

宏观经济深度报告

有形之手（4）：财政 ABC 之政府债务框架

核心观点

本报告是“有形之手”系列研究的第四篇，从我国政府债务框架体系入手，系统梳理债务结构与特征。

当前我国政府债占债券市场近五成，规模突破百万亿且仍在快速扩张。截至2026年6月，政府债存量约102.1万亿，占债券市场总规模的49.8%；预计2026年末余额将达109.5万亿，其中国债47.5万亿、地方债62万亿。

随着规模快速扩张，我国政府杠杆率超过70%。债务快速扩张的根源在于财政收入持续承压、内需不足背景下政府加杠杆托底经济。从信用扩张结构看，政府债在社融中的占比已超40%，成为社会加杠杆的主力；但债务对GDP的边际拉动效应持续下滑，每单位新增政府债务的GDP拉动值已不足0.1，远低于2015年前。

国债是逆周期调节的“主引擎”，下半年发行将显著提速。2026年国债净融资预计约6.7万亿，上半年进度仅46.4%，二季度明显慢于去年同期。随着超长期特别国债（1.3万亿）和注资特别国债（3000亿）在下半年集中落地，9月或迎全年净融资高峰。当前10年期国债收益率中枢位于1.7%-1.8%，在资产荒与财政发力交织下，利率下行空间仍存，但需警惕供给冲击的阶段性扰动。

地方债既是地方经济的“燃料”，也是地方财政的风险。2026年新增专项债限额4.4万亿，上半年发行进度48%，略慢于去年；但再融资债同比增18.9%，反映到期滚续压力加大。更值得关注的是，化债和土地储备已占新增专项债的31%（2025年一度超过40%），真正用于项目建设的资金仅剩约1.5万亿。在土地出让金较峰值腰斩、地方广义财政收入承压的背景下，地方债还本付息占广义财政收入比重已逼近30%——“借新还旧”的螺旋正在收紧。

隐债化解进入攻坚阶段，仍将占用大量资源。2024年的10万亿化债计划，截至6月已累计落地约7.7万亿，接近八成；再加上一些额外的资金，近两年半累计投放化债清欠资金9.1万亿。按当前节奏，今年末隐性债务余额预计回落至3.5万亿-4万亿区间。地方融资平台也在加快退出，截至2025年末，超82%的融资平台实现退出，存量经营性金融债务规模下降超74%。

风险提示：经济复苏存在波动。

经济研究·宏观深度

证券分析师：王奕群 0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980525110002

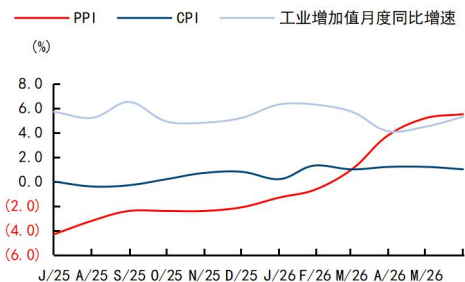
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-5.70
社零总额当月同比	1.00
出口当月同比	27.00
M2	8.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济深度报告-当宏大叙事遇到微观持仓：基于CFTC数据的黄金择时策略》——2026-07-17

《宏观经济深度报告-基于政策目标框架的流动性收紧分析》——2026-06-29

《宏观经济深度报告-从稀缺准备金体系到充裕准备金体系——谈货币政策调控机制的改革》——2026-06-26

《宏观深度：从央行政策目标看本轮流动性收紧进程》——2026-06-24

《宏观经济深度报告-转型时期政策与经济之间关系的再探讨》——2026-06-09

内容目录

现状：我国政府债规模超 100 万亿	5
财政可持续性：政府杠杆率快速上行	5
国债：逆周期调节的主要财政工具	7
地方债：既是“燃料”，也是风险	12
隐性债务：财政整顿与化解节奏	16
风险提示	20

图表目录

图 1: 广义赤字逐渐上行	5
图 2: 政府债余额超过百万亿	5
图 3: 债务成为广义支出的决定因素	6
图 4: 财政支出与政府融资同比增量的关系	6
图 5: 政府部门杠杆率快速上行	6
图 6: 政府债增速远高于 GDP	6
图 7: 近几年政府债在全社会信用扩张中占比上升	7
图 8: 政府债务的拉动效果逐渐下行	7
图 9: 债务率逐渐提高	7
图 10: 国债收益率曲线	8
图 11: 国债历史发行历程	9
图 12: 国债净融资完成度	10
图 13: 国债余额与限额 (2026 为预计值)	10
图 14: 国债净融资进度 (截至 6 月)	11
图 15: 国债月度发行数据 (截至 2026 年 6 月)	11
图 16: 非政府的社融增速与利率	12
图 17: 美国国债收益率长期来看跟名义增速保持一致	12
图 18: 地方债分类 (截至 6 月)	13
图 19: 地方债余额与限额	13
图 20: 地方债发行月度额	14
图 21: 地方债净融资 (截至 6 月底)	14
图 22: 新增专项债发行月度	14
图 23: 地方债发行年限与利率	15
图 24: 新增专项债项目分布 (截至 6 月)	15
图 25: 新增专项债资金投向 (截至 6 月)	15
图 26: 地方债每年的还本付息压力持续增大	16
图 27: 改革前城投债累积	17
图 28: 置换债和特殊再融资债发行	17
图 29: 城投债余额持续收窄	18
图 30: 城投有息债务增速大幅下降	18
图 31: 各地城投有息债务增速下行	19
图 32: 各地区城投债余额及其变动	19

表1：特别国债发行历史梳理	9
表2：各类地方债定义	12
表3：化债相关文件	17
表4：各地区经济数据	19

在“有形之手”系列的前三篇，我们系统梳理了财政预算的框架以及收入改革的前景。决定财政支出能力的因素，除了税收和其他收入外，还有调入资金和新增政府债务的规模共同弥补财政收支的缺口，前者包括一部分“余粮”，后者则是将未来的资源调配到现在。在财政紧平衡的背景下，我国新增政府融资逐年上升，政府债务总额和杠杆率也随之快速攀升。

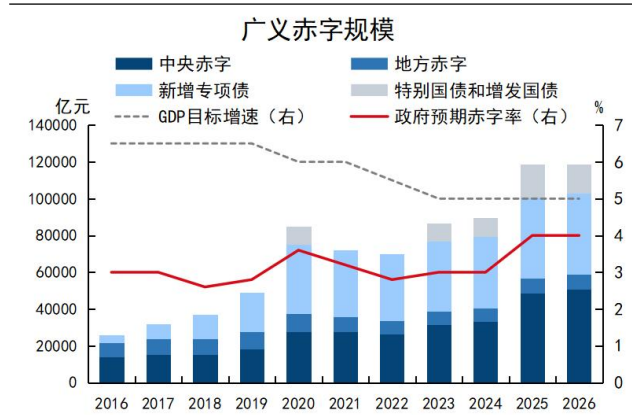
本篇为第四篇，主要梳理我国政府债务的结构和特征，来完善财政框架中的财政缺口部分。

现状：我国政府债规模超 100 万亿

政府债务规模占到我国债券市场总规模的一半。截至 2026 年 6 月，我国债券市场规模为 204.9 万亿，主要由政府债、金融债、同业存单、信用债等品种构成，政府债（国债+地方债）合计约 102.1 万亿，占比约 49.8%，接近一半。其中国债规模为 43.5 万亿，地方债为 58.6 万亿。此外，广义的政府债务还包含由地方政府信用背书的隐性债务等。

预计 2026 年底全国政府债总额来到 109.5 万亿。其中国债余额 47.5 万亿，地方债余额 62 万亿。从财政扩张力度看，2025 年广义赤字（财政赤字+新增专项债+特别国债和增发国债）规模达到 11.86 万亿元，广义赤字率中枢抬升至 8.5% 以上；2026 年仍维持 4% 财政赤字率，广义赤字总额 11.89 万亿，较 2025 年扩张 300 亿，广义赤字率降至 8.1% 左右。

图1：广义赤字逐渐上行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：政府债余额超过百万亿

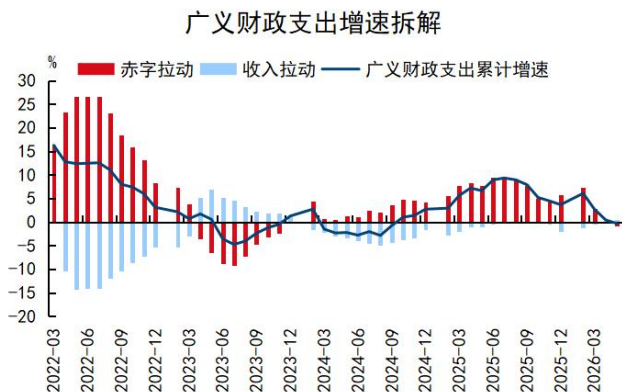


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财政可持续性：政府杠杆率快速上行

财政收入持续承压，债务资金的运用成为财政支出发力节奏的决定性因素。将财政支出拆解为收入端的拉动和赤字端（即财政缺口）的拉动，会发现政府债务融资的节奏和资金的落地基本决定广义财政支出的走势。将高频的广义赤字（国债净融资+新增地方债发行额）同比增量和广义财政支出增速做对比，也能看出这一特征。

图3: 债务成为广义支出的决定因素



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

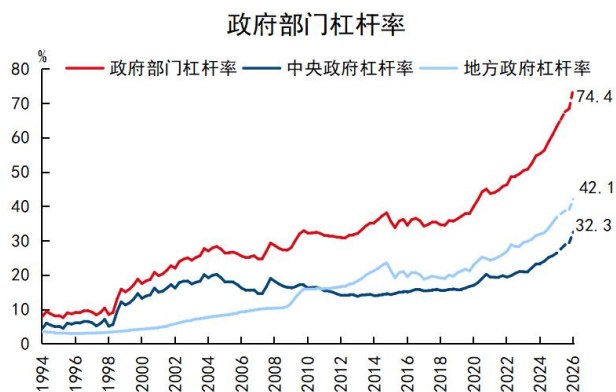
图4: 财政支出与政府融资同比增量的关系



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

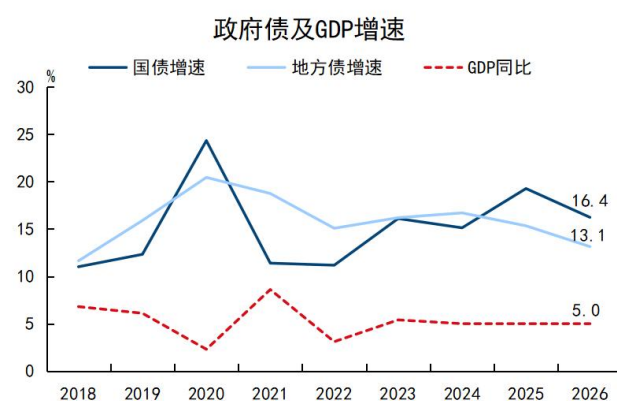
内需不足背景下，政府加杠杆成为逆周期调节的主要力量，近几年政府债增速显著高于GDP增速。2021年至今，国债和地方债增速都保持在10%以上，2025年末中央和地方杠杆率分别从2024年的25.6%和35.2%上升到29.4%和39.1%，我国政府的债务扩张在经济增长中扮演了重要的角色。按照两会的赤字和新增债务等规模，预计2026年的政府债增速略有放缓，国债、地方债增速分别为16.4%和13.1%。预计2026年末，在名义GDP增速约5%的假设下，中央和地方政府杠杆率约32.3%和42.3%，“十五五”整体的债务扩张速度较“十四五”期间有所放缓。

图5: 政府部门杠杆率快速上行



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

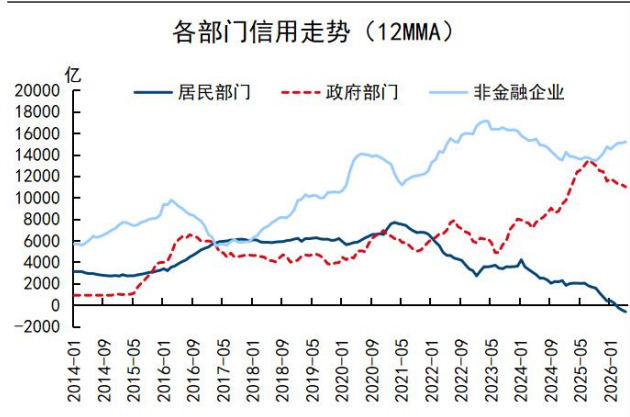
图6: 政府债增速远高于GDP



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

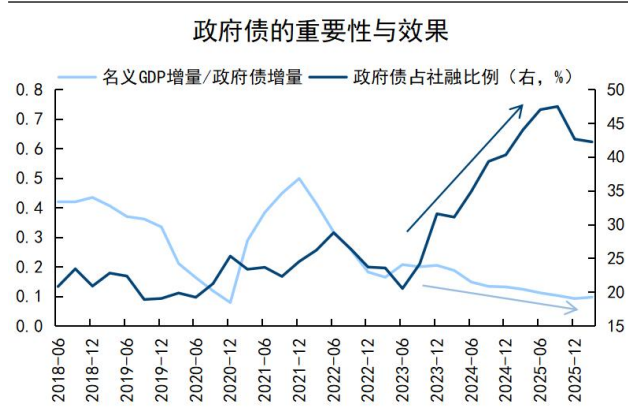
政府债在全社会融资需求中的重要性快速提升，但对经济的拉动效果有所下滑。从金融数据来看，居民部门2021年开始“缩表”，企业部门融资需求从2023年开始下降，近期才有所回暖。在这期间，政府债净融资的中枢逐渐提高。计算每个季度政府债务在新增社会融资中的比重，并取4个季度移动平均。从2023年下半年开始，政府债占社融的比重开始快速上升，目前仍保持在40%以上。但另一方面，每单位新增政府债务对GDP的拉动能力则持续下降，计算每个季度的名义GDP同比增量与政府债增量的比值，并取4季度移动平均，这一比值目前已不足0.1，而这个数字在2015年之前还在1以上。其中有居民部门缩表、企业融资需求不足等原因，但也存在整体债务对经济的拉动效率下降的因素。

图7：近几年政府债在全社会信用扩张中占比上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：政府债务的拉动效果逐渐下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

债务增速高、收入增速低，导致政府债务率（政府债/财政收入）快速提高，偿债压力不断加大。债务率反映的是地方财政对债务的覆盖能力与偿债压力。“十四五”期间，我国债务率从2021年133.5%一路攀升至2025年的231.5%。一方面是分子端政府债务的快速积累，另一方面分母端的财政收入增长乏力，对债务的支撑能力减弱。其中，最典型的土地出让收入从2021年的8.7万亿下滑至2025年的4.1万亿，持续以两位数的跌幅下滑。此外，土地价值回落直接导致融资抵押品估值缩水，不仅抬高了地方政府的融资难度，也压缩了债务滚动续作的空间，进一步加剧政府债务风险。

图9：债务率逐渐提高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国债：逆周期调节的主要财政工具

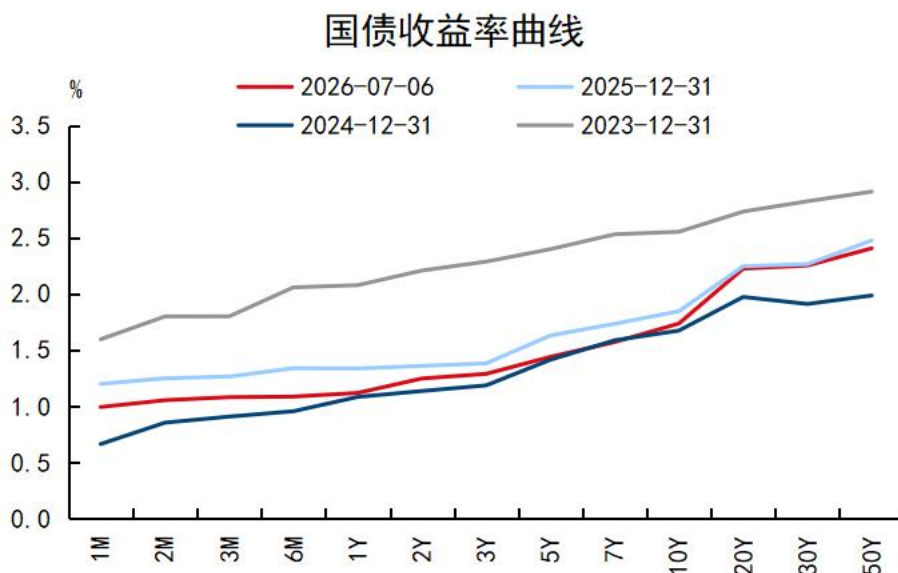
进一步观察政府债的具体构成，先看国债。根据《中华人民共和国预算法》规定，中央一般公共预算的部分资金可以通过举借国内和国外债务等方式筹措；对中央

一般公共预算中举借的债务实行余额管理，余额的规模不得超过全国人民代表大会批准的限额。

国债可以分为一般国债和特别国债，其中一般国债用于弥补中央赤字，新增的债务限额和全年净融资总额与当年的中央赤字基本一一对应，其资金用途较为一般化，支出反映在第一本账即一般公共预算。特别国债不计入赤字，通常放在第二本账即政府性基金预算，对应特定的用途。

国债分为不同的期限，共同构成收益率曲线。短期国债是指发行期限在 1 年以内的国债品种，包括 1 个月、2 个月、3 个月和 6 个月四种，采用贴现方式发行。关键期限国债包括 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年和 10 年六个品种，实行定期滚动发行制度。超长期国债包括 20 年、30 年和 50 年等品种，2016 年后发行规模明显抬升。不同期限的国债共同构成国债收益率曲线，期限利差代表了市场的预期。正常情况下长端高于短端，当期限利差收窄乃至倒挂时，则反映投资者预期经济将下行，历史经验表明曲线倒挂对经济衰退具有领先指示。

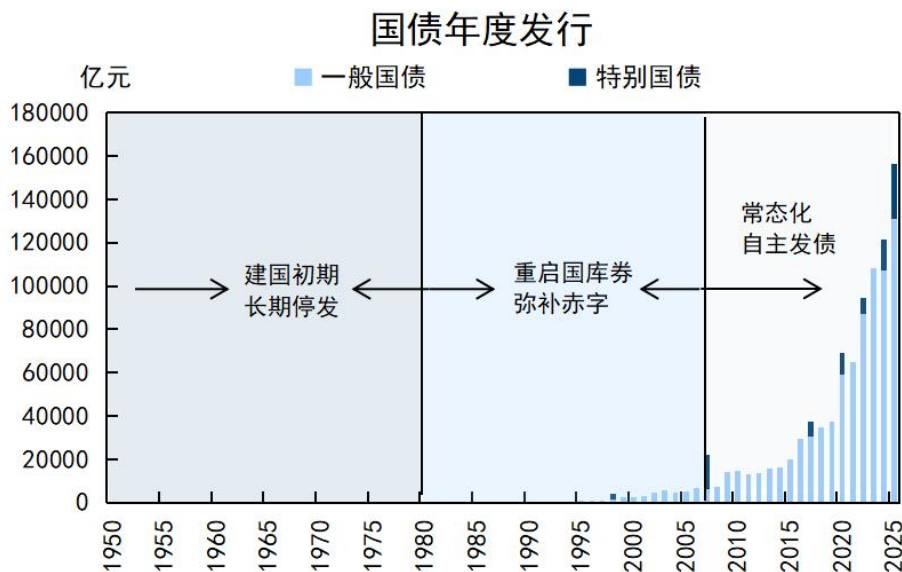
图10: 国债收益率曲线



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我国国债的发展历程大致可分为三个阶段：新中国成立初期曾短暂发行建设公债，随后进入长期停发阶段；改革开放后于 1981 年恢复发行国库券，逐步建立市场化发行与交易机制；1994 年预算法明确国债成为弥补赤字的主要渠道，制度框架基本成型；2007 年起正式实行国债余额管理制度，发行灵活性与期限结构显著优化。此后一般国债持续常态化扩容，成为财政收支调节的主力工具。

图11: 国债历史发行历程



资料来源: Wind、政府工作报告、国信证券经济研究所整理

此外我国还在多个关键时点发行特别国债。1998 年发行 2700 亿 30 年期特别国债，用于补充国有商业银行资本金；1998 年开始发行长期建设国债，一直到 2008 年累积发行上万亿，用于应对亚洲金融危机、扩大内需、帮助经济转型等；2007 年为组建中投公司筹集资金，发行 1.55 万亿用于购买美元外汇，2017 年续发 6000 亿；2020 年发行 1 万亿抗疫特别国债用于疫情防控与基层“三保”，2022 年发行 7500 亿元 3 年期特别国债定向支持国民经济薄弱环节和重点领域发展；2023 年增发 1 万亿国债，作为特别国债管理，但本质上是一般国债，计入赤字并纳入第一本账进行管理；2024 年发行 1 万亿超长期特别国债支持国家重大战略建设，2025 年发行 1.8 万亿特别国债，包括 1.3 万亿超长期特别国债和 5000 亿注资特别国债，2026 年拟发行 1.6 万亿，包括 1.3 万亿超长期和 3000 亿注资特别国债。

表1: 特别国债发行历史梳理

时间	1998 年	2007 年	2020 年	2024 年	2025 年	2026 年
发行背景	亚洲金融危机后 银行资本充足率 不足	外汇储备激增、 流动性过剩	新冠疫情冲击	“一揽子”稳增长 政策	经济恢复基础不 稳固、有效需求 不足	经济恢复基础不 稳固、有效需求 不足
规模	2700 亿	1.55 万亿	1 万亿	1 万亿	1.3 万亿超长 +5000 亿注资	1.3 万亿超长 +3000 亿注资
占 GDP 比重	3.1%	5.7%	1.0%	0.7%	1.3%	约 1.1%
期限(近两年 不考虑注资)	30 年	10 年/15 年	5 年/7 年/10 年	20 年/30 年/50 年	20 年/30 年/50 年	20 年/30 年/50 年
发行方式	定向发行	定向+公开	公开	公开	公开	公开
资金用途	补充四大行资本 金	成立中投公司	抗疫支出、基建	“两重”“两新”	“两重”“两新”	“两重”“两新”

资料来源: 财政部、Wind、国信证券经济研究所整理

国债是近几年逆周期调节的主要发力工具，今年国债净融资总额预计在 6.7 万亿左右，略超去年。2025 年中央财政赤字为 4.86 万亿，特别国债 1.8 万亿，合计 6.66 万亿。2025 年全部的国债净融资额 6.57 万亿元。2026 年中央赤字 5.09 万亿，拟继续发行 1.3 万亿超长期特别国债，和 3000 亿注资特别国债，合计 6.69 万亿。

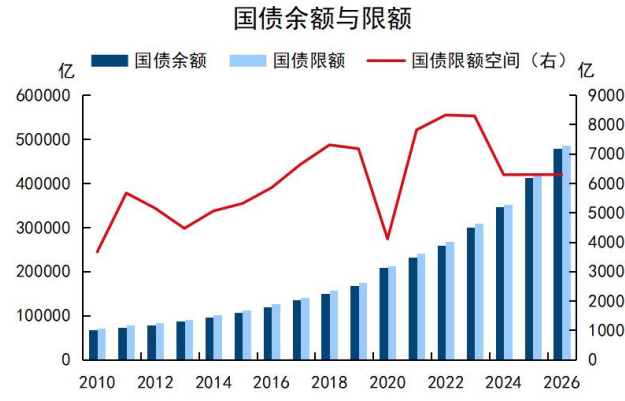
国债仍有 6300 亿的存量限额空间，不排除下半年用于补充财力的可能。限额空间指的是国债余额限额与实际余额之间的差值，来源包括限额核减、债务偿还等。这一空间是财政的储备工具，能在法定程序内快速增发国债、加码逆周期调节。2025 年国债限额为 41.86 万亿元，年末余额 41.23 万亿，剩余限额空间约 6300 亿；2026 年国债限额上调至 48.55 万亿元，如果后面财政收入不及预期或经济下行较快，可能动用国债限额空间进行弥补。

图12：国债净融资完成度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：国债余额与限额（2026 为预计值）

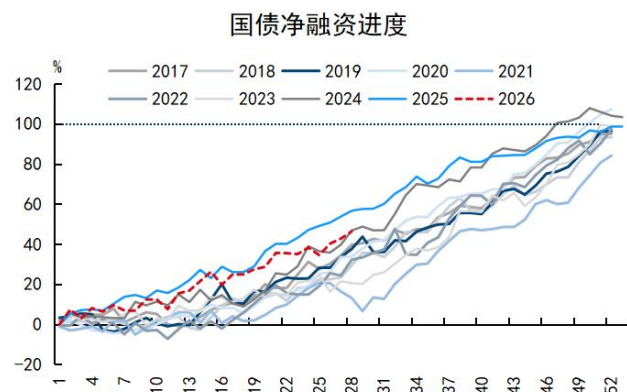


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

节奏上来看，今年国债一季度发行节奏前置，但二季度慢于去年。今年上半年国债净融资额 3.1 万亿，完成度 46.4%。显著快于 2017-2023 年同期，略慢于 2024 年（46.8%），但大幅落后于 2025 年（56.7%），少融资 6717 亿。历史上来看，一般一季度净融资额较低，两会开完后，二三季度国债净融资进度会快速攀升，二季度发行进度不及去年，但总量并未显著减少，因此下半年进度和总额将快速赶上。今年的 1.3 万亿超长期特别国债同样在 4 月 24 日开始发行，到 10 月发行结束，发行节奏与去年基本一致；3000 亿注资特别国债集中在 5-6 月。5 月国债净融资相对较高，但 6 月又有所回落，预计下半年特别是三季度进度将显著加快。

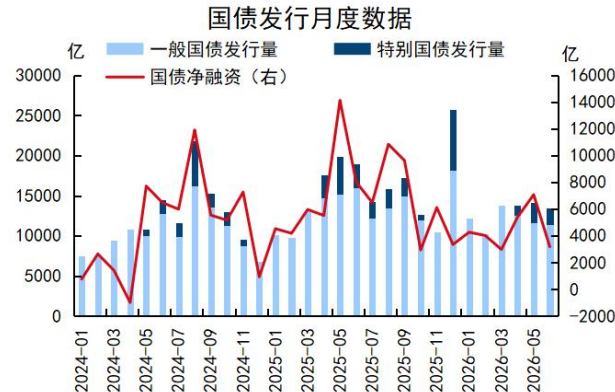
今年投资相关的超长期特别国债资金已基本下达。据发改委 7 月 6 日披露，2026 年第三批“两重”额度指标已下达，安排超长期特别国债资金 1935 亿，今年“两重”建设项目清单已全部下达完毕。同时分三批下达超长期特别国债资金支持设备更新，全年 2000 亿设备更新资金总额目前已下达完毕；今年第三批 625 亿消费品以旧换新资金额度指标也已下达，目前合计已下达 2500 亿中的 1875 亿。

图14: 国债净融资进度（截至6月）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 国债月度发行数据（截至2026年6月）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

价格上，国债收益率是全社会各类资产定价的基准，也决定了政府部门融资的成本。国债收益率的定价可概括为三层逻辑：

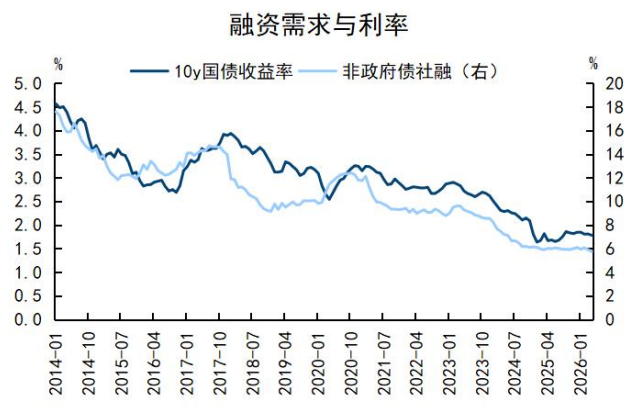
第一层是政策端。货币政策方面，央行通过7天逆回购利率向DR007、MLF和同业存单利率传导，调节资金价格和流动性松紧，进而决定国债的短端水平，降准降息等宽松操作从短端向长端传导。财政政策方面，当居民部门消费与投资意愿偏弱，政府部门主动加杠杆托底经济，货币政策通常配合财政发力而宽松，降低政府的融资成本。因此，货币政策和财政政策同时宽松的时期国债收益率通常出现较大幅度下行。

第二层是经济基本面。长端收益率反映市场对未来经济增长和通胀的综合判断。当潜在增速下修或通胀预期低迷时，名义利率往往随之下行。例如2008年金融危机、2020年疫情冲击等时期，GDP增速断崖式下滑、CPI转负，预期走弱，资金涌入债市避险，加之货币政策宽松，推动收益率大幅下行；而在2009-2010年、2021年等经济反弹阶段，GDP增速回升、通胀预期升温，收益率则阶段性反弹。长期来看，人口老龄化带来储蓄率偏高和潜在增速下台阶，对利率中枢形成长期下行压力。

第三层是供需结构与机构行为。房地产下行通过资产荒渠道压低利率，居民部门存款也从房市向存款、理财等金融资产转移；信贷需求走弱，银行增配利率债，保险负债久期长也需要持续买入超长端；同时央行自2024年起通过二级市场买卖国债进行预期管理，成为影响曲线形态的新变量。

综合来看，政策利率决定中枢，基本面决定方向，供需结构决定短期波动。2022年至今，在地产拖累、政策宽松与资产荒的多重作用下，国债收益率快速下行并低位企稳。10年期国债收益率从2021年的3.1%降至2024年12月的1.6%，此后低位企稳，目前收益率中枢位于1.7%—1.8%之间。

图16: 非政府的社融增速与利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 美国国债收益率长期来看跟名义增速保持一致



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

地方债：既是“燃料”，也是风险

看完国债再来看地方债，地方债规模体量更大、结构也更复杂。地方债按用途分为一般债和专项债，一般债面向无收益公益性项目发行，以一般公共预算收入作为还本付息来源；专项债面向有一定收益的公益性项目发行，以对应的政府性基金或专项收入偿债；按性质分为新增债和再融资债，新增债用于补充当年的财政缺口，再融资债则是对到期的地方债进行滚续，此外还有置换债和特殊再融资债，用于特殊时期进行化债和置换。地方债中占比最高的为新增专项债，其次是再融资一般债和再融资专项债。

每年的新增地方债是广义赤字的组成部分之一，也是地方经济增长的重要燃料。其中新增一般债主要覆盖财政赤字中的地方赤字，其资金使用较为灵活；新增专项债则是近几年地方政府加杠杆的主要工具，对项目回报和资金使用都有较高要求，且不计入赤字，归入第二本账管理。

表2: 各类地方债定义

债券分类	债券定义
一般债券	省、自治区、直辖市和经省级人民政府批准自办债券发行的计划单列市人民政府，为没有收益的公益性项目发行，主要以一般公共预算收入作为还本付息资金来源的政府债券。
专项债券	省、自治区、直辖市和经省级人民政府批准自办债券发行的计划单列市人民政府，为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。
新增债	在财政部核定的新增债务限额内发行，用于当年公益性资本项目支出、扩大政府债务规模的债券。
再融资债	为偿还到期的地方政府债券本金而发行的债券，不新增债务规模，仅用于“借新还旧”。
置换债	用于置换经审计认定的、非债券形式的存量政府债务（如银行贷款、信托、融资租赁等），将隐性、高成本、非标准化债务转为公开、低成本、标准化政府债券。

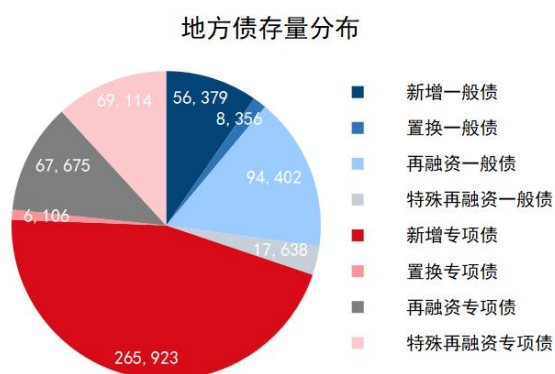
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我国地方政府债的发行经历了从法律禁止、中央代发、自主试点到全面规范化的渐进演变。改革开放后，地方为建设自行发债，但融资不规范、用途不透明、行政摊派问题突出。1994年《中华人民共和国预算法》明确叫停地方举债，此后15年地方依托融资平台形成大量隐性债务。为应对金融危机带来的资金缺口，2009年起由财政部代发代还地方债，开启了正规地方债融资渠道；随后上海、广东等地区自发代还试点，2014年正式赋予地方合法发债权，逐步实现自发自还；2019年以来，新增专项债规模大幅扩容，成为稳投资、补短板的核心政策工具。由于

专项债项目要求较高，资金的落地进度一直偏慢。2024 年底，专项债投向实行负面清单管理，放宽投向领域，同时开展专项债券项目“自审自发”试点，包括 10 个经济大省和雄安新区。2025 年开始新增专项债除用于化债“清欠”外，还可以用于土地储备。到 2026 年 4 月，“自审自发”试点扩围，新增河北、江西、湖北、重庆。2026 年两会政府工作报告明确，“2026 年专项债聚焦提质增效、风险可控”。

今年新增地方债小幅扩张，后面可能继续使用限额空间补充财力。2026 年地方赤字为 8000 亿，与去年持平；新增专项债 4.4 万亿，较 2025 年的 4.4 万亿持平。2026 年地方债限额 63 万亿，按照目前的安排，理论上年末限额空间从 2025 年的 3.2 万亿降至 1.2 万亿，主要是因为 2024 年开始的每年 2 万亿化债专项债到 2026 年将发行完毕。2025 年使用了 5000 亿地方债结存限额用于补充地方财力，实际发行新增专项债 4.6 万亿，今年将视情况抉择是否继续使用限额空间。

图18：地方债分类（截至 6 月）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

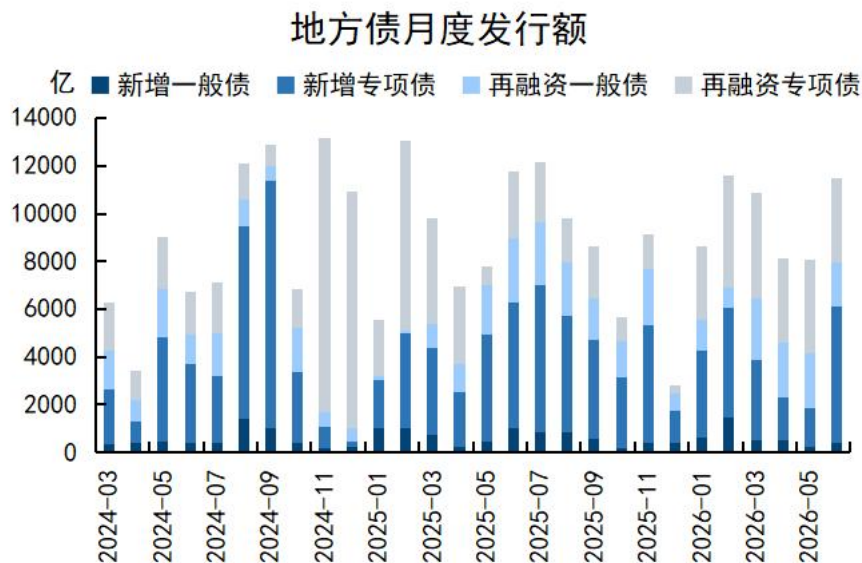
图19：地方债余额与限额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

发行节奏来看，今年上半年发行额多于去年，主要是再融资债增速较快。2026 年上半年，全国地方政府债券发行规模约 5.9 万亿，同比增长 6.9%。从结构上看，地方新增债约 2.4 万亿，同比减少 6.3%。其中新增专项债 2.1 万亿、新增一般债 0.38 万亿；地方再融资债约 3.4 万亿，同比增长 18.9%，再融资一般债增速更高达 51.9%。从节奏看，一季度冲高回落，4-5 月维持在 8000 亿左右的相对低位，6 月则大幅放量至约 1.1 万亿。

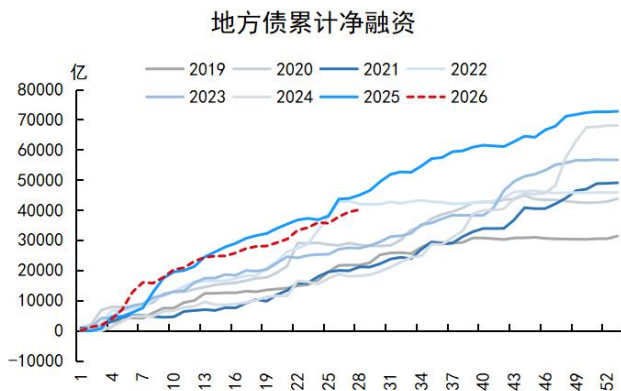
图20: 地方债发行月度额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

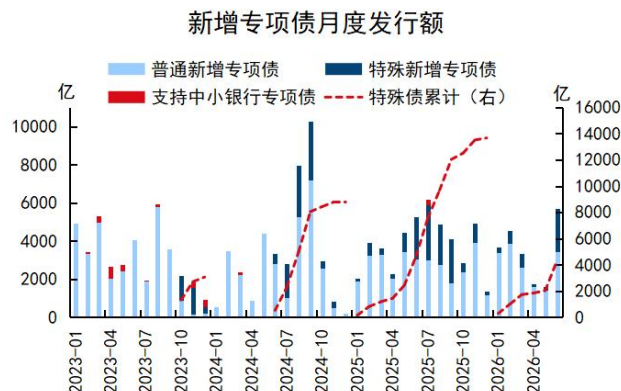
从净融资节奏来看,今年上半年整体进度落后于去年。2026年上半年地方债累计净融资4.0万亿,整体进度比上年同期较慢,绝对值上少约5000亿。近三年净融资水平明显高于之前,主要是每年2万亿化债专项债拉动。

图21: 地方债净融资(截至6月底)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

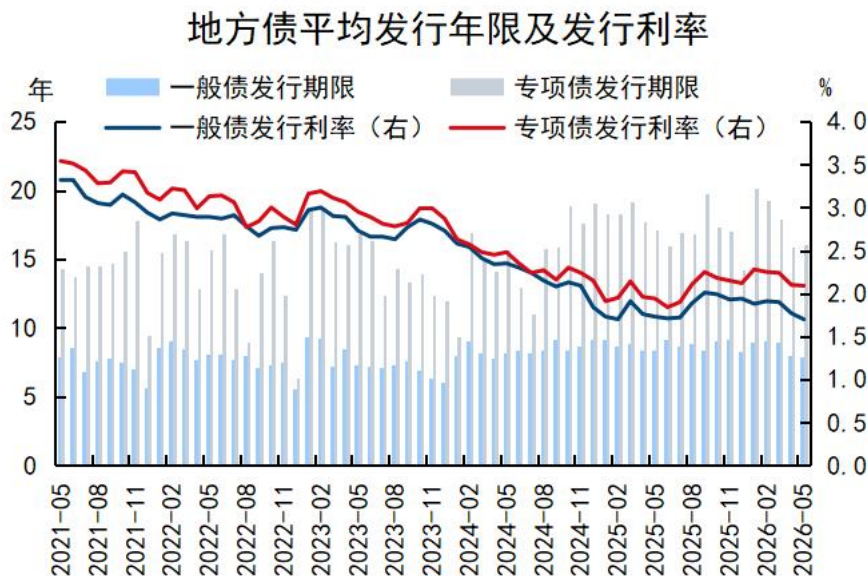
图22: 新增专项债发行月度



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

专项债的发行年限与发行利率一般高于一般债。一方面是因为专项债主要服务于国家重大战略建设及回收期较长的基础设施项目,需要匹配项目长周期收益与债务期限;另一方面,专项债还本付息要对应项目收益或政府性基金收入,存在一定的项目收益不确定性,因此市场要求一定的风险补偿。2026年上半年,专项债的平均发行年限和利率都有所下降。

图23: 地方债发行年限与利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

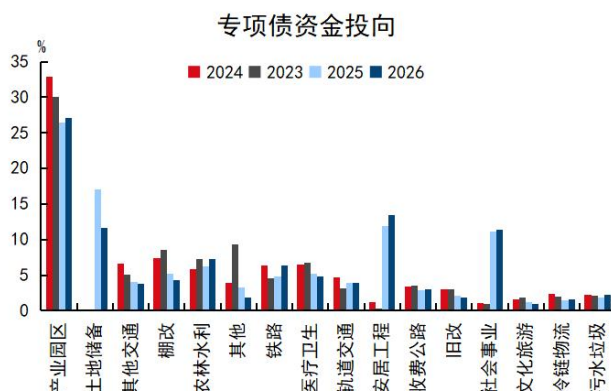
从近几年投向来看，地方一般债资金的使用较为灵活，专项债的投向则延续了基建为主的特征，但化债和土地储备等领域占比有所提高。市政和产业园区基础设施仍为第一大投向，主要用于新型城镇化建设、产业园区升级与城市更新，项目占比超过30%。此外，专项债项目的主要投向还包括保障性安居工程、交通基础设施、民生与社会事业、农林水利、土地储备等领域。2025年特殊新增专项债达到13668亿，土地储备专项债4805亿，两者占比超过40%，用于项目建设的专项债仅余2.7万亿；2026年至今特殊新增专项债4853亿，土地储备1776亿，在目前发行的2.1万亿新增专项债中占比31%，剩余的建设资金约1.5万亿。

图24: 新增专项债项目分布（截至6月）



资料来源: 企业预警通、国信证券经济研究所整理

图25: 新增专项债资金投向（截至6月）



资料来源: 企业预警通、国信证券经济研究所整理

随着地方债规模的攀升，地方政府还本付息压力逐渐增大。一方面，利息支出刚性占用地方财力，专项债剩余平均利率超过2.7%，但项目真实收益普遍低于这一水平，财政利息支出占收入比重提高，不得不依赖于借新还旧。另一方面，国务院明确要求新增债券、再融资债券、置换债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限。每年到期地方债滚续比例大概在90%左右，意味着有10%的到期债务本金以真金白银偿还。在土地财政退坡、土地

出让金较峰值腰斩的背景下，地方政府债务还本付息的压力波动上升，我们计算每个月地方债还本与付息之和占地方广义财政收入的比重，经过季节性调整后这一比例已经来到了 30% 左右，意味着接近三成的地方财力被用于还债。

图26: 地方债每年的还本付息压力持续增大



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

隐性债务：财政整顿与化解节奏

除纳入法定限额管理的国债、地方政府债等显性政府债务外，部分城投平台的有息债务也以政府信用作为背书，即常说的“隐性债务”。2018 年发布的《中共中央、国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》将隐性债务明确界定为“地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务”。

隐性债务包括城投债、非标和银行贷款等。城投债是地方融资平台发行的企业信用债，属于市场化信用品种；此外隐性债务还包括城投平台的银行贷款、非标融资、融资租赁等各类有息负债。

2015 年-2022 年我国经历了两轮化债，这一阶段以地方政府债务置换为主、金融化债等方式并存。2015-2018 年第一轮化债发行 12.2 万亿置换债，对 2014 年审计确认的存量非政府债券债务开展大规模置换。2019 年-2022 年第二轮化债推进建制县试点和全域无隐债试点，通过省带市、特殊再融资债置换、展期降息等方式缓释风险，此后广东、北京、上海相继实现全域隐债清零。

图27: 改革前城投债累积



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 置换债和特殊再融资债发行



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年以后, 开启新一轮化债。一方面城投有息债务偿还压力较大, 以城投债为例, 2023 年-2025 年年均总偿还额超过 5 万亿, 同时土地财政逐步弱化, 地方财政创收能力大幅下滑。另一方面市场担忧情绪升温, 2023 年是城投非标违约、区域化债、债务展期、监管问责集中爆发的一年, 山东、贵州、云南、河南等地区风险较为突出, 单纯依靠地方自主化债或常规债券置换, 已无法打破僵局。

2024 年 10 月, 中央层面出台一揽子化债组合拳。包括 3 年发行总计 6 万亿专项债置换隐性债务, 同时安排 5 年每年 8000 亿的新增专项债用于化债, 合计规模达到 10 万亿。此后城投债余额逐步降低, 已从 2023 年底的 10.7 万亿降至目前的 9.3 万亿左右; 同时城投有息债务的增速也实现了大幅下降, 2025 年 Wind 口径城投有息债务 39.1 万亿, 同比增速 2.7%。

表3: 化债相关文件

网传时间	文件	内容传言
2023-09	35 号文	实行“名单制”管理, 12 个重点省份融资平台今明两年债务存量化解。用债务重组、债务置换等方式支持重点省份化债, 提出贷款置换, 债券本金借新还旧、统借统还, 非标利率适度打折, 央行设立 SPV 等措施。严控重点省份融资平台债务增量, 包括严控政府投资项目融资、加强新增贷款管理、完善新增债券发行、严控新增非标和其他融资。
2024-03	47 号文	“砸锅卖铁”全力化解地方债务风险, 在地方债务风险降低至中低水平之前, 严控新建政府投资项目, 严格清理规范在建政府投资项目。
2024-03	14 号文	拓展重点区域范围, 重点 12 省之外的 19 省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地级市, 获批后参照 12 个重点省份的相关政策化债。
2024-07	134 号文	化解债务的到期时间从 2025 年延长至 2027 年 6 月。重点省份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, 均被允许进行债务置换和重组。不允许新增 1 年以内的境外债, 境外债可以用境内债来做借新还旧。城投退平台之后, 地方政府要做至少 1 年的风险监测。
2024-09	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。退平台应征得 2/3 债权人同意, 不同意的债权人应出具相关证据 (企业还有隐性, 企业还承担政府融资职能), 由地方政府审核证据、给出判定意见。退名单以后能否新增发债额度, 需要监管部门研判审核。
2024-11	226 号文	督促金融机构加快置换城投平台非隐债务。金融机构对退平台企业一视同仁提供融资, 但不能依据政府信用, “打破城投信仰”。
2025-01	99 号文	退出重点省份需每年 3 月底前向国务院报送请示。要求隐性债务率应不高于非重点省份中隐性债务率较高的 8 个的均值; 本地区金融债务/GDP 低于 10%; 不再适用重点省份相关化债政策支持。融资平台退出后, 其债务作为市场化经营主体债务, 按照市场化、法治化原则处理不纳入融资平台金融债务。

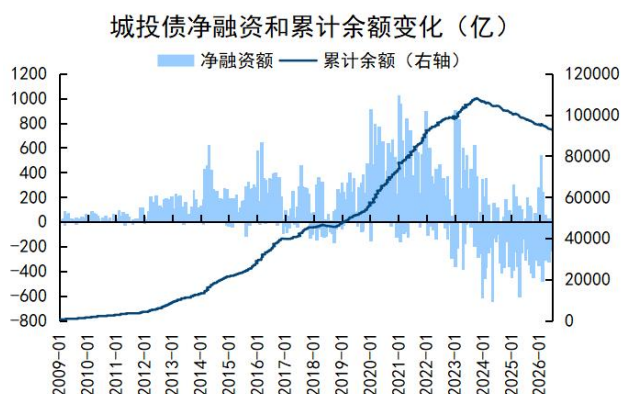
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从时间节奏来看, 距离这一轮化债截止仅剩一年左右。财政部明确整体隐性债务化解工作需于 2028 年底前收官, 配套特殊新增专项债发行周期也同步覆盖至 2028 年。但依据 2024 年 150 号文相关规定, 全部存量城投平台须在 2027 年 6 月底前完成平台名单退出, 退出设置三项硬性标准: 辖区隐性债务全部清零、彻底剥离

政府融资职能、转型为市场化自主经营主体。由此可见，隐性债务清零的硬性完成时点实际锁定在 2027 年 6 月底，当前剩余化解窗口期约一年。

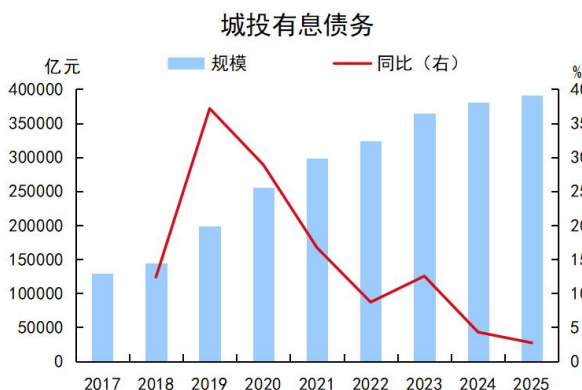
当前，中央推出的 10 万亿专项化债资金发行已完成近八成。截至 2026 年 6 月，10 万亿计划内专项化债资金已累计发行落地约 7.7 万亿，整体发行进度接近八成。但实际落地规模远超于此。分阶段来看，2024 年发行特殊再融资债 2.5 万亿、特殊新增专项债 8291 亿，合计 3.3 万亿；2025 年发行特殊再融资债 2.3 万亿、特殊新增专项债 1.3 万亿，合计 3.8 万亿；2026 年上半年发行特殊再融资专项债 1.63 万亿、特殊新增专项债 4539 亿，合计落地 2.1 万亿，两年半累计落地 9.1 万亿化债资金。上半年超三分之一的地方债发行额用于债务化解，化债资金投放节奏显著前置。

图29：城投债余额持续收窄



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：城投有息债务增速大幅下降



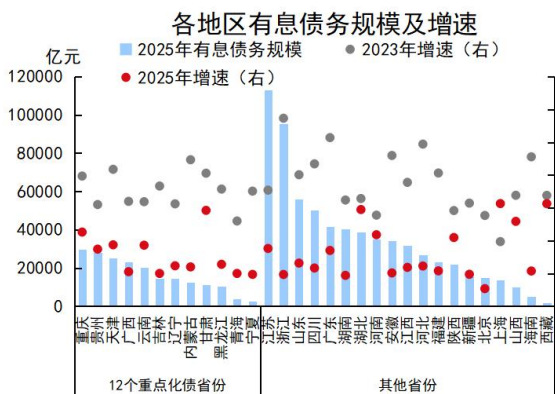
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

结合当前化债节奏测算，2026 年末国内隐性债务余额预计回落至 3.5 万亿-4 万亿。从官方披露数据来看，2024 年末隐性债务余额已从初始 14.3 万亿降至 10.5 万亿，化解隐性债务 3.8 万亿。目前暂无 2025 年末官方隐债余额数据，当年合计投放化债资金 3.8 万亿，剔除部分用于账款清欠的资金后，年末隐债余额大概率落在 7 万亿-7.5 万亿区间，整体处于 7 万亿出头水平。若 2026 年隐债化解幅度与 2025 年基本持平，年末隐性债务余额预计在 3.5 万亿-4 万亿区间。其中 2 万亿棚改隐性债务无需提前化解，剔除该部分后，2027 年剩余需化解的隐性债务在 1.5 万亿-2 万亿。在不追加化债资金的前提下，2027 年上半年仅有最多 8000 亿的特殊新增专项债，资金体量有限，2027 年 6 月底前实现全域隐债清零的收官压力依旧较大。

从重点化债地区的债务管控效果来看，各地隐性债务化解推进节奏显著提速，同时地方融资平台名单退出、市场化转型进程也同步加快。2023 年划定 12 个重点化债省份，对其融资平台债务实施严格管控。到 2025 年末，重点化债地区城投有息负债整体已增速放缓、多数压降，绝大部分省份有息负债增速控制在 4% 以下。

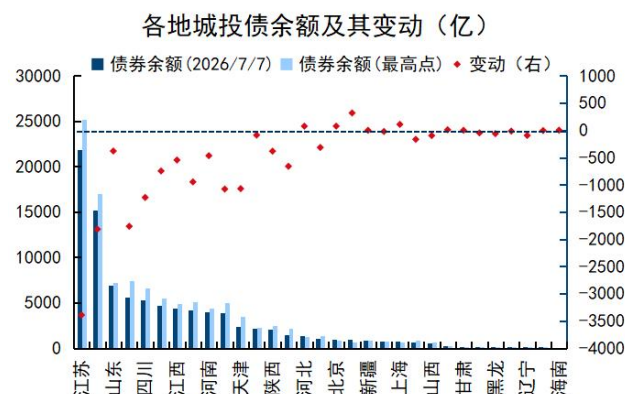
目前已有部分地区宣布完成隐债化解。截至 2026 年一季度末，广东、北京、上海、新疆四个省级行政区已实现全域隐性债务清零。据不完全统计，截至 2026 年 4 月底，已有 38 个地级市及 192 个区县宣布完成隐性债务清零目标。12 个重点省份中，内蒙古、吉林已确认退出重点省份，宁夏已满足退出条件。

图31：各地城投有息债务增速下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32：各地区城投债余额及其变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

与此同时，地方融资平台也在加快退出。按照相关文件规定，以2023年3月名单为基准，2025年末平台数量压降不低于75%，到2026年末融资平台累计压降数量不低于90%，2027年6月实现融资平台全部退出。截至2025年末，超82%的融资平台实现退出，存量经营性金融债务规模下降超74%。与此相伴的，是城投平台在禁止新增融资和债务化解下的持续缩表，城投债总额已降至9.3万亿，较最高点下降1.5万亿左右。

表4：各地区经济数据

地域 时间	地方政府债务余额(亿)		城投有息债务(亿)		城投债余额(亿)		负债率(%)		债务率(%)	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
江苏	33928	28228	81543	84638	22138	25169	81	82	480	441
浙江	32073	27280	74037	68100	15370	16194	112	106	534	465
四川	28015	24029	27897	26394	5775	6315	83	78	285	261
山东	38547	32811	23545	23145	6985	7751	60	57	308	273
湖北	21621	18586	17074	20126	4472	5514	62	65	531	547
湖南	24289	21243	18860	19071	5847	6579	78	76	760	749
江西	17422	15054	16478	16567	4512	4926	94	92	687	622
安徽	21400	18527	16407	15755	4069	4541	71	68	617	545
重庆	16782	14425	13140	15282	4826	5629	89	92	670	660
河南	24884	21306	11319	13764	4002	4570	54	55	579	538
天津	15099	13403	10323	11879	2475	2785	137	140	894	883
贵州	19369	17537	8196	10604	1479	1679	117	124	551	604
广西	14753	13147	10478	9993	1121	1221	85	81	317	289
陕西	14349	12577	8171	9176	2136	2346	62	61	496	413
福建	18919	16304	7427	6930	2229	2443	44	40	470	402
广东	41460	35261	5888	6479	843	871	32	29	203	185
河北	23658	20708	6162	6195	1364	1576	60	57	472	432
上海	10420	9091	3735	4817	779	1060	25	26	121	119
吉林	11439	9993	4602	4553	673	797	107	101	252	232
新疆	12835	10891	4550	4448	852	920	81	75	536	517
云南	18321	16319	2655	3943	791	939	64	64	236	235
甘肃	9525	8313	2050	2912	167	165	85	86	783	755
北京	13934	12580	3145	2437	992	1061	33	30	148	145
山西	9643	8280	1140	1882	605	950	42	40	177	245
黑龙江	10820	9628	364	902	83	126	66	64	201	636
西藏	1490	1226	398	627	244	275	62	67	518	568
辽宁	15690	14016	125	464	31	146	48	44	461	415
内蒙古	13263	12100	144	294	20	25	50	47	383	333
青海	3827	3573	228	276	63	65	98	97	979	881
宁夏	2985	2490	264	259	108	120	57	50	502	440
海南	5783	4988	—	18	0	6	—	63	—	165

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

经济复苏存在波动，财政增量政策超预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032