下载日志已记录，仅供内部参考

真实财政支出力度：如何评估？如何展望？

—— 从可用财力空间看 2026 年财政支出的后续空间与节奏

2026 年 09 月 21 日

核心观点

- 2026 年一季度以后，财政支出增速整体有所下滑，1-8 月广义财政支出（一般公共预算和政府性基金预算合计）累计同比下降 3.5%，对基建投资、工业生产等宏观经济活动形成一定短期制约。如何更准确地评估财政支出强度，并判断后续财政支出形势？关键在于厘清统计口径、区分财政资金的不同功能。基于我国政府预算管理的实际情况，**我们提出了一个在宏观经济运行视角下，可以更准确观察财政支出强度的指标——“调整后的广义财政支出”**=一般公共预算支出+政府性基金预算支出-非增量拉动类支出。**其中，“非增量拉动类支出”主要是指虽然计入财政支出，但主要用于存量问题处置、不会直接形成当期 GDP 增量的资金，**包括：用于化解存量隐性债务和清理拖欠账款的特殊新增专项债、用于补充中小银行资本金的专项债，以及用于补充大型金融机构资本金的特别国债等。基于这一指标，我们得到以下初步结论：

- **第一，近年来财政功能更加多元，相当一部分财政资源被用于存量问题处置。**2023-2025 年，“非增量拉动类支出”合计分别约为 0.54 万亿元、0.88 万亿元和 1.89 万亿元，2026 年预计约为 1.3-1.5 万亿元。剔除这部分支出，有助于更准确地观察财政资金对当期经济活动的实际支撑力度。这些资金虽然能够改善政府、企业和金融机构的资产负债表、畅通经济循环，但并不直接对应当期的新增投资和消费。

- **第二，2021 年以来我国财政支出整体处于弱扩张阶段，房地产市场调整和存量问题处置共同影响了实际财政支出强度。**2016-2020 年，调整后的广义财政支出年均增加约 2.9 万亿元、年均增速约 10.7%；而 2021-2025 年年均增量仅约 3600 亿元、年均增速约 1.0%，支出的扩张力度较此前明显下降。

- **第三，财政支出强度或许在逐步走出 2021 年以来的弱周期。基于对全年预期可用财力空间的测算，2026 年有条件成为近 4 年来（2023-2026 年）实际财政支出强度最高一年。**2026 年调整后的广义财政支出预算目标约 40.8 万亿元，较 2025 年增加约 2.6 万亿元（账面支出目标 41.9 万亿，较 2025 年增 1.8 万亿）。尽管 1-8 月财政支出进度偏慢，但结合全年支撑财政支出的各类财力空间的不同情景测算，2026 年全年预期可用财力空间总体仍较为充足。在基准情景下，如果可用财力能够较为充分地转化为支出，全年调整后的广义财政支出增量也有条件达到近 4 年来的最高水平。

- **第四，2026 年 8 月以后的财政支出加速具有较强的财力支撑基础，且反弹态势有望延续至 2027 年上半年。**在可用财力能较充分转化为支出的条件下：无论采用账面广义财政支出还是调整后的广义财政支出口径，无论是乐观、基准还是极端情景，2026 年 9-12 月的财政支出增速均将较 1-8 月明显回升，区别主要在于反弹幅度。进一步考虑到 2026 年上半年财政支出基数相对较低，以及地方化债工作逐步进入后期、财政资源用于存量问题处置的比重边际下降，2026 年四季度财政支出强度的改善趋势，很可能延续至 2027 年上半年。

分析师

章俊 首席经济学家

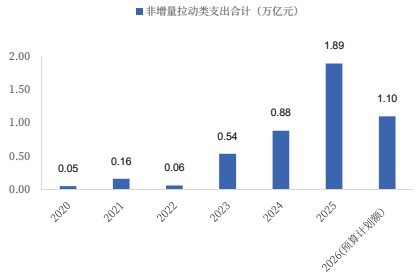
☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：盛中明

“非增量拉动类支出”合计



资料来源：企业预警通，Wind，中国银河证券研究院

风险提示

1. 政策传导效果不及预期的风险
2. 重大项目落地进度不及预期的风险
3. 房地产调整超预期的风险

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 如何观察中国财政支出的真实力度变化？ 3
（一） 观察真实财政支出强度的口径：调整“非增量拉动类支出”后的广义财政支出 3
（二） 调整后广义财政支出的历史趋势 5
二、 基于对 2026 年可用财力空间的测算，判断 2026 年财政支出潜在的真实力度与节奏 6
（一） 基准情景下，若可用财力充分转化为支出，2026 全年调整后的广义财政支出增量有望实现近 4 年来的最高值 6
（二） 无论在哪种情景下，2026 年 9-12 月的财政支出强度都有条件较 1-8 月明显反弹 8
三、 结论与启示 10
四、 风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

一、如何观察中国财政支出的真实力度变化？

（一）观察真实财政支出强度的口径：调整“非增量拉动类支出”后的广义财政支出

从宏观经济运行角度出发，准确观察我国财政支出的真实强度稍显复杂。某一项预算的支出、或者多项预算支出的简单加总，都不能直观反映财政支出对宏观经济运行的真实影响力度变化。**为更准确地衡量财政支出强度，大致要考虑两方面的因素：**

一是界定与宏观经济运行直接关联的政府预算范围，一般可以将四本预算中一般公共预算和政府性基金预算之和定义为“广义财政支出”。我国构建了四本预算的复式预算体系，其中与宏观经济运行直接关联度较高的，是一般公共预算和政府性基金预算。这是因为四本预算的功能、特点不同（表 1）：**1）一般公共预算**以税收为主要来源，支出覆盖国防、政府日常运转等方面，与总需求的关系最为直接；**2）政府性基金预算**以土地出让收支为主导，同时覆盖其他 20 余项政府性基金（如铁路建设基金），与固定资产投资的关联密切；**3）国有资本经营预算**的功能主要体现在国资体系内部的资金循环（如用于国企改革支持等），规模本身也偏小，对宏观总需求的直接拉动有限；**4）社会保险基金预算**则是基本养老、医疗等制度的资金池，其资金流入主要来自参保人缴费和一般公共预算补充，再以待遇支付形式流向个人，本质是收入再分配（转移支付），而非新增的政府购买或投资，对当期 GDP 的直接拉动也就相对较弱。**2025 年，广义财政收入和支出的账面规模分别为 27.4 万亿和 40.0 万亿。**

表1：我国政府四本预算的功能概括和每本预算核算的收支、债务规模

政府预算	特点、功能概括	2025 年收支额、债务新增额度（万亿元）			纳入核算的政府债务	与宏观经济运行的直接关联度
		收入	支出	债务		
一般公共预算	税收为收入主体，用于政府正常职能履行（国防、日常运转等）	21.6	28.7	5.7	国债、地方政府一般债	高
政府性基金预算	土地出让相关收支为主导，涵盖其他 20 余项专款专用的政府性基金（如民航发展基金）	5.8	11.3	6.2	地方政府专项债、部分特别国债	高
国有资本经营预算	主要用于国资体系内部再循环、规模偏小	0.85	0.26	0	无	低
社会保险基金预算	养老、医疗等保险的资金池，专款专用（其中约 25%收入来自一般公共预算补充）	12.6	11.1	0	无	低
广义财政	**一般公共预算+政府性基金预算（与宏观经济直接关联度高）**	**27.4**	**40.0**	**11.86**	-	-
四本预算合计	收支合计计算时，需剔除一般公共预算补充社会保险基金预算带来的重复项	37.9	48.5	11.86	-	-

资料来源：财政部，中国银河证券研究院

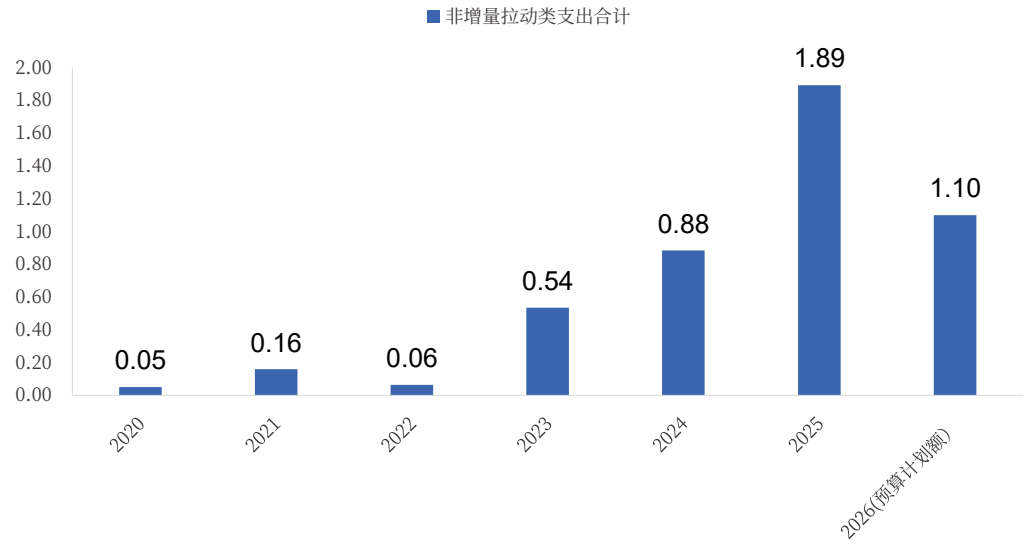
二是我国财政支出中有一部分不会直接形成当期 GDP 增量的资金，在观察财政支出强度时应予以剔除。账面上的广义财政支出中，部分资金虽然计入了财政支出科目，但实际上并不会直接转化为当期的投资或消费、形成 GDP 增量。**典型的比如**：新增地方专项债中用于偿还存量隐性债务的资金，本质上是“以显性新债换隐性旧债”的债务置换，不产生新的实物工作量；用于补充大型金融机构资本金的资金，注资行为本身是财务性质的资金划转，同样不直接产生 GDP 增量。**这些资金**

下载日志已记录，仅供内部参考

大部分来自新增债务（新增专项债、特别国债等），本身有助于畅通经济循环，增强地方政府和金融机构等主体支持经济发展的能力。但考虑到评估财政力度变化的准确性，可以将每一时期账面广义财政支出中的这部分资金予以剔除，以便观察真实财政支持强度的变化。

所以，为更准确地观察财政支出强度，我们测算了“调整后的广义财政支出”=一般公共预算支出+政府性基金预算支出-非增量拉动类支出。其中，2023-2025 年，“非增量拉动类支出”合计分别约为 0.54 万亿、0.88 万亿、1.89 万亿（图 1），主要由三个部分构成：

图1：“非增量拉动类支出”合计（万亿元）



资料来源：企业预警通，Wind，中国银河证券研究院

一是地方新增专项债用于化解存量隐性债务和清理拖欠账款的资金。根据 2024 年实施的“一揽子化债方案”：2024 年起，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债；**这部分债务在相关研究和统计中，一般被称为“特殊新增专项债”**；并且，在实践中，2023 年开始就有一定量的“特殊新增专项债”发行[1]。近年来，每年“特殊新增专项债”的发行规模往往超过 8000 亿元（图 2），这是因为在偿还存量债务外，这类资金还可用于清理拖欠账款等相关资金。根据企业预警通数据库的统计，**2023-2025 年，用于化解隐债和清理欠款的“特殊新增专项债”发行额分别为 3101 亿元、8778 亿元和 13668 亿元；2026 年 1-8 月，“特殊新增专项债”发行额为 8901 亿元。**

这里需要注意的是，每年新增专项债中用于化债的资金（“特殊新增专项债”），与 2024 年新增的 6 万亿元用于置换存量隐性债务的地方政府债务限额（“特殊再融资专项债”）应有所区别；前者会影响实际财政支出力度计算，后者不影响。这是因为，“特殊新增专项债”发行后纳入政府性基金预算，并形成相应的财政支出，因此会直接影响当期财政支出强度的测算。“特殊再融资专项债”则是通过增加地方政府债务限额、发行置换债券的方式，将存量隐性债务置换为法定政府债务，本质上属于债务结构调整，并不新增财政支出。

二是新增专项债用于补充中小银行资本金的资金。2020 年，地方政府专项债被允许用于补充中小银行资本金。这类资金主要通过地方政府持有、注资或入股中小银行的方式实现资本补充，并非直接用于基础设施、公共服务等实体经济项目建设，因此从观察财政支出对当期总需求的拉动强度出发，也将其作为非增量拉动类支出予以剔除。**根据企业预警通数据，2020-2025 年，这部分专项债每年的新增发行额合计为 5300 亿元（图 3）。**

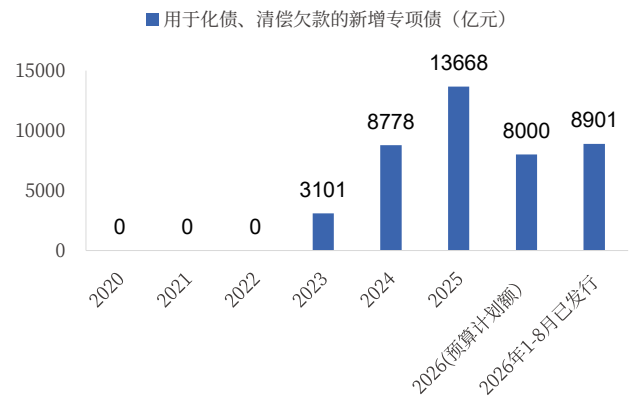
三是特别国债用于补充大型金融机构资本金的资金（图 3）。2025 年发行 5000 亿元特别国债、

[1] 2023 年四季度开始，部分地方发行了一批新增专项债，但与传统专项债不同，这些债券公开披露的信息比较有限，部分债券仅披露项目名称，没有像普通专项债一样披露完整的项目实施方案等材料。市场研究据此将其识别为可能用于解决政府拖欠企业账款等存量问题的“特殊新增专项债”。

下载日志已记录，仅供内部参考

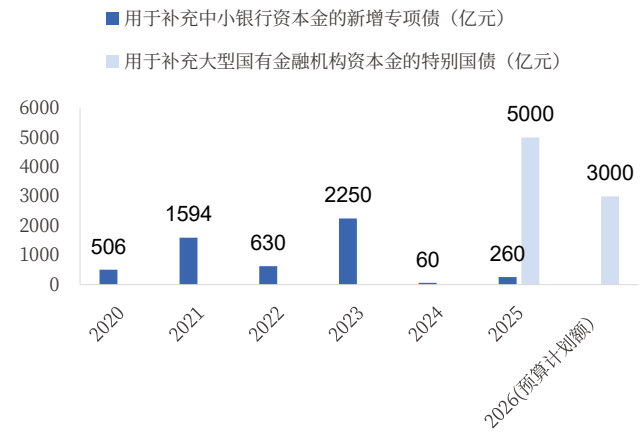
2026 年发行 3000 亿元特别国债，专项用于支持国有大型金融机构补充核心一级资本。与用于“两重”“两新”等领域的超长期特别国债不同，这部分资金主要体现为财政向金融机构注入资本，资金并不直接对应当期政府消费或投资需求，因此同样从广义财政支出中予以剔除。

图2：近年用于化债、清偿欠款的新增专项债（“特殊新增专项债”）发行额



资料来源：企业预警通，财政部，中国银河证券研究院

图3：用于补充中小银行资本金的新增专项债和用于补充大型国有金融机构资本金的特别国债



资料来源：企业预警通，财政部，中国银河证券研究院

（二）调整后广义财政支出的历史趋势

基于上述调整，我们进一步测算近十年来调整后的广义财政支出，并计算其年度增量和增速，以观察财政支出的实际扩张力度。测算结果显示：

第一，2021 年以来，财政支出整体进入相对弱周期阶段，实际扩张力度明显低于 2021 年之前。2016-2020 年，调整后的广义财政支出增量年均约 2.9 万亿元，增速年均约 10.7%；这一时期基本不存在“非增量拉动类支出”，调整前后的广义财政支出基本一致。相比之下，2021-2025 年，调整后的广义财政支出增量年均仅约 3600 亿元，增速年均约 1.0%，财政支出的实际扩张力度较此前明显下降。

第二，2021 年以来财政支出强度下降，首先是房地产市场持续调整的结果；同时地方集中精力和财政资源用于推进隐债化解工作，在优化财政支出结构的同时，财政支出强度也有所下降。房地产市场进入调整阶段后，与土地出让收入、房地产相关税费等密切相关的地方财政收入承压，政府性基金预算收入及支出均受到影响；与此同时，近年来地方政府持续推进债务风险化解，部分财政资源用于偿还存量债务、清理拖欠账款等历史形成的存量问题，客观上也压低了实际能够形成新增支出的财政资源。

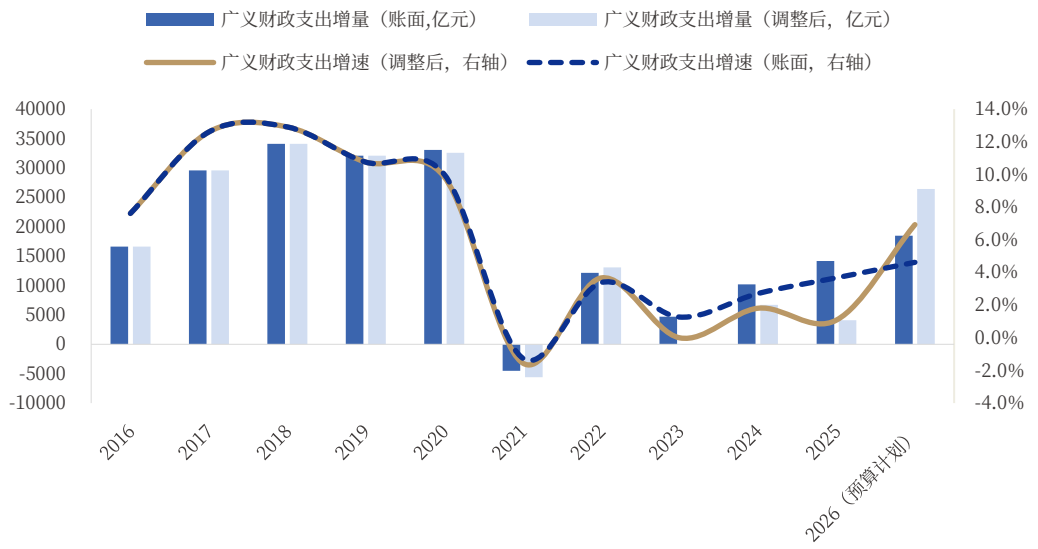
第三，按照预算安排，2026 年有望成为 2021 年以来财政支出强度最高的一年，但全年实际强度仍很大程度上取决于全年可用财力的空间。2026 年一般公共预算支出和政府性基金预算支出目标分别为 30.0 万亿元和 11.9 万亿元，合计形成约 41.9 万亿元的广义财政支出预算目标。在此基础上，预算安排的 8000 亿元新增专项债化债资金和 3000 亿元特别国债补充大型金融机构资本金属于前述“非增量拉动类支出”，予以剔除后，2026 年调整后的广义财政支出目标约为 40.8 万亿元。按照同口径计算比较，较 2025 年调整后的广义财政支出增加约 2.6 万亿元，增速约 6.9%，不仅明显高于 2021-2025 年约 3600 亿元的年均增量，也已经接近 2021 年以前的财政支出扩张水平。

但从实际执行情况看，2026 年的预算执行进度相对偏慢，截至 8 月，广义财政支出账面增速和调整后增速分别只有-3.5%和-3.2%。那么，**2026 年全年的实际财政支出强度会达到何种水平？一个观测角度是预估 2026 年全年有多少可用财力空间（收入、债务、调入资金），这就是我们下一**

下载日志已记录，仅供内部参考

部分要讨论的问题。

图4：历年调整后的广义财政支出增量及增速



资料来源：企业预警通，财政部，中国银河证券研究院

二、基于对 2026 年可用财力空间的测算，判断 2026 年财政支出潜在的真实力度与节奏

（一）基准情景下，若可用财力充分转化为支出，2026 全年调整后的广义财政支出增量有望实现近 4 年来的最高值

目前，支撑真实财政支出力度的政府可用财力，大致分为 4 个方向：一是广义财政收入，二是债务资金，三是确定性较强的调入资金，四是确定性相对较弱的调入资金。

第一，广义财政收入，即一般公共预算收入与政府性基金预算收入合计值。其中，一般公共预算收入的主体是税收，政府性基金预算收入则以土地出让收入为主。2026 年广义财政收入的积极因素在于，随着价格水平回升、名义经济增速改善，企业盈利和居民收入状况有所改善，有助于带动税收收入增长；但房地产市场仍处于调整过程中，土地市场恢复程度及土地出让收入仍存在较大不确定性。

第二，债务资金，包括国债、特别国债、地方政府一般债和专项债。债务融资的确定性相对较高，年初预算已经明确中央和地方政府债务融资安排，相关债券发行具有较强的计划性，随着重大项目落地，债务资金总体能够较为充分地转化为财政支出。

第三，确定性较强的调入资金，主要指的是两项：中央财政从国有资本经营预算调入一般公共预算的资金，以及中央预算稳定调节基金调入一般公共预算的资金。这两项资金具有较强的制度性和连续性，近年来基本保持稳定，实际调入规模有时还会高于年初预算安排。近几年两项资金合计每年大致在 5000-6000 亿元左右（图 5），因此可以作为 2026 年财政支出的相对确定性来源。

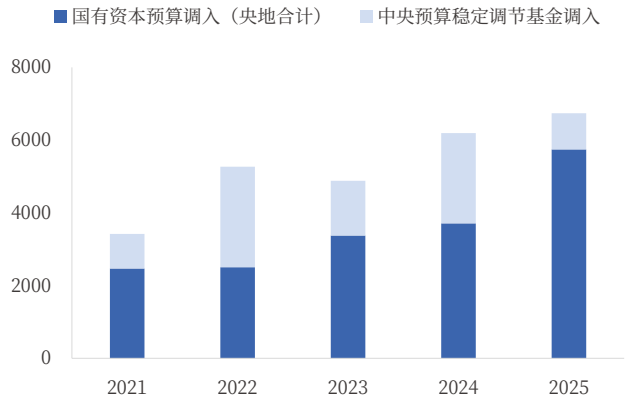
第四，确定性相对较弱的调入资金，主要是地方政府从历年结转结余和地方预算稳定调节基金中调入的资金；2025 年，此类调入资金的预算目标值约 1.6 万亿元，但最终实际执行规模仅约 1200 亿元（图 6）。原因可能在于，这部分资金本质上是地方财政过去形成的结转结余和预算稳定调节

下载日志已记录，仅供内部参考

资金，在地方财政收支压力较大的情况下，预算安排规模并不完全等同于当年实际能够调入使用的规模。这部分资金的历史规模测算较为简单，可通过支出额反推得到，即“确定性较弱的调入资金”＝广义财政支出－广义财政收入－债务资金－确定性较强的调入资金。

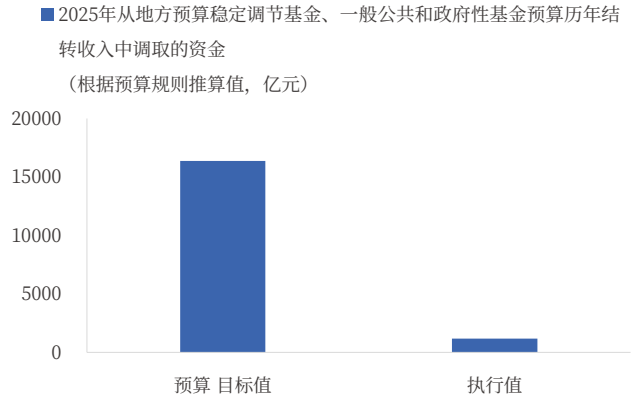
此外，2026 年财政资金用于“非增量拉动类支出”的主要包括两项：一是用于化债、清理拖欠账款的“特殊新增专项债”。2026 年政策既定安排额度约 8000 亿元，但实际发行规模通常会高于这一数额，2026 年 1—8 月已发行约 8900 亿元。结合近年来实际发行情况，可以估算 2026 年全年规模。**二是 3000 亿元特别国债补充大型金融机构资本金**。该项资金已于 9 月明确发行安排，主要用于 8 家中央金融企业补充资本金，预计年内形成账面财政支出。

图5：国有资本经营预算和中央预算稳定调节基金调入一般公共预算的资金（亿元）



资料来源：财政部，中国银河证券研究院

图6：从地方结转结余和地方预算稳定调节基金渠道筹集的资金存在较大不确定性



资料来源：财政部，中国银河证券研究院

综合上述情况，我们从广义财政收入、债务融资、调入资金等方面，对 2026 年全年可用于支撑广义财政支出的财力空间进行三种情景下的测算。需要说明的是：可用财力空间并不完全等同于最后会实际落地的财政支出，以下测算假设各类可用财力能够较为充分地转化为实际支出，并在此基础上扣除“非增量拉动类支出”，从而得到预期的调整后广义财政支出规模。

一是乐观情景，若 GDP 增速达到 2026 年 4.5%-5%目标区间上沿，2026 年全年可用财力可达到 41.7 万亿元；若可用财力能够较为充分地转化为支出，扣除“非增量拉动类支出”后，调整后的广义财政支出可达到 40.4 万亿元，较 2025 年同口径支出增加 2.3 万亿元，增速达到 6.0%。主要假设包括：一是一般公共预算收入增速基本保持当前水平（全年增速维持在 1-8 月的 5.7%）；二是房地产市场不再继续下探，政府性基金预算收入全年增速与 2025 年基本一致；三是地方确定性较弱的调入资金能够较充分落地，实际执行约 1 万亿元，接近 1.5 万亿元的预算安排目标；四是“特殊新增专项债”在 2026 年剩余时间少量发行，全年发行规模约 1 万亿元（1-8 月已累计发行约 8900 亿）。

二是基准情景，全年 GDP 增速 4.6%-4.7%，这时 2026 年全年可用财力约为 40.8 万亿元，扣除“非增量拉动类支出”后，调整后的广义财政支出可达到 39.3 万亿元，较 2025 年同口径支出增加 1.1 万亿元，增速为 2.9%。主要假设包括：一是一般公共预算收入增速有所回落，9 月以后逐步下滑，全年增速降至 4.5%；二是房地产市场继续波动，政府性基金预算收入全年下降 15%；三是地方确定性较弱的调入资金完成预算目标的 50%左右，实际执行约 7500 亿元；四是“特殊新增专项债”在剩余时间继续保持一定发行规模，全年发行约 1.2 万亿元。**在这一基准情景下，若可用**

下载日志已记录，仅供内部参考

财力能够较为充分地转化为支出，2026 年调整后的广义财政支出增量（1.1 万亿）依然是 2023 年以来的最高水平（2023-2025 年分别为-12 亿元、6702 亿元、4089 亿元）。

三是极端情景，如果 2026 年 GDP 增速在 4.5%-5%目标区间下沿附近，2026 年全年可用财力约为 39.5 万亿元；若可用财力能够较为充分地转化为支出，扣除“非增量拉动类支出”后，调整后的广义财政支出约为 38.0 万亿元，较 2025 年同口径支出减少约 0.1 万亿元，增速为-0.3%。主要假设包括：一是 8 月以后的一般公共预算收入增速明显回落，全年增速仅与预算目标基本一致（2.2%）；二是房地产市场继续波动，政府性基金预算收入全年下降 20%；三是地方确定性较弱的调入资金仅能落地约 3000 亿元；四是“特殊新增专项债”在剩余时间继续保持一定发行规模，全年发行约 1.2 万亿元。

表2：对 2026 年调整后广义财政支出规模的测算（万亿元）

不同情景	调整后的广义财政支出（若可用财力充分利用）			可用财力合计	可用财力					非增量拉动类支出	
	规模	增量	增速		一般公共预算收入	政府性基金预算收入	债务资金	确定性较强的调入资金	确定性较弱的调入资金	用于化债和清理欠款的新增专项债	用于补充资本金的特别国债
乐观情景	40.4	2.3	6.0%	41.7	22.8	5.4	11.89	0.63	1.0	1.0	0.3
基准情景	**39.3**	**1.1**	**2.9%**	**40.8**	22.6	4.9	11.89	0.63	0.75	1.2	0.3
极端情景	38.0	-0.1	-0.3%	39.5	22.1	4.6	11.89	0.63	0.3	1.2	0.3

资料来源：财政部，中国银河证券研究院

（二）无论在哪种情景下，2026 年 9-12 月的财政支出强度都有条件较 1-8 月明显反弹

2026 年 1-8 月，由于重大项目尚未进入加速落地建设阶段等因素影响，财政支出进度偏慢。**但结合前文对 2026 年可用财力空间的测算，无论采用何种支出口径、在任何情景下，2026 年 9-12 月的财政支出强度均有条件较 1-8 月明显反弹，区别仅在于反弹幅度大小（图 7）**。

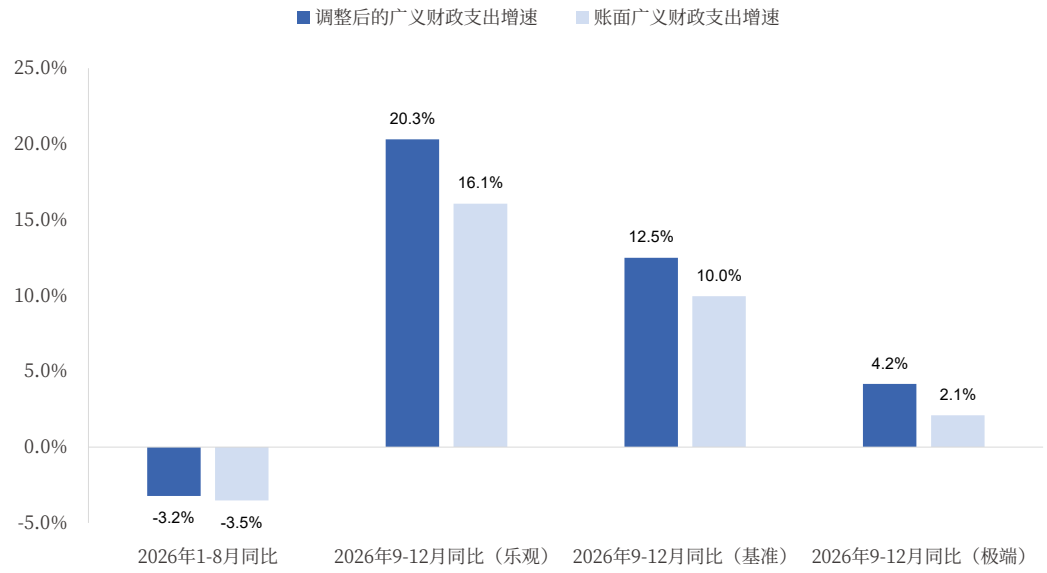
前文所述的乐观情景下，若可用财力能够较为充分地转化为支出，9-12 月账面广义财政支出同比增速可能达到 16%以上，调整“非增量拉动类支出”后的广义财政支出增速更是会高达 20.3%。两个口径的增速会较 1-8 月大幅回升 20 个百分点左右。

基准情景下，若可用财力能够较为充分地转化为支出，9-12 月账面广义财政支出同比增速预计为 10.0%，调整后的广义财政支出增速为 12.5%，依然呈现显著的支出加速态势。相较 1-8 月的负增长，账面口径的广义支出增速将回升超过 13 个百分点，调整后口径则回升超过约 15 个百分点。

即使在极端情景下，9-12 月财政支出也有条件摆脱 1-8 月的负增长状态。只要可用财力能够较为充分地转化为支出，极端情景下的账面广义财政支出同比增速仍有 2.1%，调整后的广义财政支出增速为 4.2%。虽然反弹幅度相对有限，但两个口径均将重新转为正增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

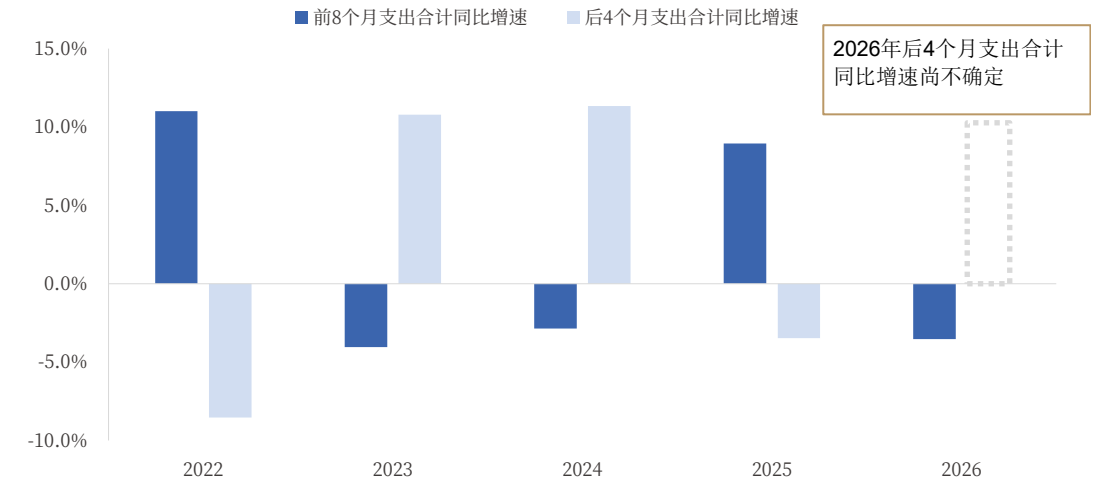
图7：不同口径和情景下，2026 年 9-12 月的广义财政支出同比增速均会较 1-8 月显著反弹



资料来源：财政部，中国银河证券研究院

类似的情形其实并不鲜见，广义财政支出增速在年内前后两个阶段之间经常出现明显的节奏切换（图 8）。2022 年、2025 年账面广义财政支出增速都是“前高后低”，2023、2024 年则都是“前低后高”。例如，2024 年前 8 个月财政支出进度相对偏慢、广义财政支出同比下降 2.9%；但 9 月以后财政支出进度明显加快，2024 年 9-12 月广义财政支出较 2023 年同期增长了 11.3%。这反映出财政政策具有较强的灵活调整潜力，具备在年内较快调整支出节奏的能力。

图8：近年来，每年前 8 个月的广义财政支出（账面）同比增速和后 4 个月的广义财政支出同比增速对比



资料来源：财政部，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

三、结论与启示

第一，观察财政支出强度不能只观察某一本预算的账面支出，需要区分财政资金的不同功能，并考虑主要用于存量问题处置、难以直接形成当期 GDP 增量的支出。我国四本预算承担的功能不同，一般公共预算和政府性基金预算与当期总需求联系更为紧密，更适合用于观察财政对宏观经济的支持力度；与此同时，近年来财政资金承担的功能更加多元，部分新增专项债用于化债、清理拖欠账款，部分特别国债用于补充金融机构资本金，这些资金虽然能够改善政府、企业和金融机构的资产负债表、畅通经济循环，但并不直接对应当期新增投资和消费。因此，调整上述“非增量拉动类支出”后的广义财政支出，更适合用于观察财政对当期经济增长的实际支撑力度。

第二，2021 年以来我国财政支出整体处于弱扩张阶段，其背后既有房地产调整收缩效应，也反映出这一时期部分财政资源被用于化解存量问题。从调整后的广义财政支出来看，2016-2020 年财政支出年均增加约 2.9 万亿元、年均增速约 10.7%；而 2021-2025 年年均增量仅约 3600 亿元、年均增速约 1.0%，财政支出的扩张力度明显下降。

第三，财政支出强度或许在逐步走出 2021 年以来的弱周期，基于对全年预期可用财力空间的测算，2026 年有条件成为近 4 年来（2023-2026 年）实际财政支出强度最高一年。2026 年调整后的广义财政支出预算目标约 40.8 万亿元，较 2025 年增加约 2.6 万亿元（账面支出目标 41.9 万亿，较 2025 年增 1.8 万亿）。尽管 1-8 月财政支出进度偏慢，但结合全年支撑财政支出的各类财力空间的不同情景测算，2026 年全年预期可用财力空间总体仍较为充足。即使在极端情景下，全年调整后的广义财政支出规模也有条件维持在 2025 年同等水平；在基准情景下，如果可用财力能够较为充分地转化为支出，全年调整后的广义财政支出增量仍有望达到近 4 年来较高水平。

第四，2026 年 8 月以后的财政支出加速态势具有较坚实的实现基础，且这一反弹态势可能至少会延续至 2027 年上半年。根据我们的测算，在可用财力能较充分转化为支出的条件下，无论采用账面广义财政支出还是调整后的广义财政支出口径，无论处于乐观、中性还是极端情景，2026 年 9-12 月财政支出增速均将较 1-8 月明显回升，区别主要在于反弹幅度。进一步考虑到 2026 年上半年财政支出基数相对较低，以及地方化债工作逐步进入后期、财政资源用于存量问题处置的比重边际下降，2026 年四季度财政支出强度的改善仍可能延续至 2027 年上半年。

当然，需要说明的是，具体的财政政策实施细节更为复杂，全年可用财力能否以及以多快速度转化为实际支出，还取决于项目推进、资金拨付等多方面因素。因此，本文的主要意图在于尝试提供一个评估财政支出强度、测算可用财力的参考视角，并大致判断未来财政支出的潜在变化空间。

四、风险提示

政策传导效果不及预期的风险、重大项目落地进度不及预期的风险、房地产调整超预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： “非增量拉动类支出”合计 4
图 2： 近年用于化债、清偿欠款的新增专项债（“特殊新增专项债”）发行额 5
图 3： 用于补充中小银行资本金的新增专项债和用于补充大型国有金融机构资本金的特别国债 5
图 4： 历年调整后的广义财政支出增量 6
图 5： 国有资本经营预算和中央预算稳定调节基金调入一般公共预算的资金（亿元） 7
图 6： 从地方结转结余和地方预算稳定调节基金渠道筹集的资金存在较大不确定性 7
图 7： 不同口径和情景下，2026 年 9-12 月的广义财政支出同比增速均会较 1-8 月显著反弹 9
图 8： 近年来，每年前 8 个月的广义财政支出（账面）同比增速和后 4 个月的广义财政支出同比增速对比 9

表 1： 我国政府四本预算的功能概括和每本预算核算的收支、债务规模 3
表 2： 对 2026 年调整后广义财政支出规模的测算（万亿元） 8

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊　首席经济学家、研究院院长、新发展研究院院长。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程　曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林　程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田　薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚　颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn