

二季度政府债，5 月或是发行高峰

► 一季度利率债净发行同比大增 3.3 万亿元

国债一季度发行显著快于往年同期。2025 年 1-3 月国债累计净发行 14680 亿元，同比增长 9855 亿元。今年中央财政靠前发力，可能为后续 1.3 万亿元超长特别国债和 5000 亿元用于支持银行补充资本金的特别国债发行腾挪空间。

地方债一季度净发行达到历史同期最高规模。2025 年一季度地方债发行 28421 亿元，净发行 26268 亿元，同比增长 16428 亿元，其中“偿还存量债务”再融资债贡献主要规模增量。不过新增债发行节奏偏慢。截至 3 月末，地方新增债累计发行 12394 亿元，与过去五年相比，仅略快于 2021 年和 2024 年。其背后主要原因或是，地方政府优先安排特殊再融资债发行，以缓解债务偿还压力，从而对新增债发行形成一定挤占效应。

政金债一季度发行节奏整体平稳，高同比增幅主要源于基数效应。2025 年一季度政金债净发行 4781 亿元，同比大幅增长 6547 亿元，但主要由于 24 年同期极低的发行基数（-1766 亿元）。

► 二季度利率债供给环比下降，5 月或是高峰

二季度政府债净发行约 3.2-3.7 万亿元。其中 4 月政府债净发行约 8500-9500 亿元，5 月约 12900-14900 亿元，6 月约 10400-12400 亿元。二季度整体供给压力环比下降。与今年 2 月和 3 月每月净发行规模高达 1.5 万亿、1.6 万亿元的情况相比，二季度政府债供给压力将明显减轻。尤其是随着特殊再融资债供给高峰逐步过去，市场面临的阶段性供给冲击将有所缓和。

国债方面，二季度供给压力或在 5 月。当前超长特别国债发行节奏仍未落地，我们做出三种情景假设（详见正文），在这三种假设下，二季度国债净发行约 1.4-1.9 万亿元，其中 4 月国债净发行约 700 亿元至 1700 亿元，5 月约 7600-9600 亿元，6 月约 5600-7600 亿元。供给压力相对较大的可能是 5 月，其次是 6 月，4 月相对可控，这主要是由于 4 月到期量高达 1.2 万亿元（历史次高值）。

地方债方面，二季度新增专项债发行或将提速，但放量幅度可能有限。预计二季度新增专项债可能达到 1.2 万亿元，地方债总发行规模为 2.65 万亿元，净发行规模为 1.79 万亿元。分月来看，4-6 月净发行规模分别为 7800 亿元、5300 亿元和 4800 亿元。相比一季度净发行规模 2.63 万亿元，二季度供给环比下降约 8400 亿元。

政金债方面，季节性放量趋势显现，不过影响有限。估算二季度政金债净发行约 5000-7000 亿元，其中 4-6 月分别净发行约-500 至 500 亿元、2000-3000 亿元和 2500-3500 亿元。政金债供给即便提速，其对市场的冲击预计依然可控。

风险提示

二季度地方债实际发行与计划发行可能差异较大；国内政策出现超预期调整；经济发展超预期。

评级及分析师信息

分析师：刘郁

邮箱：liuyu9@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030003

分析师：肖金川

邮箱：xiaojc@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030004

联系人：洪青青

邮箱：hongqq@hx168.com.cn

正文目录

1. 一季度利率债净发行同比大增 3.3 万亿元	3
1.1. 国债：一季度发行显著快于往年同期	3
1.2. 地方债：特殊再融资债贡献主要增量，新增债发行偏慢	4
1.3. 政金债：一季度发行平稳，高同比增幅主要源于低基数	6
2. 二季度利率债供给环比下降，5 月或是高峰	7
2.1. 国债：二季度供给压力或在 5 月	8
2.2. 地方债：二季度发行或将提速，但放量幅度可能有限	9
2.3. 政金债：季节性放量趋势显现，不过影响有限	11
3. 风险提示	12

图表目录

图 1：2025 年 1-3 月国债累计净发行 14680 亿元，同比增长 9855 亿元.....	3
图 2：2025 年 1-3 月地方新增债累计发行 12394 亿元，同比增长 4031 亿元.....	4
图 3：2025 年 1-3 月政金债净发行 4781 亿元，同比增长 6547 亿元	7
图 6：二季度政府债发行预测.....	8
图 4：21 个省份二季度计划发行新增地方债 9292 亿元，环比下滑 3000 亿元，同比小幅下滑 500 亿元.....	10
图 5：政金债发行存在一定季节性规律，2020-2024 年 4-6 月净发行均值分别为 203 亿元、2537 亿元和 2787 亿元.....	12
表 1：2025 年 2 万亿化债地方债跟踪（亿元）	5
表 2：自审自发的 10 省份一季度发行新增专项债较快.....	6
表 3：4 月付息国债单只规模放量	9
表 4：2025 年二季度地方债发行预测表（亿元）	11

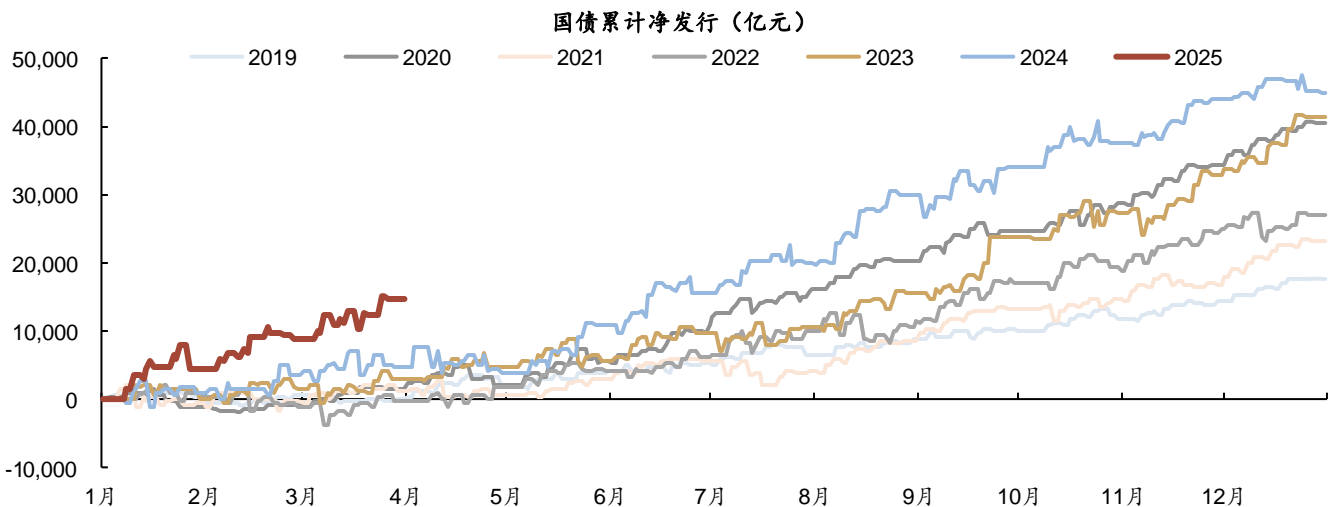
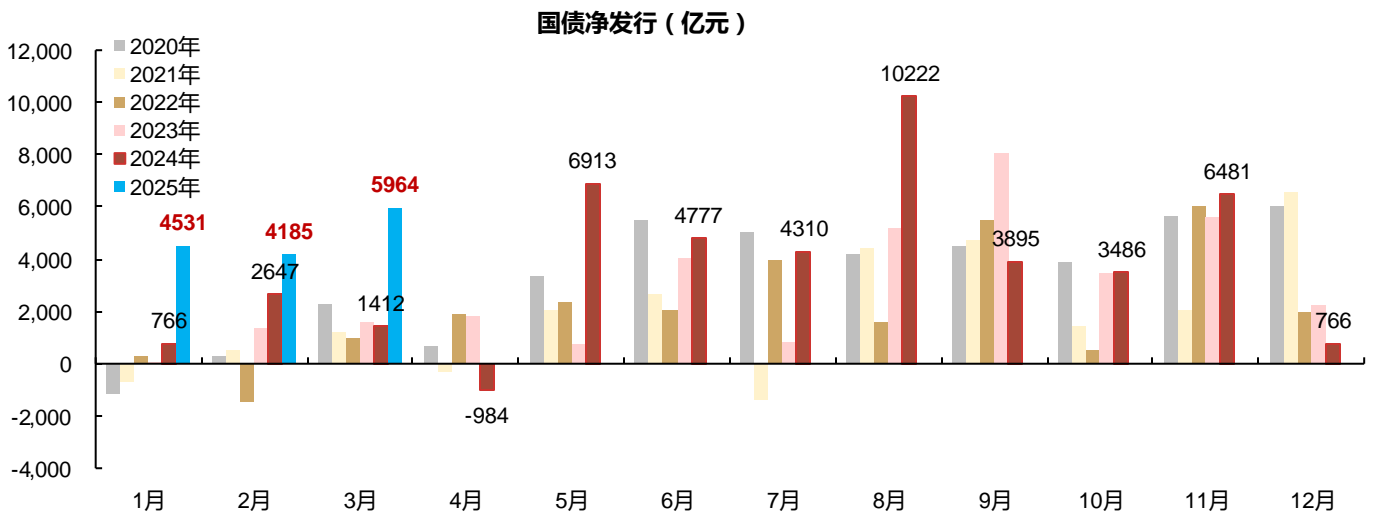
1. 一季度利率债净发行同比大增 3.3 万亿元

1.1. 国债：一季度发行显著快于往年同期

2025 年一季度国债发行进度显著快于往年同期。2025 年 1-3 月国债累计净发行 14680 亿元，同比增长 9855 亿元，也显著高于 2020-2024 年均值 2010 亿元。今年 1-2 月，主要期限付息国债单只规模达到 1070-1170 亿元，同比增长 100-200 亿元，3 月进一步攀升至 1670-1825 亿元，达到历史最高规模。今年中央财政靠前发力，可能为后续 1.3 万亿元超长特别国债和 5000 亿元用于支持银行补充资本金的特别国债发行腾挪空间。

在中央加杠杆背景下，国债剩余额度仍高于去年同期。截至 3 月末，国债累计净发行占全年额度的 22.0%，高于 2020-2024 年同期均值的 5.0%，国债发行明显提速。不过由于今年国债净发行可能高达 6.66 万亿（中央赤字 4.86 万亿，特别国债 1.8 万亿），同比扩张 2.32 万亿元（其中中央赤字多 1.52 万亿，特别国债多 0.8 万亿），年内剩余净发行额度仍有 51920 亿元，而去年同期为 38575 亿元，这将导致二至四季度国债净发行较去年同期仍增加约 13300 亿元，供给压力依然存在。

图 1：2025 年 1-3 月国债累计净发行 14680 亿元，同比增长 9855 亿元



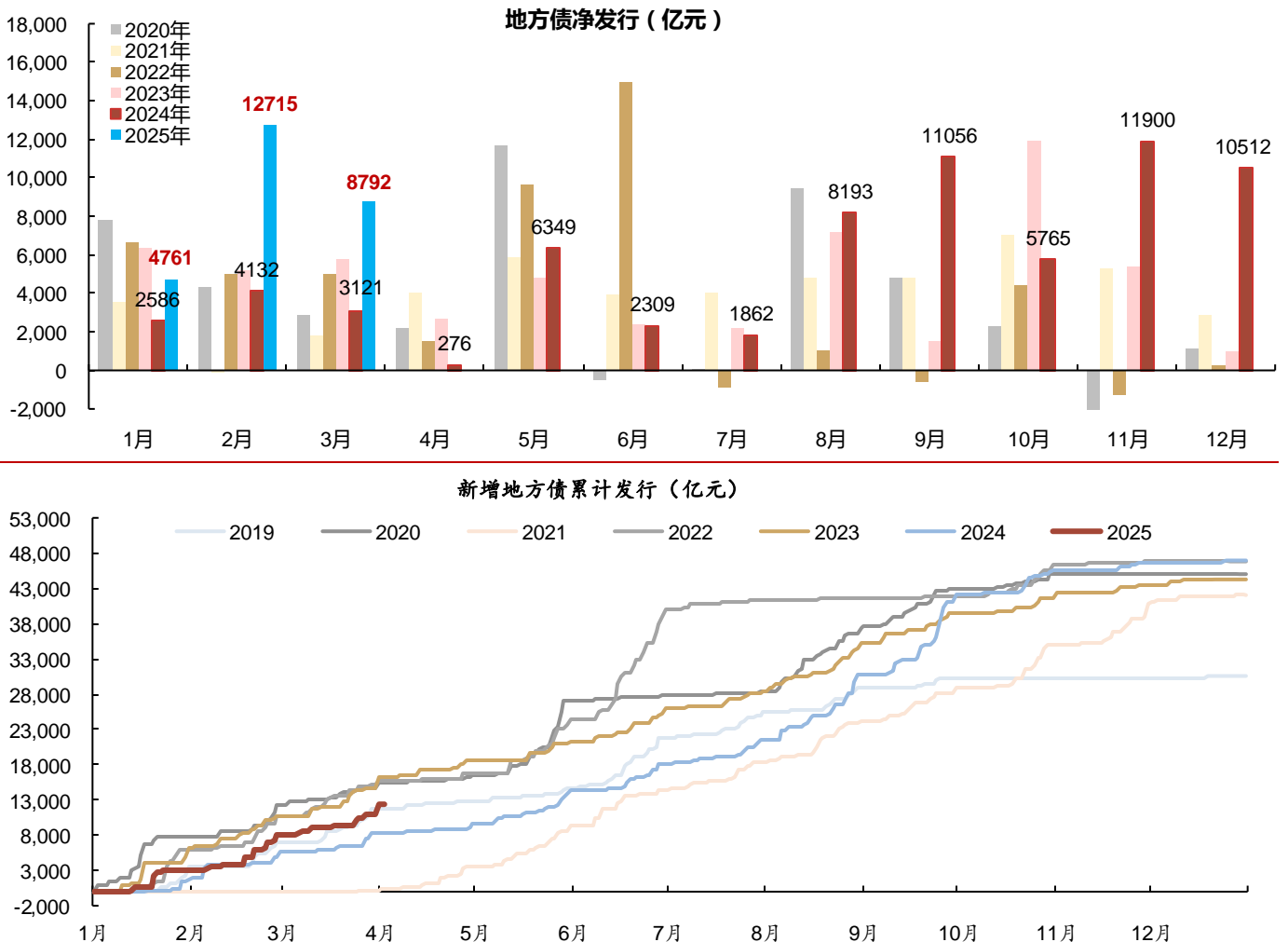
资料来源：WIND，华西证券研究所

1.2. 地方债：特殊再融资债贡献主要增量，新增债发行偏慢

一季度地方债净发行达到历史同期最高规模，“偿还存量债务”再融资债贡献主要增量。2025 年一季度地方债发行 28421 亿元，净发行 26268 亿元，同比增长 16428 亿元，也显著高于 2020-2024 年均值 12919 亿元，达到历史同期最高规模。拆分结构来看，一季度分别发行新增一般债 2791 亿元、新增专项债 9602 亿元和再融资债 16027 亿元。其中“偿还存量债务”再融资债（特殊再融资债）13373 亿元，是地方债发行加速的主要原因。

不过新增债发行节奏偏慢。截至 3 月末，地方新增债累计发行 12394 亿元，其中新增专项债 9602 亿元、新增一般债 2971 亿元，分别占全年额度的 21.8%、34.9%，与过去五年相比，仅略快于 2021 年和 2024 年。其背后主要原因或是，地方政府优先安排特殊再融资债发行，以缓解债务偿还压力，从而对新增债发行形成一定挤占效应。从剩余额度来看，剩余新增债发行额度 39606 亿元（其中新增专项债 34398 亿元、新增一般债 5209 亿元），去年同期为 38837 亿元，因此二至四季度新增债将同比多发约 1000 亿元。

图 2：2025 年 1-3 月地方新增债累计发行 12394 亿元，同比增长 4031 亿元



注：新增地方债中不含中小银行资本金专项债

资料来源：WIND，华西证券研究所

特殊再融资债维持较快发行节奏，但仍有约三分之一的剩余额度。截至 3 月末，全国特殊再融资债累计发行 13373 亿元，占全年 2 万亿限额的 67%，整体发行延续较快节奏。区域层面，2025 年化债资金分配规模可能与 2024 年基本持平，江苏、内蒙古、陕西等 16 个省份已经发行了与 24 年一致的额度，其中包含内蒙古、广西、宁夏、青海、吉林等 5 个重点化债区域。然而，部分债务大省尚未启动发行特殊再融资债，如湖南（1288 亿元）、安徽（980 亿元）、黑龙江（484 亿元）。目前，特殊再融资债仍有约 6600 亿元的剩余额度待发行，预计将在二季度落地。不过相较于一季度超 1.34 万亿元的置换债集中供给，剩余额度对市场的冲击将有限。

从期限结构来看，今年特殊再融资债延续“超长期”特征，10 年期以上券种的合计发行占比达到 90%，较 24 年的 88% 小幅提升。具体来看，其中 30 年成为最主要的发行期限，占比高达 32%，20 年、15 年期限占比分别为 26%、17%，与 2024 年期限结构安排基本一致。

表 1：2025 年 2 万亿化债地方债跟踪（亿元）

地区	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	2025 年总计	2024 年发行额度	2025 年总计/ 2024 年发行额度
江苏	100	0	611	800	300	500	200	2511	2511	100%
内蒙古	0	0	0	0	250	250	72	572	572	100%
陕西	0	0	0	0	50	150	364	564	564	100%
广西	0	0	0	0	215	150	150	515	515	100%
福建*	0	0	33	0	206	0	206	446	446	100%
山西	0	0	0	0	85	150	150	385	385	100%
河北	0	0	0	0	0	0	281	281	281	100%
宁波	0	0	0	0	249	0	0	249	249	100%
新疆*	0	0	0	0	0	108	108	216	216	100%
宁夏	0	0	0	0	0	0	138	138	138	100%
西藏	0	0	0	0	0	0	137	137	137	100%
青海	0	0	0	73	0	0	0	73	73	100%
厦门	0	0	0	0	0	0	56	56	56	100%
北京	13	0	0	34	0	0	0	47	47	100%
吉林	0	0	0	0	0	0	346	346	346	100%
浙江	0	0	0	72	196	0	297	565	565	100%
江西	0	0	0	0	17	441	86	544	551	99%
大连	0	0	0	37	0	38	17	92	104	88%
甘肃	0	0	0	387	0	0	0	387	443	87%
重庆	0	0	404	236	0	0	0	640	754	85%
青岛	0	0	0	119	0	0	0	119	142	84%
湖北	0	0	0	0	257	551	0	808	982	82%
辽宁	0	0	0	0	0	350	163	513	667	77%
天津	0	0	0	0	0	225	284	509	771	66%
山东*	0	0	0	35	190	122	324	671	1113	60%
河南	0	0	0	0	0	177	417	594	1227	48%
四川	0	0	0	169	0	169	170	507	1148	44%
贵州	0	0	0	0	200	86	200	486	1176	41%
云南	0	0	200	0	0	0	151	351	878	40%
海南	0	0	0	0	50	0	0	50	152	33%
总计	113	0	1249	1962	2265	3467	4317	13373	-	-
各期限占比	1%	0%	9%	15%	17%	26%	32%	100%	-	-

注：标*省份不含计划单列市，新疆不含兵团，标红省份为重点化债 12 省

资料来源：中国债券信息网，各地财政厅

分省份来看，“自审自发”的 10 个地区新增专项债发行进度整体较快，但内部存在明显分化。平均来看，10 个“自审自发”省份一季度新增专项债发行占去年总额的 27%，略高于全国的 24%。其中，上海、北京、江苏、广东和四川等省市表现突出，一季度新增专项债发行占到 24 年发行总额的 35% 以上，领先于绝大多数非试点省份。然而，湖南和浙江发行进度明显较慢，尤其是湖南一季度未发行新增专项债（去年同期发行 144 亿元），其主要原因或在于新增专项债项目因审批流程未完全明

确而暂缓发行。值得注意的是，湖南省在 3 月底公布了相关实施方案，并宣布将在二季度集中发行相当于 2024 年总额的新增专项债，预示着后续发行将加速。

表 2：自审自发的 10 省份一季度发行新增专项债较快

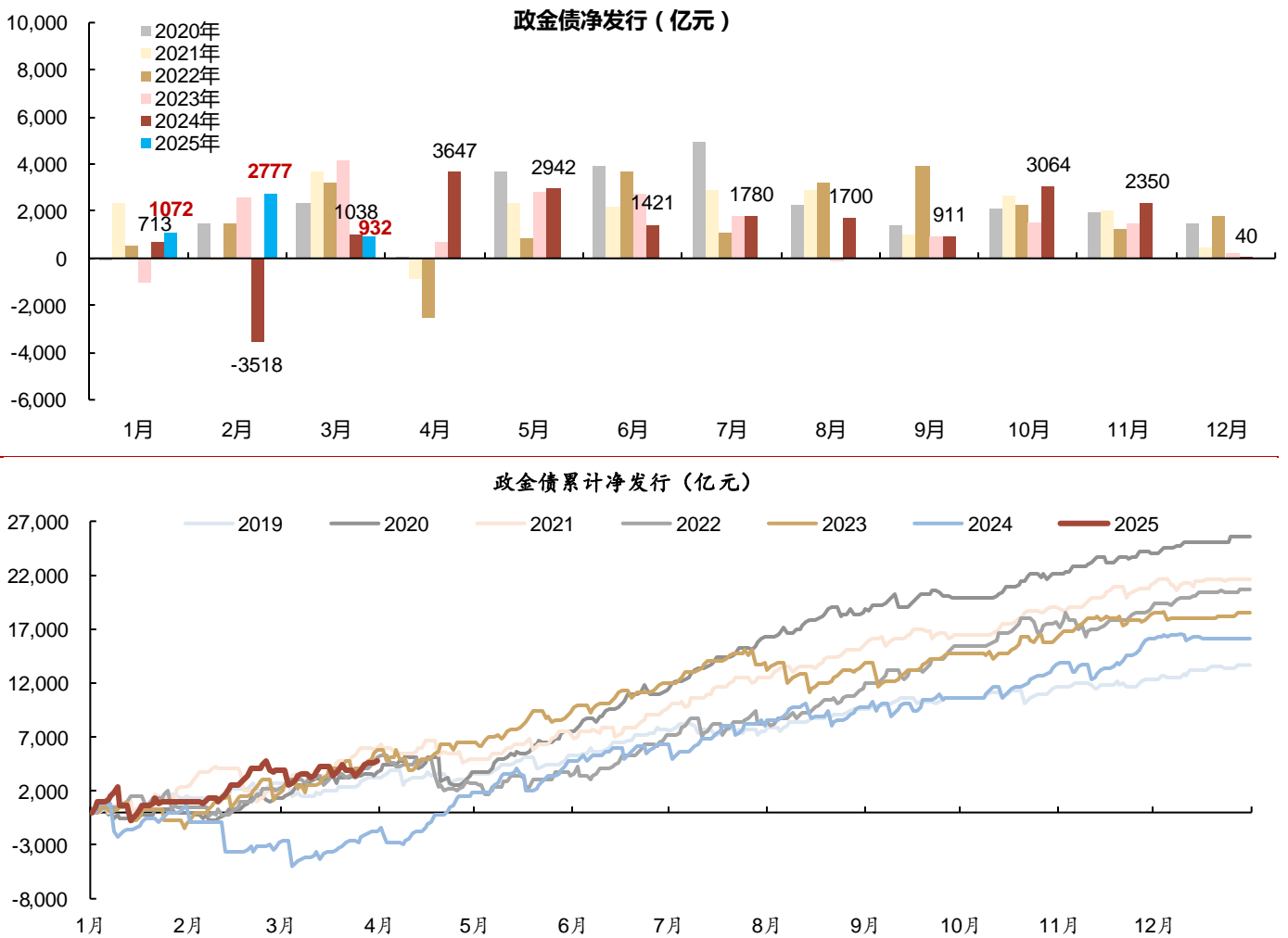
地区	2025 年一季度实际发行新增专项债 (亿元)	2024 年新增专项债发行总额 (亿元)	新增专项债 2025 年一季度发行/ 2024 年发行总额
上海市	227	380	60%
北京市	531	1048	51%
辽宁省*	99	203	49%
江苏省	954	2365	40%
广东省*	1618	4259	38%
厦门市	166	444	37%
四川省	800	2157	37%
河北省	544	1549	35%
海南省	205	609	34%
宁波市	150	469	32%
山东省*	1048	3363	31%
青岛市	160	581	28%
山西省	164	609	27%
湖北省	446	1661	27%
安徽省	428	1694	25%
陕西省	206	854	24%
内蒙古	59	245	24%
吉林省	121	537	22%
贵州省	121	554	22%
重庆市	254	1205	21%
福建省*	292	1421	21%
甘肃省	118	606	19%
河南省	364	1907	19%
深圳市	77	690	11%
浙江省*	288	2810	10%
天津市	58	683	9%
大连市	10	131	8%
云南省	63	831	8%
广西	32	801	4%
黑龙江省	0	345	0%
湖南省	0	1424	0%
江西省	0	1551	0%
宁夏	0	34	0%
青海省	0	44	0%
西藏	0	353	0%
新疆*	0	111	0%
新疆生产建设兵团	0	1509	0%
自审自发省份合计	2881	10849	27%
合计	9602	40038	24%

注：标红地区为 10 自审自发省份，标*省份不含计划单列市，新疆不含兵团；新增专项债不含中小银行资本金专项债
资料来源：WIND，华西证券研究所

1.3. 政金债：一季度发行平稳，高同比增幅主要源于低基数

政金债发行节奏整体平稳，高同比增幅主要源于基数效应。2025 年一季度政金债净发行 4781 亿元，同比大幅增长 6547 亿元，但主要由于 24 年同期极低的发行基数 (-1766 亿元)。若与近年历史同期相比，今年一季度净发行略低于 2020 至 2023 年同期的 5119 亿元，仅高于 2020 年的 3709 亿元，这反映出一季度政金债的实际发行节奏并未显著加快。

图 3：2025 年 1-3 月政金债净发行 4781 亿元，同比增长 6547 亿元



资料来源：WIND，华西证券研究所

总体而言，今年一季度国债和地方债显著放量，对市场流动性形成一定压力。一季度利率债净供给约 4.6 万亿元，较 2024 年同期的 1.3 万亿元大幅增长 3.3 万亿元，其中国债、地方债发行分别多增 1.0 万亿元、1.6 万亿元，显示中央财政前置发力特征明显、地方政府化债进程较快。

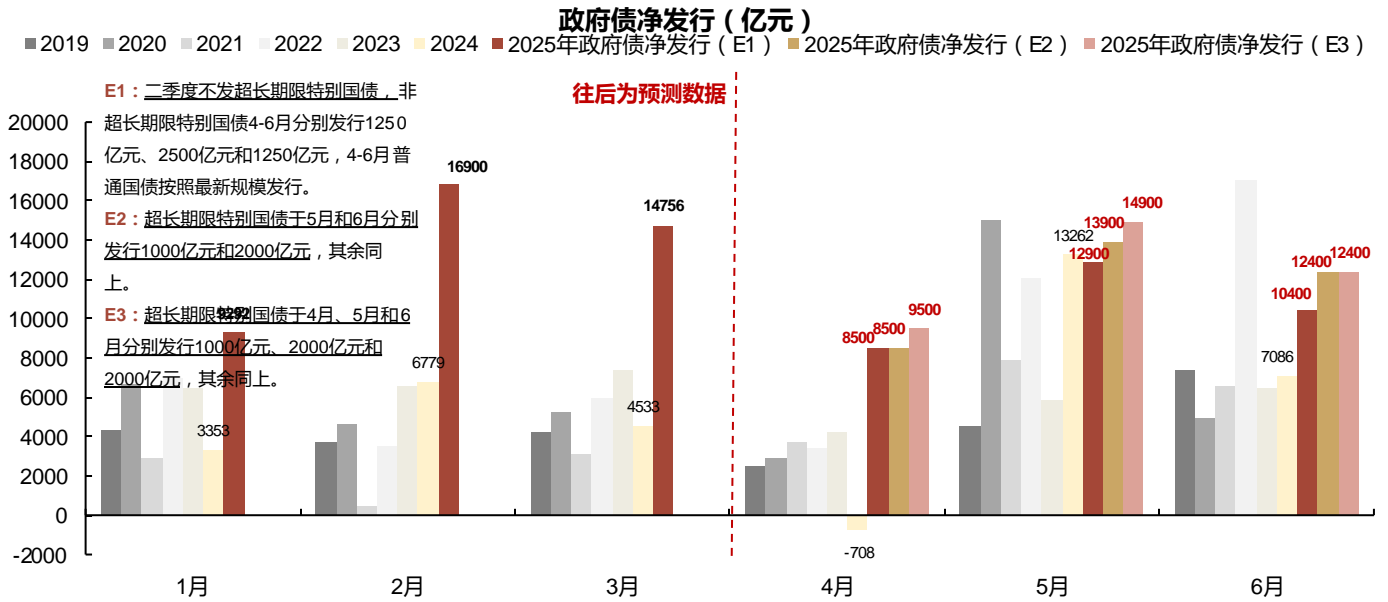
2. 二季度利率债供给环比下降，5 月或是高峰

综合地方债与国债来看，二季度政府债净发行约 3.2-3.7 万亿元，由于去年二季度为政府债发行低谷期，或同比增长约 1.3-1.8 万亿元。其中 4 月政府债净发行约 8500-9500 亿元，5 月约 12900-14900 亿元，6 月约 10400-12400 亿元。其中 5 月到到期量较小，供给压力可能较大，而 4 月和 6 月在高到期量背景下，供给压力相对可控。

二季度整体供给压力环比下降。与今年 2 月和 3 月每月净发行规模高达 1.5 万亿、1.6 万亿元的情况相比，二季度政府债供给压力将明显减轻。尤其是随着特殊再融资债供给高峰逐步过去，市场面临的阶段性供给冲击将有所缓和。尽管 5

月可能出现供给高峰，但整体而言，二季度政府债净发行规模环比一季度显著下降，供给压力处于可控范围内。

图 4：二季度政府债发行预测



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.1. 国债：二季度供给压力或在 5 月

今年国债净发行可能达到 6.66 万亿，包括中央赤字 4.86 万亿，特别国债 1.8 万亿。截至一季度末，国债已实现净发行约 1.5 万亿元，年内剩余净发行额度为 5.2 万亿元，具体包括特别国债 1.8 万亿元和普通国债 3.4 万亿元，平均至剩余的三个季度，每个季度净发行规模或在 1.7 万亿元

二季度特别国债开启发行。二季度国债发行计划已经落地，特别国债方面，计划发行 5 年期和 7 年期各两只较短期限，或主要用于四大行的定增计划，其中财政部拟申购 5000 亿元，对应两会宣布的支持国有大型商业银行补充资本金的特别国债额度。考虑到仍有 1.3 万亿超长期特别国债的供给未落地，预计这 5000 亿元特别国债可能在二季度完成全部发行，估算 4、5、6 月可能分别发行 1250 亿元、2500 亿元和 1250 亿元。

普通国债方面，在今年中央加杠杆及财政整体靠前发力的情况下，单只发行规模已经由此前的 1200 亿元左右上升至 1800 亿元左右，我们预计二季度单只发行规模仍维持高位，平滑供给压力。

不过，超长期特别国债的具体发行安排仍未明确，已公布的发行计划中，仅 4 月发行一只 30 年期国债，估算规模 500 亿元，可能是与地方债置换债错峰发行。回顾 2024 年，直到 5 月中旬才披露全年超长期特别国债发行计划，其供给节奏呈现“1:2:1”的比例分布，即二、三、四季度分别发行 2500 亿元、5000 亿元和 2500 亿元。关于今年 1.3 万亿超长期特别国债的供给节奏，市场目前存在三种主要猜想：一是二季度不发行超长期特别国债，优先发特殊再融资债；二是可能延续 2024 年的发行节奏，5 月启动，二至四季度分别发放 3000 亿元、7000 亿元和 3000 亿元；三是对等关税政策超预期后，中央财政或加大靠前发力力度，超长期特别国债可能在二季度提前放量，单季发行规模可达 5000 亿元。

因而对于二季度国债发行，我们也做出了三种情景假设：一是二季度不发行超长期特别国债，如期发行 5000 亿元非超长期特别国债，且主要期限付息国债按照最新披露规模发行（2Y、10Y 付息国债单只规模为 1700 亿元，3M 贴现国债规模为 400 亿元），预计二季度国债净发行规模约为 1.4 万亿元，同比增长约 0.3 万亿元，环比基本持平。分月来看，4-6 月净发行规模分别为 700 亿元、7600 亿元和 5600 亿元，5 月将是供给压力高峰。

二是超长期特别国债于 5 月启动发行，总规模为 3000 亿元，其中 5 月和 6 月分别发行 1000 亿元和 2000 亿元，非超长期特别国债和普通国债与第一种情景相同。在此情景下，预计二季度国债净发行规模约为 1.7 万亿元。

三是超长期特别国债于 4 月提前启动发行，总规模为 5000 亿元，其中 4 月、5 月和 6 月分别发行 1000 亿元、2000 亿元和 2000 亿元，非超长期特别国债和普通国债与第一种情景相同。在此情景下，预计二季度国债净发行规模约为 1.9 万亿元。

在这三种假设下，二季度国债净发行约 1.4-1.9 万亿元，同比增长约 5000-10000 亿元，其中 4 月国债净发行约 700 亿元至 1700 亿元，5 月约 7600-9600 亿元，6 月约 5600-7600 亿元。总体来看，无论超长特别国债以何种情景落地，供给压力相对较大的可能是 5 月，其次是 6 月，4 月相对可控，这主要是由于 4 月到期量高达 1.2 万亿元（历史次高值）。

表 3：4 月付息国债单只规模放量（亿元）

月份	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	20Y	30Y	50Y
2024-01	990	990	990	990	910	1050		280	
2024-02	990	990	990	990	910	1050		280	
2024-03	1070	1070	1070	1070	960	1150		280	230
2024-04	1250	1250	1250	1250	1150	1350		280	
2024-05	1210	1215	1223	1210	1085	1360	400	400	
2024-06	1450	1360	1360	1363	1450	1420	450	450	350
2024-07	930	931	933	930	820	1000	550	565	
2024-08	1230	1230	1230	1230	1106	1300	450	445	350
2024-09	1370	1370	1370	1370	1290	1420	450	600	
2024-10	1150	1150	1150	1040	1000	1050	400	500	300
2024-11	950	950	700	480	500	500	300	500	
2024-12	900	955	555	450	400	503		560	
2025-01	1170	1170	1170	1120	992	1260		300	
2025-02	1070	1070	1070	1020	880	1160		300	200
2025-03	1270	1675	1670	1825	1680	1360		300	
2025-04		1700				1700			

资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2.地方债：二季度新增专项债发行或将提速，但放量幅度可能有限

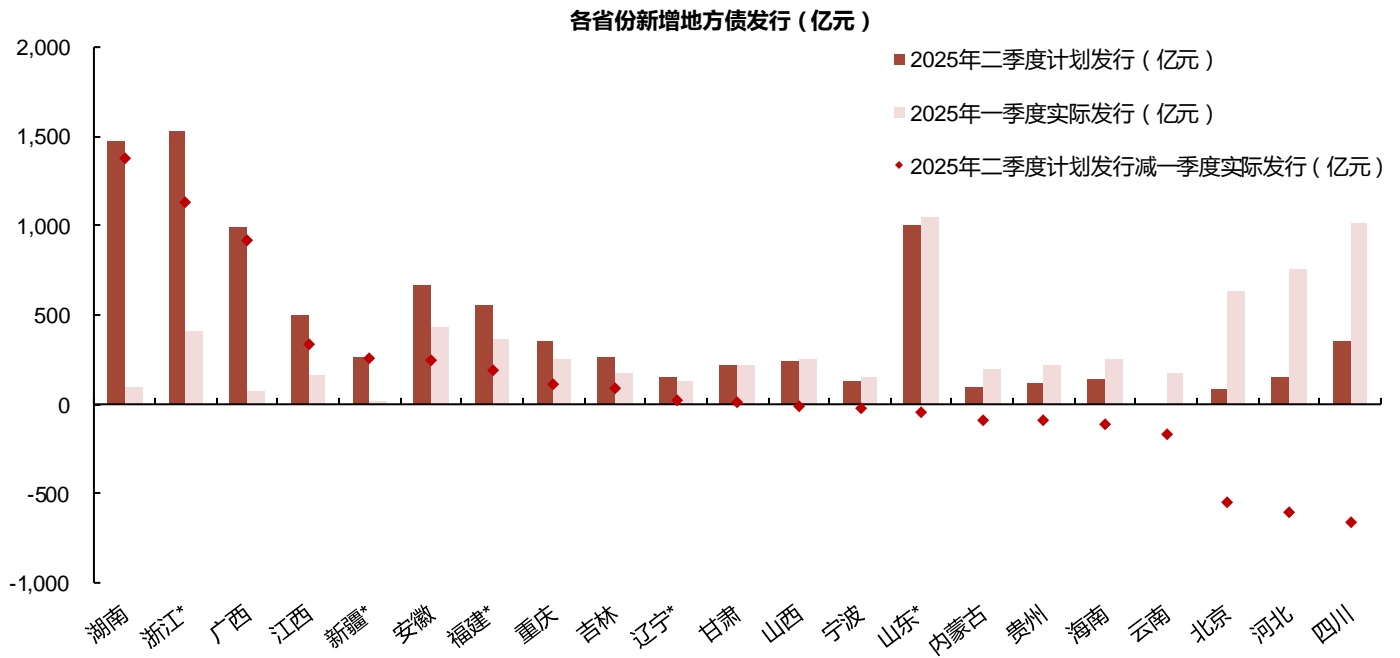
由于一季度地方债发行显著偏快，引发了市场对后续地方债发行继续赶进度的担忧，不过从各省份披露的二季度发行计划来看，放量幅度或有限，整体供给压力较一季度有所缓解。

截至 4 月 1 日，已有 21 个地区公布完整的二季度发行计划，新增债发行或较一季度加速。这 21 个地区新增债（一般+专项）共计划发行 9292 亿元，较一季度实际

发行的 7058 亿元增长约 2000 亿元。分月来看，4-6 月目前计划发行量较为平均，均在 3000 亿左右，呈现 1:1:1 左右的比例。

一季度计划与实际存在偏差，再融资债超发挤占新增债空间。31 个省市在一季度计划发行新增债 13202 亿元，但实际仅完成 11800 亿元，未达到预期目标。然而再融资债一季度实际发行超出计划约 4165 亿元，一定程度上挤占了新增债的发行空间。二季度，再融资债供给压力减轻，新增债的实际发行规模有望完成计划水平。

图 5：21 个省份二季度计划发行新增地方债 9292 亿元，环比下滑 3000 亿元，同比小幅下滑 500 亿元



地区	2025年4月					2025年5月					2025年6月					2025年二季度计划合计				
	新增一般	新增专项	再融资一般	再融资专项	合计	新增一般	新增专项	再融资一般	再融资专项	合计	新增一般	新增专项	再融资一般	再融资专项	合计	新增一般	新增专项	再融资一般	再融资专项	总计
云南	0	0	0	0	0	0	0	0	122	122	0	0	156	533	688	0	0	156	655	811
福建*	0	556	39	26	621	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	556	39	26	621
四川	0	0	0	350	350	0	350	213	3	566	0	0	63	0	63	0	350	276	353	979
河北	60	0	0	9	69	0	90	20	12	122	0	0	84	19	103	60	90	104	40	294
宁波	0	130	0	0	130	0	0	35	0	35	0	0	0	0	0	0	130	35	0	165
甘肃	0	20	0	56	76	0	100	50	0	150	0	100	50	0	150	0	220	100	56	376
江西	0	100	0	0	100	0	200	0	0	200	0	200	108	0	308	0	500	108	0	608
海南	24	117	87	57	285	0	0	0	0	0	0	0	86	60	146	24	117	173	117	431
浙江*	0	330	0	0	330	0	600	108	44	752	0	600	0	0	600	0	1530	108	44	1682
贵州	0	0	35	302	337	0	121	88	493	702	0	0	130	35	165	0	121	253	831	1205
北京	0	41	0	217	258	0	0	0	0	0	0	40	155	335	531	0	81	155	552	789
重庆	0	80	73	219	372	0	80	131	0	211	0	200	131	0	331	0	360	335	219	914
安徽	0	0	0	380	380	0	300	149	81	530	82	283	0	13	378	82	583	149	474	1288
内蒙古	0	0	251	0	251	0	87	0	0	87	15	0	161	0	176	15	87	412	0	515
吉林	0	17	7	19	42	66	0	0	3	69	0	183	169	20	371	66	199	176	42	482
广西	97	410	0	0	508	0	0	36	9	45	127	358	11	0	496	224	768	47	9	1049
新疆*	15	40	0	0	55	55	80	6	0	141	30	50	17	0	97	100	170	23	0	293
辽宁*	15	0	54	154	223	0	22	113	0	135	32	82	160	0	274	47	104	326	154	631
湖南	70	400	0	650	1120	0	400	117	3	520	0	600	236	0	836	70	1400	353	653	2476
山西	37	200	52	0	289	0	0	0	0	0	0	0	45	0	45	37	200	97	0	334
山东*	30	317	183	194	724	36	300	147	104	587	0	318	0	288	606	66	935	330	586	1917
合计	348	2757	781	2634	6520	157	2730	1212	875	4974	286	3014	1762	1303	6365	791	8501	3756	4812	17859

注：标*省份不含计划单列市，新疆不含兵团。统计于 3 月 31 日。

资料来源：中国债券信息网，各地财政厅，华西证券研究所

具体来看，二季度新增专项债发行规模环比增加，不过新增一般债或放缓。从已披露的 21 个省市发行计划来看，二季度新增专项债计划发行规模为 8501 亿元，较一季度实际发行的 5317 亿元增加约 3000 亿元。结合全国数据来看，一季度新增专项债发行规模为 9602 亿元，预计二季度可能达到 1.2 万亿元，平均每月发行 4000 亿元左右。相比之下，新增一般债的发行节奏或将有所放缓。根据已披露的发行计划，预计 4-6 月每月新增一般债发行规模约为 500 亿元，较一季度每月 1000 亿元的水平明显缩量。

再融资债压力下降。截至 3 月底，2 万亿的特殊再融资债剩余约 6400 亿元，预计这部分将在二季度部落地。相比之下，二季度特殊再融资债的压力比一季度少了约 7200 亿。结合已经披露的 21 个省市发行计划来看，二季度再融资债总共约发行 1.2 万亿，其中 4-6 月分别发行 5000 亿元、3000 亿元和 4000 亿元。

综合来看，预计二季度地方债总发行规模为 2.65 万亿元，到期规模为 8628 亿元，净发行规模为 1.79 万亿元。分月来看，4-6 月净发行规模分别为 7800 亿元、5300 亿元和 4800 亿元。相比一季度净发行规模 2.63 万亿元，二季度供给规模环比下降约 8400 亿元。

表 4：2025 年二季度地方债发行预测表（亿元）

时间	总发行	新增一般债	新增专项债	再融资债	到期	净发行
1 月	5576	1005	2048	2522	815	4761
2 月	13057	1046	3920	8092	342	12715
3 月	9788	740	3635	5413	996	8792
2025Q1 合计	28421	2791	9602	16027	2153	26268
4 月(E)	9500	500	4000	5000	1652	7800
5 月(E)	7500	500	4000	3000	2248	5300
6 月(E)	9500	500	5000	4000	4727	4800
2025Q2 合计(E)	26500	1500	13000	12000	8628	17900
2024Q2 合计	19189	1243	8594	9353	10255	8934
2025Q2 合计(E) - 2024Q2 合计	7300	300	4400	2600	-1600	9000
2025Q2 合计(E) - 2025Q1 合计	-1900	-1300	3400	-4000	6500	-8400

注：除到期数据之外，其他预测数据取整到百位

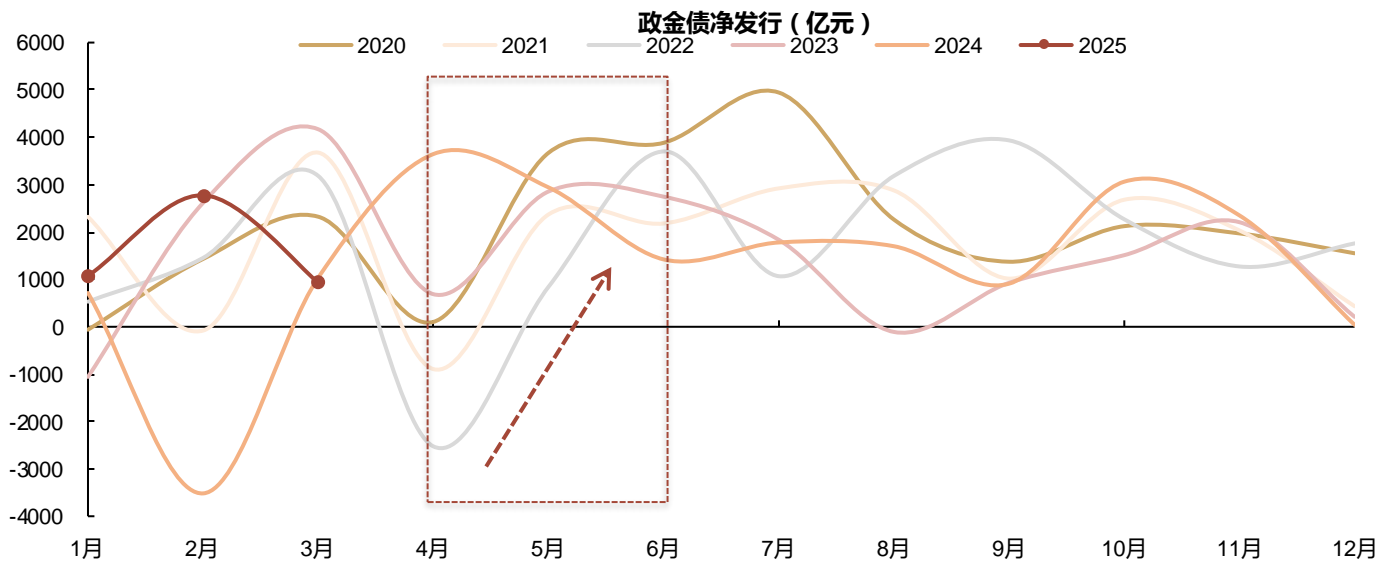
数据来源：Wind，中国债券信息网，华西证券研究所

2.3. 政金债：季节性放量趋势显现，不过影响有限

展望二季度政金债发行，季节性或仍占主导，总量环比或有提升。尽管政策性银行缺乏明确的定期发行指引，政金债供给预测仍可参考其季节性规律。梳理其历史发行数据，二季度发行节奏大概率呈“前低后高”态势，即 4 月净发行较低，而 5-6 月将进入供给高峰期。根据最近五年同期发行情况，同时考虑二季度可能适度放量，估算二季度政金债净发行约 5000-7000 亿元，环比增长 500-2000 亿元，但受去年高基数影响，同比或回落 1000-3000 亿元。其中 4-6 月分别净发行约-500 至 500 亿元、2000-3000 亿元和 2500-3500 亿元。

政金债供给即便提速，其对市场的冲击预计依然可控。一方面，政金债体量相对较小，单月净供给多控制在 5000 亿元以内，绝对供给压力有限。另一方面，其募集资金不纳入财政性存款体系，不会直接抽离银行间流动性，对市场资金面的扰动弱于政府债。

图 6: 政金债发行存在一定季节性规律, 2020-2024 年 4-6 月净发行均值分别为 203 亿元、2537 亿元和 2787 亿元



资料来源: WIND, 华西证券研究所

3. 风险提示

二季度地方债实际发行与计划发行可能差异较大。

国内政策出现超预期调整。本文假设国内政策相对温和, 宽松幅度不及以往周期。但假如国内经济超预期放缓, 国内财政或监管政策相应可能出现超预期调整。

经济发展超预期。若经济发展超预期, 可能导致地方经济、财政和债务形势发生变化。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。