仅供内部参考，请勿外传

汽车整治内卷进展频出，银行保险集中披露资本补充计划

专题报告

——国内外政策周报（0907）

国内政策建议关注 1）汽车整治内卷政策频出；2）银行保险集中披露资本补充计划；3）8000 亿新型政策性金融工具开始投放；4）多项税收政策调整。海外政策建议关注，美国中期选举前后市场行情复盘。

- **国内政策专题一：整治内卷政策频出，关注汽车行业进展。**进入 9 月以来，整治内卷政策频出。汽车行业治理明显加码。9 月 7 日，《关于推动汽车企业规范供应商账款支付 优化账期管理的通知》发布，这是国家层面首个面向具体行业出台的账期管理文件。从调整情况来看，本次政策核心是将 60 天账期治理由企业承诺和行业倡议进一步升级为国家部门层面的行业规范，并针对执行过程中的规避行为进一步堵漏洞。**我们认为，本次政策将进一步推动整车企业与零部件企业之间的现金流重新分配，零部件企业受益更加直接。**此外，9 月 1 日，《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》印发，首次将汽车行业反内卷要求延伸至海外价格和营销竞争。

- **国内政策专题二：银行保险集中披露资本补充计划。**9 月 6 日，8 家中央金融企业集中披露资本补充计划，总增资规模达到 3600 亿元。本轮资本补充的重点在支持范围扩围，由此前的国有大行进一步覆盖至保险和政策性金融机构。

- **国内政策专题三：新型政策性金融工具正式进入投放阶段。**9 月 1 日至 2 日，国开行、农发行、进出口银行均已实现 2026 年首批投放。根据目前公开项目不完全统计，已披露投放金额至少 8.96 亿元。本轮工具的政策力度较 2025 年进一步增强，核心变化在规模、资金来源和投向三方面。第一：规模由 5000 亿元提高至 8000 亿元，政策力度明显扩大。第二，资金端增加 PSL 支持，同时对符合条件的中小微民营企业参与项目使用的工具资金给予年化 1.5 个百分点、最长 2 年的中央财政贴息，财政货币协同进一步加强。此外，整体来看，参考去年投放进度，去年三家政策性银行从设立工具公司到完成 5000 亿元投放仅用约一个月。而今年，首批资金 9 月初已经落地，较 2025 年 9 月 29 日启动提前近一个月。考虑到今年 8000 亿元规模更大，投放有望于两个月内完成。

- **国内政策专题四：多项税收政策发布。**上周，财政部、税务总局围绕增值税和个人所得税接连出台三项政策。其中，建议重点关注《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》及《境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法》。**前者取消外籍个人股息红利特殊免税待遇，国内税率由实际 0%恢复至 20%；**后者提高企业采购自然人专业服务的税务合规要求。**影响相对较大的行业包括软件和互联网、广告设计、咨询、影视内容制作、文化传媒及教育培训等。**

- **海外政策专题：美国中期选举前后市场行情复盘。**我们复盘 1970 年以来历次美国中期选举，**整体来看，中选前 3 至 6 个月全球风险资产表现偏弱，进入 10 月后上涨胜率和平均收益普遍改善，**中选落地后三至六个月进一步走强。美股规律最为稳定，纳斯达克、标普 500 和罗素 2000 在中选前 3 至 6 个月整体表现偏弱，其中前 6 个月平均收益分别为-3%、0%和-4%；进入中选前 1 个月，也就是 10 月后，三大指数明显转强，上涨概率分别升至 64%、

相关报告

1、《中期选举前特朗普可能的政策组合及中选前后市场复盘——政策专题（0903）》2026-09-03

2、《8 月国内外重要政策回顾及 9 月展望——国内外政策月报（202609）》2026-09-01

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

73%和 75%，平均收益分别达到 5%、4%和 4%。

行业层面，中选前较早阶段美股医疗保健相对占优，**临近中选后市场逐步由防御转向进攻，**信息技术、金融、工业等成长及顺周期方向改善，其中信息技术表现最为突出，中选后三个月和后半年平均收益分别达到 10%和 15%。

商品方面，能源在中选前表现偏弱，主因控制油价、缓解通胀通常是执政党在选举前的重要政策诉求；贵金属相对占优，主因中选前政治及政策不确定性偏高，避险需求相对较强。

- **风险提示：政策理解不全面、国内外政策及经济数据不及预期。**

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 国内政策专题：整治内卷政策频出，新型政策性金融工具正式进入投放阶段 5
1、整治内卷政策频出，关注汽车行业进展 5
（1）《关于推动汽车企业规范供应商账款支付优化账期管理的通知》出台，如何理解？ 6
（2）《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》印发，如何理解？ 7
2、银行保险集中披露资本补充计划 8
3、新型政策性金融工具正式进入投放阶段 9
4、多项税收政策发布 10
（1）《关于明确非应税交易等增值税有关事项的公告》发布 11
（2）《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》发布 11
（3）《境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法》发布 11
二、 海外政策专题：美国中期选举前后市场表现如何？ 13
1、大类资产表现如何？ 13
2、美股行业表现呈现怎样的特征？ 14
三、 数据附录 16

图表目录

图 1 PSL 投放情况 10
图 2 中期选举前后各类资产上涨概率 13
图 3 中期选举前后各类资产平均收益水平 13
图 4 中期选举前后，不同类型资产走势情况 14
图 5 中期选举前后，美股不同行业上涨情况 15
图 6：财政支出-企业盈利情况 16
图 7：地产与社融的情况 16
图 8：政府可支配资金及两本账支出增速 16
图 9：国债及地方政府债占 GDP 的比例 16
图 10：特殊再融资债发行进度 17
图 11：特殊新增专项债发行进度 17
图 12：国债净融资发行节奏 17

仅供内部参考，请勿外传

图 13：国债净融资发行情况 17
图 14：新增专项债发行节奏 17
图 15：新增专项债发行情况 17
图 16：新增政府债发行节奏 18
图 17：新增政府债发行情况 18

表 1：近期整治内卷政策频出 5
表 2：2024 年以来汽车账期相关政策/行业自律文件 6
表 3：企业境外经营一般性及行业专项规则梳理 7
表 4：2025-2026 年中央金融机构资本补充情况 8
表 5：新型政策性金融工具正式进入投放阶段 9
表 6：2025 年三家政策性银行新型政策性金融工具投放情况 10
表 7：多项税收政策发布 10
表 8：关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项政策调整对比 11
表 9：政策前后对比 12

仅供内部参考，请勿外传

一、国内政策专题：整治内卷政策频出，新型政策性金融工具正式进入投放阶段

海外政策端，主要关注三方面内容：**1）整治内卷政策频出，关注汽车行业进展。**进入 9 月以来，整治内卷政策频出。一是汽车行业治理明显加码，政策同时覆盖海外价格竞争、供应商账期、产品质量和生产一致性，治理对象已经从整车价格战扩展至供应链和经营秩序。二是市场监管总局连续部署执法稽查、反垄断和公平竞争治理，政策抓手由价格竞争进一步扩展至地方保护、市场准入和企业并购。其中建议重点关注汽车行业进展。9 月 7 日，《关于推动汽车企业规范供应商账款支付 优化账期管理的通知》发布，这是国家层面首个面向具体行业出台的账期管理文件。从调整情况来看，本次政策核心是将 60 天账期治理由企业承诺和行业倡议进一步升级为国家部门层面的行业规范，并针对执行过程中的规避行为进一步堵漏洞。我们认为，本次政策将进一步推动整车企业与零部件企业之间的现金流重新分配，零部件企业受益更加直接。此外，9 月 1 日，《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》印发，首次将汽车行业反内卷要求延伸至海外价格和营销竞争。**2）银行保险集中披露资本补充计划。**9 月 6 日，8 家中央金融企业集中披露资本补充计划，总增资规模达到 3600 亿元。本轮资本补充的重点在支持范围扩围，由此前的国有大行进一步覆盖至保险和政策性金融机构。**3）新型政策性金融工具正式进入投放阶段。**9 月 1 日至 2 日，国开行、农发行、进出口银行均已实现 2026 年首批投放。根据目前公开项目不完全统计，已披露投放金额至少 8.96 亿元。本轮工具的政策力度较 2025 年进一步增强，核心变化在规模、资金来源和投向三方面。第一：规模由 5000 亿元提高至 8000 亿元，政策力度明显扩大。第二，资金端增加 PSL 支持，同时对符合条件的中小微民营企业参与项目使用的工具资金给予年化 1.5 个百分点、最长 2 年的中央财政贴息，财政货币协同进一步加强。此外，整体来看，参考去年投放进度，去年三家政策性银行从设立工具公司到完成 5000 亿元投放仅用约一个月。而今年，首批资金 9 月初已经落地，较 2025 年 9 月 29 日启动提前近一个月。考虑到今年 8000 亿元规模更大，投放有望于两个月内完成。**4）多项税收政策发布。**8 月 27 日至 9 月 3 日，财政部、税务总局围绕增值税和个人所得税接连出台三项政策，分别明确非应税交易进项抵扣边界、自然人专业服务增值税代扣代缴机制，并取消外籍个人从外商投资企业取得股息红利的长期免税优惠。其中，建议重点关注《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》及《境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法》。前者取消外籍个人股息红利特殊免税待遇，国内税率由实际 0%恢复至 20%；后者提高企业采购自然人专业服务的税务合规要求。影响相对较大的行业包括软件和互联网、广告设计、咨询、影视内容制作、文化传媒及教育培训等。

1、整治内卷政策频出，关注汽车行业进展

进入 9 月以来，整治内卷政策频出。一是汽车行业治理明显加码，政策同时覆盖海外价格竞争、供应商账期、产品质量和生产一致性，治理对象已经从整车价格战扩展至供应链和经营秩序。二是市场监管总局连续部署执法稽查、反垄断和公平竞争治理，政策抓手由价格竞争进一步扩展至地方保护、市场准入和企业并购。

表 1：近期整治内卷政策频出

时间	政策内容
9 月 1 日	商务部、工业和信息化部、市场监管总局发布《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》。要求汽车企业规范境外竞争行为，建立以成本为基础、国际市场供求为导向的定价策略，不为获得不正当竞争优势扰乱市场竞争秩序，并规范海外营销、安全生产、质量管理、劳动保障、数据安全等行为。
9 月 2 日	市场监管总局召开全国市场监管执法稽查工作暨查处“幽灵外卖”违法行为座谈会，明确下半年“集中整治行业‘内卷式’竞争乱象”，聚焦重点领域精准监管，同时深化外卖等重点领域专项整治。
9 月 3 日	市场监管总局召开反垄断执法护企专项行动推进座谈会，提出持续推进反垄断执法护企专项行动，围绕全国统一大市场“深入整治‘内卷式’竞争”，重点加强平台经济、原料药、公用事业、民生等领域反垄断执法。
9 月 4 日	市场监管总局公布第二批 7 起破除妨碍统一市场和公平竞争卡点堵点专项行动案件，重点整治招标采购、市场准入中要求本地注册、设立分支机构等歧视性条件，以及限定交易对象、干预企业自主经营等行为。治理范围由企业间竞争进一步延伸至地方保护和行政性市场壁垒。

仅供内部参考，请勿外传

时间	政策内容
9 月 4 日	工业和信息化部公开曝光 2025 年度汽车产品生产一致性监督检查典型案例，对相关企业采取责令整改、暂停或撤销产品《公告》等措施，并要求汽车企业“坚决抵制非理性竞争”，加强供应链管理和质量安全。政策执行由价格和账期治理进一步延伸至产品质量和生产一致性。
9 月 7 日	工业和信息化部、市场监管总局联合发布《关于推动汽车企业规范供应商账款支付 优化账期管理的通知》。这是国家层面首个面向具体行业出台的账期管理文件，进一步规范汽车企业订单确认、交付验收、对账结算和付款流程，治理延迟验收、变相延长账期以及以缩短账期为由压低供应商价格等行为。汽车反内卷由此前车企 60 天账期承诺进一步进入部门规范管理阶段。

资料来源：商务部、市场监管总局、Wind、招商证券

（1）《关于推动汽车企业规范供应商账款支付优化账期管理的通知》出台，如何理解？

9 月 7 日，工业和信息化部、市场监管总局发布《关于推动汽车企业规范供应商账款支付 优化账期管理的通知》，这是国家层面首个面向具体行业出台的账期管理文件。政策围绕账期起算、验收时间、支付方式、合同价格及监督管理等方面进一步规范汽车企业供应商货款支付。其中，账期自供应商交付并验收合格之日起计算，一般零部件原则上 3 个工作日内完成验收，确需装车验证的功能性零部件原则上 5 个工作日内完成；同时鼓励现金支付，并加强企业账期执行情况报告和监管整改。

从调整情况来看，本次政策核心是将 60 天账期治理由企业承诺和行业倡议进一步升级为国家部门层面的行业规范，并针对执行过程中的规避行为进一步堵漏洞。2025 年修订的《保障中小企业款项支付条例》已经规定大型企业向中小企业采购原则上 60 日内付款，随后 17 家重点车企作出 60 天账期承诺，中汽协进一步对验收、起算时间和支付工具进行规范。但少数车企存在延后起算时间、过程管理不规范等变相延长账期问题。本次政策进一步明确验收期限、非现金支付工具、合同期限和采购价格约束，并建立定期报告、监督及约谈整改机制，汽车账期治理由承诺和自律进一步进入持续监管阶段。

我们认为，本次政策将进一步推动整车企业与零部件企业之间的现金流重新分配，零部件企业受益更加直接。账期缩短能够降低供应商应收账款和资金占用，尤其有利于议价能力较弱、融资成本较高的中小零部件企业，并提高产业链研发和资本开支能力。整车企业则需要减少对供应商资金的占用，账期较长的企业短期经营现金流压力可能增加。同时，新规明确不能以缩短账期为由进一步压低供货价格，政策开始同时约束价格竞争和资金占用两种向上游转嫁竞争压力的方式。因此，本次政策是汽车反内卷由整车价格治理进一步向产业链利润和现金流分配治理延伸的重要一步。

表 2：2024 年以来汽车账期相关政策/行业自律文件

日期	主要内容
2025/3/17	国务院公布修订后的《保障中小企业款项支付条例》，自 2025 年 6 月 1 日起施行。规定大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当自交付之日起 60 日内支付；不得约定以收到第三方付款作为支付条件，不得利用非现金支付方式变相延长付款期限。该条例构成后续汽车行业 60 天账期治理的上位制度基础。
2025/6/12	工业和信息化部回应 17 家重点整车企业陆续作出的供应商支付账期不超过 60 天承诺，明确支持整车企业落实承诺，并指出新能源汽车竞争压力向产业链传导，已经出现供应商货款支付账期加长、资金周转困难等问题。
2025/7/9	工业和信息化部开通重点车企践行账期承诺线上问题反映窗口，重点受理超过 60 天账期、不合理延后账期起算时间、拖延验收、以第三方付款为条件、强制使用商业汇票及应收账款电子凭证等问题。
2025/7/18	工业和信息化部、国家发展改革委、市场监管总局召开新能源汽车行业座谈会，要求深入推进缩短供应商货款账期，并将账期治理纳入规范新能源汽车产业竞争秩序的重要抓手。
2025/9/12	八部门发布《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出督促重点车企落实支付账期承诺，发挥问题反映窗口作用，并指导行业机构制定整车企业供应商账款支付规范。
2025/9/15	中国汽车工业协会发布《汽车整车企业供应商账款支付规范倡议》，进一步明确货物验收原则上不超过 3 个工作日，账期原则上自交货并验收合格之日起计算，最长不超过 60 日；同时规范集中对账、先行付款、支付方式和合同期限。
2026/7/28	工业和信息化部通报，少数车企仍存在延后起算时间、过程管理不规范等变相延长账期问题，邀请 20 家媒体记者担任首批汽车行业账期问题监督员，并明确将加快编制发布汽车企业供应商货款支付规范指引。
2026/9/7	工业和信息化部、市场监管总局发布《关于推动汽车企业规范供应商账款支付 优化账期管理的通知》，在国家层面进一步规范汽车企业账期起算、验收、结算、支付工具、采购价格及监督管理，汽车账期治理由企业承诺和行业自律进一步转向部门规范管理。

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：工信部、汽车工业协会、新浪财经、招商证券

（2）《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》印发，如何理解？

9 月 1 日，商务部、工业和信息化部、市场监管总局公开发布《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》。商务部明确，该指引属于海外综合服务体系中的公共服务产品，供企业在境外经营中参考。

从调整情况来看，本次政策最大增量是首次将汽车行业反内卷要求延伸至海外价格和营销竞争。此前企业出海已经受到境外反垄断、廉洁合规和社会责任等一般规则约束，但缺少针对汽车行业定价和营销场景的专项规范。本次政策明确提出以成本为基础、国际市场供求为导向确定价格，不为获得不正当竞争优势扰乱市场竞争秩序，并要求不同车型配置设置清晰价格梯度，避免多频次、大幅度价格波动。同时，政策进一步规范国家间价差、经销商自主定价、促销活动和品牌宣传，并将合规要求覆盖到汽车企业境外生产经营全流程。

我们认为，本次政策主要推动中国汽车出海竞争方式由低价扩张进一步转向品牌、产品和本地化经营能力竞争。短期看，依赖频繁降价、海外低价促销快速获取市场份额的策略受到更强约束，部分企业海外降价节奏可能趋于理性；中长期看，有利于稳定海外车型价格体系和经销商利润，提高中国汽车品牌残值和消费者预期。同时，具备本地生产、售后体系、数据治理和国际合规能力的头部企业相对占优。值得注意的是，政策本身仍属于一般性指引，并未规定最低出口价格，也未新增行政处罚，因此其直接约束程度低于国内价格监管和反不正当竞争执法，更主要体现为汽车反内卷由国内市场向全球化经营进一步延伸。

表 3：企业境外经营一般性及行业专项规则梳理

日期	主要内容
2014/9/6	商务部发布《境外投资管理办法》，规范境内企业通过新设、并购等方式取得境外非金融企业所有权、控制权和经营管理权等境外投资行为，建立以备案为主、核准为辅的境外投资管理制度。
2015/10/19	保险业专项：修订《保险公司设立境外保险类机构管理办法》，对保险公司设立、收购境外保险机构设置专项监管要求，覆盖设立条件、风险管理、关联交易、信息报告等事项，并要求遵守境外所在地法律及监管规定。
2017/3/1	工程行业专项：《对外承包工程管理条例》修订，对中国企业承包境外建设工程项目进行专门规范，覆盖工程质量、安全生产、外派人员权益、合同履行及监督管理等，是境外工程经营的行业专项基础制度。
2018/9/25	证券基金行业专项：证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，对证券基金机构境外设立和并购的准入、业务范围、公司治理、风险管理、关联交易、信息报送等进行专项监管，并要求境外机构遵守东道国法律法规和监管要求。
2018/12/29	国家发展改革委等七部门发布《企业境外经营合规管理指引》，适用于对外贸易、境外投资、对外承包工程等走出去业务，系统提出企业境外合规管理体系、风险识别、制度建设及业务环节合规要求，并明确行业监管部门存在专项规定的，应同时遵守行业规定。
2021/11/18	市场监管总局发布《企业境外反垄断合规指引》，覆盖进出口贸易、境外投资、并购、知识产权许可、招投标等境外经营活动，要求企业识别和管控垄断协议、滥用市场支配地位、经营者集中等境外反垄断风险。
2025/6/20	商务部发布《企业境外廉洁合规工作指引》，将廉洁合规审查纳入境外投资并购、承包工程等重要业务流程，并明确企业开展境外投资竞购时应综合考虑成本与效益，杜绝一哄而上、不计成本竞相抬价、打击同行等行为，同时规范境外投标、采购、营销、商业伙伴等环节。
2025/12/30	商务部发布《企业境外履行社会责任工作指引》，对企业境外属地化经营、劳动保障、消费者权益、安全生产、环境保护、供应链、数据及公平竞争等提出系统要求。其中明确企业应坚持公平竞争、杜绝无序竞争，自觉维护境外经营良好秩序。
2026/6/1	国务院公布《国务院关于对外投资的规定》，自 7 月 1 日起施行，首次以行政法规系统规范对外投资全过程管理。文件明确投资者应规范投资经营行为，不得损害其他投资者商业信誉、侵犯商业秘密，不得无正当理由低价倾销商品，不得通过贿赂、欺诈等手段牟取不正当利益、扰乱对外投资市场秩序。
2026/9/1	汽车行业专项：商务部、工业和信息化部、市场监管总局发布《汽车行业境外竞争行为与合规建设指引》。在既有一般境外经营规则基础上，首次针对汽车行业境外市场竞争行为进行系统细化。价格方面，要求建立以成本为基础、国际市场供求为导向的定价策略，不为获得不正当竞争优势扰乱市场竞争秩序；要求设置清晰价格梯度，避免多频次、大幅度价格波动，并规范国家间价差、经销商自主定价、促销及品牌宣传。同时覆盖安全生产、质量售后、劳动保障、数据安全、知识产权、反垄断及绿色低碳等境外本地化经营。文件成文于 08-24，09-01 由商务部官网公开发布。

资料来源：国务院、部委官网、新浪财经、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

2、银行保险集中披露资本补充计划

9 月 6 日，8 家中央金融企业集中披露资本补充计划，总增资规模达到 3600 亿元。具体来看，国有大型商业银行方面，工商银行、农业银行分别拟定增不超过 1000 亿元、1600 亿元；保险方面，中国人寿集团、中国人保、中国太平、中国再保分别补充资本 350 亿元、150 亿元、70 亿元、30 亿元；政策性金融机构方面，中国进出口银行、中国出口信用保险公司分别获注资 300 亿元、100 亿元。9 月 7 日，财政部进一步明确，近期将发行 3000 亿元特别国债支持上述 8 家中央金融企业补充核心一级资本。财政部出资 3000 亿元，其余 600 亿元由中国烟草总公司及相关企业参与工行、农行定增。

本轮资本补充的重点在支持范围扩围，由此前的国有大行进一步覆盖至保险和政策性金融机构。2025 年财政部发行 5000 亿元特别国债，支持中国银行、建设银行、交通银行和邮储银行四家国有大行补充核心一级资本，四行合计增资约 5200 亿元。财政部披露，上一轮资本补充预计增加信贷投放空间约 6 万亿元。本轮特别国债规模为 3000 亿元，其中财政部投向工行、农行合计 2000 亿元，另外 1000 亿元投向保险及政策性金融机构，实际支持范围较政府工作报告中提到的“拟发行特别国债 3000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本”有所增加，体现出政策目标由增强银行信用供给进一步延伸至提升保险风险保障能力、长期资本供给能力和政策性金融服务能力。

从影响来看，银行业净息差持续处于低位，利润留存形成资本的速度放缓，补充核心一级资本能够直接增加资产扩张空间，并提高后续信贷投放和政府债承接能力。上一轮 5000 亿元特别国债注资后，大型银行债券投资和政府债承接能力已经明显提高。保险端则主要改善偿付能力和风险资产配置空间。当前头部险企偿付能力整体处于较高水平，本轮更偏前瞻性补充资本。随着低利率环境延续、资产负债管理监管强化以及中长期资金入市持续推进，资本金增加有助于降低权益投资和业务扩张对偿付能力的约束。中国人寿、中国人保、中国太平和中国再保等头部机构的长期资金运用能力由此进一步增强。政策性金融机构资本补充则进一步增强稳外贸、服务实体经济和国家战略的金融供给能力。

表 4：2025-2026 年中央金融机构资本补充情况

年份	机构类型	机构	资本补充规模	财政部出资	主要方式	主要用途
2025	国有大型商业银行	中国银行	1650 亿元	1650 亿元	财政部以现金方式认购定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于增加核心一级资本
2025	国有大型商业银行	建设银行	1050 亿元	1050 亿元	财政部以现金方式认购定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于补充核心一级资本
2025	国有大型商业银行	交通银行	1200 亿元	1124.2006 亿元	财政部、中国烟草、双维投资现金认购定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于补充核心一级资本
2025	国有大型商业银行	邮储银行	1300 亿元	1175.7994 亿元	财政部、中国移动集团、中国船舶集团现金认购定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于补充核心一级资本
2026	国有大型商业银行	工商银行	不超过 1000 亿元	700 亿元	向财政部、中国烟草及相关主体定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于补充核心一级资本
2026	国有大型商业银行	农业银行	不超过 1600 亿元	1300 亿元	向财政部、中国烟草及相关主体定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于补充核心一级资本
2026	国有商业保险	中国人寿集团	350 亿元	350 亿元	财政部直接注资	增强稳健经营和风险抵御能力
2026	国有商业保险	中国人保	不超过 150 亿元	不超过 150 亿元	向财政部定向发行 A 股	扣除发行费用后全部用于充实公司资本金
2026	国有商业保险	中国太平	70 亿元	70 亿元	财政部直接注资	增强风险抵御能力，推动偿付能力等指标均衡稳健
2026	国有商业	中国再保	30 亿元	30 亿元	财政部现金认购定向发行内	扣除相关发行费用后

仅供内部参考，请勿外传

年份	机构类型	机构	资本补充规模	财政部出资	主要方式	主要用途
	保险				资股	全部用于增加核心一级资本
2026	政策性银行	中国进出口银行	300 亿元	300 亿元	财政部直接注资	巩固资本基础，增强资金供给能力和风险防控能力
2026	政策性保险机构	中国出口信用保险公司	100 亿元	100 亿元	财政部直接注资	补充核心一级资本，提高风险偿付能力，扩大出口信用保险覆盖

资料来源：财政部、公司公告、新浪财经、招商证券

3、新型政策性金融工具正式进入投放阶段

新型政策性金融工具正式进入投放阶段。9 月 1 日至 2 日，国开行、农发行、进出口银行均已实现 2026 年首批投放。根据目前公开项目不完全统计，已披露投放金额至少 8.96 亿元。年内 8000 亿元工具由前期项目储备、方案下发进入资金落地阶段。8 月以来政策推进明显加快。8 月 12 日央行再次明确安排 PSL 支持新型政策性金融工具；8 月 14 日国家发改委专题部署加快投放；8 月下旬进一步要求抓紧形成资金投放和实物工作量。

表 5：新型政策性金融工具正式进入投放阶段

时间	政策内容
8 月 12 日	央行二季度货币政策执行报告明确，安排 PSL 额度支持政策性、开发性金融机构推进新型政策性金融工具，用于补充重大项目资本金。重点支持数字经济、人工智能、消费基础设施以及交通、能源、地下管网等领域
8 月 14 日	国家发展改革委召开工作会议，专题部署加快 2026 年新型政策性金融工具投放，并明确加大对民间投资项目支持力度
8 月 17 日	2026 年新型政策性金融工具实施方案已于近期印发地方，各地启动项目申报。今年新增财政贴息安排，并进一步突出民间投资和产业类项目
8 月 28 日	国家发展改革委联合有关部门召开全国投资工作推进会议，明确抓紧投放新型政策性金融工具资金，加快重大工程形成实物工作量
9 月 1 日	农发行浙江省分行投放全国首笔 2026 年新型政策性金融工具 3 亿元，支持浙江建德抽水蓄能项目；进出口银行云南省分行投放 7800 万元，支持民间投资产业项目
9 月 2 日	国开行完成首批 3 个项目 4.6 亿元投放，覆盖四川、浙江、湖北；进出口银行新疆分行投放 5818 万元支持民间资本参与项目

资料来源：新华社、发改委、央行、新浪财经、招商证券

本轮工具的政策力度较 2025 年进一步增强，核心变化在规模、资金来源和投向三方面。

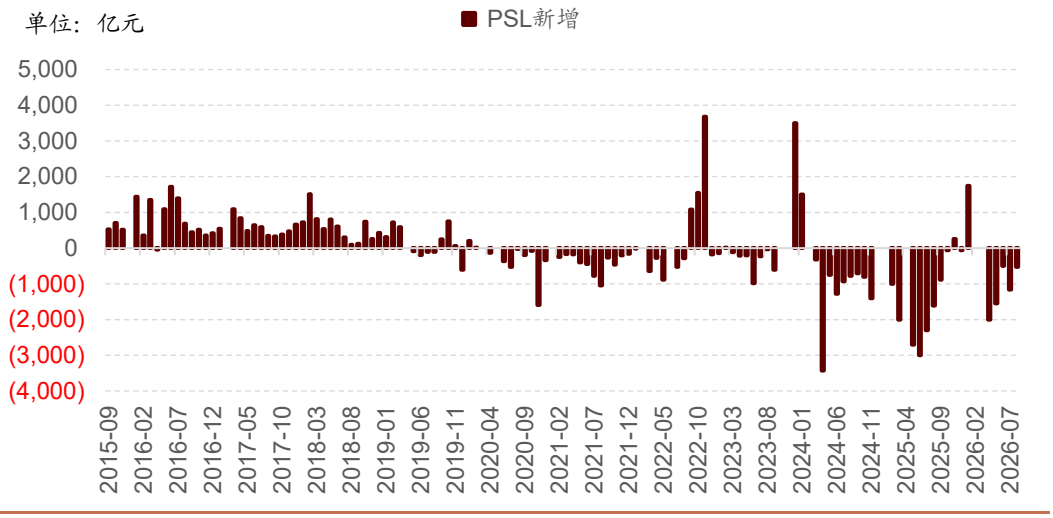
第一：规模由 5000 亿元提高至 8000 亿元，政策力度明显扩大。

第二，资金端增加 PSL 支持，同时对符合条件的中小微民营企业参与项目使用的工具资金给予年化 1.5 个百分点、最长 2 年的中央财政贴息，财政货币协同进一步加强。PSL 解决政策性银行中长期低成本资金来源，财政贴息降低符合条件项目的资金成本，新型政策性金融工具负责补充资本金，后续再由配套贷款放大投资。

第三，投向继续覆盖数字经济、人工智能和消费，并进一步突出交通、能源、地下管网、产业项目和民间投资。

仅供内部参考，请勿外传

图 1 PSL 投放情况



资料来源：iFind、招商证券

此外，整体来看，参考去年投放进度，去年三家政策性银行从设立工具公司到完成 5000 亿元投放仅用约一个月。而今年，首批资金 9 月初已经落地，较 2025 年 9 月 29 日启动提前近一个月。考虑到今年 8000 亿元规模更大，投放有望于两个月内完成。

表 6：2025 年三家政策性银行新型政策性金融工具投放情况

政策性银行	工具公司设立及首批投放	投放规模	完成时间	支持项目	预计项目总投资	撬动倍数
国家开发银行	9 月 29 日	2500 亿元	10 月 28 日	1054 个	3.85 万亿元	约 15.4 倍
中国农业发展银行	9 月 29 日	1500 亿元	10 月 27 日	881 个	超 1.93 万亿元	超 12.9 倍
中国进出口银行	9 月 29 日	1000 亿元	10 月 29 日	360 余个	超 1.3 万亿元	超 13 倍
合计	9 月 29 日	5000 亿元	10 月底	约 2300 个	超 7 万亿元	约 14 倍

资料来源：人民网、公告、新浪财经、招商证券

4、多项税收政策发布

8 月 27 日至 9 月 3 日，财政部、税务总局围绕增值税和个人所得税接连出台三项政策，分别明确非应税交易进项抵扣边界、自然人专业服务增值税代扣代缴机制，并取消外籍个人从外商投资企业取得股息红利的长期免税优惠。

表 7：多项税收政策发布

时间	政策	主要内容
2026/8/27	《关于明确非应税交易等增值税有关事项的公告》	财政部、税务总局发布公告，明确保险赔付、捐赠、部分违约金、无偿提供服务等“不属于……不得抵扣非应税交易”；同时明确有偿转让股权、取得股息红利等“属于……不得抵扣非应税交易”。自 2026 年 9 月 1 日起施行。
2026/9/1	《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》	财政部、税务总局明确，外籍个人从外商投资企业取得股息红利所得，“按照‘利息、股息、红利所得’缴纳个人所得税，适用 20%税率”，同时废止财税字〔1994〕20 号第二条第八项。
2026/9/3	《关于发布〈境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法〉的公告》	财政部、税务总局明确，自然人提供研发、软件、设计、咨询、广播影视制作、文化、教育七类服务时，“支付价款的境内单位为扣缴义务人”，自 2026 年 11 月 1 日起施行。

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：财政部、招商证券

（1）《关于明确非应税交易等增值税有关事项的公告》发布

8 月 27 日，财政部、税务总局发布《关于明确非应税交易等增值税有关事项的公告》，自 9 月 1 日起施行，并明确 2026 年 1 月 1 日至 8 月 31 日期间已发生但尚未处理的事项按照本公告执行。政策主要对新增值税法实施后的非应税交易、进项税额抵扣、资产重组、放弃优惠和销售折扣等执行口径作出细化。

从调整情况来看，本次政策最主要的变化是进一步明确不得抵扣非应税交易的边界。一方面，保险赔付、接受捐赠、违约金、无偿服务、相关应收账款转让和部分财政补贴虽然不产生增值税销项税，但对应进项仍可以按规定抵扣。另一方面，非上市股权转让、股息红利以及非实物交割的货物期货交易明确纳入不得抵扣范围。

我们认为，本次政策对总体增值税负影响有限，但不同业务模式之间存在结构性变化。经营类企业取得保险赔款、违约金和部分财政补贴时，不再因取得非应税收入而直接影响相关进项抵扣，政策执行确定性提高；股权投资和持股分红较多的企业则需要重新核算投资活动对应进项税，专项咨询、审计等支出的增值税可能进一步转化为实际成本。对资本市场而言，本次规则影响更多体现为金融和产业投资主体的税务成本，而非直接对股票股息或股权转让收入新增增值税。

（2）《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》发布

9 月 1 日，财政部、税务总局发布《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》，自当日起实施。公告明确，外籍个人从外商投资企业取得股息红利所得，按照利息、股息、红利所得适用 20%个人所得税税率；外商投资企业支付股息红利时承担代扣代缴义务。与此同时，1994 年开始实施的外籍个人外商投资企业股息红利暂免个人所得税政策正式废止。

从调整情况来看，本次政策核心是取消外籍个人股息红利特殊免税待遇，使其重新适用个人所得税一般规则。《个人所得税法》一直规定利息、股息、红利所得适用 20%比例税率，但财税字〔1994〕20 号对外籍个人从外商投资企业取得的股息红利设置了专项免税。本次政策取消该项优惠后，国内税率由实际 0%恢复至 20%，并同步建立外商投资企业扣缴、外籍个人补缴的征管规则。因此，本次属于直接税负调整。

我们认为，本次政策直接影响主要集中于直接持有境内外商投资企业股权的外籍自然人，对外国企业等法人股东没有直接影响。对于适用原免税政策的个人股东，境内分红税后收益将下降，可能影响部分企业的分红时点和个人股东持股安排。

表 8：关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项政策调整对比

主要方面	《关于外籍个人股息红利个人所得税政策有关事项的公告》	修改前：《财政部 国家税务总局关于个人所得税若干政策问题的通知》财税字〔1994〕20 号
股息红利税收待遇	第一条规定：“外籍个人从外商投资企业取得的股息红利所得，按照‘利息、股息、红利所得’缴纳个人所得税，适用 20%税率。”	第二条规定：“下列所得，暂免征收个人所得税”；第八项为“外籍个人从外商投资企业取得的股息、红利所得。”
外商投资企业扣缴责任	第二条规定：“外商投资企业向外籍个人支付股息红利时，应当代扣代缴税款。	
申报时间	第二条规定，企业应于支付所得的次月 15 日内申报纳税。企业未扣缴的，外籍个人应在取得所得的次年 6 月 30 日前缴纳税款。	

资料来源：国家税务总局、招商证券

（3）《境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法》发布

9 月 3 日，财政部、税务总局发布《境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法》，自 11 月 1 日起施行。政策明确，境内自然人向境内单位提供研发、软件、设计、咨询、广播影视节目制作、文化和教育等七类服务，由支付价款的境

仅供内部参考，请勿外传

内单位作为扣缴义务人代扣代缴增值税，并同步扣缴附加税费。税务总局随后发布专门申报表及填报规则，与管理办法同步实施。

从调整情况来看，本次政策主要改变自然人增值税的征管方式。《增值税法实施条例》此前已经规定，自然人发生符合条件应税交易时，支付价款的境内单位为扣缴义务人；本次进一步明确适用业务范围、税款计算、扣缴时间、优惠适用和资料留存要求。2026 年 1 月至 10 月，自然人相关交易仍主要按照现行规定自行申报，达到起征点后最晚可于次年 6 月 30 日前完成；11 月以后，相关税款改由付款企业在付款环节扣缴。增值税起征点和 1%阶段性优惠没有变化，因此本次政策属于征管责任前移，并非自然人专业服务新增征税。

我们认为，本次政策主要提高企业采购自然人专业服务的税务合规要求。影响相对较大的行业包括软件和互联网、广告设计、咨询、影视内容制作、文化传媒及教育培训等，这些行业存在较多企业直接向个人采购专业服务的场景。企业未来需要在付款系统中进一步识别自然人身份、服务类型和税收优惠，并承担扣缴及申报责任。对自然人而言，实际税率没有提高，但缴税时点明显前移；对税收征管而言，则将大量分散自然人的申报责任集中至具备财务系统和持续经营能力的企业，有助于降低自然人专业服务环节的漏报和迟报空间。

表 9：政策前后对比

主要方面	《境内单位代扣代缴自然人增值税管理办法》	政策出台前适用规则
扣缴制度	第一条规定，自然人提供研发、软件、设计、咨询、广播影视节目制作、文化、教育服务，“支付价款的境内单位为扣缴义务人”。	《增值税法实施条例》第三十五条规定：“自然人发生符合规定的应税交易，支付价款的境内单位为扣缴义务人。代扣代缴的具体操作办法，由国务院财政、税务主管部门制定。”
适用服务范围	第一条明确研发、软件、设计、咨询、广播影视节目制作、文化、教育七类服务。	《增值税法实施条例》第三十五条仅规定“符合规定的应税交易”，未进一步列出具体服务。
税款计算	第二条规定：“应扣缴增值税 = 销售额×规定征收率”。	自然人此前按照增值税法、实施条例及相关优惠政策自行计算缴纳增值税。
扣缴时点	第三条规定，达到按次纳税起征点的，“扣缴义务人应当在支付价款时代扣增值税”。	《增值税法实施条例》第四十四条规定：“按次纳税的纳税人，销售额达到起征点的，应当自纳税义务发生之日起至次年 6 月 30 日前申报纳税。”

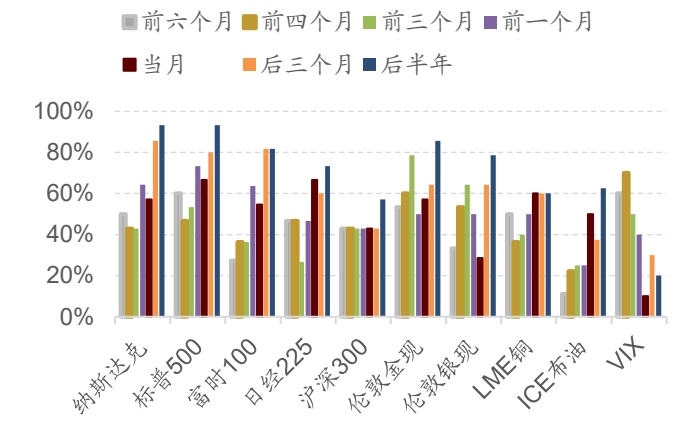
资料来源：国家税务总局、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

二、海外政策专题：美国中期选举前后市场表现如何？

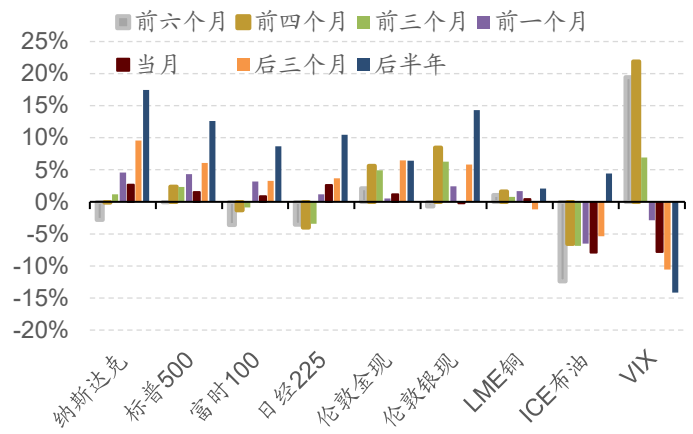
我们复盘了 1970 年以来历次美国中期选举，并基于各类资产可得历史数据统计美国中期选举前后的表现。整体来看，中选前一个月开始，全球风险资产表现明显改善，中选后三至六个月上涨胜率和平均收益进一步抬升，其中纳斯达克、标普 500 等美股资产表现最为稳定；与此同时，VIX 在中选后明显回落，反映选举落地后不确定性下降。商品内部有所分化，贵金属整体偏强，而原油在中选前后表现相对偏弱。

图 2 中期选举前后各类资产上涨概率



资料来源：Wind、招商证券

图 3 中期选举前后各类资产平均收益水平



资料来源：Wind、招商证券

1、大类资产表现如何？

从下表可以明显看出，美国中期选举存在较明显的风险资产季节性，中选前一个月开始改善，中选后三至六个月表现最强；同时伴随 VIX 回落、美元偏弱、油价偏弱。

第一，全球股市在中选前 3 至 6 个月整体偏弱，中选前 1 个月开始明显转强，中选后胜率和收益进一步抬升。从主要股票指数看，前 6 个月多数指数收益偏弱，纳斯达克、富时 100、罗素 2000、日经 225 均录得负收益；到前 1 个月，主要指数平均收益基本转正。中选后三个月和后半年改善最明显，纳斯达克后三个月上涨概率 86%、平均收益 10%，后半年进一步达到 93%和 17%；标普 500 后半年上涨概率 93%、平均收益 13%；道指、罗素 2000 后半年平均收益同样达到 13%。

第二，美股的规律最稳定，尤其是成长和小盘弹性较高。纳斯达克由前 6 个月平均收益-3%升至前 1 个月+5%、后三个月+10%、后半年+17%；罗素 2000 则由-4%升至+4%、+7%、+13%。标普 500 和道指也同步改善，但弹性略低。

第三，VIX 是最有一致性的反向指标。中选前 6 个月 VIX 平均上涨 19%，说明中选前政治、经济及政策不确定性通常较高；进入前 1 个月后，VIX 平均下降 3%，中选当月下降 8%，后三个月下降 11%，后半年下降 14%，且后半年仅 20%的样本上涨。

第四，A 股和港股中选后同样改善，沪深 300 的平均收益从前 1 个月 3%、当月 1%，提高至后三个月 12%、后半年 34%；上证指数后三个月 7%、后半年 18%；恒生指数后半年 13%。

第五，商品内部明显分化：黄金、白银中期偏强，原油在中选前明显偏弱。布油前 6 个月、前三个月、前 1 个月、当月平均收益分别为-9%、-5%、-7%、-8%，是表中规律最鲜明的资产之一；到后半年才恢复至+4%。这说明历史上中选前油价往往承压。黄金则前三个月上涨概率 80%、平均收益 5%，后半年上涨概率 86%；白银后半年平均收益 14%。因此，商品层面可以概括为中选前能源偏弱，贵金属相对占优，中选后商品整体修复但铜的规律并不明显。

仅供内部参考，请勿外传

图 4 中期选举前后，不同类型资产走势情况

		前六个月		前三个月		前一个月		当月		后三个月		后半年	
		上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益
全球主要股票指数	纳斯达克	50%	-3%	50%	1%	64%	5%	57%	3%	86%	10%	93%	17%
	标普500	60%	0%	60%	2%	73%	4%	67%	2%	80%	6%	93%	13%
	道琼斯工业指数	67%	1%	73%	2%	73%	5%	67%	1%	80%	5%	87%	13%
	富时100	27%	-4%	36%	-1%	64%	3%	55%	1%	82%	3%	82%	9%
	罗素2000	33%	-4%	67%	2%	75%	4%	67%	2%	77%	7%	85%	13%
	VIX	60%	19%	50%	6%	40%	-3%	10%	-8%	30%	-11%	20%	-14%
	日经225	47%	-4%	27%	-3%	47%	1%	67%	3%	60%	4%	73%	10%
	沪深300	43%	4%	43%	4%	43%	3%	43%	1%	43%	12%	57%	34%
	上证指数	56%	5%	56%	4%	44%	2%	56%	1%	40%	7%	50%	18%
	恒生指数	53%	-1%	33%	-2%	67%	4%	53%	-2%	53%	4%	67%	13%
	恒生科技	0%	-16%	0%	-15%	0%	-4%	33%	4%	50%	9%	75%	15%
主要商品	伦敦金现	53%	2%	80%	5%	50%	1%	57%	1%	64%	6%	86%	6%
	伦敦银现	33%	0%	67%	7%	50%	2%	29%	0%	64%	6%	79%	14%
	LME铜	50%	2%	45%	1%	50%	2%	60%	0%	60%	-1%	60%	2%
	ICE布油	11%	-9%	33%	-5%	25%	-7%	50%	-8%	38%	-5%	63%	4%
主要外汇	美元指数	50%	-1%	50%	-1%	36%	-1%	57%	0%	20%	-1%	33%	-2%
	欧元	62%	2%	54%	1%	54%	1%	31%	0%	57%	2%	57%	2%
	英镑	46%	1%	54%	0%	46%	0%	31%	-1%	54%	0%	46%	1%
	日元	0%	-5%	0%	-4%	0%	0%	33%	2%	75%	4%	75%	3%

资料来源：Wind、招商证券

因此，总结来看，美国中期选举具有较明显的风险偏好周期。中选前 3 至 6 个月，全球股市整体表现偏弱、VIX 上行；进入中选前 1 个月后，风险资产开始改善，中选后三至六个月上涨胜率和平均收益进一步抬升。其中，美股规律最为稳定，纳斯达克、标普 500 和罗素 2000 后半年上涨概率均超过八成，平均收益达到 13%至 17%；同期 VIX 平均回落 14%，显示选举落地后的不确定性出清是风险偏好改善的重要特征。商品方面，原油在中选前表现明显偏弱，黄金、白银相对占优；外汇方面美元整体偏弱。A 股及港股中选后平均收益亦有改善，但历史样本较少、胜率稳定性弱于美股，更多反映全球风险偏好改善带来的外溢效应。

2、美股行业表现呈现怎样的特征？

从美股市场表现来看，中期选举前一个月开始，行业表现明显改善；中选后行情进一步扩散，成长和顺周期方向表现更强，其中信息技术最突出。

首先，从时间节奏上，中选前 3 至 6 个月行业表现整体偏弱，但临近中选前 1 个月明显转强。前 6 个月 11 个行业平均上涨概率约 53%，平均收益接近 0；到前 1 个月，平均上涨概率升至约 71%，平均收益升至约 3.8%。而且 11 个行业在前 1 个月的平均收益全部为正，说明历史上中选前最后一个月存在比较明显的风险偏好改善特征。

第二，结构上，信息技术在中选前后表现最强，成长方向优势最明显。信息技术在前 1 个月上涨概率 80%、平均收益 7%，均处于行业前列；中选后三个月平均收益进一步达到 10%，后半年达到 15%，是所有行业中最高。可选消费同样表现较强，后半年上涨概率 90%、平均收益 12%。因此，如果从中选前后行业风格来看，可以概括为，成长和高弹性板块在风险偏好回升阶段更受益，TMT 尤其突出。

第三，医疗保健胜率最稳定。医疗保健在中选前 6 个月、4 个月、3 个月的上涨概率分别达到 90%、80%、80%，平均收益也分别达到 8%、5%、5%，明显强于其他行业。也就是说，越是在中选前较早、市场尚未进入全面风险偏好

仅供内部参考，请勿外传

改善阶段时，医疗的防御属性越突出；进入中选前 1 个月之后，信息技术、金融、房地产、工业等板块开始追赶，医疗的相对优势反而下降。因此，前期偏防御，临近中选逐步转向进攻。

第四，能源是最明显的例外。能源在中选当月上涨概率只有 30%、平均收益-1%，后三个月上涨概率仍只有 30%、平均收益 0%，显著弱于其他行业。这主要由于，中选前控制能源价格、抑制通胀往往是执政党的重要诉求，因此能源板块未必能同步享受风险偏好改善。

图 5 中期选举前后，美股不同行业上涨情况

		前六个月		前四个月		前三个月		前一个月		当月		后三个月		后半年	
		上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益
消费医疗	可选消费	40%	-4%	30%	-2%	40%	0%	60%	3%	80%	3%	80%	6%	90%	12%
	日常消费	70%	4%	50%	3%	70%	3%	90%	5%	50%	1%	60%	2%	70%	6%
	医疗保健	90%	8%	80%	5%	80%	5%	80%	3%	70%	2%	80%	4%	80%	9%
TMT	信息技术	70%	2%	60%	3%	60%	3%	80%	7%	70%	4%	70%	10%	90%	15%
	通讯服务	60%	1%	60%	3%	50%	3%	60%	3%	50%	1%	60%	5%	60%	8%
金融地产	房地产	60%	1%	40%	3%	40%	-1%	80%	5%	60%	3%	80%	8%	60%	6%
	金融	30%	-4%	60%	-2%	40%	-2%	70%	5%	70%	2%	60%	6%	80%	10%
上游资源品	材料	30%	-6%	40%	-2%	30%	-1%	50%	2%	80%	3%	50%	5%	90%	11%
	能源	30%	-4%	50%	2%	50%	2%	60%	2%	30%	-1%	30%	0%	60%	6%
中游制造	工业	40%	-3%	60%	0%	40%	0%	70%	4%	80%	2%	80%	6%	90%	11%
公用事业	公用事业	60%	-1%	70%	1%	60%	1%	80%	3%	50%	1%	60%	2%	80%	5%

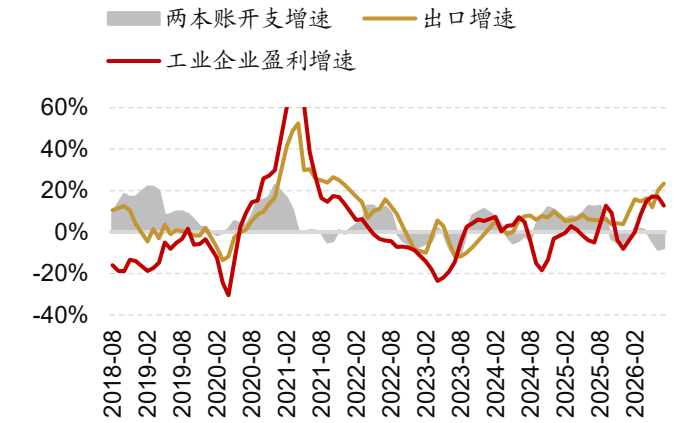
资料来源：Wind、招商证券

因此，总结来看，美股行业表现方面，中期选举前后市场存在由防御向进攻切换的特征。中选前 3 至 6 个月，各行业整体表现偏弱，医疗保健相对占优；进入中选前 1 个月后，行业上涨概率和平均收益普遍改善，信息技术、金融、房地产及工业等高弹性方向开始走强。中选结束后，行情进一步向成长及顺周期板块扩散，其中信息技术表现最为突出，后三个月、后半年平均收益分别达到 10%和 15%；金融、材料、工业亦呈现明显的先弱后强特征。能源表现相对偏弱，是中选前后少数未明显受益于风险偏好改善的行业。

仅供内部参考，请勿外传

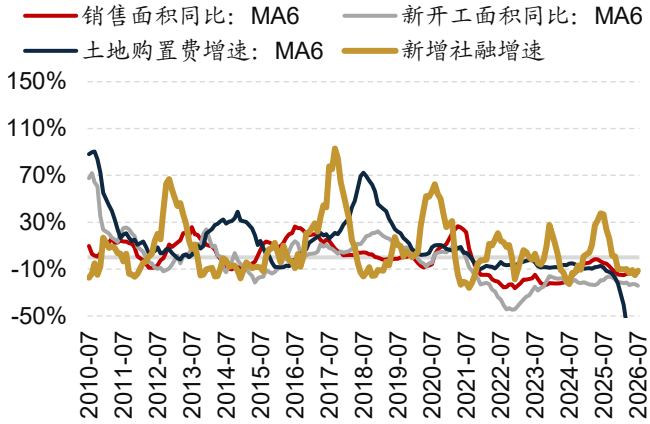
三、数据附录

图 6：财政支出-企业盈利情况



资料来源：Wind、招商证券

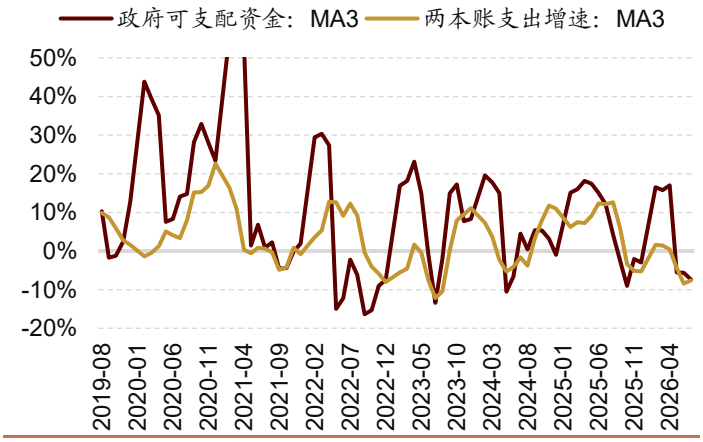
图 7：地产与社融的情况



资料来源：Wind、招商证券

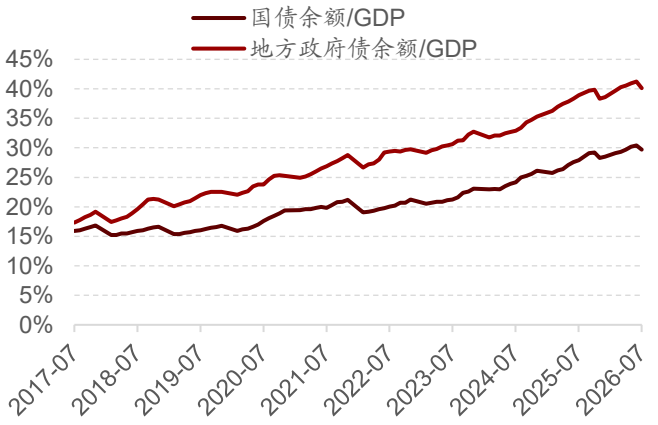
截至 7 月，两本账支出三个月移动平均增速为-8%，政府可支配资金三个月移动平均增速为-7%。国债余额/GDP 的占比约 40%，地方政府债/GDP 的占比约 30%。

图 8：政府可支配资金及两本账支出增速



资料来源：Wind、招商证券
注：可支配资金采用两本债收入+国债+城投债发行额

图 9：国债及地方政府债占 GDP 的比例

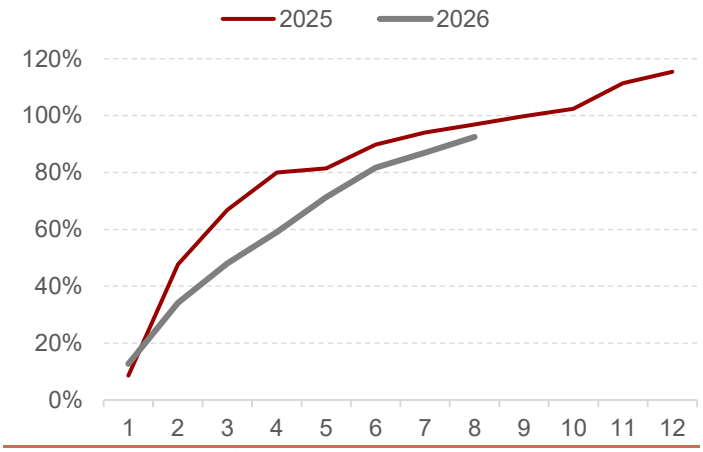


资料来源：Wind、招商证券
注：2026GDP 采用 2025 值与 2026 增速目标计算。

从化债资金的使用进度来看，截至 9 月 6 日，特殊再融资债发行进度为 93%，略低于去年同期的 97%；特殊新增专项债发行进度为 113%。

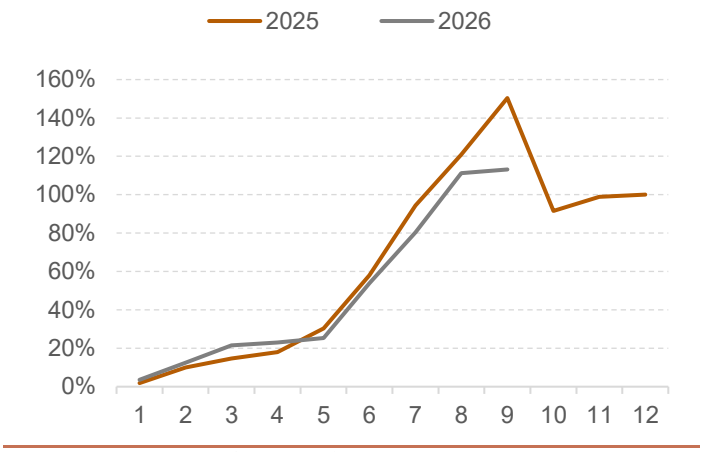
仅供内部参考，请勿外传

图 10：特殊再融资债发行进度



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

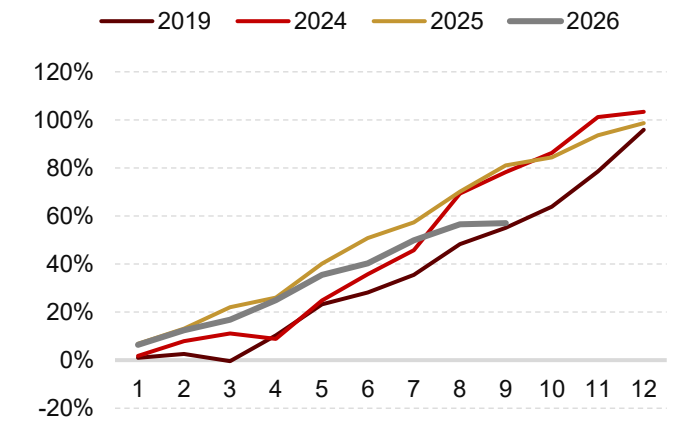
图 11：特殊新增专项债发行进度



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

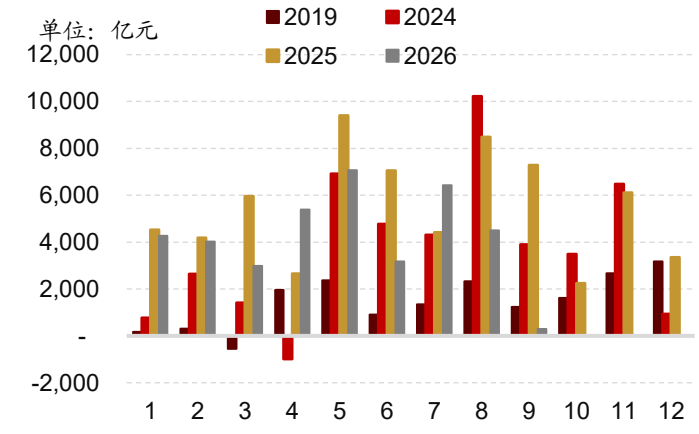
从国债资金使用情况来看，截至 9 月 6 日，国债净融资规模为 38152 亿元，发行进度约 57%。

图 12：国债净融资发行节奏



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

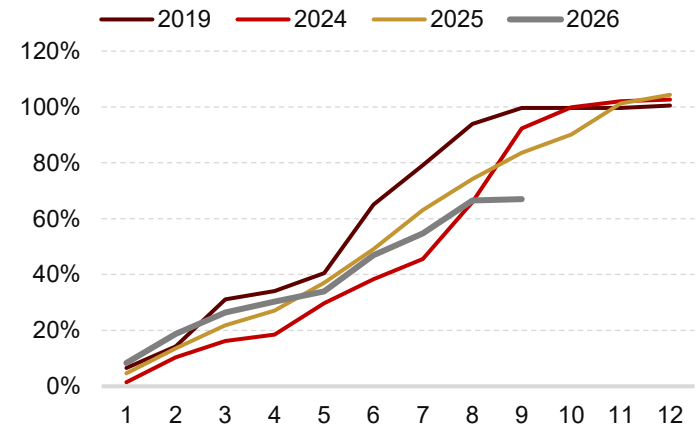
图 13：国债净融资发行情况



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

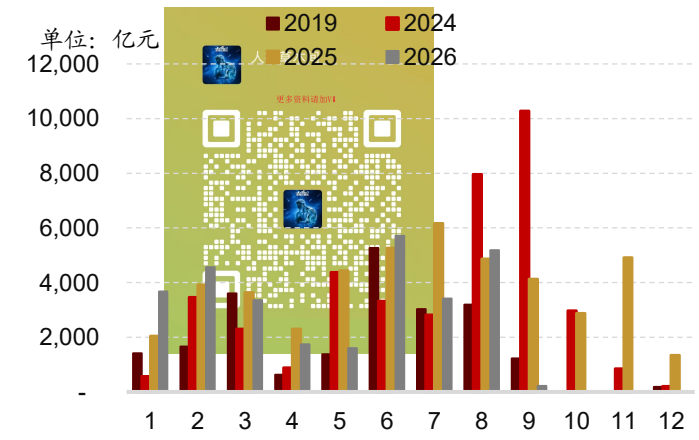
从专项债资金使用情况来看，截至 9 月 6 日，新增专项债发行规模约 29484 亿元，发行进度约 67%。

图 14：新增专项债发行节奏



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

图 15：新增专项债发行情况

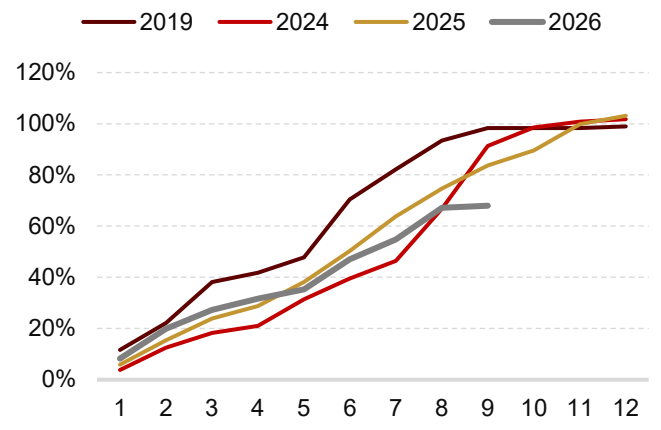


资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

从整体地方政府债使用情况来看，截至 9 月 6 日，新增政府债发行规模约 35344 亿元，发行进度约 68%。

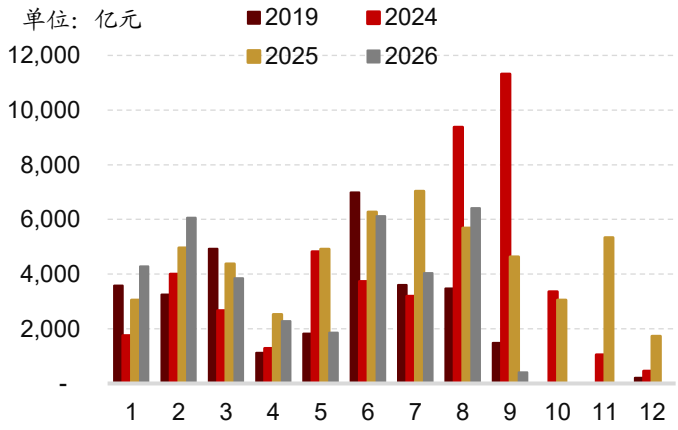
仅供内部参考，请勿外传

图 16：新增政府债发行节奏



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

图 17：新增政府债发行情况



资料来源：Wind、招商证券；截止 9 月 6 日

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。