

热点研究

科创类债券市场特征分析和投资关注

发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，新质生产力涉及领域新、技术含量高，依靠创新驱动是其中关键。现代科技创新投资资金需求大，金融服务需求多元，我国债券市场科创类产品呈快速扩容态势，未来，产品设计的持续创新将为更多元的发行人提供融资途径，估值定价体系的不断完善亦将吸引更多投资人参与，助力债券市场服务科技创新。

一、科创类债券市场情况

交易所市场于 2021 年 3 月落地科创债券，银行间市场于 2022 年 5 月落地科创票据，2022 年以来市场加速扩容。截至 2024 年 10 月 14 日，境内债券市场合计发行科创类产品 1.98 万亿元，存量约 1.43 万亿元。

（一）发行人特征

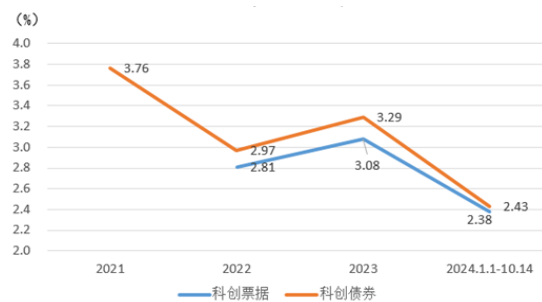
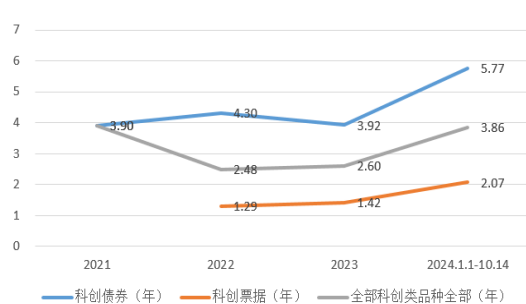
发行人特征来看，一是以央国企发行人为主，数量占比 87.83%，民营企业发行人占比 9.42%。值得关注的是，2024 年以来民企科创类票据发行规模合计 1709.48 亿元，较 2023 年全年增长 107.21%，增速较高。二是行业和区域较为集中，工业、材料、金融发行人数量合计占比 78.21%，北京、江苏、广东发行人数量合计占比 37.58%。三是上市公司发行人数量逐年上升，2024 年以来增至 76 家上市公司发行人，当期发行规模 768.20 亿元，较上年全年增长 25.30%。四是中高等级发行人为主，AAA 发行人历年占比均约在 65%以上，信用等级分布不均衡。（注：按 Wind 口径，剔除相同年份重复发债的发行人）

（二）债券特征

债券/票据特征来看，一是 2023 年以来全市场加权平均发行期限逐年拉长。2022 年，短融和超短融品种为主的科创票据发行规模远高于同期期限相对偏长的科创债券，致使全市场加权平均发行期限环比缩短。值得关注的是，资产荒环境下信贷资金充裕，优质发行人倾向于仅在债券市场募集短期周转资金以节约成本，此外，科创票据发行门槛相对较低，叠加科创票据发行环节效率较高等因素进一步促使短期限科创票据发行上量。2023 年以来，证监会鼓励政策落地，中长期品种为主的科创债券发行规模占比大幅提升。二是发行成本整体持续下行。受益于宽信用和政策导向支持，加权平均票面利率整体下行。

图 1：加权平均发行期限

图 2：加权平均发行利率



数据来源：WIND、中诚信托筛选整理

二、市场扩容堵点和解决方式分析

（一）市场堵点

1、一级市场：基于“科创”投向属性的风险溢价空间尚未释放

观察中高等级发行人发现，科创类债券募集资金多用于偿还存量债务或补流，相同发行人的科创类债券票面利率和普通债券品种无明显利差，除次级品种外，偿债顺序上亦等同于相同发行人普通债券，因此，科创类债券市场定价主要锚定发行人信用。

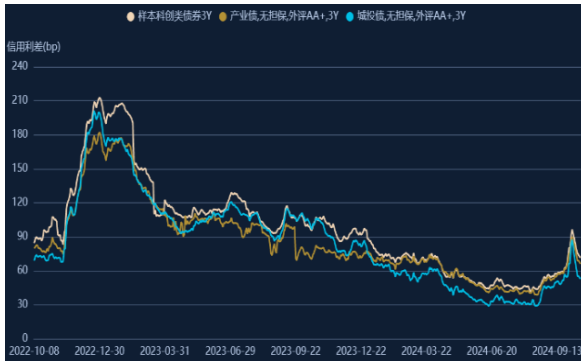
绑定发行人信用有利于中高等级发行人募集相对低成本资金支持旗下科创类资产或项目发展。然而，仅锚定发行人信用又意味着资金的科创用途属性并未实现充分定价，进而对真实的投融资需求缺乏激励。融资端来看，直接的影响是限制了更多类型发行人参与债券市场融资，尤其是民营科创类企业，而这类企业往往相对中高等级国央企发行人更亟需依托创新金融产品渠道的混合性长期资金。投资端来看，无差别锚定发行人信用抹平了风险溢价空间，进而抑制更多类型风险偏好投资人参与热情，有碍市场快速扩容，亦有悖监管设计创新产品的初衷。

2、二级市场：投资性价比亟需提升

科创样本债券信用利差整体高于同等级、同期限城投和产业类样本(如图3所示)。债券市场逆经济周期特点、低风险偏好与科创高风险属性的天然矛盾在经济下行周期或加剧科创类债券风险溢价偏离程度，2022年以来，科创类债券产品估值收益率随债券市场下行，品种利差一定程度因配置供需矛盾而大幅压缩，叠加估值和定价体系不成熟，过度掩盖科创类债券真实风险溢价，故进一步降低了科创类债券的投资性价比。（注：由于样本数量有限，且经过筛选民营企业占比较高，样本或具有一定局限性）。

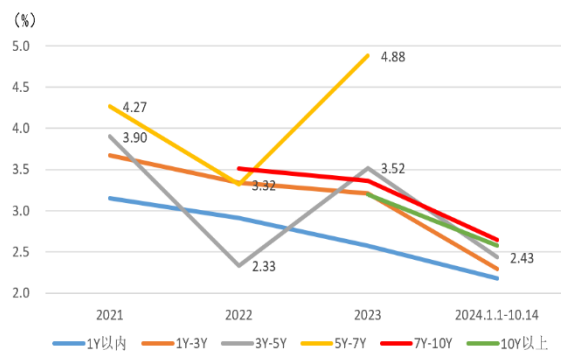
值得关注的是，2022-2023年，科创类债券部分期限出现利率倒挂现象，如2022年科创债券3-5Y品种加权平均发行成本低于短期限品种；2023年科创票据7-10Y和10Y以上品种加权平均发行利率均低于3-5Y品种，主要系宏观经济下行、货币政策逆周期调节短期效应和极致资产荒等共同影响所致。需警惕市场风险偏好上升周期中利差过度压缩的品种估值的加速回调风险。

图 3：AA+、3Y 期限科创类债券样本信用利差对比



数据来源：WIND、DM, 样本数据由中诚信托筛选整理

图 4：科创债券各期限加权平均发行利率（年度）



（二）解决路径：加强传统债券市场低风险偏好资金与风险较高的科创类资产适配性，提高二级市场流动性

科创类资产投资周期长、资金量大，风险和不确定程度高，相对于传统债券市场低风险偏好资金，科创类资产与混合性资金适配性更甚。监管鼓励通过募集资金用途、特殊条款设计、期限安排等方式达到股债联动效果，撮合相关资产与资金。交易商协会于2023年10月试点推出“混合型科创票据”，主要通过嵌入付息含权条款、收益分成挂钩、股债联结转换等条款设计优化体现股债混合性，将不同阶段科技型企业融资需求适配混合性资金，通过特殊条款定价标的的成长回报潜力。

截至2024年10月14日，银行间市场共发行19只混合型科创票据，涉及17个发行人，规模合计57.52亿元，期限均在3年以上，募集资金大部分投向科创领域，交易商协会仅提供发行结构条款基础框架，市场结合不同发展阶段企业的风险特征和具体需求自主设计，不断探索创新运作机制。

混合型科创类债券一级市场扩容具有较高潜力，但大规模扩容需提升二级市场流动性，解决定制化的债券条款的估值定价问题至关重要。传统的现金流折现模型适合成熟行业和发行人，科创属性资产和含权条款的估值方式较难做到统一标准，在政策的支持下，该类品种的持续创新和不断扩容亦将有利于市场自发完善估值定价体系。

三、投资关注

随着配套制度的完善，叠加含权产品设计的创新，未来科创类债券将持续扩容，有利于市场自发完善估值定价体系。现阶段建议关注地方政府创投/母基金类发行人，待多元发行人参与时，可关注更加市场化的科创类民营企业，并对创新产品的权益定价加强研究。

（一）主体标的选择

发行人行业利差方面，可重点关注地方政府母基金、股权投资/创投类平台，如深创投、中关村发展、张江科投等。一是该类发行人在具体科创项目募投管退、二级市场投资等方面相对专业，能够解决债券投资人在科创类资产筛选过程中的信息不对称劣势，

亦可节约投资人的投研和风控相关支出；二是地方投资类平台相对于同等级城投有一定风险溢价，如深创投融资成本高于深投控等其他类型地方平台。

主体信用利差方面，一是建议关注中低等级发行人，中高等级传统产业发行人（中建三局、冀中能源等）科创债券和一般债券差别不大，可关注 AA 等级发行人（如无锡新创、鲁信创投、南京江北科投、安吉国风产业基金等），以及 AA+ 发行人（如武汉光谷金控、张江科投等）。二是建议关注民营企业，民企科创混合型产品发展潜力较大。2024 年 10 月 14 日，国新办就加大助企帮扶力度有关情况举行新闻发布会，重点提及加快推进《民营经济促进法》出台，市场监管总局将会同有关部门创新实施质量融资增信政策支持。部分民营企业相对于国企更加市场化，一定程度上有利于促进科技创新成果，若得到政策支持，亦将有利于民营企业更稳健的发展，因此，民营科创类企业标的在市场规模和投资性价比方面具有较大潜质。三是发行人区域选择方面，央行会同科技部在 2024 年 10 月 16 日印发的《关于做好重点地区科技金融服务的通知》中明确，将指导和推动北京、长三角、粤港澳大湾区等科技要素密集地区做好科技金融服务，可优先关注试点区域出台的相关金融支持科创领域政策。

（二）品种选择

当前科创类债券整体定价不充分，建议研究关注定制化含权类产品风险定价，如混合型科创票据。此外，可关注科创类债券与其他主题品种融合带来的风险溢价，如 2024 年发行上市的“全国首单民营企业中小微债券”、“全国首单民营企业高成长债券”等混合主题债券，募集资金用途多元化和使用方式的创新亦带来相应的风险溢价。

需要提示的是，政策对科技创新支持导向明确，相关领域融资相对通畅，随着市场风险偏好的回升，易造成短期大量资本流入，谨提出现某些热门赛道（如人工智能，集成电路，脑机接口）和关键核心技术热门标的资本过剩产生的资产泡沫。

执笔人：王冲

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。

