

## 宏观点评 20260328

### 今年财政到底是弱还是强？

2026 年 03 月 28 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

如果仅以赤字率指标衡量财政力度，那么很可能得出今年财政发力程度较上年有所下降的结论。对比 2026 年预算数据与 2025 年实际完成数据，今年狭义赤字率同比下降约 0.04 个百分点、广义赤字率同比下降约 0.67 个百分点。但从更直观的财政收支数据看，今年广义财政支出中有望直接贡献实物工作量的部分增速明显较高。

如果 2026 年财政收支按照预算数据如期完成，那么实物广义财政支出的同比增速有望创下近 4 年最高记录，财政发力明显。为更好区分财政支出的不同口径，我们定义（1）“狭义财政支出”为全国一般公共预算支出与政府性基金预算支出之和；（2）“广义财政支出”为狭义财政支出、政策性金融工具支出、融资平台经营性债务增长带来的支出三者之和；（3）“实物广义财政支出”为广义财政支出中能够直接贡献实物工作量的部分。

如果 2026 年财政收支按照预算数据如期完成，那么（1）狭义财政支出的同比增速将实现 4.6%，较上年同比增速 3.7%提高约 0.9 个百分点；（2）广义财政支出的同比增速将实现 5.3%，较上年同比增速 4.5%提高约 0.8 个百分点；（3）实物广义财政支出的同比增速将实现 4.8%，较上年同比增速 0.6%提高约 4.2 个百分点；创近 4 年阶段性最高记录。

受制于预算编制方法，2026 年政府性基金支出的预算值可能被高估 8000 亿元左右。但修正后，2026 年实物广义财政支出（合理预期值）仍有望实现 2.6%左右的同比增速，较上年提高 2 个百分点左右，在过去 6 年时间内仅次于 2022 年实际实现的 5.3%的同比增速。

从 2026 年实物广义财政支出的预期增长来源看，预期税收收入增长、一般公共预算“加量”使用调入及结转结余资金、安排更多“准财政资金”是 3 大主要原因。我们预计，2026 年实物广义财政支出（合理预期值）较 2025 年实际值增长约 1.01 万亿元，其中一般公共预算“加量”使用调入及结转结余资金贡献约 4746 亿元、预期税收收入增长进而带动一般公共预算收入增长约 4655 亿元、政策性金融工具加码安排至少 3000 亿元。

对比 2025 年，2026 年财政资金对实物工作量领域的支持能力更强，需要更多关注的是资金投向变化。在传统投资范围以外，财政资金或将进一步扩大支持范围，加快推动投资增速“止跌回稳”、建设“新质生产力”。

以 AI 行业为例，我国在电价等成本端具备优势，2026 年 3 月国网新疆工商业用户电价约为 0.45 元/千瓦时，仅相当于 2025 年美国商业电价平均水平的 47.9%、美国工业电价平均水平的 73.8%。然而，国内大模型的“货币化”能力仍有待提高，调用 API 收费标准仅为海外核心竞品的 3-4 成。

2026 年财政资金如果能够拓宽对股权投资领域的支持路径、加大资金支持力度，那么财政资金的使用效率、国内科技行业的发展速度乃至推动投资“止跌回稳”与建设“新质生产力”等重大任务都有望迎来积极变化。

■ 风险提示：（1）财政预算存在实际执行不及预期的风险；（2）财政资金支持股权投资在政策落地过程中可能面临实操风险；（3）对 2026 年政府性基金“收大于支”的预期值可能不够准确；（4）对政策性金融工具的测算暂未考虑 2025 年末追加 1500 亿元额度的影响。

#### 相关研究

《油价上涨对我国出口影响几何》

2026-03-26

《上海商品房销售量价齐升》

2026-03-22

内容目录

1. 按照预算值，2026 年实物广义财政支出同比增速将创近年新高 .....4

2. 受预算编制方法限制，实物广义财政支出预算值可能被高估 .....6

3. 增量资金往哪花？——重点关注股权投资 .....9

4. 风险提示 .....12

图表目录

图 1: 2026 年, 财政预算设定的广义赤字率目标较上年略有下降.....4

图 2: 对比近年财政预算数据, 实物广义财政支出的预算增速仅次于 2022 年、2025 年.....5

图 3: 2026 年如果广义财政支出按计划完成, 那么实物支出力度将创近 4 年最高水平.....5

图 4: 近年财政预算均存在“高估”政府性基金支出的问题.....6

图 5: 合理修正预期后, 我们预计 2026 年实物广义财政支出有望实现 2.6% 的同比增长 .....7

图 6: 2026 年实物广义财政支出增长的主要来源拆解.....8

图 7: 从“税收收入/GDP”指标看, 2026 年税收收入预算目标并不激进.....8

图 8: 2025 年虽然地方债总发行规模提高, 但直接贡献实物工作量的部分反而有所收缩.....9

图 9: 2025 年, 地方专项债新增一类资金用途——对地方政府投资基金出资.....10

图 10: 与美国相比, 我国电价具备一定成本优势.....11

图 11: 但与美国大模型相比, 目前国内大模型的“货币化”能力仍有待提高 .....12

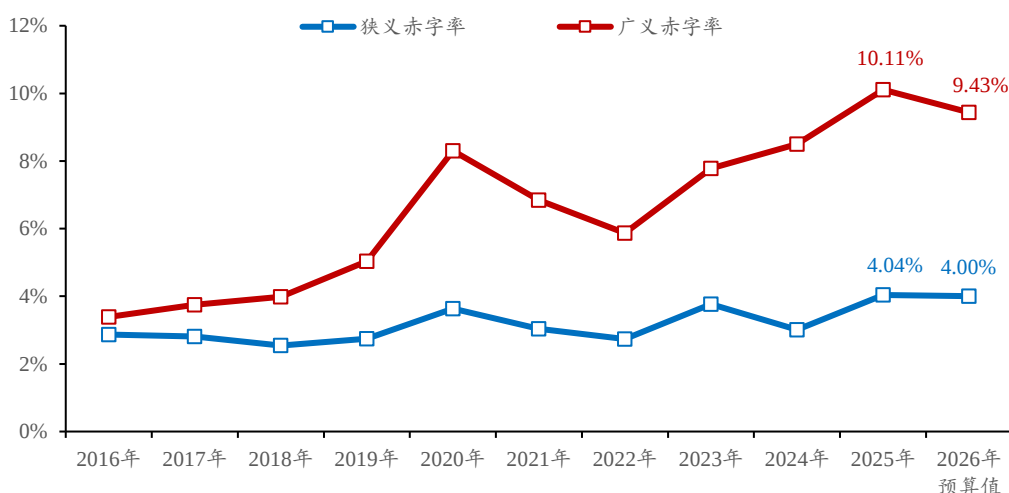
  

表 1: 2025 年下半年, 多省累计发行 850 亿元地方专项债用于支持地方政府投资基金.....10

## 1. 按照预算值，2026 年实物广义财政支出同比增速将创近年新高

如果仅以赤字率指标衡量财政力度，那么很可能得出今年财政发力程度较上年有所下降的结论。对比 2026 年预算数据与 2025 年实际完成数据不难看出，无论是以“赤字/GDP”衡量的狭义赤字率，还是以“(赤字+特别国债+地方政府新增专项债)/GDP”衡量的广义赤字率，2026 年相关数值均发生一定幅度的同比下降，其中狭义赤字率同比下降约 0.04 个百分点、广义赤字率同比下降约 0.67 个百分点。

图1：2026 年，财政预算设定的广义赤字率目标较上年略有下降



数据来源：财政部，国家统计局，东吴证券研究所

注：在计算 2026 年数据时，GDP 采用赤字规模与赤字率目标反推得到的数值。除“2026 年预算值”外，其他年份数据均为实际完成值。

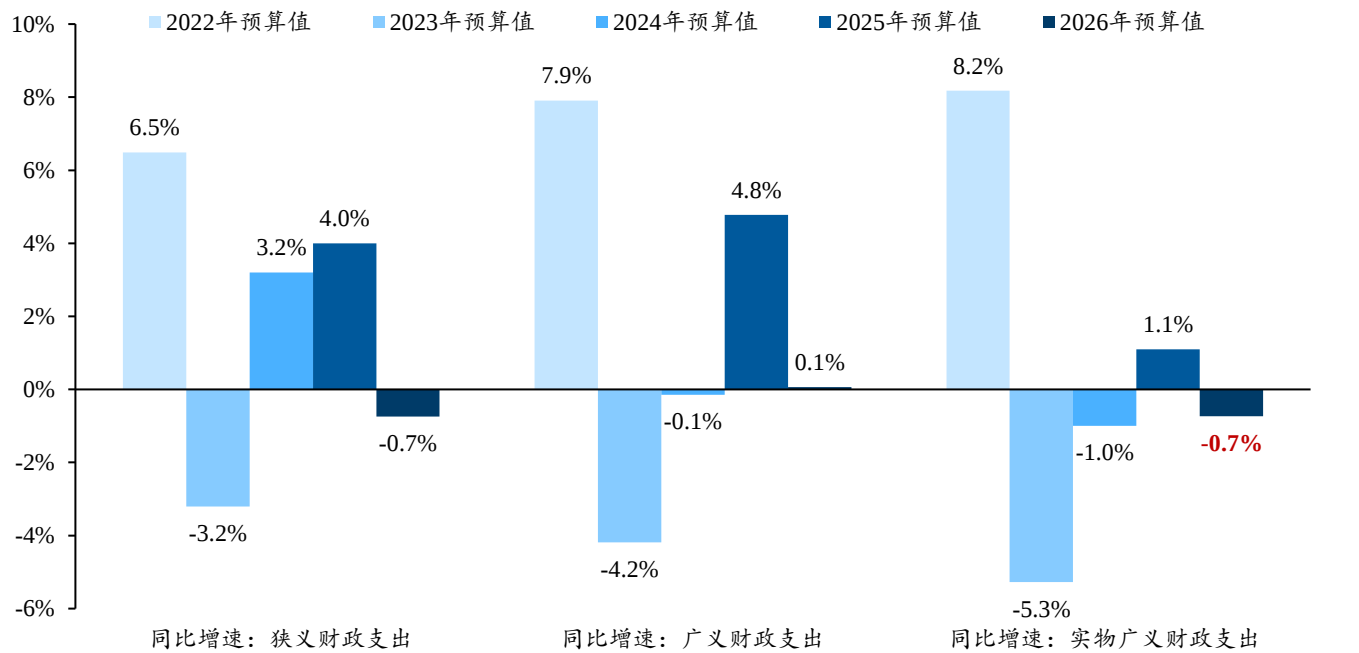
但从更直观的财政支出数据看，今年财政支出预算值整体偏高，特别是广义财政支出中有望直接贡献实物工作量的部分增速较高。为更好区分财政支出的不同口径，我们（1）定义“狭义财政支出”为全国一般公共预算支出与政府性基金预算支出之和；（2）定义“广义财政支出”为狭义财政支出、政策性金融工具支出、融资平台经营性债务增长带来的支出三者之和；（3）定义“实物广义财政支出”为广义财政支出中能够直接贡献实物工作量的部分，具体算法是从“广义财政支出”中剔除国债用于注资国有行、地方债用于置换隐性债务/置换拖欠款/注资中小银行/土地储备/注资地方政府投资基金的部分。

如果 2026 年财政收支按照预算数据如期完成，那么与 2025 年财政实际完成数据相比，2026 年（1）狭义财政支出的同比增速将实现 4.6%，较上年同比增速 3.7%提高约 0.9 个百分点；（2）广义财政支出的同比增速将实现 5.3%，较上年同比增速 4.5%提高约 0.8 个百分点；（3）实物广义财政支出的同比增速将实现 4.8%，较上年同比增速 0.6%提高约 4.2 个百分点。

不难看出，如果 2026 年财政收支按照预算数据如期完成，那么今年实物广义财政

支出的同比增速将发生明显提高,创近4年(自2023年至2026年)的阶段性最高记录。

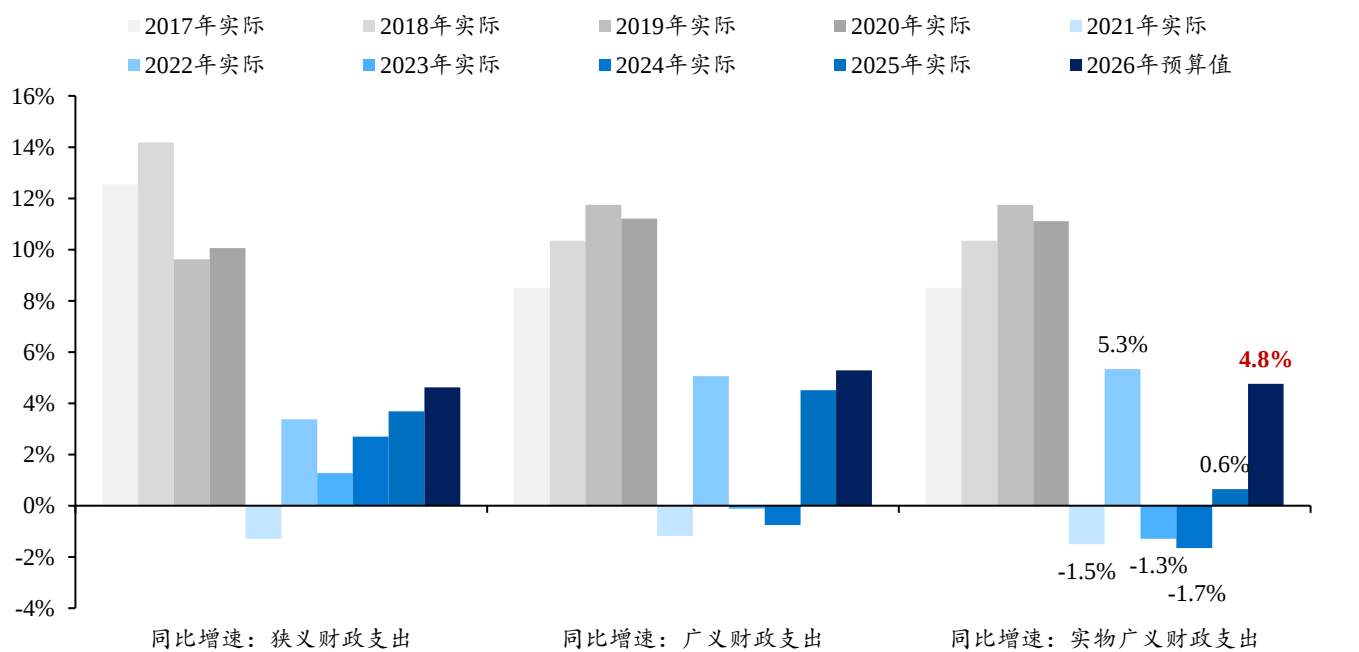
图2: 对比近年财政预算数据, 实物广义财政支出的预算增速仅次于2022年、2025年



数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

注: 本图统计的2023年预算数据未考虑当年增发国债、调整预算的影响。“20XX年预算值”代表年初财政部预算草案给出的目标值。

图3: 2026年如果广义财政支出按计划完成, 那么实物支出力度将创近4年最高水平



数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

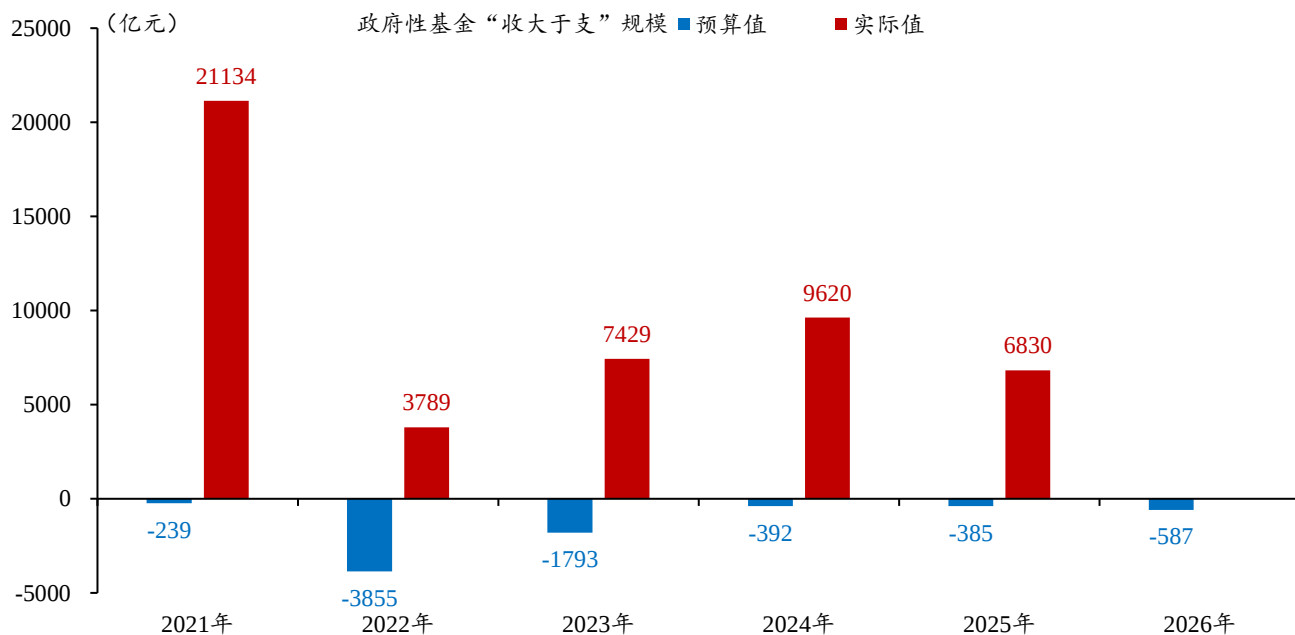
注: “20XX年实际”的数据来源为当年财政决算; “20XX年预算值”代表年初财政部预算草案给出的目标值。

## 2. 受预算编制方法限制，实物广义财政支出预算值可能被高估

虽然 2026 年支出预算数据较高，但受制于预算编制方法，政府性基金支出的预算值可能被明显高估。由于政府性基金预算支出的编制仅考虑预期收入、上年结转等资金来源，直接以“预期可动用资金”作为支出规模预算值，因此近年来，在年初财政预算中，政府性基金预算往往呈现出“支出大于收入”的情形。但从实际执行情况看，历年政府性基金预算实际都是“收大于支”的，相关资金可被用于补充预算稳定调节基金、调出使用、结转下年使用等。此外，由于实际“收大于支”的规模通常较高（自 3789 亿元至 21134 亿元不等），因此政府性基金预算支出的实际实现值往往大幅低于预算值。

有鉴于此，我们认为对 2026 年政府性基金预算支出的“合理预期值”应当在预算值的基础上，考虑实际执行过程中“收大于支”的影响。如果以过去 4 年对应平均值作为 2026 年政府性基金预算“收大于支”的规模预期，那么修正后 2026 年实物广义财政支出有望实现 2.6% 左右的同比增速，较上年提高 2 个百分点左右，在过去 6 年时间内仅次于 2022 年实际实现的 5.3% 的实物广义财政支出同比增速。

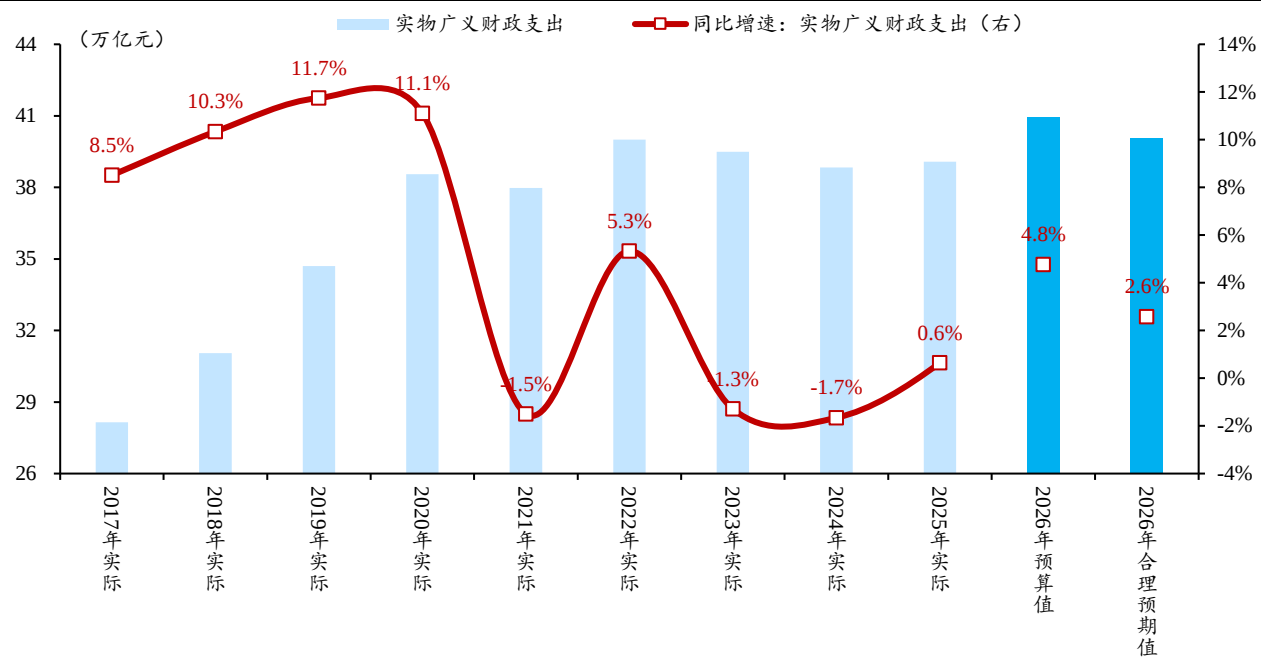
图4：近年财政预算均存在“高估”政府性基金支出的问题



数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：负值代表当年预算呈现出“政府性基金支出大于收入”的情形。

图5：合理修正预期后，我们预计 2026 年实物广义财政支出有望实现 2.6% 的同比增长

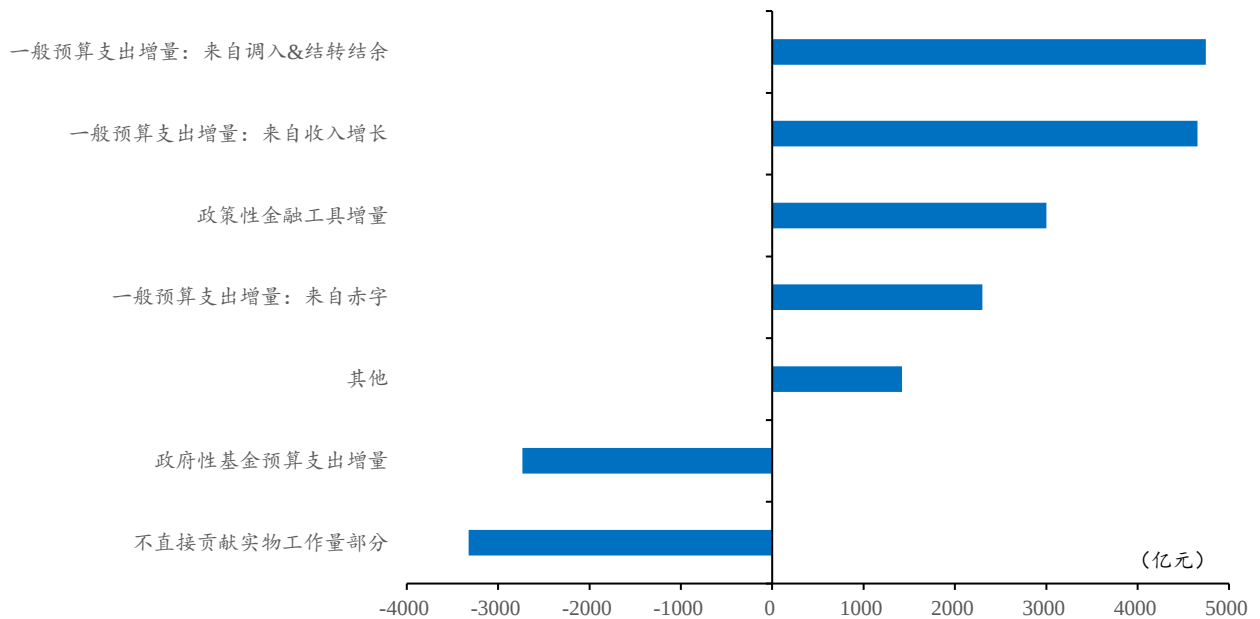


数据来源：财政部，东吴证券研究所

从 2026 年实物广义财政支出的预期增长来源看，预期税收收入增长、一般公共预算“加量”使用调入及结转结余资金、安排更多“准财政资金”是 3 大主要原因。反映在具体数据上，我们预计 2026 年实物广义财政支出（合理预期值）较 2025 年实际值增长约 1.01 万亿元，其中一般公共预算“加量”使用调入及结转结余资金贡献约 4746 亿元、预期税收收入增长进而带动一般公共预算收入增长约 4655 亿元、政策性金融工具加码安排至少 3000 亿元。

值得关注的是，虽然 2026 年财政预算对税收收入增长的预期较为乐观，预计同比增长 5157 亿元，但以“税收收入/GDP”衡量的宏观税负率仍呈下降趋势，2026 年预算对应值为 12.33%，较 2025 年实际实现值 12.58% 进一步下降。考虑到“十五五”相关规划文件提出了“稳定宏观税负水平”的具体任务，近期价格指标回暖也有助于推动名义 GDP 增长，叠加“树立正确政绩观”、“建设全国统一大市场”清理以“不合理的税费优惠”为代表的地方政府招商引资政策，因此今年税收收入预算值并不激进，在执行过程中甚至有可能超出预期。

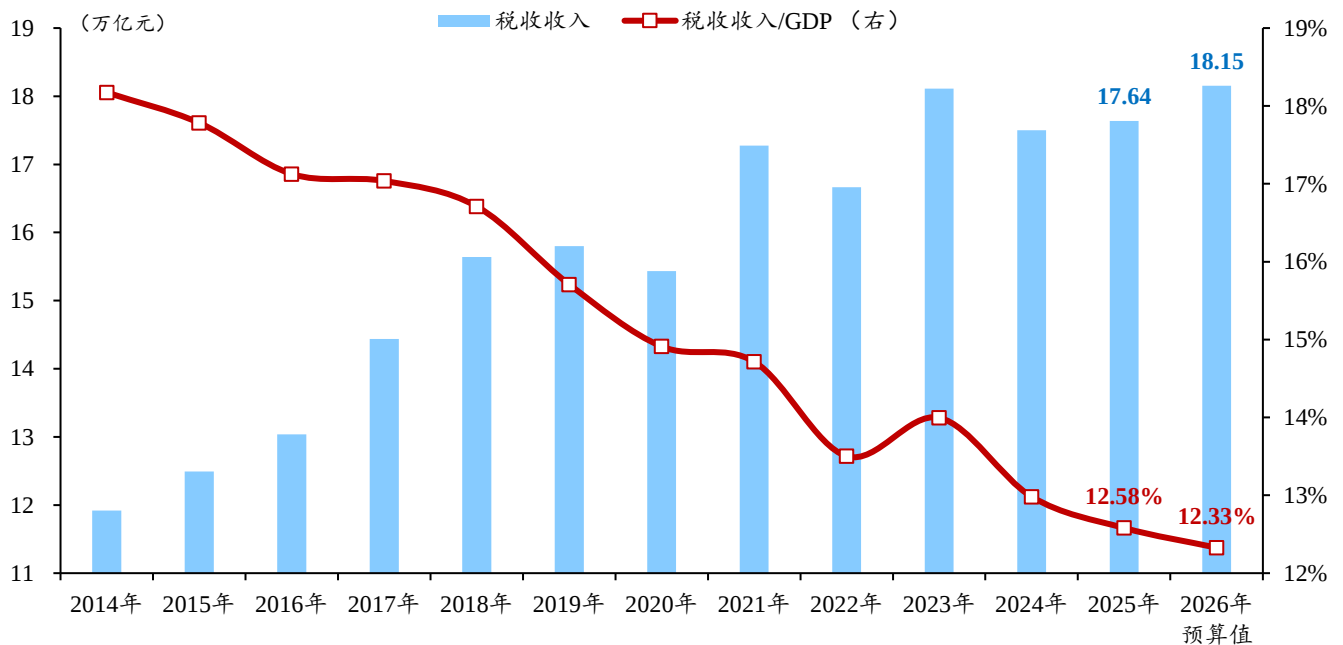
图6：2026年实物广义财政支出增长的主要来源拆解



数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：本图拆解的是2026年实物广义财政支出“合理预期值”增长的资金来源。“其他”项反映的是融资平台经营性债务增长带来的支出、预算稳定调节基金相关资金影响。政府性基金预算支出增量为负值代表支出规模（合理预期值）下降，不直接贡献实物工作量部分为负值代表这部分资金规模较上年有所提高。

图7：从“税收收入/GDP”指标看，2026年税收收入预算目标并不激进



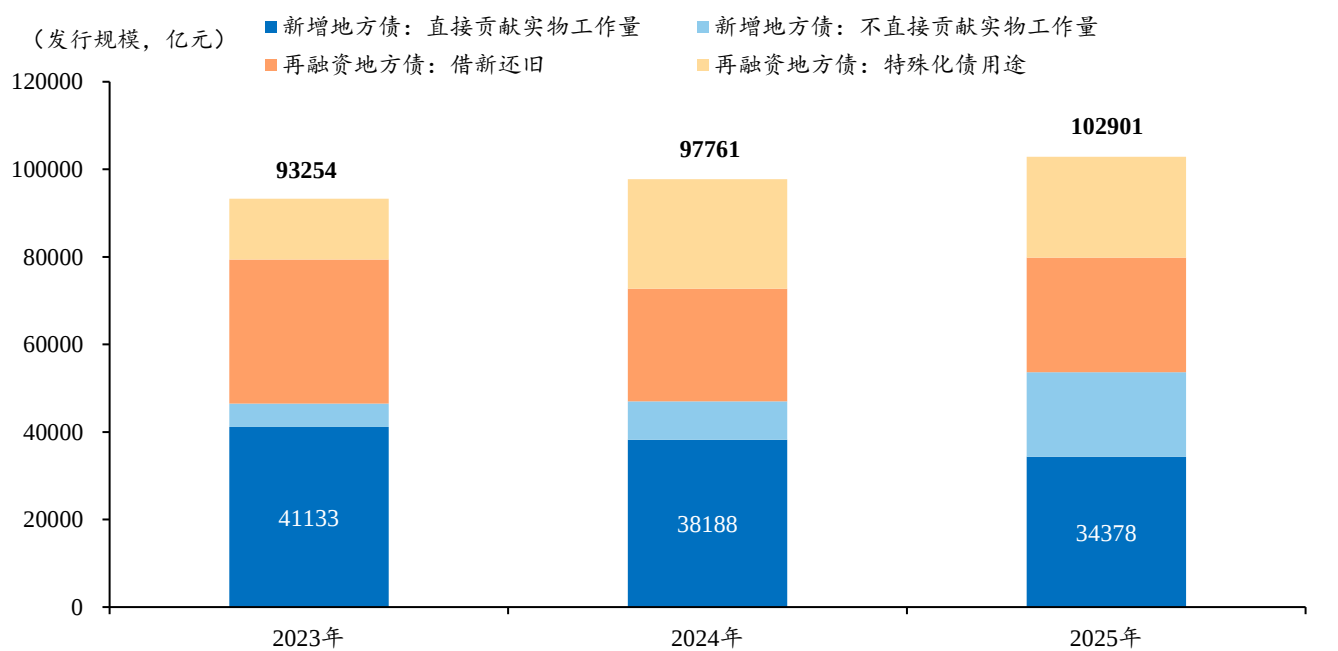
数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：除2026年为预算值外，其他年份对应数据均为实际实现值。

### 3. 增量资金往哪花？——重点关注股权投资

回顾 2025 年，大量广义赤字资金被用于“防风险”，进而削弱了同期广义财政支出对实物工作量的支持。虽然在广义赤字同比增长 2.71 万亿元的支持下，全国广义财政支出同比增长约 1.79 万亿元，同比增速达 4.5%，较 2024 年提高约 5.3 个百分点；但由于大量广义赤字资金不直接贡献实物工作量，例如安排 5000 亿元特别国债注资国有行、新增专项债中安排用于置换隐性债务/置换拖欠款/注资中小银行/土地储备/注资地方政府投资基金的部分同比增长 1.04 万亿元，因此 2025 年实物广义财政支出同比增长仅 2499 亿元，同比增速仅为 0.6%，较 2024 年提高约 2.3 个百分点。

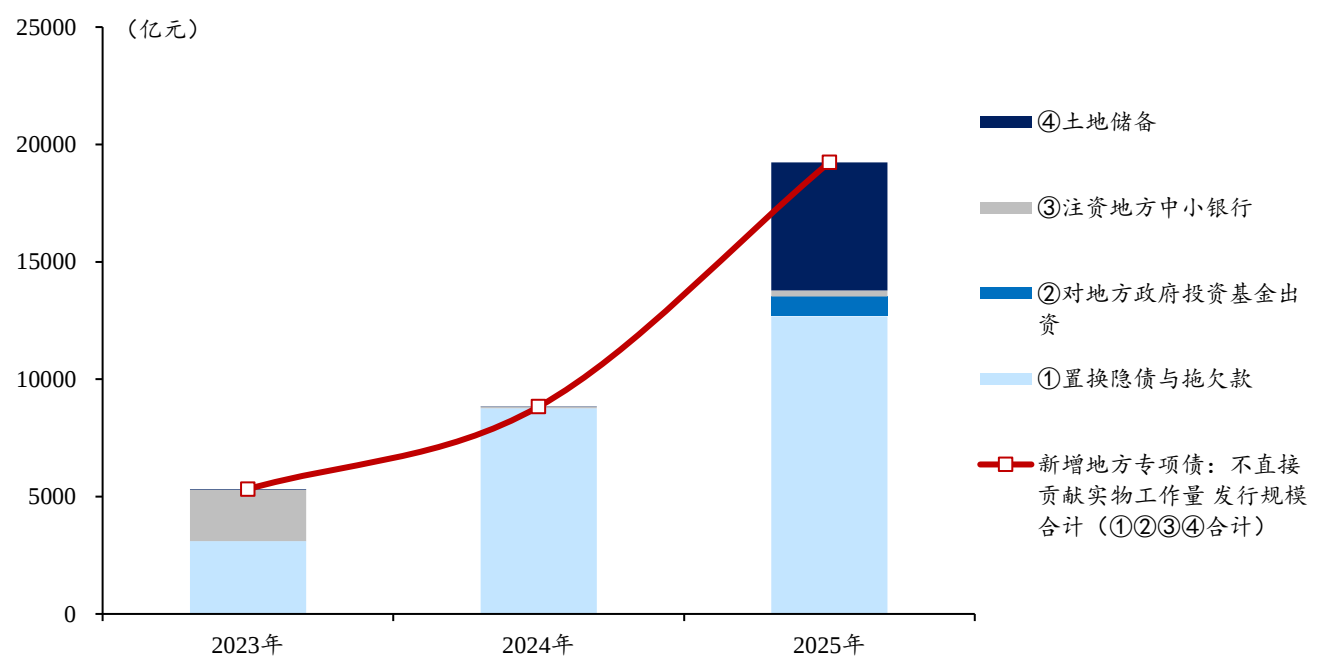
图8：2025 年虽然地方债总发行规模提高，但直接贡献实物工作量的部分反而有所收缩



数据来源：财政部，中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

值得关注的是，2025 年地方新增专项债的资金用途有所扩大，年中新增“对地方政府投资基金出资”一项。2025 年 6 至 12 月，以广东省政府投资基金、江苏省创业投资政府投资基金、北京市政府投资引导基金等为代表的政府投资基金，累计获得 850 亿元来自地方新增专项债的资金支持。在当前有收益的传统投资项目较难储备的现状下，提高地方债对股权投资领域的支持力度是一项意义颇大的政策调整。

图9：2025 年，地方专项债新增一类资金用途——对地方政府投资基金出资



数据来源：中国债券信息网，Wind，企业预警通，东吴证券研究所

表1：2025 年下半年，多省累计发行 850 亿元地方专项债用于支持地方政府投资基金

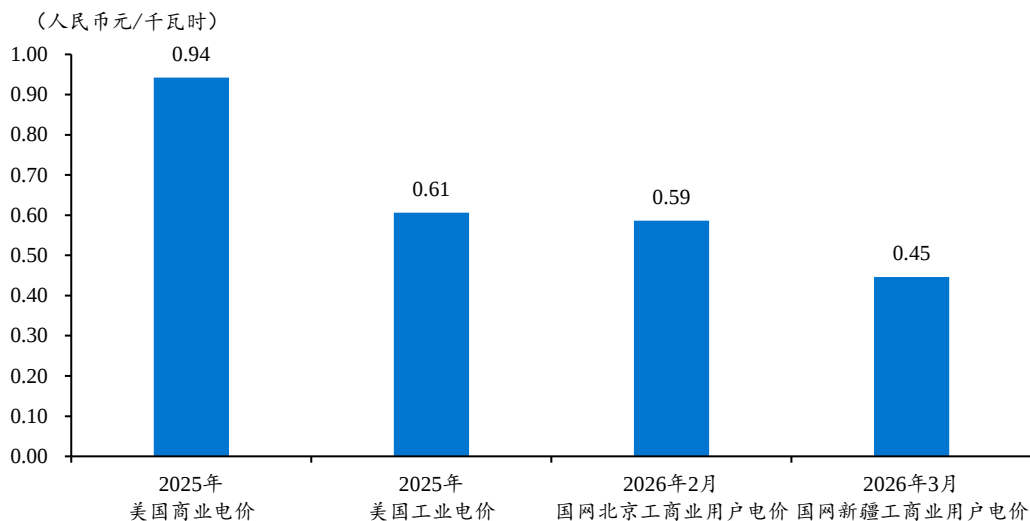
| 发行起始日      | 地方债简称      | 发行规模<br>(亿元) | 发行期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 地方债资金流向                    |
|------------|------------|--------------|-------------|-------------|----------------------------|
| 2025-11-28 | 25 广东债 75  | 100.00       | 30.00       | 2.42        | 广东省政府投资基金                  |
| 2025-11-14 | 25 江苏债 51  | 100.00       | 15.00       | 2.23        | 江苏省创业投资政府投资基金              |
| 2025-06-26 | 25 北京 63   | 100.00       | 10.00       | 1.79        | 北京市政府投资引导基金                |
| 2025-09-22 | 25 浙江债 60  | 75.00        | 10.00       | 2.01        | 浙江省创投基金、杭州科创基金等 16 个基金     |
| 2025-11-24 | 25 深圳债 77  | 65.20        | 10.00       | 1.99        | 深圳市政府投资引导基金                |
| 2025-11-28 | 25 四川债 69  | 50.00        | 15.00       | 2.34        | 成都创业投资基金                   |
| 2025-09-16 | 25 安徽债 98  | 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 |
| 2025-08-29 | 25 上海债 35  | 50.00        | 15.00       | 2.04        | 上海未来产业基金                   |
| 2025-08-25 | 25 陕西债 40  | 50.00        | 20.00       | 2.36        | 西安市政府创新投资基金                |
| 2025-08-22 | 25 宁波债 31  | 50.00        | 20.00       | 2.31        | 宁波市政府投资基金                  |
| 2025-11-27 | 25 湖北债 118 | 40.00        | 15.00       | 2.33        | 武汉市政府投资引导基金                |
| 2025-12-11 | 25 深圳债 86  | 34.80        | 10.00       | 2.05        | 深圳市政府投资引导基金                |
| 2025-11-28 | 25 上海 49   | 30.00        | 15.00       | 2.23        | 上海未来产业基金                   |
| 2025-09-22 | 25 浙江债 61  | 25.00        | 20.00       | 2.36        | 浙江省创投基金                    |
| 2025-11-28 | 25 上海 50   | 20.00        | 20.00       | 2.33        | 浦江创源基金                     |
| 2025-11-06 | 25 湖北 101  | 10.00        | 15.00       | 2.26        | 武汉市政府投资引导基金                |

数据来源：中国债券信息网，东吴证券研究所

对比 2025 年，2026 年财政资金对实物工作量领域的支持能力更强，在传统投资范围以外，财政资金可能进一步扩大支持范围，加快推动投资增速“止跌回稳”、建设“新质生产力”。具体而言，目前中美两国在人工智能（AI）领域的竞争，已经成为定义未来长期全球科技格局乃至国际秩序的关键变量之一。但是，对比中美两国 AI 行业的竞争优劣看，我国在电价等成本端具备优势，2026 年 3 月国网新疆工商业用户电价约为 0.45 元/千瓦时，仅相当于 2025 年美国商业电价平均水平的 47.9%、美国工业电价平均水平的 73.8%。然而，与美国大模型相比，目前国内大模型的“货币化”能力仍有待提高，国内大模型调用 API 收费标准仅为海外主要竞品的 3-4 成。

未来，加快提高国内大模型的应用价值，最终将国内成本优势转化为利润优势、全球市占率优势是国内 AI 行业重要发展方向，这一过程离不开大量资金的支持。因此，2026 年财政资金如果能够拓宽对股权投资领域的支持路径、加大资金支持力度，那么财政资金的使用效率、国内科技行业的发展速度乃至推动投资“止跌回稳”与建设“新质生产力”等重大任务都有望迎来积极变化。

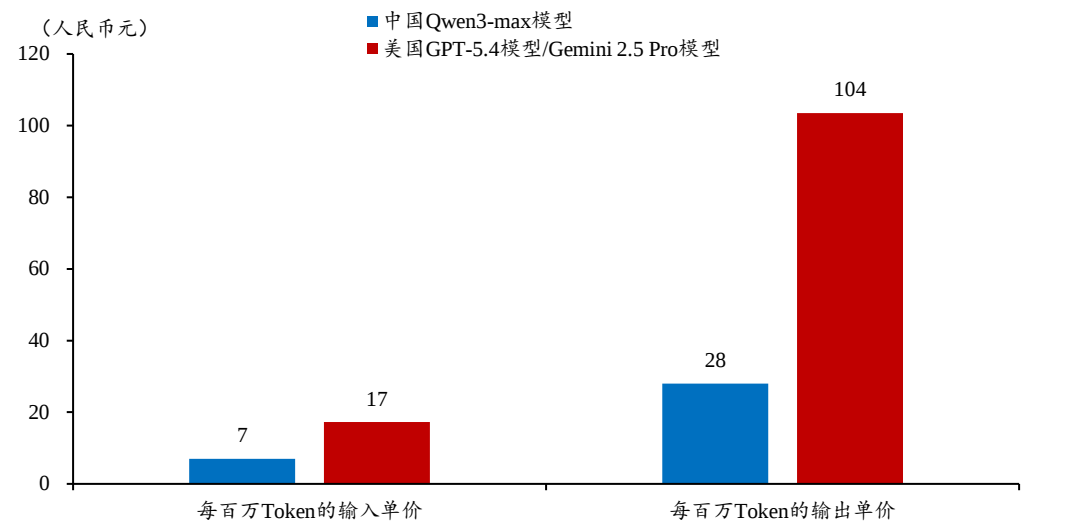
**图10：与美国相比，我国电价具备一定成本优势**



数据来源：EIA，国家电网，东吴证券研究所

注：美元兑人民币按照 2025 年末汇率实际值进行换算。“国网北京/新疆工商业用户电价”对应口径均为非分时电度电价、两部制、220 千伏及以上。

图11：但与美国大模型相比，目前国内大模型的“货币化”能力仍有待提高



数据来源：阿里云，Open AI，Gemini，东吴证券研究所

注：美元兑人民币汇率按照 6.90 进行换算。中国 Qwen3-max 模型收费标准的对应口径为：中国内地（非思考和思考模式）或全球部署（美国、仅非思考模式）、单次请求输入  $128K < \text{Token} \leq 252K$ 。

#### 4. 风险提示

- （1） 财政预算存在实际执行不及预期的风险；
- （2） 财政资金支持股权投资在政策落地过程中可能面临实操风险；
- （3） 对 2026 年政府性基金“收大于支”的预期值可能不够准确；
- （4） 对政策性金融工具的测算暂未考虑 2025 年末追加 1500 亿元额度的影响。

## 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>