



宏观专题分析报告

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

等待财政的“逆风”转向

二季度以来，经济数据的分化有所加剧，但这背后并非源于新兴产业对传统产业的挤出，而是政策的主动转向。月广义财政支出增速转负，主要受地方财政支出进度偏慢拖累。当前财政支出较年初预算的偏离已达到了同期最高水平。

尽管年初中央安排的财政政策力度并不低，但地方支出意愿的变化客观上造成了“财政少花钱”的事实，导致固定资产投资增速持续承压。但二季度以来的“财政逆风”不等于传统意义上的财政紧缩。但今年财政收入并未出现明显收缩，反而在经济新动能的带动下加快增长。当前一本账的财政收入处于“超收”状态。1-5 月一般公共预算收入较年初预算增加 1716.3 亿元，这也表明当前财政的症结并非源自收入端，而是支出意愿发生了边际变化，并且中央和地方存在明显的分化。

一方面，5 月中央财政支出增速加快，表明财政政策的积极取向并未改变。另一方面，地方财政主动放缓支出节奏，本质是在规范招商引资行为和明确政府投资项目决策终身负责制的背景下，地方政府对投资项目的态度更加审慎。专项债的发行和使用情况是观测地方政府行为的重要窗口。4、5 月新增专项债发行节奏明显放缓，发行金额分别为 1743.6、1608.0 亿元，而一季度单月发行金额均保持在 3000 亿以上。更重要的是，专项债用于项目建设的资金较去年同期大幅收缩，4、5 月仅为去年同期的 63.6%、39.5%。

但 6 月中旬以来，专项债发行明显提速，三季度有望迎来发行高峰。按照目前披露的 6 月发行计划，上半年专项债发行规模合计 2.1 万亿，如果按照 9 月底发行进度达到 90%推算，7、8、9 月专项债发行规模将达到 1.9 万亿，平均每月发行规模在 6000 亿以上。去年三季度恰逢财政支出的“低谷”。如果今年的专项债发行使用能够按照年初的既定安排，仅 8000 亿元用于化债清欠，那么今年三季度用于项目投资的专项债规模将达到 1.2-1.3 万亿，较去年同期增加 6000-7000 亿元，财政政策空间充足。

在不安排增量政策的前提下，仅通过追赶年初安排的财政支出进度，下半年能够形成实物工作量的财政支出较去年同期增量也将接近 1 万亿。

地方政府的支出意愿依然是影响下半年财政支出和内需增长的关键因素。观察年内财政支出能否提速存在三个关键窗口：一是 7 月上旬，重点关注专项债用于项目建设的资金能否延续 6 月以来的增加态势，这背后折射出地方政府的支出意愿是否修复。二是 7 月政治局会议前后，关注 8000 亿新型政策性金融工具是否投放落地。三是 9 月下旬，如果地方财政支出意愿尚未修复，三季度经济数据或仍承压，在此背景下关注是否会触发增量政策的出台，由中央承担更多支出责任，以稳定经济运行。

风险提示

财政支出节奏不及预期，经济超预期承压。

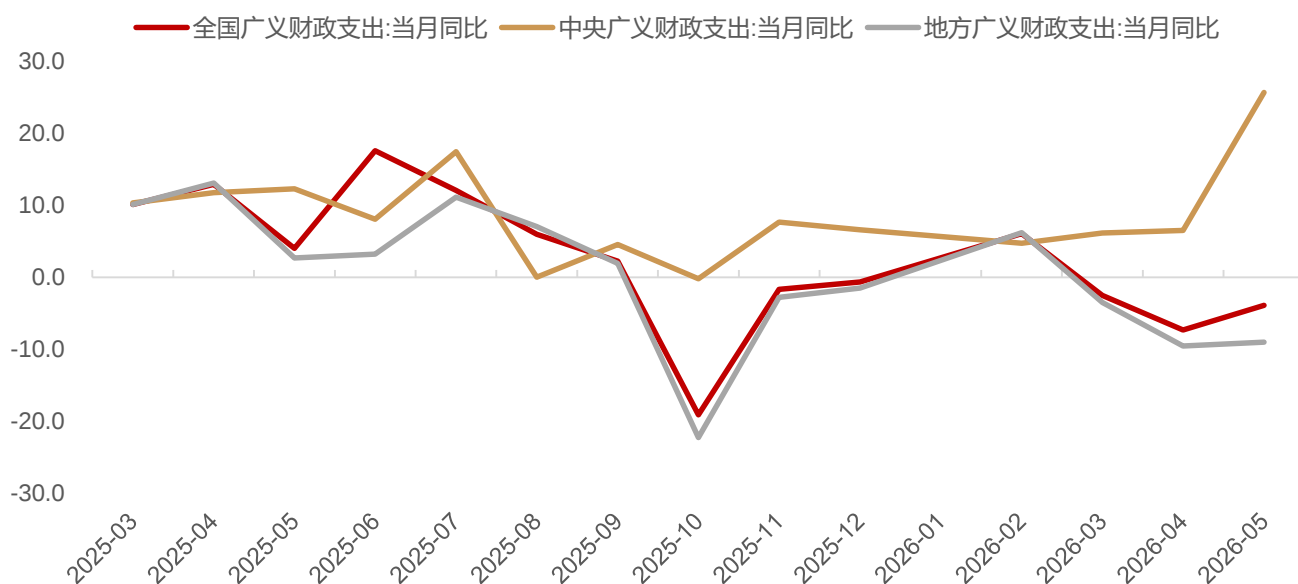


二季度以来，经济数据的分化有所加剧，但这背后并非源于新兴产业对传统产业的挤出，而是政策的主动转向。

4-5 月广义财政支出增速转负，主要受地方财政支出进度偏慢拖累。4 月，全国前两本账合计的广义财政支出同比-7.3%，中央和地方支出增速分别为 6.5%、-9.5%。5 月，中央主动加快支出节奏，广义财政支出同比增长 25.7%，带动全国增速回升至-3.9%，但地方广义财政支出增速仅-9.0%，仍在持续拖累财政支出节奏。

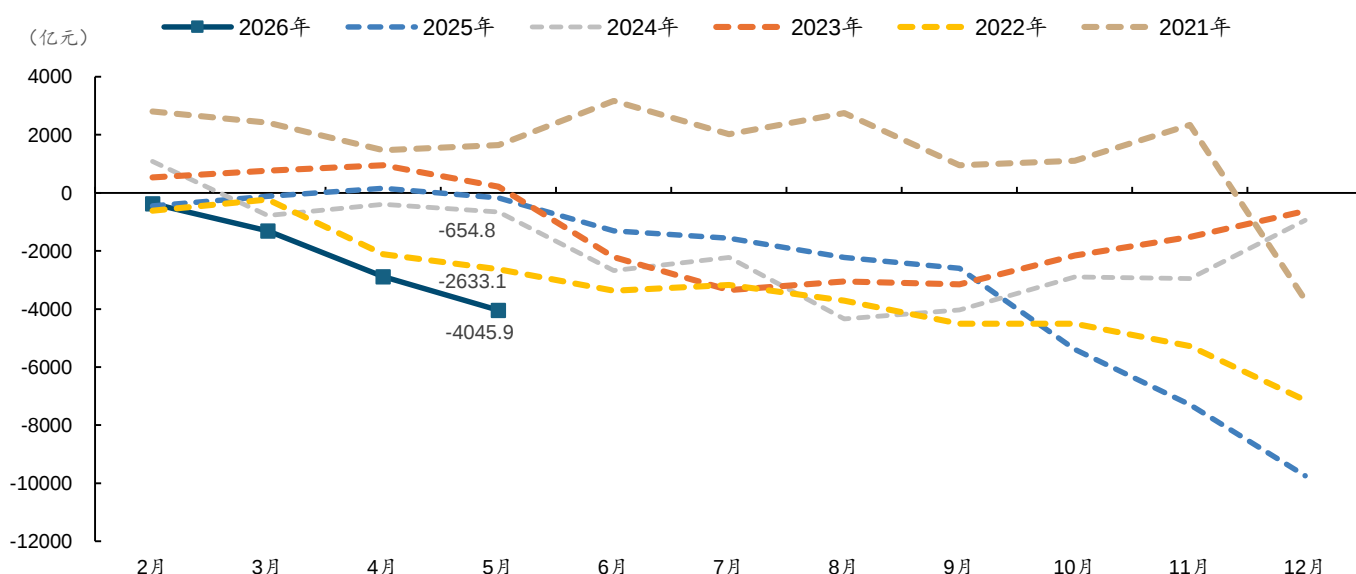
当前财政支出较年初预算的偏离已达到过去 5 年同期的最高水平。根据年初的预算安排，2026 年一、二本账的财政预算支出增速分别为 4.4%、5.1%，但 1-5 月实际增速仅为 0.8%、-4.3%；前两本账的合计预算支出增速为 4.6%，但 1-5 月仅为-0.3%。目前一本账支出较年初预算减少 4045.9 亿元，偏离度达到 3.4%；二本账支出较年初预算减少 3029.4 亿元，偏离度达到 9.0%。

图表1：地方财政支出偏慢拖累广义财政支出增速转负



来源：Wind，国金证券研究所

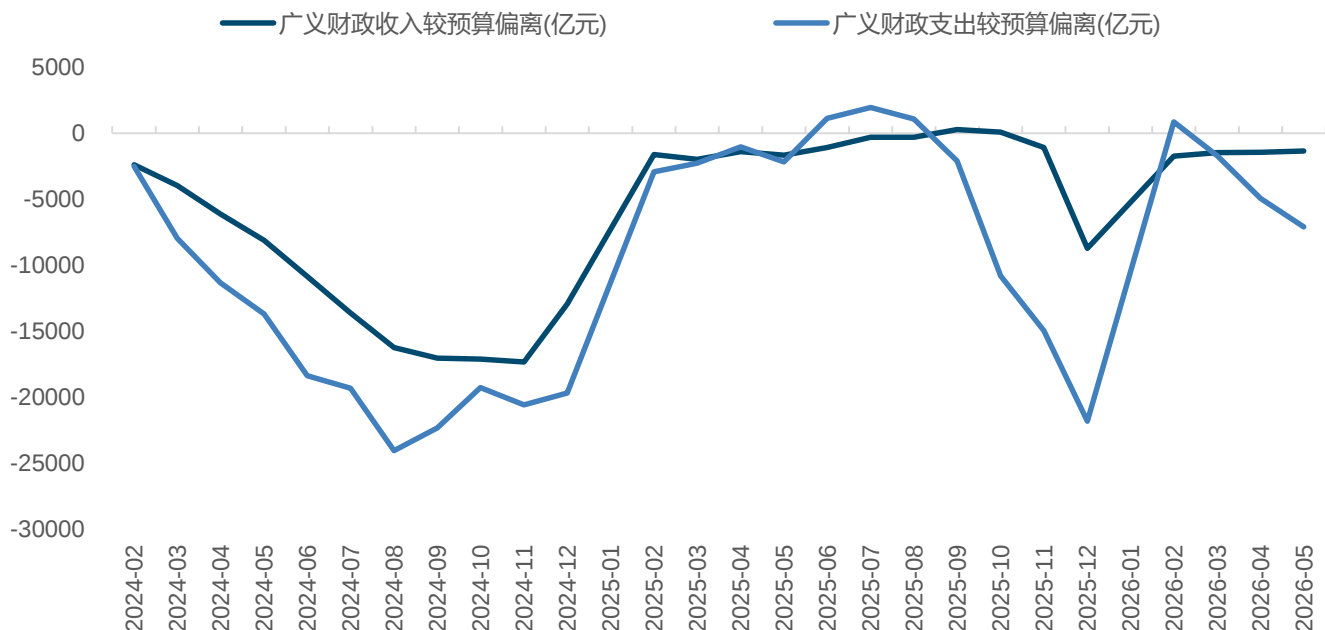
图表2：一般公共预算支出较预算偏离远超过去 5 年同期水平



来源：Wind，国金证券研究所



图表3：广义财政收支较预算偏离情况



来源：Wind，国金证券研究所

尽管年初中央安排的财政政策力度并不低，但地方支出意愿的变化客观上造成了“财政少花钱”的事实，导致固定资产投资增速持续承压。

通常情况下，财政支出偏离预算的主要原因是财政收入承压。例如，2024年8月一本账支出低于预算4339.3亿元，而一本账收入较预算减少9029.3亿元，此后触发了“9.24”一揽子政策的出台。

但二季度以来的“财政逆风”不等于传统意义上的财政紧缩。年初至今的财政收入并未出现明显收缩，反而在经济新动能的带动下加快增长。1-5月，一本账的收入同比增长4.0%，增速较1-4月提高0.5个百分点，高于年初预算2.2%的增速。其中，税收收入累计同比增速达到4.4%，前四大税种中仅消费税受成品油和汽车消费拖累出现回落，增值税和个税均保持较快增长，企业所得税累计同比在5月也实现了由负转正。

事实上，当前一本账的财政收入处于“超收”状态。1-5月一般公共预算收入较年初预算增加1716.3亿元，这也表明当前财政的症结并非源自收入端，而是支出意愿发生了边际变化，并且中央和地方存在明显的分化。

一方面，5月中央财政支出增速加快，表明财政政策的积极取向并未改变。另一方面，地方财政主动放缓支出节奏，本质是在规范招商引资行为和明确政府投资项目决策终身负责制的背景下，地方政府对投资项目的态度更加审慎。

中办2月下旬宣布在全党开展树立和践行正确政绩观学习教育，于2026年春节假期后启动、7月底基本结束。4月以来，中央督导组陆续进驻地方。在投资端，正确政绩观的核心理念是“不以GDP论英雄，不简单以投资规模论政绩”、“不盲目铺摊子、上项目”。4月15日国办印发的《关于深化投资审批制度改革的意见》首次提出“政府投资项目决策终身负责制”，强调“对地方接不住、管不好的领域，要上收项目核准权限”。

专项债的发行和使用情况是观测地方政府行为的重要窗口。4、5月新增专项债发行节奏明显放缓，发行金额分别为1743.6、1608.0亿元，而一季度单月发行金额均保持在3000亿元以上。更重要的是，专项债用于项目建设的资金较去年同期大幅收缩，4、5月分别为1173.8、1176.9亿元，仅为去年同期的63.6%、39.5%，这也是导致基建投资增速超预期回落的重要原因。

当前投资端的压力很大程度来自于财政支出节奏的错位。去年二季度面对关税冲击带来的不确定性，政策主动加大了逆周期调节的力度。今年外部环境相对缓和，出口保持高增，一季度经济也实现了开门红，因而二季度财政政策保持定力。

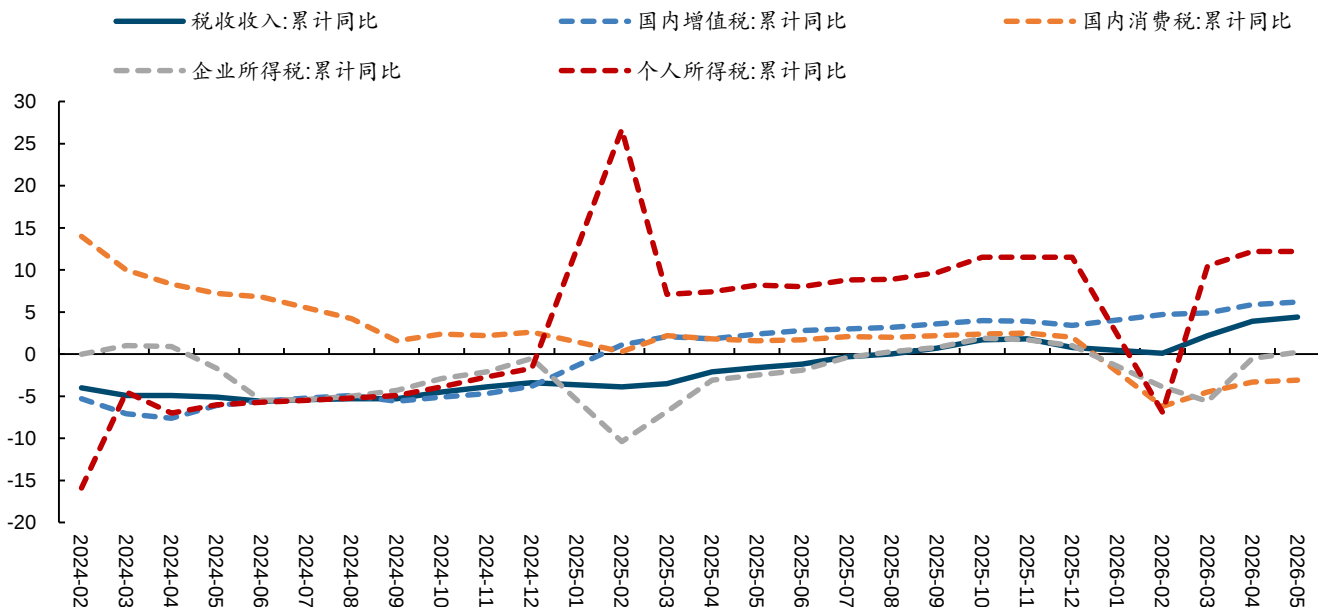


图表4：1-5月前两本账收支情况

		2026年预算		2026年1-5月		较预算增减(亿元)	
		收入:同比	支出:同比	收入:同比	支出:同比	收入	支出
中央	一本账	1.8%	5.5%	5.7%	6.5%	-	-
	二本账	7.4%	-7.6%	10.5%	67.8%	-	-
	两本账合计	2.1%	2.9%	5.9%	10.1%	-	-
地方	一本账	2.4%	4.0%	2.7%	-0.1%	-	-
	二本账	0.0%	6.5%	-23.2%	-6.6%	-	-
	两本账合计	1.7%	4.7%	-2.4%	-1.7%	-	-
全国	一本账	2.2%	4.4%	4.0%	0.8%	1716	-4046
	二本账	0.6%	5.1%	-19.2%	-4.3%	-3058	-3029
	两本账合计	1.8%	4.6%	0.8%	-0.3%	-1342	-7075

来源：Wind，国金证券研究所

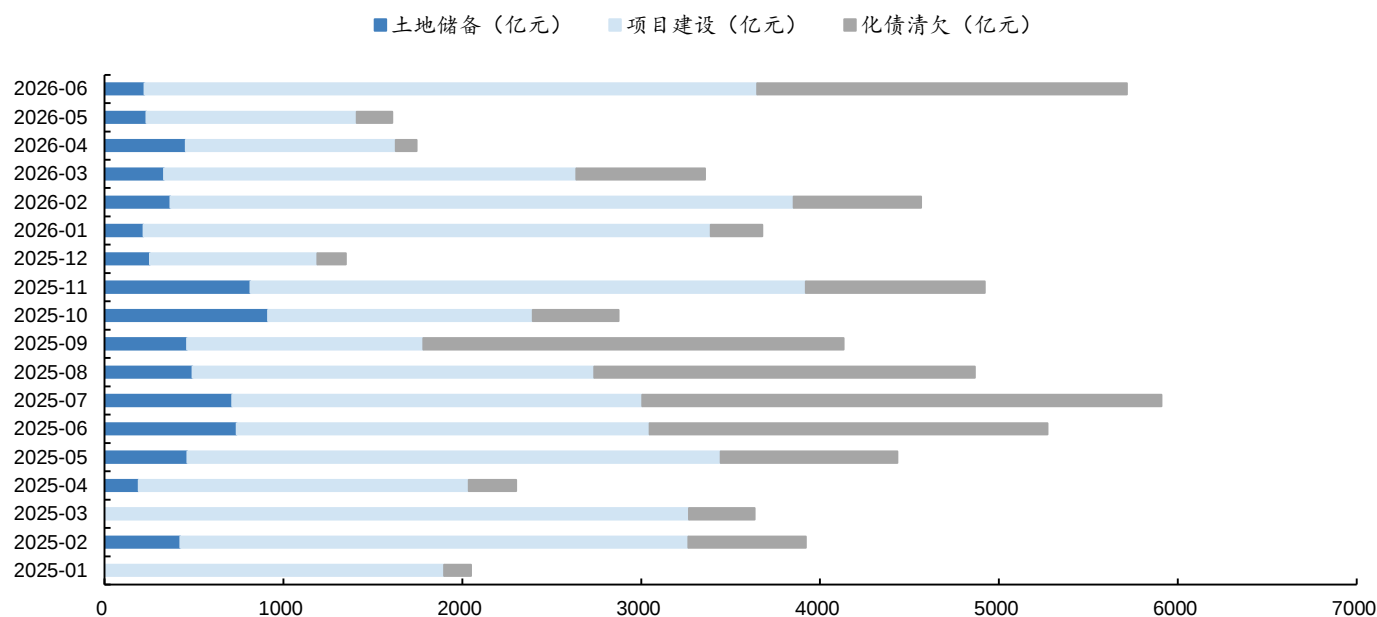
图表5：税收收入延续改善



来源：Wind，国金证券研究所



图表6：新增专项债发行和使用情况



来源：企业预警通，国金证券研究所

6月中旬以来，专项债发行明显提速，三季度有望迎来发行高峰。

截至6月24日，已披露的6月新增专项债发行规模达到5716.4亿元，较4、5月单月发行规模不足2000亿显著加快。其中，用于项目建设的专项债资金约3426.1亿元，较去年同期增加1117.1亿元，这意味着6月基建投资增速有望改善。

通常情况下，中央要求地方在9月底前完成专项债发行，即使地方发行进度偏慢，在中央不额外下达结存限额的情况下，10月底之前也需要基本完成发行。按照目前披露的6月发行计划，上半年专项债发行规模合计2.1万亿，如果按照9月底发行进度达到90%推算，7、8、9月专项债发行规模将达到1.9万亿，平均每月发行规模在6000亿以上。

去年三季度恰逢财政支出的“低谷”，新增专项债发行规模仅1.5万亿，其中用于化债清欠的比例接近50%，形成实物工作量相对较少。如果今年的专项债发行使用能够按照年初的既定安排，仅8000亿元用于化债清欠，那么今年三季度用于项目投资的专项债规模将达到1.2-1.3万亿，较去年同期增加6000-7000亿元，财政政策空间充足。

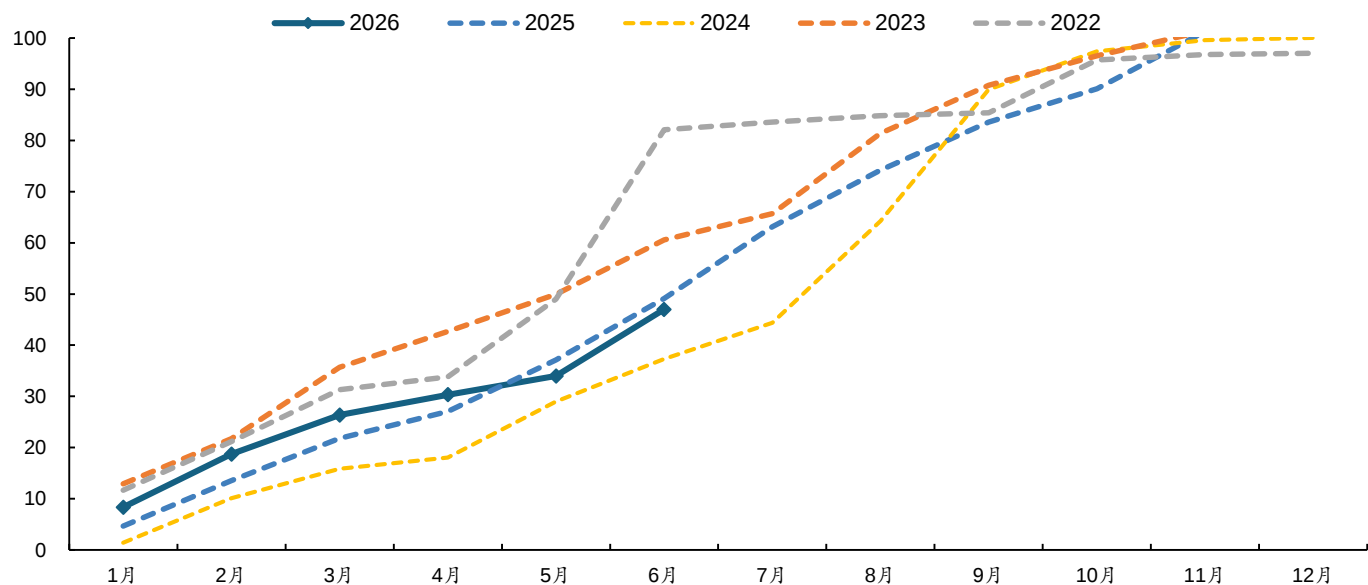
从预算执行的角度看，历年一本账的收支完成进度通常在98%以上，如果年内较预算偏离程度较大，通常需要追赶预算。当前一本账财政支出低于预算4045.9亿元，偏离度已接近“9.24”前的水平。与“9.24”不同的是，当时的财政支出压力来源于财政收入的萎缩，需要安排增量资金来解决；但当下财政收入处于“超收”状态，可用财政资源较为充足。预计未来财政发力的重心将更多放在盘活存量上，关键是强化地方财政的支出意愿。

此外，年初安排的8000亿新型政策性金融工具尚未落地。从政策节奏看，若年内要形成实物工作量，政策性金融工具大概率将在三季度完成投放。涵盖算力网、交通网、能源网、水网、生态网和安全网的“六张网”建设预计成为政策性金融工具的重点投向。

在不安排增量政策的前提下，仅通过追赶年初安排的财政支出进度，下半年能够形成实物工作量的财政支出较去年同期的增量也将接近1万亿。



图表7：历年专项债发行进度（%）



来源：企业预警通，国金证券研究所

地方政府的支出意愿依然是影响下半年财政支出和内需增长的关键因素。以专项债为例，三季度发行提速是大概率事件，但如果缺乏符合收益平衡要求的项目，不排除地方政府加大专项债用于化债清欠的比例，从而挤出项目投资的可能性。但即使出现这种情况，由于去年同期的基数较低，投资端的同比增速也有望较二季度边际改善。

目前看，6月新增专项债用于化债清欠出现提速迹象，当月规模为2067.6亿元，占比增加至36.2%。但年初至今，用于化债清欠的特殊新增专项债累计发行进度仅50%，整体仍处于合理区间。若后续特殊新增专项债单月发行规模增加至3000亿元以上，或表明地方政府对项目投资的态度并未较二季度显著改变。

因此，观察年内财政支出能否提速存在三个关键窗口：

一是7月上旬，重点关注专项债用于项目建设的资金能否延续6月以来的增加态势，这背后折射出地方政府的支出意愿是否修复。

二是7月政治局会议前后，关注8000亿新型政策性金融工具是否投放落地。

三是9月下旬，如果地方财政支出意愿尚未修复，三季度经济数据或仍承压，在此背景下关注是否会触发增量政策的出台，由中央承担更多支出责任，以稳定经济运行。

风险提示

财政支出节奏不及预期。若地方延续审慎的支出态度，年内财政支出节奏可能持续偏慢。

经济超预期承压。如果专项债加速用于化债清欠，挤出项目建设资金，可能导致三季度经济修复情况不及预期。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究