仅供内部参考，请勿外传

总量研究

通用报告

证券研究报告

三箭齐发：财政如何提档加速

■ ——国内宏观周度观点

侯欢(分析师)
021-23185643
houhuan@gtht.com
登记编号 S0880525040074

于博(分析师)
021-38674715
yubo@gtht.com
登记编号 S0880526070017

本报告导读：

2026 年财政在化债收官约束下先克制、后提速，前期优先化债以腾挪空间，全年节奏或前低后扬。9 月以来，政府债发行呈现“新增主导、专项发力、再融资缩量”特征，资金投向向基建领域边际倾斜。此外，政策性金融工具与特别国债注资协同撬动投资，稳定信贷。

投资要点：

- **财政在化债与扩支间平衡。**2026 年财政总盘扩增、支出上台阶，但处于化债收官窗口，上半年保持克制，强调紧平衡下重效能。地方优先再融资、展期重组和高息置换，以节约利息、缓释流动性，短期虽挤压新增债，却为后续发力腾挪空间。财政并非收缩，而是先化债、再提档，以时间换空间，为四季度加码奠基。

- **财政节奏前低后扬，从蓄力转向追赶。**前 8 个月资金拨付克制，支出进度偏缓，新增债发行慢于往年，收支与全年预算存在差距。这既因优先消化既有资金，也受化债与项目储备双重约束。为确保全年预算完成，后续资金或将加快投放，支出有望提速。四季度，财政或进入追赶发力期。

- **政府债发行转向“新增主导、专项发力、再融资缩量”。**财政存款高位、可用资金较足，为后续支出提速提供支撑。9 月以来，政府债放量，新增专项债创年内新高，且项目收益债及基建占比回升；再融资缩量意味着化债对新增债挤压边际减轻。专项债将在四季度形成更多实物工作量，对基建投资形成阶段性托底。

- **政策工具“三箭齐发”，合力稳投资、稳信贷。**专项债直接保障项目资金；新型政策性金融工具补充项目资本金，扩围升级并引导社会资本，投向交通能源、城市更新、数字经济、科技创新及民间投资；特别国债注资金融央企，扩展至多家机构，增强资本与信贷投放能力。三者从项目端、资本金端和金融机构端协同发力。财政提档加速，撬动效应有望逐步显现，支撑中长期投资动能。

- **经济数据：出口仍有韧性。**生产高位运行，但季节性回落、结构分化，钢厂以效率对冲开工收缩，铁水产出未明显缩减。在需求端，基建边际改善，出口港口吞吐高位、运价抬升，外需仍有韧性；地产成交方面，二手房强于新房；汽车旺季改善，但受高基数压制，家电偏弱，文旅服务有支撑。大宗商品供弱需强，涨价持续性较强。

- **风险提示：**中东地缘局势仍面临一定不确定性；国内房地产需求修复或不及预期。

相关报告

美国经济会二次加速吗 2026.09.27
美联储“鹰派”加息，沃什开启独立之路 2026.09.17
外热内冷格局未改 2026.09.15
坚定的抗通胀，不坚定的加息 2026.08.30
分化仍存，内需亟待托底 2026.08.17

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 三箭齐发：财政如何提档加速？ 3
1.1. 财政前期化债攻坚，为后续腾挪空间 3
1.2. 财政可用资金较多，发力更重实效 3
1.3. 近期政府债发行：新增主导、专项发力、再融资缩量 4
2. 经济数据：出口仍有韧性 6
3. 风险提示 7

仅供内部参考，请勿外传

1. 三箭齐发：财政如何提档加速？

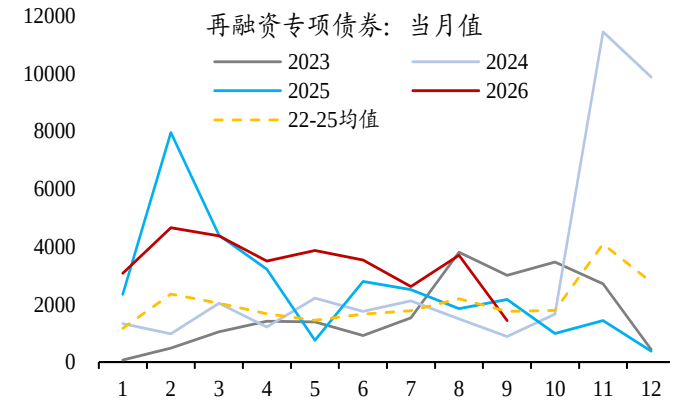
1.1. 财政前期化债攻坚，为后续腾挪空间

2026 年，我国财政总盘扩增，支出规模迈上新台阶。但是，在化债收官的窗口，上半年财政节奏保持克制，“紧平衡”下更重效能。

第一，财政前期化债攻坚，为后续腾挪空间。2026 年，地方政府将防范化解存量债务风险置于突出位置，优先安排再融资债券发行、债务展期重组及高息债务置换等工作。2026 年上半年，地方政府再融资债券、新增债券发行规模同比增速分别为 19%、-6.3%，尽管之后新增债券环比放量，但是前 8 个月，二者的累计同比增速仍分别为 13.5%、-10%。从结构看，一方面，今年前 8 个月，特殊再融资专项债累计发行 1.84 万亿元，完成全年 2 万亿元额度的 92%。另一方面，特殊新增专项债累计发行 8901 亿元，已超过一揽子化债方案设定的每年 8000 亿元规模。化债攻坚为地方政府节约利息支出，阶段性缓释了流动性压力。

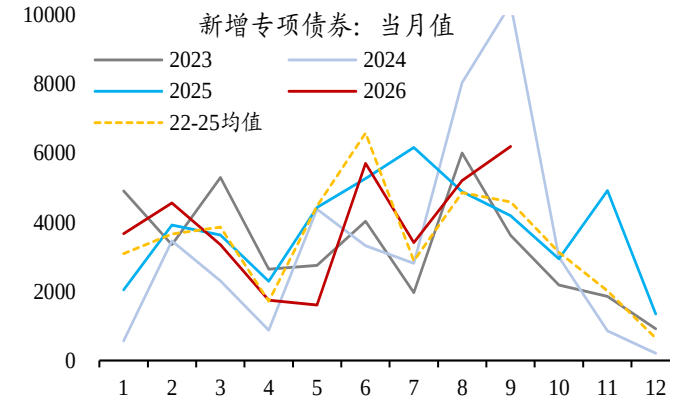
第二，财政节奏或前低后扬，从蓄力到追赶。2026 年前 8 个月，资金拨付保持克制，财政支出进度整体偏缓。一方面，新增一般债、专项债的发行进度分别为 77.8%、66.6%，较去年同期慢 6.8 个、7.7 个百分点。另一方面，一般公共预算收、支分别累计同比增长 5.7%、1.2%，而全年预算安排增速分别为 2.2%、4.4%。同时，财政两本账合计的收、支累计同比增速分别为 1.9%、-3.5%。我们预计，接下来，为了确保全年预算完成率达标，财政资金或将加快投放，支出或将提速追赶。

图1：26 年 1-8 月：再融资专项债高于近年同期（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究，9 月数据截至 27 日

图2：26 年 1-8 月：新增专项债不及去年同期（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究，9 月数据截至 27 日

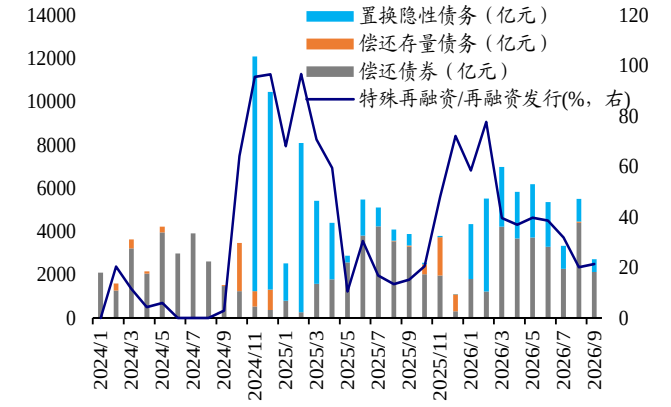
1.2. 财政可用资金较多，发力更重实效

我们认为，2026 年地方债发行“前慢后快”节奏特征与 2024 年具有相似性，反映了在债务压力与项目约束下，财政发力更注重精准与实效。一方面，优先消化既有资金。在 2023 年四季度增发的 1 万亿元国债中，有 5000 亿元结转至 2024 年初使用，使得年初加快地方债发行的必要性不高；2025 年 11 月，财政部提前下达 2026 年新增专项债额度，比 2023 年、2024 年提前了一个月，意在让财政资金在年初及早到位。这也使得，3 月以来的新增专项债发行规模明显放缓。

仅供内部参考，请勿外传

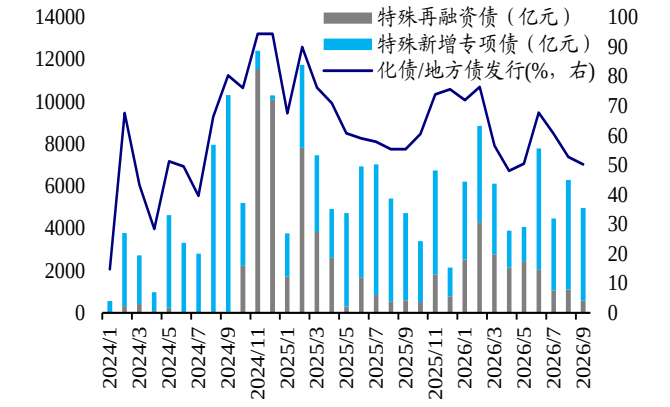
另一方面，受制于化债与项目储备的双重约束。2024 和 2026 年都处于化债的关键时期，再融资债券的发行占据了大量额度，客观上挤压了新增专项债的发行空间。同时，优质项目储备不足是共同掣肘。2024 年受增发国债项目申报影响，专项债项目审批延后；2026 年面临可匹配储备项目相对有限的制约，前期新增专项债发行节奏滞后于往年同期平均水平。

图3：地方再融资债券结构：化债比重高位回落



数据来源：Wind，企业预警通，国泰海通证券研究，9 月数据截至 27 日

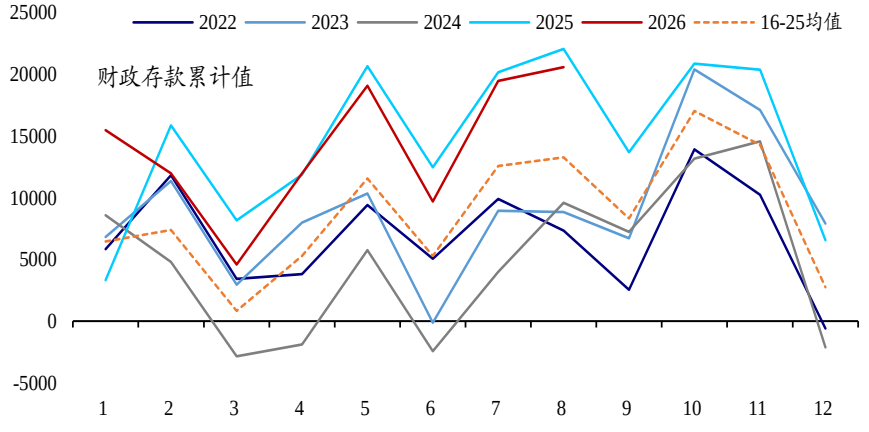
图4：地方政府债券结构：近期化债比重回落



数据来源：Wind，企业预警通，国泰海通证券研究，9 月数据截至 27 日

当前财政存款高位，可用资金较多。2026 年前 8 个月，财政存款规模高于近年同期平均水平，反映国库款规模相对较大，可用资金较为充足。根据今年预算报告，2026 年新增债券发行限额为 5.2 万亿元，前 8 个月实际发行约 3.5 万亿元，这意味着 9-12 月还有约 1.7 万亿元新增债券待发。接下来，财政资金或加快投放，尤其是新增专项债有望集中发力，以匹配“金九银十”及四季度施工旺季，形成更多实物工作量。

图5：2025 年和 2026 年：财政存款处于高位（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.3. 近期政府债发行：新增主导、专项发力、再融资缩量

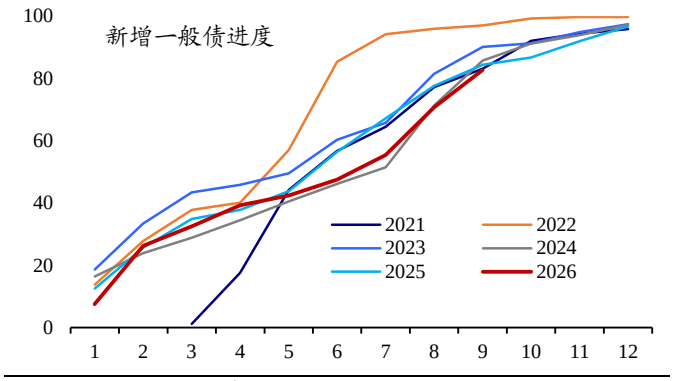
2026 年 9 月以来，政府债发行放量，并呈现“新增主导、专项发力、再融资缩量”结构性特征。

第一，新增专项债环比放量，持续保障民生，且向基建投资倾斜。2026 年 9 月，新增专项债发行规模创年内月度新高。值得一提的是，8 月新增专项

仅供内部参考，请勿外传

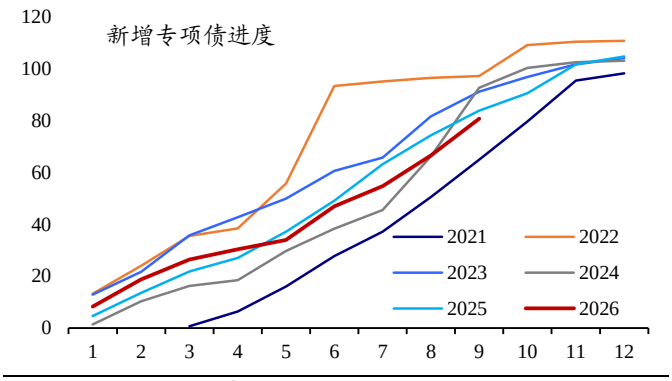
债中用于项目建设的资金占比已经超过一半，且 9 月进一步提升，对基建投资的拉动效应有望在四季度逐步显现。

图6：新增一般债券：发行进度（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

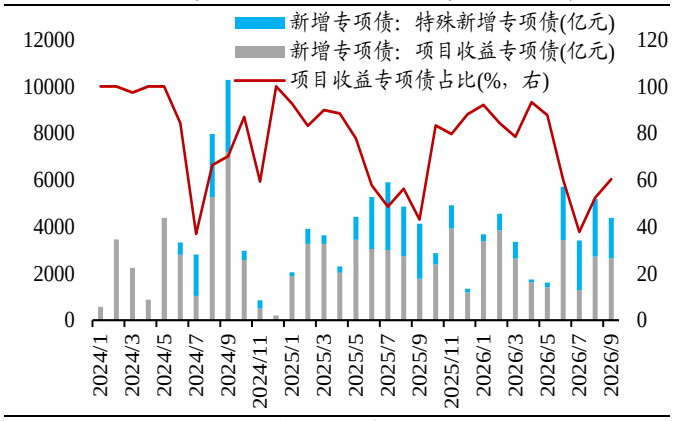
图7：新增专项债券：发行进度（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

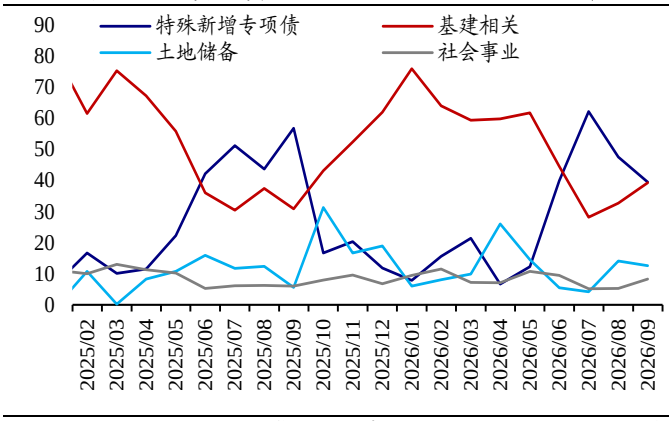
2026 年 8-9 月，在新增专项债券中，项目收益债的发行规模占比逐步提升。进一步，从项目收益债的投向看，市政和产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程等基建领域的资金占比同步增加。

图8：新增专项债券：近期项目收益债比重回升（%）



数据来源：Wind，企业预警通，国泰海通证券研究，9 月数据截至 27 日

图9：新增专项债券资金投向：近期基建比重回升（%）



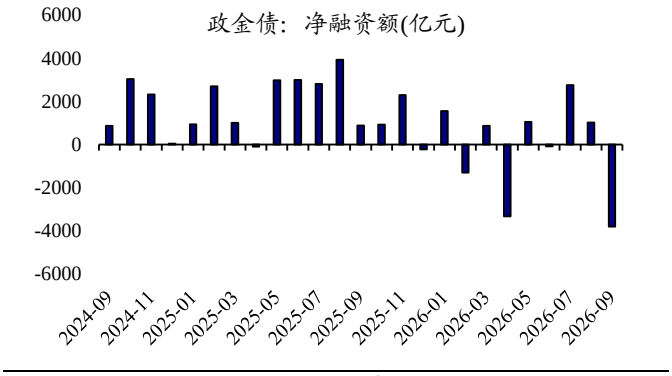
数据来源：Wind，企业预警通，国泰海通证券研究，9 月数据截至 27 日

第二，新型政策性金融工具扩围升级，资金撬动效应有望逐步显现。新型政策性金融工具主要用于补充项目资本金，引导社会资本共同参与重大项目建设。根据国家发展改革委披露，2025 年发行的 5000 亿元的新型政策性金融工具最终撬动了超过 7 万亿元的项目总投资，撬动倍数约为 14 倍。以此类推，2026 年 8000 亿元的规模有望撬动 10 万亿元以上的项目总投资。

在投向安排上，我们认为，新型政策性金融工具在延续对交通能源、城市更新、数字经济、科技创新等重点领域的支持的同时，或进一步向民间投资、产业类项目倾斜，从而提振中长期投资动能。

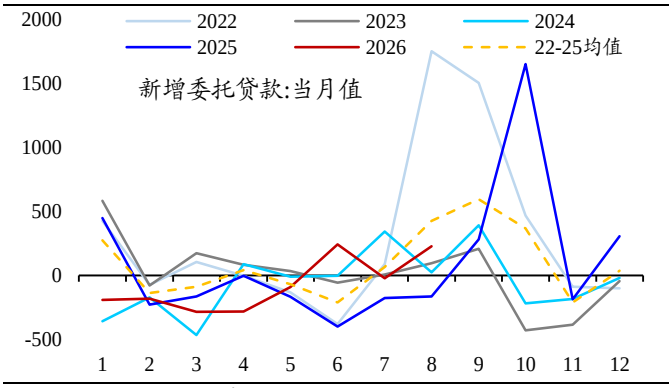
仅供内部参考，请勿外传

图10：政策性银行金融债（亿元）



数据来源：Wind，企业预警通，国泰海通证券研究

图11：新增委托贷款当月值（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

第三，特别国债注资金融央企，重点领域资本保障持续夯实。2025 年的核心动作是发行首批 5000 亿元特别国债，定向支持四家国有大行补充核心一级资本，预计可撬动信贷投放约 6 万亿元。2026 年进入第二阶段，财政部发行 3000 亿元特别国债，并引入中国烟草总公司出资 600 亿元，合计 3600 亿元，支持在首批四家国有大行基础上，扩展至八家中央金融企业，并且首次纳入工商银行、农业银行两家尚未完成注资的大行，同时覆盖中国人保、中国人寿、中国太平、中国再保四家保险央企以及进出口银行、中国信保两家政策性金融机构，以实现差异化资本补充。

总结来看，9 月以来，财政政策提档加速。我们预计，9-12 月集中发行的新增专项债有望在四季度形成更多实物工作量，对基建投资形成阶段性托底。

2. 经济数据：出口仍有韧性

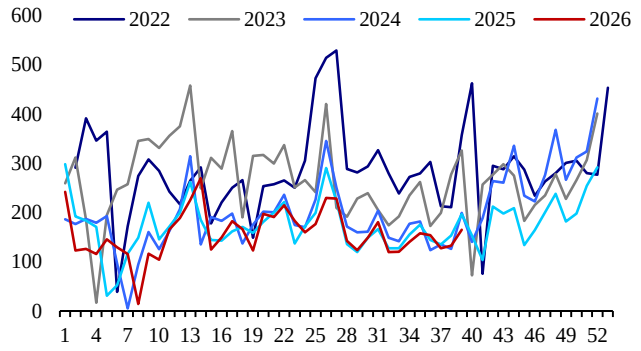
生产：整体保持韧性、高位运行，但季节性回落与结构分化并存。煤炭日耗短期受高温支撑、后续或季节性走弱；钢材产量平稳，而品种分化。高炉开工率下滑，但产能利用率提升，钢厂以效率对冲开工收缩，实际铁水产出未明显缩减。

需求：近期基建投资边际改善，出口港口吞吐量高位、运价抬升，外需仍有韧性；二手房成交强于新房，呈现存量结构性修复。汽车旺季环比改善，但受高基数压制；家电内生需求偏弱，文旅出行高位运行，服务消费仍有支撑。

通胀：近期大宗商品受地缘冲突、极端天气、资源出口收紧等供给冲击，叠加 AI 算力基建需求爆发，呈现“供弱需强”格局，涨价持续性较强。具体看，油价、煤价高位；钢材价格偏弱；农产品和猪价受双节备货提振，获得一定支撑。

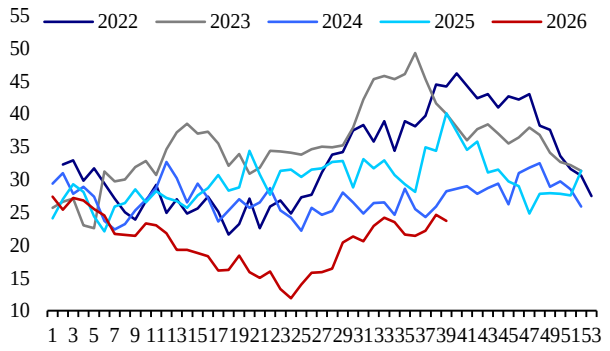
仅供内部参考，请勿外传

图12：30 大中城市：商品房周度成交面积（万平方米）



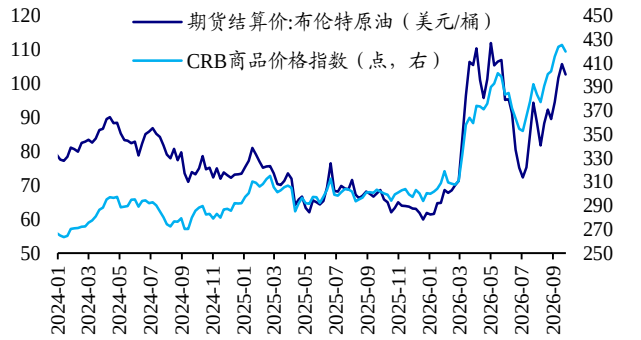
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图13：石油沥青装置开工率（%）



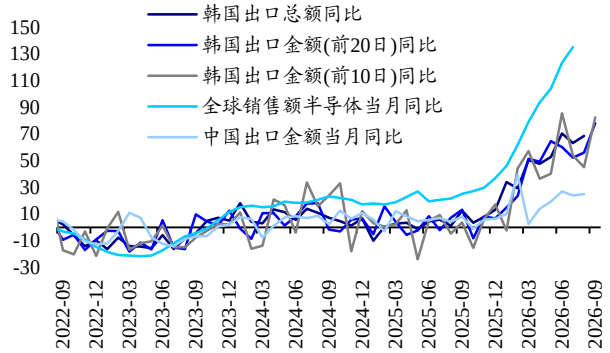
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图14：原油价格和大宗商品指数



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图15：中韩出口及全球半导体销售情况（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 风险提示

中东地缘局势仍面临一定不确定性；国内房地产需求修复或不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666