

9 月财政数据点评：增量财政资金落地，补缺口扩投资



董利 分析师
Email:dongli@lcqz.com
证书:S1320525070001



陈国文 分析师
Email:chenguowen@lcqz.com
证书:S1320524070001

投资要点：

财政收入增速持续改善，中央财政收入增速降幅收窄，地方财政收入增速持平。1-9 月一般公共预算收入增速达到 0.5%，较前值提高 0.2pct，连续三个月增速改善。从中央和地方看，中央当月增速持续显著改善，累计增速降幅收窄，对财政收入负向拖累减弱，地方财政收入继续保持正增。整体看财政收入增速略高于年初预算目标 0.1%，财政收入完成进度仍偏慢。

税收收入增速显著提高支撑财政收入增速改善，非税收入增速大幅下降导致对收入增长贡献转向负拖累。反内卷政策、PPI 回升、企业盈利改善、股市活跃度和征管效率提升等是主要原因，增值税、所得税、证券交易印花税保持较高增速。非税收入连续五个月单月负增长，9 月降幅明显扩大，导致累计增速转为微负-0.4%。除基数抬升因素外，财政管理精细化、税收制度完善、土地市场低迷和经济转型等，都导致非税收入压缩，增强财政对税收的依赖。

中央支出增速进一步放缓，地方支出增速放缓趋势出现“转折”。1-9 月，财政支出同比增速为 3.1%，与前值持平。中央财政支出增速连续 5 个月下降，1-9 月降至年内新低 7.3%；地方财政支出增速 2.4%，较前值提高 0.1pct，此前连续 4 个月逐级放缓。结构上，民生类仍是重点，得益于财政稳投资力度加大基建类支出有所改善。社会保障和就业、教育及卫生健康等民生类支出维持较高增速；基建类支出增速降幅显著收窄，节能环保、交通运输支出连续 2 个月增速接近 20%。总体上财政支出进度仍慢于历史同期。

政府性基金收支分化，收入不足，支出超前。1-9 月，政府性基金收入同比增长-0.5%，低于年初预算 0.7%。土地出让金下降是导致政府性基金收入负增的主要原因，9 月土地出让金降幅虽有收窄，但仍高达 18%。支出端增速为 23.9%，增幅较前值收窄 6.1pct，高于年初预算目标 23.1%。地方政府专项债发行提速，新增专项债 9 月完成进度约为 83.6%，五年维度看完成进度仍偏缓。

向后看，四季度财政增量资金落地将助力经济平稳运行。9 月发改委设立了新型政策性金融工具 5000 亿元，支持重大战略和重点项目建设，目前农发行已发放近千亿元。10 月 17 日财政部公布又下达了 5000 亿元结存限额，用于补充地方政府综合财力，化解存量隐性债务和解决政府拖欠企业账款，还用于重点支持经济大省符合条件的项目，结存限额资金规模和使用范围较过去均有扩大。增量资金落地将有助于扩大投资，支持四季度经济平稳运行。除此外，通过债务工具扩容，财政资金优化，政策工具创新及救助企业纾困等方式释放增量政策仍然可期。

风险提示：基本面修复偏离预期，宏观政策超预期。

相关报告

8 月财政数据点评：增量政策渐行渐近

2025.09.24

债市收益率或震荡修复

2025.08.26

需求承压利好债市，静待扰动消退趋势逆转

2025.08.19

目 录

1. 财政收入增速继续改善，税收收入贡献增强	4
2. 支出总体进度偏慢，基建类支出降幅收窄	5
3. 政府性基金收支分化，收入滞后于支出	7
4. 增量资金落地，补缺口扩投资	8
5. 风险提示	8

图表目录

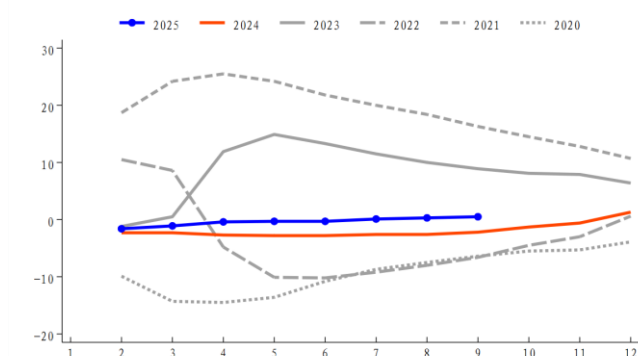
图 1	一般公共预算收入累计同比增速 (%)	4
图 2	一般公共预算收入完成进度 (%)	4
图 3	税收收入累计同比增速 (%)	4
图 4	非税收入累计同比增速 (%)	4
图 5	1-9 月税收收入细分项累计同比增速 (%)	5
图 6	9 月税收收入细分项贡献度 (%)	5
图 7	一般公共预算支出累计同比增速 (%)	6
图 8	一般公共预算支出预算完成进度 (%)	6
图 9	中央一般公共预算支出预算完成进度 (%)	6
图 10	地方一般公共预算支出累计同比增速 (%)	6
图 11	1-9 月财政支出各分项同比增速 (%)	7
图 12	9 月财政支出各分项当月值 (亿元)	7
图 13	政府性基金收入累计同比增速 (%)	7
图 14	政府性基金支出累计同比增速 (%)	7
图 15	地方国有土地使用权出让累计同比增速 (%)	8
图 16	地方政府新增专项债完成进度 (%)	8

事件：2025年10月17日，财政部公布了2025年1-9月全国财政收支情况。1-9月，全国一般公共预算收入为16.39万亿元，一般公共预算支出为20.81万亿元，政府性基金预算收入为3.07万亿元，政府性基金预算支出为7.49万亿元。

1. 财政收入增速继续改善，税收收入贡献增强

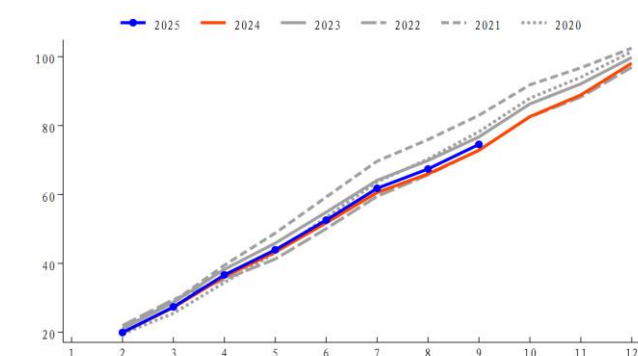
财政收入增速持续改善，中央财政收入增速降幅收窄，地方财政收入增速持平。1-9月一般公共预算收入增速达到0.5%，较前值提高0.2pct，连续三个月增速改善。从中央和地方看，中央当月增速持显著改善，累计增速降幅收窄至-1.2%，对财政收入负向拖累减弱；地方财政收入继续保持正增，累计增速为1.8%。整体看财政收入增速虽略高于年初预算目标0.1%，但完成进度为74.5%，低于历史同期均值。

图1 一般公共预算收入累计同比增速 (%)



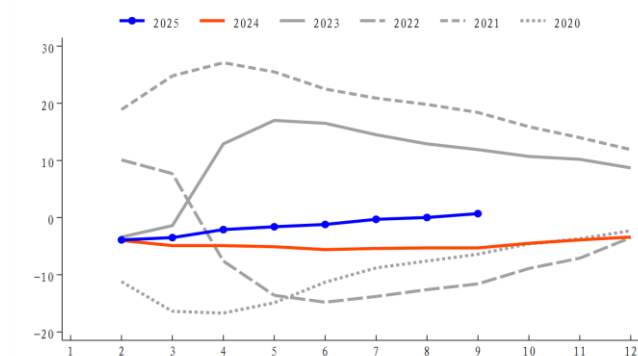
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图2 一般公共预算收入完成进度 (%)



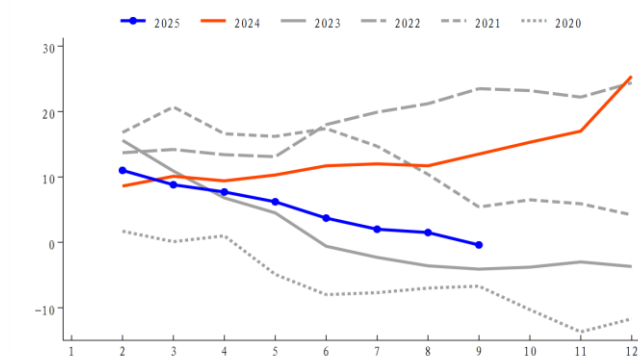
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图3 税收收入累计同比增速 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图4 非税收入累计同比增速 (%)

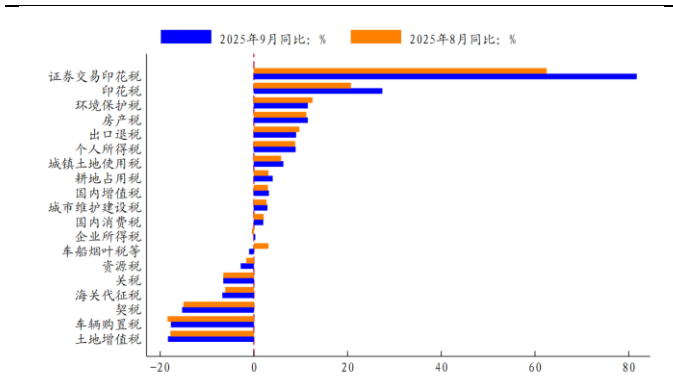


资料来源：同花顺，联储证券研究院

税收收入增速显著提高支撑财政收入增速改善，非税收入增速大幅下降导致对收入增长贡献转向负拖累。1-9月税收收入累计同比增速为0.7%，增速连续7个月提升，增速达到全年最高值。其中，反内卷政策、经济修复、股市活跃度和征管效率提升等是主要原因，增值税、所得税、证券交易印花税保持较高增速。非税收入连续五个月单月负增长，9月降幅明显扩大，导致累计增速转为微负-0.4%。除基数抬升因素外，财政管理精细化、税收制度完善、土地市场低迷和经济转型等，都导致非税收入压缩，财政对税收的依赖增强。

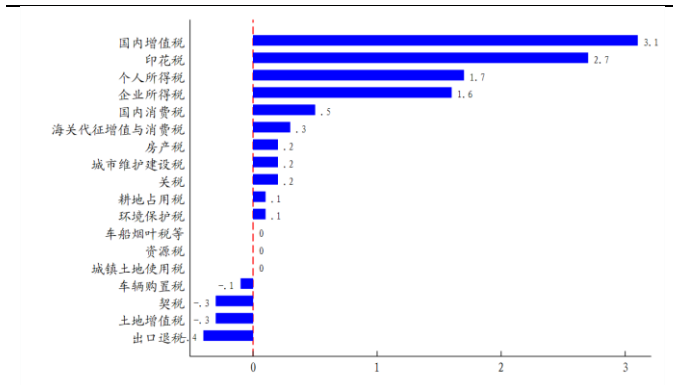
从税收收入结构看：（1）与生产相关税种增速改善，继续对税收增速改善形成较强支撑。1-9月国内增值税同比增长3.6%，较前值增幅扩大0.4pct，增速连续5个月提高；9月国内增值税拉动税收收入增长3.1个百分点，是推动税收收入增速的最大贡献项。企业所得税增速为0.8%，较前值提高0.5pct，拉动税收收入增长1.6个百分点。（2）国内消费税增幅扩大。1-9月国内消费税同比增速达2.2%，较前值增幅扩大0.2pct，消费税增速改善，指向消费收入进度回温。（3）个人所得税增速高位继续抬升。1-9月个人所得税同比增速录得9.7%，增幅较前值扩大0.8pct，五年维度看处于同期高位。除去年低基数及税务部门征管加强等因素外，股指上涨的财富效应，推升了个人所得税缴纳。（4）印花税增速持续扩大，土地与房地产税收增速降幅收窄，关税收入增速改善。得益于权益市场指数稳步上涨，1-9月印花税增速继续大幅提高，录得34.5%，较前值提高7.1pct，拉动税收收入2.7个百分点。土地增值税同比增速为-17.6%，较前值降幅收窄0.7pct；契税同比增速为-14.7%，较前值降幅收窄0.6pct。土地拍卖和房地产市场不景气，土地增值税和契税虽降幅收窄，但降幅仍较大。1-9月出口退税同比增速为8.6%，较前值下降0.4pct；关税增速降幅收窄1pct，录得-5.7%。

图5 1-9月税收收入细分项累计同比增速（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图6 9月税收收入细分项贡献度（%）

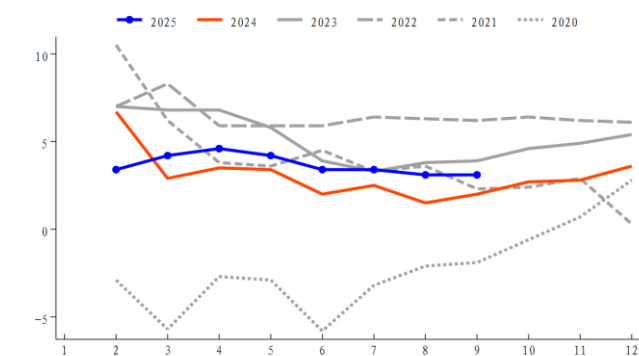


资料来源：同花顺，联储证券研究院

2. 支出总体进度偏慢，基建类支出降幅收窄

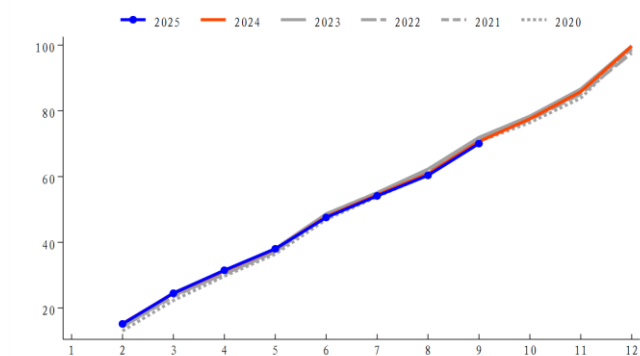
中央支出增速进一步放缓，地方支出增速放缓趋势出现“转折”。1-9月，财政支出同比增速为3.1%，与前值持平，低于年初预算目标4.4%。中央财政支出增速连续5个月下降，1-9月降至年内新低7.3%；地方财政支出增速2.4%，较前值提高0.1pct，此前连续四个月逐级放缓。从支出节奏看，1-9月一般公共预算支出完成进度为70.1%，处于近五年同期最低水平，完成进度较慢。

图7 一般公共预算支出累计同比增速 (%)



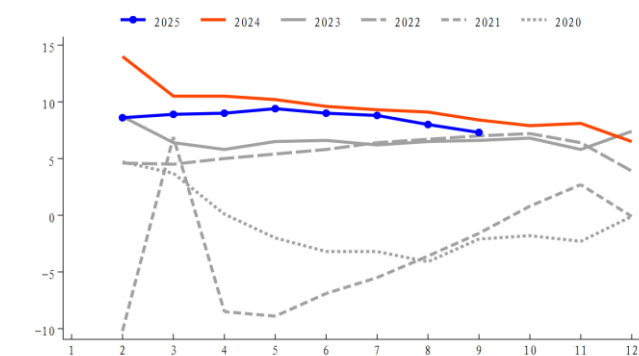
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图8 一般公共预算支出预算完成进度 (%)



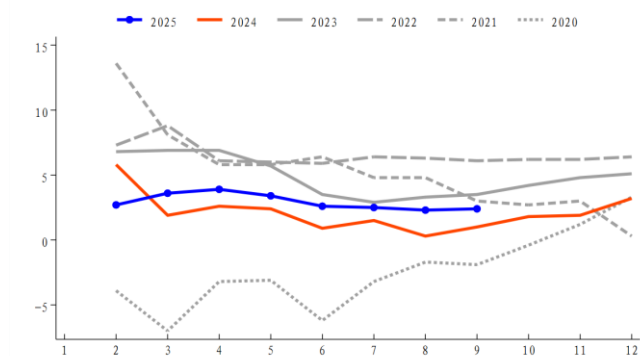
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图9 中央一般公共预算支出预算完成进度 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

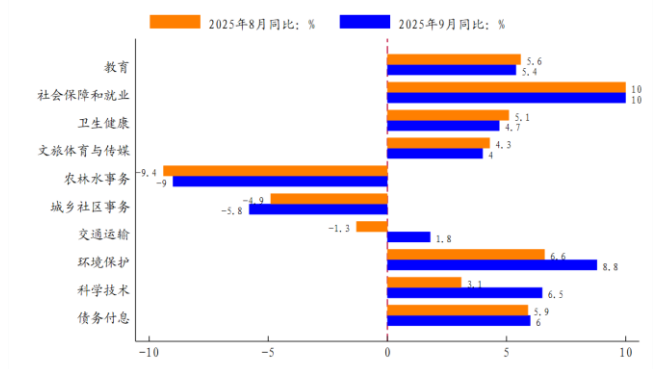
图10 地方一般公共预算支出累计同比增速 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

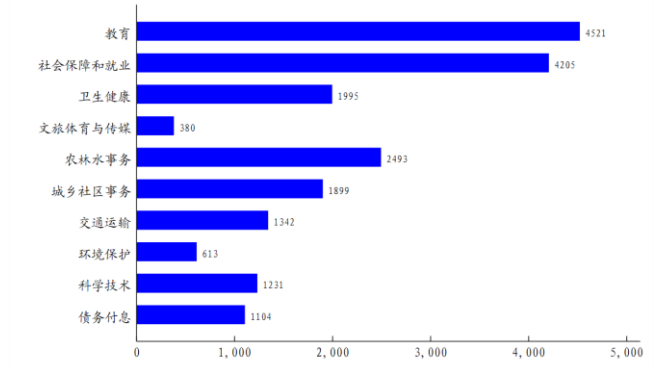
结构上，民生类仍是支出重点，基建类支出有所改善。社会保障和就业、教育及卫生健康等民生类支出维持较高增速。1-9月社会保障和就业支出增速达到10%，与前值持平，是当月最大财政支出项。教育类支出增速下降0.2pct，录得5.4%；卫生健康支出增速下降0.4pct，达到4.7%。得益于财政稳投资力度加大，基建类支出项增速降幅显著收窄。其中，节能环保、交通运输支出连续2个月增速接近20%；农林水事务、城乡社区事务支出偏弱，降幅分别为-9%、-5.8%。

图11 1-9月财政支出各分项同比增速(%)



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图12 9月财政支出各分项当月值(亿元)

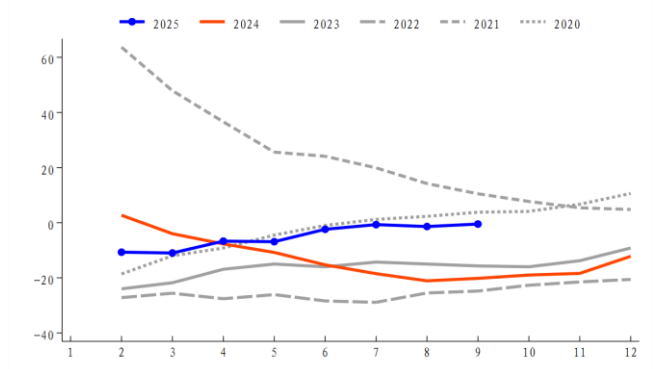


资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

3. 政府性基金收支分化, 收入滞后于支出

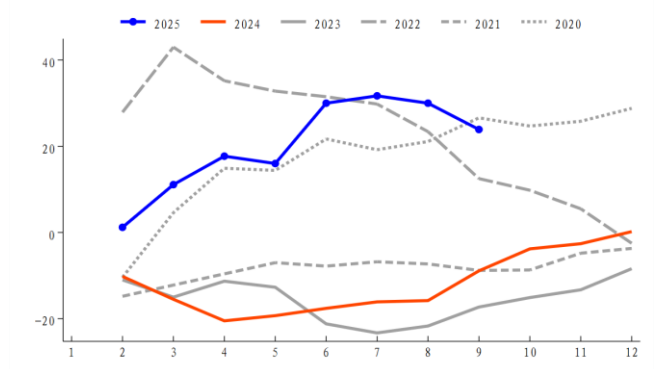
政府性基金收支分化, 收入不足, 支出超前。1-9月, 政府性基金收入同比增长-0.5%, 低于年初预算增长目标0.7%。土地出让金下降是导致政府性基金收入负增的主要原因, 9月土地出让金降幅虽有收窄, 但仍高达18%。政府性基金支出增长较快, 1-9月同比增长23.9%, 增幅较前值收窄6.1pct, 高于年初预算目标23.1%。从收支节奏看, 1-9月政府性基金收入完成全年预算的49.1%, 五年维度看表现偏慢; 政府性基金支出完成60%, 五年维度看完成进度偏快。地方政府专项债发行提速, 新增专项债9月完成进度约为83.6%, 较前值提高约9pct, 五年维度看仍偏缓。

图13 政府性基金收入累计同比增速(%)



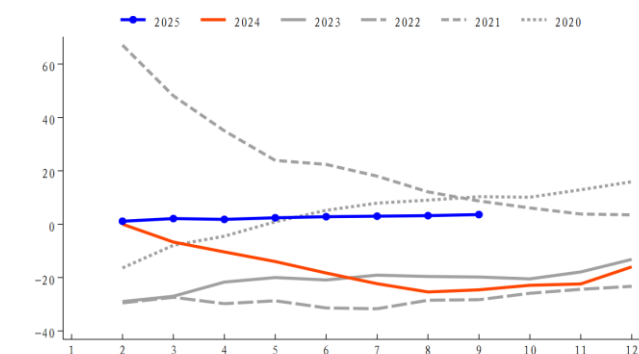
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图14 政府性基金支出累计同比增速(%)



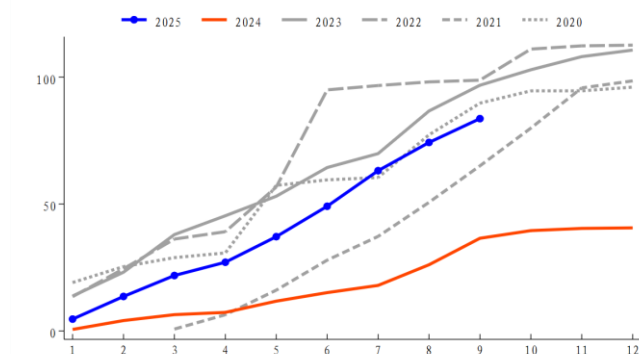
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图15 地方国有土地使用权出让累计同比增速（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图16 地方政府新增专项债完成进度（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

4. 增量资金落地，补缺口扩投资

向后看，**四季度财政增量资金落地将助力经济平稳运行**。9月发改委设立了新型政策性金融工具5000亿元，支持重大战略和重点项目建设，目前农发行已发放近千亿元。10月17日财政部公布又下达了5000亿元结存限额，用于补充地方政府综合财力，化解存量隐性债务和解决政府拖欠企业账款，还用于重点支持经济大省符合条件的项目，资金规模和使用范围较过去均有扩大。增量资金落地将有助于扩大投资，支持四季度经济平稳运行。除此外，通过债务工具扩容，财政资金优化，政策工具创新及救助企业纾困等方式释放增量政策仍然可期。

5. 风险提示

基本面修复偏离预期，宏观政策超预期

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 B 栋 14 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000