

# 債券

## Bond Weekly

債市周历				
	12月22日	12月23日	12月24日	12月25日
利率债发行		1只/0.9亿元	7只/1499.5亿元	
信用债发行	74只/725.5亿元	84只/459.3亿元	37只/107.6亿元	26只/55.6亿元
同业存单发行	103只/1199.2亿元			
公开市场到期	7天期逆回购到期 1309亿元	7天期逆回购到期 1353亿元	7天期逆回购到期 468亿元	12个月期MLF到期 3000亿元 7天期逆回购到期 883亿元

数据整理：何查；数据来源：东方财富Choice，截至12月21日19时

2025.12.22 星期一

责编 陈飞 联系邮箱：Bond@cstock.com 美编 周恒

## 地方债务治理瞄准新靶点 化债范围从以隐性债务为主，延伸至经营性债务

记者 张欣然

中央经济工作会议对地方债务问题作出系统部署，在坚守不新增隐性债务底线的同时，首次明确将地方政府融资平台经营性债务纳入重点化解范围。

多位业内人士对上海证券报记者表示，这一表述标志着地方债务治理进入新阶段，化债范围从以隐性债务为主，延伸至规模更大、结构更复杂的经营性债务，治理思路也随之从单纯防风险，转向更加系统、市场化的处置路径。

### 化债范围向融资平台经营性债务延伸

业内人士认为，中央经济工作会议明确将地方政府融资平台经营性债务纳入化债重点，体现出地方债务处置思路的进一步延展。

中央经济工作会议明确提出，积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。

从政策基调看，多位业内人士认为，此次中央经济工作会议在延续严控风险底线的同时，更加突出主动化解存量风险。财政证券常务副总经理胡恒松对上海证券报记者表示，过去两年，地方债政策表述主要聚焦“遏制增量，化解存量”，重点在于坚决遏制隐性债务新增，防止风险进一步扩散。中央经济工作会议在延续“不得违规新增隐性债务”底线要求的同时，更加明确、具体地部署了存量债务化解举措，包括优化债务重组和置换办法、多措并举化解融资平台经营性债务风险。

胡恒松认为，这表明地方化债的工作重心，正由守住不发生系统性风险的底线，转向在发展中稳步化解存量风险。同时，中央经济工作会议强调督促各地主动化债，进一步强化地方政府主体责任，减少对中央政策倾斜的单一依赖。“值得关注的是，会议首次将融资平台经营性债务单列提出，意味着化债范围正从政府隐性债务，有序延伸至规模更大的融资平台经营性债务。”胡恒松说。

从债务结构看，融资平台债务内部差异明显，也成为本次政策调整的重要背景。东方金诚首席宏观分析师王青对上海证券报记者表示，融资平台债务主要包括隐性债务和经营性债务两类。随着隐性债务按照既定方案有序置换，其风险已逐步收敛，而融资平台在市场化经营中形成的经营性债务规模依然较大。根据央行数据，截至2024年末，该类债务规模约为14.8万亿元，是地方债务风险化解的重要组成部分。

“这意味着下一阶段地方债务风险化解的重点，将更多转向融资平台经营性债务。”王青说。



□ 中央经济工作会议首次将融资平台经营性债务单列提出，业内人士表示，这一表述意味着化债范围正从政府隐性债务，有序延伸至规模更大、结构更复杂的融资平台经营性债务

□ 地方化债正由以行政推动为主，逐步转向更加市场化、法治化的运作模式

王青说。

### 兼顾化债与稳增长

随着化债范围向融资平台经营性债务延伸，如何在防控风险的同时保持投资和增长动力，成为政策实施中的关键问题。多位专家表示，化债并非简单压缩投资，关键在于提升投资有效性。

“不能为了化债而停止所有投资，而是要通过更高质量的投资来覆盖债务成本。”胡恒松表示，化债与发展并非对立关系，关键在于坚持以优质投资收益覆盖债务成本的逻辑，将有限资金投向真正能够形成现金流和税收增长的领域。

从投资方向看，胡恒松认为，未来地方投资应更加注重结构优化，而非单纯追求规模扩张，重点投向具备现金流回报和长期效益的领域，包括提升投资效率、强化民生导向、加强重点项目筛选和全生命周期管理等，避免低效、无效投资。

王青表示，当前地方债务化解与稳增长之间仍存在一定张力：一方面，隐性债务置换推进后，地方政府可释放更多资源用于扩大有效投资；另一方面，新增隐性债务受到严格约束，部分地区投资资金来源阶段性收紧。

在具体路径上，王青提出了多方面的平衡思路：一是“堵后门，开前门”，在严控违规举债和新增隐性债务的同时，适度加大地方政府新增专项债发行规模，保障有效投资的资金来源；二是支出责任适度上

移，近年来通过超长期特别国债支持“两重”项目建设、设立政策性金融工具支持基建投资，均有效减轻了地方政府的财政压力；三是推进财税体制改革，通过将消费税等税种由中央税调整为央地共享税，增强地方财政的可持续性。

从投资机制看，未来“两重”项目建设仍将是稳增长的重要抓手。王青表示，一方面，超长期特别国债支持“两重”建设的资金规模有望适度扩大；另一方面，2026年“两重”建设在用好中央资金的同时，还将优化投融资机制，更加注重吸引民间资本参与，发挥政府投资的撬动作用，进一步拓宽民间投资空间。

### 地方化债迈向市场化法治化

在化债重点调整的同时，地方债务化解方式也在发生变化。多位业内人士表示，地方化债正由以行政推动为主，逐步转向更加市场化、法治化的运作模式。

“可能带来的一个实质变化，是从行政化主导走向市场化、法治化运作。”胡恒松表示，过去地方债务置换更多采取政府主导的定向置换方式，金融机构参与空间有限。随着化债重点向融资平台经营性债务扩展，债务风险的化解不再单纯依靠财政兜底，而是更多引入市场机制。

从具体方式看，胡恒松认为，经营性债务具备市场化处置的基础条件，可在政府指导下，通过展期、降息，乃至债转股等方式进行化解。这也意味着，将有更多金融机构参

与债务重组，除银行外，保险资金、养老金、资产管理公司（AMC）等长期资金和专业机构的参与空间有望扩大。

在操作层面，胡恒松表示：一方面，可推进资产证券化（ABS/REITs），将融资平台旗下供水、供热、停车场、保障性租赁住房等具备稳定现金流的存量资产进行打包整合，通过证券化运作盘活资产，用于偿还债务；另一方面，对于仍有实体业务和转型潜力的平台，可通过引入战略投资者，并将部分债权以市场化债转股方式转为股权，从根本上改善资产负债表结构。

王青进一步表示，优化债务重组和置换办法，是化解融资平台经营性债务风险的重要抓手，有助于实质性减轻平台短期偿债压力，控制信用风险集中暴露。

王青认为，与地方政府隐性债务相比，融资平台经营性债务结构更加复杂，涉及的金融机构更多，未来相关各方在具体重组方式、责任分担等方面，仍需经历一个探索和博弈的过程。从可行路径看，核心仍是以展期、降息为主，对融资平台银行贷款类经营性债务进行重组，同时通过银行贷款、企业债券置换高息、短期非标债务。此外，融资平台也需通过自身经营性收入、盘活存量资产等方式参与偿债。

在此基础上，王青认为，部分创新方式也具备可操作性，包括市场化债转股，以及地方政府作为融资平台股东，通过注入优质资产等方式给予一定支持等，但前提是依法合规、风险可控。

## 从“配角”到“主角” 点心债市场质变

记者 黄冰玉 张欣然

离岸人民币债券市场正经历一轮结构性跃迁。从发行规模持续扩张，到发行人与投资者结构明显多元，再到长期品种逐步增多，业内人士认为，点心债正由早期的小众市场，迈向具备配置属性的成熟债券市场。在人民币国际化稳步推进、债券通“南向通”机制持续优化及全球融资需求多元化的背景下，点心债迎来了提升国际影响力的重要窗口期。

### 发行规模再创新高

近年来，点心债发行规模稳步扩大。Wind 数据显示，截至12月21日，今年点心债发行总额约1.2万亿元，连续两年突破万亿元关口，创下历史新高。

至于2025年点心债市场扩容背后的动力，汇丰债务资本市场大中华区董事总经理伍富斌对上海证券报记者表示：一方面源自人民币国际化进程稳步推进，离岸人民币流动性持续改善；另一方面，随着“南向通”机制进一步优化，离岸人民币债券市场持续活跃，投资者情绪积极，为企业提供了具有成本优势的融资窗口。

“在人民币融资需求强劲、离岸人民币资金池稳步增长，以及中国加速推进人民币国际化的多重利好因素驱动下，点心债市场正展现出强劲的发展势头。”德意志银行中国区首席经济学家熊奕对上海证券报记者表示，人民币国际化将再次提速，而离岸人民币融资市场的发展是人民币国际化的重要组成部分。同时中国人民银行一直在积极推动人民币作为融资货币，并发展离岸人民币金融市场，不断完善离岸人民币利率曲线、增加流动性供给，这些政策为点心债市场的发展提供了强有力的支持。

从制度层面看，债券通“南向通”机制对需求端形成重要支撑。熊奕称，自2022年起，监管部门允许在岸银行直接投资点心债，迄今总规模已达6000亿元人民币。随着未来“南向通”将合格投资者范围进一步扩大至非银金融机构，还将继续提振点心债市场的需求和增强流动性，进一步释放长期投资需求。

### 发行人与投资者结构变化显著

在规模扩张的同时，点心债市场的结构性变化更为深刻。

早期点心债主要由金融机构发行，银行资金参与。近年来，发行主体明显扩展至国企、优质民企、科技企业以及境外机构，投资者结构也由银行主导逐步转向多元化。

2024年底以来，阿里巴巴、百度、腾讯、美团等中资科技企业，以及淡马锡、雀巢、安达保险（Chubb）等境外发行人相继进入点心债市场，推动市场覆盖行业和主体类型进一步拓展。

熊奕表示，点心债在满足企业多元化融资需求方面具备独特优势。当前中国企业海外融资仍以美元为主，在美元利率高位背景下，部分企业存在通过人民币融资降低成本、对冲汇率风险的现实需求。同时，随着中资企业全球化布局加快，点心债可提供期限更长、结构更灵活的融资方案，与海外投资项目的资金周期更为匹配。

从投资端来看，随着人民币在国际交易中的使用不断扩大，离岸人民币存款的稳步提升，投资者的构成与参与动机也发生了根本性变化。熊奕表示，相较于对人民币升值预期的投机动机，如今投资者更看重其作为跨境支付与融资货币的实用价值，这种基于基本面的需求，使得市场能保持韧性并持续增长。同时，政策支持与债券通等互联互通机制的不断深化进一步巩固了点心债作为主流配置资产的地位。

“点心债市场已逐步转变为具备完整生态的成熟市场。投资者结构从此前的银行主导逐渐趋于多元化、从境内资金为主向优质境内外投资者拓展，高质量境内外基金及资管投资人占比上升。”伍富斌说。

点心债市场成熟度提升的另一重要体现，是长期限债券需求的明显增长。数据显示，近年来，15年期至30年期点心债发行量显著上升，用于满足基础设施建设、产业投资等长期项目融资需求。以腾讯近期发行的中资企业首单30年期点心债为例，其成功发行，表明市场对长期人民币资产的接受度和信心持续增强。

### 配置价值进一步凸显

在全球投资者寻求非美元资产的背景下，点心债市场的配置价值进一步凸显。

日前，中国银行作为全球协调人，协助阿里巴巴、百度、腾讯、美团等多家科技企业在香港市场发行点心债，合计发行金额超过470亿元，认购金额接近1500亿元，显示出离岸人民币投融资市场的活跃度。相关债券在二级市场普遍表现平稳，市场情绪向好。

“人民币汇率于2025年开启对美元的升值通道，叠加中国企业强大的竞争力，将进一步提升包括点心债在内的人民币计价资产对全球投资者的吸引力。此外，在全球范围内，美元高利率已开始抑制美元债券的融资需求。美元贬值的风险也促使投资者寻求市场多元化，这为点心债提供了一个重要的‘机遇之窗’。”熊奕说。

展望未来，点心债市场增长动能充足，且扩容趋势具有可持续性。伍富斌认为：一方面，更多科技企业及其他行业发行人正将点心债视为长期融资渠道之一；另一方面，投资者基础不断拓宽，尤其是“南向通”机制持续带来增量资金。预计未来点心债市场将继续向期限更长、结构更优、主体更多元的方向发展，成为企业境外融资的重要选择，并进一步支持人民币国际化进程。

## 科创债打开长期资本新通道 民营创投迎“补位”关键期

——专访盛景嘉成创始合伙人、总裁刘昊飞

记者 张欣然

在科技金融改革持续推进、科技企业长期资本需求不断上升的背景下，北京盛景嘉成投资管理有限公司（下称“盛景嘉成”）近日完成首期科创债发行，成为第二批获得中国人民银行科技债券风险分担工具支持的民营创投机构之一。

在成功完成首期科创债发行的同时，市场高度关注民营创投在科创债体系中的定位与未来作用。对此，上海证券报记者对盛景嘉成创始合伙人、总裁刘昊飞进行了专访。在他看来，科创债不仅拓宽了创投机构的资金来源，更重要的是，它为民营创投深度参与科技创新金融体系建设提供了全新入口。

“这不是一次简单的融资安排，而是长期资本与科技创新之间的连接方式发生了变化。”他说。

### 政策窗口下的新机遇

科技企业普遍具有研发周期长、早期现金流不足等特征。科创债作为面向科创领域的长期融资工具，被视作补齐科技企业短板的重要举措。

盛景嘉成此次发行的科创债规模为2亿元，

期限采用“5+5”结构，募集资金将主要用于联合社会资本和地方政府引导基金设立科创类基金，投向符合国家战略方向的科技企业。

刘昊飞介绍，当前政策明确鼓励更多资本流向战略性新兴产业，创投机构在技术识别、早期陪伴等方面具备优势，因此科创债为民营创投机构拓展资金来源、提升投资能力提供了新的路径。“政策提供了方向，而机构需要做的是把窗口期转化为更长期、更稳定的投入结构。”他说。

对于科创债的长期意义，刘昊飞认为，更值得关注的并非发行规模本身，而是其对科技资本供给结构带来的改变。科创债的作用在于，让长期资本的配置节奏与科技研发周期实现了匹配。

他判断，未来几年，科创债将继续在三个方向上发挥效应：推动更多长期资金进入科技创新领域；缓解早期科技企业普遍面临的资金断档；进一步提升创投机构在科技创新链条中的关键性作用。“对科技创新来说，最重要的是稳定持续的长期资金来源。科创债让这一点具备了可持续性。”刘昊飞说。

### 科创债将增强民营创投投资能力

对于外界关注的核心问题之一，即科创债是否会改变机构的投资主线，刘昊飞表示，不会改变方向，只会增强能力。

“我们的主线始终围绕人工智能、芯片与关键材料、低空经济、细胞与基因治疗等新兴生产力方向。”他表示，这些赛道需要足够耐心的资本，更需要对技术趋势的深刻理解，而这正是民营创投机构的专业优势所在。

在投资阶段分布上，盛景嘉成仍以早期为主，覆盖天使轮至VC前后阶段。同时，根据市场情况在中后期项目上进行适度配置，以提高组合稳定性。

对于外界关注的偿付能力以及信用风险，刘昊飞表示，公司已根据存量基金回款节奏、项目退出预期等进行了系统测算，期限结构与基金周期的匹配使偿付具备充足安全垫。“对于债券而言，期限与资产周期能否匹配是核心问题。我们的测算显示，这一工具有可持续性。”他说。

### 市场期待民营创投扮演更重要角色

随着科创债的推出，民营创投机构被纳

入科技金融体系的关键链条，市场期待其扮演更重要角色。

刘昊飞认为，民营创投机构与传统金融机构在科技创新领域的角色不同。“传统金融更擅长评估财务结构，而创投机构擅长识别技术趋势、判断团队能力，并在企业成长早期深度陪伴。”他说。

在与多家金融机构的沟通中，刘昊飞明显感受到市场对民营创投机构角色的关注度正在提升。他介绍，机构投资者普遍希望创投机构能够在三个方面发挥更大作用：一是帮助识别高质量科技企业；二是提供对科技创新趋势的前瞻判断；三是成为其布局科技创新的关键合作方。“不少机构都在推进做好科技金融这篇大文章，他们需要能够深入产业、长期陪伴企业的专业力量。”他说。

在刘昊飞看来，民营创投机构在未来科技金融体系中的功能正在逐步凸显，其价值不仅体现在资金投入上，更体现在对创新链条的补位作用：一方面，将政策导向转化为面向企业的长期资本供给；另一方面，通过基金机制吸引社会资本与地方产业联动；再一方面，在传统金融难以触达的早期创业阶段，创投机构能够以专业判断和投后服务弥补市场空白。