



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2025 年第 01 期总第 1228 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2025 年 01 月 03 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
综合整治“内卷式”竞争	1
央企“两重”项目建设提速	1
尽快公布全国统一大市场建设指引	1
欧元汇率跌至 2022 年以来最低水平	2
“MAGA 经济学”或将损害美国经济	2
货币市场	3
离岸人民币兑美元触及一年最低水平	3
多家支付机构密集增加注册资本	3
监管动态	4
优化股票回购增持贷款政策	4
最高检将严打资本市场财务造假	4
金融行业	4
首批交易所做市公司债 ETF 获批	4
2024 年 A 股回购呈现三大特征	5
重点产业	5
加快工业领域清洁低碳氢应用	5
锂电池行业增速放缓但前景乐观	5
地方创新	6
上海：国资基金机制迎来优化突破	6
澳门：就业补贴促进青年横琴就业	6
深度分析	7
专项债 2024 年回顾与 2025 年展望	7



宏观经济

综合整治“内卷式”竞争

1月3日,国家发展改革委副秘书长袁达表示,2025年要综合整治“内卷式”竞争,积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾,着力提升产业链供应链韧性和安全水平,大力培育壮大未来产业、新兴产业。去年下半年来,高层对于“内卷式”竞争的关注度明显增加。2024年7月的中央政治局会议提出,强化行业自律,防止“内卷式”恶性竞争。2024年12月召开的中央经济工作会议提出,综合整治“内卷式”竞争,规范地方政府和企业行为。和“防止”相比,“综合整治”的提法明显升级。12月13日召开的全国发展和改革工作会议再次提到,力支持制造业高质量发展,综合整治“内卷式”竞争。东方证券在研究报告中表示,综合整治“内卷式”竞争这一提法有利于从根本上解决当下市场对价格战、产能过剩等问题的疑虑。需求提振固然可以部分缓解盈利疲软的问题,但建立行业秩序、抑制地方政府过度招商引资的冲动将进一步改善产业布局,引导地方政府与企业将资源更多投入到真正的产业转型、升级中去。

央企“两重”项目建设提速

1月3日,记者获悉,2025年“两重”建设项目清单已提前下达,将安排1159亿元超长期特别国债支持121个项目建设。此外,按照中央经济工作会议部署,2025年还将进一步加大中央预算内投资力度,着力支持一批基础性、公益性、长远性的重大项目,适当提高中央预算内投资对地方项目的支持比例,发挥对社会资本的引导带动作用,切实扩大有效益的投资。日前召开的全国财政工作会议提出,2025年要实施更加积极的财政政策,持续用力、更加给力,安排更大规模政府债券。“央国企是国家稳增长扩投资、实施‘两重’‘两新’的重要载体。”银河证券首席经济学家、研究院院长章俊表示,预计央国企将进一步加大在交通运输、能源网络、水利设施等领域的投入力度,满足国家发展需要。国海证券首席经济学家夏磊表示,加力扩围实施“两新”政策,从时间上看,预计2025年政策落实将加快;从资金使用范围看,超长期特别国债资金使用规模和覆盖范围可能进一步扩大,推动2025年投资增速回升。

尽快公布全国统一大市场建设指引

1月3日,国家发展改革委副秘书长肖渭明表示,发改委将按照中央经济工作会议部署,突出经济体制改革这个重点,推动标志性改革举措落地见效。肖渭明首先提到,将加快建设全国统一大市场。近期,发改委将尽快向社会公布《全国统一大市场建设指引》,综合施策推动全国统一大市场建设走深走实。抓紧出台《市场准入负面清单(2025年版)》,制定《公平竞争审查条例》实施办法;加快启动实施要素市场化配置综合改革试点,加快推进全国统一电力市场体系建设;构建统一开放的交通运输市场,加快推动打通断头路、跨省航道主要瓶颈。他同时提到,发改委讲推动在更大范围实现公积金异地取用、社保卡异地激活使用、医疗机构检查检验结果互认;推动完善行政处罚等领域行政裁量权基准,提高行政执法规范性。同时,加大妨碍全国



统一大市场建设问题线索的核查、整改和通报力度，促进以查促改、以案促治。

实施提振消费专项行动

1月3日，国家发展改革委副秘书长肖渭明在“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上表示，将实施提振消费专项行动，把促消费和惠民生结合，初步考虑从以下方面加力施策：一是促进居民增收减负。开展大规模职业技能培训，支持更多的劳动者以技能提升带动岗位收入提升。二是丰富消费产品服务供给。一方面，加力扩围实施“两新”政策，将手机、平板、智能手表手环等消费品纳入到支持品类。三是培育消费新增长点。将持续提升冰雪场地设施数量和公共服务水平。将聚焦老年人的多样化需求，培育潜力产业，扩大老年助餐、居家助老、社区便民、机构养老等服。四是改善消费环境。完善商贸物流体系和冷链物流体系，有效降低全社会物流成本。落实好带薪年休假制度，释放节假日消费需求。办好中国品牌日活动，组织开展国货潮品进乡村、进社区等公益行动。持续推进信用体系建设，着力营造放心的消费环境。

欧元汇率跌至 2022 年以来最低水平

1月2日，欧盘交易时段，欧元兑美元汇率延续近期跌势，创下两年多来最低水平。特朗普即将上台的局面，使得人们对欧元区经济前景日益恶化的担忧加剧，欧元兑美元跌至平价也近在眼前。具体来看，欧元兑美元跌近 0.5%，至 1.0320 美元，为 2022 年 11 月以来的最低水平。英镑的表现也落后于其他主要货币，跌至去年 5 月以来的最低水平。投资者越来越担心特朗普提议的贸易关税举措可能会对以出口为导向的欧元区经济造成破坏性影响，还担心俄罗斯和乌克兰之间不断升级的紧张局势，欧洲央行似乎有可能进一步降息。所有这些对欧元来说都是坏消息。过去 3 个月，欧元兑美元汇率已累计下跌近 8%。荷兰合作银行外汇策略主管 Jane Foley 表示：“德国和法国的经济增长前景不佳，同时伴随着政治不确定性，欧洲央行可能在春季宣布更多连续降息的政策。”她预计欧元兑美元将在第二季跌至平价。不过，欧洲央行行长拉加德在新年致辞中表示，2%的通胀目标仍然可以实现。

“MAGA 经济学”或将损害美国经济

1月2日，记者获悉，许多美国经济学家认为，特朗普的新任期将刺激美国通胀，并导致美联储在降息方面更加谨慎。布朗大学教授、纽约联邦储备银行经济顾问小组成员塞布内姆·卡莱姆利表示：“特朗普的政策可以在短期内带来一些增长，但这将以全球经济放缓为代价，而全球经济放缓随后会反过来伤害美国……他的政策也会导致通胀，无论是在美国还是在世界其他地区，因此我们将进入一个滞胀的世界。”鉴于特朗普尚未提出一份全面的经济政策计划，因此经济学家们只能根据他在竞选过程中做出的承诺和威胁来预测他的任期前景。比如，特朗普此前提出的计划对所有美国进口商品征收高达 20% 的全面关税、计划大规模驱逐非法外籍劳工、精简监管，以及减税措施。总体而言，在专门研究美国经济的 47 位经济学家中，超过一半的人预计特朗普的政策会对美国经济产生“一些负面影响”，另有约 10% 的人预计会产生“很大的负面影响”。另有近 20% 的受访者预计会产生积极影响。



韩国公调处停止执行对尹锡悦逮捕令

1月3日,据韩联社报道,韩国高级公职人员犯罪调查处(公调处)表示,无法执行对被停职总统尹锡悦的逮捕令,当地时间1月3日13时30分,暂停执行逮捕。公调处称,由于对峙持续,做出无法执行逮捕令的判断,对尹锡悦不回应法律程序的态度深表遗憾。当天,公调处紧急戒严工作组7点21分左右抵达位于首尔龙山区汉南洞的总统官邸前,上午8点2分左右清理路障后进入官邸内部。共有30名公调处调查官、120名警方人员进入了首尔龙山区汉南洞总统官邸正门。公调处调查人员进入总统官邸正门后,试图执行逮捕令,与疑似为首都防卫司令部的部队对峙。公调处调查人员与总统警卫处人员发生对峙。由韩国警察厅、公调处和国防部联合设立的“共同调查本部”向总统警卫处处长出示对尹锡悦的逮捕令,警卫处处长表示“不允许搜查”。尹锡悦方面当天表示,逮捕令执行“非法无效”,将采取法律措施应对。

货币市场

离岸人民币兑美元触及一年最低水平

1月2日,记者获悉,2024年最后一个交易日,美元指数创两年新高,全年涨7%报108.48,为九年最佳年度表现;受此影响,离岸人民币兑美元走势如同坐过山车,一度逼近7.37关口,触及一年最低水平。具体数据显示,12月31日,在岸人民币兑美元小幅下跌,整体于7.29关口下方震荡,最低跌至7.3001;离岸人民币兑美元全天震荡走低,于北京时间18:03跌超400点,逼近2022年10月25日低点7.3683。有分析指出,这可能是国际市场对全球经济形势的担忧反映,也可能是年底资金流动加剧的结果。人民币的贬值,对于出口企业来说或许是一大利好,但对于依赖进口的企业和消费者来说,则意味着成本上升。这一波动,无疑为2025年的经济走势蒙上了一层阴影。2024全年来看,人民币汇率波动加大,在岸人民币兑美元累计跌2068个基点报7.2988,离岸人民币兑美元累计跌2121个基点报7.3379;人民币对美元中间价累计调贬1057个基点报7.1884。

多家支付机构密集增加注册资本

1月3日,国家企业信用信息公示系统显示,抖音支付科技有限公司的注册资本由1.5亿元增加至31.5亿元。据不完全统计,这也是2024年以来第8家增资的非银行支付机构。抖音支付相关负责人称,此次增资系根据新生效的《非银行支付机构监督管理条例》推进,并已通过监管部门审批,增资有助于抖音支付更稳健地开展业务,为广大用户及商户提供安全便捷的支付服务。根据2024年5月1日起施行的《非银行支付机构监督管理条例》,设立非银行支付机构的注册资本最低限额为人民币1亿元,且应当为实缴货币资本。此外,央行根据非银行支付机构的业务类型、经营地域范围和业务规模等因素,可以提高前款规定的注册资本最低限额。近期包括易宝支付、理房通支付在内的多家支付机构密集增加注册资本。财付通更是在2024年3月将注册资本由10亿元大幅提高至153亿元,成为注册资本排名第一的非银行支付机构;紧随其后的是贝宝支付,注册资本为45.2亿元;其次为度小满支付,注册资本40亿元。



监管动态

优化股票回购增持贷款政策

1月2日,记者获悉,据初步统计,2024年全市场披露的回购增持计划上限超2500亿元。为进一步加大政策支持力度,便利参与主体操作,近期金融管理部门对股票回购增持再贷款落地有关政策进行了调整优化。此次股票回购增持再贷款政策的调整优化主要包括提高融资比例、进一步规范银行等金融机构的操作流程等。关于上市公司和主要股东反映的自有资金匹配压力大情况,金融管理部门将申请股票回购贷款需承担的最低自有资金比例降到10%。关于股票回购增持贷款的风控要求,金融管理部门允许上市公司和主要股东以其持有的其他股票进行质押,进一步降低市场主体获贷难度和成本,金融机构可自主决定放款条件和担保要求。同时,政策也明确鼓励以信用方式发放股票回购增持贷款。对于部分不具备第三方存管资格的银行,据了解,政策支持通过与代理行合作的方式开展业务,贷款银行可通过代理行将贷款资金划转至相应账户,用于支持上市公司和主要股东回购增持股票。

最高检将严打资本市场财务造假

1月3日,最高人民检察院发布3件依法从严惩治中介组织财务造假相关犯罪典型案例,以案释法警示会计、审计、保荐、法律、资产评估等各类中介组织依法依规、履职尽责,彰显依法从严全链条惩治中介组织财务造假相关犯罪,保护投资者合法权益的司法态度。据悉,2021年以来,全国检察机关共起诉财务造假相关犯罪案件206人。其中,2024年1月至11月,起诉82人,同比增加78.3%。2021年以来,最高检共挂牌督办31件重大财务造假案件,向地方检察机关交办了一批财务造假案件。最高检经济犯罪检察厅厅长杜学毅表示,检察机关坚持把依法从严打击财务造假相关犯罪,维护投资者合法权益摆在履职尽责的重要位置,通过不断加大惩治力度,明确司法标准,助推行业治理等,促推构建公开透明、诚信为本的市场环境。下一步,检察机关将协同中国证监会等有关部门持续依法从严打击资本市场财务造假各类犯罪,依法保障投资者合法权益,以法治力量促进资本市场健康发展。

金融行业

首批交易所做市公司债ETF获批

1月1日,记者获悉,2024年12月31日,首批交易所做市公司债ETF正式获批,涉及8家公募基金公司。8只产品具体来看,广发、大成、博时、天弘等4只债券ETF将跟踪“深证基准做市信用债指数”;包括南方、华夏、易方达、海富通等4家的产品则跟踪“上证基准做市公司债指数”。根据深交所官网披露的相关规定,深交所基准做市债券清单中的公司债应满足债项评级AAA、存续规模大于15亿元、剩余期限大于半年等要求。大成基金表示,做市债的标准同时意味着,成分债券在深市的流动性与信用质量均在第一梯队中。债券做市制度是沪深债市最为重要的交易制度之一,



交易所引入做市商，意在为做市债券提供持续报价支持，有助于形成场内债券合理定价，强化债券市场稳定性，便利投资者交易达成、提升投资意愿，也有助于推动债券合理定价，从内部促进债券产品体系健康发展。

2024 年 A 股回购呈现三大特征

1 月 3 日，记者获悉，2024 年，在一系列政策支持引导下，A 股市场掀起了回购热潮，回购总金额达 1586.13 亿元，较 2023 年增长 65%，创出历史新高。从行业分布来看，医药生物在回购金额和公司家数均居首位，2024 年共有 257 家医药生物公司回购了 242.35 亿元。电力设备和电子分别以 188 亿元和 186.89 亿元的回购金额紧随其后。在新“国九条”等政策引导下，“注销式”回购成为新趋势，此为 2024 年回购市场的第二个显著特征。在“注销式”回购的队伍中，频现行业龙头公司身影。例如，贵州茅台于 9 月 20 日晚公告称，拟以 30 亿元至 60 亿元自有资金实施股份回购计划，回购股份将用于注销并减少公司注册资本，此次回购也是公司上市以来首次实施“注销式”回购。上市公司积极使用专项贷款进行回购是 2024 年上市公司回购的第三个特征。数据显示，截至 2024 年末，有 262 家公司和股东披露利用专项贷款进行回购增持，贷款金额上限总额超 540 亿元，其中回购贷款总额约为 337.61 亿元。

重点产业

加快工业领域清洁低碳氢应用

1 月 1 日，记者从工业和信息化部获悉，工业和信息化部等三部门近日联合印发《加快工业领域清洁低碳氢应用实施方案》，推出一系列新举措，拓展清洁低碳氢在工业领域应用，加快技术装备产品升级，促进氢能产业高质量发展。记者了解到，我国可再生能源装机规模全球第一，利用可再生能源制氢潜力巨大。数据显示，截至 2024 年 6 月，我国可再生能源制氢产能突破 10 万吨/年，规划及在建产能约 800 万吨/年。近年来，我国氢能产业以燃料电池汽车示范应用为先导，以化工、冶金等工业领域替代应用为突破，强化关键技术攻关和产业化应用，水电解制氢、氢燃料电池等装备发展迅速，产业链初步形成。方案明确，到 2027 年，工业领域清洁低碳氢应用装备支撑和技术推广取得积极进展，清洁低碳氢在冶金、合成氨、合成甲醇、炼化等行业实现规模化应用，在工业绿色微电网、船舶、航空、轨道交通等领域实现示范应用，形成一批氢能交通、发电、储能商业化应用模式。

锂电池行业增速放缓但前景乐观

1 月 2 日，记者获悉，纵观 2024 年，负极材料市场承压运行，行业内部竞争愈发激烈，在供需格局无明显改善的情况下，材料企业纷纷寻找破局之法。贝特瑞高级副总经理杨红强表示，尽管前两年行业增速高达 30% 以上，但近期增速有所放缓，预计未来几年将保持在 20% 以上的稳定增长。经过多年发展，贝特瑞已稳居国内负极材料市场第一，市场份额达 22.74%。广发证券电新首席分析师纪成炜认为，中国新能源汽车产业即将迎来深度电动化，从速动比率角度看，负极也将与其他主材一起迎来反弹。



从价格上看，2024 年负极材料价格自年初最低点小幅回升后一直保持相对稳定状态。近期负极材料企业盈利情况有所好转，但营收增长主要系量增拉动。“2024 年上半年负极材料市场实现了 29% 的增长，全年产量预计将达到 200 万至 210 万吨。”杨红强指出，这一数据表明，尽管增速有所放缓，但市场需求依然强劲。随着新能源汽车、储能等领域的快速发展，负极材料市场的前景依然广阔。

地方创新

上海：国资基金机制迎来优化突破

近日，上海市国资委发布《市国资委监管企业私募股权投资基金考核评价及尽职免责试行办法》，标志着全国范围内省级国资基金考核评价及尽职免责机制迈出了重要一步。从完善国资基金考核和免责机制角度，《试点办法》对监管企业基金考核评价、尽职免责工作作出原则性规定。记者梳理发现，本次上海市国资委的《试点办法》与国务院国资委此前提出的既要“算总账”、还要“算大账”的理念形成呼应。从“算总账”出发，《试点办法》提出多维度评价体系，包括年度考核与长期评价相结合，定性评价与定量指标相结合，功能作用与财务回报相结合，注重基金整体业绩和长期回报。在“算大账”层面，明确围绕功能作用、目标实现以及效益回报等方面，对基金进行整体评价，不以单一项目亏损或未达标作为基金或基金管理人负面评价的依据。上海市国资委方面表示，《试行办法》提出具有可操作性的尽职免责机制，充分考虑早期项目的高风险特征，鼓励积极作为，敢投、能投，支持投早投小投硬科技。

澳门：就业补贴促进青年横琴就业

近日，横琴粤澳深度合作区民生事务局出台《横琴粤澳深度合作区支持澳门青年就业暂行办法》。《暂行办法》规定，符合条件的澳门青年，年龄满 18 周岁至 45 周岁的，在合作区就业，可按每人每月 4000 元人民币的标准申请就业补贴，补贴期限最长不超过 36 个月；已在合作区就业且符合条件的澳门青年，参加职业技能等级认定，并取得相应证书，可按广东省相关政策文件标准申请配比 30% 的一次性补贴。《暂行办法》鼓励用人单位聘用澳门青年，为澳门青年在合作区就业提供发展机会和实践平台。符合条件的用人单位聘用符合条件的澳门青年，可以按每人每月 1000 元人民币的标准申请聘用奖励，聘用同一澳门青年享受奖励期限最长不超过 36 个月；同一年度内新聘用的符合条件的澳门青年累计达到 30 人或以上，可额外申请一次性叠加奖励 20 万元人民币；此外，还可以按用人单位每月为澳门青年实际缴纳的社会保险中单位缴费部分申请全额补贴，聘用同一澳门青年享受补贴期限最长不超过 36 个月。



深度分析

专项债 2024 年回顾与 2025 年展望

罗志恒 (中国首席经济学家论坛理事,
粤开证券首席经济学家)
来源: 中国首席经济学家论坛

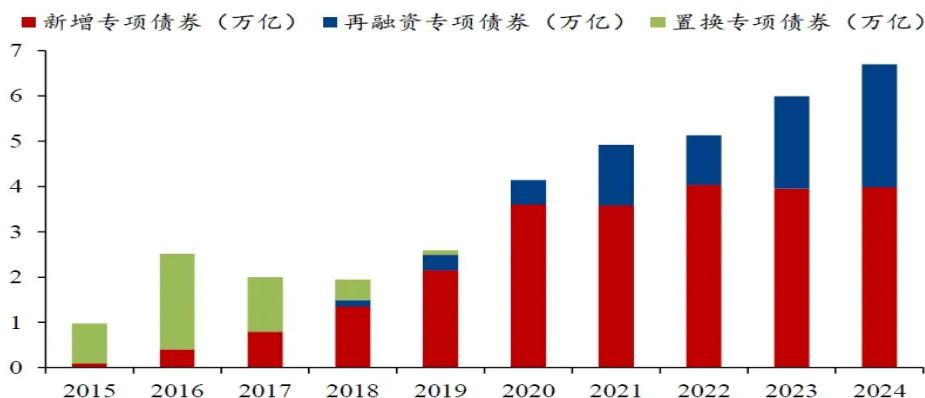
专项债作为财政逆周期调节的重要工具,在补短板、增后劲、扩大有效投资方面发挥了重要作用。此外,在 2024 年 11 月推出的“6+4+2”化债方案中,“6 万亿”再融资债券和“4 万亿”新增债券均以专项债的形式发行。2024 年发行的专项债中,超四成用于化解地方债务风险,专项债防风险的职能进一步强化。2024 年专项债的发行规模、发行节奏以及具体投向呈现出哪些特征? 2025 年专项债发行使用又将出现什么样的变化? 本文主要回答以上问题。

一、2024 年专项债发行使用概况——七大特征

具体来看,2024 年专项债发行使用呈现出以下特征:

一是 2024 年专项债发行使用情况较为复杂多元,用于置换隐性债务、项目建设、偿还到期专项债券的占比大致为 40%、40%和 20%。2024 年地方政府专项债券累计发行 7.7 万亿元。其中,新增专项债券发行 4.0 万亿元,再融资专项债券发行 3.7 万亿元。从结构上看,再融资债券占比为 48.1%,较 2023 年上升 14.1 个百分点,创 2015 年专项债券发行以来的新高,主要源于前期发行的专项债券到期规模逐渐攀升以及部分再融资债券用于置换隐性债务。从具体用途来看,新增专项债券中用于项目建设的规模为 3.1 万亿元,用于置换存量隐性债务的规模为 0.9 万亿元,市场称后者为“特殊新增专项债券”。再融资专项债券中用于偿还到期专项债券的规模为 1.5 万亿元,用于置换隐性债务的规模为 2.2 万亿元,市场称后者为“特殊再融资专项债券”。总体来看,2024 年发行的专项债用于化债的专项债发行规模达到 3.1 万亿元,占总发行规模的比重为 40.4%;用于项目建设的占比为 40.5%,用于偿还到期专项债券的占比为 19.2%。虽然特殊新增专项债券和特殊再融资专项债券均与化解隐性债务有关,二者本质相同,均是以公开发行的债券置换非债券形式债务,但前者占用当年新增专项债额度,后者则利用结存限额(限额-余额)。

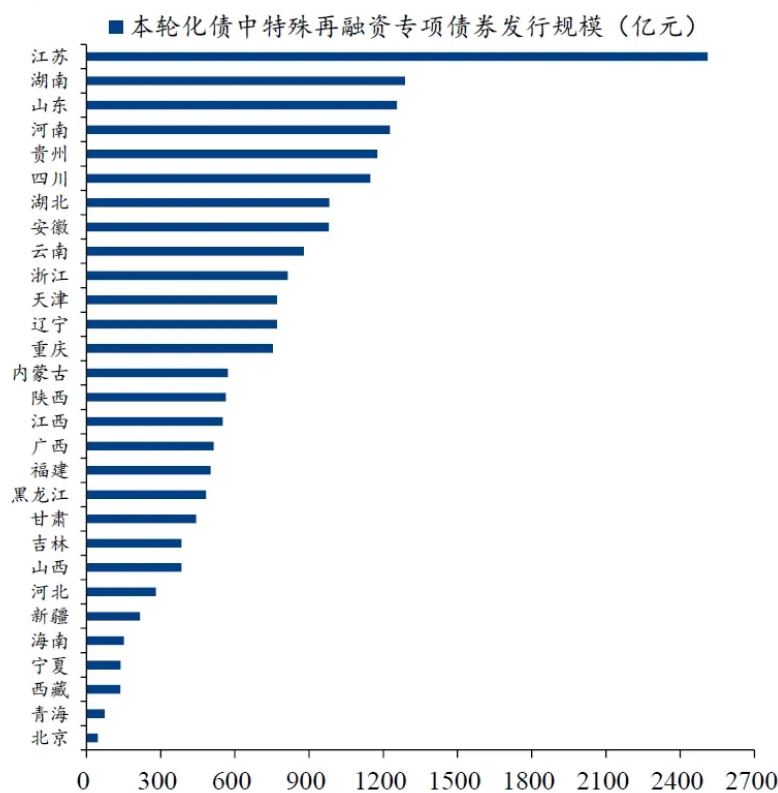
图表1: 2015-2024 年专项债券发行情况



资料来源: 中国地方政府债券信息公开平台 (CELMA)、Wind、粤开证券研究院

二是 2024 年特殊再融资专项债券累计发行规模为 2.2 万亿元，其中 2 万亿化债额度已发行完毕，额度区域分配与隐债分布有关，另外 0.2 万亿为使用结存限额。2024 年，特殊再融资专项债券累计发行规模为 22343.2 亿元。其中，2343.2 亿元的特殊再融资债券在“6+4+2”化债方案推出前已经开始发行，使用以前年度结存限额，债券用途披露为“偿还存量债务”；2 万亿元源于“6+4+2”化债方案中的“6”，分三年安排，2024—2026 年每年 2 万亿元，债券用途明确披露为“置换隐性债务”。分省份来看，此次 2 万亿化债额度分配中江苏居首、北京最少。2024 年 2 万亿化债额度分配中，江苏、湖南、山东、河南、贵州和四川特殊再融资专项债券发行规模居前，均超过 1000 亿元，分别为 2511、1288、1255、1227、1176 和 1148 亿元；青海和北京规模最小，分别为 73 和 47 亿元。其中，广东和上海因纳入隐性债务清零试点，本轮尚未发行特殊再融资专项债券；而北京此前虽然宣布完成隐性债务清零，但由于统计口径调整，分配到一定的额度，但规模较小。

图表2：2 万亿元化债额度各省份分配情况

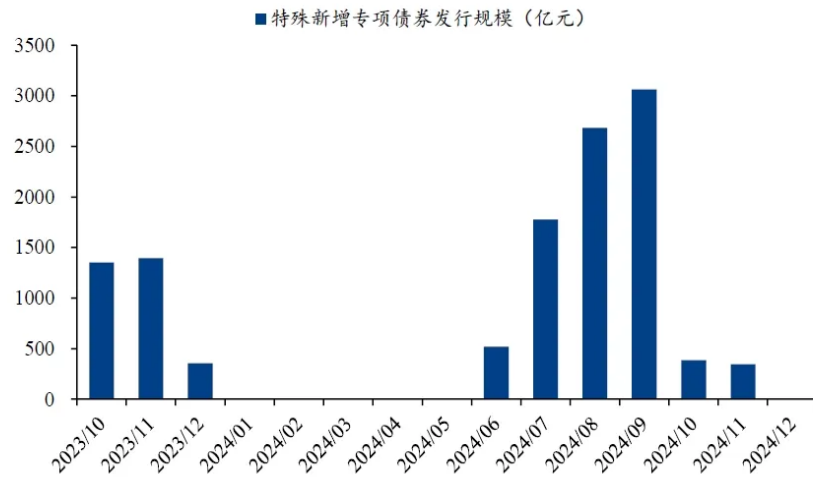


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

三是特殊新增专项债券发行规模近九千亿元，成为地方化解隐性债务的重要方式。2024 年 6 月以来，部分新增专项债券未披露“一案两书”（即《专项债项目实施方案》、《项目财务评价报告书》和《项目法律意见书》），募集资金并非进行项目建设，而是用于化解地方隐性债务和清理拖欠企业账款，被市场称为“特殊新增专项债券”，“新增”与“再融资”对应、“特殊”与“一般”相对应。2024 年特殊新增专项债券累计发行 8777.8 亿元，其中，江苏、新疆（不含兵团）、四川、河南、湖北和陕西发行规模居前，均超过 500 亿元，分别为 800、632、615、520、502 和 501 亿元。12 个重点化债省份特殊新增专项债券合计发行规模达到 1999.7 亿元，占全国比重为 22.8%。

图表3: 2023 年 10 月以来, 特殊新增专项债券发行情况

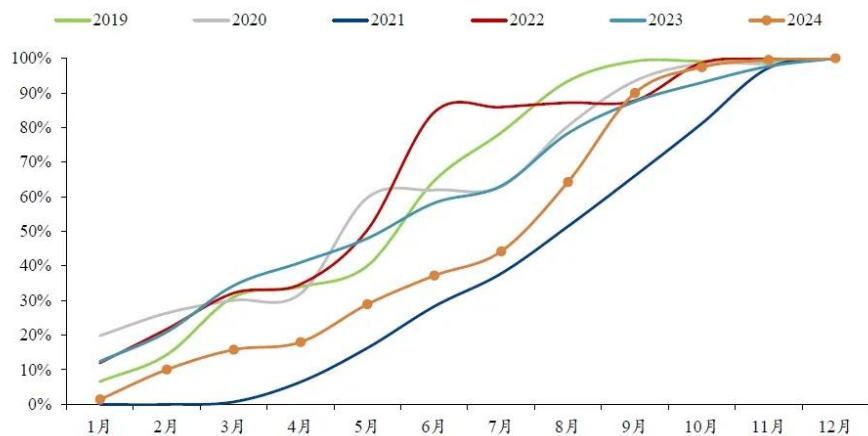


资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

四是新增专项债券发行节奏前慢后快, 总发行规模略超全年额度, 但仍在限额内。受 2023 年增发国债在 2024 年上半年形成实物工作量、有一定收益的项目不足以及地方化债工作持续推进的影响, 上半年新增专项债券发行进度总体偏慢。2024 年 1-6 月, 新增专项债券累计发行 14935 亿元, 发行进度为 37.2%, 低于 2022 年和 2023 年同期的 84.3% 和 58.2%; 8、9 月份新增专项债发行放量, 分别发行 8051 亿元和 10329 亿元, 前三季度新增专项债发行进度已达到 90%。10 月 8 日, 国新办发布会有关负责人表示, 将督促有关地方到 10 月底完成 2024 年剩余约 2900 亿元地方政府专项债额度的发行工作。2024 年全国发行新增专项债券 4.0 万亿元, 略超全年新增额度 3.9 万亿元, 剩余部分使用的是结存限额。分省份来看, 广东、山东、浙江、江苏和四川 5 省份新增专项债发行规模居前, 分别发行 4949.0、3903.0、3279.0、2365.0 和 2157.0 亿元, 合计占全国的比重达到 41.6%。宁夏、青海新增专项债券累计发行规模不足 50 亿元, 分别为 34 亿元和 44 亿元。

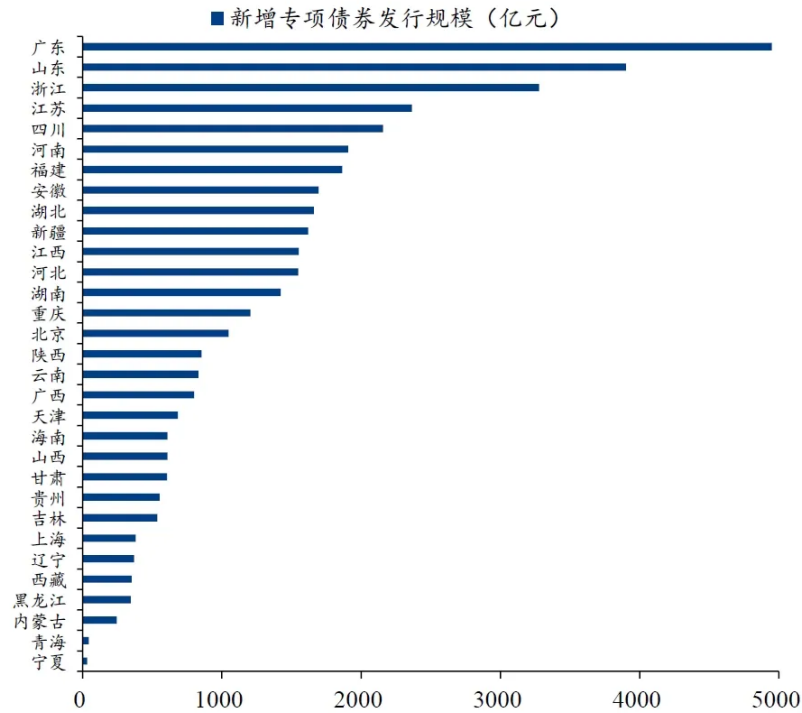
图表4: 2019-2024 年新增专项债券发行进度



资料来源: Wind、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

图表5: 2024 年分省份新增专项债券发行情况

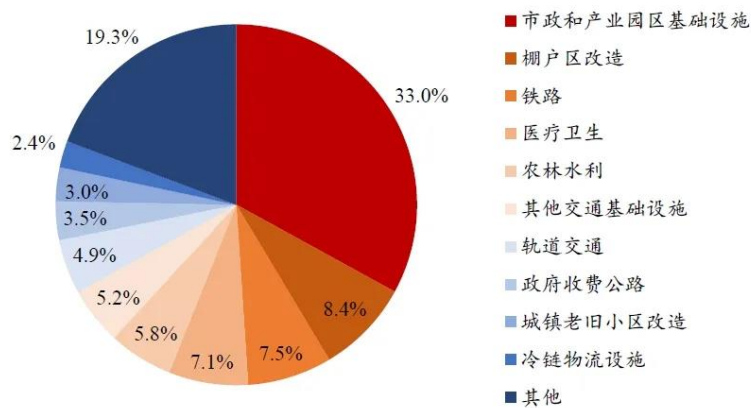


资料来源: Wind、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

五是新增专项债券投向范围扩大,传统基建类占比有所提升。具体来看,2024 年新增专项债券的前 5 大投向为市政和产业园区、棚户区改造、铁路、医疗卫生、农林水利,规模占比分别为 33.0%、8.4%、7.5%、7.1%和 5.8%。与 2023 年相比,投向铁路、轨道交通以及其他交通基础设施的占比有所提升,分别提升 2.6、1.3 和 1.1 个百分点,投向市政和产业园区的占比提升 2.8 个百分点。相应地,投向农林水利、棚户区改造和医疗卫生的占比有所下降,分别下降 1.4、0.5 和 0.2 个百分点。除此之外,新增专项债券还投向轨道交通、收费公路、城镇老旧小区改造、冷链物流设施、城镇污水处理、职业教育等基建、民生相关领域,投向范围不断扩大。传统基建类占比有所提升主要是为了更好地发挥财政逆周期调节的效果,扩大总需求,推动经济回升向好。传统基建、新基建都有必要,关键是两者的比例关系以及投向的项目要有经济和社会效益。未来的专项债投向可以扩大,但要实现四个挂钩,即与人口流动、人口结构挂钩,要有利于维护安全、提高经济潜在增速。

图表6: 2024 年新增专项债资金投向情况



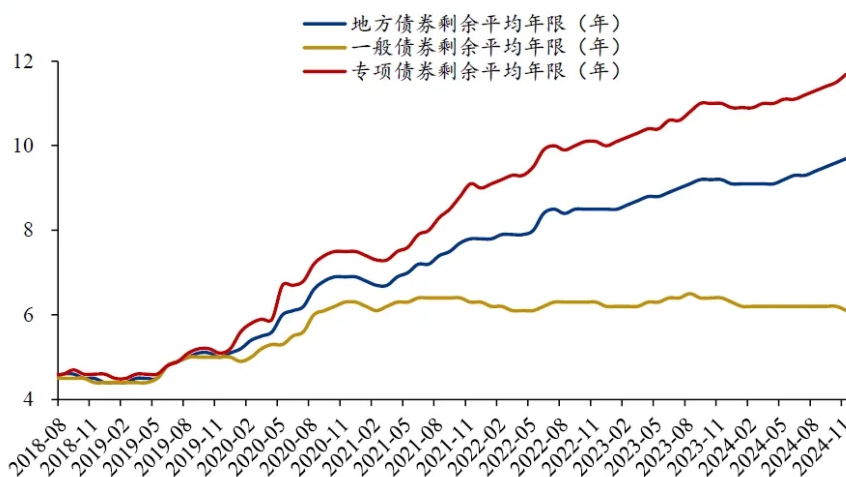
资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观



六是专项债券平均发行年限超 15 年，剩余平均年限逐渐拉长。自 2019 年以来，随着专项债券使用范围不断扩容，特别是允许专项债作为重大项目资本金，30 年超长期的专项债发行量大幅增加，专项债的发行年限逐渐拉长。2024 年 1-11 月，专项债券的平均发行年限为 15.6 年，比一般债券的 8.4 年高出 7.2 年。随着超长期专项债券发行占比提升，专项债剩余平均年限增长较快。截至 2024 年 11 月底，专项债券剩余平均年限达到 11.7 年，较 2019 年初拉长 7.2 年。

图表7：地方债剩余平均年限变化趋势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

七是专项债券平均发行利率呈下降趋势，逐渐趋近 2%。自 2021 年 1 季度以来，专项债券平均发行利率呈现出下降趋势，从 2023 年 2 月的 3.5% 下降至 2024 年 11 月的 2.2%，累计降幅高达 121BP。受发行端引导，专项债券剩余平均利率呈现出缓慢下降趋势，2023 年 2 月-2024 年 11 月累计下降 45BP 至 3.1%。对于要求项目收益与融资自求平衡的专项债而言，随着融资端的成本逐渐降低，满足要求的项目随之增加，有助于发挥政府投资的引导作用，扩大有效投资。

图表8：专项债平均发行利率变化趋势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

二、2025 年专项债展望——额度增加、节奏加快、投向扩大

一是考虑到 2024 年专项债新增额度为 3.9 万亿元，2025 年要扩大使用范围并采用负面清单，预计规模可达 4.5 万亿元乃至更高。从短期来看，当前经济仍面临国内总需求不足以及外部贸易摩擦等不确定因素，需要更加积极有为的宏观政策进行逆周期



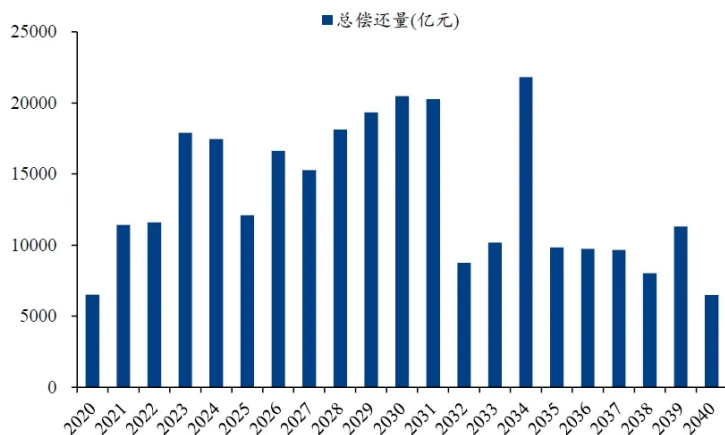
调节，专项债需保持一定的支持力度。同时，还需考虑其中 8000 亿元新增债券用于置换隐性债务，不能直接投入项目建设。

从长期来看，要从“控赤字+扩专项债”转变为实事求是地根据赤字和专项债需要决定，打破赤字率 3% 是警戒线的传统束缚。采取压降专项债占比、提高一般债占比，压降地方债占比、提高国债占比，通过发行长期建设国债来实施一些具有较强外部性的项目，形成长期建设国债、地方一般债、地方专项债并行且各司其职的局面；对于部分明显没有收益的项目在分清责任的情况下逐步转为一般债，避免专项债成为事实上一般债的风险。

二是从节奏来看，新增专项债券额度有望提前下达，靠前发力。国务院可在全国人大常委会授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。按照 2024 年新增专项债限额 3.9 万亿元测算，可提前下达的部分 2025 年新增专项债券额度理论上限为 2.34 万亿元。

三是 2025 年专项债到期规模低于 2024 年，预计再融资专项债券的发行规模在 3 万亿元左右。地方政府债券到期后，除发行再融资债券偿还外，部分直接安排财政资金等偿还。到期续发比例=（再融资债券-特殊再融资债券）/到期规模。历年地方政府债券到期续发比例较高，维持在 85% 左右。2018-2023 年地方政府债券到期续发比例分别为 81.3%、87.3%、87.2%、86.3%、86.1% 和 89.8%。截至 2024 年 12 月 31 日，Wind 数据显示 2025 年专项债到期规模为 1.2 万亿元，在 2023-2031 年中处于最低水平。按照到期续发比例 85% 计算，2025 年需要发行 1.0 万亿元再融资专项债券用于偿还到期债券本金。加上用于置换隐性债务的特殊再融资专项债券 2.0 万亿元，预计 2025 年再融资专项债券的发行规模在 3.0 万亿元左右。

图表9：2020-2040 年专项债总偿还量



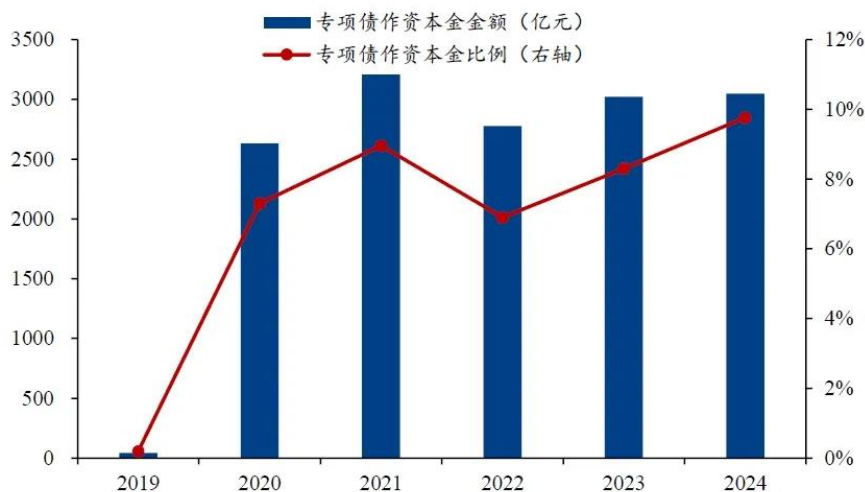
资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：总偿还量=到期偿还量+提前兑付量+回售量+赎回量；2025 年及以后为预计偿还量；数据获取于 2024 年 12 月 31 日。

四是专项债投向实行“负面清单”管理，投向范围进一步扩大。2024 年 12 月 25 日，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，指出实行专项债券投向领域“负面清单”管理，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。当前专项债既有禁止投向领域的“负面清单”，但同时有支持投向领域的“正面清单”，且更多以“正面清单”为主。未来“负面清单”之外的领域，专项债券都可以投，实际是拓宽了专项债投向领域，这有利于地方政府找到合适的专项债项目，让债务资金尽快形成实物工作量，以稳投资稳经济。五是在 10 个省份以及雄安新区开展专项债券项目“自审自发”试点，项目申报与审核周期缩短，专项债发行使用效率

将得到提高。专项债券项目开展“自审自发”试点，包括北京、上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东、湖南、广东、四川 10 个省份以及河北雄安新区，下放项目审核权限，由省级政府审核批准本地区项目清单。这一举措将缩短项目的申报和审核时间，同时利用省级政府的信息优势将债券资金投向更能带动本地经济发展的项目中，提高专项债券资金发行使用效率。同时，需要建立起配套的监管机制，确保专项债券资金得到有效利用，未被用于“负面清单”领域、不能达到融资收益自求平衡项目或闲置挪用。六是进一步提高专项债用作项目资本金的比例。《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》明确，提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的 25% 提高至 30%。从实践来看，2020 年以来新增专项债用作资本金的规模呈上升趋势，2020-2024 年专项债用作项目资本金的规模分别为 2631.1、3207.9、2777.0、3022.1 和 3047.8 亿元，占当年用于项目建设的专项债的比例分别为 7.3%、9.0%、6.9%、8.3% 和 9.8%，距离 30% 的上限有待进一步提高。

图表10：2019-2024 年专项债用作项目资本金的情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

公众号·粤开志恒宏观

三、关于进一步用好专项债的建议

一是额度分配坚持“项目为王”的理念，向人口持续流入、产业基础好、项目质量高的区域倾斜，对于广大中西部人口持续流出的区域更多通过一般债搞建设。在具体分配额度上，打通全国项目清单，从中挑选带动经济效应强、未来收益良好、前期准备工作充足的项目，再根据“好项目在哪，专项债额度在哪”的原则确定各地专项债额度，做到专项债额度分配只与项目相关，与往年额度、地区均衡发展等非项目因素无关。

二是强化项目前期论证与储备，从“额度找项目”改变为“储备项目决定额度”的机制。为确保专项债券资金的有效利用，必须加强对项目前期论证的重视程度，确保项目具备较高的可行性和必要性。同时，建立项目储备机制，对潜在项目进行筛选和排序，优先支持成熟度高、经济社会效益显著的项目，从而确保资金能够精准投放。

三是进一步挖掘符合条件的专项债项目。为了更有效地发挥专项债券的投资促进作用，应积极挖掘有一定收益的准公益性项目领域，如农村污水治理工程、雨污分流系统改造、地下管网升级、老城改造更新等，不仅可以拓宽融资渠道，还可以促进地方经济发展和改善民生。

四是探索建立债务预算与资本预算。债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。资本预算即针对政府



固定资产投资等能够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算。尤其是专项债券形成的资产具有一定收益或潜在收益，需要积极提高相关资产收益率，避免资产资源浪费。

五是完善专项债券的监督管理机制，提高专项债券资金使用效率。其一，建立健全专项债券资金的监管机制。对资金的分配、使用、管理等环节进行全过程监督。对于挪用、挤占、截留专项债券资金的行为，应依法依规进行严肃处理。其二，完善项目后续评价与反馈机制。建立项目后续评价机制，对项目实施效果进行定期评估。同时，建立反馈机制，及时收集项目单位、投资者等利益相关方的意见和建议，为后续项目储备和债券发行提供参考。其三，强化责任追究与激励机制。明确专项债券资金使用过程中的责任主体和职责分工，建立健全责任追究机制。对违规使用资金、项目进展缓慢等行为进行严肃处理，形成有效的震慑作用。同时，建立激励机制，对资金使用效率高、项目进展顺利的单位和个人给予表彰和奖励，激发工作积极性和创造力。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。