下载日志已记录，仅供内部参考



政策半月谈
（第 3 期）

**证券分析师**

**程强**

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

**研究助理**

**何明洋**

邮箱：hemy@tebon.com.cn

**相关研究**

# 全国 31 个省市投资形势呈现四大新变化

## ——从省域视角看投资系列报告一

**投资要点：**

今年特别是二季度以来，我国固定资产投资持续承压，前 8 个月固定资产投资完成额同比下降 7.2%，跌幅较上月继续扩大。8 月下旬以来，国家发展改革委、财政部等部门坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，加快推动稳投资工作落实落细落到位，持续释放推动投资止跌回稳的积极信号。9 月 15 日，国家统计局在国新办新闻发布会上明确指出，“随着经济发展阶段的转换，不能简单用增速高低来评判投资的成效。是不是有效投资，是不是投向了转型升级的领域，能不能为经济长远发展积蓄动能，这些维度更加值得关注。”现阶段，在全国投资总体承压、投资评价更加重视结构和效益的背景下，省域层面投资呈现出一些新变化、新特征。深入分析上述变化及其背后成因，对于准确研判当前我国宏观经济形势，有效把握投资结构调整趋势，以及更好理解和优化未来政策思路，均具有重要参考借鉴意义。

- **区域投资分化更多是产业“K 型”分化的空间映射。**2026 年以来，传统区域框架愈发难以解释省际之间的投资差异：东部地区的北京、上海投资增速显著高于全国平均，但江、浙、粤、闽四省投资却明显承压；中部地区的湖北、河南投资形势相对稳健，但安徽、湖南两省投资增速下行较深；西部地区投资整体表现不佳，但四川、重庆两地投资呈现较强韧性。从各省投资内部结构看，北京、河南、重庆制造业投资分别增长 30.2%、5.1%和 7.4%，对当地投资形成较强支撑；然而，浙江制造业投资虽增长 9.7%，却仍难以覆盖房地产投资下降 26.1%形成的较大投资缺口。横向对比分析各省市投资数据表现，我们认为，各地产业结构更多决定所在地区的新增投资方向，但总体投资表现则由新旧动能的相对强弱所决定；随着各类资金逐步向优势产业、龙头企业和核心地区“缩圈”，我国省域层面的产业“K 型”分化正在逐步转化为空间层面的投资“K 型”分化。

- **经济大省挑大梁短期无虞，但若投资持续偏弱或将弱化中长期增长潜力。**2025 年，我国 GDP 排名前十的省份，合计实现 GDP 约 85.5 万亿元，占全国比重高达 61.0%，贡献全国名义 GDP 增量的 67.7%；2026 年上半年，经济规模前十名省份中 7 个省份 GDP 增速高于全国，经济大省挑大梁贡献大、成色足。然而，投资领域表现则明显偏弱，上半年 10 个经济大省中 6 个省份固定资产投资增速低于全国，广东、江苏、山东、浙江四省投资分别下降 11.4%、9.2%、13.0%和 6.3%。结合上述省份上半年主要经济数据表现情况，现阶段经济增势较好主要依靠既有产业、存量产能和出口优势，投资扩张的支撑作用十分有限。因此，经济大省当期产出虽仍具韧性，但资本形成已现走弱迹象；若投资增速与产出增速的“剪刀差”持续扩大，后续经济大省继续承担挑大梁重任的基础可能面临弱化风险。

- **“城投”转“产投”进程正在成为决定地方投资韧性的“关键引擎”，但“产投”转型正效应短期内尚难以完全对冲“城投”回落负效应。**北京、上海等产业资本运作较成熟地区，正通过产业母基金、直投、并购、投贷联动等方式，逐步推动地方平台公司由传统工程融资载体转向产业资本组织者；以安徽为代表的部分追赶型省份，则通过产业引导基金和资本招商，将地方国资更多投向新能源汽车、集成电路等优势产业。上述省份的共同特征，是以财政和国资撬动社会资本，并将投资资源更多导向产业“K 型”分化的上轨行业。然而，土地财政收缩是“快变量”，产业培育和股权投资回报是“慢变量”：前 7 个月，安徽省制造业和基建投资分别增长 0.4%和 1.1%，仍不足以覆盖房地产投资下降 36.6%的投资缺口。“城投”转“产投”可以改善投资结构、培育长期财源，推动我国经济更好实现转型升级，但短期

下载日志已记录，仅供内部参考



仍需关注传统动能过快回落的负效应及其衍生影响，通过合理有效的政策安排助力新旧动能平稳接续，避免出现短期失速风险。

- **债务高风险省份面临投资与增长的“双重压力”，存量债务对增量投资的约束正加速显现。** 2026 年 1-7 月，9 个重点化债省份固定资产投资增速中位数约为-15%，明显低于其他省份的-9%；GDP 增速中位数约为 4%，同样低于其他省份的 4.8%。化债支持政策有效缓解了地方偿债压力，但在土地出让收入下降、可用财力收缩和项目资本金不足等背景下，新增投资仍面临不小压力。8 月 28 日，全国投资工作推进会议提出，要加快专项债使用和新型政策性金融工具投放，并强化项目储备、要素保障和民间资本参与，实质上是在做好防风险工作的同时，重建地方投资的资金、项目等接续机制；后续稳投资政策的效能释放，将更多取决于各地能否把增量资金顺利配置到高效益的项目或产业。

- **观察研判后续全国及省域投资动向，应重点跟踪三条线索。**当前稳投资政策的主要矛盾，已经从“有没有政策”转向“政策能不能穿透到有效项目和有效产业”。省域投资分化表面是地区之间的差异，实质是产业结构、地方财力、投资主体转换和存量债务约束共同作用的结果。后续观察研判投资修复进度，不宜只看全国总量数据是否企稳，应重点跟踪三条线索：一是产业“K 型”上轨能否继续扩张并对冲旧动能的回落；二是经济大省投资能否顺利修复，避免弱化中长期增长潜力；三是债务高风险地区能否在化债约束下重建资金和项目接续机制。当上述三条线索同时改善，固定资产投资便有望从政策托底逐步转向内生企稳。

- **风险提示：**房地产投资下行超预期；稳投资政策落地和实物工作量形成不及预期；外需及制造业资本开支弱于预期；省际投资数据披露口径差异影响横向比较。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 内容目录

1. 区域投资分化更多是产业“K 型”分化的空间映射.....5
2. 经济大省挑大梁短期无虞，但若投资持续偏弱或将弱化中长期增长潜力.....7
3. “城投”转“产投”进程正在成为决定地方投资韧性的“关键引擎”.....9
4. 重点化债地区面临投资与增长“双重压力”，存量债务约束正加速显现.....10
5. 风险提示.....12

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图 1：2026 年 1-7 月各省固定资产投资完成额增速（%） ..... 5
图 2：2026 年 1-7 月制造业投资内部呈现明显分化（%） ..... 6
图 3：代表性省份固定资产类投资及三大类投资表现（%） ..... 6
图 4：经济大省投资下行在二季度后加快扩散 ..... 8
图 5：2026 年 1-7 月各省房地产开发投资完成额增速 ..... 9

表 1：代表地区产业资本组织方式及实际成效 ..... 10

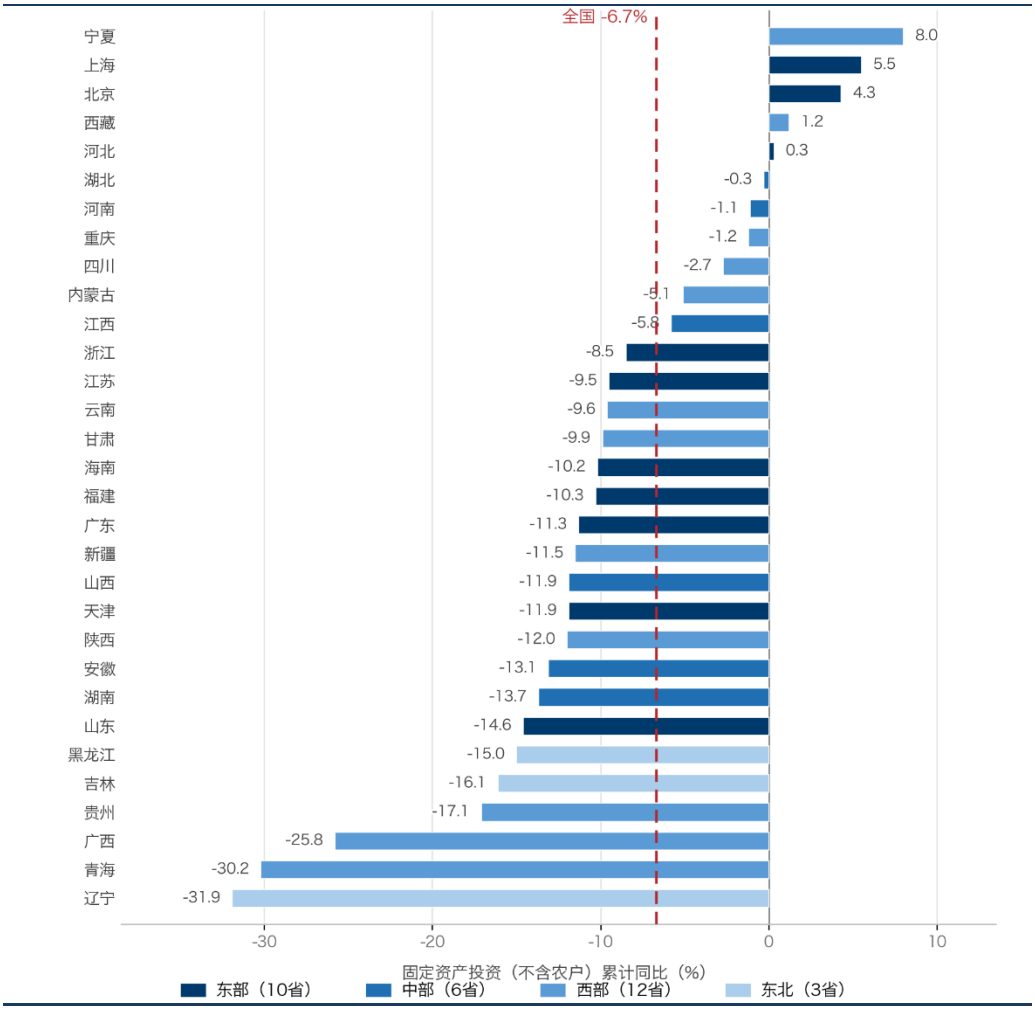
下载日志已记录，仅供内部参考



## 1. 区域投资分化更多是产业“K 型”分化的空间映射

2026 年以来，省域投资出现一个值得关注的变化：**投资强弱与传统地域梯度逐渐脱钩，与产业结构的对应关系明显增强。**1—7 月，全国固定资产投资下降 6.7%，31 个省份中仅 5 个保持正增长。省际排序并未呈现清晰的东中西部梯度格局。同处东部，京、沪保持增长，江、浙、粤、鲁则普遍承压；同处中部，湖北、河南相对稳健，安徽、湖南则下行较深；处在西部的川、渝，投资表现却好于不少沿海省份。区域内部分化显著，表明本轮省域投资分化或许并非传统的区域轮动，以产业“K 型”分化为代表的其他因素可能发挥了重要作用。

**图 1：2026 年 1-7 月各省固定资产投资完成额增速（%）**




资料来源：国家统计局、德邦研究所

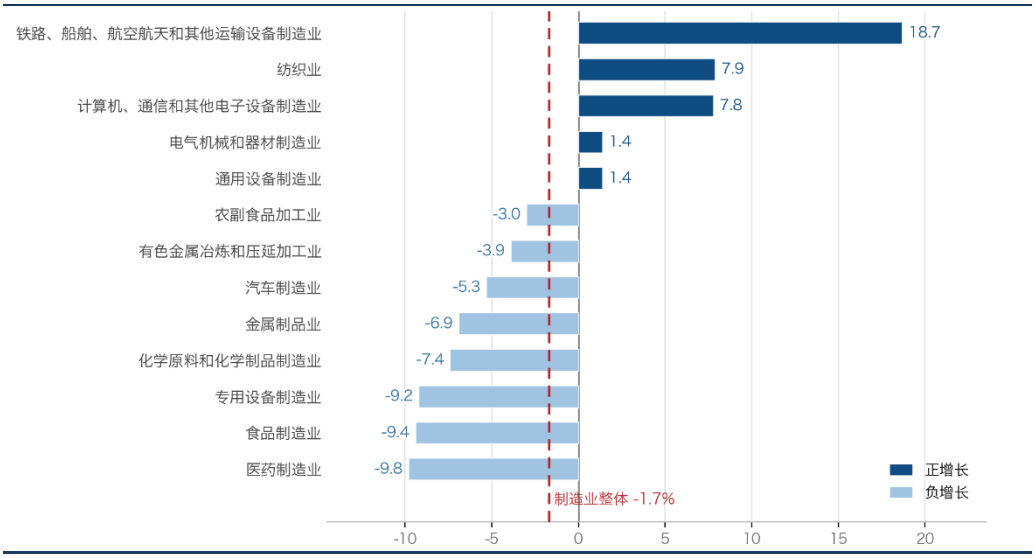
为更好理解上述新变化、新特征，首先需要观察投资增量主要来自哪里。1—7 月，全国建筑安装工程投资下降 9.2%，设备工器具购置投资增长 9.0%。前者更多对应房地产、传统基建等建设活动，后者则主要反映企业扩产、设备更新和技术改造。同期，制造业投资下降 1.7%，增幅较高于全部投资 5 个百分点，成为支撑总体投资增长的重要力量。数据显示，从省域层面看，传统建设类投资仍在收缩，但产业资本开支则表现出更强韧性。**地方投资的主要矛盾，正在由项目建设能否顺利扩张，转向产业投资能否有效接续。**

下载日志已记录，仅供内部参考



**产业投资内部同样存在明显分化。**1—7 月，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增长 18.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业投资增长 7.8%；但与此同时，食品、医药、化工、金属制品等行业投资则下降 7%—10%不等。制造业并未整体走强，新增资本主要流向技术迭代较快、产业需求相对明确的细分领域。传统行业资本开支出现收缩，新兴产业和高端制造延续扩张态势，构成了当前投资端的“K 型”分化结构。

**图 2：2026 年 1-7 月制造业投资内部呈现明显分化（%）**




资料来源：国家统计局、德邦研究所

**上述行业分化特征在省级层面数据中存在较为清晰的对应。**1—7 月份，北京固定资产投资增长 4.3%，其中制造业投资增长 30.2%，设备工器具购置投资增长 25.6%；上海固定资产投资增长 5.5%，其中设备工器具购置投资增长 58.9%。两地总体投资保持增长，与集成电路、人工智能、生物医药等产业形成持续资本开支密切相关。投资的支撑力量更多来自生产设备、研发设施和产业项目，并非各类投资的同步回升。

**部分中西部省份的投资韧性也源于较强的产业基础。**河南、重庆固定资产投资分别下降 1.1%和 1.2%，降幅明显小于全国。两地制造业投资分别增长 5.1%和 7.4%，河南设备工器具购置投资增长 20.0%，对总体投资形成有力支撑。近年来，河南省在汽车、电子信息和装备制造等领域加快形成新增产能，重庆则拥有较为完整的汽车和电子产业链。湖北、四川等产业基础较好的省份，总体投资表现同样好于全国。传统区位差异并不能充分解释这些省份的相对表现，产业链基础及其扩产需求可能成为更重要的支撑力量。

**图 3：代表性省份固定资产类投资及三大类投资表现（%）**

下载日志已记录，仅供内部参考



| 省份 | 固定资产投资 | 制造业投资 | 基础设施投资 | 房地产开发投资 |
|---|---|---|---|---|
| 北京 | 4.3 | 30.2 | — | -11.6 |
| 上海 | 5.5 | — | — | -6.8 |
| 浙江 | -8.5 | 9.7 | -3.1 | -26.1 |
| 江苏 | -9.5 | -0.1 | -6.8 | -23.9 |
| 安徽 | -13.1 | 0.4 | 1.1 | -36.6 |
| 河南 | -1.1 | 5.1 | -4.8 | -12.0 |
| 湖北 | -0.3 | — | — | -10.9 |
| 重庆 | -1.2 | 7.4 | -2.2 | -14.3 |
| 四川 | -2.7 | — | — | -7.5 |
| 广东 | -11.3 | -13.1 | — | -21.7 |
| 山东 | -14.6 | — | — | -21.2 |
| 湖南 | -13.7 | — | 0.5* | -24.9 |




资料来源：国家统计局、德邦研究所

**值得指出的是，“K 型”分化上轨产业较强并不等于总体投资表现必然较好。**前 7 个月，浙江省制造业投资同比增长 9.7%，设备工器具购置投资同比增长 9.1%，但固定资产投资仍下降 8.5%；同期，江苏省制造业投资与上年基本持平，也明显好于总体投资表现。因此，“K 型”分化并不是将省份简单划分为“上轨地区”和“下轨地区”。**同一省份内部通常同时存在新兴投资增量与传统投资减量，决定总体投资强弱的，是“上轨产业”的规模和资本开支强度能否覆盖“下轨产业”投资的较快收缩。**

这也解释了为什么一些产业基础较强的省份仍然承压。部分地区虽然拥有高技术产业和先进制造业，但新兴产业占当地投资存量的比重仍然有限；部分优势行业则已进入产能消化期，新增投资强度有所下降。产业亮点可以改善投资结构，却未必能够立即扭转总量。**比较省域投资表现，不能只看当地是否布局了新兴产业，还要观察相关产业是否进入集中扩产阶段，是否形成足够体量的重大项目和设备投入。**

**产业投资比传统建设投资具有更强的集聚特征。**房地产和一般性基础设施投资，可以在不同地区广泛展开，产业投资则更依赖技术、人才、供应链、市场需求和融资条件。投资预期偏弱时，企业更加重视项目回报和产业配套，资金也更倾向流向产业链完整、龙头企业集中、商业化路径较清晰的地区。优势产业集聚进一步带来项目、资金和人才集聚，行业层面的分化由此传导至省域层面。

传统区域划分仍能解释资源禀赋和发展阶段，却已不足以解释当前省际投资排序。当前省域投资表现，可以理解为两股力量的结果：一端是传统投资和弱势产业形成的减量，另一端是设备更新、高端制造和新兴产业形成的增量。传统投资决定下行压力，新型产业投资决定对冲能力。**我们认为，本轮区域投资分化的实质，是新增资本向“K 型”分化上轨产业集中后形成的空间分化。**

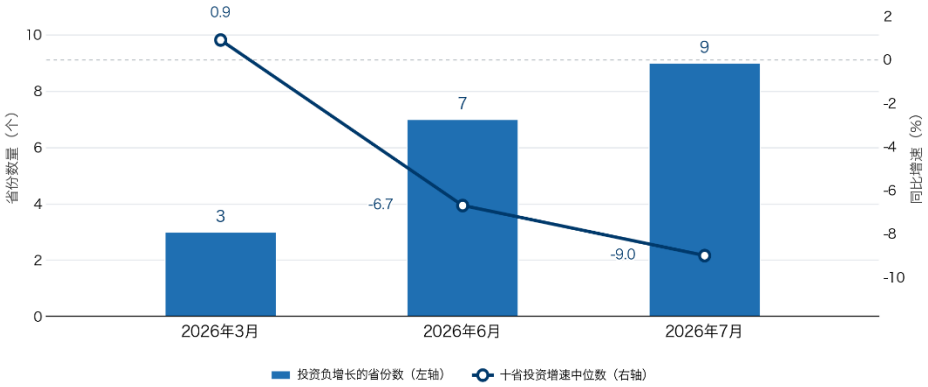
## 2. 经济大省挑大梁短期无虞，但若投资持续偏弱或将弱化中长期增长潜力

**经济大省仍在挑大梁，但挑大梁的方式正在发生变化。**2025 年，GDP 规模前十省份合计实现地区生产总值约 85.5 万亿元，约占全国的 61%，贡献全国名义 GDP 增量的 67.7%。2026 年上半年，10 个经济大省中仍有 7 个 GDP 增速高于全国。无论从经济体量还是增量贡献看，经济大省仍是稳定全国增长的关键力量。

下载日志已记录，仅供内部参考

**变化主要发生在投资端。**2026 年上半年，10 个经济大省中 6 个固定资产投资增速低于全国；进入 7 月，负增长省份进一步增加至 9 个，仅上海保持 5.5%的正增长，增速中位数由一季度末的 0.9%左右降至-9.0%。**经济大省的投资回落并非局部现象，二季度以来已出现明显扩散。与仍有韧性的 GDP 相比，资本形成先行走弱信号愈发明显。**

**图 4：经济大省投资下行在二季度后加快扩散**




资料来源：国家统计局、德邦研究所

**部分省份产出与投资走势出现明显分化。**上半年，山东 GDP 增长 5.6%，固定资产投资下降 13.0%；江苏 GDP 增长 5.2%，投资下降 9.2%；浙江 GDP 增长 5.7%，投资下降 6.3%；安徽 GDP 增长 5.6%，投资下降 10.8%。上述地区的当期生产仍然较强，但企业扩产和项目建设明显放缓。经济大省当前更多依靠既有产业、存量产能和出口能力支撑增长，投资扩张的支撑作用十分有限。但省份之间同样存在差异。上半年，湖北、河南、四川三省 GDP 分别增长 5.0%、5.0%和 4.8%，固定资产投资分别增长 1.8%、0.3%和-2.2%，投资表现均好于全国。与沿海部分经济大省相比，三省产出与投资之间的落差则相对较小。

**“产强投弱”的结构性分化短期内可以维持。**经济大省产业链较为完整，前期形成的产能和项目仍能持续释放产出。企业也可以通过提高产能利用率、消化已有订单和改善生产效率维持增长。因此，新增投资下降不会立即带来生产同步回落。投资与产出的不同步，更多体现了资本开支相对生产活动的领先变化。

**但更需要关注的并非总体投资的下降，而是生产性投资能否有效接续。**如果房地产和部分低效率建设投资退出，而设备更新、技术改造和新兴产业投资保持增长，投资总量下降可以与结构优化并存，这也是经济转型发展中必须经历的过程。真正的压力在于，传统投资下降较快，但新的产业资本开支尚未形成足够增量。一旦源于内外部因素影响，生产性投资也承压放缓，经济大省依靠存量产能维持经济增长的空间将进一步收窄。

**“产强投弱”组合可能形成螺旋下行压力并弱化中长期增长潜力。**生产扩张但内需不足，容易导致库存和价格承压，挤压企业利润空间；企业盈利放缓后，资本开支意愿可能进一步下降。投资走弱又会影响设备更新、技术升级和新项目形成，进而削弱未来生产能力。现阶段，经济大省的存量优势虽可以延缓上述进程，却难以从根源上解决新增资本形成不足对于中长期增长潜力的弱化。

**经济大省投资不佳也会对其他省份乃至全国经济产生衍生影响。**经济大省

下载日志已记录，仅供内部参考

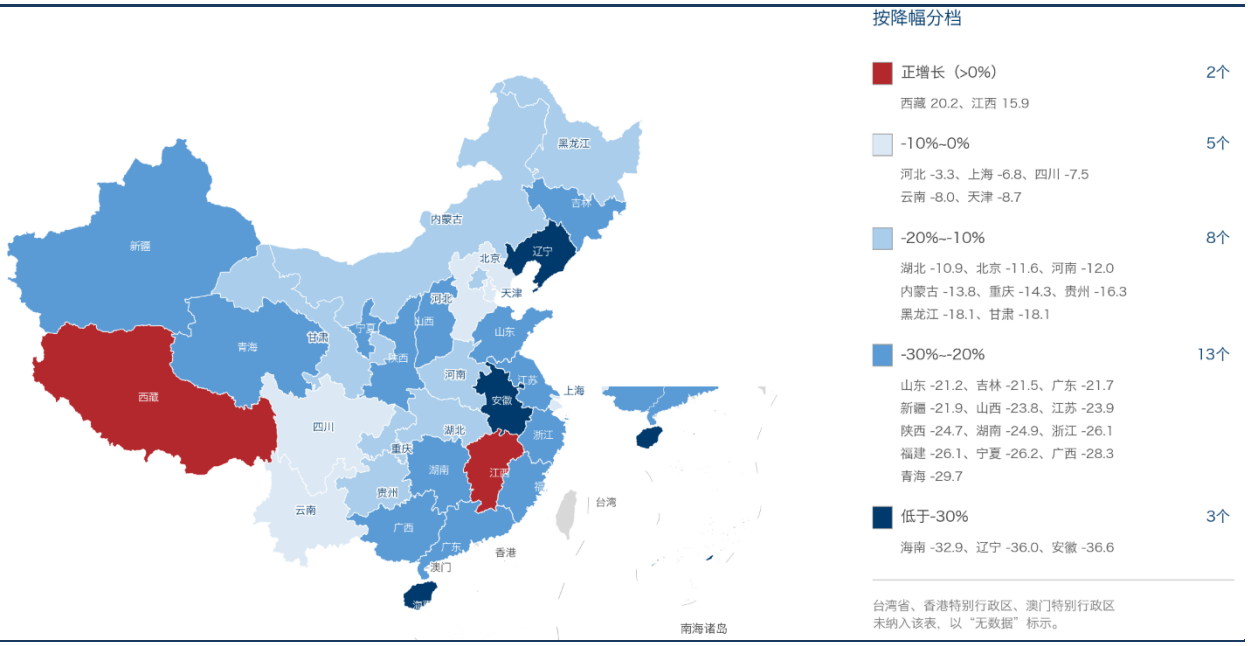


GDP 占全国六成以上，产业链联系广、投资体量大。投资下降不仅减少当地需求，也会沿原材料、装备制造和生产性服务业向其他地区传导。因此，经济大省投资能否企稳，不只是区域问题，也是判断全国增长后劲的重要线索。经济大省短期仍可依靠存量优势支撑增长，但投资已经先于产出走弱。新增资本开支能否及时接续，将决定其继续挑大梁的能力和成色。

## 3. “城投”转“产投”进程正在成为决定地方投资韧性的“关键引擎”

过去较长一段时期，地方稳投资主要依赖“土地财政—城投融资—基建扩张”的传统循环。地方政府通过土地出让和平台融资获得资金，再以道路、园区、市政、公用事业等项目形成投资和经济拉动。在城镇化高速推进、房地产景气较高、地方融资扩张空间较大的阶段，这一模式能够快速形成实物工作量，也能在短期内稳定经济波动。然而，当前环境已经发生较大变化：土地出让收入逐年下降，房地产投资持续收缩，城投融资约束加强，传统基建项目边际收益下降，地方政府继续依赖旧模式稳投资的空间明显收窄。

**图 5：2026 年 1-7 月各省房地产开发投资完成额增速**




资料来源：国家统计局、德邦研究所

**在这一背景下，“城投”转“产投”进程正在成为影响地方投资韧性的关键变量。**所谓“城投”转“产投”，不是简单把地方平台名称从城投改为产投，而是地方国资和财政资金功能的变化：由传统工程融资载体，转向产业资本组织者；由承担基建项目融资，转向通过产业基金、直投、并购基金、资本招商和投贷联动，撬动社会资本进入优势产业。它对应的是地方发展模式的变化，也是固定资产投资资金来源、投资主体和投资方向的系统性变化。

**从省域投资表现看，转型较快或产业资本组织能力较强的地区，往往更能抵御传统投资回落。**北京制造业投资较快增长，上海固定资产投资保持正增长，均说明发达地区投资并非单纯依靠房地产投资，而是依靠更成熟的产业项目储备、要素保障和资本组织能力。上海 1-7 月固定资产投资增长 5.5%，房地产开发投资下降 6.8%，其投资韧性更可能来自重大项目调度、产业投资和存量资产盘活等组

下载日志已记录，仅供内部参考



合机制。北京则通过高技术制造和设备更新承接新增资本开支，体现出财政资金由直接投资向风险分担和产业撬动转型的方向。

**安徽提供了一个可以更好观察“转型空档期”的样本。**1-7 月，安徽固定资产投资下降 13.1%，房地产开发投资下降 36.6%，但制造业投资增长 0.4%，基础设施投资增长 1.1%。这说明安徽在新能源汽车、集成电路等优势产业方向具备一定投资支撑，产业基金和资本招商也在发挥作用；但房地产下行幅度过大，上轨产业投资尚不足以完全覆盖旧动能回落。安徽的意义不在于总量投资表现已经企稳，而在于说明“产投”可以改善结构，却很难在短期内完全替代“城投”和土地财政提供的投资拉动。

**四川、重庆也具有较强解释意义。**四川 1-7 月固定资产投资下降 2.7%，房地产开发投资下降 7.5%；重庆固定资产投资下降 1.2%，制造业投资增长 7.4%，房地产开发投资下降 14.3%。成渝地区的投资韧性，一方面来自既有制造业基础，另一方面也与区域战略地位、产业承接和新兴产业布局有关。与单纯依靠地产和传统基建的地区相比，产业驱动型投资具有更强连续性，波动相对平滑，也更有利于形成长期税源和产业生态。

**表 1：代表地区产业资本组织方式及实际成效**

| 地区 | 组织方式 | 财政及国资投入 | 可观察成效 | 主要投向 |
|---|---|---|---|---|
| 北京 | 政府投资基金+专项债注资 | 8 支市级新设基金实际出资 257 亿元，投向 290 个项目 | 带动股权和债权融资 1290 亿元，约 5.0 倍 | 高精尖产业、创新型中小企业 |
| 上海 | 先导产业母基金+市场化子基金 | 首批 9 只子基金，母基金出资 36.5 亿元 | 撬动社会资本 172 亿元，放大 4.71 倍 | 集成电路、生物医药、人工智能 |
| 合肥 | 省市基金协同+创投城市计划 | 省级平台在肥设立 89 只母子基金，认缴超 1100 亿元 | 投资 297 个项目超 120 亿元；推动超 350 个项目落地 | 新能源汽车、集成电路等战新产业 |

资料来源：北京市财政局、上海市国资委、合肥市工业和信息化局、北京市发展改革委员会、解放日报、德邦研究所

**需要强调的是，“城投”转“产投”并非短期政策工具。**土地财政和城投投资是快变量，能够较快形成项目和投资额；产业基金、资本招商和股权投资是慢变量，需要项目筛选、产业培育、企业成长和退出回报。两者之间存在明显时间差。当前投资承压的深层问题，恰恰在于旧动能回落较快，而新动能尚未形成足够体量。若没有接续性政策安排，地方在转型期容易出现资金、项目和主体同时不足的问题。

因此，判断地方投资韧性，不能只看有没有专项债、有没有重大项目，更要看地方是否具备将财政资金、国资资源和社会资本导入优势产业的能力。未来真正能够稳住投资的地区，未必是继续扩大传统基建的地区，而是能够识别优势产业、提高项目转化率、通过资本工具分担风险，并让产业投资形成持续现金流的地区。**城投转产投的本质，是地方投资增长模式从“资产负债表扩张”转向“产业现金流培育”。**值得指出的是，上述思路方向虽已确定，但短期仍需稳投资、稳地产等政策保驾护航，以便在转型节奏上做好把控和平滑，避免经济陷入负向循环的不利境地。

## 4. 重点化债地区面临投资与增长“双重压力”，存量债务约束正加速显现

如果说产业结构解释了哪些地区能够承接新增投资，那么债务约束则解释了哪些地区即使有稳增长需求，也难以有效扩张投资。2026 年以来，债务高风险省

下载日志已记录，仅供内部参考



份普遍面临投资和增长双重压力。天津、辽宁、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海等 9 个重点化债省份（注：原 12 各省份重点化债名单实行动态调整，2026 年内蒙古、吉林已公开宣布退出，宁夏已提出退出申请。），1-7 月固定资产投资增速中位数约为-15%，明显低于其他省份的-9%；2026 年上半年 GDP 增速中位数约为 4%，也低于其他省份的 4.8%。这说明债务约束已非单纯的财政金融问题，正在通过投资等多种渠道对地方经济增长产生影响。

**债务约束压制投资的传导链条并不复杂。**第一，土地出让收入下降削弱地方可用财力，传统政府性基金收入对项目资本金和配套资金的支持能力下降。第二，隐性债务化解要求提高，地方财政和平台公司需要把更多资金用于偿债、展期、置换和存量项目收尾。第三，新增项目资本金不足，银行配套贷款和社会资本参与意愿下降。第四，部分地区项目收益不足、现金流偏弱，即使有政策资金支持，也难以形成高质量实物工作量。**最终结果是，债务压力越大，新增投资越难扩张；投资越弱，经济增长和财政收入修复又越慢，从而形成负向循环的不利局面。**

**辽宁、广西、青海等省份投资压力较为突出。**1-7 月，辽宁固定资产投资下降 31.9%，制造业、基建、房地产投资分别下降 32.6%、31.1%和 36.0%；广西固定资产投资下降 25.8%，房地产投资下降 28.3%；青海固定资产投资下降 30.2%，房地产投资下降 29.7%。**这些地区的共同特征是，传统投资链条下行幅度较大，新增产业投资承接能力不足，同时债务和财力约束较强，导致投资修复弹性有限。**

重点化债地区内部的投资表现也存在分化。1-7 月，重庆固定资产投资下降 1.2%，降幅明显小于全国的 6.7%；其中，制造业投资增长 7.4%，对整体投资形成一定支撑。重庆的相对韧性表明，债务约束并不必然带来投资同步深跌；在地方新增融资和政府投资扩张受到约束的情况下，较强的产业基础和生产性投资仍能对传统投资收缩形成一定对冲。**因此，重点化债地区内部的投资表现也并非完全一致，真正值得关注的是债务约束与产业承接能力之间的组合差异。**

**化债政策本身并不必然压低经济增长。相反，债务置换和化债支持能够降低地方利息负担，改善平台流动性，缓解短期风险。**但问题在于，化债是存量风险处置，稳投资是增量需求管理，两者之间存在资源竞争。若化债只停留在债务展期和风险缓释层面，而没有同步重建地方新增投资机制，那么地方资产负债表虽然阶段性稳定，但新增投资能力仍可能不足。这正是当前稳投资政策需要从“给钱”转向“资金、项目、主体、收益机制”一体化安排的原因。

8 月以来，政策层面对投资的关注明显升温。8 月 28 日，全国投资工作推进会议强调，要加快专项债使用和新型政策性金融工具投放，同时强化项目储备、要素保障和民间资本参与；9 月前后，围绕“六张网”和“十五五”重大工程的工作部署，也指向同一逻辑：**稳投资不再只是扩大资金规模，而是要提高资金转化为项目、项目转化为实物工作量、实物工作量转化为有效投资的效率。**对于债务高风险省份而言，后续政策的关键不只是缓释存量债务，更是帮助其在防风险框架下恢复适度增量投资的能力。

**政策加码的同时，投资成效的评价尺度也在发生变化。**9 月 15 日，国家统计局在国新办新闻发布会上明确指出，随着经济发展阶段转换，不能简单以增速高低评判投资成效，更应关注投资是否有效、是否投向转型升级领域、能否为经济长远发展积蓄动能。前 8 个月，全国固定资产投资规模仍接近 30 万亿元，新动能

下载日志已记录，仅供内部参考


投资逆势增长，投资重心正由规模扩张逐步转向科技创新、产业升级和基础支撑。这意味着，**当前稳投资并非简单追求总量增速回到过去水平，而是在稳定必要投资规模的同时，更加重视投资结构、质量和长期回报。**对于债务高风险省份，政策效能也不宜只以投资增速能否迅速回升衡量，更应观察增量资金能否形成与地方产业基础、债务承受能力相匹配的有效项目。

**综合来看，当前稳投资政策的主要矛盾，已经从“有没有政策”转向“政策能不能穿透到有效项目和有效产业”。省域投资分化表面是地区之间的差异，实质是产业结构、地方财力、投资主体转换和存量债务约束共同作用的结果。**后续观察研判投资修复进度，不宜只看全国总量数据是否企稳，应重点跟踪三条线索：**一是产业“K 型”上轨能否继续扩张并对冲旧动能的回落；二是经济大省投资能否顺利修复，避免弱化中长期增长潜力；三是债务高风险地区能否在化债约束下重建资金和项目接续机制。**当上述三条线索同时改善，固定资产投资便有望从政策托底逐步转向内生企稳。

## 5. 风险提示

1) 房地产投资下行超预期；

2) 稳投资政策落地和实物工作量形成不及预期；

3) 外需及制造业资本开支弱于预期；

4) 省际投资数据披露口径差异影响横向比较。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

何明洋，经济学博士、理学硕士，德邦证券政策研究中心负责人。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

**1. 投资评级的比较和评级标准：**
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；
**2. 市场基准指数的比较标准：**
A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

| 类 别 | 评 级 | 说 明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。