下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

财政政策的新变化

■ 国泰海通广义财政政策指数（GFI）2.0 更新

董琦(分析师)
021-38674711
dongqi@gtht.com
登记编号 S0880520110001

纪尧(分析师)
021-23185836
jiyao@gtht.com
登记编号 S0880525040003

李明亮(分析师)
021-23185835
limingliang@gtht.com
登记编号 S0880525040001

本报告导读：

针对近年来财政政策新变化，本报告构建了国泰海通广义财政指数 2.0（GTHT-GFI 2.0），并对指数特征、指数与经济指标的关联性进行了分析，最后利用广义财政指数，对下一步财政政策力度、地方投资方向、长端利率变化、大宗商品价格进行了展望。

投资要点：

- **近年财政政策新变化。**一是财政政策更加积极，中央财力下沉力度加强。本轮财政加力的典型标志是赤字水平大幅提高，传导路径是中央财政加杠杆，财力下沉地方。二是投资于人与投资于物相结合，一般预算支出向民生类倾斜。三是财政政策与金融政策协同提升，准财政扩容。四是财政政策风险化解功能增强，化债比例提升。
- **基于财政政策新变化，报告更新构建了国泰海通广义财政指数 2.0（GTHT-GFI 2.0）。**广义财政指数 2.0 总体延续了原有的指数框架（《广义财政周期反弹在即——国泰君安经济与政策指数(GTJA-EPI)系列之一》2021.07.12），主要变化在于：（1）债务处置分项区分了到期续接与隐性债务置换。（2）指标计算时先采用 Z-score 对三个分项进行标准化并转化为基期指数，使得不同期的分项指数具有可比性，后将三个分项指数等权平均形成 GTHT-GFI 2.0 指数。如此，可以得到 1 个总指数+3 个分项指数的广义财政指数体系。（3）在指数解读时，我们使用指数水平、指数同比增速、指数年内增速来刻画财政政策的相对力度、各时点的增长水平和年内政策力度。
- **近年来，GTHT-GFI 2.0 指数呈现以下重点特征。**第一，总指数逐步抬升，2025 年高位运行后回落，预算内财政相对平稳，准财政和债务处置波动较大。第二，土地相关财力收缩制约预算内财政，政府性基金贡献由支撑转为拖累，专项债以市政园区等建设项目为主，兼顾土地盘活和民生服务。第三，政策性金融债主导准财政波动，2025 年发行同比增长 45.79%。第四，隐性债务置换相关债券发行在 2024 年末-2025 年集中放量，当前化债力度较为平稳。
- **GTHT-GFI 2.0 指数与经济指标存在关联性。**第一，经济增长方面，预算内财政直接拉升总需求，是经济增长的支撑，近年来随着财政支出向民生类倾斜，财政对 GDP 的乘数效应存在一定的走弱。第二，物价方面，GFI 指数是物价的领先性指标，GFI 预算内财政指数对食品 CPI 具有明显传导。第三，产业方面，财政对旧经济的支撑趋弱，新经济内生动力增强。第四，消费走势与 GFI 走势趋同，以消费品以旧换新为代表的财政支持构成了对消费品零售总额增速的支撑。
- **使用 GTHT-GFI 2.0 指数，我们可以对财政政策力度和经济金融方向做出几项研判。**第一，一般公共预算和政府性基金收入逐步企稳回暖，为下一步财政发力创造了空间。第二，2026 年准财政的亮点是新型政策性金融工具，可以通过 PSL 净投放+政策性金融债券发行金额来跟踪准财政实施力度。第三，未来地方投资仍将以产业承载和基础设施建设为主要方向，同时土地盘活、水利等领域的权重有所上升。第四，财政政策从债券供给、经济基本面两个渠道影响长端利率，当前 GFI 指数同比转负，反映出长端利率或有下行空间。第五，由于当前土地相关收支收缩对政府性基金支出形成拖累，同时一般公共预算内支持基建类占比下降，财政政策对基建类大宗商品价格的支撑力度趋弱，基建类大宗商品价格已数月负增长。
- 风险提示：指数构建存在主观性；政策存在不确定性。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

产业政策指数方法论 2026.10.09
货币政策框架拆解 2026.10.08
政策研究方法论 2026.10.07
“沪八条”推升楼市韧性，消费增长仍显乏力 2026.09.30
投融资改革持续深化——资本市场月报（2026 年 9 月） 2026.09.29

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 财政政策新变化 3
2. GTHT-GFI 2.0 指数框架 8
2.1. 预算内财政：观察公共服务和项目建设的实际支出 9
2.2. 准财政：观察预算支出之外的项目融资和金融资本支持 9
2.3. 债务处置：区分隐性债务置换与到期续接 9
2.4. 指数计算 10
3. GTHT-GFI 2.0 指数特征解读 10
3.1. GTHT-GFI 2.0 指数总体特征 10
3.2. 预算内财政分项特征 13
3.3. 准财政分项特征 15
3.4. 债务处置分项特征 16
4. GTHT-GFI 2.0 指数与经济指标的关联性 19
4.1. 预算内财政直接拉升总需求，是经济增长的支撑 19
4.2. 财政支出是物价的领先性指标，GFI 预算内财政指数对食品 CPI 具有明显传导 20
4.3. 产业方面，财政对旧经济的支撑趋弱，新经济内生动力增强 21
4.4. 消费走势与 GFI 走势趋同 22
5. 基于 GTHT-GFI 2.0 的相关研判 23
5.1. 从债务和收入研判整体政策节奏 23
5.2. 从 PSL 投放研判准财政力度 24
5.3. 从专项债投向研判地方产业发展 24
5.4. 从 GFI 指数研判长端利率走向 25
5.5. 从 GFI 指数研判大宗商品价格 26
6. 附录：指数计算 26
7. 风险提示 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 财政政策新变化

第一，财政政策更加积极，中央财力下沉是重要抓手。

近年来，财政政策明显加力。从政府工作报告对于财政力度的表述来看，2021、2022 年的财政政策实施注重效率和财政收支的可持续性，2023 年“加力提效”、2024 年“适度加力”表明政策力度在疫情后逐步增强，2025 年“更加积极”、2026 年“继续实施更加积极”表明财政政策在 2025 年后进一步扩张。

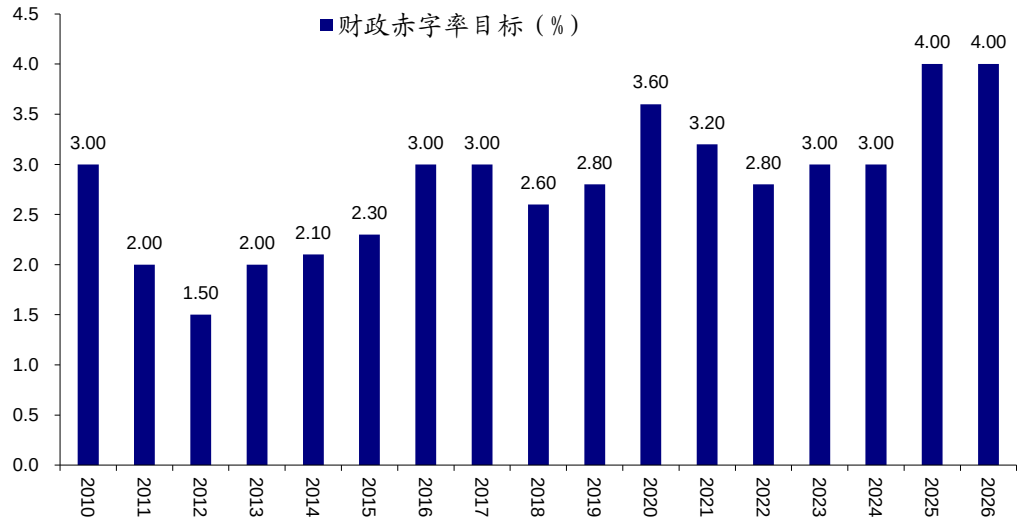
本轮财政加力的主要标志是赤字水平大幅提高。2025 年财政赤字率目标从 3.0%上调至 4.0%，单次抬升幅度是近年最大，4.0%的赤字率水平也超过了 2020 年疫情期间的 3.6%，财政赤字规模也随之超过了 5.66 万亿元。2026 年财政赤字率维持在 4.0%的水平，赤字规模进一步达到了 5.89 万亿元。

表1：2019 年以来政府工作报告对财政力度的表述

年份	政府工作报告对财政政策力度的表述
2019	积极的财政政策要加力提效
2020	积极的财政政策要更加积极有为
2021	积极的财政政策要提质增效、更可持续
2022	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续
2023	积极的财政政策要加力提效
2024	积极的财政政策要适度加力、提质增效
2025	实施更加积极的财政政策
2026	继续实施更加积极的财政政策

资料来源：中国政府网，人民网，国泰海通证券研究

图1：财政赤字率达到 4%

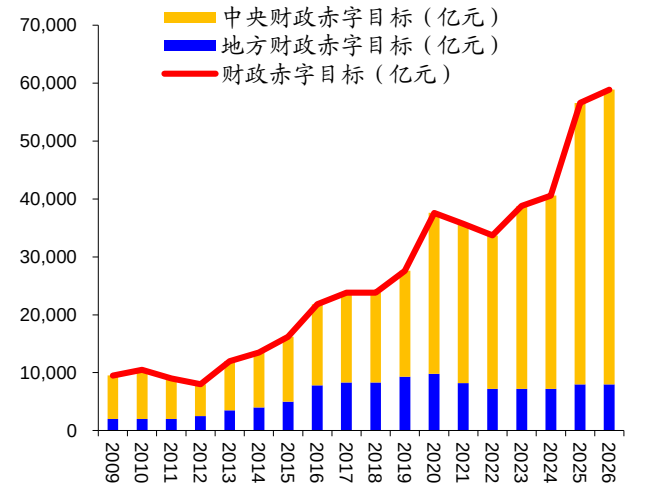


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

此轮财政加力的主要动力是中央财政加杠杆，财力下沉地方。一是新增赤字主要由中央财政承担。2025 年全国财政赤字目标增量 1.6 万亿元中的 1.52 万亿元由中央财政承担，2023、2025、2026 年全国财政赤字目标增量 5100、1800、2300 亿元全部由中央承担。二是 2025、2026 年，中央对地方转移支付预算连续两年突破 10 万亿元，过去五年累计转移支付合计接近 50 万亿元。

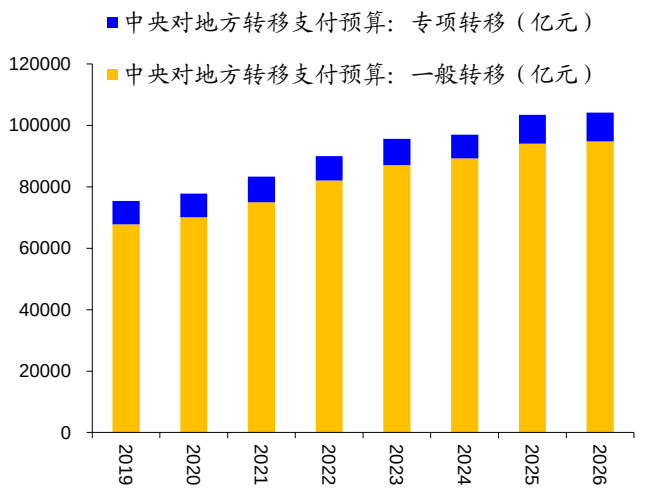
下载日志已记录，仅供内部参考

图2：2026 年财政赤字增量全部列在中央



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图3：中央财力下沉

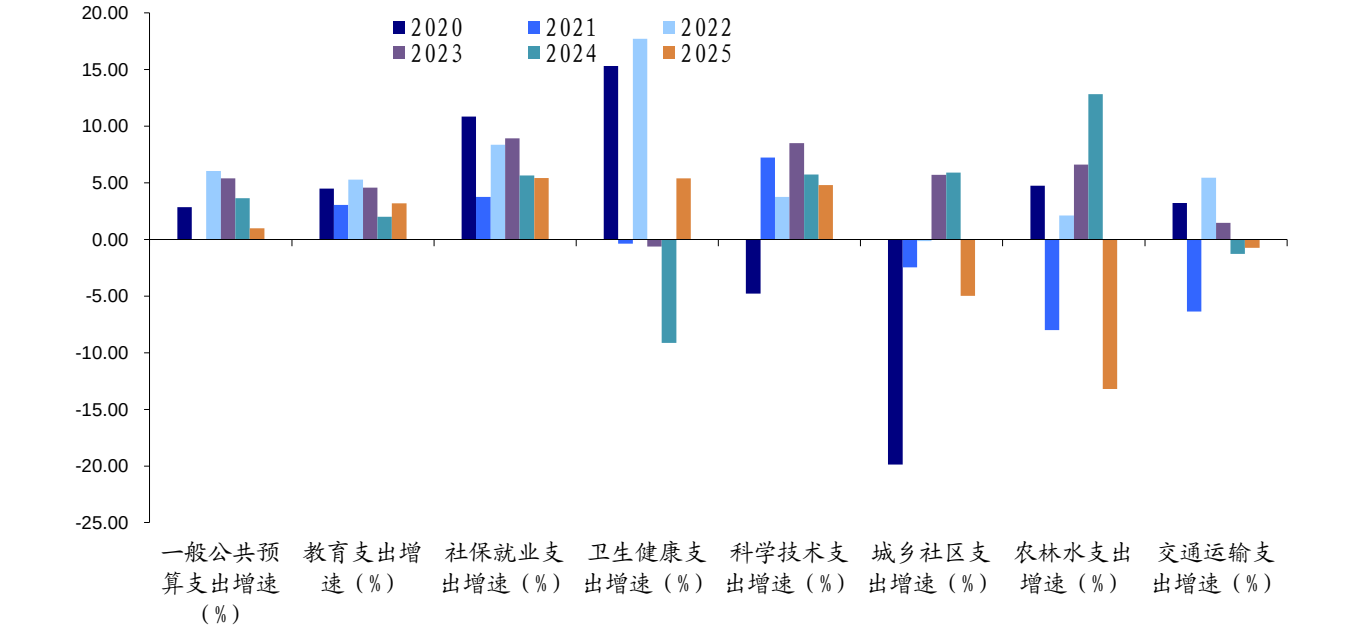


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

第二，投资于人与投资于物相结合，一般预算支出向民生类倾斜。2025 年政府工作报告提出“推动更多资金资源‘投资于人’、服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民生改善的良性循环”、二十届四中全会《建议》将“投资于物和投资于人紧密结合”写入“十五五”时期经济发展的主要任务，不仅有利于畅通“惠民生-促消费-扩内需”传导链条，也有利于应对人口结构变化，将人口数量红利升级为人力资本红利。

政策指引下，财政支出向民生类倾斜。2025 年教育、社保、卫生健康支出增速（3.19%、5.41%、5.40%）均超过一般公共预算支出增速（0.98%），基建类支出如城乡社区、农林水、交通运输支出增速转负。从支出占比结构来看，2025 年，民生类支出占比提高到 38.02%，基建类支出占比下滑至 19.53%，科技类支出占比保持在 4%左右的水平。

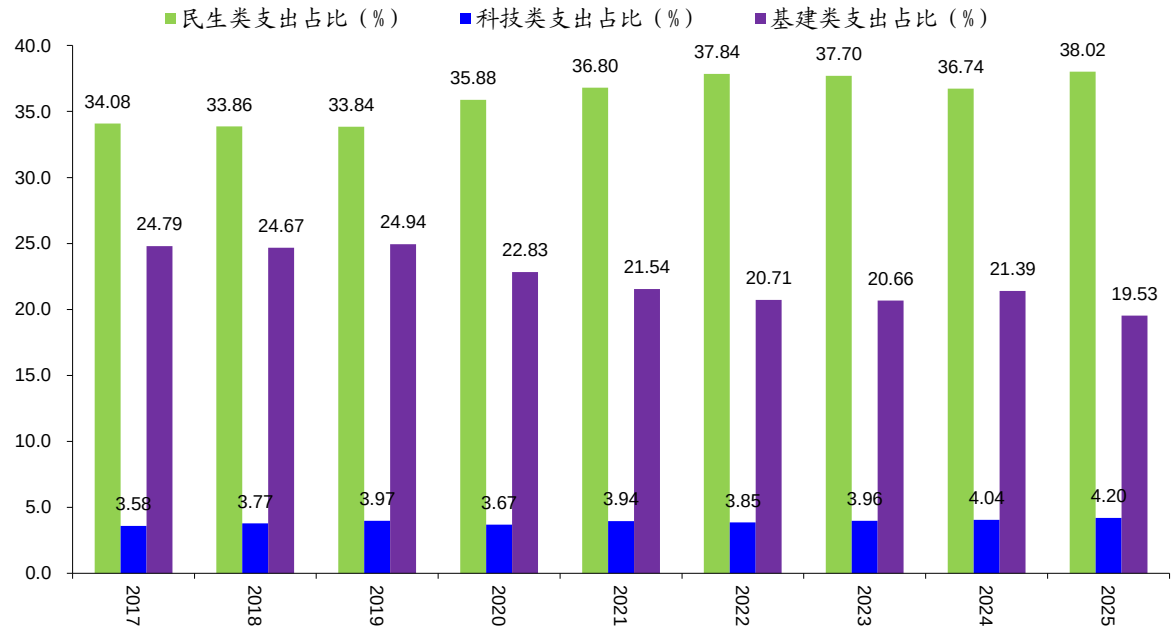
图4：民生类支出增长，基建类支出收缩



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图5：财政支出向民生、科技类倾斜



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

第三，财政政策与金融政策协同提升，准财政扩容。财政、货币政策协同的出发点是发挥财政政策定向调控的精准性和货币政策总量调节的灵活性，提升宏观政策的传导效率和整体效能，目的是促消费、扩投资。二十大报告提出“加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”；二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出“加强财政、货币政策协同，发挥好产业、价格、就业、消费、投资、贸易、区域、环保、监管等政策作用，促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济发展模式”。

2026 年创新设立了财政金融协同促内需政策工具。2026 年 1 月国务院常务会议部署实施财政金融协同促内需一揽子政策。2026 年以来，围绕增强居民消费能力、支持民间投资，中央财政专门安排 1000 亿元，推出财政金融协同促内需一揽子 6 项政策，联动金融政策，重点提升居民消费意愿、创设多元化消费场景、支持设备更新、支持民营小微企业投资。2026 年 9 月 29 日，财政部、人民银行、金融监管总局针对首套刚需出台居民购房贷款贴息政策，对同时符合以下条件的居民家庭给予贴息支持：**一是**使用新发放的商业性个人住房贷款购买首套住房，不包括存量贷款置换。其中，“首套住房”的认定按照现行政策执行，既包括新房也包括二手房。**二是**所购住房建筑面积不超过 120 平方米。**三是**所购住房价格不超过 150 万元。从政策效果来看：截至 2026 年二季度末，小微企业贷款余额达到 38.88 万亿元，同比增速 8.03%，超过各项贷款余额增速约 2.83 个百分点；服务业中长期贷款余额达 76.22 万亿元，同比增速 6.42%，超过各项贷款余额增速约 1.22 个百分点。

表2：财政金融政策协同工具一览

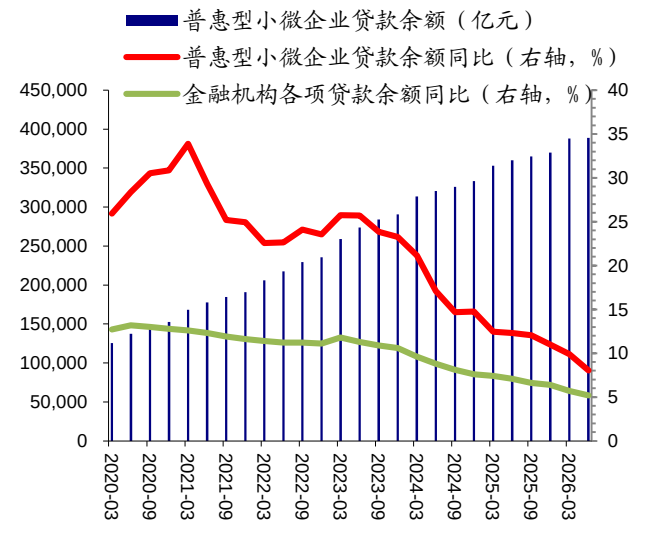
工具类型	文件/会议	政策工具	要点	目的
贷款贴息	财金〔2026〕1 号	个人消费贷款财政贴息	将信用卡账单分期业务纳入支持范围，年贴息比例为 1 个百分点；取消单笔消费贴息金额上限 500 元的要求，取消每名借款人在一家经办机构可享受 5 万元以下累计消费贴息上限 1000 元的要求。	支持消费（提升消费意愿）
	财金	设备更新贷款财政贴息	经营主体实施设备更新行动且银行向其发放贷款	支持投资（设备更

下载日志已记录，仅供内部参考

	〔2026〕2 号		的，中央财政对经营主体的设备更新项目相关固定资产贷款本金贴息 1.5 个百分点，按照相关固定资产贷款发放之日起予以贴息，贴息期限不超过 2 年。	新）
	财金〔2026〕4 号	中小微企业贷款贴息	对 2026 年 1 月 1 日起经办银行发放的、符合条件的中小微民营企业固定资产贷款和中小微民营企业参与项目使用的新型政策性金融工具资金，中央财政按照贷款本金给予年化 1.5 个百分点、期限不超过 2 年的贴息支持，单户贴息贷款规模上限 5000 万元。	支持投资（小微企业）
	财金〔2026〕5 号	服务业经营主体贷款贴息	单户可享受贴息的 2026 年新发放贷款规模最高可达 1000 万元，贴息期限不超过 1 年，年贴息比例为 1 个百分点，贴息资金由中央财政、省级财政分别按照 90%、10%承担。	支持消费（创设多元化消费场景）
	财政部 中国人民银行 金融监管总局关于实施居民购房贷款贴息政策的通知	居民购房贷款贴息	对购买建筑面积在 120 平方米以下（含 120 平方米）、价格在 150 万元以下（含 150 万元）的首套房新发放商业性个人住房贷款提供财政贴息。实施期限暂定 1 年，其间经办银行新发放符合条件的首套住房商业性个人住房贷款，财政部门按照贷款本金给予年化 1 个百分点、期限不超过 5 年的贴息支持，单户可享受贴息的贷款规模上限为 100 万元。	支持消费（首套刚需）
融资担保	财金〔2026〕6 号	民间投资专项担保计划	专项担保计划额度 5000 亿元，分两年实施；银行承担贷款风险责任比例不低于 20%，政府性融资担保体系承担贷款风险责任比例不高于 80%；中央财政支持融担基金降低再担保费并给予降费补贴，融担基金再担保费减半收取，推动层层传导至直保机构，切实降低民营企业实际承担的担保费，直保机构担保费率不得超过 1%；单户授信担保额度不高于 2000 万元	支持投资（小微民间投资）
	1 月 20 日国新办新闻发布会	支持民营企业债券风险分担机制	中央财政专门安排风险分担资金，与央行现有政策协同，为民营企业和私募股权投资机构发行债券提供征信支持，代偿投资人部分损失。	支持投资（民营企业）

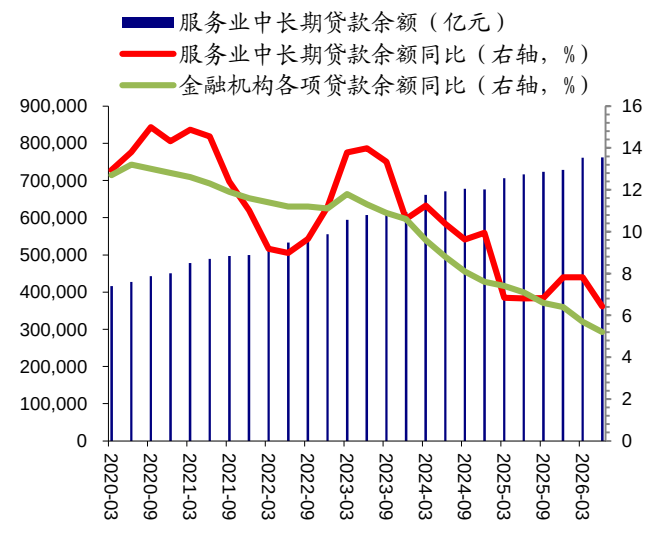
资料来源：中国政府网，财政部，人民银行，证券时报，国泰海通证券研究

图6：小微企业贷款增长高于总体水平



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图7：服务业中长期贷款表现



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

新型政策性金融工具是 2025 年以来财政、货币政策协同，扩大有效投资的结构性工具。新型政策性金融工具由 2025 年 4 月中央政治局会议决定设立，由政策性银行进行投放，央行 PSL 提供资金支持，以资本金形式定向投向产业类项目投资建设等重点领域，重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸。2026 年新型政策性金融工具资金规模达 8000 亿元，较 2025 年增加 3000 亿元，重点支持数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、

下载日志已记录，仅供内部参考

能源、地下管网建设改造等城市更新领域，财政对符合条件的新型政策性金融工具资金给予贴息，是具有“准财政”属性的专项金融工具。

表3：新型政策性金融工具落地项目

政策性银行	规模	项目介绍	产业领域
农发行	3 亿元	中国农业发展银行浙江省分行投放全国首笔新型政策性金融工具资金 3 亿元，精准支持建德抽水蓄能电站项目建设，为华东地区大型清洁能源储能工程提速增效。	可再生能源
国开行	2.45 亿元	国开行投放 2.45 亿元，用于支持中创新航动力电池及储能电池自贡基地项目建设，推动先进制造业集群发展。这个项目为民间资本参与项目，项目总投资 50 亿元，建成后可形成年产动力电池及储能系统 50GWh 的生产能力，将显著带动自贡新能源产业聚链成势，助力四川省打造世界级动力电池产业集群。	储能
国开行	1 亿元	投放 1 亿元用于支持振石控股集团有限公司绿色高端镍铬新材智造项目建设，助力落实双碳战略。这个项目为民间投资项目，项目总投资 163 亿元，聚焦高端新材料制造绿色转型升级，运用数字化、智能化等技术手段，提升固废、余热综合利用效率，有效降低单位能耗与污染物排放，实现生产源头节能降碳。	绿色新材料
国开行	1.14 亿元	投放 1.14 亿元，用于支持 G9906 武汉都市圈环线高速公路江夏至梁子湖段项目建设。武汉都市圈环线是《国家公路网规划》提出建设的 12 条都市圈环线之一。环线通车后，将加强武汉都市圈与南昌都市圈之间的联系，改善鄂东南地区对外交通条件。该项目为民间资本参与的高速公路项目，项目总投资 70 亿元，对于完善都市圈城市通道能力，加快推动中部地区崛起具有重要意义。	高速公路
国开行	6.32 亿元	国开行山东分行实现 2026 年新型政策性金融工具首批投放 6.32 亿元，全部用于民间资本参与项目，以金融活水激发民间投资活力，赋能山东新兴产业布局，助力全省经济社会高质量发展。首批资金精准支持中广核山东招远核电厂一期工程、康派斯智慧高端装备产业园、烟台储能中心等重点项目，切实破解民营制造企业项目资本金筹措痛点难点，为先进制造业提质增效、地方特色产业转型升级注入政策性金融动能，夯实实体经济发展根基，助力山东加快培育新质生产力。	核电、高端装备、储能
国开行	3.03 亿元	国家开发银行向广东投放 2026 年首批政策性金融工具 3.03 亿元。 在江门首批投放的 2.59 亿元，用于支持广东台山核电 3、4 号机组项目建设，推动能源结构绿色转型。该项目总投资 431 亿元，新建 2 台华龙一号核电机组，建成后可形成年发电量约 180 亿千瓦时的清洁能源供应能力，年均减排二氧化碳 767 万吨、节约标准煤 475 万吨，将进一步提升粤港澳大湾区清洁能源供应保障能力，推动能源产业高质量发展。在惠州首批投放的 0.44 亿元，用于惠城至坪山高速公路工程项目建设，助力深化深惠两地交通互联互通。该项目是连接惠州主城区与深汕特别合作区的重要通道，全长约 31.39 公里，与惠霞高速公路、甬莞高速公路、深圳外环高速公路相接，建成后将有效缓解深汕西高速通行压力，促进深惠两地产业协同与要素流动，为粤港澳大湾区东部发展轴注入新动能。	核电、高速公路
进出口银行	/	进出口银行湖南省分行成功落地 2026 年湖南省首笔新型政策性金融工具业务，专项用于补充高性能神经网络处理器芯片研发及产业化项目资本金。该笔投放是政策性金融精准服务国家战略、支持高水平科技自立自强的务实举措。	人工智能芯片
进出口银行	/	9 月 7 日，中国进出口银行海南省分行成功为某科技型企业投放今年全省首笔新型政策性金融工具资金，专项支持该民营企业在海南自贸港投资建设国际信息港一期项目。依托该项目，企业将探索建立具有海南自贸港特色的数字经济产业园和智能算力先进示范标杆。	数字经济产业园、智能算力
进出口银行	0.6 亿元	中国进出口银行成功投放我市首单金融工具 6000 万元，支持上海人本联航轴承有限公司位于闵行区的机器人轴承超级智能工厂项目，有效补充上海市重大民间投资项目资本金。	机器人轴承
进出口银行	0.6 亿元	中国进出口银行深圳分行成功投放深圳市 2026 年首笔新型政策性金融工具 0.6 亿元，用于支持深圳市远信储能技术股份有限公司储能系统一体化智能制造基地项目，预计带动有效投资 6 亿元，助力民间投资项目加快建设。	储能

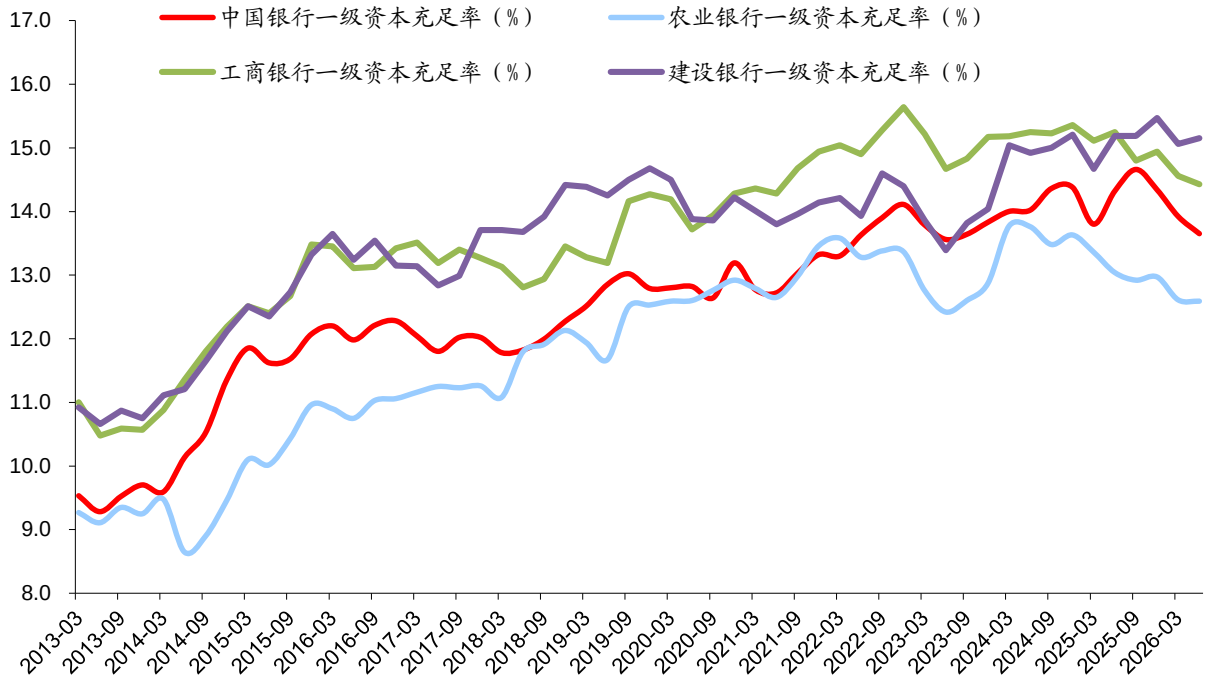
资料来源：海南省人民政府，深圳市发改委，国开行，建德新闻网，中国金融信息网，南方日报，新浪网，上观新闻，国泰海通证券研究

财政前瞻性资本加固，释放信贷投放空间。9 月 7 日，财政部宣布发行特别国债 3000 亿元，积极支持中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国进出口银行、中国出口信用保险公司等中央金融企业补充核心一级资本。回望历史，1998 年亚洲金融危机后，财政部发行 2700 亿元特别国债为工、农、中、建四大行补充资本金，当时解的是不良贷款高企的燃眉之急；2003 年起中央汇金注资，为的是配合国有银行股改上市、完善现代银行制度。此次财政部发行特别国债注资中央金融企业，不是风险出现后的被动救助，而是着眼于金融强国建设的前瞻性资本加固，一是强化机构不良资产处置与风险吸收能力，筑牢风险缓冲垫；二是在经济新旧动能转

下载日志已记录，仅供内部参考

换的关键时期，进一步释放信贷空间，更大力度引导资金流向科技创新、先进制造、绿色发展等重点领域，持续做深做实科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，持续激发经济发展动力。

图8：国有大行一级资本充足率



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

第四，风险化解功能增强，化债比例提升。2024 年后的化债进度明显加快。2024 年推出了 12 万亿元地方化债政策组合，可概括为“6+4+2”的“三箭齐发”方案。其中：（1）6 万亿元，是指 2024 年 11 月 8 日全国人大常委会批准的增加 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务，6 万亿元地方政府债务新增限额分三年安排实施，全部安排为专项债务限额，允许地方用于置换纳入监测范围的各类隐性债务；（2）4 万亿元，是指从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；（3）2 万亿元，是指 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还，不必提前偿还。截至 2023 年末，全国地方政府隐性债务余额 14.3 万亿元。上述三项政策协同发力，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额将大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

2. GTHT-GFI 2.0 指数框架

财政政策的力度不仅体现为预算支出增加，也体现为项目融资支持、金融资本补充和地方债务结构调整。近年来，财政政策在安排公共服务和项目建设支出的同时，也通过贷款贴息、政策性金融工具、金融机构资本补充等方式引导金融资源，并通过债务置换缓解地方偿债压力。财政部《2025 年中国财政政策执行情况报告》分别对政府投资、财政金融协同和地方债务风险处置作出说明，表明不同政策渠道正在共同承担扩大需求、支持产业发展和维持财政运行的任务。仅依据一般公共预算支出，难以完整观察这些支持方式；仅依据债券融资，又无法识别预算资金的实际执行。

广义财政指数，既是为了持续跟踪财政力度，也是为了识别财政支持方式的变化。财政政策的年度安排、资金筹集和实际使用并不处于同一环节，预算支出增长、准财政融资增加和债务置换推进，也可能发生在不同时间。国务院政府债务管理报告将新增项目融资、到期债务接续和隐性债务置

下载日志已记录，仅供内部参考

换分别讨论，说明不同融资安排承担的经济功能并不相同。因此，指数更新不能仅停留在延长历史序列，还需要在统一框架下观察不同渠道的变化，辨别财政支持更多体现为当期支付、融资保障，还是存量债务压力缓释。

基于上述考虑，我们更新广义财政指数（GFI），设置预算内财政、准财政和债务处置三个分项。预算内财政观察两本预算的支出执行；准财政补充观察公共项目和国有金融资本相关的融资支持；债务处置进一步区分**隐性债务置换与到期续接**，分别考察特定存量债务处理和法定债务的正常接续。三个分项共同用于跟踪财政相关活动的综合变化，并为后文分析支出节奏、资金投向和债务压力提供依据。

2.1. 预算内财政：观察公共服务和项目建设的实际支出

预算内财政选取一般公共预算支出和政府性基金支出，兼顾常规公共支出与特定用途支出。一般公共预算主要安排民生保障、经济社会发展、国家安全和政府运行等支出，政府性基金预算则用于特定公共事业。两者的资金来源和用途有所区别，合并观察能够减少单一预算口径对财政活动的遗漏。我们将这两本预算作为预算内财政的主要观察对象，而非将其等同于四本预算的全部支出。

一般公共预算支出是观察财政支持广度和执行节奏的基础指标。其覆盖教育、科技、社会保障和就业、卫生健康、城乡社区、农林水、交通运输等领域，既包含公共服务和民生保障，也包含与项目建设和产业发展有关的资金安排。采用总支出，可以在财政资源向不同领域调整时保持观察范围一致，避免仅使用传统基建相关科目而遗漏其他支持渠道。后文再对支出结构进行拆分，识别财政增量流向，从而区分总量变化与用途变化。

政府性基金支出用于观察土地相关资金和专项债等资金安排的执行情况。财政部月度统计单独披露政府性基金支出及土地出让收入相关支出；专项债务预算管理制度也将专项债资金安排的支出纳入政府性基金预算。因此，地方土地相关财力变化、专项债资金使用和部分中央专项安排，可能通过第二本预算体现。将其纳入指数，有助于观察一般公共预算之外的支出变化，分析土地相关支出与其他基金支出之间是否存在补充或替代关系。

2.2. 准财政：观察预算支出之外的项目融资和金融资本支持

准财政分项补充观察预算支出之外的融资支持。我们选取 PSL、政策性金融债、城投债、发改委专项建设债，以及铁路建设债和汇金债，分别观察政策性金融、地方建设与政府支持机构的融资活动。

PSL 与政策性金融债用于观察政策性金融的资金支持。PSL 通过向政策性、开发性金融机构提供定向资金，支持棚户区改造、地下管廊、重大水利工程等领域；政策性金融债则反映相关机构通过债券市场筹集资金的情况。两者分别对应央行资金支持和市场筹资，有助于观察政策性金融支持基础设施、公共服务和产业转型的资金条件，补充预算直接支付之外的政策渠道。

城投债与发改委专项建设债用于观察地方建设和专项项目融资。地方融资平台具有为基础设施和公共项目筹资的历史背景，城投债因而可以补充反映地方建设相关主体的融资情况。国家发展改革委曾针对县城新型城镇化等领域出台专项企业债券指引，支持公共服务、市政设施和产业配套设施建设。保留这一指标，旨在从专项融资主题补充观察项目支持方向，不将其直接等同于国家专项建设基金。

铁路建设债与汇金债作为政府支持机构融资观察，兼顾铁路建设和国有金融资本两类渠道。铁路建设债具有政府支持债券属性，铁路体系承担国家铁路网建设、项目管理和筹资等职责；中央汇金承担国有金融资本受托管理职责，并通过政府支持机构债等工具筹资。将两者纳入，可以使准财政观察由地方建设和政策性信贷，进一步覆盖国家铁路体系与国有金融资本相关融资，而不局限于传统基建渠道。

2.3. 债务处置：区分隐性债务置换与到期续接

债务处置分项补充观察存量债务处理与偿债资金安排。地方财政既需要保障公共服务和项目支出，也需要安排存量债务偿还。我们区分隐性债务

下载日志已记录，仅供内部参考

置换与到期续接，分别观察债务结构调整和法定债务的正常接续，补充预算支出之外的债务管理活动。

隐性债务置换部分纳入特殊再融资债和特殊专项债，以跟踪新的化债政策。特殊再融资债侧重观察隐性债务向法定政府债务转换的安排；特殊专项债则反映通过补充政府性基金财力支持相关债务处理的渠道。将两者纳入，旨在跟踪债务替换与财力补充两类安排，为后文分析偿债成本、期限和财政现金流变化提供依据。

到期续接用于观察法定地方政府债券的正常滚续。历史置换债用于观察非政府债券形式的存量政府债务向规范债券形式转换，其认定范围与近年隐性债务并不完全相同。到期本金可以通过再融资债券、财政资金和项目专项收入等偿还，因此债务接续安排关系到当期财政需要承担的现金偿还规模。我们从再融资一般债和再融资专项债中识别到期续接部分，并剔除与置换债、特殊再融资债和特殊专项债重复的证券。将其单列，可以区分常规偿债接续与特定存量债务处置，避免将全部再融资活动都解释为隐性债务置换。

表4：GFI 指标构建

GFI 指标分项	分项指标	处理方式
预算内财政	一般公共预算支出	当月值，1-2 月取相同值
	政府性基金支出	累计值计算当月值，1-2 月取相同值
准财政	抵押补充贷款（PSL）净投放	PSL 期末余额作差
	城投债	按发行月份汇总发行额
	政策性金融债	
	发改委专项建设债	
	汇金债	
	铁路建设债	
债务处置	置换债	
	其他再融资	
	特殊再融资	
	特殊专项债	

资料来源：国泰海通证券研究

2.4. 指数计算

我们首先将各项指标统一为月度、亿元口径，并分别汇总形成预算内财政、准财政和债务处置三个分项。其中，一般公共预算和政府性基金支出按月度实际支出处理，PSL 以期末余额变化衡量净投放，债券按发行月份汇总发行额。为降低集中支付和集中融资造成的单月波动，三个分项分别采用六个月移动平均进行平滑，随后进行标准化处理，并统一转换为以基期为 100 的分项指数。最后，对三个分项指数等权平均，得到广义财政指数 GFI。具体计算方法与公式见文末附录。

广义财政指数 2.0 总体延续了原有的指数框架（《广义财政周期反弹在即——国泰君安经济与政策指数(GTJA-EPI)系列之一》2021.07.12），主要变化在于：（1）债务处置分项区分了到期续接与隐性债务置换。（2）指标计算时先采用 Z-score 对三个分项进行标准化并转化为基期指数，使得不同期的分项指数具有可比性，后将三个分项指数等权平均形成 GTHT-GFI 2.0 指数。如此，可以得到 1 个总指数+3 个分项指数的广义财政指数体系。（3）在指数解读时，我们使用指数水平、指数同比增速、指数年内增速来刻画财政政策的相对力度、各时点的增长水平和年内政策力度。

3. GTHT-GFI 2.0 指数特征解读

3.1. GTHT-GFI 2.0 指数总体特征

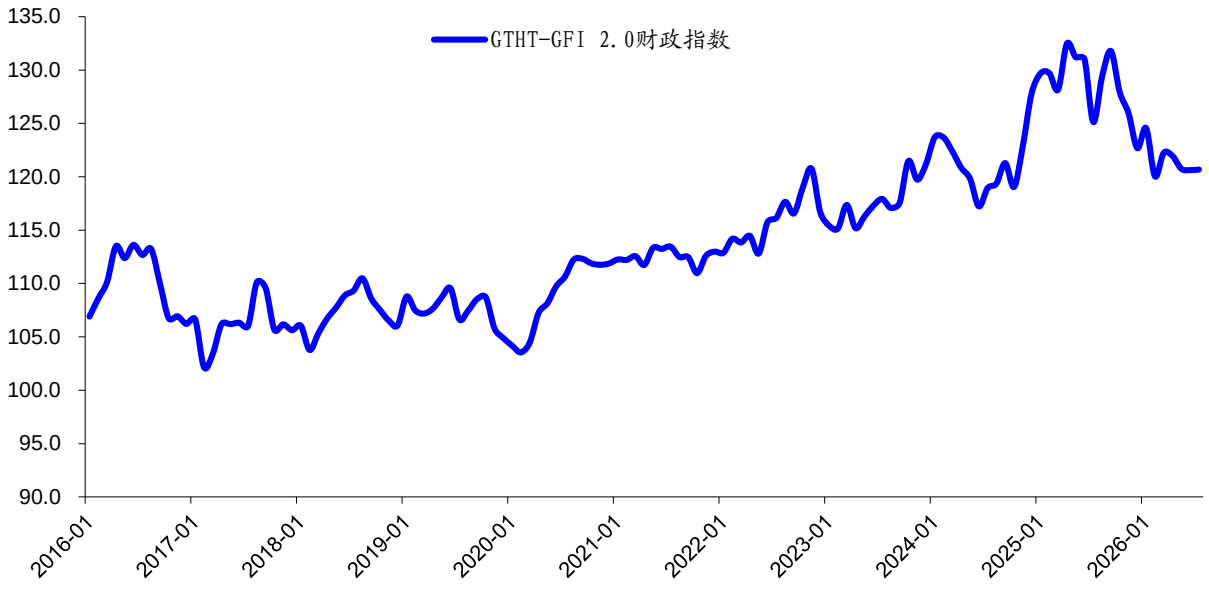
2016—2019 年，GFI 主要呈区间波动，2020 年以来整体抬升，2025 年处于样本高位，2026 年有所回落。总体看，指数呈现“长期水平抬升、分项节奏分化和驱动来源切换”三个特征：预算内财政走势相对平稳，准财政和债务处置的阶段性波动更大，不同渠道对指数变化的贡献随时期而调整。

GFI 由区间波动转向中枢抬升，2025 年高位运行后出现回落。2016—

下载日志已记录，仅供内部参考

2019 年，指数主要在区间内波动；2020 年以来运行中枢逐步上移，2024 年末进一步加快上升，由当年 10 月的 119.06 升至 2025 年 4 月的 132.47，2026 年 7 月回落至 120.69。2024 年 11 月启动的新一轮隐性债务置换，是前期指数上行的重要政策背景。新增 6 万亿元债务限额按 2024—2026 年每年 2 万亿元安排，增加了地方存量债务处理的资金支持。此后的回落则需进一步区分预算支付、准财政融资和债务处置的变化来源。

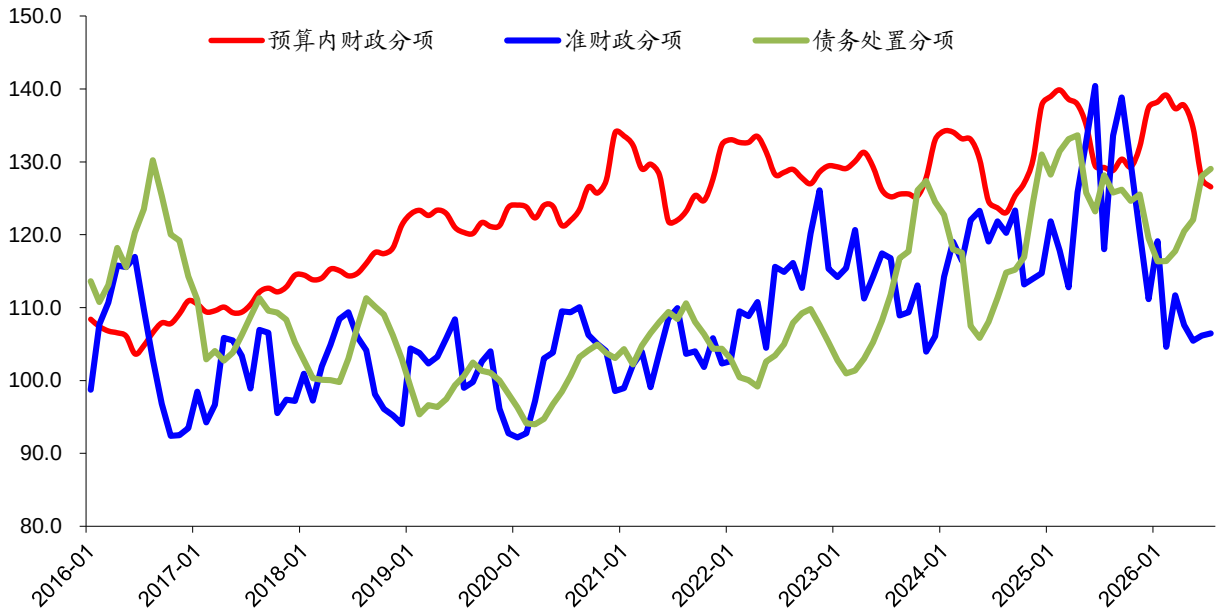
图9：广义财政运行中枢抬升，2025 年高位运行后回落



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

三类分项走势并不同步，准财政和债务处置的阶段性波动更大。预算内财政分项长期走势相对平稳，准财政则在 2025 年 6 月升至 140.43 后，于 2026 年 7 月降至 106.47；同期债务处置指数由 2026 年 1 月的 116.36 回升至 7 月的 129.04，与预算内财政和准财政形成分化。三个分项分别观察实际支出、融资筹集和偿债安排，资金所处环节不同，执行时点也不必一致。因此，总指数的阶段性变化通常包含不同渠道之间的对冲，分项走势有助于进一步辨别支撑和拖累来自哪个环节。

图10：三类分项走势分化，准财政与债务处置波动较大



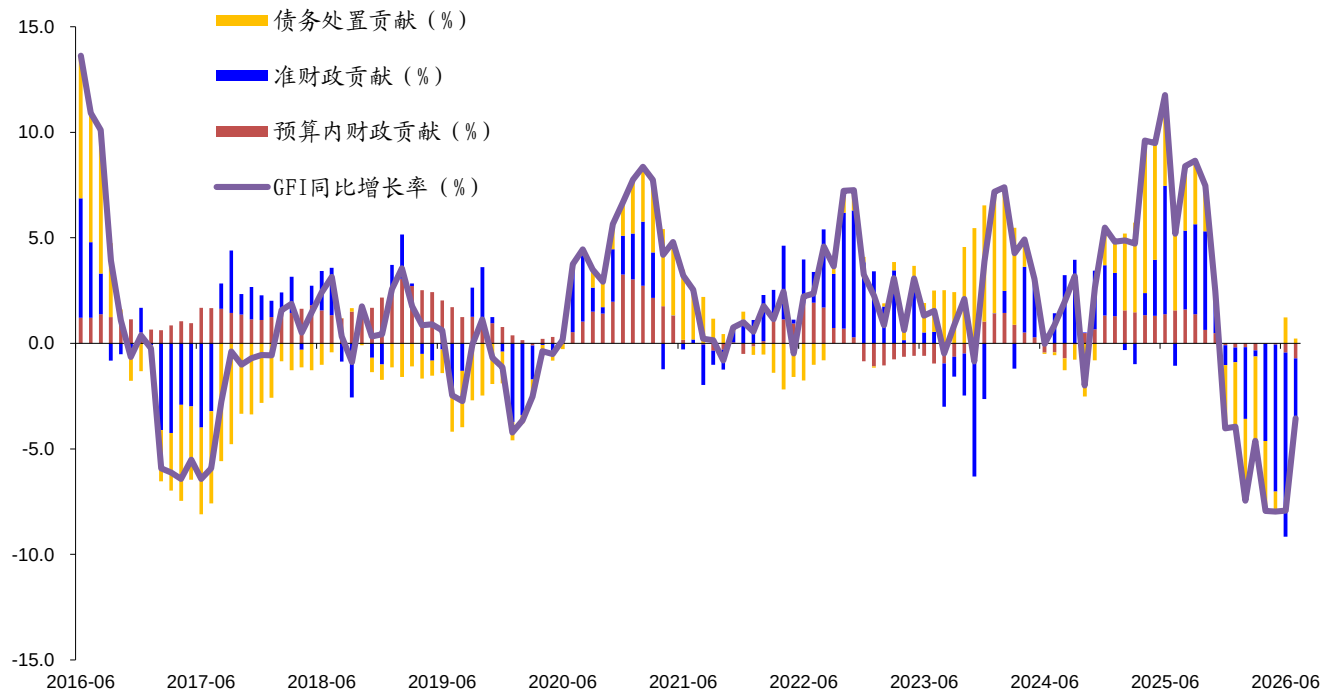
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

前期 GFI 上行由准财政和债务处置交替支撑，2026 年以来准财政转为

下载日志已记录，仅供内部参考

主要拖累。从月度贡献看，2022 年 11 月准财政对 GFI 同比增速贡献 6.01 个百分点，2025 年 4 月债务处置贡献 7.23 个百分点，分别构成对应阶段的主要支撑。2026 年 7 月，GFI 同比下降 3.55%，准财政、预算内财政分别贡献－3.08 和－0.71 个百分点，债务处置贡献 0.23 个百分点，主要降幅转而来自准财政。7 月同比降幅较 6 月收窄 4.38 个百分点，但当期指数仅由 120.63 升至 120.69，上年比较基数则由 131.03 降至 125.14，说明同比改善主要来自基数下降，当期水平变化较小。预算支付方面，财政部披露同期一般公共预算支出增长 1.3%、政府性基金支出下降 16.4%，说明总指数下行还伴随两本预算执行的分化。

图11：GFI 前期由准财政与债务处置交替支撑，2026 年准财政转为主要拖累



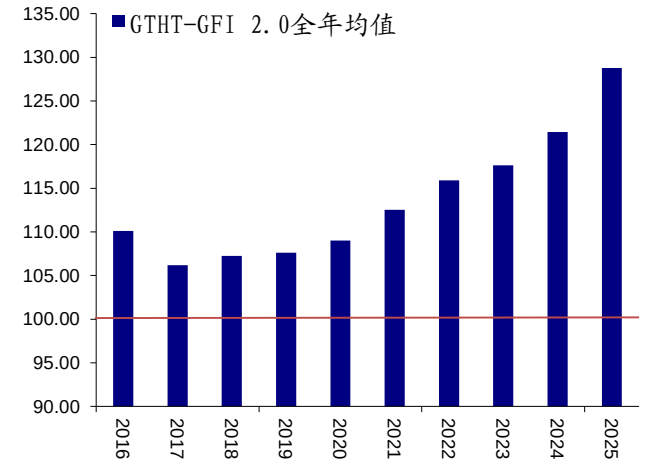
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

GFI 年度平均水平持续上移，2025 年升至高位。全年均值由 2017 年的 106.19 逐步升至 2023 年的 117.64，2024 年和 2025 年进一步达到 121.43 和 128.77；对应年均增速分别为 3.22%和 6.04%，2025 年的年度扩张幅度进一步提高。从资金安排看，2025 年发行 1.3 万亿元超长期特别国债，其中 8000 亿元支持“两重”建设、5000 亿元支持“两新”政策，另发行 5000 亿元特别国债补充国有大型商业银行资本。项目建设、消费支持和金融资本补充，共同构成当年财政活动扩张的政策背景。

年度视角下 GFI 驱动因素同样发生变化，2025 年债务处置贡献接近一半。2022 年，准财政对 GFI 年均增速贡献 2.79 个百分点，是当年最主要的支撑；2025 年，预算内财政、准财政和债务处置分别贡献 1.15、1.88 和 3.02 个百分点，债务处置贡献率达到 49.92%。这一变化对应了不同阶段的政策重点：2022 年政策性、开发性金融工具通过发行金融债券等方式筹资，补充重大项目资本金；2024 年末以后，隐性债务置换安排增加了偿债资金支持。由此看，近年 GFI 的增量来源，已由项目融资支持较多转向项目融资与存量债务处理并重。

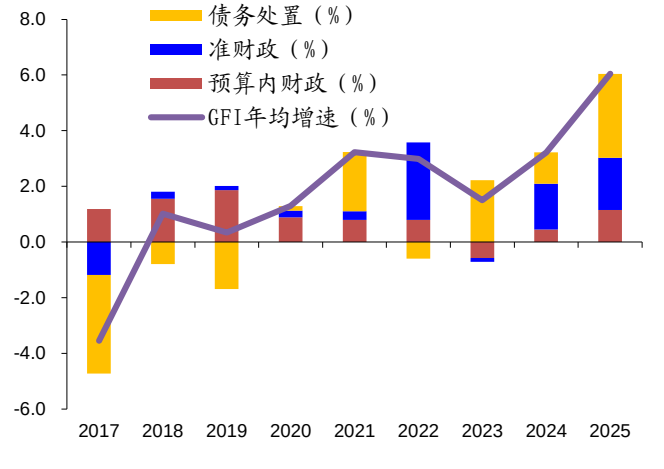
下载日志已记录，仅供内部参考

图12：年均持续上移，2025 年处于高位



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

图13：GFI 年度驱动因素变化，2025 年债务处置贡献接近一半



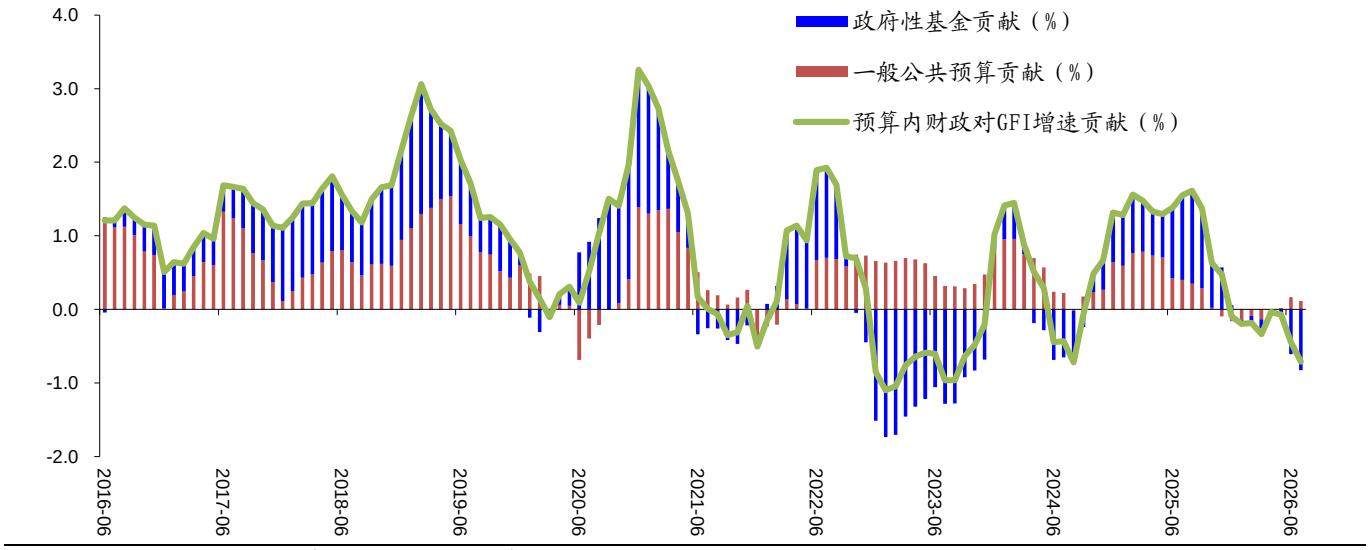
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

3.2. 预算内财政分项特征

预算内财政分项在前期抬升后，2026 年支撑有所减弱，内部变化主要体现在四个方面：政府性基金由支撑转为拖累，一般公共预算的新增支撑更多来自中央本级，土地相关支出下降与非土地支出对冲减弱同时出现，专项债则在建设项目、土地收储和公共服务等用途之间调整。实际支出与项目融资结构的变化，共同反映了预算内财政面临的资金约束和支持方向。

第一，土地收入收缩，政府性基金对预算内财政形成拖累。预算内财政的负贡献主要集中于第二本预算，2025 年 7 月，政府性基金对 GFI 同比增速贡献 1.15 个百分点，2026 年 7 月转为-0.82 个百分点；同期一般公共预算仍贡献 0.11 个百分点。土地相关收入持续减少，削弱了地方政府性基金的资金来源，并通过相关支出收缩影响预算执行，构成第二本预算走弱的重要约束，2026 年 1-7 月土地出让收入下降 30.8%，同期政府性基金支出下降 16.4%，其中土地出让收入相关支出下降 17.4%。

图14：政府性基金支撑不足，是预算内财政近期走弱的主要原因



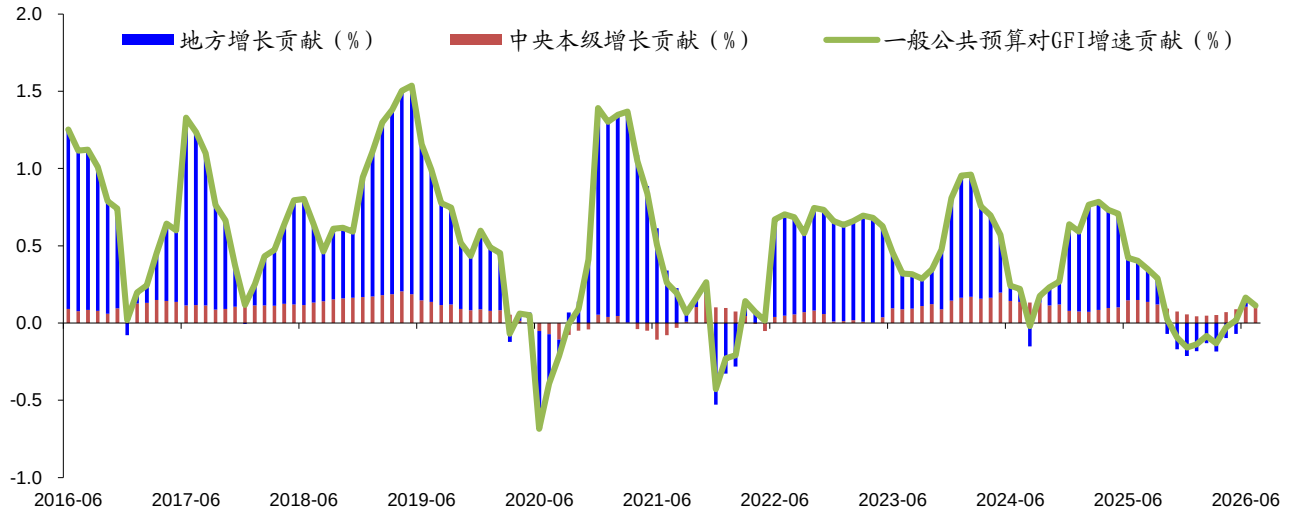
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

第二，地方支出增量减弱，中央支出是一般公共预算的主要支撑。从贡献分解看，地方支出长期主导一般公共预算的波动，但 2026 年以来其增量明显减弱，7 月一般公共预算对 GFI 同比增速的 0.11 个百分点正贡献几乎全部来自中央本级。央地差异在 2025 年已较为明显：中央本级一般公共预算支出增长 5.7%，地方支出仅增长 0.2%。财政部在预算执行报告中指出，2025 年地方支出增幅较低，主要是 2023 年增发国债资金大部分在 2024 年使用，抬高了上年支出基数。因此，地方支出变化既反映当期执行，也受到

下载日志已记录，仅供内部参考

跨年度资金集中使用的影响。

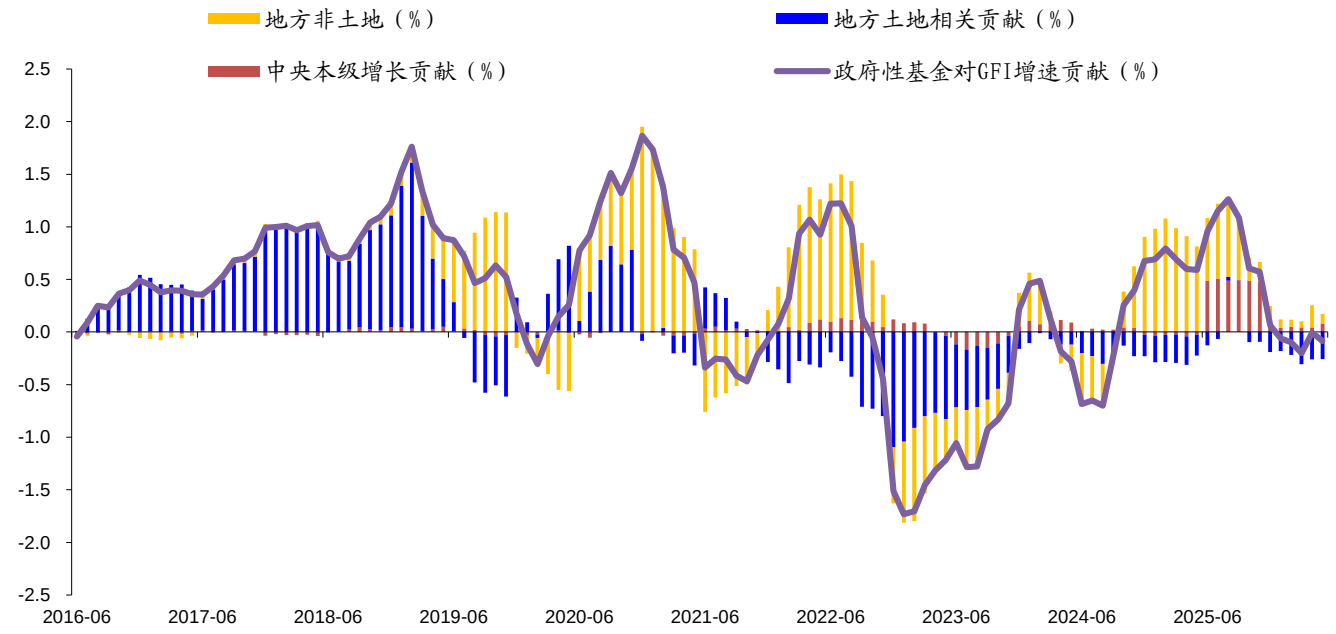
图15：地方支出增量减弱，中央成为一般公共预算近期的主要支撑



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

第三，土地相关支出对政府性基金支出形成拖累，中央本级与地方非土地支出的对冲力度减弱。2025 年，中央本级和地方非土地支出对政府性基金形成支撑；到 2026 年 5 月，两者对 GFI 同比增速合计贡献约 0.17 个百分点，已不足以抵消土地相关支出的-0.26 个百分点贡献。前期对冲与债券资金安排有关：2025 年政府性基金预算收入总量纳入 1.3 万亿元超长期特别国债、5000 亿元中央金融机构注资特别国债和 4.4 万亿元地方新增专项债筹资。土地相关财力与债券资金使用节奏共同影响第二本预算，非土地支出的增量变化决定了其能否抵消土地相关支出的下降。

图16：地方土地相关支出收缩拖累政府性基金支出



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

注：地方土地相关支出包括征地和拆迁补偿、土地开发、城市建设、农业农村、保障性安居工程等方面。

第四，专项债投向由早期土地棚改转向市政园区等建设项目，2025 年以来交通、土地收储和民生服务融资增加。

从项目融资看，2025 年以来专项债兼顾建设项目与土地盘活，具体投向呈阶段性调整。在 15 类专项债中，资金由 2018—2019 年主要投向土地储备和棚户区改造，转向 2020 年以后以市政和产业园区基础设施为主，后者在 2024 年占比达到 66.43%。2025 年发行额回升至 2.71 万亿元，同比增

下载日志已记录，仅供内部参考

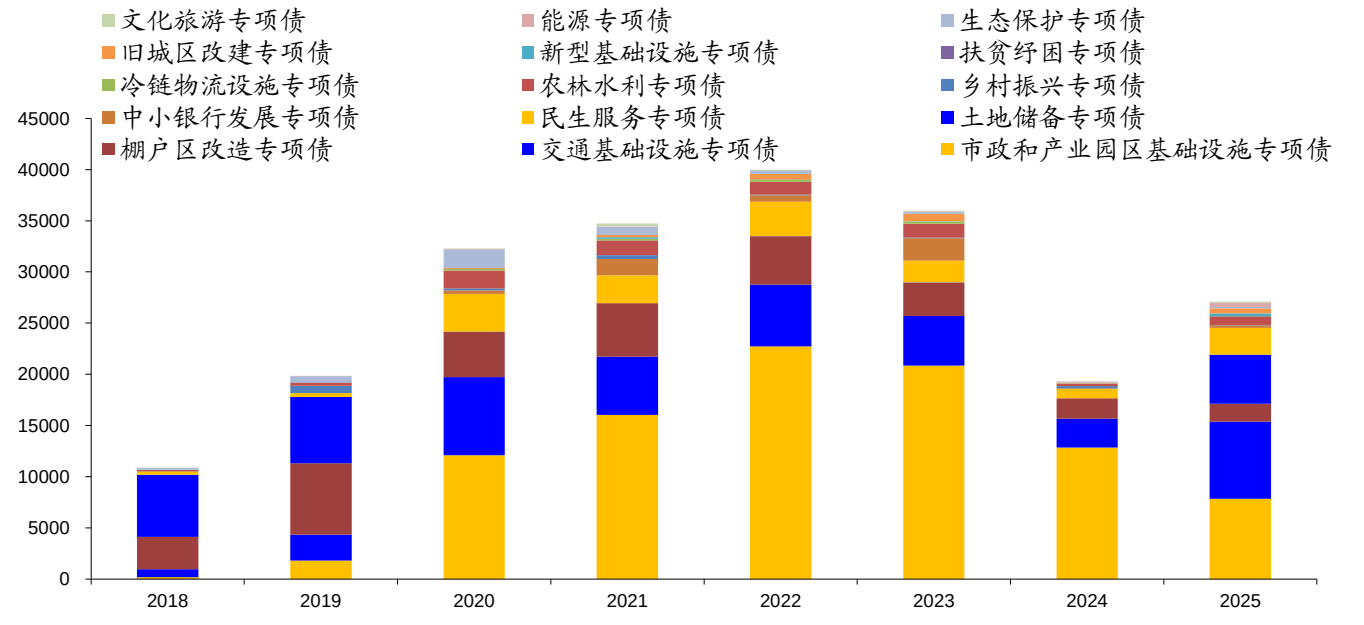
长 40.29%，交通基础设施发行额增至 7528 亿元，市政和产业园区基础设施则降至 7846 亿元，两类合计规模较上年小幅下降 1.91%，说明基建融资主要表现为内部投向调整。

从用途调整看，专项债变化体现为土地收储融资恢复，公共服务等领域获得补充支持。2025 年，土地储备专项债发行 4805 亿元，民生服务由 915 亿元增至 2617 亿元，农林水利由 211 亿元增至 829 亿元。土地储备融资恢复与政策调整相衔接：国办发〔2024〕52 号重新允许专项债支持土地储备、回收符合条件的闲置存量土地，并扩大卫生健康、养老托育等领域用作项目资本金的范围。2026 年 1—8 月，土地储备专项债继续发行 3017 亿元，表明这一资金用途在 2025 年恢复后得到延续。

从产业作用看，市政和产业园区类项目连接公共配套建设与企业投资，其作用不止于当期工程需求。以福建省 2024 年工业园区标准化建设指导意见为例，将降低企业建设成本、缩短项目落地周期、提高产业链集聚度列为目标，并提出围绕基础设施建设储备专项债项目。标准厂房、能源和仓储物流设施的集中配置，有助于减少企业自行建设配套设施的前期投入；孵化、中试、共享技术和检测验证平台，则为技术验证及后续产业化提供公共服务。从这一传导机制看，园区基础设施既支撑项目入驻和扩产，也为企业创新活动提供配套条件。

总体上，预算内财政近期走弱主要体现为土地相关财力约束和地方支出增量减弱，专项债则继续通过不同用途的资金安排支持项目建设与存量资产盘活。

图17：专项债投向调整，项目建设与土地盘活并行，交通、土地收储和民生服务融资增加（单位：亿元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3.3. 准财政分项特征

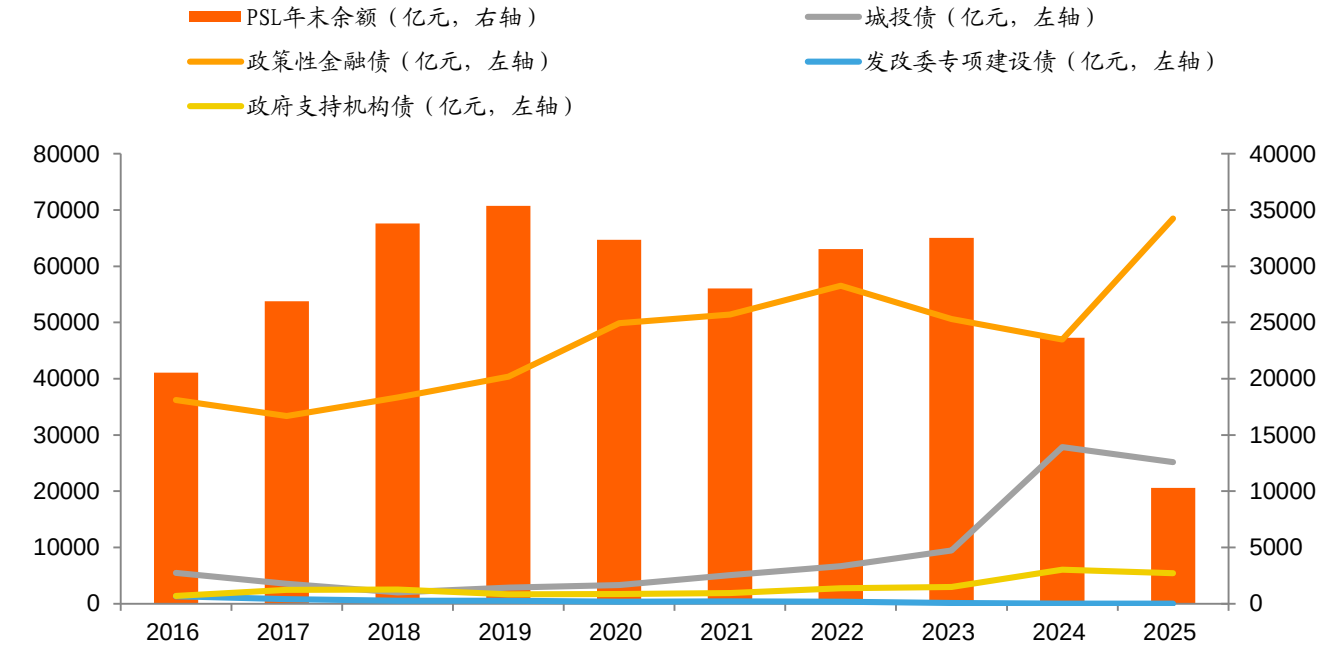
准财政分项呈现资金渠道分化、政策性金融债主导近期波动的特征。2025 年，政策性金融债发行增加，是准财政融资的主要增量，城投债发行和 PSL 余额则有所下降；2026 年以来，政策性金融债转为主要拖累，PSL 净回收减弱形成部分对冲。年度筹资结构与月度贡献变化共同显示，不同融资渠道并未同步扩张或收缩。

2025 年政策性金融债成为准财政融资的主要增量，资金来源进一步向这一渠道集中。2025 年政策性金融债发行 6.85 万亿元，同比增长 45.79%，占四类债券（城投债、政策性金融债、发改委专项债、政府支持机构债）发行额的比重由 2024 年的 58.04%升至 69.13%；同期城投债发行下降 9.77%，PSL 年末余额由 2.36 万亿元降至 1.03 万亿元，资金渠道并未同步扩张。政策性金融参与项目建设的方式也在增加：国家发展改革委披露，2025 年 10 月底，5000 亿元新型政策性金融工具已投放完毕，支持了 2300 多个项目。

下载日志已记录，仅供内部参考

结合融资结构看，当年的准财政支撑更多体现为政策性银行市场筹资增加，并与项目资本金支持共同改善项目融资条件。

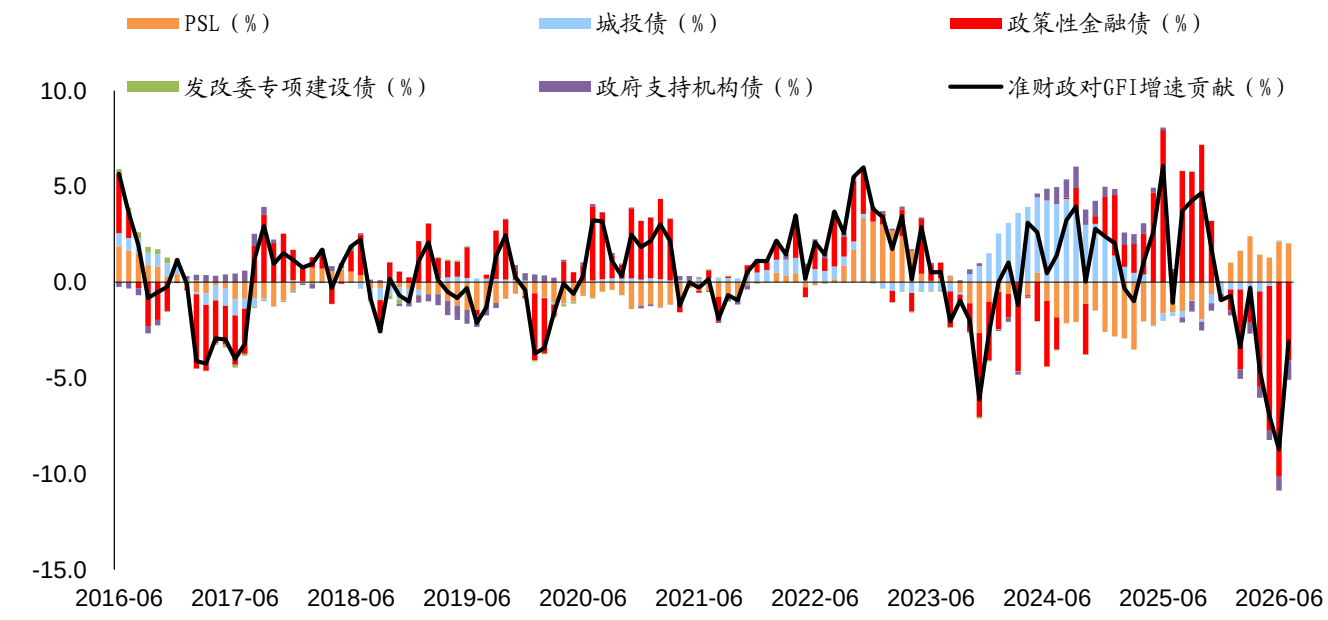
图18：政策性金融债成为准财政融资的主要增量



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2026 年以来政策性金融债转为准财政的主要拖累。7 月，政策性金融债对 GFI 同比增速贡献-4.07 个百分点，政府支持机构债贡献-1.03 个百分点；PSL 贡献 2.01 个百分点，但准财政合计贡献仍为-3.08 个百分点。2026 年 7 月 PSL 净回笼 1161 亿元，低于上年同月的 2300 亿元，回笼规模减少 1139 亿元。因此，PSL 的改善体现为存量资金回收压力减轻，并不意味着净投放已经转正。准财政近期的变化表现为市场筹资回落与定向资金净回收减弱并存。

图19：政策性金融债发行回落主导准财政下行。



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

3.4. 债务处置分项特征

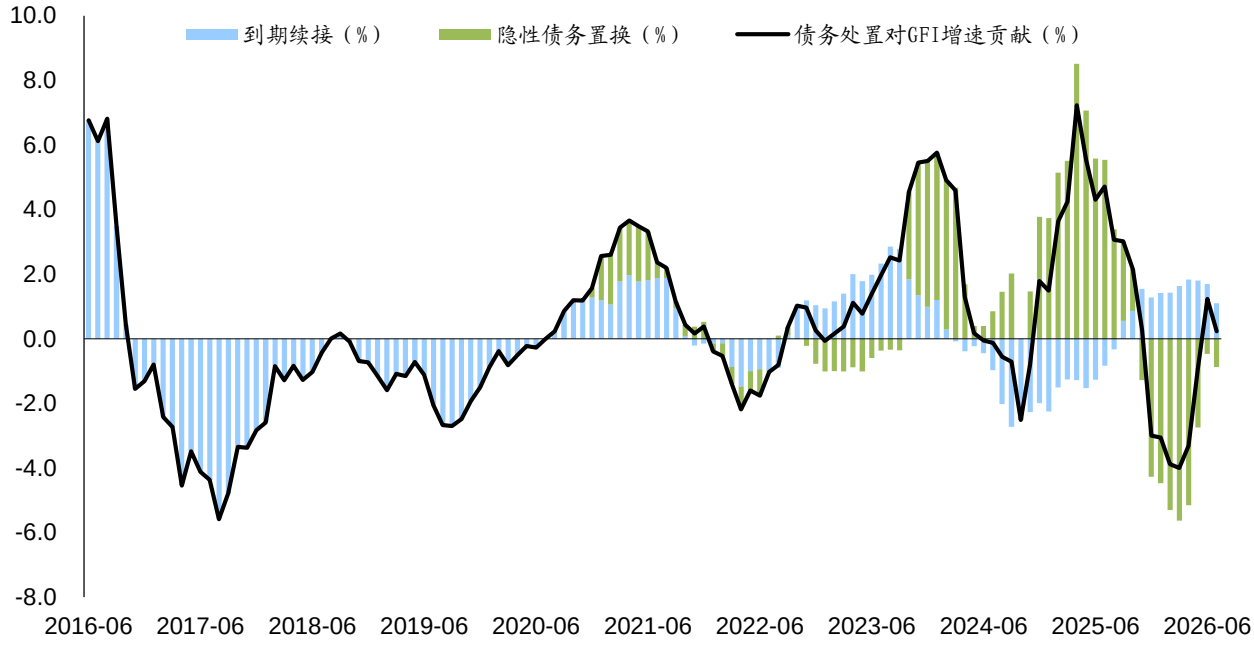
债务处置分项在 2024 年末至 2025 年上半年明显上升，2026 年同比支撑有所减弱。其变化主要体现为隐性债务置换与到期续接的作用切换：前期

下载日志已记录，仅供内部参考

增量较多来自隐性债务置换，近期正贡献更多来自到期续接；与此同时，特殊再融资债和特殊专项债仍在持续发行。因而，对债务处置的观察需要同时结合工具结构、实际发行和同比贡献。

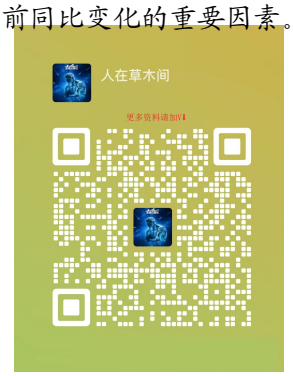
债务处置的增速支撑由隐性债务置换转向到期续接，前期集中置换形成了较高比较基数。2024 年末至 2025 年上半年，隐性债务置换是债务处置分项上升的主要来源，2025 年 4 月对 GFI 同比增速贡献 8.51 个百分点；2026 年 7 月，其贡献转为-0.87 个百分点，到期续接则贡献 1.10 个百分点，两者合计贡献 0.23 个百分点。2024 年出台的化债安排，将新增债务限额置换与每年 8000 亿元新增专项债支持化债相结合，增加了前期债务处理的资金支持。在较高基数下，隐性债务置换同比贡献回落，到期续接增加则形成一定对冲。

图20：债务处置结构转换



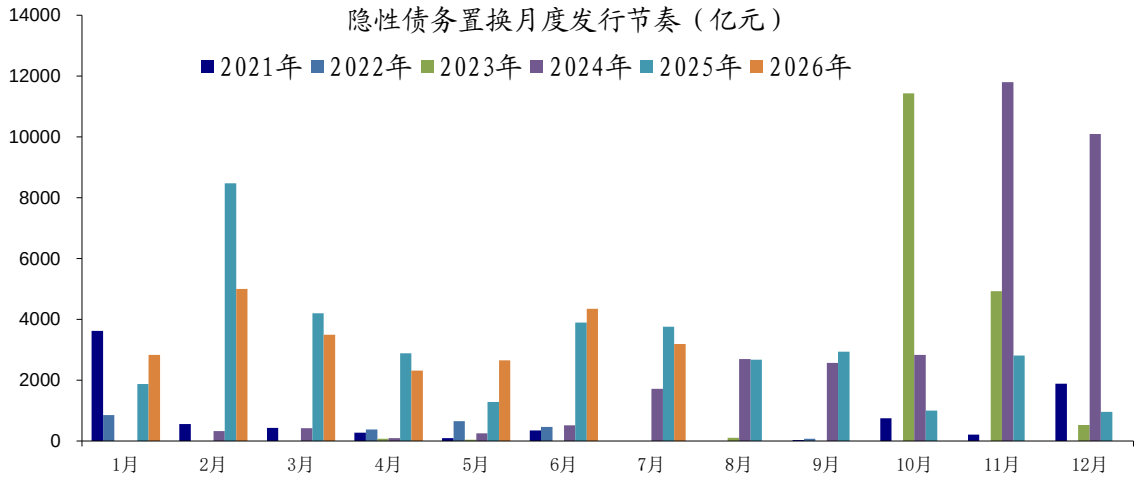
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

隐性债务置换相关债券发行在 2024 年末-2025 年集中放量，当前化债力度较为平稳。从特殊再融资债与特殊专项债合计发行额看，资金筹集集中于少数月份，2023 年四季度、2024 年 11—12 月分别占当年全年发行额的 65.7%、98.7%。2024 年 11 月公布的 6 万亿元置换限额分三年安排，为随后跨年度发行提供了额度支持。2025 年发行高峰前移至 2 月，单月达到 8479 亿元，此后各月持续发行；2026 年 1—7 月单月发行额在 2318 亿—5002 亿元之间，较上年同期波动收窄，累计发行 2.38 万亿元，同比下降 9.6%。由此看，近期化债融资呈现规模低于上年同期、月度发行更为平稳的特征，前期集中发行形成的比较基数，是理解当前同比变化的重要因素。



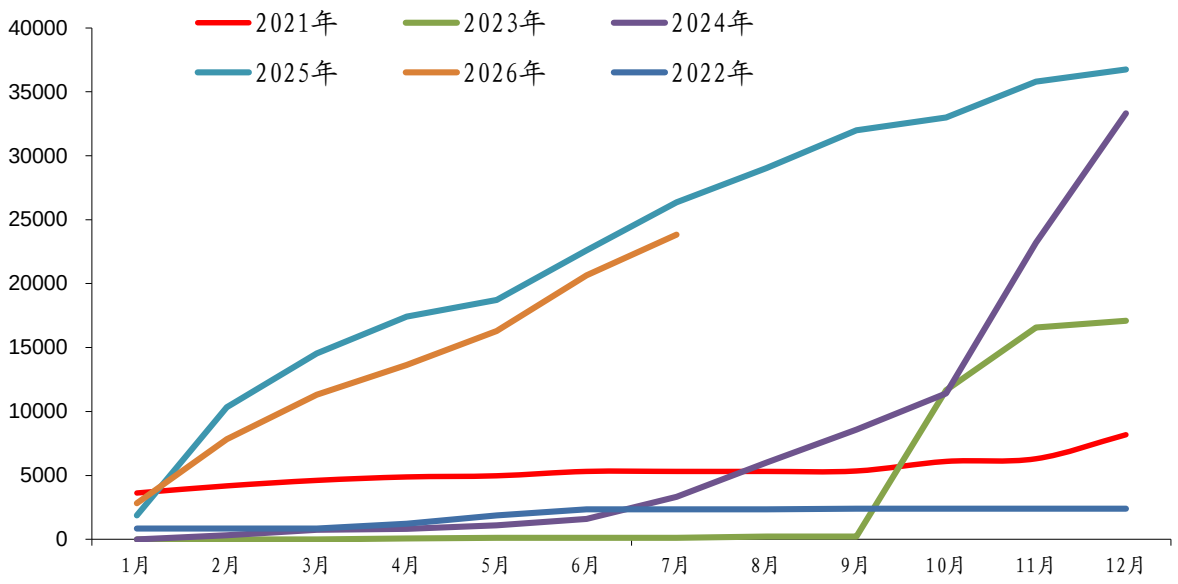
下载日志已记录，仅供内部参考

图21：隐性债务置换相关债券发行在2024年末-2025年集中放量，当前化债力度较为平稳



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图22：隐性债务置换各年累计发行节奏（亿元）



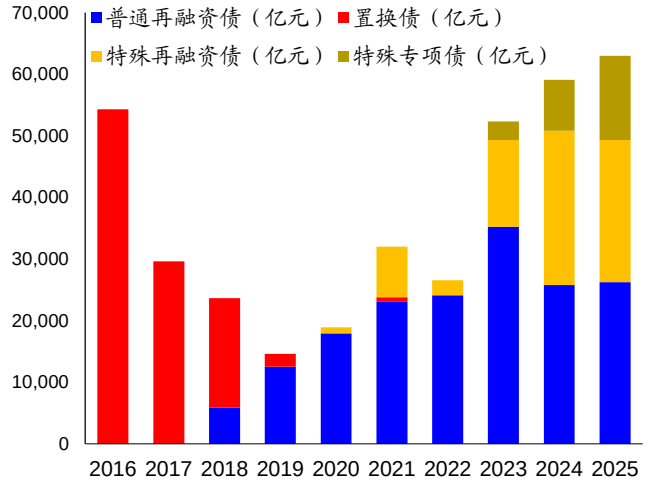
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

债务处置工具由置换债主导逐步转向普通再融资与隐性债务置换并行。2016年历史置换债发行5.43万亿元，2019年降至2096亿元；此后普通再融资债逐步增加，特殊再融资债和特殊专项债在近年占据更大比重。2025年，普通再融资债发行2.62万亿元，后两类合计发行3.68万亿元，占债务处置发行总额的58.34%。这种结构变化意味着，债务处置同时承担正常偿债接续和特定存量债务处置两项任务。

隐性债务置换相关债券持续发行，利息负担下降是其改善地方财政现金流的重要渠道。特殊再融资债与特殊专项债两类债券合计发行额由2023年的1.71万亿元增至2024年的3.33万亿元，2025年进一步达到3.68万亿元；2026年1—7月已发行2.38万亿元，相关资金支持仍在延续。从政策额度执行情况看，财政部披露，2025年用于置换存量隐性债务的当年2万亿元地方政府债券已全部发行完毕，置换后债务平均利息成本降低2.5个百分点以上。与单纯接续到期本金相比，持续置换还通过降低付息负担改善后续年度现金流，利息节约是化债释放地方可用财力的重要渠道。

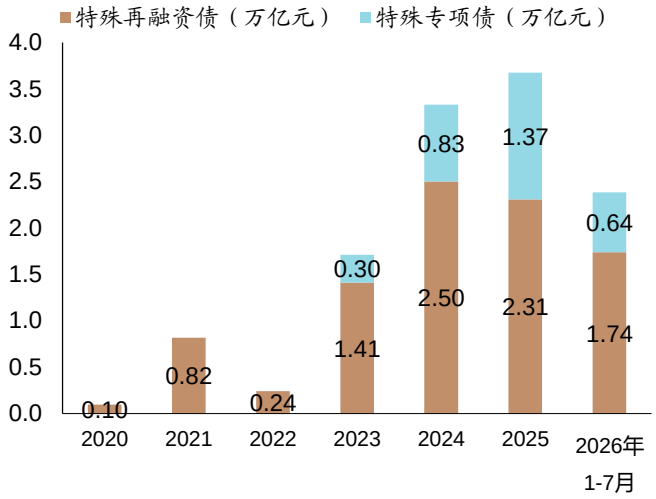
下载日志已记录，仅供内部参考

图23：特殊再融资和特殊专项债是近年债务处置的主要工具



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图24：特殊再融资债与特殊专项债持续发行



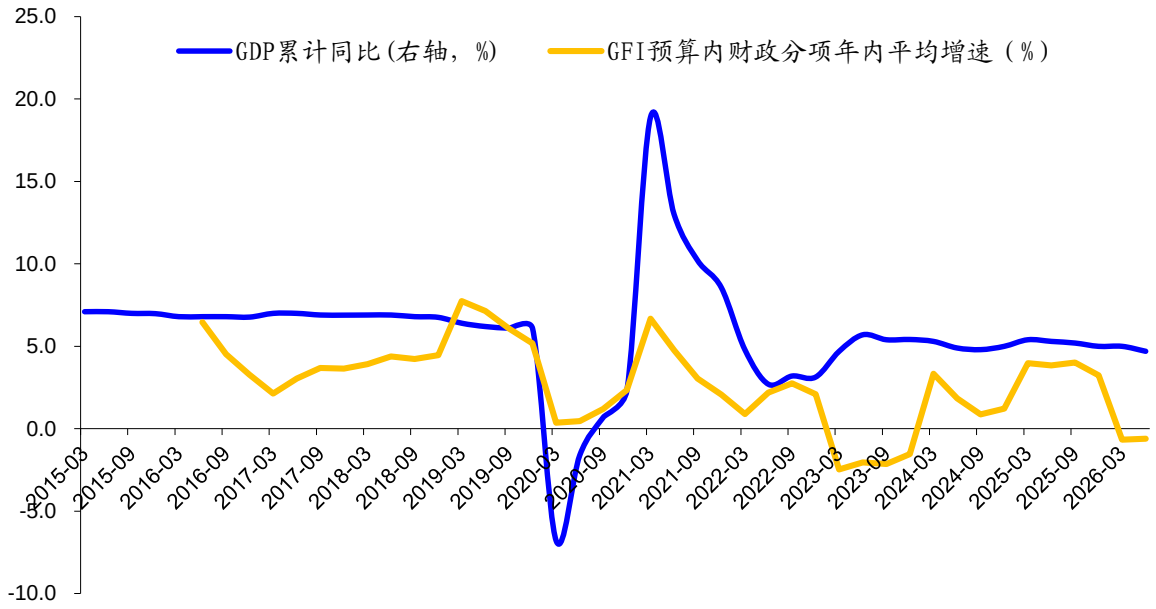
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4. GTHT-GFI 2.0 指数与经济指标的关联性

4.1. 预算内财政直接拉升总需求，是经济增长的支撑

从指标来看，GDP 累计同比与 GFI 预算内财政分项年内平均增速走势趋同，但近年来，预算内财政的乘数效应走低。2025 年 4 个季度，GDP 累计同比/GFI 预算内财政分项年内平均增速分别为 1.36、1.38、1.29、1.55，低于前期。主要原因在于财政支出向民生类倾斜，2017-2025 年，民生类支出占比从 34.08%提高到 38.02%，基建类支出占比从 24.79%下滑至 19.53%（见上文），基建支出对经济增长的拉动相对直接，民生类支出更重保障、利长远。除此之外，财政支出高乘数效应的前提是打通“财政支出提高-居民收入增加-投资增加”链条，但当前中国储蓄意愿较高，2025 年为 42.65%，较美国高出 25.7 个百分点，在一定程度上影响了财政乘数效应的充分释放。

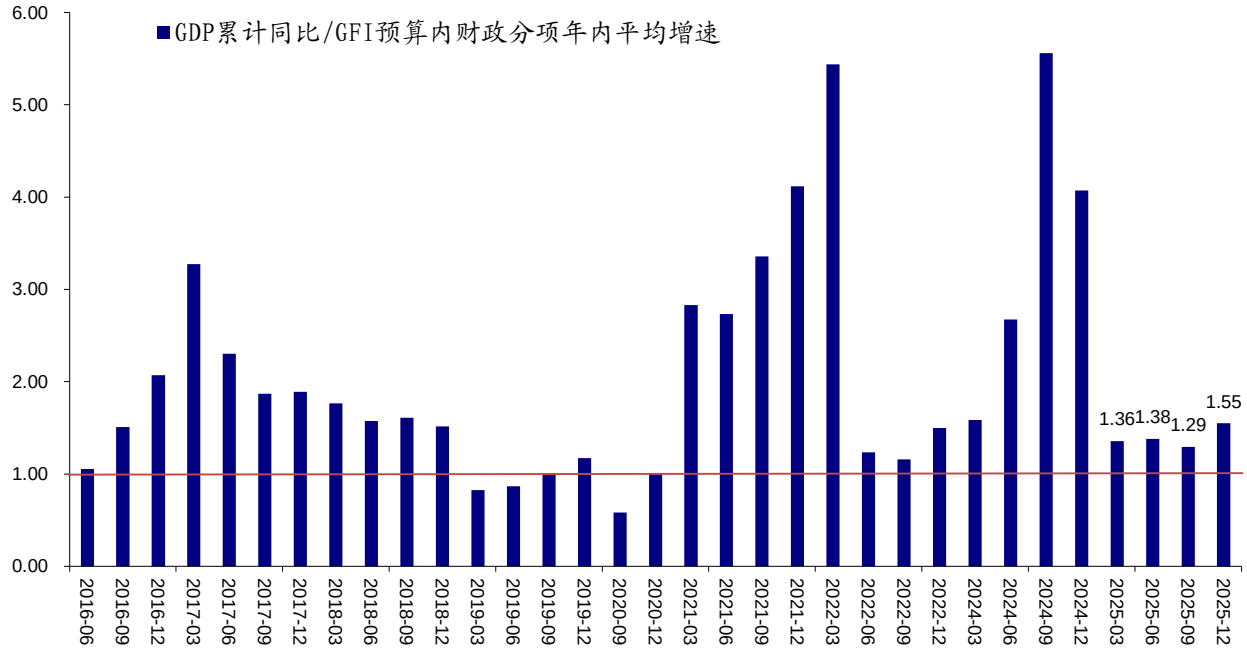
图25：预算内财政是经济增长的支撑



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

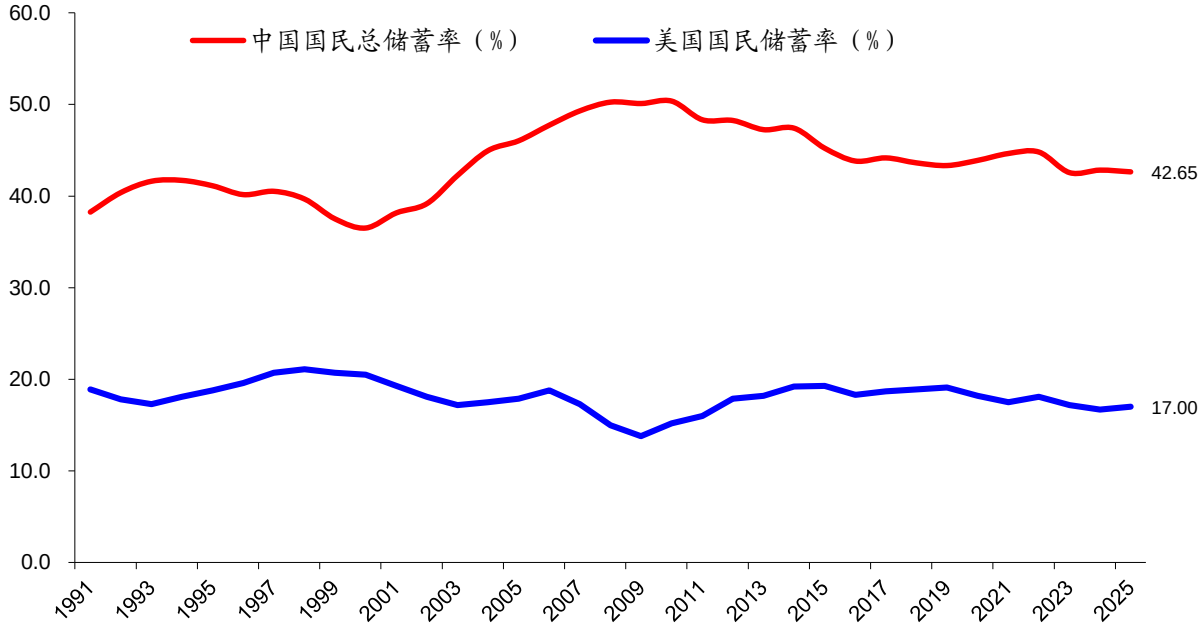
下载日志已记录，仅供内部参考

图26：2025 年以来预算内财政对 GDP 的乘数效应走弱



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

图27：中国储蓄率较高



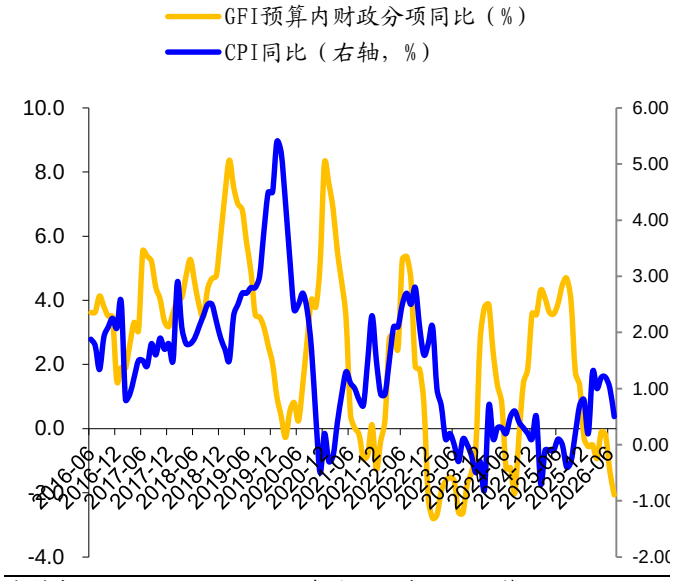
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

4.2. 财政支出是物价的领先性指标，GFI 预算内财政指数对食品 CPI 具有明显传导

财政支出对经济增长的支撑会进一步反映在物价变化。观察 GFI 预算内财政分项同比与 CPI 同比，2016 年 12 月-2019 年 2 月，预算内财政分项同比由低点 1.5%逐步提高至高点 8.4%，CPI 则从 2017 年 2 月开始进入上升通道，同比增速从 0.8%上升至 2020 年 1 月的 5.4%。因此，物价对财政力度变化的反应持续期更长。2024 年后，预算内财政支出力度较前期明显减弱，CPI 同比也保持在-0.8%到 1.3%的相对低位。

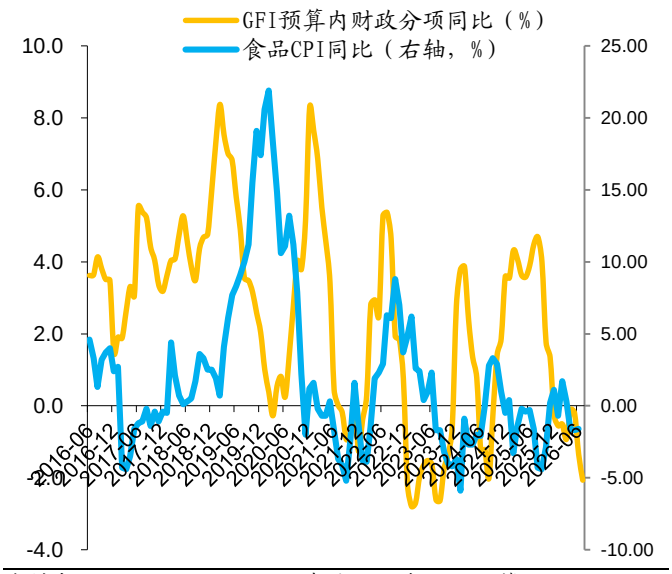
下载日志已记录，仅供内部参考

图28：按照“峰-峰”来看，预算内财政领先 CPI 半年左右



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

图29：预算内财政对食品 CPI 的传导更明显

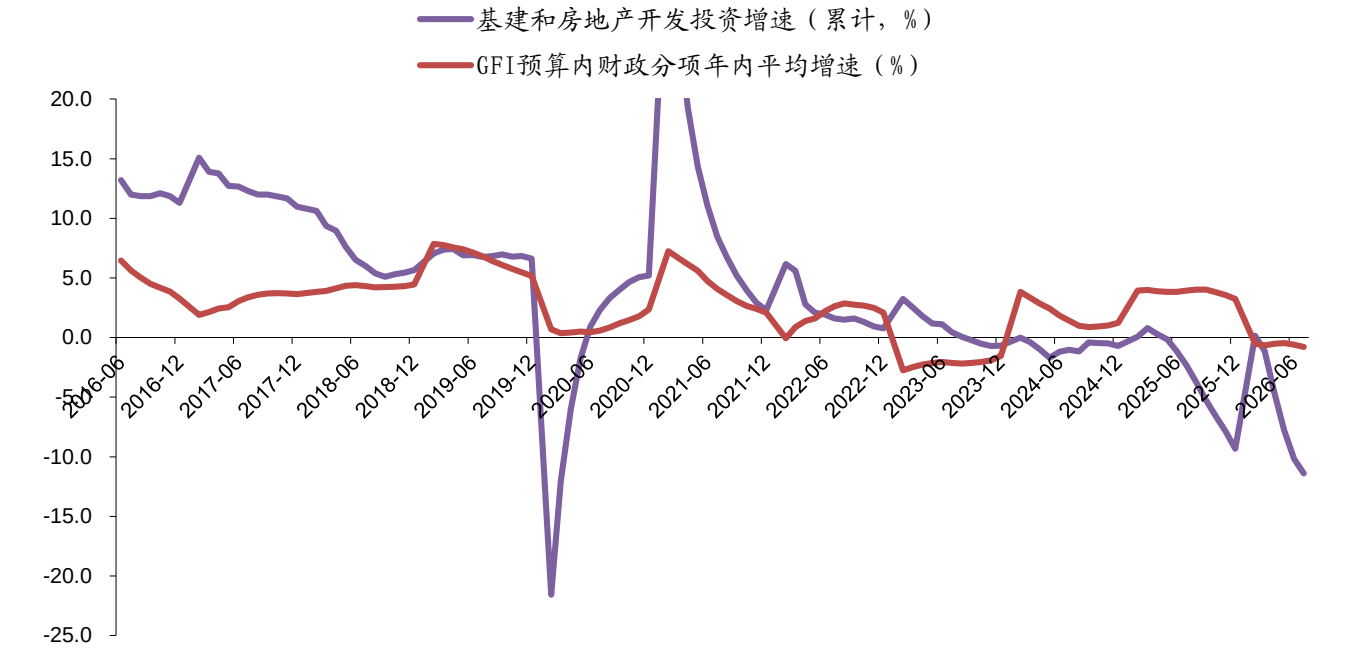


资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

4.3. 产业方面，财政对旧经济的支撑趋弱，新经济内生动力增强

一方面，2016-2024 年，基建和房地产开发投资增速与 GFI 财政指数基本保持同步，基建和房地产开发投资增速-GFI 预算内财政分项增速的均值为 3.4 个百分点。2024 年后，财政对基建、地产的支撑走弱，GFI 预算内财政分项年内增速对基建和房地产开发投资增速的拉动幅度最高仅有 0.7 个百分点，最低则到-12.6 个百分点。反应在物价端，表现为 PPI 建筑材料转负。

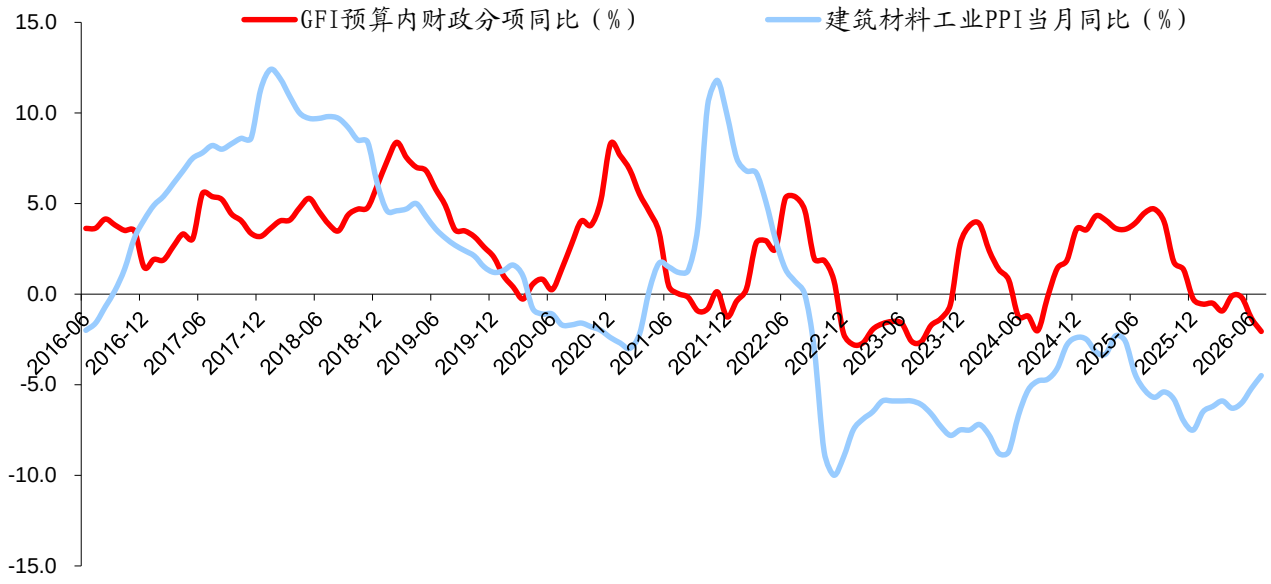
图30：GFI 指数与基建地产投资高度相关



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

下载日志已记录，仅供内部参考

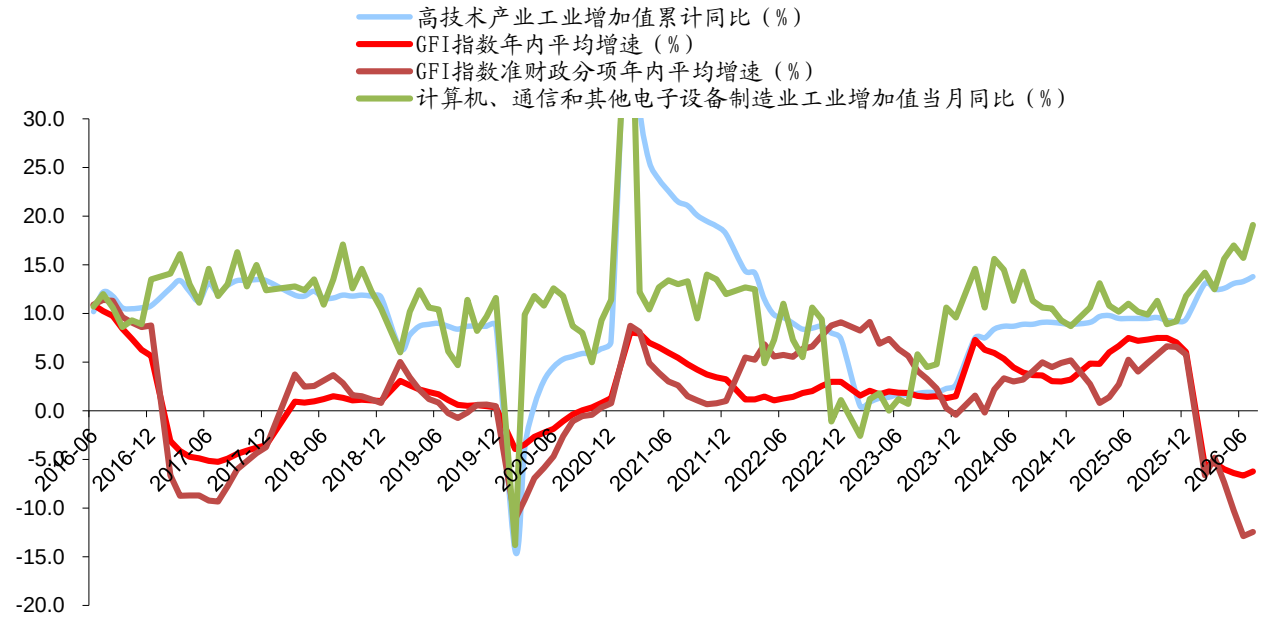
图31：2022 年以来，建筑材料 PPI 走弱



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

另一方面，新经济内生动力增强。近年来，准财政增加了对新兴产业的关注，构成了对新经济的支撑，例如 2026 年新型政策性金融工具提高了对绿色、数字、智能产业的融资支持（见上文）。2026 年来，受到财政收入项拖累，GFI 转负，GFI 指数与高技术产业增加值、计算机通信增加值出现了方向背离，同时也表明新经济内生动力在增强。

图32：2026 年以来财政力度与新经济走势出现背离，表明新经济内生动力增强



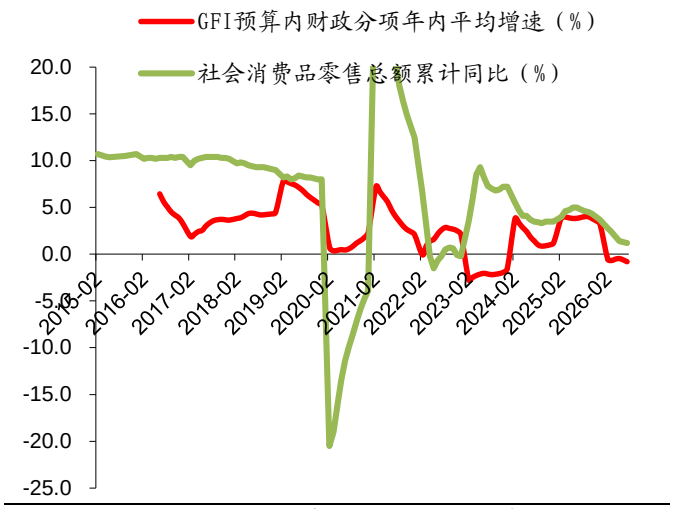
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

4.4. 消费走势与 GFI 走势趋同

2024 年《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提出加大财政政策对消费的支持力度，把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围。此后，2024、2025、2026 年分别出台过三轮消费品以旧换新政策，通过超长期特别国债为地方提供财力支持，三年规模分别是 1500 亿元、3000 亿元、2500 亿元。从效果来看，财政支持构成了对消费品零售总额增速的支撑。

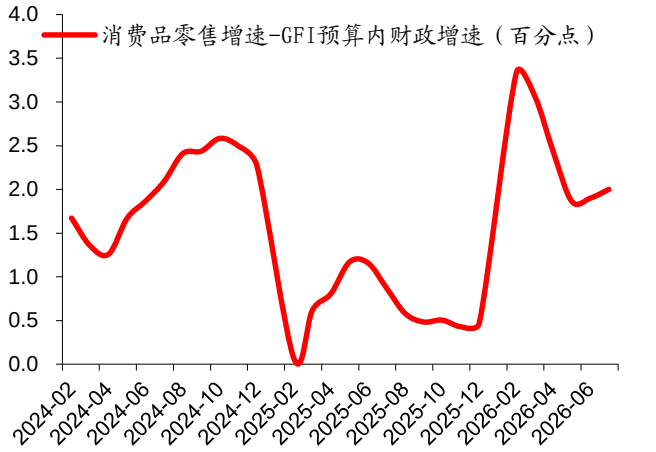
下载日志已记录，仅供内部参考

图33：预算内财政与消费走势趋同



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

图34：财政对消费的拉动效应



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

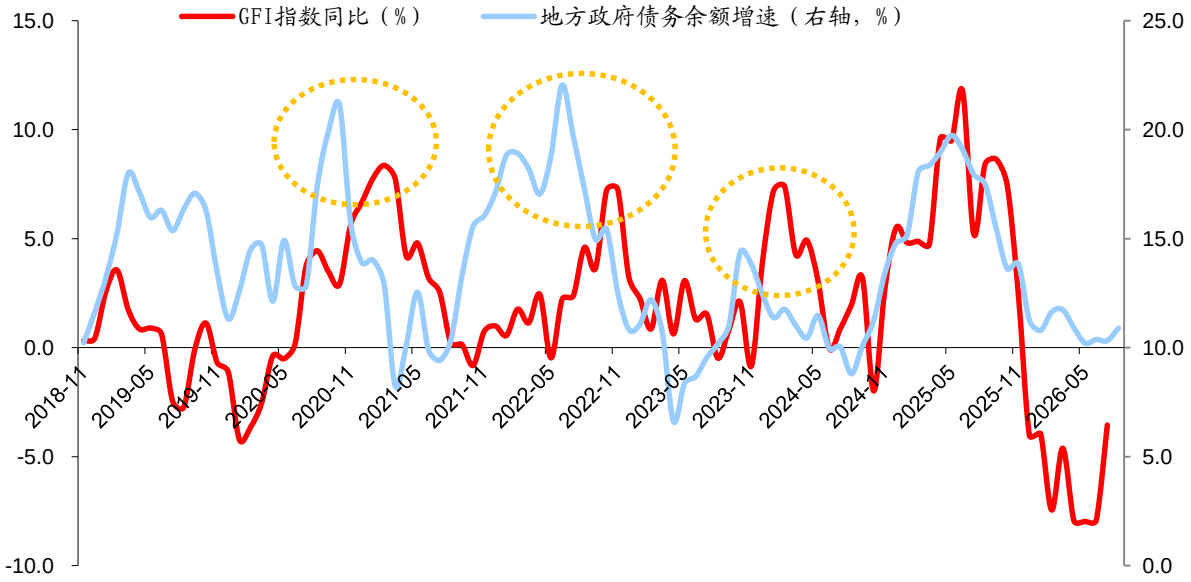
5. 基于 GTHT-GFI 2.0 的相关研判

5.1. 从债务和收入研判整体政策节奏

我们可以从融资和收入两个角度研判财政政策的节奏。

第一，地方政府债务余额代表了政府的可用财力。我国对地方政府债务实行限额管理，覆盖一般公共预算和政府性基金预算两本账，一般债务是指列入一般公共预算用于公益性事业发展的一般债券、地方政府负有偿还责任的外国政府和国际经济组织贷款转贷债务；专项债务是指列入政府性基金预算用于有收益的公益性事业发展的专项债券。从数据来看，地方政府债务余额增速对 GFI 指数同比具有领先性。2025 年 6 月以来，地方政府发债进度有所放缓，拖累 GFI 指数下行。2026 年 7 月政治局会议指出“加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进‘两重’建设和‘两新’工作”，8 月 21 日财政部在国新办新闻发布会表示“下半年，还有 2 万多亿元地方政府专项债券和超长期特别国债待发行使用，这个规模也是历年来较大的，能够继续保持政策强度。将抓紧指导地方组织好债券发行，加强项目前期准备，推动项目尽快开工建设，形成更多实物量”。展望未来，地方政府债券发行放量有望推动财政进一步发力。

图35：按照“峰-峰”来看，地方政府债券余额领先 GFI 指数 4 个月左右



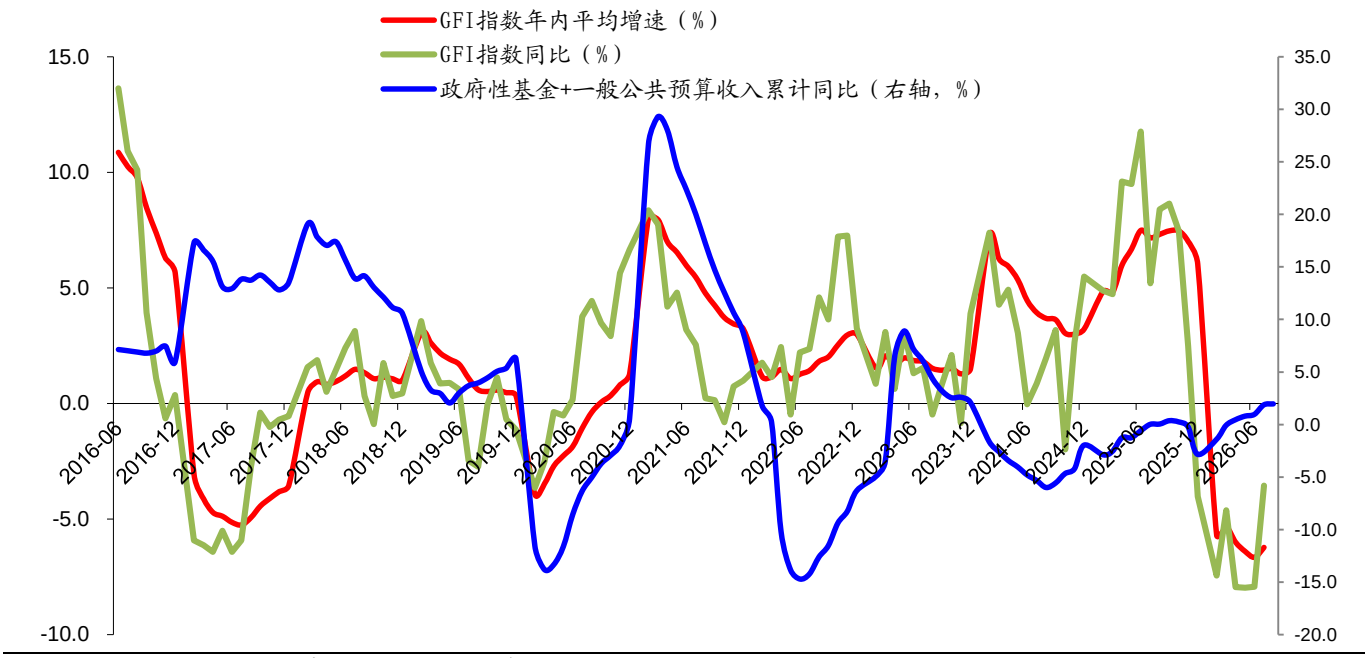
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

第二，一般公共预算和政府性基金收入代表了财政政策的资金储备。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年 3 季度以来，GFI 指数增速转负，根源是 2024 年 2 月以来，一般公共预算和政府性基金收入连续收缩。2026 年 4 月以来，一般公共预算和政府性基金收入逐步企稳回暖，8 月同比增速达到 1.95%，为下一步财政发力创造了空间。

图36：当前财政政策力度落后于收入增速

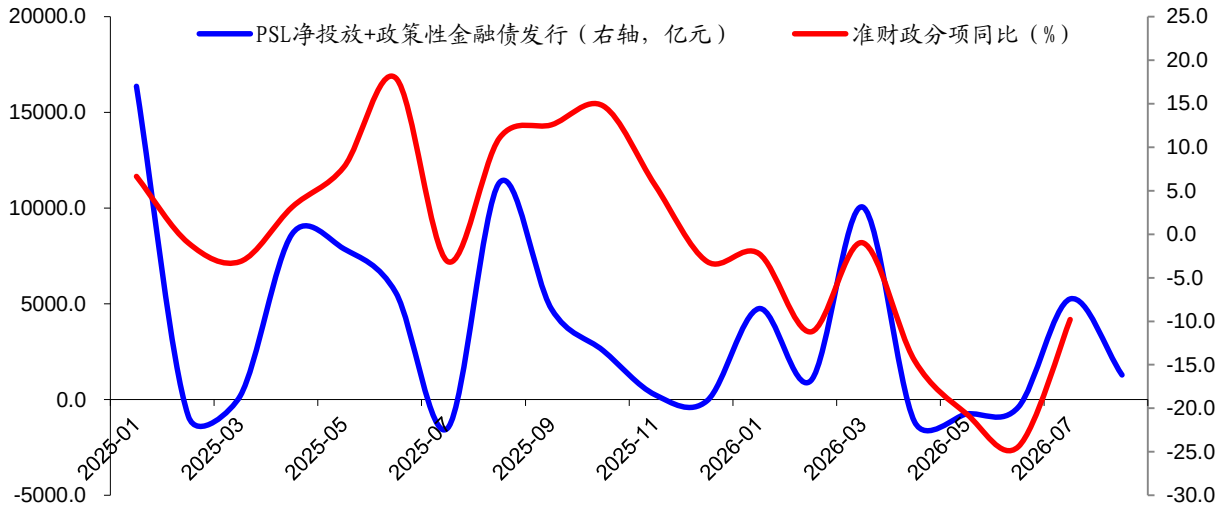


资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

5.2. 从 PSL 投放研判准财政力度

2026 年准财政的亮点是新型政策性金融工具，其由政策性银行进行投放，央行 PSL 提供资金支持，以资本金形式定向投向产业类项目投资建设等重点领域，重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸。因此，可以通过 PSL 净投放+政策性金融债券发行金额来跟踪准财政实施力度。

图37：从 PSL 和政策性金融债跟踪准财政力度



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

5.3. 从专项债投向研判地方产业发展

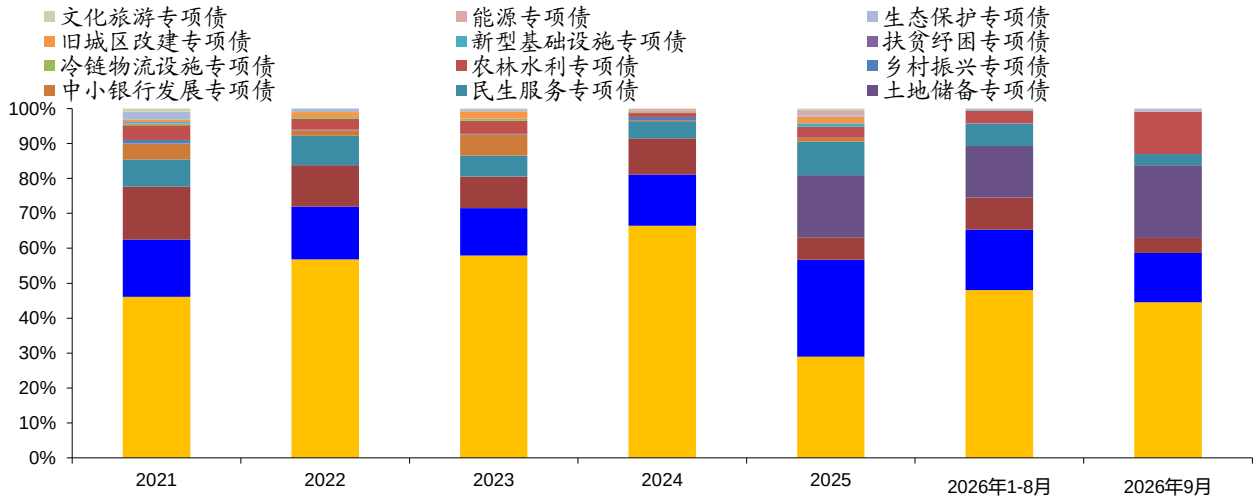
从专项债投向看，未来地方投资仍将以产业承载和基础设施建设为主要方向，同时土地盘活、水利等领域的重要性有所上升。2026 年 1-8 月，

下载日志已记录，仅供内部参考

市政和产业园区基础设施占 15 类专项债发行额的 48.04%，与交通基础设施合计达到 65.38%，延续了 2020 年以来园区、市政和交通占据主要投向的特征。产业园区不仅形成当期建设需求，还能够通过标准厂房、能源、物流和公共技术平台等配套降低企业项目落地成本，因此其持续获得资金支持，有利于为制造业投资、产业集聚和科技成果产业化提供承载空间。

近期融资结构进一步显示，土地盘活和补短板投资可能成为下一阶段的增量方向。2026 年 9 月截至 27 日，土地储备和农林水利专项债占比较前八个月明显提高。国办发〔2024〕52 号已将土地储备重新纳入专项债支持范围，并扩大产业园区、水利等领域专项债用作项目资本金的范围。土地储备资金首先有助于盘活存量土地和改善相关主体现金流，水利及园区项目则更容易形成后续工程投资。在债券资金拨付、项目开工和配套融资继续跟进的情况下，地方投资有望呈现“园区和交通保持支撑、土地盘活和水利形成补充”的结构

图38：专项债投向更加多元，市政园区仍占主导

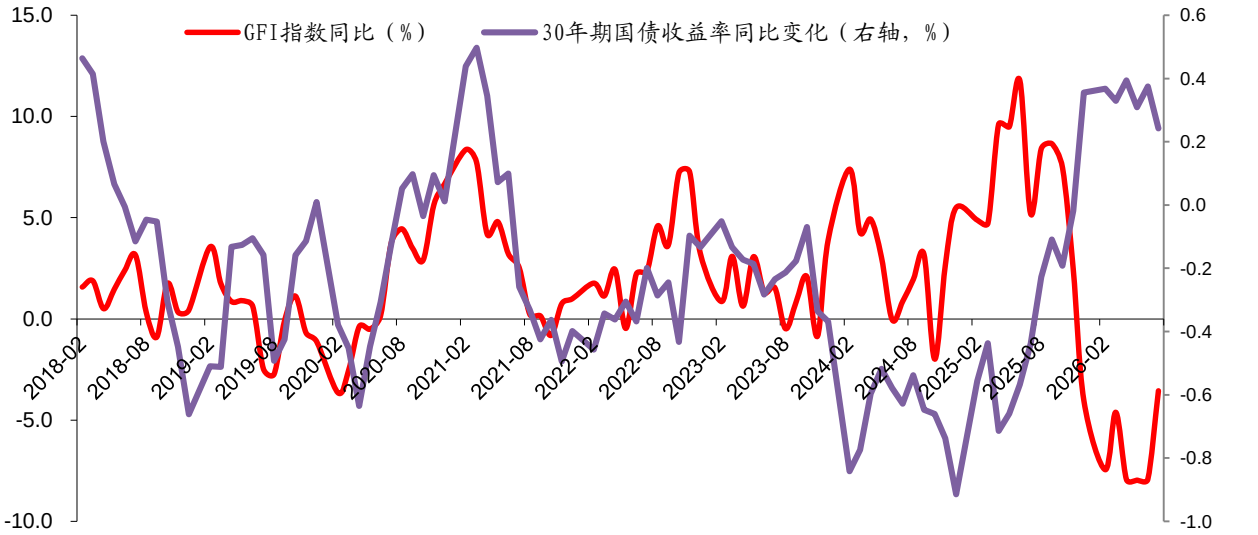


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

5.4. 从 GFI 指数研判长端利率走向

从 GFI 的指数同比可以预判长端利率走向，GFI 指数同比上行推动 30 年期国债收益率同比上行，GFI 指数同比下行则对 30 年期国债收益率形成抑制。具体来说，财政政策强度从两个渠道对长端利率构成影响，一是债券供给渠道，财政扩张推动国债供给增量，推动长端利率上行；二是经济基本面渠道，财政支出提振总需求的同时，推升通胀预期。当前 GFI 指数同比转负，反映出长端利率或有下行空间。

图39：财政政策强度对长端利率的传导



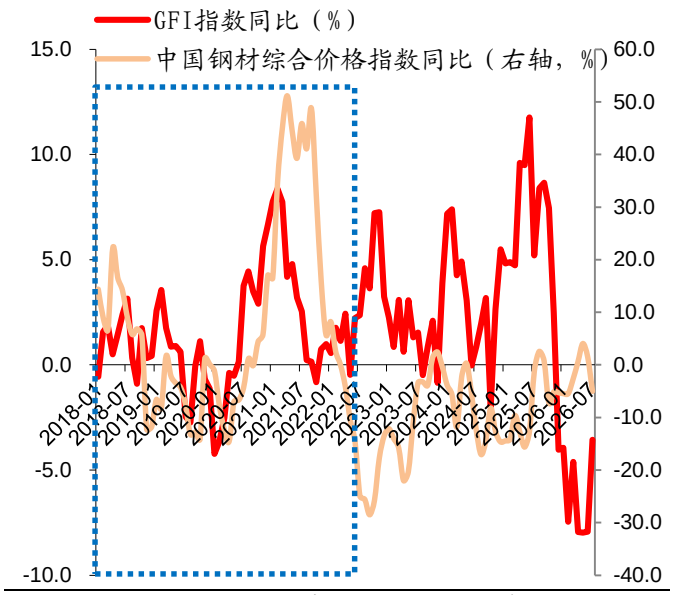
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

下载日志已记录，仅供内部参考

5.5. 从 GFI 指数研判大宗商品价格

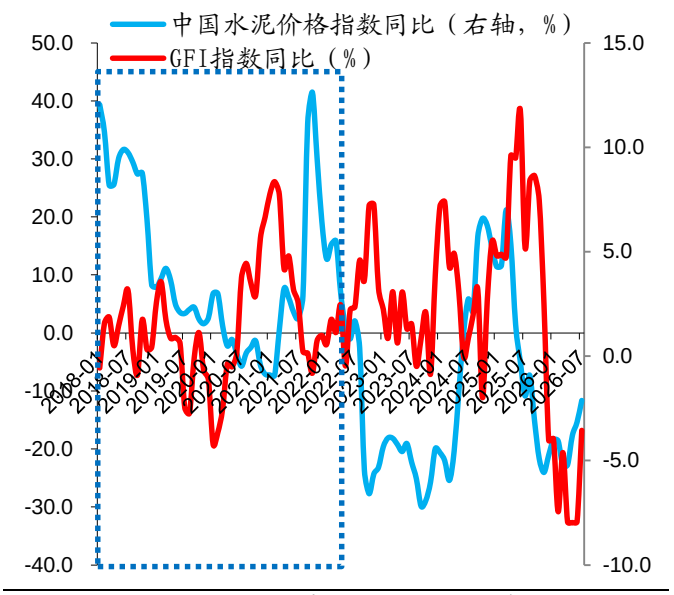
2022 年之前，GFI 指数与钢材、水泥等基建类价格高度相关，2022 年之后，随着准财政和债务处置分项对 GFI 指数的贡献度上升，GFI 预算内财政分项更能反映基建类大宗商品价格走势。由于当前土地相关收支收缩对政府性基金支出形成拖累，同时一般公共预算内支持基建类占比下降（详见上文），财政政策对基建类大宗商品价格的支撑力度趋弱，基建类大宗商品价格已数月负增长。

图40：2022 年前 GFI 指数与钢材价格高度相关



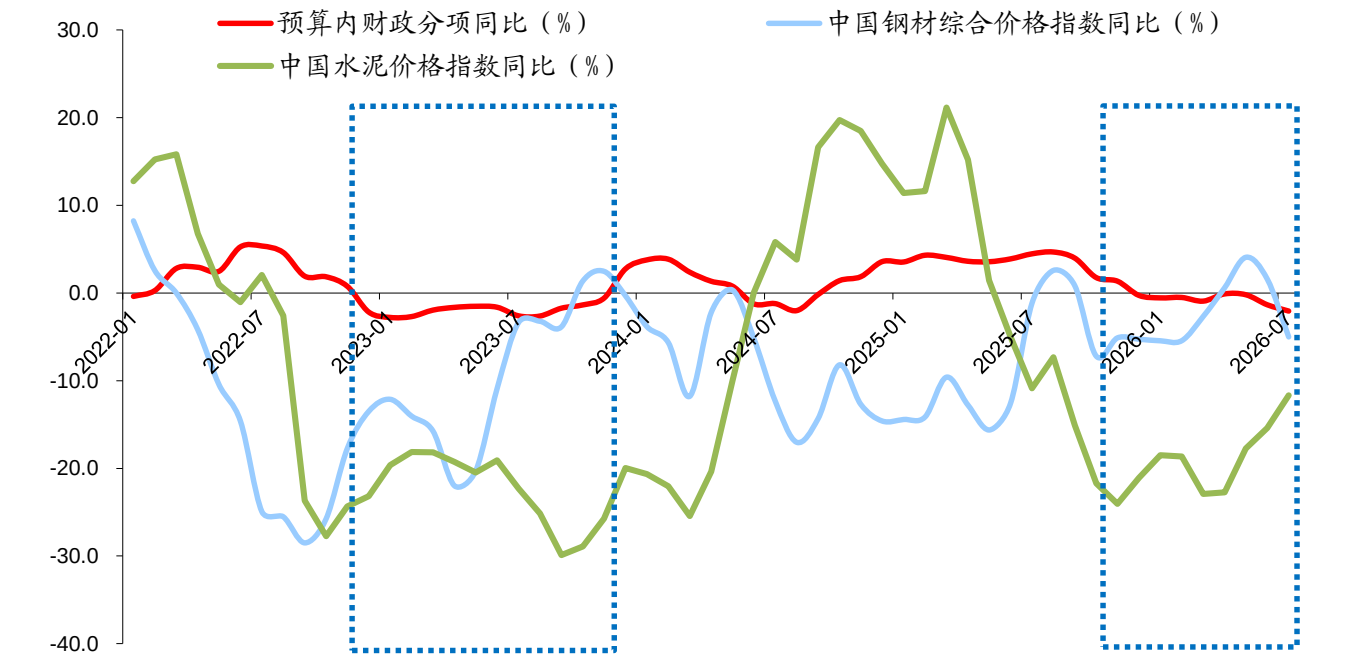
资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

图41：2022 年前 GFI 指数与水泥价格高度相关



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

图42：财政政策对基建类大宗商品价格的支撑力度趋弱，基建类大宗商品价格已数月负增长



资料来源：Wind，iFinD，国泰海通证券研究测算

6. 附录：指数计算

（1）将各项数据统一为月度、亿元口径，形成预算内财政、准财政和债务处置三个原始分项。 一般公共预算支出和政府性基金支出由累计值计算当月值，1—2 月按照 2 月累计值平均分配，3 月起采用相邻月份累计值

下载日志已记录，仅供内部参考

之差。PSL 净投放采用当月期末余额与上月期末余额之差，正值表示净投放，负值表示净回收。债券按照发行起始月份汇总，并识别各分项内部的重复记录；到期续接部分进一步剔除与置换债、特殊再融资债和特殊专项债重复的证券。

各项金额在所属一级分项内汇总。其中，预算内财政为一般公共预算支出与政府性基金支出之和；准财政为 PSL 净投放与城投债、政策性金融债、发改委专项建设债、铁路建设债和汇金债等融资指标之和；债务处置为置换债、再融资债、特殊专项债之和。这一步保留各渠道的原始金额变化，随后再统一转换为可比较的指数尺度。

（2）对三个原始分项分别进行六个月移动平均，观察阶段性变化。设$X_{j,t}$为第j个分项在t月的原始金额，其中 j 分别代表预算内财政、准财政和债务处置，其平滑值为：

$$M_{j,t} = \frac{1}{6}\sum_{k=0}^{5} X_{j,t-k}$$

移动平均包含当月及此前五个月，用于减弱集中支付和集中融资造成的单月波动，使不同阶段的变化更便于观察。窗口不足六个月时不计算平滑值。该处理保留的是近六个月的平均活动水平，因此指数的当期变化既与最新月份有关，也与较早月份退出观察窗口有关，不等同于当月原始金额的变化。

（3）对平滑后的分项进行 Z-score 标准化，消除金额量级和波动幅度的尺度差异。 各分项分别减去自身有效样本的均值，再除以样本标准差：

$$Z_{j,t} = \frac{M_{j,t} - \mu_j}{s_j}$$

其中，μ_j和 s_j分别为本次测算样本内该分项有效移动平均值的均值和样本标准差。标准化后，三个分项均转化为无量纲得分；得分为正表示高于自身样本平均水平，为负表示低于自身样本平均水平。通过这一处理，预算支出与相关融资可以在统一尺度下合成，而不由原始金额的绝对大小直接决定一级分项的权重。

（4）在标准化基础上，将三个分项分别转换为基期指数。令三个分项的基期指数均为 100：

$$I_{j,t} = 100 + a\left(Z_{j,t} - Z_{j,b}\right)$$

其中，a为展示尺度的缩放系数，当前取 10。由此分别得到预算内财政指数、准财政指数和债务处置指数。

（5）将三个分项指数等权平均，得到广义财政指数 GFI：

$$GFI_t = \frac{I_{\text{预算内财政},t} + I_{\text{准财政},t} + I_{\text{债务处置},t}}{3}$$

7. 风险提示

指数构建存在主观性；政策存在不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

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