

## 2025 年中国财政政策：逆周期调节加码，债务风险可控

2025 年 3 月 12 日

### 要点

- 标普信评认为，2025 年财政政策延续积极基调，逆周期调节力度进一步增强，新增债务限额明显高于往年，贯彻了政府实施财政政策“更加积极”、“更加给力”的决心，与主要的经济体相比，中国政府债务仍有空间。
- 新增政府债务结构变化呈现以下三个特征：中央政府债务增加较明显、专项债支持领域和用途扩展、额度分配由防风险向促发展转变，体现中央政府更强的加杠杆意愿，同时意在提升专项债资金使用效率。
- 动态调整债务高风险地区名单政策体现了政府在债务风险管理和经济增长之间的平衡策略，推动“在发展中化债，在化债中发展”，化债为经济发展夯实基础，经济发展是化债的最终手段。
- 我们认为，中国财政政策加码推高政府债务规模，但政府加杠杆伴随债务投向结构优化，成本降低，政府债务风险总体可控，长期来看，债务增长如何撬动经济增长将成为关注点。

### 研究员

邓灵

北京

+86-10 6516 6054

Ling.deng@spgchinaratings.cn

王雷

北京

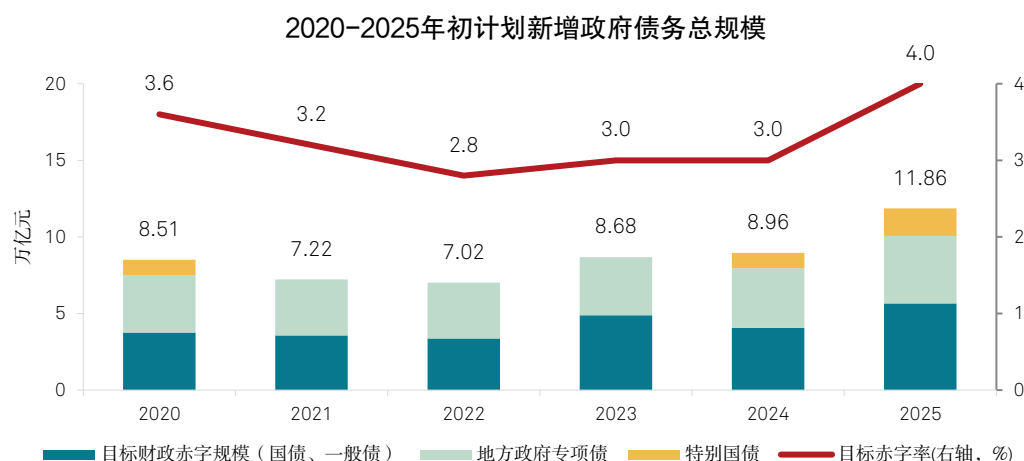
+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

十四届全国人大三次会议于 3 月 5 日在北京召开，期间，李强总理作政府工作报告，财政部公布了《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（摘要）》（以下简称“预算报告”）。对比历年财政政策表述，2025 年我国财政政策延续“积极”基调的同时，程度上强调“更加积极，持续用力、更加给力”，体现了政府强化逆周期调节手段，加强经济刺激的积极信号。其中，提高赤字率、扩大专项债与特别国债规模、化解地方政府债务风险等财政政策导向引发了市场关注和讨论。我们围绕三个方向解读 2025 年财政政策并研判政府债务风险：一是财政政策增量和年内调整空间使政府获得空前政策加码力度；二是政府债投向扩展释放了债务工具灵活性；三是动态调整债务高风险地区名单等政策体现政府平衡风险防控与经济增长导向。

**2025 年财政政策逆周期调节力度进一步增强，债务限额上升较多，为促进经济增长、化解债务风险提供了更大的政府债务工具使用空间。**根据政府工作报告和预算报告，2025 年我国提高了财政赤字率，拟按 4% 左右安排，赤字规模 5.66 万亿元，无论是赤字率还是赤字规模均为历年最高水平。此外，2025 年拟安排专项债 4.4 万亿元，比去年增加 5000 亿元；超长期特别国债拟发行 1.3 万亿元，比去年增加 3000 亿元；拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本金。2025 年计划新增政府债务总规模为 11.86 万亿元，远高于以前年度，贯彻了政府财政政策“更加积极”“更加给力”的决心。若考虑到当年新增 2 万亿元置换债券规模，2025 年新增债务限额达到 13.86 万亿元。

图1



资料来源：公开资料

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计 2025 年国债和地方政府债可动用结存限额有限，政府仍可以在年内调增政府债务限额，获得更多政策加码空间。根据预算报告公布的 2025 年政府债务限额，若当年计划新增政府债务全部发行，截至 2025 年末，国债余额为 41.2 万亿元，地方政府债余额为 54.7 万亿元，与预算报告中的债务限额分别相差 0.6 万亿元和 1.3 万亿元，运用结存限额可操作的政策空间有限。但根据近年政府财政政策手段来看，年初预算是政策导向和政策基础，年内仍存在进一步加杠杆的空间。

参考表 1，我国政府曾动用政府债务结存限额创造举债空间，用于发行再融资债券、置换隐性债务或扩大投资；政府还可以在年内采取灵活调整手段调增政府债务限额，获得更大的政策空间，可选政策工具包括新增专项债、特别国债等。2024 年政府工作报告就提及拟连续几年发行超长期特别国债。财政部部长在 2025 年两会记者会上表示“为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间”；《政府工作报告》起草组负责人亦在吹风会上提出“宏观经济政策实际上还留有后手，将会依据形势变化动态调整、积极应对”。无论是政府发言表态还是近年来政府债务工具政策手段的运用，都体现了我国政府对风险预判的信心和在政策工具方面灵活调整的能力。

表1

2022 年以来政府债务结存限额情况和年内调整债务限额相关政策情况（单位：万亿元）

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E
国债限额	26.70	30.86	35.20	41.86
国债余额	25.87	30.03	34.57	41.23
<b>国债结存限额</b>	<b>0.83</b>	<b>0.83</b>	<b>0.63</b>	<b>0.63</b>
地方政府债务限额	37.65	42.17	52.79*	57.99*
地方政府债务余额	35.07	40.74	47.54	54.74
<b>政府债务结存限额</b>	<b>2.58</b>	<b>1.43</b>	<b>1.25*</b>	<b>1.25*</b>
当年利用结存限额情况	允许地方动用 5029 亿元专项债务结存限额发行新增专项债券支持重大项目建设	当年发行特殊再融资债 1.39 万亿元，额度来源于地方政府债券结存限额	2024 年动用地方政府债务结存限额 4000 亿元，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款；动用地方政府债务结存限额 1000 亿元用于扩大投资	-

当年未纳入年初预算的新增债务情况	-	四季度增发 1 万亿元国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力	批准 6 万亿元债务限额用于置换隐性债务，分三年安排，2024—2026 年每年 2 万亿元	-
------------------	---	----------------------------------	--	---

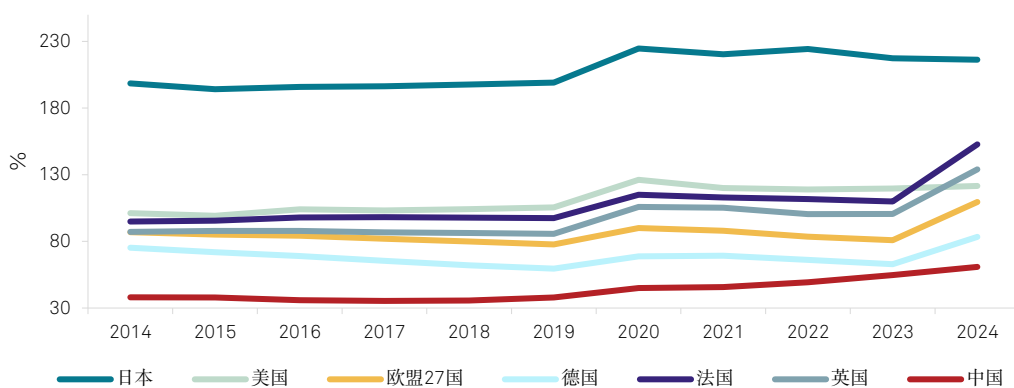
注：标“\*”号 2024 年、2025 年地方政府债务限额考虑了 6 万亿置换债券情况，当年政府债结存限额同理。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

尽管 2025 年财政政策力度空前，但与其他主要经济体相比，中国政府仍有一定举债空间。截至 2024 年末，我国政府债务余额 82.1 万亿元，占 GDP 比重约 61%，与世界主要经济体相比，我国政府债务率（政府债务总额/GDP）尚处于较低水平。若 2025 年预算新增政府债务全部发行，预计截至 2025 年末，政府债务规模约 96 万亿元，占 GDP 规模约 68%（按照 5%增速预测 2025 年 GDP），仍低于美国、日本、德国等其他经济体。

图2

部分经济体政府债务率情况



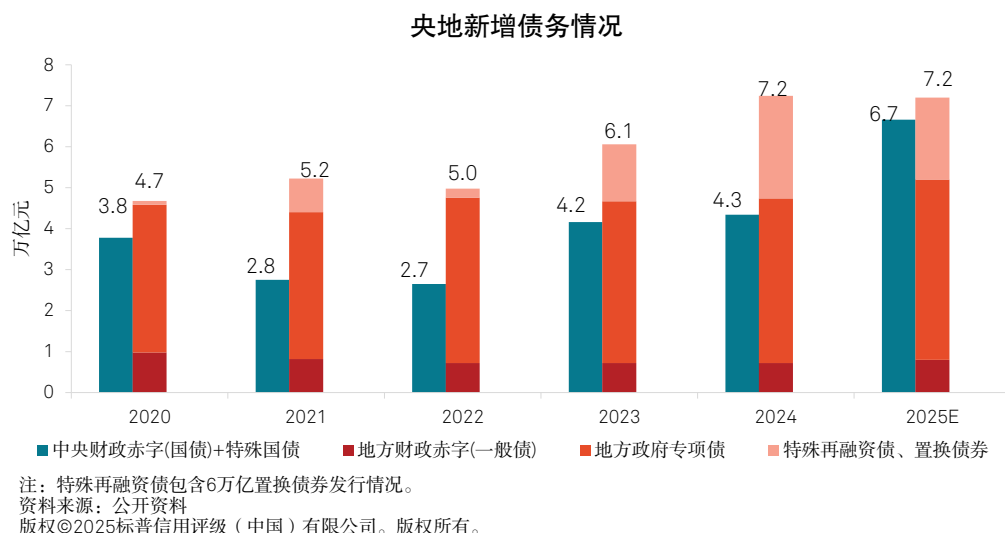
注：（1）政府债务率=政府债务总额/GDP；（2）欧盟、德国、法国、英国2024年数据系2024年1-9月数据。

资料来源：iFinD

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

新增政府债结构的变化呈现以下三个特征：中央政府负债上升较多、专项债支持领域和用途扩展、额度分配由防风险向促发展转变，体现出中央政府承担更多加杠杆责任，同时提升专项债资金使用效率，提升财政政策效果。在地方政府债务压力仍然较大背景下，2025 年中央政府负债上升更多。若将地方政府发行的特殊新增专项债及置换债券考虑在内，2020 至 2024 年末，新增国债占央地债务规模的比率分别约为 45%、34%、35%、41%、37%，其中 2020 年和 2023 年占比较高，主要因为 2020 年新增抗疫特别国债 1 万亿元，2023 年 4 季度增发 1 万亿元国债；根据政府工作报告和预算报告计划新增债务情况，2025 年，加上超长期特别国债 1.3 万亿元和特别国债 5000 亿元，当年新增国债占比提升至 48%，中央政府负债上升显著快于地方。

图3



从用途上看，专项债支持领域和用途扩展，项目建设投向领域从传统基建转向多元化领域，提升资金使用效率的同时，强化债务风险化解和支持房地产平稳发展功能，释放了债务工具灵活性。2019 年国常会构建了专项债投向的 7 大基础分类领域后，2020—2024 年，专项债资金投向又陆续增至 9 大领域，并拓宽至 2024 年的 11 大领域，具体分项包括新能源，云计算、人工智能等新型基础设施，信息化基础设施，集成电路配套基础设施等。2024 年 12 月 25 日，国办发文明规定，未纳入专项债投向领域“负面清单”的项目均可申请专项债资金，专项债券投向领域由原先的“正面清单”+“负面清单”管理，改为“负面清单”管理。专项债用于项目建设的投向领域逐渐扩大，减少闲置资金，增加资金利用率，让财政政策效果更加显著。

除用于项目建设外，2020 年明确了专项债还可用于补充中小银行资本金。2024 年批准从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元额度补充政府性基金财力，专门用于化债；“134 号文”则将重点省份的非持牌金融机构债务、非重点省份非标债务和非持牌金融机构的债务纳入可进行债务置换和重组的范围，加大了专项债用于地方化债的政策支持力度。2025 年，政府明确在新增发行专项债额度内，地方可根据需要统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房。专项债用途从项目建设进一步向强化债务风险化解和支持房地产平稳发展功能拓展，从而促进经济发展。

2025 年地方财政实际上用于新增投资项目的资金规模或较去年降低。2024 年新增专项债券中投向项目建设的规模约为 3.1 万亿元，占比约 78%。2025 年新增地方专项债额度虽然较去年 3.9 万亿元提升了 5000 亿，但考虑到其中有 8000 亿元用于存量债务化解，部分额度还将用于支持土地储备、存量商品房收购，实际用于新增投资项目的资金规模或较去年降低。未来，专项债将不仅作为项目建设重要资金来源，其防范风险、稳定市场的职能将继续凸显和强化，有助于推动房地产市场回稳，以及支持地方政府化解债务风险。

表2

## 2020 年以来地方政府专项债用途扩张

时间	地方政府专项债投向
2019 年	国常会构建了专项债投向的基础分类框架，共 7 大领域，包括交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施
2020 年	投向领域增加国家重大战略项目和保障性安居工程，共支持 9 大领域；除用于项目建设外，2020 年专项债还可用于补充中小银行资本金

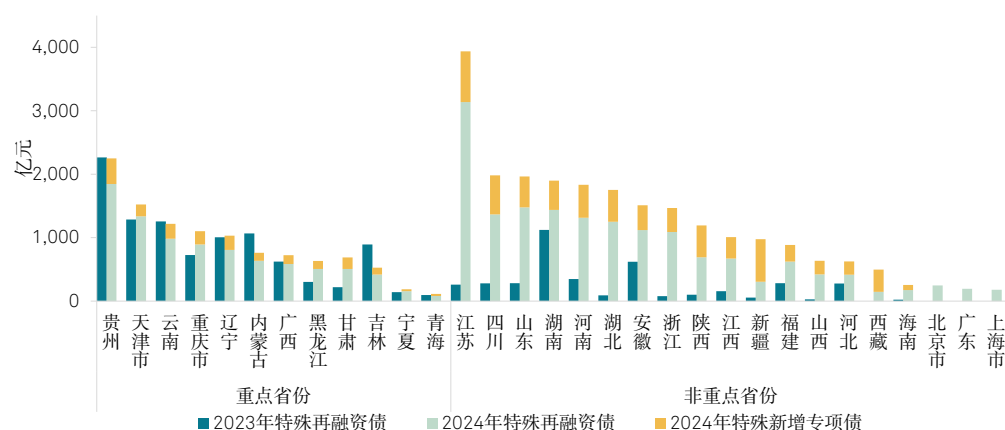
2022 年	继续重点用于 9 大领域基础上，将“新能源”并入原有能源领域，增加“新型基础设施”领域
2024 年	2024 年 12 月发布的“国办发〔2024〕52 号文”，提出实行专项债券投向领域“负面清单”管理，意味着“负面清单”之外皆可申请专项债券资金，专项债资金的投向有所拓宽；此外，政府连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；2024 年 7 月出台的“134 号文”，进一步将重点省份的非持牌金融机构债务、非重点省份非标债务和非持牌金融机构的债务纳入可进行债务置换和重组的范围
2025 年	在 2025 年新增发行专项债额度内，地方可根据需要，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房这两个方面的专项债项目。2 月广东省率先发行专项债用于收购闲置存量土地。2025 年 3 月 11 日自然资源部、财政部已发布《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》

资料来源：公开资料，标普信评整理。

2025 年政府工作报告再次释放了中央“坚持在发展中化债、在化债中发展”的信号，提出“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”，体现了中央在防范化解地方政府债务风险的同时，注重平衡经济增长与风险防控的政策思路。近年来，用于置换存量债务的地方政府债分配向非重点地区倾斜。2024 年政府用于置换存量债务的化债额度主要有两部分，特殊再融资债（含盘活结存限额和 2 万亿元置换债券）、特殊新增专项债。相较于 2023 年重点省份获得再融资债化解债务额度显著高于非重点省份的情况，2024 年起，化债额度分配并没有对重点化债省份过度倾斜，非重点省份获得化债额度明显提升。其中，江苏、贵州、四川、山东、湖南、河南等地发行规模较大，体现了当前化债额度在分配上主要参考为各省隐性债务余额，同时注重地方经济发展。我们认为，经过几年的隐性债务化解，地方化债已经取得一定成果，尾部城投风险得到控制，未来债务资源分配重心从保化债向注重地方经济发展转变，经济较发达区域或将获得更多债务额度的支持。

图4

2023年-2024年特殊再融资债、特殊新增专项债发行情况



注：计划单列市数据包含在所在省份中。

资料来源：企业预警通，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

“一揽子化债”推行以来，重点省份债务管理已见成效，“动态调整债务高风险地区名单”政策思路下，中央对地方化债将强化差异化监管，或将出现首批退出重点省份，实现政府投资项目增长。根据各重点省份披露的政府工作报告和地方政府预算报告（表 3），多地取得了阶段性化债成果。此外，宁夏已提及符合退出债务高风险省份的条件，并向国务院提交申请，有望成为首批退出名单的省份。

我们认为，随着部分高风险地区债务逐渐压降，政府投资紧约束已经成为发挥政府投资对经济发展的刺激作用的制约，以省为层面严监管控新增，也可能抑制重点省份中资质较好城市的有效投资需求。动态调整债务高风险地区名单机制能够避免因“一刀切”导致的投资过度紧缩，预计在中央注重平衡

经济增长与风险防控的政策导向下，债务风险逐渐出清的重点省份或地区将能够实现退出名单、恢复政府融资能力，为投资拉动地方经济增长释放空间。

表3

## 2024 年重点省份化债成果

	债务化解	压降融资成本	退平台
天津	全口径化债工作取得显著成果，非标、高息隐性债务全部出清	有息隐性债务平均利率较上年降低 1 个百分点	融资平台市场化转型步伐加快，清理撤并融资平台 75 家
贵州	2024 年分配贵州置换隐性债务的政府债务限额已发行使用完毕，有序化解隐性债务，降低成本，减轻地方偿债压力		稳步推动融资平台压降和转型
云南	全年按时足额偿还政府法定债务到期本息 1629.5 亿元		
重庆		债券平均发行利率 2.2%、下降 0.7 个百分点，有效降低利息负担	
辽宁			融资平台数量下降 55.9%，压降比例居全国前列
内蒙古	8 个旗县隐性债务清零，1 个盟市本级和 10 个旗县有望退出高风险等级，有望实现全区债务风险降级		地方政府融资平台压降 66.5%
广西	全区隐性债务余额较 2018 年减少 70% 以上	落实发行再融资债券 515 亿元置换存量隐性债务政策，每年节省利息 10 亿元以上。新发行债券加权平均利率同比下降超 303 个基点，融资成本显著下降	推动 70 家融资平台隐性债务“清零”
黑龙江	融资平台金融债务余额大幅压降，压降幅度居全国第二、重点省份第一		
甘肃	全年化解存量隐性债务占 2023 年底余额的 1/3		融资平台压降 94 户、下降 35.9%
吉林	2024 年全省存量隐性债务降至 1000 亿元以下，与上报国务院“331”数据相比压降 80% 左右；58 个市县区隐性债务清零，占全部市县区的 82.9%		压降融资平台 187 家，压降比例 56.7%
宁夏	累计政策性减少隐债 772 亿元，占 2023 年末隐债规模的 80%。实现隐债规模、债务率、融资平台、金融债务、中小金融机构风险、高风险地区数量“六个下降”		全区融资平台债务规模持续压降、较峰值下降 43%，融资平台数量大幅压降、退出比例达到 76%
青海	落实一揽子化债方案，多渠道统筹资金资产资源，4 个州全面实现隐性债务“清零”，全年化债任务顺利完成		

资料来源：地方政府工作报告和 2024 年预算执行情况与 2025 年预算草案报告等，标普信评整理。

我们认为，中国财政政策加码推高政府债务规模，但政府加杠杆伴随债务投向结构优化、成本下降，政府债务风险总体可控。长期来看，债务增长如何撬动经济增长将成为关注点。增量政府债务中，中央债务增长重点支持“两重”建设、“两新”领域，并通过社会保障支出、消费补贴直接惠及民生、刺激内需，同时关注维持金融系统稳定。而地方政府债务规模增长伴随着债务投向结构化调整，2024 年以来地方政府债增量很大部分来自隐性债务显性化，通过期限较长、成本较低的地方政府专项债券置换期限较短、成本较高的隐性债务，有利于逐渐释放地区隐性债务风险、延长债务期限和降低融资成本。总体来看，政府债务扩容和结构变化，使政府腾出更多资金用于解决当前我国发展面临的重点

问题，基于此，政府债务增长有其必要性。但也应注意到，地方土地出让收入持续下滑叠加税收收入增长动力不足，政府财政收入承压，过度依赖政府加杠杆填补财政缺口将影响财政良性运行的可持续性。此外，新增专项债将投向土地储备、存量商品房市场和置换隐性债务等领域，还应关注土地市场和房地产市场的信心修复情况，以及高风险地区债务化解进展。长期来看，部分地区仍需找到除房地产以外的新增长点，通过经济增长“做大分母”降低负债率。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。