

2025 年 10 月 18 日

## 专项债投向基建比重低于 2024 年

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● **事件：**9 月，全国一般公共预算收入 15678 亿元，全国一般公共预算支出 28740 亿元。政府性基金预算收入 4268 亿元，政府性基金预算支出 12322 亿元。

● **狭义财政收支增速提升，支出相对进度边际放缓**

**1、财政平稳增收，多税种收入增速改善。**9 月狭义财政收入 15678 亿元，同比增长 2.6%，增速稳步提升。1-9 月公共财政收入累计同比升至 0.5%。税收收入显著提速，同比增长 8.7%（前值 3%）。四大税种收入普遍提速，增值税和个人所得税表现亮眼。增值税同比增长 7.6%，增速较 8 月提升 3 个百分点，或反映 9 月在价格改善、资本市场回暖的背景下实体收入有所提振。个人所得税同比增长 16.7%，增速提升 7 个百分点。低基数原因之外，或与 9 月资本市场行情回暖有关，股息利得等收入显著提升或对个人所得税收入形成提振。企业所得税收入增速边际回落至 20%，但依然保持较高增速，“反内卷”政策不断推进，价格回升推动企业利润持续改善。消费税增速提升了近 3 个百分点至 3.8%，9 月消费有小幅转暖。其他税种方面，房产税、城镇土地使用税收入增速显著下滑；土地增值税降幅收窄至 -10.6%（前值 -26%）。车辆购置税同比降幅收窄 8.5 个百分点，收入边际改善。出口退税额同比增速小幅提升至 4.2%（前值为 3.9%），关税收入增速提升 18 个百分点至 11%。9 月非税收入录得 4099 亿元，同比下滑 11%，非税收入对于财政收入的贡献持续走低，收入结构改善。

**2、财政支出增速加快，进度略慢于 2024 年。**9 月公共财政支出 28740 亿元，同比增长 3.1%（前值 0.8%），支出增速加快。前三季度累计支出增长 3.1%，持平 8 月。从全年进度看，前三季度狭义支出完成全年的 70%，略慢于 2023-2024 年同期进度。也就是说，尽管 9 月单月支出有所提速，且累计支出同比稳步增长，但支出使用进度从 8 月开始不及往年，相对来说三季度后期支出的进度有所放缓。支出依旧向科技倾斜，民生类支出增速小幅回落。9 月科技类支出同比增长 27%，大幅提速；社会保障、教育、卫生支出分别同比增长 8.8%、4.5%、2.1%，除教育支出外增速均小幅回落。基建类支出增速普遍改善，交运支出同比回升 4 个百分点至 22%，城乡社区事务、农林水利支出降幅也有所收窄。

● **政府性基金收入回暖，支出增速略有放缓**

**1、政府性基金收入显著改善。**9 月全国政府性基金收入 4268 亿元，同比增长 5.6%，增速较 8 月回升 11 个百分点。地方国有土地出让金收入同比下滑 1%，中央政府性基金收入同比增长 2.4%。

**2、专项债和特别国债支出进度约为 78%。**9 月政府性基金支出 12322 亿元，同比增长 0.4%，增速较 8 月回落。9 月政府债券的发行力度依旧温和放缓，专项债发行 4131 亿元（前值 4865 亿）、超长期特别国债发行 2340 亿（前值 2350 亿），环比下降的幅度总体不大。财政部披露，前三季度专项债+特别国债支出 4.2 万亿，支出进度约为发行额的 78%，考虑债券支出时滞，政府性基金支出或还能保持一定增速。从专项债投向来看，前三季度专项债资金有 36%投向基础设施建设，包括传统基建和新基建，33%投向化债、补充银行资本金等特殊用途，投向土储相关投资的比例约为 9%，社会事业、保障性安居工程等项目的占比分别约为 8%。和 2024 年相比，前三季度投向基建的规模和占比均有所减少。而投向化债和土储项目的比例显著提升（分别提高 10 和 9 个百分点）。这或也部分解释了广义财政规模较 2024 年扩张，但基建投资增速未见明显改善。

**四季度新增 5000 亿专项债结存限额用于化债与扩大投资。**前 9 月广义财政收支差扩大至 8.8 万亿，较 2024 年同期高 2 万亿。当前财政依然呈现广义支出力度强于狭义的特征，截至 9 月政府性基金支出完成全年 60%，处于历史高位，而狭义支出进度边际放缓。近日财政部表示，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设。结存限额规模扩张的同时，范围扩展至经济大省项目建设，叠加 5000 亿政策性金融工具的落地，四季度地方债供给和基建投资获得增量支撑。此外，2026 年地方债务限额将提前下达，更好衔接年末与 2026 年初的项目投资。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

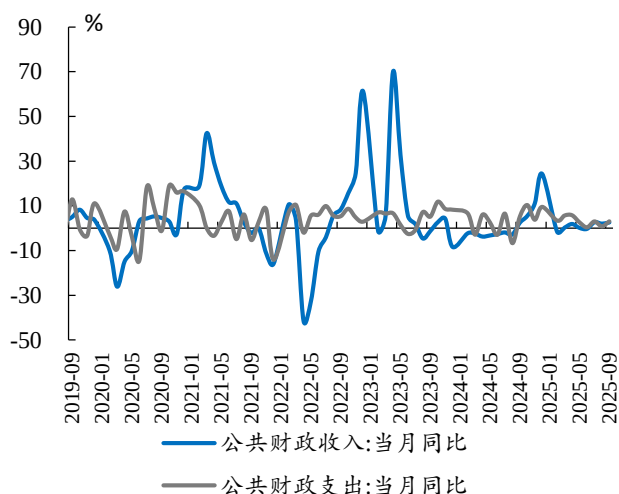
### 相关研究报告

《信贷结构与资金活性持续优化——宏观经济点评》-2025.10.16

《PPI 同比转正的可能性——宏观经济点评》-2025.10.15

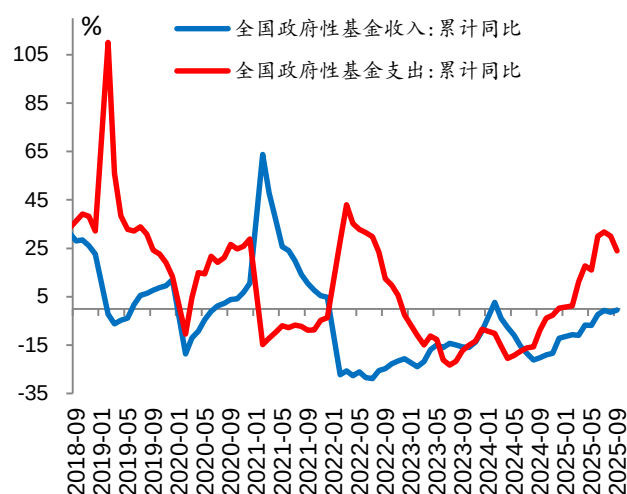
《贸易链条上的 AI 产业需求线索——宏观经济点评》-2025.10.13

附图 1：9 月公共财政收支增速小幅改善



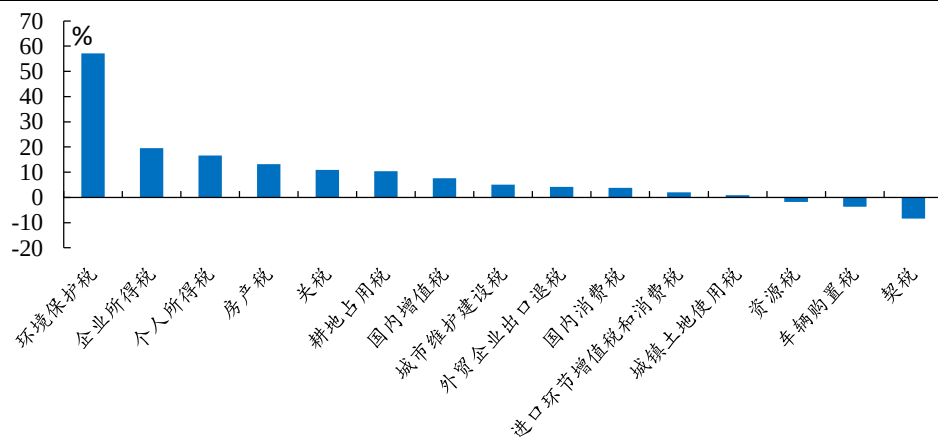
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：1-9 月政府性基金支出增速回落



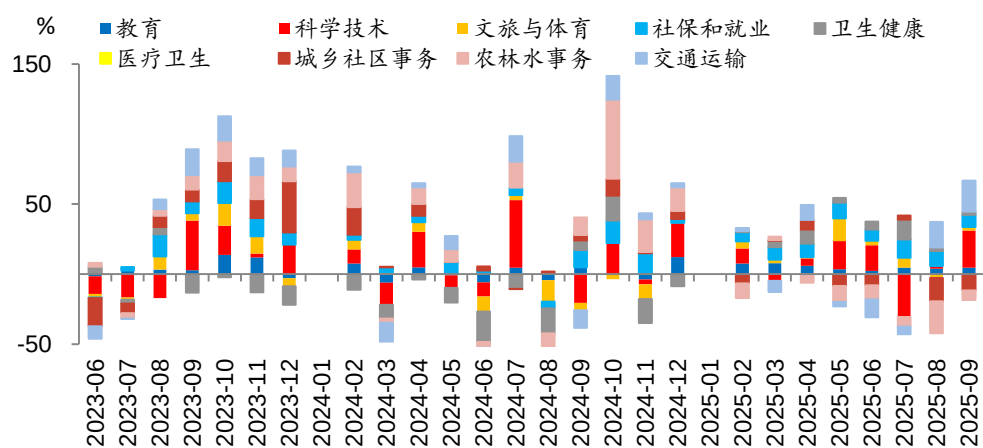
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：9 月企业和个人所得税收入显著增长



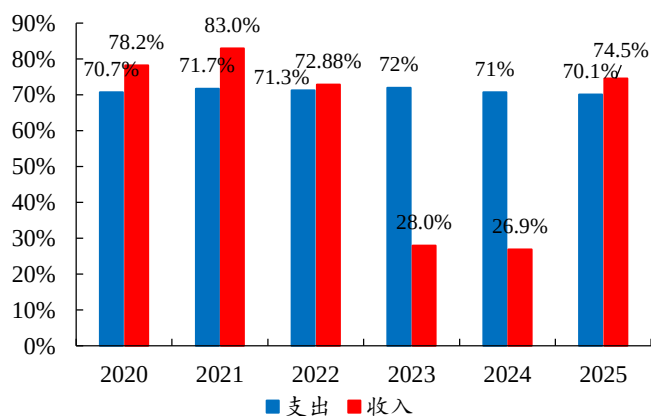
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：9 月基建类支出有所提速



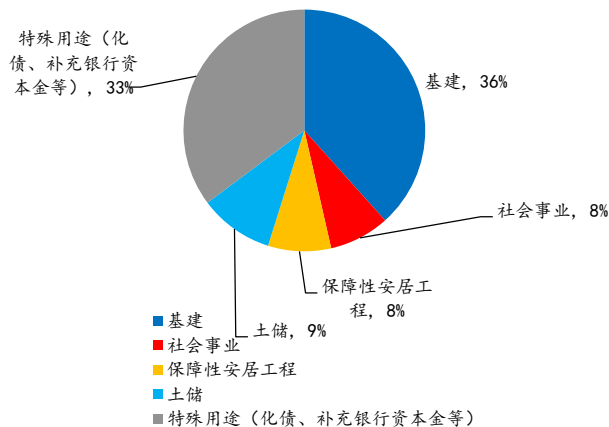
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：前三季度狭义财政支出进度慢于 2024 年



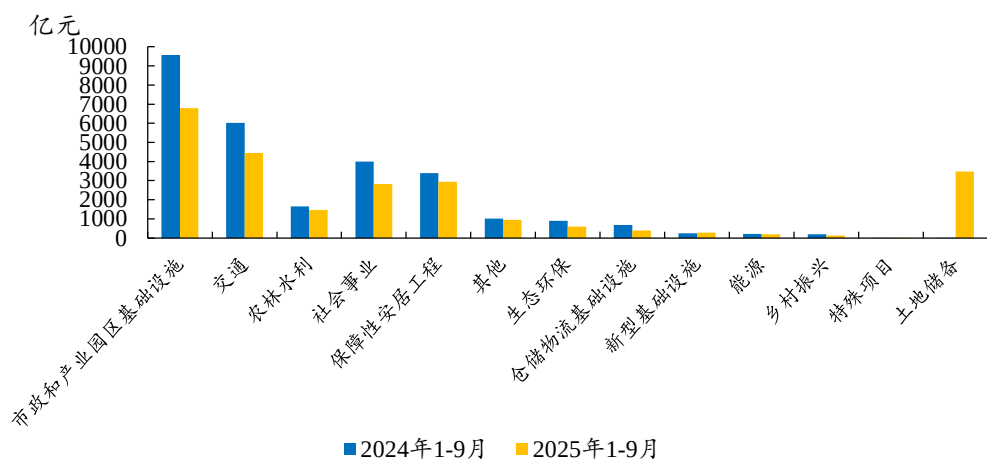
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：7 月数据截至 7 月 25 日

附图 6：2025 年前三季度专项债投向



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：2025 年专项债投向基建的规模边际降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn