

2025 年 09 月 17 日

广义财政力度或将温和下降

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：**8 月，全国一般公共预算收入 12359 亿元，全国一般公共预算支出 18587 亿元。政府性基金收入 3325 亿元，政府性基金支出 8315 亿元。

● 狭义财政收入增幅平稳，支出力度小幅减缓

1、8 月税收微幅提速，企业所得税显著改善。8 月狭义财政收入 12359 亿元，同比增长 2%，增速小幅收窄。1-8 月公共财政收入累计同比小幅升至 0.3%。**多数税种增收，财政收入结构改善。**8 月税收收入同比增长 3.4%，企业所得税为最大亮点。8 月企业所得税收入同比增长 33%，企业所得税大增，意味着企业利润或有所改善。8 月，反映企业营收状况的增值税仅增长 4.4%，企业营收和利润缴税增速的背离可能与不断加深的反内卷行动有关，规范化竞争下企业盈利得以改善。同时，由于 8 月为税收小月，总体体量偏低，数据波动会放大同比增速。个人所得税同比增长 9.7%，较前值小幅放缓但仍维持较高增速。消费税增速显著下滑，同比增长 0.9%（前值 5.4%），8 月社零数据同样有所回落。增值税收入增速小幅改善 0.1 个百分点至 4.4%，经济运行总体平稳。其他税种方面，车辆购置税收入延续下滑；关税同比下滑 7%，出口退税同比增速有所回升。房产税、城镇土地使用税、耕地占用税保持高增，分别同比增长 19%、24%、14%。8 月非税收入延续偏弱，但降幅有所收窄，同比下滑 4%（前值为-13%），2025 年以来非税收入对于财政收入的贡献总体偏弱，四季度由于较高基数存在，非税收入的增速可能继续下滑。

2、公共财政支出增速小幅回落。8 月公共财政支出 18587 亿元，同比增长 0.8%（前值 3%）。前 8 月累计支出增速回落 0.3 个百分点至 3.1%，仍处在全年目标增速之下（4%）。从全年进度看，截至 8 月，狭义支出完成全年的 60%，落后于 2024 年同期进度。**支出结构上，基建支出增速放缓，科技支出加快。**8 月社会保障、教育、卫生支出同比增长 11%、4%、2.5%，均较 7 月增速放缓；科技支出增速回升 32 个百分点至 1.7%。除交运外的基建类支出增速大幅走弱。城乡社区事务、农林水利支出分别同比下降 17%、23%，交运支出加速，同比回升 24 个百分点至 18%。

● 政府性基金收入改善未能持续，支出保持一定强度

1、卖地收入增速由正转负。8 月全国政府性基金收入 3325 亿元，同比增速下滑 15 个百分点至 5.7%。地方国有土地出让金收入同比下滑 5.8%，8 月卖地收入增速拐头向下，房地产市场延续低迷对土地市场形成拖累。截至 8 月政府性基金收入累计下滑 1.4%，降幅有所扩大。

2、政府性基金支出增速回落但仍偏强。8 月政府性基金支出 8315 亿元，同比增长 20%（7 月增长 42%），增速回落但支出力度仍有支撑。8 月专项债发行规模边际下降，超长债发行环比小幅增长，总体下降幅度不大。**8 月新增专项债发行 4865 亿元，低于 2024 年 8 月；8 月超长期特别国债发行 2350 亿元，同比弱于 2024 年同期。**截至 8 月政府性基金支出进度达到 50%，高于 2024 年和 2023 年同期进度；政府性基金收入进度的完成程度也强于 2024 年同期。前 8 月累计支出同比增长 30%，超过全年预算目标安排的支出增速，截至目前广义财政支出完成力度较高。

广义财政支出强度或面临下滑，节奏或相对温和，四季度观察政策加码。前 8 月广义财政收支差（支出-收入）继续扩大，已超过 6.7 万亿。**实际广义财政收入维持在零增速，略低于目标的 0.2%；而实际财政支出增速接近 9%，远高于预算目标的-8%。**尽管 8 月支出增速和广义赤字同比均有边际下滑，但下降幅度仍较为温和，我们预计 9 月广义财政力度回落的节奏或偏缓慢。四季度政府债券力度将逐渐减弱，若收入仍无显著改善，维持政府支出的动能或下台阶，观察增量政策加码，以及 5000 亿政策性金融工具落地的效果。

● 风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

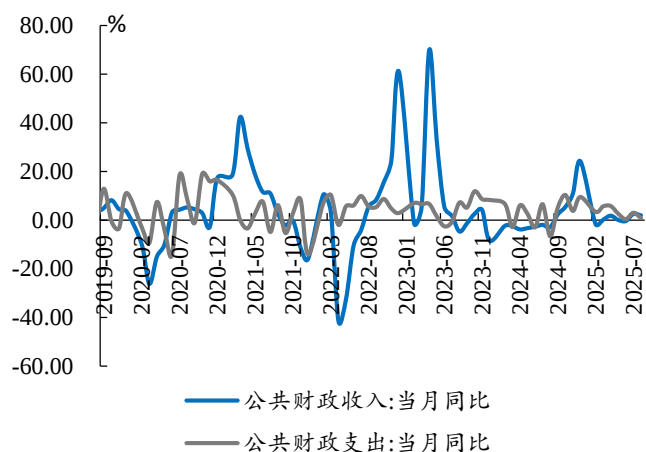
相关研究报告

《供给偏强，需求略弱——宏观经济专题》-2025.9.15

《内需续弱，政策加码窗口临近——兼评 8 月经济数据》-2025.9.15

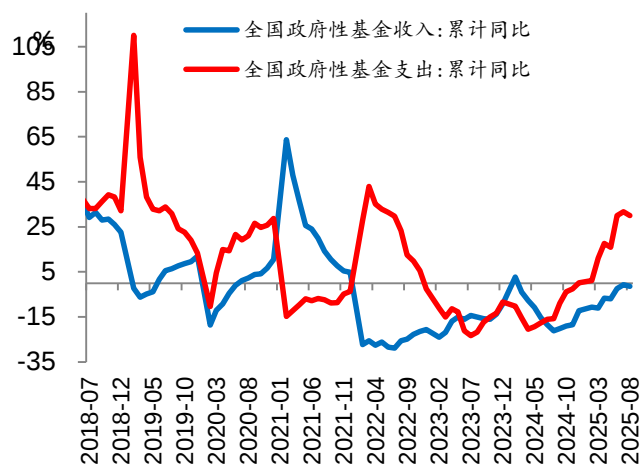
《8 月金融数据背后的基数和结构性效应——宏观经济点评》-2025.9.13

附图 1：8 月公共财政收支增速小幅下滑



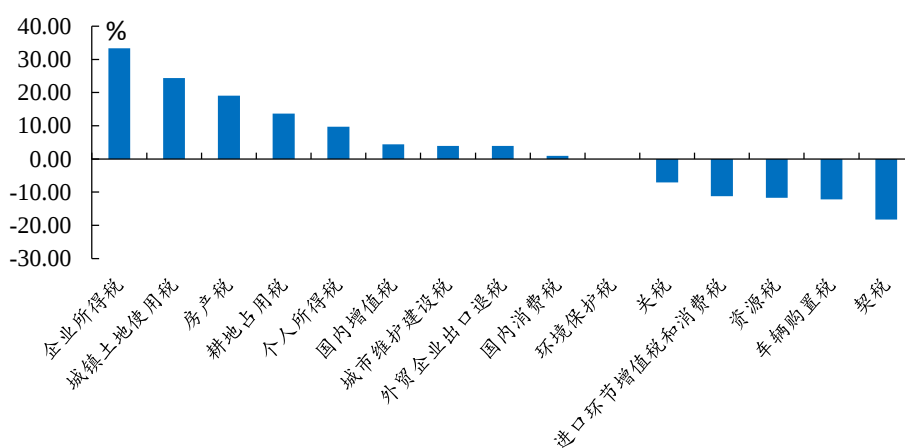
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：前 8 月累计政府性基金收入仍为负增



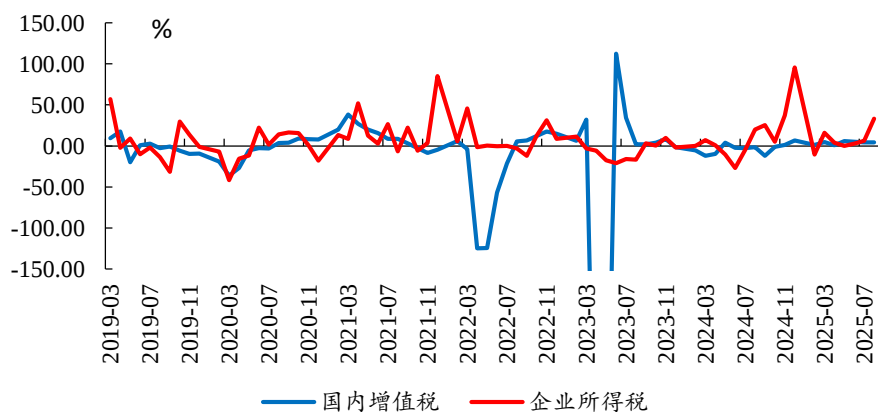
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：8 月企业所得税收入表现亮眼



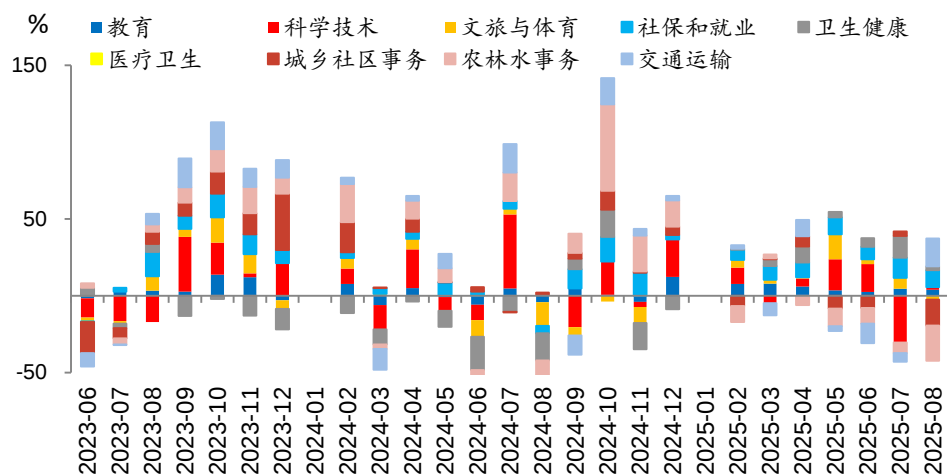
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：企业所得税和增值税增速出现背离



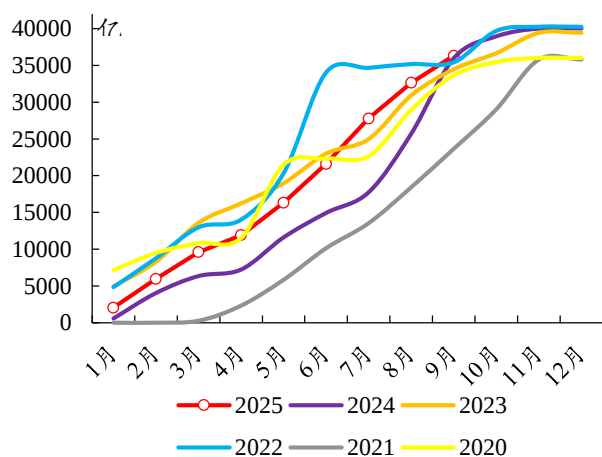
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：8 月财政支出投向基建速度放缓



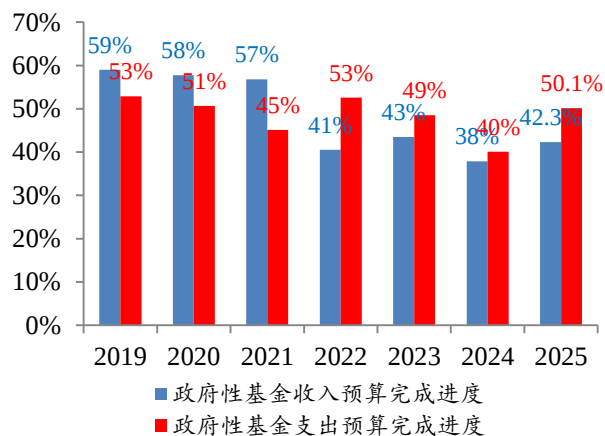
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：8 月专项债发行力度不减



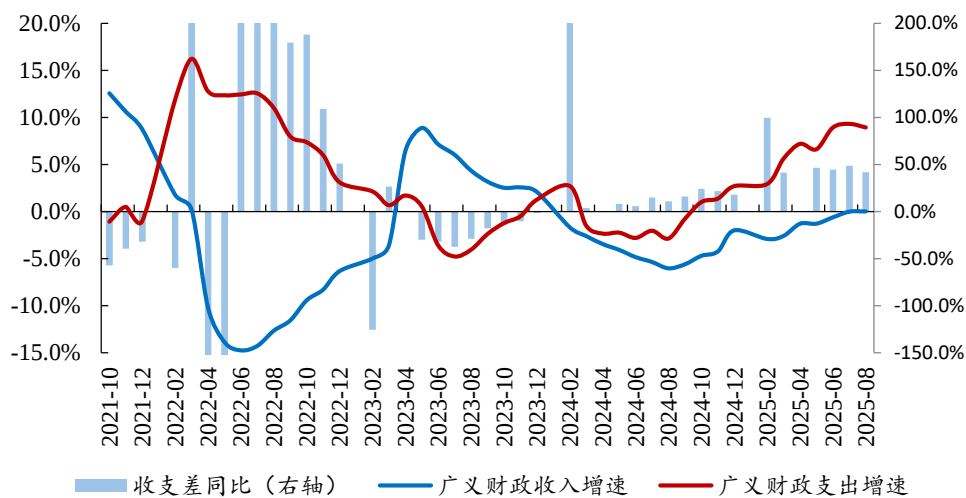
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：数据截至 9 月 17 日

附图 7：政府性基金支出进度大幅超过 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所；均为 1-8 月数据

附图 8：8 月广义财政支出增速差边际回落



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