

11月置换债发行提速，城投中低级主体利差下降，短债需求偏弱

2024年12月16日
债市分析

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
张琦
zhangq@cspengyuan.com



政策与市场观察：1) 化债背景下，土储债重启，城投平台闲置土地可能优先回收对象；2) 监管指导投资机构对“南向通”渠道投资城投债“只减不增”；3) 2024年2万亿元额度的置换隐债专项债将发行完毕。

11月份城投债发行情况：11月份，各品种城投债共发行561只，发行规模3,537.55亿元，同比分别增长30%和24%，环比分别增长18%和22%；其中，交易所、银行间市场城投债券分别发行1,799.32亿元、1,738.23亿元，同比分别增长15%、36%；城投债净偿还规模95.99亿元，同比下降86%。

区域净融资方面：11月份，共15个省份净融资，13个省份净偿还；净融资省份以湖北96.86亿元、天津80.12亿元，规模靠前；净偿还省份以江苏168.65亿元、湖南147.36亿元、浙江49.00亿元，规模靠前。

期限分布方面：11月份，5年期以上债券占比有所回升，短期债券保持下降趋势，1年期及以下债券、1-3年（含）期，3-5年（含）期，5年期以上的发行规模占比为12.0%、39.6%、43.4%、4.9%，其中短期债券规模占比下降8.7pct，3-5年（含）期及以上规模占比上升10.5pct。

主体评级分布方面：11月份中低级别主体发行利率下行、发行利差收窄。AAA级、AA+级、AA级城投主体债券占比分别为18.1%、49.6%、32.0%，较上月分别下降1.0pct、下降0.6pct、上升1.7pct；净融资方面，AAA级净融资229.87亿元，AA+级和AA级净偿还32.03亿元和15.57亿元。

利差方面：11月份，长期限无增信AAA级、AA+级、AA级城投债平均发行利率较上月分别上行3BP、下行9BP、下行15BP，利差较上月分别扩大4BP、收窄4BP、收窄7BP。

城投债海外发行概况：11月份，城投共发行境外债券29只，环同比分别增长71%和123%，人民币计价发行规模合计约240.09亿元，环同比分别增长25%和112%。其中，人民币债券13只，发行规模57.05亿元，平均票息5.13%；美元债15只、发行规模25亿美元，平均票息6.00%。分地区看，山东发行62亿元，四川发行53亿元、浙江发行42亿元。

一、政策与市场观察

1、化债背景下，土储债重启，城投平台闲置土地可能优先回收对象

11月7日，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（以下简称《通知》），旨在通过盘活闲置土地资源，改善土地供求关系，促进房地产市场企稳。《通知》标志着搁置5年的土储债重启。

《通知》明确，应优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地；其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，可以纳入收购范围。《通知》还明确，收回土地原则上当年不再供应房地产开发，确需供应的，规模不得超过50%，但民生项目和实体经济用地不受此限制。

此前，《通知》征求意见稿中提到“棚户区改造或城中村改造项目涉及的地块以及地方平台公司‘托底拿地’的地块，不得纳入收回收购范围”，但是正式稿中，删除了该条表述。本次土储专项债重启，一是改善当前专项债项目不足的问题，二是，促进资金向房企回流，缓解房企资金链压力，促进“保交楼”推进；三是，优化土地市场供需结构，稳定房地产预期，防止房价进一步下跌；四是，在地方化债的背景下，城投平台的闲置土地可能成为本次土储专项债的优先回收对象，有助于减轻前提“托底拿地”的城投平台的债务压力。

2、监管指导投资机构对“南向通”渠道投资城投债“只减不增”

据媒体报道，有券商在11月18日接监管通知，监管对通过“南向通”渠道投资境外城投债实施了管控，要求各投资机构对城投债投资“只减不增”，即只允许减持或持有至到期，不得新增买入。

2024年以来，部分城投公司在境内融资受限，开始转向监管宽松的境外融资渠道，同时境内信用债资产荒，投机者对境外城投债的需求也十分旺盛，境外城投债尤其“点心债”的发行大增。3月份，监管部门开始注意到城投境外融资中潜在的新增债务风险，开始从投资端和发行端同时加强监管，但效果甚微，境外城投债发行规模仍维持较高水平。2024年1-11月，境外城投债累计发行规模2,364亿元，累计同比增长70.7%；净融资规模646亿元，相应2023年同期为净偿还158亿元。短期内，境外城投债的供给或维持当前供给水平，但监管态度也表明要防范地方债务风险，境外城投债的发行和投资监管或将进一步收紧，境外城投债的供给将逐步下降。

3、2024年2万亿元额度的置换隐债专项债将发行完毕

本年度安排的2万亿元“置换隐债专项债”将于12月18日全部发行完毕。截至12月12日，已有31地（含计划单列市）完成发行“置换隐债专项债”，合计规模19,743.61亿元，北京47亿元将于12月18日招标。从地区分布上看，额度分配一是偏向存量规模较大地区，如江苏、山东、湖南、四川，二是重点省份

发行规模 335.88 亿元，同比分别下降 25.0%和 36.5%；中期票据城投发行 151 只、发行规模 963.80 亿元，同比分别增长 125.4%和 97.7%；定向工具城投发行 77 只、发行规模 438.55 亿元，同比分别增长 75.0%和 65.6%。

综合 2024 年 1-11 月份，交易所城投债累计发行规模 16,462.42 亿元，累计同比下降 21.7%；其中，企业债券、公募公司债、私募公司债的发行规模累计同比分别下降 82.5%、增长 0.6%、下降 18.8%。银行间市场城投债累计发行规模 20,587.77 亿元，累计同比下降 15.1%；其中，短期融资券、中期票据、定向工具的发行规模累计同比分别下降 45.7%、增长 28.0%、下降 23.3%。

表 1 2024 年 11 月份城投债市场发行情况

债券品种	2024 年 11 月		2024 年 1-11 月		环比		同比		累计同比	
	数量 (只)	规模 (亿元)	数量 (只)	规模 (亿元)	数量	规模	数量	规模	数量	规模
交易所市场	267	1,799.32	2,332	16,462.42	27.14%	29.32%	14.59%	14.57%	-23.26%	-21.72%
企业债券	4	39.80	42	260.42	300.00%	1430.77%	100.00%	148.75%	-80.73%	-82.53%
公募公司债	28	224.80	198	1,767.43	133.33%	91.73%	40.00%	36.45%	-4.81%	0.62%
私募公司债	235	1,534.72	2,092	14,434.57	19.29%	20.70%	11.37%	10.43%	-19.94%	-18.83%
银行间市场	294	1,738.23	3,451	20,587.77	10.94%	14.30%	47.74%	35.70%	-7.75%	-15.12%
短期融资券	66	335.88	1,072	5,590.14	-22.35%	-26.83%	-25.00%	-36.47%	-34.35%	-45.66%
中期票据	151	963.80	1,595	10,690.41	17.05%	23.35%	125.37%	97.73%	34.03%	27.96%
定向工具	77	438.55	784	4,307.23	50.98%	56.43%	75.00%	65.62%	-14.60%	-23.25%
 汇总	561	3,537.55	5,783	37,050.19	18.11%	21.48%	29.86%	24.06%	-14.71%	-18.19%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

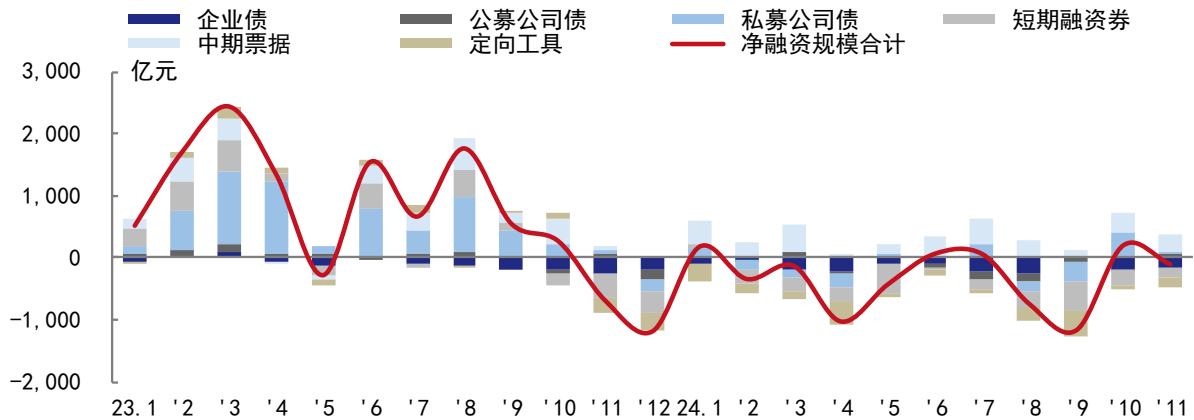
2、11 月城投债净偿还 96 亿元，以短融和定向工具净偿还为主，公私募公司债和中票小额净融入

2024 年 11 月份，城投债净偿还规模 95.99 亿元，同比下降 86.0%。从具体券种看，公募公司债净融资 53.49 亿元，暂时转入净融入；私募公司债净融资 22.04 亿元，较上月减少 384.76 亿元；中期票据保持净融资，规模为 294.11 亿元，同比增长 238.7%，环比增长下降 2.5%。净偿还品种，短融净偿还 156.47 亿元，较上月收窄 37.6%，定向工具净偿还 136.48 亿元，规模较上月扩大 110.5%；企业债净偿还 172.70 亿元。

2024 年 11 月份，推迟或取消发行的城投债共 8 只，原计划发行规模 37.90 亿元，占发行规模占比 1.07%；取消发行的主要为私募债，取消 3 只，原计划发行规模 21.00 亿元。地域分布上，贵州、江苏等地取消数量较多，分别取消 2 只。

综合 2024 年 1-11 月份，城投债累计净偿还 3,664.72 亿元。各债券品种，中期票据净融资 3,090.68 亿元，累计同比增长 21.7%；其他券种城投均为净偿还，公募公司债、私募公司债的累计净偿还规模分别为 302.89 亿元、134.69 亿元，短期融资券和定向工具分别净偿还 2,382.40 亿元、2,047.23 亿元；企业债净偿还 1,565.68 亿元。

图3 2023年1月-2024年11月城投债净融资情况



注：总偿还量包括到期、提前兑付、回售；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、11月份城投债以湖北和天津净融资规模靠前，江苏、湖南净偿还超100亿元

2024年11月份，全国共27个省份发行城投债券，江苏发行821.21亿元、浙江发行542.09亿元、山东发行253.43亿元，规模靠前。净融资方面，11月份共15个省份净融资，13个省份净偿还。净融资省份，湖北、天津、陕西的净融资规模靠前，分别为96.86亿元、80.12亿元、56.24亿元；净偿还省份中，江苏净偿还168.65亿元、湖南净偿还147.36亿元，其他不足50亿元。

重点省份共10个本月有新发行城投债券，共发行575.79亿元，主要发行地区为重庆、天津、吉林、贵州、云南5个省市。重点省份合计净融资规模73.99亿元，除天津外、吉林净融资48.19亿元、广西净融资22.45亿元；云南和贵州的净偿还规模相对较大，分别为36.51亿元和24.51亿元。

表2 2023年11月-2024年11月城投债发行与净融资情况

地区	11月份发行规模（亿元）	发行规模环比	发行规模同比	11月份净融资规模（亿元）	净融资环比	净融资同比	
天津	141.62	52.23%	-12.96%	80.12	-254.76%	-139.23%	
吉林	80.00	-	246.32%	48.19	-1269.55%	-1335.64%	
广西	60.60	188.56%	348.87%	22.45	-223.74%	-125.57%	
重点省份	青海	10.00	1566.67%	-	7.00	-341.38%	-187.50%
宁夏	9.00	-	125.00%	3.39	-	-119.82%	
辽宁	5.00	0.00%	-	0.00	-100.00%	-100.00%	
甘肃	4.00	-	-20.00%	-6.00	-	500.00%	
黑龙江	0.00	-100.00%	-	-6.75	574.70%	171.40%	
重庆	169.55	135.73%	222.34%	-13.69	-85.27%	-88.46%	
云南	41.66	-19.04%	-45.10%	-24.51	292.79%	-150.39%	
贵州	54.36	68.95%	367.09%	-36.21	333.16%	-33.71%	
非重点省份	湖北	169.69	78.25%	188.83%	96.86	-529.34%	-205.44%
陕西	127.49	454.30%	129.71%	56.24	-395.83%	80.53%	
广东	53.00	37.66%	-8.62%	33.80	7.64%	412.12%	

地区	11 月份发行规模 (亿元)	发行规模环比	发行规模同比	11 月份净融资规模 (亿元)	净融资环比	净融资同比	
省份	安徽	132.86	43.96%	-10.38%	28.77	1190.09%	39.79%
	四川	164.83	69.51%	10.57%	24.98	-1686.02%	13047.26%
	山西	56.90	1.61%	0.00%	21.00	-212.18%	-34.17%
	河北	46.60	-10.52%	76.52%	18.30	20.55%	-690.32%
	北京	28.50	35.71%	-32.78%	7.50	-31.82%	-80.00%
	西藏	4.99	-	-49.08%	4.99	-486.82%	-
	新疆	52.82	39.74%	1841.91%	2.60	-56.59%	-111.27%
	山东	253.43	34.90%	16.79%	-11.82	-76.30%	-41.28%
	上海	0.00	-100.00%	-100.00%	-13.00	-230.00%	-750.00%
	福建	65.00	-32.40%	-1.96%	-16.05	-135.88%	-300.58%
	江西	154.42	34.41%	38.86%	-25.85	-486.67%	-185.98%
	河南	176.40	-21.06%	57.30%	-33.30	-131.83%	70.25%
	浙江	542.09	15.26%	54.31%	-49.00	-125.72%	-52.08%
	湖南	111.54	-17.47%	19.36%	-147.36	-482.36%	542.09%
	江苏	821.21	-7.00%	-9.64%	-168.65	-526.10%	82.73%

资料来源: Wind, 鹏元整理

综合 2024 年 1-11 月的情况来看,江苏发行 10,092.98 亿元、浙江发行 4,598.45 亿元、山东发行 3,110.61 亿元,规模靠前。净融资方面,全国共 15 个省份净融资,15 个省份净偿还。净融资规模最大的几个省份,山东净融资 170.11 亿元、河北净融资 164.17 亿元,吉林(重点省份)净融资 112.18 亿元。净偿还省份中,江苏净偿还 1,283.02 亿元,天津净偿还 671.49 亿元(重点省份)、湖南净偿还 539.34 亿元,浙江净偿还 494.56 亿元。

重点省份中净偿还规模 1,065.31 亿元,占全国总净偿还的 29.1%,共有 5 个净融资省份,仅吉林有一定规模;6 个净偿还省份,天津规模远高于其他地区,其次,贵州净偿还 318.69 亿元、重庆净偿还 143.38 亿元。

表 3 2024 年 1-11 月份城投债地区发行与净融资情况

地区	2024 年 1-11 月发行规模 (亿元)	2023 年 1-11 月发行规模 (亿元)	发行规模累计同比	2024 年 1-11 月净融资 (亿元)	2023 年 1-11 月净融资 (亿元)	净融资累计同比	净融资增减额	
重点省份	吉林	305.50	226.90	34.64%	112.18	-34.29	-427.15%	146.47
	辽宁	92.60	51.60	79.46%	23.96	-60.64	-139.52%	84.60
	云南	647.03	391.17	65.41%	22.17	-33.33	-166.52%	55.50
	青海	57.45	19.50	194.62%	8.10	-18.00	-145.00%	26.10
	广西	373.37	373.83	-0.12%	5.04	-205.02	-102.46%	210.06
	内蒙古	0.00	-	-	-6.00	-8.00	-25.00%	2.00
	宁夏	18.50	88.30	-79.05%	-20.33	-0.20	10065.00%	-20.13
	黑龙江	17.90	42.65	-58.03%	-30.36	-30.26	0.33%	-0.10
	甘肃	38.30	36.18	5.86%	-46.52	-113.40	-58.98%	66.88

地区	2024年1-11月发行规模(亿元)	2023年1-11月发行规模(亿元)	发行规模累计同比	2024年1-11月净融资(亿元)	2023年1-11月净融资(亿元)	净融资累计同比	净融资增减额	
重庆	1,791.37	1,913.01	-6.36%	-143.38	504.78	-128.40%	-648.16	
贵州	301.17	272.02	10.72%	-318.69	-190.53	67.27%	-128.16	
天津	1,989.73	3,300.46	-39.71%	-671.49	316.85	-311.93%	-988.34	
山东	3,110.61	3,379.69	-7.96%	170.11	1,105.40	-84.61%	-935.29	
河北	632.13	439.85	43.71%	164.17	138.21	18.78%	25.96	
上海	243.21	274.04	-11.25%	90.29	45.97	96.39%	44.31	
广东	285.90	892.79	-67.98%	80.20	68.52	17.05%	11.68	
北京	455.75	419.30	8.69%	55.12	213.05	-74.13%	-157.93	
新疆	439.33	327.97	33.95%	51.36	18.20	182.20%	33.16	
福建	694.23	946.25	-26.63%	28.82	304.59	-90.54%	-275.77	
非重点省份	西藏	84.08	76.76	9.54%	22.79	38.75	-41.19%	-15.96
河南	1,989.59	2,389.71	-16.74%	11.77	977.85	-98.80%	-966.08	
山西	385.85	374.40	3.06%	0.90	121.57	-99.26%	-120.67	
海南	13.00	12.00	8.33%	0.00	9.00	-100.00%	-9.00	
陕西	750.30	961.41	-21.96%	-60.78	287.29	-121.16%	-348.07	
江西	1,945.79	1,749.55	11.22%	-118.73	418.36	-128.38%	-537.09	
湖北	1,252.78	2,061.79	-39.24%	-244.60	744.83	-132.84%	-989.42	
四川	1,371.16	2,196.98	-37.59%	-258.56	713.80	-136.22%	-972.37	
安徽	1,305.18	1,868.06	-30.13%	-275.34	600.22	-145.87%	-875.57	
浙江	4,598.45	6,252.95	-26.46%	-494.56	1,694.91	-129.18%	-2,189.47	
湖南	1,766.95	2,357.91	-25.06%	-539.34	565.20	-195.42%	-1,104.54	
江苏	10,092.98	11,590.63	-12.92%	-1,283.02	1,711.48	-174.97%	-2,994.50	

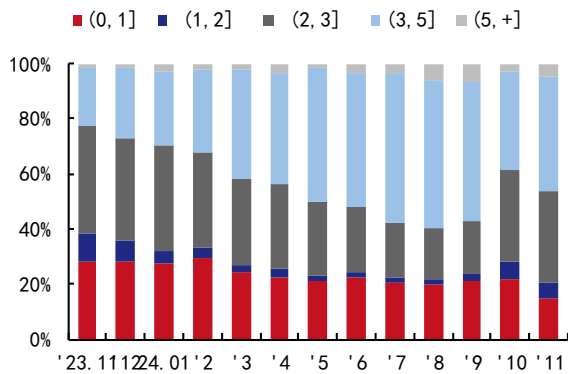
资料来源：Wind，鹏元整理

4、随利率下行，11月份长期债券偏好开始回升，短期融资续期较弱

2024年11月份，5年期以上债券占比有所回升，短期债券保持下降趋势，比例降至新低。具体看，1年期及以下债券发行83只，占比14.8%，发行规模425.55亿元，占比12.0%，较上月下降8.7pct，比例为历史新低；1-3年期（含3年）债券发行220只，占比39.2%，发行规模1,402.59亿元，占比39.6%，较上月下降1.9pct；3-5年期（含5年）债券发行231只，占比41.2%，发行规模1,535.24亿元，占比43.4%，较上月上升8.1pct；5年期以上债券发行27只，占比4.8%，发行规模174.17亿元，占比4.9%，较上月2.4pct。

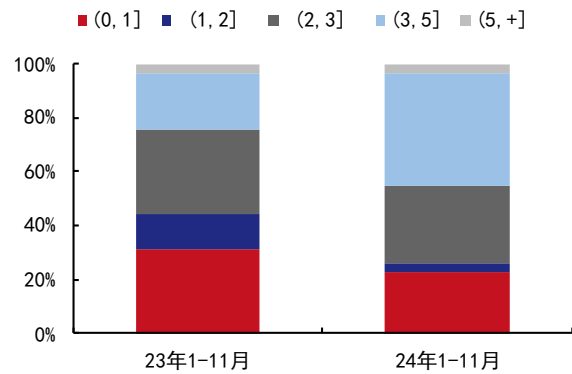
综合2024年1-11月份，1年期及以下债券发行规模占比19.1%，较去年同期下降10.7pct；1-3年期（含3年）债券发行规模占比31.4%，较去年同期下降11.9pct；3-5年期（含5年）债券发行规模占比45.3%，较去年同期上升22.0pct；5年期以上债券发行规模占比4.2%，较去年同期上升0.6pct。

图 4 近一年城投债期限分布（按发行数量）



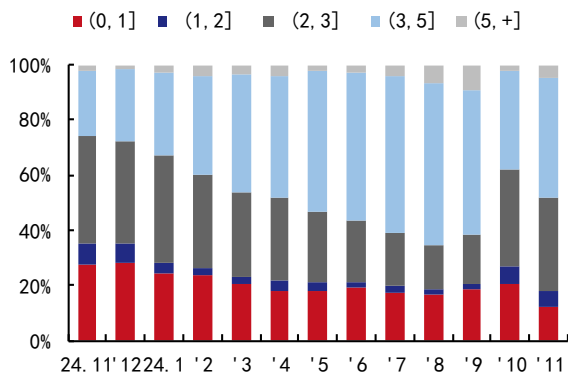
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 2024 年 1-11 月份城投债期限分布(按发行数量)



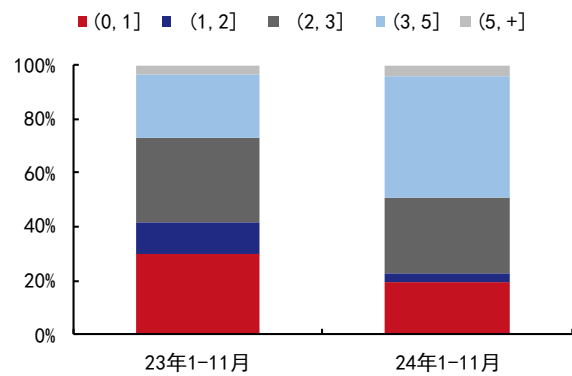
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 近一年城投债期限分布（按发行规模）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2024 年 1-11 月份城投债期限分布(按发行规模)



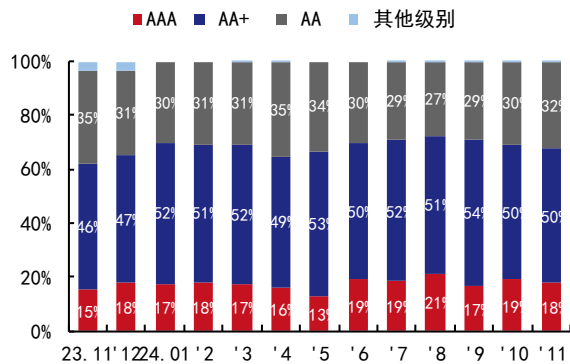
资料来源：Wind，中证鹏元整理

5、11 月份城投债评级分布稳定，AAA 级主体净融资增长

2024 年 11 月份，有主体评级的债券占比 99.64%，较上月上升 0.5pct；债项评级债券占比 8.7%，较上月上升 2.8pct。有主体评级的债券中，城投债 AA+级以上级别主体合计占比达到 67.6%，较上月下降 1.6pct。具体看，AAA 主体发债 101 只，占比 18.1%，较上月下降 1.0pct；AA+主体发债 277 只，占比 49.6%，较上月下降 0.6pct；AA 主体发债 179 只，占比 32.0%，较上月上升 1.7pct；11 月份，仍有 2 只 AA-级及以下主体债券，占比 0.4%。净融资方面，AAA 级主体净融资 229.87 亿元、AA+级和 AA 级主体分别净偿还 15.57 亿元、231.84 亿元；AA-级以下和无评级主体净偿还 78.46 亿元。

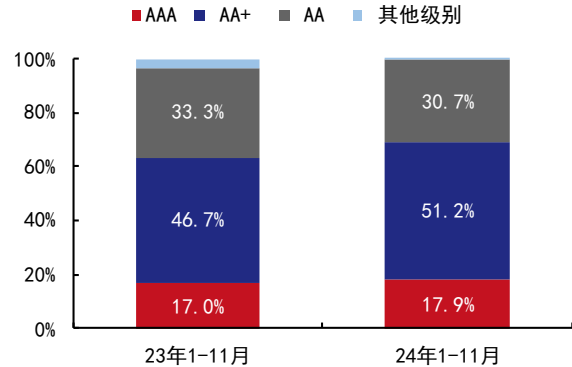
综合 2024 年 1-11 月发行情况，有主体评级的债券占比 99.62%，较去年同期下降 0.1pct，债项评级债券占比 9.4%，较上月下降 8.2pct。有主体评级债券中，AA+级别以上主体债券合计占比 69.1%，较去年同期上升 0.9pct。AAA 级占比 17.9%，较去年同期上升 0.9pct；AA+级占比 51.2%，较去年同期上升 4.6pct；AA 级占比 30.7%，较去年同期下降 2.6pct。从净融资看，AAA 级主体累计净融资 526.76 亿元，AA+级主体累计净偿还 32.03 亿元、AA 级主体累计净偿还 3,428.73 亿元，AA-级以下和无评级主体累计净偿还 730.73 亿元。

图8 2024年11月份城投债主体等级分布



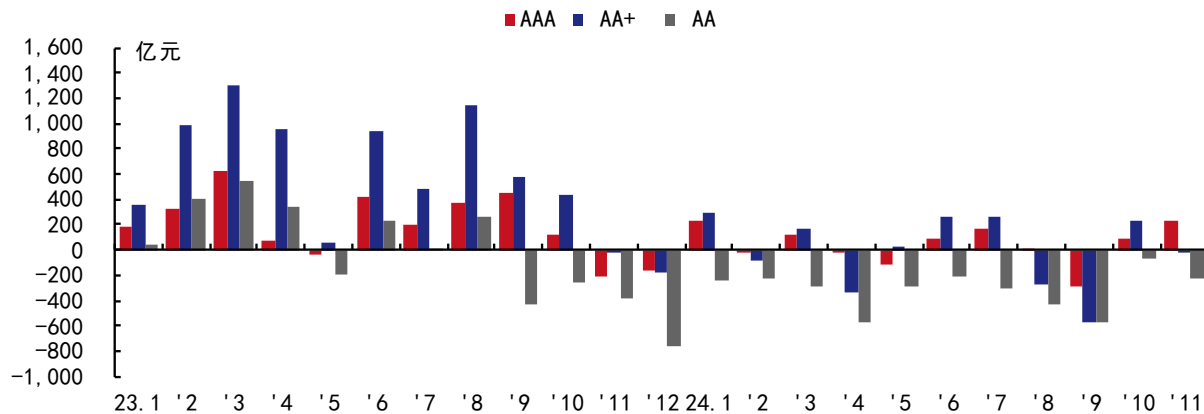
注：按债券发行数量统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图9 2024年1-11月城投主体等级分布



注：按债券发行数量统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图10 2023年1月-2024年11月不同信用级别城投主体净融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

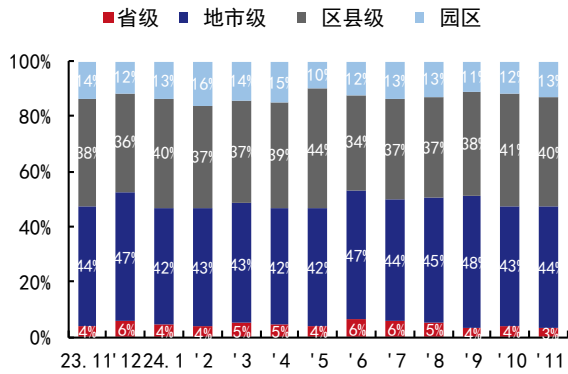
6、11月份地市级园区平台发行规模上升¹

从行政级别分布来看，11月份，园区平台发行规模上升，主要以地市级平台为主。具体看，省级平台发行235只，占比3.2%，较上月下降1.0pct；地市级平台发行债券246只，占比43.9%，较上月上升0.5pct；区县级平台发行债券222只，占比39.6%，较上月下降1.3pct；园区城投发行债券75只，占比13.4%，较去年上月上升1.8pct。净融资方面，省级平台净融资75.54亿元、地市级平台净融资16.57亿元、区县级平台净偿还243.83亿元，园区平台净融资55.72亿元。

综合2024年1-11月发行情况，省级、地市级、区县级、园区平台发行债券的数量占比分别为4.7%、44.0%、38.2%、13.1%。净融资方面，省级、地市级、区县级和园区城投均为净偿还，规模分别为583.24亿元、283.60亿元、1,991.81亿元、806.07亿元。

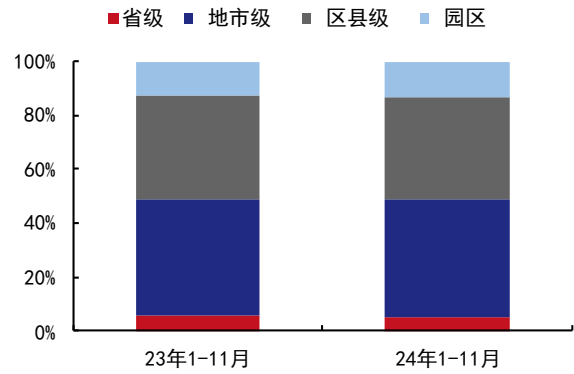
¹ 国家新区及各级别园区平台归类为“园区平台”。

图 11 2024 年 11 月份城投债行政级别分布



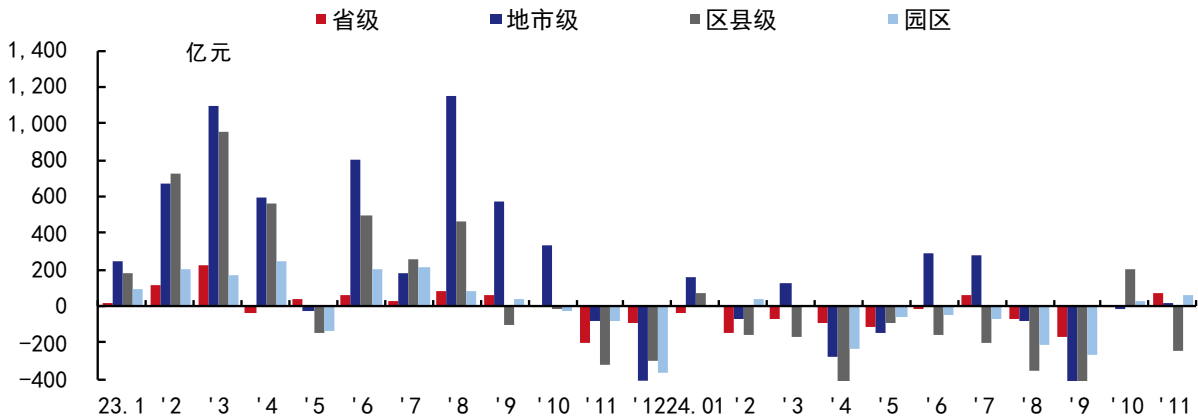
注：按债券发行数量统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 12 2024 年 1-11 月城投债行政级别分布



注：按债券发行数量统计
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 13 2023 年 1 月-2024 年 11 月不同行政级别城投主体净融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

7、11 月随区县级和园区城投发行增多，增信比例提高

2024 年 11 月份，城投债券的总体增信使用率 16.8%，较上月上升 2.8pct。AA+级平台增信使用率 3.25%，AA 级平台增信使用率 45.8%，较上月上升 4.6pct。AA 级主体中，地市级城投采用增信的债券 22 只，增信使用率 40.0%，较上月下降 1.1pct，区县级城投采用增信的债券 48 只，增信使用率 50.0%，较上月上升 3.6pct；园区城投采用增信的债券 12 只，增信使用率 42.9%，较上月上升 19.3pct。

从增信的效果来看，11 月份有 20 只债券通过增信使债项等级得到提升，占发行数量的 3.6%。其中 AA+级主体中有 2 只债项级别提升至 AAA 级；AA 级主体中，有 10 只债项级别提升至 AAA 级，8 只债项级别提升至 AA+级。

表 4 2024 年 11 月份城投债增信率

行政等级\主体评级	AAA	AA+	AA	AA-	总计
省级	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
地市级	1.54%	2.40%	40.00%	0.00%	10.61%
区县级	0.00%	3.39%	50.00%	100.00%	24.43%
园区	0.00%	6.06%	42.86%	0.00%	18.67%
总计	0.99%	3.25%	45.81%	100.00%	16.82%

注：1.增信使用率=增信的债券数量/同级别债券发行数量；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合 2024 年 1-11 月份，城投债总体增信使用率 13.9%。AA+、AA 级平台的增信使用率分别为 2.7%和 39.9%，其中 AA 级地市级平台增信使用率为 35.1%、AA 级区县级平台增信使用率为 44.2%，AA 级园区平台增信使用率为 33.6%；增信效果上，1-11 月份共有 256 只债券通过增信使债项等级得到提升，占发行数量的 4.4%。

7、11 月份中低级别主体发行利率下行、发行利差收窄，且短期债券降幅大于中长期

2024 年 11 月份，无增信城投债的最高发行利率为 5.50%，最低利率 2.25%，发行利率区间较上月中枢下降，平均发行利率 2.99%，由于中低评级发行相对增长，平均发行利率较上月上行 30BP；3%以上票息债券发行规模 715 亿元，占比仅 20%。

利率变动方面，长周期无增信 AAA 级发行利率较上月上行 3BP，AA+级、AA 级的平均发行利率较上月分别下行 9BP、15BP；短周期品种的无增信 AAA 级、AA+级、AA 级城投债平均发行利率较上月分别下行 22BP、24BP、25BP。发行利差变动方面，长周期无增信 AAA 级较上月扩大 4BP，AA+级、AA 级较上月分别收窄 4BP、7BP，短周期无增信 AAA 级、AA+级、AA 级城投债较上月分别收窄 10BP、19BP、25BP。

表 5 2024 年 11 月份城投债平均发行利率

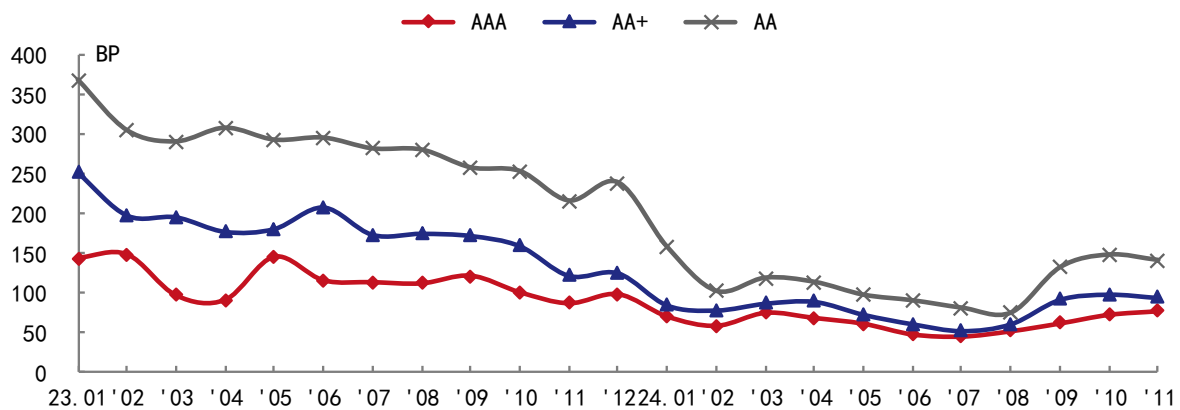
主体级别	中长期债券			短期融资券		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
平均发行利率（%）	2.63(↑3BP)	2.76(↓9BP)	3.18(↓15BP)	2.05(↓22BP)	2.34(↓24BP)	2.33(↓25BP)
平均发行利差（BP）	77(↑4BP)	94(↓4BP)	141(↓7BP)	44(↓10BP)	71(↓19BP)	73(↓25BP)

注 1：中长期城投债选取无增信的非短期融资券，短期融资券选取无增信的短期融资券；

注 2：平均发行利率为同级别债券发行利率的算术平均值，利差为发行利率与发行当日同期限国债到期收益率的差值取平均，括号内为与上月平均值的变化量。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14 2023 年 1 月-2024 年 11 月不同信用级别城投债发行利差走势



注：1.债券样本为 1 年期（不含）以上无增信债券；2.利差为发行利率与发行当日同期限国开债到期收益率的差值取平均；资料来源：Wind，中证鹏元整理

8、非重点省份的山东、河南、陕西低等级利差超 200BP，置换加码，多数重点省份利差收窄

就地区发行利差来看，2024 年 11 月份，高利差地区集中在重点省份中，甘肃、云南、贵州，其中贵州 AA 级利差 480BP、AA+级利差 353BP，甘肃和云南的 AA 级利差 367BP、364BP。非重点省份中，山东、河南、陕西的 AA 级利差保持较高，接近重点地区利差水平，具体利差分别为 308BP、284BP、259BP。

受益于财政置换支持加码，多数重点省份利差收窄。如贵州 AAA 级利差下降 126BP 至 83BP，辽宁 AAA 级城投下降 69BP 至 89BP，重庆 AA+级和 AA 级的利差收窄幅度相对较大，分别下降 63BP、105BP；四川 AA 级利差收窄 81BP。

表 6 2024 年 11 月份城投债地区平均发行利差及变动情况

地区	AAA	AA+	AA	地区	AAA	AA+	AA
甘肃	-	-	367	湖南	-	76(↓7)	181(↑19)
云南	-	322(↓113)	364(↑61)	陕西	145	136	259(↓11)
贵州	83(↓126)	353(↑60)	480(↑257)	四川	-	103(↑9)	166(↓81)
青海	-	240(↓27)	-	湖北	56(↓21)	83(↑30)	107(↓34)
重庆	74(↑1)	102(↓63)	167(↓105)	安徽	54	75(↑10)	97(↓14)
宁夏	-	102	-	西藏	-	73	-
吉林	129	-	-	江苏	62(↑6)	67(↓4)	84(↓45)
天津	84(↓32)	150(↑35)	-	浙江	63(↑6)	65(↓8)	86(↓6)
广西	72(↓19)	210	257	福建	80(↑25)	64(↓12)	-
辽宁	89(↓69)	-	-	山西	59(↓4)	73(↑1)	-
河南	102(↓7)	106(↓3)	284(↑72)	广东	48(↓20)	49(↓1)	101(↓1)
江西	65(↑2)	111(↓9)	87(↓40)	北京	39(↓21)	71	49(↓2)
新疆	62	88(↑10)	122(↑27)	河北	40(↓18)	69(↓18)	48(↓45)
山东	79(↑10)	164(↓2)	308(↑36)				

注：1.债券样本为 1 年期（不含）以上无增信债券；2.利差为发行利率与发行当日同期限国开债到期收益率的差值取平均；3.利差变动为当月平均发行利差与上月平均利差之差。

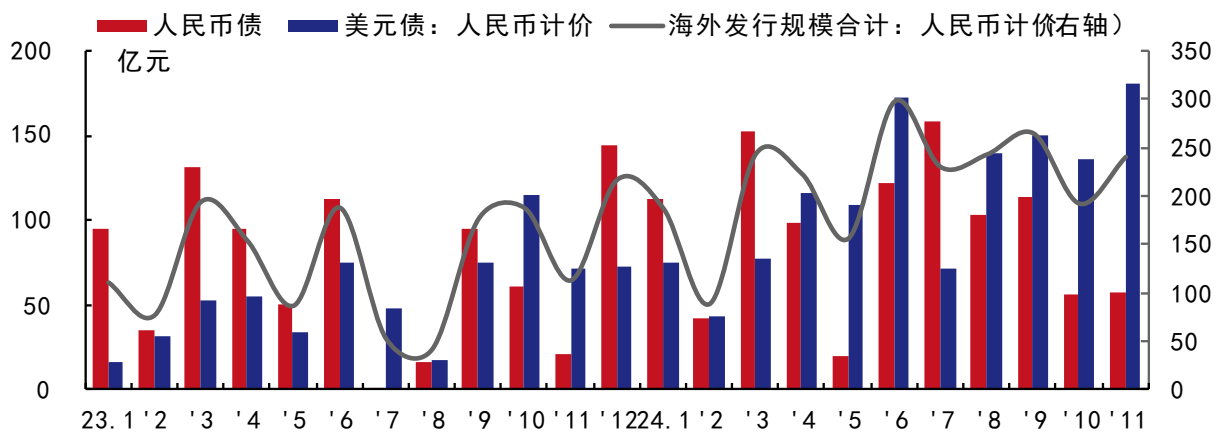
资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、2024年11月份境外城投债发行概况

1、11月份境外城投债票面利率平均票息上升100BP，人民币债券规模回落，美元债规模增长

2024年11月份，城投共发行境外债券29只，同比增长123.1%、环比增长70.6%；按11月30日汇率计算，人民币计价发行规模合计约240.09亿元，同比增长112.1%、环比增长25.0%。其中，境外人民币债券13只，发行规模57.05亿元，票面利率3.00%~7.80%，加权平均票面利率5.13%，较上月上行149BP；美元债15只、发行规模25.00亿美元，票面利率4.80%~7.90%，加权平均票面利率6.00%，较上月上行86BP。综合2024年1-11月份，境外城投债券共发行293只，累计同比增长55.0%，人民币计价规模约2,363.60亿元，累计同比增长70.7%。

图15 2023年1月-2024年11月境外城投债发行情况

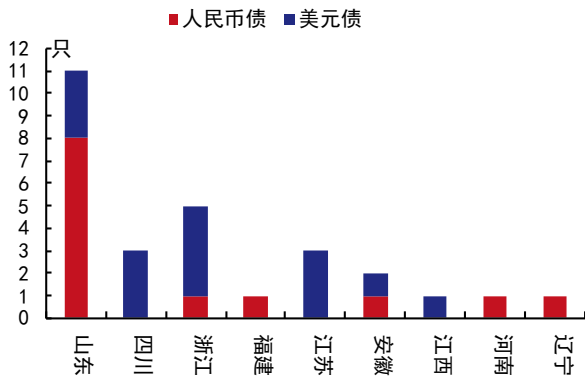


注：外币债券按月末汇率值计算。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、山东、浙江、重庆、湖北是本月主要发行区域

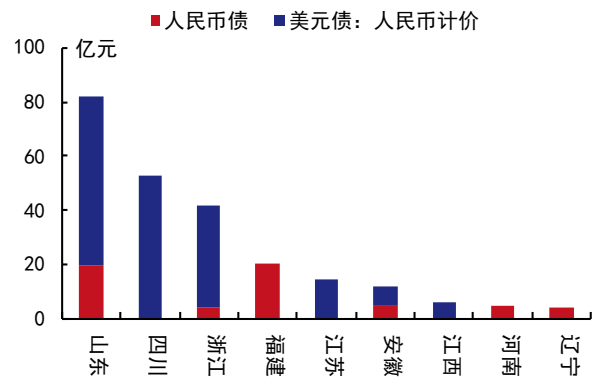
从地区分布看，共有9省发行境外城投债券，山东、四川、浙江是本月主要发行区域。山东位于首位，发行8只人民币债券规模19.92亿元，3只美元债8.56亿美元，合计人民币规模约62亿元；四川发行3只美元债7.30亿美元（人民币规模52.87亿元）；浙江发行1只人民币债券规模3.75亿元，发行4只美元债规模5.23亿美元，合计人民币规模41.63亿元。

图 16 2024 年 11 月份境外城投债地区分布（按发行数量）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 17 2024 年 11 月份境外城投债地区分布（按人民币发行规模）



注：外币债券按人民币计算，汇率按月末值计算。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140