下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济深度报告

有形之手（5）：后续政府债供给怎么看？

核心观点

本报告是"有形之手"系列研究的第五篇，主要对 2026 年后续的政府债供给节奏进行预测。

下半年政府债供给呈"倒 U 型"，广义赤字高峰在 9 月。广义赤字上半年累计仅约 5.1 万亿，同比少 9 千亿，大幅落后于 2025 年同期。进度慢、总量不少，意味着下半年供给将显著提速，7 月以来已明显加快，与去年同期差距收窄。预计三季度逐月将提速，9 月单月广义赤字超过 1.6 万亿，四季度净融资逐月回落。

国债：三季度显著提速，9 月单月净融资超 9000 亿、为全年高峰。上半年国债净融资 3.1 万亿，较 2025 年同期少融资 6717 亿，下半年进度将加速赶上。综合到期量测算，8 月净融资较少，9 月最多。

地方债：发行高峰在 8 月，全年净融资预计约 6.9 万亿。上半年地方债发行多、净融资少，净融资同比少约 5000 亿。按过去五年进度预测，新增一般债和新增专项债均为 8 月发行最多；加总再融资债后，8 月为全年地方债发行与净融资高峰，三、四季度新增地方债预计分别为 1.9 万亿、0.9 万亿。

风险提示：经济复苏存在波动，财政增量政策超预期

经济研究 · 宏观深度

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

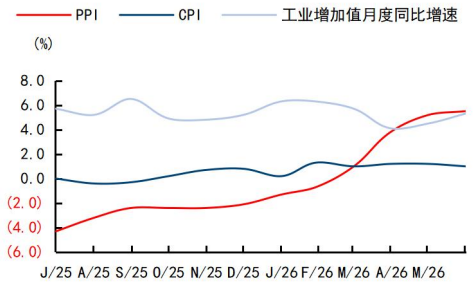
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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-有形之手（4）：财政 ABC 之政府债务框架》——2026-07-22
《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

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

广义赤字：下半年呈倒“U”型 4
国债：预计 9 月迎来高峰 5
地方债：下半年发行高峰在 8 月 8
风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 广义赤字进度（截至 7-19） 4
图2： 财政工具余额（截至 7-19） 4
图3： 2026 年政府债预计新增融资额 5
图4： 2026 年政府债预计发行进度预测 5
图5： 国债净融资进度（截至 6 月） 6
图6： 国债月度发行数据（截至 2026 年 6 月） 6
图7： 国债发行进度预测 6
图8： 预计 9 月国债净融资为全年高峰 6
图9： 2026 年国债新增融资额预测 7
图10： 国债净融资季节性 7
图11： 地方债发行月度额 8
图12： 地方债净融资（截至 6 月底） 8
图13： 新增专项债发行月度 8
图14： 新增一般债发行季节性 9
图15： 新增专项债发行季节性 9
图16： 新增一般债发行额及预测 9
图17： 新增专项债发行额及预测 9
图18： 地方债净融资进度预测 10
图19： 地方债发行额 10

表1： 2026 年政府债务月度预测 5
表2： 特别国债发行安排及规模对比 7

下载日志已记录，仅供内部参考

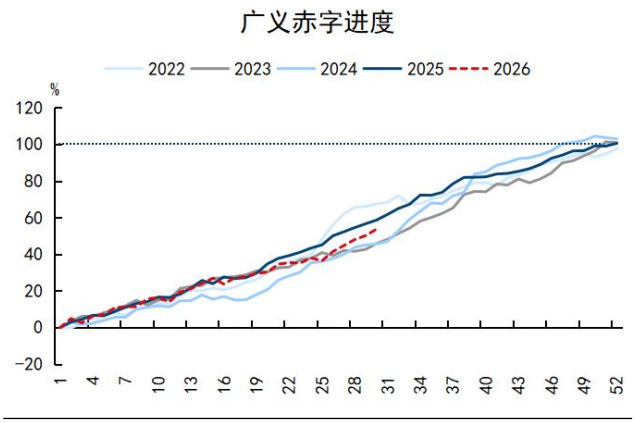
今年上半年，国债净融资与地方债发行节奏均偏慢，财政力度也逐渐退坡。

作为“有形之手”系列的第五篇，本文从供给端切入，结合历史季节性、预算安排与债务滚动等特征，对下半年政府债的发行与净融资节奏进行测算。我们先从广义赤字口径给出全景判断，再分别拆解国债和地方债两条线。

广义赤字：下半年呈倒“U”型

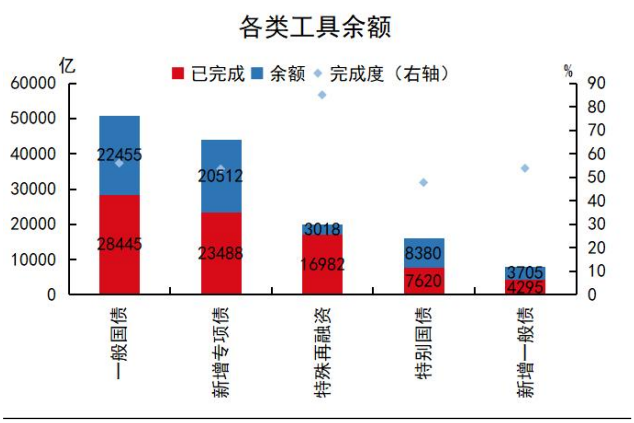
回顾来看，今年上半年广义赤字落地节奏偏慢。广义赤字指的是国债净融资与新增地方债发行之和，今年上半年广义赤字落地的节奏整体偏慢：广义赤字累计约 5.1 万亿，同比少约 9 千亿；完成全年预计规模（11.89 万亿）的进度为 43%，大幅落后于 2025 年上半年（51%）。节奏上看，一季度供给一度快于去年同期，3 月起转为落后，二季度落后幅度持续走阔，这也导致广义财政支出高开低走，上半年的广义财政缺口同比下滑 13%。由于广义赤字总量与去年基本持平，上半年进度慢意味着下半年将显著提速。

图1：广义赤字进度（截至 7-19）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：财政工具余额（截至 7-19）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们基于政府债发行的季节性规律，结合预算安排与债务滚动特征，对下半年国债和地方债的月度发行与净融资分别进行测算（具体见第二、三节），加总得到广义赤字节奏。

2026 年下半年，广义赤字和政府债净融资的节奏预计呈“倒 U 型”。三季度国债到期压力减弱，叠加地方债集中发行，形成全年供给压力最集中的时段，单月融资规模逐月递增，9 月超过 1.6 万亿。四季度政府债供给进入全年收尾阶段，发行规模逐步回落，预计 10 月接近 1.3 万亿，后续 11-12 月净融资规模快速下行。7 月以来供给已明显提速，截至 7-19 日广义赤字进度升至 54%，与去年同期差距收窄至约 5700 亿。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：2026 年政府债务月度预测

2026年广义赤字月度预测							
月份	一般国债发行	一般国债到期	一般国债净融资	特别国债	新增一般债	新增专项债	广义赤字
1月	12,170	7,903	4,268	0	608	3,677	8,552
2月	10,220	6,199	4,021	0	1,496	4,565	10,083
3月	13,810	10,832	2,978	0	495	3,357	6,831
4月	12,595	8,392	4,203	1,190	542	1,744	7,679
5月	11,610	7,025	4,586	3,990	255	1,608	10,438
6月	11,410	10,269	1,141	3,540	412	5,716	10,810
7月E	10,590	6,968	3,622	1,900	512	3,351	9,385
8月E	12,487	10,033	2,453	2,020	1,811	6,362	12,646
9月E	14,049	6,584	7,465	2,020	914	5,867	16,266
10月E	12,585	5,577	7,008	1,340	412	4,069	12,828
11月E	11,678	6,404	5,274	0	289	2,836	8,399
12月E	11,976	8,094	3,882	0	253	849	4,984
合计	145,179	94,279	50,900	16,000	8,000	44,000	118,900

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

预计供给放量对债市的阶段性扰动较为可控。8-10 月月均规模超 1.3 万亿，且年内超长期特别国债在二、三季度集中发行，长久期供给放量容易对超长端利率形成额外压力。但在货币政策呵护、机构配置需求仍强的背景下，央行大概率加大流动性投放予以对冲，供给冲击更多体现为发行时点的节奏性扰动。

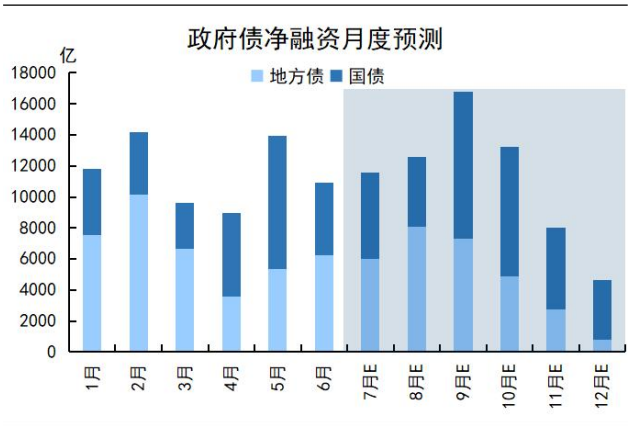
广义赤字提速形成托底效应，经济增速将呈“U”型。二季度 GDP 增速大幅下滑（4.3%），固然有油价冲击等外生扰动，更多的还是经济内生动能缺乏叠加财政收力。后续的广义赤字高峰对应财政支出加速落地，再加上 8000 亿政策性金融工具落地和基数较低，三四季度经济增速或有显著回升。

图3：2026 年政府债预计新增融资额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2026 年政府债预计发行进度预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国债：预计 9 月迎来高峰

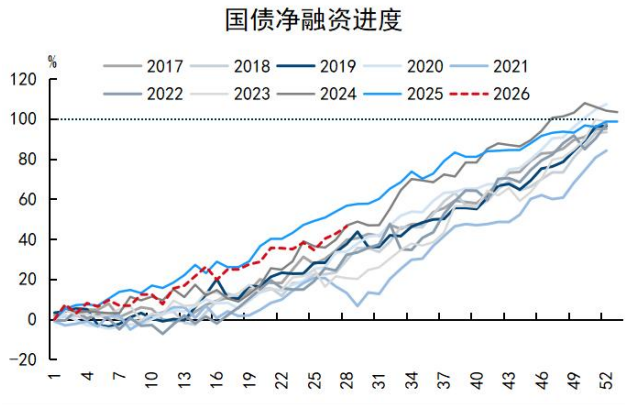
将广义赤字拆分来看，国债和地方债的发行节奏又有所不同。

上半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。5 月国债净融资相对较高，但 6 月又有所回落。

下载日志已记录，仅供内部参考

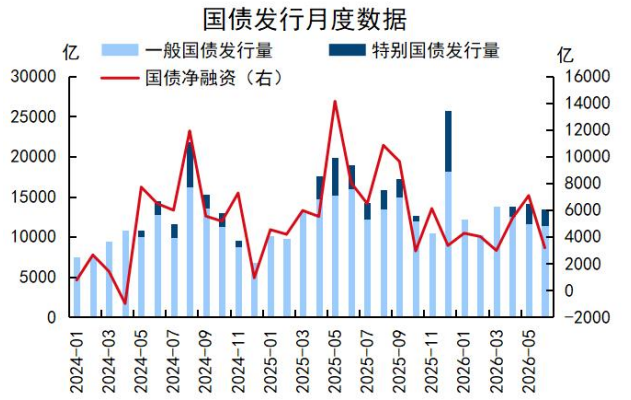
目前投资相关的超长期特别国债资金已基本下达，但尚未形成实物工作量。据发改委 7 月 6 日披露，2026 年第三批"两重"额度指标已下达，安排超长期特别国债资金 1935 亿，今年"两重"建设项目清单已全部下达完毕。同时分三批下达超长期特别国债资金支持设备更新，全年 2000 亿设备更新资金总额目前已下达完毕；今年第三批 625 亿消费品以旧换新资金额度指标也已下达，目前合计已下达 2500 亿中的 1875 亿。

图5：国债净融资进度（截至 6 月）



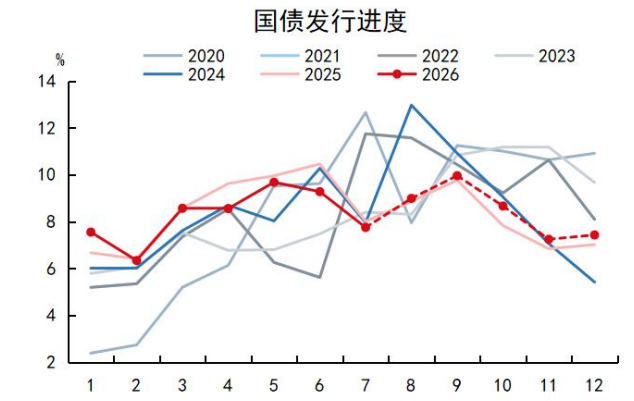
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：国债月度发行数据（截至 2026 年 6 月）



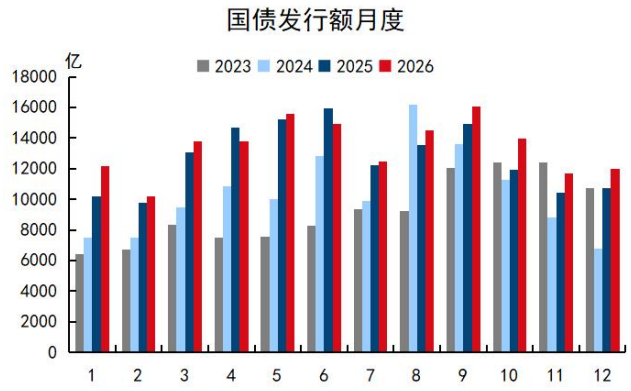
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：国债发行进度预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：预计 9 月国债净融资为全年高峰

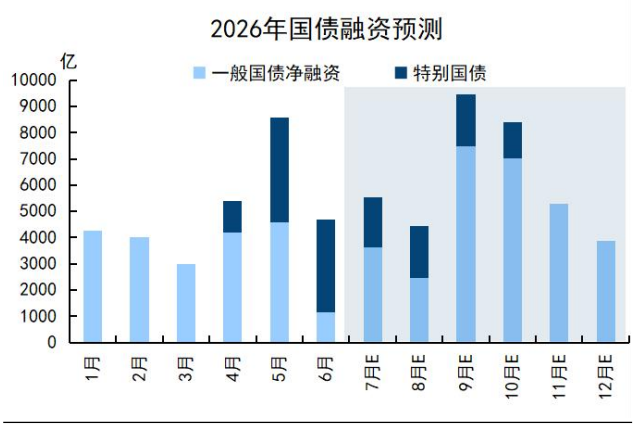


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

后续来看，下半年国债净融资进度必将提速，单月高峰为 9 月。我们根据已有的每月一般国债到期额推测实际的到期额，再根据过去两年的月度发行规律计算每个月的发行额，进而得到每个月一般国债的净融资额。综合全年发行量与到期量测算，8 月净融资较少，9 月单月净供给规模超过九千亿，是年内的供给放量高峰。

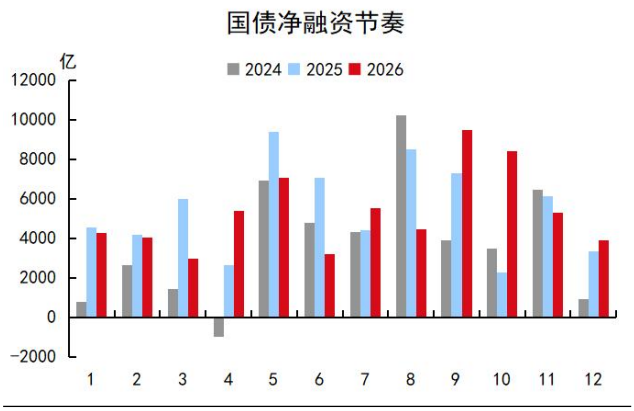
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：2026 年国债新增融资额预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：国债净融资季节性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：特别国债发行安排及规模对比

2025年超长期特别国债发行安排

月份	期限（年）	招标日期	付息方式	规模（亿）
4月	20	4月24日	按半年付息	500
	30	4月24日	按半年付息	710
5月	30	5月9日	按半年付息	710
	20	5月16日	按半年付息	500
	30	5月21日	按半年付息	710
	50	5月23日	按半年付息	500
6月	30	6月6日	按半年付息	710
	20	6月20日	按半年付息	500
	30	6月24日	按半年付息	710
7月	30	7月14日	按半年付息	400
	30	7月24日	按半年付息	830
	20	7月24日	按半年付息	830
8月	50	8月1日	按半年付息	350
	30	8月8日	按半年付息	820
	20	8月14日	按半年付息	350
	30	8月22日	按半年付息	830
9月	30	9月12日	按半年付息	820
	20	9月17日	按半年付息	350
	50	9月24日	按半年付息	250
	30	9月26日	按半年付息	820
10月	50	10月10日	按半年付息	300
	20	10月14日	按半年付息	400

2026年超长期特别国债发行安排

月份	期限(年)	招标日期	付息方式	规模（亿）
4月	30	4月24日	按半年付息	850
	20	4月24日	按半年付息	340
5月	50	5月6日	按半年付息	450
	30	5月8日	按半年付息	850
	20	5月13日	按半年付息	340
	30	5月20日	按半年付息	850
6月	30	6月3日	按半年付息	850
	20	6月5日	按半年付息	340
	30	6月24日	按半年付息	850
7月	30	7月3日	按半年付息	800
	20	7月14日	按半年付息	300
	30	7月15日	按半年付息	800
8月	30	8月5日	按半年付息	710
	50	8月12日	按半年付息	300
	30	8月14日	按半年付息	710
	20	8月19日	按半年付息	300
9月	30	9月2日	按半年付息	710
	20	9月4日	按半年付息	300
	50	9月9日	按半年付息	300
	30	9月16日	按半年付息	710
10月	30	10月8日	按半年付息	710
	50	10月14日	按半年付息	300
	20	10月16日	按半年付息	300

2025年注资特别国债发行安排

月份	期限（年）	招标日期	付息方式	规模（亿）
4月	5	4月24日	按年付息	1650
5月	5	5月14日	按年付息	850
	7	5月14日	按年付息	1450
6月	7	6月4日	按年付息	1050

2026年注资特别国债发行安排及预测

月份	期限(年)	招标日期	付息方式	规模（亿）
5月	5	5月22日	按年付息	1500
6月	7	6月12日	按年付息	1501

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；2026 年 3000 亿注资特别国债并未像去年那样命名，分别为“26 附息国债 12”和“26 附息国债 08（续发）”；2026 年 8-10 月超长期特别国债规模为预测值。

下载日志已记录，仅供内部参考

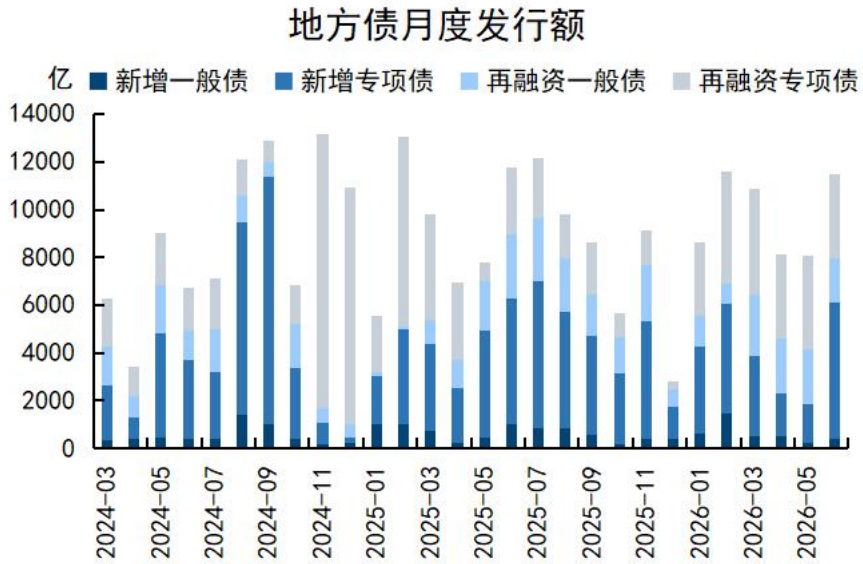
地方债：下半年发行高峰在 8 月

最后再看地方债，地方债的构成较为复杂，净融资不仅受到新增债发行的影响，再融资债的节奏也至关重要。

地方债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%。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。

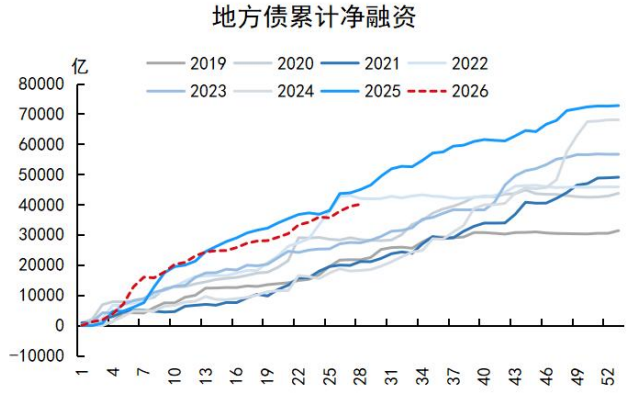
虽然发行更多，但上半年地方债净融资节奏落后于去年。2026 年上半年地方债累计净融资 3.9 万亿，整体进度比上年同期较慢，绝对值上少约 5000 亿。

图11：地方债发行月度额



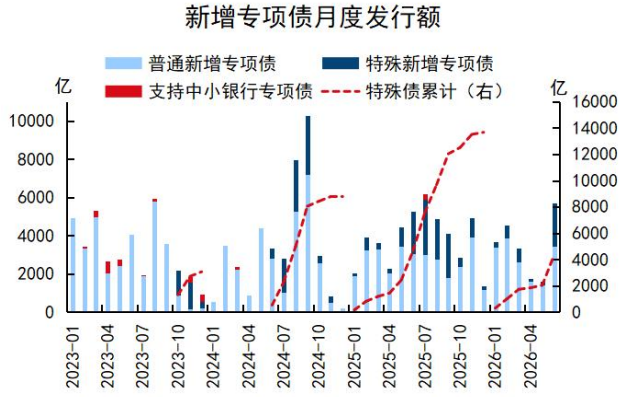
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：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13：新增专项债发行月度

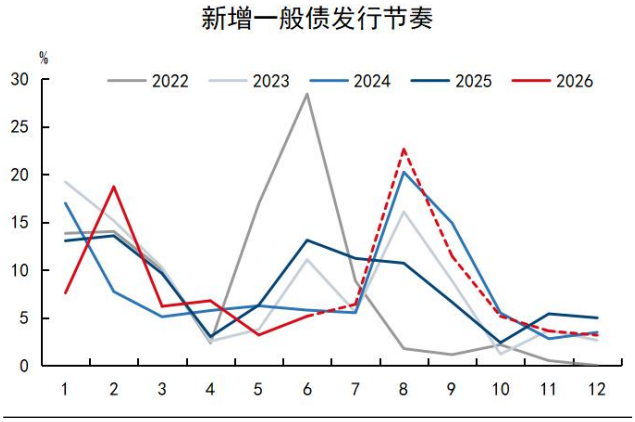


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

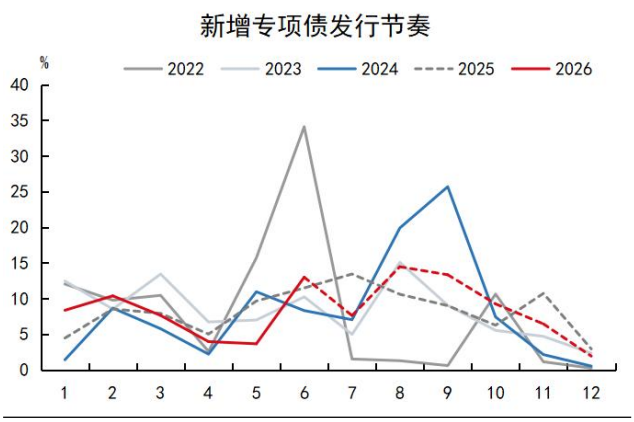
预计下半年，新增地方债发行 8 月最多。新增债根据余量和过去五年的发行节奏预测，下半年新增一般债 8 月发行最多，或超过 1800 亿；新增专项债同样是 8 月最多，预计超过 6300 亿。预计三、四季度新增地方债规模为 1.9 万亿、0.9 万亿，三季度同样也是全年供给高峰。

图14：新增一般债发行季节性



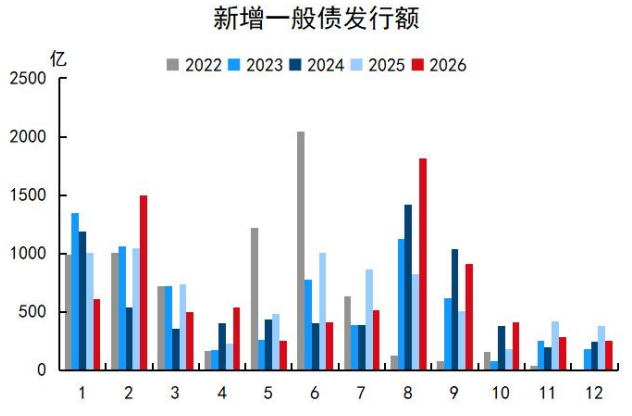
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15：新增专项债发行季节性



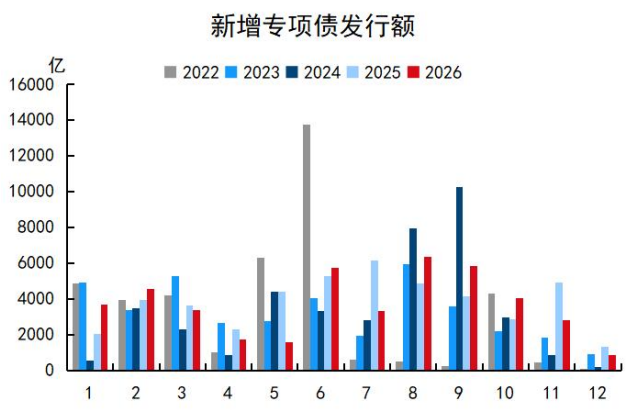
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：新增一般债发行额及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：新增专项债发行额及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

若加上再融资债，8 月同样是地方债整体的发行高峰，也是净融资高峰。由于对到期地方债用再融资债借新还旧的比例有限制，再融资债发行额根据地方债每月到期额的往年平均比例计算。在不使用债务结存限额的情况下，若假设全年地方普通再融资发行规模 3.1 万亿、再融资比例 86.7%与去年基本持平，则预计全年地方债净融资规模达到 6.9 万亿（含特殊再融资债）。

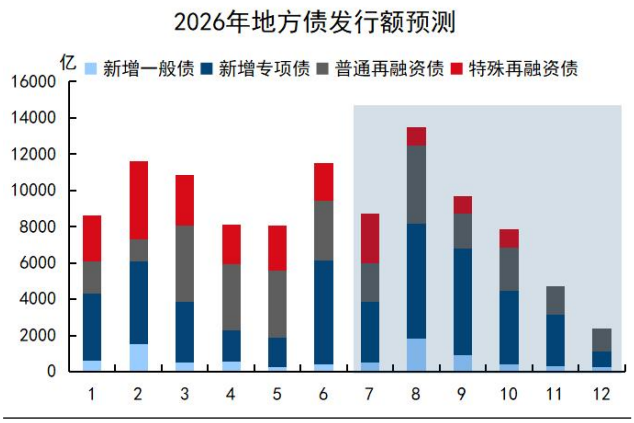
下载日志已记录，仅供内部参考

图18：地方债净融资进度预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：地方债发行额



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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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±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±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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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