下载日志已记录，仅供内部参考

年内财政还有多大加力空间？

证券研究报告/宏观专题报告　　2026 年 09 月 27 日

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

Email：zhangdl01@zts.com.cn

联系人：郭瑞琪

Email：guorq@zts.com.cn

报告摘要

- **2026 年尤其是二季度以来，公共财政收入好于预期，但财政支出偏慢。**2026 年 3-8 月，一般公共预算收入和政府性基金收入这两本账的合计当月同比，连续 6 个月正增，7 月当月甚至达 7.0%的高点。但广义财政支出的当月同比，连续 6 个月为负。
- **在有效需求不足的情况下，市场对财政政策加力有所期待。**本文根据《政府工作报告》对主要财政指标的部署，梳理目前有待使用的存量财政政策，并分情景测算年内后续月份的财政支出增速空间。
- **2026 年财政政策的主要指标及资金安排于两会披露。**通过逐项分析各存量政策的发行/使用进度，判断今年整体财政支出偏慢。其中，广义财政支出慢于历史同期，主要受到政府性基金支出的拖累；国债、地方债的发行和使用进度均不及往年；新型政策性金融工具的投放进度也慢于 2025 年。
- **2026 年后续月份待使用的存量财政政策包括：**1）国债：约 1.66 万亿的一般国债净融资额度、3000 亿注资特别国债以及 1200 亿超长期特别国债；2）地方政府债：约 1658 亿的新增一般债净融资额度、1.04 万亿新增专项债；3）其它资金：约 7000 亿的新型政策性金融工具、可能动用的 6075 亿专项债结转限额。不过，注资特别国债用于补充资本金，专项债结存限额大概率用于化债，这两项对经济的直接拉动作用不大。
- **从新型政策性金融工具的使用进度来看，成熟项目不足是专项债和新型政策性金融工具面临的主要约束。再加上 1-8 月广义财政支出同比仅为-3.5%，综合判断，全年的广义财政支出目标，存在无法完成的风险。下面将分两种情形来测算财政一、二本账年内的支出空间：**
- **1）假设财政一、二本账能够完成全年支出预算目标，**测算得到 2026 年 9-12 月一般公共预算支出、政府性基金支出分别为 11.86 万亿、6.67 万亿，广义财政支出同比将达 17.1%；全年广义财政支出同比将达 4.6%。
- **2）假设财政一、二本账，前 8 个月占今年全年的实际支出进度，与过去三年前 8 个月占全年实际比例持平。**测算得到 2026 年 9-12 月一般公共预算支出、政府性基金支出分别为 11.13 万亿、4.58 万亿，广义财政支出同比为-0.7%；全年广义财政支出同比为-2.4%。
-
- **风险提示：政策推进节奏不及预期，数据更新不及时，数据测算偏差风险。**



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

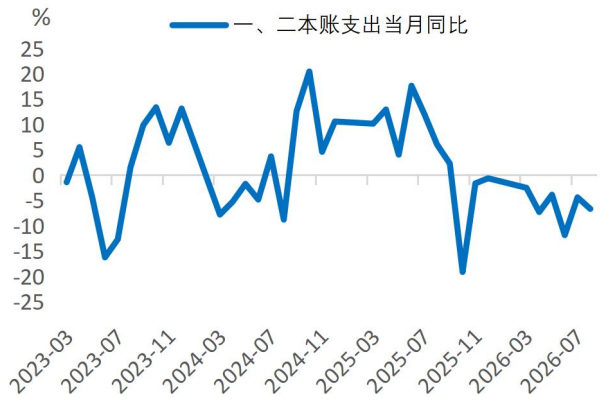
图表 1： 2026 年 3-8 月广义财政支出同比连续为负 3
图表 2： 2026 年广义赤字使用进度慢于历史同期 3
图表 3： 2026 年各项存量政策的使用进度一览 4
图表 4： 一般公共预算支出完成度略慢于历史同期 4
图表 5： 政府性基金预算支出完成度明显慢于同期 4
图表 6： 超长期特别国债发行进度略慢于 2025 年 5
图表 7： 2026 年地方新增一般债发行偏慢 6
图表 8： 2026 年地方新增专项债发行先快后慢 6
图表 9： 2022、2024、2025 这三年均动用专项债结存限额 7
图表 10： 假设全年预算目标能够完成，9-12 月广义财政支出增速将达 17.1% 8
图表 11： 情形 2 下，9-12 月广义财政支出增速为-0.7%，全年支出增速-2.4% 8

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年尤其是二季度以来，公共财政收入好于预期，但财政支出偏慢。2026 年 3-8 月，一般公共预算收入和政府性基金收入这两本账的合计当月同比，连续 6 个月正增，7 月当月甚至达 7.0%的高点。但广义财政支出的当月同比，连续 6 个月为负。

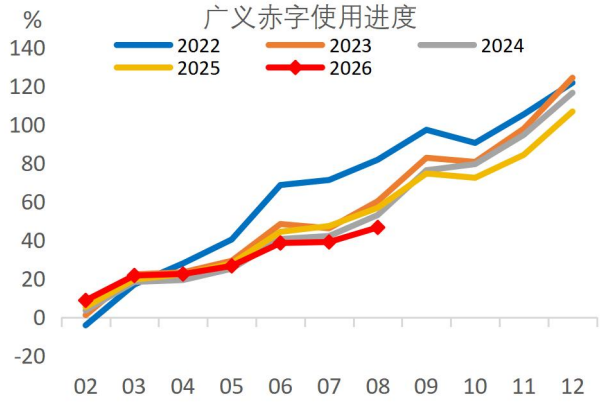
广义赤字使用进度也明显慢于近年同期。2026 年 1-8 月，广义赤字使用进度为 46.5%，低于过去四年的同期均值 62.9%。其中 2026 年 4-8 月，广义赤字使用率为 24.9%，远低于过去四年的同期均值 43.6%。可见二季度以来，财政支出明显偏慢。

图表 1：2026 年 3-8 月广义财政支出同比连续为负



来源：iFind，中泰证券研究所

图表 2：2026 年广义赤字使用进度慢于历史同期



来源：iFind，中泰证券研究所

在有效需求不足的情况下，市场对财政政策加力有所期待。下面我们将根据《政府工作报告》对主要财政指标的部署，梳理目前有待使用的存量财政政策，并分情景测算年内后续月份的财政支出增速空间。

今年财政政策的具体部署于两会披露。2026 年 3 月 5 日发布的《政府工作报告》，提到今年赤字率拟按 4%左右安排，赤字规模 5.89 万亿，一般公共预算支出首次达到 30 万亿，并对资金用途进行了明确部署。

7 月底政治局会议召开，提出要“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。8 月 21 日新闻发布会上，财政部副部长廖岷进一步说明存量、增量政策的情况：存量政策方面，下半年地方专项债、超长期特别国债的待发行规模较大，能够继续保持政策强度；增量政策方面，已对财政金融协同促内需政策进行优化，下半年将会推出财政金融协同的新政策和新举措。不过新增的财政工具部署，暂时不涉及增量资金安排，预计主要是相关财政资金用途的优化。

因此，以两会安排为准，我们汇总分析了今年各项存量政策的使用情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：2026 年各项存量政策的使用进度一览

核心指标		进度（截至8月底）	剩余额度
赤字率	4%	——	——
一般公共预算支出	30.01万亿	60.5%	11.86万亿
政府性基金预算支出	11.87万亿	43.8%	6.67万亿
资金安排		**进度（截至9月27日）**	**剩余额度**
国债：			
一般国债	5.09万亿	67.3%	1.66万亿
注资特别国债	3000亿	已安排用途，待发行	3000亿
超长期特别国债	1.3万亿	90.5%	1230亿
已明确用途的资金：			
消费品以旧换新	2500亿	75.0%	625亿
大规模设备更新	2000亿	100%	0
“两重”建设	8000亿	100%	0
财政金融协同促内需专项资金	1000亿	100%	0
中央预算内投资	7550亿	100%	0
地方政府债：			
新增地方一般债	8000亿	79.3%	1658亿
新增地方专项债	4.4万亿	76.5%	1.04万亿
置换债	2万亿	94.9%	1022.64亿
其它资金：			
新型政策性金融工具	8000亿	超1000亿	不足7000亿

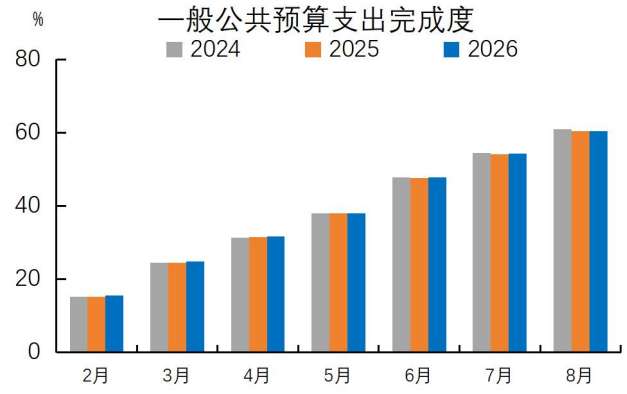
来源：iFind，新闻汇总，中泰证券研究所整理

1、两本账支出完成进度

一般公共预算支出完成度略慢于历史同期。2026 年 1-8 月，一般公共预算支出 18.15 万亿，预算完成度达 60.5%，比过去四年同期均值 61.4%低了约 0.9 个百分点。

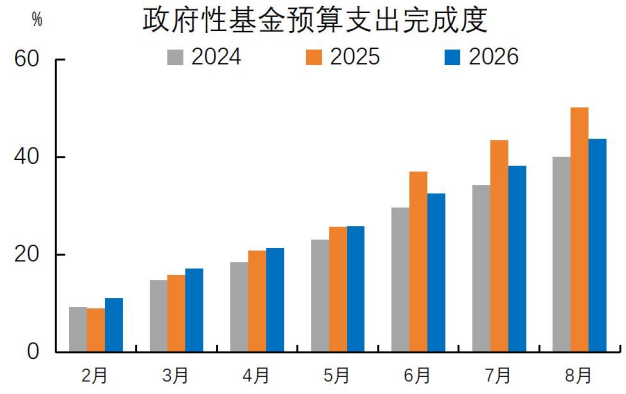
政府性基金支出是广义财政支出的主要拖累。2026 年 1-8 月，政府性基金支出为 5.19 万亿，预算完成度达 43.8%，比过去四年同期均值 47.8%低了约 4.0 个百分点。

图表 4：一般公共预算支出完成度略慢于历史同期



来源：iFind，中泰证券研究所

图表 5：政府性基金预算支出完成度明显慢于同期



来源：iFind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2、国债的发行与使用

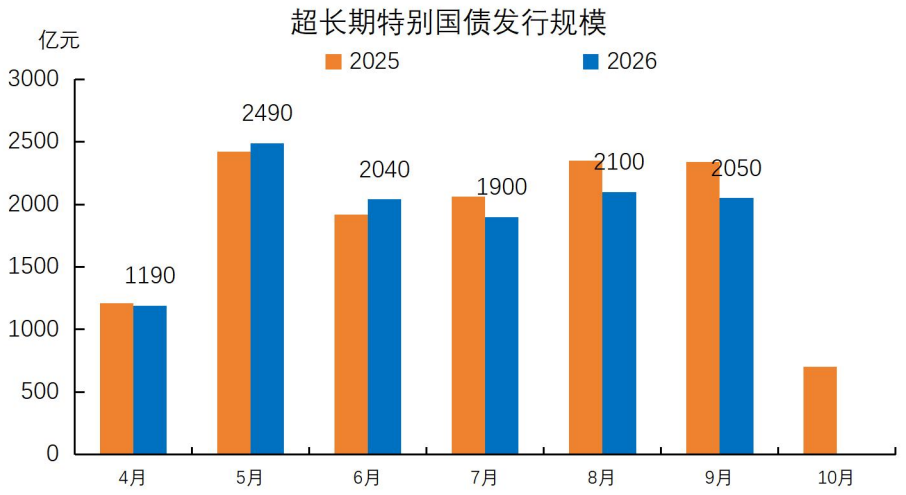
国债又可分为一般国债与特别国债。从规模上看，2026 年初中央财政预算安排新增一般国债 5.09 万亿。截至 2026 年 9 月 27 日，一般国债净融资额合计约 3.43 万亿，发行进度 67.3%，低于 2025 年 9 月底的 75.4%。四季度的使用额度还有 1.66 万亿。

特别国债根据用途，又可以分为注资特别国债和超长期特别国债，年初预算安排分别为 0.3 万亿和 1.3 万亿，分别较 2025 年减少 0.2 万亿、与 2025 年持平。

今年注资特别国债发行安排与去年略有不同。去年注资特别国债按计划进行，于 4-6 月完成发行；今年原定发行时间为 5-6 月，实际上直到 9 月 6 日，工行、农行等 8 家中央金融企业才发布合计 3600 亿的增资计划，包括特别国债的 3000 亿注资和烟草系统的 600 亿注资。预计注资特别国债可能于 10 月发行。

今年超长期特别国债发行进度也不快。截至 2026 年 9 月 27 日，超长期特别国债已发行 1.18 万亿，发行进度达 90.5%，慢于 2025 年 9 月底的 94.6%。

图表 6：超长期特别国债发行进度略慢于 2025 年



来源：中国债券信息网，中泰证券研究所

从已明确用途的资金来看，除第四批消费品以旧换新 625 亿资金外，其余均已下达完毕。

1）6 月 26 日发改委表示，近日已会同财政部向地方下达第三批 625 亿超长期特别国债支持消费品以旧换新。参考 2025 年经验，第四批资金预计将于 10 月初下达。

2）7 月 6 日发改委表示，全年 2000 亿设备更新资金总额已下达完毕，共支持 22 个领域约 1.1 万个项目。

3）7 月 6 日发改委表示，2026 年第三批“两重”建设项目近日已下达。“两重”建设项目清单已全部下达完毕，共支持 1417 个重大项目建设。

下载日志已记录，仅供内部参考

4）中央财政安排 1000 亿元支持财政金融协同促内需。相关一揽子政策已于年初下达，包括四项定向支持民间投资（中小微企业贷款贴息政策、设立民间投资专项担保计划、建立支持民营企业债券风险分担机制、优化实施设备更新贷款财政贴息政策）和两项支持居民消费（服务业经营主体贷款、个人消费贷款贴息政策）等。

5）7 月 31 日，发改委新闻发言人披露，今年 7550 亿元中央预算内投资已基本下达完毕。

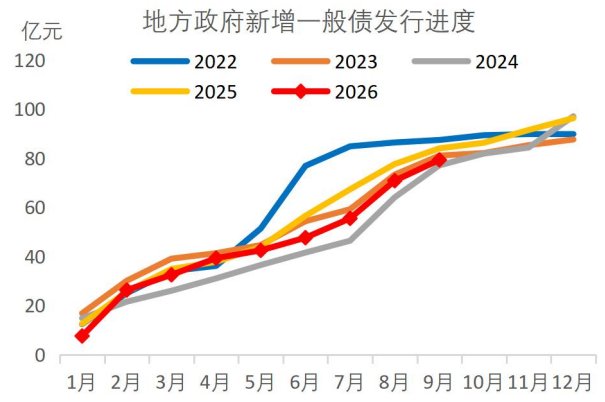
3、地方政府债的发行情况

地方政府债券可分为一般债和专项债，年初分别安排了 0.8、4.4 万亿额度，与 2025 年持平。

地方新增一般债发行慢于往年同期。截至 2026 年 9 月 27 日，地方新增一般债合计 6342 亿元，发行进度达 79.3%，略低于过去四年 9 月底的平均进度 82.4%。

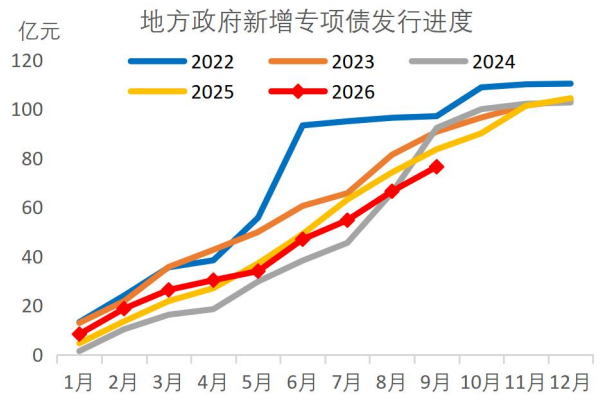
地方新增专项债发行节奏前快后慢。2026 年 1-2 月，地方新增专项债发行进度达 18.7%，高于过去四年的同期均值 17.4%。但后续发行放缓，截至 2026 年 9 月 27 日，地方新增专项债合计为 3.36 万亿，发行进度达 76.5%，远低于过去四年 9 月底的平均进度 90.9%。

图表 7：2026 年地方新增一般债发行偏慢



来源：iFind，中泰证券研究所

图表 8：2026 年地方新增专项债发行先快后慢



来源：iFind，中泰证券研究所

今年是三年置换计划的收官之年，安排了 2 万亿的置换债额度。截至 9 月 27 日，各地发行置换债合计约 1.90 万亿，发行进度达 94.9%。总的来说，今年化债靠前发力特征依旧明显。但与 2025 年年初大规模放量、二季度走弱不同，今年化债推进更为平稳均衡，且更多向化债压力大的省份倾斜。

4、其它资金

一是 8000 亿元的新型政策性金融工具。今年的新型政策性金融工具首批资金，于 9 月 1 日到 2 日，在浙江、云南、新疆、四川等地相继投放。据《金融时报》报道，截至 9 月 26 日，三家政策性银行合计投放新型政策性

下载日志已记录，仅供内部参考

金融工具资金已超 1000 亿元，支持项目约 400 个，涉及项目总投资约 2.1 万亿元。有关新型政策性金融工具，我们此前在《新型政策性金融工具有哪些新看点？》一文中有详细分析。

二是可能动用的专项债结存限额。尽管年初未提及，但 2022-2025 年中有三年均动用了专项债结存限额。根据财政部预算司《2025 年和 2026 年地方政府专项债务余额情况表》，2025 年末地方专项债余额约为 37.31 万亿，2026 年末地方专项债限额约为 44.32 万亿，又考虑到 2026 年 4.4 万亿的新增专项债限额以及 2 万亿置换债额度，预计今年可额外动用的专项债结转限额空间为：

44.32 万亿-37.31 万亿-4.4 万亿-2 万亿=**6074.62 亿元**

图表 9：2022、2024、2025 这三年均动用专项债结存限额

年份	具体安排
2022 年	2022 年 8 月 24 日国常会上宣布，依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕。
2024 年	2024 年 10 月 12 日国新办新闻发布会上宣布，中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款。
	2024 年 11 月 20 日，财政部披露安排新增地方政府专项债券额度 3.9 万亿元，加上去年结转的 1000 亿元，财政部实际下达各地 2024 年新增专项债券额度 4 万亿元。
2025 年	2025 年 10 月 17 日前三季度财政收支情况新闻发布会上，财政部表明中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方；10 月 31 日，发改委进一步明确，其中 2000 亿元为新增专项债券额度。

来源：新闻汇总，中泰证券研究所整理

综上所述，2026 年后续月份待使用的存量财政政策包括：1）国债：约 1.66 万亿的一般国债净融资额度、3000 亿注资特别国债以及 1200 亿超长期特别国债；**2）地方政府债：**约 1658 亿的新增一般债净融资额度、1.04 万亿新增专项债；**3）其它资金：**约 7000 亿的新型政策性金融工具、可能动用的 6075 亿专项债结转限额。不过，注资特别国债用于补充资本金，专项债结存限额大概率用于化债，这两项对经济的直接拉动作用不大。

从新型政策性金融工具的使用进度来看，成熟项目不足是专项债和新型政策性金融工具面临的主要约束。2025 年的 5000 亿新型政策性金融工具，仅一月左右就投放完毕，而 2026 年的 8000 亿新型政策性金融工具，目前仅投放 1000 多亿，可能和项目储备不足有关。

再考虑到今年 1-8 月，广义财政支出同比仅为-3.5%。综合判断，全年的广义财政支出目标，存在无法完成的风险。

下面将分两种情形来测算财政一、二本账年内的支出空间：一是假设能够完成全年支出目标；二是假设财政一、二本账，前 8 个月占今年全年的实际支出进度，与过去三年前 8 个月占全年实际比例持平。

下载日志已记录，仅供内部参考

1）假设财政一、二本账能够完成全年支出预算目标，测算得到 9-12 月一般公共预算支出、政府性基金支出分别为 11.86 万亿、6.67 万亿，广义财政支出同比将达 17.1%；全年广义财政支出同比将达 4.6%。测算过程如下表所示：

图表 10：假设全年预算目标能够完成，9-12 月广义财政支出增速将达 17.1%

情形1	一般公共预算支出	政府性基金支出	广义财政支出
2025年：			
2025年全年实际值(亿元)	287395.00	112874.00	400269.00
2025年1-8月实际值(亿元)	179324.00	62602.00	241926.00
2025年9-12月实际值(亿元)	108071.00	50272.00	158343.00
2026年：			
2026年全年目标值(亿元)	300100.00	118662.85	418762.85
2026年1-8月实际值(亿元)	181451.00	51948.00	233399.00
2026年9-12月预计值(亿元)	118649.00	66714.85	185363.85
计算同比：			
2026年全年支出同比	4.4%	5.1%	4.6%
2026年1-8月支出同比	1.2%	-17.0%	-3.5%
2026年9-12月支出同比	9.8%	32.7%	17.1%

来源：iFind，中泰证券研究所测算

2）假设财政一、二本账，前 8 个月占今年全年的实际支出进度，与过去三年前 8 个月占全年实际比例持平。2023-2025 年财政一、二本账前八个月发行规模，占全年实际比例均值分别为 62.0%、53.1%。假设 2026 年 1-8 月实际占比与之持平，可倒推出 2026 年一、二本账的全年规模：

2026 年一般公共预算支出=2026 年 1-8 月一般公共预算支出/1-8 月占比=18.15/62.0%≈29.28 万亿

2026 年政府性基金支出=2026 年 1-8 月政府性基金支出/1-8 月占比=5.19/53.1%≈9.78 万亿

据此，测算得到 9-12 月一般公共预算支出、政府性基金支出分别为 11.13 万亿、4.58 万亿，广义财政支出同比为-0.7%；全年广义财政支出同比为-2.4%。具体测算过程见下表：

图表 11：情形 2 下，9-12 月广义财政支出增速为-0.7%，全年支出增速-2.4%

情形2	一般公共预算支出	政府性基金支出	广义财政支出
2025年：			
2025年全年实际值(亿元)	287395.00	112874.00	400269.00
2025年1-8月实际值(亿元)	179324.00	62602.00	241926.00
2025年9-12月实际值(亿元)	108071.00	50272.00	158343.00
2026年：			
2026年全年目标值(亿元)	292798.61	97773.29	390571.90
2026年1-8月实际值(亿元)	181451.00	51948.00	233399.00
2026年9-12月预计值(亿元)	111347.61	45825.29	157172.90
计算同比：			
2026年全年支出同比	1.9%	-13.4%	-2.4%
2026年1-8月支出同比	1.2%	-17.0%	-3.5%
2026年9-12月支出同比	3.0%	-8.8%	-0.7%

来源：iFind，中泰证券研究所测算

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

政策推进节奏不及预期，数据更新不及时，数据测算偏差风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。