

年内隐债置换基本完成 二季度发行规模创同期历史新高

——2025年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望

2025.07



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话：010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

年内隐债置换基本完成 二季度发行规模创同期历史新高

——2025年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望

联合资信信用评级二部 邹洁 陈佳琪 翟瑞

2025年上半年，地方政府债券累计发行5.49万亿元，较上年同期增长57.18%，规模创历史同期发行新高；其中用于置换隐性债务的政府专项债券发行1.80万亿元，已完成全年2万亿元额度的90%，年内隐债置换基本完成。经济活跃区域为新增债券发行主力，重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。三季度计划发行规模与一、二季度变动不大，积极的财政政策将加快落地；短期看，未来地方政府债券发行利率下降空间受限，且存在阶段性波动可能性；未来地方政府债务严监管态势仍将持续，同时化债思路向“防风险、促发展并重”转变，化债资源及地方投融资空间或将进一步分化。

一、地方政府债券相关政策梳理

2025年以来，我国宏观调控力度加大。2025年初《政府工作报告》提出，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好；实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力，适时降准降息，保持流动性充裕。在此背景下，地方政府债券作为重要的逆周期调控工具持续发力。2025年以来，地方政府债券相关政策主要体现在安排更大规模的政府债券，继续规范并推动土储专项债工作；推动地方落实隐性债务置换，动态调整债务高风险地区名单；强调健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系，并进一步优化专项债券管理机制。具体相关政策举措如下。

一是实施更加积极的财政政策，安排更大规模的政府债券，继续规范并推动土储专项债工作。2025年《政府工作报告》提出实施更加积极的财政政策，确保财政政策持续用力、更加给力。主要体现在：一是提高财政赤字率，今年赤字率按4%左右安排、比上年提高1个百分点，赤字规模5.66万亿元、比上年增加1.6万亿元；二是安排更大规模的政府债券，为稳增长、调结构提供更多支

撑；拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元，拟发行特别国债 5000 亿元（支持国有大行补充核心一级资本）；新增地方政府专项债券限额 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等；2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元，财政支出强度明显加大。同时强调要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出。2025 年 6 月，《国务院关于 2024 年中央决算的报告》提出实施更加积极的财政政策，加强对惠民生、促消费、增后劲领域的投入，推动政策尽快落地见效。此外，为贯彻落实《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52 号）和《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》（自然资发〔2024〕242 号）等相关要求，2025 年 3 月 4 日，自然资源部和财政部发布相关通知（自然资发〔2025〕45 号），从发债要求、资金使用主体、申报审核流程、资金收益平衡、监督管理等方面作出详细说明，以更好支持各地运用专项债券开展土地储备工作，有效推动房地产市场止跌回稳。

二是坚持在发展中化债、在化债中发展，推动地方落实隐性债务置换政策，提升政府投资效益。2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议决定，批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批，分 3 年实施，2024—2026 年每年 2 万亿元；2024 年 12 月 18 日，当年的 2 万亿元置换额度已全部发行完毕；2025 年上半年，2 万亿元置换额度发行已完成九成。隐债置换工作加快推进，极大的缓解了地方化债压力，为地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生。2025 年《政府工作报告》指出，坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。政策推动落实隐性债务置换政策与动态化管理举措并行，向市场传递出更为清晰的信号，部分区域短期流动性得到一定缓释。2025 年 6 月，《国务院关于 2024 年中央决算的报告》提出尽早发行和使用超长期特别国债、专项债券等，发挥财政资金引导和带动效应，支持做好“两重”“两新”等工作；《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于 2024 年中央决算草案审查结果的报告》提出提升政府投资效益，进一步优化预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等资金投向，超长期特别

国债应更加聚焦重点领域和关键环节。

三是健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系，优化专项债券管理机制，加强地方政府专项债穿透式监管。在“遏增量、化存量”基调下，财政部《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》进一步明确将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，对违规举债、虚假化债等行为严肃追责问责，防止前清后欠；健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系，推动建立统一的地方政府债务长效监管制度；加快剥离平台的政府融资功能，推动隐性债务风险化解和平台市场化转型。此外，《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》再次强调将进一步优化专项债券管理机制，即扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围、选择部分地区开展专项债券项目“自审自发”试点；允许专项债券支持回收闲置存量土地和收购存量商品房用作保障性住房；统筹好置换债务优先序和各年度置换安排，加强再融资债券投向管理、过程管理。2025 年 6 月，《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于 2024 年中央决算草案审查结果的报告》提出加强地方政府专项债穿透式监管；加快推动地方政府融资平台改革转型，不得强制要求或违规接受融资平台等国有企事业单位承担政府投资项目融资任务和支出责任，坚决遏制新增隐性债务。

表 1 2024 年下半年以来地方政府债券相关重要政策概要

发布日期	发布主体	政策/会议名称	政策要点
2024/07/30	国务院	国发〔2024〕134 号文	35 号文延期到 2027 年 6 月；重点省份的非持牌金融机构的债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务，也可以进行债务置换和重组，但是不包括民间借贷，企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金； 不许新增 1 年以内的境外债 ，境外债可以用境内债来做借新还旧。
2024/08/27	央行、财政部、发改委、证监会	150 号文	退平台不晚于 2027 年 6 月末 ，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单。
2024/10/12	国务院新闻办公室	国新办新闻发布会	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展。 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务 ，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升其抵御风险和信贷投放能力；叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。
2024//11/07	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》（自然资发〔2024〕242 号）	优先回收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 。土地储备机构委托经备案的土地估价机构对拟回收收购地块开展市场价格评估， 相较企业土地成本，就低确定收地基础价格 。回收收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发；确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应，供应面积不得超过当年回收收购房地产用地总面积的 50%。
2024/11/08	全国人大常委会	全国人大常委会办公厅新闻发布会	批准增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，在压实地方主体责任的基础上， 增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务 ，新增债务限额全部安排为专项债务限额， 一次报批 ，

			分三年实施，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元；从 2024 年开始， 连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元 ，补充政府性基金财力，专门用于化债， 累计可置换隐性债务 4 万亿元 ；2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。
2024/12/25	国务院办公厅	《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52 号）	扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围，实行专项债券投向领域“负面清单”管理 ；完善专项债券项目预算平衡；下放专项债券项目审核权限， 选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债券项目“自审自发”试点 ；加快专项债券发行进度、资金使用和项目建设进度，加强专项债券资金使用监管。
2025/03/04	自然资源部、财政部	《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》（自然资发〔2025〕45 号）	各地要 优先将处置存量闲置土地清单中的地块纳入土地储备计划 ，确有需求的新增土地储备项目也应纳入土地储备计划。用于土地储备的专项债券发行和使用应当 严格对应到项目 ，专项债券资金可在同一土地储备项目内不同地块之间调剂使用，但以单个土地储备项目为单位， 确保项目融资收益平衡 。
2025/03/05	国务院	2025 年政府工作报告	实施更加积极的财政政策，统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力 。拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本；拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。 稳妥化解地方政府债务风险。坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间 。
2025/03/05	财政部	《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》	按照一揽子化债政策安排，推动地方落实隐性债务置换政策，继续在新增地方政府专项债券中安排一定规模用于补充政府性基金财力，支持地方化债 。允许专项债券支持回收闲置存量土地和收购存量商品房用作保障性住房，合理确定收购价格，防范道德风险，促进房地产市场止跌回稳。统筹好置换债务优先序和各年度置换安排，加强再融资债券投向管理、过程管理。
2025/06/24	全国人大常委会	《国务院关于 2024 年中央决算的报告》	用好用足更加积极的财政政策，加快政策落地 ，尽早发行和使用超长期特别国债、专项债券等，发挥财政资金引导和带动效应。 指导督促地方做好隐性债务置换、融资平台改革转型、违规举债查处问责等工作 。
2025/06/27	全国人大财经委员会	《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于 2024 年中央决算草案审查结果的报告》	提升政府投资效益， 进一步优化预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等资金投向 ，超长期特别国债应更加聚焦重点领域和关键环节。 加强地方政府专项债穿透式监管 。加快推动地方政府融资平台改革转型，不得强制要求或违规接受融资平台等国有企业事业单位承担政府投资项目融资任务和支出责任， 坚决遏制新增隐性债务 。

注：134 号文、150 号文为密发，文件内容为公开获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、2025 年上半年地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2025 年上半年，地方债发行规模和净融资规模创同期历史新高，新增专项债及特殊再融资债发行规模较上年同期大幅增长，第二季度土地储备专项债券发行有所提速。2025 年上半年，地方政府债券累计发行 1086 支，金额合计 5.49 万亿元，发行规模较上年同期增长 57.18%，创历史同期发行规模新高。从资金用途看，2025 年上半年新发行地方政府债券中专项债券占 78.52%，延续了 2019 年以来以专项债券为主的融资结构，也体现出地方政府通过专项债推动基础设施建设和拉动经济发展的政策倾向。从发行券种看，新增债券发行 2.61 万亿元，同比增长 43.09%。其中，新增专项债券发行 2.16 万亿元，同比增长 44.67%。同

期，再融资债券发行 2.88 万亿元，发行规模已超过新增债券，主要系置换隐债专项债券发行 1.80 万亿元（占同期再融资债券发行规模的 62.41%），化解存量隐性债务成为再融资债券核心任务。在 2025 年土地储备专项债券重启背景下，2025 年上半年土地储备专项债券发行合计 1708.76 亿元，第二季度土地储备专项债券发行有所提速。从净融资额来看，2025 年上半年地方政府债券总偿还金额为 10768.60 亿元（其中到期偿还金额为 10649.40 亿元，提前兑付金额为 119.21 亿元），净融资额为 4.41 万亿元，较 2024 年上半年（1.87 万亿元）增长 135.69%，创历史同期新高，反映财政政策明显加力。

表 2 2017—2024 年及 2025 年上半年全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

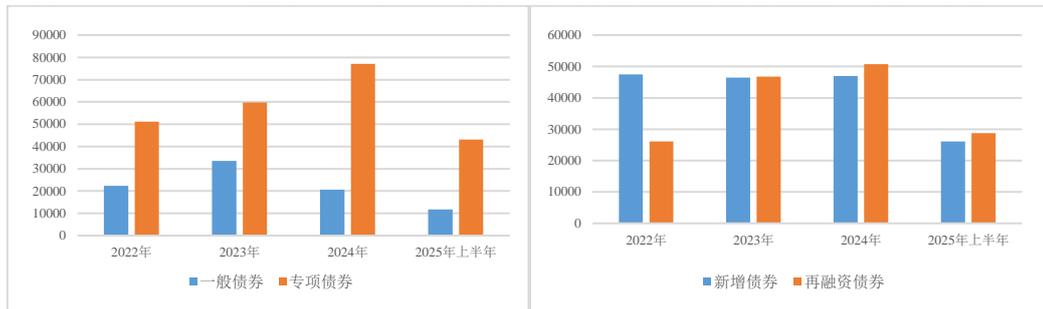
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2024 年 1—6 月	2025 年 1—6 月
发行支数	1134	930	1093	1848	1991	2145	2174	2030	776	1086
发行金额	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	97760.88	34928.01	54901.55
其中：										
一般债券	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	20655.90	10442.82	11792.97
专项债券	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	77104.98	24485.19	43108.58
其中：										
新增债券	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	47018.48	18258.69	26126.70
置换债券	27683.00	13130.35	1579.23	--	--	--	--	--	--	--
再融资债券	--	6816.79	11484.29	18913.27	31189.21	26109.53	46803.07	50742.40	16669.32	28774.86
其中：										
公募发行	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	97760.88	34928.01	54901.55
定向发行	10855.92	4141.20	--	--	--	--	--	--	--	--
其中：										
3 年期	7988.57	6346.37	2058.94	1305.84	3347.61	4267.03	5804.59	2719.29	1316.49	966.79
5 年期	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	9086.26	4693.26	2994.47
7 年期	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	13767.63	6757.65	8537.05
10 年期	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	30032.46	10342.49	13672.57
15 年期	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	10515.67	3137.39	6024.81
20 年期	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	13476.48	3926.02	10497.76
30 年期	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	17758.21	4649.03	11886.79

注：1. 以上数据不含部分省份发行的境外债；2. 1 年期及 2 年期地方政府债券发行规模较小，未在上表中列示；3. 尾差系四舍五入所致，下同；4. “--”表示当期未发行该类型政府债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2025 年上半年，受化债政策推进影响，地方债发行节奏明显加快。2025 年上半年，地方政府债券发行规模较上年同期增长 57.18%，各地落实化解地方政府隐性债务风险方案，2 万亿元置换隐债专项债已发行 1.80 万亿元，在上半年地方债券发行总额中占比为 32.71%，带动地方债发行规模及节奏明显提升。

图 1 2022—2024 年及 2025 年 1—6 月全国地方政府债券发行概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

表 3 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—6 月
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	3623.36	11.96%	6988.57	24.81%	6434.93	22.62%	3844.50	16.10%	5575.66
2	557.24		5070.95		5761.38		5599.61		13057.30
3	4770.51		6186.67		8900.42		6294.50		9788.03
4	7758.23	32.69%	2842.06	46.57%	6728.49	24.22%	3439.10	19.63%	6932.91
5	8753.43		12076.71		7553.54		9035.95		7794.43
6	7948.68		19336.61		8302.28		6714.35		11753.22
7	6567.76	30.40%	4063.09	14.93%	6191.36	28.93%	7108.30	32.68%	--
8	8797.28		3909.42		13089.39		11996.23		--
9	7378.44		3010.84		7701.07		12843.23		--
10	8688.60	24.95%	6687.32	13.69%	13962.85	24.23%	6831.33	31.59%	--
11	6803.81		2468.94		6672.09		13141.09		--
12	3178.97		914.60		1955.87		10912.70		--
合计	74826.30	100.00%	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	97760.88	100.00%	54901.55

注：“--”表示数据不适用

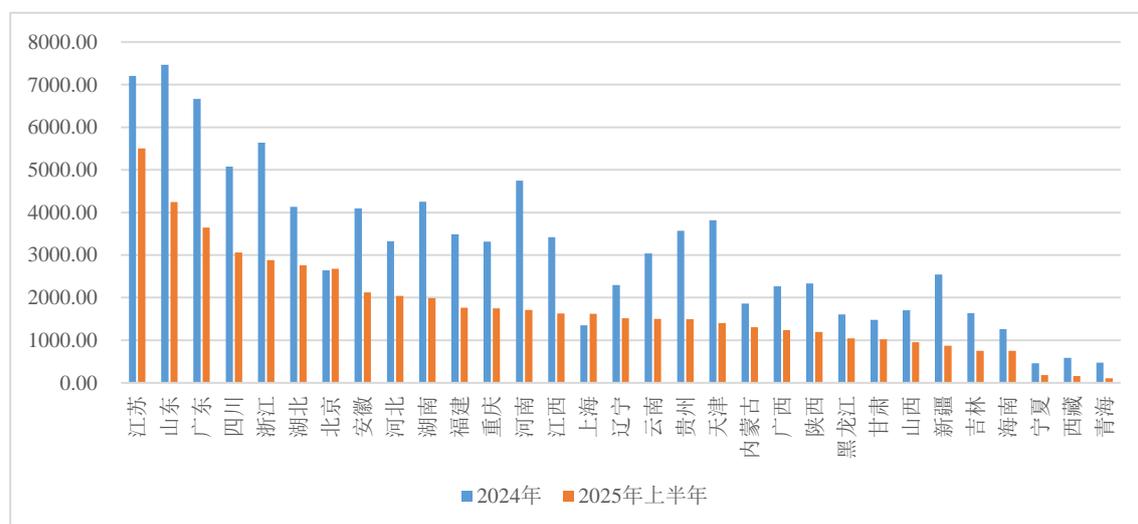
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2025 年上半年，10 年期及以上地方政府债券发行占比大幅增长，地方债加权平均发行期限为 15.88 年，长期债券发行呈扩张态势。2025 年上半年，10 年期以上（含 10 年）地方政府债券发行占比为 76.65%，较上年同期上升 13.51 个百分点。从整体发行期限看，2022—2024 年及 2025 年上半年，地方债加权平均发行期限分别为 13.23 年、12.39 年、14.43 年和 15.88 年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为 7.93 年、7.38 年、8.43 年和 8.83 年；专项债券的加权平均发行期限分别为 15.54 年、15.20 年、16.04 年和 17.81 年。

2025 年上半年，广东、福建等经济活跃区域为新增债券发行主力，重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。2025 年上半年，全国各省级行政区及 5 个计划单列市均有地方政府债券发行，但各省市发行规模仍呈现明显分

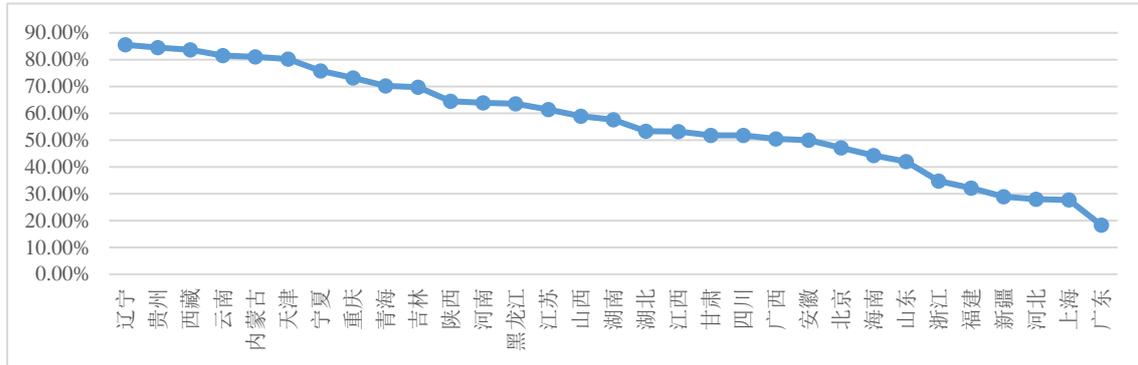
化。整体看，地方政府债券发行规模前3名的地区为江苏、山东和广东，其发行规模均超3600亿元，分别相当于对应省份2024年全年的76.33%、56.83%和54.70%，“35号文”界定的12个重点省份发债规模在全国各省份中位于中下水平。从结构看，广东、福建、浙江和上海新增债券发行占比分别为75.42%、63.11%、58.29%和58.04%，排名前4，经济活跃区域为新增债券发行主力；12个重点省份新增专项债券占比均未超过各自发行金额的36%，辽宁、贵州、西藏、云南、内蒙古、天津、宁夏、重庆及青海再融资债券发行规模占各自发行规模比重均超过70.00%，其中8个省份为重点化债区域。整体看，重点化债区域地方债券发行目标更倾向于借新还旧，债务风险相对可控，项目准备成熟的财政大省则更多地承担起政府投资任务。从净融资额来看，2025年上半年，江苏、山东和广东净融资额超3200亿元，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

图2 2024年及2025年1-6月各省（市、自治区）地方政府债券发行规模对比
(单位：亿元)



注：1. 5个计划单列市纳入所在省份统计；2. 上图按2025年1-6月发行规模由高到低排序
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 2025年1-6月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况



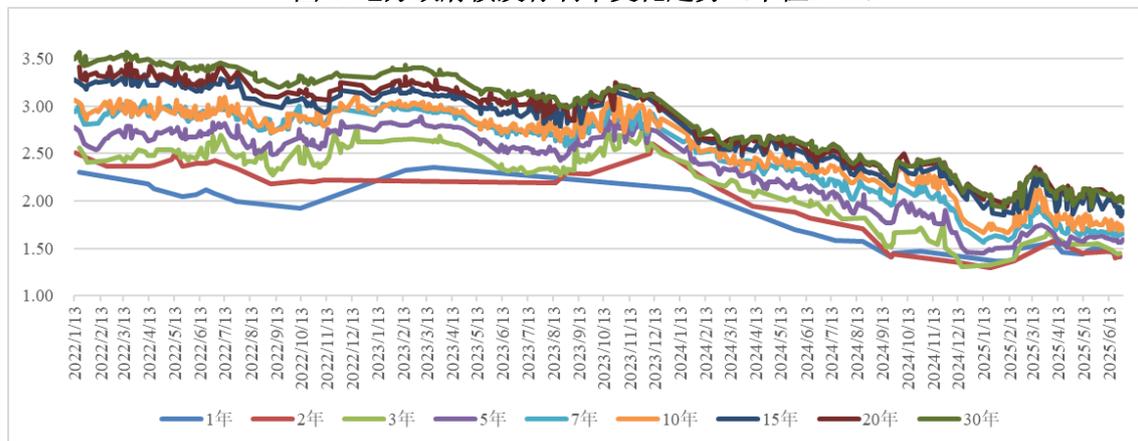
注：5个计划单列市纳入所在省份统计
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 利率与利差分析

受央行暂停国债买入操作影响，2025年2月地方债平均发行利率小幅回升；2025年第二季度，地方债平均发行利率有所下行。

2023年11月至2024年9月底前，受央行降息及债市“资产荒”导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降至历史低位。2024年10月，受资金面偏紧、多项稳增长政策集中出台拉动国债收益率反弹及宏观逆周期调节政策力度加大影响，地方债利率发行普遍小幅回升；2024年11月—2025年1月，地方政府债券平均发行利率保持下行；2025年2月，受央行暂停国债买入操作，流动性投放规模缩减影响，地方债发行利率小幅回升；2025年第二季度，地方政府债券平均发行利率有所下行。2025年第一、二季度地方政府债券平均发行利率分别为1.94%和1.85%，其中一般债券平均发行利率分别为1.78%和1.72%，专项债券平均发行利率分别为1.98%和1.88%。

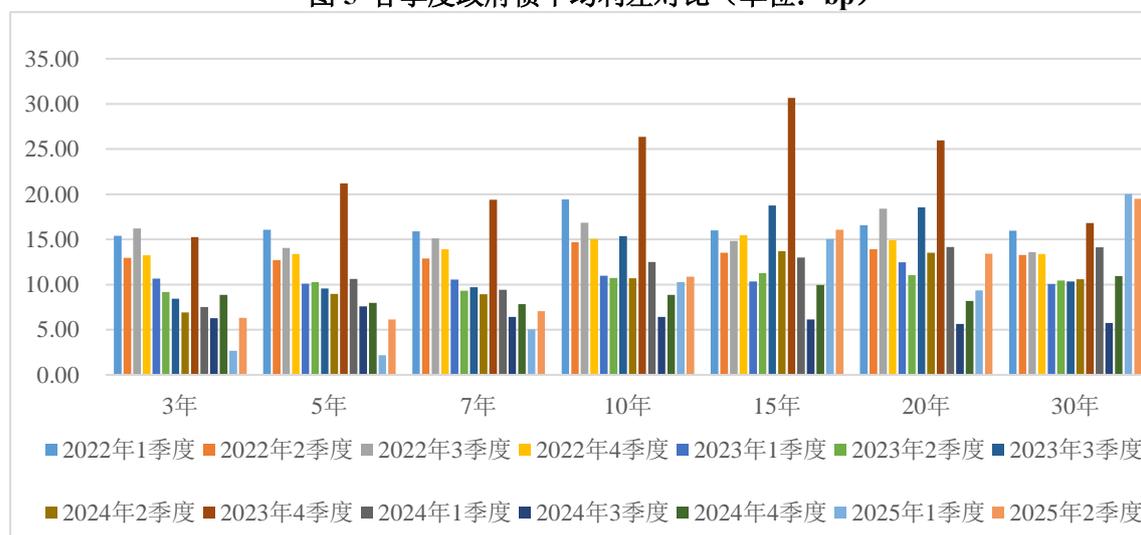
图4 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

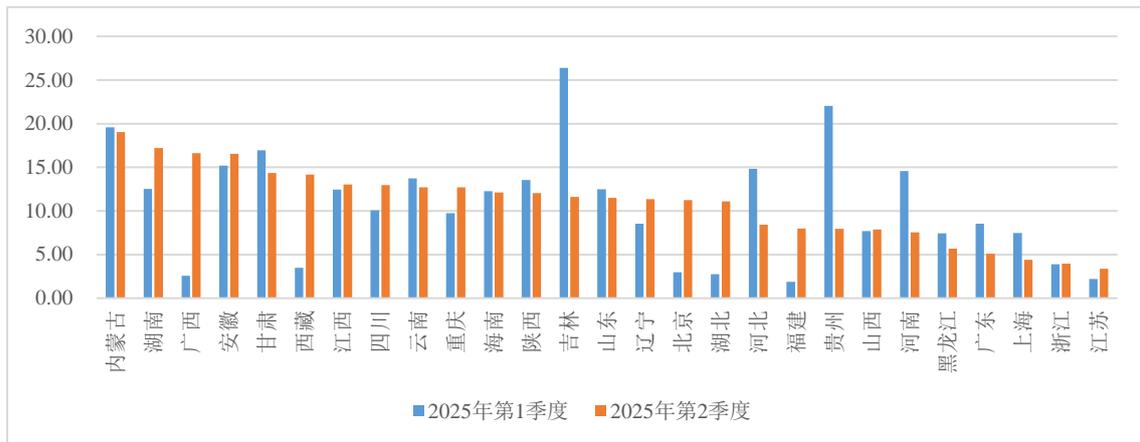
2025 年第一、二季度利差均环比走阔，省份之间利差走势分化明显。2024 年前三季度地方债平均利差持续收窄，分别为 11.76bp、10.76bp 和 6.26bp，三季度同比及环比收窄明显，利差处于历史低位，2024 年第四季度，受宏观政策影响，地方债平均利差环比走阔至 9.05bp。2025 年一季度及二季度，平均利差环比继续走阔至 11.28bp 和 12.01bp。各省份发行利差方面，以发行数量最大的 10 年期地方债为样本，2025 年第二季度平均发行利差最高的省份为内蒙（19.02bp），其次是湖南（17.22bp）、广西（16.63bp）、安徽（16.56bp），在 12bp~15bp 区间的是甘肃、西藏、江西、四川、云南、重庆、海南、陕西，其余省份均不超过 12bp；利差从高到低排序，位居后 3 位的省市分别是江苏、浙江和上海，均不超过 3bp。从各省份利差环比变动情况来看，2025 年第二季度，利差环比提升最明显的是广西（提升 14.05bp），收窄最明显的是吉林（收窄 14.79bp），此外海南、内蒙古、山东、云南、陕西、黑龙江、甘肃、上海、广东、河北、河南及贵州平均利差环比均有所下降，省份之间利差走势分化明显。

图 5 各季度政府债平均利差对比（单位：bp）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 6 2025 年上半年各省（市、自治区）10 年期政府债平均利差对比（单位：bp）



注：部分省份个别季度未发行10年期政府债券，对应期间利差情况未在上图列示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

表4 各省（市、自治区）10年期政府债券分季度平均利差

(单位: bp)

省份	2024年				2025年	
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度
重庆	11.66	10.81	5.46	6.52	9.74	12.69
浙江	7.14	5.41	6.56	4.33	3.88	3.94
云南	6.74	15.80	5.94	14.18	13.73	12.72
新疆	12.49	12.09	7.81	9.04	--	13.20
西藏	--	--	5.72	11.47	3.49	14.16
天津	19.31	15.56	2.86	17.73	--	16.28
四川	11.82	10.55	7.77	8.28	10.07	12.98
上海	--	3.95	6.98	6.24	7.48	4.38
陕西	12.24	6.96	11.07	3.83	13.56	12.06
山西	--	10.16	8.68	--	7.68	7.87
山东	12.53	10.70	6.20	9.26	12.49	11.49
青海	--	11.63	8.18	15.06	27.49	--
宁夏	--	10.72	9.60	8.72	--	21.78
内蒙古	18.21	19.96	5.10	9.84	19.57	19.02
辽宁	11.71	8.58	6.05	6.26	8.52	11.36
江西	17.43	13.62	8.80	11.18	12.44	13.04
江苏	7.52	6.06	6.30	8.94	2.20	3.39
吉林	--	10.32	10.17	5.27	26.38	11.59
湖南	21.99	10.70	3.60	12.66	12.53	17.22
湖北	15.15	7.95	4.31	--	2.75	11.08
黑龙江	--	13.42	7.13	8.17	7.45	5.68
河南	12.98	12.75	6.54	9.60	14.58	7.55
河北	15.32	10.34	6.50	9.67	14.83	8.43
海南	16.92	10.37	4.51	13.04	12.25	12.12

贵州	22.01	16.51	4.15	12.96	22.04	7.96
广西	14.42	18.23	4.14	7.39	2.58	16.63
广东	11.15	7.60	3.58	3.10	8.55	5.09
甘肃	--	--	6.19	15.12	16.93	14.36
福建	6.51	7.39	5.29	5.32	1.86	7.99
北京	9.25	5.93	4.05	5.82	2.99	11.24
安徽	11.42	11.42	5.83	9.58	15.19	16.56

注：“--”代表该省份当期未发行10年期政府债，无法获取利差数据
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

3. 地方政府专项债券投向领域

2025 年上半年，专项债募集资金投向中基建领域仍是主要发力点，多省市重启土地储备专项债券发行。

2025 年上半年，专项债募集资金前三大投向为交通基础设施建设、城乡发展及铁路轨道，用于上述三大投向的发行金额占比合计达 48.43%；用于支持中小银行的专项债未发行；单一用于回收闲置土地项目的土地储备专项债券于今年重启，截至 2025 年 6 月底，北京市、广东省、四川省、湖南省、福建省、浙江省、安徽省及厦门市（计划单列市）均有发行，发行金额占比为 6.80%。

表 5 专项债主要资金用途及占比（单位：亿元）

项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—6 月	
	金额	占比 (%)						
棚改	2191.24	11.70	2213.36	11.66	1923.31	9.75	1348.21	8.63
城乡发展	2774.72	14.82	3506.67	18.47	3017.82	15.30	2809.90	17.99
城市基础设施	4062.32	21.70	2544.65	13.40	2237.87	11.35	1237.92	7.93
水利环保	2607.18	13.93	3070.48	16.17	1387.12	7.03	513.93	3.29
收费公路	1252.6	6.69	1413.44	7.44	830.62	4.21	761.49	4.88
产业园区	3408.76	18.21	1559.91	8.22	548.86	2.78	696.90	4.46
民生事业	340.24	1.82	326.95	1.72	516.87	2.62	1283.93	8.22
交通基础设施	821.18	4.39	564.39	2.97	5358.78	27.18	2965.76	18.99
教育医疗	7.5	0.04	741.16	3.90	1535.99	7.79	642.31	4.11
铁路轨道	73.2	0.39	295.14	1.55	1870.06	9.48	1788.51	11.45
文旅	0	0.00	372.81	1.96	69.31	0.35	112.32	0.72
乡村振兴	295.97	1.58	94.99	0.50	239.70	1.22	18.63	0.12
旧改保障房	256.21	1.37	99.34	0.52	121.74	0.62	375.79	2.41
支持中小银行	630	3.37	2182.8	11.50	60.20	0.31	0.00	0.00
土地储备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1062.29	6.80
合计	18721.12	100.00	18986.09	100.00	19718.25	100.00	15617.90	100.00

注：表中合计数与当年新增专项债发行总额间的差异主要系部分专项债募投资金涉及多用途，不便统计

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、地方政府债券未来展望

三季度发行节奏预计与一、二季度变动不大。2025 年上半年，地方政府债券发行总额较上年同期增长 57.18%，发行规模创同期历史新高。从发行节奏看，第一、二季度地方政府债券发行规模分别为 2.84 万亿元和 2.65 万亿元，其中 2025 年上半年新增专项债券发行 2.16 万亿元，占 2025 年新增专项债券限额的 49.09%；置换隐债专项债券发行 1.80 万亿元，完成今年 2 万亿元限额的 90%。各省市第三季度计划发行地方政府债券 2.73 万亿元，其中计划发行新增专项债 1.49 万亿元。从发行空间上限测算，2025 年，全国地方政府债务限额 57.99 亿元（一般债务限额 18.07 万亿元、专项债务限额 39.92 万亿元）；截至 2025 年 6 月底，全国地方政府债务余额 51.75 万亿元（一般债务 17.01 万亿元，专项债务 34.74 万亿元），扣除掉 2026 年的 2 万亿元隐债置换额度外，7—12 月地方政府债务理论新增空间上限为 4.24 万亿元。整体看，三季度地方政府债券发行节奏预计与上半年变动不大。

积极的财政政策将加快落地，下半年建设项目加速或将带动社会投资。

2025 年 3 月 5 日，国务院《政府工作报告》提出实施更加积极的财政政策，今年预算赤字率首次上升至 4% 左右、较上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、较去年增加 1.6 万亿元。过去十年我国财政赤字率一直在 2.3% 至 3.8% 之间波动，赤字率的突破释放中央加强逆周期调节的重要信号，对于稳定经济增长及提振市场信心非常关键；同时今年新增赤字的 95% 为中央承担，中央赤字规模及占比均大幅增加，将持续助力央地债务结构优化，有利于减轻地方发展包袱，激发地方活力，更好的发挥统筹调控职能。新增地方债方面，2025 年《政府工作报告》提出 2025 年地方新增专项债安排 4.40 万亿元，较去年增加 0.50 万亿元，有助于满足稳增长、稳投资需求。财政支出方面，计划 2025 年全国一般公共预算支出规模比上年度增加 1.2 万亿元，同时提出大力提振消费、提高投资效益、深化财税金融体制改革等多种政策导向。2025 年 6 月，《国务院关于 2024 年中央决算的报告》提出用好用足更加积极的财政政策，根据形势变化及时推出增量储备政策，加快政策落地，发挥财政资金引导和带动效应；同月，全国

人大财政经济委员会也提出落实好更加积极的财政政策，确保政策实施更加有效。2025年7月19日，雅鲁藏布江下游水电工程（总投资约1.2万亿元）开工仪式在西藏自治区林芝市举行，2025年上半年较为集中的化债项目和下半年较为集中的建设项目可能整体镜像分布，二季度超长期国债资金、政策性金融工具先后落地陆续形成带动。

短期看，未来地方政府债券发行利率下降空间受限，且存在阶段性波动可能性。2024年12月至2025年初，受降息预期影响，债券市场收益率过快下行。为此，2025年一季度央行暂停开展公开市场国债买入操作，并适度收紧流动性投放。经过调整，债券市场利率逐步回升至合理水平，为下一步政策利率调整奠定了基础。2025年以来，在关税政策的外部冲击下，货币政策延续适度宽松基调，4月25日中央政治局会议提出“适时降准降息，保持流动性充裕”，5月7日央行宣布下调政策利率0.1个百分点、下调存款准备金率0.5个百分点。2025年第二季度，地方债平均发行利率保持下行，并跌破2%，短期看，未来地方政府债券发行利率下降空间受限，同时后续股市行情震荡调整、财政持续发力与地方政府债供给放量可能从资金层面对短端利率形成扰动，存在阶段性波动可能性。

地方化债思路在保持严监管的同时，向“防风险、促发展并重”转变，未来化债资源及地方投融资空间或将进一步分化。地方政府债务管理仍将保持严监管态势，2025年《政府工作报告》继续指出要完善政府债务管理制度，坚决遏制违规举债冲动，同时2025年以来财政部多次强调，对新增隐性债务将持续保持“零容忍”的高压监管态势。要坚定不移严防新增隐性债务，推动隐性债务“清仓见底”，加快融资平台改革转型，促进可持续发展。2025年6月，全国人大财政经济委员会提出加强地方政府专项债穿透式监管，坚决遏制新增隐性债务。与此同时，随着2024年及2025年上半年再融资置换债券的大规模发行，地方偿债风险已得到缓释，支持内需的空间扩大，2025年《政府工作报告》提出“坚持在发展中化债、在化债中发展”的思路，体现了地方化债工作由以往的“防风险”向“防风险、促发展并重”转变。2025年6月，《国务院关于2024年中央决算的报告》提出突出发展质量，加强对教育、科技的支持，统筹运用专项资金、税收优惠、政府采购等政策，推动传统产业改造提升、新兴产

业和未来产业培育壮大，同时，积极推进乡村全面振兴和新型城镇化建设，提高城乡融合、区域协调发展水平。同月，全国人大财政经济委员会提出进一步优化预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等资金投向，超长期特别国债应更加聚焦重点领域和关键环节。随着 2025 年 3 月起“退重点省份”启动及政策导向下地方融资平台市场化转型进程的加快，未来各省份的化债资源及投融资空间或将进一步分化。