

# 宏观深度报告 20251117

## 总量增长有限、结构更重“实物” ——2026 年度展望：中国财政

2025 年 11 月 17 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

### 2026 年赤字展望：狭义赤字率同比持平，广义赤字率小幅下降

■ 2026 年，假设赤字率维持在 4%；超长期特别国债、新增地方政府专项债务额度分别增长 2000 亿元；地方政府特殊再融资债发行 2 万亿元用于置换存量隐性债务，那么据此测算，全国狭义赤字规模预计将达到 5.94 万亿元，同比增长约 2765 亿元。

■ 全国广义赤字规模预计将达到 14.54 万亿元，同比增长约 1670 亿元，广义赤字率约为 9.8%，同比小幅下降 0.4 个百分点，主要由于地方政府特殊再融资债发行缩量，2025 年四季度安排用于补充地方财力、支持项目建设的 5000 亿元特殊再融资债额度预计 2026 年将不再安排。

### 2026 年财政支出展望：总量增速放缓但实物支出占比提高

■ 分“财政支出→广义财政支出→实物广义财政支出”三个层级看，预计 2026 年上述支出将分别同比增长 3.2%、1.9%、2.1%。

■ 我们预计，2026 年全国财政支出有望实现 43.54 万亿元，同比增长 3.2%，较上年同比增速下滑 6.1 个百分点，主要由于上年提高赤字率、加码发行超长期特别国债与新增地方政府专项债务的力度较大，2025 年“高基数”导致 2026 年财政支出同比增速边际放缓。但事实上，与 2025 年财政支出预算值变比，2026 年财政支出同比增量预期仍将接近 1.35 万亿元，规模相对较大。

■ 如果在财政支出的基础上，额外考虑地方政府特殊再融资债发行、融资平台有息负债增量带来的支出，那么我们预计 2026 年全国“广义财政支出”有望实现 46.56 万亿元，同比增长 1.9%，该增速低于 2026 年全国财政支出增速预期约 1.3 个百分点，主要由于地方政府特殊再融资债或将缩量发行。具体而言，2025Q4 地方政府特殊再融资债额外安排 2000 亿元额度用于支持部分省份投资建设，3000 亿元额度用于补充地方政府综合财力（支持地方政府化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款等），2026 年上述 5000 亿元额度预计将不再安排。

■ 如果在“广义财政支出”基础上，剔除预计难以直接贡献实物工作量的部分，那么我们预计 2026 年能够直接贡献实物工作量的财政及城投支出（简称“实物广义财政支出”）有望实现 41.62 万亿元，同比增长 2.1%，该增速高于 2026 年“广义财政支出”增速约 0.2 个百分点，主要由于受 2025 年安排用于注资国有大行的特别国债、特殊新增专项债、非项目建设用途的特殊再融资债“高基数”影响，2026 年“非实物广义财政支出”的同比增量预计将由上年对应的超过 1.5 万亿元下降至不足 300 亿元。

### 2026 年还有哪些财政变化值得关注？

- 全国宏观税负率有望止跌回升。
- 特殊再融资债或将缩量发行。
- 特殊新增专项债或将加速“股权财政”发展。
- 债务司成立后，全口径债务监管进入“深水区”。

■ **风险提示：**（1）对 2026 年财政赤字、财政支出、融资平台有息负债的测算可能不够准确；（2）对特殊再融资债、特殊新增专项债的发行统计及投向分析可能不够准确；（3）对地方债注资政府投资基金、化解金融机构风险、支持房地产去库存的预期可能过于保守；（4）对政府投资基金的信息整理可能不够全面。

### 相关研究

《需求延续降温，工业生产超季节性回落》

2025-11-16

《11 月非农料为美联储 12 月降息的关键变量》

2025-11-16

## 内容目录

1. 2026 年赤字展望：狭义赤字率同比持平，广义赤字率小幅下降 .....	4
2. 2026 年财政支出展望：总量增速放缓但实物支出占比提高 .....	6
3. 2026 年还有哪些财政变化值得关注？ .....	9
3.1. 全国宏观税负率有望止跌回升 .....	9
3.2. 特殊再融资债或将缩量发行 .....	10
3.3. 特殊新增专项债或将加速“股权财政”发展 .....	12
3.4. 债务司成立后，全口径债务监管进入“深水区” .....	16
4. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1:	由于特殊再融资债发行缩量等因素, 2026 年广义赤字预计同比增长不足 2000 亿元.....	5
图 2:	“财政支出、广义财政支出、实物广义财政支出”统计口径辨析 .....	6
图 3:	2026 年, “广义财政支出”中预期能够直接贡献实物工作量的比例有望止跌回升 .....	6
图 4:	2026 年实物广义财政支出同比增量预计不足 0.9 万亿元, 较上年显著下降.....	8
图 5:	2026 年实物广义财政支出同比增量偏低主要受“高基数”影响 .....	8
图 6:	2026 年全国宏观税负率有望“止跌回升”.....	9
图 7:	截至 2025 年 9 月, 地方政府债务结存限额多达 4.29 万亿元.....	10
图 8:	在 2025 年 9 月地方政府债务结存限额中, 2026 年可灵活安排的额度仅为 9369 亿元....	11
图 9:	2026 年特殊再融资债发行节奏可能仍相对前置.....	11
图 10:	2026 年特殊再融资债发行期限预计仍将以 10 年期及以上为主.....	12
图 11:	2025 年置换拖欠款、对地方政府投资基金出资、收储土地的特殊新增专项债发行放量 .....	14
图 12:	自 2024 年至今, 在加速市场化转型阶段, 国内融资平台有息负债增速“下台阶” .....	16
图 13:	在扩大化债范围的同时, 地方政府对国有“三资”的盘活力度未来将同步提高.....	17
表 1:	年初以来, 中央多项增量政策向民生领域倾斜财政支持.....	4
表 2:	2026 年, 狭义赤字率预计将同比持平, 广义赤字率预计将小幅下降 0.4 个百分点.....	5
表 3:	2026 年实物广义财政支出同比增速预计将有所下降.....	7
表 4:	自 2025 年 6 月起, 对地方政府投资基金出资成为地方专项债的新发行用途.....	13
表 5:	2025 年特殊新增专项债支持的政府投资基金主要支持产业升级与科技创新.....	14

## 1. 2026 年赤字展望：狭义赤字率同比持平，广义赤字率小幅下降

2025 年，国内实施更加积极的财政政策，支出强度提高、支出结构优化。2025 年，受益于赤字率同比提高 1 个百分点至 4%、超长期特别国债与新增地方政府专项债券发行放量等因素，全国广义赤字规模同比大幅提高 2.91 万亿元，进而带动全国财政支出强度大幅提高，全国财政“前两本账”（一般公共预算、政府性基金预算）预算支出之和高达 42.19 万亿元，同比增长 9.3%。从增量支出结构看，自年初至今，中央多项增量政策向民生领域倾斜财政支持，全年相关增量中央财政支出预计将超过 1100 亿元，全国财政支出结构在“投资于人”的导向下不断优化。

表1：年初以来，中央多项增量政策向民生领域倾斜财政支持

支持领域	文件名称	成文时间	中央财政支持规模 (亿元, 预计值)
民生	中共中央办公厅 国务院办公厅关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见	2025/3/2	-
消费	提振消费专项行动方案	2025/3/16	-
民生(文化)	关于《中央支持地方公共文化服务体系建设的补助资金管理办法》等文件的补充通知	2025/3/26	-
民生(教育)	关于做好 2025 年国家助学贷款免息及本金延期偿还工作的通知	2025/3/27	24.8
房地产	关于开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知	2025/4/3	200+ (未来数年合计)
民生(就业)	国务院办公厅关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知	2025/7/3	-
民生(养老)	民政部 财政部关于实施向中度以上失能老年人发放养老服务消费补贴项目的通知	2025/7/16	-
民生(育儿)	育儿补贴制度实施方案	2025/7/28	900
民生(教育)	国务院办公厅关于逐步推行免费学前教育的意见	2025/7/31	200
消费	关于印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》的通知	2025/8/4	37+
消费	关于印发《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》的通知	2025/8/6	-
消费	国务院办公厅关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见	2025/8/30	-
民间投资	国务院办公厅印发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》的通知	2025/11/3	-

数据来源：中国政府网，财政部，中国人民银行，东吴证券研究所

展望 2026 年，国内财政政策预计仍将保持积极基调，赤字规模与支出强度有望温和提升。从总量视角看，2025 年 10 月，《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，要发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性。2026 年，假设赤字率维持在 4%；超长期特别国债、新增地方政府专项债务额度分别增长 2000 亿元；地方政府特殊再融资债发行 2 万亿元用于置换存量隐性债务，那么据此测算，全国狭义赤字规模预计将达到 5.94 万亿元，同比增长约 2765 亿元。全国广义赤字规模预计将达到 14.54 万亿元，同比增长约 1670 亿元，广义赤字率约为 9.8%，同比小幅下降 0.4 个百分点，主要由于地方政府特殊再融资债发行缩量，2025 年四季度安排用于补充地方财力、支持项目建设的 5000 亿元特殊再融资债额度预计 2026 年将不再安排。

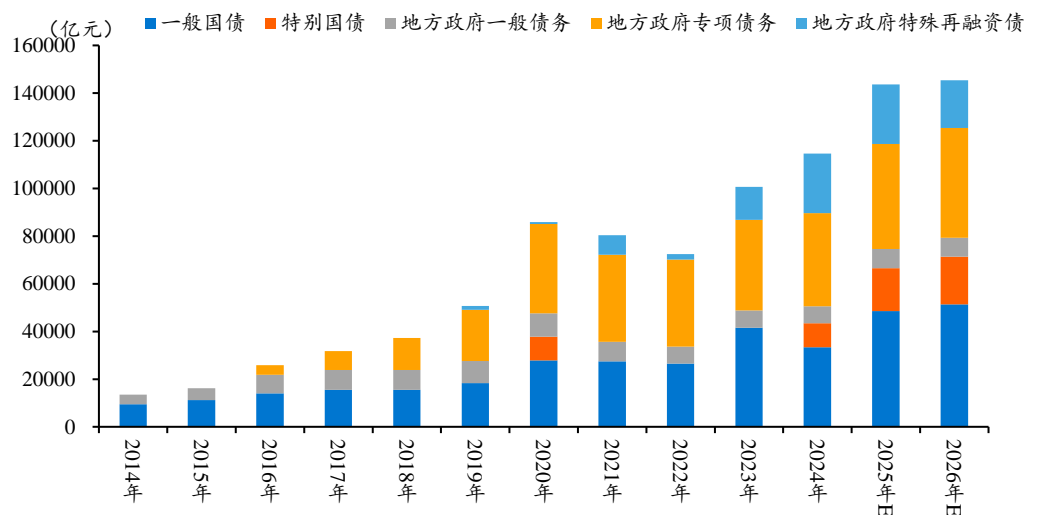
表2: 2026年, 狭义赤字率预计将同比持平, 广义赤字率预计将小幅下降0.4个百分点

科目 (单位:亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>狭义财政赤字</b>										
狭义赤字率	2.8%	2.5%	2.7%	3.6%	3.0%	2.7%	3.8%	3.0%	4.0%	4.0%
Yoy (-0.1%代表同比下降0.1pct)	-0.1%	-0.3%	0.2%	0.9%	-0.6%	-0.3%	1.0%	-0.8%	1.0%	0.0%
狭义赤字规模	23800	23800	27600	37600	35700	33700	48800	40600	56600	59365
Yoy	2000	0	3800	10000	-1900	-2000	15100	-8200	16000	2765
1.中央债务: 一般国债	15500	15500	18300	27800	27500	26500	41600	33400	48600	51365
yoy	1500	0	2800	9500	-300	-1000	15100	-8200	15200	2765
2.地方债务: 一般债务	8300	8300	9300	9800	8200	7200	7200	7200	8000	8000
yoy	500	0	1000	500	-1600	-1000	0	0	800	0
<b>广义财政赤字</b>										
广义赤字率	3.8%	4.0%	5.0%	8.3%	6.8%	5.9%	7.8%	8.5%	10.2%	9.8%
Yoy (0.4%代表同比上升0.4pct)	0.4%	0.2%	1.1%	3.3%	-1.5%	-1.0%	1.9%	0.7%	1.7%	-0.4%
广义赤字规模	31800	37300	50679	85899	80371	72400	100685	114618	143695	145365
Yoy	6000	5500	13379	35220	-5529	-7971	28285	13933	29077	1670
1.中央债务: 一般国债及特别国债	15500	15500	18300	37800	27500	26500	41600	43400	66600	71365
yoy	1500	0	2800	19500	-10300	-1000	15100	1800	23200	4765
2.地方债务: 一般&专项债务	16300	21800	30800	47300	44700	43700	45200	46200	52000	54000
yoy	4500	5500	9000	16500	-2600	-1000	1500	1000	5800	2000
3.地方债务: 特殊再融资债	0	0	1579	799	8171	2200	13885	25018	25095	20000
yoy	0	0	1579	-780	7371	-5971	11685	11133	77	-5095

数据来源: 国家统计局, 财政部, 东吴证券研究所

注: 2025E代表部分数据为估算值, 2026E数据均为估算值, 下文同。

图1: 由于特殊再融资债发行缩量等因素, 2026年广义赤字预计同比增长不足2000亿元



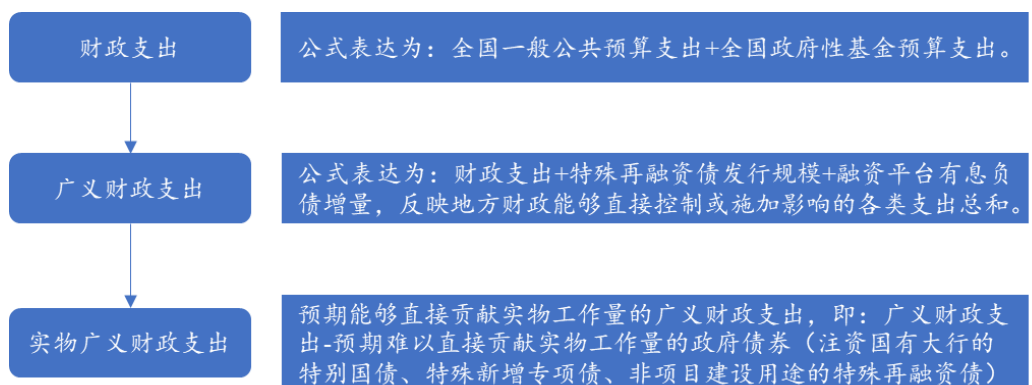
数据来源: 财政部, 中国债券信息网, 东吴证券研究所

## 2. 2026 年财政支出展望：总量增速放缓但实物支出占比提高

展望 2026 年，全国财政支出结构将兼顾“实物工作量”与“投资于人”。从结构视角看，一方面，“十五五”期间，财政政策明确将统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力，因此“投资于人”仍将是财政支出结构优化的重要方向。

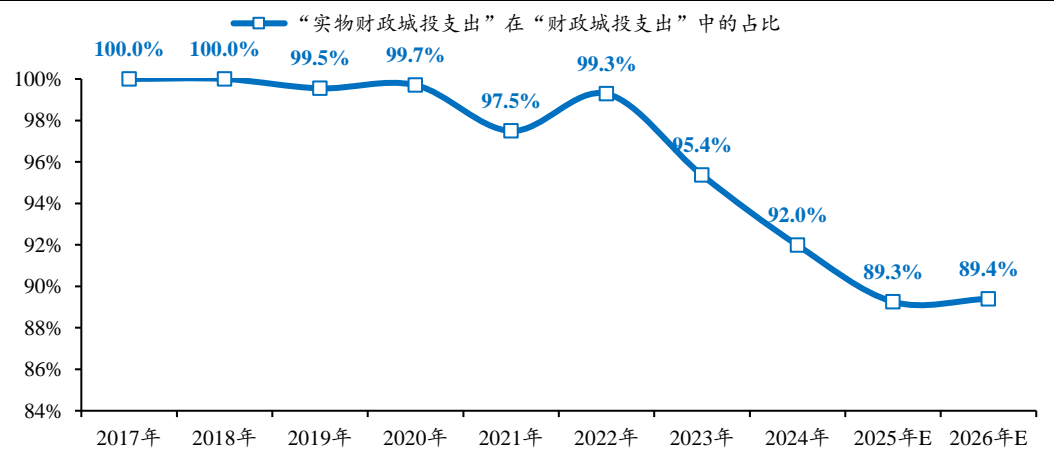
但另一方面，更加重要的是，自 2022 年至 2025 年，由于地方债加大在置换隐性债务、偿还拖欠企业账款、补充中小银行资本金、补充政府性基金财力、土地收储、对地方政府投资基金出资等预期难以直接贡献实物工作量领域的投入，同时融资平台债务管理政策持续收紧，因此预计能够直接贡献实物工作量的财政及城投支出（简称“实物广义财政支出”）在广义财政支出中的占比自 2022 年的 99.3% 逐年下滑至 2025 年 89.3%。展望 2026 年，伴随政府性债务管理、土地收储等政策逐步进入“常态化”，“实物广义财政支出”在“广义财政支出”中的占比有望止跌回升至 89.4%。

图2：“财政支出、广义财政支出、实物广义财政支出”统计口径辨析



数据来源：东吴证券研究所绘制

图3：2026 年，“广义财政支出”中预期能够直接贡献实物工作量的比例有望止跌回升



数据来源：财政部，国家统计局，Wind，东吴证券研究所

分“财政支出→广义财政支出→实物广义财政支出”三个层级看，预计2026年上述支出将分别同比增长3.2%、1.9%、2.1%。我们预计，2026年全国财政支出有望实现43.54万亿元，同比增长3.2%，较上年同比增速下滑6.1个百分点，主要由于上年提高赤字率、加码发行超长期特别国债与新增地方政府专项债务的力度较大，2025年“高基数”导致2026年财政支出同比增速边际放缓。但事实上，与2025年财政支出预算值变比，2026年财政支出同比增量预期仍将接近1.35万亿元，规模相对较大。

如果在财政支出的基础上，额外考虑地方政府特殊再融资债发行、融资平台（含非发债主体）有息负债增量带来的支出，那么我们预计2026年全国“广义财政支出”有望实现46.56万亿元，同比增长1.9%，该增速低于2026年全国财政支出增速预期约1.3个百分点，主要由于地方政府特殊再融资债或将缩量发行。具体而言，2025Q4地方政府特殊再融资债额外安排2000亿元额度用于支持部分省份投资建设，3000亿元额度用于补充地方政府综合财力（具体用途包括支持地方政府化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款等），2026年上述5000亿元额度预计将不再安排。

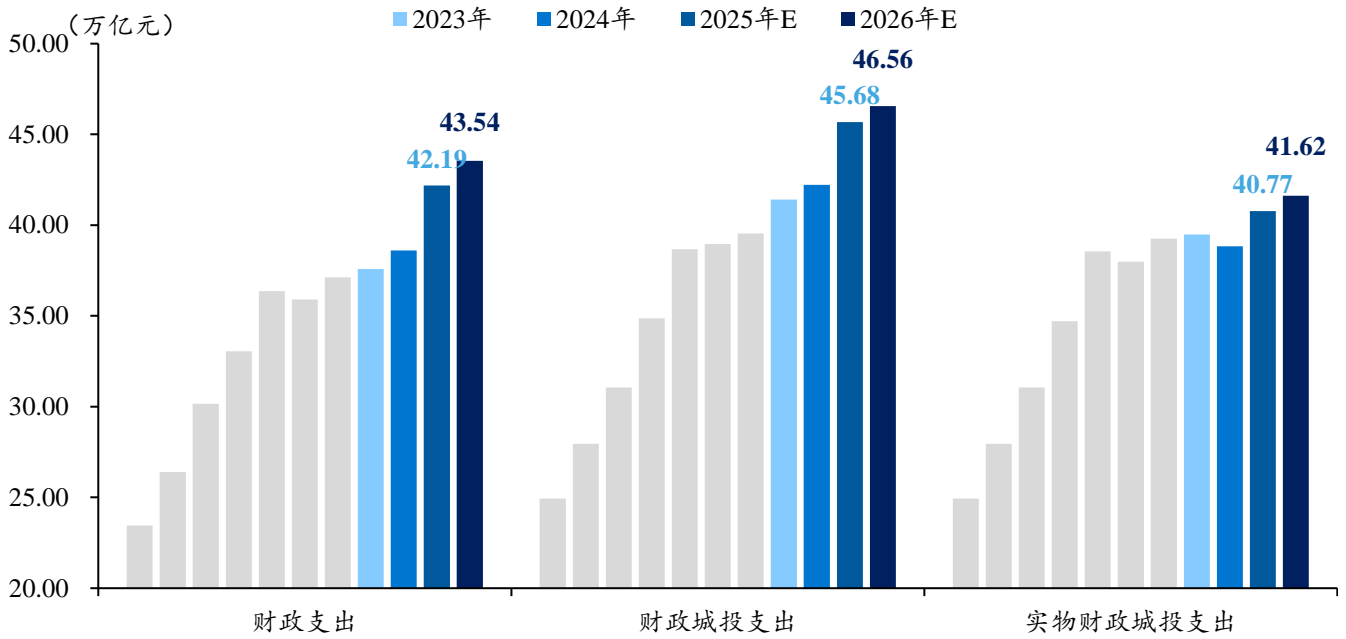
如果在“广义财政支出”基础上，剔除预计难以直接贡献实物工作量的部分，那么我们预计2026年能够直接贡献实物工作量的财政及城投支出（简称“实物广义财政支出”）有望实现41.62万亿元，同比增长2.1%，该增速高于2026年“广义财政支出”增速约0.2个百分点，主要由于受2025年安排用于注资国有大行的特别国债、特殊新增专项债、非项目建设用途的特殊再融资债“高基数”影响，2026年“非实物广义财政支出”的同比增量预计将由上年对应的超过1.5万亿元下降至不足300亿元。

表3：2026年实物广义财政支出同比增速预计将有所下降

科目 (单位:万亿元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 E	2026年 E
财政支出①	26.41	30.15	33.05	36.37	35.91	37.12	37.59	38.61	42.19	43.54
① Yoy	12.5%	14.2%	9.6%	10.1%	-1.3%	3.4%	1.3%	2.7%	9.3%	3.2%
广义财政支出②	27.94	31.05	34.86	38.67	38.96	39.55	41.41	42.22	45.68	46.56
② Yoy	12.1%	11.1%	12.3%	10.9%	0.7%	1.5%	4.7%	2.0%	8.2%	1.9%
实物广义财政支出③	27.94	31.05	34.70	38.56	37.98	39.26	39.49	38.83	40.77	41.62
③ Yoy	12.1%	11.1%	11.7%	11.1%	-1.5%	3.4%	0.6%	-1.7%	5.0%	2.1%

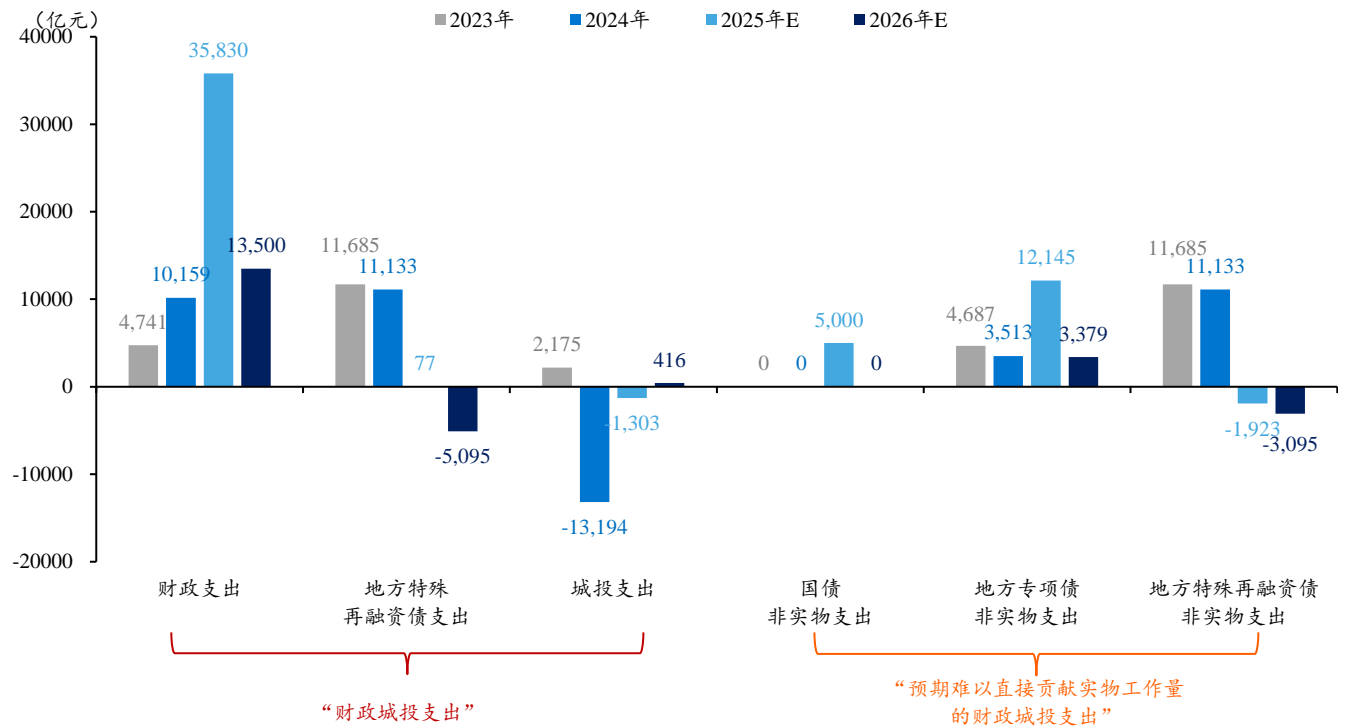
数据来源：国家统计局，财政部，Wind，东吴证券研究所

图4：2026年实物广义财政支出同比增量预计不足0.9万亿元，较上年显著下降



数据来源：财政部，Wind，东吴证券研究所  
注：灰色柱状图代表2016年至2022年。

图5：2026年实物广义财政支出同比增量偏低主要受“高基数”影响



数据来源：中国政府网，财政部，中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

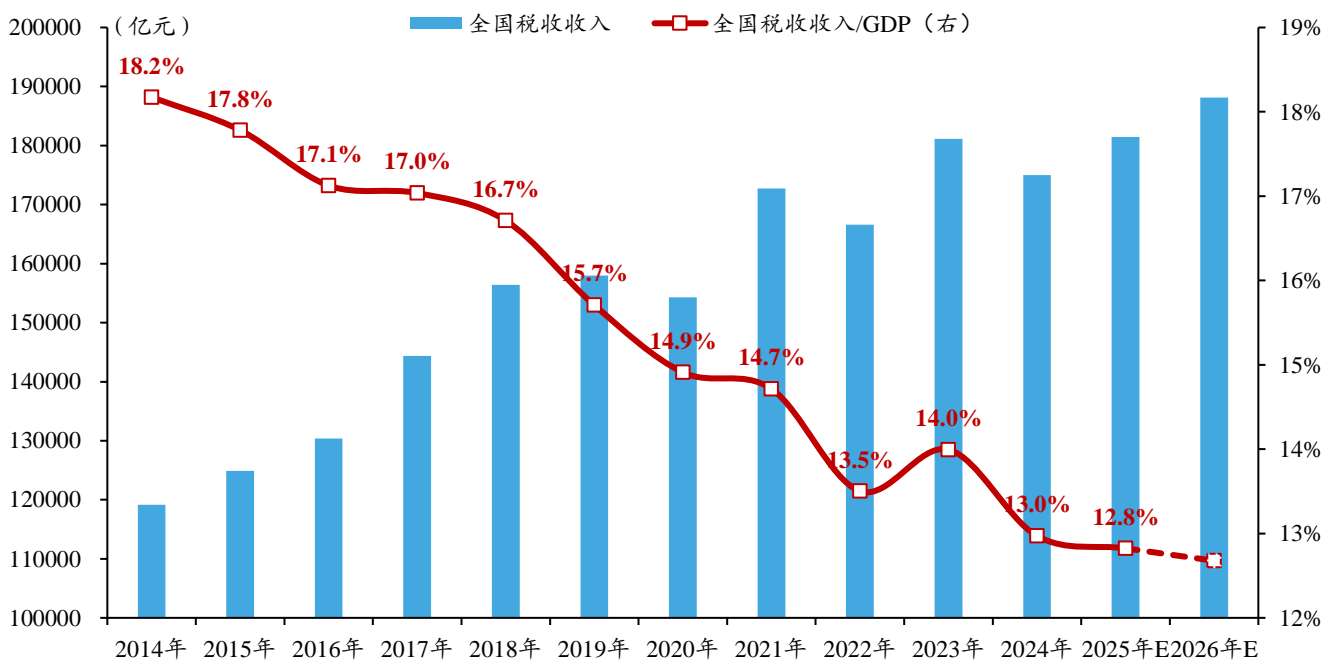
### 3. 2026年还有哪些财政变化值得关注？

#### 3.1. 全国宏观税负率有望止跌回升

2025年10月，《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，要规范税收优惠政策，保持合理的宏观税负水平。参考以“全国税收收入/GDP”测算的宏观税负率指标，自2014年至2025年，国内宏观税负水平持续下降，上述指标由超过18%下降至不足13%。2025年，全国宏观税负率预计为12.8%，同比下降0.2个百分点。

展望2026年，如果全国GDP、税收收入的名义增速均保持与上年一致，那么全国宏观税负率预计将为12.7%，同比降幅较小。事实上，一方面，纵深推进全国统一大市场建设正在逐步清理地方政府在招商引资等环节出台的不合理税费减免政策；另一方面，金融机构持续加大对服务民生、提振消费的支持力度，进而分担了过往只能依靠“减税降费”的政策压力。因此，2026年全国宏观税负率最终有望实现高于12.7%的实际值，如此意味着全国宏观税负率有望止跌回升。

图6：2026年全国宏观税负率有望“止跌回升”



数据来源：财政部，国家统计局，东吴证券研究所

### 3.2. 特殊再融资债或将缩量发行

截至 2025 年 9 月，全国地方政府债务结存限额高达 4.29 万亿元，较上年末仅下降不足 1 万亿元。但事实上，拆解全国地方政府债务结存限额的构成不难发现，4.29 万亿元额度中包括了 2026 年置换存量隐性债务额度 20000 亿元、2025 年新增地方债中待发行部分 8510.31 亿元、2025Q4 计划用于支持项目建设/补充地方财力的额度 5000 亿元，剩余部分 9368.99 亿元才是 2026 年财政可灵活安排使用的额度，仅为 4.29 万亿元的 22%。与之相比，2025 年财政可灵活安排使用的额度约为 12473.05 亿元，2026 年财政可灵活安排使用的额度同比下降高达 24.9%。

受制于结存限额剩余额度显著下降，我们预计 2026 年难以效仿 2025Q4，再度安排 5000 亿元额度用于支持项目建设/补充地方财力，因此 2026 年特殊再融资债发行规模或将由 2025 年的 25095 亿元下降至 20000 亿元。

细分发行节奏与发行期限看，2026 年特殊再融资债的发行用途预计均为置换存量隐性债务，参考过往相同用途的地方债发行统计，我们预计 2026 年特殊再融资债发行节奏可能仍相对前置，即当年上半年基本完成全年额度的发行使用；发行期限预计仍将以 10 年期（含）以上为主，10 年期（含）以上的特殊再融资债发行规模占比预计仍将维持在 88%左右。

图7：截至 2025 年 9 月，地方政府债务结存限额多达 4.29 万亿元



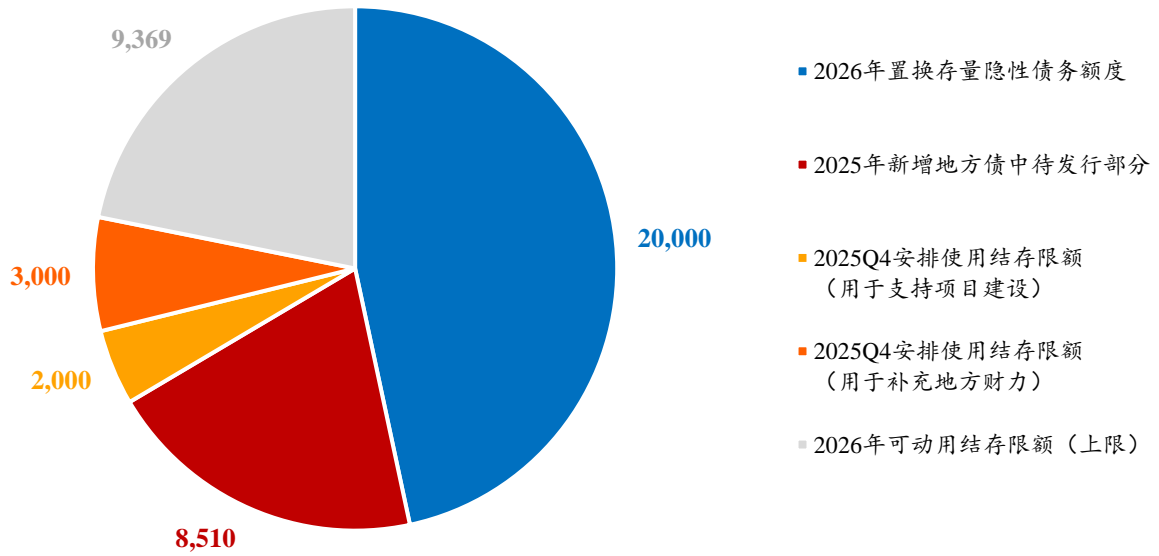
数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：2016 年、2024 年数据来自全国财政决算，其他数据来自财政部地方政府债券发行和债务余额情况逐月统计。

“2025 年 9 月”为当月末时点数据，其他为历年年末时点数据。

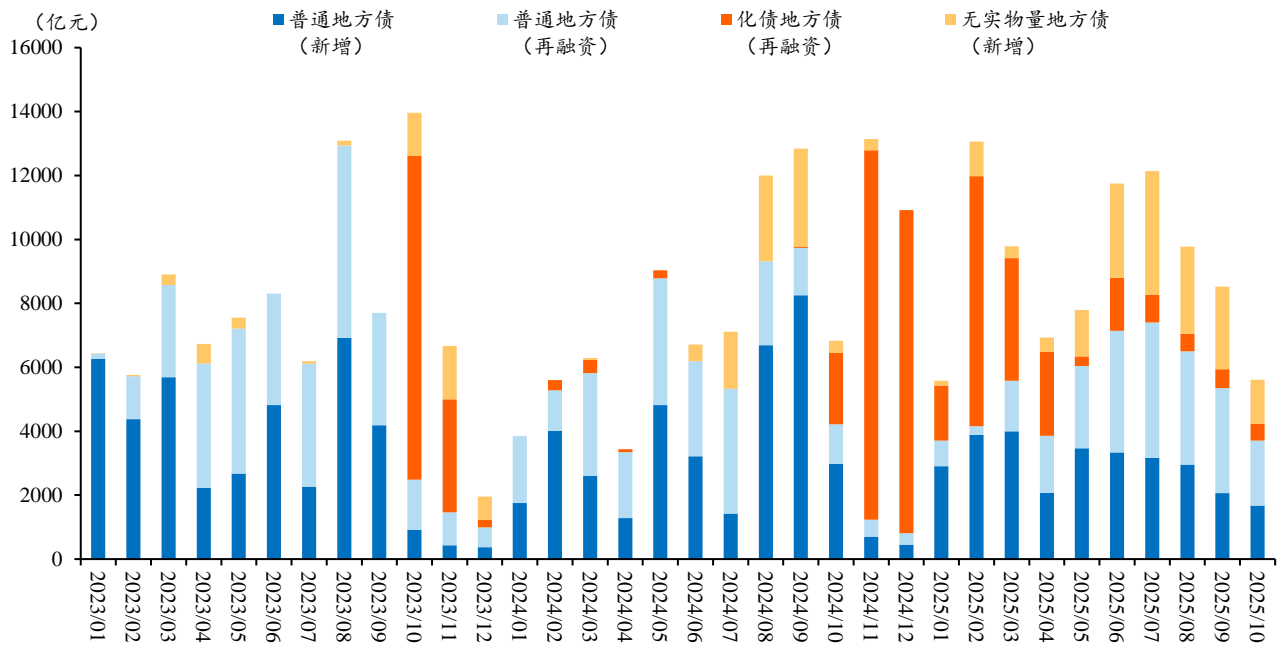
图8: 在 2025 年 9 月地方政府债务结存限额中, 2026 年可灵活安排的额度仅为 9369 亿元

单位: 亿元



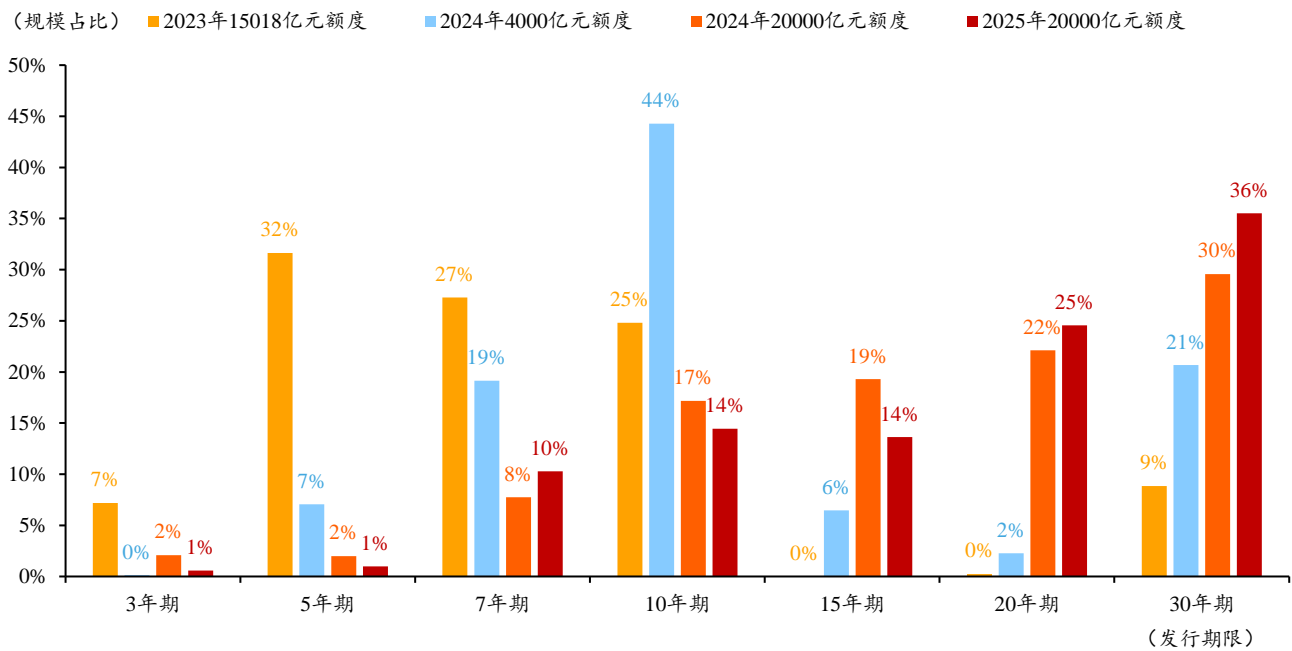
数据来源: 中央政府网, 财政部, 东吴证券研究所

图9: 2026 年特殊再融资债发行节奏可能仍相对前置



数据来源: 中国债券信息网, Wind, 东吴证券研究所

图10: 2026年特殊再融资债发行期限预计仍将以10年期及以上为主



数据来源: 中国债券信息网, Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 特殊新增专项债或将加速“股权财政”发展

自2025年初至11月14日, 全国未披露“底层项目一案两书”的特殊新增专项债累计发行17680亿元, 而2024年全年上述地方债发行规模约为8831亿元, 仅为前者的49.95%。细分来看, 截至2025年11月14日, 今年未披露“一案两书”的特殊新增专项债主要投向补充地方财力(具体用途包括置换拖欠企业账款/PPP欠款、支持存量政府投资项目建设等)、土地储备、对地方政府投资基金出资、补充中小银行资本金4大用途, 各自对应的发行规模分别为12267亿元(同比+39.9%)、4643亿元、510亿元、260亿元(同比+331.9%)。其中, 收储闲置土地、对地方政府投资基金出资均为特殊新增专项债2025年新增用途。

其中, 尤其值得关注的是, 自2025年6月起, 对地方政府投资基金出资的特殊新增专项债发行规模逐步增多。自2025年6月1日至11月14日, 北京、浙江、陕西、上海、安徽、湖北、江苏7省累计发行用于对地方政府投资基金出资的特殊新增专项债510亿元, 获得上述地方债资金支持的地方政府投资基金主要支持产业升级与科技创新, 服务于当地招商引资与支柱产业建设工作。在相关地方政府投资基金的投资案例中, 不乏知名科创企业及上市公司的身影, 例如:

- (1) 北京市政府投资引导基金参股国家军民融合产业投资基金(二期)等基金, 而国家军民融合产业投资基金的一期曾投资于航发动力(600893.SH)、中瓷电子(003031.SZ)等上市公司。
- (2) 西安市政府创新投资基金曾参与投资摩尔线程(688795.SH)、西安奕材-U(688783.SH)等科创板上市公司。

➤ (3) 杭州科创基金曾参与投资云深处、强脑科技等“杭州科技六小龙”企业。

展望未来，在特殊新增专项债的资金支持下，地方政府投资基金的招商引资路径有望从传统的“财政奖补”、“税费减免”转向新兴的“股权支持”“风险共担”，推动地方财政从“土地财政”向“股权财政”的转型。

上述转变不仅能够加大科创领域的财政资金支持力度，推动发展科学属性强、转化风险大、现有产业化条件缺乏，但迭代迅速、有机会产生巨大变革的技术。还能同步解决部分地区传统政府投资领域优质项目匮乏，亟需拓展新投资方向以免浪费新增专项债限额的问题。此外还有助于拓宽融资平台的市场化转型方向，例如在获得上述地方债资金支持的多个地方政府投资基金中，我们均能观察到过往从事传统非经营性业务的地方融资平台参股甚至控股的身影。

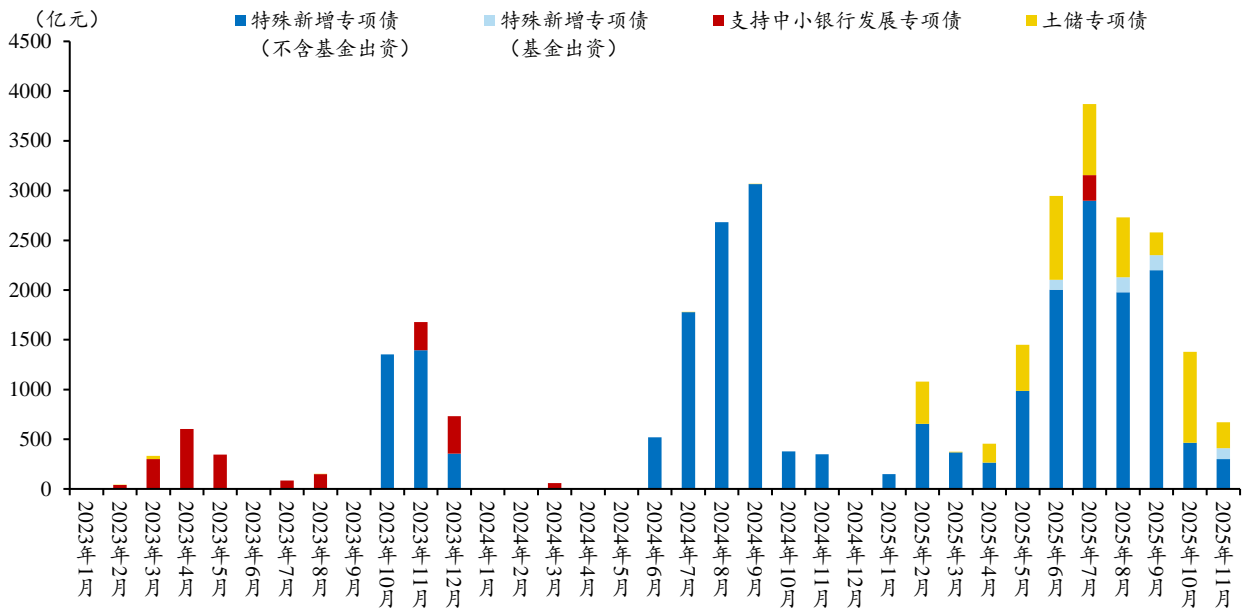
**表4：自 2025 年 6 月起，对地方政府投资基金出资成为地方专项债的新发行用途**

债券简称	发行省份	发行起始日	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	募集资金用途(具体支持基金)
25 北京 63	北京	2025-06-26	100.00	10.00	1.79	北京市政府投资引导基金
25 宁波债 31	浙江	2025-08-22	50.00	20.00	2.31	宁波市政府投资基金
25 陕西债 40	陕西	2025-08-25	50.00	20.00	2.36	西安市政府创新投资基金
25 上海债 35	上海	2025-08-29	50.00	15.00	2.04	上海未来产业基金
25 安徽债 98	安徽	2025-09-16	50.00	20.00	2.38	合肥兴泰集团、合肥产投集团所属创业投资类政府投资基金
25 浙江债 61	浙江	2025-09-22	25.00	20.00	2.36	浙江省创投基金
25 浙江债 60	浙江	2025-09-22	75.00	10.00	2.01	浙江省创投基金、杭州科创基金、台州市金投科创母基金、嘉兴市天使基金、浙江省金科创投母基金一期、潮州市人才创新二期基金、湖州科创母基金、温州科创基金、(浙江)省“专精特新”(温州)母基金、丽水市丽创创业投资基金、浙江省金科创投母基金二期、磐安县中科未来创业投资基金、金华普华启真创业投资合伙企业、金华市惠每介入医疗创业投资基金、绍兴市产业股权投资基金、衢州信睿创业投资基金共 16 个基金
25 湖北 101	湖北	2025-11-06	10.00	15.00	2.26	武汉市政府投资引导基金
25 江苏债 51	江苏	2025-11-14	100.00	15.00	2.23	江苏省创业投资政府投资基金

数据来源：财政部，中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

注：统计日期截至 2025 年 11 月 14 日。

图11: 2025年置换拖欠款、对地方政府投资基金出资、收储土地的特殊新增专项债发行放量



数据来源: 中国债券信息网, 东吴证券研究所

注: 2025年11月数据截至当月14日。

表5: 2025年特殊新增专项债支持的政府投资基金主要支持产业升级与科技创新

地方债	地方债拟出资基金	基金主要股东及持股比例	基金核准日、出资额	基金支持方向
25北京63	北京市政府投资引导基金	北京国有资本运营管理有限公司 99.996%	2025-10-10、 2500.1亿元	主要用于保障京津冀协同发展和非首都功能疏解, 服务北京国际科技创新中心和文化中心建设, 支持产业转型升级和高精尖产业发展, 促进中小企业发展和创新创业等。
25宁波债31	宁波市政府投资基金	2023年7月计划由宁波金融开发投资控股集团有限公司独资设立	-	重点支持产业转型升级和发展, 创新创业, 招商引资, 基础设施和公共服务领域。
25陕西债40	西安市政府创新投资基金	由西安财金投资管理有限公司负责运营管理	首期计划100亿元, 其中西安市安排80%, 争取省政府投资引导基金出资20%。	重点支持秦创原创新驱动平台建设和科技创新发展, 主要投向电子信息、人工智能、光电芯片、航空航天、新材料、新能源、生物医药等行业方向。
25上海债35	上海未来产业基金	-	-	关注的六大未来产业: 未来健康、未来信息、未来能源、未来空间、未来材料、未来制造。每个产业都包含若干领域, 比如在未来信息产业中, 科学智能、大模型前沿、量子计算、具身智能、硅光是基金重点关注的5个前沿领域。
25安徽债98	合肥兴泰集团所属创业投资类政府投资基金、合肥产投集团所属创业投资类政府投资基金	-	-	-
25浙江债61	浙江省创投基金	-	-	-

25 浙江债 60	浙江省创投基金、嘉兴市天使基金、湖州科创母基金、温州科创基金	-	-	-
	杭州科创基金	以杭州科创集团为运营主体	-	投资方向为“投早、投小、投科技”，投资阶段以初创期的科创投资为主。
	台州市金投科创母基金	台州市金融投资集团有限公司 99.9998%	2024-09-24、 50.0001 亿元	-
	浙江省金投科创母基金一期	长投汇优科创股权投资（嘉兴）合伙企业 69.9301%、浙江省产业基金有限公司 29.97%	2025-09-22、 20.02 亿元	主要围绕“互联网+”、生命健康、新材料三大科创高地，聚焦云计算与未来网络等 15 大战略领域、“9+6”未来产业，重点支持投早投小、创新赛道、科创平台、创新人才等。
	湖州市人才创新二期基金	湖州金融投资公司 50%、湖州市产业基金投资有限公司 49.8333%	2025-10-09、6 亿元	-
	（浙江）省“专精特新”（温州）母基金	浙江省产业基金、温州产业基金、粤科金融集团	-	锚定温州市“5+5+N”重点产业领域和重点项目。
	丽水市丽创业投资基金	丽水市高质量绿色发展产业基金有限公司 99.95%	2025-07-29、20 亿元	主要投资方向为以关键材料为核心的特色半导体产业链、精密制造、健康医药、时尚产业、数字经济等产业。
	浙江省金投科创母基金二期	浙江省产业基金有限公司 29.98%、义乌中金宏盛股权投资基金合伙企业 24.9833%、西藏世纪腾云商业管理有限责任公司 19.9867%、义乌市基金投资有限公司 14.99%、金华市产业基金有限公司 9.9933%	2025-04-10、 30.02 亿元	主要围绕“互联网+”、生命健康、新材料三大科创高地，聚焦云计算与未来网络等 15 大战略领域、“9+6”未来产业，重点支持投早投小、创新赛道、科创平台、创新人才等领域。
	磐安县中科未来创业投资基金	杭州蓝湾健康产业合伙企业 29%、磐安县金融控股投资有限公司 28%、金华市产业基金有限公司 20%、磐安县交通水利建设集团有限公司 11%、磐安县城建设集团有限公司 11%	2024-12-30、3 亿元	-
	金华普华启真创业投资合伙企业	金华市产业基金有限公司 39.5257%、浙江省金投科创母基金一期股权投资合伙企业 31.6206%、金华金开国有资产控股集团有限公司 23.7154%、	2025-01-08、2 亿元	主要围绕浙江省科创母基金聚焦的“互联网+”、生命健康、新材料三大科创高地及其 15 大战略领域、“9+6”未来产业进行投资。
	金华市惠每介入医疗创业投资基金	金华市浙中医疗健康有限公司 49%、金华金开国有资产控股集团有限公司 30%、金华市产业基金有限公司 12%、浙江省金投科创母基金二期创业投资合伙企业 8%	2025-08-28、5 亿元	-
	绍兴市产业股权投资基金	绍兴市金融控股有限公司 85%、绍兴市国有资本运营有限公司 15%	2023-08-01、150 亿元	-
衢州信睿创业投资基金	衢州市工业股权投资有限公司 99.995%	2025-08-21、 2.0001 亿元	-	

25 湖北 101	武汉市政府投资引导基金	-	-	-
25 江苏债 51	江苏省创业投资政府投资基金	-	-	-

数据来源：上述省市政府官网，Wind，东吴证券研究所

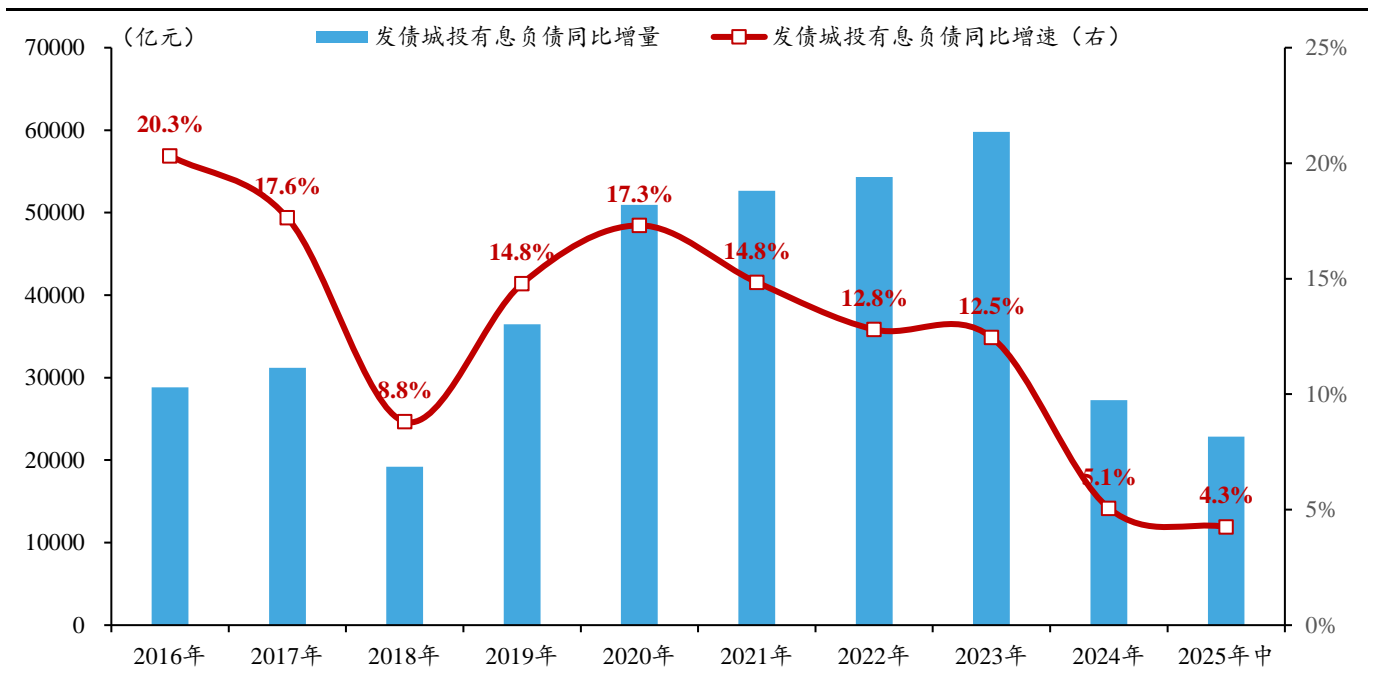
注：基金出资额并非实缴数据。

### 3.4. 债务司成立后，全口径债务监管进入“深水区”

2025年11月3日，财政部债务管理司（简称“债务司”）正式出现在财政部官网“机构设置”栏目，债务司共设六个处，分别为综合处、中央债务处、地方债务一处、地方债务二处、发行兑付处、监测管理处。事实上，在地方省级、市级财政层面，许多地区过往数年早已设立了债务处专司管理政府性债务相关事宜。财政部债务管理司的设立有助于在部委层面解决多个司局分头负责债务管理工作的“多龙治水”问题，更好地承担起全口径债务统计监测职能。

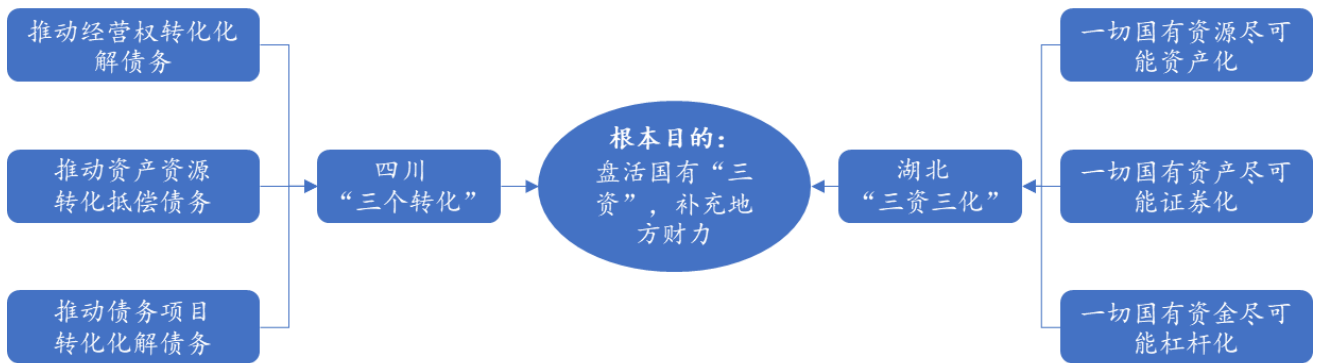
从更深层次看，过去10年，按照与地方财政的偿还责任“由近及远”，国内政府性债务管理经历了“2014年规范地方债→2018年首提‘隐债十年清零’→2023年首提融资平台经营性债务化解”循序渐进的治理过程。展望2026年乃至2028年隐债清零后的时代，从防范地方财政风险、切割企业信用与政府信用的角度出发，“地方财政或有债务（如化解拖欠款/化解PPP欠款/支持中小银行/房地产去库存）→市政企业经营性债务→各类主体对地方政府的全口径应收账款”预计也将逐步纳入债务化解范围。事实上，这些债务较隐性债务的涉及范围更广、化解难度更大，属于“真正难啃的硬骨头”，未来10年，国内全口径债务监管预计将进入真正的“深水区”。

图12：自2024年至今，在加速市场化转型阶段，国内融资平台有息负债增速“下台阶”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 在扩大化债范围的同时, 地方政府对国有“三资”的盘活力度未来将同步提高



数据来源: 四川省人民政府, 湖北省人民政府, 东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

- (1) 对 2026 年财政赤字、财政支出、融资平台有息负债的测算可能不够准确;
- (2) 对特殊再融资债、特殊新增专项债的发行统计及投向分析可能不够准确;
- (3) 对地方债注资政府投资基金、化解金融机构风险、支持房地产去库存的预期可能过于保守;
- (4) 对政府投资基金的信息整理可能不够全面。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>