



发行规模创新高 化债步入新阶段

——2025年地方政府债券市场回顾及展望

2025.12



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

发行规模创新高 化债步入新阶段

——2025年地方政府债券市场回顾及展望

联合资信公用评级二部 张建飞 翟瑞

2025年1—11月，地方政府债券累计发行10.01万亿元，较上年同期增长15.22%，发行规模创同期历史新高，其中新增专项债发行规模创近五年新高；重点省份政府债发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。2025年1—11月，地方债平均发行利率波动上升。投向方面，专项债募集资金投向中基建领域仍是主要发力点，多地市重启土地储备专项债券发行。预计2026年地方债将靠前发行、节奏加快，债券市场利率将低位震荡；未来仍将坚持在发展中化债、在化债中发展，政府债务管理统一的长效监管机制预计将加快构建，融资平台经营性债务风险化解或将接棒下一阶段化债重心。

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，优化专项债投资方向；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，加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制；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，加快债券发行及使用，继续规范并推动土储专项债工作，优化专项债投资方向。

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。根据中央经济工作会议部署，明年我国继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量。

在债券发行和使用方面，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。10 月 14 日，2025 年预算安排的 1.3 万亿元超长期特别国债发行计划圆满收官。同月，财政部宣布提前下达 2026 年新增地方政府债务限额，下达时点较往年更为提前；并从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元，除用于补充地方政府综合财力、支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资，更好发挥经济大省挑大梁作用，体现了更为积极的财政政策。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。中央经济工作会议提出优化地方政府专项债券用途管理；财政部明确要统筹用好专项债券、超长期特别国债等资金，优化政府投资方向，鼓励吸引民间资本参与重大项目建设，推动扩大有效投资。

二是坚持在发展中化债、在化债中发展，隐性债务置换政策加快推进，动态调整债务高风险地区名单，构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制。

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；同时，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债，两项政策累计直接增加地方化债资源10万亿元。隐债置换工作加快推进，极大地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。根据财政部数据，“一揽子化债”推进以来，我国地方政府隐性债务规模已由2023年末的14.3万亿元下降至2024年末的10.5万亿元；各地置换以后，债务平均利息成本降低超过2.5个百分点，节约利息支出超过4500亿元。融资平台债务风险化解方面，中国人民银行行长潘功胜指出，截至2025年9月末，全国融资平台数量和经营性金融债务存量较2023年3月分别下降71%、62%，风险明显缓释。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。内蒙古自治区于2025年7月宣布“要巩固退出地方债务重点省份成果”，意味着其已成为12个债务高风险省份中首个公开实现退出的地区，宁夏、吉林等地亦在积极申请或推进退出工作。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12月，财政部明确将进一步落实好一揽子化债方案，做好地方政府存量隐性债务置换工作；优化债务结构，加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制。

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。2025年12月，财政部提出，要切实防范化解地方政府债务风险，持续用力防范化解地方政府债务风险；加快推进地方融资平台改革转型，严禁新设或异化产生各类融资平台。

表1 2025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
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。
2025/9/10	国务院	《国务院关于2024年度政府债务管理情况的报告》	截至2024年末，全国政府债务余额92.6万亿元（含法定债务和隐性债务）。其中，国债余额34.6万亿元，地方政府法定债务余额47.5万亿元，地方政府隐性债务余额10.5万亿元。经过各方共同努力，2024年政府债务管理工作取得积极成效，债务管理制度机制进一步健全，地方政府债务风险明显缓释，财政运行链条更加畅通，市场预期总体持续改善，为促进我国经济行稳致远提供了重要支撑。
2025/10/17	财政部	2025年前三季度财政收支情况新闻发布会	中央财政从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方，除用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资，更好发挥经济大省挑大梁作用。

2025/10/23	中国共产党第二十届中央委员会	中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议	宏观政策要持续发力、适时加力，落实好企业帮扶政策，深入实施提振消费专项行动，兜牢基层“三保”底线， 积极稳妥化解地方政府债务风险。
2025/10/23	中国共产党第二十届中央委员会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》	发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性。 加强财政科学管理，加强财政资源和预算统筹，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障。 深化零基预算改革 ，统一预算分配权，优化财政支出结构，加强预算绩效管理。完善地方税、直接税体系，健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策，规范税收优惠政策，保持合理的宏观税负水平。 适当加强中央事权、提高中央财政支出比重。 增加地方自主财力。加强财会监督。 加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制。
2025/12/02	财政部	《蓝佛安：发挥积极财政政策作用（学习贯彻党的二十届四中全会精神）》	坚持财政政策民生导向 ，推动更多资金资源投资于人、服务民生。 财政资金向公共领域聚焦 ，向外溢性强、社会效益高的方面倾斜，弥补市场失灵，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。 切实防范化解地方政府债务风险 ，推动财政可持续发展。坚持在发展中化债、在化债中发展，持续用力防范化解地方政府债务风险。 进一步落实好一揽子化债方案，做好地方政府存量隐性债务置换工作。 将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，推动建立统一的地方政府债务长效监管制度，对违规举债、虚假化债等行为严肃追责问责，防止前清后欠。 加快推进地方融资平台改革转型，严禁新设或异化产生各类融资平台。
2025/12/11	国务院	中央经济工作会议	继续实施 更加积极的财政政策 ，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量；重视解决地方财政困难，兜牢基层“三保”底线；继续实施 适度宽松的货币政策 ，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域；推动投资止跌回稳， 优化地方政府专项债券用途管理 ；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。
2025/12/24	中国人民银行	中国人民银行货币政策委员会 2025 年第四季度例会	继续实施 适度宽松的货币政策 ，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升；保持流动性充裕，促进社会综合融资成本低位运行。有效落实各类结构性货币政策工具，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策前瞻性针对性协同性，着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量。

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1—11月地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2025年1—11月，财政政策明显加力，地方债发行规模创同期历史新高，延续专项债为主的融资结构，其中新增专项债发行规模创近五年新高，再融资债券发行提速。2025年1—11月，地方政府债券累计发行2280支，金额合计10.01万亿元，相当于2024年全年的102.36%，发行规模较上年同期增长15.22%，创历史同期发行规模新高。从资金用途看，2025年1—11月新发行地方政府债券中专项债券占75.00%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。从发行券种看，新增债券发行5.19万亿元，同比增长11.42%；其中，新增专项债券发行4.46万亿元，规模创近五年同期最高水平。2025年1—11月，再融资债券

发行 4.82 万亿元，同比增长 19.60%，其中用于置换隐债的特殊再融资专项债券发行 2.23 万亿元（占同期再融资债券发行规模的 46.26%）。从净融资额来看，2025 年 1—11 月地方政府债券总偿还金额为 28955.11 亿元（其中到期偿还金额为 28714.64 亿元，提前兑付金额为 240.47 亿元），净融资额为 71108.39 亿元，较上年同期（57499.17 亿元）增长 23.67%，反映财政政策明显加力。

表 2 2017—2024 年及 2025 年 1—11 月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—11 月	2025 年 1—11 月
发行支数	1134	930	1093	1848	1991	2145	2174	2030	1900	2280
发行金额	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	97760.88	86848.18	100063.50
其中： 一般债券	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	20655.90	19832.80	25013.40
专项债券	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	77104.98	67015.39	75050.10
其中： 新增债券	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	47018.48	46565.38	51884.37
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	40282.81	48179.13
其中： 公募发行	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	97760.88	86848.18	100063.50
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	2636.07	1772.83
5 年期	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	9086.26	8384.48	6791.28
7 年期	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	13767.63	12849.60	15431.68
10 年期	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	30032.46	28687.87	27080.58
15 年期	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	10515.67	8648.74	10249.76
20 年期	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	13476.48	10484.76	16092.33
30 年期	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	17758.21	14796.36	21864.76

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. “--”表示当期末发行该类型政府债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2022—2024 年及 2025 年 1—11 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

2025 年 1—11 月地方债发行规模超过 2024 年全年，发行节奏加速。2025 年 1—11 月，地方政府债券发行规模已超过 2024 年全年规模，受化债政策推进影

响，地方债发行节奏明显加快。从发行节奏看，第一、二、三季度地方政府债券发行规模分别为 2.84 万亿元、2.65 万亿元和 3.04 万亿元，发行规模波动上升。2025 年 10 月，受国庆假期等因素影响，地方政府债券发行规模相对较小，11 月发行规模明显回升。

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—11 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%	12134.93
8	8797.28		3909.42		13089.39		11996.23		9776.38
9	7378.44		3010.84		7701.07		12843.23		8519.07
10	8688.60	24.95%	6687.32	13.69%	13962.85	24.23%	6831.33	31.59%	5604.65
11	6803.81		2468.94		6672.09		13141.09		9126.91
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%	100063.50

注：“—”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

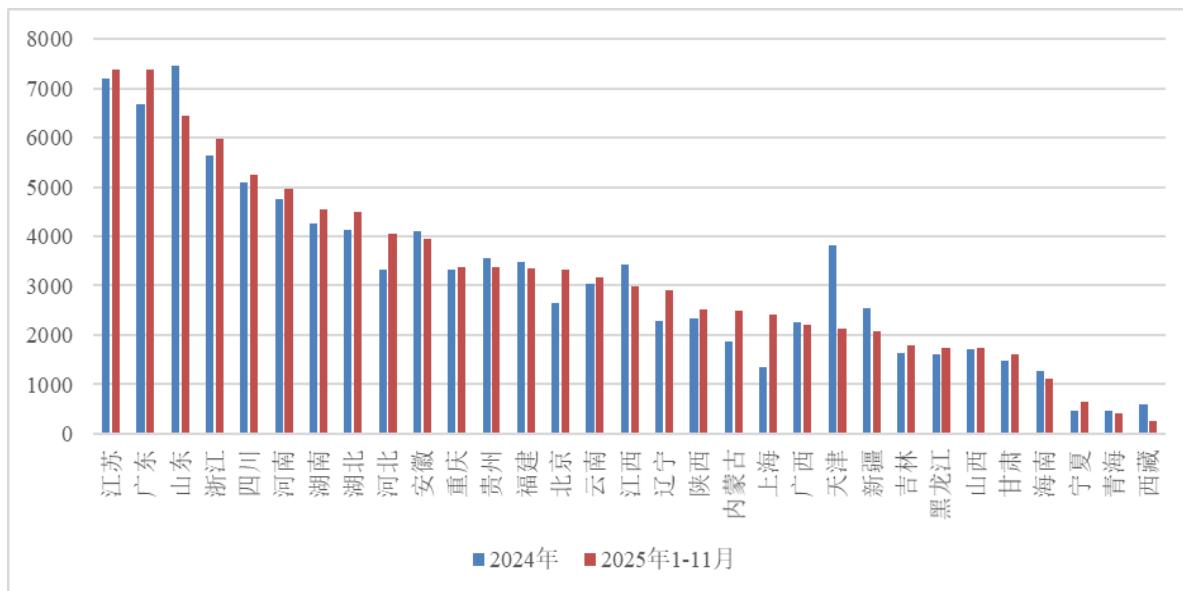
2025 年 1—11 月，10 年期及以上地方政府债券发行占比同比有所增长，地方债加权平均发行期限为 15.50 年，长期债券发行呈扩张态势。2025 年 1—11 月，10 年期以上（含 10 年）地方政府债券发行占比为 75.24%，较上年同期上升 3.14 个百分点。从整体发行期限看，2022—2024 年及 2025 年 1—11 月，地方债加权平均发行期限分别为 13.23 年、12.39 年、14.43 年和 15.50 年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为 7.93 年、7.38 年、8.43 年和 8.86 年；专项债券的加权平均发行期限分别为 15.54 年、15.20 年、16.04 年和 17.71 年。

2025 年 1—11 月，经济活跃区域及“自审自发”试点区域为新增专项债券发行主力，重点省份地方债发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。2025 年 1—11 月，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、广东和山东，其发行规模均超 6400 亿元，分别相当于对应省份 2024

年全年的 102.58%、95.65% 和 71.71%， “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游水平。广东、山东、浙江、江苏和四川新增专项债券发行规模排名前 5，合计发行规模占全国新增专项债发行规模的 41.5%，上述省份均为“自审自发”试点区域，且经济活跃；经济活跃区域及“自审自发”试点区域为新增专项债券发行主力。2025 年 1—11 月，贵州、内蒙古、辽宁、天津、云南及湖南再融资债券发行占比均超过 60.00%，以上 6 省份，除湖南外，其余均为重点化债区域；重点省份中，除吉林外，其他 11 个重点省份再融资债券发行占比均在 50.00% 以上；12 个重点省份中除重庆和吉林当期新增专项债券占比超过 44.00%，其余省份当期新增专项债券占比均低于全国平均值（44.54%）。整体看，重点省份发债仍以再融资为主要目标，化债持续推进。从净融资额来看，2025 年 1—11 月，江苏、广东和山东净融资额超 5000 亿元，浙江、四川、河南、湖北和湖南净融资额超 3000 亿元，宁夏、西藏和青海净融资额不足 500 亿，其余省份净融资额在 500~3000 亿之间，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

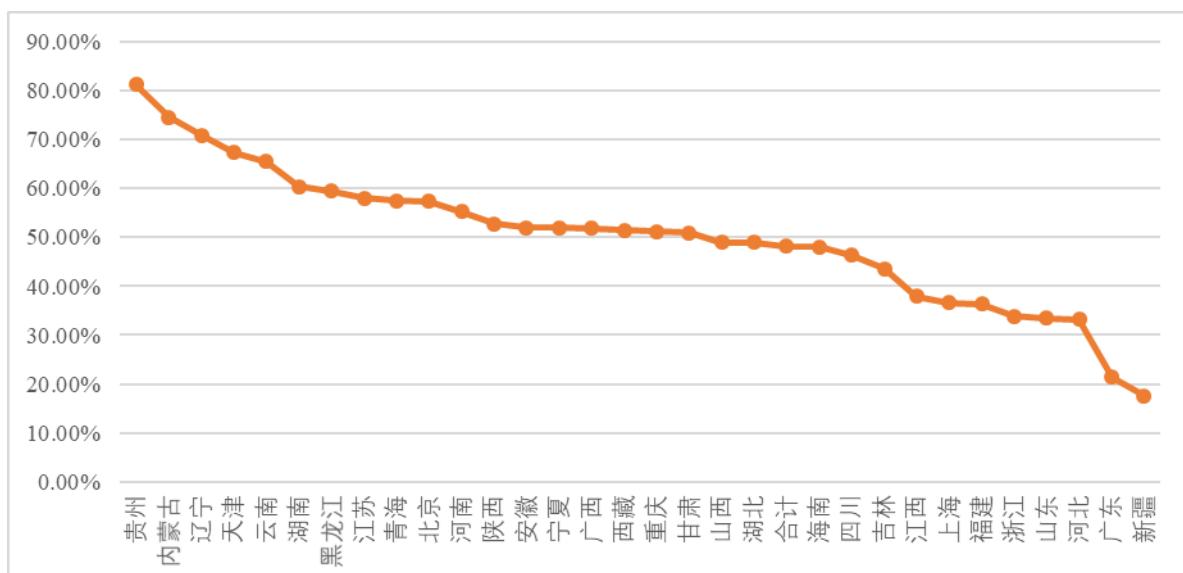
重点省份以及存量隐性债务规模较大省份特殊再融资债券发行规模较高。特殊再融资债券方面，2023 年 10 月重点省份启动特殊再融资置换以来，截至 2025 年 11 月底，全国特殊再融资债券发行总额累计 6.12 万亿元。从重点省份看，12 个重点省份累计发行特殊再融资债券规模达到 2.61 万亿元，占比超过 40%。具体来看，发行规模前五大省市分别为江苏省（6143.00 亿元）、贵州省（5466.00 亿元）、湖南省（3948.00 亿元）、天津市（3393.00 亿元）和云南省（3118.00 亿元），上述省市特殊再融资发行规模为 2.21 万亿元，存量隐性债务规模较大的江苏省、湖南省、贵州省等地发行规模较高。

图 2 2024 年及 2025 年 1—11 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—11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—11 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

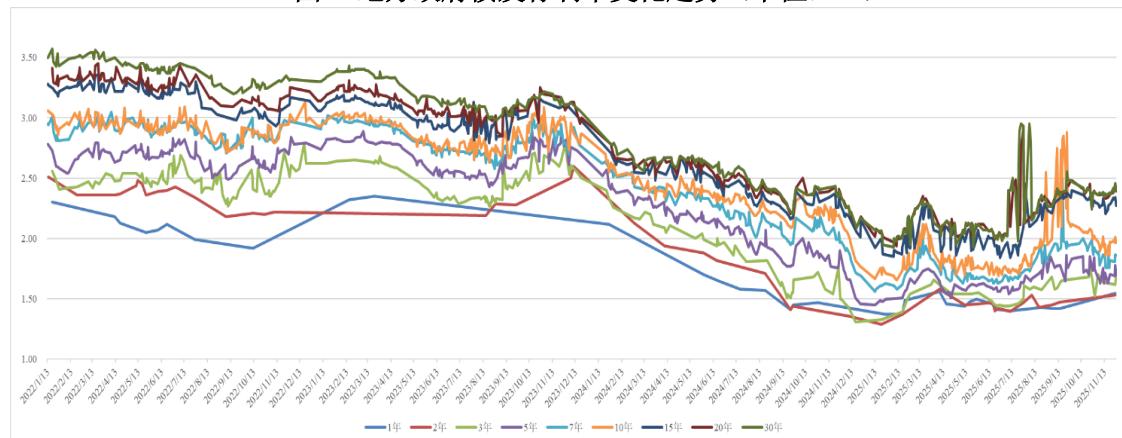
2. 利率与利差分析

2025 年 1—11 月，地方债平均发行利率波动上升，受市场对年末资金面预期谨慎等因素影响，10 月及 11 月平均发行利率有所翘尾。

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。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年第三季度，在基本面、股债跷跷板及公募基金费率新政推出等因素综合影响下，地方政府债券平均发行利率有所回升。2025年1—11月，地方政府债券平均发行利率波动上升，其中第一、二、三季度地方政府债券平均发行利率分别为1.94%、1.85%和2.01%；10月及11份地方政府债券平均发行利率为2.10%，平均发行利率进一步上升，翘尾或主要受市场对年末资金面预期谨慎等因素影响。

图4 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



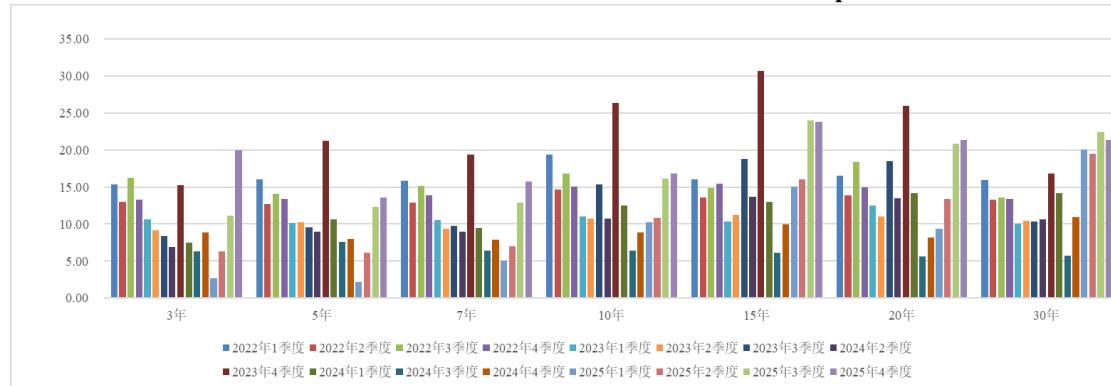
资料来源：联合资信根据Wind整理

2025年1—11月地方债平均利差持续走阔，省份之间利差延续分化走势。

2025年前三季度地方政府债券平均利差分别为11.28bp、12.01bp和17.75bp，10月及11月，地方债平均利差为18.81bp，环比继续走阔。各省份发行利差方面，以发行量最大的10年期地方债为样本，2025年10月及11月平均利差为16.81bp，较第三季度利差（16.17bp）环比走阔，其中，平均发行利差最高的省份为宁夏回族自治区（24.09bp），宁夏回族自治区、吉林省、内蒙古自治区、海南省、广西壮族自治区及河北省六地利差处于20bp以上，辽宁省、安徽省、江西省等19个地区利差在10bp~20bp。从各省份利差环比变动情况来看，2025年10月及11月，贵州省、湖南省、内蒙古自治区、山东省、上海市、新疆维吾尔自治区、

云南省及浙江省等地平均利差环比有所下降，其余省份平均利差环比上升，其中贵州省平均发行利差环比下降最多（9.21bp），北京市平均发行利差环比上升最多（12.5bp），主要受发行债券品种因素影响；省份之间利差延续分化走势。

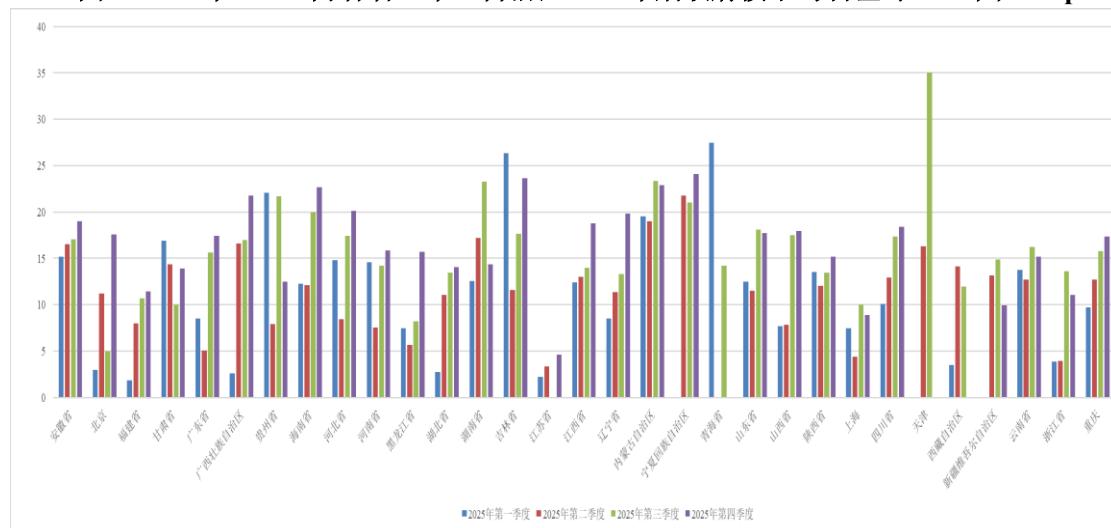
图 5 各季度政府债平均利差对比（单位：bp）



注：2025年第四季度数据未统计2025年12月发行情况

资料来源：联合资信根据Wind整理

图 6 2025 年 1—11 月各省（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；2025年第四季度数据未统计2025年12月发行情况

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	三季度	四季度
安徽省	11.42	11.42	5.83	9.58	15.19	16.56	17.08	19.01
北京	9.25	5.93	4.05	5.82	2.99	11.24	5.00	17.56
重庆	11.66	10.81	5.46	6.52	9.74	12.69	15.75	17.38
福建省	6.51	7.39	5.29	5.32	1.86	7.99	10.67	11.44
甘肃省			6.19	15.12	16.93	14.36	10.00	13.88

广东省	11.15	7.60	3.58	3.10	8.55	5.09	15.65	17.45
广西壮族自治区	14.42	18.23	4.14	7.39	2.58	16.63	17.00	21.77
贵州省	22.01	16.51	4.15	12.96	22.04	7.96	21.67	12.46
海南省	16.92	10.37	4.51	13.04	12.25	12.12	20.00	22.69
河北省	15.32	10.34	6.50	9.67	14.83	8.43	17.44	20.13
河南省	12.98	12.75	6.54	9.60	14.58	7.55	14.25	15.82
黑龙江省		13.42	7.13	8.17	7.45	5.68	8.20	15.70
湖北省	15.15	7.95	4.31		2.75	11.08	13.50	14.04
湖南省	21.99	10.70	3.60	12.66	12.53	17.22	23.25	14.37
吉林省		10.32	10.17	5.27	26.38	11.59	17.67	23.64
江苏省	7.52	6.06	6.30	8.94	2.20	3.39		4.60
江西省	17.43	13.62	8.80	11.18	12.44	13.04	14.00	18.81
辽宁省	11.71	8.58	6.05	6.26	8.52	11.36	13.33	19.80
内蒙古自治区	18.21	19.96	5.10	9.84	19.57	19.02	23.33	22.89
宁夏回族自治区		10.72	9.60	8.72		21.78	21.00	24.09
青海省		11.63	8.18	15.06	27.49		14.20	
山东省	12.53	10.70	6.20	9.26	12.49	11.49	18.12	17.72
山西省		10.16	8.68		7.68	7.87	17.50	17.92
陕西省	12.24	6.96	11.07	3.83	13.56	12.06	13.50	15.22
上海		3.95	6.98	6.24	7.48	4.38	10.00	8.88
四川省	11.82	10.55	7.77	8.28	10.07	12.98	17.38	18.41
天津	19.31	15.56	2.86	17.73		16.28	35.00	
西藏自治区			5.72	11.47	3.49	14.16	12.00	
新疆维吾尔自治区	12.49	12.09	7.81	9.04		13.20	14.92	9.91
云南省	6.74	15.80	5.94	14.18	13.73	12.72	16.25	15.15
浙江省	7.14	5.41	6.56	4.33	3.88	3.94	13.64	11.06

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；2025 年第四季度数据未统计 2025 年 12 月发行情况

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 1—11 月，专项债募集资金投向中基建领域仍是主要发力点，多地重启土地储备专项债券发行，土地储备专项债券加速发行。

2025 年 1—11 月，专项债募集资金投向基建领域仍是主要发力点，专项债募集资金前五大投向为城市基础设施、交通基础设施建设及产业园区，用于上述三大投向的发行金额占比合计达 46.02%；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，2025 年 1—11 月土地储备专项债券发行合计 3905.41 亿元，其中 10 月、11 月发行占比超过 40%，呈加速发行态势。北京市、上海市、广东省、江苏省、四川省、湖南省、福建省、浙江省、山东省、安徽省、辽宁省、吉林省、黑龙江省、河北省、陕西省、江西省、广西壮族自

治区、新疆维吾尔自治区、重庆市、大连市（计划单列市）、宁波市（计划单列市）、深圳市（计划单列市）及厦门市（计划单列市）均有发行，发行金额占比为 10.45%。

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—11月	
	金额	占比 (%)						
棚改	2191.24	11.70	2213.36	11.66	1923.31	9.75	2221.83	5.94
城乡发展	2774.72	14.82	3506.67	18.47	3017.82	15.30	3154.62	8.44
城市基础设施	4062.32	21.70	2544.65	13.40	2237.87	11.35	8376.58	22.41
水利环保	2607.18	13.93	3070.48	16.17	1387.12	7.03	663.53	1.77
收费公路	1252.6	6.69	1413.44	7.44	830.62	4.21	763.99	2.04
产业园区	3408.76	18.21	1559.91	8.22	548.86	2.78	3960.31	10.59
民生事业	340.24	1.82	326.95	1.72	516.87	2.62	3549.18	9.49
交通基础设施	821.18	4.39	564.39	2.97	5358.78	27.18	4867.52	13.02
教育医疗	7.5	0.04	741.16	3.90	1535.99	7.79	1237.95	3.31
铁路轨道	73.2	0.39	295.14	1.55	1870.06	9.48	3848.18	10.29
文旅	--	--	372.81	1.96	69.31	0.35	161.06	0.43
乡村振兴	295.97	1.58	94.99	0.50	239.70	1.22	37.13	0.10
旧改保障房	256.21	1.37	99.34	0.52	121.74	0.62	375.79	1.01
支持中小银行	630	3.37	2182.8	11.50	60.20	0.31	260.00	0.70
土地储备	--	--	--	--	--	--	3905.41	10.45
合计	18721.12	100.00	18986.09	100.00	19718.25	100.00	37383.07	100.00

注：“--”代表当期未发行；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

财政政策更加积极基调延续，2026 年提前批新增债务限额下达有望更快、更多，预计 2026 年地方债将靠前发行、节奏加快，专项债资金投向将进一步优化，2 万亿元化债额度预计将延续 2025 年发行节奏。2025 年 9 月，财政部提出“提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度”。2025 年 1—11 月，全国新增专项债券发行 4.46 万亿元，已超过 2025 年新增专项债限额（4.4 万亿元），意味着提前批新增债务限额已部分下达，下达时点较往年更为提前。根据各地财政部门公开信息，截至 12 月 22 日，四川、江苏、江西、贵州等 14 个省市（自治区、直辖市、计划单列市）已公开 2026 年一季度或 1 月政府债券发行计划，累计发行规模 1.2 万亿元左右，且多数省市披露将发行部分新

增债券，印证了部分债务限额已下发至各省份。按照全国人大常委会授权，2027年12月31日之前，国务院在授权期限内，可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。2025年新增地方政府债务限额为5.2万亿，以此计算，财政部提前下达2026年地方债务限额将在3.12万亿元以内。从2023—2024年实践看，2026年提前下达的地方新增债务额度遵循60%的比例下发的可能性较大。考虑到2025年1—11月全国固定资产投资增速下降2.6%，其中基建投资基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降1.1%；中央经济工作会议要求2026年继续实施更加积极的财政政策，推动投资止跌回稳，财政部提前下达新增债务额度有望更快且规模更大。预期2026年新增债券发行将靠前发力，2026年一季度地方债发行压力显著。专项债资金用途方面，2025年1—11月，专项债募集资金投向中基建领域仍是主要发力点，此外多地市重启土地储备专项债券发行，土地储备专项债加速发行。中央经济工作会议明确优化地方政府专项债券用途管理，财政部明确要统筹用好专项债券、超长期特别国债等资金，优化政府投资方向，预计2026年专项债投向领域将进一步优化。此外，财政部要求继续落实好一揽子化债举措，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务，2026年2万亿元化债额度预计将延续2025年发行节奏，有望在2026上半年基本完成发行，以缓解地方偿债压力，缓释债务风险。

债券市场利率低位震荡，上行压力有限、下行空间收窄。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。2025年12月，中国人民银行明确继续实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，促进社会综合融资成本低位运行；预计债券市场发行利率仍将维持低位，上行压力有限。但同时，2026年是“十五五”规划开局之年，财政政策将发挥“挑大梁”作用，推高政府债供给，2026年地方债将靠前发行节奏加快，短期内地方债供给放量将对债券市场利率形成阶段性上行压力，市场流动性或面临阶段性收紧，制约利率下行。此外，中国人民银行明确落实各类结构性货币政策工具，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持；增强宏观政策前瞻性针对性协同性。货币政策总量克制，结构精准，重心更倾向于“精准滴灌”而非“全面放水”。整体看，债券市场利率将整体呈现“低利率、窄波动、结构性分化”

特征，利率上行压力有限，下行空间收窄。

坚持在发展中化债、在化债中发展，政府债务管理统一的长效监管机制预计
将加快构建，融资平台经营性债务风险化解或将接棒下一阶段化债重心。

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。随着一揽子化债举措的持续推进，地方政府债务风险进一步收敛。在化债和发展上，财政部部长蓝佛安指出，化债是手段，发展是目的，财政部坚持化债和发展两条腿走路，有效推动经济发展和债务管理良性循环。“十五五”期间，财政部将继续统筹好发展和安全，加快建立健全与高质量发展相适应的政府债务管理机制，在发展中化债、在化债中发展。存量债务管理上将继续落实好一揽子化债举措，多措并举化解存量隐性债务。强化风险监测预警，保持“零容忍”高压监管态势，严格落实举债终身问责和债务问题倒查机制，坚决遏制新增隐性债务。政府债务管理上严格执行限额管理，推进隐性债、法定债“双轨”合并管理，建立统一的长效监管制度。中央层面，财政部新设债务管理司，进一步强化全国政府债务统筹管理能力。地方层面，福建省建立全口径政府债务动态监测平台，实现各类债务数据集中归集、动态监管与风险预警一体化运作。预计后续统一规范的债务管理制度体系将加快构建，为实现债务风险长效管控奠定制度基础。此外，中央经济工作会议提出“多措并举化解融资平台经营性债务”，债务风险化解工作重心预计将逐步转向融资平台经营性债务领域，融资平台经营性债务风险化解将成为债务风险化解下一阶段的攻坚重点，后续相关政策有望陆续出台。