下载日志已记录，仅供内部参考

5500 亿限额盘活，有何新意

2026 年 10 月 12 日

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

- 10 月 9 日，财政部安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，其中一般债务结存限额 3000 亿元，全部分配县区使用，专门用于提高县区一般公共预算保障能力；专项债务结存限额 2500 亿元，分配给今年第四季度有实际项目资金需求的地区，并向经济大省倾斜，支持优先保障在建项目资金需求，新建项目聚焦“六张网”建设等重点领域，有效发挥政府投资带动作用。我们对此解读如下：

- **什么是“结存限额”：结存限额是法定债务限额与实际债务余额之间的差额，本质是人大已批准但尚未使用的合法举债空间。**我国对地方政府债务实行余额限额管理，即年度限额等于上年限额加当年新增限额，其形成主要有三方面来源：一是历年新增限额未足额发行，额度跨年结转；二是地方加强财政收支管理，安排预算资金偿还到期法定债务，使余额相应下降；三是存量债务被偿还或据实核减。动用结存限额无需提请全国人大或其常委会审议，根本原因在于其不新增债务限额、不扩大赤字。结存限额已在历年人大批准的债务总限额之内，程序上只需地方按预算调整程序报省级人大常委会审批。

- **过去几轮盘活限额回顾：2022 年以来结存限额已多次动用，规模与用途随宏观形势动态调整。**历次盘活呈现三个稳定规律：**一是时点规律：**部署均集中于下半年、多在四季度落地见效，以便年内补充财力或形成实物工作量；**二是规模规律：**单次规模稳定在 4000 亿—5500 亿元区间，渐进释放、克制投放，定位增量托底而非强刺激；**三是分配规律：**区域分配逻辑随用途切换——化债导向时向债务负担重的高风险地区倾斜（2024 年、2025 年），投资导向时向经济体量大、项目储备成熟的地区倾斜（2022 年、2026 年）；限额空间的分布本身与经济体量高度正相关，这决定了投资导向下的分配必然向经济大省和计划单列市集中。

- **这次不一样，新在哪里？首次单列“一般债务结存限额”类别。**此次 3000 亿元一般债务结存限额首次以“一般债务结存限额”名义单列。一般债计入一般公共预算、以税收等一般收入偿还，与县区“三保”等无收益刚性支出的属性天然匹配，避免了专项债收益自平衡要求与纯财力缺口之间的错配。

- **首次将受益层级明确写到“县区”。**此次明确 3000 亿元“全部分配县区使用”，专门用于提高县区一般公共预算保障能力。直达县区有三重意义：一是直接对冲土地财政收缩下最脆弱财政层级的收支缺口；二是防止基层为保运转挤占、挪用专项债资金或征收“过头税费”，为在建项目推进腾出空间；三是稳住民生与工资等底线支出，对内需形成基础性支撑。这与财政资金直达的思路一脉相承，把宏观政策与基层治理直接连接起来。

- **首次未单列化债清欠额度，政策重心由“防风险”转向“稳增长、保民生”。**2024 年、2025 年两轮盘活均把补充财力化债、清偿欠款作为主要用途，此次 5500 亿元不再单列化债份额：3000 亿元对标县区“三保”，2500 亿元对标有效投资，专项债优先保障在建项目、新建项目聚焦“六张网”建设并向经济大省倾斜。这表明经过大规模债务置换，存量隐性债务风险已明显缓释，政策目标函数重新转向基层保障与实物工作量形成，并与 2026 年 9 月 29 日央行

下载日志已记录，仅供内部参考

下调 PSL 利率 25bp，并将“六张网”纳入 PSL 支持范围、政策性金融工具形成财政金融协同。

- **财政支出整体偏慢背景下为何仍需动用结存限额？财政支出增速偏慢表明常规工具已经失灵。**今年财政支出增速整体偏慢，但慢的原因不在额度不足——截至 9 月末，新增专项债仍有 8528 亿元额度待发行——**而在四重错配：科目、项目、层级、程序。**这四重错配共同决定了，常规额度即使全部发完，也无法抵达当前最紧迫的缺口，因而有必要动用结存限额这一可以重新指定用途与受益层级的工具：

  一、科目错配是硬约束。截止 9 月末专项债仍有 8528 亿额度待发行，而真正的缺口在一般公共预算，尤其是基层县区的三保。这意味着专项债额度再充裕，也补不了县区的三保缺口。相比之下，一般债务结存限额是当前唯一能够进入县区一般公共预算、间接腾出三保空间的合规通道。

  二、项目错配形成梗阻。今年专项债发行节奏偏慢，或与项目储备接续不畅、资金转化存在约束有关。而这批结存限额可以解决其中项目可行性、审批均已过关，只差进度款与配套流动性的项目的资金堵点。这也是此次 2500 亿资金分配提及的“今年第四季度有实际项目资金需求的地区”、“优先保障在建项目资金需求”。

  三、层级错配决定传导效率。债务额度在省级，资金缺口在县区。省级财政尚可通过转移支付统筹平抑波动，县区几乎没有调节空间。本次“3000 亿元全部分配县区使用”把受益层级直接锁定，省级由分配主体降格为通道主体，但发行权并未下沉——一般债券仍由省级政府统一发行并转贷给县区。

  四、程序错配决定了工具选择。提高赤字或新增债务限额需要国务院提请全国人大常委会审议，而动用结存限额，因限额已在全国人大批准的总盘子之内，经国务院同意即可，地方层面只需走省级人大常委会的预算调整程序，能够将资金快速拨付至基层。

- **5500 亿能把全年广义财政支出同比增速最大抬高 1.4pct，中性预期+0.7pct，对应全年广义财政支出增速转正至 0.1%。**2025 年广义财政支出预算完成率为 94.9%，假设 2026 年广义财政支出预算完成率为 95%（与去年基本持平），则对应今年全年广义支出增速为-0.6%。如果把 5500 亿全部在今年计入支出，则对应理论上最大拉动广义财政支出为 1.4pct（对应全年广义财政支出增速转正至 0.8%），但这个上限几乎不可能触及，因为发行不等于支出。参照历史，2022 年那一轮要求“10 月底前发行完毕”，但资金实际使用拖到了次年，这次通稿没有给出发行时限，只提及“加快发行节奏”，没有时限约束，跨年支出的概率上升。假设 5500 亿只有 50%在今年 Q4 计入支出，则对今年广义财政支出贡献为 0.7pct（对应全年广义财政支出增速转正至 0.1%）。

- **风险提示：**政策不及预期的风险；测算假设偏离实际的风险；贸易摩擦加剧的风险；中东地缘冲突不确定的风险。

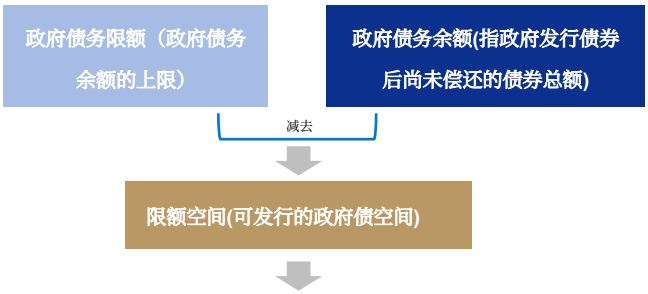
下载日志已记录，仅供内部参考

一、什么是“结存限额”

结存限额是法定债务限额与实际债务余额之间的差额，本质是人大已批准但尚未使用的合法举债空间。我国对地方政府债务实行余额限额管理，即年度限额等于上年限额加当年新增限额，其形成主要有三方面来源：一是历年新增限额未足额发行，额度跨年结转；二是地方加强财政收支管理，安排预算资金偿还到期法定债务，使余额相应下降；三是存量债务被偿还或据实核减。以 2025 年末为例，地方政府债务限额 57.99 万亿元、余额 54.82 万亿元，差额 3.16 万亿元；扣除已安排用于 2026 年置换隐性债务的 2 万亿元后，年初实际可动用空间约 1.16 万亿元。

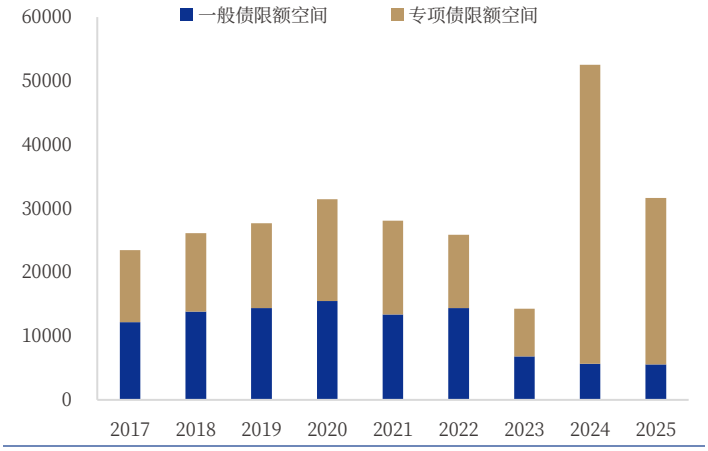
动用结存限额无需提请全国人大或其常委会审议，根本原因在于其不新增债务限额、不扩大赤字。依照《预算法》，提高赤字或新增债务限额，须由国务院提请全国人大或其常委会审议批准；而结存限额已在历年人大批准的债务总限额之内，动用只是把闲置额度转化为可用财力，不改变限额总量，故经国务院同意即可实施。此次动用经国务院同意即可实施，程序上只需地方按预算调整程序报省级人大常委会审批。这一安排既守住了限额管理的法定约束，又大幅压缩审批时滞，实现额度快速下达、资金年内见效，正是结存限额成为四季度常态化增量工具的程序基础。

图1：何为结存限额



资料来源：财政部,中国银河证券研究院

图2：地方债限额空间（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、过去几轮盘活限额回顾

2022 年以来结存限额已多次动用，规模与用途随宏观形势动态调整。2022 年 9 月盘活 5029 亿元，全部为新增专项债，重点投向基础设施、优先支持在建项目，并要求 10 月底前发行完毕，属典型逆周期稳投资操作；2024 年 10 月，安排 4000 亿元用于补充地方政府综合财力、化解存量政府投资项目债务、清偿政府拖欠企业账款（发行皆为特殊再融资债）；2025 年 10 月，规模扩至 5000 亿元，其中 3000 亿元延续化债清欠与补充财力，2000 亿元为新增专项债、并在官方表述中首次明确用于支持经济大省符合条件的项目建设，兼顾化债和稳投资双目标。

历次盘活呈现三个稳定规律：一是时点规律：部署均集中于下半年、多在四季度落地见效，以便年内补充财力或形成实物工作量；**二是规模规律：**单次规模稳定在 4000 亿—5500 亿元区间，渐进释放、克制投放，定位增量托底而非强刺激；**三是分配规律：**区域分配逻辑随用途切换——化债导向时向债务负担重的高风险地区倾斜（2024 年、2025 年），投资导向时向经济体量

下载日志已记录，仅供内部参考

大、项目储备成熟的地区倾斜（2022 年、2026 年）；限额空间的分布本身与经济体量高度正相关，这决定了投资导向下的分配必然向经济大省和计划单列市集中。本次 5500 亿元为历次最高、较上年增加 500 亿元，但仍延续常态化投放框架。

表1：历次盘活限额回顾

时间	规模	形式	用途
2022 年 9 月	5029 亿元	专项债结存限额	优先支持在建重大项目
2024 年 10 月	4000 亿元	特殊再融资债券	补充地方综合财力、化解存量政府投资项目债务、清偿政府拖欠企业账款
2025 年 10 月	5000 亿元	3000 亿元特殊再融资债＋2000 亿元专项债务	3000 亿元用于补充地方综合财力、化债与清欠；2000 亿元专项债支持经济大省符合条件的项目建设
2026 年 10 月	5500 亿元	（3000 亿元一般债务＋2500 亿元专项债务	3000 亿元一般债全部分配县区，提高县区一般公共预算保障能力、保障"三保"；2500 亿元专项债分配给四季度有实际项目资金需求的地区，向经济大省倾斜，优先保障在建项目，新建项目聚焦“六张网”建设

资料来源：财政部、中国新闻网，中国银河证券研究院

三、这次不一样，新在哪里？

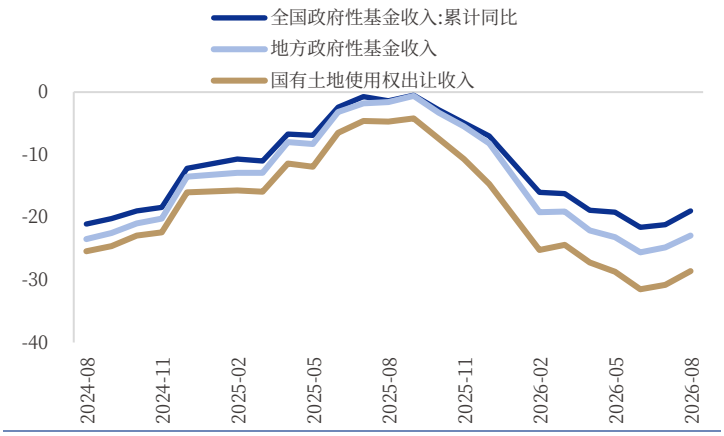
首次单列“一般债务结存限额”类别，工具选择更为对症。以往盘活均以专项债结存限额或再融资债形式落地，此次 3000 亿元一般债务结存限额首次以“一般债务结存限额”名义单列。一般债计入一般公共预算、以税收等一般收入偿还，与县区“三保”等无收益刚性支出的属性天然匹配，避免了专项债收益自平衡要求与纯财力缺口之间的错配。在土地出让收入持续下滑、县级财政首当其冲的背景下，以一般债补财力是更精准的工具安排。

首次将受益层级明确写到“县区”，财政直达基层的意图空前清晰。以往结存限额均以省级为单位分配使用，此次明确 3000 亿元“全部分配县区使用”，专门用于提高县区一般公共预算保障能力。直达县区有三重意义：一是直接对冲土地财政收缩下最脆弱财政层级的收支缺口；二是防止基层为保运转挤占、挪用专项债资金或征收“过头税费”，为在建项目推进腾出空间；三是稳住民生与工资等底线支出，对内需形成基础性支撑。这与财政资金直达的思路一脉相承，把宏观政策与基层治理直接连接起来。

首次未单列化债清欠额度，政策重心由“防风险”转向“稳增长、保民生”。2024 年、2025 年两轮盘活均把补充财力化债、清偿欠款作为主要用途，此次 5500 亿元不再单列化债份额：3000 亿元对标县区“三保”，2500 亿元对标有效投资，专项债优先保障在建项目、新建项目聚焦“六张网”建设并向经济大省倾斜。这表明经过大规模债务置换，存量隐性债务风险已明显缓释，政策目标函数重新转向基层保障与实物工作量形成，并与 2026 年 9 月 29 日央行下调 PSL 利率 25bp，并将“六张网”纳入 PSL 支持范围、政策性金融工具形成财政金融协同。

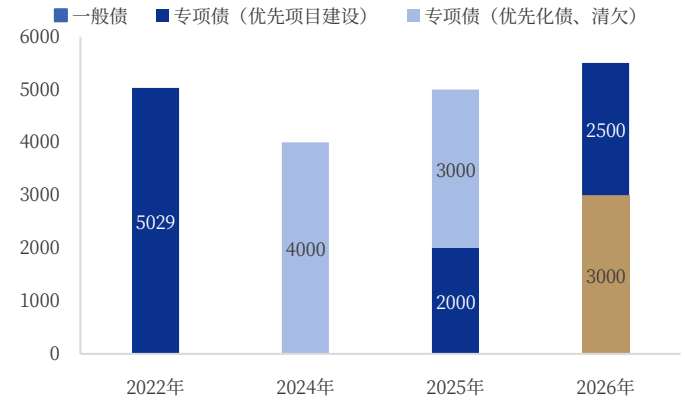
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：国有土地使用权出让收入增速（%）



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图4：结存限额用途结构（亿元）



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

四、支出偏慢背景下为何仍需动用结存限额?

财政支出增速偏慢表明常规工具已经失灵。今年财政支出增速整体偏慢，截止 8 月份，一般公共预算支出累计同比增长 1.2%，完成预算支出进度的 60.5%，低于过去五年同期支出进度 1 个百分点；政府性基金支出累计同比下降 17%，完成预算支出进度的 43.8%，低于过去五年同期支出进度 3.5 个百分点；广义财政支出累计同比下降 3.5%，为过去三年来最低增速。需要强调的是，慢的原因不在额度不足——截至 9 月末，新增专项债仍有 8528 亿元额度待发行——而在四重错配：科目、项目、层级、程序。这四重错配共同决定了，常规额度即使全部发完，也无法抵达当前最紧迫的缺口，因而有必要动用结存限额这一可以重新指定用途与受益层级的工具：

一、科目错配是硬约束。截止 9 月末专项债仍有 8528 亿额度待发行，而真正的缺口在一般公共预算，尤其是基层县区的三保。根据《预算法》第 35 条与财预〔2016〕155 号规定，“专项债务收入应当用于公益性资本支出，不得用于经常性支出”；国办发〔2024〕52 号更明确“专项债券严禁用于发放工资、养老金及支付单位运行经费、债务利息”。这意味着专项债额度再充裕，也补不了县区的三保缺口。相比之下，一般债务结存限额是当前唯一能够进入县区一般公共预算、间接腾出三保空间的合规通道。

二、项目错配形成梗阻。今年专项债发行节奏偏慢，或与项目储备接续不畅、资金转化存在约束有关。而这批结存限额可以解决其中项目可行性、审批均已过关，只差进度款与配套流动性的项目的资金堵点。这也是此次 2500 亿资金分配提及的“今年第四季度有实际项目资金需求的地区”、“优先保障在建项目资金需求”。“有实际项目资金需求”是一道筛子，不是撒钱，常规额度发不完，恰恰说明堵点不在资金总量，而在项目与资金的匹配效率。

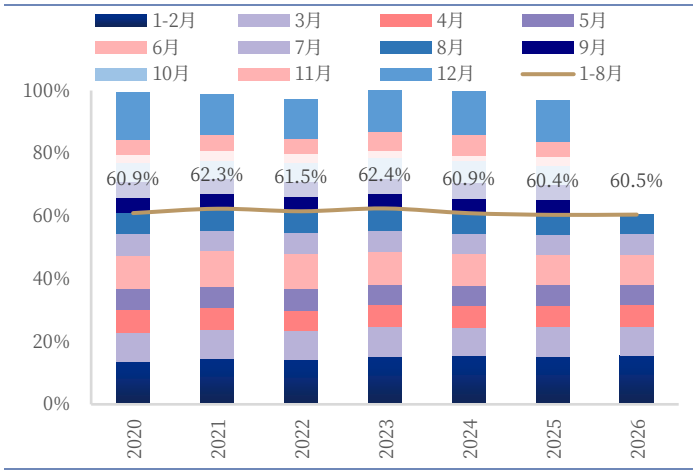
三、层级错配决定传导效率。债务额度在省级，资金缺口在县区。1—8 月中央本级支出增长 6.0%，地方仅增长 0.3%，而土地出让收入同比下降 28.6%，对土地依赖度最高的县区首当其冲。省级财政尚可通过转移支付统筹平抑波动，县区几乎没有调节空间。按财预〔2016〕154 号，限额由财政部下达省级、再由省级分配市县，资金因此可能在省市两级沉淀。本次“3000 亿元全部分配县区使用”把受益层级直接锁定，省级由分配主体降格为通道主体，但发行权并未下沉——一般债券仍由省级政府统一发行并转贷给县区。

四、程序错配决定了工具选择。提高赤字或新增债务限额需要国务院提请全国人大常委会审议，而动用结存限额，因限额已在全国人大批准的总盘子之内，经国务院同意即可，地方层面只

下载日志已记录，仅供内部参考

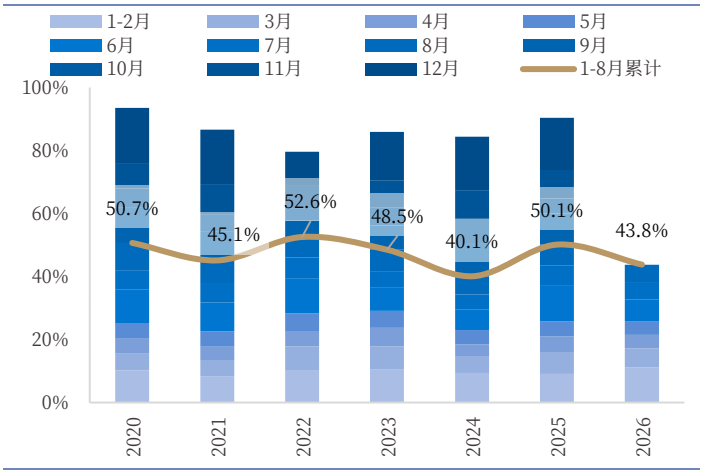
需走省级人大常委会的预算调整程序，能够将资金快速拨付至基层。当下四季度只剩不到 3 个月，而债券从发行到资金拨付再到形成实物工作量本身存在时滞，因此财政部通稿特意写到要“加快发行节奏，畅通拨付链条，尽快形成实物工作量”。

图5：一本账合支出时序进度



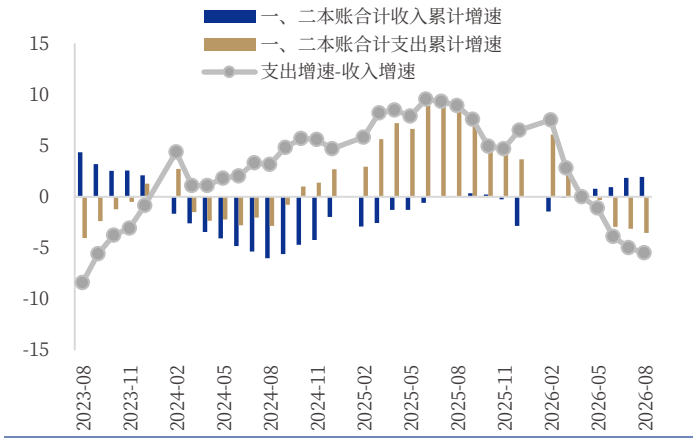
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图6：二本账支出时序进度



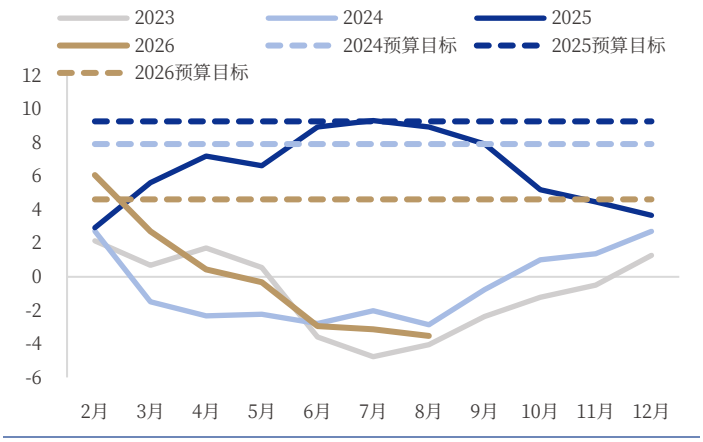
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图7：一、二本账合计收支累计同比增速（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图8：广义支出累计同比增速（%）

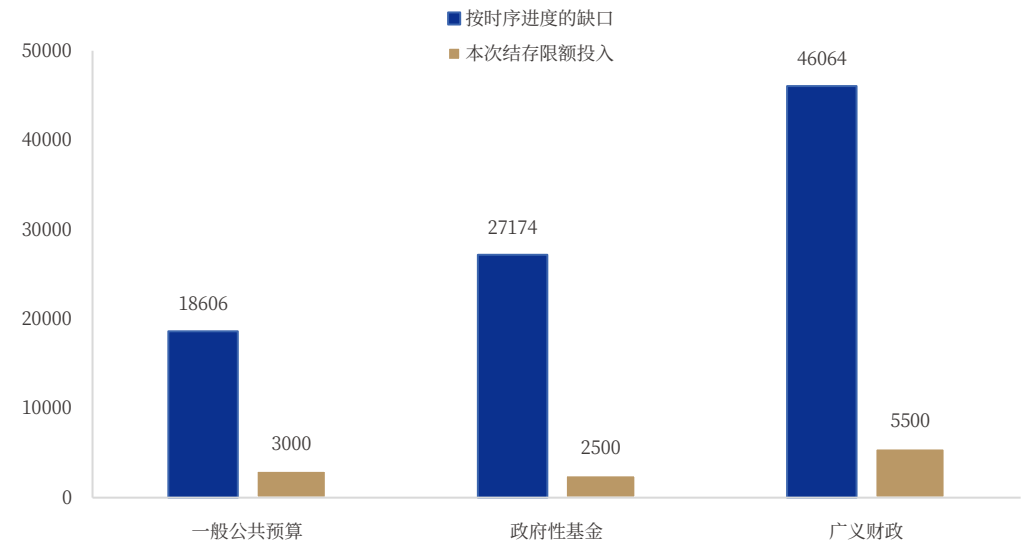


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

5500 亿结存额度只覆盖广义财政支出时序缺口的 12%，这是托底量级而非刺激量级。按预算进度折算支出缺口，1-8 月一般公共预算支出进度落后时序 6.2pct，对应时序缺口 18606 亿元，本次投入一般债务结存限额 3000 亿元，对应占比 16.1%；政府性基金预算支出进度落后时序 22.9pct，对应时序缺口 27174 亿元，本次投入专项债务结存限额 2500 亿元，对应占比 9.2%；广义财政预算支出进度落后时序 11pct，对应时序缺口 46064 亿元，本次投入结存限额 5500 亿元，对应占比 11.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：5500 亿结存额度只覆盖广义财政支出时序缺口的 12%（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

5500 亿能把全年广义财政支出同比增速最大抬高 1.4pct，中性预期+0.7pct，对应全年广义财政支出增速转正至 0.1%。2025 年广义财政支出预算完成率为 94.9%，假设 2026 年广义财政支出预算完成率为 95%（与去年基本持平），则对应今年全年广义支出增速为-0.6%。如果把 5500 亿全部在今年计入支出，则对应理论上最大拉动广义财政支出为 1.4pct（对应全年广义财政支出增速转正至 0.8%），但这个上限几乎不可能触及，因为发行不等于支出。参照历史，2022 年那一轮要求“10 月底前发行完毕”，但资金实际使用拖到了次年，这次通稿没有给出发行时限，只提及“加快发行节奏”，没有时限约束，跨年支出的概率上升。假设 5500 亿只有 50%在今年 Q4 计入支出，则对今年广义财政支出贡献为 0.7pct（对应全年广义财政支出增速转正至 0.1%）。

五、风险提示

政策不及预期的风险；测算假设偏离实际的风险；贸易摩擦加剧的风险；中东地缘冲突不确定的风险。

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。

张迪：宏观首席分析师。吕雷：宏观分析师。

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_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