

一、政策背景

2024年11月8日，全国人大常委会批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务（分三年实施，2024年至2026年每年2万亿元）。此外，从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8,000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。上述两项合计直接增加地方化债资源10万亿元。

本次政策落地节奏较快，11月15日，河南省发行“河南省政府再融资专项债券(十一期)—2024年河南省政府专项债券(五十七期)”，发行总额为318.1690亿元，期限为10年，用于置换存量隐性债务，纳入河南省政府性基金预算进行管理。

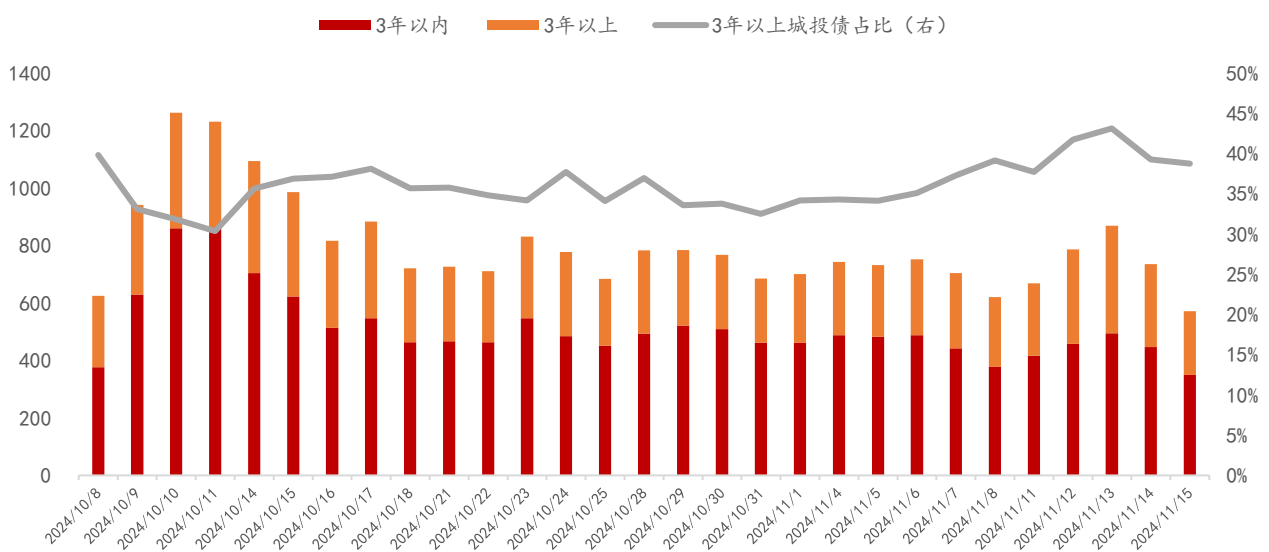
大规模隐债置换有助于城投风险进一步缓释，或将强化“资产荒”行情。短期来看，不论评级高低、期限长短、名单内外、是否化债重点省份，城投信用风险相对可控，收益率主要受资金面和权益市场表现影响，中短端城投债利差中枢有望进一步下行。长期来看，隐性债务之外城投平台仍有很大体量的经营性债务，在新增融资难以打开的情况下，或仍依靠银行贷款展期降息与置换进行风险缓释，关注后续区域配套金融机构债务置换进程，警惕非标融资成本过高、利息本金化等问题。城投“退名单”进入倒计时，但“退名单”仅能表明其不再承担政府融资职能，而并不意味着能够新增融资或已完成实质性市场化转型。2027年6月之后政策走向尚不明朗，而城投短期内仍较难真正具备独立造血能力，利差或将因区域金融实力、平台资质走向分化。

二、二级市场变动

11月8日化债政策规模公布后，当日短久期利差快速收窄，中长期利差收窄幅度相对较小且高评级收窄幅度大于中低评级，10年期主要评级信用利差走阔。10月11日至11月15日，城投债二级市场成交金额环比上周上行2.2%，

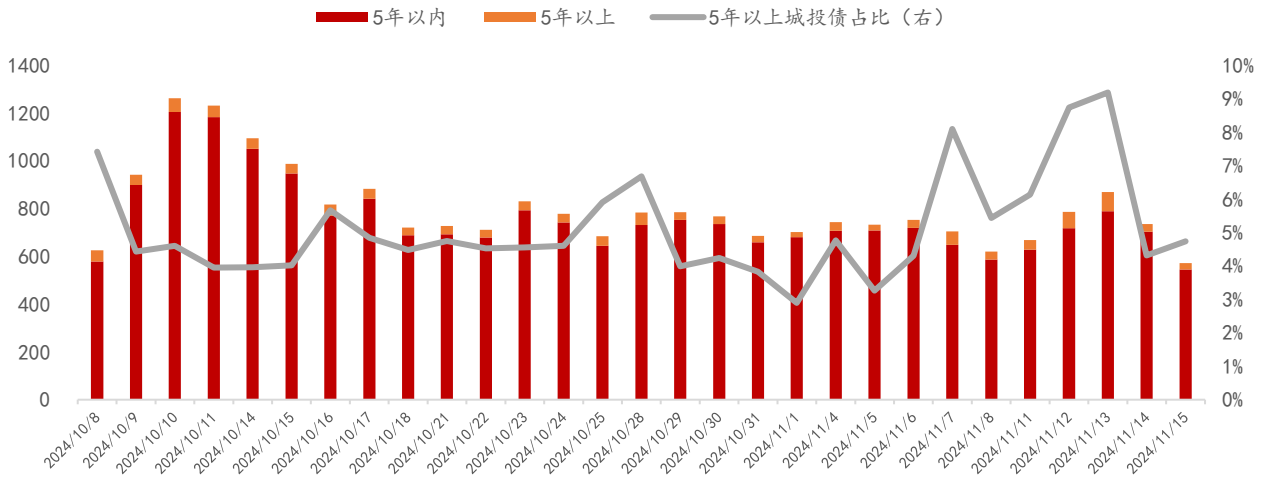
剩余期限在 3 年以上的城投债成交金额占比超过 40%，处于 10 月以来较高水平。剩余期限在 5 年以上的城投债成交金额占比波动较大，11 月 13 日达到峰值 9.2% 后有所回落。当周 1 年期主要评级城投债利差持续收窄，3 年期、5 年期利差波动下行，7 年期、10 年期利差走势分化，中高等级利差收窄，低等级利差走阔。

图 1 10 月以来城投债二级市场每日成交金额（亿元）



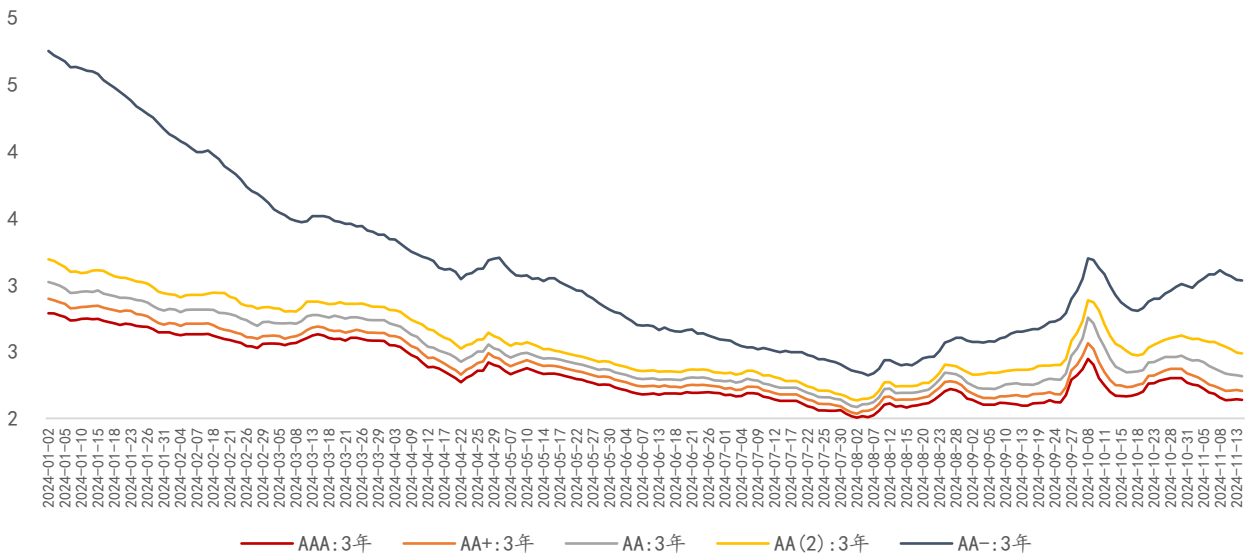
数据来源：Wind，东方金诚

图 2 10 月以来城投债二级市场每日成交金额（亿元）



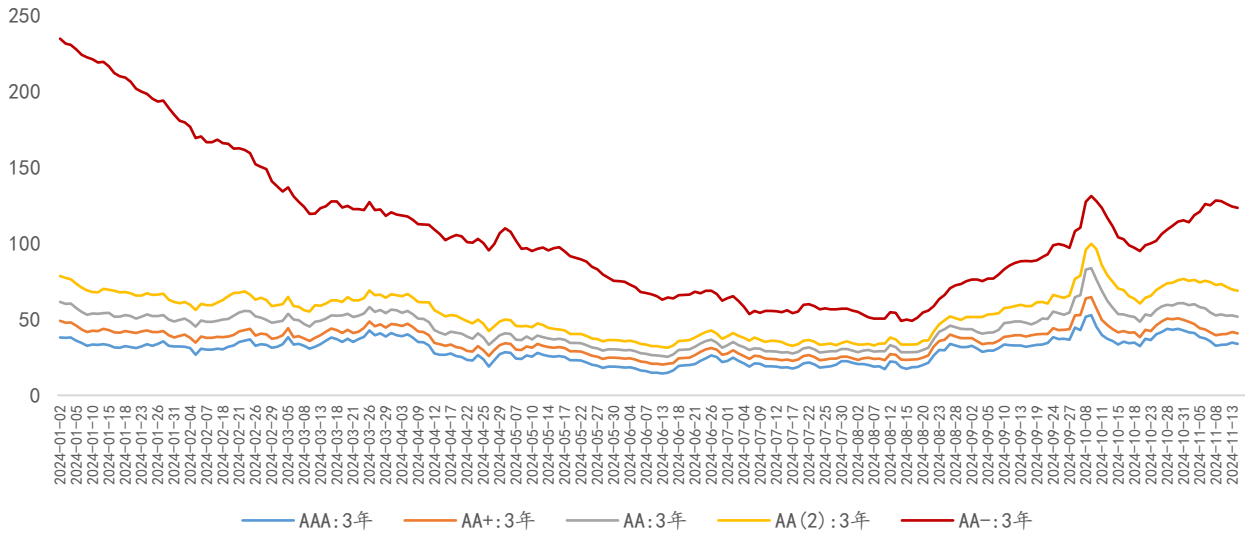
数据来源：Wind，东方金诚

图3 2024年城投债收益率走势 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

图4 2024年城投债信用利差走势 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚

表 1 2024 年 11 月 8 日前后城投债信用利差日变动情况 (bp)

期限	评级	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	11.11	11.12	11.13	11.14	11.15
1Y	AAA	0.50	-0.59	-0.97	2.56	-2.32	-1.61	-0.81	-0.59	-0.33	0.66
	AA+	-0.50	-1.59	-0.97	2.56	-2.32	-0.61	-0.81	-1.59	-0.33	0.66
	AA	-0.50	-0.59	-0.97	2.56	-2.32	-0.61	-0.81	-2.59	-0.33	-1.34
	AA(2)	-0.50	-0.59	-1.97	2.56	-2.32	-1.61	-0.81	-2.59	-0.33	-2.34
	AA-	-2.50	-1.59	-1.97	2.56	-2.32	-4.61	-0.81	-2.59	-2.33	-3.34
3Y	AAA	-1.25	-0.38	-2.77	-0.87	-1.89	-2.80	0.62	0.15	1.21	-0.73
	AA+	-1.26	-1.38	-2.76	-0.88	-1.89	-1.80	0.62	0.15	1.21	-0.73
	AA	-1.26	0.62	-1.76	-0.88	-2.89	-1.80	0.62	-0.85	0.21	-0.73
	AA(2)	-1.26	0.62	-1.76	1.12	-0.89	-1.80	0.62	-1.85	-1.79	-0.73
	AA-	-1.26	4.62	2.24	5.12	-0.89	3.20	-0.38	-1.85	-1.79	-0.73
5Y	AAA	-2.60	-1.81	-3.25	-0.23	-1.02	-0.48	1.00	-1.25	1.18	-1.16

	AA+	-1.60	-1.81	-3.25	-0.23	-1.02	-1.48	0	-2.25	1.18	-2.16
	AA	-1.60	1.19	-2.25	-0.23	-0.02	-0.48	0	-1.25	1.18	-2.16
	AA(2)	1.40	1.19	-1.25	1.77	-0.02	-0.48	1.00	-3.25	-0.82	-3.16
	AA-	1.40	1.19	0.75	1.77	-0.02	2.52	1.00	-3.25	1.18	-2.16
7Y	AAA	-0.66	0.87	-2.25	0.45	-0.99	-0.02	0.76	-0.90	-0.29	0.80
	AA+	-0.66	0.87	-2.25	0.45	-0.99	-0.02	0.76	-2.90	-0.29	-1.20
	AA	-0.66	0.87	-2.25	0.45	-0.99	0.98	1.76	-2.90	-0.29	-1.20
	AA(2)	2.34	0.87	-1.25	2.45	-0.99	0.98	2.76	0.10	1.71	-1.20
	AA-	2.34	0.87	-0.25	2.45	-0.99	0.98	2.76	-0.90	1.71	-1.20
10Y	AAA	-0.10	2.83	0	-2.03	0.43	-1.11	0.72	-3.48	-0.20	-0.38
	AA+	-1.10	1.83	-1.00	-0.02	1.43	-0.11	-0.29	-5.47	-1.20	-3.39
	AA	-0.10	1.83	-1.00	-0.02	2.43	1.89	1.71	-4.47	-1.20	-3.39
	AA(2)	1.90	1.83	0	0.98	3.43	1.89	2.71	-1.47	2.80	-3.39
	AA-	1.90	1.83	0	0.98	3.43	1.89	2.71	-1.47	2.80	-3.39

数据来源：Wind，东方金诚

截至 2024 年 11 月 15 日，从收益率来看，1 年期和 3 年期 AA-城投债收益率分别为 2.52%和 3.03%，而 10 年期 AAA 级和 AA+级收益率仅有 2.52%和 2.75%，5 年期需下沉信用资质到 AA-级收益率才能超过 3%，且 7 年期、10 年期 AA-级收益率均位于今年历史较低水平。中短久期 AA-级收益率历史分位数超过 50%。若要持有以获取票息，信用下沉策略此时优于久期拉长。

从信用利差角度来看，中短端城投债目前还处于近一年历史分位数较高水平，预计之后仍有下行空间。短期政策利好趋势较为明朗，短久期城投债可适度下沉至 AA-级增厚收益。7 年期、10 年期 AA-级利差位于历史较低水平，性价比相对偏低。

表 2 2024 年 11 月 15 日城投债收益率及历史分位数 (%)

收益率	11.15					2024 年历史分位数				
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
1Y	2	2.06	2.15	2.26	2.52	11.0	13.7	24.7	38.9	50.9
3Y	2.14	2.21	2.32	2.49	3.03	20.6	22.4	34.8	43.1	51.8
5Y	2.29	2.38	2.57	2.92	3.78	30.2	35.7	42.6	54.5	50.4
7Y	2.36	2.49	2.68	3.13	4.01	32.1	34.4	35.3	45.8	22.4
10Y	2.52	2.75	3.09	3.56	4.48	32.1	36.6	52.7	63.3	29.3

资料来源: Wind, 东方金诚; 注: 信用等级采用中债市场隐含评级

表 3 2024 年 11 月 15 日城投债信用利差及历史分位数

信用利差	11.15 (bp)					2024 年历史分位数 (%)				
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
1Y	35.16	41.15	50.15	61.45	87.15	51.8	49.5	56.8	67.4	84.4
3Y	33.88	40.77	51.77	68.77	123.27	71.5	66	67.4	83.4	71.5
5Y	44.41	53.36	71.86	106.86	192.86	90.8	87.6	89.4	89.4	66.5
7Y	27.04	39.90	58.90	103.90	191.90	78.8	55.9	52.7	62.3	23.8
10Y	36.92	59.97	93.97	140.97	232.97	74.3	78.4	87.6	91.2	30.7

资料来源: Wind, 东方金诚; 注: 信用等级采用中债市场隐含评级

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、研究观点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、引用或以任何方式传播。未获书面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。

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或/及发布方负责，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。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

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。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相