宏观点评

【粤开宏观】理性看待“股权财政”

2026 年 08 月 07 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】固定资产投资特征分析与下半年展望》2026-08-06

《【粤开宏观】上半年地方财政形势分析》2026-08-06

《【粤开宏观】当前中国财政经济形势——核心特征与政策建议》2026-08-03

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2026-07-30

《【粤开宏观】财政自给率的两个表象与四个真相》2026-07-26

投资要点

一、如何理性看待“股权财政”？

股权财政替代土地财政是有难度的，要理性认识股权财政。其一，股权财政的理论基础薄弱；其二，目前各方期待的方式是政府通过引导基金的方式孵化产业，设想很好，但没有解决财政低风险偏好与所投行业的高风险特征的根本矛盾；其三，政府引导基金作为耐心资本，应当与产业资本、金融资本各司其职；其四，不同城市的行政级别不同、资源禀赋不同、治理能力不同、获取资源的能力不同、主官的认知不同，不能贸然一哄而上推广所谓“股权财政”模式，要因地制宜。

二、解决地方财政困难的对策建议

对地方政府而言：从短期看要加大资产盘活力度，盘活资产靠的是一系列制度支持，资产清查、资产产权瑕疵修复、资产处置尽职免责、国资考核激励机制等，缺乏制度支持的资产盘活将沦为方式单一且不可持续的卖资产状态。从长期看，地方政府要推动城投转型并重塑税基，切实因地制宜找到符合自身优势的特色产业，要打造良好的营商环境而非补贴和税收优惠洼地来吸引产业。

对中央政府而言：从短期看有必要加大对地方的转移支付、增加均衡性转移支付的比重，增强地方政府获得的转移支付的规模以及可支配程度，持续增加转移支付不是长期之道，但短期是非常有必要的，帮助地方政府度过房地产持续调整、化债重压、新旧动能转型的关键阶段。从中长期看，一是推动财政体制改革，上移事权和支出责任，减少地方政府的事权和支出责任，尤其要帮助地方政府避免成为无限责任政府；二是推动税制改革，构建适配人工智能时代的税制，来应对人工智能导致的分配极化和供强需弱问题，稳定宏观税负，扩围消费税到高污染高耗能行业、提高环境保护税和资源税税率，研究遗产税赠与税；三是推动公用事业价格改革，避免持续大规模的低效财政补贴对财政的压力，改暗补为明补。

风险提示：宏观政策超预期、外部冲击超预期

目 录

一、如何理性看待“股权财政”？ 3
二、解决地方财政困难的对策建议 3

一、如何理性看待“股权财政”？

股权财政替代土地财政是有难度的，要理性认识股权财政。

其一，股权财政的理论基础薄弱。政府取得收入来源一般源自政治权力、信用和所有权，凭借政治权力取得的收入主要是税收和非税收入中的罚没收入等，凭借政府信用取得的一般是债务融资和政策性金融机构融资，对于社会主义公有制国家还有独特优势就是政府可以凭借产权取得收入。土地出让收入就是政府凭借产权取得的收入，本身就是股权财政，也就是说用“股权财政”代替“土地财政”就相当于是让股权财政替代股权财政，这在逻辑上和理论上是说不通的。

其二，目前各方期待的方式是政府通过引导基金的方式孵化产业，既达到优化产业结构、重塑税基的目的，又能获得政府资金退出后的资本收益，设想是非常好的，但没有解决财政低风险偏好与所投行业的高风险特征的根本矛盾。科技产业是高度不确定性的领域，一旦没有看准赛道或者看准赛道但没踩对节奏，财政资金的亏损由谁承担、如何问责，是否有相应的尽职免责制度，政府如何能确保比市场更加准确识别未来发展趋势。也就是说所谓“股权财政”要生效，需要一套尽职免责、国资考核等系统制度支持。

其三，政府引导基金作为耐心资本，应当与产业资本、金融资本各司其职，政府资金更多是投早投小投硬科技、投向基础研究、保护知识产权、维护市场秩序，真正有较高盈利的机会应当让利给市场主体，激活社会资本活力。

其四，中国地域广阔，不同城市的行政级别不同、资源禀赋不同、治理能力不同、获取资源的能力不同、主官的认知不同，这就导致不能贸然推广所谓“股权财政”模式，不能一哄而上，要因地制宜，否则不仅不能发挥出积极效果，而且会浪费既有财政资源。产业发展要因地制宜，对于自然资源丰富的区域更多应发挥保障国家能源和经济安全，对于农业文旅资源丰富的区域可以更多发展现代农业和服务业。

二、解决地方财政困难的对策建议

解决地方财政困难一是靠地方自身，二是靠中央政府。

对地方政府而言：从短期看要加大资产盘活力度，盘活资产靠的是一系列制度支持，资产清查、资产产权瑕疵修复、资产处置尽职免责、国资考核激励机制等，缺乏制度支持的资产盘活将沦为方式单一且不可持续的卖资产状态。从长期看，地方政府要推动城投转型并重塑税基，切实因地制宜找到符合自身优势的特色产业，要打造良好的营商环境而非补贴和税收优惠洼地来吸引产业。

对中央政府而言：从短期看有必要加大对地方的转移支付、增加均衡性转移支付的比重，增强地方政府获得的转移支付的规模以及可支配程度，持续增加转移支付不是长期之道，但短期是非常有必要的，帮助地方政府度过房地产持续调整、化债重压、新旧动能转型的关键阶段。从中长期看，一是推动财政体制改革，上移事权和支出责任，减少地方政府的事权和支出责任，尤其要帮助地方政府避免成为无限责任政府；二是推动税制改革，构建适配人工智能时代的税制，来应对人工智能导致的分配极化和供强需弱问题，稳定宏观税负，扩围消费税到高污染高耗能行业、提高环境保护税和资源税税率，研究遗产税赠与税；三是推动公用事业价格改革，避免持续大规模的低效财政补贴对财政的压力，改暗补为明补。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com