

宏观 | 深度研究报告

证券研究报告

2025/7/4

财政发力线索探析

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

报告摘要

财政政策力度进阶，从“适度加力”到“更加给力”。面对更趋严峻复杂的内外环境，2025年财政政策定调“持续用力、更加给力”，较2024年“适度加力、提质增效”更为积极，强化逆周期调节以稳定经济基本盘。具体措施包括：显著提升支出强度与进度（预算赤字率创新高，政府债券规模扩张），优化支出结构（重点倾斜民生、消费和新质生产力），并持续化解地方债务、房地产及金融等重点领域风险，确保财政可持续性。

债务工具扩容提质，规模用途双向拓展。2025年政府债务工具规模与用途双扩容。特别国债方面：新增国有大行资本补充专项，超长期特别国债规模显著增加，重点投向国家战略安全、设备更新（支持领域拓宽及补贴标准提升）和消费品以旧换新（新增数码补贴并优化机制）。专项债限额明显提升，改革实施“负面清单”管理，扩大使用范围（允许土地储备、存量房转保障房等），资本金支持范围新增新兴产业且比例上限提高，审核流程简化（试点省份“自审自发”）。执行层面，1-5月新增专项债发行进度平缓但快于去年同期，募集资金主要投向基建相关，土储较去年获更多资金倾斜；化债资金高效落地；中央财政靠前发力，超长期特别国债等提前启动。

既存政策持续落实，增量政策观望蓄势。2025年下半年财政政策聚焦于加速释放现有政策效能并储备增量工具。财政部明确将加快落实既定政策，同时根据形势变化适时推出增量储备政策以稳经济。既定政策方面，一是专项债发行将提速，前5个月发行进度不足40%，下半年在隐债置换接近收官（1-5月化债综合进度达67%）、审核机制优化（试点省份“自审自发”压缩周期）、项目池扩容（新增土地储备、收购存量商品房等用途）推动下，非化债类专项债有望加速落地。土地收储专项债实际发行与计划存在不小差距，或因定价分歧与收益不确定性受阻；收购存量商品房专项债5月才启动，后续提速空间较大。二是超长期特别国债效能持续释放，剩余1380亿元将于7月、10月分批拨付，下半年预计将优化直达机制并强化资金消耗节奏管控。

增量政策方面，新型政策性金融工具已进入筹备阶段，4月政治局会议及发改委明确其将支持科技创新、消费、外贸等领域，解决项目资本金缺口。参照2015年专项建设基金（2万亿规模，杠杆率3-5倍）和2022年政策性金融工具（7400亿元，撬动投资超10倍）经验，本次工具或通过政策性银行发债、PSL等方式筹资，规模预计5000亿元左右，投放领域在传统基建外新增科创、消费、民生等，杠杆效应约5-15倍，有望拉动投资2.5-7.5万亿元。参考历史经验，政策落地节奏可能较快。

目录

- 1、财政政策力度进阶，从“适度加力”到“更加给力”
- 2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展
- 3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

1、财政政策力度进阶，从“适度加力”到“更加给力”

今年财政政策定调更为积极。2025年国内经济面临的外部环境更趋复杂严峻，内部也存在有效需求不足的制约，经济回升向好基础有待巩固，叠加今年处于“十四五”规划收官、“十五五”规划布局的承上启下的重要节点，财政政策发挥逆周期调节功能的重要性进一步凸显。2024年积极的财政政策强调“适度加力”、“提质增效”，2025年财政政策的部署则呈现出“持续用力”、“更加给力”的特征。

图表1：2024年及2025年政府工作报告部分内容对比

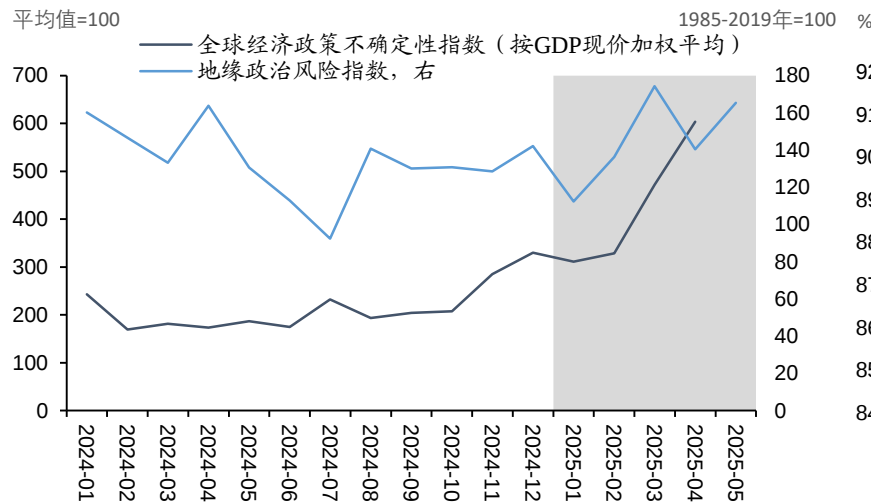
	2025年政府工作报告	2024年政府工作报告
目前形势判断	从国际看，世界百年变局加速演进， 外部环境更趋复杂严峻 ，可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击。世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，多边贸易体制受阻，关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定，对国际经济循环造成阻碍。地缘政治紧张因素依然较多，影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险。从国内看， 经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足，特别是消费不振 。部分企业生产经营困难，账款拖欠问题仍较突出。群众就业增收面临压力。民生领域存在短板。一些地方基层财政困难。社会矛盾化解和风险防范工作还需要加强。	世界经济增长动能不足，地区热点问题频发， 外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升 。 我国经济持续回升向好的基础还不稳固 ，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多， 国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰 。部分中小企业和个体工商户经营困难。就业总量压力和结构性矛盾并存，公共服务仍有不少短板。一些地方基层财力比较紧张。科技创新能力还不强。
总体政策取向	坚持 稳中求进 工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展， 进一步全面深化改革 ，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全， 实施更加积极有为的宏观政策 ，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。	坚持 稳中求进 工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展， 全面深化改革开放 ，推动高水平科技自立自强， 加大宏观调控力度 ，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。
财政政策思路	实施更加积极的财政政策 。统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保 财政政策持续用力、更加给力 ...财政支出强度明显加大。要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出。持续优化支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲，切实提高资金使用效益。	积极的财政政策要适度加力、提质增效 。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合...要大力优化支出结构，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。

资料来源：政府工作报告，太平洋证券整理

1、财政政策力度进阶，从“适度加力”到“更加给力”

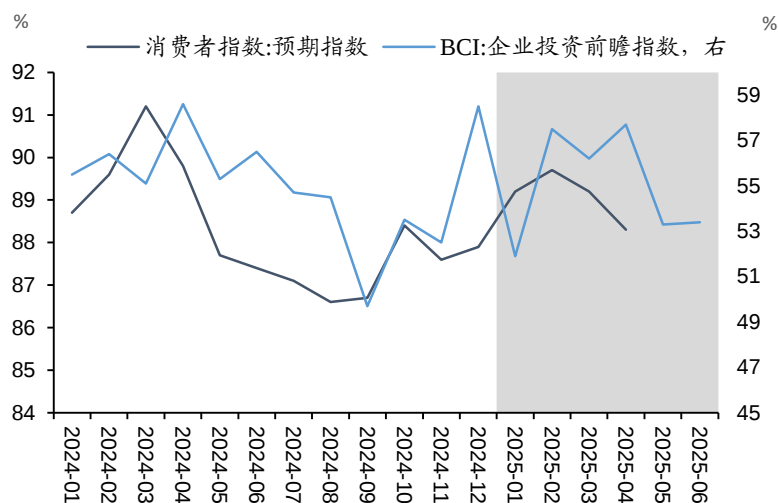
- 内外因素交织背景下，财政托底必要性增强。一方面外部环境变化带来的不利影响有所加深。贸易保护主义的加剧冲击国际经济循环，全球贸易及投资受制，拖累经济复苏进程。与此同时，地缘冲突、主要经济体政策走向的不确定性以及债务可持续性问题的，进一步加大市场波动风险。另一方面，国内供需矛盾有待缓解。有效需求的修复仍面临约束，实体部门消费及投资意愿存在提振空间，经济处于转型过程但新动能行业尚未形成规模效应。同时部分行业也存在出清压力，相关低效及无效产能还需去化。上述外部扰动与内部约束下，财政发挥其逆周期调节能力、稳定经济基本盘的必要性提升。

图表2：全球经济政策不确定性及地缘政治风险上升



资料来源：同花顺iFinD，太平洋证券

图表3：国内消费及投资信心仍有修复空间



资料来源：同花顺iFinD，太平洋证券

1、财政政策力度进阶，从“适度加力”到“更加给力”

➤2024年积极的财政政策实施有力，通过多维度政策工具组合实现稳增长目标，也为2025年政策加力奠定基础。在“适度加力、提质增效”的政策指引下，2024年财政兼顾存量政策的有效落实与一揽子增量政策的实施。一方面通过扩大财政支出强度、提升政府债券规模、深化减税降费政策实现适度扩张，另一方面也强调支出结构的优化、注重多方政策的协同共振，进而提升资金使用效益。具体除了延续减税降费、兜底民生保障等既有框架外，在超长期特别国债及专项债发行使用、促进房地产市场止跌回稳、地方隐债置换等方面均有增量工具精准发力。最终重点领域风险化解取得实质性进展，全年经济社会发展目标任务顺利完成。

图表4：2024年国内经济社会发展主要预期目标及完成情况

指标	预期目标	实际完成
国内生产总值同比增速	5%左右	5.0%
城镇新增就业人数	1200万人以上	1256万人
城镇调查失业率平均	5.5%左右	5.1%
居民消费价格同比	3%左右	0.2%
居民人均可支配收入实际同比	和经济增长同步	5.1%

资料来源：政府工作报告，太平洋证券整理

1、财政政策力度进阶，从“适度加力”到“更加给力”

➤2025年财政政策则锚定“更加积极”导向，进一步强化逆周期调节。整体政策核心基调延续扩张特征，实际执行要求“持续用力”、“更加给力”，前者强调政策的稳定性与连续性，既涉及存量政策的持续推进，也包括新政策的及时出台，后者则直指政策力度的加码。具体而言，预算支出强度提升、进度加快，结构亦有优化。今年政府债券计划发行规模明显扩张，预算赤字率创历史新高。财政资源向民生、消费及新质生产力发展等关键领域倾斜，同时持续用力防范化解地方债务、房地产市场及金融机构等重点领域的风险，保证财政发展的可持续性。

图表5：2024年及2025年国内财政预算力度对比

年份	政策定调	赤字率(%)		赤字规模(万亿元)		新增专项债规模(万亿元)		新增特别国债规模(万亿元)	
		年初预算	实际执行	年初预算	实际执行	年初预算	实际执行	年初预算	实际执行
2024年	积极的财政政策要适度加力、提质增效	3	3	4.06	4.06	3.9	4.02	1	1
2025年	实施更加积极的财政政策	4	-	5.66	-	4.4	-	1.8	-

资料来源：中国政府网，太平洋证券整理

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.1 特别债增量扩围

今年多项政府债务工具均有扩容，在规模及用途上实现一定拓展。

➤ 一则，特别国债增量扩围。

- 新增发行5000亿元特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。

该计划在2024年提出，2025年得以落地实施。2024年9月金融监管总局在国新办发布会上表示，国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，有序实施；2024年10月国新办新闻发布会上，财政部部长透露将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展；2025年《政府工作报告》提出“拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本”。

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.1 特别债增量扩围

- 2025年超长期特别国债计划发行规模达1.3万亿元，相比2024年的1万亿元增加3000亿元。

分资金用途来看，8000亿元用于支持“国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”（“两重”），较2024年增加1000亿元，占超长期特别国债总规模的61.5%。支持领域进一步拓展与深化，新增重点领域，同时对既有领域的支持力度加码。具体而言，水利工程支持范围从区域性项目扩展至全国大中型灌区、引调水工程；交通基建层面纳入重点都市圈城际铁路建设等项目；物流成本优化方面，在全国范围全面实施有效降低全社会物流成本行动。

安排超长期特别国债2000亿元用于支持设备更新，比上年增加500亿元。其中补贴范围及标准均有提升。将设备更新支持范围扩大至电子信息、安全生产、设施农业等领域。同时进一步提高新能源城市公交车及动力电池更新、农机报废更新补贴标准。

安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，比去年增加1500亿元。实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品给予补贴。此外机制也有一定优化，包括资金分配向去年工作成效较好的地区倾斜、简化补贴流程等。

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.2 专项债提质升级

➤二则，专项债规模提升的同时，资金投向、管理制度也有升级。

- 2025 年新增专项债限额为4.4万亿元，较2024年的3.9万亿元增加5000亿元，增幅达12.8%。
- 投向领域从“正面清单”调整为“负面清单”，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。专项债券依法不得用于经常性支出，严禁用于发放工资、养老金及支付单位运行经费、债务利息等。这一调整扩大了专项债资金的使用范围，包括允许用于土地储备、收购存量商品房用作保障性住房，以及鼓励支持前瞻性、战略性新兴产业的基础设施建设等。

图表6：地方政府专项债券项目“负面清单”

地方政府专项债券禁止类项目清单	
一、完全无收益的项目	
二、楼堂馆所	(一) 党政机关办公用房、技术用房；
	(二) 党校（行政学院）；
	(三) 培训中心；
	(四) 行政会议中心；
	(五) 干部职工疗养院；
	(六) 其他各类楼堂馆所。
三、形象工程和政绩工程	(一) 巨型雕塑；
	(二) 过度化的景观提升和街区亮化工程；
	(三) 文化庆典和主题论坛场地设施；
	(四) 其他各类形象工程和政绩工程。
四、房地产等项目	(一) 除保障性住房、土地储备以外的房地产开发；
	(二) 主题公园、仿古城（镇、村、街）等商业设施。
五、一般竞争性产业项目	一般竞争性产业是指市场能够有效配置资源、供需平衡、竞争充分，且不存在足以影响价格的企业或消费者的产业领域。
注：鼓励安排专项债券支持前瞻性、战略性新兴产业，但仅限于用于基础设施建设；专项债券不得投向一般竞争性产业领域。	
允许专项债券用于土地储备，支持城市政府回收符合条件的闲置存量土地，有需求的地区也可用于新增土地储备；允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房。	

资料来源：中国政府网，太平洋证券整理

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.2 专项债提质升级

- 资本金范围扩大且比例提高。一是“正面清单”扩容。新增低空经济、量子科技、商业航天等22个新兴产业基础设施领域，传统基建智能化改造也被纳入支持范围；二是资本金比例上限提升。以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。

图表7：地方政府专项债券可用作项目资本金的行业

地方政府专项债券可用作项目资本金的行业		
2024年12月25日调整前	2024年12月25日调整后	
二、铁路	二、铁路	
二、收费公路	二、收费公路	
三、干线和东部地区支线机场	三、干线和东部地区支线机场	
四、内河航电枢纽和港口	四、内河航电枢纽和港口	
五、城市停车场	五、 货运综合枢纽	
六、天然气管网和储气设施	六、城市停车场	
七、煤炭储备设施	七、天然气管网和储气设施	
八、城乡电网	八、煤炭储备设施	
九、新能源	九、城乡电网	
十、水利	十、新能源	
十一、城镇污水垃圾收集处理、城镇再生水循环利用、固体废物综合利用和资源循环利用	十一、水利	
十二、供排水	十二、城镇污水垃圾收集处理、城镇再生水循环利用、固体废物综合利用和资源循环利用	
十三、供热（含供热计量改造、长距离供热管道）	十三、 卫生健康	
十四、供气	十四、 养老托育	
十五、国家级产业园区基础设施	十五、供排水	
十六、保障性住房	十六、供热（含供热计量改造、长距离供热管道）	
十七、符合国家产业政策的重大集成电路产线及配套基础设施	十七、供气	
	十八、 国家级、省级产业园区基础设施	
	十九、 城市更新	(一) 城镇老旧小区改造、棚户区改造、城中村改造、老旧街区改造、老旧厂区改造 (二) 城市公共空间功能提升及其他城市更新基础设施建设
	二十、保障性住房	
	二十一、 新型基础设施	(一) 云计算、数据中心、工业互联网、算力设备及辅助设备基础设施 (二) 铁路、港口、高速公路、机场等传统基础设施安全性、智能化改造
	二十二、 前瞻性、战略性新兴产业基础设施	(一) 符合国家产业政策的重大集成电路产线及配套基础设施 (二) 信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等相关产业基础设施

资料来源：中国政府网，太平洋证券整理

注：标红部分为调整后新增项目内容

请务必阅读正文之后的免责条款部分

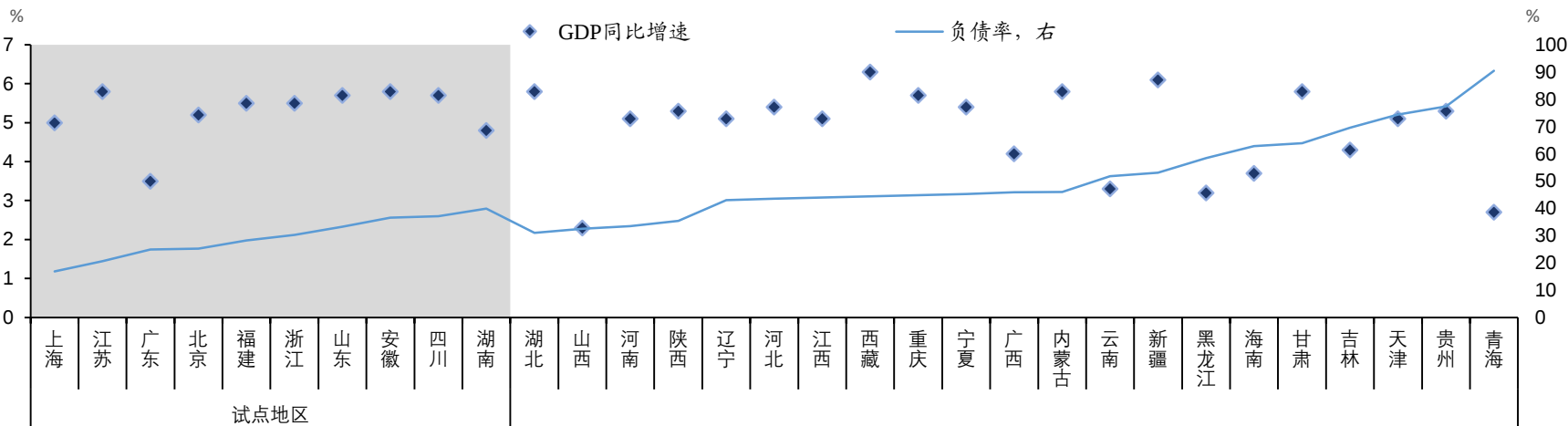
守正 出奇 宁静 致远

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.2 专项债提质升级

- 管理制度层面下放审核权限并缩短审核流程。选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债券项目“自审自发”试点，试点地区滚动组织筛选形成本地区项目清单，报经省级政府审核批准后不再报国家发展改革委、财政部审核，可立即组织发行专项债券，项目清单同步报国家发展改革委、财政部备案。对“自审自发”试点地区以外的省份，建立“常态化申报、按季度审核”机制。各地应在每年10月底前完成下一年度项目的集中报送，次年分季度补充报送。审核结果于当月内下发。

图表8：“自审自发”试点地区GDP同比增速及负债率



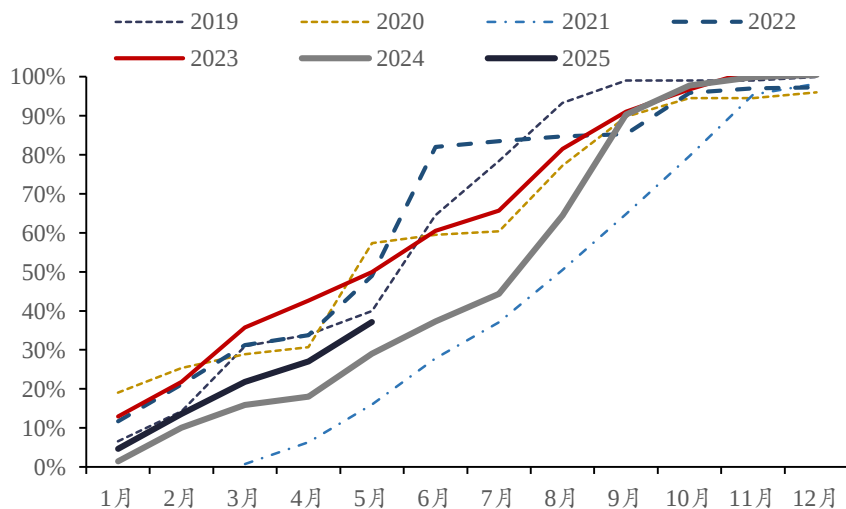
资料来源：企业预警通，太平洋证券
注：为2024年数据，河北雄安新区并未单独列出

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.3 各类工具落地进度不一

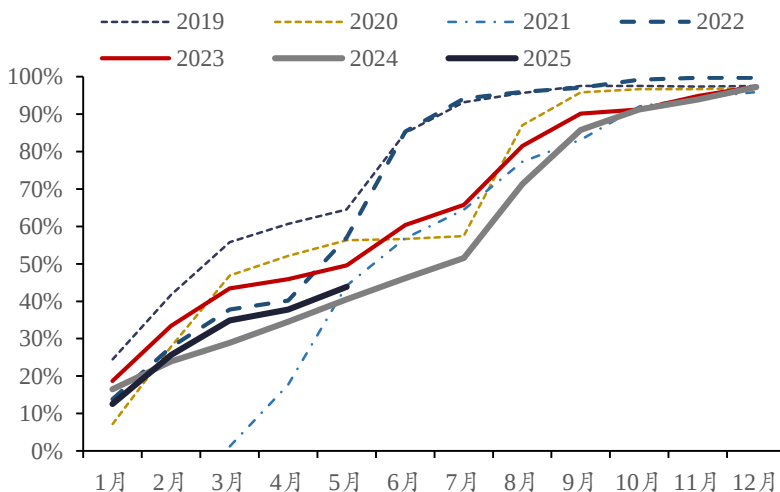
➤地方新增专项债发行进度稍慢。今年1-5月累计，新增一般债发行量3510亿元，同比增长20%左右，占全年8000亿元额度的44%；新增专项债发行量1.6万亿元，占全年新增专项债限额4.4万亿的37.1%，快于去年同期的29%，但慢于时间进度以及2019年至2023年同期均值水平。

图表9：新增专项债券发行进度



资料来源：同花顺iFinD，太平洋证券

图表10：新增一般债券发行进度



资料来源：同花顺iFinD，太平洋证券

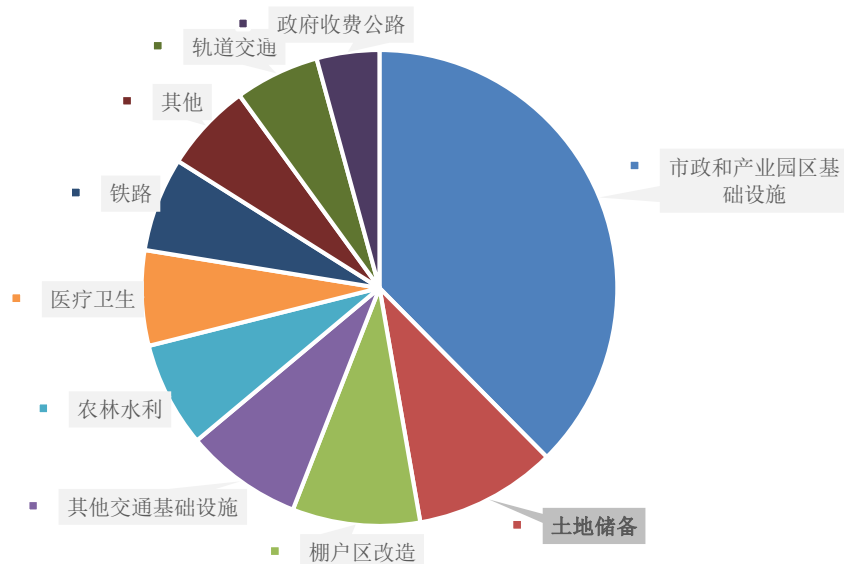
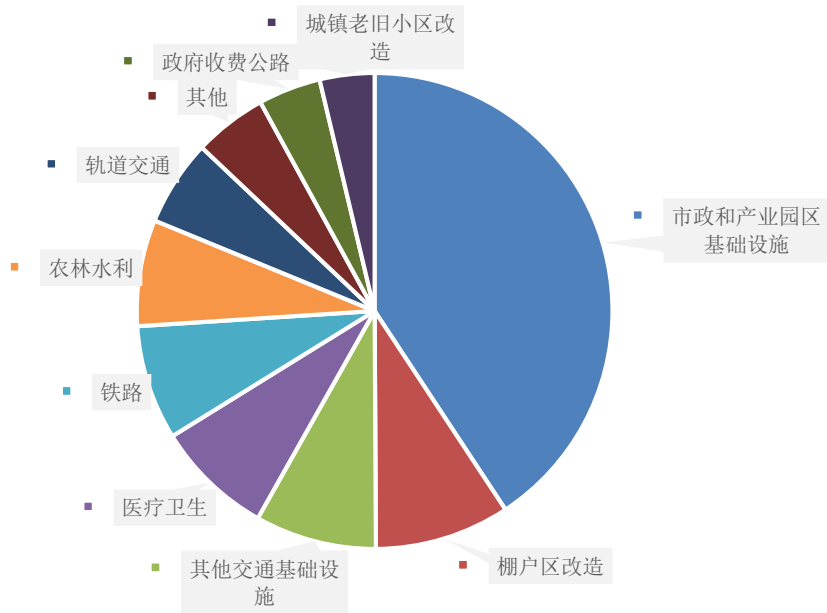
2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.3 各类工具落地进度不一

➤新增专项债募集资金主要投向基建相关，土储获更多资金倾斜。投向市政和产业园区基础设施、交通基础设施的资金规模居前。根据企业预警通数据，两者合计占比在50%以上。此外今年前5个月投向土地储备的规模超1000亿元，占比超7%，去年全年则在1.5亿元以下，占比边际显著提升。

图表11：新增专项债券资金投向（2024年）

图表12：新增专项债资金投向（2025年1至5月）



资料来源：企业预警通，太平洋证券

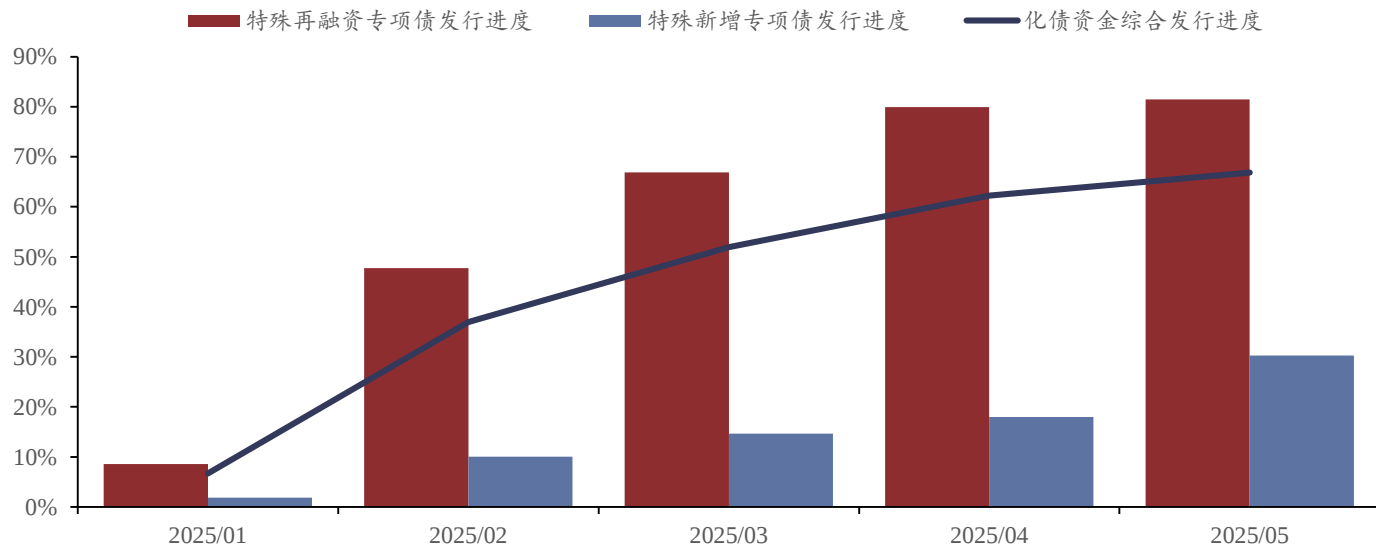
资料来源：企业预警通，太平洋证券

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.3 各类工具落地进度不一

►化债资金大部分已落地。今年前5个月发行用于置换存量隐性债务的再融资专项债券1.63万亿元，完成今年2万亿元限额的81.5%；用于化解存量债务的特殊新增专项债规模为2424亿元，占全年8000亿元额度的30%。两者综合来看，今年化债资金发行进度已达67%。

图表13：地方政府再融资专项债、特殊新增专项债以及化债资金综合发行进度



资料来源：企业预警通，太平洋证券

2、债务工具扩容提质，规模用途双向拓展

2.3 各类工具落地进度不一

图表14：2024年及2025年（1月1日至6月23日）特别国债发行情况

➤中央财政靠前发力。年初已预下达2025年消费品以旧换新首批资金810亿元，提前安排超2300亿元超长期特别资金支持“两重”建设。今年1至5月国债发行总额6.29万亿元，同比增长38.5%，其中4月底超长期特别国债启动发行，相较于去年首发时间有所提前。至6月23日，超长期特别国债共计发行规模为4840亿元，占全年1.3万亿元额度的37.2%，用于中央金融机构注资的5000亿元特别国债已发行完毕且完成资金划拨。

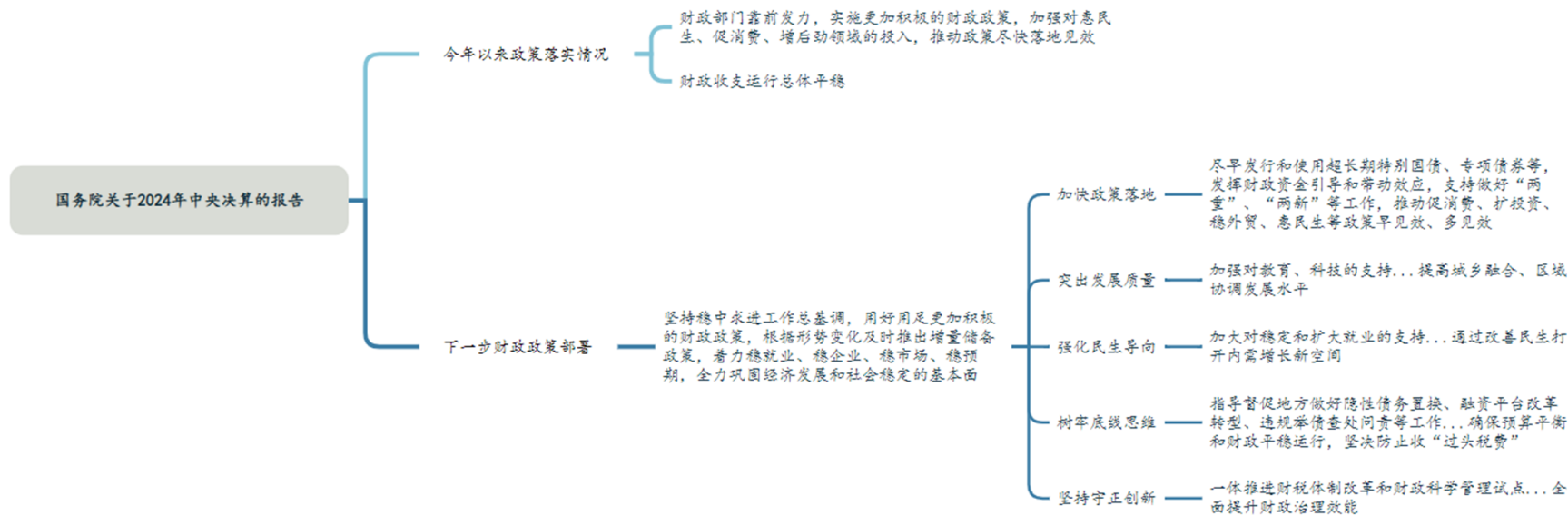
年份	日期	名称	规模（亿元）
2024	5月17日	2024年超长期特别国债（一期）	400
	5月24日	2024年超长期特别国债（二期）	400
	6月7日	2024年超长期特别国债（一期）第一次续发行	450
	6月14日	2024年超长期特别国债（三期）	350
	6月19日	2024年超长期特别国债（二期）第一次续发行	450
	6月21日	2024年超长期特别国债（一期）第二次续发行	450
2025	4月24日	2025年中央金融机构注资特别国债（一期）	1650
	4月24日	2025年超长期特别国债（一期）	500
	4月24日	2025年超长期特别国债（二期）	710
	5月9日	2025年超长期特别国债（二期）第一次续发行	710
	5月14日	2025年中央金融机构注资特别国债（一期）第一次续发行	850
	5月14日	2025年中央金融机构注资特别国债（二期）	1450
	5月16日	2025年超长期特别国债（一期）第一次续发行	500
	5月21日	2025年超长期特别国债（二期）第二次续发行	710
	5月23日	2025年超长期特别国债（三期）	500
	6月4日	2025年中央金融机构注资特别国债（二期）	1050
	6月6日	2025年超长期特别国债（二期）第三次续发行	710
	6月20日	2025年超长期特别国债（二期）第三次续发行	710

资料来源：中国债券信息网，太平洋证券整理

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

当下国内财政政策重心集中于已有积极政策工具的效能释放，增量政策则尚处于观察期，但官方表态已为未来增量政策的推出预留了空间。2025年6月24日财政部表示，下一步将用好用足更加积极的财政政策，根据形势变化及时推出增量储备政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。后续财政政策将围绕加快落实既定政策以及适时推出增量政策两条主线协同推进。

图表15：《国务院关于2024年中央决算的报告》关于后续财政重点工作的部署



资料来源：全国人大网，太平洋证券整理

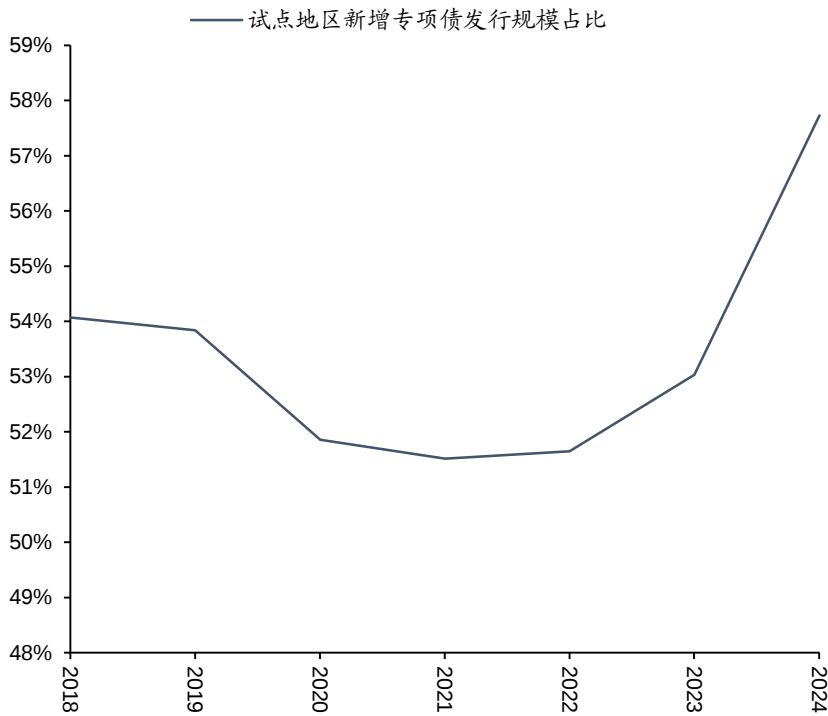
3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.1 政府债券工具早发快用

►既定政策的加快落实方面，专项债以及超长期特别国债尽早发行与使用或为关键。

- 一方面新增专项债发行或有提速，尤其非化债类债券的发行与使用节奏可能加快。2025年前 5 个月全国新增专项债发行进度不到40%。下半年在“早发快用”政策持续引导、隐性债务置换额度释放、发债机制优化、项目储备扩容等因素的驱动下，国内新增专项债有望加快发行节奏。
- 一则隐债置换任务接近收官腾挪发债空间。前文提及今年1-5月化债相关再融资债券的发行进度已经超过80%，置换债发行接近尾声将为新增专项债的发行释放一定额度空间。二则管理机制优化提高发债效率。去年年底专项债项目审核权限有所下放，试点地区实行“自审自发”机制，而对非试点地区，项目审核“绿色通道”机制亦有完善。上述调整压缩审核周期，为后续专项债的加速发行奠定了制度基础。以试点地区湖南为例，2025年3月湖南省推出“自审自发”实施方案，提出原则上5月底前完成全年项目的发行前终审，6月底前完成全年专项债券发行工作，要求债券发行加快节奏。三则项目储备池扩容释放资金配置需求。今年新增专项债投向领域有所扩围，土地储备、收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等新增用途拓宽了资金出口，项目储备范围的拓展相应形成资金需求，也对发行放量构成支撑。

图表16：“自审自发”试点地区新增专项债发行规模占比



资料来源：同花顺iFinD，太平洋证券

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.1 政府债券工具早发快用

- 以土储领域为例，

去年以来政策端关于专项债支持收储领域的导向逐步清晰。

2024年5月自然资源部表示，对于收回、收购的土地，用于保障性住房项目的，可通过地方政府专项债券等予以资金支持。同年11月出台了《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知（自然资发[2024]242号）》。2024年10月财政部也提出，允许专项债券用于土地储备、允许专项债券支持收购存量房，优化保障性住房供给。

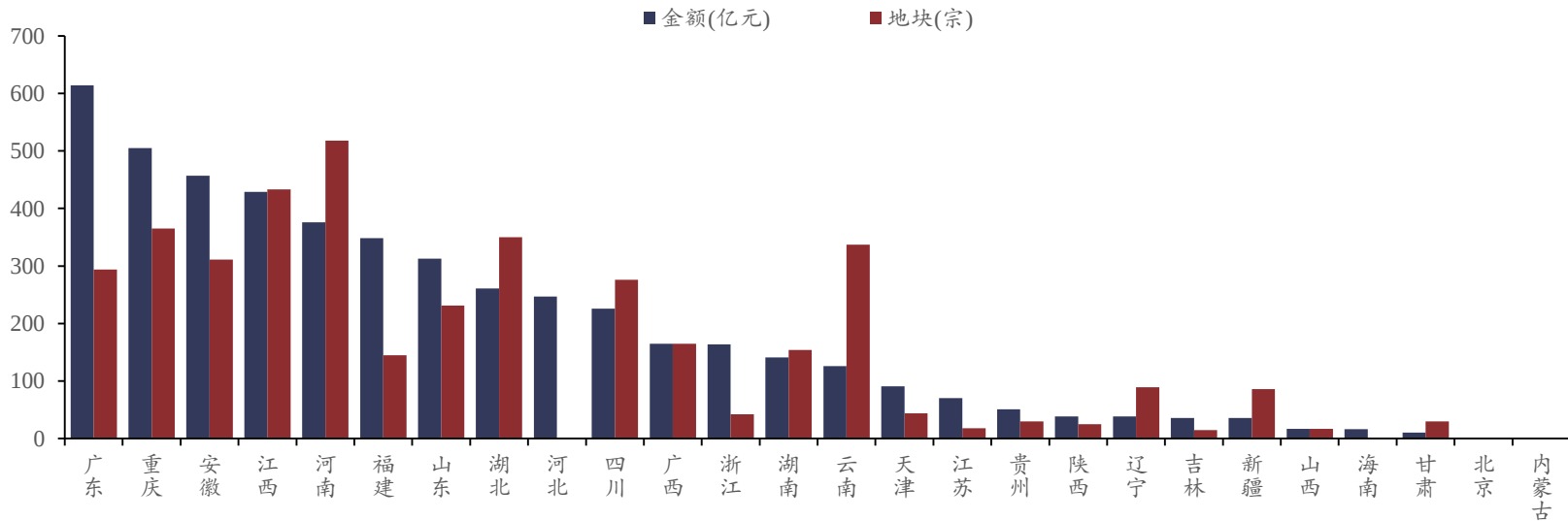
2025年1月财政部表示，2025年新增发行的专项债额度内，地方可根据需要，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房这两个方面的专项债项目。同年3月财政部发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知（自然资发〔2025〕45号）》。

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.1 政府债券工具早发快用

自此闲置土地专项债收储工作速度全面加快，拟收储规模明显增长。企业预警通数据显示，截至2025年6月22日，广东省、重庆市、安徽省等26个省市公示收购存量闲置土地项目的具体信息，项目累计覆盖4259块宗地，资金规模（含拟定）约4776.48亿元。

图表17：2025年以来各省专项债收储土地情况



资料来源：企业预警通，太平洋证券

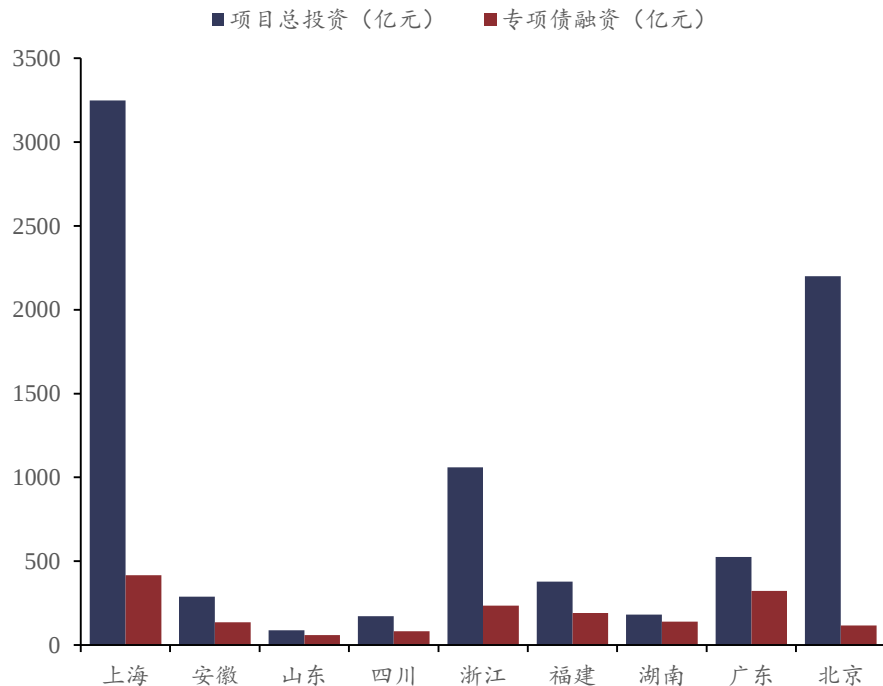
注：数据截至6月22日

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.1 政府债券工具早发快用

但收储相关专项债实际落地进度较为滞后。根据企业预警通，截至2025年6月22日有九省市（上海、安徽、山东、四川、浙江、福建、湖南、广东和北京）发行了用于收购收回闲置土地的专项债，发行金额合计1699.36亿元。专项债实际发行金额与已公布的收储项目规模之间存在较大差距。定价机制分歧、收益不确定性以及参与主体单一化等挑战持续掣肘政策落地效能。相比而言，收购存量商品房专项债起步较晚，实际发行到2025年5月才有初步落实。随今年隐债置换相关特殊再融资债发行接近尾声，新增专项债发债额度将得以释放，再加上区域储备较为充足，后续收储相关专项债的发行存在提速空间。

图表18：2025年以来各地土储专项债分布情况



资料来源：企业预警通，太平洋证券
注：数据截至6月22日

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.1 政府债券工具早发快用

- 另一方面超长期特别国债政策效能将继续释放。

以用于支持消费品以旧换新的超长期特别国债为例，今年安排的资金总规模是3000亿元，1月和4月已分别下达两批共计1620亿元中央资金，大致占到全年规模50%左右。

剩余的1380亿元中央资金将分两批在7月、10月分别下达。6月起多地国补出现暂停或调整，或受补贴额度消耗速度较快、防范违规套利行为等因素的影响。对此国家相关主管部门回应称剩余资金将有序下达，这也意味着部分地区补贴暂停是阶段性操作。

此外结合官方表述看，下半年剩余资金的发放机制可能会有一定的优化与升级。比如提升资金使用效率方面，5月国家发改委表示，将建立超长期特别国债资金直达快享机制，推动有关部门进一步简化补贴申领流程，明确审核兑付时限，落实资金预拨制度，提升消费者体验，缓解经营主体垫资压力；精准调控资金消耗节奏方面，江苏商务厅表示6月开始，江苏“国补”线上线下都将采取限额管理。

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

➤增量储备政策的适时推出方面，关注准财政资金的到位情况。

- 今年以来官方多次提及新型政策性金融工具。4月25日，中共中央政治局会议强调“设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”；4月28日国新办发布会上，发改委相关负责人表示，力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题。随后多地召开相关工作会议，谋划储备新型政策性金融工具项目。

图表19：2025年5月以来部分地方新型政策性金融工具相关会议表述

时间	地方	会议重点
2025/05/15	河北邢台	在 特色产业集群转型升级、城市更新建设 等方面谋划实施一批合作项目
2025/05/17	河南焦作	要结合政策支持领域，全面梳理符合条件的 水利 项目
2025/05/18	内蒙古额济纳旗	围绕 城市规划、旅游资源开发、水利工程建设 等领域融资需求，深入对接新型政策性金融工具
2025/05/21	浙江湖州	新型政策性金融工具由央行PSL（抵押补充贷款）提供资金支持；重点围绕 数字经济、人工智能、低空经济、消费 领域等深入开展项目排摸工作。
2025/05/21	河南三门峡经济开发区	紧紧围绕新型政策性金融工具八大领域
2025/05/22	四川宜宾	结合宜宾“4+4+4”产业布局，针对性介绍了 城市基础设施、支柱产业、社会民生 等领域的开发性金融政策
2025/05/28	陕西宝鸡	精心梳理报送一批符合储备条件的 水利 项目
2025/05/29	安徽淮北杜集区	农发行负责人围绕 乡村振兴、金融助农 等方面解读新型政策性金融工具的政策背景、申报重点、支持领域等有关情况
2025/05/30	安徽淮北相山区	围绕工业、文旅、农业、城市建设四大板块精准谋划，聚焦 园区基础设施、城市更新、城乡融合发展 等重点领域梳理申报项目清单
2025/06/03	湖南常德	要牢牢把握重大政策，充分发挥政策性银行作用，积极对接参与 全域土地综合整治 项目设计；要充分认识申报新型政策性金融工具的重要性和紧迫性，积极开展政策宣讲，加强政银企三方合作联动，积极推动全域土地综合整治各项工作

资料来源：太平洋证券依公开资料整理

注：截至6月3日

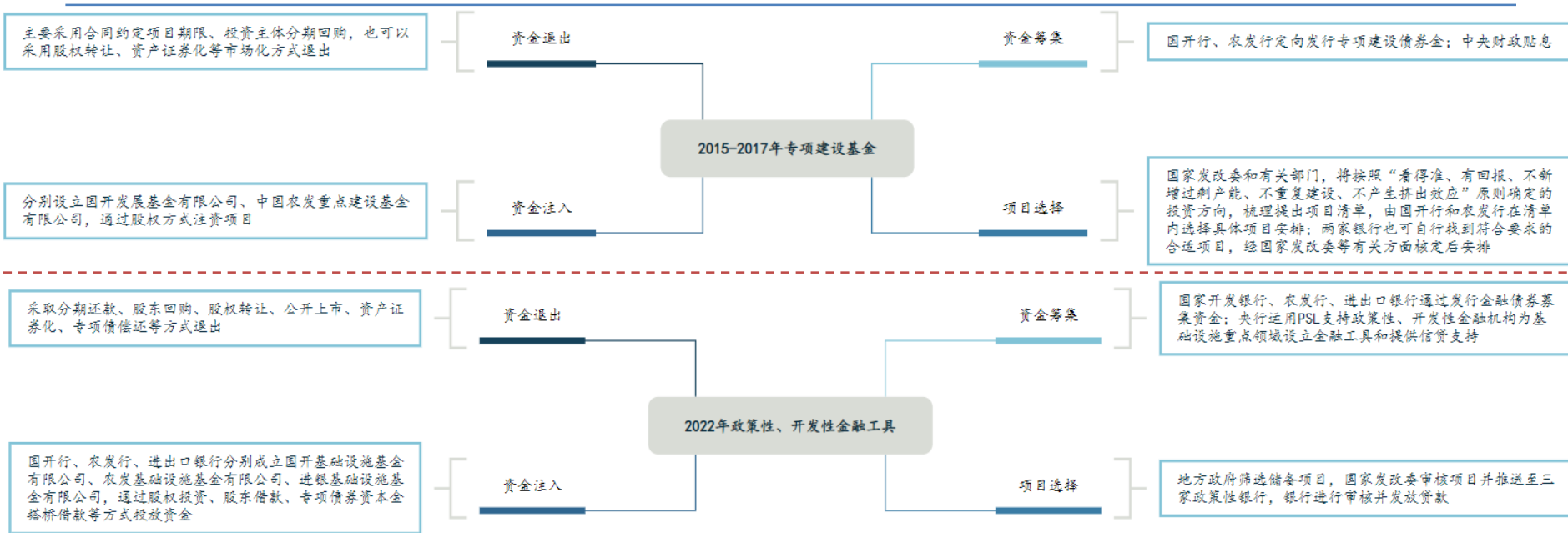
3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

- 政策性金融工具并非今年首次提出，其政策实践可追溯至2015年。政策性金融工具是指由政府主导或支持，通过政策性金融机构（国开行、农发行、进出口银行等）运作，引导资金流向重点领域的特殊金融手段。其目标在于弥补市场失灵，实现特定的社会、经济或战略政策目标。

2015年-2017年、2022年有一定实践经验可供借鉴。

图表20：政策性金融工具的两次历史实践



资料来源：太平洋证券依公开资料整理

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

- 2015年-2017年推出约2万亿专项建设基金。

2015年内需低迷叠加外需萎缩，国内经济承压，基建投资是实施逆周期调节的重要抓手，但在地方政府债务整顿背景下，其面临一定资金缺口。为实现促投资稳增长，官方迅速推进发行专项债券、投放专项建设基金相关工作。

2015年8月首批专项建设债券发行，2015年至2017年合计发行约2万亿元。国开行、农发行向邮储银行等金融机构定向发行专项建设债券，中央财政予以贴息（2015至2016年贴息比例为90%，2017年新增0/50%/70%档），债券资金注入国开发展基金、农发重点建设基金，以股权形式投入项目。支持项目由地方政府申报、发改委审核，选择标准为看得准、有回报、不新增过剩产能、不形成重复建设、不产生挤出效应，具体范围包括棚户区改造等民生改善的建设工程、重大水利工程等三农建设工程、轨道交通等城市基础设施、交通能源等重大的基础设施（包括铁路、机场、高速公路、新一轮农村电网改造等）以及增强制造业核心竞争力转型升级的项目。

图表21：2015年至2017年专项建设债券发行情况

年份	规模	发行主体	发行对象	中央财政贴息情况	资金投向
2015	四批共8000亿元左右	国开行、农发行	向邮储银行定向发行	中央财政按照专项建设债券利率的90%给予贴息	民生改善建设、三农建设、城市基础设施建设、重大基础设施建设、增强制造业核心竞争力转型升级等5大领域33个专项
2016	两批共1万亿元		定向发行对象增加，扩大至工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及全国性股份制商业银行等		2016年第一批申报范围包括5大领域28个专项；2016年第二批申报范围5大类34个专项
2017	2000亿元左右			针对不同的项目类型，分为零贴息、50%、70%、90%	34个专项贴息类减少至8个专项

资料来源：太平洋证券依公开资料整理

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

专项建设基金以政策性资金引导社会资本形成杠杆效应。

根据2015年国开行董事长新年贺词，当年国开行完成专项建设基金资金投放5800亿元，预计可拉动投资约2万亿元，据此推测，专项建设基金的杠杆效应在3~4倍。

此外不少地方对于专项建设基金占项目总投资比例也曾提出要求。比如2015年9月湖南省经信委公开文件中提出，专项基金占最低资本金比例系数为50%，可根据情况上浮至55%，专项基金占项目总投资比例原则上不超过10%；2016年4月福建发改委介绍，资本金占项目总投资的比例按20%计算，项目单位资本金出资比例不能低于项目总投资的5%，剩余额度为专项建设基金安排的上限（即专项建设基金占项目总投资的比例上限为15%）；2016年5月云南曲靖民族乡申报基金项目专题培训上提及，“专项基金占项目总投资不超过20%”、“地方和项目单位资本金占项目总投资不低于5%”。根据上述比例计算，专项建设基金对投资的拉动比例在5倍以上。

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

- 2022年推出7400亿政策性开发性金融工具。

2022年受疫情及外部地缘政治冲突等因素影响，国内经济面临不小下行压力，亟需扩大有效投资稳定经济基本盘。考虑到土地出让收入负增叠加隐债严监管，地方政府筹集资本金受制。上述背景下中央确定政策性、开发性金融工具以解决重大项目资本金到位难等问题。

2022年6月国务院常务会议决定调增政策性银行8000亿元信贷额度、设立国家基础设施投资基金。三大政策性银行在央行支持下通过发行金融债券等方式筹集资金，分别设立基础设施基金，通过股权投资、股东借款等方式投放。主要用于支持交通、能源、水利、冷链物流、职业教育、市政和产业园区设施、保障性安居工程、新基建等8大类22个领域重大项目建设，不超过全部资本金的50%。初始额度为3000亿元，8月24日追加3000亿元以上额度，截至2022年末合计投放约7400亿元政策性、开发性金融工具，支持项目2700多个。

图表22：2022年政策性开发性金融工具提出到首次落地情况

时间	事件
2022/06/29	国常会提出3000亿元政策性开发性金融工具
2022/07/20	农发基础设施基金有限公司成立
2022/07/21	国开基础设施基金有限公司成立
2022/07/21	农发行首笔项目投放5亿元
2022/07/22	国开基础设施基金首笔项目投放13.07亿元
2022/08/24	国常会提出增加3000亿元以上额度
2022/09/02	进银基础设施基金有限公司成立，首笔投放完成

资料来源：太平洋证券依公开资料整理

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

政策性、开发性金融工具的杠杆效应可达十倍及以上。2022年10月中国农业发展银行表示，农发基础设施基金2459亿元的投放涉及项目总投资近3万亿元；中国进出口银行方面，进银基础设施基金684亿元带动项目总投资近万亿元。此外深圳银保监局表示，截至2022年末，开发性政策性银行在当地投放基金165亿元，累计撬动总投资4425亿元；贵州发改委披露数据显示，完成投放的79.23亿元基金带动了182.61亿元资本金到位，进而撬动各类其他配套资金956.47亿元。根据上述数据测算，政策性、开发性金融工具对最终投资的撬动作用较为显著，超出十倍。

图表23：部分政策性开发性金融工具对投资的撬动效应测算

政策性开发性金融工具		项目总投资规模	项目总投资/政策性开发性金融工具规模
类型	规模（亿元）		
农发基础设施基金	2459	近3万亿元	近12倍
进银基础设施基金	684	近万亿元	近15倍

资料来源：农发行，进出口银行，太平洋证券整理

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

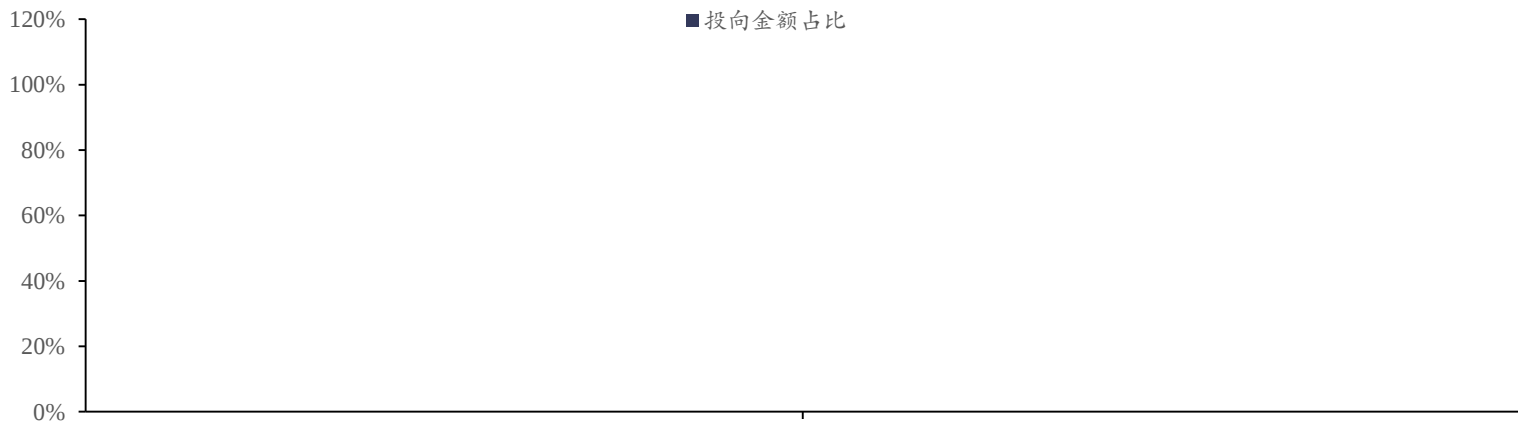
- 梳理发现政策性金融工具的推出具有一定共性背景。作为宏观调控的创新型手段，政策性金融工具的设立往往源于经济增长动能趋弱以及传统政策工具调节效能有限的现实背景，通过适应性创新，以政策性资金的“杠杆”，激活市场主体投资意愿，突破现有政策框架约束的同时对经济转型的关键领域实现精准支持。
- 结合历史经验与今年相关表述对本次新型政策性金融工具的运作开展一定推演。
- 本次新型政策性金融工具资金来源可能有政策性银行发行政策性金融债、央行提供抵押补充贷款（PSL）等，中央财政或予以贴息支持。
 - 预计资金仍以基金形式投放项目，或通过股东借款、股权投资等方式介入，后续可能撬动政策性银行或者商业银行配套贷款跟进。
 - 对于资金注入比例预计有一定限制，即政策性金融工具仅部分补充项目投资所需资金。

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

- 投向上，预计今年新型政策性金融工具支持领域有所扩围。过去两轮政策性金融工具主要支持基建相关。比如2015年至2017年专项建设基金支持的五大领域中，基建类项目占绝对主导；2022年农发行2459亿政策性开发性金融工具投放资金中，市政产业园、交通基础设施、水利等基建类项目占比超70%。今年新型政策性金融工具或延续对基建项目的支持，同时向科创、消费、外贸、民生等领域延伸。一是中央定调新型政策性金融工具支持“持科技创新、扩大消费、稳定外贸”；二是根据今年多地方项目调度会、政策解读会等会议内容，新型政策性金融工具除投向水利、市政等传统基建外，还涉及对科技创新（数字经济、人工智能、低空经济等）、消费（比如旅游资源开发）、社会民生等方面的资金倾斜。

图表24：2022年部分政策性开发性金融工具投向



资料来源：农发行，进出口银行，太平洋证券

3、既存政策持续落实，增量政策观望蓄势

3.2 新型政策性金融工具筹备推进

- 节奏上，预计从政策设计到实际落地时滞不长。参考历史经验，政策性金融工具由推出至实际投放的时间跨度在1-2个月。2015年8月首批专项建设债券发行，9月专项建设基金已投放到位；2022年6月29日国务院常务会议首次提出“确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措”后，2个月内国家开发银行成立国开基础设施投资基金，中国农业发展银行成立农发基础设施基金，政策性开发性金融工具已完成投放3000亿元。
- 规模方面，本期新型政策性金融工具的规模预计5000亿元左右（宜宾市国资委网站信息显示，5月23日召开的宜宾市国资大讲堂立足国家于今年4月底设立5000亿元新型政策性金融工具的大背景）。考虑到政策性金融工具的杠杆效应，以5~15倍计，有望拉动投资2.5至7.5万亿元。

风险提示

- 外部环境变化超预期；
- 国内政策力度不及预期；
- 假设条件及测算误差。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。