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（7）：年内财政“托”得住经济吗？

核心观点

①财政发力正在提速，9-10月经济将与财政形成“共振”。9月是地方债供给与广义赤字的双重高峰，再加上低基数和工业增加值季节性，预计三季度GDP回升至4.5%、四季度4.7%，全年4.6%左右。

②债市不改长期趋势，继续看多长债。供给高峰等利空集中在9-10月，可能带来阶段性扰动。预计后续10Y国债下至1.65%附近，30Y-10Y利差收窄幅度更大。

③具体看，第一本账支出将向预算增速收敛。收入全年或落在3%-4%，超过2.2%的预算目标；支出足额完成预算需8-12月支出增速达8.3%。**第二本账难转正，但9-10月大概率回升。**悲观/中性/乐观三情形下，全年支出增速分别为-19.1%/-12.2%/-7.7%。后续看，专项债项目建设类占比维持六成上下，平均发行期限明年或回落1-2年至16年左右。

④新型政策性金融工具已经开始落地，中性情形拉动下半年固投约1.5个百分点。本轮三个边际变化：启动提前近一个月、恢复财政贴息、安排PSL额度支持。后续可以追踪政金债净融资、PSL、委托贷款、企业中长贷与票据组合，依次确认资金的筹集、投放与配套信贷。

风险提示：土地出让收入降幅扩大，第二本账支出完成度不及预期。

经济研究·宏观深度

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

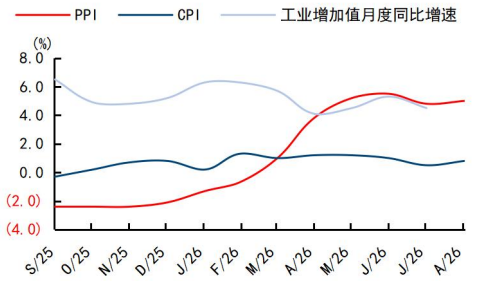
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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	-6.70
社零总额当月同比	0.60
出口当月同比	25.00
M2	7.70

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

《黄油与大炮——追赶中的K型与哑铃策略》——2026-08-21
《宏观经济深度报告-黄油与大炮——新政策框架下的资产逻辑》——2026-08-14
《宏观经济深度报告-有形之手（6）：详解六张网——“十五五”基建新框架》——2026-08-07
《宏观经济深度报告-有形之手（5）：后续政府债供给怎么看？》——2026-07-24
《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

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

经济与财政的“共振” 4
三四季度经济回升，动力主要来自三个方面 4
短期扰动不改长期趋势，继续看多长债 4
第一本账：余量充足，追赶预算 5
收入增速高，远超预算 5
支出有余粮，向预算收敛 5
第二本账：如何预测支出节奏 6
年内节奏取决于债务资金的落地 6
全年增速主要取决于土地收入 8
用土地收入和专项债反推支出节奏 9
新增专项债：对投资的拉动正在变弱 10
新增专项债为何落地偏慢？ 10
化债收官后，平均发行期限或有所回落 12
新型政策性金融工具能拉动多少投资？ 13
今年的三个边际变化 14
跟踪框架：四个指标 14
浅谈特别国债注资的影响 15
风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 预计增长将有所回暖 4
图2： 石化煤炭 4 行业受到明显外部冲击 4
图3： 财政收入增速可能向下收敛 5
图4： 财政支出增速向上收敛 5
图5： 第一本账支出敏感性测算 6
图6： 广义支出的波动主要来自第二本账 6
图7： 第二本账支出主要由债务资金驱动 6
图8： 1-8 月各地新增专项债计划与实际发行对比 7
图9： 2026 年新增地方债发行进度预测 7
图10： 2026 年广义赤字月度预测 7
图11： 9 月为广义赤字峰值 8
图12： 政府债净融资同样如此 8
图13： 第二本账完成度 8
图14： 收入端的大头和支出关系密切 8
图15： 历年 1-7 月土地出让收入 9
图16： 土地出让收入占广义收入比重 9
图17： 三种情形下的第二本账累计增速 10
图18： 三种情形下的第二本账当月增速 10
图19： 新增专项债项目建设类发行较为滞后 11
图20： 项目建设新增专项债发行占比处于低位 11
图21： 项目建设新增专项债滚动 12 个月占比 11
图22： 专项债平均发行期限持续提高 12
图23： 新增专项债平均发行期限 12
图24： 专项债分期限发行额占比 12
图25： 新增专项债分期限发行额占比 12
图26： 特殊再融资专项债分期限发行额占比 13
图27： 特殊新增专项债分期限发行额占比 13
图28： 专项债分期限平均票面利率 13
图29： 新增专项债分期限平均票面利率 13
图30： 政策性金融工具资金端之政金债 14
图31： 政策性金融工具资金端之 PSL 14
图32： 投放端之委托贷款当月新增额 15

下载日志已记录，仅供内部参考

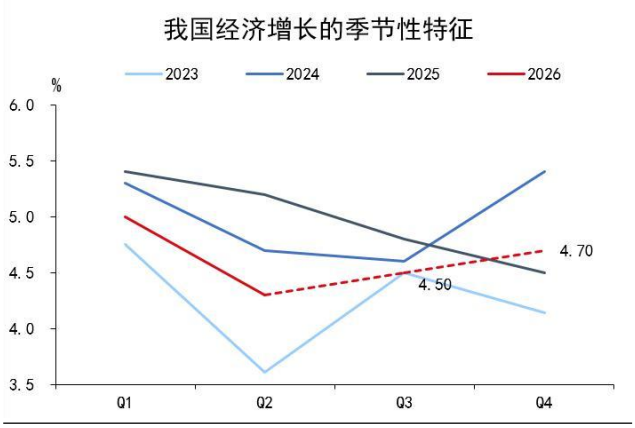
9 月起，财政存量政策的落地明显加速，新增地方债迎来供给高峰，8000 亿新型政策性金融工具启动投放。

作为“有形之手”系列第七篇，本文围绕财政发力回答两个问题。一是节奏：两本账支出何时回暖，经济与财政能否形成“共振”？二是资金：专项债的用途与期限结构如何演进，政策性金融工具如何跟踪、影响几何？

经济与财政的“共振”

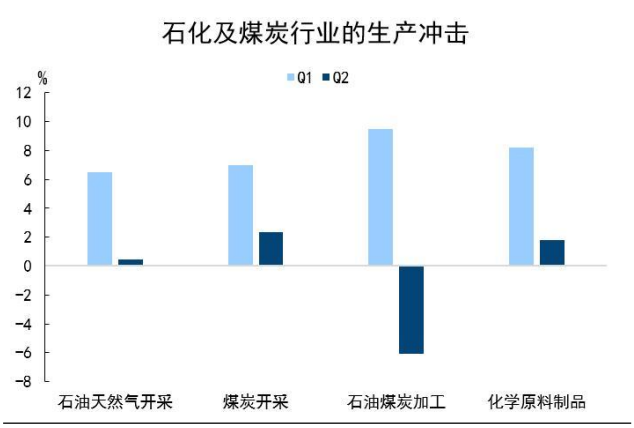
经济增速将迎来反弹，预计三季度略微回升至 4.5%，四季度进一步回升至 4.7%，全年增速 4.6%。全年经济增速预计落在 4.6，即目标区间靠下的位置。

图1：预计增长将有所回暖



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：石化煤炭 4 行业受到明显外部冲击



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

三四季度经济回升，动力主要来自三个方面

一是财政存量政策的加速落地。第一本账（一般公共预算）的支出节奏必将明显提速。第二本账（政府性基金预算）方面，虽然全年支出转正的可能性不大，但阶段性回升是确定的。此外，政策性金融工具已经启动投放，全部落地大约要一个月时间。

二是季节性和低基数带来的“被动回升”。受去年基数偏低、“金九银十”季节性规律的影响，9—10 月经济数据大概率会出现反弹。事实上，8 月 PMI 环比上行至 49.8，表明 8 月数据可能较 7 月已开始改善。

三是石化煤炭等行业的拖累减弱。二季度 GDP 之所以显著下滑，一个重要的原因是石化、煤炭等行业拖累了 0.39 个百分点，这主要是受外部地缘冲突、内部供需变化、价格波动及短期政策等多重因素叠加影响。三季度部分领域已出现企稳迹象，拖累程度有望边际减弱。

短期扰动不改长期趋势，继续看多长债

就债市而言，目前对资金面和基本面的预期较为一致，利空相对有限，机构减仓和止盈情绪可能带来阶段性调整。

具体看，扰动主要有三方面：一是 9-10 月政府债供给放量；二是利率快速下行至诉求点位后，央行出手干预的可能性上升；三是若经济走弱，市场担心重演“924”。

下载日志已记录，仅供内部参考

前两者都属于阶段性扰动，不会构成趋势性拐点。从历史经验看，政府债发行放量时，央行通常会同步开展对冲操作，实际影响很小；而且在此前 10 年期国债收益率下行突破 1.7%之后，央行仍通过临时逆回购操作来稳定税期资金面，说明呵护态度并未改变，后续即便干预也只是警示。

关键的第三点，一方面经济大概率出现反弹，下半年经济有望回升；另一方面，即使没有反弹，只要下半年达到 4.4%以上，全年就能实现 4.5%，完成目标并不困难。从这个角度看，再次出台大规模稳增长政策的必要性和可能性都较低。

总的来看，短期利空不会改变债市长期向好的方向，每次调整都是布局的机会。后续若通胀反弹不具有持续性，可能重回“弱通胀”交易，预计 10Y 国债下至 1.65%附近，30Y-10Y 利差收窄幅度更大。

第一本账：余量充足，追赶预算

收入增速高，远超预算

收入改善是税收主导、价格与基数共振的结果。第一本账收入 1-7 月增长 5.8%，明显高于 2.2%的预算目标，且还在逐月抬升。税收是主要拉动，收入端的“含金量”在提升：税收收入累计同比升至 6.7%（7 月当月 13.9%），而非税收入持续退坡（7 月当月-5.4%），与 2024-2025 年“税收弱、非税补”的格局不同。

税收的改善，一是价格回升放大弹性，税收按名义值计征、对价格高度敏感，价格回升带动增值税（+6.1%）等流转税走强；二是企业盈利修复和征管收紧，带动企业所得税（+7.2%）上行；三是资本市场活跃，证券交易印花税累计增长 99.1%，同时个人所得税在财产性收入带动下增长 14.9%；四是低基数支撑，2025 年同期税收收入累计-0.3%、全年收入未完成预算。

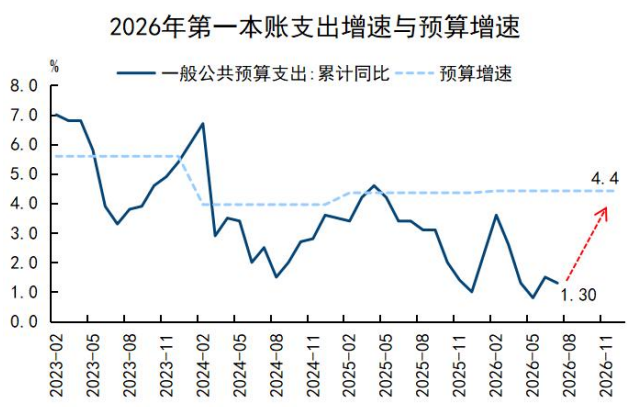
往后看，今年全年收入增速应会高于预算目标。但按照历史经验，存在提前完成任务后增速回落的情况，因此全年的收入增速可能落在 3%-4%之间。

图3：财政收入增速可能向下收敛



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：财政支出增速向上收敛



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

支出有余粮，向预算收敛

第一本账支出 1-7 月增长 1.3%，与 4.4%的预算目标差距较大。究其原因，一方面国债发行节奏整体后置，中央对地方转移支付与项目资金到位随之偏慢，地方

下载日志已记录，仅供内部参考

支出 1-7 月仅增长 0.5%。另一方面，收入高增并未传导至支出，7 月当月收支增速差达 11 个百分点。

后续支出增速将向预算目标收敛，走出“U”型。从经验规律看，2019-2024 年全年支出进度均在 97.6%以上，年末“赶进度”是常态，2025 年的 96.8%是特例。今年重演去年低进度的概率不大：一是资金充足，现有 8.3 万亿财政存款，加上下半年 2 万多亿待发行使用的专项债与超长期特别国债；二是基数较低，2025 年支出增速仅 1.0%，离预算差了 9610 亿。

经敏感性分析，如果要足额完成预算，需要 8-12 月支出增速达到 8.3%，在上述两点支撑下未必没有机会。

图5：第一本账支出敏感性测算

全年完成进度	全年支出（亿）	全年增速	8-12月所需同比
100%（足额完成）	300,040	4.40%	8.30%
99%（2019-2024年区间内）	297,040	3.40%	5.90%
97.6%(2019-2024年下沿）	292,839	1.90%	2.60%
96.8%（去年低进度重演）	290,439	1.10%	0.70%

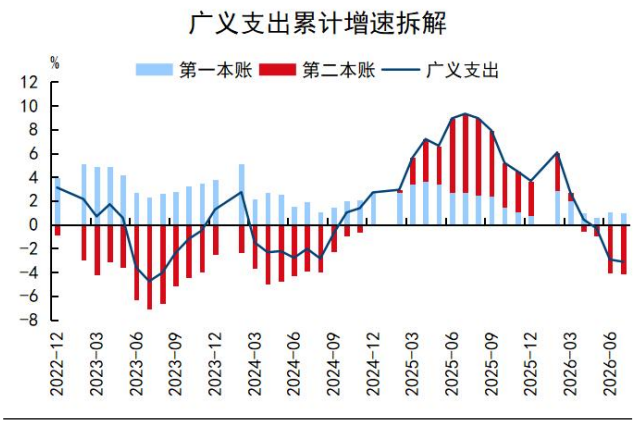
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

第二本账：如何预测支出节奏

年内节奏取决于债务资金的落地

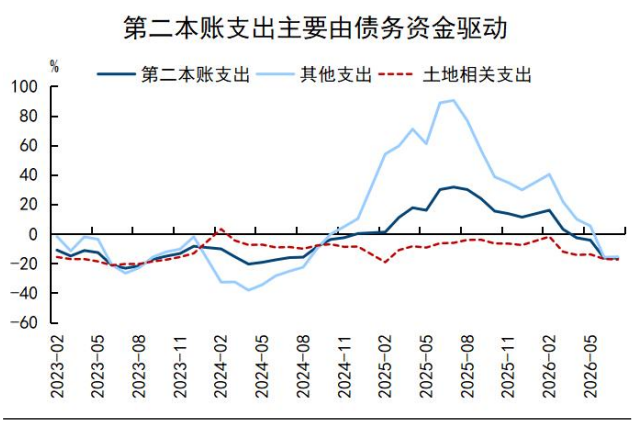
第二本账支出的年内节奏，主要看债务资金的落地情况。2023 年以来，第二本账剔除土地相关支出后的其他支出增速大起大落，与整体支出总体走势高度一致，而土地相关支出增速持续处于负区间。今年第二本账支出大起大落，累计同比从 1-2 月的 16.0%，到大幅转负至-16.4%，主要就是专项债和特别国债资金落地偏慢，和去年错位。

图6：广义支出的波动主要来自第二本账



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：第二本账支出主要由债务资金驱动

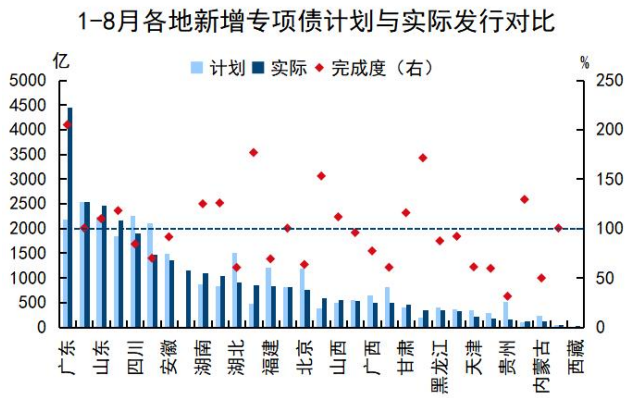


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

发行来看，前 8 个月专项债基本符合计划，但钱没落到项目上。1-8 月新增专项债发行 2.9 万亿，对比各地已披露的发行计划 2.7 万亿，实际发行略超计划；差异主要来自河南、青岛、深圳等未披露计划的地区，实际发行超过 2000 亿。

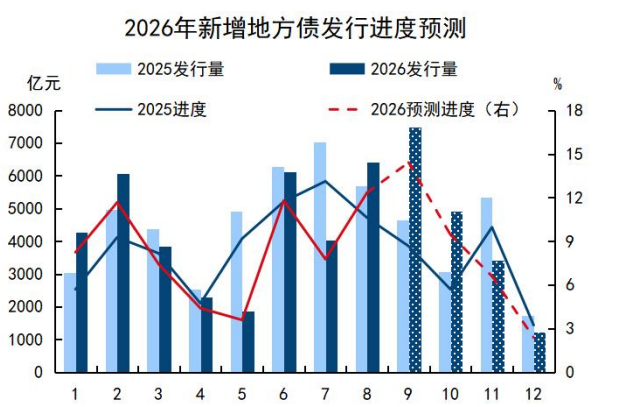
下载日志已记录，仅供内部参考

图8：1-8 月各地新增专项债计划与实际发行对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：2026 年新增地方债发行进度预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们更新对政府债的月度预测，预计 9 月新增地方债供给 7500 亿。根据各地区已披露的发行计划汇总，9 月新增专项债计划发行超过 6300 亿、新增一般债超过 1100 亿，两者合计 7500 亿左右，为 2026 年以来单月最高。由于四季度发行计划尚未披露，我们根据 9-12 月过去 5 年地方债发行进度的均值进行预测。节奏上，全年供给呈“倒 U”形态。

9-10 月也是广义赤字的高峰，是与经济“共振”的基础之一。国债净融资 5724 亿、新增专项债 6346 亿、新增一般债 1143 亿、特别国债 3520 亿，合计广义赤字约 1.67 万亿；10 月仍高达 1.3 万亿，11-12 月快速回落至 9726 亿、6167 亿。

图10：2026 年广义赤字月度预测

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	2,490	255	1,608	8,938
6月	11,410	10,269	1,141	2,040	412	5,716	9,310
7月	11,497	6,968	4,529	1,900	629	3,412	10,470
8月	11,537	9,129	2,407	2,100	1,227	5,188	10,923
9月E	12,308	6,584	5,724	3,520	1,143	6,346	16,733
10月E	11,390	5,577	5,813	2,760	515	4,401	13,489
11月E	12,702	6,404	6,298	0	361	3,068	9,726
12月E	13,026	8,094	4,932	0	317	918	6,167
合计	144,275	93,375	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

供给高峰对资金面的扰动集中在 9-10 月。不过一方面发行计划透明度高、节奏可预期，另一方面四季度快速退坡，且央行往往进行呵护，冲击预计有限。

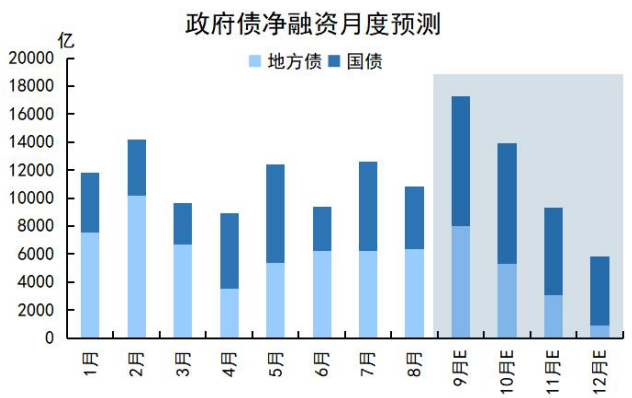
下载日志已记录，仅供内部参考

图11：9 月为广义赤字峰值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：政府债净融资同样如此



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全年增速主要取决于土地收入

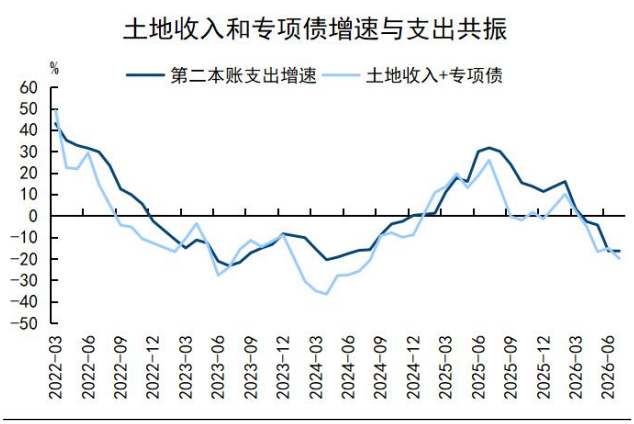
收入高增的年份（如 2013、2017 年），支出完成度可达 113%以上；收入深跌的年份（如 2015、2022 年），支出完成度滑落至 80%附近。今年支出完成度多少，关键看土地出让收入的降幅是否继续收窄。

图13：第二本账完成度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：收入端的大头和支出关系密切

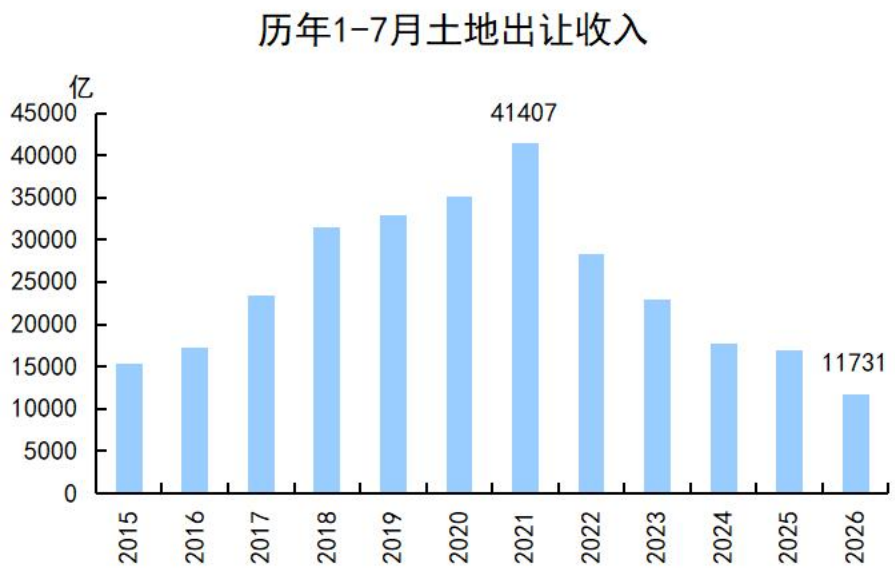


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

土地出让收入仍在探底，后续也难有较大回升。前 7 个月土地出让收入 11731 亿，同比下滑 30.8%，为有数据以来的同期最低值，线性外推全年仅约 2.8 万亿。近期的期房限制政策出台后，房企资金周转速度变慢，拿地必然更加谨慎，这可能对土地收入进一步形成压制。

下载日志已记录，仅供内部参考

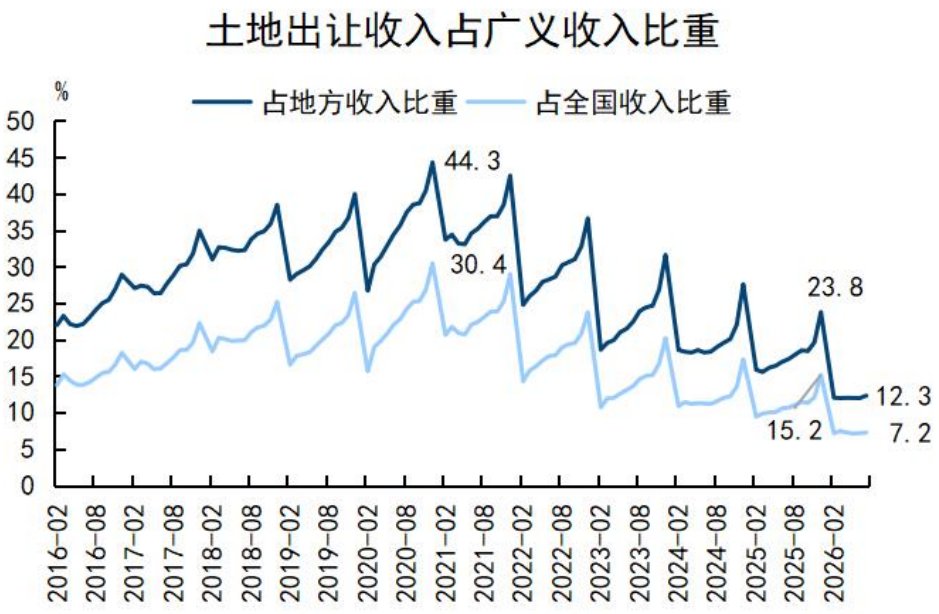
图15：历年 1-7 月土地出让收入



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从依赖度看，土地财政对广义收入的贡献已较峰值腰斩。窄口径下（土地收入/地方本级一二本账收入），依赖度从 2020 年高点的 44.3%下滑至 2025 年的 23.8%；宽口径下（占全国广义收入的比重），从 30.4%的高点降至 15.2%。今年前 7 个月，两个口径进一步降至 12.3%和 7.2%，显著低于去年同期的 17.3%和 10.7%。土地依赖度的趋势性收缩意味着，即便后续地产销售边际企稳，土地收入对第二本账的支撑也难以回到过去的弹性。

图16：土地出让收入占广义收入比重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

用土地收入和专项债反推支出节奏

下载日志已记录，仅供内部参考

近一年，新增专项债和土地出让收入两者合计占到支出端的 80%左右，假设比例不变，可以通过预测这两者的节奏来反推支出的节奏。新增专项债我们使用过去五年季节性进行预测，假设三种情形：

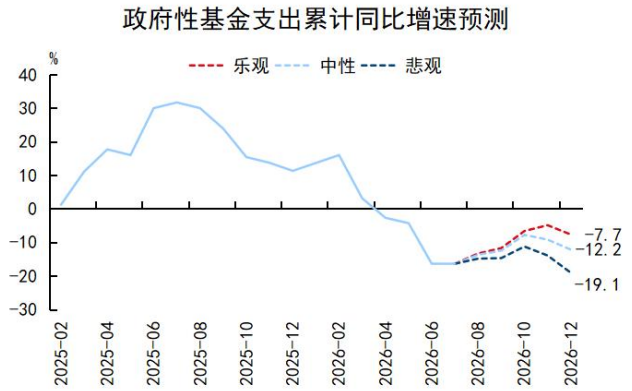
1. 悲观：土地收入全年增速-30%（按前 7 月线性外推），支出完成度约 77%；

2. 中性：土地收入降幅收窄至-15%左右，与上年基本一致，收窄的节奏简单假设为线性，全年支出完成度 84%；

3. 乐观：土地收入降幅收窄至-10%，且四季度追加下达的 4000 亿专项债限额（平均分布在 11、12 月），支出完成度来到 88%。

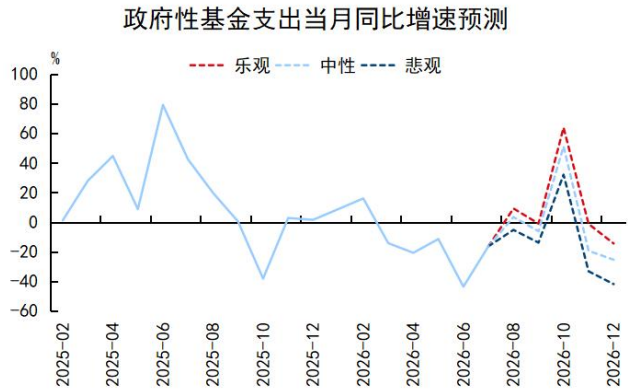
三种情形下，全年第二本账支出增速分别为-19. 1%/-12. 2%/-7. 7%。从当月节奏看，三种情形的支出增速均在 9-10 月冲高（低基数与债务资金集中拨付叠加），11-12 月逐步回落，全年走势呈“倒 U 型”。

图17：三种情形下的第二本账累计增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：三种情形下的第二本账当月增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新增专项债：对投资的拉动正在变弱

新增专项债为何落地偏慢？

一方面，新增专项债的钱有很大一部分没有转化为投资。从这一轮化债周期开始，每年新增专项债中都有较大比例用于“化债清欠”；2025 年起又开始发行土地储备专项债，用于回收闲置土地。

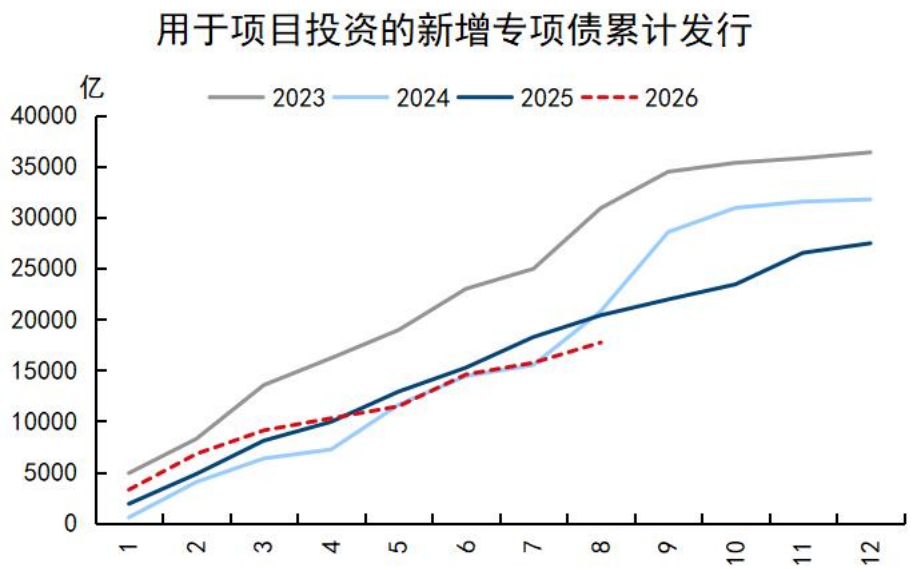
剔除上述两项，项目建设用的新增专项债占比处于趋势性下行通道。今年前 8 个月，新增发行中特殊新增专项债 8901 亿、土地储备专项债 2655 亿，用于项目建设的约 1. 8 万亿，占 60. 5%，低于上年同期的 62. 4%；8 月单月投资占比一度低至 38. 3%。

今年全年的占比预计与去年基本持平。按全年 4. 4 万亿新增专项债测算，其中特殊新增专项债约 1. 3 万亿、土地储备专项债约 5000 亿，建设用途约 2. 6 万亿，占比 59. 0%，与上年的 59. 8%基本持平。今年新增专项债额度和真正形成实物工作量的资金都没有增加，专项债对基建的拉动弹性继续被化债和土储用途稀释。

虽然明年化债收官，但每年 8000 亿的特殊新增专项债和“清欠”资金仍未发行完毕，2027 年这一比例估计仍在六成上下，取决于新增专项债总额会不会有提高。

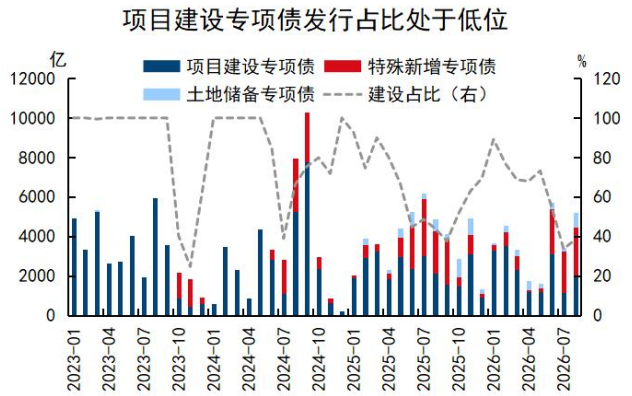
下载日志已记录，仅供内部参考

图19：新增专项债项目建设类发行较为滞后



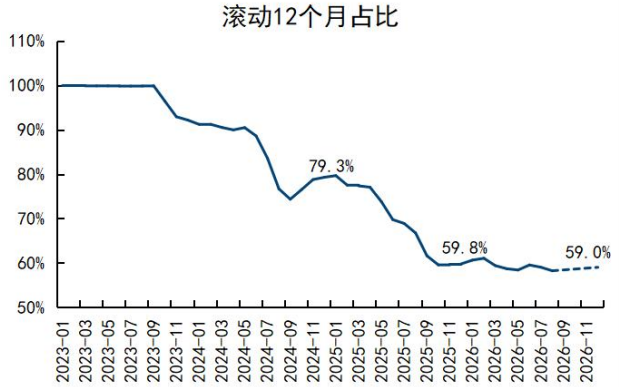
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图20：项目建设新增专项债发行占比处于低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：项目建设新增专项债滚动 12 个月占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

另一方面，项目端约束或将持续存在。专项债发行使用的进度偏慢，一是合意项目储备不足，专项债要求对应“有收益、能自平衡”的项目，多年高强度发行后，优质项目被大量消耗，2022 年以来实体投资回报率逐渐下降。虽然“自审自发”试点省份的发行进度快于非试点省份，后续也可能进一步扩围，但优质项目也将更少；二是审批监管趋严，2026 年 4 月《关于深化投资审批制度改革的意见》明确实行政府投资项目决策终身负责制。财政部强化穿透式监管和“扫描式”核查、坚决查处违规，地方申报趋于审慎；三是“十五五”许多专项规划尚未完全落地，新项目青黄不接，进一步拖累了发债节奏。

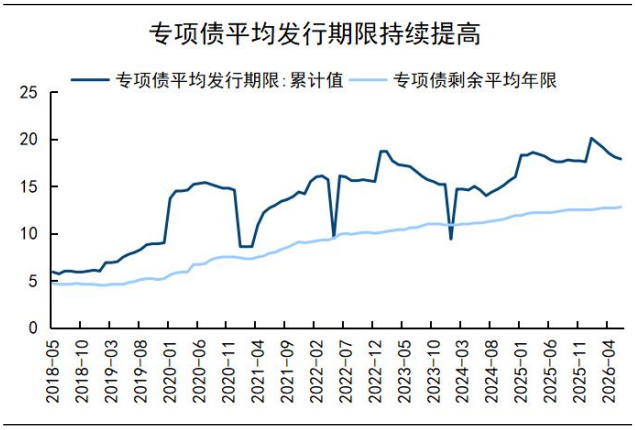
其中前两点预计将延续下去，因此项目端或成为专项债发行落地的长期阻碍。

下载日志已记录，仅供内部参考

化债收官后，平均发行期限或有所回落

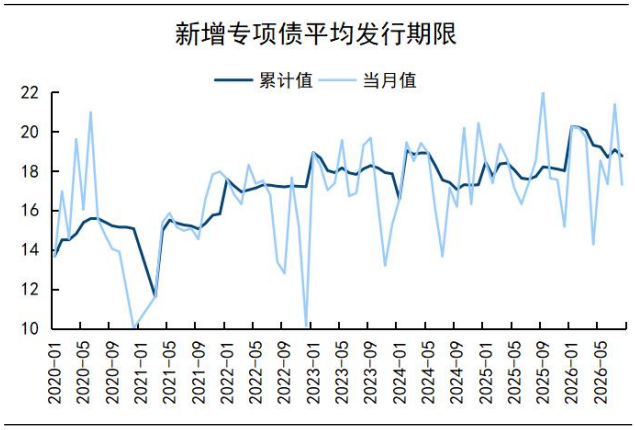
2024 年后，专项债平均发行期限的抬升由三股力量叠加推动。一是再融资债与置换债占比提高，此类债券期限普遍较长；二是建设类新增债自身久期不断拉长，主力期限从 2020 年的 10 年逐步过渡到 2021 年的 15 年、2022-2023 年的 20 年，此后 30 年期放量；三是利率下行周期中，发行人倾向于锁定长期低成本资金。三股力量合力，将专项债平均发行期限从 2018 年的 6 年左右一路推高至当前的 17.9 年，存量专项债剩余平均年限也升至 12.8 年；新增专项债加权发行期限（累计值）目前在 18.7 年附近，同样处于历史高位。

图22：专项债平均发行期限持续提高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

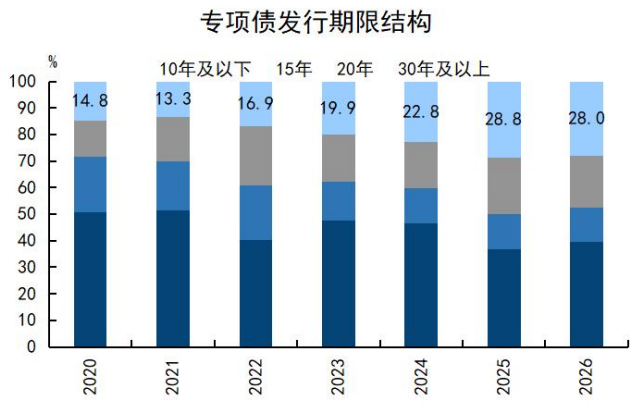
图23：新增专项债平均发行期限



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

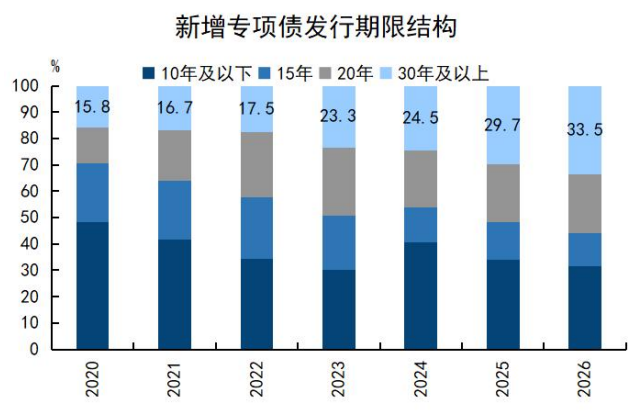
结构上，30 年期及以上是这轮专项债平均期限抬升的主力品种，其发行额占比从 2020 年的 14.8%升至 2026 年 1-8 月的 28.0%，同期 10 年及以内占比从 50.9%降至 39.5%。同样的，新增专项债中 30 年期占比到今年已超过 1/3。

图24：专项债分期限发行额占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：新增专项债分期限发行额占比



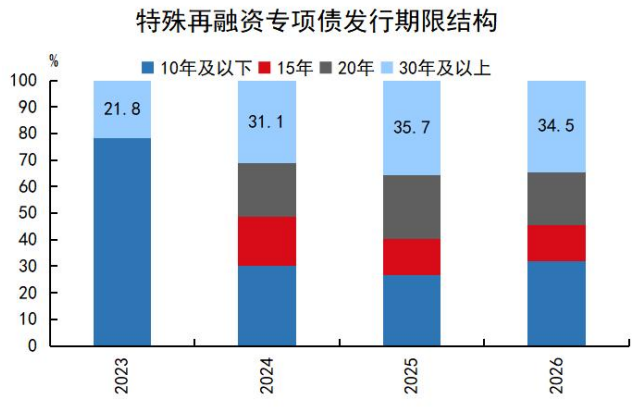
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

上述三股力量正在边际弱化，专项债加权发行期限明年或回落 1-2 年到 16 左右。

第一，置换债这一久期最长的品种将显著减少。随着置换额度今年基本发完、化债在 2027 年 6 月收官，长久期置换债的占比将下降。

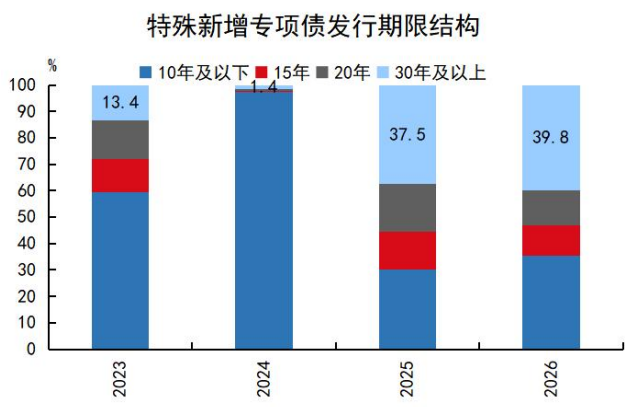
下载日志已记录，仅供内部参考

图26：特殊再融资专项债分期限发行额占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：特殊新增专项债分期限发行额占比



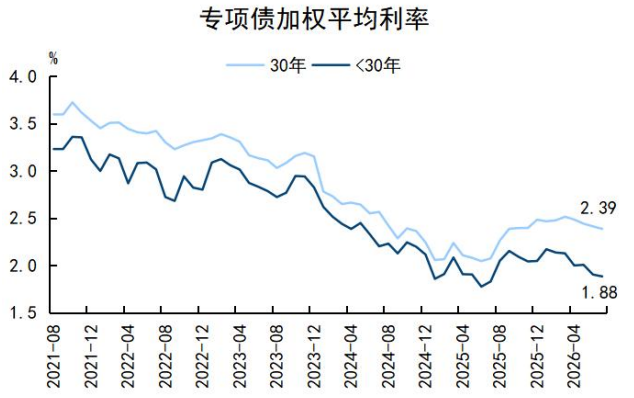
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

第二，存量接续转向银行信贷，专项债不再需要“以久期换长钱”。隐债清零、平台退出之后，银行信贷或成为城投存量债务最主要的接续渠道。

第三，资金成本的角度，拉长久期的性价比在下降。从分期限票面利率看，30 年期平均利率已从 2021 年 8 月的 3.6%降至 2026 年 8 月的 2.37%，但与此同时，30 年以内品种降至 1.88%，两者利差在 2024 年压缩至历史低位后重新走阔，发行向短期限回归的成本动力增强。

对债市而言，这是未来供给端的利好之一。前提是，化债收官与银行承接能够如期实现。

图28：专项债分期限平均票面利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：新增专项债分期限平均票面利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新型政策性金融工具能拉动多少投资？

新型政策性金融工具是“准财政”发力的关键，属于“准股权”性质，解决基建投融资项目资本金不足的堵点。从去年开始，新型政策性金融工具可以全部充当项目资本金。

那么这轮的政策性金融工具能拉动多少投资？本轮 8000 亿全部用于补充项目资本金，占单个项目资本金比例原则上不超过 50%（部分重点领域 80%），对应项目

下载日志已记录，仅供内部参考

资本金约 1.6 万亿、总投资约 6.4 到 8 万亿（未必是新增）。若当年（四季度起）资金转化率按悲观/中性/乐观（30%/45%/70%）计，工具本金当年形成新增投资约 2400/3600/5600 亿，可拉动下半年固投约 1.0/1.5/2.4 个百分点、全年固投 0.5/0.7/1.2 个百分点。叠加配套信贷与自筹资本金，实际拉动效果可能达到上述估计的 2 倍。

今年的三个边际变化

一是启动提前。本轮 8000 亿 9 月 1 日启动投放，较 2025 年（9 月底启动）提前近一个月。截至 9 月 4 日，三家政策行已在七省份完成首批投放约 14.6 亿，全部落在民间投资和民间资本参与项目。对照 2025 年 9 月底启动、10 月底投放完毕的节奏，本轮大概率 10 月初集中投放完毕，一个月左右时间完成落地。

二是恢复贴息。本轮是 2022 年后再次恢复财政贴息：对中小微民企参与项目的工具资金按本金年化 1.5 个百分点贴息、期限不超 2 年、单户上限 5000 万元。贴息后项目前两年实际成本约 1.5%左右，显著低于 2025 轮约 3%的水平。但受对象和额度双重约束，贴息的信号意义大于成本意义。

三是资金端加入 PSL。央行一、二季度货币政策执行报告已明确安排 PSL 额度支持本工具；截至 8 月 PSL 仍净回笼 521 亿，实际动用尚未开始，现阶段筹集完全依赖政金债。

跟踪框架：四个指标

根据政策性金融工具“资金-信贷”的链条，可以跟踪四个指标。

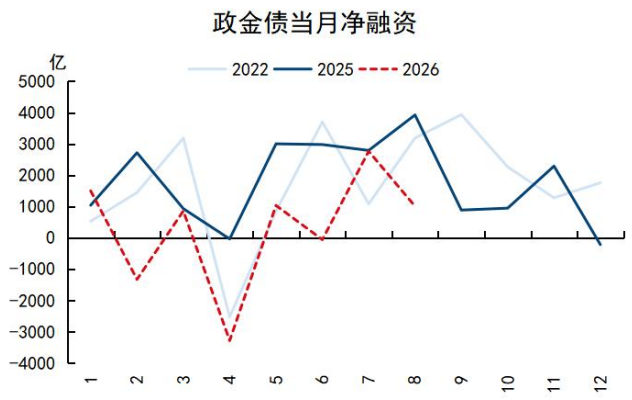
一是政金债单月净融资连续 2 个月高增长，确认资金筹集启动，领先投放 1-2 个月；

二是 PSL 开始投放，意味着央行加入筹资，节奏可能快于预期；

三是委托贷款单月高增，确认集中投放；

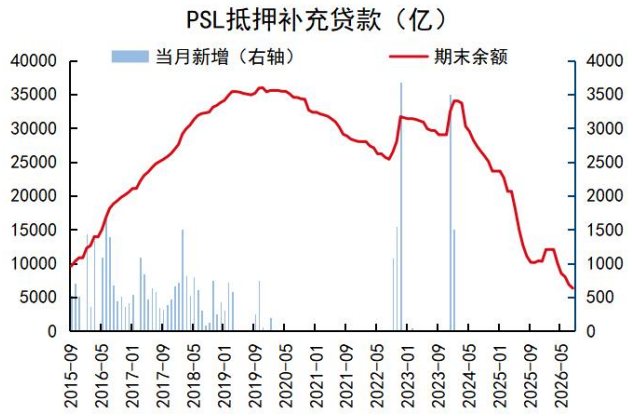
四是企业中长贷同比多增、票据回落，说明配套信贷生效、实物工作量在途。

图30：政策性金融工具资金端之政金债



资料来源：央行、Wind、国信证券经济研究所整理

图31：政策性金融工具资金端之 PSL



资料来源：央行、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

图32：投放端之委托贷款当月新增额



资料来源：央行、Wind、国信证券经济研究所整理

浅谈特别国债注资的影响

9 月 6 日，工商银行、农业银行分别披露定增预案，拟募资不超过 1000 亿、1600 亿补充核心一级资本，其中财政部拟认购 700 亿、1300 亿，烟草体系合计认购 600 亿。同日，财政部向中国人寿集团、中国人保、中国太平、中国再保、中国进出口银行、中国信保注资合计 1000 亿。8 家中央金融企业合计增资 3600 亿，财政部出资 3000 亿。

本轮注资有三个边际变化。一是对象扩容。工农两行注资后，六家国有大行实现全覆盖；注资范围进一步延伸至保险央企和政策性金融机构，财政部集中注资保险属历史首次。二是财政与国资协同的统筹深化，3000 亿特别国债额度之外由烟草系出资 600 亿。三是与去年相比，今年额度缩减、节奏后置。注资特别国债由 2025 年的 5000 亿降至 3000 亿，去年 6 月中下旬即完成注资。财政部已明确将于近期发行 3000 亿特别国债，四季度政府债供给在 9 月高峰之后仍有接续。

本轮注资前各机构安全垫仍然充裕。工行注资前核心一级资本充足率 13.21%、高出监管线约 4.2 个百分点，注资后预计升至 13.54%；农行 10.80%，注资后升至 11.41%。去年首轮四行的实际效果来看，交行实际抬升 1.18pct、邮储+0.96pct、中行+0.37pct，建行因资产扩张被抵消。保险端偿付能力充足率远超红线（监管红线：核心 50%、综合 100%），人保核心 197.7%、中再 234.7%、国寿股份 156.8%，太平核心 146%且一年下滑 32pct。

预期本轮注资对权益整体偏利好、银行保险更直接受益；对债市，利率债短期影响有限，金融债相对受益于资本安全垫增厚。

股市方面，一方面，注资强化国有大行“高股息+准财政背书”的定价锚，对银行、保险板块是直接的估值利好；另一方面，资产荒背景下，险企注资直接松绑权益配置空间，但信号意义大过实际增量。

债市方面，去年注资到账后，大行月均新增债券投资从约 5000 亿升至约 7800 亿。

下载日志已记录，仅供内部参考

用银行ΔEVE≤一级资本的15%静态测算，静态测算：新增容忍度约390亿，全配10年期国债（修正久期约8）可容纳约1900亿，拉久期到30年约800-900亿。

风险提示

土地出让收入降幅扩大，财政支出完成度不及预期。

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