

宏观深度报告 20250512

地方国企债券融资都去哪了？ ——项目投资由基建地产转向科创

2025 年 05 月 12 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

■ 2024 年我国地方国资委监管企业完成固定资产投资 7 万亿元，同比增长 4.2%，增速高于全国平均水平 1 个百分点。面对日趋复杂的国内外经济环境，2025 年多省国资委发文强调属地国企要继续发挥经济增长的压舱石作用。因此，我们通过拆解 6044 只 2025 年 1-4 月及上年同期地方国企公募发行信用债的募集资金用途，归纳总结地方国企投资的重点投向变化。

■ 一、地方国企发行公募信用债有何特征？

■ 2025 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债 21203.51 亿元，同比下降 17.47%。分募集资金用途看，①用于偿还存量债务的债券规模达 18661.92 亿元，发行规模占比为 88.01%，同比提高 0.47 个百分点；②用于补充营运资金的债券规模达 619.10 亿元，发行规模占比为 2.92%，同比下降 1.86 个百分点；③用于支持项目建设的债券规模达 508.95 亿元，发行规模占比为 2.40%，同比小幅提高 0.17 个百分点。

■ 事实上，地方国企公募信用债对项目支持力度有所抬升。2024 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 571.77 亿元，占同期地方国企公募信用债发行总规模的 2.23%。2025 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 508.95 亿元，虽然发行规模同比有所下降，但占同期地方国企公募信用债发行总规模的比例反而有所提高——同比提高 0.17 个百分点至 2.40%，因此从这一角度衡量，地方国企公募信用债对项目支持力度实际上有所抬升。

■ 二、地方国企公募信用债支持了哪些领域的项目建设？

■ 地方国企“新增债券”用于股权或基金投资的规模同比增长 31.41%，用于基建或地产项目投资的规模同比减少 47.85%。若仅统计披露了底层项目明细的地方国企公募信用债（以下简称“新增债券”），则 2024 年 1-4 月、2025 年 1-4 月地方国企分别发行新增债券 571.77 亿元、508.35 亿元。其中，2024 年 1-4 月，地方国企新增债券约 252.26 亿元资金被投向基建或地产项目，约 227.12 亿元资金被用于股权投资或基金投资，二者占同期新增债券发行规模的比例分别为 44.12%、39.72%。但 2025 年 1-4 月，在地方国企新增债券中，“股权投资或基金投资”取代“基建或地产项目”成为发行规模最多的细分领域，前者对应约 298.46 亿元的发行规模，同比增长 31.41%；后者仅对应约 131.56 亿元的发行规模。同比下降 25.88%。

■ 地方国企“新增债券”用于“科创领域投资”的规模及占比均明显提高。如果将①“股权投资或基金投资”中投向科创方向的新增债券、②用于支持新能源项目建设的新增债券合并为“科创领域投资”进行统计，那么在 2025 年 1-4 月，用于“科创领域投资”的地方国企新增债券发行规模高达 250.74 亿元，占同期新增债券发行规模的近五成，同比增速高达 16%。

■ 值得关注的是，科创领域投资取代基建或地产项目成为地方国企新增债券的最大投向或将导致固定资产投资数据与建材、工程机械等高频数据指标趋势并不一致。此外，用于“股权投资或基金投资”的地方国企新增债券发行规模提高还可能导致“利息资本化”更加隐蔽。

■ 风险提示：（1）地方国企公募信用债的募集资金用途可能整理有误；（2）部分债券未披露募集资金用途可能导致本文统计结果失真；（3）未统计不进行公开信息披露的地方国企私募债信息可能导致本文结论不够准确。

相关研究

《美国 4 月 CPI 前瞻：开始验收关税冲击幅度》

2025-05-11

《特别国债发行前置或推升 4 月社融增速》

2025-05-11

内容目录

1. 今年前4个月，地方国企支持项目建设的公募信用债发行规模占比略有提高	4
1.1. 用于偿还存量债务利息的债券占比有所下降	4
1.2. 用于补充营运资金的债券占比明显下降	5
1.3. 用于支持项目建设的债券占比有所抬升	5
2. 地方国企公募信用债支持了哪些领域的项目建设?	6
3. 地方国企债券融资变化或将产生哪些影响?	8
4. 风险提示	9

图表目录

图 1: 2025 年 1-4 月, 用于偿还存量债务利息的地方国企公募债发行规模占比有所下降5

图 2: 2025 年 1-4 月, 用于补充营运资金的地方国企公募债发行规模占比明显下降5

图 3: 2025 年 1-4 月, 用于支持项目建设的地方国企公募债发行规模占比小幅抬升6

图 4: 2025 年 1-4 月, 地方国企发行公募信用债支持科创项目的力度明显提高7

表 1: 2025 年 1-4 月, 地方国企公募信用债用于支持项目建设的发行规模占比约为 2.4%.....4

表 2: 2025 年 1-4 月, 用于“科创领域投资”的地方国企公募信用债发行规模占比接近 50%7

地方国企开展投资是拉动全国固定资产投资增长的重要力量。2024 年，全国固定资产投资（不含农户）实现 514374 亿元，同比增长 3.2%。其中，我国地方国资委监管企业推动重大项目加快落地，全年完成固定资产投资 7 万亿元，同比增长 4.2%，增速高于全国平均水平 1 个百分点。面对日趋复杂的国内外经济环境，2025 年初多个省份的国资委均发文强调，属地国企要继续发挥经济增长的压舱石作用。因此，我们通过拆解 6044 只 2025 年 1-4 月及上年同期地方国企公募发行信用债的募集资金用途，归纳总结地方国企投资的重点投向变化。

1. 今年前 4 个月，地方国企支持项目建设的公募信用债发行规模占比略有提高

2025 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债 21203.51 亿元，同比下降 17.47%。分募集资金用途看，①用于偿还存量债务的债券规模达 18661.92 亿元，发行规模占比为 88.01%，同比提高 0.47 个百分点；②用于补充营运资金的债券规模达 619.10 亿元，发行规模占比为 2.92%，同比下降 1.86 个百分点；③用于支持项目建设的债券规模达 508.95 亿元，发行规模占比为 2.40%，同比小幅提高 0.17 个百分点；④其他未详细披露资金用途的债券规模达 1413.54 亿元，发行规模占比为 6.67%，同比提高 1.22 个百分点。

表1：2025 年 1-4 月，地方国企公募信用债用于支持项目建设的发行规模占比约为 2.4%

科目	发行规模 (亿元)	发行规模 同比增速	发行规模 占比	发行规模占比 同比变动
地方国企公募信用债合计	21203.51	-17.47%		
其中：用于借新还旧	18661.92	-17.03%	88.01%	0.47pct
其中：用于付息	136.54	-60.00%	0.64%	-0.68 pct
其中：用于补充营运资金	619.10	-49.55%	2.92%	-1.86 pct
其中：用于支持项目建设	508.95	-10.99%	2.40%	0.17 pct
其中：未披露募集资金用途明细	1413.54	0.93%	6.67%	1.22 pct

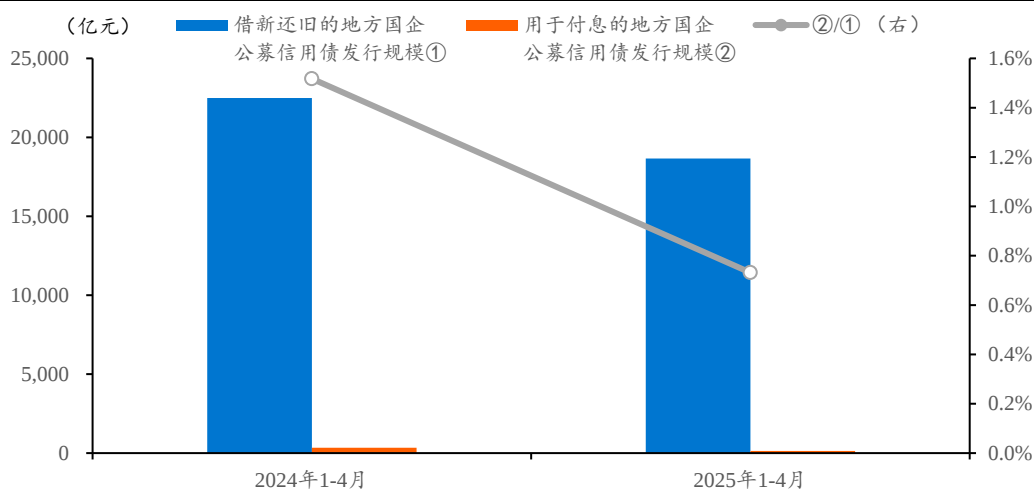
数据来源：Wind，东吴证券研究所

细分来看，今年 1-4 月地方国企公募发行信用债呈现出如下特征：

1.1. 用于偿还存量债务利息的债券占比有所下降

2024 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债偿还存量债务 22492.55 亿元，其中至少 341.37 亿元被用于支付存量债务利息，占同期地方国企公募信用债发行总规模的 1.33%。但 2025 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债偿还存量债务 18661.92 亿元，同比下降 17.03%；其中至少 136.54 亿元被用于支付存量债务利息，同比下降 60%，占同期地方国企公募信用债发行总规模的比例仅为 0.64%，较上年同期下降 0.68 个百分点。

图1：2025年1-4月，用于偿还存量债务利息的地方国企公募债发行规模占比有所下降

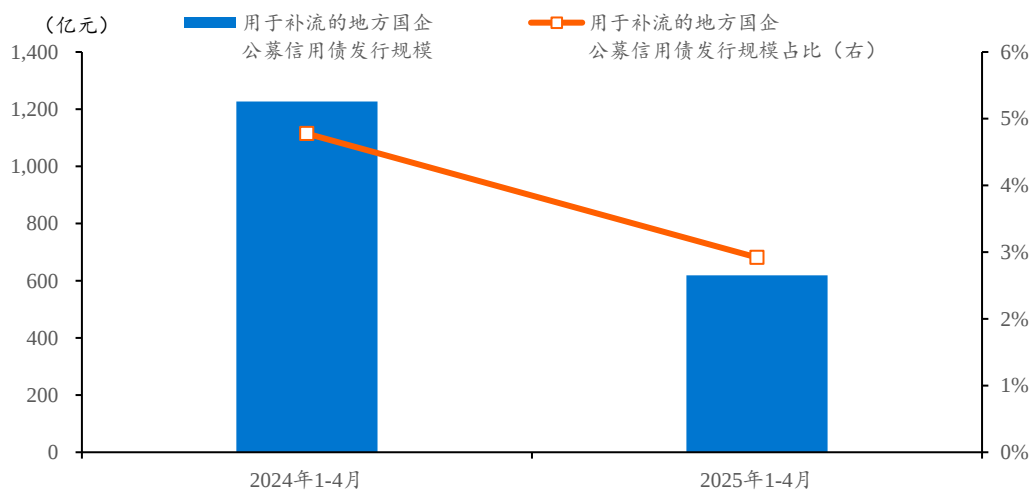


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 用于补充营运资金的债券占比明显下降

2024年1-4月，地方国企累计发行公募信用债补充营运资金1227.04亿元，占同期地方国企公募信用债发行总规模的4.78%，上述资金为相关企业采购原材料、支付员工薪酬、维持正常业务资金周转提供了重要帮助。但2024年下半年，部分债券出现了募集资金被用于缴纳税款等不太合理的使用情形，例如241621.SH。2025年1-4月，债券发行监管部门对地方国企发债补充营运资金的监管力度有所提高，期间地方国企累计发行公募信用债补充营运资金619.10亿元，同比大幅下降49.55%，占同期地方国企公募信用债发行总规模的比例亦明显下降1.86个百分点至2.92%。

图2：2025年1-4月，用于补充营运资金的地方国企公募债发行规模占比明显下降



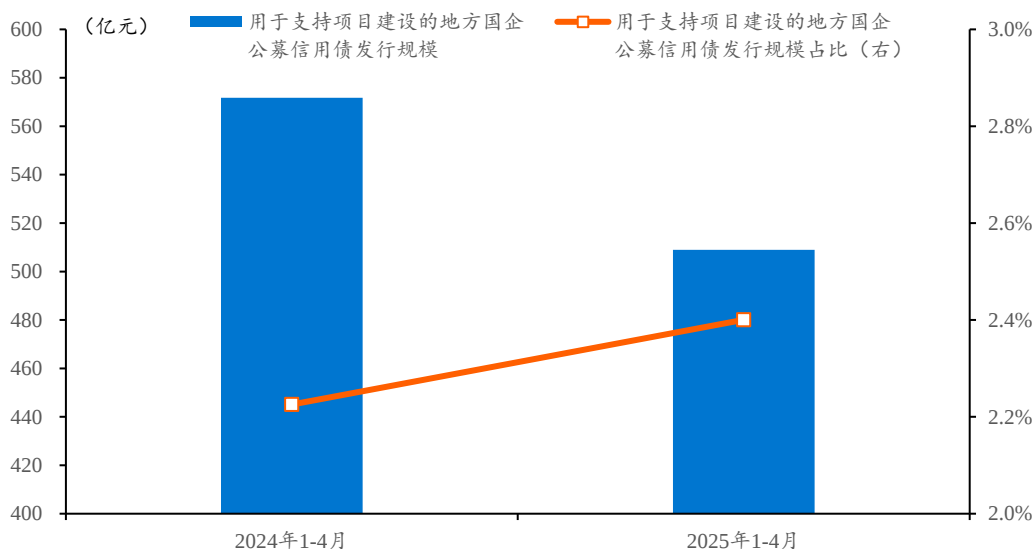
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 用于支持项目建设的债券占比有所抬升

2024年1-4月，地方国企累计发行公募信用债支持项目建设571.77亿元，占同期

地方国企公募信用债发行总规模的 2.23%。2025 年 1-4 月，地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 508.95 亿元，虽然发行规模同比下降 10.99%，但占同期地方国企公募信用债发行总规模的比例反而有所提高——同比提高 0.17 个百分点至 2.40%。因此，从这一角度衡量，地方国企通过发行公募信用债支持项目建设的力度实际上有所加强。

图3：2025 年 1-4 月，用于支持项目建设的地方国企公募债发行规模占比小幅抬升

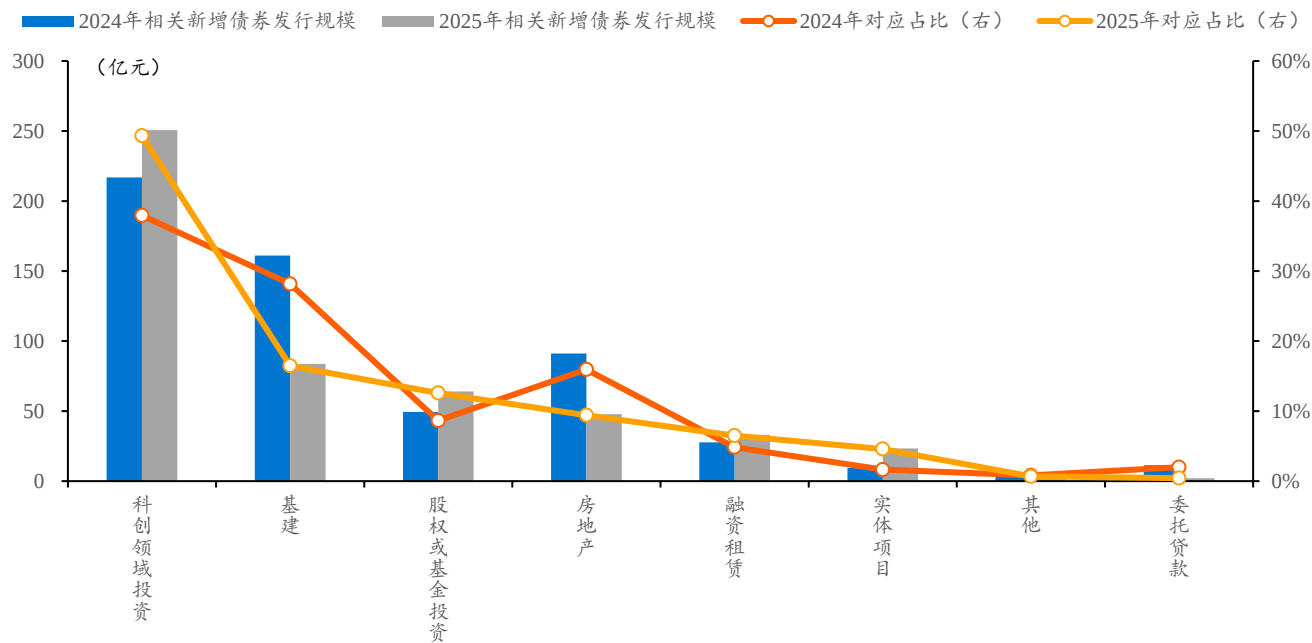


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 地方国企公募信用债支持了哪些领域的项目建设？

分项目领域看，地方国企公募信用债用于股权或基金投资的规模同比大幅增长 31.41%，而用于基建或地产项目投资的规模同比明显下降 47.85%。若仅统计披露了底层项目明细的地方国企公募信用债（以下简称“新增债券”），则 2024 年 1-4 月、2025 年 1-4 月地方国企分别发行新增债券 571.77 亿元、508.35 亿元。其中，2024 年 1-4 月，地方国企新增债券约 252.26 亿元资金被投向基建或地产项目，约 227.12 亿元资金被用于股权投资或基金投资，二者占同期新增债券发行规模的比例分别为 44.12%、39.72%。但 2025 年 1-4 月，在地方国企新增债券中，“股权投资或基金投资”取代“基建或地产项目”成为使用债券资金规模最多的细分领域，前者对应约 298.46 亿元的发行规模，同比增长 31.41%；后者仅对应约 131.56 亿元的发行规模。同比下降 25.88%。

图4：2025 年 1-4 月，地方国企发行公募信用债支持科创项目的力度明显提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，如果将①“股权投资或基金投资”中投向科创方向的新增债券、②用于支持新能源项目建设的新增债券合并为“科创领域投资”统计，那么 2025 年 1-4 月，用于“科创领域投资”的地方国企新增债券发行规模高达 250.74 亿元，占同期新增债券发行规模的近五成，同比增速接近 16%。

表2：2025 年 1-4 月，用于“科创领域投资”的地方国企公募信用债发行规模占比接近 50%

序号	发行起始日	债券简称	发行规模 (亿元)	募集资金用途	支持项目 建设规模 (亿元)	股权投资或基金投资方向
1	2025-01-07	25 浙控 K1	5.00	补流、新增	4.90	集成电路
2	2025-01-08	25SIG01K	10.00	补流、新增	7.00	科创企业
3	2025-01-10	25 浙资 K1 及 K2	20.00	借新还旧、新增	15.64	集成电路等
4	2025-01-10	25 龙岗 01	2.50	新增	2.50	人工智能、算力
5	2025-01-15	25 苏农垦 MTN001(科创票据)	5.00	新增	5.00	科创企业
6	2025-01-15	25 彩虹 K1	3.00	新增	3.00	面板
7	2025-01-16	25 广新 K2	5.00	新增	5.00	有色金属
8	2025-01-16	25 广新 K1	2.00	新增	2.00	有色金属开采
9	2025-01-23	25 连云工投 MTN002(科创票据)	3.80	借新还旧、新增	1.90	新能源（集火电、风电、 光伏、供热等于一体）
10	2025-02-11	25 青岛海控 MTN002(科创票据)	3.00	借新还旧、新增	1.80	生物医药、面板
11	2025-02-18	25 两江产业 MTN001(科创票据)	10.00	借新还旧、新增	6.00	高端装备制造
12	2025-02-21	25 锡产业 MTN002(科创票据)	2.00	新增	2.00	半导体
13	2025-02-21	25 锡产业 MTN001(混合型科创票据)	3.00	借新还旧、新增	2.84	半导体

14	2025-02-25	25 新微 MTN001(科创票据)	10.00	新增	10.00	信息科技、半导体
15	2025-02-25	25 闽西兴杭 MTN002(科创票据)	2.00	借新还旧、新增	1.00	智能驾驶
16	2025-02-26	25 苏交通 MTN001(科创票据)	10.00	新增	10.00	科创企业
17	2025-03-04	25 国宏 K1	10.00	借新还旧、新增	7.00	科创投资
18	2025-03-04	25CTNYK2	6.00	新增	6.00	新能源（水电）
19	2025-03-04	25CTNYK1	6.00	新增	6.00	新能源（水电）
20	2025-03-12	广汽资 K1	5.00	新增	5.00	智能驾驶
21	2025-04-08	25 铁发 K2	10.00	借新还旧、新增	8.00	消费电子等
22	2025-04-10	25 广金 K1	3.00	新增	3.00	生物医药、信息技术、新材料、高端装备制造、环保、新能源等
23	2025-04-11	沪国投 K1	50.00	借新还旧、补流、新增	33.60	集成电路、新能源、人工智能、生物医药
24	2025-04-16	25 甘金 K1	5.00	新增	5.00	新材料（中国最大的镍钴矿产资源特大型采、选、冶、化联合企业）
25	2025-04-17	25 新业 02	6.00	借新还旧、新增	4.50	新能源（光伏、储能等）
26	2025-04-18	25 浙资 K3	10.00	借新还旧、新增	1.76	医疗、高端智造、新材料等新兴产业
27	2025-04-21	25 杭州能源 MTN001(科创票据)	3.00	新增	3.00	电容器及配套设备制造业
28	2025-04-22	25 京东方集 MTN001(科创票据)	20.00	补流、新增	19.00	面板
29	2025-04-24	25 蓉环 G1	7.00	借新还旧、新增	2.00	环保、危废处理
30	2025-04-24	25 长产 K1	14.00	补流、新增	13.47	新能源汽车、半导体、现代化工、高端装备制造、光电子信息等
31	2025-04-25	25 经发 K1	3.00	借新还旧、新增	2.30	集成电路、先进制造业
32	2025-04-25	25 上实 MTN002(科创票据)	15.00	借新还旧、新增	10.00	生物医药
33	2025-04-28	25 陕金 K2	3.00	借新还旧、新增	2.54	新能源、新材料、飞机燃油系统、航空装备、高端装备制造
34	2025-04-29	苏垦 KV01	10.00	新增	10.00	科创企业
35	2025-04-29	25 冀能投 MTN001(科创票据)	10.00	借新还旧、新增	4.20	新能源
36	2025-04-29	25 发展 01	7.50	新增	7.50	新能源（核电等）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：上表未列示用于新能源项目投资的个券明细。

3. 地方国企债券融资变化或将产生哪些影响？

科创领域投资取代基建或地产项目成为地方国企新增债券的最大投向或将导致固定资产投资数据与建材、工程机械等高频数据指标趋势并不一致。在统计部门的相关统计口径下，固定资产投资（不含农户）是以货币形式表现的在一定时期内完成的建造和购置固定资产的工作量以及与此有关的费用的总称，与传统的基建或地产项目相比，科创领域的投资项目往往只需消耗更少的螺纹钢、水泥、塔吊、挖掘机等建材或工程机械，

因此新增固投项目类型的变化可能导致固定资产投资数据与建材、工程机械等高频数据指标趋势并不一致。

用于“股权投资或基金投资”的地方国企新增债券发行规模提高可能导致“利息本金化”更加隐蔽。2025 年 1-4 月，尽管期间地方国企偿还公募信用债的规模同比仅小幅下降 419.78 亿元（自 20191.42 亿元下降至 19771.64 亿元），但期间地方国企发行的、用于借新还旧的公募信用债规模同比大幅下降 3830.62 亿元（自 22492.55 亿元下降至 18661.92 亿元）。虽然“前 3 后 6”等信用债发行要求可能对上述数据造成扰动，但不可否认的是，在市政企业（即“名单外”融资平台）债券发行严监管等背景下，地方国企发行借新还旧的信用债整体难度有所加大，部分主体进行“利息本金化”更加困难。值得关注的是，在地方国企发行的新增债券中，部分债券的募集资金用途系对子公司增资，或投资于某产业基金后最终供当地国企使用，考虑到上述子公司或当地国企与发债主体间可能存在往来款、拆借款等资金往来，因此用于“股权投资或基金投资”的地方国企新增债券资金最终依然有可能被用于“利息本金化”而未能贡献实物工作量。

4. 风险提示

- （1）地方国企公募信用债的募集资金用途可能整理有误；
- （2）部分债券未披露募集资金用途可能导致本文统计结果失真；
- （3）未统计不进行公开信息披露的地方国企私募债信息可能导致本文结论不够准确。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>