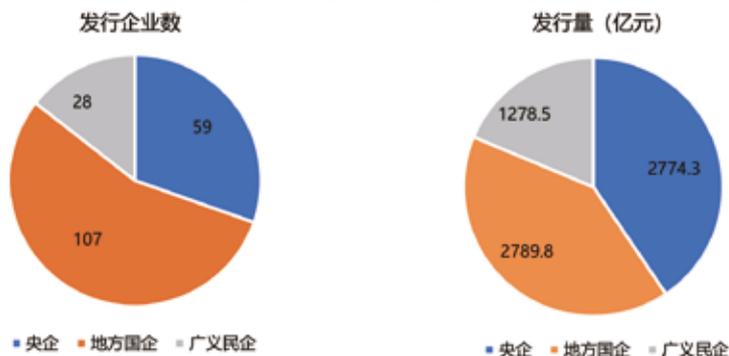
图 6 截至 2024 年 3 月底，科创票据发行人以 AAA 级企业为主



数据来源：Wind，东方金诚整理；注：未统计 ABN 发行人

从企业性质来看，地方国企 107 家，占比 55.2%，发行量 2789.8 亿元，占比 40.8%；央企 59 家，占比 30.4%，发行量 2774.3 亿元，占比 40.5%；广义民企⁴ 28 家，占比 14.4%，发行量 1278.5 亿元，占比 18.7%。可见，央国企为科创票据发行主力，广义民企发行量占比虽不足两成，但其中民营企业占比为 13.3%，要明显高于全市场总体占比——同期民营企业债券发行量在银行间债市全部债务融资工具（不含 ABN）发行量中的占比仅为 3.9%，这表明科创票据在支持民营企业债券融资方面发挥了积极作用。

图 7 截至 2024 年 3 月底，科创票据发行人以地方国企和央企为主



数据来源：Wind，东方金诚整理；注：未统计 ABN 发行人

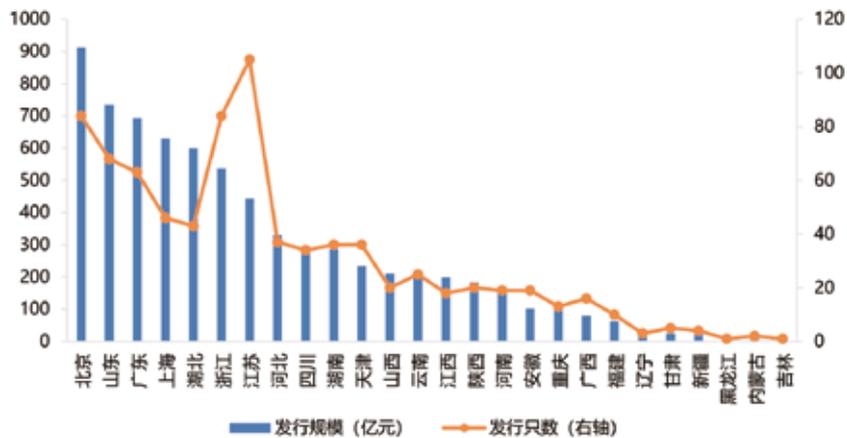
（五）科创票据发行企业主要集中在东部和中部省份，东北和西部地区发行较少。

截至 2024 年 3 月底，科创票据发行人共覆盖全国 26 个省市，其中发行量位居前五位的省市分别为北京（912.5 亿元）、山东（734.8 亿元）、广东（693.6 亿元）、上海（629.4 亿元）和湖北（600.6 亿元），浙江、江苏、河北三省发行量也已超过 300 亿元。但另一方面，吉林、内蒙古、黑龙江、新疆、甘肃、辽宁等省份科创票据发行规模不足 50 亿元，另外还有几个省份，如贵州、青海、西藏等暂无科创票据发行。

总体而言，科创票据发行区域主要集中在东部和中部省份，尤其是北京和东南沿海地区，东北和西部地区发行较少，这与地区经济发展水平及创新实力基本匹配，显示不同地区在科技创新资源聚集方面存在较大差异。

⁴ 广义民企包括民营企业、公众企业、集体企业及其他企业。

图 8 科创票据发行企业主要集中在北京和东南沿海地区

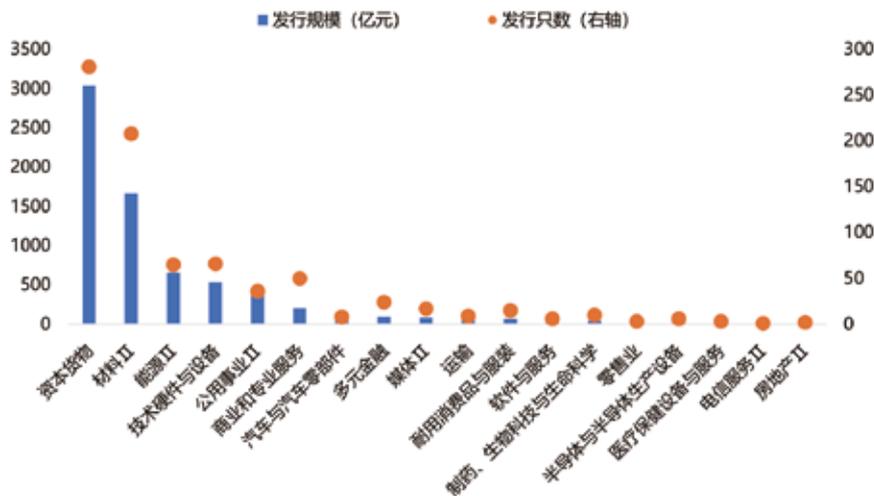


数据来源：Wind，东方金诚整理

（六）已发行科创票据募集资金对科技赋能建筑业、高端装备制造、新能源、新材料、信息技术等领域的支持力度较为突出。

由于主体类科创票据占到已发行科创票据发行量的超 9 成，因此，从科创票据发行人的行业分布，可基本勾画出募集资金所投向的重点行业和重点领域。从 Wind 二级行业分类来看，截至 2024 年 3 月，科创票据发行规模最大的行业分别为：资本货物（3041.3 亿元），发行企业 79 家；材料（1665.1 亿元），发行企业 45 家；能源（658.0 亿元），发行企业 11 家；技术硬件与设备（533.2 亿元），发行企业 10 家。其中，资本货物行业发行企业主要集中在建筑与工程（2326.3 亿元，44 家）和机械（223.4 亿元，11 家）两个细分行业。

图 9 截至 2024 年 3 月底，科创票据发行企业行业分布



数据来源：Wind，东方金诚整理

总体来看，已发行科创票据募集资金对科技赋能建筑业、高端装备制造、新能源、新材料、信息技术等领域的支持力度较为突出，同时也为生物医药、新能源汽车、集成电路、人工智能等符合国家发展战略的关键核心技术领域及战略性新兴产业融资开辟了新的渠道，体现出银行间债市积极落实创新驱动发展战略的强大执行力。

五、混合型科创票据的创新之处

混合型科创票据是指企业发行的募集资金用于科技创新领域的，通过浮息含权条款、收益分成挂钩、股债联结转换等方式实现差异化组合式设计的债务融资工具。与普通科创票据相比，混合型科创票据的主要创新之处在于通过条款设计，使债券票面收益可以在一定程度上与科技型企业的未来成长挂钩，从而具备了股债混合属性，以此引导债券投资人以股权投资思维参与科技型企业发展。目的在于填补债券市场股债混合性资金缺口，更好满足科技型企业对长期、稳定、混合属性资金的需求。

自 2023 年 7 月首批混合型科创票据挂网以来，截至 2024 年 3 月底，已发行混合型科创票据 13 只，发行人覆盖江苏、四川、上海、湖北、山西、安徽、山东、福建等省市，均为地方国有企业，主体评级以 AAA 级为主（10/13）。已发行混合型科创票据包括 10 只中票和 3 只 PPN，发行期限相对较长，与科技型企业成长期和股权投资周期相匹配。

2023 年 10 月 19 日，协会发布了《关于明确混合型科创票据相关机制的通知》（以下简称《通知》），对混合型科创票据发行在产品界定、运作模式、发行主体、信息披露等方面作出具体规定，进一步规范了混合型科创票据的发行机制。

（一）发行主体要求及募集资金用途

《通知》明确混合型科创票据发行主体有两类：一是具有科技创新称号的科技型企业；二是行业地位显著、市场认可度高、主体资质优良具有股权投资需求的企业。两类发行主体可分别对标普通科创票据的主体类发行人和用途类发行人。

表 2 混合型科创票据适用发行主体

发行主体	具体要求
具有科技创新称号的科技型企业	至少具备一项经有关部门认定的科技创新称号，包括国家企业技术中心、高新技术企业、制造业单项冠军、专精特新“小巨人”、技术创新示范企业等
行业地位显著、市场认可度高、主体资质优良具有股权投资需求的企业	央企及子公司、民营企业以及优质地方国企（符合相关行业政策要求，资产负债情况、运营情况较好）等各类主体

资料来源：交易商协会官网，东方金诚整理

《通知》要求募集资金应不低于 50% 用于科技创新领域，与普通用途类科创票据的募集资金投向占比要求一致。具体“可用于具有科技创新称号的科技型企业生产经营活动，也可用于投资科技型企业的股权，对标的公司实现控制或参股，以及通过基金投资于科技创新领域，且基金需满足合规性要求”。其中，“可用于具有科技创新称号的科技型企业生产经营活动”，意味着具有科技创新称号的企业发行主体类混合型科创票据，募集资金可以用于自身生产经营活动，资金使用上有一定的灵活性。

（二）期限安排

《通知》明确混合型科创票据发行期限应在 3 年及以上，可设计为“N+N”的期限结构——这意味着可以嵌入赎回、回售等权利。已发行的混合型科创票据均符合这一期限要求，发行期限有 3 年期、5 年期、3+2 年期、2+1 年期等。其中，有 7 只为固定期限债券，6 只含权。

由于普通科创票据以超短融为主，加权平均发行期限不足 1.5 年，而混合型科创票据需为不短于 3 年的中长期债券，因此，能够与发行期限较短的普通科创票据形成补充，在拉长科创票据整体发行期限的同时，也能够为科技型企业发展提供更多的长期稳定资金。

（三）条款设计

条款设计是混合型科创票据创新性和股债混合属性的主要体现。《通知》明确，基础条款设计包括但不限于三种模式，即变现或质押财产权模式、匹配企业投资退出安排模式、转换企业股权或基金份额模式，同时给予市场主体基于股债结合、收益分成原则，在基础框架下自主设计发行条款的灵活空间。考虑到股债混合属性条款的复杂性，《通知》还强调要发挥中介机构作用，协助发行人共同确保条款设计的合理性和合规性。

表 3 混合型科创票据三种基础条款设计模式

基础条款设计	发行主体	具体方式	发行实例
模式①：变现或质押财产权模式	科技型企业或有股权、基金投资需求的企业	通过质押专利权、商标权、著作权等财产权，实现增信作用	23 湖北路桥 MTN002（混合型科创票据）
		采用浮动利率挂钩企业财产权收益，给予投资人额外收益	23 陕投集团 MTN005(混合型科创票据) 23 川发展 MTN002(混合型科创票据) 23 南京交建 MTN001(混合型科创票据) 23 金合盛 MTN002(混合型科创票据) 23 锡交通 MTN001(混合型科创票据) 23 国联 MTN010(混合型科创票据) 23 锡产业 MTN011(混合型科创票据)
模式②：匹配企业投资退出安排模式	企业或 SPV	根据拟投资企业分红或股权退出收益，设置浮动利率或支付条款，与投资人约定分摊比例；期限设置可采取分期偿还，偿还比例与股权退出安排匹配	23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）
模式③：转换企业股权或基金份额模式	企业或 SPV	设置转股条款，约定投资人在转股窗口期可将持有的债券转换为科技型企业股权或基金份额	23 临港经济 MTN001（混合型科创票据）

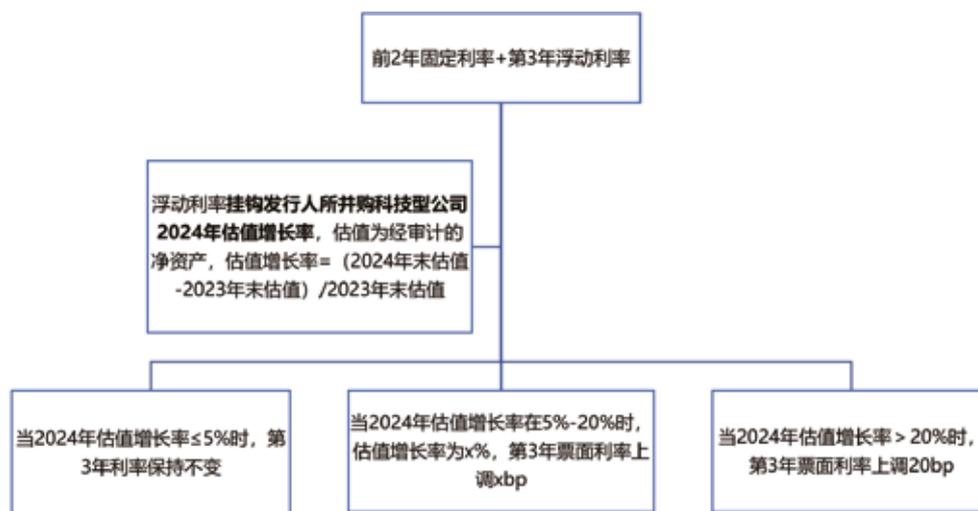
资料来源：交易商协会官网，Wind，东方金诚整理

上表展示了《通知》所列明的三种基础条款设计模式、各模式所适用的发行主体和具体方式，以及已有的发行实例。从已发行混合型科创票据条款设计来看，这三种模式均已有实践：

（1）模式①：在 10 只公开发行⁵的混合型科创票据中，有 7 只为模式①下的“采用浮动利率挂钩企业财产权收益”，定价机制为“前 n 年固定利率 + 从第 n+1 年起浮动利率”。从第 n+1 年起，票面利率是否上调以及上调的幅度均有明确的、可量化的触发机制，浮动利率挂钩标的为投资标的公司的估值增长率或募集资金所涉及的股权投资收益率、基金现金分配收益率等。此处，以“23 川发展 MTN002”为例作具体说明（见图 10）。值得一提的是，尽管采用了相似的条款设计，但这 7 只债券在所挂钩指标测算方法、触发利率上调的条件、利率上调的区间范围等方面的具体约定不尽相同，体现了自主灵活的原则。

⁵ 已发行混合型科创票据中，3 只 PPN 为私募发行，未公布募集说明书，故此未作统计。

图 10 23 川发展 MTN002（混合型科创票据）浮动利率条款设计

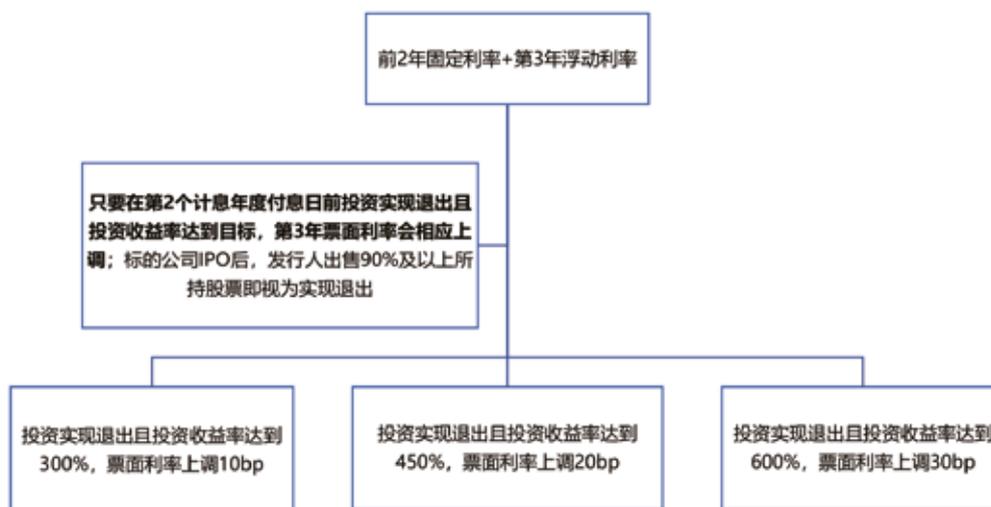


资料来源：募集说明书，东方金诚整理

模式①下的另一条款设计“通过质押专利权、商标权、著作权等财产权，实现增信作用”在已发行混合型科创票据中也有实践。“23 湖北路桥 MTN002”发行人为经认定的高新技术企业。该债券募集资金用于偿还发行人及其子公司有息债务，不涉及对其他科技型企业的股权投资，因而并未附有浮动利率或转股权等结构条款设计，其创新之处在于增信措施方面。由于发行人主体资质较弱（主体评级仅为 AA 级），因此以发行人所持有的 135 项专利权为债券提供质押担保。

(2) 模式②：已发行混合型科创票据中，“23 宜宾发展 MTN001”采用的也是“前 n 年固定利率 + 第 n+1 年浮动利率”的定价机制，但其条款设计属于模式②“匹配企业投资退出安排模式”。

图 11 23 宜宾发展 MTN001（混合型科创票据）浮动利率条款设计



资料来源：募集说明书，东方金诚整理

(3) 模式③：已发行混合型科创票据中，“23 临港经济 MTN001”采用的是模式③“设置转股条款”，即通过附转股的条款设计来实现股债联动。具体为，债券投资人在转股窗口期可将所持有的债券转换为标的基金的份额，从而转变为基金份额持有人，以此间接持有标的科技型公司的股权。

综上，从混合型科创票据发行条款的创新之处来看，通过采用浮动利率挂钩企业财产权收益，或者挂钩拟投资企业分红或股权退出收益，投资者不仅可以获得固定票面利率锁定的利息收入，也有可能分享到所投科技型企业的成长红利，丰富投资收益来源；通过设置转股条款，投资者可以选择将持有的债券转换为科技型企业股权或基金份额，这使得银行间债市债务融资工具的转股也具备了可操作性。此外，资质较弱的科技型企业能够以专利权等财产权的质押担保作为发行混合型科创票据的增信措施，提高发债成功率，降低发行成本。

通过上述创新条款，可以增强混合型科创票据对投资人的吸引力，引入更多债市投资人参与科技型企业成长，实现从债到股的光谱效应，为科技型企业提供更多股债混合型资金，从而加强对种子期、初创期、成长期等科技型企业融资的支持力度。

（四）信息披露要求

《通知》按照三类基础条款设计模式，对注册发行信息披露提出了差异化要求，以匹配不同的条款设计。对于存续期信息披露，在一般性的信披要求之外，《通知》重点对募集资金使用情况的披露提出额外要求，意在强化对发行人严格按照发行文件约定的用途使用募集资金的监督，提高募集资金使用透明度，确保资金精准用于科创领域。

表 4 注册发行与存续期信息披露要求

信息披露要求		
注册发行信息披露	变现或质押财产权	需披露企业拟质押或挂钩的财产权情况、资质证书、质押安排（如有）、挂钩方式（如有）、收益分成情况（如有）等内容
	匹配企业投资退出安排	需披露拟投资企业或基金的遴选标准、投资金额、投资周期、历史或预期收益（如有）、挂钩标的、挂钩方式等内容
	转成企业股权或基金份额	需披露标的企业或基金的基本情况、转股条款（包括转股价格、转股行权期、价值评估、转份额等）、转股流程等内容
存续期信息披露	除根据《非金融企业债务融资工具信息披露规则》等相关自律规则披露信息外，还应于每年 4 月 30 日、8 月 31 日前披露年度 / 半年度募集资金使用情况、挂钩标的相关情况 <ul style="list-style-type: none"> 涉及财产权质押的，应披露质押财产权的情况； 涉及挂钩股权、基金、项目等资产收益，以及未来转股、转换基金份额，应披露年度 / 半年度挂钩资产的情况，包括但不限于资产运营情况、投资退出情况、逾期未退出情况等内容 	

资料来源：交易商协会官网，东方金诚整理

六、总结

自科创票据推出以来，已惠及众多在科创领域具备科技创新称号、核心技术和市场竞争优势的企业，募集资金精准投向信息技术、生物医药、集成电路、高端装备等战略新兴领域，为银行间债券市场服务科技创新赋予了新的能量，提供了新的工具。对于发行企业来说，科创票据具有以下优势：

- 发行科创票据可以增加发行人债券发行额度，扩大债券融资规模，同时发行人可享受发行注册“绿色通道”提供的便利，提升发行效率，节约发行时间。
- 发行科创票据可以提高发行人作为科创企业或科创投资孵化企业在资本市场的辨识度，将自身的科技属性和创新价值充分显性化，以此获得债券投资者的更高认可，这将有助于降低债券融资成本。
- 科创企业可以通过在科创票据框架下发行知识产权 ABN 或以专利权等知识产权的质押担保作为增信发行科创票据等，以此实现无形资产与债券市场金融资源的有效对接。

就目前实践而言，科创票据发行人基本上是信用资质良好、经营较为稳定的央国企和龙头民企，这也与债券投资者对稳定现金流的偏好相匹配。我们判断，随着金融服务实体经济及创新驱动发展的不断深化，以及科创票据产品设计、发行条款、增信措施等的不断创新，未来还将有更多企业通过科创票据获得债券市场资金支持，市场提速增效和产品发展空间可期。同时，可以进一步加大对用途类科创票据发行的推广支持力度，以更好发挥优质企业作为产业链“链长”、创新投资机构、创新产业孵化企业、高新技术产业园区运营企业等的辐射和带动作用，引导推动更多中长期资金流向更大范围、不同层次的科创企业，进一步扩大科创票据金融支持的覆盖面和惠及面。

权利及免责声明

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方 / 发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

声明

本文是东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。

本文引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

本文的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

分支机构

东方金诚国际信用评估有限公司 上海分公司

Add: 上海市浦东新区世博大道1919号2号楼6层

Tele: 86-021-68818901

E-Mail: dfjcsh@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 广东市场部

Add: 广州市天河区花城大道667号美林基业大厦
604室

Tele: 13607811346

E-mail: xiongweijian-jc@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 深圳分公司

Add: 深圳市福田区沙头街道下沙社区滨河路
9289号下沙村京基滨河时代广场A座4302C

Tele.: 0755-82559527

E-mail: rsz@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 吉林分公司

Add: 长春市宽城区胜利大街498号
吴太商务中心703室

Tele: 0431-80602619

E-mail: rjl@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 辽宁分公司

Add: 大连市中山区中山路88号天安国际大厦
1701室

Tele: 86-0411-82556107

E-mail: rjl@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 山东分公司

Add: 青岛市市南区香港中路6号世贸中心
B座2204室

Tele: 86-0532-85919139

E-mail: rsd@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 甘肃分公司

Add: 甘肃省兰州城关区东岗西路621号长业金座22楼

Tele: 86-0931-8629267

E-mail: rgs@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 河南分公司

Add: 郑州市郑东新区商务外环路3号中华大厦
30楼3009室

Tele: 86-0371-53626506

E-mail: rhn@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 江苏分公司

Add: 南京市建邺区庐山路188号新地中心一期
28层2804

Tele.: 86-025-86200586

E-mail: dfjc-jsswzyz@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 安徽分公司

Add: 合肥市蜀山区怀宁路288号
置地广场C座4406、4407

Tele: 0551-65109930

E-mail: rah@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 湖北分公司

Add: 武汉市硚口区武胜路泰合广场2305室

Tele: 86-027- 85630360

E-mail: rhb@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 浙江分公司

Add: 杭州市富春路290号钱江国际时代广场
3号楼22层

Tele: 86-0571-87858232

E-mail: rzj@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 四川分公司

Add: 成都市高新区锦城大道666号奥克斯财富中心
C座12层9号

Tele: 86-028-86282550

E-mail: scdfjc@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 重庆分公司

Add: 重庆市渝北区红锦大道86号恒大中渝广场
3号楼9-1

Tele: 86-023-68089226

E-mail: rcq@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 江西分公司

Add: 南昌市红谷滩新区江报路69号唐宁街
B座14楼1402室

Tele: 86-18611922244

E-Mail: tianyuji@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 湖南市场部

Add: 湖南省长沙市开福区芙蓉中路1段593号
湖南国际金融大厦17层1716室

Tele: 13811850862

E-Mail: sunpu@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 福建分公司

Add: 福州市鼓楼区五四路71号国贸广场27层

Tele: 15652453688

E-mail: zhouzheyu@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 广西分公司

Add: 南宁市青秀区古城路39号香江花园4号
写字楼26层

Tele: 86-0771-2869962

E-mail: rgx@coamc.com.cn

东方金诚国际信用评估有限公司 云南分公司

Add: 昆明市滇池度假区红塔东路198号海埂悦府
小区11栋商业楼

E-mail: yncw@coamc.com.cn

如有疏漏请于我们联系

☎ 86-10-62299800

✉ DFJCPX@coamc.com.cn

媒体关系

☎ 86-10-83439762

✉ lixiaofeng-dfjc@coamc.com.cn

守正立信 持诚致远



东方金诚国际信用评估有限公司

 北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

 86-10-62299800 (总机)

 86-10-62299803

 DFJCPX@coamc.com.cn