

投研视点 | 地方债复盘和展望

一、2025 年地方债发行情况

2025 年地方债发行量达 10.29 万亿，净融资 7.28 万亿，均创历史新高。发行结构方面，新增专项债占比 45%，再融资专项债 30%，再融资一般债 18%，新增一般债 7%。期限结构上，平均发行期限增至 13.98 年，20 年、30 年期占比提升至 37.51%，10 年期降至 27.29%。截至年末，10 年及以上超长债占地方债存量规模升至 36%，规模约 17.8 万亿元。2025 年，地方债发行利率全年平均 1.98%，较 2024 年继续回落。从发行利率走势来看，全年呈现先升后降再升的特点。1-3 月发行利率上升；4-7 月发行利率下降；8-9 月受增值税影响发行利率提升幅度较大；10-12 月高位波动。一二级利差方面，30 年期发行利率相较于二级成交利率倒挂幅度最小，发行最为市场化。

二、地方债与国债利差走势及影响因素

10 年地方债与国债利差呈现区间震荡，利差中枢下降的特点。利差平均值 21bp，具备一定的均值回归特性。当利差过高时有压降的动力，当利差过低时也有扩张的可能。以 2025 年为例，一季度利差受一级供给放量、市场调整等因素影响，利差上行至 30bp；二季度，资产荒逻辑及非银负债规模增长下，利差逐步压缩至 10bp 以下的历史低位；三季度市场调整及非银赎回压力下，放大利差波动，地方债或因流动性不佳上行幅度更大，带动利差走阔。四季度央行重启国债买卖、供给回落引导利差收敛。

30 年地方债与国债利差走势与 10 年接近，但利差中枢有所上行，或因一级发行中长期地方债供给规模上升。

图表 1：10 年地方债与国债利差走势



图表 2：30 年地方债与国债利差走势



数据来源：Wind

地方债利差的影响因素主要包括以下几点：

- 1.供给因素：**地方债的发行规模和节奏对利差影响显著。当地方债发行规模大幅增加、发行进度前置时，市场供给压力增大，容易导致地方债 - 国债利差走阔，如 2025 年一季度；当供给边际缩量时，利差可能会压缩，如 2025 年二季度。
- 2.利率走势：**地方债由于流动性弱于国债，当债券利率快速上行或下行时，地方债和国债的收益率都会受到影响，但由于地方债流动性相对较差，利差会发生明显变动。例如牛市初期，国债收益率快速下行，地方债收益率下行幅度不及国债，利差被动走阔。
- 3.机构行为：**不同机构对地方债和国债的投资偏好和行为不同，会影响利差。基金等交易型机构对市场变化较为敏感，其交易行为会放大利差波动，如三季度赎回潮时，基金的抛售行为带动利率上行，地方债因流动性不佳上行幅度更大，利差走阔。

三、地方债投资策略

2025 年前 7 个月发行置换债券 3.9 万亿元，财政部提及“靠前使用化债额度”，预计 2026 年化债品种仍将发行前置。年初以来，10 年地方债-国债利差维持在 20-25bp，波动幅度较小。从地方债到期量来看，呈现逐步增长的特点，地方债二季度到期约 1.25 万亿元，净融资压力相较一季度预计有所减轻，二季度利差有收窄的可能性。可根据发行节奏，在利差走阔时进行配置。

基于机构行为和资产比价，30 年地方债的主力配置机构为保险，10 年及以内的主力配置机构为银行，基金等交易盘的机构行为会放大利差的波动。例如年末关注保险配置窗口的超长债机会；关注基金等负债端的变化，在负债大幅增长期，非银可能加大对地方债的投资，压缩地方债利差。

品种选择上，10Y 品种可适当下沉，博弈偏弱地区的高票息和利差收窄空间；30Y 更注重安全性和流动性，可以经济强省为主。

(作者朱燕琼为太平基金固定收益投资部基金经理)

风险提示太平基金在本文中的所有观点仅代表太平基金在本文成文时的观点，太平基金有权对其进行调整。文中内容及观点仅供参考，不构成对投资者的任何投资建议，也不保证在信息发生更新的情况下作出的建议不发生变化，公司及其员工不就本文涉及的任何投资作出任何形式的风险承诺或收益担保，也不对任何人使用本文内容而引致的任何损失承担任何责任，任何人士及机构均不应依赖该文取代其独立判断。本文转载的第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表太平基金的立场，太平基金不对其准确性或完整性提供直接或间接的声明或保证。除非另有明确说明，本文的版权为太平基金所有。未经太平基金的事先书面许可，任何个人或机构不得将此文或其任何部分以任何形式进行派发、复制、修改或发布。如转载、引用或刊发，需注明出处为“太平基金管理有限公司”，且不得对本文进行任何有悖原意的删节或修改。

投资有风险，投资需谨慎。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

太平基金郑重提醒您注意投资风险，在进行基金投资前请仔细阅读相关风险提示函和本公司旗下各基金的《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件以及披露的最新相关公告，并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资，谨慎进行投资决策。