

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

土储专项债重启：区域分化、债务压力及优化路径

联合资信 公用评级一部 | 喻宙宏 | 唐立倩



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



报告概要

- 土储专项债经历首次发行、暂停发行后，于 2024 年底重新启动。本轮重启的土储专项债收储对象主要为符合条件的存量闲置土地，收储价格相较企业成本有一定下浮，与上一轮土储专项债有明显差异。此举在优化土地市场供需结构、盘活存量闲置土地、促进房地产行业软着陆的同时，亦有助于缓解地方财政压力和城投平台还本付息压力。
- 2024 年底重启土储专项债以来，收储区域分化明显，上海、广东和浙江等经济发达、土地价值相对较高的东部区域土储专项债发行规模最大，“自审自发”区域土储专项债发行规模相对较大，东北、西北、西南等债务压力相对突出的省份土储专项债发行规模较小。同时，本轮土储专项债资源更多向地方城投平台或国企倾斜，侧重于缓解区域债务压力。
- 2025 年，绝大部分省份地方政府债务负担有所加重，其中部分债务压力相对较大的“重点”省份，其土储专项债发行金额及其占当年发行专项债总额的比重均较低，受化债压力影响其可分配给土储专项债的额度会受到限制。土储专项债虽然能缓解地方财政压力和城投企业流动性压力，但也需警惕地方政府债务率上升以及收储土地未来出让收益不及预测或将推升地方政府“借新还旧”压力等风险。
- 为保障房地产行业软着陆，土储专项债收购主体不能仅集中于地方城投企业和国有企业，应充分发挥市场机制的活力，加大对符合要求的民企闲置土地的收储规模。同时，近年来房地产市场持续走低，土地收储市场评估价格普遍低于企业土地成本，折价较高导致部分企业参与土地收储的积极性不高，应当健全收储价格的评估机制并统一执行。此外，少部分区域债务压力较大且土地价值相对不高的省份土储专项债发行规模相对较大，在房地产行业持续低迷，且区域分化加剧的当下，未来一旦收储土地无法出让，将长期推升政府债务的“借新还旧”压力，相关区域应适当控制土储专项债的发行规模。

一、土储专项债的制度沿革以及重启动因

1. 土储专项债历史沿革

土地储备专项债券（以下简称“土储专项债”）为地方政府专项债券品种之一，是地方政府为土地储备项目发行的专项债券，以项目对应的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还，纳入政府性基金预算管理。土储专项债发行主要经历三个阶段，首次发行阶段为2017年5月至2019年8月，2019年9月至2024年9月暂停发行，重启发行阶段为2024年10月至今。

（1）首次发行阶段

2017年5月，为完善地方政府专项债券管理，规范土地储备融资行为，建立土储专项债与项目资产、收益对应的制度，促进土地储备事业持续健康发展，财政部、原国土资源部联合印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》财预〔2017〕62号，土储专项债正式诞生。2017年7月至2019年8月期间，土储专项债合计发行金额约1.42万亿，成为替代传统土储银行贷款，规范地方土地储备融资的重要渠道。

（2）暂停发行阶段

2019年9月，为调控房地产市场、引导资金流向实体经济和防范新增地方政府隐性债务，国务院常务会议明确，专项债不得用于土地储备及房地产相关领域，土储专项债全面叫停。

（3）重启发行阶段

2024年10月，财政部宣布支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可用于新增的土地储备项目。同年11月，自然资源部发布《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）（以下简称“242号文”），表示为严控增量、优化存量、提高质量，支持盘活存量闲置土地，地方政府应积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，促进房地产市场平稳健康发展。土储专项债正式重启。此举旨在优化土地市场供需结构，促进房地产市场止跌回稳，缓解企业资金压力。

2. 土储专项债重启动因及政策变化

近年来，随着房地产行业持续下行，土地出让收入持续下滑，2024年全国政府性基金收入同比下降12.2%至6.21万亿元，地方财政收支压力持续加大。同时，2024年11月，财政部下达“6+4+2”增量化债政策，城投平台需完成化债与转型的历史转变。重启土储专项债，不仅能盘活存量闲置土地，优化土地市场供求关系，促进房地产行业软着陆，亦有助于缓解地方财政压力和城投平台还本付息压力。

242 号文对土储专项债资金投向、回收收购顺序、回收收购方式、回收收购价格等方面进行了规范。与 2019 年之前主要用于土地开发不同，本轮重启的土储专项债主要用于回收收购存量闲置土地，以清理存量为主要目的；收储对象与之前的土储专项债有明显区别，本轮土储专项债主要收储“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，以及其他因低效用地再开发或基础设施建设需要收回的土地”等符合条件的存量闲置土地；收储价格也与之前有明显区别，重启的土储专项债会对拟回收收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格，具体基础价格下调幅度由集体决策。

二、土储专项债发行情况和资金流向

2024 年底重启土储专项债以来，发行规模显著提速；收储区域分化明显，且呈扩大趋势，上海、广东和浙江等经济发达、土地价值相对较高的东部区域土储专项债发行规模最大，“自审自发”区域土储专项债发行规模相对较大，东北、西北、西南等债务压力相对突出的省份土储专项债发行规模较小。同时，本轮土储专项债资源更多向地方城投平台或国企倾斜，侧重于缓解区域债务压力，民营房企受益空间则相对有限，土储专项债收储价格较企业之前拿地成本亦有一定下浮。

为应对房地产及土地市场下行背景下房企土地库存积压、城投托底拍地土地闲置等问题，土储专项债在暂停五年后再度重启。2025 年，全国土储专项债发行规模合计达 5486.08 亿元，占当年新增专项债的 12%左右；2026 年 1—4 月合计发行 1371.18 亿元。

从各省（市）发行情况看，2025 年，上海市、广东省（含深圳）、浙江省（含宁波）土储专项债发行规模均超过 500 亿元，三地合计占比超全国发行规模的 30%，其中上海市发行规模达 568 亿元，主要系区域土地价值较高所致。江西省、湖南省、重庆市、江苏省、福建省（含厦门）、湖北省、安徽省、山东省（含青岛）、陕西省等地土储专项债发行规模超 260 亿元，其中“自审自发”¹区域占比较高。天津市、云南省、辽宁省（含大连）、黑龙江省、河南省、广西壮族自治区等地土储专项债发行规模均低于 100 亿元，贵州、青海、内蒙、山西、西藏等省份则未进行土储专项债发行，上述省份多为债务重点省份，土储专项债发行规模较低或与专项债额度更多向化债倾斜相关。整体看，各地发行规模在较大程度上受到土地价值及未来土地出让预期、专项债“自审自发”灵活度、新增债务空间的影响。

¹ 截至 2026 年 5 月，专项债“自审自发”试点区域涵盖 14 个省级行政单位，分两批落地，其中首批试点于 2024 年 12 月启动，包括北京、上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东、湖南、广东和四川等 10 个省市；2026 年 4 月，河北、江西、湖北、重庆亦纳入第二批试点地区。

表 2.1 2025 年以来各省（市）土储专项债发行规模（单位：亿元）

省份	2025 年	2026 年 1—4 月
上海市	568.0520	414.1900
广东省（含深圳）	561.0024	291.5100
浙江省（含宁波）	518.0900	129.6100
江西省	420.4468	--
湖南省	391.7300	--
重庆市	362.0000	--
江苏省	313.5500	159.6100
福建省（含厦门）	296.5470	219.5364
湖北省	293.4400	--
安徽省	282.5100	--
山东省（含青岛）	277.6500	1.5000
陕西省	269.0225	--
北京市	188.8500	50.3000
四川省	166.6118	104.9193
河北省	121.8700	--
吉林省	89.0000	--
天津市	81.5900	--
云南省	57.4360	--
新疆维吾尔自治区	50.9000	--
辽宁省（含大连）	40.6473	--
广西壮族自治区	30.6700	--
河南省	29.5740	--
甘肃省	26.0587	--
黑龙江省	25.9833	--
宁夏回族自治区	16.5238	--
海南省	6.3263	--
总计	5486.0819	1371.1757

资料来源：联合资信根据公开资料整理

与上一轮土储专项债主要用于土地开发项目所不同的是，本轮重启发行的土储专项债优先用于存量闲置土地收购。从收储对象看分化较为明显，绝大多数被收储宗地来自地方国企，占比超过 85%，保利、华润等央企少量参与，民企则占比较低。整体看，专项债资源更多向地方城投平台或国企倾斜，侧重于缓解区域自身债务风险，民营房企则受制于土地多轮抵押、收储价格谈判周期长、债务纠纷等因素，获益空间则相对有限。

从收储的价格看，242 号文提出“对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格”，再“根据市场形势、合同履行情况等，集体决策确定基础价格下调幅度”。据专业机构数据统计，已公示拟收储土地中约 47% 的地块拟收储价格与原出让成交价的比值在 0.8 至 1.0 之间，约 29% 比值在 0.9 至 1.0 之间；约 18% 比值在 0.7 至 0.8 之间，价格折扣相对较大，主要为重庆、广西等省份。在近年来房地产市场持续走低的环境下，市场评估价格普遍低于企业土地成本，价格

倒挂是影响企业参与土地收储积极性的重要因素。但相较于资产长期沉淀占用资金、开发面临销售去化与跌价风险的双重压力，土储专项债盘活闲置土地则可以快速充实资金，缓释债务风险。

三、土储专项债对区域债务风险的影响

土储专项债偿债资金来源主要为项目对应的土地出让收入，房地产行业的持续低迷导致土地出让收益的不确定性，可能进而加剧债务风险。土储专项债虽然能缓解地方财政压力和城投企业流动性压力，降低城投企业融资成本；但也需警惕地方政府债务率上升以及收储土地未来出让收益不及预测或将推升地方政府“借新还旧”压力等风险。2025年，绝大部分省份地方政府债务负担和区域债务负担有所加重，其中部分债务压力相对较大的“重点”省份，其土储专项债发行金额及其占当年发行专项债总额的比重均较低，受偿债压力影响其可分配给土储专项债的额度会受到限制。

1. 土储专项债的偿债机制及对地方债务风险的影响

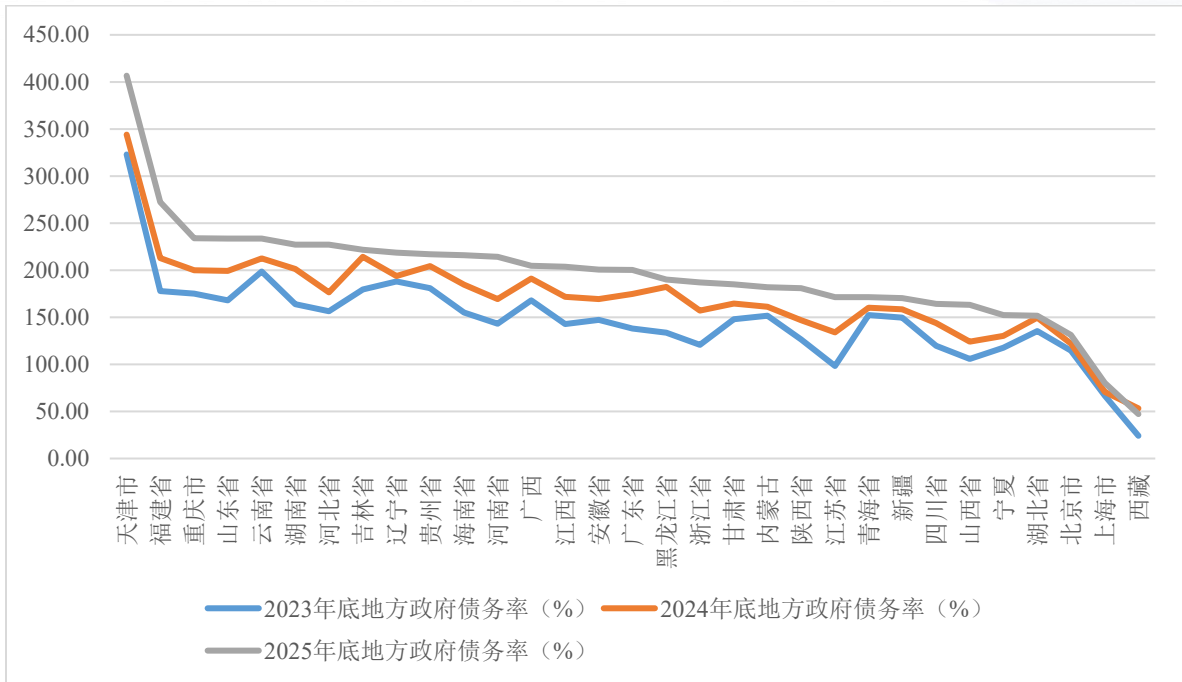
土储专项债偿债资金来源主要为项目对应的国有土地使用权出让收入，但当前房地产行业持续低迷，仍处于调整期，土地出让收益的不确定性会加剧债务风险。同时，经济发达省份与不发达省份土地市场存在明显分化，东部经济发达地区土地出让收益不确定性相对更低，其发行的土储专项债的“借新还旧”压力相对更低，偿债保障相对更强。

从区域土地市场看，土储专项债收储闲置土地可以减少当地存量土地规模，改善土地供求关系和区域内被收储企业的资金流动性，促进房地产市场止跌回稳。从城投企业看，土储专项债收储城投企业闲置土地能缓解城投企业自身的流动性压力，帮助城投企业化解债务并将更多资金投向更多优质项目。实践中，由于土储专项债对城投企业闲置土地的收储规模相对较大，本轮重启对地方缓解城投企业流动性压力和化解债务风险带来较大助力。发行土储专项债相当于地方政府以更低成本的债务置换城投企业的高成本债务，能有效降低区域债务风险。但也需警惕地方政府债务率上升以及收储土地未来出让收益不及预测或将推升地方政府“借新还旧”压力等风险。

2. 各省份区域债务风险情况

从各省份地方政府债务看，2023—2025年，全国绝大部分省份地方政府债务率（地方政府债务余额/地方政府综合财力）均持续上升，债务负担持续加重，其中天津市、福建省、重庆市、山东省和云南省等区域政府债务负担相对较重。

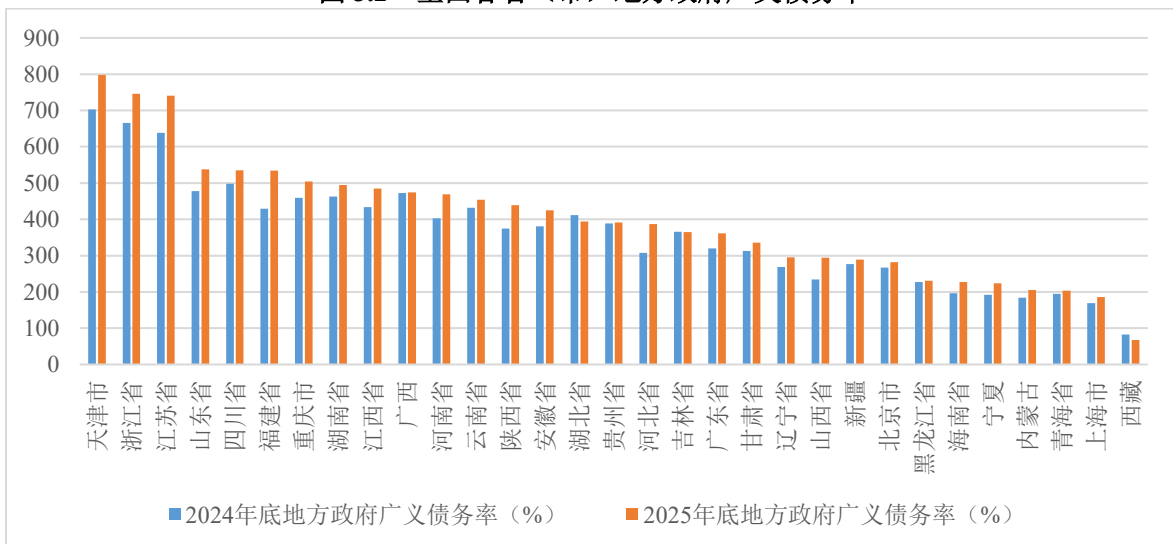
图 3.1 2023—2025 年全国各省（市）地方政府债务率



资料来源：联合资信根据公开资料整理

从各省份地方广义债务看，2025年，全国绝大部分省份地方政府债务率（（地方政府债务余额+城投企业有息债务余额）/地方政府综合财力）均有所上升，区域债务压力有所加大，其中天津市、浙江省和江苏省地方政府广义债务率相对较高，均超过700%，区域债务负担相对较重。

图 3.2 全国各省（市）地方政府广义债务率

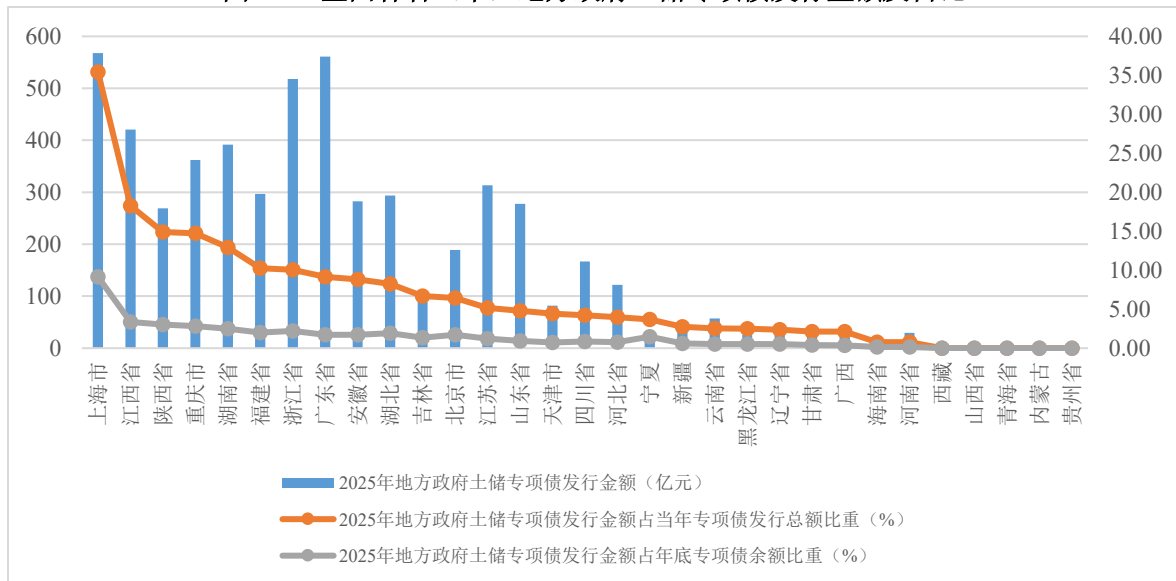


资料来源：联合资信根据公开资料整理

地方政府专项债投向领域包括交通基础设施、新型基础设施、市政和产业园基础设施、能源、农林水利、生态环保、民生服务、冷链物流设施、土地储备、棚户区改

造、城镇老旧小区改造、乡村振兴和文化旅游等。重启土储专项债后，全国 2025 年地方政府土储专项债发行总额占全部专项债券发行金额的比重为 7%左右。其中大部分省份 2025 年发行的政府专项债中新发行的土储专项债金额占比低于 10%，仅上海市占比超过 30%。

图 3.3 全国各省（市）地方政府土储专项债发行金额及占比



资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

从各省（市）地方政府土储专项债发行金额和占比看，2025 年，上海、浙江、广东、江苏、北京等经济发达区域以及湖南、福建、山东、安徽等第一批专项债项目“自审自发”试点地区的土储专项债发行规模相对较大，占当年发行专项债总额的比重以及占年底专项债余额的比重也均相对较高；天津、宁夏、云南、辽宁、甘肃、广西、黑龙江、贵州和青海等债务压力相对较大的“重点”省份，其土储专项债发行金额及其占当年发行专项债总额的比重均较低；而江西、重庆、湖北等第二批专项债项目“自审自发”试点地区由于其闲置土地规模相对较大，其拟收储土地总金额相对较高，其发行的土储专项债金额及其占比也均相对偏高。整体看，部分债务压力相对较大的“重点”省份，其土储专项债发行金额及其占当年发行专项债总额的比重均较低，受化债压力影响其可分配给土储专项债的额度会受到限制。

四、土储专项债影响及后续优化建议

2024 年底土储专项债重启以来，累计发行规模已超 6800 亿元，在稳定土地市场、缓解城投企业与房企压力方面发挥了积极作用，但土储专项债收储对象绝大多数被收储宗地属于地方国企，专项债资源更多向地方城投平台或国企倾斜，民营房企受益则

相对有限。区域发行格局呈现自审自发试点主导、经济大省领跑的区域分化特征，分化显著且呈扩大趋势。其中部分债务压力相对较大的“重点”省份，其土储专项债发行金额及其占当年发行专项债总额的比重均较低，受化债压力影响其可分配给土储专项债的额度会受到限制。

土储专项债虽然能缓解地方财政压力和城投企业流动性压力，降低城投企业融资成本，助力城投企业化债；但也需警惕地方政府债务率上升以及收储土地未来出让收益不及预测或将推升地方政府“借新还旧”压力等风险。同时，2026年政府工作报告中，地方政府专项债重点用途删除了用于土地收储和收购存量商品房项目的表述，未来地方政府专项债重点支持重大项目建设、置换隐债和消化政府欠款，体现出国家化解债务风险和促进发展之间的协同导向。

为保障房地产行业软着陆，土储专项债收购主体不能仅集中于地方城投企业和国有企业，应充分发挥市场机制的活力，加大对符合要求的民企闲置土地的收储规模。同时，近年来房地产市场持续下行，土地收储市场评估价格普遍低于企业土地成本，折价较高导致部分企业参与土地收储的积极性不高，应当健全收储价格的评估机制并统一执行，以提升企业的积极性并更好的实现房地产软着陆目标。此外，少部分区域债务压力较大且土地价值相对不高的省份土储专项债发行规模相对较大，在房地产行业持续低迷，且区域分化加剧的当下，未来一旦收储土地无法出让，将长期推升政府债务的“借新还旧”压力，相关区域应适当控制土储专项债的发行规模。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。